



日本株月次レポート | 2025年2月

日本株市場のボラティリティの行方 ②



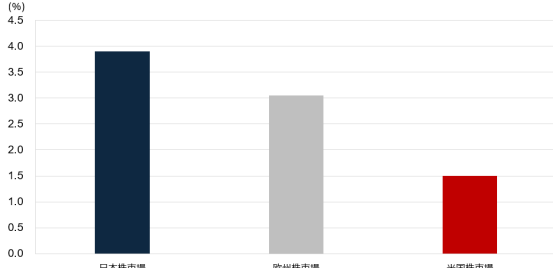
中塚 浩二
株式, 日本CIO

(1月号からの続き)

当社は、3つの要因「①外需依存の大きさ、②長引くデフレマインド、③低いROE」により投資家が近視眼的となり、頻繁な短期トレードが日本株市場の変動幅を増幅させてきたと考えています。

①外需依存の大きさ(図表3参照):外需の影響が大きいことは日本製品の技術力の高さの表れとも考えられますが、その一方で脆弱な内需も要因のひとつと考えられます。持続的な賃金上昇の期待が醸成されることで国内の個人消費が回復することに期待します。また、企業側からみると人件費上昇となるので、労働生産性を高めるための投資が必要となり、そのための設備投資も国内需要を拡大させるものと考えます。

図表3: グローバルGDPが1%変動したときのEPSの変化率

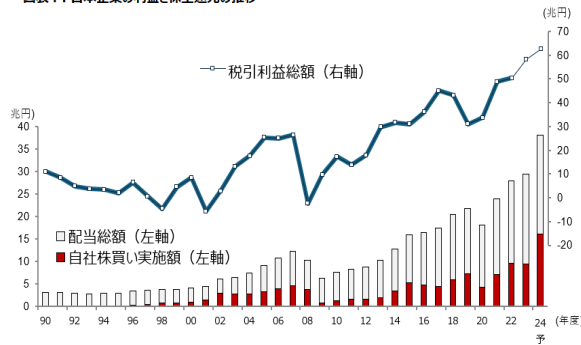


注: 世界の名目GDP(ドルベース)が1%変動した際のEPSの変化率。02年以降の相関関係から試算。
出所: Bloombergより野村證券作成

②長引くデフレマインド:通常株式の保有はインフレ下で効果を発揮します。デフレが続いた日本では株式を長期投資することは適切でないとの考えがあったと思います。現在はコストプッシュ型の物価上昇ですが、賃金上昇に起因する需要牽引型インフレへ移行することで、企業の投資動向や家計の投資・消費に対する考え方が変化していくと想定しています。

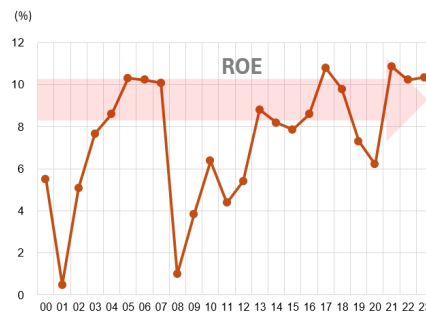
③低いROE:日本企業は株主還元を拡充させています(図表4参照)。配当と自社株買いで自己資本の上昇を抑制することは資本効率を高めることにつながりますが、実際にはROEはほぼ横ばいで明確な上昇は確認できません(図表5参照)。これは、株主還元は増えたものの利益額も増加しているため内部留保は積み上がり続けているためと考えられます。最適なバランスシートを志向し、そこに向けた大胆な施策を打っていくことで事業リスクに見合った自己資本の適正水準に近付き、ROEは上昇していくものと考えます。

図表4: 日本企業の利益と株主還元の推移



出所: 各種資料より野村證券作成

図表5: 日本の主要企業のROEの推移



注: TOPIX500構成銘柄を対象。ただし、金融業種、日本郵政、楽天グループ、ソフトバンクグループを除く。赤い矢印は当社作成。出所: 各社開示資料より野村作成

今後、日本経済が需要牽引型のインフレへ移行し、内需の持続的拡大をベースとした確度の高い業績見通しと企業の最適なバランスシートの考え方を世界の投資家が共有することができれば、中長期の目線をもった投資資金の流入が増加すると考えます。

ボトムアップの観点からは、投資家によるひとつひとつのエンゲージメント活動の積み重ねにより、緩やかながらもこうした考え方が広まり経営施策に反映されつつあると感じます。資産運用会社の対話力はますます重要性を増すものと考えます。

* 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