

TOKIO MARINE
ASSET MGT

2021年11月 日本株セミナー報告

(本レポートは、2021年11月12日に開催したWEBセミナーの内容をダイジェストしてお伝えするものです。)

日本株式市場見通し 『転機を迎える株式市場』

ー アフター・コロナの市場リスクを検証 ー

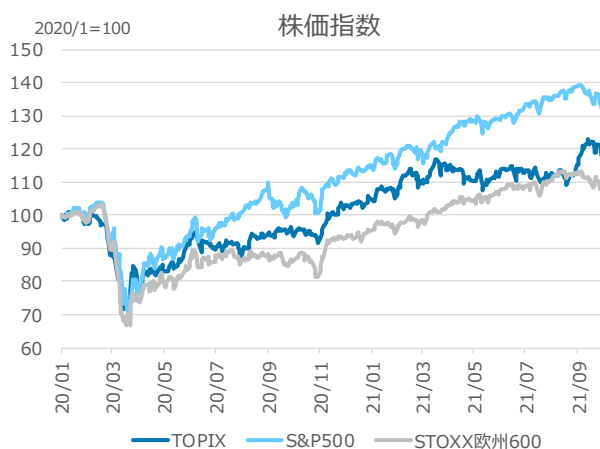
理事運用本部副本部長
兼 株式運用部長
中川 喜久

1. 市場動向

2020年前半の新型コロナウイルス感染拡大を受けた世界的な株価調整は、巨額の財政支出や無制限の金融緩和、ワクチンの普及などにより発生直後の数カ月にとどまり、現在は感染拡大前の水準を超えるなど、世界の株式市場は堅調な展開となっています。

しかし2021年に入ると、日本株は堅調な米国株に連動できず、横ばい推移と大きく出遅れました。理由としては、ワクチン接種の遅れ、夏場の感染急拡大、東京五輪後のパンデミックリスク、幾度の緊急事態宣言や蔓延防止措置発出などが考えられましたが、これらが改善傾向となってからも株価の出遅れが継続しました(図1)。この理由として注目するのは中央銀行の総資産の推移です(図2)。FRBの資産が拡大傾向であるのに対し、日銀の総資産(ドル換算)は今年に入り横ばい、ETFの買い姿勢も3月に大きく後退されるなど、ステルス・テーパリングを実施したとも言える状況です。この推移が株価と連動性が高いことから、日本株の出遅れに日銀の金融政策が影響した可能性があると考えています。

(図1)



(図2)

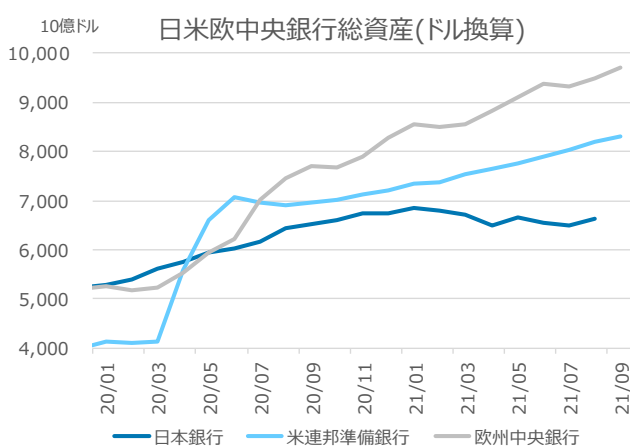


図1・2 出所：RefinitivをもとにTMAM作成

ただし、日本株の需給状況は比較的良好と言えます。2015年以降、外国人投資家による日本株の売り越しが続き、日本株ポジションはかなりのアンダーウェイトになっていると推察されます。一方、日銀はETF買い入れを通じて海外投資家による浮動株の売却を吸収しています(次頁 図3)。また、裁定買い残は歴史的低水準が継続するなど、投機筋のポジションは比較的小さいと思われます。従って、日本株の需給関係はタイトであり、外国人投資家の買いに対する株価の感応度が高まっている状態です。

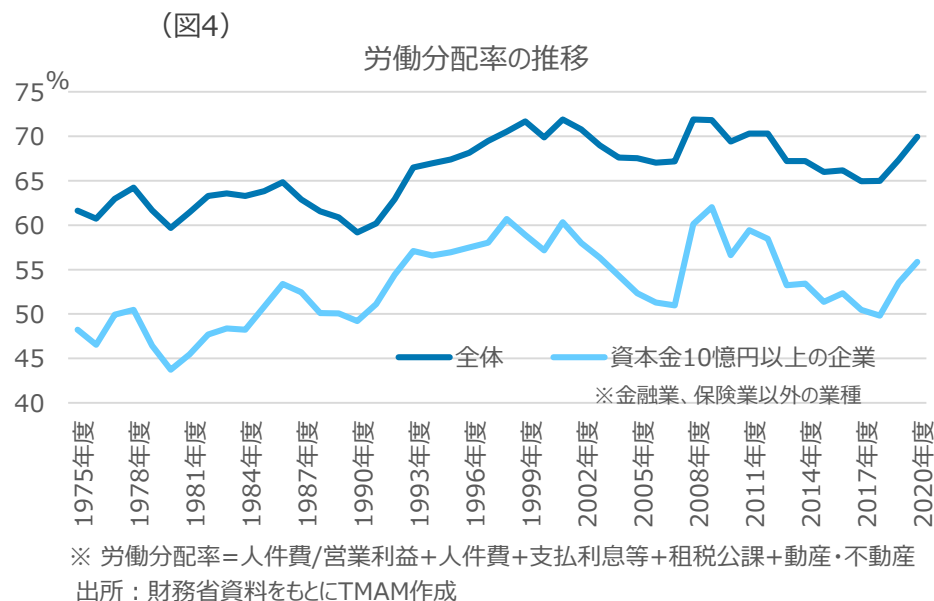


出所：日銀、BloombergをもとにTMAM作成

2. 投資環境

①日本市場

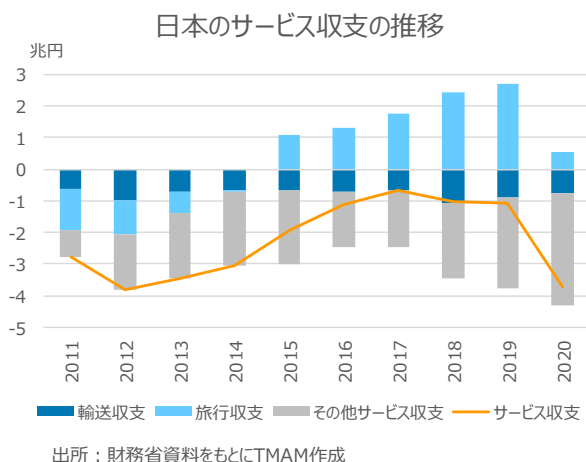
岸田首相の経済政策としては、「成長と分配の好循環の実現」が掲げられています。分配に関して、大企業の一部を除くと中小企業を中心に労働分配率は既に高い水準で推移しています（図4）。従って、無理な分配率の引上げ、例えば最低賃金の引き上げなどの施策は企業業績を圧迫する可能性があり、議論を要するところではあります。



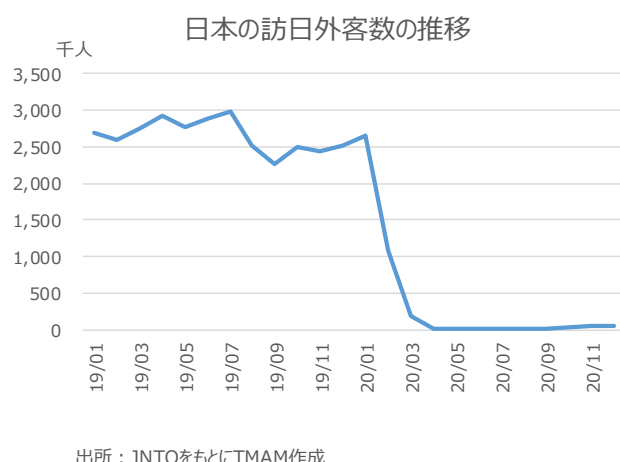
また、給付金の計画がありますが、昨年の給付時に家計貯蓄額が大幅に上昇したことから、お金を消費に回す手段としてGoToキャンペーンが検討されています。宿泊業および飲食・サービス業は業績が厳しく、これらの産業への支援のほか雇用創出の有効な手段として、積極的に行うと考えられます。

2020年度経常収支のサービス収支は大幅に悪化しています。主には訪日外国人客減少（次頁 図6）による旅行収支の黒字減少が要因ですが、これは今後回復が見込まれます。一方、その他サービス収支の赤字拡大にも注目すべきと考えます（次頁 図5）。これはSNSやストリーミング利用料、クラウド利用料などデジタル化に関わるコストが収支悪化の要因と思われます。例えば海外のサーバー利用について情報セキュリティの観点などから国内移転を促進するなど、産業政策として行うことも収支改善に有効ではないかと考えています。

(図5)



(図6)



②米国市場

バイデン政権は、公共インフラの老朽化を背景にインフラ投資を中心とする財政支出を政策として掲げたものの、議会の抵抗などにより思うように進んでおらずネガティブなサプライズとなっていますが、増税と相殺される計画であることから株式市場へのインパクトは限定的です。一方、雇用の回復が遅れていることでサプライチェーンに影響が出ています。このため、ISMにおける価格指数および入荷遅延指数は高水準となっていますが、足元ではピークアウトしたと見ており、インフレ懸念も徐々に落ち着きを見せられると思われます。

③中国市場

懸念されるのは対GDP比の民間債務が拡大していることであり、非金融企業では既に日本のバブル期を上回っています。金融機関の不良債権比率も上昇傾向にあります。このため、当局が不動産への規制を強化していますが、これが続くと不動産バブル崩壊の懸念が高まると考えています。また、人口動態も既に生産年齢人口はピークアウトしており、不動産市場はじり貧となる蓋然性が高いと思われます。

なお、近代の中国は60年ごとに政治の転換点を迎えており、2020年前後がそれに当たる可能性があります。いずれの転換点の後も、しばらくは成長率が低下していることは注意すべき点と認識しています。

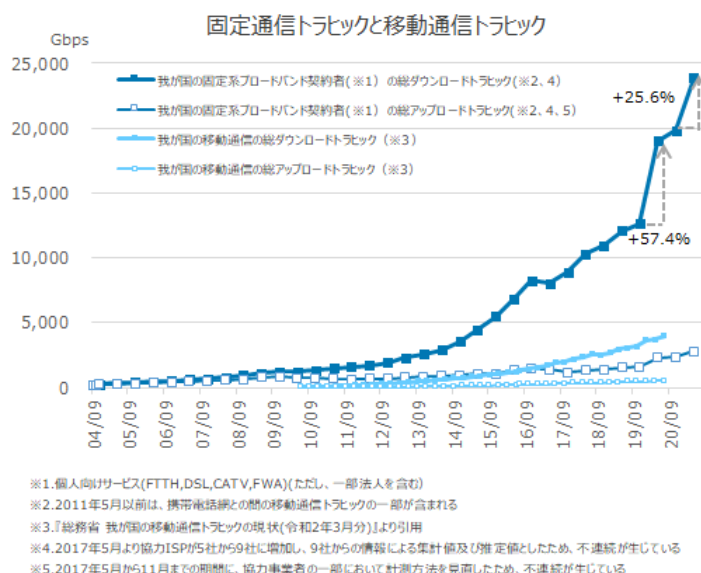
3. 投資の着眼点

①DX（デジタルトランスフォーメーション）

グローバルに見て日本の行政のデジタル化は相対的に遅れをとっており、9月にデジタル庁を立ち上げてDXを推進しようとしています。また、クラウド・サービスの利用やテレワークを導入している企業は、未利用/未導入の企業に対し労働生産性が高い傾向が見られ、DXの推進は企業にとってもポジティブな影響が期待できます。新型コロナウイルス感染拡大による行動変容から、日本でもデジタル技術の導入は拡大しましたが、米国との比較では導入比率は低い状態です。企業アンケートに基づく試算では、仮に米国並みに導入が進んだと仮定すると製造業、非製造業合計で78兆円の売上増加が見込まれ、DXを成長戦略とみなす企業が増えています。ただし、日本においてはICT（情報通信技術）人材の不足が顕著であり、特にベンダー側にはいるものの企業側に少なく、DX投資を抑制させる懸念があります。

デジタル化の進展はデータトラフィックの増加（図7）、さらにはデータセンター市場の拡大（図8）につながります。データセンターは大量の半導体を必要とします。これまでの半導体需要はハードウェアの製品サイクルに左右されていましたが、当面はデータ量の増大やデータトラフィックの拡大に支えられた半導体需要が低下する要素は少なく、半導体市場については強気な見方をしています。

（図7）



（図8）

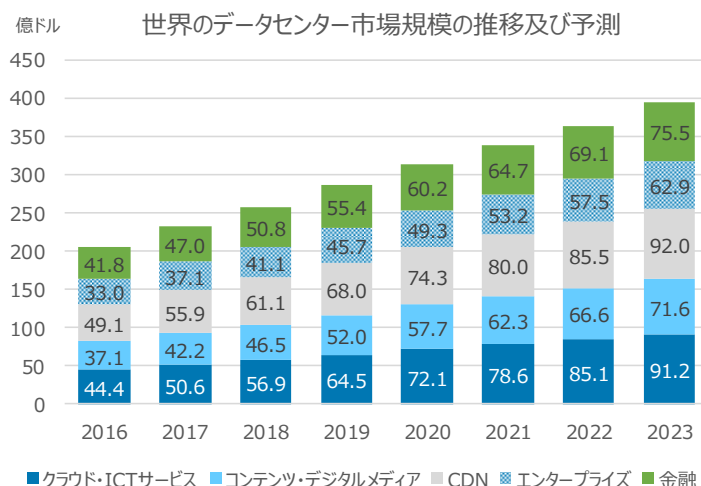


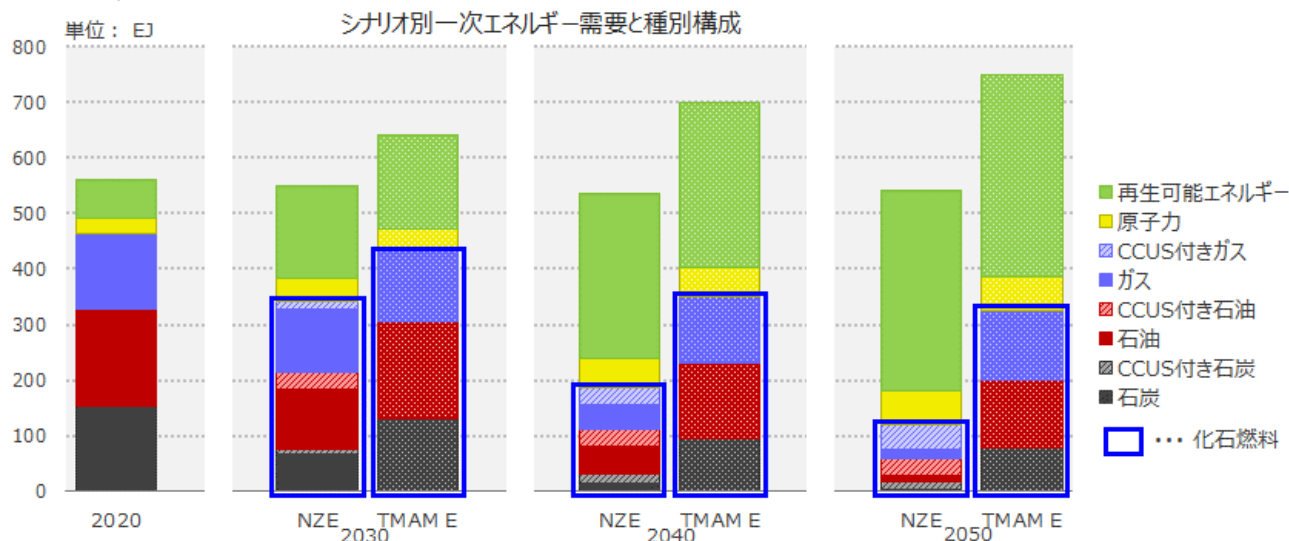
図7・8 出所：総務省資料をもとにTMAM作成

②カーボン・ニュートラル

昨今の資源価格上昇については、炭素排出企業に対する融資や投資が控えられる「ダイベストメント」の動きが一因になっていると考えています。従来は石油やガスの価格が上昇すると、採算性が改善することから石油やガスの生産活動が拡大し、需給バランスが改善し価格が落ち着くメカニズムとなっていました。ダイベストメントにより生産活動に抑制圧力がかかると、需給ギャップにより資源高を引き起こす要因となりえます。

過去、経済成長と一次エネルギーの需要には高い相関がみられます。IEA（国際エネルギー機関）が公表したNZE（Net Zero Emissions）の想定では、省エネに関するイノベーションや人々の行動変容により、2050年に向けて費消されるエネルギーの原単位が減少する前提になっています（図9 “NZE”）。しかし、2050年に向けて経済が成長しないという想定はしにくく、弊社では化石燃料の需要はIEAの想定よりも減少しないと予想しており（図9 “TMAM E”）、ダイベストメントのような強権的な政策の発動は、常に需要に対する供給不足を生じさせることとなり、資源価格に継続的な上昇圧力がかかると考えられます。

（図9）



- ・ **NZE** … IEA（国際エネルギー機関）が公表している、2050年にGHG排出量の実質ゼロ化を目指すシナリオ（Net Zero Emissions）。
- ・ **TMAM E** … IEAがNZEとは別に公表しているシナリオ（※STEPS）が示す一次エネルギーの総需要量をベースに、TMAMが作成した予想。
（※STEPS：国連に提出された各国の2030年GHG削減目標と整合を取った、今日の政策の方向性と目標を考慮に入れたシナリオ。）

また、国内での電源構成変更のコスト試算をみると、原子力を活用するケースでも発電コストが+13兆円～16兆円増加、代替エネルギーを100%とした場合では+42兆円のコストアップ（発電安定性に欠けるためバックアップコストの増加が主な要因）となっています。法人企業統計ベースの利益総額が40～50兆円であることを考えると、企業に負担させる場合はかなりの部分の利益が吹き飛ぶ計算となります。

イデオロギー先行のカーボンニュートラル実現として、政府がコスト負担するということであれば経済にとってプラスとなりますが、そうでない場合、目標の達成には個人、企業、政府の分担について議論が必要と考えています。

なお、日本は現在、原子力発電の稼働が低迷し発電の大半を化石燃料に頼っていることから、他の主要国よりもカーボンニュートラル達成のハードルは高いと言えます。

4. 当面の市場・経済見通し

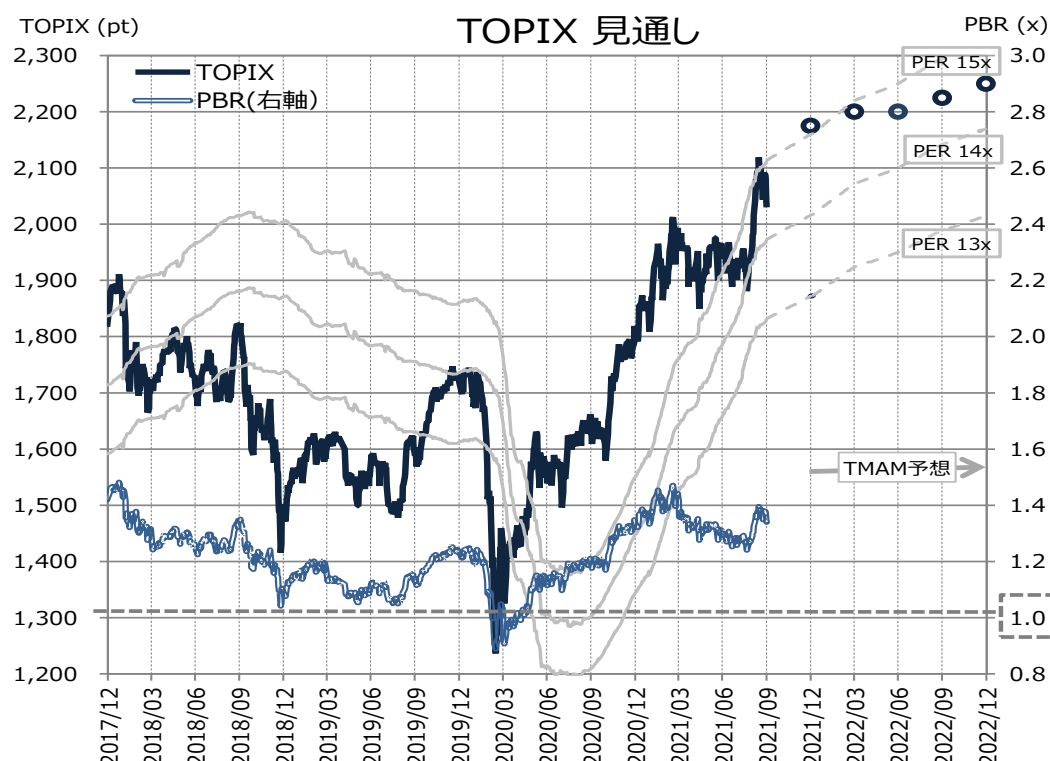
短期的には、企業業績の改善により、国内株式市場は上値余地を探る展開を予想します。EPSの上昇とともに株価は上昇が見込まれますが、中期的には、金融政策の正常化を見据えてバリュエーションは過去平均に向けて徐々に低下すると考えており、株価上昇のペースは鈍化すると予想します。

(図10)

	9月30日	2021年	2022年			
		12月末	3月末	6月末	9月末	12月末
TOPIX 予想値	2,030.16	2,175	2,200	2,200	2,225	2,250
日経平均 予想値	29,452.66	31,600	31,900	31,900	32,300	32,600
予想変化率		+7.1%	+8.4%	+8.4%	+9.6%	+10.8%
予想株価を前提とするPER		15.1x	14.9x	14.7x	14.5x	14.5x

注：日経平均はNT倍率（9/30：14.51）から算出した概算値

(図11)



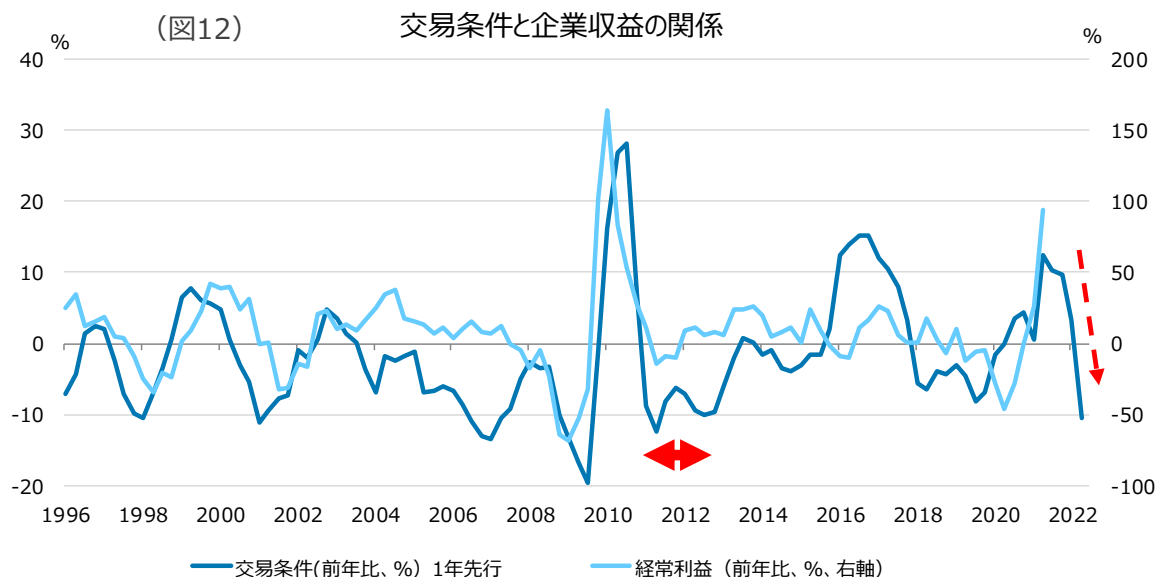
出所：BloombergをもとにTMAM作成

交易条件と企業収益

交易条件は企業利益の変化の先行指標となる傾向があります（次頁 図12）。2020年の新型コロナ発生初期のコモディティ価格急落による交易条件の改善効果が、足元の企業業績を大きく押し上げています。一方、足元はエネルギー価格の上昇や円安により交易条件が悪化傾向にあり、来年以降、企業のマージンの圧迫要因となる可能性があります。

※交易条件（輸出物価指数/輸入物価指数）・・・輸出価格（販売価格）と輸入価格（仕入価格）の比率

これは、東日本大震災後の2011年から2012年に似た環境と言えます。日本では震災によるサプライチェーンの寸断、原発停止によるエネルギー輸入の急増から、素材や消費を中心に経常収支が赤字に転落しましたが、それに近い状況であり注視すべきと考えています。来期は価格転嫁力など企業間格差が拡大すると思われ、銘柄の見極めがパフォーマンスを左右するでしょう。



出所：RefinitivをもとにTMAM作成

上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

5. まとめ

株式市場の見通し

- ワクチン接種拡大（特にブースター接種）、治療薬の登場により、市場は完全にコロナ後を見据える展開。
- ESGなど複合的な要因から資源価格の高止まりが続く可能性が高く、交易条件の悪化が企業業績の重石に。経済を取り巻く環境はスタグフレーションを懸念。
- 米欧の金融正常化に伴う過剰流動性相場縮小を加味すると、2022年はバリュエーション低下傾向を予想。
- 但し、株価下落を想定していないのは、国内経済の回復余地と日本はバリュエーションがストレッチしていないため。

投資のポイント

- デジタル投資は堅調な拡大を予想。企業収益の水準の高さ、生産性向上の必要性から経済的影響は受けない。
- カーボンニュートラルに関して、実現化へのマイナス面を検証する年に。特にダイベストメントなど資金面での供給への影響を特に注視。
- また、国内に関しては、カーボンニュートラル実現コストの高さを認識から原発再稼働議論高まりを予想。

リスクシナリオ

- 2022年は春に欧州選挙、秋に米国中間選挙、中国共産党大会が予定されており政治リスクが市場を左右。
- 日本は、岸田政権による政策、新自由主義からの転換の下、金融課税強化の動きの高まりを懸念。
- 中国は、習近平政権の強制的な社会構造転換を懸念。イデオロギーと経済政策のバランスに注視。

当プロダクトに係るリスクについて

国内株式運用は、主に国内の株式等を実質的な投資対象としますので、組入れている株式等の価格下落、発行会社の倒産や財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産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。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「株価変動リスク」「流動性リスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

当プロダクトの運用報酬について

受託資産残高に0.4950%＜税込み＞を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。私募投信を組み入れる場合は、年間運用報酬に加え別途私募投信のコスト（年率0.0990%＜税込み＞）をご負担いただきます。また、監査費用として日々の純資産総額に対し、年率0.011%＜税込み＞（ただし、ファンド全体で、年33.0万円＜税込み＞の1日分相当額を日々の上限とします）をファンド負担とさせていただきます。なお、資産残高の算出に際しては、元本（簿価）ベースあるいは時価ベースかをご選択いただけます。その他に有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に事前に表示することはできません。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

＜登録番号等＞

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

＜加入協会＞

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。