

どうなる？ 2021年の株式市場 — 株価上昇の持続性は？ —

米大統領選でバイデン候補が勝利を確実にし、新型コロナワクチンの開発が進展するなか、世界の株式市場は年末に向けてさらに上昇しそうな様相です。2021年はこの動きが継続するのでしょうか？世界の株式市場を主導する米国株式に焦点をあてて、株価上昇の持続性を考えます。企業収益、景気サイクル、FRBの動きなどを総合的に考慮し、2021年の株式市場は少なくとも前半は上昇基調で推移すると予想しています。

株価上昇の持続性が焦点に

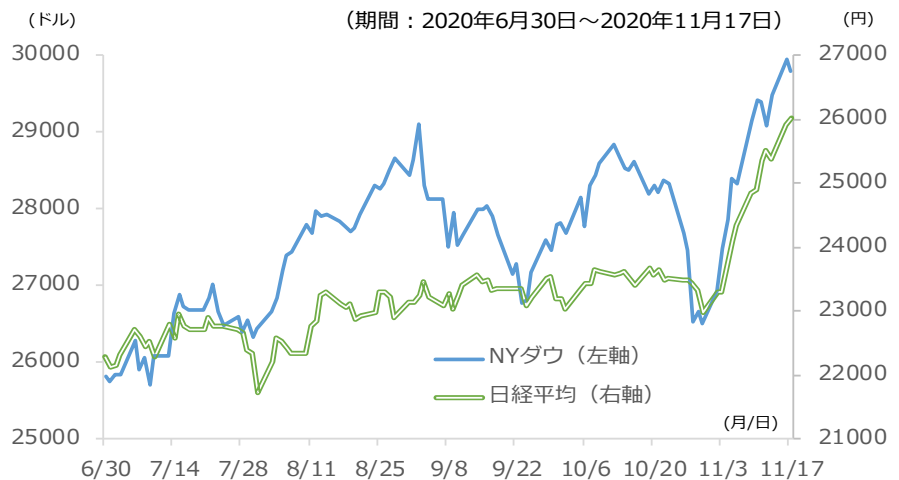
米大統領選でバイデン候補が勝利を確実にし、新型コロナワクチンの開発が進展するなか、日米の株式市場は年末に向けてさらに上昇しそうな様相です（図表1）。2021年もこの動きが継続するのでしょうか？このレポートでは世界の株式市場を主導する米国株式に焦点をあて、株価上昇の持続性を考えます。

これまでの株価上昇は緩和的な金融政策や拡張的な財政政策を背景としたもので、実体経済との乖離は依然として解消されていないとの見方があります。しかし、結論から先に言えば、世界中でコロナ禍の長期化により企業収益が想定通りに回復しなかったり、FRB（連邦準備制度理事会）が早すぎる金融政策の正常化を進めない限り、2021年の株式市場は少なくとも前半は上昇基調で推移すると予想しています。

マクロ経済と企業収益

IMF（国際通貨基金）の経済予想によれば、2021年の世界の成長率は2020年の-4.4%から5.2%に回復し、米国も-4.3%から3.1%に回復します（図表2）。長期的な視点からは、2021年は「2020年のコロナ禍からの回復局面」と位置付けられると考えています。このようなマクロ環境で、S&P500のEPS（一株当たり利益）は4-6月期を底に7-9月期、10-12月期と改善を続け、2021年1-3月期以降は増益基調に返ることが想定されています（図表3）。来年も金融政策や財政政策がマクロ経済や企業収益を支える環境が続くと考えています。

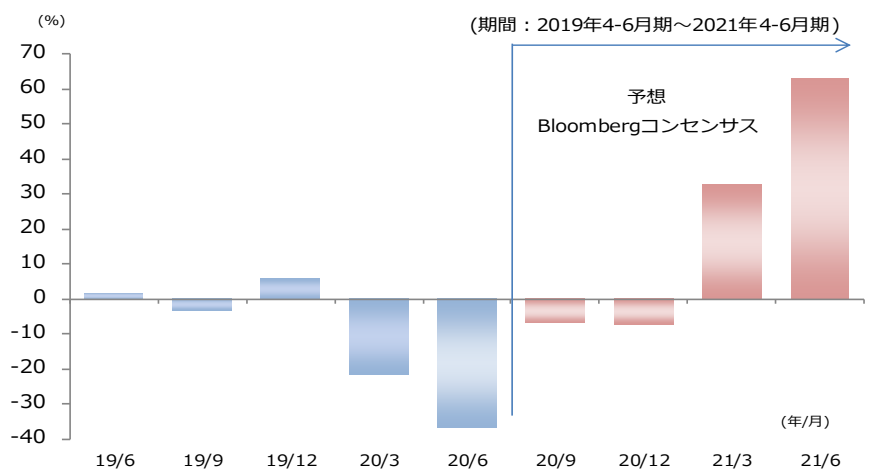
図表1 2020年後半の日米株式市場



図表2 IMFの成長率見通し：2020年10月現在

	2020年	2021年	(%)
世界	-4.4	5.2	
先進国	-5.8	3.9	
米国	-4.3	3.1	
ユーロ圏	-8.3	5.2	
日本	-5.3	2.3	
新興国	-3.3	6.0	
中国	1.9	8.2	
インド	-10.3	8.8	

図表3 S&P500：EPS（一株当たり利益）の前年比成長率



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



株式の対国債相対パフォーマンス

米国株式の循環的な動きを捉えるために株式の対国債相対パフォーマンス(*、以下:相対P)を見てみました。米国の景気サイクルを示すISM製造業景況指数(以下:ISM)が好不況の分岐点となる50を上回っている間は相対Pはほぼ上昇していました(図表4)。直近、コロナ禍でISMが50を下回ると相対Pも下落しましたが、その後ISMが反転すると相対Pも回復しました。過去にはISMが一度50を下から上に突き抜けるとその後2年程度はほぼ50を上回り続けたことから、今回も今後2年程度、ISMは50を上回り、相対Pも上昇すると考えています。

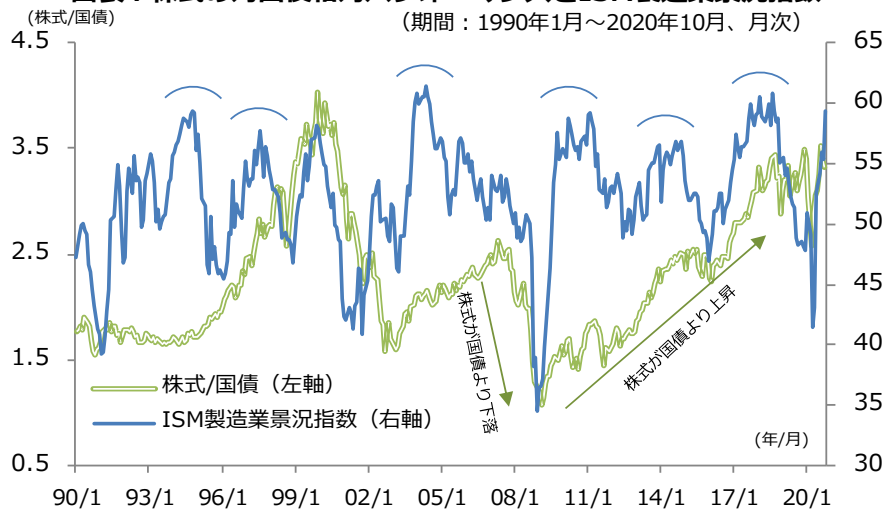
相対Pは米国の長短金利差とも連動してきました。長短金利差が縮小すると株式の相対Pは上昇し、拡大すると下落しました(図表5)。景気が拡大し、FRBが利上げを続け、長短金利差が縮小している間は相対Pは上昇し、利上げが終わり、長短金利差が上昇に転じると、相対Pは下落に向かいました。度重なる利上げで景気が失速したことがその理由です。直近はコロナ禍を受けたFRBの急激な利下げにより長短金利差はやや拡大していますが、今後、力強い景気拡大を伴わずに長期金利が上昇すればFRBは長期金利の抑え込みにかかると思っています。そのため、2021年に長短金利差が大幅に拡大することは考えにくく、相対Pが急激に下落することも想定していません。

仮に長期金利が想定外に上昇しても、過去には長期金利が4%を下回っているときには長期金利の上昇と同時に株価もほぼ上昇していたことから、当面長期金利の上昇が株価の上値を抑えるとは考えていません(図表6)。

流動性相場から業績相場へ

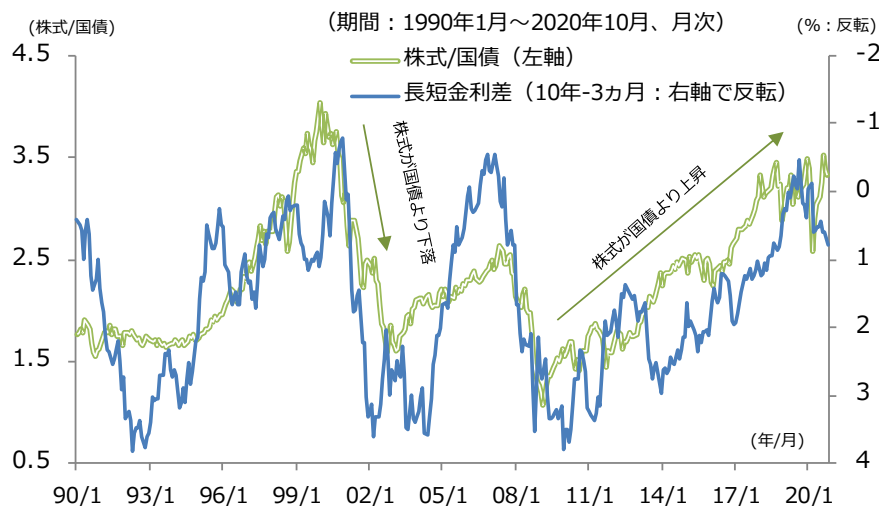
S&P500の株価騰落率をPER(株価収益率)とEPS(一株当たり利益)の変化率に

図表4 株式の対国債相対パフォーマンスとISM製造業景況指数

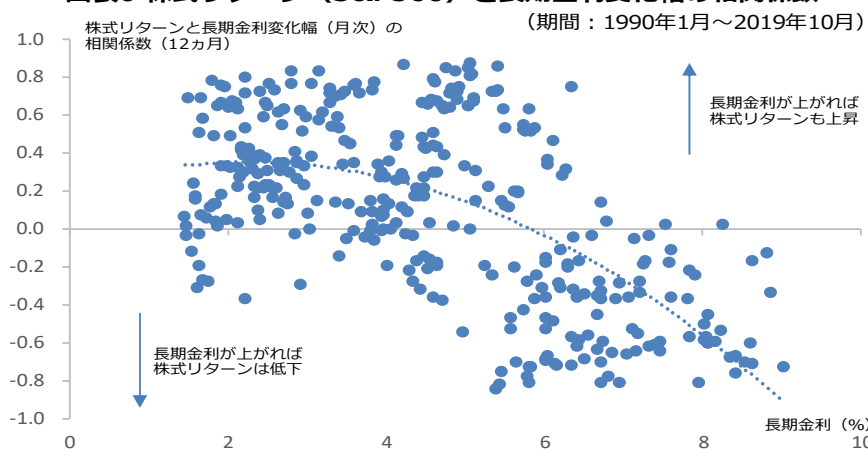


(*) 株式の対国債相対パフォーマンスは「MSCI米国株式指数/FTSE米国国債指数」で算出

図表5 株式の対国債相対パフォーマンスと長短金利差(10年-3カ月)



図表6 株式リターン(S&P500)と長期金利変化幅の相関係数



(図表4-6の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



分解すると、過去においてはPERの動きがEPSの動きに先行していたことがわかります（図表7）。3月以降の上昇相場は企業収益（EPS）が低下してもPERが上昇する期待先行の流動性相場でした。IMFの想定通り2021年がコロナ禍からの景気回復の年になれば、株式市場はリーマン危機後の2010年同様にEPSの上昇が相場を牽引する業績相場に移行すると考えています。

2021年の米国株式

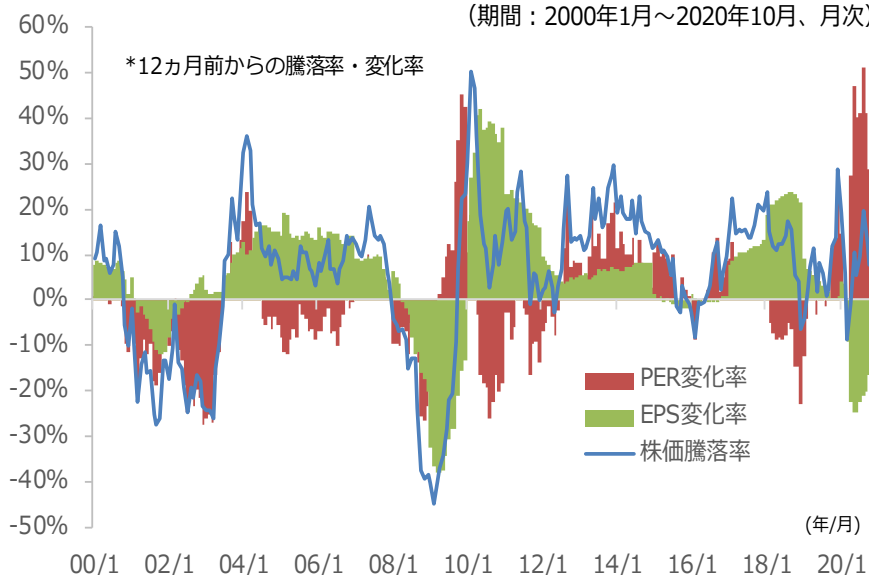
これまで見てきたように、2021年はマクロ経済や企業収益が2020年の「後退」から「回復」に転じる年になりそうです。景気サイクル的にも、ISMが示すように一度景気回復が始まれば通常2-3年は景気拡大が続くと考えられます。景気拡大が続けば、株式市場では流動性相場から業績相場への移行が視野に入ってきます。FRBは新型コロナの傷跡が残る間は金利上昇を容認するとは考えにくく、長短金利差が大幅に拡大することも想定していません。

これらの点を総合的に考慮し、2021年の米国株式は少なくとも年前半は上昇基調で推移すると考えています。しかし、どんなシナリオにもリスクはつきものです。コロナ禍の長期化により企業収益が想定通りに回復しなかったり、FRBが早すぎる金融政策の正常化（出口）に向かえば、株価は下落することになるでしょう。また、S&P 500のPERは足元でITバブル以来の水準まで高まってきました（図表8）。企業収益が回復してくればPERが低下すること考えられますが、今後は株価の上昇スピードと収益の回復スピードにより一層、目を凝らす必要があると考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表7 S&P500：株価騰落率・PER変化率・EPS変化率

（期間：2000年1月～2020年10月、月次）



図表8 S&P500：株価収益率（PER）

（期間：1990年1月～2020年11月、月次、
2020年11月は11月16日）



（図表7-8の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。
投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様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）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号
加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）