

2020年の日本株式市場 — 米中緊張緩和を受けて、緩やかな上昇相場を予想 —

- 2020年は米中通商協議が合意に至り、世界経済は減速から加速への転換点（ターニングポイント）を迎えると考えています。それに伴って、株式市場ではPER拡大による流動性相場から収益成長に裏付けされた業績相場に移行できるかどうか来年前半の焦点になると考えられます。
- 2020年1年間を見通せば、日本株式は上下動を繰り返しながらも、一桁後半のEPS成長と若干のPER拡大によって、10%前後の株価上昇を予想しています。

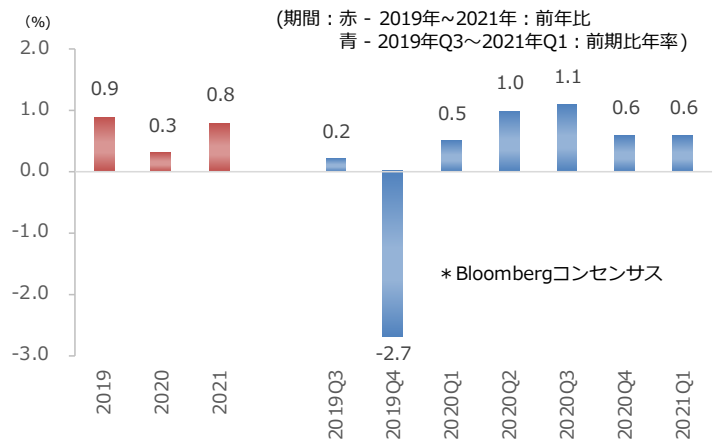
景気減速を見込む市場参加者

市場参加者は2020年の日本の実質GDP成長率が今年よりも減速すると予想しています（図表1）。消費増税の悪影響や五輪・パラリンピック後の需要減退が主な理由と考えられます。一方、弊社では来年の早い時期に米中通商協議が合意に至り、米中経済の持ち直しによる外需の拡大や公共投資がこれらの悪影響を相殺し、減速幅は市場予想ほど大きくならないと考えています。設備投資についても、IoT、5G、データセンターなどへの需要が期待される半導体関連、CASE（コネクテッド、自動運転、シェアリング、電動）への投資を迫られる自動車関連、人手不足を背景とした省力化関連の投資が需要拡大を牽引すると考えています（図表2）。国土強靱化を中心とする公共投資を含む経済対策は26兆円に上り、政府はGDPを1.4%押し上げると見込んでいます。

底堅い企業収益

このような経済環境を背景に底堅い収益成長を予想しています。暦年（1-12月）ベースのEPS（一株当たり利益）成長率は2020、21年と2年連続で加速すると予想されています（図表3）。アナリストの企業収益予想の上方修正数から下方修正数を引いた収益リビジョン指数は依然としてマイナス圏で推移していますが、直近は水準を切り上げています。米中通商摩擦の悪影響を受けて続けてきた下方修正が足元で減り始めていることを示しています。9月の日銀短観におけるドル円の下期想定レートは108.5円だったので、現在のドル円水準が継続すれば、収益リビジョン指数が再度下押しすることは避けられそうです。年度末に向けて、市場の焦点が来年度収益に移っていけば、株価がさらに上向くことも想定されます。

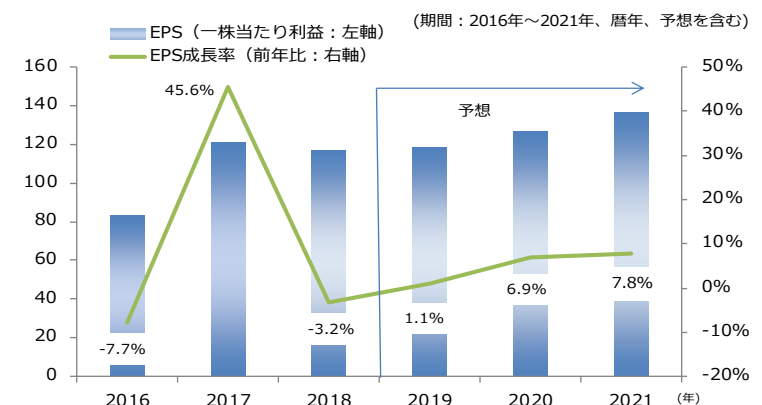
図表1 実質GDP成長率予想



図表2 半導体サイクル



図表3 TOPIXのEPS（一株当たり利益）成長率



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■ 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■ 投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

米国株式との比較

2000年以降、日本株式のパフォーマンスは小泉郵政解散前後、アベノミクス初期を除いて概ね米国株式を下回ってきました。しかし、2020年は次の3つの要因から日本株式が米国株式に若干ながらアウトパフォームする可能性があると考えています。

1. 割安なバリュエーション

日米のバリュエーション（PER：株価収益率）格差が拡大しています（図表4）。2020年に米中間の緊張緩和を受けて景気・企業収益が拡大すれば、割安なPERの修正が進むと期待されます。

2. 景気の転換点では日本株式が優位

日本株式と米国株式の業種構成を比較すると、日本株式は相対的に景気敏感セクターのウェイトが高いことがわかります（図表5）。2020年に米中間の緊張緩和を受けて世界を取り巻く経済環境が改善に転じれば景気敏感セクターの構成比が高い日本株式が米国株式にアウトパフォームする可能性が高まります。

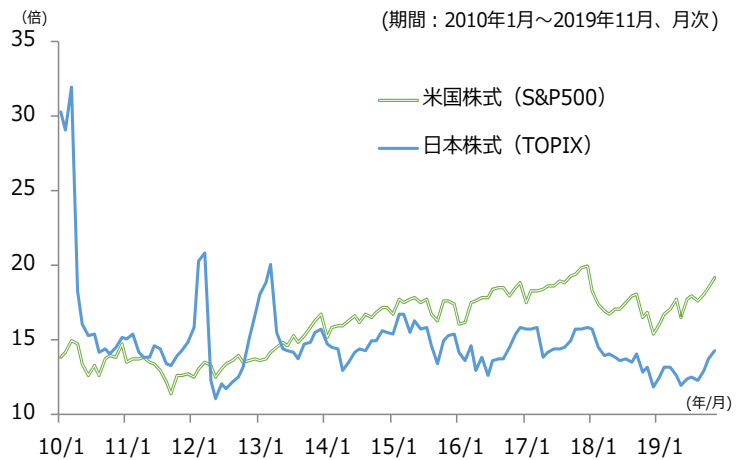
3. 企業統治の改善でROEが上昇

わが国でも安倍政権発足以来、ROE（株主資本利益率）の引上げなどを目標に企業統治を向上させる動きが活発になってきました。企業との対話を通じて企業に持続的成長を促すことを機関投資家に求める「スチュワードシップ・コード」、企業統治の改善を通して中長期的に企業価値を向上させることを企業に求める「コーポレートガバナンス・コード」がその牽引役です。その結果、経営計画にROE目標を掲げる企業は年々増加しています（図表6）。長い目で見れば、日本ではこれらの動きによって企業経営者は株主価値を重視する姿勢を強め、ROEは緩やかに上昇し、それに歩調を合わせる形で株価も上昇すると予想しています。

2020年の日本株式

2019年は米中間の関税競争を受けて世界中で景気減速が進みました。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は3回の利下げを行い流動性の面から株式市場を支えました。日本株式もEPSの成長ではなく、

図表4 日米株式市場のPER（株価収益率）



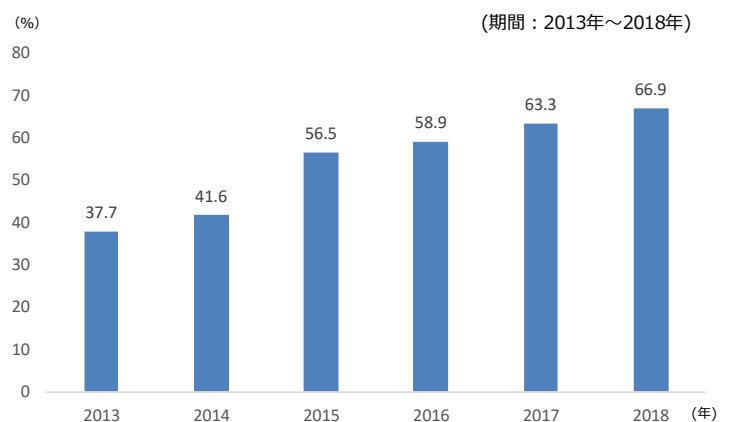
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表5 日米株式市場の業種別構成比（%：2019/10/31）

MSCIセクター	日本	米国
エネルギー(*)	0.9	4.3
金融(*)	10.5	12.9
生活必需品	8.2	7.2
一般消費財・サービス(*)	18.8	10.3
素材(*)	5.4	2.6
ヘルスケア	9.5	13.9
情報技術	11.5	22.6
資本財・サービス(*)	21.2	9.2
公益事業	1.7	3.4
不動産(*)	4.3	3.4
コミュニケーション・サービス	8.1	10.4
景気敏感セクター：(*)を合計	61.0	42.6

(注) 四捨五入の関係で合計が100にならない場合があります。
(出所) MSCIのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表6 経営計画に「ROE」目標を掲げる企業の割合



(出所) 生命保険協会、金融庁のデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

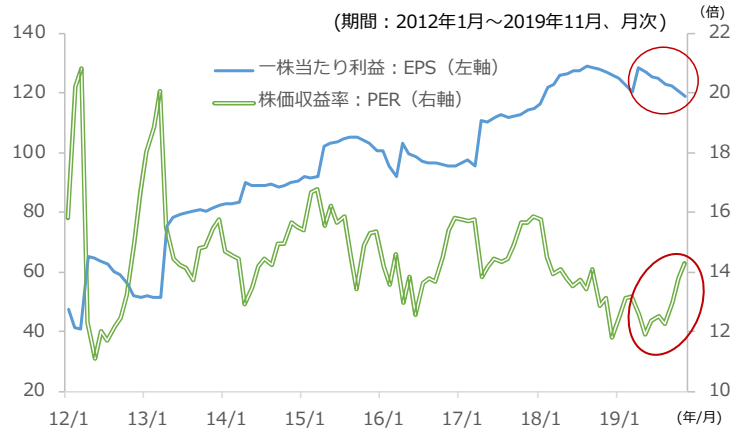
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目録見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

PERの拡大が株価を押し上げました（図表7）。2020年は米中通商協議が合意に達し、世界経済は減速から加速への転換点（ターニングポイント）を迎えると考えています。株式市場では期待先行のPER拡大による「流動性相場」から収益成長に裏付けされた「業績相場」に移行できるかどうかが来年前半の焦点になると思われます。

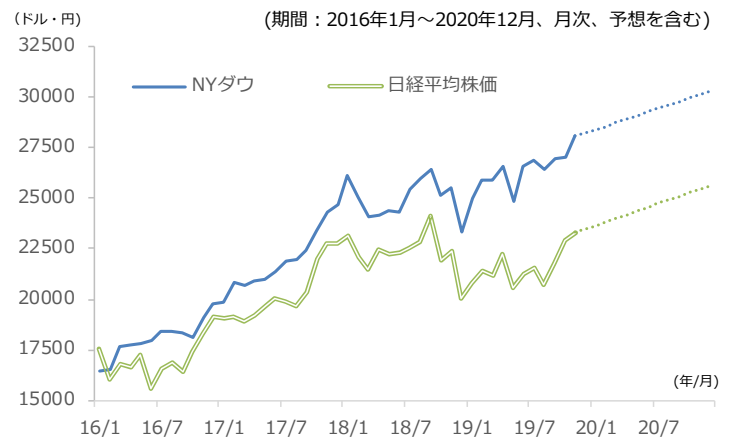
当面、日本株式は米中通商協議が合意に向かうとの期待から上値を試す展開が続けると考えていますが、来年初めに実際の合意に至れば、材料出尽くしから一時的に株価は下落に転じると予想しています。その後株式市場は流動性相場から業績相場に移行できるかどうかの正念場を迎えると考えています。米中の雪解けによって米中をはじめとする世界の経済活動や貿易量が回復に向かい、企業収益が拡大するかどうかを見極める重要な局面に入っていくと思われます。

インフレの安定を背景にFRBが早期金融引締めへ転じると考えられていないことや日銀をはじめとする主要中央銀行が金融（量的）緩和を続けていることは株式市場を支える材料になると考えています。来年1年間を見通せば、世界経済がターニングポイントを迎え、日本株式は上下動を繰り返しながらも、一桁後半のEPS成長と若干のPER拡大によって、10%前後上昇すると予想しています（図表8）。

図表7 TOPIXのEPSとPER



図表8 日米株式市場の動き（予想を含む）



(図表7-8の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額 × 購入口数 × 上限3.85% (税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額 × 0.3% 以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
 : 純資産総額 × 実質上限年率2.09% (税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額 × 上限年率0.0132% (税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
 加入協会: 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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目録見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)