

米実質金利動向と日本株の出遅れ

Topics

- ▶ 日本株の米国株に対する相対株価は昨年来の安値を更新してきました。日米相対株価は、米国バリューストック・グロース相対株価との連動性がみられてきましたが、足元では薄れています。
- ▶ 米国実質金利低下局面では、相対的に米株が日本株に対して優位な環境とみられます。米実質金利が一段と低下する中、日米グロース株は異なる動きをしています。
- ▶ 日本の企業業績の改善は続いていますが、勢いはやや低下しています。米国景気の回復継続と米実質金利の上昇が日本株の出遅れ解消の条件とみられることから、実体経済の見極めが重要な局面に入ったと考えます。

チーフストラテジスト 荻原 健

日米相対株価は昨年来の安値を更新

日米相対株価の推移をみると、昨年4月以降総じて日本株が劣化する展開が続いています。米国バリューストック相対株価（米VG相対株価）と比較すると、今年3月までは概ね連動していましたが、また米VG相対株価が横ばいの局面では、日米相対株価も横ばいとなっていたことが分かります。

今年4月以降は日米相対株価と米VG相対株価の乖離が目立つようになってきました（図表1）。この乖離については、ワクチン接種も含めた日米のコロナ対策の差や、感染状況と首相の支持率が連動しやすい日本の政治情勢、緊急事態宣言下で開催される東京オリンピックへの懸念も反映しているとみられます。また、この間の米国の経済情勢については、経済再開が進む一方で、一段の景気回復に対する期待が後退し、早期に回復が止まるのではないかとの見方が浮上しています。こうした中、米国の長期金利は一段と低下し、10年国債利回りは7月19日に今年2月以来の1.2%割れの水準まで低下しました。こうした経済情勢の変化も日本株が劣化する要因になっていると考えています。

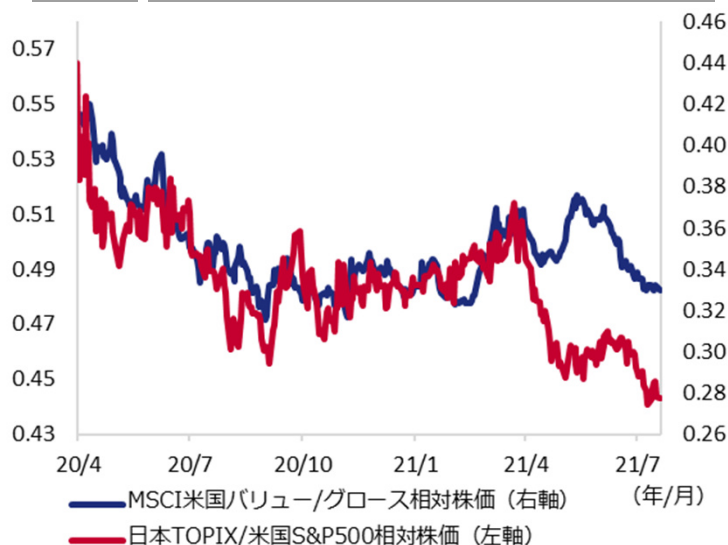
米実質金利低下は米国株に優位な環境

米実質金利と各資産間の相関係数を長期（全期間）、短期（直近50営業日）で比較すると、S&P500は米実質金利低下が価格上昇につながる関係が見て取れます（図表2）。バリュー株は長期では上昇しています。またグロース株は長期、短期ともより強く上昇方向の相関がみられます。

日本株については、TOPIXでは長期、短期とも明確な関係はみられませんが、グロース株は金利低下が価格上昇に、バリュー株は価格下落につながる関係がみられます。

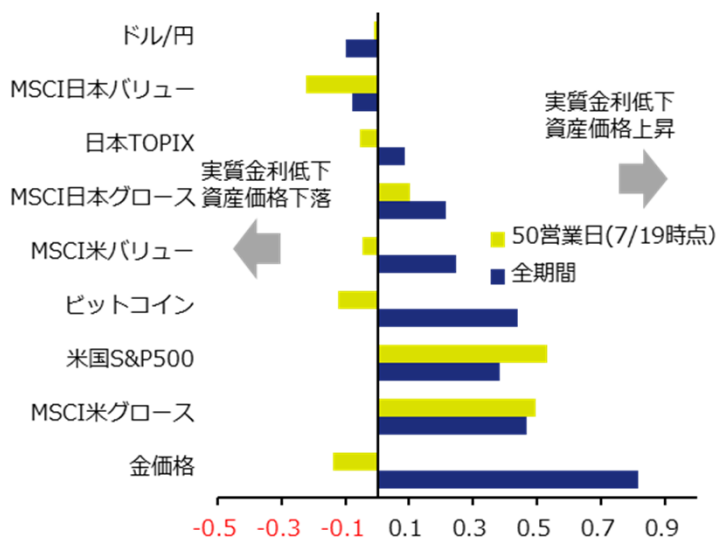
米株はS&P500、グロース株ともに短期の相関係数が長期よりも高くなっており、米国市場では金融相場的な環境（金利低下が株価を支える環境）が続いていることも見て取れます。こうした環境下では、日本はバリュー株は価格下落方向に反応するとともに、グロース株の上昇反応も弱いことから、日本株が米国株に劣しやすい局面にあると言えます。日本のグロース株が米グロース株に追いつかない背景としては、プラットフォームと呼ばれる世界的な大型IT企業が存在しないことが考えられます。

図表1 日米相対株価と米バリューストック相対株価



期間：2020年4月1日～2021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 米実質金利（10年）と各資産の相関係数



期間：2010年1月4日～2021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
（注）ビットコインについては2010年7月19日からの相関係数
米実質金利は（米10年国債利回り－期待インフレ率（10年））

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。

米実質金利の低下局面における、日米バリュウ・グロース株の動きの違い

米実質金利の推移をみると19年以降低下傾向が続いており、20年からはマイナス金利が定着、足元では一段と低下しマイナス1%程度で推移しています。20年以降は期待インフレ率が上昇し、実質金利の低下をもたらしましたが、今年4月以降は、米景気回復に対する期待の後退から実質金利が低下しています。

米VG相対株価は、米実質金利とほぼ連動して推移しています。昨年夏場にかけて実質金利の低下につれてグロース株優位の展開となりましたが、以降はバリュウ株が優位に転じる場面もありました。今年6月以降は実質金利の低下につれて再度グロース株優位に転じています。

日本バリュウ・グロース相対株価は、米国と概ね方向感とは同じですが、米実質金利のマイナスが定着したあたりから、米国ほどグロース株優位の展開とはならず、今年に入ってからむしろバリュウ株優位の動きとなっています。

さらに、実質金利が低下する中では日米グロース株の相対株価は米国優位となっていることが分かります。世界景気の先行き不透明感から米大型IT株に資金が集まりやすい状況を反映している可能性もあります(図表3)。

日本株出遅れ解消には米実質金利の上昇が必要か

米国では、景気回復の強さ、インフレ動向、金融政策予想に関して見方が交錯しています。米国の消費者物価指数は伸び率を高めており、インフレ期待も総じて高止まりしていますが、米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長はインフレは一時的との見方を変えていません。6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)以降、FRBの緩和スタンス後退時期を巡る市場の予想は早まったとみられますが、米10年国債利回りは逆に大きく低下しています。足元では、米国でもデルタ株の感染拡大が不安視されており、経済情勢の見極めが難しくなっています。

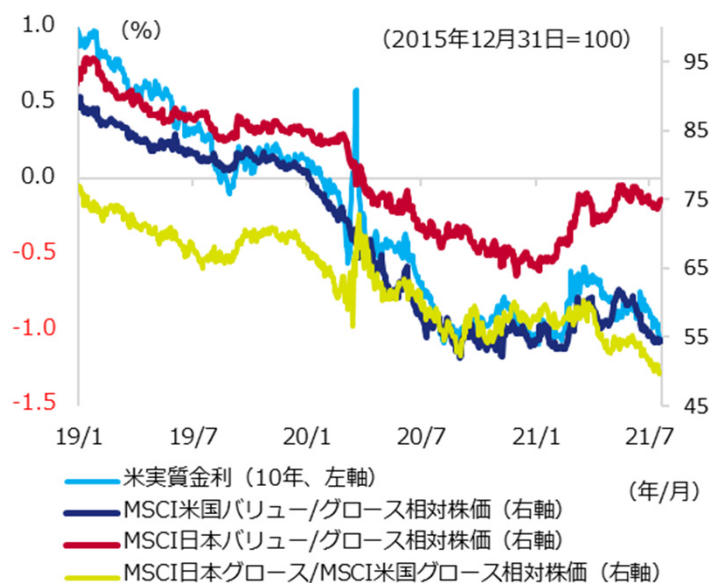
米国の景気回復期待の後退が続けば、いずれ企業業績予想にも反映されてきます。足元の業績予想は日米とも堅調な状況です。しかし、業績改善の勢いを計るために日米予想EPSの3カ月前比で確認すると、米国では上昇傾向が続いていますが、日本では、頭打ちの傾向がみられます。また、TOPIXについては、予想EPS3カ月前比が鈍化するとPERも低下基調に入る関係が確認できます(図表4)。今後も業績改善の勢いが鈍化すれば、PERも拡大しにくい展開が想定されます。

日本株の上昇と日米相対株価の上昇には、日本のコロナ新規感染者数の減少、東京オリンピックに関する懸念の払拭に加え、米実質金利の上昇が必要と考えられます。米国の景気回復が順調に進み、FRBが緩和スタンスを後退させるにつれ実質金利が上昇すれば、日本株は上昇し、米国株に対する出遅れ感も解消に向かうと思われれます。現状では米景気回復継続の期待が高まるには、しばらく時間を要する状況になりつつあると考えます。日米のデルタ株感染状況も不安視されますが、実体経済が腰折れせず、回復継続できるかを見極めることが重要な局面に入ってきたと考えます。

※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。

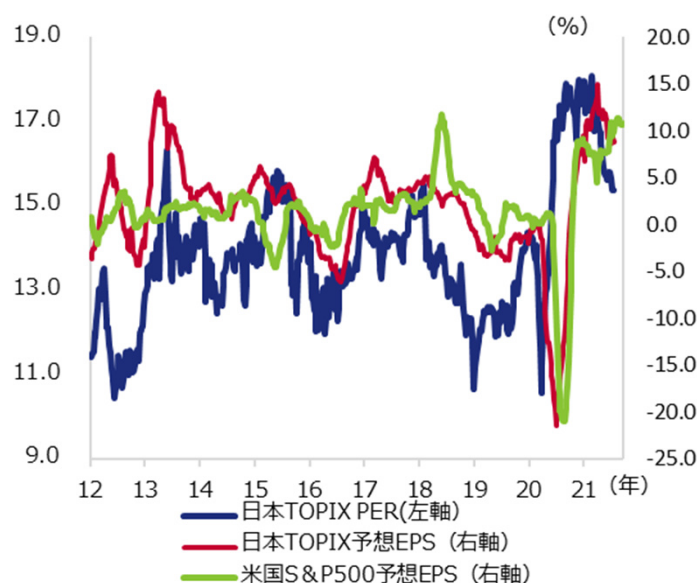
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 米実質金利と日米バリュウ・グロース相対株価



期間：2019年1月2日～2021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
(注) 米実質金利は(米10年国債利回り-期待インフレ率(10年))

図表4 TOPIXの予想PERと日米予想EPS



期間：2012年1月9日～2021年7月19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12か月先予想の3カ月前比

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）は、株式会社東京証券取引所（㈱東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、㈱東京証券取引所が有しています。
- 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。
- MSCI米国・パリュールインデックス、MSCI米国・グロースインデックス、MSCI日本・パリュールインデックス、MSCI日本・グロースインデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。