

Topics

- ▶ 日本株は8月初旬に大幅に調整した後、不安定な局面が続いている。
- ▶ 日本株は8月5日に日米景気後退を織り込む水準まで下落した後、反発しつつあるが、ドル/円レートにらみの神経質な展開となっている。
- ▶ 市場の沈静化には一定の時間を要するとみられ、特に当面は日銀からの発信やドル/円レートのボラティリティなどが注目される。また、今回の株価急落のきっかけの一つとなった米国景気動向も注目される。

シニアストラテジスト 浅岡 均

株価のバリュエーションは一時景気後退を織り込む水準に調整

8月2日と5日の2日間で、日経平均とTOPIXはともに1日終値比で▲17%超の大幅下落となりました(図表1)。日経平均の5日の下げ幅は過去最大となり、海外株式市場もリスク回避の動きが強まり、大幅に調整しました。6日には急反発しましたが、依然変動性の大きな動きが続いています。なお、円高は海外投資家による円先物売りポジションが巻き戻されたことで、短期的な変動が大きくなった可能性があります(図表2)。

TOPIXのバリュエーション(予想PER、株価収益率)をみると、急落前の1日の14.1倍から5日には11倍台へと急低下しました。2012年以降の予想PERはおおむね12~16倍のレンジで推移しています。5日に付けた11倍台という水準は、日米の景気後退および、円高進行による企業業績悪化という最悪ケースを織り込んだ水準で、過度の調整だったとみられます。

国内主要企業の今年度会社計画におけるドル/円の前提は145円近辺とみられます。また、アナリストなど市場予想における前提は145~150円のレンジとみられますが、7月上旬にかけての円安を受けて150円超の水準も一部で前提となっていたもようです。今後、ドル/円が140円で横ばいで推移したとすると、今年度平均のドル/円は145円付近と算出されます。一株あたり利益について、市場では今年度について前年度比+8%程度の増益が見込まれていましたが、日米景気後退がなければ、今回の円高を受けてもなお達成可能と考えられます。

日銀植田総裁の会見が引き金を引いたか

今回の円高と株価急落の引き金を引いたのは、7月末の日銀の金融政策決定と米ISM製造業景気指数、雇用統計とみられます。日銀については特に、会見における植田総裁のトーンが想定外にタカ派的で、市場の一部では四半期に1回など早いペースで利上げが進められるとの見方が浮上しました。また、米景気悪化懸念からFRB(米連邦準備理事会)の利下げ観測が急速に強まり、円高に拍車をかける形となり、株価急落につながりました。

日銀の内田副総裁は7日、金融資本市場が不安定な状況で利上げを行わないとし、追加利上げに慎重姿勢を示しま

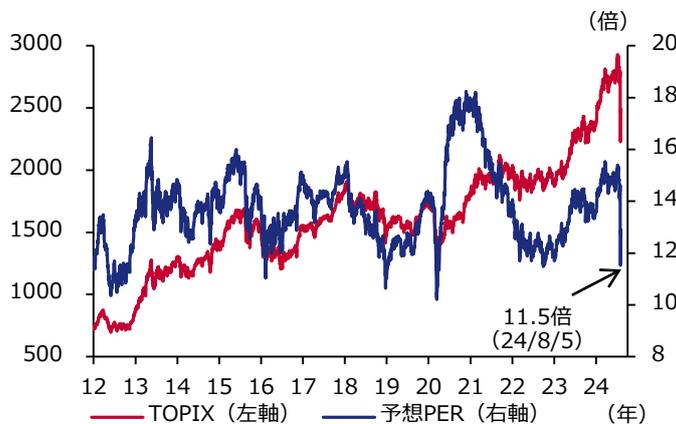
次ページへ続く

※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。

シニアストラテジスト 浅岡 均

図表1 TOPIXと予想PER



(注) 予想PERは向こう12カ月間予想PER(株価収益率)
期間: 2012年1月4日~2024年8月8日(日次)
出所: LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 ドル/円レートと米機関投資家の日本円先物ポジション



期間: ドル円: 2015年1月1日~2024年8月8日(日次)
米機関投資家の円先物ネットポジション: 2015年1月6日~2024年7月30日(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

した。会合後の市場反応を受けたためとは言え、植田総裁発言とのズレは大きいと考えられます。日銀が市場とのコミュニケーションに苦勞する中、市場心理が落ち着くには相応の時間が必要とみられます。

また、9月に自民党総裁選を控える中、次期総裁（かつ首相）候補から国内金利や円安について発言が増える可能性があり、注意が必要です。アベノミクスの際には日銀による大規模緩和と円安によるデフレ脱却という明確な方針が示されました。しかしながら今回は、日銀の金融政策には正常化を求める一方で、インフレ定着を望む発言がみられるなど、政策面で首尾一貫していない点が気になります。

市場の沈静化には一定期間を要する

今回と比較されることが増えている1987年のブラックマンデーの際には、日米などの株式市場が上昇基調を回復するまでに数カ月を要しました（図表3）。市場の変動性が高まった局面がしばらく続く可能性には留意が必要です。日本の株式市場が為替動向に敏感となっている中、当面はドル/円のボラティリティの落ち着きが待たれます（図表4）。

米国景気動向も注視へ

日米ともに実体経済指標は雇用統計を含め、景気後退入りを強く示唆する内容ではなく、短期金融市場のひっ迫などがみられない中、市場のごく一部で期待されているFRBによる緊急利下げや流動性供給に至る可能性は低いと言えます。特に米国株式市場はかつてに比べ、バリュエーションは高水準を維持しています。

米国をはじめとする世界景気動向も、今後の投資家心理改善や、米国株式市場の上昇トレンド回復の鍵を握ります。米国では製造業の景況感に足踏み感がみられています。ただし、製造業景気指数の個別系列をみると在庫の過剰感はなく、生産調整入りが強く示唆されているわけではありません。

従来、S&P500採用銘柄の予想EPS（一株あたり利益）とISM製造業景況指数は類似した動きを示すことが知られています（図表5）。直近にかけては方向性に差異が生じつつあります。このギャップは、景気サイクルに依存しないAI関連企業利益の力強い拡大が影響している可能性があります。当面の動向が注目されます。

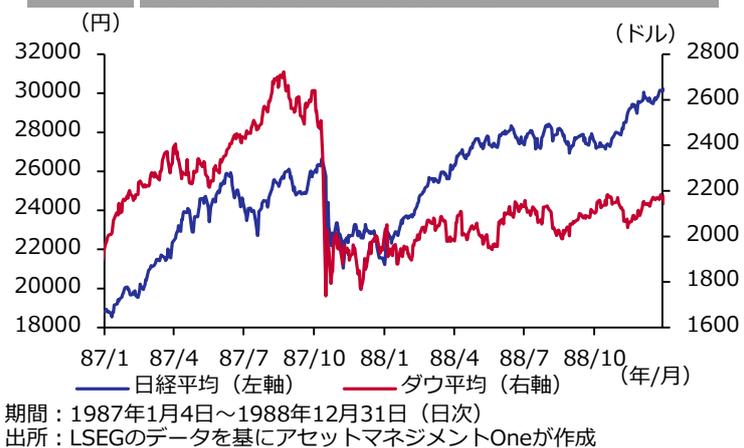
FRBの利下げが接近する中、過去の利下げ開始時の米国株の動向をみておきます。米国株（S&P500）については、利下げ開始時点にかけて方向性に乏しい推移となった後、利下げ開始後は、景気後退を伴う利下げ局面と、景気後退入りしなかった局面とで異なる動きとなっています（図表6）。

景気後退を伴う利下げ局面では、利下げ開始後も株価は下落しました。一方、景気後退入りしなかった局面では一段と上昇しました（2019年については上昇した後、コロナ禍発生を受けて下落）。この点からも利下げするかよりは、やはり米国景気が株価動向の大きな鍵を握ると考えられます。

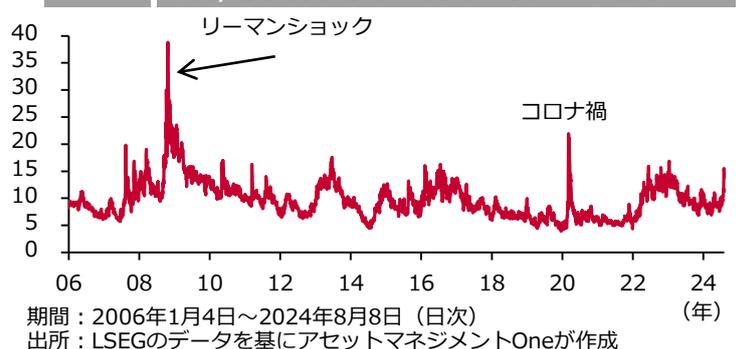
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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。

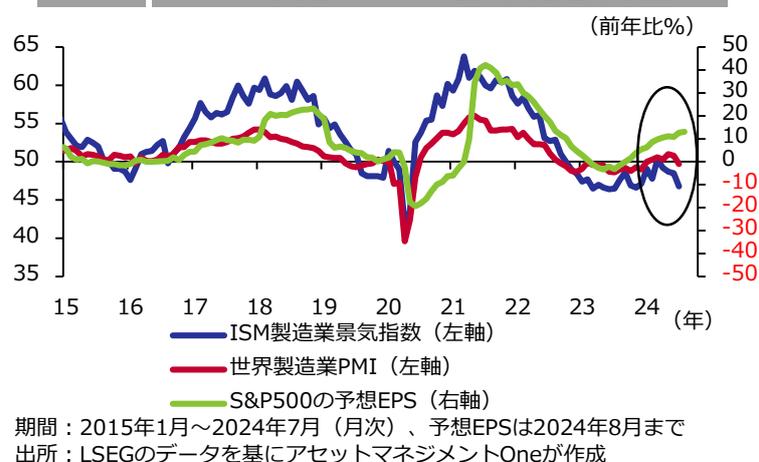
図表3 ブラックマンデー前後の日米株価



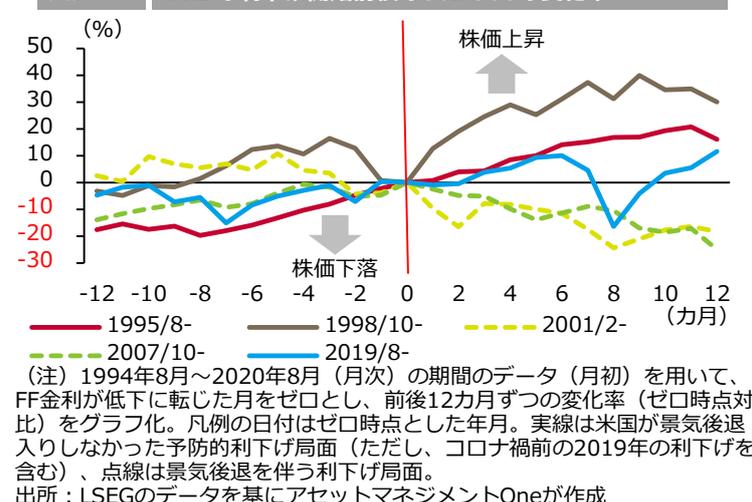
図表4 ドル/円のインプライドボラティリティ（1カ月）



図表5 S&P500の予想EPS、米国と世界の製造業景況感



図表6 FRBの利下げ開始前後のS&P500の変化率



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。