

Topics

- ▶ 米欧株などが比較的堅調に推移する中、日本株はバリュエーション（予想PER）の縮小から相対的に低調。
- ▶ 足元では日本株に対して円安や米国株高が一定の支えとなる一方、業績見通しを反映しない動き。また、海外投資家は日本株のボラティリティ（変動性）の高さから日本株の売買を手控えているもよう。
- ▶ 衆院選での自民党苦戦から日本株が一時下落する可能性は排除できないが、日米選挙を通過すれば日本株のボラティリティが低下し、上昇基調に戻る可能性。

シニアストラテジスト 浅岡 均

日本株は8月の急落以降、相対的に低調

7月末の日銀の利上げを受けて、8月に日本株は急落しました。その後、いったん下落幅を縮小した後はレンジ圏での推移が続いています。

世界の主要国・地域株価指数について7月末以降、直近10月23日にかけての株価騰落率をみると（図表1）、米欧株、中国株、エマージング株がいずれも上昇した一方で、日本株についてはマイナス圏にとどまっています。

米国株（S&P500）については大統領選を11月に控えつつも、FRB（米連邦準備理事会）が9月に大幅利下げに踏み切ったことが上昇の背景とみられます。欧州株（ドイツDAX）についても、ECBが9、10月と連続利下げを行ったことが株価の支えになっています。中国株（上海総合）については、9月下旬に中国当局が相次いで景気刺激策や株価支援策を打ち出したことから一時急騰しました。エマージング株については、中国の景気刺激策に加え、米欧利下げも好感されたとみられます。

株価指数を予想EPSと予想PERで要因分解すると、日本株はバリュエーション（予想PER）が縮小（≒リスク回避姿勢の高まり）した一方で、業績見通し（予想EPS）の修正率については、上記の株価指数の中で唯一プラスとなっています。ドル/円は7月から8月にかけて急速に円高が進行しました。もっとも、現状の145～150円程度のドル/円レートであれば、輸出関連企業などの業績にとってプラスの影響があるとみられます。

足元の日本株は円安や米国株高が支えも、日本企業の業績見通しとは低相関に

日本株とドル/円、米国株、予想EPS、それぞれの100日間相関係数の推移をみると（図表2）、8月以降もドル/円と米国株が正の相関を維持しており、直近の円安ドル高傾向や米国株高は一定程度、日本株の支えになっていることがうかがえます。

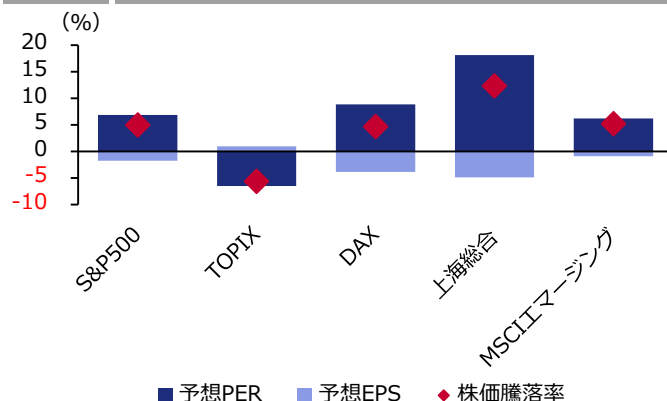
一方で、日本株と予想EPSの相関係数は8月の急落前までは高い正の相関がみられたものの、直近はマイナス圏に転じています。日本株は業績見通しを十分に反映できていないと考えられます。日銀の追加利上げへの警戒感はある一方で、衆院解散・総選挙に伴う不透明感が重しになっている可能性があります。

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 主要国・地域株価指数の直近騰落率



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

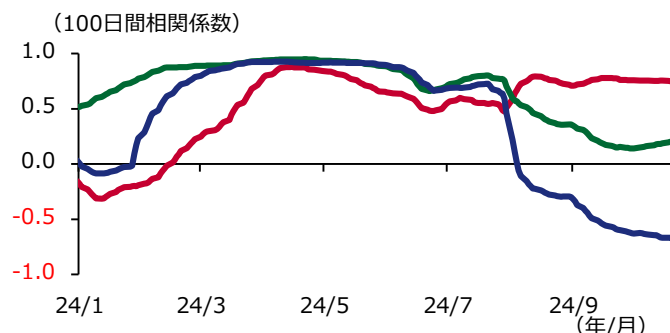
（注）株価騰落率は、2024年7月31日から同10月23日の騰落率

予想EPS：向こう12カ月予想 一株あたり利益、

予想PER：同株価収益率

株価指数 = 予想EPS × 予想PER に基づき要因分解

図表2 日本株とドル/円、米国株、予想EPSとの相関



期間：2024年1月4日～同10月23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

海外投資家が日本株の売買を手控え

海外投資家の日本株売買動向をみると（図表3）、短期筋の売買を反映していると思われる先物については、2023年以降の累計で今年7月下旬以降、売り越し基調で推移しています。一方で、中長期の観点に立つ海外投資家の売買を主に反映していると思われる、現物についても7月下旬以降、累計の買い越し額が縮小しました。もっとも、10月に入り、買い越し額の縮小が一服しつつあります。政策不透明感が残るものの、日本企業のファンダメンタルズ要因の悪化を受けた売りではなかったとみられます。

2023年にさかのぼってみると、日本株のボラティリティが落ち着いていたことが、海外投資家による日本株買いが大きく拡大した背景にあったと考えられます（図表4）。足元ではボラティリティは依然としてやや高水準にとどまっています。今後ボラティリティが落ち着いてくれば、海外投資家による日本株の買いが再び強まる可能性があります。

総選挙は自民党が議席を減らす見込みも、選挙通過から日本株は上昇する可能性も

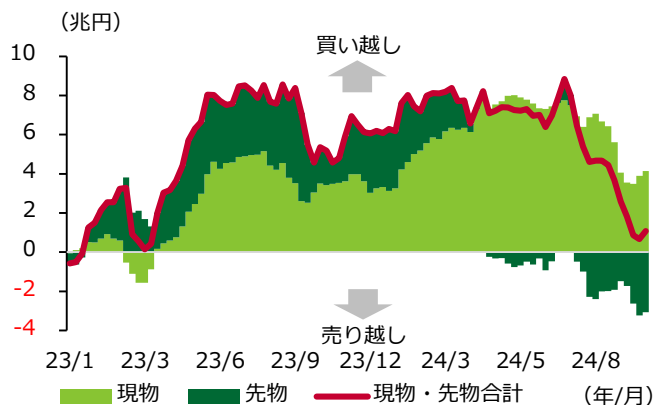
9月の自民党総裁選で勝利した石破首相は、10月の国会で早期の衆院解散・総選挙に踏み切りました。10月27日に投開票となる衆院選では、自民党が苦戦し、議席を減らす見通しと伝わっています。石破首相も選挙が近づく中、与党自公の過半数議席の維持は厳しい状況だと認めています。

もっとも、自民党から野党への政権交代に至った1993年や2009年とは異なり（図表5）、野党の政策に対して国民の期待が強まっておらず、かつ野党間で選挙協力ができていない現状を踏まえると、今回の選挙で、政権交代という極端な結果になる可能性は非常に低いと考えられます。自民党は議席を大幅に減らす場合、国民民主党や維新の会などとの連立なども視野に入れつつ、与党の地位を維持する公算です。

自公の議席数が過半数を割る場合、日本株が一時的に下落する可能性は排除できません。もっとも、①既に過半数割れが市場においてもある程度意識されていること、②選挙結果を受けて石破首相は防衛増税や金融所得課税の強化といった、（市場に嫌気される公算の大きい）独自の政策姿勢を後退させ、来年夏に参院選を控え財政拡張傾向が強まるとみられること、などから日本株は下落しても一時的だと考えられます。

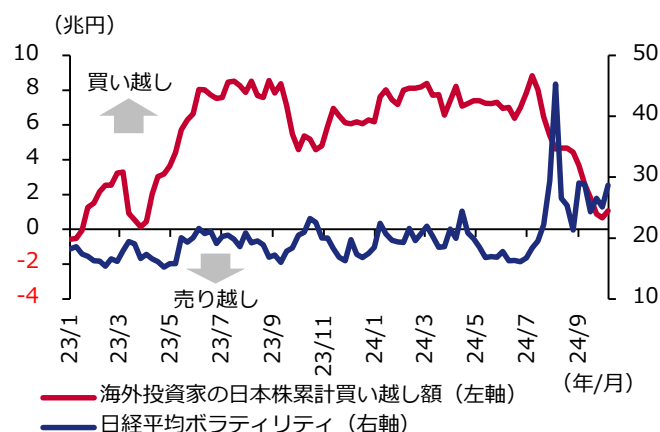
ただし、11月5日に米大統領選を控えていることから、日本株のボラティリティは衆院選後もやや高めに推移する可能性には注意が必要です。日米選挙を通過すれば日本株のボラティリティは低下し、上昇基調に戻るものと考えています。

図表3 2023年以降の海外投資家による日本株売買動向



（注）2023年1月4日-6日の週からの累計日本株買い越し額、二市場合計、日経225マイクロ先物を除く
期間：2023年1月4日-6日の週～2024年10月7日-11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4 海外投資家の日本株買いと日本株のボラティリティ



（注）日本株の累計買い越し額は図表3のものと同一
期間：2023年1月4日-6日の週～2024年10月7日-11日の週（週次）
出所：ブルームバーグとLSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 1990年以降の衆院選の結果

1990年2月	自民党は議席減も、安定多数を確保
1993年7月	自民分裂で過半数割れ、野党連合の細川内閣発足
1996年10月	自民党は議席増、過半数には届かずも与党復帰
2000年6月	自民党は議席減も、与党3党で絶対安定多数を確保
2003年11月	自民党は議席減、民主党が議席を大幅に増やす
2005年9月	郵政解散で自民党が大勝
2009年8月	民主党が大勝利、社民党などと連立政権が発足
2012年12月	自民党が大勝利、公明党との連立で与党復帰
2014年12月	小幅に議席減も、自民党が大勝
2017年10月	自民党が大勝
2021年10月	自民党は議席減も、単独で絶対安定多数を確保

（注）青色は自民党が議席を減らした選挙、黄色は増やした選挙、太字は自民党以外への政権交代となった選挙。1993年は自民党分裂後に衆院選があった。
出所：各種報道資料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、組入る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るため、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。

● 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。

● 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。

● ドイツDAX指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はDeutsche Börseに帰属します。

● 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。

● MSCIエマージング・マーケット・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。