



日本株式と米国株式、どちらが魅力的？

2005年にほぼ同水準で始まったTOPIXとS&P500は直近では2倍以上の差がついています。このレポートでは日米株式の「相対株価」と「相対EPS（一株当たり利益）」の過去のパターンを振り返ることを通して、日米株式の先行きを予想しました。世界経済が早期に回復に向かえば日本株式が米国株式にアウトパフォームする展開を迎え、逆に世界経済の回復が想定より遅れば米国株式の日本株式に対するアウトパフォーマンスが継続すると予想しています。

米国株式が日本株式をアウトパフォーム

2005年にほぼ同水準で始まったTOPIXとS&P500は直近では2倍以上の差がついています（図表1）。この期間にこれだけの格差が生じた理由は主に次の2点だったと考えています。

- 株式は名目（インフレ調整前）で評価されますが、2005年以降、米国では物価が30%超上昇した一方、日本の物価は5%程度の上昇にとどまったこと^(注1)
- 米国株式を牽引してきたGAFA^(注2)に代表されるメガテクノロジー企業が日本に存在しなかったこと

ここ数年、特にコロナ以降は2つ目の要因による格差の拡大が顕著になってきました。

このレポートでは日本の株価を米国の株価で割った「相対株価」と日本株式の実績EPS（一株当たり利益）を米国株式の実績EPSで割った「相対EPS」の過去のパターン（図表1、2の赤線）を振り返ることを通して、日米株式の先行きを予想しました。

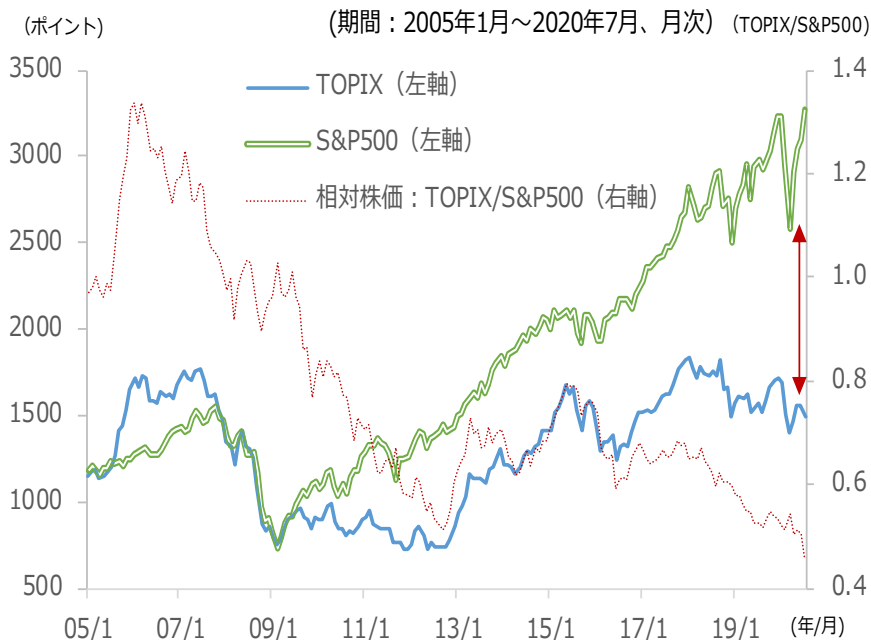
^(注1) コアCPI（消費者物価指数）で算出

^(注2) GAFAはGoogle、Apple、Facebook、Amazon

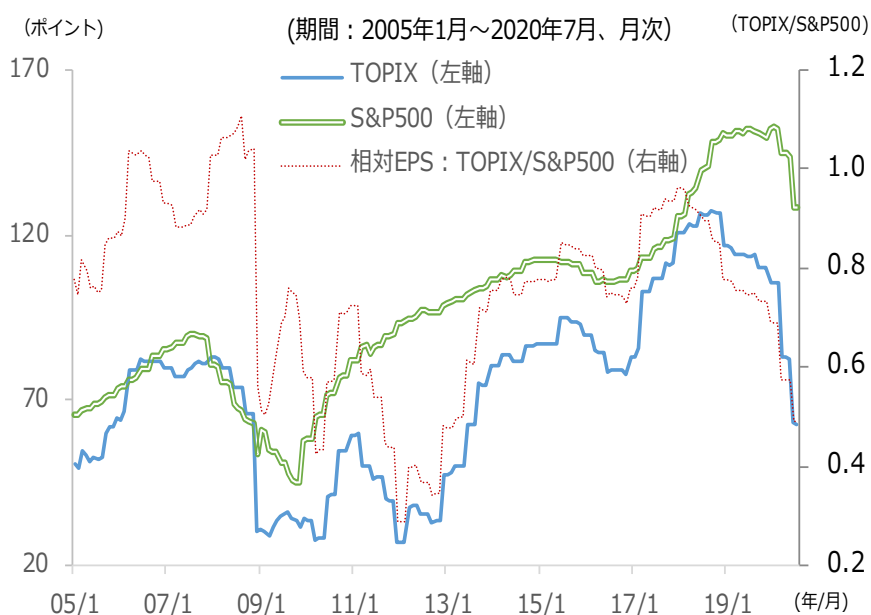
相対EPSのパターン

2018年以降に日本株式のパフォーマンスが米国株式を下回った（図表1の相対株価が低下した）最大の要因は日本株式のEPSの下げ幅が米国株式を上回った（図表2の相対EPSが低下）ことでした。2018年以降に米中摩擦などによって企業景況感が低迷

図表1 日米株式市場の株価推移



図表2 日米株式市場のEPS（一株当たり利益）推移



（図表1-2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もありません。■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。



図表3 日米株式市場のセクター構成（2020年7月末現在）

セクター	日本	米国
エネルギー	0.63	2.34
金融	8.70	9.73
生活必需品	8.34	6.72
一般消費財・サービス	17.65	11.64
素材	4.70	2.51
ヘルスケア	11.81	14.50
情報技術（IT）	13.06	27.94
資本財・サービス	19.69	7.89
公共	1.49	3.02
コミュニケーション・サービス	10.46	10.78
不動産	3.48	2.93
景気敏感セクター	54.9	37.0

・MSCIベース、単位は%。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。四捨五入の関係で景気敏感セクター合計が合わない場合があります。
・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。

図表4 相対EPS（TOPIX/S&P500）とISM製造業景況指数



図表5 相対EPS（TOPIX/S&P500）と米10年国債利回り



(図表4-5の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

するなか、日本株式の利益(EPS)が米国に劣後した理由は日米株式のセクター構成の違いで説明することもできます。景気敏感セクターのウェイトが高い日本株式の利益は景気が低迷する環境では米国に劣後すると考えられます。また、米国株式では情報技術（IT）セクターのウェイトが高いことが景気低迷期でも利益が安定的に推移した背景にあったと考えています（図表3）。

2005年以降のパターンを見ても、世界の経済活動が上向き、ISM製造業景況指数が上昇する局面では景気敏感な日本株式のEPS成長率が米国を上回り、逆の場合は米国が日本を上回りました（図表4）。また、世界（米国）経済の体温計と言われる米10年国債利回りが上昇する局面では日本株式のEPS成長率が米国を上回り、逆の場合は米国が日本を上回りました（図表5）。

今後の日米株式のEPS成長率の格差を見通すにあたっては、世界景気の浮き沈みを示すISM製造業景況指数や米10年国債利回りの先行きを予想することが早道になりそうです。

相対株価のパターン

次に日米株式市場の相対株価の過去のパターンを振り返ってみましょう。2005年以降、米10年国債利回りはトレンドとして低下基調をたどり、その間日本株式のパフォーマンスは概ね米国株式に劣後してきました（相対株価が低下）。しかし、米10年国債利回りが短期的に上昇する局面では日本株式のパフォーマンスが米国株式を上回る傾向がありました（次頁図表6）。また、2005年以降、S&P500の中で成長株の代表と考えられるITセクターのパフォーマンスはバリュー株を代表する金融セクターを基

＜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。

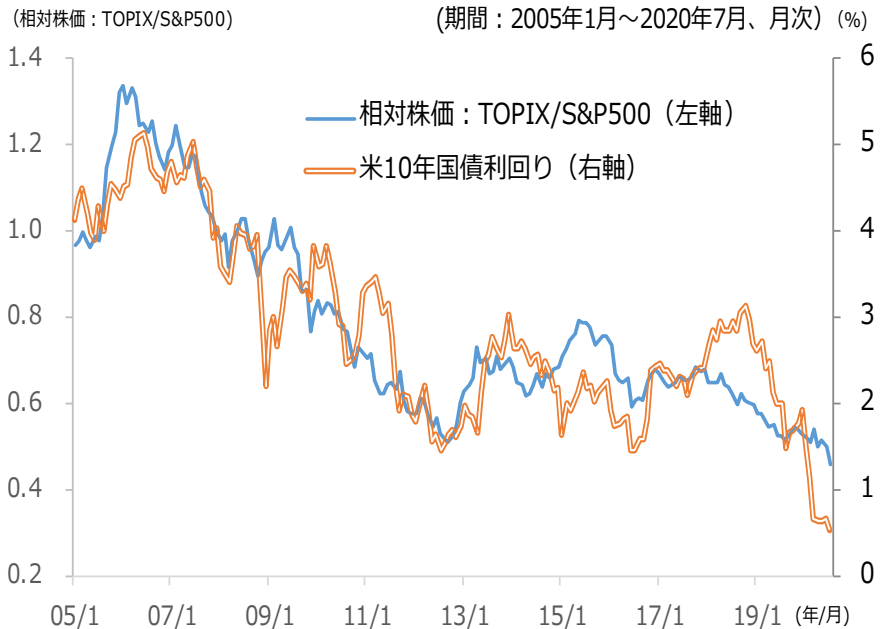
調として上回り、その間米国株式のパフォーマンスが日本株式を概ね上回ってきました（相対株価が低下）。しかし、短期的に金融セクターがITセクターをアウトパフォームする局面では、日本株式が米国株式にアウトパフォームしました（図表7）。

今後の日米株式の相対株価を予想するためには、米10年国債利回りやITセクターと金融セクターの相対パフォーマンスを予想することが効率的な方法になりそうです。

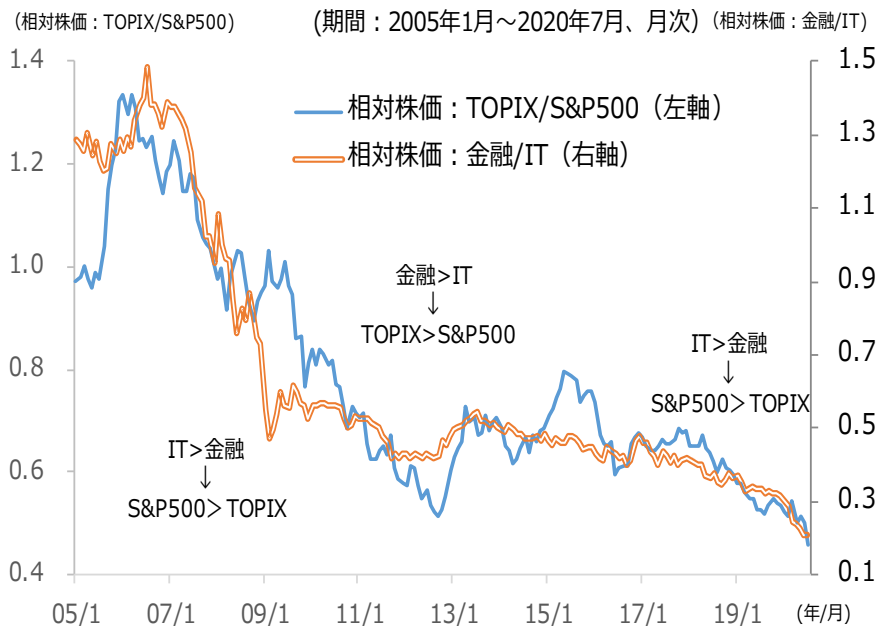
今後の市場見通し

今後、新型コロナウイルスの感染拡大が抑制され、米国経済や世界経済が早期に回復に向かえば、米10年国債利回りやISM製造業景況指数が上昇し、景気敏感な日本株式が米国株式にアウトパフォームする展開を迎えると思われれます。逆にコロナ収束が遠のき、世界経済の回復が想定より遅れ、米10年国債利回りも上がりにくくなれば、成長株のウェイトが高い米国株式の日本株式に対するアウトパフォーマンスが継続することになると思われれます。また、日本株式が米国株式にアウトパフォームするためには、米国で金融セクター（バリュー株）がITセクター（成長株）にアウトパフォームすることが条件になるとも考えられれます。

図表6 相対株価（TOPIX/S&P500）と米10年国債利回り



図表7 相対株価（TOPIX/S&P500）と相対株価（S&P500の金融/IT）



(図表6-7の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上 (作成：投資情報部)

<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もありません。■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、各ファンドの分配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)

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号: 岡三オンライン証券株式会社/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第52号

●加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引では投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数証拠金取引では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【外貨建て債券】債券の価格は基本的に市場の金利水準の変化に対応して変動するため、償還の前に売却すると損失を被る場合がございます。また、額面金額を超えて購入すると償還時に損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により、債券の価格が変動し損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により元本や利子の支払いが滞り損失を被る場合がございます。外貨建て債券は外国為替相場の変動などにより、円換算でのお受取金額が減少する恐れがあります。これにより円換算で投資元本を割込み、損失を被る場合がございます。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」という。)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目) - ネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数証拠金取引】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金100万円以下で上限880円、以降約定代金100万円ごとに550円加算。また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【外貨建て債券】外貨建て債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。外貨建て債券の売買、償還等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数証拠金取引】取引手数料は、セルフコースは1枚につき156円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大0.75%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項等をよくお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。