



TOKIO MARINE
ASSET MGT

2023年12月 日本株セミナー報告

(本レポートは、2023年12月5日に開催した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 『雲の切れ間に頂上が見える』

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

2023年の米国株式市場は、金融引き締めに対する懸念が高まる局面はありましたが、米国経済が想定以上に強く、堅調に推移してきました。一方で夏場以降、FF金利も5%超え、米10年債も5%に迫る水準まで上昇したことをきっかけに調整傾向となりました。

日本株式は年初来で米国株式を大きく上回り上昇しました。米金利上昇による米国株式調整の影響はありますが、東証のPBR1倍割れ対策、パークシャーハサウェイの商社株への追加投資、円安進行やデフレ脱却など、日本固有の要因も底堅さの背景にあると考えます（図1）。

(図1)

米国株式市場と日本株式市場(2022年9月末=100)



出所：LSEG、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。

新型コロナ禍への対応として行われた米国の金融緩和により、米実質金利が低位に抑制されていた局面においては、米国株式の相対優位が継続しました。しかし、2022年に入って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て以降、米実質金利の上昇に伴い日本株式の相対優位の展開となっています。

また、米金利は大幅に上昇した一方、日銀が緩和姿勢を継続していることから日本の実質金利は大きく低下しました。これを受けた急激な円安も日本株式の相対的なアウトパフォーマンスをサポートしたと考えられます（図2）。

(図2)



出所： BloombergをもとにTMAM作成

米国株式市場では、NVIDIAなど大手のテック関連が堅調に推移し、グロース優位が継続しているのに対し、日本株式市場は東証のPBR1倍割れ企業に対する企業価値改善策の開示要請や、日銀による金融政策正常化への期待から、バリュー優位が継続するなど、日米で明らかに物色動向が異なります（次頁図3）。

国内の銀行、自動車、素材など低PBR業種がPBR1倍に向けて上昇していますが、これらの業種の海外企業は同様に低PBRであることから、バリュー株の一段の株価上昇(PBR上昇)には懐疑的です。仮にPBR1倍割れ企業が全て1倍となり、PBR1倍以上銘柄の株価が動かないとする前提を置くと、TOPIXは10%程度の上昇余地があると計算できますが、利益を度外視した前提であり持続性には欠けると考えられます。

(図3) 相対株価：グロース 対 バリュエ



※日本:MSCI Japan、米国:MSCI USA、欧州:MSCI Europe
出所： BloombergをもとにTMAM作成

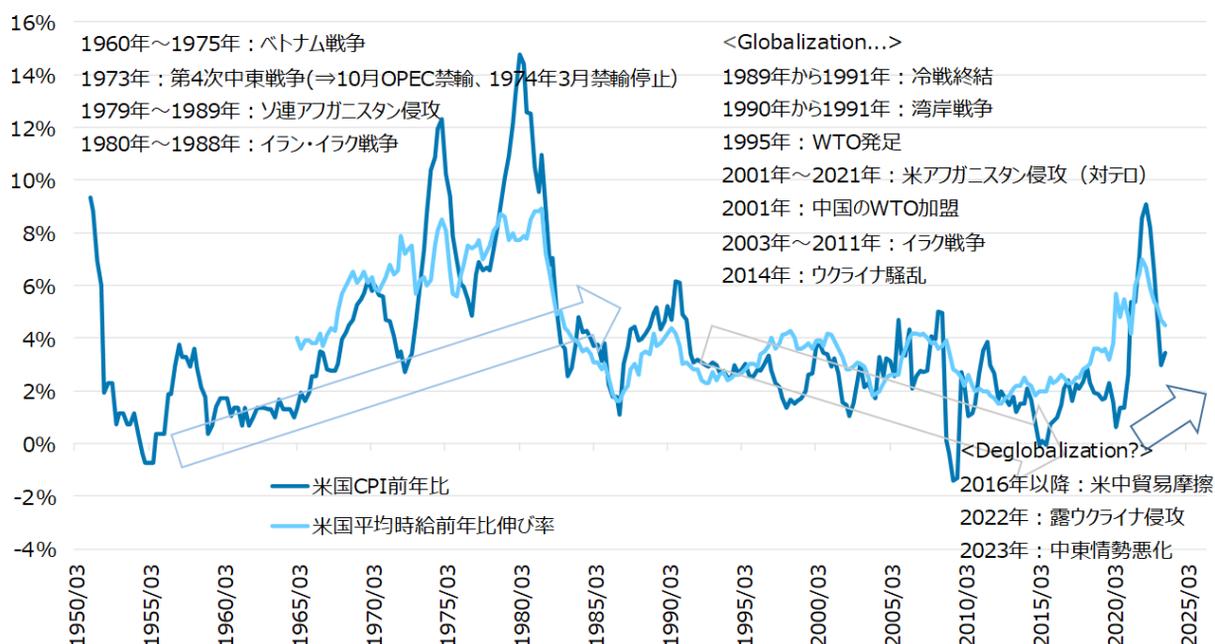
2. 投資環境

① インフレ動向（グローバル）

第二次世界大戦後も、戦争などが重なり、冷戦終結まではインフレ基調で推移しました。冷戦終結後はグローバル化が進展したほか、2001年の中国のWTO加盟なども寄与し、グローバルにデフレーション傾向となりました（図4）。

米国のインフレは一旦ピークアウトしているものの、2015年を底にトレンドは下値を切り上げているように思われます。2016年の米中貿易摩擦、2020年以降の新型コロナ禍拡大に伴うサプライチェーンの混乱、2022年のロシアのウクライナ侵攻など、物価上昇を誘発するイベントが増えている点も懸念されます。

(図4) 米国消費者物価と平均時給伸び率



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。

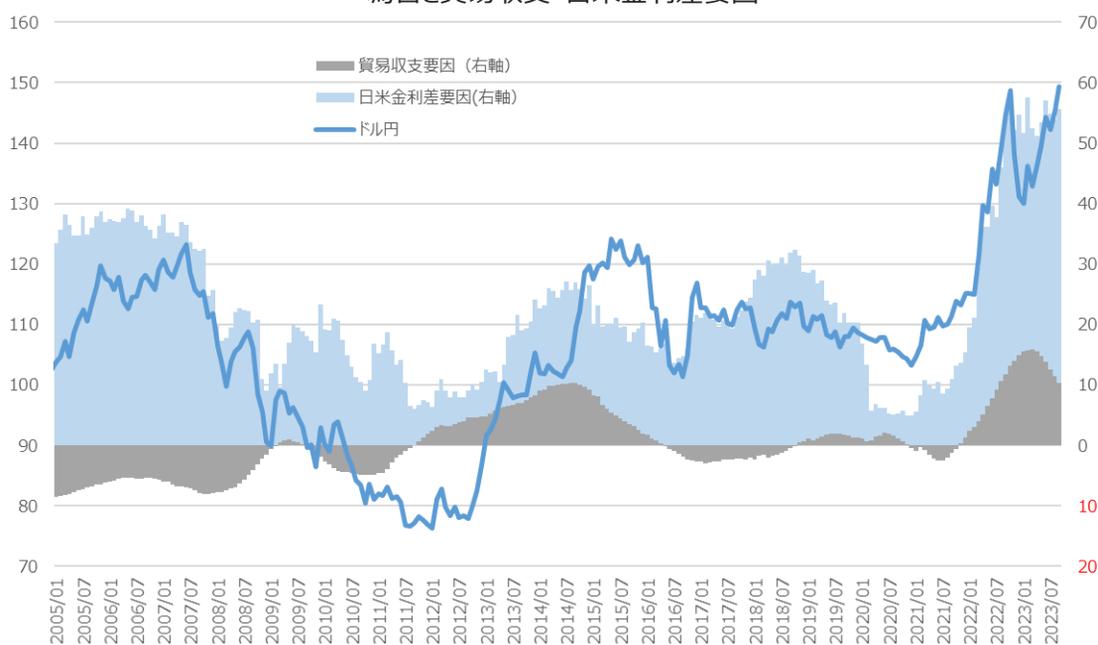
②日本の政策、為替、インフレ動向

岸田首相は経済政策の5つの柱として、足元の物価高対策や、地方・中堅中小企業を含めた持続的賃上げ、国内投資の促進、人口減少を食い止める施策などを掲げており、海外の投資家でも評判が良い施策になっていると思います。その他、財政支出を伴う経済対策も継続しており、日本株式にとってはプラスになると考えます。

為替相場は貿易収支と金利差を主要なファクターとして変動します。2022年は日米金融政策の方向性の相違を反映した金利差拡大やコモディティー価格上昇に伴う貿易赤字拡大などが円安要因となりました。

その後、2023年にかけて日本政府による為替介入や日銀による想定外のYCC柔軟化もあり、一時150円を超えたドル円は急落し、130円台に低下しました（図5）。足元までは、米国金利の高止まりによる金利差から円安が進行していますが、経常収支面では資源高の一服や円安による輸出増などの貿易要因とインバウンド消費の拡大により改善傾向にあり、もう一段の円安は困難と判断しています。一方で、今後日銀の政策変更、米国利上げ停止となれば日米金利差は頭打ちとなり円高進行の可能性があると考えます。

(図5) 為替と貿易収支・日米金利差要因



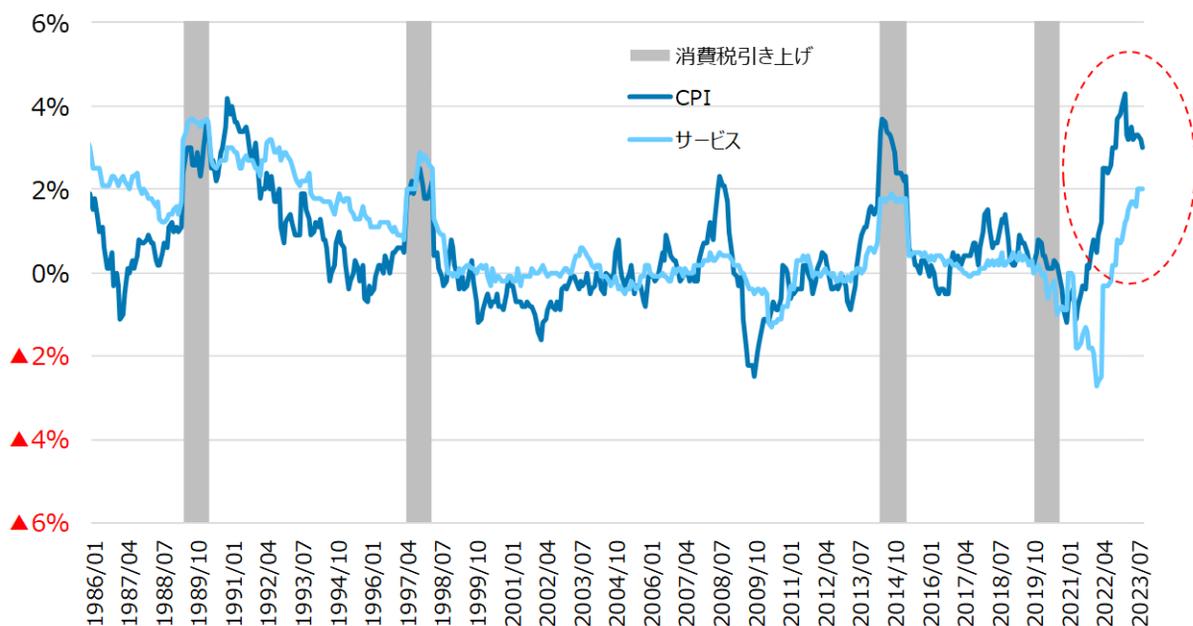
出所：BloombergよりTMAM作成

注：貿易収支と日米金利差の2つの説明変数でドル円を回帰分析し、貿易収支の変化と日米金利差によるドル円への影響を抽出。

物価の観点から見ると、デフレ脱却の動きが顕在化しつつあります。これまで日本のデフレ要因とされてきたサービス価格の動きが重要と考えていますが、消費税引き上げタイミング以外でサービス価格が前年比+2%に達したのは2000年以降今回が初めてとなります（次頁図6）。今後、賃金上昇が本格化するとサービス価格の上昇が定着し、デフレ脱却が加速する可能性があります。

(図6)

日本CPI前年比伸び率



注:「消費税引き上げ」の灰色部分は、消費税引き上げタイミングより12か月の期間を示している

出所: BloombergをもとにTMAM作成

③米国市場

米国社会は分断が進んでおり、2020年の選挙同様に接戦州での結果が大統領選挙の鍵となり得ます。仮にトランプ氏が大統領選に勝利した場合は、これまでの財政拡張的なバイデン氏の政策の転換が予想されます。共和党大統領は財政緊縮から金利が低下傾向となるため、長期金利の方向性も変わってくる可能性もあると考えます。

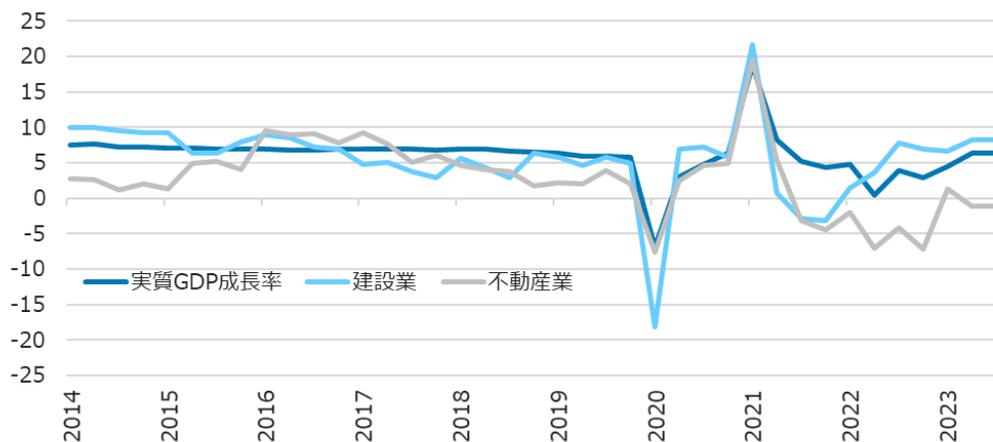
④中国市場

中国は少子高齢化から生産年齢人口のピークが2010年、総人口が2030年にはピークアウトを迎える見込みで人口減少社会が目前（日本は生産年齢人口のピークが1995年、総人口が2008年にピークアウト）です。不動産需要は人口動態の影響を強く受けることを考慮すると、既に不動産需要はピークアウトした可能性もあります。

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、新型コロナ禍による経済封鎖が重なり、不動産不況が本格化、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います。

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ますが、回復の気配は見られません。景気の低迷に加え、人口動態変化など構造的な問題を抱える中、不動産市場に対する先行き悲観的な見方が広がっていることが想定されます（次頁図7）。

(図7) 前年同月比、% 実質GDP成長率、不動産業、建設業



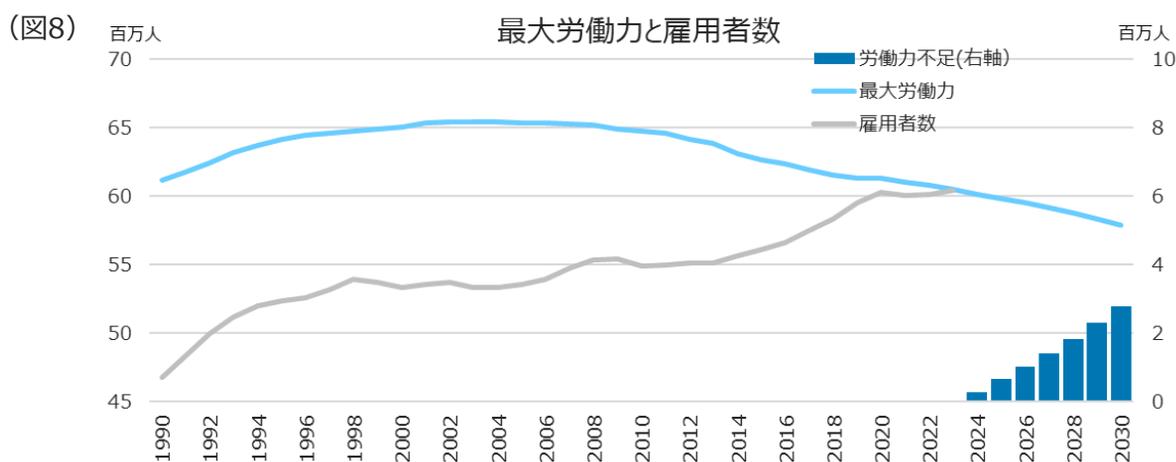
出所： BloombergをもとにTMAM作成

3. 投資の着眼点

① 労働力不足・投資・生産性向上

日本は少子高齢化による労働人口の減少が見込まれる一方、景気回復に伴う雇用者数増加の結果、完全雇用の状況となっており、今後の成長を維持する上では労働力不足が最大のネックとなります。新型コロナ禍後の経済成長を維持する場合、2030年にかけて300万人程度の労働力不足が想定され、この不足分を補うために2030年には20兆円を超える省力化投資が必要となります（図8）。

このように、人手不足に加えて生産性向上も加わることから賃金上昇が継続すると思われ、日本経済の好循環につながると考えます。FA関連など省力化投資は日本の得意分野であり、中長期的に恩恵を受ける銘柄も多いと見えています。

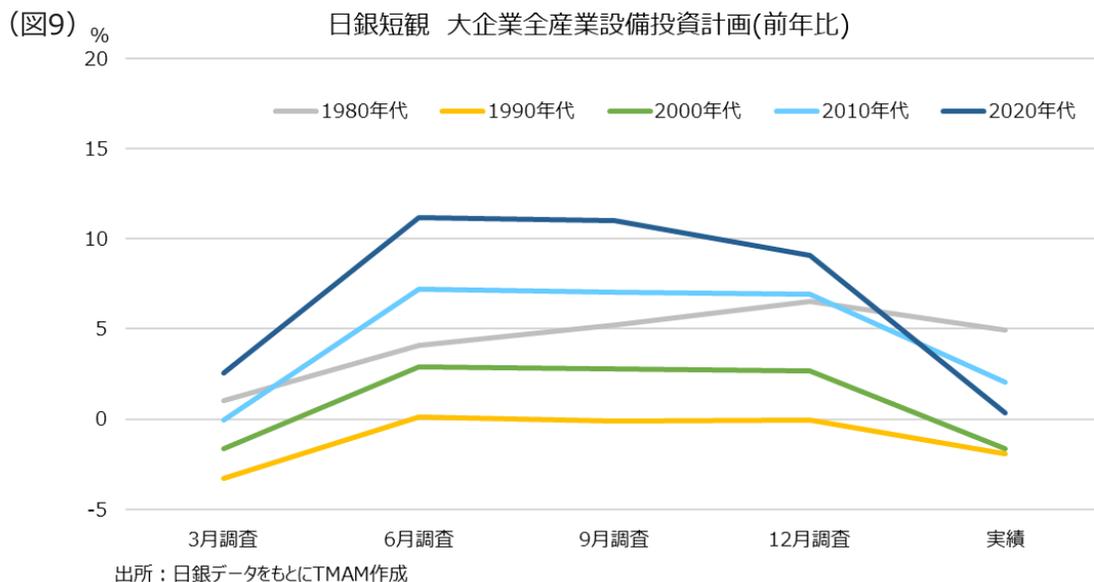


注：最大労働力=15歳以上の5歳刻み年齢人口×各年齢層の過去最高の労働参加率-構造失業者-自営業者
出所：厚生労働省、国連などをもとにTMAM推計

バブル崩壊以降、日本では急速に設備投資の対GDP比率が縮小しました。これは、日本企業のデレバレッジや、2001年以降の中国のWTO加盟などにより、設備投資需要が新興国を中心とした海外に流出したことが背景と考えられます。

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。

2020年代に入り、大企業の設備投資計画は、設備投資が大きく拡大した1980年代よりも強くなっています。実績は新型コロナ禍での部材調達難なども影響し低くなっていますが、経済安全保障の強化やサプライチェーン分散化に向けて、日本での設備投資拡大が期待されます（図9）。



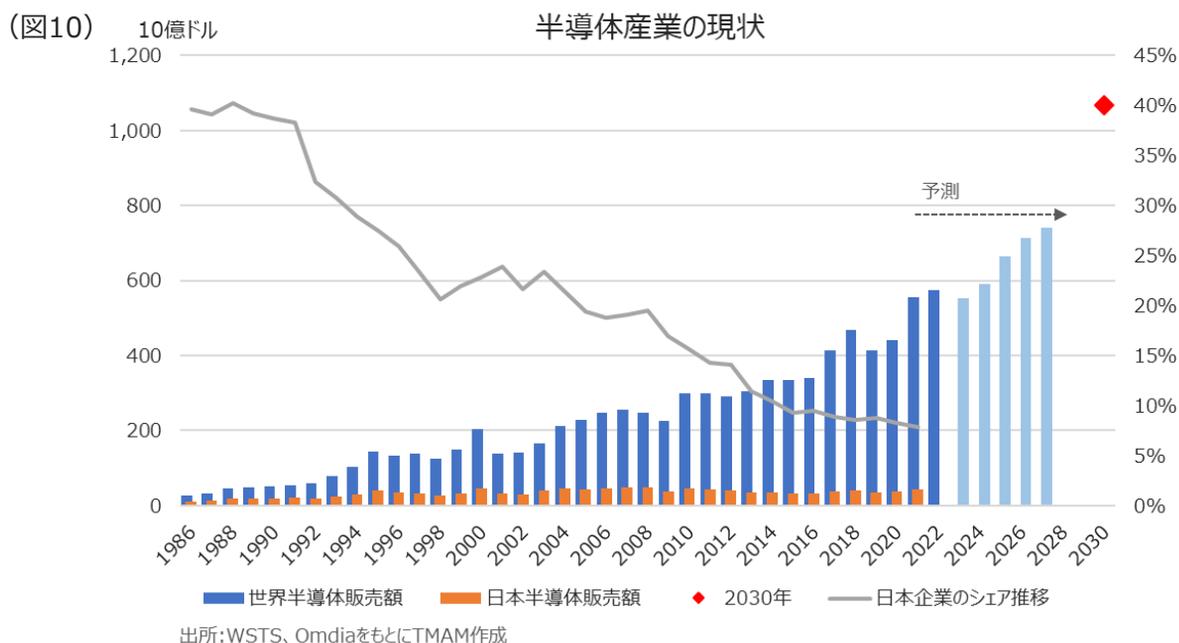
但し、現状では、日本のデジタル投資はグローバルに低迷しており、この分野での競争力の回復は避けて通れません。TOPIX500（除く金融）のキャッシュフローを見ると、自社株買いなどの財務活動の積極化は確認できるものの、投資活動の活発化は見られず、積極投資による競争力の改善・利益率向上が不可欠です。

また日本の特徴として、国境を越えた特許出願数に比べて商標出願数が相対的に少なく、技術はありながらも新製品やサービスとして海外展開していくことに課題があります。頭打ちとなっている研究者数を増やすことと併せて、イノベーションをどう起こしていくか、注目されます。

②半導体関連株の業績回復

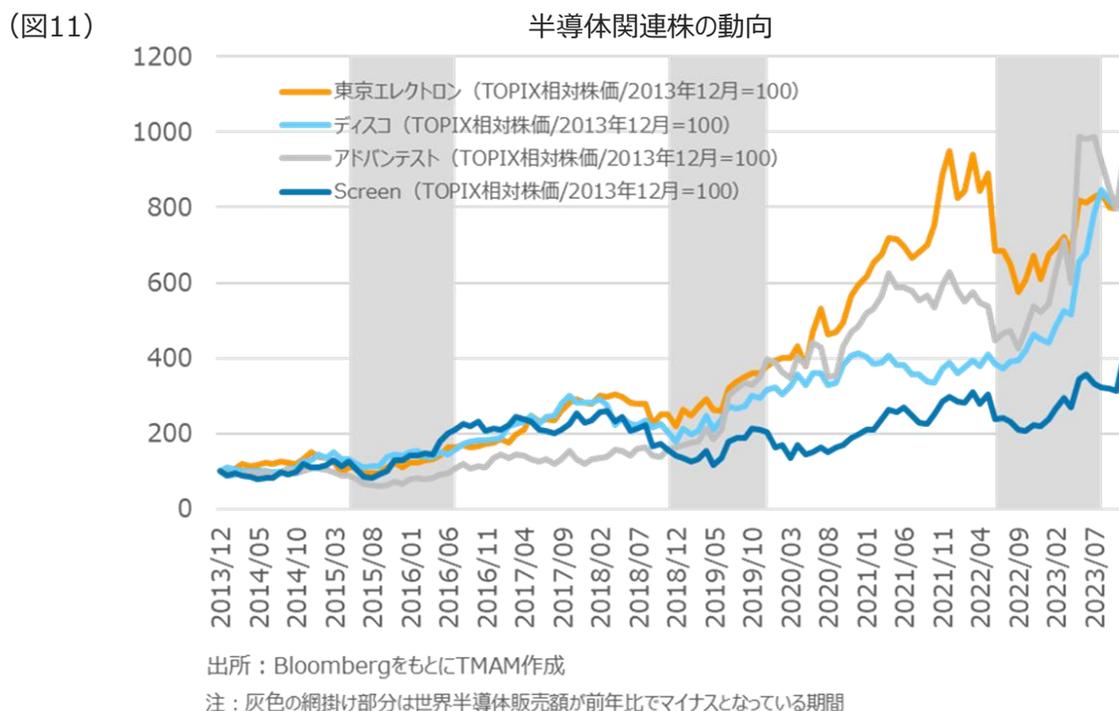
世界の半導体市場は右肩上がりでも拡大してきました。PCやスマホなどの民生用エレクトロニクスにとどまらず、データセンターや自動車など、あらゆる製品に半導体が使われるようになってきました。足元は各社の予算が変わらない中で、ChatGPTなど生成AI需要の高まりにより、既存サーバー需要はかえって下押しされる等の動きはありますが、来年以降は生成AI・既存サーバー需要ともに拡大していくことが期待されます（次頁図10）。

中長期的な世界の半導体市場拡大は不変であり、EV化の進展に伴い自動車や、産業用エレクトロニクスなどの分野が半導体市場の拡大を牽引すると考えます。経済産業省が、TSMC、マイクロン、キオクシアなどの半導体工場建設に補助金を投入すると報道されており、半導体の国内製造基盤強化の動きも確認できます。



世界半導体販売額は2022年7月に前年比でマイナスに転じました。半導体メーカーは在庫調整の動きを強めており、足元の業績は厳しい状況です。一方で、半導体関連株の株価は在庫調整の進展を好感し、過去サイクルと同様にダウンサイクルの早い段階で底を打ちました（図11）。

世界半導体販売額は2023年9月に前年比でプラスに転じましたが、過去サイクルでもアップサイクルの中盤から後半までは半導体関連株が上昇する傾向にあります。短期的な株価の上下はあり得ますが、半導体関連株の好調は今後も継続することが予想されます。



上記は特定銘柄の投資勧誘を目的として作成したのではなく、将来の組入れを保証するものではありません。

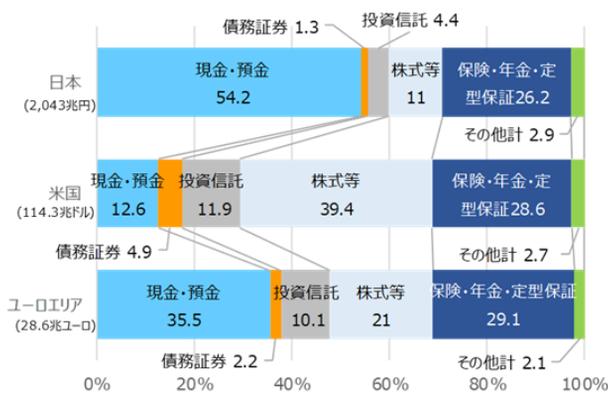
上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

③貯蓄から投資へ（リスク資産へのシフト）

日本の家計の現金・預金比率は50%超と、欧米対比で非常に高い状態です。2024年より新NISA制度が始まり、リスク資産へのシフトが進展することが想定されます。投資信託・株式等への資金シフト額は、仮に欧州並みの金融資産構成を想定すれば約320兆円、米国並みの金融資産構成を想定すれば約730兆円となります（図12）。

預金金利がほとんどない中、物価は上がっており、預金は実質的に目減りします。合理的な日本の家計はリスク資産へ資金シフトを進めると考えられ、新NISA制度がこの契機になるか注目しています（図13）。

（図12） 家計の金融資産構成



※「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券証券」、「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

（図13） 定期預金金利とCPI



出所：BloombergよりTMAM作成

④史上最高値更新シナリオ

月末値ベースのTOPIXの最高値は2,881pptです。TOPIXの最高値更新のためには現状（11月末時点：2,374.93ppt）から20%以上株価が上昇する必要があり、そのためにはEPS（一株当たり純利益）拡大あるいはバリュエーションの拡大が必要です。過去においては業績サイクルの底打ち後にEPSの水準が3割以上拡大するケースも多く、今後ISM製造業の底打ちや交易条件の好転などが鮮明化してくればEPS拡大による最高値更新も視野に入ると見ています。また、イールドギャップ（株式益利回りと10年国債金利の差）では、日本は6%超と高く、欧州の水準（5.5%、なお米国は約1%）に近づくだけでも+10%程度の上昇余地が生まれ、TOPIXは2,600ppt台への上昇が期待できます。

これらを総合すると、米国の利下げが始まり、シクリカルな景気回復が佳境を迎える2025年前半が最高値更新のチャンスと考えています。

PBR（株価純資産倍率）について、アベノミクス後のTOPIXのPBRのレンジは1.0倍～1.5倍で推移し、一旦、PBR1.4倍に跳ね返された後、足元は1.3倍程度となっています。経済サイクルが上向いた場合の天井はPBR1.5倍であり、2,600ppt程度が視野に入ります。また、BPS（一株当たり純資産）は年率で7～8%程度拡大しており、2025年を視野に入れれば+15%程度はBPSが切りあがることからTOPIXは史上最高値の3,000ptを視野に捉えることができると考えます（次頁図14）。

(図14)



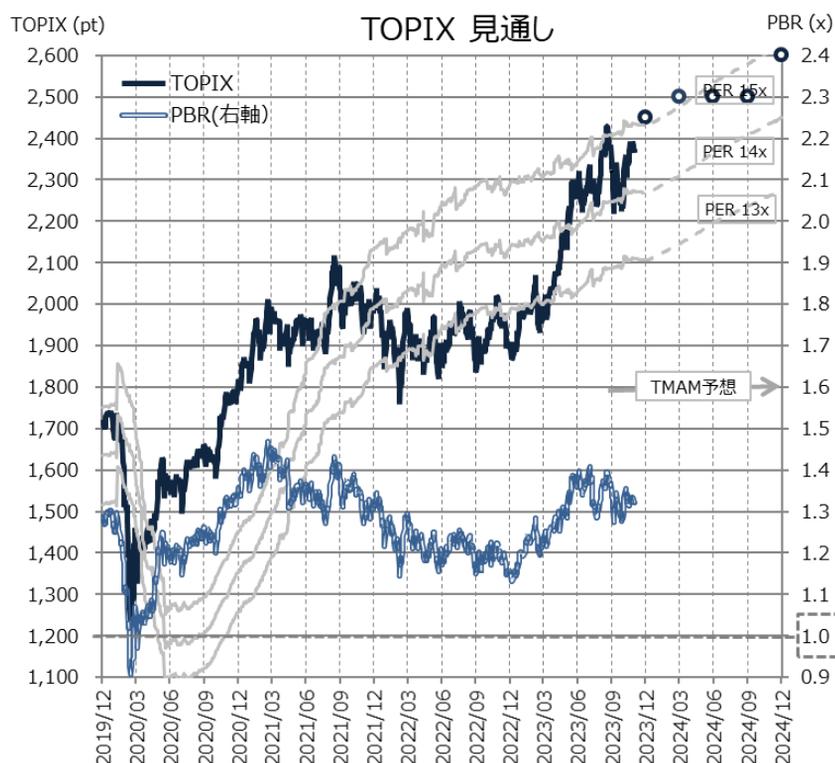
4. 当面の市場・経済見通し

短期的には国内株式市場は底堅い展開を予想します。業績の堅調さやデフレ脱却期待が下支えをしますが、2024年前半は実質金利上昇による米国経済の悪化リスクや、2024年11月の米大統領選を巡る不透明感が株価の上値を抑える形を想定しています。米大統領選後は不透明感後退を受けた年末ラリーを予想します（図15、16、2023年11月末時点）。

(図15)

	11月30日	2024年				
		12月末	3月末	6月末	9月末	12月末
TOPIX 予想値	2,374.93	2,450	2,500	2,500	2,500	2,600
日経平均 予想値	33,486.89	34,500	35,300	35,300	35,300	36,700
予想変化率		+3.2%	+5.3%	+5.3%	+5.3%	+9.5%
予想株価を前提とするPER		15.0x	15.0x	14.6x	14.4x	14.6x

(図16)



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。

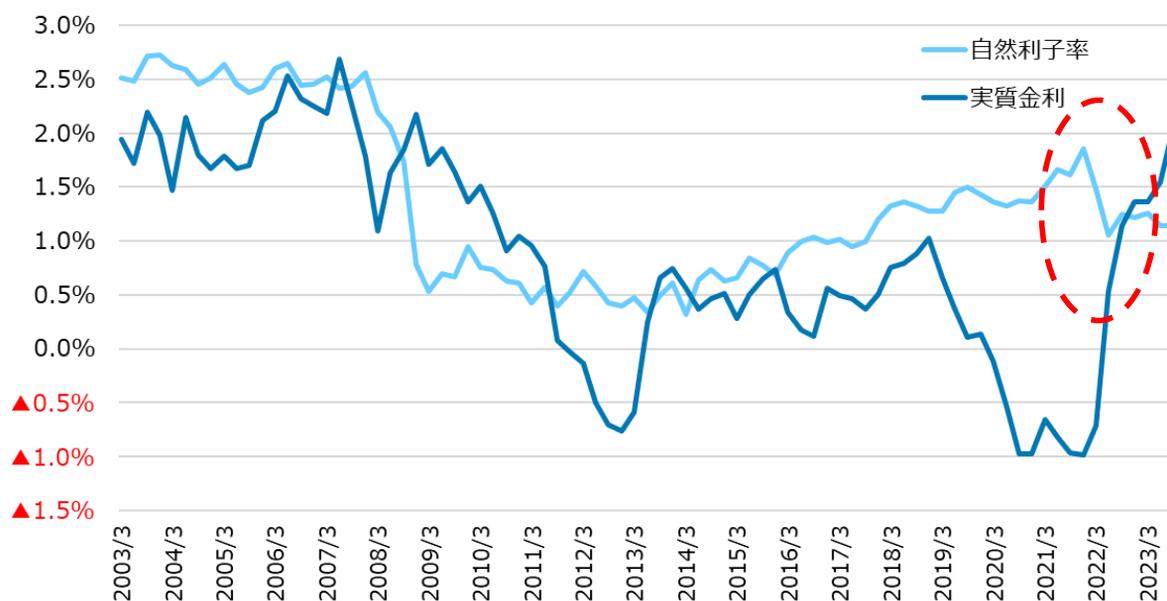
中期的にはガバナンス強化と株主還元の本格化が外国人投資家に評価されるとともに、過去最高益を更新し続ける好調な企業業績により、国内株式市場の上昇基調は継続することを想定します。加えて、新NISA導入による個人投資家の本格的な資金シフトも期待されることから、2024年以降も市場全体の底上げ相場が継続すると予想します。

なお、足元では米国の物価上昇率は鈍化傾向にあるにもかかわらず、金利の急激な上昇により、実質金利は上昇傾向にあり、潜在成長率とおおむね一致するとされている自然利子率（Laubach-Williamsモデル）を上回りつつあります（図17）。

2022年以降のFRBによる急激な利上げにもかかわらず、経済が減速しなかった理由が自然利子率を実質金利が下回っていた金融緩和効果だと仮定すると、足元の実質金利と自然利子率の逆転は大きな転換点となり、今後の米国経済が想定外に減速するリスクを考慮しておく必要があります。

(図17)

米国自然利子率と実質金利



出所：BloombergをもとにTMAM作成

5. まとめ

1. 株式市場の見通し

- 2024年は株価上昇を想定。但し、実質金利上昇による米国経済の悪化リスクが排除できないことから、株価調整リスクはあり
- 企業業績は、ISM製造業の反転の兆しがあるほか、交易条件の改善によるプラス影響が顕在化することから株価の下支えとなることに期待。ただ、円安効果はあまり見込めないことなど、好業績セクターは変化
- 日銀の金融政策正常化が本格化、上半期のどこかでマイナス金利の解除の可能性が高いと判断。ただし、緩和継続方針であり経済に与える影響は軽微。日本の財政政策による景気下支えが見込める点はプラス要因

2. TMAMが考える投資のポイント

- 顕在化した労働力不足を補うための投資拡大が急務。特にデジタル投資を積極化し、労働生産性の引き上げが必須
- 東証PBR1倍割れは今のところ株主還元の拡大につながったが、投資拡大に至らず。利益改善に不可欠な競争力強化に必要な投資拡大につなげられるかが、中長期的な日本企業の企業価値向上にとっては必要
- 半導体は在庫調整進展、半導体サイクルは今後拡大フェーズに。生成AI需要などがプラスに
- 実質金利がマイナスとなっており、今後預金から投資が拡大することを想定。NISAの政策も後押し
- 日本市場の最高値更新の可能性はあり。ただし、一気に高値は難しく、いったんは「雲が晴れたら軽い谷」があるかもしれない

3. リスクシナリオ

米国：インフレ動向及び、これまでの急速な利上げによる米国経済への悪影響を注視。2024年11月の大統領選も焦点

日本：日銀は緩やかに金融政策正常化を進めると想定するが、円高リスクを注視

中国：習近平政権の強権的な社会構造転換を懸念。住宅市場の改善は想定しがたく、社会の不安定化を懸念

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。

●TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）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 J P X が有します。J P X 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、J P X 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 J P X は責任を負いません。●MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。●NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社に帰属します。●FTSE世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。●当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。