

2021年11月11日



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

日本株はキャッチアップ局面へ

レポート要旨

日本株が短期的に上振れる可能性が高まる

衆院選での自民党の勝利と日本における経済再開の本格化により、日本株は、過去数カ月間に欧米株に対して出遅れ感が目立っていた局面（図表1）を脱し、年末・年始に向けて欧米株にキャッチアップする局面に入った可能性が高いと考えられます。

大規模な短期的経済対策を実行する日本の「特殊性」

実は、世界の先進国を見渡すと、現時点で大規模な短期的経済対策を講じる日本はやや特殊です。この点は短期的な日本株投資への短期的な魅力を高める効果をもたらすとみられます。

経済再開による恩恵がようやく日本株にも

日本の10-12月期の成長率が大きく上振れる可能性が出てきました。日本が経済再開の恩恵を享受する見通しである点も、既にその恩恵を享受している欧米株に対して日本株が短期的にアウトパフォームする可能性を高めています。

賃上げ税制と温暖化ガス削減策にも注目

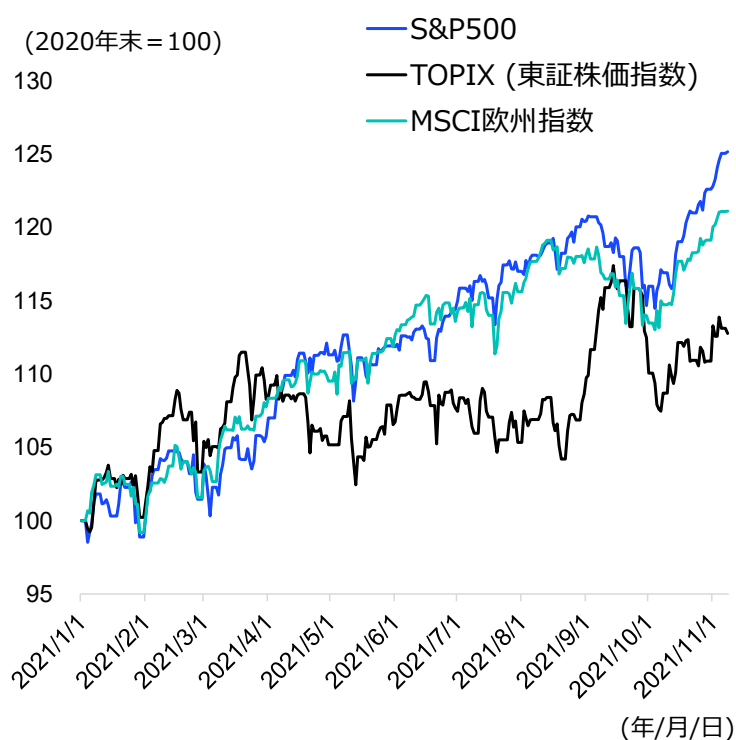
日本株を中期的にサポートする可能性のある材料として、①賃金引き上げを促進する税制改革と、②温暖化ガス排出削減に向けての政策—も注目されます。

日本株が短期的に上振れる可能性が高まる

日本の株価が短期的に上振れる可能性が高まっています。私は、グローバル株式市場では年内は株価が横ばい圏で推移する公算が大きいとの見方を変更していません（当レポート10月7日号「グローバル株式市場の当面の注目ポイント」をご覧ください）。しかし、日本株については、過去数カ月間に欧米株に対して出遅れ感が目立っていた局面（図表1）を脱し、年末・年始に向けて欧米株にキャッチアップする局面に入った可能性が高いと考えています。振り返ってみると、日本株の値動きが欧米株に出遅れていたのには、①日本において、ワクチン接種の普及に伴う経済再開の動きが欧米よりも遅れた、②総選挙で与党が敗北するリスクが意識されていた—という2つの要因があったと考えられます。日本でのコロナ感染状況は大きく改善し、10月に入ってからは人々の外出が増加、民間消費の回復を軸とした経済再開の動きが足元で強まってきました。それにもかかわらず株価の戻りが弱かったのは、衆議院選挙を巡る政治的不透明感が強かったためと思われるのですが、先週末に実施された衆議院選挙で自民党が絶対安定多数を獲得して勝利したことで、当面の政治的不透明感は大幅に後退し、経済再開の動きと合わせて日本株を見直す動きが強まりつつあります。

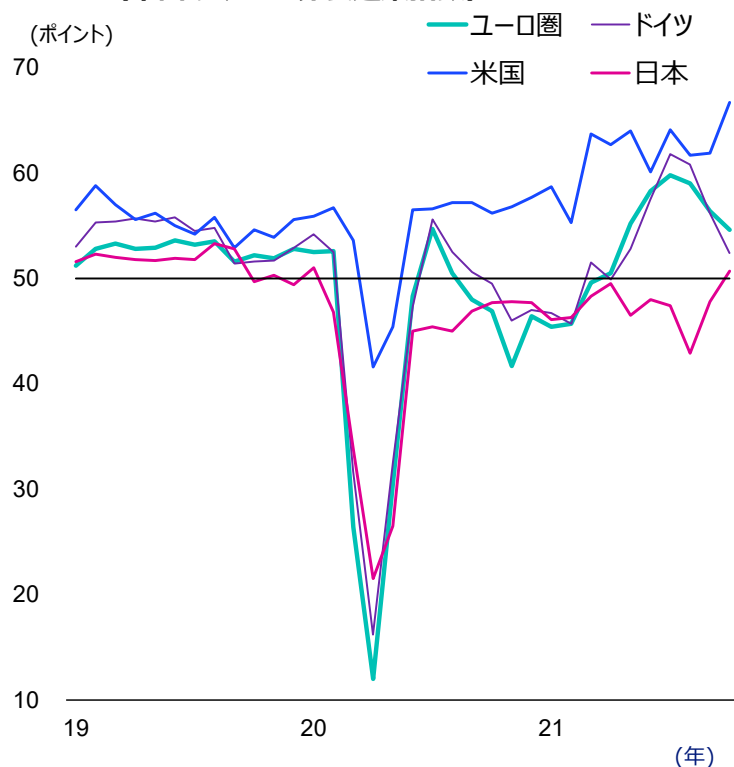
岸田政権による新しい経済政策は日本株にとっての短期的なサポート要因になるとみられます。11月中旬に大規模な経済対策が閣議決定された後、12月上旬には2021年度第1次補正予算の成立と2022年度の与党税制改正大綱が決定され、岸田政権の経済政策が実行されるフェーズに入っていきます。株式市場の観点からは、国民への給付金やGo Toトラベル等の消費促進プログラム、10兆円規模の大学ファンドの設立が当面の注目材料です。給付金についてはその支出総額にもよりますが、民間消費の短期的な底上げにつながるとみられますので、内需関連株にはプラスに作用するとみられます。一方、大学ファンドについては、11月8日に開催された「新しい資本主義実現会議」において、岸田首相が今年度内に実現させる旨を表明しました。ファンドの実現後は、運用先として一部分が国内株式に投資されるとみられることから、短期的な株式購入による株価押し上げ効果が見込めます。

（図表1）日米欧における主要株価指数の推移



(注) 直近は2021年11月8日。
(出所) ブルームバーグよりインベスコ作成

（図表2）サービス業PMIの推移
（米国のみISM非製造業指数）



(出所) ブルームバーグおよびCEICよりインベスコ作成

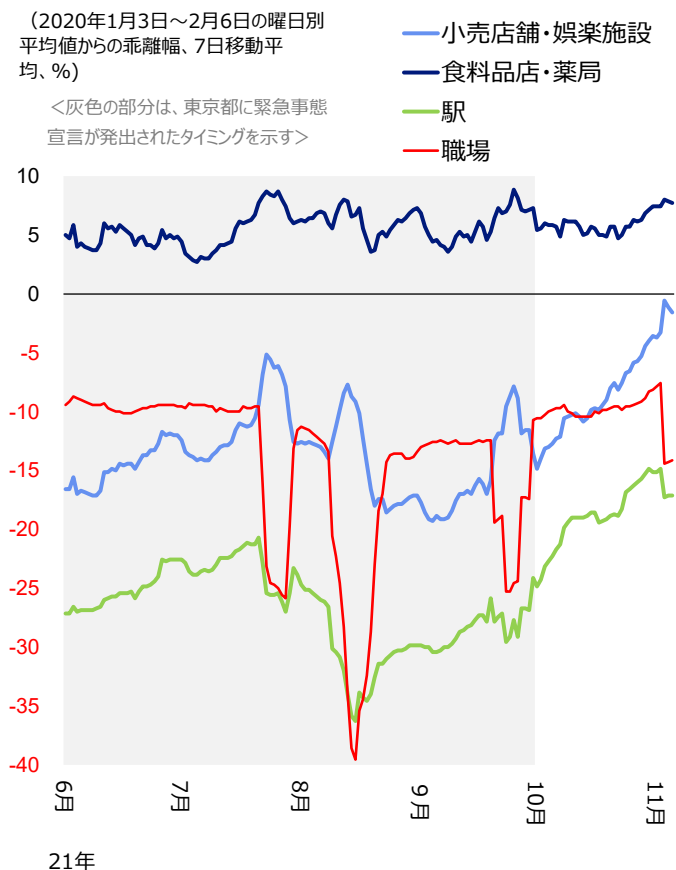
大規模な短期的経済対策を実行する日本の「特殊性」

実は、世界の先進国を見渡すと、現時点で大規模な短期的経済対策を講じる日本はやや特殊です。他の先進国では、直接的なコロナ対応のために大規模なプログラムを実施するフェーズは終了しつつあります。これは、コロナ問題が大きく改善する中、財政規律がより強く意識されている欧米では、財政政策の軸足が、短期的なコロナ対策というよりも、今後の中期的な経済成長を目指す方向に向きつつあるためです。欧州連合（EU）では、イタリアやスペインなど財政基盤の比較的脆弱な国々を支援するためのインフラ投資向け支援策が実施されようとしています。また、米国でも中長期的な視点に立ったプログラムの審議が行われており、今後10年間で5,720億ドル規模の追加支出を盛り込んだインフラ投資法案が11月5日に下院で可決されて議会を通過したほか、それとは別に今後10年で1.75兆ドルの支出を盛り込んだ法案が審議されています。現在の日本が本当に短期的なコロナ対策に大規模な財政資金を振り向けるべきかどうかは別にして、総選挙でのその方向性が決まった日本は、欧米に比べて経済政策が株価にプラスに効きやすい構図が生まれていると判断できます。

経済再開による恩恵がようやく日本株にも

日本が、経済再開に伴う景気の加速を今後享受する見通しである点も、既に経済再開の恩恵を享受している欧米株に対して日本株が短期的にアウトパフォームする可能性を高めています。日米ユーロ圏におけるサービス業PMI（購買担当者指数、ただし米国については非製造業ISM指数）をみると、ユーロ圏では既に夏場に直近のピークを迎え、その後低下に転じています（図表2）。これに対して、日本では、10月のサービス業PMIがコロナ後のピークをつけました。飲食やイベントについての行動規制の緩和が実施されるとみられることを考えると、日本のサービス業PMIは今後さらに上向き可能性が高いと考えられます。当レポートの先週号（「民間消費の加速局面に入った日本」）で触れたグーグルのモビリティ指数はその後上昇軌道をたどっています（図表3）。

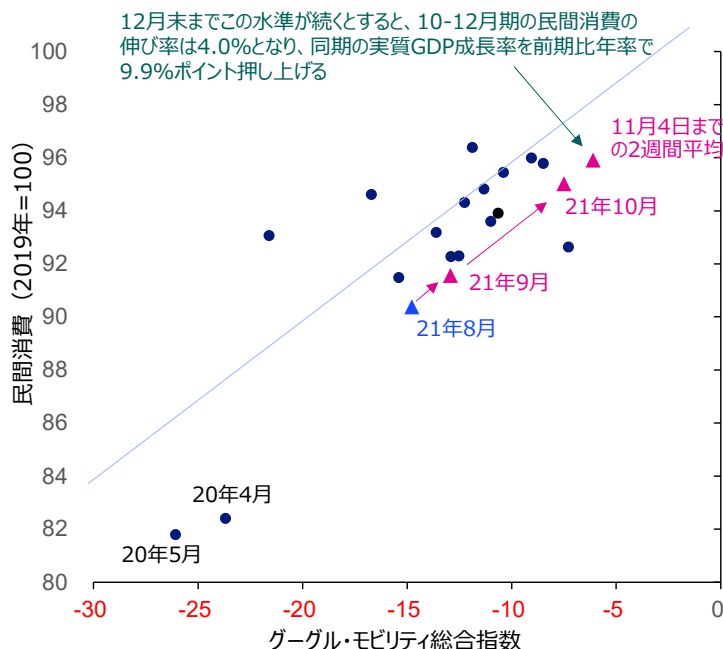
（図表3）グーグル・モビリティ指数の動き（日本）



（注）直近は11月5日。データが季節調整されていないことから、祝日等に伴って大きな変化が生じやすい。

（出所）CEICよりインベスコ作成

（図表4）日本：グーグル・モビリティ総合指数と月間民間消費額の関係



（注）月間の民間消費額は内閣府や経済産業省資料を基にインベスコが推計。2020年3月から2021年8月までが実績値。2021年9月、10月分はグーグル・モビリティ指数の実績値を基に同指数と民間消費についての回帰分析の結果を用いてインベスコが推計。グーグル・モビリティ総合指数は、「小売店舗・娯楽施設」、「職場」、「駅」、「食料品店・薬局」についてのモビリティ指数の単純平均値。グーグル・モビリティ指数は、2020年1月3日～2月6日の曜日別平均値からの乖離幅をグーグルが計算したもの。

（出所）GoogleやCEIC、経済産業省資料よりインベスコ作成

11月4日までの2週間における日本のグーグル・モビリティ指数が年末まで同じ水準で維持される場合、過去において計測されたグーグル・モビリティ指数と実質民間消費額の相関関係を適用すると、10-12月期の民間消費は前期比で4.0%増加する計算となります（図表4）。これは、同期の実質GDP成長率（前期比年率ベース）を9.9%ポイント程度押し上げることとなります。この結果は相当の幅を持って解釈する必要があるものの、コロナウイルス感染状況が今後悪化しなければ、10-12月期の成長率が民間消費主導で大きく上振れる可能性が高まっていると言えそうです。

賃上げ税制と温暖化ガス削減策にも注目

経済政策面で岸田政権による短期的な経済政策が重要であることは間違いありませんが、日本株を中期的にサポートする可能性のある材料として、私は、①賃金引き上げを促進する税制改革と、②温暖化ガス排出削減に向けての政策—にも注目しています。賃金を引き上げた企業に法人税制上の優遇措置を設ける政策は既に安倍政権の下で実行されましたが、十分な成果を上げることができなかったという評価が定着していると思われます。したがって、はっきりとした賃上げを導くためには、賃上げに伴う税制面でのメリットを現行制度よりも大幅に積み増すことが必要と考えられます。岸田政権は、「新しい資本主義」を掲げて今回の衆議院選挙キャンペーンを展開しましたが、来夏の参議院選挙の前に賃上げ促進税制を実施するためには、12月にとりまとめられる予定の2022年度税制改正大綱に政策を盛り込む必要があり、その行方が注目されます。一方、温暖化ガスの排出削減に向けての取り組みの面では、グローバルにみると欧州が先頭を走っていると考えられますが、このことは将来的に日本の産業競争力を大きく損なう可能性があります。この分野での革新的なイノベーションを促進し、日本の競争力を向上させるような政策が岸田政権の政策として採用されるのであれば、日本株にもメリットが及ぶと見込まれます。

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/institutional/insights/globalview.html>

発行日	タイトル
11月4日	FOMC後の金融市場の注目点
10月28日	民間消費の加速局面に入った日本
10月21日	中国：成長鈍化を受け入れる時
10月14日	二極化しつつある新興国経済
10月7日	グローバル株式市場の当面の注目ポイント
9月30日	上昇後の米長期金利の行方
9月16日	米国財政に再び注目
9月9日	総裁選を前にした日本株市場の注目ポイント
8月26日	デルタ株の市場インパクトへの油断は大敵
8月19日	中国景気が減速する背景をあらためて考察
8月12日	コロナ再拡大と新興国市場～パート2
8月5日	コロナ再拡大と新興国市場
7月29日	中国市場・経済が変調する兆しが強まる
7月15日	ECBの新戦略は世界的な金融緩和の継続を示唆
7月8日	日銀短観で浮かび上がる、「控えめ過ぎる」日本企業
7月1日	FRB主流派の本音、市場の本音

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306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

MC2021-184