チーフ・ストラテジスト
建部 和礼



構造変化が促す中長期的な上昇相場

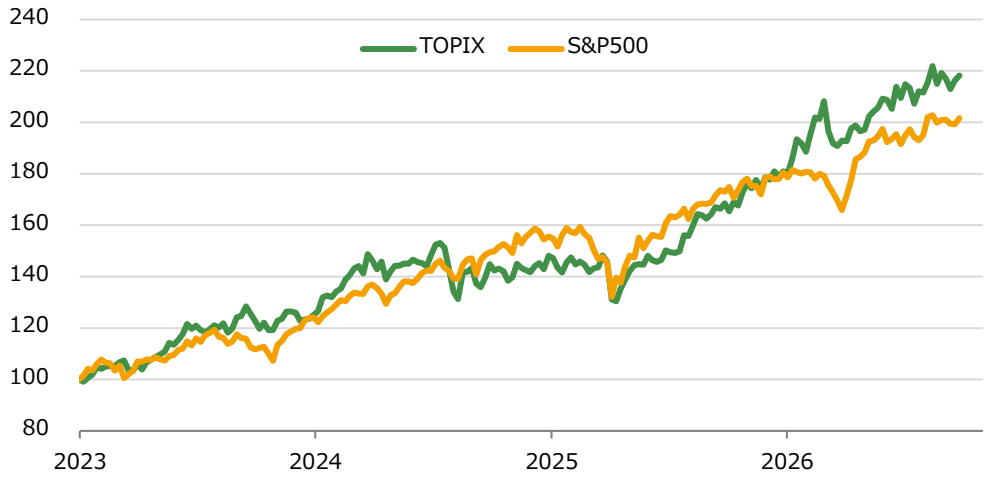
逆風が追い風に変わり、日本株は再び上昇トレンドに

米国株を上回る日本株の株価パフォーマンス

日本株は良好な株価リターンが続いています。2023年初からの約3年9カ月でTOPIXは118%上昇しており、これはS&P500の102%を16%pt上回っています。構成銘柄やウエイトの違いからAIの追い風をより強く受ける日経平均株価は、TOPIXをさらに上回る154%の上昇です（いずれも9月25日時点）。

9月に入ってからは、金利高や季節性、米国中間選挙を巡る不透明感など、株式市場への逆風がやや強まっていることから、日本株は上値の重い展開となっていますが、世界経済や日本経済、企業業績は堅調さを維持しており、今後の見通しも良好です。年末から来年にかけては、一部の逆風要因が追い風に変わると見込まれることもあり、日本株式市場は再び上昇トレンドに戻ると当社は考えています。そして重要なのは、この数年の日本株の強い株価リターンの源泉となっているマクロ・ミクロ・需給の構造変化や、AI・政策の追い風が不変という点で、これらが複数年にわたり日本株式市場を押し上げる原動力になると考えています。

米国株を上回る日本株の株価パフォーマンス



※2023年初を100として指数化、直近値は2026年9月25日

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

■当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
■当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
■当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

最新のレポート掲載ページはこちら
https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/countries/report/index.html

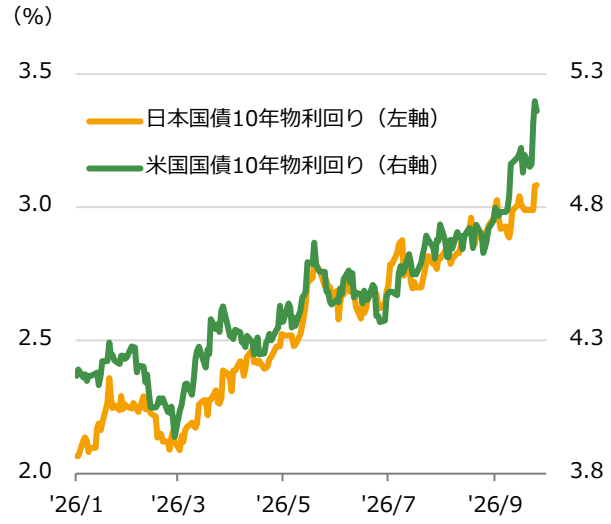
マクロの逆風と企業業績の支え

足元ではマクロの逆風が強まっています。日本では長期金利が30年ぶりに3%に到達しましたが、米国や欧州でも長期金利や（償還までの期間が10年超の）超長期金利の上昇が続いています。やっかいなのは、単一の理由ではなく、様々な要因が共鳴して世界的な金利上昇圧力となっている点です。中東情勢の混乱の長期化によりインフレが高止まりしていることから、主要中央銀行で利上げに動き出したり、利上げペースを加速したりする動きが相次ぎ、市場の織り込みもタカ派的にシフトしています。日本銀行は今月の金融政策決定会合で利上げを決定しましたが、前回の利上げは6月会合でしたので、半年に1回程度だった利上げペースが、3カ月に1回程度へと加速したことになります。FRB（連邦準備制度理事会）やECB（欧州中央銀行）も9月会合で利上げを決定しました。両中銀ともに、市場ではさらなる利上げの可能性が意識されています。また、日本や米国、欧州などでいずれも財政拡張圧力が強まっており、財政悪化への警戒感が広がっています。加えて、AI関連投資を目的に米ハイパースケーラーなどが巨額の社債を発行しており、国債との資金獲得競争が強まるなか、国債需給が悪化しています。

しかも、中東情勢への懸念から原油が高止まりしています。原油価格の上昇は、コスト高を通じて企業業績への下押し圧力となりますが、金利に与える影響も重要です。ただでさえ金利の上昇圧力が強い状況の中で、インフレや金利の上昇につながる原油高は特にネガティブ視されやすいと言えます。

他方、日本株式市場の支えとなっているのが、強い企業業績です。7月下旬から8月中旬にかけて発表された3月期決算企業の4-6月期決算は非常に良好で、純利益はアナリストの事前予想であった前年同期比+20%程度を大きく上回り、前年同期比+61%の大幅な増益となりました。AI関連の強さは引き続き顕著でしたが、それ以外の業種にも広がりが見られました。好決算を受けて通期のアナリスト予想は上方修正が続いており、TOPIXの2026年度EPS成長率予想は前年度比+20%超まで切り上がっています。決算発表シーズンには自社株買いの発表も多く見られ、年初来に設定された自社株買い取得枠は8月末時点で20兆円超と、昨年からさらに加速しています。逆風が強まる中、良好な企業業績や自社株買いなどが支えとなり、目先はボラティリティが高いレンジ圏での推移が続く見通しです。

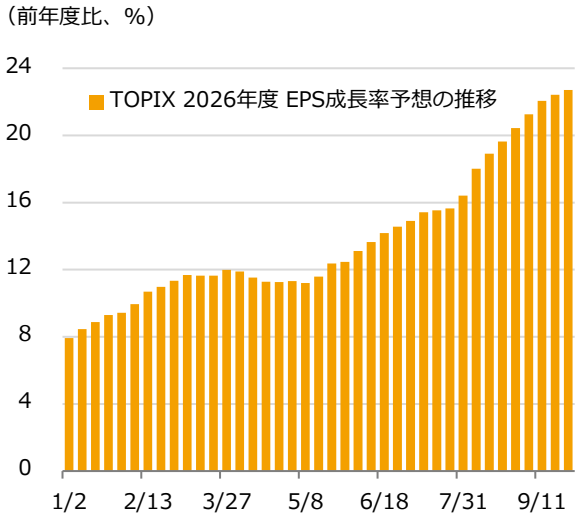
世界的に金利が上昇している



※直近値は2026年9月25日

（出所）ブルームバーグ

2026年度業績予想は上方修正が続く



※コンセンサス予想、直近値は2026年9月25日

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

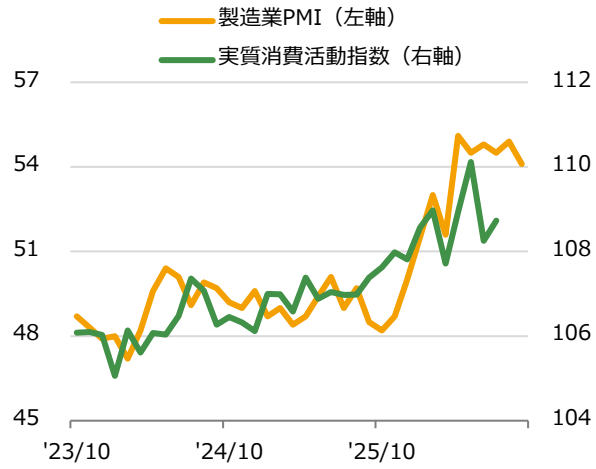
年末・来年にかけては一部の逆風要因が追い風に

企業業績は足元で堅調なだけでなく、中期的な見通しも良好です。2月末以降の中東情勢の悪化と原油高を受けて不確実性が高まったものの、世界経済と日本経済はともに底堅さを維持しており、今後についても経済成長が大きく下押しされる可能性は低いと見られます。国内では、原油や関連製品の代替調達が進んでいることから、供給制約による悪影響も大きくは顕在化していません。TOPIXのEPSは、トランプ関税等の影響があったにもかかわらず前年度比+9%となった2025年度に続き、2026年度はトランプ関税等の反動もあり+20%超の大幅増益、2027-28年度も約10%の増益が見込まれています。足元の業績の強さには、循環的な追い風もありますが、後述するように、インフレやコーポレートガバナンス改革などの構造的な変化が企業の成長力を高めている点も重要です。これは、過去20-30年と比べて利益成長の巡航速度が高まっていることを意味しており、日本株式市場の持続的な上昇を促すものと言えます。

足元では、米国株は9月（特に後半）に下がりやすいという季節性が意識されていることや、11月初旬の米国中間選挙に向けた不確実性から、投資家が積極的にリスクを取りづらい状況となっていますが、年末・来年に向けてはこの状況が反転します。9月は逆風となる季節性ですが、年末に向けては日本株は上昇する傾向が強く、追い風に変わります。10月下旬から11月中旬にかけては、中間決算の発表が行われます。好調な決算が期待されるなか、日本企業の堅調な業績が改めて投資家の注目を集め、株価を押し上げる要因になると見込まれます。

また、米国中間選挙の結果を予想するのは困難ですが、どのような結果になるにせよ、イベントを通過すればその結果に応じたポジションを作ることができるようになるため、投資家はリスクを取りやすくなり、株式市場は上昇しやすくなります。さらに、米国大統領の任期3年目は株価が強く推移する傾向があります。任期の後半に入り、次の大統領選を意識して、景気や株価にポジティブな政策が出てきやすいのがその理由とされていますが、中間選挙後から任期3年目にあたる来年にかけては、投資家が株式市場に対して前向きになりやすいタイミングと言えます。

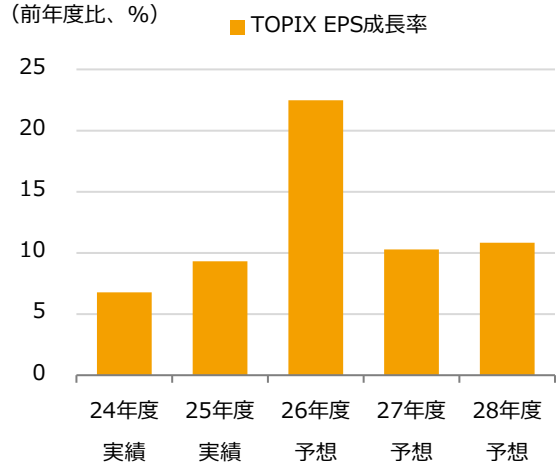
中東情勢悪化を受けても国内経済は堅調さを維持



※実質消費活動指数の直近値は2026年7月、
製造業PMIの直近値は2026年9月

（出所）日本銀行、S&P Global

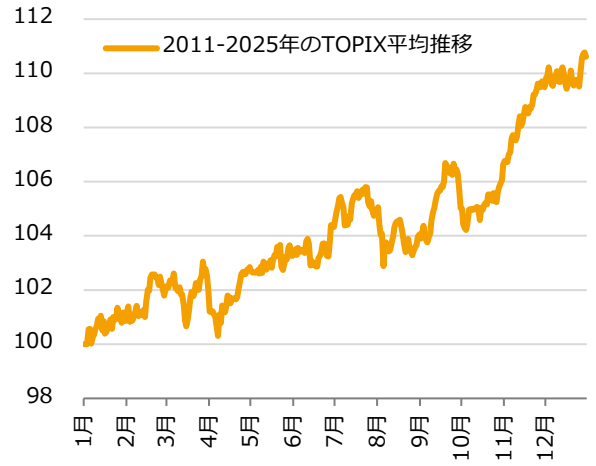
日本企業の成長力が高まっている



※予想はコンセンサス、2026年9月25日時点

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

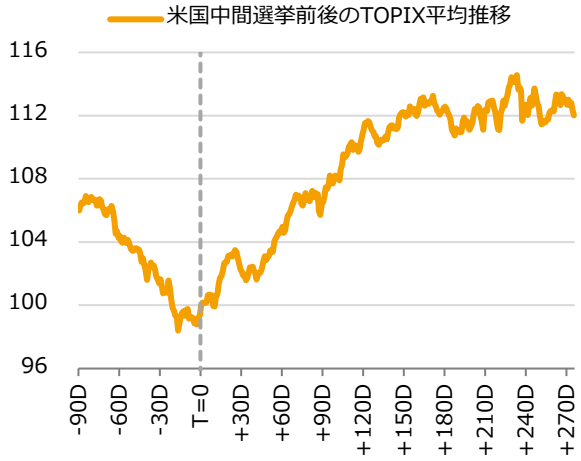
年末に向けて日本株の追い風となる季節性



※年初を100として指数化

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

米国中間選挙後～米国大統領任期3年目にかけてTOPIXは上昇する傾向



※選挙日（T＝0）を100として指数化、
1974年～2022年の米国中間選挙を対象として算出

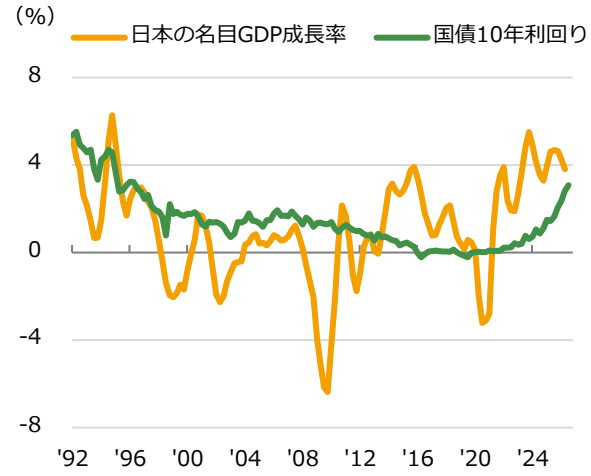
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

金利高の影響を注視も、現水準では株高の妨げとはならない

金利は様々な要因によって上昇しているため、急低下は想定しづらく、高止まりする可能性が高いと考えられます。一方、金利上昇や各国中央銀行の利上げが経済への強いブレーキとなっている様子はうかがえず、バリュエーションへの緩やかな逆風にとどまっています。国内長期金利は3%を超えていますが、インフレ転換により名目GDP成長率は3～4%で推移しています。経済成長が長期金利を上回る状況が続いており、現在の金利水準は株高の妨げとはならないと考えられます。

もっとも、金利上昇がさらに加速すれば、株式市場への逆風は強まると見られます。特に、金利上昇のペースが速い局面を株式市場は嫌気しやすい傾向があります。また、中東情勢がさらに悪化した場合には、投資家のリスク回避姿勢の強まりに加え、原油高を通じてインフレや金利の上昇圧力が高まることで、株式市場への下押し圧力が強まる可能性があります。当社は日本株式市場が再び上昇トレンドに戻るとの見方をしていますが、金利動向によっては当社が想定する目標水準への到達時期が後ずれする可能性もあります。

成長が金利を上回る状況が続いている



※名目GDPの直近値は2026年4-6月期、
国債10年利回りの直近値は2026年9月25日

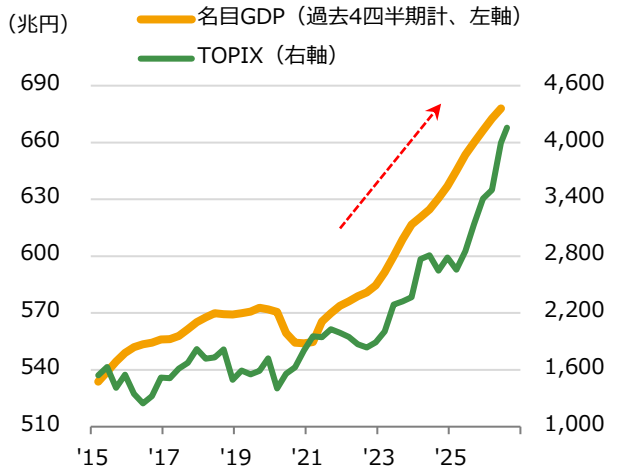
（出所）ブルームバーグ

構造変化①：インフレ転換

日本株の中長期的なドライバーは引き続き構造変化です。マクロでは、日本経済のインフレ転換が株式市場の追い風となっています。高い名目賃金上昇率を伴うインフレにより、名目GDPの成長率が高まり、それが売上成長を通じて企業業績の追い風となっています。金利上昇を背景に、銀行など金融セクターの収益も伸びています。

消費者・企業のノルム（社会通念）も変わりつつあります。企業は価格設定行動を積極化しており、消費者も値上げを受け入れるようになってきています。一方、この数年は物価上昇率が賃金上昇率を上回っていたことから、節約志向の動きが広がっています。しかし、今年に入ってから実質賃金の伸びはプラスに転じており、消費者がこれまで以上に企業の値上げを受け入れるようになれば、企業はデフレ期に失われた価格決定力を取り戻し、インフレ転換は新たな局面に入ります。

インフレが株式市場への追い風となっている



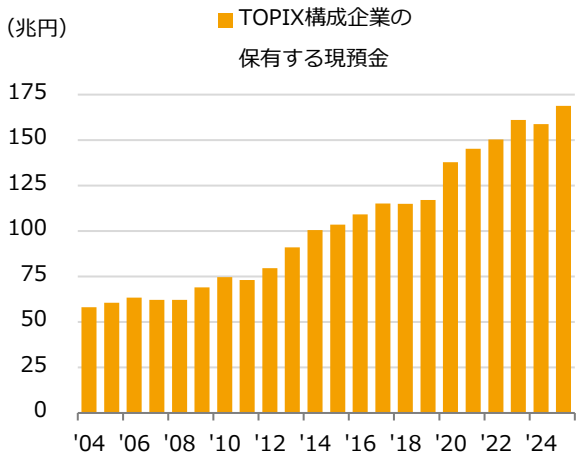
※名目GDPの直近値は2026年4-6月期、TOPIXは2026年8月末

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

構造変化②：コーポレートガバナンス改革

日本株式市場におけるコーポレートガバナンス改革の進展は、日本のみならず、海外でも高い注目を集めており、「割安には理由がある」として敬遠されていた日本企業の再評価が進んでいます。東証要請から3年が経過しましたが、ガバナンス改革はなお進化の途上にあります。今年はコーポレートガバナンス・コードが5年ぶりに改訂されました。特に注目されたのは、「現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効活用できているか」について「不断に検証を行うべき」との記載です。現預金等を必要以上に積み増していることが日本企業の低い資本収益性の一因との指摘がありますが、これを機に金融・実物資産等をより積極的に活用していくようになるでしょう。加えて、この数年停滞していたTOPIXのROEが拡大に向かうと見込まれており、日本企業の再評価の動きも一段と強まると考えられます。

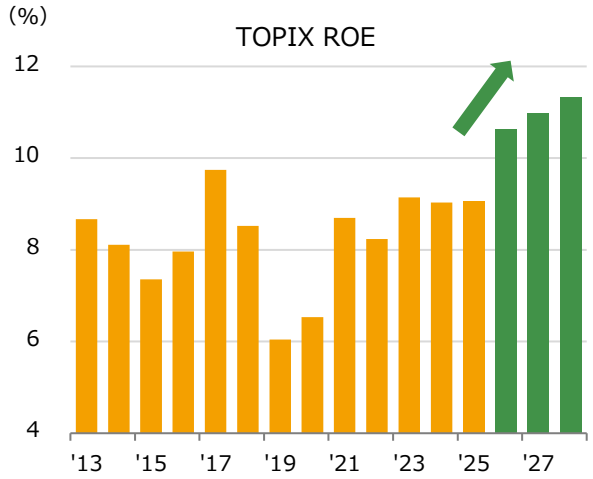
コーポレートガバナンス・コード改訂により現金活用が促進されよう



※現金および現金同等物、金融除く、直近値は2025年度

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

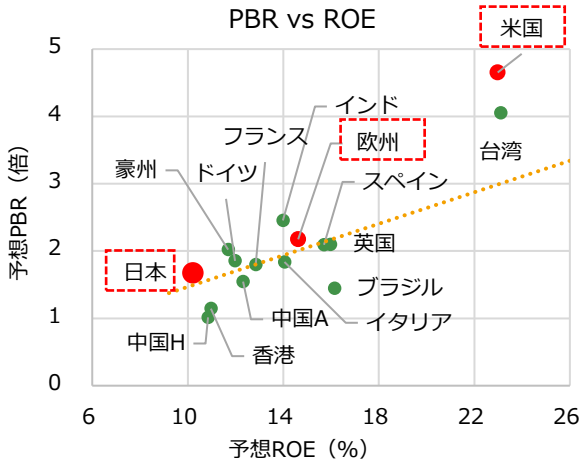
日本企業のROEが拡大フェーズへ



※26-28年度はコンセンサス予想、2026年9月25日時点

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

日本株の再評価が一段と進むと見込まれる



※予想ROE・予想PBRは来期コンセンサス予想、
2026年9月25日時点

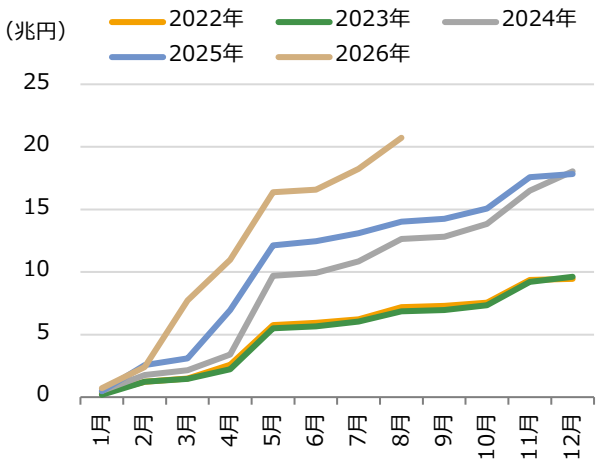
（出所）ブルームバーグ

構造変化③：存在感を増す国内投資家

需給の構造変化も日本株の中長期的な押し上げ材料です。日本株式市場では海外投資家の影響力が強く、過去の強気相場も海外投資家の資金流入によってもたらされてきました。しかし2021年以降、日本株の最大の買い手となっているのは事業法人です。コーポレートガバナンス改革の進展に伴い、自社株買いが急増していることが背景ですが、日本企業の豊富な現預金と先述のコーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえると、自社株買いの増加は今後も続くと見込まれます。

インフレ環境への対応から、家計は株式市場に対して前向きな姿勢を見せ始めています。家計が保有する金融資産に占める現預金の比率は、2025年7-9月期の資金循環統計で18年ぶりに50%を割り込み、その後も低下傾向にあります。一方、上昇しているのは株式や投資信託などのリスク資産です。株価上昇による評価額の増加が一因ですが、投資信託を中心に資金流入も続いています。デフレからインフレへと移行する中で、貯蓄から投資へのシフトはまだ初期段階にあり、株式市場への資金流入は中長期的に続くでしょう。

日本企業の自社株買い取得枠は前年比大幅増



※年初来の累積発表額、2026年8月末時点

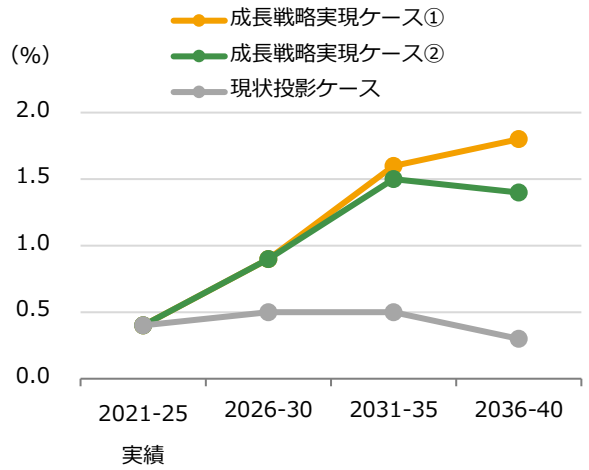
（出所）QUICKより大和アセット作成

政府の成長戦略

日本経済の中長期的な成長に向けた政策対応が本格化しています。政府は7月に「日本成長戦略」を閣議決定しました。戦略17分野を対象とする官民投資ロードマップでは、2040年度までに累計370兆円超の官民投資が想定されています。投資の効果に加えて、研究開発投資や生産資源配分の効率化等の効果が十分に発現した場合には、経済の供給力である潜在成長率が2036-2040年に1.8%まで上昇すると試算されています。

経済動向に大きな影響を受ける企業業績にとって、経済全体の潜在成長率が高まることは、中長期的な利益拡大余地が大きくなることを意味します。また、株式市場には世界中から成長機会を求めて資金が集まります。現政権が成長重視の姿勢を掲げ、意欲的な成長戦略を打ち出していることは、海外資金を引きつける上でも重要であり、日本株の評価向上につながると考えられます。

成長戦略により経済の供給力である潜在成長率が１%台後半まで上昇していくと政府は試算



※成長戦略実現ケース①：追加財政支出による需要増加のほか、官民投資ロードマップに基づく投資の効果等に加えて、研究開発投資や生産資源配分の効率化等の効果が十分に発現する場合
※成長戦略実現ケース②：追加財政支出による需要増加のほか、官民投資ロードマップに基づく投資の効果等が発現する場合
※現状投影ケース：追加財政支出による需要増加の効果のみ

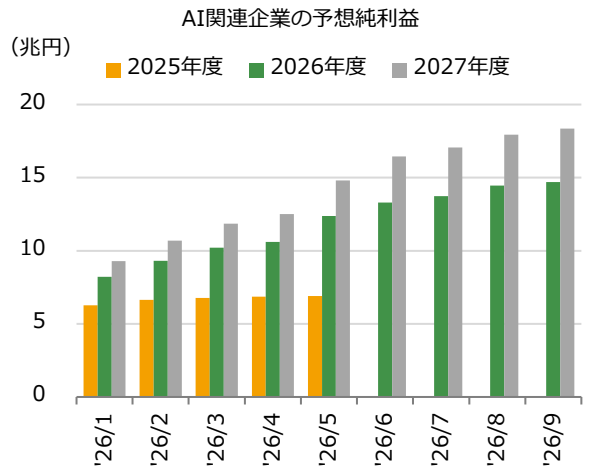
（出所）内閣府

AI関連株は引き続き日本株のけん引役に

日本にはハイパースケーラーや有力なAIモデル開発企業（OpenAIやAnthropic、DeepSeekなど）はありませんが、半導体製造装置、電子部品、電線、データセンター関連など、AIインフラに強みを持つ企業が多く存在し、AI設備投資の急拡大の恩恵を受けて業績が大きく伸びています。4-6月の急騰とその後の急落を経て足元ではやや不安定な株価推移が続く日本のAI関連株ですが、AI関連市場の成長性の高さを踏まえると、引き続き日本株のけん引役となると期待されます。

足元のファンダメンタルズは良好で、AI関連企業は2026・27年度にかけて高い利益成長率が見込まれている上、アナリスト予想の上方修正も続いています。利益規模の拡大に伴い、日本株式市場全体の業績に与える影響も高まっています。加えて、政府が公表した戦略17分野への官民投資では、100兆円超がAI・半導体に充てられており、成長戦略による追い風も加わります。

AI関連企業では高い利益成長率が見込まれ、アナリスト予想の上方修正も続いている



※コンセンサス予想、直近値は2026年9月25日時点

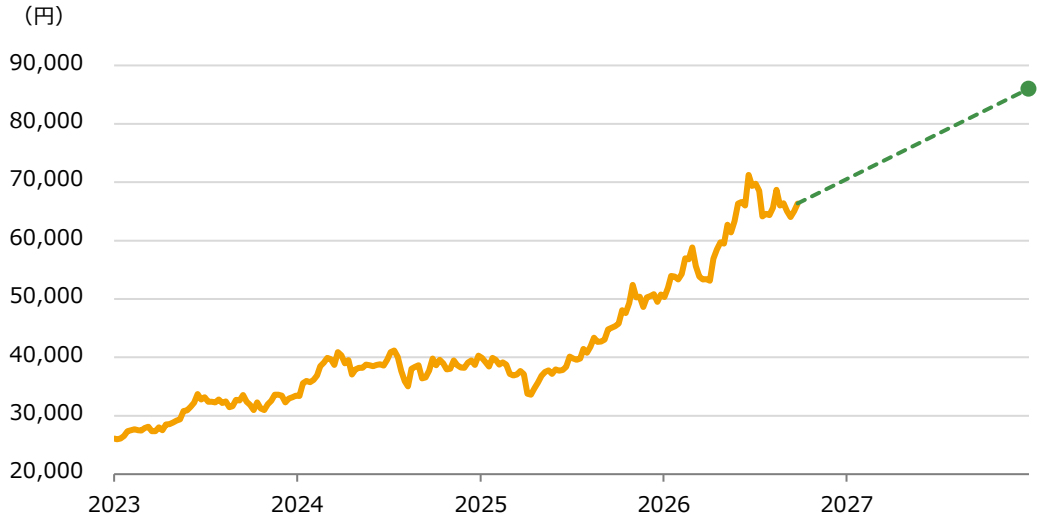
（出所）ファクトセットより大和アセット作成

日経平均株価は2027年末に86,000円へ

当社は引き続き日本株に対して中期的な強気スタンスを維持しています。インフレ型経済への転換やコーポレートガバナンス改革、国内投資家による日本株買い、政府の成長戦略など、日本株への追い風は続いています。日本株は既に大きく上昇していますが、当社は今回の上昇相場を単なる景気循環ではなく、構造変化を背景とする中長期的な上昇相場と考えています。

足元では金利高や中東情勢を巡る不確実性などの逆風もありますが、株式市場を大きく下押しするものではないと考えています。高い利益成長が見込まれるなか、業績予想はさらに上方修正されているなど、ファンダメンタルズは引き続き良好です。季節性や米国中間選挙の不透明感など、逆風要因の一部は年末から来年にかけて追い風へと転じる見込みであり、日本株式市場は再び上昇基調を強めると考えています。当社は、日経平均株価は2027年末に86,000円へ、TOPIXは4,800に到達すると予想しています。

日経平均株価：当社は2027年末に86,000円へ到達すると予想



※緑の破線は大和アセット予想、実績の直近値は2026年9月25日

（出所）ブルームバーグ、大和アセット