

Topics

- ▶ 海外投資家主導で上昇してきた日本株は7月に入り反落する一方で、米国株は、景気のソフトランディング期待等から上昇が継続しています。
- ▶ 日本株は海外投資家の買いが一服したことに加え、ドル/円レートが円高方向へ転換したことが転機になったとみられます。米国株はインフレ、金利見通しが落ち着く中、上振れする景気指標が増加しており、業績改善期待も高まり株価を支えました。
- ▶ 日米とも、これまでの株価上昇は株価収益率（予想PER）の拡大で説明できます。一段の上昇には、企業業績の一段の改善と緩和的な金融環境の持続が必要とみられます。

チーフストラテジスト 荻原 健

ドル/円レートと連動する日本株、米国株は上値を追う展開

2022年初からの株価推移をみると、22年10月までの、米国株の調整期間に日本株が下げ渋ったことで相対株価は日本株有利の展開でしたが、その後は日米とも株価上昇の動きとなっています。また、この間のドル建てのTOPIX（TOPIX÷ドル/円レート）をみるとほぼS&P500と同じ動きとなっており、ドルベースの投資家からみると日米の株価は連動した動きとなっていました。

23年に入りドル/円レートが円安方向に転換すると日本株との連動性を強めました。7月に入り日本株は円高方向への転換と同じタイミングで調整に入りました。米国株は米景気のソフトランディング期待もあり、上値を追う転換となっています（図表1）。

市場では円安（ドル高）と日本株高、米2年金利上昇の連動が高まっており、7月18日時点の過去90日間の相関係数は、ドル/円レート対TOPIXが0.95、対米2年国債金利が0.92となっています。

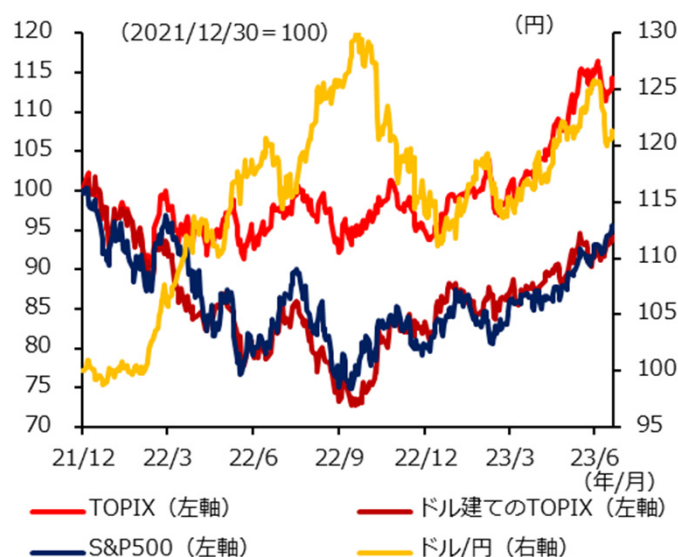
海外投資家の日本株買いは一服だが、日本株への関心は継続か

日本企業の資本効率の改善期待等を背景に、海外投資家の日本株買いの動きが強まり、日本株上昇の原動力となりました。海外投資家は4月1週から6月1週にかけて、10週連続で現物と先物合わせて約7.9兆円買い越しました。それ以降は買いは一服し、投機的な動きを含む先物は売りが目立つ週もありますが、現物はその後も買い越し基調で推移しています（図表2）。

日本企業への期待は、東京証券取引所のPBR（株価純資産倍率）1倍割れ企業に対する資本効率の改善要請が評価されたことも要因です。しかし、資本効率の改善は中長期的に実現していくテーマであり、今後、実効性のある計画が企業側から出され、着実に実行されていくことが重要です。今後は、個々の企業の進捗を見守る必要がありますが、改善計画を策定する意思表示や、具体的な改善策を提示する企業も増加しており、日本株独自の株価上昇要因として、海外投資家の関心は持続するとみられます。

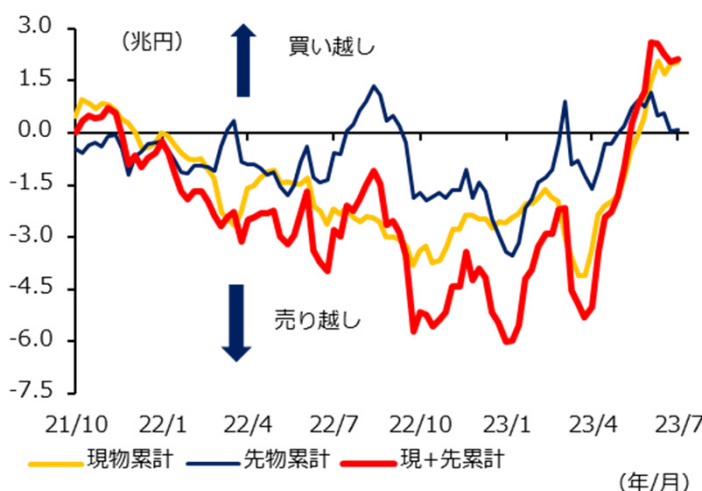
次ページへ続く

図表1 日米株価とドル/円推移



期間：2021年12月30日～2023年7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2 岸田政権発足以降の海外投資家売買動向



期間：2021年10月1週からの累計、2023年7月1週まで（週次）
注：先物は日経225先物、日経225mini、TOPIX先物、ミニTOPIX先物、JPX400先物、マザーズ指数先物の合算値
出所：ブルームバーグと日本取引所グループのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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。

これまでの日米株価の上昇は予想PERの拡大で説明できる

2023年の日米株価の騰落率は7月19日時点でほぼ同水準となっています。株価騰落率を株価収益率（予想PER）と利益（予想EPS）に分解すると、日米とも予想PERの拡大により株価が上昇しています（図表3）。

予想PERの上昇は、金融環境の緩和化によるものとみられます。米国では消費者物価がピークアウトする中、利上げの終了が近いとみられ、先行きの利下げ期待もあります。日本では、日銀が金融緩和を長期化するとの見方も強く、日米とも金利はピークから低下し、レンジ内の推移となっています。

しかし、株価は年初から20%程度上昇し、予想PERも拡大していることから、バリュエーションの割安感は薄れています。株価の一段の上昇には企業収益の拡大が必要な状況となっています。

足元の業績予想は方向感が乏しい状況

日米の予想EPSを1年前との比較で見ると、コロナ渦による大きな変動の後には、米ISM製造業景気指数（米製造業の景況感を表す）の低下に沿った形で低下が続き、最近ではゼロ近辺で横ばいの動きとなり、1年前の予想とほぼ変わらない水準となっています（図表4）。

今後業績改善が進むかは、景気動向しだいですが、足元の業績修正動向を示すリビジョンインデックス（上方修正予想銘柄数 - 下方修正予想銘柄数）/ 予想銘柄数（は、S&P500、TOPIXともゼロ近辺（リフィニティブ集計による4週平均7月19日時点）となっており、日米とも業績修正動向は、あまり方向感の無い動きとなっています。

経済のモメンタムは地域間格差が拡大、米国はソフトランディング期待が高まる

ESI（エコノミックサプライズインデックス）は、主要4地域で方向感が異なっています（図表5）。

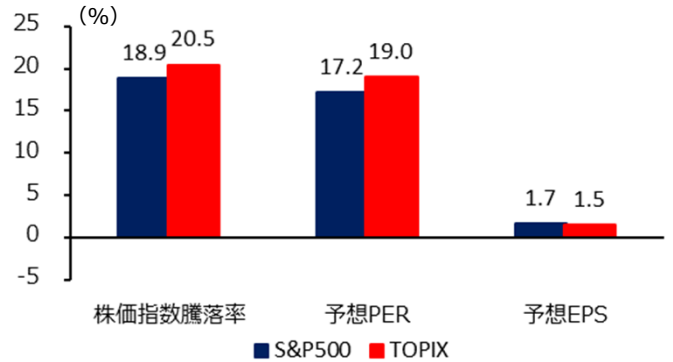
米国では最近発表された経済指標は予想比で上振れするものが多く、ESIは上昇しており、経済のソフトランディング期待が高まってきています。

日本はゼロ近辺となっており、経済のモメンタムは強くありませんが、23年1-3月期の実質GDP成長率が2.7%（前期比年率）へ上方修正されるなど、経済は正常化に向かって進んでいるとみられます。

一方、中国は対照的に低下が続いており、経済の鈍化が鮮明になっています。中国経済の不調は世界の経済、企業業績にも負の影響を与えます。欧州では大きく低下しており、実質GDP成長率は昨年10-12月期から2期連続でゼロ近辺の成長となりました。

企業業績面からはソフトランディング期待が高まる米国と経済正常化が進む日本で、今後改善期待が高まってくると思われます。企業側の先行き予測も含めて業績の上方修正が増加してくるか見極める必要があります。また、金利動向をみるうえで重要な主要国の金融政策決定会合が7月下旬に相次ぐ中、金利が上昇し、緩和的な金融環境が崩れないことも株価上昇の条件となるため、併せて見極めていく必要があります。

図表3 日米株価騰落率の要因分解



期間：2022年12月30日と2023年7月19日時点の比較

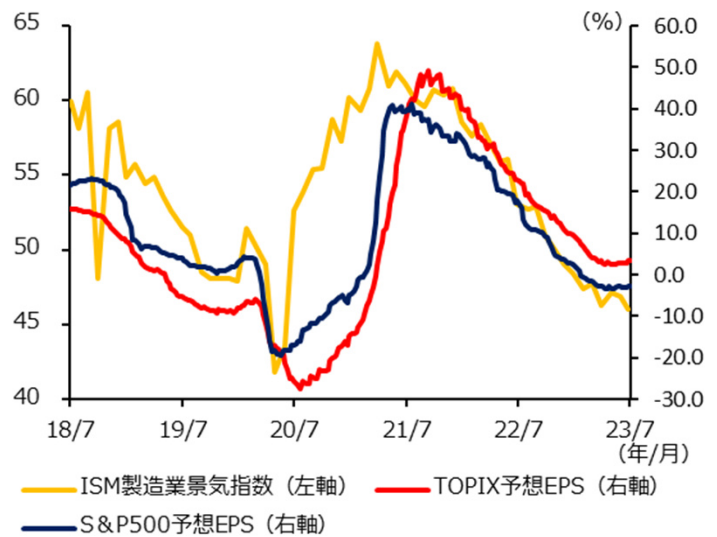
(注) 予想EPS：12カ月先一株あたり予想利益、

予想PER：同株価収益率

株価指数 = 予想PER × 予想EPS に基づき要因分解

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4 日米予想EPSとISM製造業指数



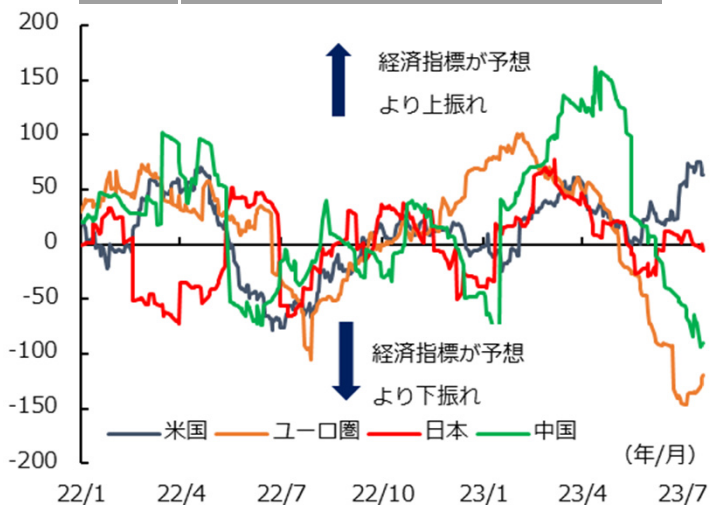
期間：予想EPSは2018年7月17日～2023年7月19日（週次）

ISMは2018年6月～2023年6月（月次）

(注) 予想EPSは12ヶ月先予想EPSの1年前比

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5 エコノミックサプライズインデックス



期間：2022年1月1日～2023年7月19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

※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。

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（TOPIX）の指数値および東証株価指数（TOPIX）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（TOPIX）に關するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数（TOPIX）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&P500種指数は、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・ホールディングズ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。

● ISM製造業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。

● エコノミック・サプライズ・インデックス（主要国）はシティグループ・グローバル・マーケッツ・インクが発表する指数です。