

# 日本株式の投資環境と今後の見通し

## 2018年7月

2018年3月期は好業績となった日本企業ですが、年初来の日本株式は米国の利上げや地政学リスク、米中貿易戦争の勃発など外部からの不透明要因が相場の頭を抑えています[グラフ①]。このような状況では、インパクトのあるニュースに左右されずに日本株式市場を冷静に見ることが重要であると考えます。今後の日本株式市場を見るうえでのポイントをご説明いたします。

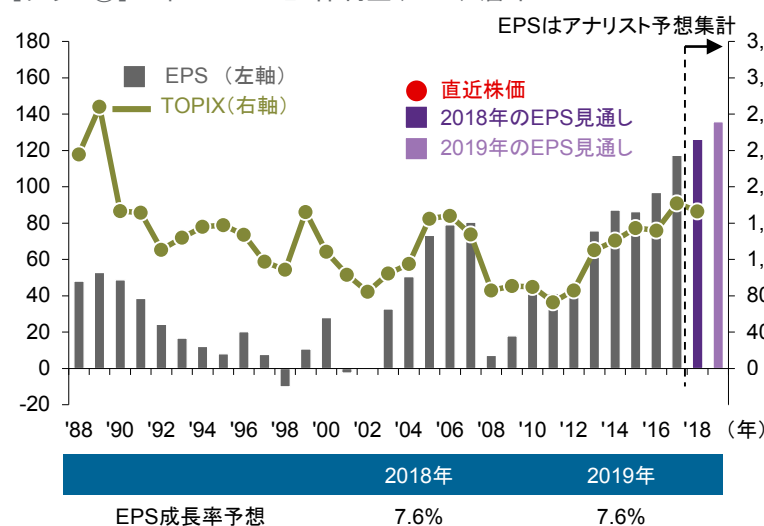
[グラフ①] 長期の日本株式(TOPIX)の推移



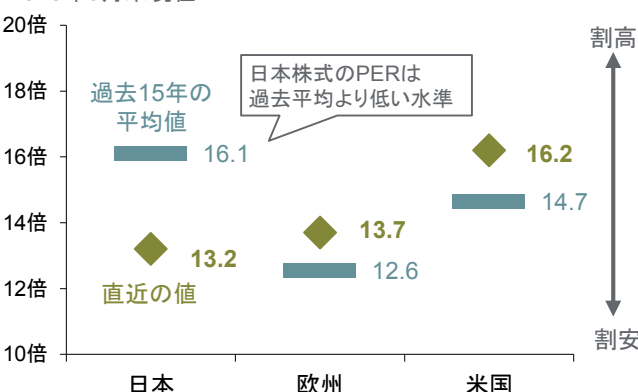
## 1. 利益成長が見込まれることと割安感が強いことが株価を下支えすると期待

- 日本株式のバブル崩壊後の長期にわたるバリュエーション調整が2011年ごろに終了し、その後は業績と株価の連動性が高まってきたと考えています。その背景として、持ち合い解消が進展したことなどにより、ようやく企業の実力で株価が評価されるようになったことが挙げられます。
- これは日本株式をとりまく環境の構造的な変化であると考えており、2018年以降も日本企業の利益成長が見込まれる中においては[グラフ②]、短期的な不透明要因に振られる展開はあるものの、大きな流れとして業績相場は継続すると期待されます。
- 加えて、バリュエーションを見ても、日本の株式市場全体の株価収益率(PER)は過去平均と比較して低水準にあり、割高感は見られません。一方、米国や欧州のPERは過去平均より高い水準にあり、日本株式は相対的にも割安感があります[グラフ③]。
- 足元は、不透明な外的要因により市場が弱気に傾く傾向にありますが、今後の企業業績やバリュエーションを冷静に分析することが重要であると考えます。

[グラフ②] 日本: TOPIXと1株利益(EPS) 暦年ベース



[グラフ③] 株価収益率(PER、12ヵ月先、予想)  
2018年6月末現在



出所: Guide to the Markets | Japan | 3Q 2018 (J.P.モルガン・アセット・マネジメント) [グラフ①] 期間: 1981年1月1日～2018年6月末 EPSとPERについては、TOPIXの高値・安値が観測された取引日に最も近いデータ算出日の数値を使用しているため、必ずしも表中に掲載の数値とは一致しません。EPSとPERは、四捨五入のため、両者を乗じても株価水準と一致しない場合があります。[グラフ②] 期間: 1988年～2019年 3月期決算基準の数値を、12月時点に換算。株価指数は各年末水準もしくは直近水準。EPS成長率予想はアナリスト予想集計のEPSより算出。[グラフ③] 米国: S&P500指数、日本: TOPIX、欧州: MSCIヨーロッパ・インデックス データは2018年6月30日時点で取得可能な最新のものを掲載。本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

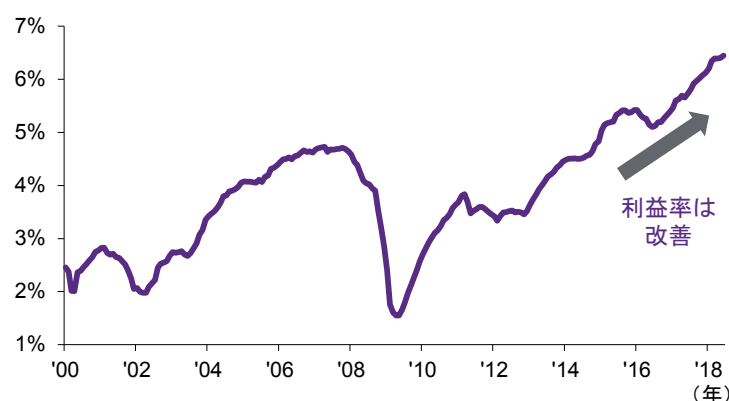
# 日本株式の投資環境と今後の見通し

## 2. 過去の日本株式市場とは異なる点:

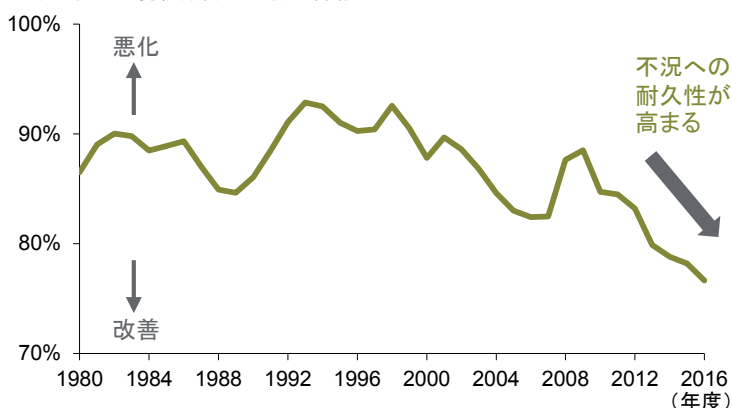
### (1) 日本企業の体質改善が進み、収益性を高めてきた

- 日本企業は円高や長期にわたるデフレを克服しつつ、日本より高い成長を見せる世界経済の拡大・成長を取込む力をつけてきています。これが中長期的な株価の上昇に寄与すると考えています。
- バブル崩壊以降リーマン・ショック前まで、日本株式は大きなボックス圏で循環的に推移してきました。この期間と2010年以降の日本企業の状況を比較すると、利益率は大きく改善[グラフ④]、また損益分岐点比率(=実際の売上高に占める損益分岐点売上高(利益がゼロとなる売上高)の比率)も低下しており[グラフ⑤]、収益力と不況への耐久性の両方が高まってきていることがわかります。

[グラフ④] TOPIX: 利益率(マージン)  
1株利益/1株売上高、12ヵ月先アナリスト予想集計値



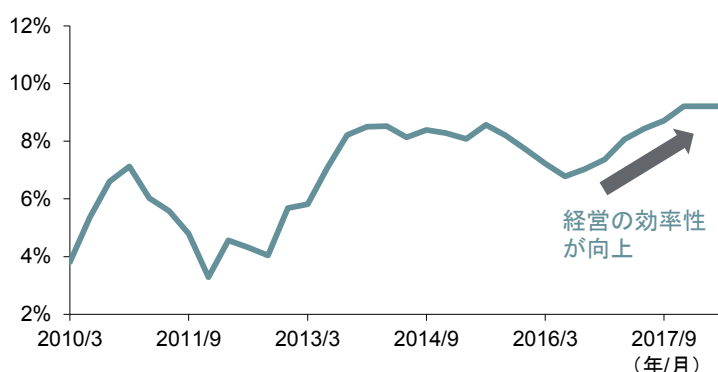
[グラフ⑤] 日本企業の損益分岐点比率  
全産業(全規模、除く金融・保険)



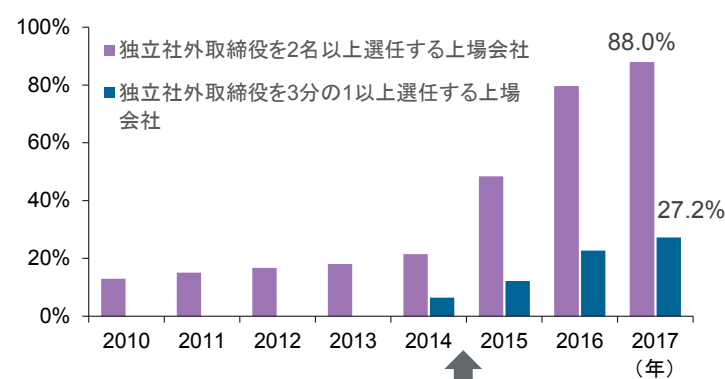
### (2) さらに稼ぐ力と健全な企業体質を持続させるため、企業統治の強化を図っている

- 日本企業は、効率的な経営を行っているかどうかの指標の1つとなる自己資本利益率(ROE)の改善に努めています[グラフ⑥]。また、経営や利益相反の監督機能の強化、経営の公平性の維持などを担う独立社外取締役を選任する企業が増加しており[グラフ⑦]、株主重視の姿勢も向上しています。
- 日本企業が企業価値を高めることだけでなく、それが株式価値の向上にもつながるよう行動する方向に変貌を遂げてきたことは、長期的なボックス圏での値動きを見せてきた日本株式市場からの脱却を促し、長期的な株価の成長につながると考えています。

[グラフ⑥] 日本企業の自己資本利益率(ROE)



[グラフ⑦] 東証1部企業の社外取締役の選任状況



2014年6月に公表された『日本再興戦略』改訂2014において「コーポレートガバナンス」強化が言及され、2015年6月に「コーポレートガバナンス・コード」が適用されることとなった

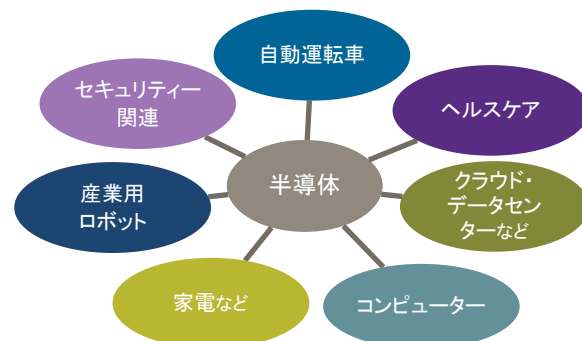
出所: ブルームバーグ、財務省、日本取引所グループ、Guide to the Markets | Japan | 3Q 2018 (J.P.モルガン・アセット・マネジメント) [グラフ④] 期間: 2000年1月末~2018年6月末 [グラフ⑤] 1980年度~2016年度 法人企業統計調査よりJ.P.モルガン・アセット・マネジメント作成 [グラフ⑥] 期間: 2010年3月末~2018年6月末 日本企業はTOPIXの構成企業 四半期毎のデータ [グラフ⑦] 期間: 2010年~2017年  
本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

# 日本株式の投資環境と今後の見通し

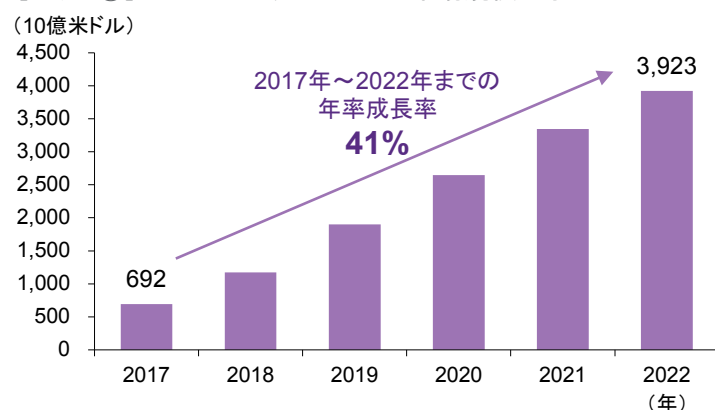
## 《ご参考①》半導体関連株式の今後見通し

- 近年、IoT(モノのインターネット)やAI(人工知能)関連の市場が急拡大しています。今まで存在しなかったビジネスモデルやサービスなどの普及が想定されており、今後も関連事業の急成長が期待されています。
- IoTやAIが進展する上では、これまでとは比較にならない膨大なデータ処理、分析や保存が必要となり、それに対応するため新しいニーズに対応した半導体の開発・研究が活発となっています。また、自動運転車に搭載される半導体の数も多量となることが予想されており、急成長が期待されるAIに特化した半導体の開発も活況を呈しています。
- 足元、2016年から好調だった半導体サイクルに息切れ感が出てきたという見方もある中、スマートフォン向けの需要減退や貿易摩擦激化などを材料に半導体関連株式は軟調に推移しています。
- 中長期的な観点からは、上記のような半導体関連への需要が高いと考えており、短期的な悪材料には注視するものの、半導体関連企業は成長分野として引き続き投資妙味が高いと考えています。

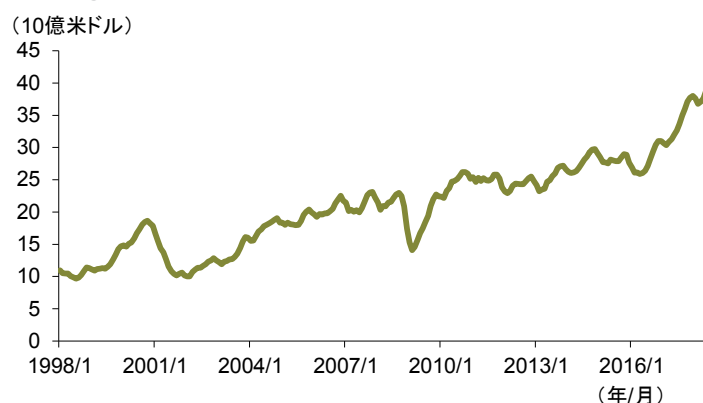
半導体は新技術の基盤(イメージ図)



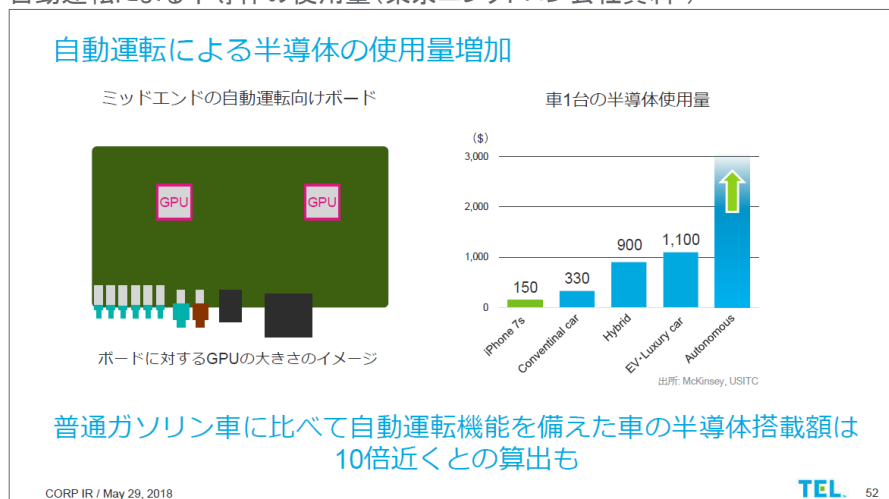
[グラフ⑧] AIがけん引するビジネス市場規模の予想



[グラフ⑨] 世界の半導体売上高(3ヵ月移動平均)の推移



自動運転による半導体の使用量(東京エレクトロン会社資料\*)

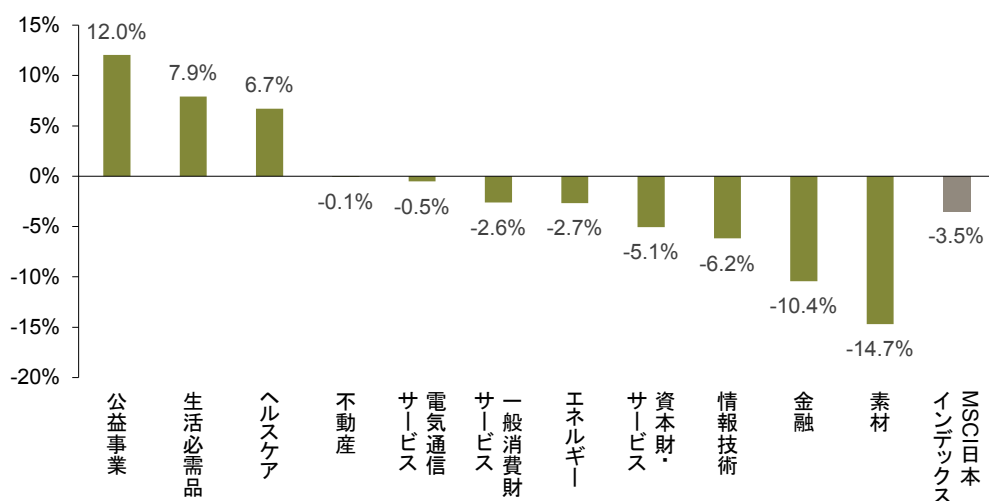


右上図はイメージであり、半導体を使用されるすべての分野を網羅したものではありません。出所: Gartner, WSTS Inc., 東京エレクトロン株式会社 [グラフ⑧] 期間: 2017年～2022年 グラフはGartnerリサーチのデータを基にJ.P.モルガン・アセット・マネジメントにて作成。出典) Gartner, Press Release, April 25, 2018, "Gartner Says Global Artificial Intelligence Business Value to Reach \$1.2 Trillion in 2018" (<https://www.gartner.com/newsroom/id/3872933>) 2018年4月現在のGartnerによる予想値 [グラフ⑨] 期間: 1998年1月～2018年5月 \* 東京エレクトロン株式会社「中期経営計画の進捗と新財務モデル(2018年5月29日)」プレゼンテーション資料より。右グラフの単位は米ドル。上記は、個別銘柄の推奨を目的とするものではありません。本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

# 日本株式の投資環境と今後の見通し

## 《ご参考②》日本株式市場(MSCI日本インデックス)の年初来業種別騰落率

〔グラフ⑩〕日本株式市場の年初来業種別騰落率(配当込み)



〔表⑪〕その他の日本株式市場の年初来騰落率

| 騰落率<br>(配当込み) |       |
|---------------|-------|
| TOPIX         | -3.7% |
| 日経平均株価        | -1.0% |

## 《ご参考③》シミュレーション: 日経平均株価の予想PERと利益成長予想の計算テーブル

以下の表は企業の利益成長予想とバリュエーションの変化をもとにした日経平均株価水準のシミュレーションです。

|       |              | 予想EPS成長率         |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
|-------|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 予想PER | (円)          | -15%             | -10%             | -5%              | 現在*              | +5%              | +10%             | +15%             |
|       | 16倍          | 23,640<br>(+5%)  | 25,031<br>(+11%) | 26,422<br>(+17%) | 27,812<br>(+23%) | 29,203<br>(+29%) | 30,593<br>(+35%) | 31,984<br>(+42%) |
|       | 15倍          | 22,163<br>(▲2%)  | 23,466<br>(+4%)  | 24,770<br>(+10%) | 26,074<br>(+15%) | 27,378<br>(+21%) | 28,681<br>(+27%) | 29,985<br>(+33%) |
|       | 14倍          | 20,685<br>(▲8%)  | 21,902<br>(▲3%)  | 23,119<br>(+2%)  | 24,336<br>(+8%)  | 25,552<br>(+13%) | 26,769<br>(+18%) | 27,986<br>(+24%) |
|       | 13倍<br>(現在*) | 19,208<br>(▲15%) | 20,338<br>(▲10%) | 21,467<br>(▲5%)  | 22,597<br>現在*    | 23,727<br>(+5%)  | 24,857<br>(+10%) | 25,987<br>(+15%) |
|       | 12倍          | 17,730<br>(▲22%) | 18,773<br>(▲17%) | 19,816<br>(▲12%) | 20,859<br>(▲8%)  | 21,902<br>(▲3%)  | 22,945<br>(+2%)  | 23,988<br>(+6%)  |
|       | 11倍          | 16,253<br>(▲28%) | 17,209<br>(▲24%) | 18,165<br>(▲20%) | 19,121<br>(▲15%) | 20,077<br>(▲11%) | 21,033<br>(▲7%)  | 21,989<br>(▲3%)  |
|       | 10倍          | 14,775<br>(▲35%) | 15,644<br>(▲31%) | 16,513<br>(▲27%) | 17,383<br>(▲23%) | 18,252<br>(▲19%) | 19,121<br>(▲15%) | 19,990<br>(▲12%) |

※表の見方は以下の通りです。現在の日経平均株価: 22,597円、予想PER: 13倍\*を基準とすると、たとえば、予想PERが横ばいで予想EPS成長率が+5%となる場合、シミュレーションでは株価は5%上昇することを表しています。また、予想EPSが足元と変わらず、予想PERが12倍に切り下がった場合には、シミュレーションでは株価は8%下落することを表しています。

出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント、ブルームバーグ、日本経済新聞社 [グラフ⑩、表⑪] 期間: 2017年12月末~2018年6月末 (下段表) \* 2018年7月13日現在 上記シミュレーションは、2018年7月13日現在の日経平均株価と日本経済新聞社発表の日経平均株価の予想PER(実際は13.31倍ですが、簡易的に算出するためシミュレーションでは小数点第1位を四捨五入した13倍を使用)をもとに算出したものです。上記はシミュレーションであり、実現性を保証するものではありません。本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

# 日本株式の投資環境と今後の見通し

## コラム：米中貿易摩擦が日本株式に与える影響を考える

米国と中国の貿易摩擦が激しさを増しています。米国からの追加関税やそれに対する中国からの報復措置などが報道されると世界的に株式が下落、一方で数日後には短期的な行き過ぎ感から戻り基調となるなど、株式市場は一喜一憂する展開となっています。米中貿易摩擦は日本株式市場にどのような影響を与えるのでしょうか。

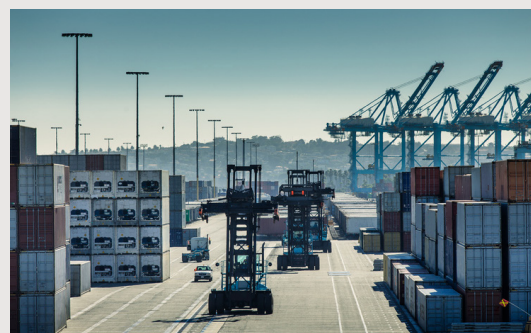
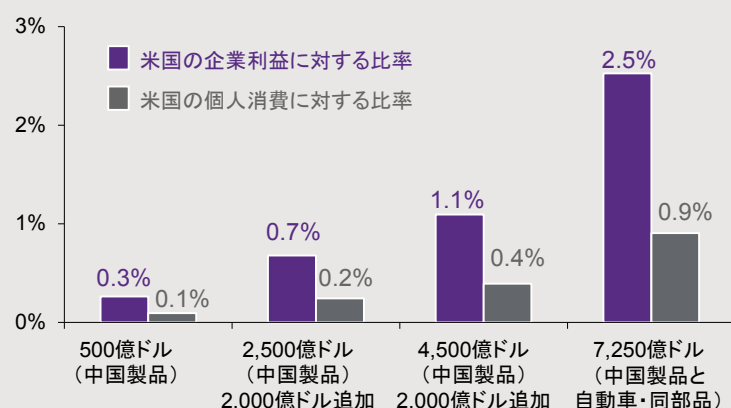
結論としては、マクロ経済としては少なからず、世界景気の下押し圧力として働くと考えます。ただし、関税上乗せ金額が現状報道されている2,500億米ドルに収まるケースでは、米国の企業利益や個人消費に与える影響は軽微にとどまると見込んでいます[グラフ⑫]。

一方、株式市場に関しては個別企業の状況を分析し、貿易摩擦の影響を見極めることが重要と考えています。例えば、中国に生産拠点を置いている日本企業のすべてが影響を受けるかという点、その製品がどの国(地域)で消費されているのかによって異なります。また、関税措置の影響を受ける製品の代替となるものを生産することで売上増が期待される企業もあります。

このような問題では、市場全体の動きだけ追っていると悪影響を受ける企業に投資をしてしまう可能性や、影響を受けにくい企業への投資を手控えるなどの行動が見られる可能性があります。

日頃から個別企業を徹底的に調査・分析することによって、貿易摩擦の影響を受けにくい、また影響を受けるものの長期的な成長の観点から投資を継続すべき企業などの選別が可能であると考えています。

[グラフ⑫] 関税上乗せ金額の企業利益もしくは個人消費に対する規模(2017年通年ベース)



写真はイメージです。

出所: Guide to the Markets | Japan | 3Q 2018 (J.P. モルガン・アセット・マネジメント) [グラフ⑫] 追加関税の対象となる可能性がある米国の輸入金額および追加関税率の想定は、次のとおり: 「500億ドル(中国製品)」: 500億ドル相当の中国製品に25%の追加関税を課す。「2,500億ドル(中国製品)」: 先の「500億ドル(中国製品)」のケースに加え、2,000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税を課す。「4,500億ドル(中国製品)」: 先の「2,500億ドル」のケースに加え、2,000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税を課す。「7,250億ドル(中国製品と自動車・同部品)」: 先の「4,500億ドル(中国製品)」のケースに加え、2,750億ドル相当の自動車・自動車部品に25%の追加関税を課す。ドルは米ドル。データは2018年6月30日時点で取得可能な最新のものを掲載。

本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

# 日本株式の投資環境と今後の見通し

お客さまの投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください

## 投資リスク

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。なお、投資信託は預貯金ではありません。

## ファンドの費用

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、また、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

|          |                                  |
|----------|----------------------------------|
| 投資信託の購入時 | 購入時手数料(上限3.78%(税抜3.5%))、信託財産留保額  |
| 投資信託の換金時 | 換金(解約)手数料、信託財産留保額(上限0.5%)        |
| 投資信託の保有時 | 運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.052%(税抜1.9%)) |

費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント(株)が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費(または一部みなし額)および監査費用のみなし額がかかります(投資先ファンドを含みます)。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

## 金融商品取引業者について

|          |                                                                                                                        |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 投資信託委託会社 | JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社<br>金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号<br>加入協会: 日本証券業協会、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<br>一般社団法人第二種金融商品取引業協会 |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

## 本資料で使用している指数について

- 日経平均株価に関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は日経平均株価を継続的に公表する義務を負うものではなく、その誤謬、遅延又は中断に関して責任を負いません。 ©日本経済新聞社
- TOPIX(東証株価指数)は、株式会社東京証券取引所及びそのグループ会社(以下、「東証等」という。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウは東証等が所有しています。なお、ファンドは、東証等により提供、保証または販売されるものではなく、東証等は、ファンドの発行または売買に起因するいかなる損害に対しても、責任を有しません。
- S&Pの各指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCが発表しており、著作権はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCに帰属しています。
- MSCIの各インデックスは、MSCI Inc.が発表しています。同インデックスに関する情報の確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。著作権はMSCI Inc.に帰属しています。

※ J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(以下、「当社」という。)が作成したものです。本資料は投資に係る参考情報を提供することを目的とし、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、当社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではありません。当社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、当社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客さまが投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での当社および当社グループの判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。