

Topics

- ▶ 米国株は長期金利が上昇する中、上値は重いものの大きな調整には至っていない。流動性縮小への警戒感はあるものの、長期金利の上昇が現状程度にとどまり、景気が後退しないとの見方が維持されれば、大幅調整を回避できるとみられる。
- ▶ 日本株は海外投資家による買いの勢いが一服している。ただし、今後東証の要請に対する企業による具体的な取り組みの開示が進む公算で、日本株選好が再び強まる可能性もある。

シニアストラテジスト 浅岡 均

1.長期金利上昇下の米国株

米国株は上昇基調が一服し、8月以降やや調整しつつあります。米長期金利が大幅に上昇し、バリュエーション（予想PER（株価収益率））が調整したことが背景となっています。こうした中、市場では、長期金利が大幅に上昇する中で米国株が底堅く推移していた、1987年のブラックマンデー前の動きとの類似性が指摘され、警戒すべきとの見方もあるようです（図表1）。

流動性縮小も株価の重しとの見方も

また、FRBのバランスシート縮小に伴い流動性が縮小する中、いずれ株価の調整を招くとの見方もあるようです（図表2）。ただし、実際に株価調整（下落）に至るには、流動性が縮小するだけでなく、景気後退の可能性が強まることで条件になるのではないかと考えられます。

このところの流動性縮小をみると、そのペースはコロナ禍前に急速に回帰するほどではなく、緩やかにとどまっています。また、流動性の縮小は、コロナ禍での緊急対応の巻き戻しといった側面が大きく、過熱したマクロ需要の反動というわけではないことから、深刻な景気後退に入る可能性は低いのではないかと考えられます。

景気後退観測が浮上しない限り、株価調整には至らない公算

1987年のブラックマンデー時は、複数の要因が重なって金利上昇への警戒感が強まり、株価暴落に至ったとみられています。特に米長期金利については、「双子の赤字」（財政赤字と経常赤字）拡大観測などから制御不能に上昇する可能性が懸念されていたもようです。足元では米国債需給を巡る懸念がくすぶるものの、当時ほどの状況ではないとみられます。

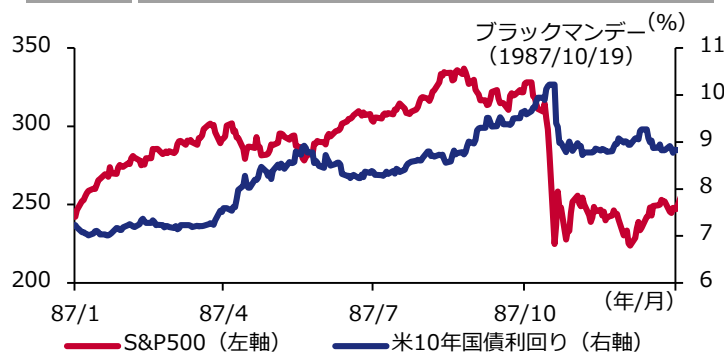
最近の米国株の向こう12カ月間の予想EPS（一株あたり利益）をみると、今年初めにかけて減少基調でしたが、その後、米景気軟着陸期待から上昇に転じました（図表3）。足元の米長期金利上昇が景気後退を招くとの見方につながらない限りは、利益見通し改善が支えとなり、米国株は大幅調整に至らないとみられます。なお、パウエル議長らFRB高官も最近の長期金利上昇を注視しており、制御不能な長期金利上昇には至らないとみられます。

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。

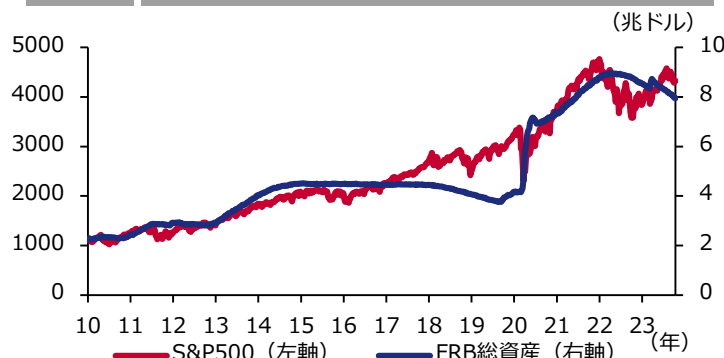
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 1987年の米国株と長期金利の推移



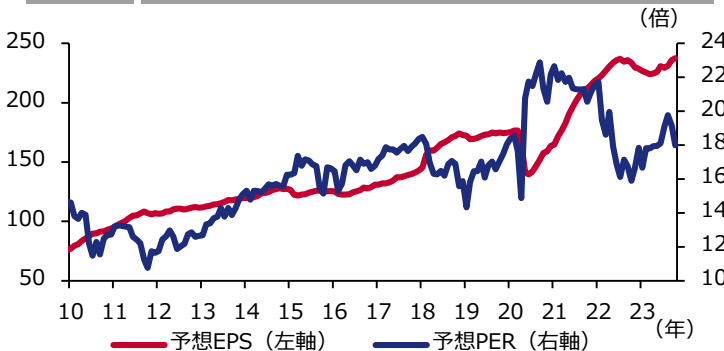
期間：1987年1月1日～1987年12月31日（日次）  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 米国株とFRBの総資産



期間：2010年1月1日～2023年10月13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

図表3 米国株の予想PERと予想EPS



期間：2010年1月～2023年10月（月次）  
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

## 2.東証要請への対応が引き続き注視される日本株

TOPIXは今年9月中旬にバブル後高値を更新した後、やや軟調な推移に転じました。ただし、年初来騰落率は20%超を維持し、大きな調整には至っていません。

東京証券取引所（東証）が3月末、上場企業に資本コストや株価を意識した経営を実現するよう要請したことを受けて、低PBR（株価純資産倍率）銘柄を中心に企業側の対応が進むとの期待が強まりました。TOPIXのPBRはその後、大幅に上昇し、過去約10年間の平均を+1σ（標準偏差）分、上ぶれる水準に一時達しましたが（図表4）。なお、「平均+1σ」は過去の上限めどとみられますが、「平均+2σ」分上昇した局面もあったことを踏まえると、従来の変動の範囲内の動きにとどまっていると言えます。

今年4-6月期は特に海外投資家による日本株買いの勢いが強まりました。第1次岸田政権が成立した2021年10月以降の海外投資家による日本株売買動向（現物と先物）をみると（図表5）、今年4月以降は特に現物の買いの勢いが強まったことが分かります。8月以降は売られ、直近10月上旬時点では岸田政権下の累計でみて、ほぼ中立圏となっています。

### 東証はPBR1倍以上の企業にも対応を要請

東証は8月末、TOPIXプライム市場の3月期決算企業を対象に、要請への対応状況の集計結果を公表しました。取り組み状況の開示比率（図表6）をみると、時価総額が大きくPBRが1倍割れとなっている企業のうち45%が何らかの開示を行った形となっています。ただし、PBRが1倍を上回っているか、時価総額が大きくない企業の開示比率は相対的に低くなっています。

東証はこうした状況を受け、既にPBRが1倍を上回っている企業において対応の必要はないとの誤解があったようだ指摘しています。また、対応を策定するだけのリソースが不足している可能性も指摘する一方で、要請に取り組む意義に疑問を抱く企業もある、と指摘しています。

### 年明けから対応を開示した企業のリストが公表される方向もよう

東証は10月、開示を一段と進めるよう働きかけを強める方針を示しました。具体的には、要請に基づく取り組みを開示した企業の一覧表の公表を年明けを目途に開始し、毎月1回更新する予定を示しています。投資家などから高い支持を得た事例も公表するとしました。

今後、企業側から一段と開示が進む公算で、日本経済のデフレ脱却期待の強まりと相まって、海外投資家主導の日本株買いが再び強まる可能性もあるとみられます。

※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。

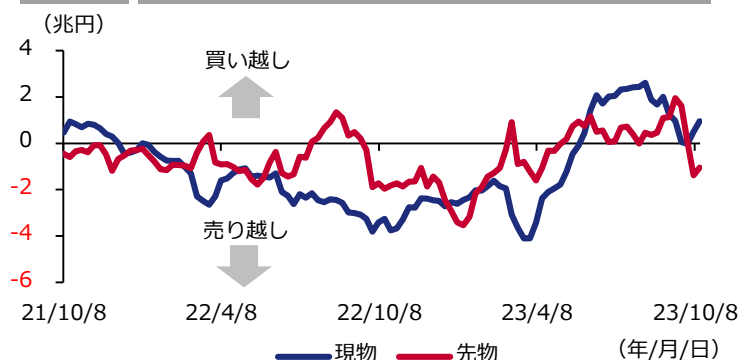
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表4 TOPIXのPBR



（注）PBRはブルームバーグ集計の実績PBR。平均と標準偏差（σ）は以下の期間における平均とσ  
期間：2013年1月4日～2023年10月19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5 海外投資家の日本株売買動向（岸田政権下）



（注）2021年10月4日-8日の週からの累計日本株買い越し額、二市場合計  
期間：2021年10月4日-8日の週から2023年10月10日-10月13日の週（週次）  
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6 TOPIXプライム企業の開示状況（2023年7月14日時点）

	PBR1倍未満	1倍以上
時価総額 1000億円以上	45%が開示 (取組等を開示 31%、 検討中14%)	26% (取組等を開示 21%、 検討中5%)
250-1000億円	39% (取組等を開示 22%、 検討中17%)	15% (取組等を開示9% 検討中6%)
250億円未満	25% (取組等を開示 12.5%、 検討中12.5%)	15% (取組等を開示8% 検討中7%)

（注）「検討中」はコーポレートガバナンス報告書など会社発表資料で「対応を検討中」と開示した企業  
出所：東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する企業の対応状況とフォローアップ（2023年8月29日公表）を基にアセットマネジメントOneが作成

# 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。

## 【当資料で使用している指数について】

● 東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。

● S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。