



日本株月次レポート | 6月

## 思考の前年同期比



中塚 浩二  
株式, 日本CIO

前年同期との比較は企業業績や景気指標のトレンドや勢いを確認するために用いられる一般的な指標です。これを運用戦略にも応用し、前年の今頃当社や市場コンセンサスがどのような見通しをもっていか振り返ることで、**いったん立ち止まって運用戦略を客観的に評価**ことができると考えます。年末年始に恒例行事として1年の振り返りを行うことは多いですが、転換点となった節目にこの頭の体操を行うことが効果的です。

日本株市場は昨年の通期決算発表（2023年4月後半以降約1か月）を起点として上昇を続けてきました。上昇をもたらした要素は数多く上げられますが、中でも多くの識者が必ず挙げる要因が**インフレへの移行とガバナンス改革**の二つです。当社も同様の認識をもっていますが、振り返ってみると**1年前の期待と現実には3つの違い**があります。

まず**インフレの認識**です。欧米では、高すぎるインフレが低下すれば政策金利の引き下げ余地が生まれ、その結果株価上昇が期待ができる、というわかりやすい発想を投資家はもっています。一方、日本では、インフレを定着させたいという政府・日銀の思惑、エコノミストの政策金利引き上げ観測、そしてストラテジストの日本株に強気な見通し、と一見それぞれが矛盾した動きにみえてしまい、**一部の外国人投資家は困惑**しているように感じます。賃金上昇による需要牽引型のインフレを定着させるため、**実質金利のマイナスを維持しながら異次元緩和を終了させ、そしてデフレ脱却が確認できれば株式市場には追い風となる、とひとつひとつ丁寧なコミュニケーション**を続けることでこの認識の差を埋めることができると考えます。

また、インフレに関してもうひとつの期待との違いは日本国内の消費者意識です。当社のグラスルーツ®調査によれば、国内の消費者はインフレの兆しが出てきているにも関わらず、**ステレオタイプのデフレ型思考と銀行預金中心の資産配分が変わっていない**ことが伺えます。賃金上昇よりも物価高騰が上回る状態（実質賃金のマイナス）が丸2年間続き、資産配分の入れ替えが行われていなかったものと思われる。

当社は賃金の上昇は、今年ほどの伸び率ではないかもしれませんが、来年以降も継続し、需要牽引型インフレへ移行すると想定しています。日本では人手不足も長引いているため、継続的に賃金を引き上げていかないと優秀な社員を引き留めることはむづかしいと考えます。退職者が増加し補充人員を採用しようとする、苛烈な採用競争に巻き込まれるため、既存社員の給与水準を引き上げたほうが合理的と判断する傾向がでてきています。**持続的な賃金上昇の期待が醸成されればインフレ型思考へ移行していくもの**と想定しております。

3つ目は、**ガバナンス改革の期待と現実**です。まず企業側に關して、資本コストを認識したうえで経営施策が求められる中、ほとんどのケースが期間収益の配分を示すにとどまっています。個別案件の投資や単年度のキャッシュ配分は効率化されているかもしれませんが、そのひとつひとつを積み上げた**バランスシートの全体最適**の確認作業とその考え方の開示が必要に感じます。（注1）

また同時に機関投資家側は、企業価値向上に資する対話のアジェンダ設定を企業側に依存してしまい、**投資家の観点からの企業価値向上に向けた施策の提案が十分ではない**ように感じます。対話に関して投資家が抱える課題・悩みのヒアリング調査で、“企業価値向上に資する対話のアジェンダ設定となっていない”という項目が上位に挙げられること自体が、投資家側の当事者意識が希薄であることを表しているように感じます。（注2）上場企業と対等の立場で物事を考え建設的な対話を行うためには投資家側にも能動的な思考プロセスが必要と考えます。（注3）

来年の今頃からみた前年同期比（つまり今の思考）の評価がどのようなものになっているか、当社を含めた資産運用業はますます重要な役割を担うことになると考えています。

注1：<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/cg27su00000041xn.pdf> 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について（案）P1 株式会社 東京証券取引所上場部

注2：<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/jr4eth0000000zqd.pdf> 「株主との対話の推進と開示」に関する企業の対応とフォローアップ。P2 株式会社 東京証券取引所上場部

注3：当社のエンゲージメントの取り組みは下記リンク参照 <https://jp.allianzgi.com/-/media/allianzgi/ap/japan-v2/pdfs/engagement-and-corporate-governance.pdf>

\* 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注意ください。

#### 【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