



日本株式の上値余地

米国でインフレ懸念が高まり、日米株式市場は軟調な展開が続いています。日本株式は米国のインフレ懸念がある程度払拭されるまでは上値の重い展開が続く可能性があります、「3つの理由」から投資家の視点が年度後半の経済や企業収益に向かい、国内でワクチン接種が進みコロナ感染の収束が視野に入ってくれば、上値を試す展開に移行すると予想しています。

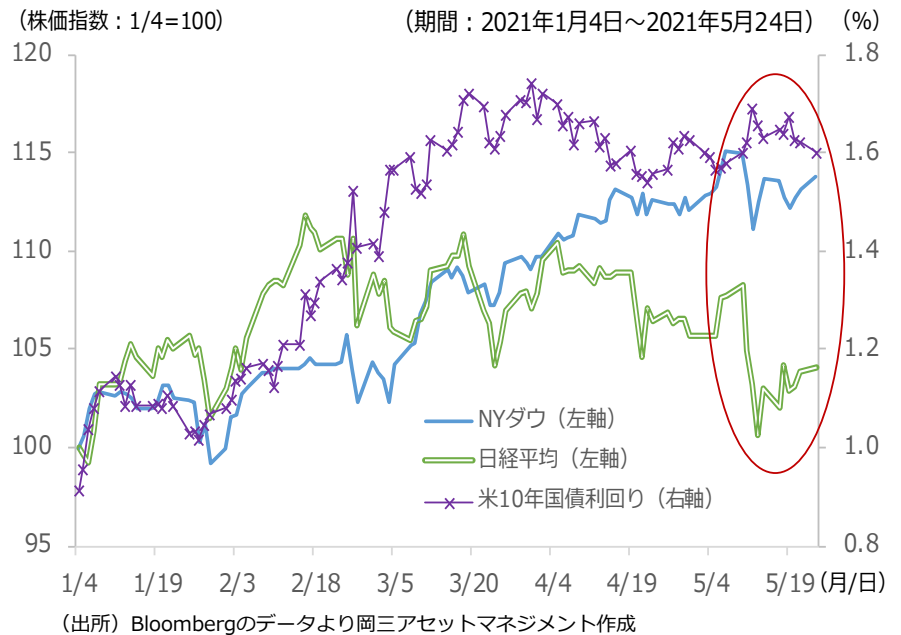
インフレ加速で株式市場に不安

米国でインフレ懸念が急速に高まり、日米株式市場は軟調な展開を続ける一方、米10年国債利回りは高値圏で推移しています(図表1)。4月の米国コアCPI(消費者物価指数)が前年比+3.0%まで上昇したことを受けて、FRB(連邦準備制度理事会)の金融政策の正常化が前倒しされるとの思惑が高まったことが背景です。インフレ懸念がある程度払拭されるまでは日米株式市場とも上値の重い展開が続くことが想定されますが、3-6カ月の期間で考えれば、次の「3つの理由」から日本株式の上値余地は大きいと考えています。

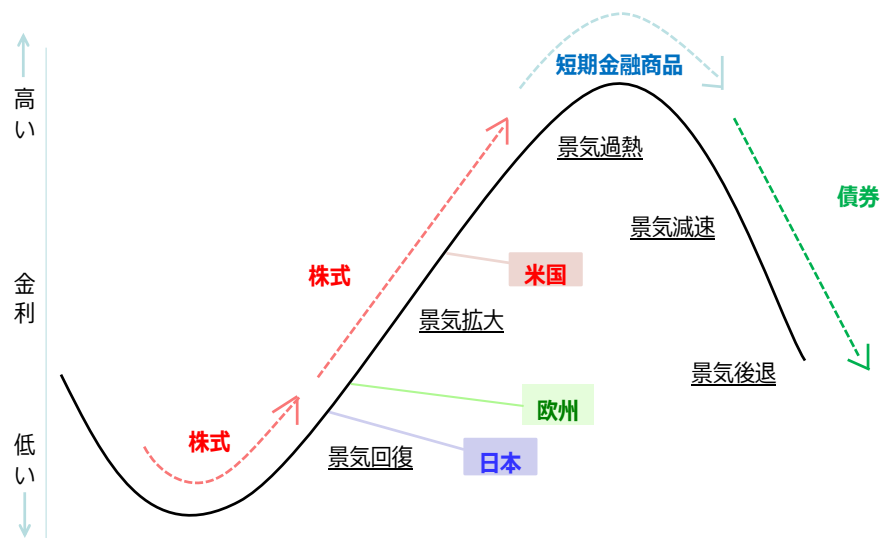
① 景気・金利サイクルと金融政策

景気・金利サイクルの観点からは、金利が底を打つ前に株式を組み入れ、金利上昇とともに景気が回復から拡大に向かう局面では株式を持ち続け、景気が過熱してきたら短期金融商品に資金を移すことが賢い投資戦略だと言われています(図表2)。足元の米国経済はコロナ禍からの経済再開(Re-opening)が進み、自動車、住宅販売に見られるように個人消費を中心に急速に拡大しています。サイクル的には景気過熱の領域に近づき、金融市場にはインフレ懸念が台頭し、金融政策の正常化議論が始まりました。野球に例えれば、米国の景気・金利サイクルは既に7回裏あたりまで進んでいます。一方、日本経済は景気過熱やインフレ懸念には程遠く、金融政策の正常化議論はまだまだ先になりそうです。日本

図表1 日米株式市場と10年国債利回り



図表2 景気・金利サイクルと資産配分のイメージ



(注) これはイメージ図であり、実際の投資成果を示唆するものではありません。

<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もありません。■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。



のコアCPIは依然としてマイナスのままです(図表3)。野球に例えれば、まだ2回表あたりで、これから息の長い試合(株式市場の上昇)が楽しめそうです。

② 出遅れた日本株式

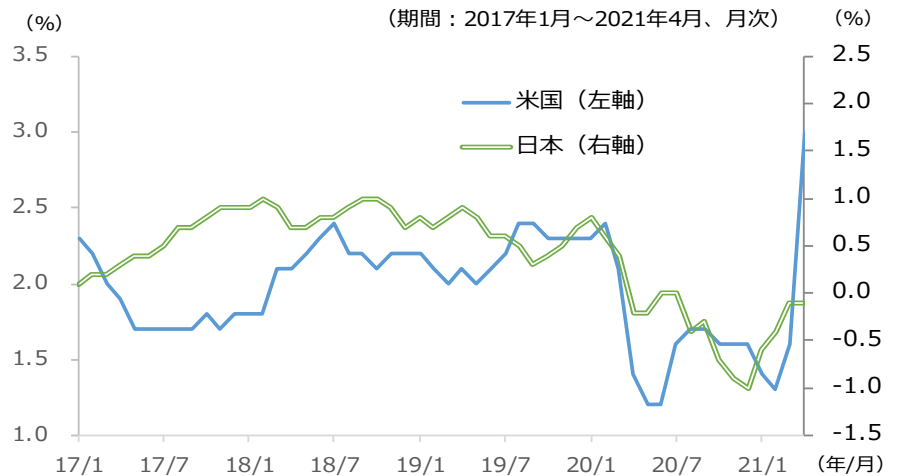
足元で日本株式は米国株式に大きく出遅れています。2月以降、日経平均のS&P500に対するアンダーパフォームが鮮明になってきました(図表4)。最大の要因は緊急事態宣言が発出され、ワクチン接種も進まず、欧米に比べて経済活動の再開時期が大幅に遅れていることだと考えられます(図表5)。1-3月期に続いて4-6月期の実質GDP成長率がマイナスになる可能性も否定できません。これらに加えて、五輪開催の可否、秋に自民党総裁選、解散・総選挙を迎える菅政権の先行きに対する不透明感も高まってきました。これらの不安が外国人の買い意欲を著しく抑制していると思われる。

しかし、我々はワクチン接種が進み、経済が再開された後に何が起こるかを知っています。ワクチン接種が先行し、人々の生活が元に戻りつつある米国や英国でここ1ヵ月ほどに起こったことが日本でも夏の終わりから秋には現実になると思われます。日本株式は足元で出遅れているからこそ、今後の上昇余地は相対的に大きいと認識しています。

③ 米国経済の持続性

しかし、日本株式の動きが米国経済や米国株式に左右されることに異論を唱える人はいません。7回裏を迎えた米国の経済や株式の先行きに注目が集まります。S&P500のモメンタム(勢い)は米国内のビジネスサイクルを示すISM製造業景況指数に連動することが知られています。こ

図表3 日米のコアCPI (消費者物価指数：前年比)

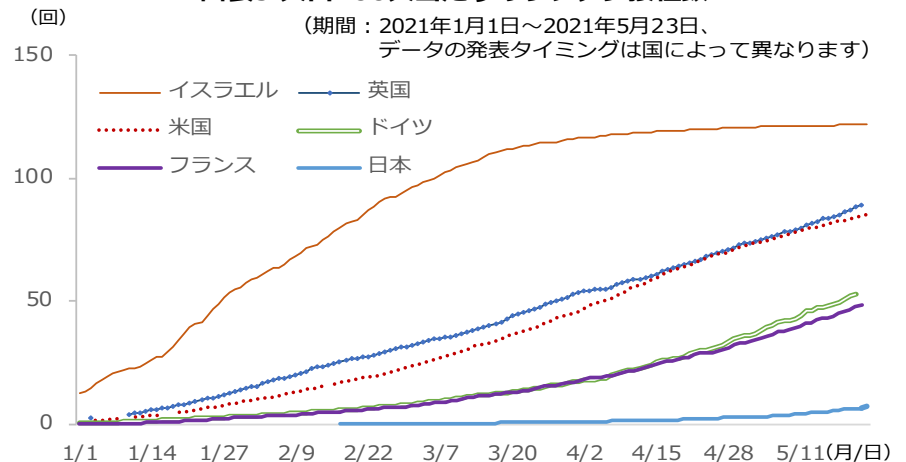


図表4 日本株式の米国株式に対する相対株価



(図表3-4の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表5 人口100人当たりのワクチン接種数



(出所) Our World in Data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。

れまで同指数は景気拡大と後退の境となる50を一度下から上に抜けると、その後2、3年は高水準で推移しました（図表5）。同指数は2020年6月に50を超えたことから、少なくとも2022年中盤までは米国経済は緩やかながらも拡大が続き、それまでにS&P500が大幅に調整する可能性は低いと考えます。

日本株式：今後の見通し

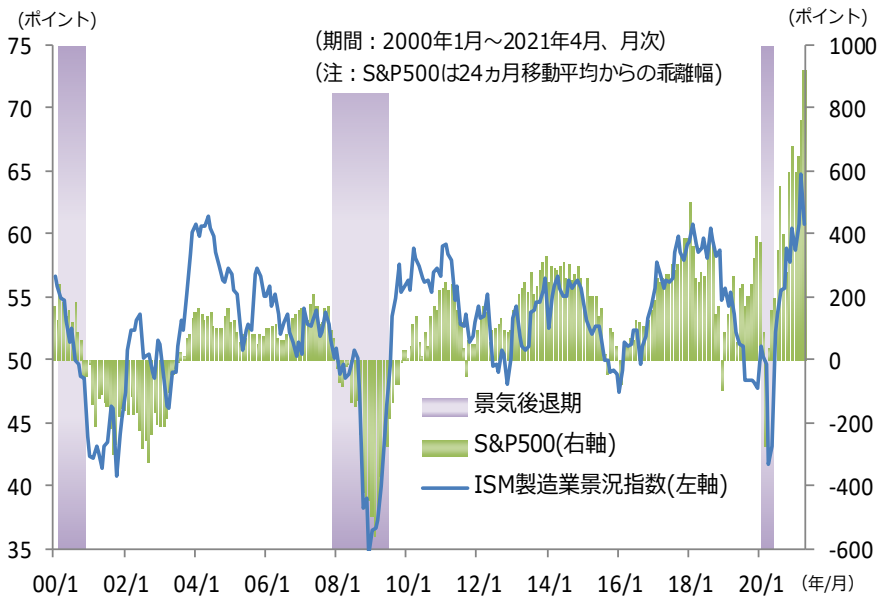
日本の景気・金利サイクルが、景気過熱懸念やインフレ懸念が台頭し始めた米国より遅行していることから、日本株式には今後も息の長い相場上昇が期待されます。また、足元で米国株式に出遅れているからこそ、今後の上値余地も大きいと考えます。もちろん、このシナリオにもリスクは存在します。米国のインフレがさらに加速し、

長期化すれば、市場はFRBの金融政策がインフレに対して「behind the curve」になったと判断し、長期金利が急上昇し、株価の下押し要因になります。国内のワクチン接種がスムーズに進むという保証もありません。迅速な接種体制の整備に加えて、mRNAワクチン（ファイザー・ビオンテック、モデルナ）、ウイルスベクターワクチン（アストラゼネカ）、組み換えタンパク質ワクチン（政府が購入を検討しているとされるノババックス等）の有効性や副反応の違いを国民に丁寧に説明できるかどうかも焦点になると考えます。また、本邦の製造業でもコストが商品高など海外要因で上昇する一方で国内の低インフレ環境で製品価格を上げられず、マージンに低下圧力がかかるセクターに注目が集まることが懸念されます。

日本株式は米国のインフレ懸念がある程度払拭されるまでは上値の重い展開が続く可能性があります。しかし、投資家の視点が年度後半の経済や企業収益に向かい、国内でワクチン接種が進みコロナ感染の収束が視野に入ってくれば、上値を試す展開に移行すると予想しています。

以上（ストラテジスト）

図表6 S&P500とISM製造業景況指数



（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。

ストラテジストの眼

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い合わせ先>

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)