

# NT倍率はどこまで下がるか？

## ポイント① 日銀のETF買い入れ方針が変更

3月18～19日に開催された日本銀行の金融政策決定会合において、ETFの買い入れ方針に関する幾つかの変更が発表されました。なかでも、買い入れ対象から日経平均株価(以後、日経平均)連動型などを除外し、「TOPIX(東証株価指数)連動型のみに絞る」という変更は市場にとって大きなサプライズとなりました。

## ポイント② NT倍率が大幅反落

日経平均÷TOPIXで算出される「NT倍率」という指標があります。市場全体であるTOPIXに対する日経平均のパフォーマンスの優劣を見る指標ですが、2009年頃からうなぎ上りに上昇してきました。2010年12月から始まった「日銀によるETF買い入れの影響ではないか？」との分析も出ていますが、明確なエビデンスはありません。しかし、19日の発表以降、NT倍率は急反落しています。(図1)

## ポイント③ 日経平均の上位銘柄は割高か？

2019年12月末から2021年3月22日にかけて、日経平均は5,500円ほど上昇していますが、日経平均のウェイト上位15銘柄のみで4,270円も押し上げています。また、株価の割高/割安を計るPER(株価収益率)で見ると、その加重平均は34.1倍と、市場全体であるTOPIXの18.5倍を大きく上回っています。各企業の成長期待が高いためにPERが高い面もありますが、日銀によるETF買い入れをあてにした買い上げもあったかもしれません。(図2)

上位銘柄の割高感がある程度解消され、市場が落ち着くにはしばらく時間を要する可能性があり、その間にNT倍率は低下していくのではないかと考えています。1970年以降のNT倍率の平均値は12.4倍であり、現状の14.7倍とは大きな差があることには注意が必要でしょう。

図1：NT倍率の推移



図2：日経平均株価構成銘柄の上位ウェイト15銘柄

	ウェイト	リターン	寄与度 (円)	PER (倍)
ファーストリテイリング	13.1%	33%	777	41.2
ソフトバンクG	7.4%	108%	1,105	24.7
東京エレクトロン	5.4%	74%	634	22.9
ファナック	3.3%	27%	201	37.0
ダイキン工業	2.6%	44%	244	32.7
エムスリー	2.5%	123%	351	106.8
KDDI	2.5%	7%	51	11.9
アドバンテスト	2.2%	47%	210	27.4
信越化学工業	2.2%	52%	225	21.7
リクルートHLD	2.0%	25%	112	48.0
テルモ	2.0%	-1%	-3	31.4
TDK	1.9%	23%	103	16.5
中外製薬	1.8%	33%	119	31.4
京セラ	1.7%	-1%	-6	21.4
ソニー	1.4%	55%	148	20.2
上位15銘柄合計	51.7%	26%	4,270	34.1
TOPIX		16%		18.5

- ・ウェイトの時点：2021年2月26日
- ・リターン：2019年12月30日～2021年3月22日の株価リターン
- ・寄与度：2019年12月30日～2021年3月22日の日経平均への寄与度
- ※除数を直近値の27.769として簡易的に計算しています。
- ・PER：2021年3月22日の株価÷2021か22年度の予想EPS
- ※コロナの影響が薄れるように、決算月によって決算年度を選択

(出所) 野村証券とBloombergデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書(交付目録見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。