

出遅れが目立つ日本株、解消時期の見極めへ

Topics

- ▶ 4月以降、日・米・欧株価はやや上値が重い展開が続いていますが、その中で日本株の出遅れが目立つ状況になっています。
- ▶ 米国におけるインフレ率の大幅上昇が、FRBの金融政策変更時期の前倒しやさらなる金利上昇につながるかが注目されますが、FRBは足元のインフレを一時的と考えています。
- ▶ コロナワクチン接種が進んだ米国・欧州では、経済活動の正常化が見通せる段階となり、景況感も大きく改善しました。日本でも今後接種が順調に進み株価も出遅れを取り戻せるかが注目されます。

チーフストラテジスト 荻原 健

4月以降上値が重い日・米・欧株、出遅れが目立つ日本株

2021年の日・米・欧株価の推移をみると、概ね3月から4月にかけて一旦昨年来の戻りのピークをつけ、その後はやや上値が重い展開が続いています。その中で日本株については3月19日に戻り高値を付けた後は相対的に出遅れた状況が続いています。ゴールデンウィーク明けには日米株価が一時急落する場面もみられました。

日米株価が冴えない要因として米国のインフレ期待の高まりが挙げられます。米連邦準備理事会（FRB）の金融政策変更時期の前倒しや、さらなる金利上昇が懸念され株価の上値を抑えています。ただし、米国の10年国債金利は3月19日に1.72%をつけた以降はこの水準を上回っておらず、FRBは「インフレ率上昇はコロナ禍の影響による一時的なもの」としています（図表1）。

日本株が出遅れた要因は複数想定できるが、ワクチン接種の遅れが大きく影響

日本株価の出遅れについてはいくつかの理由が考えられます。米国におけるインフレ期待の高まりが足元の各国の株価停滞の要因とみられていますが、実際は米10年国債金利が3月にピークを打った後から株価の停滞が始まっており、日本株の出遅れもほぼ同じ時期から始まっています。株式市場は、インフレ上昇によるコスト増加が収益を押し下げる効果をより強く懸念している可能性もあります。

コロナワクチン接種が進む米国では経済の全面再開、欧州では段階的再開が見通せる状況となり、景況感が大きく改善しています。2月以降の景況感の改善は、ワクチン接種の進展と関連が認められます。一方、ワクチン接種が遅れている日本では、サービス業を中心に景況感の改善が遅れており、株価騰落率の違いに表れています（図表2）。

企業業績面からみると、日本の企業業績は改善していますが、欧米企業の改善スピードと比較すると遅れていることも株価に影響しているとみられます（次ページ図表3）。

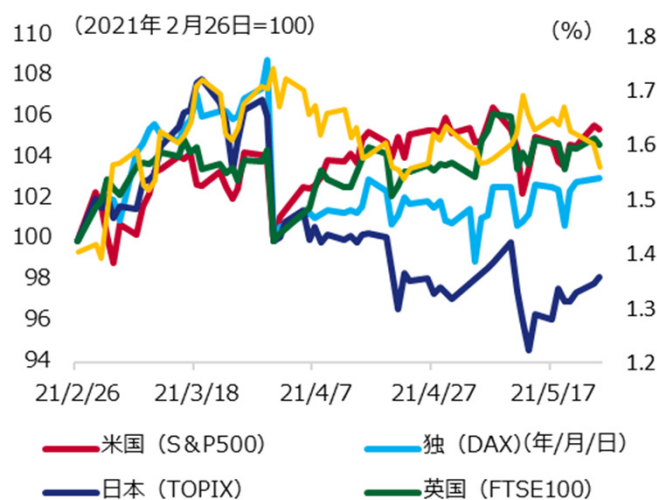
また、日本独自の要因としては、7月23日から予定されている東京オリンピック・パラリンピックの開催可否が現時点でも不透明なことが挙げられます。そして、コロナの感染状況と関連があるとみられる菅内閣の支持率の下落によって、今後の政治情勢に不透明感が生じていることも影響している可能性があります。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

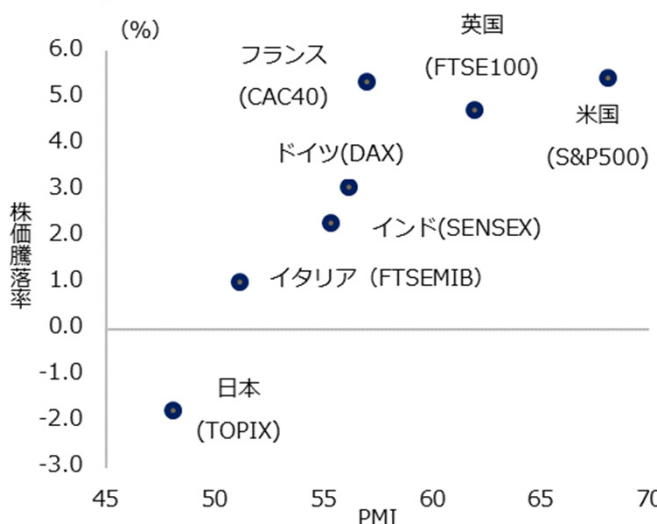
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 2021年2月末以降の株価推移と米長期金利



期間：2021年2月26日～2021年5月25日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 主要国の株価騰落率とPMI



期間：株価騰落率は2021年3月31日と5月25日の比較
出所：ブルームバーグ、IHS Markitのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
(注) PMIはコンポジット、インド・イタリアは21年4月、他は5月のデータ

日本の企業業績は改善も回復時期と水準では欧米に劣る

日本企業の決算状況を確認してみると、21年3月期は売上高が7%の減収となる中、純利益は26%増（日本経済新聞社集計、以下同様）と3期ぶりの増益となりました。

コロナ禍前の19年3月期と比較すると約8割の水準まで回復したことになります。ただしソフトバンクグループが日本企業として過去最高の純利益を計上する一方、コロナ禍の影響を強く受けた空運、陸運業等では過去最大の赤字を計上する企業が複数出るなどまちまちの結果となりました。赤字企業の社数比率も全体の17%程度で11年ぶりの多さとなりました。

22年3月期の会社予想では、純利益で30%程度の増益が見込まれています。会社予想はやや保守的との見方がある一方で、業績回復が感染状況に強く影響される業種もあることから見通しづらい部分も残ります。

業績の改善状況を日・米・独の企業で比較してみると、米・独の企業は昨年5月頃をボトムに改善しましたが、日本企業はさらに低下した後にボトムを打ちました。また、米・独の企業の利益予想は21年に入ってから一段と切り上がり、19年12月末の水準を上回りましたが、日本企業は依然出遅れている状況が確認できます（図表3）。

日本株の出遅れ解消の条件

日本株出遅れの最大の要因はワクチン接種の遅れとみられます。Our World in Dataによれば、5月25日時点の人口100人あたりの接種回数は米国49.2回、ドイツ40.7回に対し日本は5.6回となっています。

5月半ば以降日本の接種回数はやや加速しています。今後の大規模接種会場の設置増加とともに接種が進むかが注目されます。集団免疫が獲得できるとされる接種率70%に到達するには、まだ相当な期間を要するとみられますが、ある程度接種が進めば、経済活動が再開するとの期待が高まる局面が到来する可能性があります。

業績面で見ると米欧の企業業績の改善が21年から加速している一方、日本の業績見通しは上方修正が下方修正を上回っていますが、米欧よりも上方修正が少ない状況です（図表4）。米独では製造業、サービス業ともに改善が期待できる一方、日本ではまだコロナ禍の影響から業績が見通しづらい業種があることが一因です。今後のコロナ感染状況次第ですが、ワクチン接種の進展とともに経済活動再開への期待は高まるとみられ、やや保守的とみられる企業の業績予想が上方修正され、今後欧米との格差が縮小していく可能性があります。

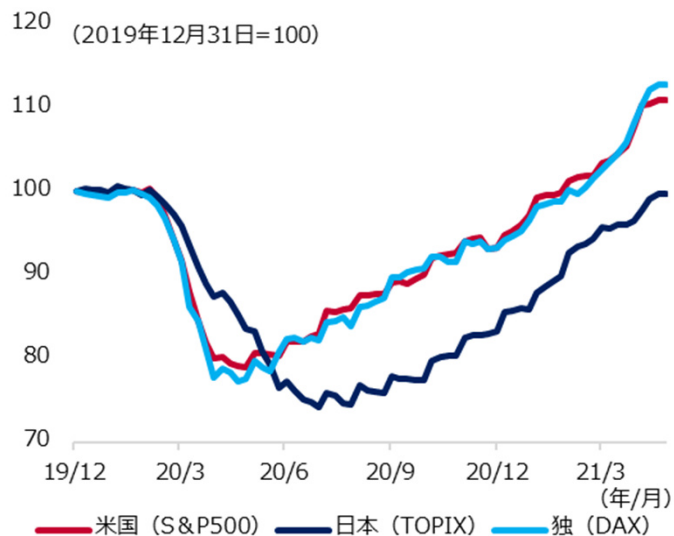
5月末が期限となっている一部地域への緊急事態宣言はさらに延長される見通しとなりました。7月のオリンピック・パラリンピックの開催可否の決定権は日本政府にはありませんが、オリンピックの開催の是非は政治情勢に大きく影響します。菅内閣の支持率が低下するなか、今後の衆議院選挙も含めて日本の政治動向には不透明感がしばらく残りますが、秋口までには趨勢が決まるものと見られます。

日本株出遅れの解消にはまだしばらく時間を要する可能性があります。ワクチン接種の進展を踏まえて、景況感の改善や企業業績見通しの改善が進むでしょう。今後は出遅れ解消の条件が徐々に整ってくるとみられ、時期を見極める段階に入ってきたと考えています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 日米独株価の予想EPS推移

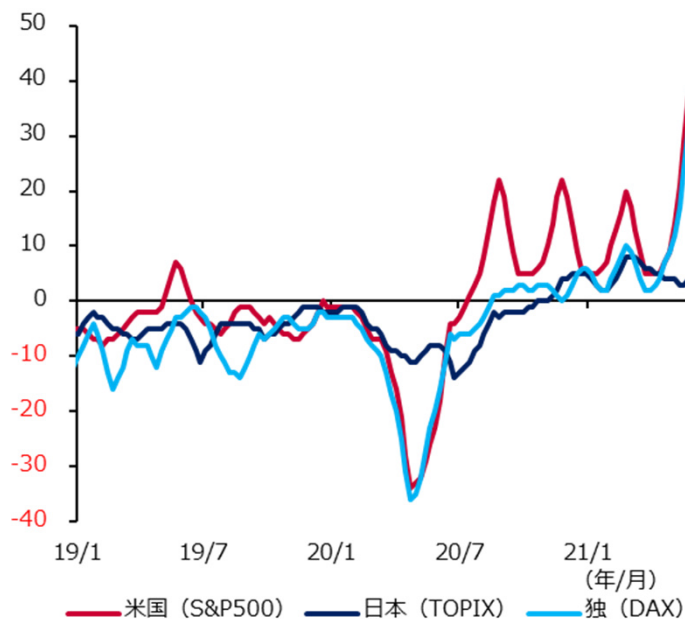


期間：2019年12月31日～2021年5月26日（週次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）予想EPSは一株当たり利益の12か月先予想

図表4 日米独のリビジョンインデックス



期間：2019年1月1日～2021年5月26日（4週平均、週次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）リビジョンインデックスは

（上方修正予想銘柄数－下方修正予想銘柄数）/予想銘柄数

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

【ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。】

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。