

どうなる？ 2021年の日本株式
—流動性相場から業績相場へ—

米大統領選が終わると日本株式は上昇に転じました。上期決算で悪材料が出尽くし、来期の増益決算を織り込み始めたとも考えています。「コロナ禍からの回復局面」を迎える2021年は景気敏感な日本株式にとって望ましい年になりそうです。少なくともワクチン接種が進むオリンピック・パラリンピック前までは株価の上昇基調が続くと予想していますが、その後は好材料出尽くしで一旦は調整局面を迎える可能性があると考えています。

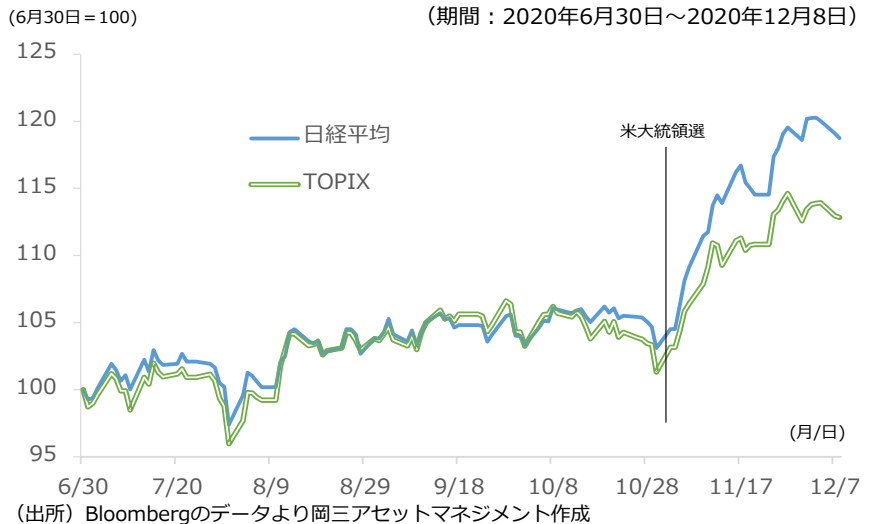
ワクチン普及を先取りする株式市場

米大統領選が終わると日本株式は日経平均に牽引される形で上昇に転じました（図表1）。10月まで相場を牽引してきたテクノロジーなどの成長株のみならず出遅れていた景気敏感なバリュー株にも資金が向かっています。上期決算で悪材料が出尽くし来期の増益を織り込み始めたとも考えています。足元では新型コロナウイルスの感染が拡大していますが、市場は来年以降のワクチン普及を先取りする様相です。

マクロ経済と企業収益

結論から先に言えば、来年の日本株式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。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、日本も-5.3%から+2.3%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は景気敏感セクターのウェイトが高い日本株式はITなどの成長株のウェイトが高い米国株式をアウトパフォーマンスする可能性が高まります（図表3）。日経平均のEPS（一株当たり利益）は本年1-3月期を底に回復に向かい、10-12月期、来年1-3月期とやや低迷した後、来年4-6月期、7-9月期は再度拡大することが想定されています（次頁図表4）。アナリストによる収益予想が上方修正された企業数から下方修正された数を引いた「収益リビジョン指数」は米中通商摩擦が本格化

図表1 2020年後半の株式市場



図表2 IMFの成長率見通し：2020年10月現在

	2020年	2021年 (前年比:%)
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

(出所) IMFのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 主要株式市場のセクター構成（2020年10月末現在）

セクター	日本	米国	欧州	(*) MSCIベース、単位は%。
情報技術 (IT)	12.85	28.08	7.26	景気敏感セクターはエネルギー、金融、一般消費財・サービス、素材、資本財・サービス、不動産の合計。四捨五入の関係で合計が合わない場合があります。
コミュニケーション・サービス	10.77	11.09	4.11	
ヘルスケア	10.86	13.96	15.88	
生活必需品	7.92	6.66	14.74	
一般消費財・サービス	18.27	12.11	10.89	
資本財・サービス	20.29	8.22	14.57	
素材	4.98	2.60	8.03	MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、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。
エネルギー	0.55	1.87	3.73	
金融	8.64	9.54	14.29	
不動産	3.46	2.77	1.39	
公共	1.42	3.12	5.13	
景気敏感セクター (*)	56.2	37.1	52.9	

(出所) MSCI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。

する前の2018年9月以来のプラス圏に浮上しました（図表5）。米国の指数が上がりにくくなる一方、景気敏感と考えられる日欧は足元で揃ってマイナスからプラスに転じました。

流動性相場から業績相場へ

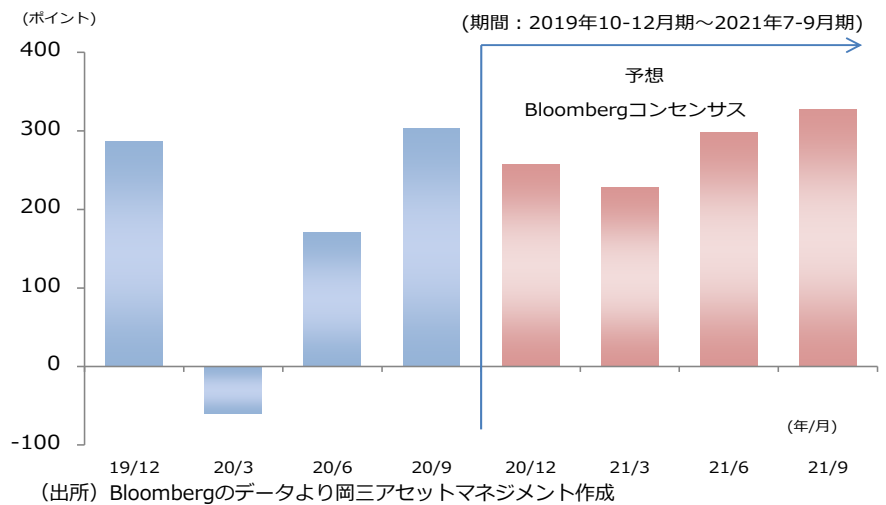
しかし、市場では来年の収益成長は既に株価に織り込まれているとの意見も聞かれます。実際、足元でPER（株価収益率）は20倍に迫り、リーマン危機後以来の水準まで高まっています（図表6）。もちろん、現在のバリュエーション（PER）が割高かどうかは将来の企業利益との見合いで判断する必要があります。2000年初頭以降のTOPIXの株価騰落率（12カ月）をPER変化率とEPS（一株当たり利益）変化率に分解すると、PER変化率がEPS変化率に先行していたことがわかります。2008年のリーマン危機後には、PERの変化率（赤）が先行して大幅に上昇し、その後にEPSの変化率（緑）が上昇しました（次頁図表7）。それ以外にもPERの拡大がEPSの成長に先行したケースが見られました。来年は期待先行でPERの拡大が株価を牽引する「流動性相場」から実際のEPSの拡大が相場を牽引する「業績相場」に移行することが期待されます。しかし、流動性相場から業績相場に移行する局面では短期的に株価の上値が重くなったり、業績相場に移った後もEPSの成長の裏側でPERが縮小する傾向があることには注意が必要です。2021年は上昇しにくくなるPERを補うだけEPSが成長できるかどうかは鍵になると思われます。

国内政治・ワクチン

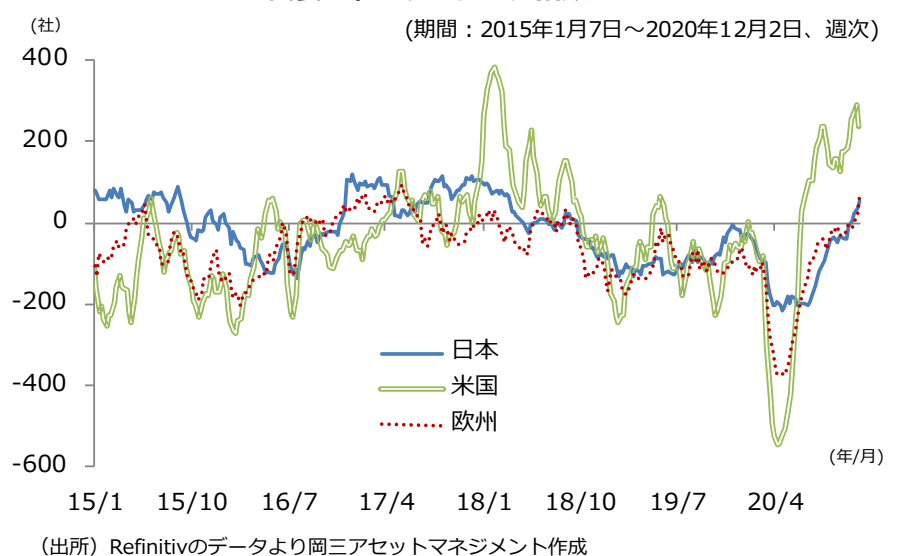
来年の日本株式の動きを予想する際にマクロ経済や企業収益以外にも考慮すべき点がいくつかあります。

衆院議員任期末の来年10月21日までに
行われる解散・総選挙のタイミングとして

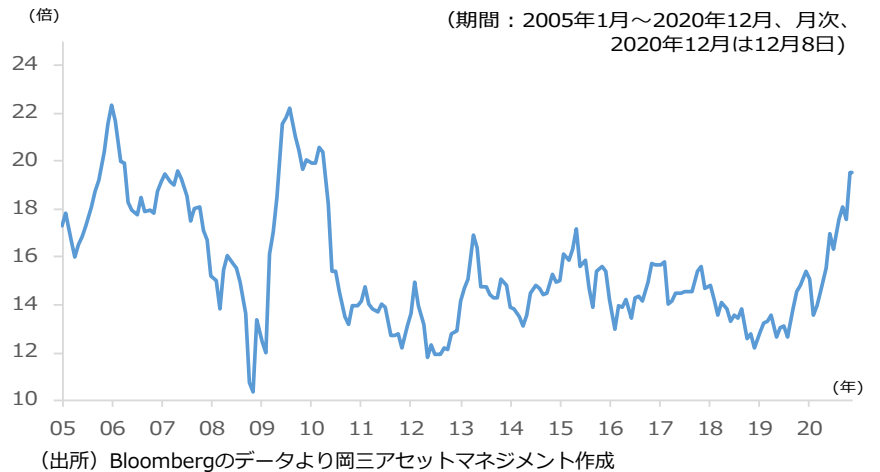
図表4 日経平均：EPS（一株当たり利益）



図表5 収益リビジョン指数



図表6 TOPIX：PER（株価収益率）



<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。



は、①来年度予算成立後、②オリンピック・パラリンピック後の自民党総裁選（9月）前、③総裁選後が考えられます。現時点でいずれの日程が現実になるかはわかりません。しかし、「人類が新型コロナウイルスに打ち勝った証として開催する」オリンピック・パラリンピックを成功させ、総選挙を控えて国民の比較的高い支持率を維持するため、政府与党は株価の大幅調整を避けるためにあらゆる手段を尽くすと思われる。

新型コロナのワクチンについても悲観的には見ていません。英国では既に接種が始まり、米国でも年内に始まる見通しです。日本もファイザー、モデルナ、アストラゼネカから合計1億4000万人分の提供を受ける見通しと報道されています。その有効性や具体的な接種のプロセスなどの課題は残されていますが、オリンピック・パラリンピック前にはある程度の範囲で接種が可能になると考えています。政府としても少なくともワクチンが出回る前に大勢の外国人を受け入れる事態は避けると思われるからです。

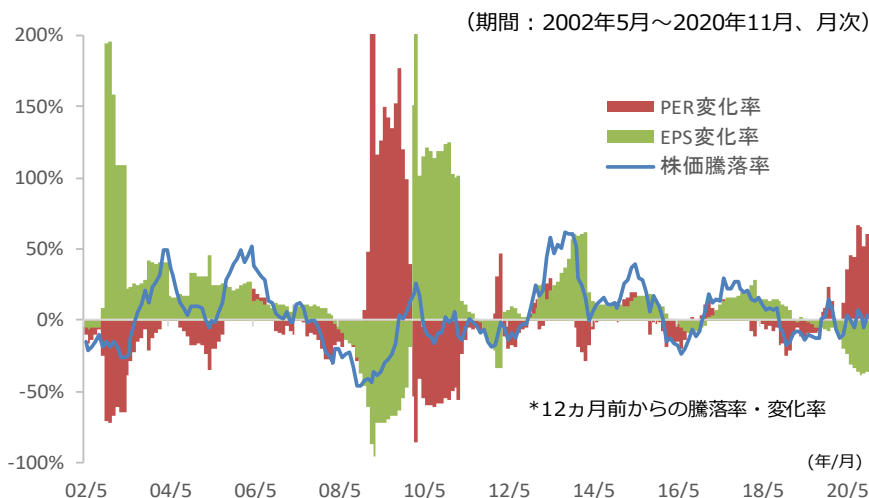
株式市場の見通し

「コロナ禍からの回復局面」を迎える
2021年は景気敏感な日本株式にとって望

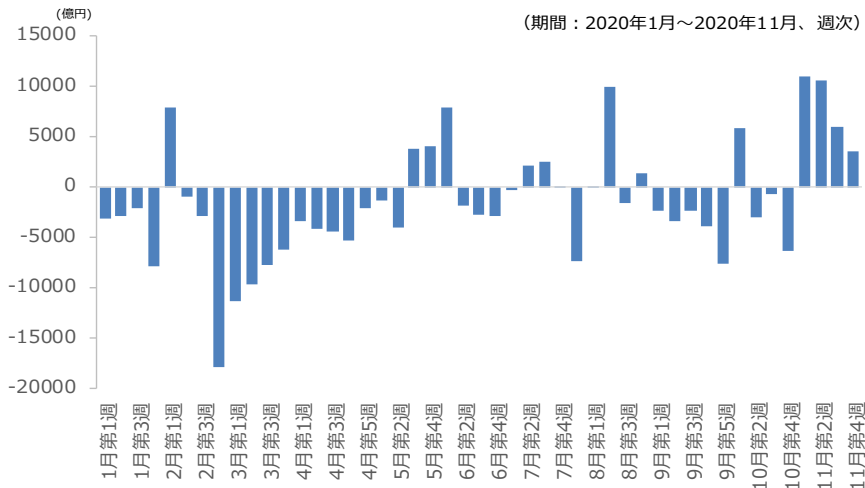
ましい年になりそうです。外国人投資家もこのような見通しを受けて直近4週間は日本株式を買い越しています（図表8）。年初来の週次の売越額合計14.2兆円に対して買越額は7.6兆円にとどまり、外国人の買い余地はまだ残されていると思われる。一方、株価は既に高い水準まで買われていることから、来年早々にも、景気や収益成長の「持続性」が市場の焦点になってくると考えています。少なくともワクチン接種が進むオリンピック・パラリンピック前までは株価の上昇基調が続くと予想しています。しかし、その後は好材料出尽くしで一旦は調整局面を迎える可能性があると考えています。秋以降は2022年のマクロ経済や企業収益を見極める局面に入りますが、現時点で2022年について確固とした見通しを持つには至っていません。それ以降も株式市場が持続的に上昇を続けるかどうかは、政府が掲げるデジタル化の目標に向かって、行政改革・規制緩和によって政府部門の効率化のみならず民間部門の生産性をどれだけ引き上げることができるか、2050年温室効果ガスネットゼロの目標に向かって、民間企業がイノベーションを進め、それをどれだけ企業収益の成長に結びつけられるかが鍵になると考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表7 TOPIX：株価騰落率・PER変化率・EPS変化率



図表8 外国人投資家の売買動向（現物+先物）



(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。

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、各ファンドの配分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率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)