

日本経済・株式のご参考資料
「ジャパン・イン・モーション」
2024年新春号



2024年1月作成

日興アセットマネジメント

日興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 368 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

- 23年4月に植田氏が日銀総裁に就任して以降、日銀は、同年7月と10月に、長短金利操作の運用柔軟化を決定しました。一定の金利上昇の容認により「異次元緩和」の副作用を軽減させる意図がこうした動きの背景にあります。
- 一部の日銀高官が「異次元緩和」の修正を見据えた発言をする中、少なくない民間エコノミストが24年中の政策変更を予想しています。足元の金融市場では、マイナス金利解除や利上げを織り込む動きもみられ、今後の動向が注目されます。

24年には金融政策変更との見方が優勢

<金利見通しの分布*>

(単位:人)

長短金利(%)の予想水準		▲0.1 ~ 0.0 未満	0.0 ~ 0.1 未満	0.1 ~ 0.2 未満	0.2 ~ 0.3 未満	0.3 ~ 0.4 未満	0.4 ~ 0.5 未満	0.5 以上	
政策金利	23年末	37							長短金利操作の撤廃
	24年末	5	21	2	7		1	1	
長期金利の誘導目標	23年末	2	35						33
	24年末		2					2	

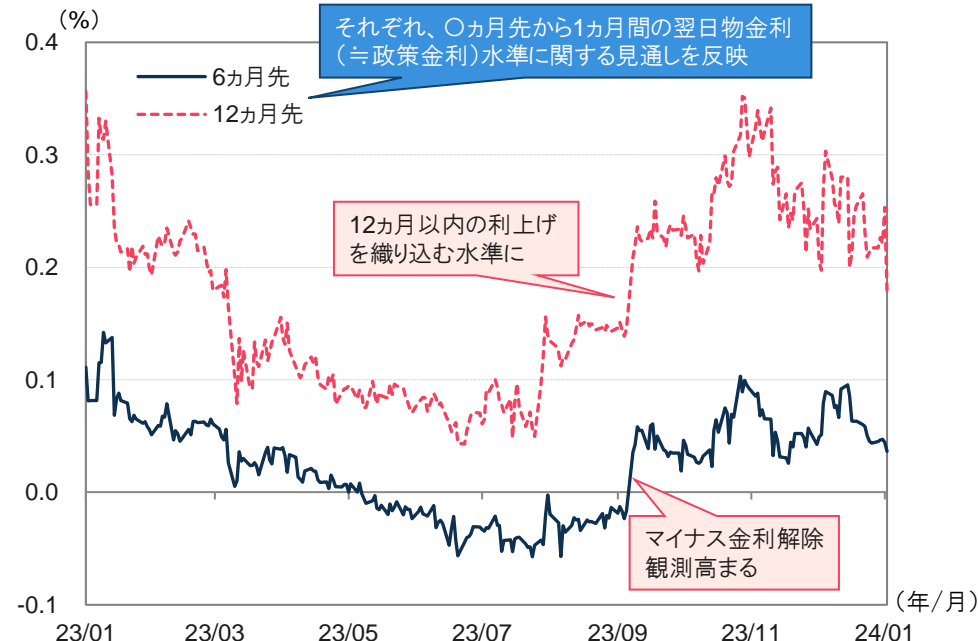
*民間エコノミスト約38人(機関)による予測の集計
(2023年12月18日発表、回答期間:2023年12月5日~12月12日)

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」より日興アセットマネジメントが作成

市場はマイナス金利解除に続く利上げを織り込み

<金融市場が映す政策金利見通し**>

(2023年1月4日~2024年1月5日)



**翌日物金利スワップレート

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび予測であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 岸田政権は23年11月、「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を打ち出しました。所得減税などを通じて、国民所得の伸びが物価上昇を上回る状態を確実に作り、経済の好循環を実現するねらいがあります。
- 同対策の規模は、近年、新型コロナウイルス対策として打ち出された経済対策と比較すると規模は小さいですが、それでも、GDPを今後3年間で平均で1年あたり1.2%程度押し上げる効果が見込まれており、一定程度の経済下支え効果が期待できます。

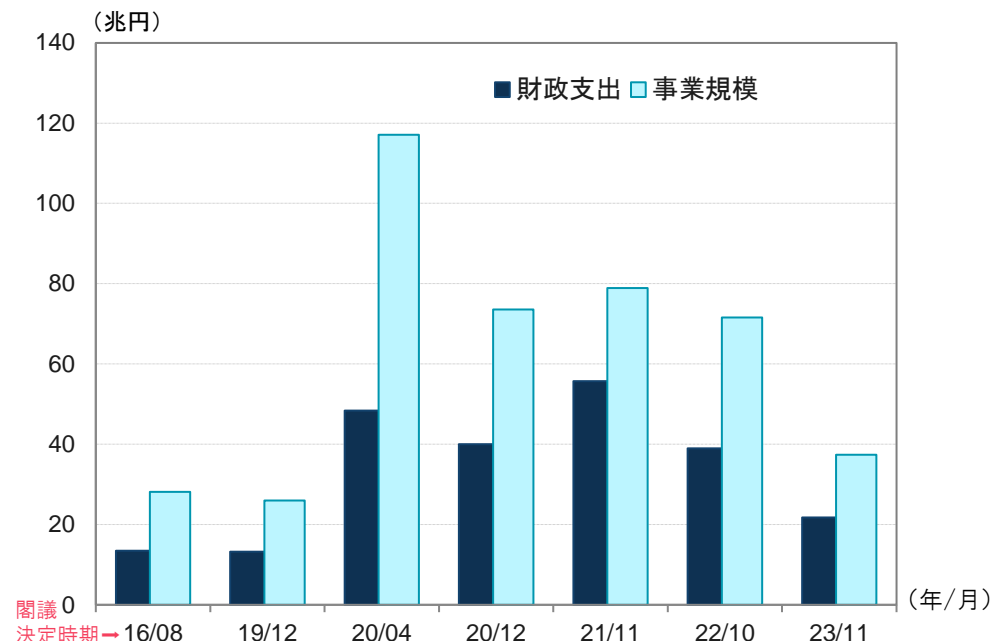
デフレ完全脱却のための総合経済対策が決定された

＜財政支出及び事業規模の内訳概算値＞

	主な項目	財政支出	事業規模
1	物価高から国民生活を守る	6.3兆円	12.8兆円
2	持続的賃上げ	3.0兆円	9.1兆円
3	成長力の強化・高度化に資する 国内投資を促進する	4.7兆円	7.5兆円
4	人口減少を乗り越え、変化を力に する社会変革を起動・推進する	1.6兆円	1.7兆円
5	国土強靱化、防災・減災など 国民の安全・安心を確保する	6.1兆円	6.3兆円
	合計	21.8兆円	37.4兆円

経済対策の規模は縮小したがコロナ禍前より大きい

＜近年の経済対策の規模＞



政府の発表や報道など、信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび発表時点での政府公表値であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 24年の春闘での賃上げに続き、6月に開始予定の減税によって実質可処分所得を増加に転じさせることができるかどうかは、政府によるデフレ脱却宣言や、日銀のマイナス金利解除、その先の政策金利の引き上げにも影響するため注視が必要です。
- 9月には自民党総裁が任期満了となりますが、政治資金をめぐる問題などから内閣支持率が急落しており、政局に不透明感があります。仮に首相交代となれば、「新しい資本主義」の政策方針や財政をめぐる路線の継続性が焦点となりそうです。

<注目される主なスケジュール>

2024年	
1月	通常国会召集
6月	所得税・住民税の定額減税開始
6月	通常国会閉会
9月	岸田首相の自民党総裁の任期満了
2025年	
1月	通常国会召集
4~10月	大阪で国際博覧会(万博)開催
夏	参院選
10月	衆院議員任期満了

減税効果は、政府がデフレ脱却宣言をするかや日銀の政策修正のペースにも影響を与える可能性がある

首相交代となれば、政策方針や財政に関する路線が変わるおそれ

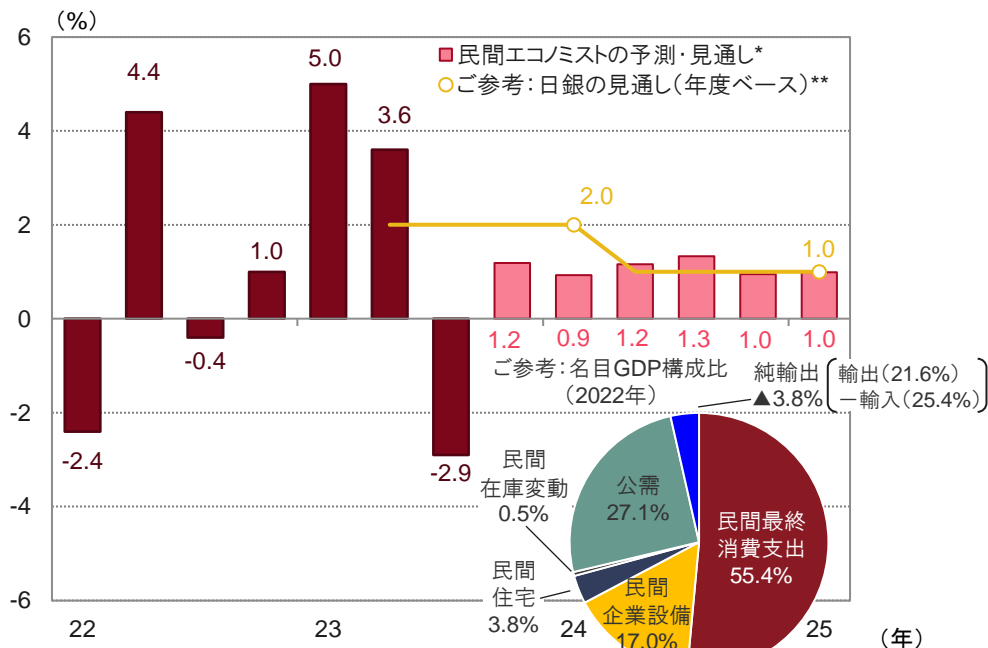
報道など、信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※スケジュールは変更される場合があります。

- 日本経済は、コロナ禍後の経済活動正常化を背景に、回復軌道を辿っています。23年7-9月期は、4-6月期の高成長の反動から前期比でマイナス成長となりましたが、同年10-12月期以降はプラスに転じ、今後も緩やかな拡大が続く見通しです。
- ロシアによるウクライナ侵攻や円安を受けた輸入物価の上昇などから、22年10-12月期にかけて消費者物価の伸びが高まりました。ただし、それら影響の一巡から、今後は徐々に伸びが鈍化すると予想されています。

23年10-12月期以降は緩やかな伸びが見込まれる

＜実質GDP成長率(前期比年率換算)の推移＞
(2022年1-3月期～2025年1-3月期予測)

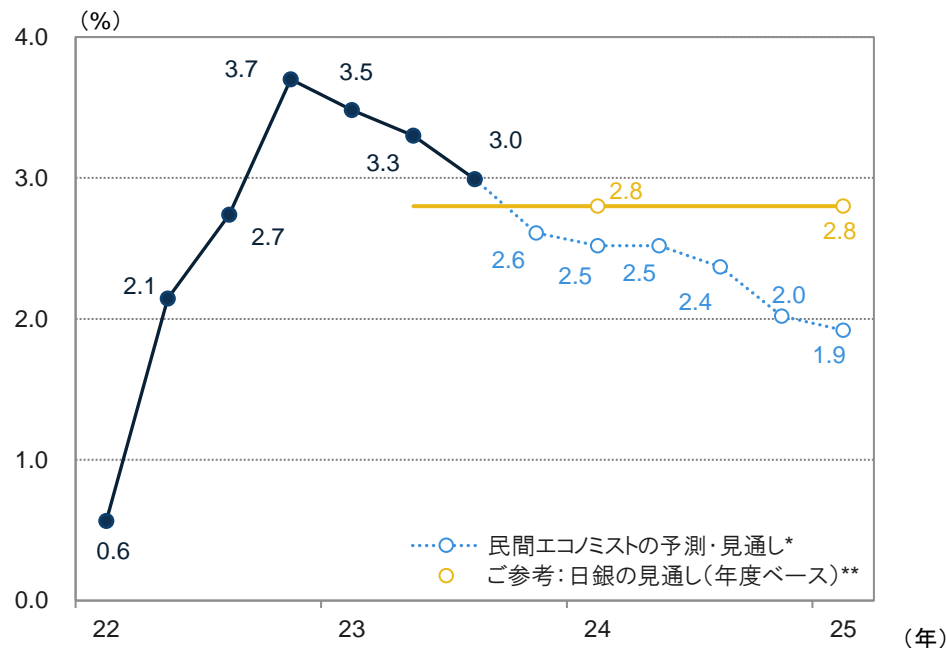


*民間エコノミスト約38人(機関)による予測の集計
(2023年12月18日発表、回答期間：2023年12月5日～12月12日)

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」などをもとに日興アセットマネジメントが作成

物価の伸びは22年10-12月期をピークに鈍化へ

＜消費者物価指数(除く生鮮食品、前年同期比)の推移＞
(2022年1-3月期～2025年1-3月期予測)



**日銀の見通し(23年10月時点)はレンジで示されたものの中央値

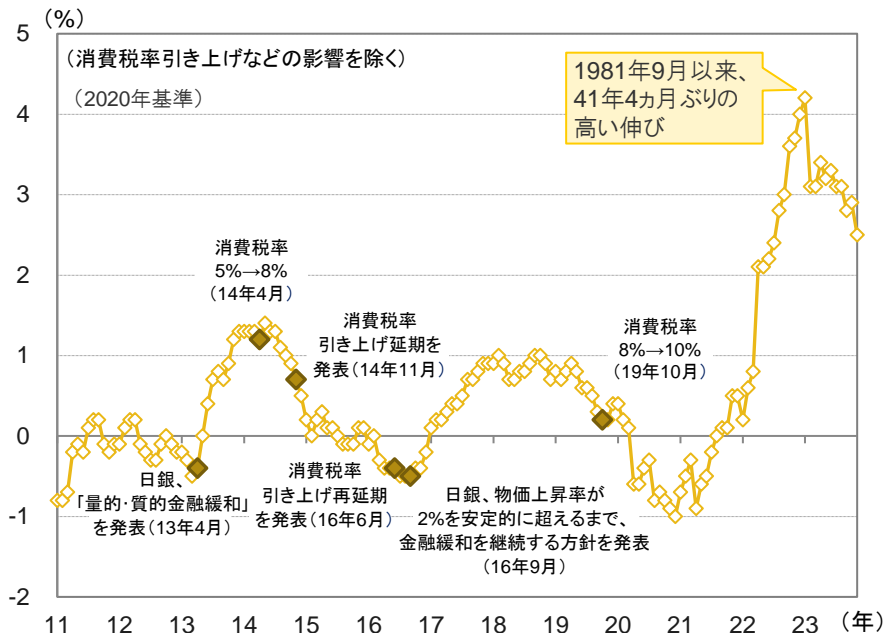
※上記は過去のものおよび予測・見通しであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 円安やエネルギーおよび食料品の価格高騰などから、物価上昇率は一時、歴史的な高水準となったものの、原油高が一服したことなどにより、今後は伸びが鈍化するとみられます。ただし、賃上げに伴う人件費増を価格に転嫁する動きが広がれば、物価の押し上げ要因となります。
- 企業の仕入・販売価格判断の状況からは、前者の上昇幅が後者の上昇幅を上回る傾向が見られ、消費者への価格転嫁に慎重な企業の姿勢が確認できます。それでも、足元の販売価格判断からは、従来と比べて価格転嫁に自信を深めている企業が多いことが示唆されています。

物価の伸びは、今後、上げ幅を縮める見通し

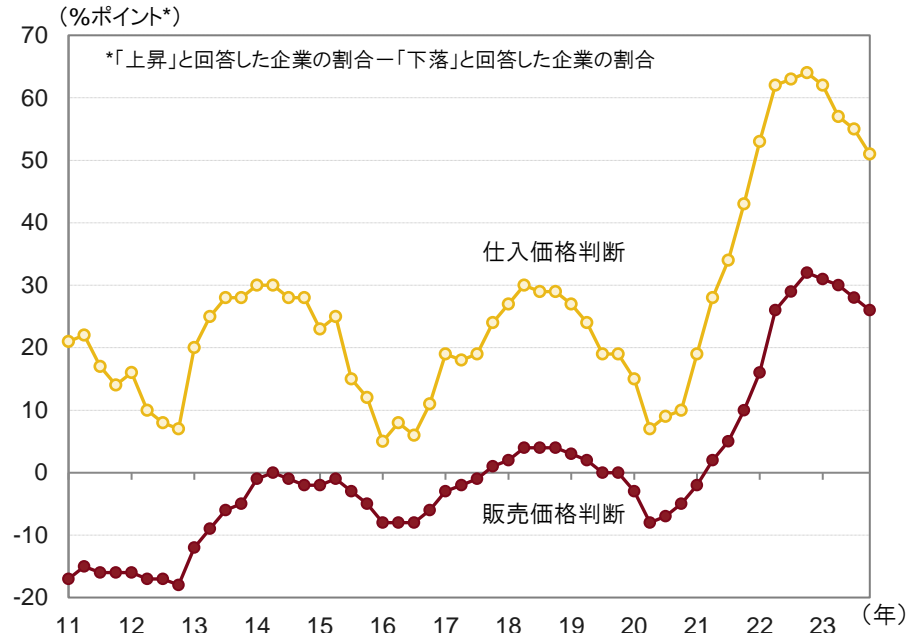
＜消費者物価指数(除く生鮮食品、前年同月比)の推移＞
(2011年1月～2023年11月)



(出所)総務省

企業の仕入・販売価格判断の上昇にも一服感

＜企業(全規模・全産業)の価格判断の推移＞
(2011年3月調査～2023年12月調査)



(出所)日銀

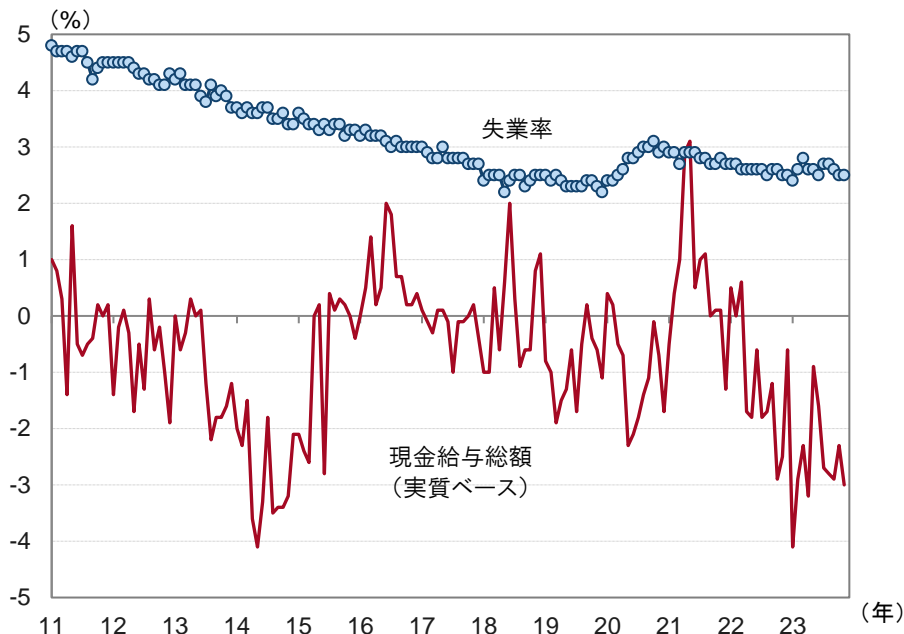
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 経済活動の正常化などに伴う人手不足から、雇用環境は緩やかな改善傾向にあります。ただし、実質所得の伸びは、このところマイナス圏で推移しています。労働団体の連合が春闘での5%以上の賃上げ目標を掲げる中、実質賃金の伸びがプラスに転じるかが今後の焦点となります。
- 個人消費は、コロナ禍の影響で20年春に急減したものの、政府の需要喚起策などを受けて回復に転じたのに続き、感染症の影響の緩和に伴ない、サービス消費を中心に持ち直しています。今後、賃金の実質ベースでも増加すれば、個人消費の押し上げにつながると期待されます。

賃金は名目ベースで増加も、インフレ率を下回る

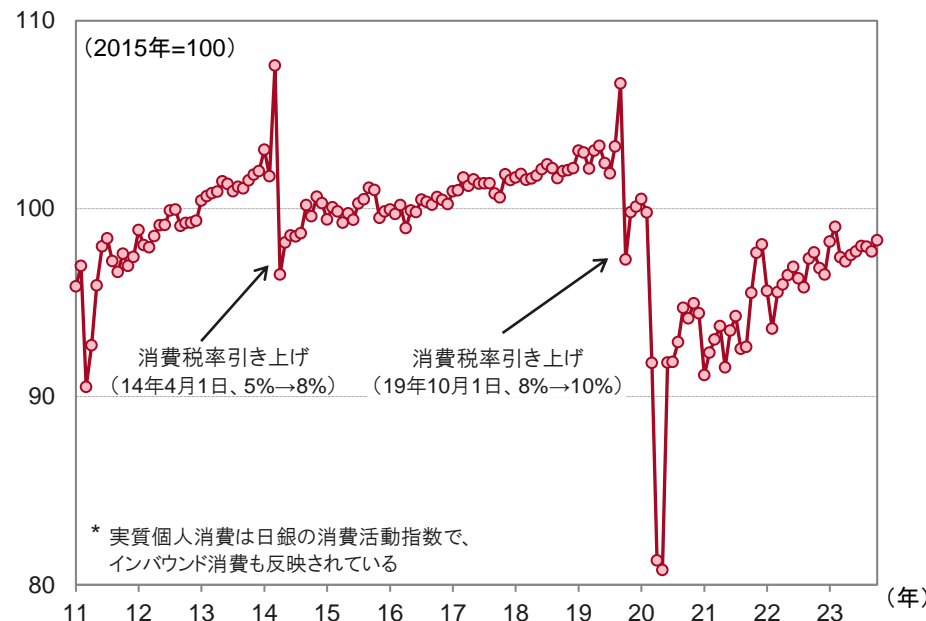
＜失業率および現金給与総額(前年同月比)の推移＞
(2011年1月～2023年11月)



総務省および毎月勤労統計調査のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

消費は持ち直しの動きが継続

＜実質個人消費*の推移＞
(2011年1月～2023年10月)



(出所)日銀

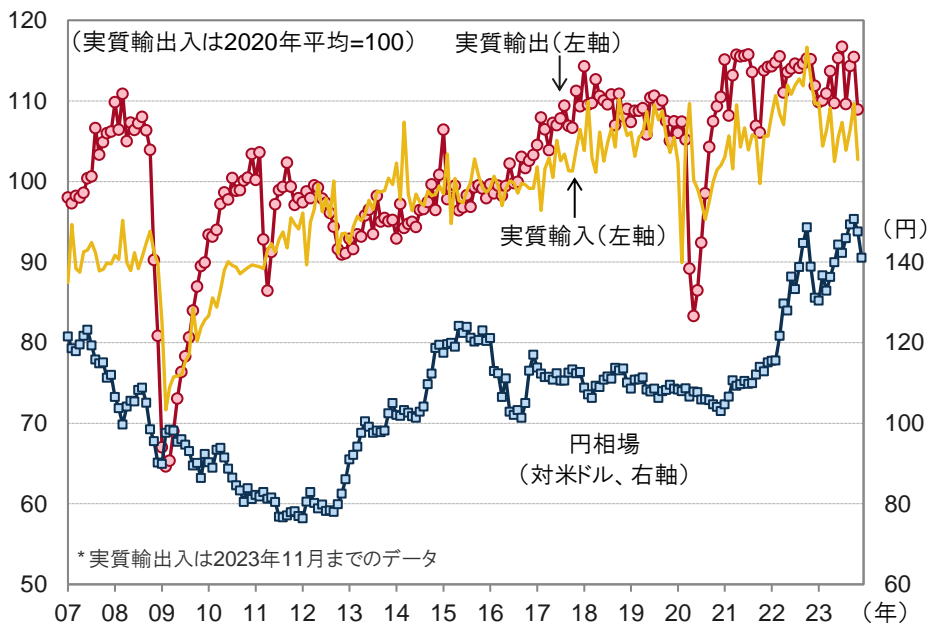
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 輸出は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で20年4、5月に急減したものの、世界で経済活動の再開が進むに連れて持ち直し、コロナ禍前の水準を回復しました。その後も、振れを伴いながらも、高水準で推移しています。
- 訪日外国人観光客数および消費額は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で、20年から21年にかけてほぼ消失しました。しかし、22年10月中旬に海外からの個人旅行が解禁されて以降、回復軌道にあります。

実質輸出はコロナ禍前の水準を回復

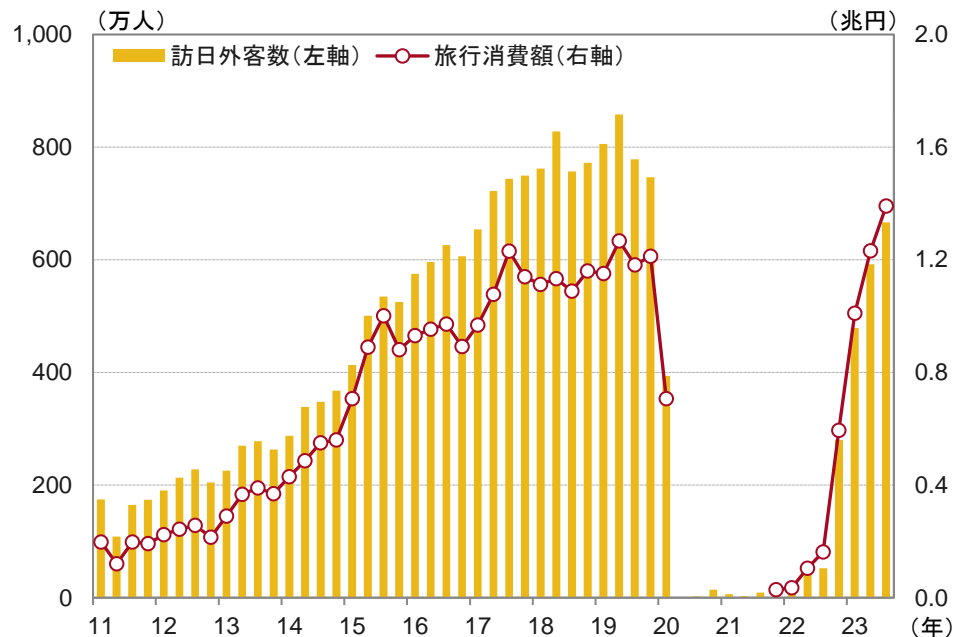
＜実質輸出入と円相場の推移＞
(2007年1月～2023年12月*)



日銀などの信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

インバウンドは引き続き回復軌道に

＜訪日外国人の観光客数および旅行消費額の推移＞
(2011年1-3月期～2023年7-9月期)



日本政府観光局(JNTO)、観光庁のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

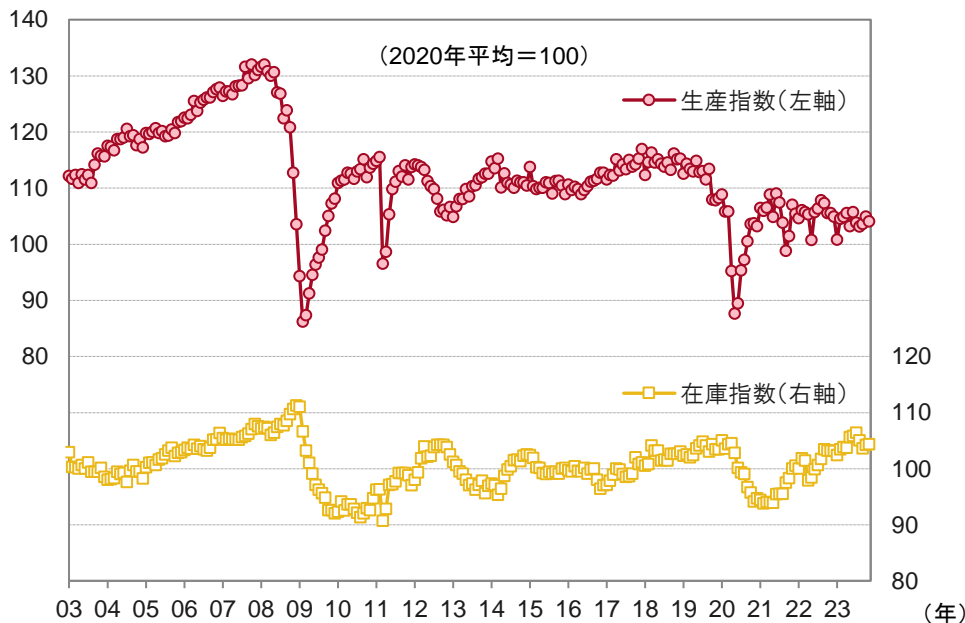
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 生産は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響から20年春に急低下した後、21年にかけて急回復しました。足元では一進一退の動きとなっており、やや勢いを欠くものの、景気に対して先行性がある電子部品・デバイス工業の在庫循環に進展がみられるなど前向きな材料も散見されます。
- 設備投資は、前年同期比でプラスを維持しているものの、このところやや鈍化しています。こうした傾向は設備投資の先行指標とされる機械受注統計を見ても同様です。企業収益の好調さを考慮すれば、やや投資スタンスが慎重化している可能性もあり留意が必要です。

生産は一進一退

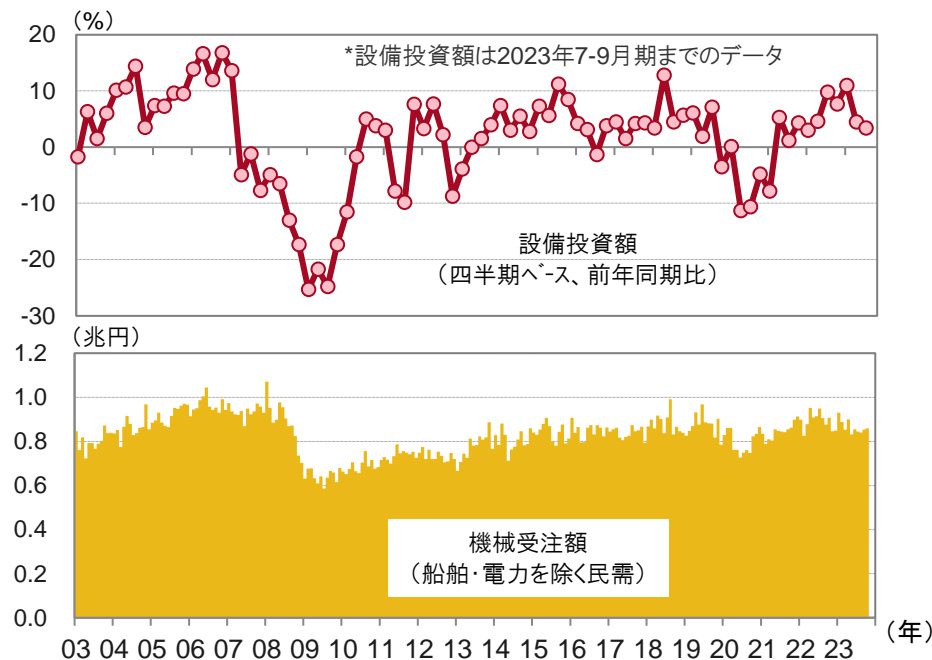
＜鉱工業生産指数と在庫指数の推移＞
(2003年1月～2023年11月)



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

設備投資はプラス成長もやや鈍化傾向

＜設備投資と先行指標の推移＞
(2003年1月～2023年10月*)



法人企業統計調査および機械受注統計をもとに日興アセットマネジメントが作成

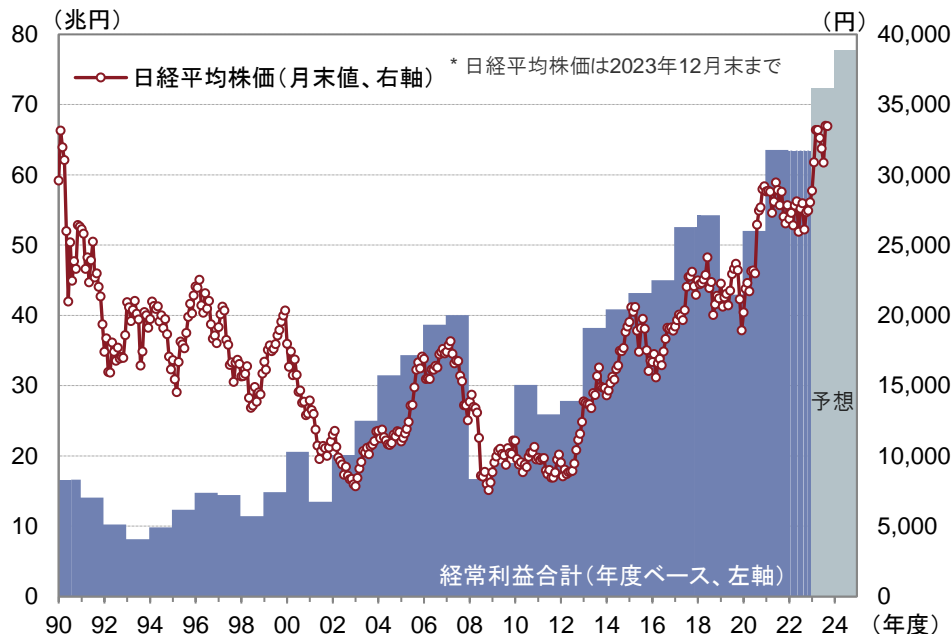
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 上場企業(除く金融ベース)の経常利益は、石油や化学、鉄鋼、運輸、商社などの業種で、資源や原材料の市況上昇の追い風を受けたほか、製造業などでの円安の恩恵、コロナ禍における費用削減努力の効果などから、21年度に過去最高益を更新、翌22年度はほぼ横ばいとなりました。
- 23年度には、半導体不足の緩和・解消に伴ない、自動車の生産回復・拡大などが想定されること、また、24年度には、世界景気の拡大継続などから、過去最高益の更新が見込まれます。

企業業績の回復が株価の上昇を牽引

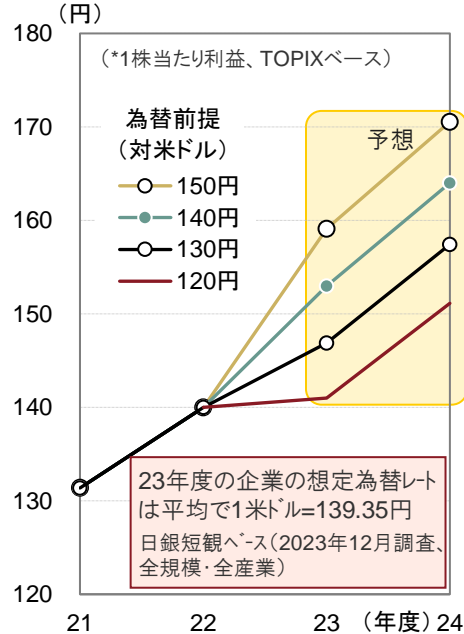
＜上場企業(除く金融)の経常利益合計の推移＞
(1990年度～2024年度予想)



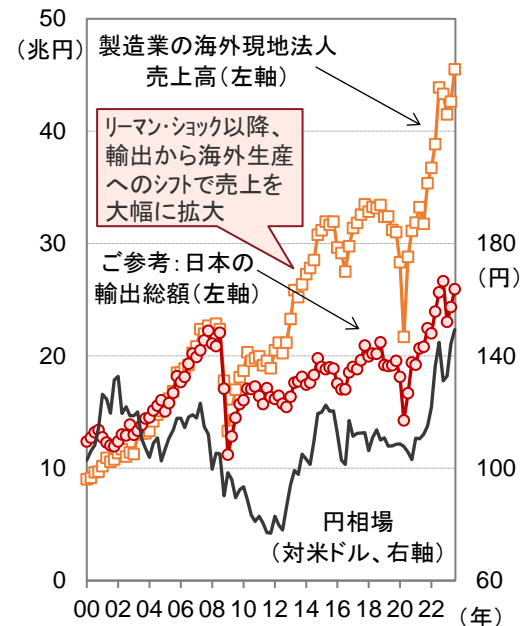
(予想はいずれも日興アセットマネジメントの2023年12月時点のもの)

海外生産の拡大などで高まった為替への耐性

＜為替前提別の予想EPS*水準＞
(2021年度～2024年度予想)



＜海外現地法人売上高の推移＞
(2000年1-3月期～2023年7-9月期)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

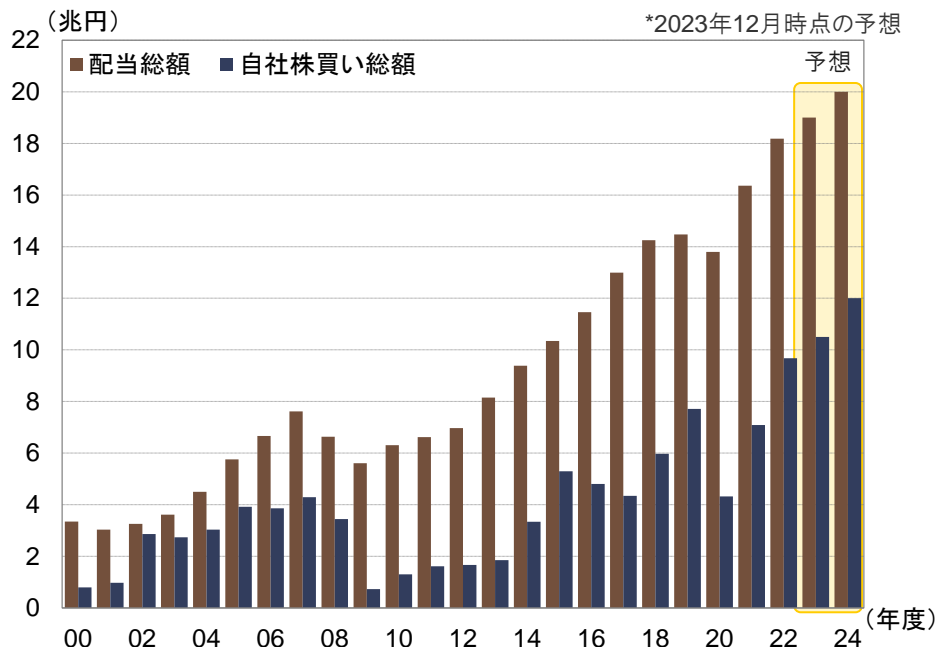
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

(コーポレートガバナンス)

- 企業統治強化の流れの中、株主還元に対する意識の高まりや業績拡大などを背景に、配当は増加傾向、自社株買いは高水準です。ともに、今後、拡大基調を辿る見通しとなっています。
- 資本効率を重視する流れに加え、内需型企業が海外に成長の活路を求める動きの強まりなどもあり、日本企業による海外企業を対象としたM&A(合併・買収)が19年にかけて活発化しましたが、コロナ禍以降は頭打ちとなっています。

株主還元は拡大基調で推移

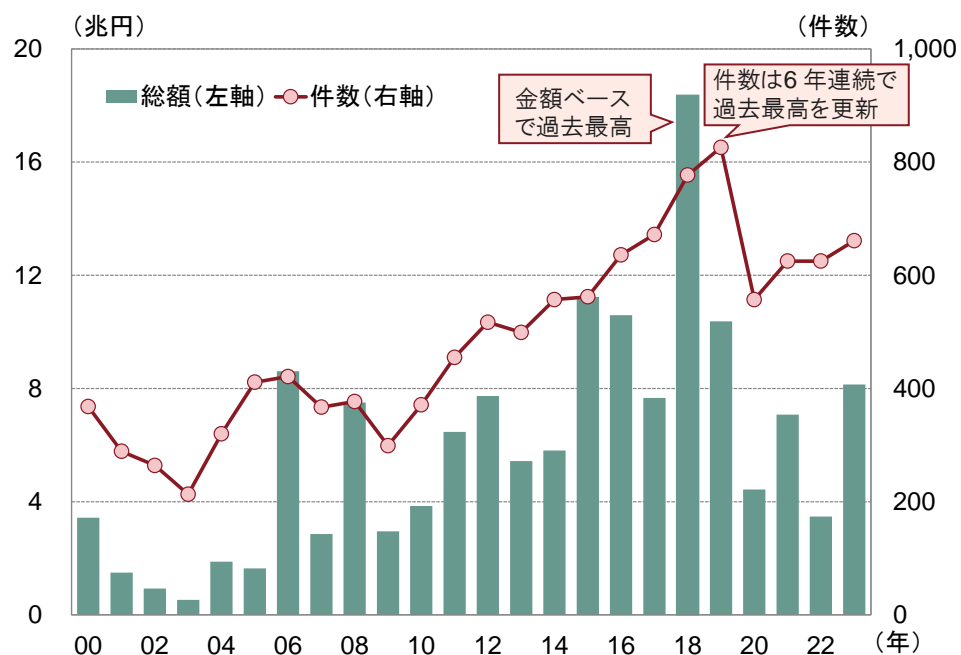
＜配当および自社株買い総額の推移＞
(2000年度～2024年度予想*)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

最近では地政学リスクや円安が海外M&Aの重荷に

＜日本企業の海外M&Aの金額と件数の推移＞
(2000年～2023年)



(出所)レコフデータ「マール」

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 安倍政権の下、日本の「稼ぐ力」の強化に向けた施策が相次いで導入されると、企業の間で収益性・生産性向上に向けた気運が広がったものの、企業の収益性のグローバル指標であるROE(自己資本利益率)の改善は限定的でした。
- しかし、コロナ・ショック以降、企業は生産性向上やコスト削減などに向け、デジタル化等の変革を促されるようになっており、これを機に、シェア重視から収益性重視に転じる企業が増えることで、欧米に見劣りがちな日本のROEが改善に向かうと期待されます。

企業は収益力を重視する方向に

＜企業に変革を促す施策など＞

- 日本版「スチュワードシップ・コード」の導入
- 「コーポレートガバナンス・コード」の導入・改訂
- 公的年金*の運用等見直し
- JPX日経インデックス400の算出開始・普及
- 議決権行使助言会社がROE5%基準を導入**
- スピンオフ税制の導入***



＜国の支援＞

法人税減税、イノベーションの推進

＜想定される企業の行動＞

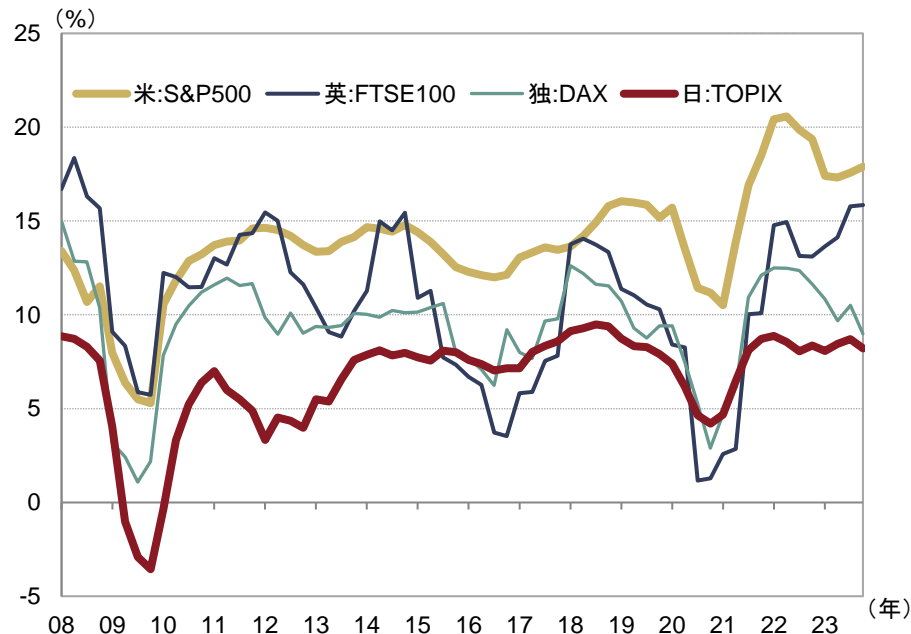
- 売上高、市場シェアより利益率を重視
- 事業効率向上などに向けての設備投資
- 競争力強化に向けてのM&A(合併・買収)
- 不採算事業からの撤退、グループ再編
- 株主還元、自社株買いの拡大
- 多様性の確保、人権・気候変動問題への対応

* GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)
 ** 米インスティテュショナル シェアホルダー サービス(ISS)は、過去5年平均および直近決算期のROEがいずれも5%を下回る場合、当該企業の取締役選任議案に反対するよう投資家に推奨
 *** 2017年4月導入

『「日本再興戦略」改訂2014』などをもとに日興アセットマネジメントが作成

コロナ禍の際の一時的低迷を経てROEは持ち直し

＜先進国の主要株価指数のROEの推移＞
(2008年1-3月期末～2023年10-12月期末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 家計の金融資産や公的年金が目減りを回避し、資産形成や成長資金の提供に向かうよう、①企業統治改革や、②公的年金資金の運用目安の見直しなどが進められており、「株式文化」が根付く契機になると期待されます。
- ①は、企業の資本有効活用や収益の向上、内外投資家の日本株式への投資拡大などにつながると見込まれます。また、②により、公的年金の国内株式運用比率が1%高まれば、単純計算で約2兆円の資金が株式市場に流れ込むとされています。

海外に遅れる企業統治にも変化の可能性

＜日本の企業統治改革に向けての取り組み＞

「スチュワードシップ・コード」の導入による、
機関投資家の責任の明確化

投資先企業との建設的な対話などを通じ、機関投資家に当該企業の企業価値の向上や持続的な成長を促すよう努めさせる

期待される効果：
中長期的な投資リターン
の拡大

「コーポレートガバナンス・コード」の導入による、
上場企業の統治原則の明確化

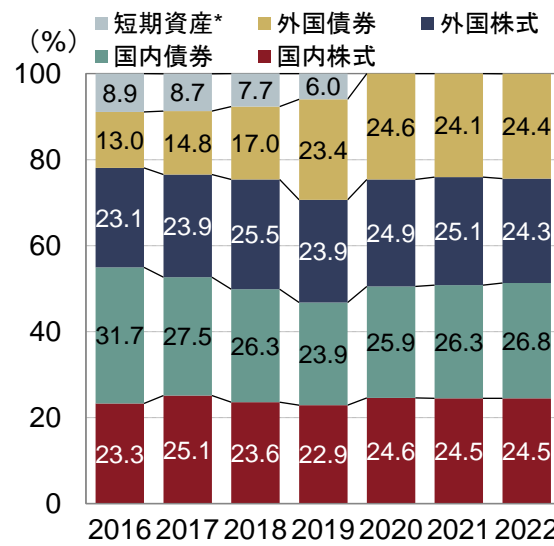
株式持ち合いの解消や独立社外取締役の導入などを促し、外部の声を経営に反映し易くさせる

期待される効果：
設備投資、従業員の賃金引き上げ、株主優遇、経営の透明性や効率性の向上など

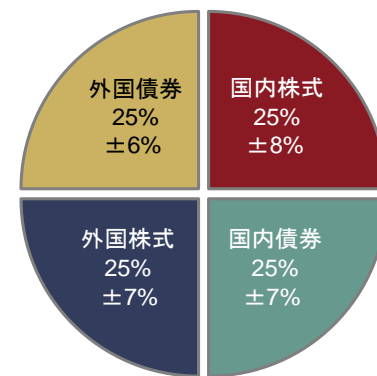
各種報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

国内債券から外国株式・債券へシフトした公的年金

＜日本の主要公的年金の運用資産構成割合の推移＞



＜新基本ポートフォリオ＞
(運用の目安)



(2020年4月1日適用)

2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022** (年度末)

* 2020年度以降は、外国債券ないし国内債券に区分

** <運用資産額：200.1兆円(年金特別会計で管理する積立金を除く)>

(出所) GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人)

注：四捨五入の関係で合計が100%にならない場合があります。

公的年金以外に、国債を中心に運用してきたゆうちょマネー(2023年3月末運用資産合計約226.3兆円)も、外国証券などのリスク資産への投資を拡大している

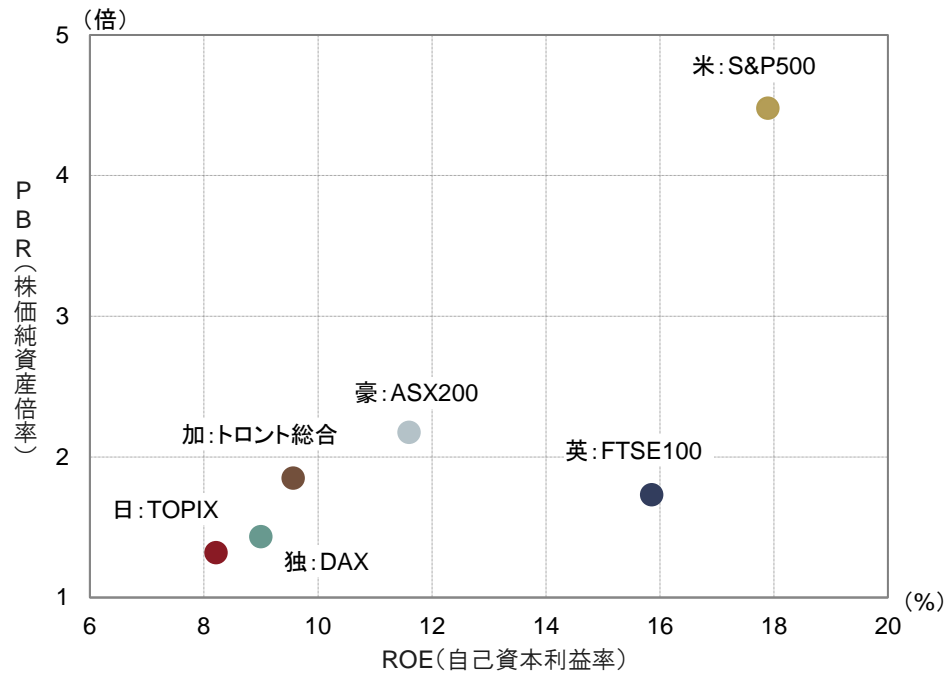
※上記は過去のものおよび目安であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。

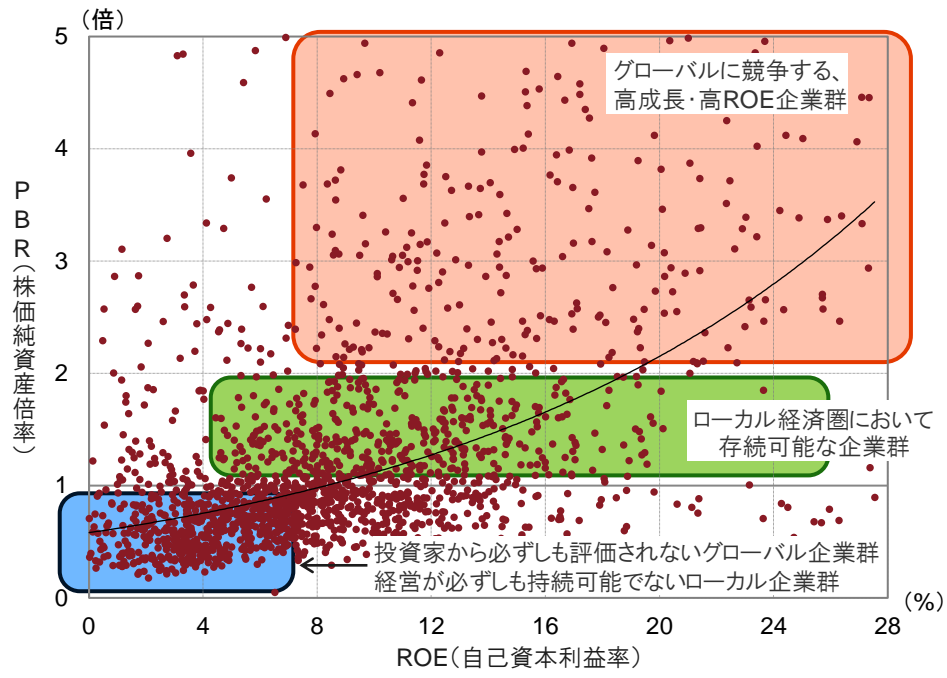
- ROE(自己資本利益率)と、代表的な株価指標の1つであるPBR(株価純資産倍率)との関係を見ると、世界の主要株価指数や個別銘柄のいずれにおいても、概ね、ROEが高いほどPBRも高い、つまり、株価が高いという傾向があります。
- 東証が上場企業に資本コストや株価を重視した経営を促す中、「稼ぐ力」の強化に向けた機運の高まりなどを背景にROEが向上すれば、株価水準が一段と高まると期待されます。

ROEが高いほど、PBRも高い傾向に

<先進国の主要株価指数のROEとPBRの関係>
(2023年10-12月期末)



<TOPIX構成銘柄*のROEとPBRの関係>
(2023年10-12月期末)



*上場2,156社中、PBR:5倍未満、かつ、ROE:0%超~28%未満の1,810社

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

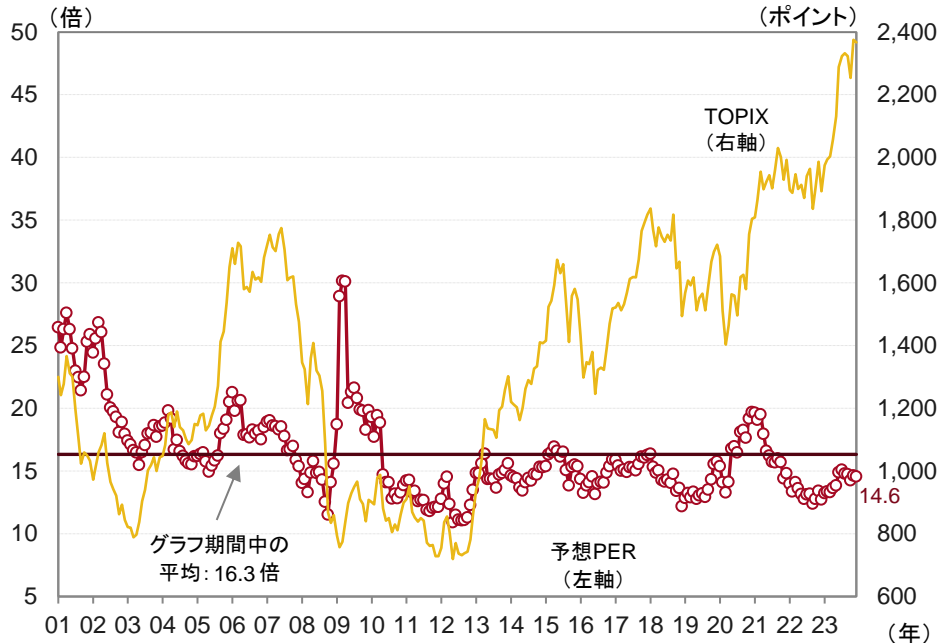
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 新型コロナウイルスの感染拡大に伴ない、予想EPS(1株当たり利益)が大きく下振れした一方、強力な金融・財政政策や経済活動再開の動きなどを背景に株価が回復傾向になると、予想PER(株価収益率)は20年春から21年春にかけて過去の平均を上回る水準となりました。
- 足元では、株価が大きく上昇したものの、PBRは過去平均並み、予想PERについては、業績見通しの緩やかな改善傾向が続いていることから、過去の平均を下回っており、日本株式市場に過熱感は見られません。

予想PERは過去の平均的な水準を下回る

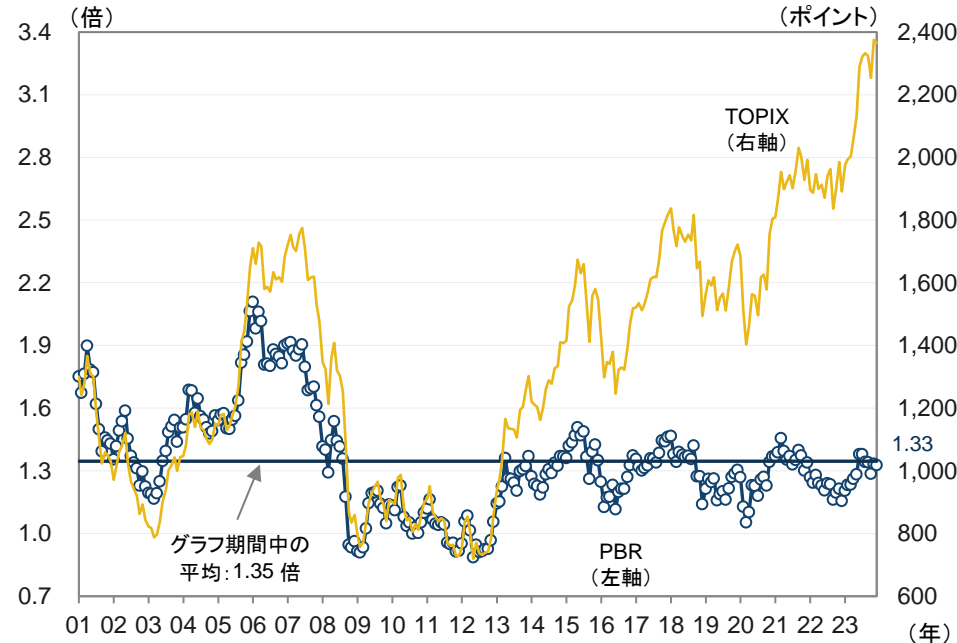
＜予想PER*の推移(TOPIXベース)＞

(2001年1月末～2023年12月末) (*東洋経済予想ベース)



＜PBRの推移(TOPIXベース)＞

(2001年1月末～2023年12月末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

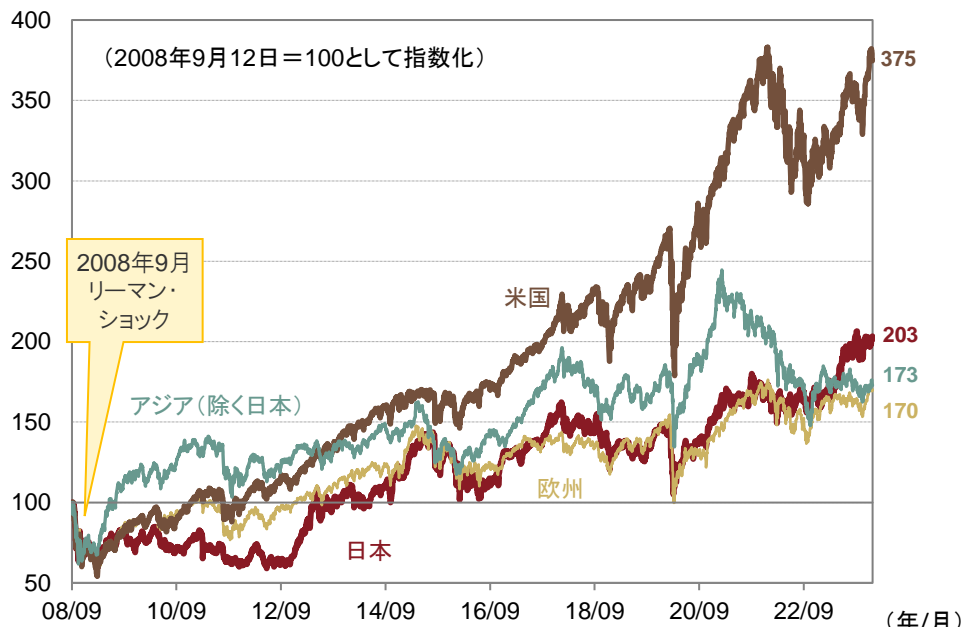
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。

- リーマン・ショック以降の株価推移を見ると、日本株式は米国株式と比べてかなりの出遅れ感があります。
- 日本株式の予想PERは、他の主要国・地域と同様に過去1年間で上昇したものの、米国対比では依然として低水準です。予想EPSも増加基調で推移しており、割安感があるといえます。

米国株式に比べてかなり出遅れ感がある日本株式

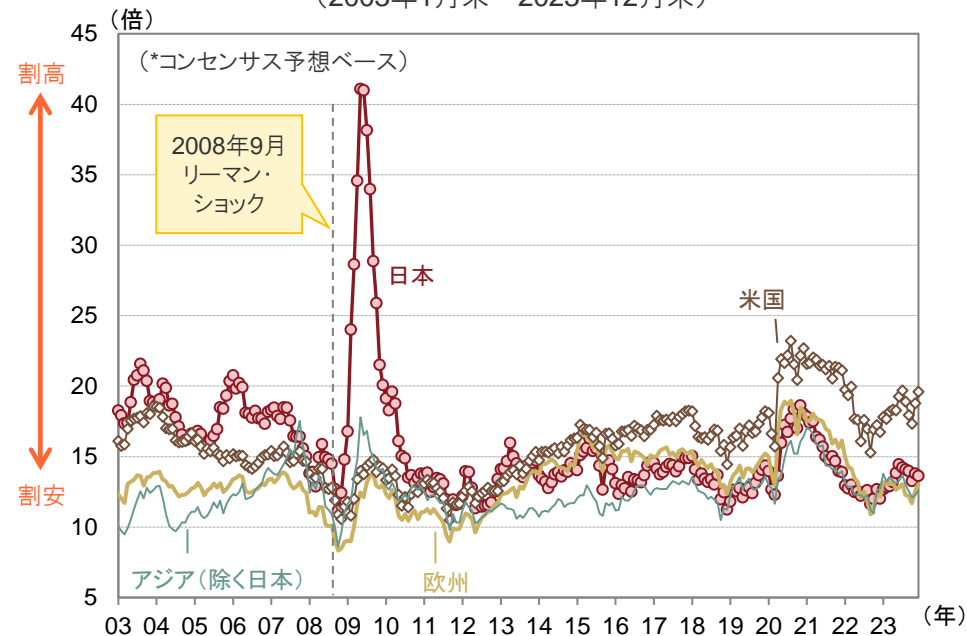
＜主要国・地域の株価推移＞
(2008年9月12日～2024年1月5日)



株価指数：日本=TOPIX(東証株価指数)、欧州=ストックス・ヨーロッパ600、米国=S&P500、アジア(除く日本)=MSCI ACアジア(除く日本)
いずれも現地通貨ベース(ただし、ストックス・ヨーロッパ600はユーロベース)

日本株式のバリュエーションは米国株式より低位(良好)

＜主要国・地域の予想PER*の推移＞
(2003年1月末～2023年12月末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

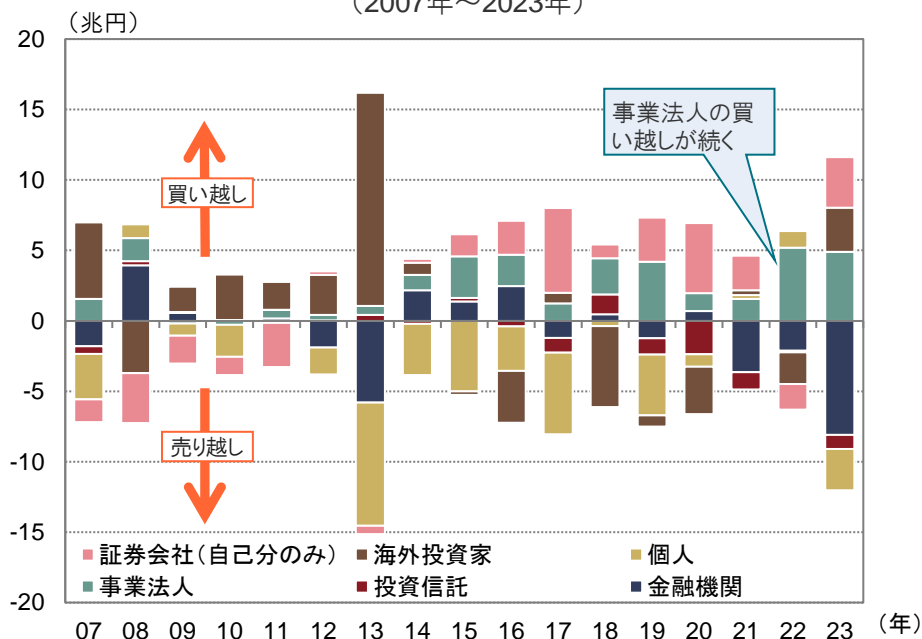
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 近年、日本株式市場では、企業による積極的な自社株買いを背景に、事業法人の買い手としての存在感が高まっています。東証が資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を要請していることなどから、事業法人の買いは今後も安定的に推移するとみられます。
- 東証の要請は海外投資家を日本株式投資へと引き寄せるきっかけにもなっており、23年通年で海外投資家が2年ぶりの買い越しとなりました。こうした主体別の売買動向は、日本企業の変革が株式市場の焦点となっていることを映し出しているといえます。

事業法人の買いが継続

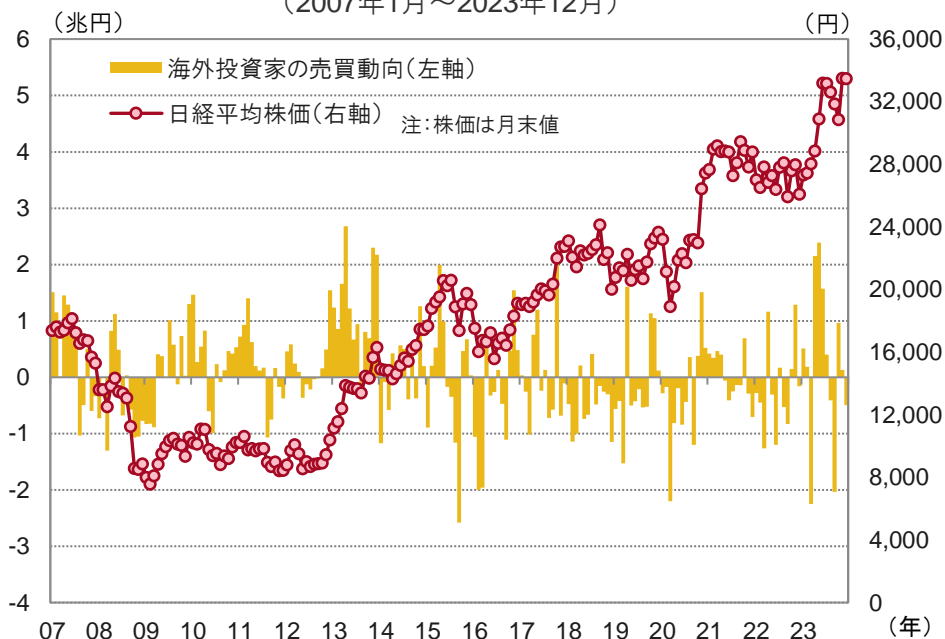
＜日本株式の主要投資部門別売買状況(差し引き額)の推移＞
(2007年～2023年)



(出所)東京証券取引所

変革期待が海外投資家を引き寄せ

＜海外投資家の日本株式売買動向と株価の推移＞
(2007年1月～2023年12月)



東証など信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

ご参考(2023年12月末時点): 33,464.17円

＜長期(週次ベース)の推移＞
(2000年1月第1週末～2024年1月第1週末)



＜短期(日次ベース)の推移＞
(2014年1月初～2024年1月5日)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

＜指数・市場・規模・スタイル別の騰落率＞

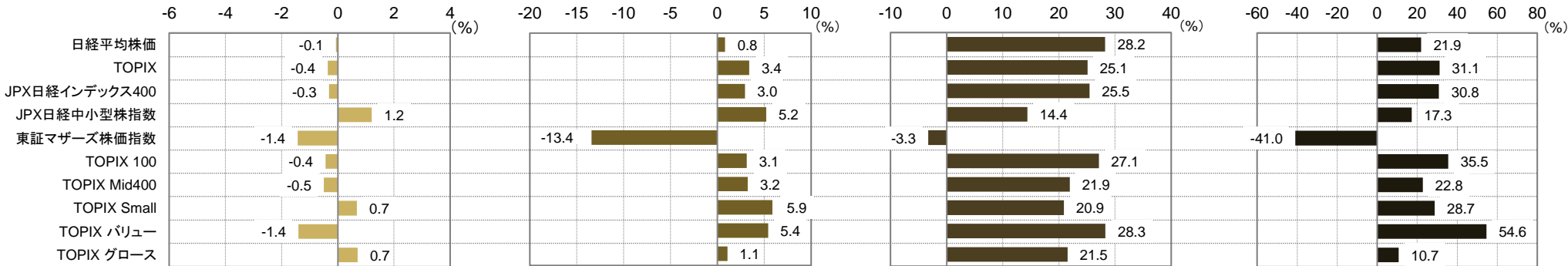
2023年12月末現在

過去1カ月の騰落率

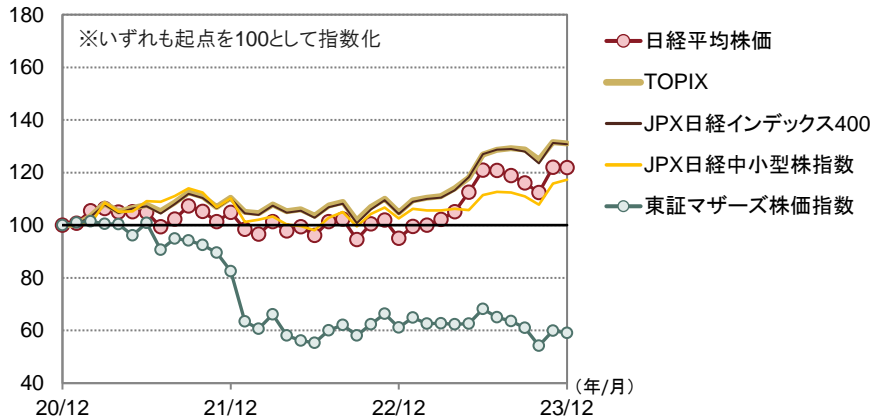
過去6カ月の騰落率

過去1年の騰落率

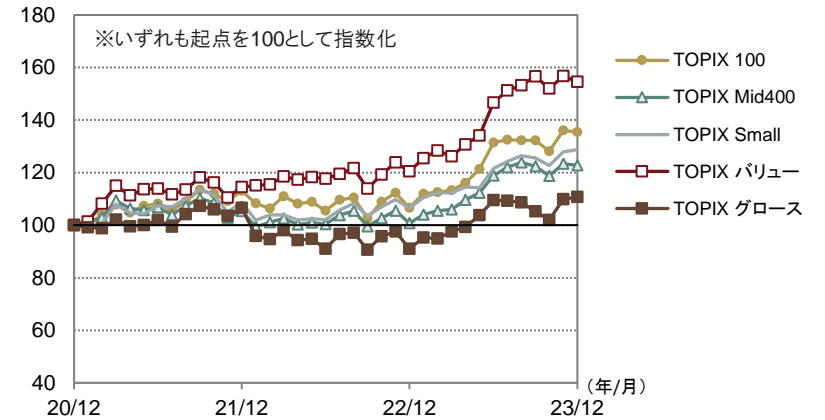
過去3年の騰落率



＜指数・市場別の推移＞
(2020年12月末～2023年12月末)



＜規模・スタイル別の推移＞
(2020年12月末～2023年12月末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

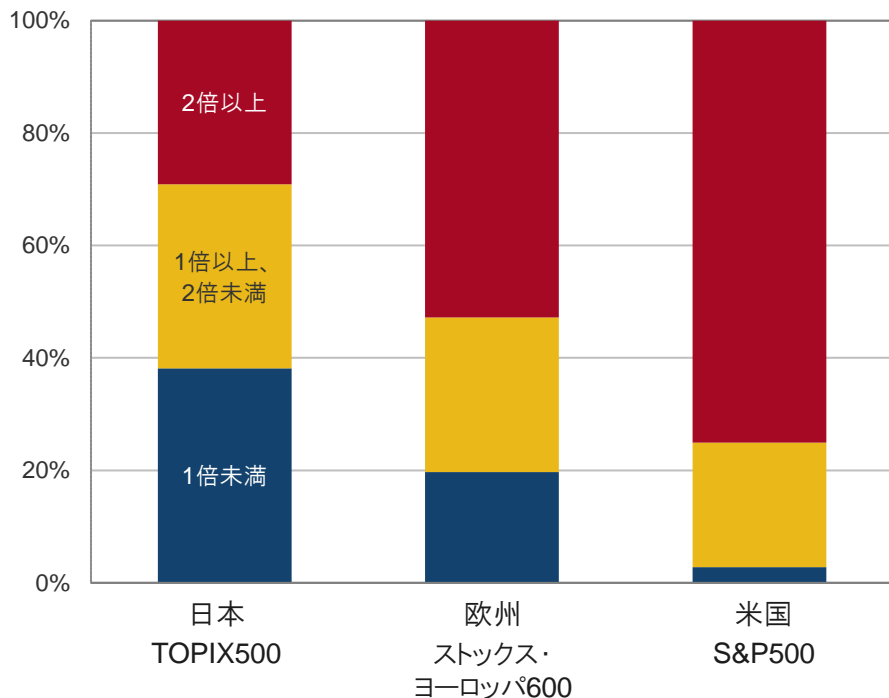
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 東京証券取引所は23年3月、プライム市場、スタンダード市場に上場する全企業に対し、資本コストや株価を意識した経営に取り組むよう要請しました。その際、PBR(株価純資産倍率)1倍割れ企業は、成長性が投資者から十分評価されていないことが示唆されるとして、問題視しました。
- なお、東証は、自社株買い・増配のみの対応や一過性の対応ではなく、持続的な成長に向けた抜本的な取り組みを求めています。そして、プライム市場に上場するPBR1倍割れ銘柄が1倍に是正された場合、同市場の時価総額が約700兆円から約850兆円に増えると試算しています。

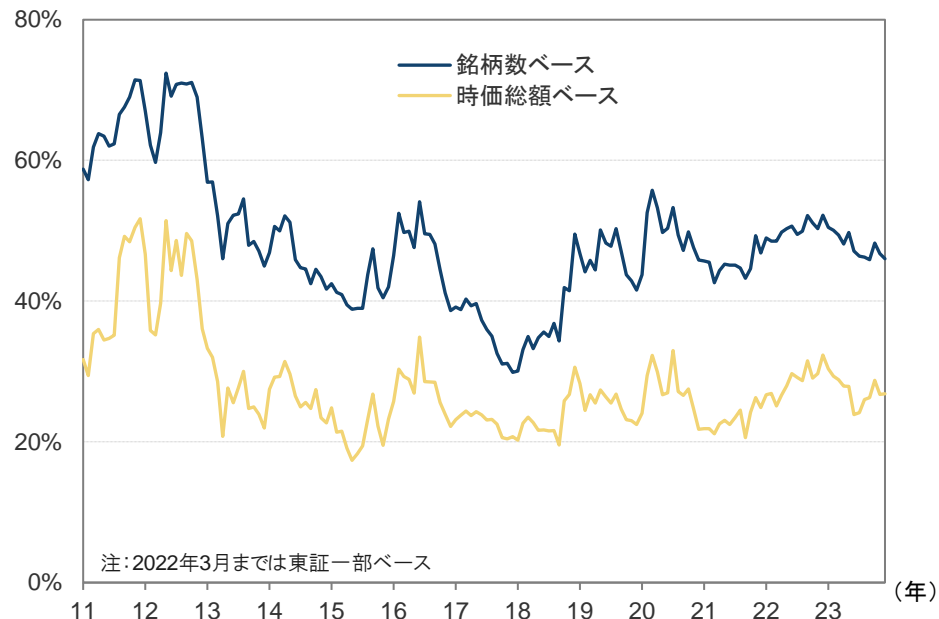
日本はPBR1倍割れ銘柄が欧米を大きく上回る

＜主要株価指数におけるPBRの水準別銘柄数構成比＞
(2023年12月末時点)



PBR1倍割れ問題視により迫られる、企業の意識改革

＜TOPIXのPBR1倍割れ銘柄構成比の推移＞
(2011年1月～2023年12月)



注：2022年3月までは東証一部ベース

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

(国際通貨基金)

- 23年10月発表のIMFの見通しでは、世界経済は鈍化するものの、23年:前年比+3.0%、24年:+2.9%と停滞を免れ、軟着陸に向かうと想定されています。ただし、28年の見通しも+3.1%にとどまるなど、2000年~2019年の平均の+3.8%を下回る状況が続くとみられています。
- また、インフレ率については、世界的に鈍化傾向にあるものの、IMFは、23、24年とも見通しを上方修正したほか、大半の国・地域で25年まで中央銀行の目標を上回るとして、引き締め的な政策を堅持するよう促しました。

24年の世界見通しは0.1ポイント下方修正

<23年10月のIMF世界経済見通し(年間ベースの実質GDP成長率)>
(白背景部分は23年7月時点の予測との比較、ポイント)

	2021年	22年	23年予測		24年予測	
世界	6.3%	3.5%	3.0%	0.0	2.9%	-0.1
先進国	5.6%	2.6%	1.5%	0.0	1.4%	0.0
米国	5.9%	2.1%	2.1%	0.3	1.5%	0.5
ユーロ圏	5.6%	3.3%	0.7%	-0.2	1.2%	-0.3
ドイツ	3.2%	1.8%	▲ 0.5%	-0.2	0.9%	-0.4
日本	2.2%	1.0%	2.0%	0.6	1.0%	0.0
英国	7.6%	4.1%	0.5%	0.1	0.6%	-0.4
新興国	6.9%	4.1%	4.0%	0.0	4.0%	-0.1
アジア	7.5%	4.5%	5.2%	-0.1	4.8%	-0.2
中国	8.5%	3.0%	5.0%	-0.2	4.2%	-0.3
インド*	9.1%	7.2%	6.3%	0.2	6.3%	0.0
中・東欧	7.3%	0.8%	2.4%	0.6	2.2%	0.0
ロシア	5.6%	▲ 2.1%	2.2%	0.7	1.1%	-0.2
中南米ほか	7.4%	4.1%	2.3%	0.4	2.3%	0.1
ブラジル	5.0%	2.9%	3.1%	1.0	1.5%	0.3
メキシコ	5.8%	3.9%	3.2%	0.6	2.1%	0.6
中東・北アフリカ	4.0%	5.6%	2.0%	-0.6	3.4%	0.3
サハラ以南のアフリカ	4.7%	4.0%	3.3%	-0.2	4.0%	-0.1
南アフリカ	4.7%	1.9%	0.9%	0.6	1.8%	0.1

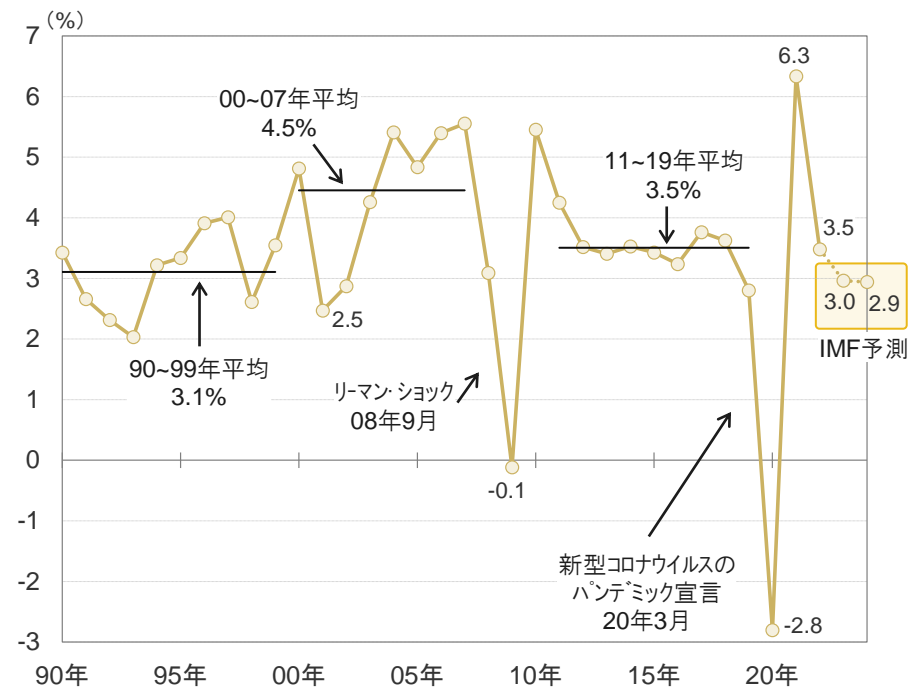
*年度ベース(上記各年の4月から翌年3月まで)

出所:IMF「World Economic Outlook, October 2023」

※上記は過去のものおよび予測であり、将来を約束するものではありません。

リスクは中国不動産危機の悪化や想定以上の利上げなど

<世界の実質GDP成長率の推移>
(1990年~2024年予測)

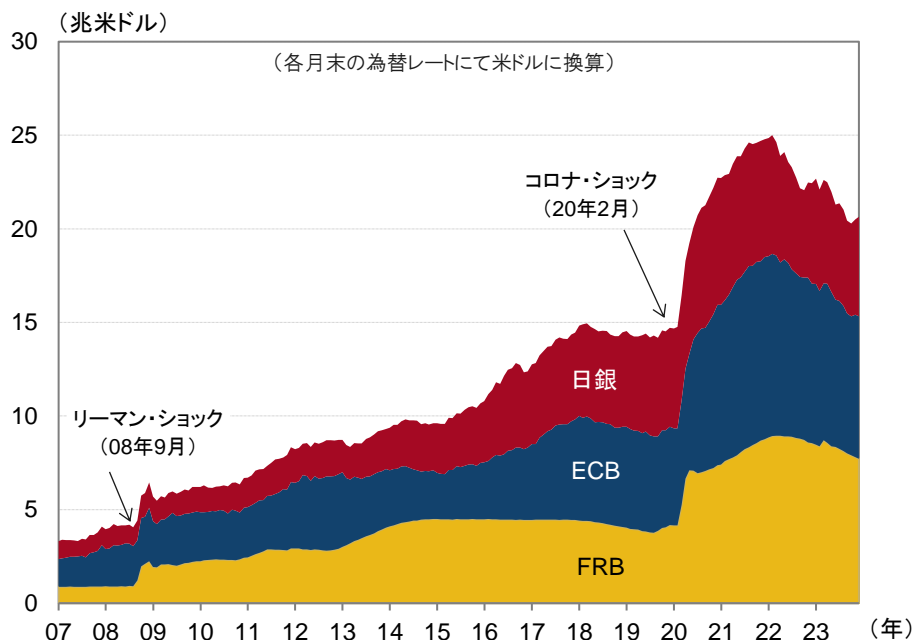


IMFのデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

- 欧米では、21年春以降、GDPがコロナ禍前の19年10-12月期の水準を回復したほか、インフレ率が大幅に加速しました。そして、米国では22年3月、ユーロ圏では同年7月、金融当局が利上げを開始し、インフレ抑制に努めています。
- 利上げの進展などに伴ない、欧米のインフレ率が鈍化傾向となっているほか、市場では利上げ打ち止めや利下げへの期待が広がっています。足元では、欧米金融当局の一部高官による24年内の利下げ開始への言及などもあり、金融引き締めサイクルは転換点にあります。

量的金融緩和で膨らんだ資産規模は縮小へ

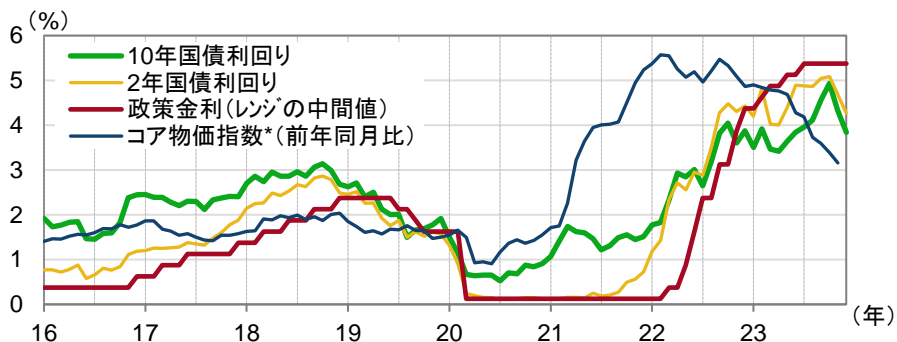
＜日・米・ユーロ圏の中央銀行の資産規模の推移＞
(2007年1月～2023年12月)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

利下げ観測の高まりから米長期金利はピークアウト

＜米国の主要金利およびインフレ率の推移＞
(2016年1月末～2023年12月末)



*PCE(個人消費支出)物価指数、2023年11月データまで

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

＜日・米・ユーロ圏の中央銀行の政策会合開催予定日など＞

	1月	2月	3月	4月	5月	6月
2024年	22・23:日銀 25:ECB 30・31:FRB		7:ECB 18・19:日銀 19・20:FRB	11:ECB 25・26:日銀 30・5/1:FRB		6:ECB 11・12:FRB 13・14:日銀
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
	18:ECB 30・31:日銀 30・31:FRB		12:ECB 17・18:FRB 19・20:日銀	17:ECB 30・31:日銀	6・7:FRB	12:ECB 17・18:FRB 18・19:日銀

下線=日銀:「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」公表、FRB:景気・金利見通し公表

(出所)日銀、FRB、ECBの各ホームページ

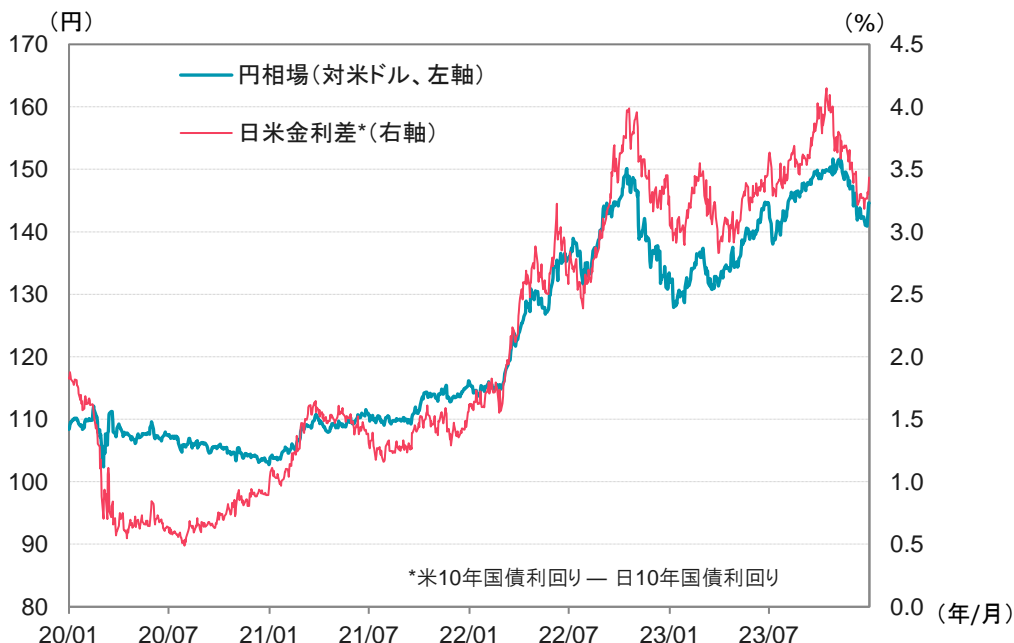
※上記は過去のもの予定であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 欧米で24年の利下げ観測が浮上している一方で、日本においては日銀が「異次元緩和」の修正を進めるとの見方が広がっています。こうした中、日米金利差縮小による円高進行と企業利益の下方修正リスクに留意が必要です。
- 24年は、米国やロシア、インドなどで国政選挙が相次ぎ、その結果が、既にロシアのウクライナ侵攻やイスラエルとハマスの衝突で緊迫化している国政情勢に影響を及ぼす可能性があるため、動向が注目されます。

日米金利差縮小により円高に傾く可能性

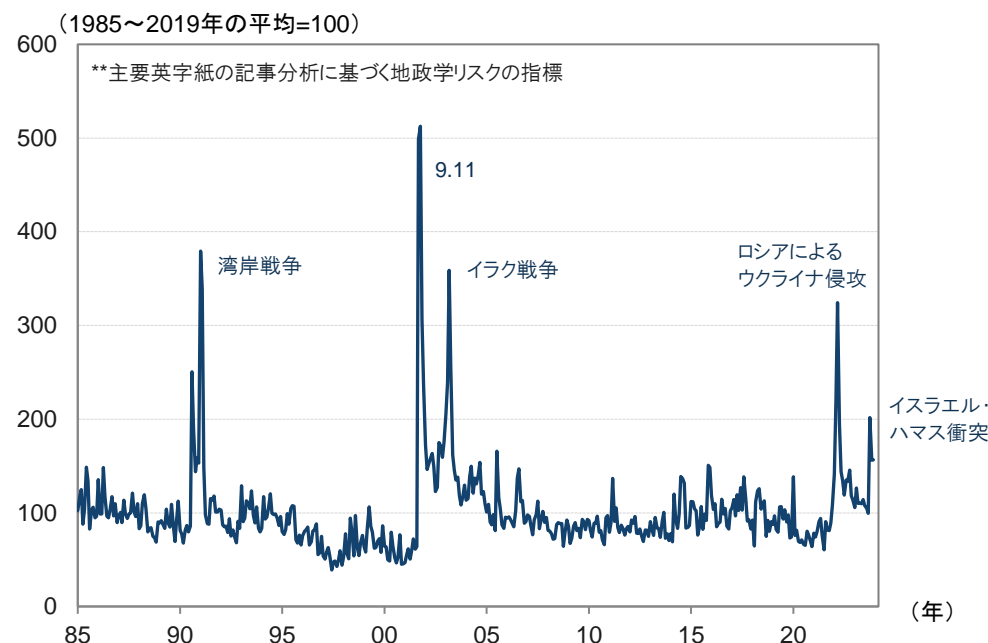
＜米国の金利と円相場(対米ドル)の推移＞
(2020年1月6日～2024年1月5日)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

緊迫度高まる国際情勢

＜地政学リスク指数**の推移＞
(1985年1月～2023年12月)



(出所)Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, April, 112(4), pp.1194-1225.
の関連サイトよりダウンロードしたデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 指数に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。

nikko am
Nikko Asset Management