

# ストラテジストの眼 Vol.12

## 低成長・低金利時代の株式投資戦略

リーマン危機後の日米両国では「低成長・低金利」環境が続き、「好配当」銘柄に注目する投資戦略が有効に機能してきたと考えられます。日米とも、このようなマクロ経済環境があと1-2年は続くと考えられることから、「好配当」銘柄に着目する投資戦略は、当面、有効に機能すると思われます。

### 米国株式は3倍、日本株式は2倍に上昇

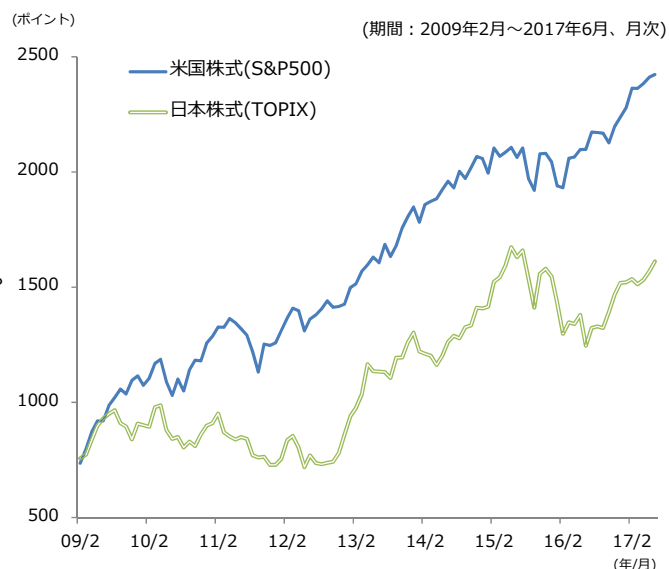
米国株式（S&P500）は、リーマン危機後の2009年3月から約8年間で3倍以上に上昇しました。相場格言では「相場は悲観の中で生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、ユーフォリア（幸福感）の中で終わる」と言われますが、米国株式はそろそろユーフォリアの領域に近づいてきたと言うべきかも知れません。株価を企業収益と比較する株価収益率（PER）も割高な水準にあると言われていています。一方、日本株式（TOPIX）は同時期に2倍以上に上昇しました（図表1）。

今後、中長期的に両国の株式市場はどのように推移するのでしょうか？米国株式は、相対的に割高な水準にありますが、2000年以降、米国経済の「景気後退」前後を除けば、米国株式は20%を超える調整となったことはありませんでした。インフレが高まり、積極的な利上げが「景気後退」を招くとこの前提に立てば、次の「景気後退」は数年先になることが予想されます。その間、米国株式は、高値警戒や中央銀行から供給される流動性の縮小を受けて、これまでと同様の上昇は難しいかもしれませんが、大幅な調整となることもないと思われます。日本株式は、2005年の小泉郵政解散や2013年のアベノミクス（成長戦略）に匹敵するような材料が出てくれば、米国株式を上回る可能性もありますが、そうでない場合、米国株式に追随するような展開が続くと思われます。このような局面では、どのような株式投資戦略が有効なのでしょう？

### 日米のマクロ経済環境：低成長と低金利

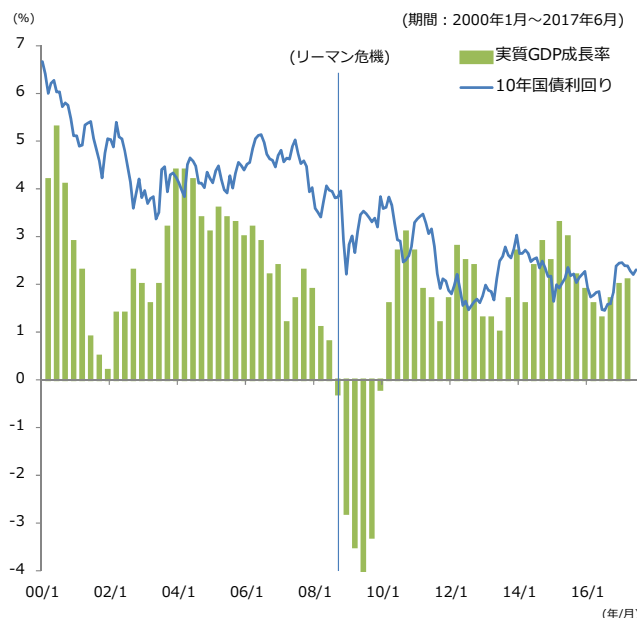
まず、ここ数年のマクロ経済環境をリーマン危機前と比較してみると、リーマン危機前の米国では、平均すれば実質GDP成長率はほぼ3%、長期金利（10年国債利回り）は4.5%程度で推移していました。リーマン危機後は成長率、長期金利ともに2%前後まで低下しています（図表2）。サマーズ元財務長官が「長期停滞論」で示唆している現象とも考えられます。

図表1 日米株式市場の推移（リーマン危機後の安値※以降）



※データは月次終値ベース

図表2 米国の実質GDP成長率と10年国債利回りの推移



(注) 実質GDP成長率は四半期ベース、前年同期比（2000/1-3～2017/1-3）

(図表1,2の出所) Bloombergのデータなどから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あたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡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。

翻って、日本のマクロ経済環境を見ると、平均的な成長率はリーマン危機前後でほとんど変わりませんが、ここ数年は生産年齢人口の減少を背景に潜在成長率が0.5%程度まで低下したとされています。長期金利は、リーマン危機後に低下傾向を辿ってきました（図表3）。

両国のリーマン危機後のマクロ経済環境は、「低成長・低金利」という言葉で端的に表現されると思われます。別の言葉を使えば、「適温（Goldilocks）経済」が世界標準になってきたと言うこともできます。

キーワードは「好配当」

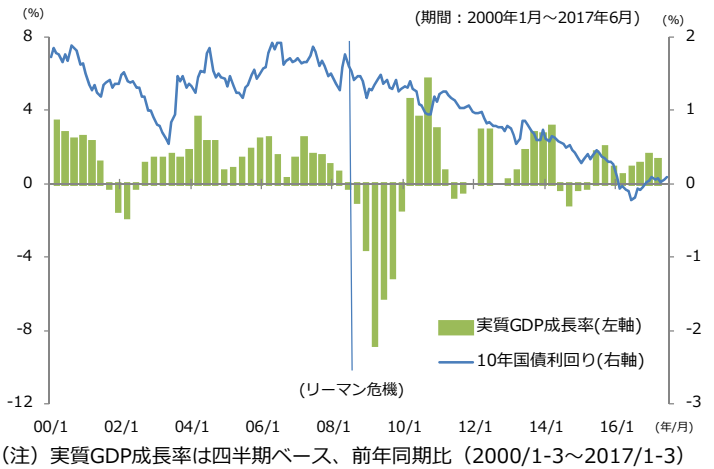
このようなマクロ経済環境で有効な投資戦略として注目を集めているのが「好配当」です。

経済成長率が低く、株価上昇にそれほど期待が持てない環境では、株価の値上がり益（キャピタルゲイン）よりも配当（インカムゲイン）を狙うことが重要になってきます。また、低金利環境では、これまで債券に振り向けられていた資金が、株式の中でも比較的风险が低く安定した配当が期待できる「好配当」銘柄に向かうことが想定されます。米国では、銀行監督当局によるストレステストを無事通過した大手銀行などの主要銀行は、増配の意図を示しています。

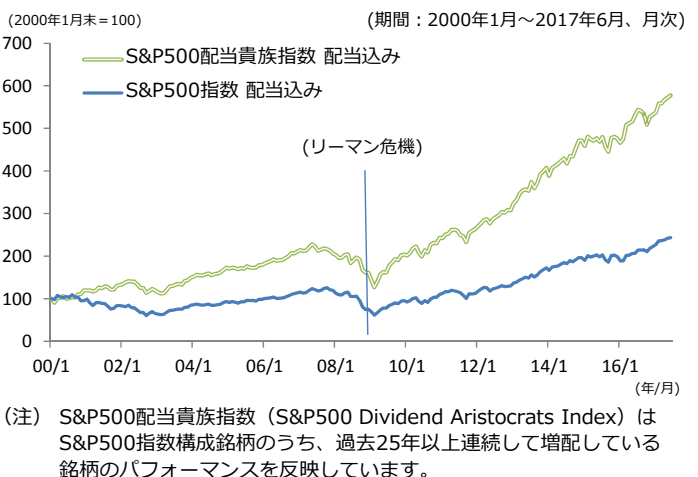
実際、日米で安定的に配当を増やしてきた銘柄を集めたインデックス（配当貴族指数）のパフォーマンスは、リーマン危機以降、市場全体を表すインデックスを上回って推移しています（図表4,5）。

トランプ大統領の経済政策によって成長率、金利がこれまでのトレンドを破って上方にシフトすると期待された時期もありました。しかし、政策の不発が重なるたびに、その期待は徐々に低下してきました。日米で「低成長・低金利」が永遠に続くとは考えられません。次の景気後退の前に短期間のブーム（好況）が訪れる可能性も否定できません。しかし、少なくとも今後数年間は、「適温（Goldilocks）経済」が継続すると考えています。そのため、株式の投資戦略としては、「好配当」に着目した戦略が機能すると考えています。

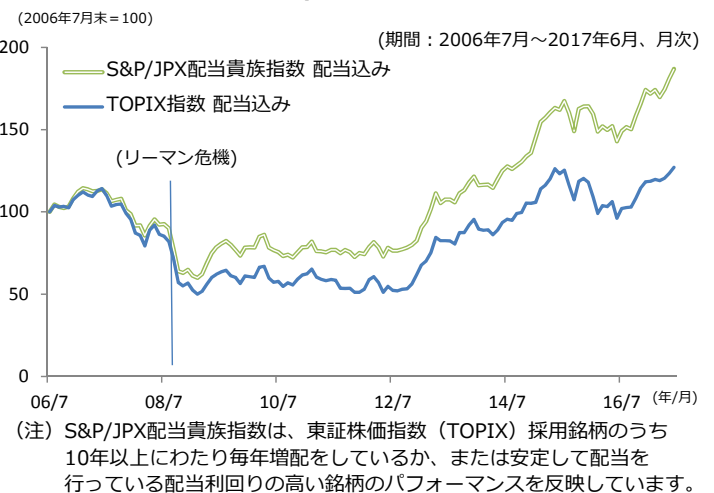
図表3 日本の実質GDP成長率と10年国債利回りの推移



図表4 米国：S&P500配当貴族指数等の推移



図表5 日本：S&P/JPX配当貴族指数等の推移



（図表3-5の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

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。

## 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に帰属します。

## 【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、各ファンドの配分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3.78%（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2.052%（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0.01296%（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。

## &lt;本資料に関するお問い合わせ先&gt;

カスタマーサービス部 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）