

# 日本株市場の足下の動向と今後の見通し

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
2016年10月6日

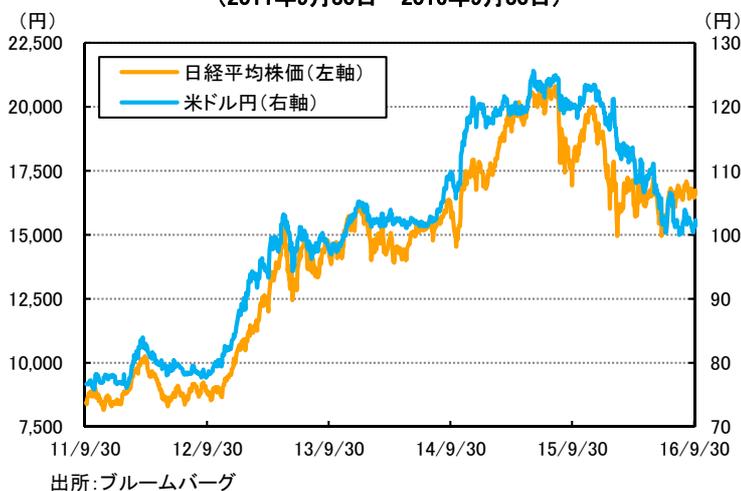
- ✓ 2016年の日本株市場は、概ね横ばいでの推移が続いている
- ✓ 日本株市場を取り巻く環境は、需給、バリュエーション、経済ファンダメンタルズなどの面で相対的に良好である
- ✓ 当面はレンジ相場が続いた後、来年にかけて上昇が期待される

## 今年2月以降の日本株市場は、概ね横ばいで推移

過去5年間の日本株市場を振り返ると、2012年12月の第2次安倍内閣発足以降、日本株は大幅に上昇を続け、日経平均株価は2015年6月に2万9000円台を付け、約18年ぶりの高値となりました。米ドル円相場については、2012年には80円を割り込む場面も見られましたが、その後、円安米ドル高が進行し、2015年6月には1米ドル125円台を付けました。

2016年の日本株市場は、1月に原油価格が急落したことなどを受けて、大幅下落となったものの、2月以降は概ね横ばいでの推移が続いています。日経平均株価は、今年1月には月間で約8%の下落となりましたが、2月以降については概ね1万5千円から1万7千円のレンジ内で横ばいでの推移が続いています。

図表1.過去5年間の日経平均株価と米ドル円相場の推移 (2011年9月30日～2016年9月30日)



## 今年9月に日銀は金融政策の新たな枠組みを導入

日銀は、2016年9月20日～21日の金融政策決定会合で、金融政策の「総括的な検証」を踏まえ、資金供給量を政策目標としたこれまでの枠組みを修正し、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という新しい枠組みを導入することを決定しました。

量的緩和の後退とも取れるとの見方が一部にあります。当社では政策の軸が緩和方向にあることは変わらないと見えています。次のアクションとしては長短金利の低め誘導(マイナス金利の深掘り)が考えられます。株式市場にとって悪材料ではありませんが、金融機関の経営環境を大きく好転させるものではないことについては留意する必要があると考えています。

図表2. 2016年9月に日銀が決定した金融政策

|   |   |
|---|---|
| 長短金利操作<br>(イールドカーブ・コントロール)  | 狙い  |
| (短期金利)<br>民間銀行が日銀にお金の一部にマイナス金利(年▲0.1%)の金利を適用するマイナス金利政策は継続、必要があればさらに引き下げると表明 | お金を融資に回すよう、金融機関に促す効果を期待したもの                       |
| (長期金利)<br>10年物国債金利がゼロ%程度になるように長期国債の買い入れを行う                                  | 低金利で運用が悪化した年金資金や、収益が圧迫された金融機関に配慮したもの              |
| 物価上昇率2%の実現に向けた信認の強化<br>(オーバーシュート型コミットメント)                                   | 狙い  |
| 物価上昇率の実績が安定的に2%を超えるまで、通貨供給量を増やし続けることを約束                                     | 「2%を超えるまで」金融緩和を続けると宣言したことと、「2%が実現する」ことへの人々の信認を強める |

出所: 日本銀行

# Market Report

## GPIF、日銀、企業による買い余力は15兆円規模にのぼると考えられる

市場での影響力の大きい外国人投資家の足下の売買代金は減少傾向にあります。国内の需給環境は良好と言えます。

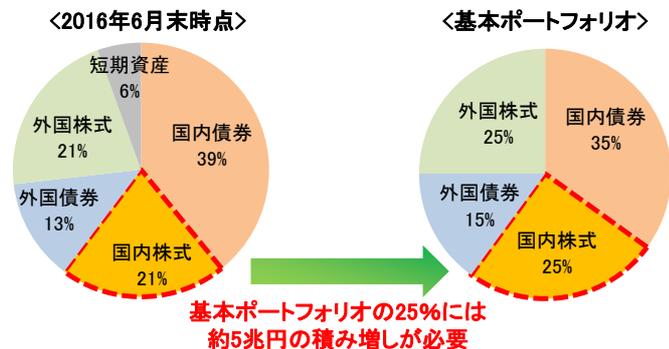
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の2016年6月末時点の国内株式保有比率は、目標を4%下回る21%となっており、基本ポートフォリオの25%に近づけるには、約5兆3,000億円の積み増しが必要になると見込まれています。

また、2016年7月の日銀金融政策決定会合では、上場投資信託(ETF)について、保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うことが決定されました。金額はこれまでの年間約3.3兆円からほぼ倍増しています。このようなGPIFの積み増しや日銀のETF買い増し期待は需給面で日本株の下支えになることが期待されます。

また、日本企業はリーマンショック以降、手元流動性を手厚くさせており、足下では約240兆円程度の現預金を保有しています(2016年6月末時点)。加えて、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの導入により、自社株買いを行う企業は増加傾向にあり、引き続き、日本株市場への資金流入が期待されます。

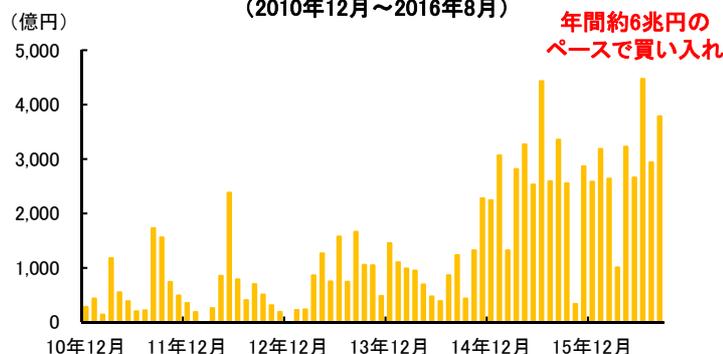
以上を勘案すると、GPIF、日銀、企業による日本株の買い余力は、15兆円規模にのぼると考えられます。

図表4.GPIFの運用資産の構成割合



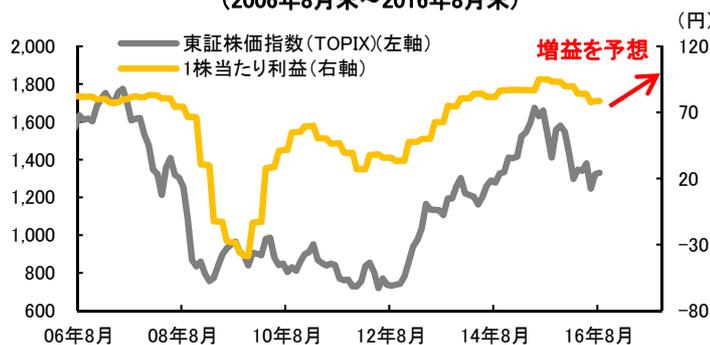
出所:年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)

図表5.日本銀行のETF買い入れ額の推移 (2010年12月~2016年8月)



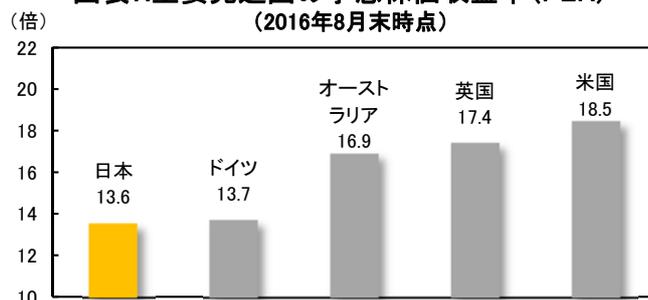
出所:ブルームバーグ

図表6.東証株価指数(TOPIX)と1株当たり利益\*1の推移 (2006年8月末~2016年8月末)



\*1 東証株価指数(TOPIX)の過去12か月加重1株当たり利益(EPS)  
出所:ブルームバーグ

図表7.主要先進国の予想株価収益率(PER)\*2 (2016年8月末時点)



(各指数について)日本:TOPIX、ドイツ:ドイツDAX指数、英国:FTSE100指数、オーストラリア:S&P/ASX200指数、米国:S&P500指数

\*2 基準時点の株価を1株当たり利益予想(ブルームバーグのコンセンサス予想)で割って算出

出所:ブルームバーグ

## 17年1-3月期の企業業績は改善に向かうものと予想

2016年に入ってから、急激な円高の進行や英国の欧州連合(EU)離脱に関する不透明感等を受け、企業業績は悪化しました。その結果、当社では企業の減益率(前年同期比)は2016年7-9月期で最大となるものの、2017年1-3月期からは増益に転じるものと予想しています。また、アナリストによる予想業績の下方修正も、この夏で最悪期は脱したと考えています。

足下の日本株のバリュエーション(PER)は、他の先進国よりも低く、割安な水準にあると言えます。また、足下のPERは13.6倍(2016年8月末時点)と、第2次安倍内閣発足後(2012年12月~2016年8月)の平均値15.0倍よりも低い水準です。今後、当社の予想通りに企業業績が増益に転じてくれば、それに伴って、バリュエーションも若干拡大していくことが予想されます。

## 当面はレンジ相場が継続した後、来年にかけて上昇が期待される

2016年の日本株市場は概ね横ばいでの推移が続いているものの、需給面ではGPIF、日銀、企業による買い余力は大きいと判断しています。バリュエーション面では、足下のPERは他の主要先進国よりも割安な水準にあり、また、第2次安倍内閣発足後(2012年12月～2016年8月)の平均値よりも低い水準です。企業業績については、今後の米ドル円相場の動向にもよるものの、当社では2017年1-3月期には増益となることを予想しています。また、足下の世界経済に目を向けると、米国のみならず中国をはじめとした新興国経済にも明るい兆しが見られ始めており、今後の日本株市場にとっての好材料が揃いつつあると判断しています。

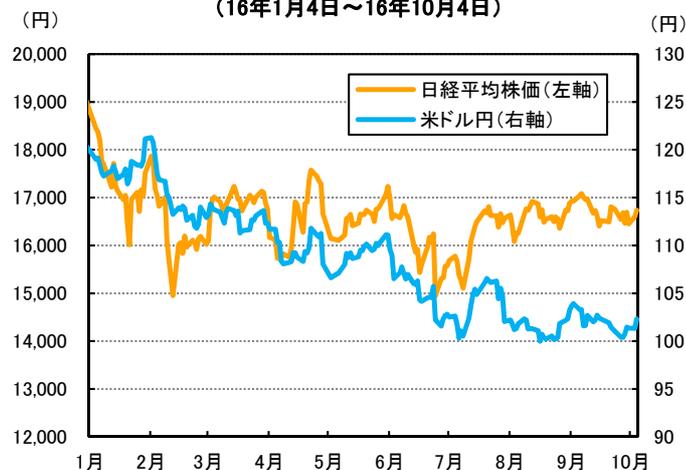
ただし、市場予想を上回るペースでの今後の米国の利上げや、米国や中国の景気減速、原油価格の下落といった様々なリスク要因には依然として注意が必要です。また、米ドル円相場が100円を大幅に下回るような水準にまで円高米ドル安が進行してしまうと、企業業績にもマイナスの影響が出てしまいます。

以上のことを踏まえ、当社では当面はレンジ相場が継続する可能性が高いと考えているものの、来年にかけては再び上昇が期待されると見えています。

図表8. 今後の日本株市場における主なリスク要因

- 米国の予想を上回るペースでの利上げ
- 米国や中国の景気減速
- 地政学的リスクの高まり
- 原油価格のさらなる下落

図表9. 年初来での日経平均株価と米ドル円相場の推移  
(16年1月4日～16年10月4日)



出所:ブルームバーグ



## Market Report

### <投資信託に係るリスクについて>

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、金利の変動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。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

### <投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

### <投資信託に係る費用について>

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、または、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)等をご覧ください。

投資信託の取得時: 申込手数料、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

投資信託の保有時: 信託報酬、監査費用

信託報酬、監査費用は、信託財産の中から日々控除され、間接的に受益者の負担となります。その他に有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用等が実費としてかかります。また、他の投資信託へ投資する投資信託の場合には、当該投資信託において上記の費用がかかることがあります。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する実費相当額が、信託財産中から支払われる場合があります。



**BNY MELLON**

BNY Mellon・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第406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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

■当資料は、BNY Mellon・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が情報提供を目的として作成した資料であり、特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。■当資料は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、情報の正確性・完全性について保証するものではありません。■当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに今後変更されることがあります。■当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。■ファンドに生じた損益は、すべて受益者の皆様に帰属します。