



# 2022年11月 日本株セミナー報告

(本レポートは、2022年11月18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 『長期デフレからの脱却と日本株式市場』

理事運用本部副本部長  
兼 株式運用部長  
中川 喜久

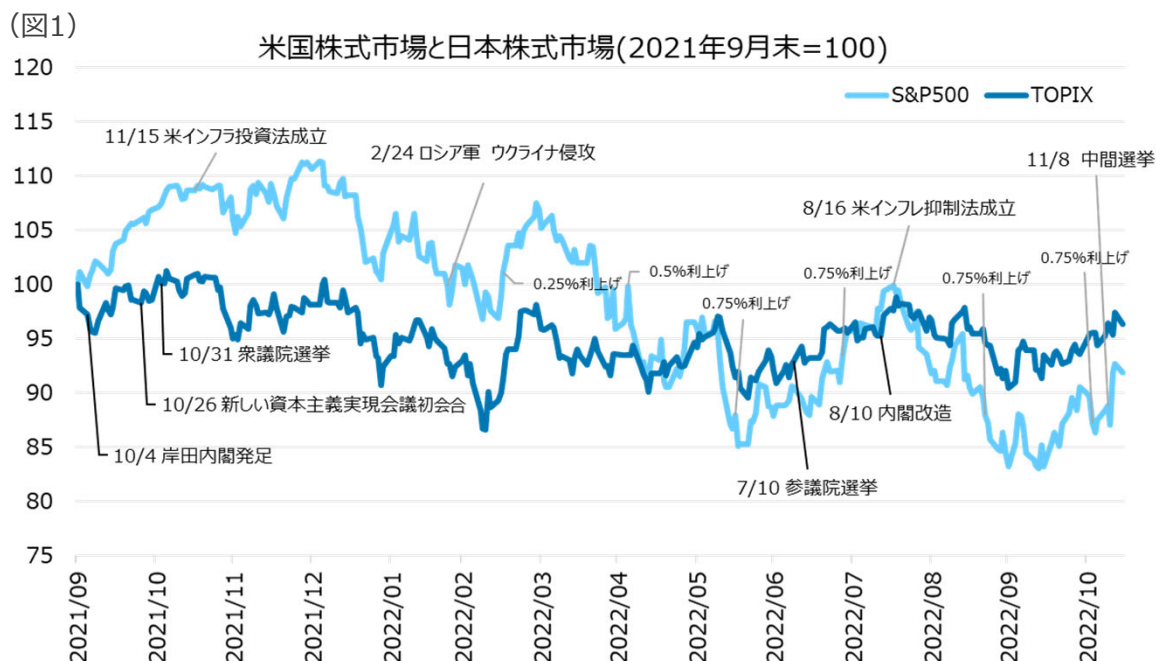


株式運用部  
シニアファンド・マネージャー  
若山 哲志



### 1. 市場動向

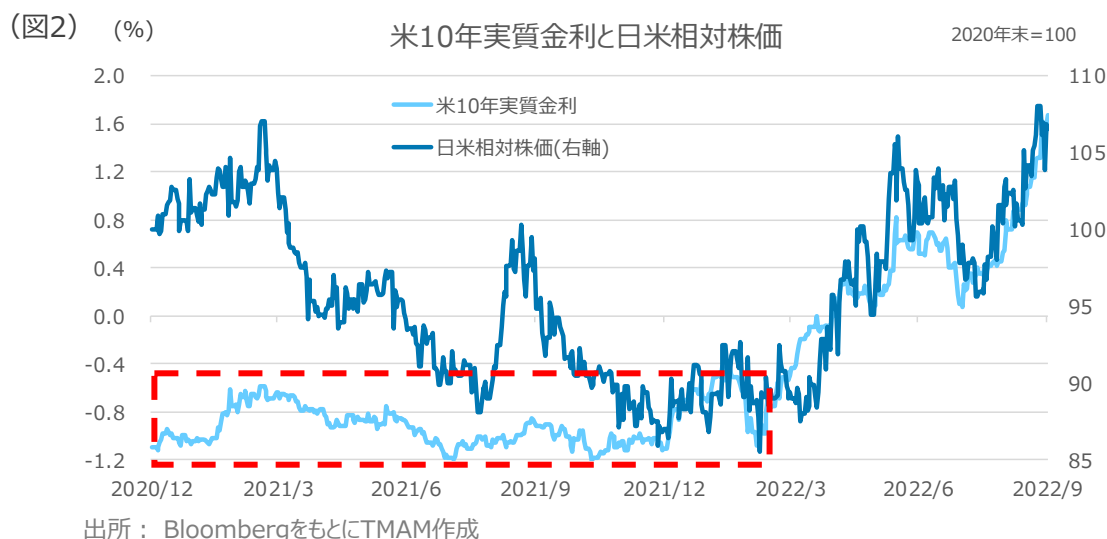
2021年の株式市場は、新型コロナ感染抑制に伴う経済への楽観的な見方から堅調に推移しました。しかし、2022年に入り、インフレに伴うFRBの金融引き締め強化などから、米国株式は調整局面入りしました。一方、日本株式は米国株式市場の調整に伴う投資家のリスク回避志向の高まりや、資源価格上昇に伴う交易条件の悪化から企業業績の先行き不透明感が懸念されましたが、円安による業績底上げへの期待およびバリュエーション面での割安感が評価されて、相対的に底堅く推移しました（図1）。



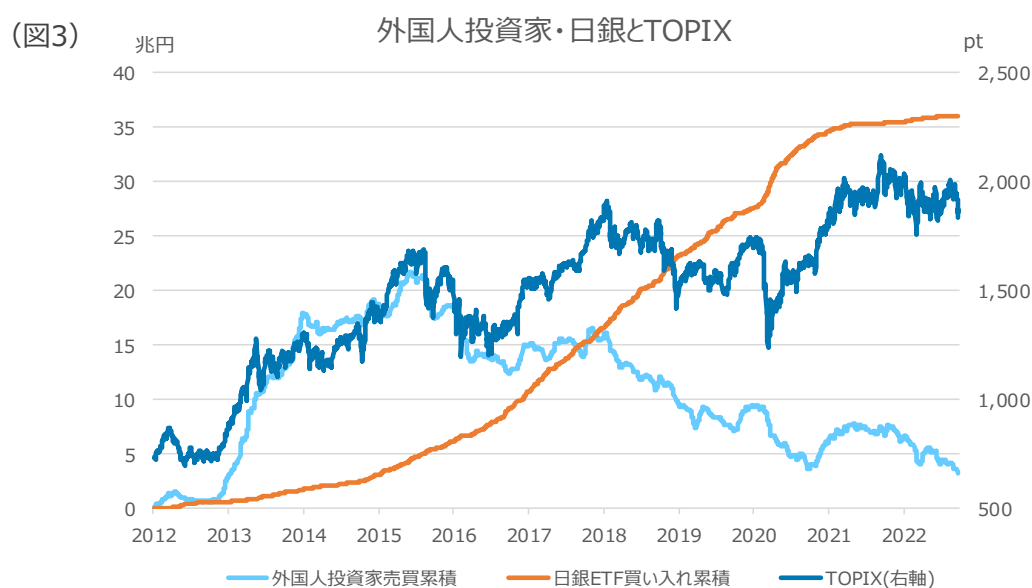
出所：Refinitiv、各種報道をもとにTMAM作成

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。

日本株が米国株対比相対的に優位となった背景には、米国の金融引き締めに伴う米実質金利の上昇と、日米の金利差拡大に伴う急激な円安があると考えています。新型コロナへの対応による米国の金融緩和で実質金利が低位に抑制されていた局面においては米国株の相対優位が継続しましたが、2022年に入り、FRBがインフレ対応に軸足を移し急激な引き締めへと転換した後は、実質金利の上昇と共に日本株の相対優位の展開になりました（図2）。



新型コロナ感染が落ち着いた2021年に関しては日本株を買い戻す動きもありましたが、足元のインフレ懸念に伴う金融政策の引き締め転換を受けて、再び売り越しが加速しています（図3）。海外投資家は、アベノミクスに期待した買い越し額（ピークで+21兆円）の大半を売却しました。グローバル投資家の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しています。

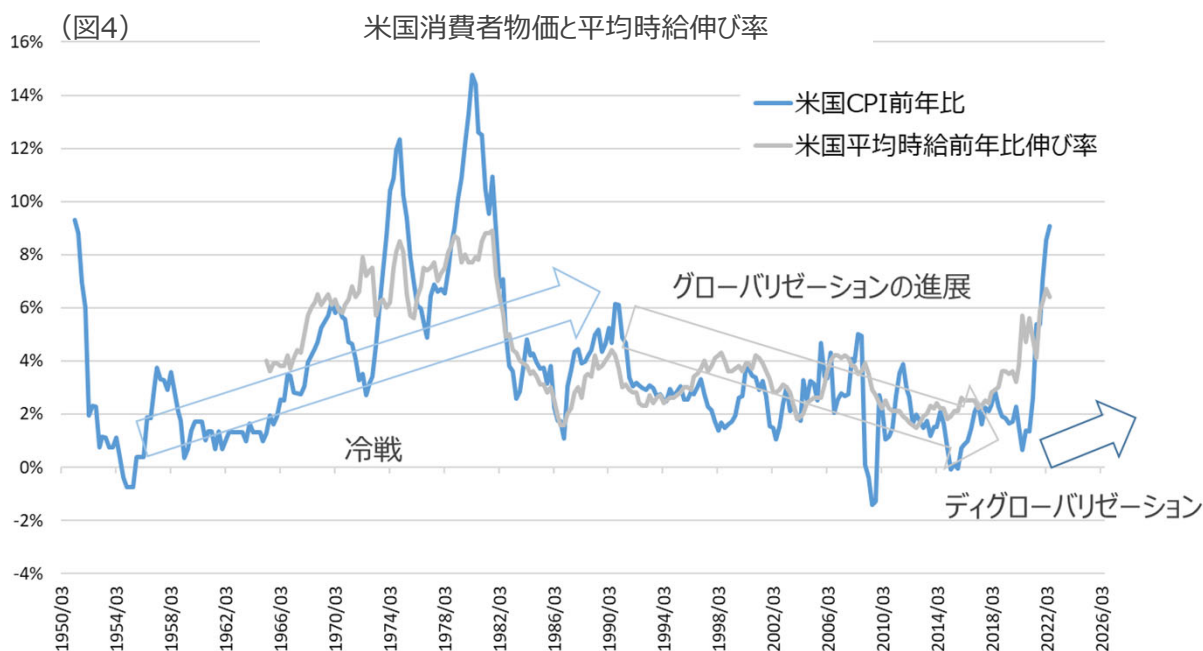


上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

## 2. 投資環境

### ① インフレ動向（グローバル）

第二次世界大戦後の世界的な紛争が続いた冷戦時代、米国の物価上昇率は高水準で推移しました（図4）。しかし、ソ連の崩壊後はグローバル化が一気に進展し、2001年の中国のWTO加盟なども加わり、グローバルにデスインフレ傾向となりました。しかし、2010年代の半ばになると米中貿易摩擦が激化したほか、2020年以降の新型コロナウイルス拡大に伴うサプライチェーンの混乱、2022年のロシアによるウクライナ侵攻など地政学リスクも加わり、グローバル化が逆回転に向かう分断の時代に入りつつあります。中長期的には物価が上昇しやすい環境に入ったと懸念しています。



### ② 日本の政策、為替、インフレ動向

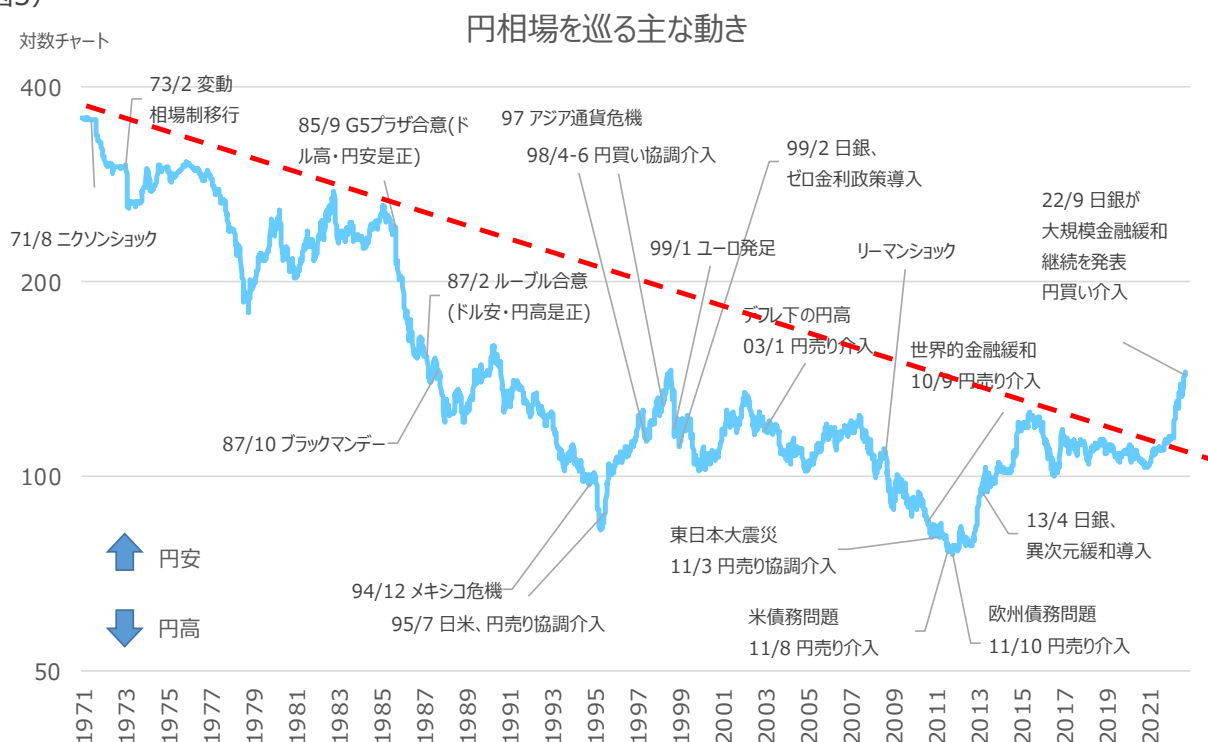
岸田首相の重点政策としては、水際対策の緩和や資産所得を倍増させるためのNISA制度の恒久化が注目されるほか、中長期ではGX(グリーン・トランスフォーメーション)投資や労働市場改革などを掲げており、具体的な政策の進捗に注目しています。

1971年のドルと金の兌換停止、所謂「ニクソンショック」以降、ドル円相場は強固な円高トレンドで推移してきましたが、足元では40年以上続いた円高トレンド線を大きく円安方向にブレイクし、長期の円高トレンドは転換した可能性が高いと見ています。日本は貿易赤字に転落し、直接投資収益や証券投資収益などの第1次所得収支が下支えするなど国際収支発展段階説における「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」へ着実に歩を進めた格好であり、第1次所得収支の黒字の多くが円転されずに外貨のまま再投資（もしくは留保）されるという事実は円高トレンドへの回帰が容易ではないことを示唆しています（次頁 図5）。

物価の観点から見ると、日本は長らくデフレ環境に苦しんできました。足元の物価上昇は輸入インフレ的な色彩が強いものの、賃金も上がり始めており、今後日本はデフレからの脱却が視野に入ってきています（次頁 図6）。

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。

(図5)



出所: Bloomberg、各種報道資料をもとにTMAM作成

(図6)

国内消費者物価と給与伸び率



出所: BloombergをもとにTMAM作成

### ③ 米国市場

成立がとん挫した、大型予算調整を目指したビルドバックベター法案の規模を縮小し、2022年8月にインフレ削減法案が駆け込みで成立しました。中間選挙において上院は民主党、下院は共和党が過半数の議席を獲得し、ねじれ議会となったため、今後は議会を通す必要がある政策の進展は見込みにくい状況と考えます。

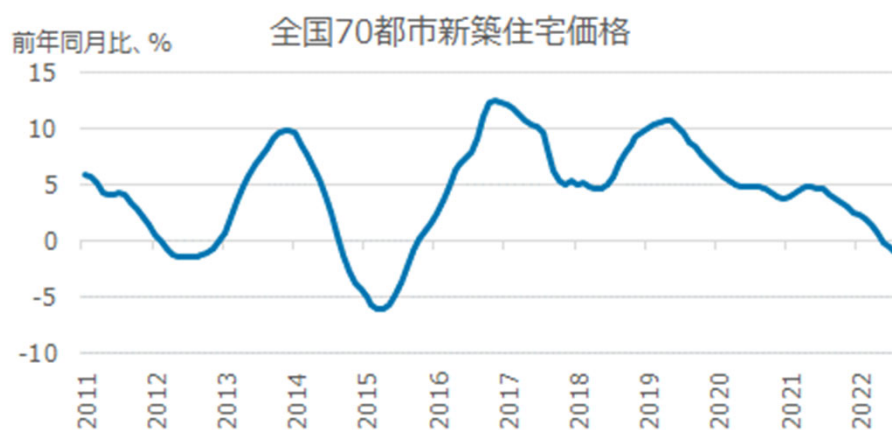
上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

## ④ 中国市場

中国は少子高齢化により生産年齢人口が2010年にピークアウトしており、中長期的な不動産需要の鈍化が懸念されます。そのような環境下、中国の不動産市場は、「3本のレッドライン」といった引き締め政策に加えて、新型コロナによる経済封鎖が重なり、中国大手不動産会社である中国恒大集団の経営危機やその他大手不動産の債務不履行、購入者が住宅ローンの支払いを拒否するなど社会問題化しており、不動産不況が本格化しています（図7、図8）。これら不動産不況に対応するために、中国政府は、(1)住宅ローン優遇、(2)購入・売却規制緩和、(3)補助金支給など矢継ぎ早に緩和政策を打っているものの、回復の気配は見られていません。人口動態の問題など、構造的な転換点に差し掛かっていることに留意する必要があります。

第3期目の習政権の人事からは、習氏の権力基盤の強さが改めて確認されました。一強体制は政策決定のしやすさなどのメリットがある一方で、政策の軌道修正は難しくなることが想定されるなど、政策リスクなどによる景気の下振れリスクが懸念されます。

(図7)



出所：BloombergをもとにTMAM作成

(図8)



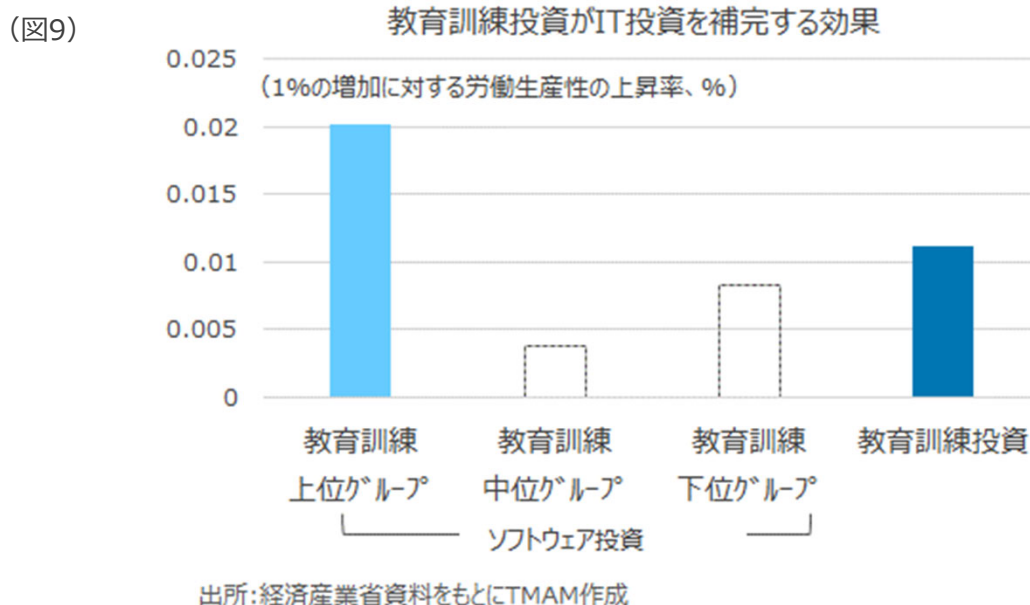
出所：BloombergをもとにTMAM作成

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。

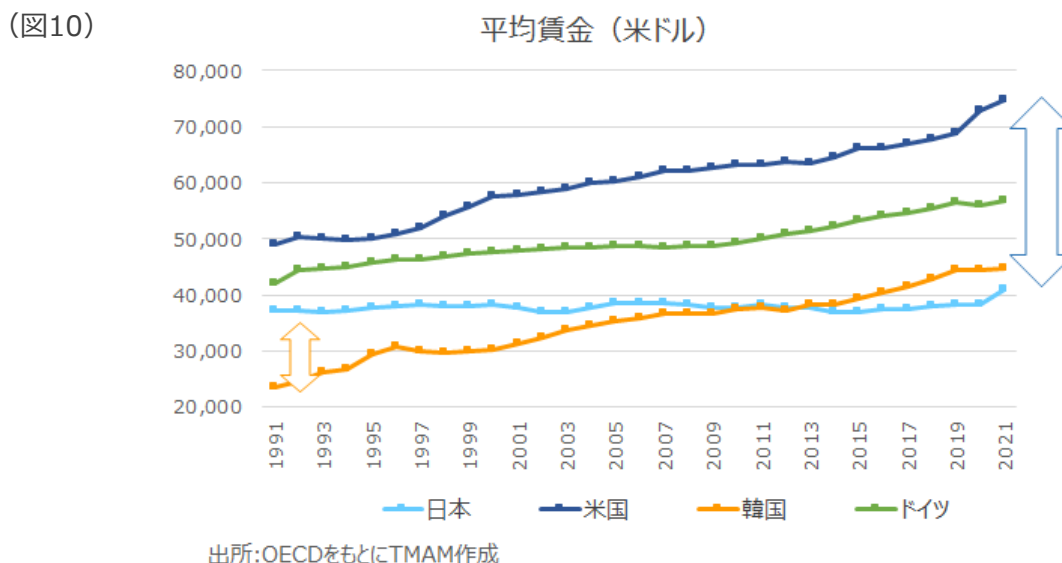
## 3. 投資の着眼点

### ① 人的投資やデジタル投資の強化による生産性上昇や、デフレ脱却による設備投資復活に期待

教育訓練投資に積極的な企業の方が、ソフトウェアストック（投資）の伸びが労働生産性を押し上げることが確認されています（図9）。したがって、人材への教育訓練投資自体が生産性を引き上げる効果があることに加え、ソフトウェア投資の増加に伴う生産性の上昇効果も高く、教育訓練を伴うデジタル化投資が日本の労働生産性を押し上げると見ています。また、セーフティネットの整備やリスキングを支援しつつ、雇用の流動性を高めることにより、労働生産性の低い産業から高い産業への労働力のシフトが進み、日本の労働生産性向上が期待されます。



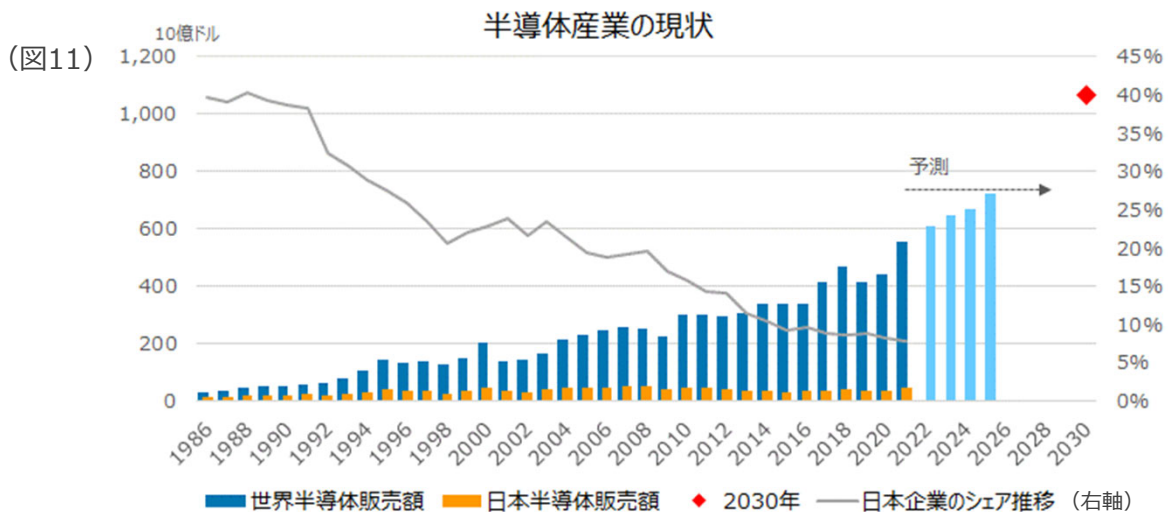
日本の平均賃金は過去からほとんど上昇していませんが（図10）、日本の相対賃金の低下や円安などに伴い、生産拠点としての日本の魅力度が高まっているほか、地政学的リスクの高まりやサプライチェーンの分散化などの動きもあり、日本の設備投資拡大が期待されます。



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。

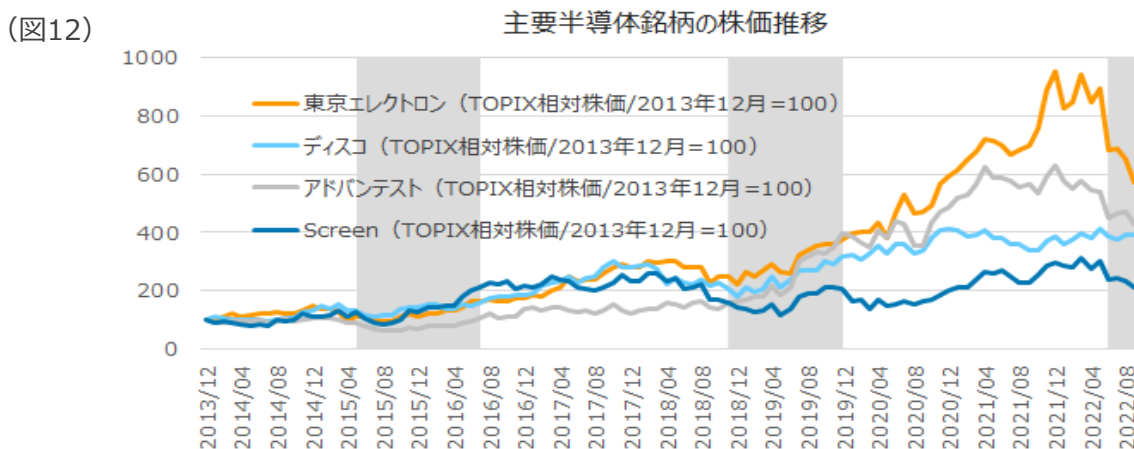
## ② 半導体の中長期的な需要拡大を想定。エントリーポイントは近い

世界の半導体市場は右肩上がりで拡大してきました。集積回路上のトランジスタの数が、2年毎に2倍になるというムーアの法則は依然として健在であり、スーパーコンピュータの計算能力も同様に指数関数的に拡大、コンピュータのメモリコストやゲノム解析コストも劇的に低下し、産業・自動車・医療など様々な分野において半導体が使われるようになっていきます。今後も微細化は進展し、半導体性能の指数関数的な向上の継続により、半導体需要の拡大も継続すると想定します。



出所: WSTS, OmdiaをもとにTMAM作成

新型コロナウイルス感染拡大に伴う在宅勤務の普及や巣ごもり需要拡大により、PCやTVなどに対する需要が大きく拡大し、半導体関連株も急騰しました(図12)。足元は、巣ごもり需要の反動やインフレに伴う製品価格上昇などもあり、PCやスマホなど民生エレクトロニクス製品に対する需要の減少が顕在化しており、半導体関連株も調整しています。しかし、過去の動きからは、半導体関連株は世界半導体販売額の前年比がマイナスになったあと、早い時期にボトムを打っていることが確認できます。半導体サイクルの調整の深さが見えて来れば、株価は業績の底打ちを先取りし、反転上昇する傾向があります。世界半導体販売額は今年の7月に前年比でマイナスに転じており、半導体関連株もエントリーポイントを迎えると考えています。



出所: BloombergをもとにTMAM作成

注: 灰色の網掛け部分は世界半導体販売額が前年比でマイナスとなっている期間

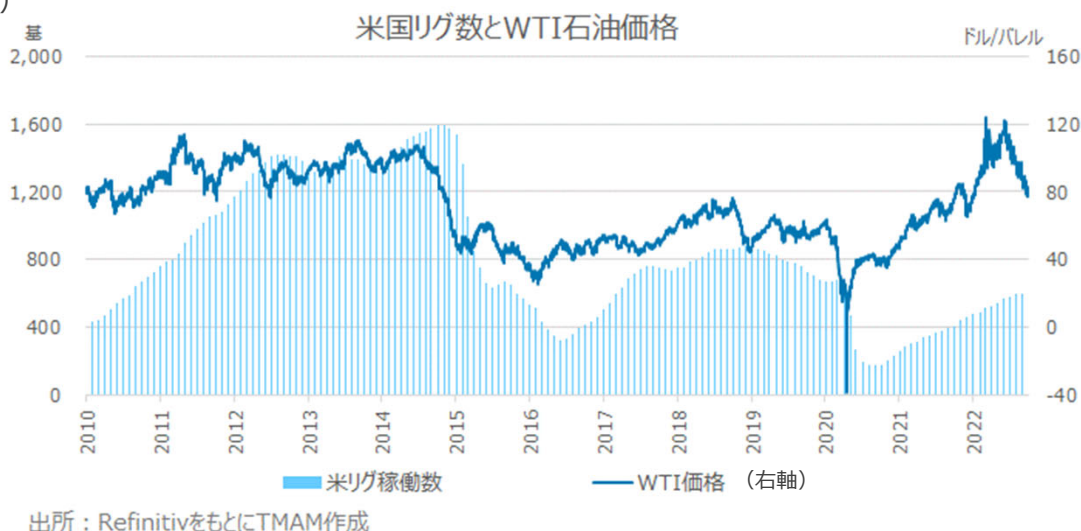
上記は特定銘柄の動向を目的として作成したものではありません。将来の組入れを保証するものではありません。

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。

## ③ 原子力発電の再稼働に向けた動き

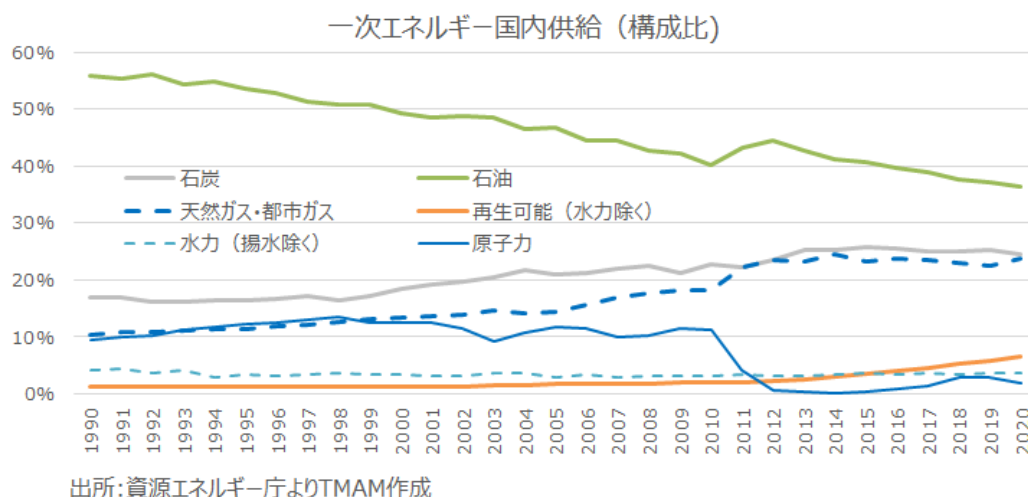
欧州で風力発電が低迷したことやロシアのウクライナ侵攻により電力の需給ひっ迫懸念が高まる中で、天然ガスや石炭価格が高騰しています。一方で、原油などに対する投資動向を反映するリグ稼働数は原油価格の上昇に比べて改善が鈍くなっています（図13）。従来、資源価格が上昇すれば採算性が向上するため投資が増加し、将来の供給増につながり価格が落ち着くというメカニズムが働きます。しかし、今回の上昇局面では原油価格が上昇しているにも関わらず、米国のリグカウントに代表されるように化石燃料の投資の改善が鈍いです。開発に必要な資材の高騰や、人手不足なども指摘されていますが、ダイベストメントの広がりも化石燃料の投資に悪影響を与えていると見ています。

（図13）



震災による原子力の事故以降、日本の原子力発電の比率は大きく低下しました（図14）。それを補ったのが天然ガスや石炭、再生可能エネルギーです。化石燃料価格や地政学的リスクからしても燃料の安定確保が可能で、安定供給が見込めCO2を排出しないなど、ベースロード電源として優秀な原子力発電を活用すべきフェーズに入っています。政府は、2023年の夏以降に設置変更許可済みの原子力発電所7基を追加で動かす方針を示しました。7基分の電力は定期検査を加味すれば天然ガス換算で年間約5,500億円相当に匹敵するため、天然ガス消費量の抑制に寄与すると考えます。

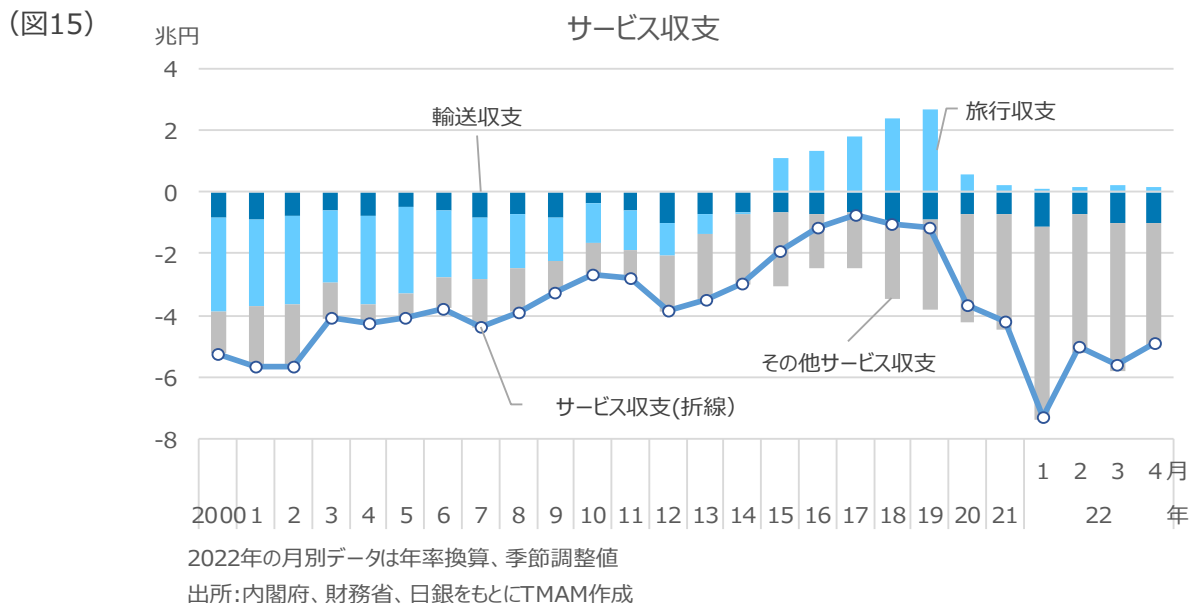
（図14）



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。

## ④ コロナ鎮静化に伴うインバウンド・旅行需要の改善

コロナ禍で水際対策の厳格化もあり、旅行収支はピーク時2.5兆程度あったものが大幅に縮小しました（図15）。水際対策は段階的に解除され、10月より入国者数上限の撤廃や個人旅行の解禁など、インバウンド需要の取り組みに向けた動きが強まっています。コロナ前に戻るには中国のゼロコロナ政策の緩和を待つ必要がありますが、円安も進展しており、想定以上にインバウンド需要が盛り上がる可能性もあると見えています。



また、2019年には約22兆円であった国内旅行消費額は、コロナ禍で2020年は約10兆円、2021年は約9兆円超と低迷しており（図16）、コロナ禍で抑制されていた旅行需要はかなりのペントアップ需要が期待されます。新型コロナウイルスの感染者数も減少していることに加え、10月から全国旅行支援など政府の政策もあり、日本人の国内旅行需要の回復も期待できます。

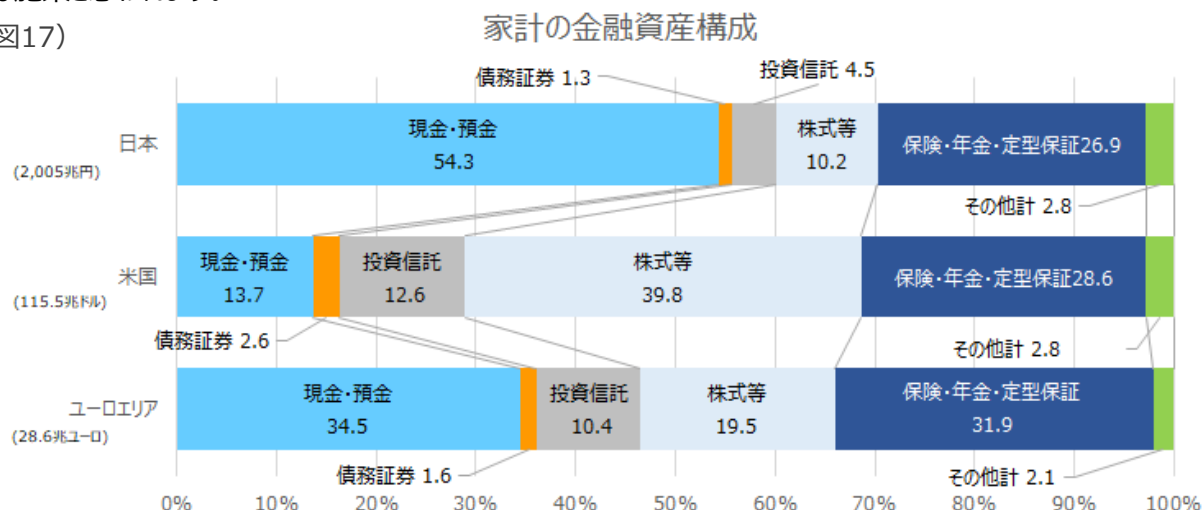


上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

## ⑤ 中長期的なリスク資産シフト

日本の家計の金融資産構成は現金・預金比率が50%超と、欧米対比で非常に高い水準となっています（図17）。この動きはデフレ環境下では極めて合理的な動きであったと思われますが、インフレ環境下では資産が実質的に目減りすることになるため、デフレの脱却が明確になってくる現金・預金からリスク資産にシフトする動きが予想されます。現在、政府が進めているNISA制度の拡充はこの動きをサポートする強力な施策と思われます。

（図17）



※「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差  
出所：日本銀行調査統計局をもとにTMAM作成

仮に欧州と同水準の金融資産構成になれば、投資信託・株式等への資金シフト額は300兆円超。米国の金融資産構成を想定すると、投資信託・株式等への資金シフト額は約750兆円と試算できます（図18）。ここまでは無理としても、家計の金融資産の1%が現金・預金から株式市場にシフトするだけで20兆円のインパクトとなるため、リスク資産に与える影響は注視する必要があります。

（図18）

### 日本の金融資産構成（現状）

|         | 現金・預金 | 債務証券 | 投資信託 | 株式等  | 保険・年金・定型保証 | その他計 |
|---------|-------|------|------|------|------------|------|
| 比率 (%)  | 54.3  | 1.3  | 4.5  | 10.2 | 26.9       | 2.8  |
| 金額 (兆円) | 1,089 | 26   | 90   | 205  | 539        | 56   |

### 米国の金融資産構成比率になった場合の試算

|         |      |     |      |      |      |     |
|---------|------|-----|------|------|------|-----|
| 比率 (%)  | 13.7 | 2.6 | 12.6 | 39.8 | 28.6 | 2.8 |
| 金額 (兆円) | 275  | 52  | 253  | 798  | 573  | 56  |
| 現状との差額  | ▲814 | 26  | 162  | 593  | 34   | 0   |

### ユーロエリアの金融資産構成比率になった場合の試算

|         |      |     |      |      |      |     |
|---------|------|-----|------|------|------|-----|
| 比率 (%)  | 34.5 | 1.6 | 10.4 | 19.5 | 31.9 | 2.1 |
| 金額 (兆円) | 692  | 32  | 209  | 391  | 640  | 42  |
| 現状との差額  | ▲397 | 6   | 118  | 186  | 100  | ▲14 |

※「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差  
出所：日本銀行調査統計局をもとに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。

## 4. 当面の市場・経済見通し

短期的には国内株式市場は上昇を予想します。円安や経済再開が下支えし、業績が好調さを維持することが想定される環境下、米国の金融引き締めが織り込まれ、バリュエーションはボトムアウトしていくことを想定しています（図19、図20）。

中期的には、米金融政策の引き締めが招く景気減速リスクと企業業績への影響を見極めつつ、米政策金利引き上げのピークアウトとその後の金融政策の変化を先取りする、株式市場の転換点を探る展開を想定しています。

(図19)

|               | 11月17日    | 2022年  | 2023年  |        |        |        |  |
|---------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
|               |           | 12月末   | 3月末    | 6月末    | 9月末    | 12月末   |  |
| TOPIX 予想値     | 1,966.28  | 2,000  | 2,100  | 2,150  | 2,175  | 2,200  |  |
| 日経平均 予想値      | 27,930.57 | 28,400 | 29,800 | 30,500 | 30,900 | 31,300 |  |
| 予想変化率         |           | +1.7%  | +6.8%  | +9.3%  | +10.6% | +11.9% |  |
| 予想株価を前提とするPER |           | 12.3x  | 12.8x  | 12.9x  | 12.8x  | 12.7x  |  |

注：日経平均はNT倍率（11/17：14.20）から算出した概算値

(図20)

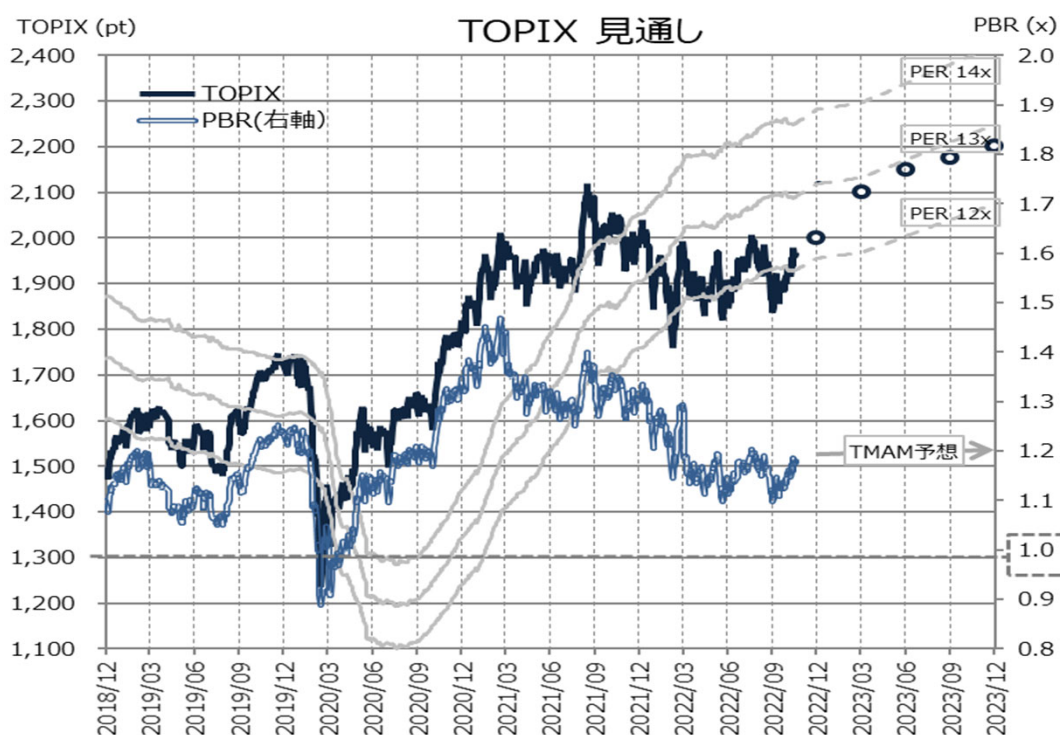
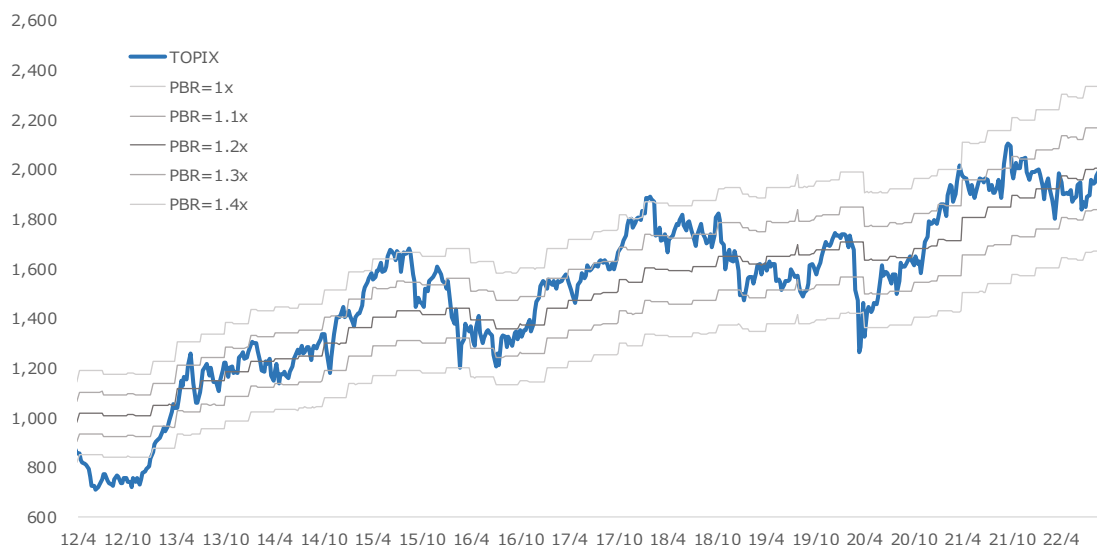


図19・20 出所：BloombergをもとにTMAM作成

アベノミクス後のTOPIXのPBRレンジは1.0倍～1.4倍（次頁 図21）。現状のPBRは1.1倍程度と景気減速を織り込んだ水準と見ています。リセッションを想定した場合は1.0倍程度（1670pt程度）が有り得ると思いますが、経済リオープンや国内経済の底堅さもありそのリスクは低いと判断しています。一方で、経済サイクルが上向いた場合の天井はPBR1.4倍程度と見ており、来年度ベースで見れば2400pt程度が視野に入る可能性も想定しています。

上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

(図21) アベノミクス後のTOPIX PBRレンジ



出所：RefinitivをもとにTMAM作成

## 5. まとめ

### 1. 株式市場の見通し

- ・ 2023年は株価上昇を想定。米金融政策の引き締めにより目先は慎重も利上げピークアウト後は株価上昇へ
- ・ 企業業績は、交易条件の悪化が下押し要因となるも、円安や経済活動再開などに支えられ拡大が継続を予想。資源価格のピークアウトが見込まれる来年後半以降は交易条件の悪化も縮小し回復軌道へと回帰を予想
- ・ 日本の財政・金融政策による景気下支えが見込めること、日本株のバリュエーションの割安さなどから、相対的な株価の底堅さが続く予想

### 2. 投資のポイント

- ・ デフレ脱却による設備投資復活に期待。人的投資やデジタル投資の強化により、生産性上昇を伴った賃金上昇へ
- ・ 半導体の進化は継続、中長期的な需要拡大を想定。足元株価動向は厳しいがエントリーポイントは近い
- ・ エネルギー価格上昇による交易条件悪化を受けて、原子力発電の再稼働に向けた動きが加速すると予想
- ・ コロナの沈静化に伴いインバウンド・旅行需要の改善など、出遅れていた日本経済の回復が本格化
- ・ デフレ脱却が浸透すれば、日本個人金融資産の現金が動き始める可能性大。NISAの恒久化を起爆剤に中長期的なリスク資産へのシフトが始まる可能性あり

### 3. リスクシナリオ

- ・ インフレ動向及び、急速な利上げによる景気への影響を注視。最大のリスクはスタグフレーション
- ・ 日本は、国政選挙はないものの内閣支持率が低下。岸田政権が求心力を保てるかを注視
- ・ 中国は、習近平政権の強権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、住宅市場を注視

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。

## 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。

### 当資料で使用するインデックスについて

#### ＜TOPIX（東証株価指数）＞

「TOPIX」は、JPX総研が算出する株価指数であり、日本の株式市場を広範に網羅するとともに、投資対象としての機能性を有するマーケット・ベンチマークで、浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、JPX総研またはJPX総研の関連会社（以下、JPX）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。