



日本株月次レポート | 2025年1月

日本株市場のボラティリティの行方 ①



中塚 浩二
株式, 日本CIO

2024年の株式市場を振り返ると、市場参加者にとって最も衝撃的だった出来事のひとつは8月5日の日経平均株価の急落でした。この日の下げ幅は4,451円に達し、1987年ブラックマンデー時の3,836円の下落を超えて過去最大となりました。2024年の日経平均の水準のほうが高かったため、下落率では12.4%と1987年下落時の14.6%に次ぐ2番目ではありましたが、37年ぶりの急落は投資家に動揺をもたらしました。

この急落の原因はキャリートレードの急速な巻き戻しと解説されています。すなわち、7月末に日本銀行が政策金利引き上げを決定しましたが、その後発表された米国の景気指標が想定を下回り、米中央銀行の利下げが加速すると意識されたため、日本と米国の金利差の縮小による円高の思惑から円売りポジションが一気に巻き戻されたということです。為替市場では、対ドル160円以上の円安水準からわずか2か月で140円台への円高へ振れました。

日経平均株価は急落した直後すぐに反発したものの、この出来事以降日本株式市場の株価バリュエーションは切り下がりました（図表1参照）。一般に投資家は安定した株価形成を選好するため、日本株市場が変動幅の大きい市場とみなされ敬遠されていることが伺えます。

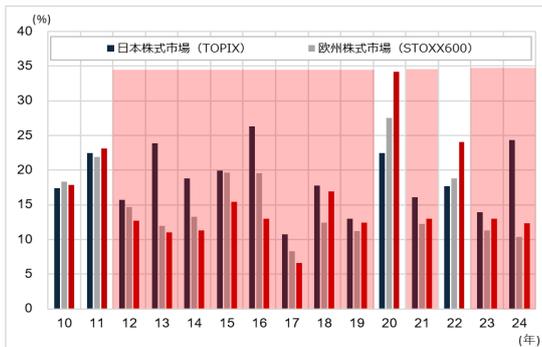
図表1：今期予想PERの推移



注：Bloombergコンセンサス（今期予想ベース）を基に作成。赤い矢印は当社により作成
出所：Bloomberg

昨年に限らず、従前より他の先進国に比べて日本株市場のボラティリティが高いことが指摘されてきました。図表2の赤い網掛け部分は、日本株が欧米に比べ変動率が高かった期間を表しており、過去15年の間ほとんどの期間で日本株の変動率もっとも高かったことが確認できます。

図表2：各国株式指数の年率リスクの推移



注：各指数の年次標準偏差を年率換算（250営業日換算）
注：赤いシドワの期間は日本が先進国のほかでもっとも変動が大きかった期間（当社作成）
出所：Bloombergより野村證券作成

日本株市場のボラティリティが大きい理由は次の3つと考えます。①外需依存の大きさ、②長引くデフレマインド、③低いROE。これらの要因により市場参加者が近視眼的となり、頻繁な短期トレードが変動幅を増幅させていると考えます。

個別企業に置き換えて考えても、投資家が長期投資したい企業は、外部環境にかかわらず独自のビジネスモデルで安定成長を実現し、人件費などのコストアップを転嫁できる価格決定力を持ち、資本効率改善の具体策を市場に示して実践している企業と考えます。

外国人投資家は日本株市場がまだその対極にあると認識していると感じます。その認識が変化していくことで投資家の見方は「長期投資に適した市場」へと移行し、割安な株価指標は見直され上昇していくと考えます。（2月号へ続く）

* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第424号
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入