

THE SMAM LETTER

日本株式は 新たなスタートラインに



私たちは日本株に強気です

資産形成なら **SMAM** 

Sumitomo Mitsui Asset Management

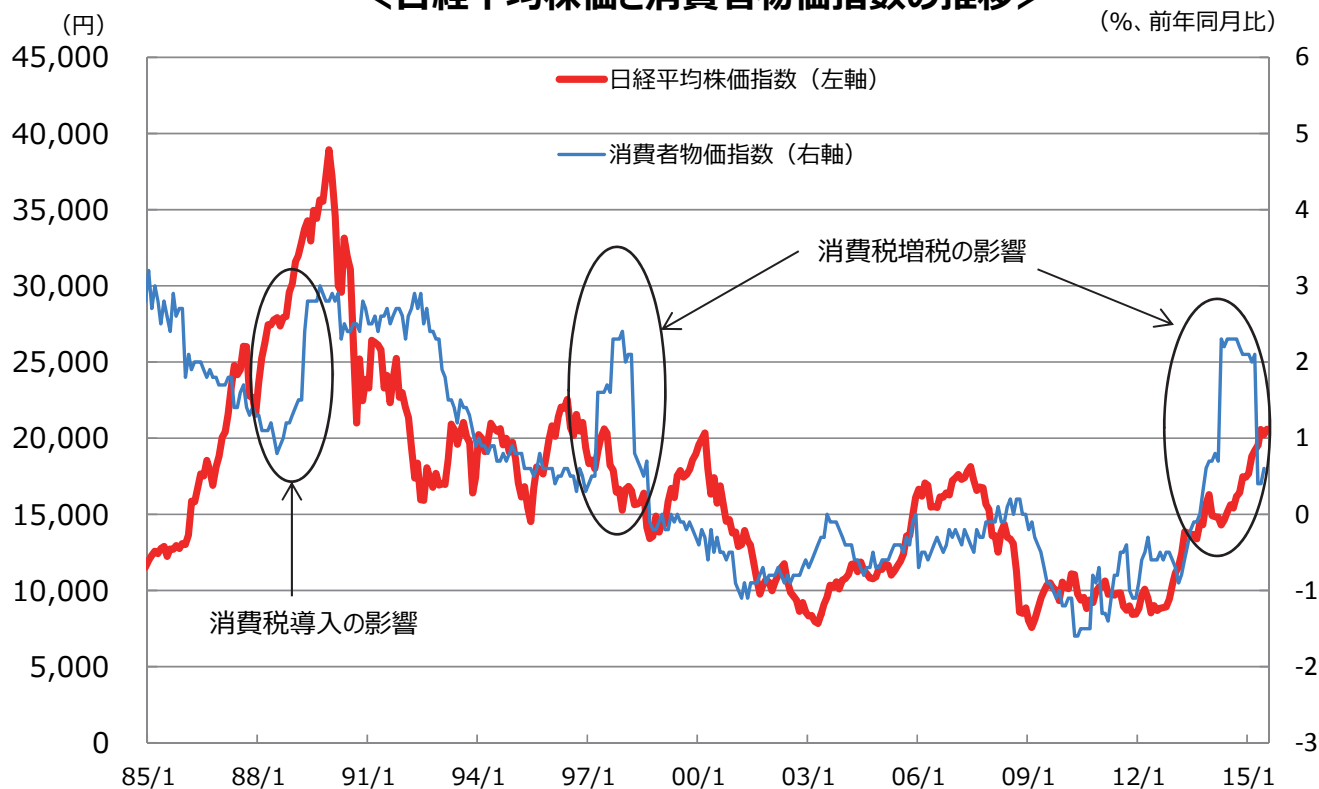
デフレからノーマルなインフレへ

CPI（消費者物価指数）はプラス転換、賃金も上昇し始めており、日本経済は20年近く続いたデフレから脱却し、ノーマルなインフレへと移行しつつあります。

インフレ経済下では、現金の価値が実質的に目減りすることから、インフレに強い特性を持つ株式への注目度が高まると考えられます。

企業業績は引き続き拡大が見込まれています。小泉政権時には、構造改革に期待した外国人投資家の積極的な日本株買いが、株価上昇のけん引役となりました。

＜日経平均株価と消費者物価指数の推移＞

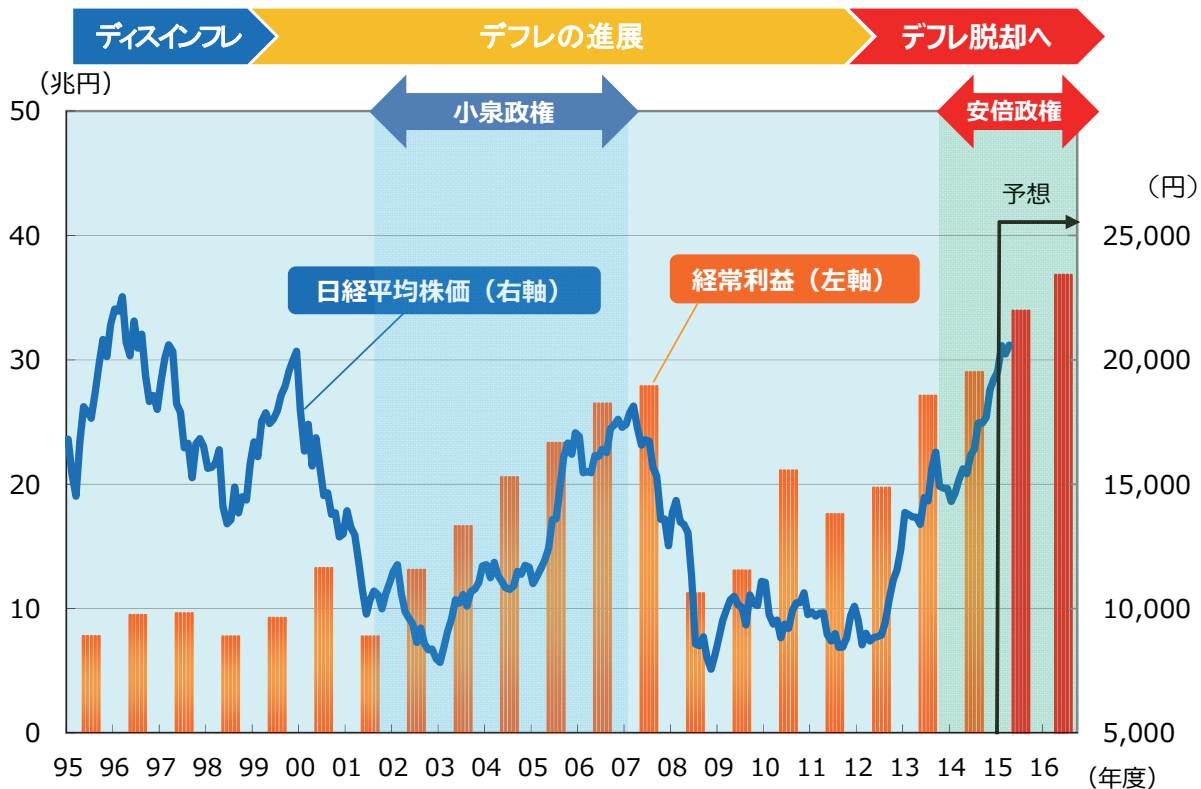


(注1) データは1985年1月～2015年7月（消費者物価指数は6月まで）。日経平均株価は月末値。 (年/月)
 (注2) 消費者物価指数は食料（酒類除く）およびエネルギー除く総合指数。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

※ 上記は過去の実績であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

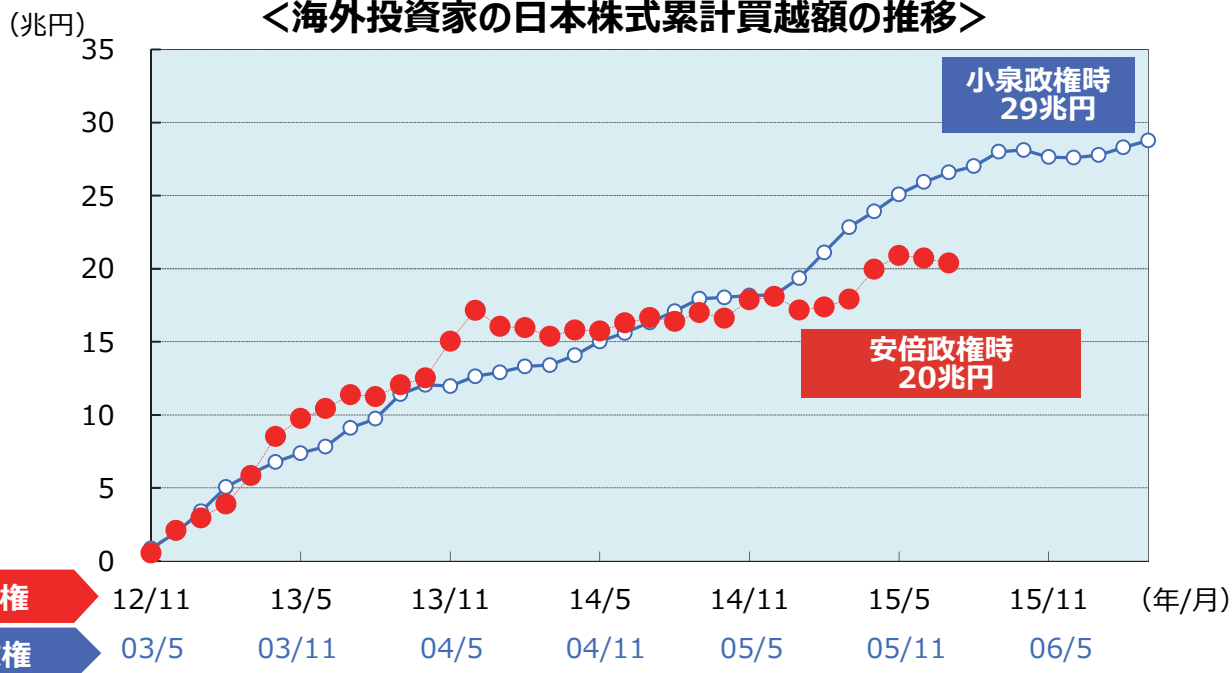
作成基準：2015年7月

＜日経平均株価と経常利益の推移＞



(注1) 日経平均株価は1995年4月～2015年7月 (月末ベース)。
 (注2) 経常利益は1995年度～2016年度の三井住友アセットマネジメントのコアリサーチユニバース (東証1部上場企業を主体とした、除く金融ベースの企業群) の集計 (2015、2016年度は三井住友アセットマネジメント予想)。
 (出所) Bloomberg等のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成
 ※上記は過去の実績および将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

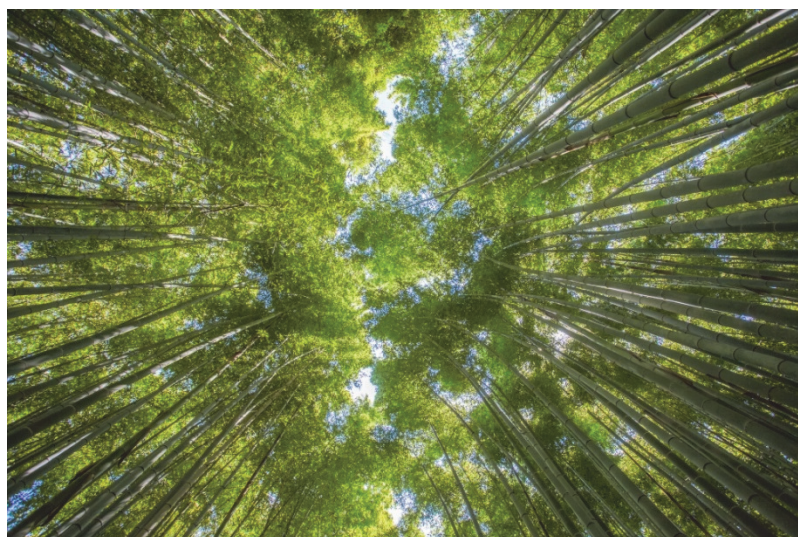
＜海外投資家の日本株式累計買越額の推移＞



(注) データは、小泉政権時は2003年5月第1週※～2006年9月第5週、安倍政権時は2012年11月第3週※※～2015年7月第5週。
 ※上昇に転換した局面、※※野田前首相が衆議院解散を表明した局面。
 (出所) Bloomberg等のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成
 ※上記は過去の実績であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

各国中央銀行の異例ともいえる低金利政策により、**世界経済は持ち直しつつあります。**米国をはじめとした先進国の低金利政策は、新興国への証券投資を通じ新興国株価や不動産価格の上昇につながりました。**欧州の大半を含む地域は未だ一進一退の状況ですが、米国や英国、一部の新興国市場の回復感はより力強さを増してきました。**

日本においても、アベノミクスや日銀の量的・質的金融緩和を通じ、株価は大きく上昇しました。足元では物価や賃金の上昇がようやく実現し始めており、**経済の好循環がようやく緒につき始めたように感じられます。**



そのような状況を受け、FRB（米連邦準備制度理事会）が利上げを視野に入れている一方、ECB（欧州中央銀行）やBOJ（日本銀行）は更なる金融緩和の可能性を示唆しており、各国の中央銀行は異なる方向へと歩み始めています。そして、FRBの利上げへの思惑から、資産価格の変動性が上昇しています。

このような環境は、日本株式市場にどのような影響を及ぼすのでしょうか？

日経平均株価は、2000年のITバブル時の高値を超えてきました。日本株は既に割高で、売却を検討するタイミングなののでしょうか？・・・一方で「まだはもうなり、もうはまだなり」という相場格言も頭をよぎります。

私たちは中長期で日本株に強気です。改めて現状を認識し、日経平均が3万円、そしてバブル時の高値を超える4万円へと上昇するための条件や課題・リスクについての留意点をまとめました。



投資環境に関する

注目点

1. 日本株は割高ではない。利益成長を加味すれば割安感も
2. EPS（1株当たり利益）を押し上げる要素は多い
3. デッドガバナンスからエクイティガバナンスへ
4. 生産性向上、労働力不足を補う方策は・・・？



投資時期に関する

注目点

1. 欧州の量的緩和 : 2016年9月
2. 消費税率10%導入 : 2017年4月
3. 総裁任期 : 2018年問題
4. 東京オリンピック : 2020年



投資環境に関する

注目点

1. 日本株は割高ではない。利益成長を加味すれば割安感も

第二次安倍政権発足後、成長戦略やその改訂、日銀による量的・質的金融緩和を経て、政権発足前に比べ日経平均株価は倍以上に上昇し、2000年のITバブル時の高値を超えてきました。日本株は既に割高で、売却を検討するタイミングなのでしょうか？

私たちはそうは見ていません。日本株は米国株や欧州株とくらべ、依然として出遅れているとみています。予想PERや実績PBRはバブル（1989年）時対比はもちろん、ITバブル（2000年）やリーマンショック前（2007年）と対比しても依然低位にあります。世界主要国の12ヵ月先予想PER水準対比では割安感は乏しい状況となっていますが、日本は2期連続で2ケタの利益成長が見込まれており、利益の伸びを加味すれば相対的には未だ割安感があるとみています。

<日米欧の株式市場の推移>



(注1) データは1999年12月末～2015年7月末。1999年12月末を100として指数化。

(注2) 日本はTOPIX（東証株価指数）、米国はS&P500種指数、欧州はストックス・ヨーロッパ600指数（すべて配当込み、現地通貨ベース）を使用。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

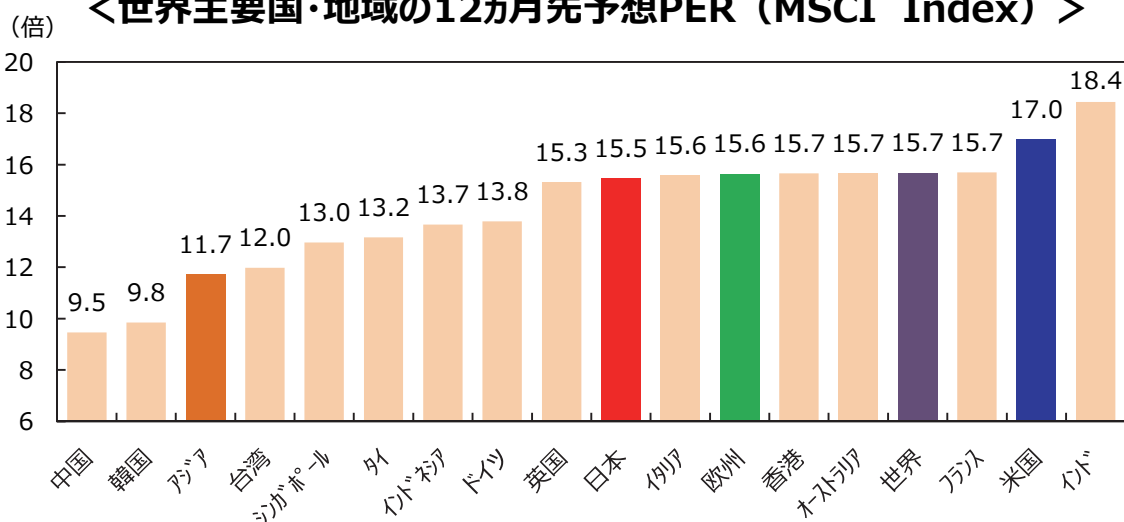
※上記は過去の実績であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

作成基準：2015年7月

<日経平均高値時のTOPIXと東証1部の各種指標等>

日付	1989/12/29	2000/4/12	2007/7/9	2015/6/24
日経平均	38,915.87	20,833.21	18,261.98	20,868.03
TOPIX	2,881.37	1,706.34	1,792.23	1,679.89
12ヵ月先予想 PER (倍)	53.9	41.6	18.5	16.0
12ヵ月先予想 EPS	53.5	41.3	97.1	105.4
実績 PBR (倍)	5.27	2.53	1.96	1.47
実績 BPS	547	674	912	1,141
12ヵ月先予想 ROE (%)	9.8	6.1	9.7	8.7
今期予想配当利回り (%)	0.44	0.54	1.25	1.80
円/米ドル	143.84	105.90	123.28	124.34
10年長期国債利回り(%)	5.62	1.79	1.96	0.46

<世界主要国・地域の12ヵ月先予想PER (MSCI Index) >



<世界主要国・地域の業績見通し>

	売上高伸び率 (%)		EBIT伸び率 (%)		EPS伸び率 (%)	
	15年度	16年度	15年度	16年度	15年度	16年度
インド	2.79	11.57	11.39	18.30	12.01	19.33
日本	1.04	3.47	13.76	10.22	14.21	12.08
韓国	-2.16	4.46	12.23	11.16	18.85	7.85
ドイツ	6.35	3.44	9.06	9.77	14.88	9.83
アジア	0.95	7.68	7.19	11.37	6.48	10.36
台湾	1.68	5.58	10.57	7.67	7.69	6.10
香港	15.08	8.69	6.24	10.98	-18.24	10.26
中国	1.47	9.29	5.77	11.20	7.07	11.85
フランス	-0.12	4.75	6.29	9.49	10.36	11.89
タイ	-6.83	9.51	6.64	8.10	19.59	14.76
イタリヤ	-0.73	3.25	5.37	9.35	85.80	21.77
インドネシア	3.55	10.09	2.56	11.76	1.20	14.27
世界	-0.94	5.85	3.14	10.80	3.25	11.49
米国	-1.65	5.81	2.08	11.23	0.61	11.49
欧州	-2.04	5.02	0.19	9.30	4.56	10.67
シンガポール	0.63	4.66	-0.23	8.25	-1.23	7.87
オーストラリア	-5.77	2.89	-10.35	7.63	-3.48	5.88
英国	-13.23	7.35	-13.31	10.44	-10.41	10.40

(注) データは2015年7月末。アジアはAC Asia、欧州はAC Europe、世界はAC World。予想はFactSetコンセンサス。
(出所) FactSet等のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。作成基準：2015年7月



投資環境に関する

注目点

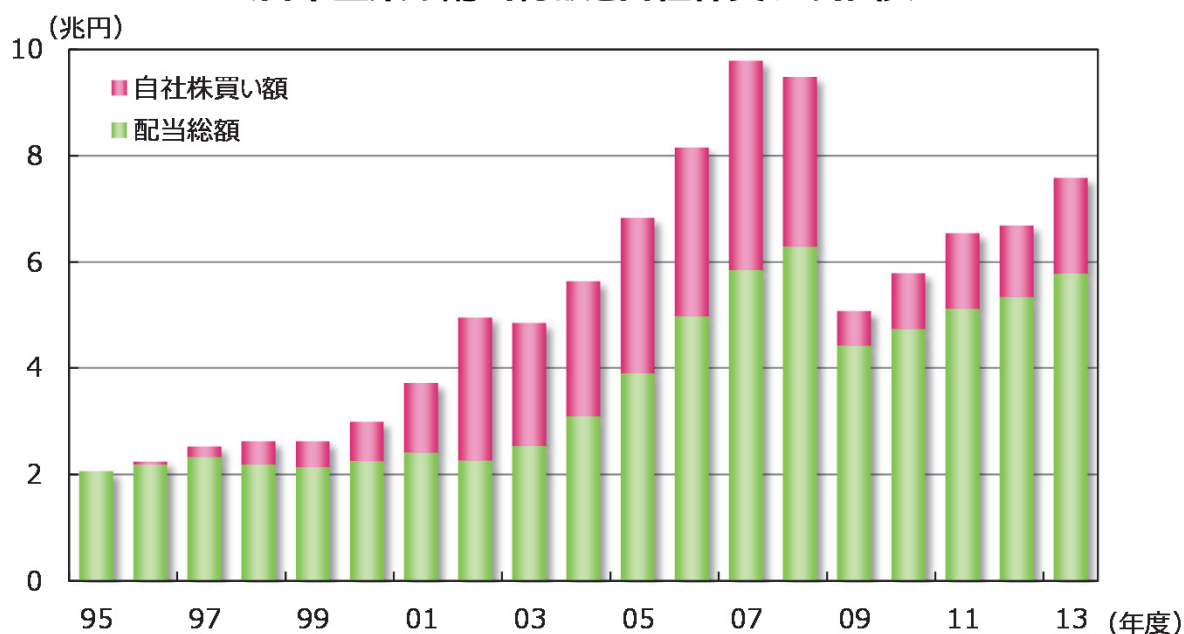
2. EPS（1株当たり利益）を押し上げる要素は多い

株価はPER×EPSに分解できます。前項で、現状の日本株のPERに割高感がないことはお伝えしましたが、40倍や50倍といったITバブル期あるいはバブル期水準までPERが拡張する前提で投資行動を取ることは適切ではないと考えます。従って、**フロー面の指標では、株価の上昇はEPSの増加余地が焦点となります。**

EPSの増加には、一義的には企業業績の拡大が必要ですが、**自社株買いや法人税率の引き下げもEPSの増加に直結します。**日本企業の総還元性向は欧米に比べ低く、改善余地は大きいと考えられます。

法人税率も、国・地方の法人実効税率は現行の34.62%から、32.11%（平成27年度）、31.33%（平成28年度）へと引下げが決定しました（平成27年度税制改正）。平成29年度以降も法人実効税率を20%台まで下げることを目指して改革が継続される見通しです。

＜日本企業の配当総額と自社株買いの推移＞



(注) データは1995年度～2013年度。

(出所) FactSetのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

※ 上記は過去の実績であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

作成基準：2015年7月

<日米欧の総還元性向の比較>

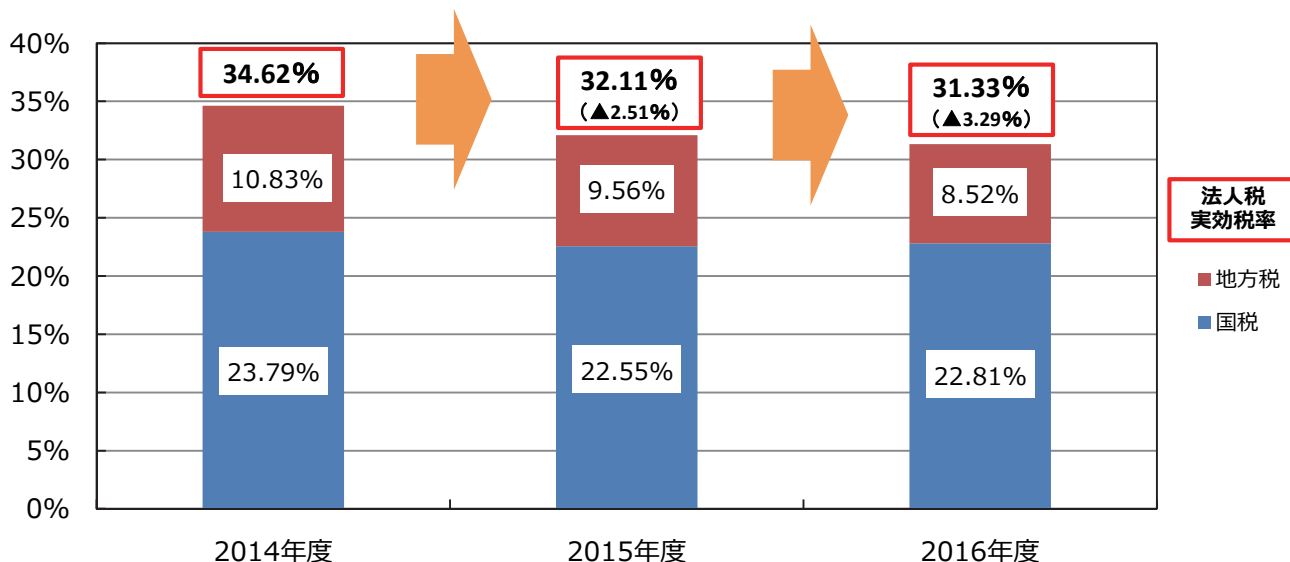
	総還元性向	配当性向	自社株買い額 ÷ 当期純利益
日本	36.2%	25.9%	10.3%
米国	85.7%	34.7%	51.0%
欧州	84.1%	62.6%	21.4%

- * 1総還元性向とは、当期純利益に対する、配当額と自社株買い額の合計の割合を表したものです。
総還元性向 = (配当額 + 自社株買い額) ÷ 当期純利益 × 100%
- * 2配当性向とは、当期純利益の中から、配当金をどのくらい支払っているかの割合を表したものです。
配当性向 = 配当額 ÷ 当期純利益 × 100%

(注1) データは2013年。小数点以下第2位を四捨五入。
 (注2) 日本はTOPIX、米国はS&P500種指数、欧州はストックス・ヨーロッパ600指数を使用。
 (出所) FactSetのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

※ 上記は過去の実績であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

<法人実効税率の引下げの概要>



(注) () 内は現行比増減。
 (出所) 財務省「国・地方合わせた法人税率の国際比較」(2015年4月現在)等を基に三井住友アセットマネジメント作成

※ 上記は当資料作成時点のものであり、今後の市場環境等を保証するものではありません。



投資環境に関する

注目点

3. デッドガバナンスからエクイティガバナンスへ

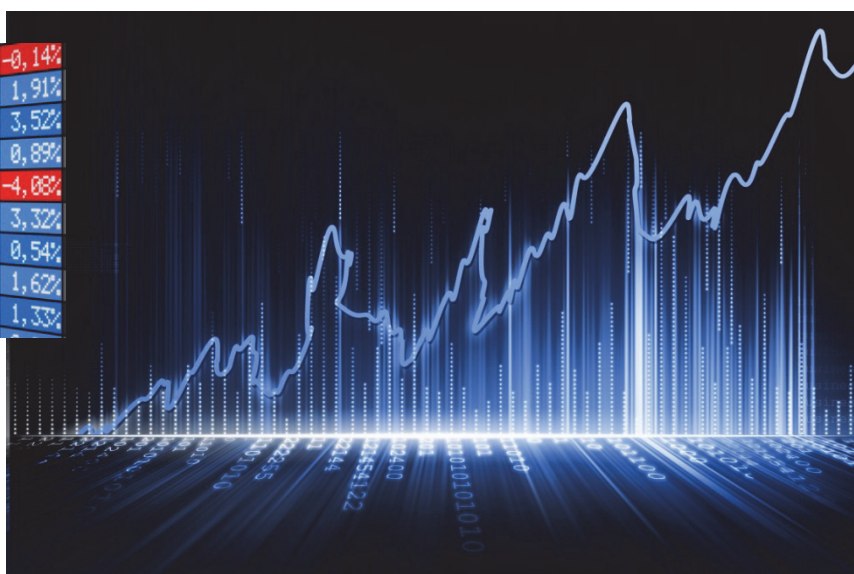
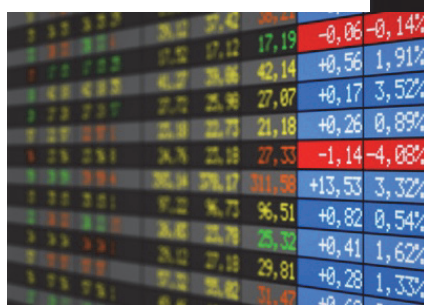
1990年代後半の金融危機を受け、日本の企業部門は有利子負債の圧縮に動き、2000年以降の日本の企業部門は概ね資金余剰の状態にあります。そのため、従来銀行が担っていた企業に対する外部からの統制を資本市場が果たす必要性が増しています。

そのような中、日本取引所グループは上場企業に対しコーポレートガバナンス・コード導入を要請し、主要な機関投資家もスチュワードシップ・コードを受け入れ、中長期的な視点で企業の持続的成長に向け協働する取組みが開始しています。このような取組みは、企業の資本効率を高め、企業価値の向上（≒株価の上昇）につながるものと期待されます。

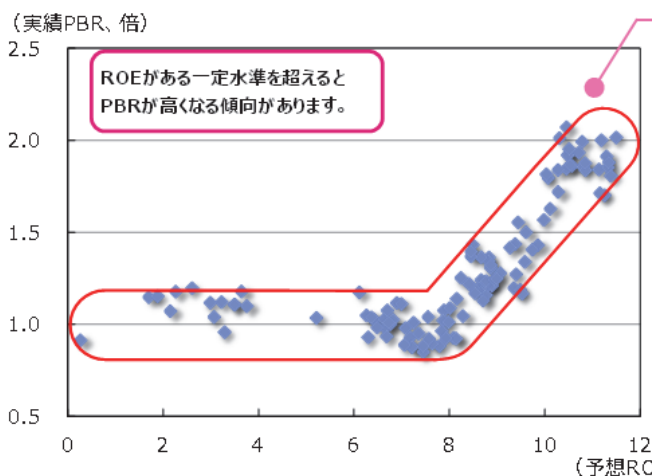
企業価値向上への期待の高まりを通じて、日本の家計資産（2015年3月末で約1,708兆円）におけるリスク性資産※の保有割合がユーロ圏並みに近づくだけで、約143兆円の資金流入につながります。この金額は、流入ペースにもよりますが、GPIFや3共済の資産構成比の見直しに伴う資金流入よりはるかに大きなインパクトをもたらす可能性があるかとみています。

また、私たちは、みさき投資株式会社との戦略的業務・資本提携を通じ、エンゲージメント（目的を持った対話）活動の一層の強化・推進を図り、投資対象企業の企業価値向上や持続的成長をより一層促していく方針です。

※株式・出資金と投資信託の合計をリスク性資産として定義



<日本企業の予想ROEと実績PBRの関係>



ROEが高くなるにつれ、PBR（株価純資産倍率）も高くなる傾向があり、今後、日本企業のROEの上昇に伴い、株価の上昇を期待。

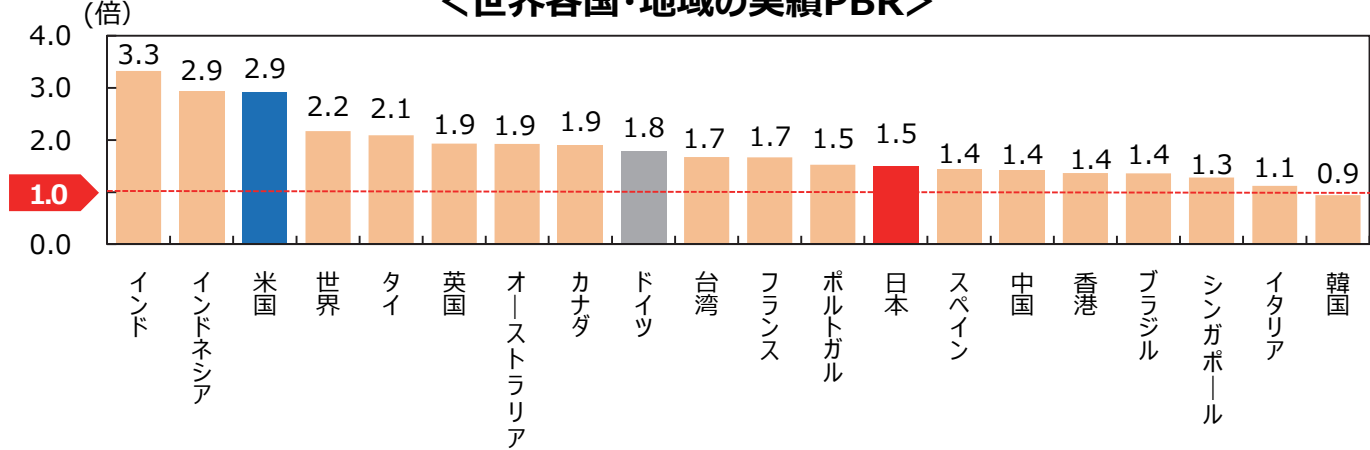
<計算式>

PBR (倍) (株価純資産倍率)	=	ROE (%) (自己資本利益率)	×	PER (倍) (株価収益率)
↓		↓		↓
株価	=	1株当たり純利益 (EPS)	×	株価
1株当たり純資産 (BPS)		1株当たり純資産 (BPS)		1株当たり純利益 (EPS)

※BPS（1株当たり純資産）は純資産（≒自己資本）を発行済み株式数で割って算出した値です。

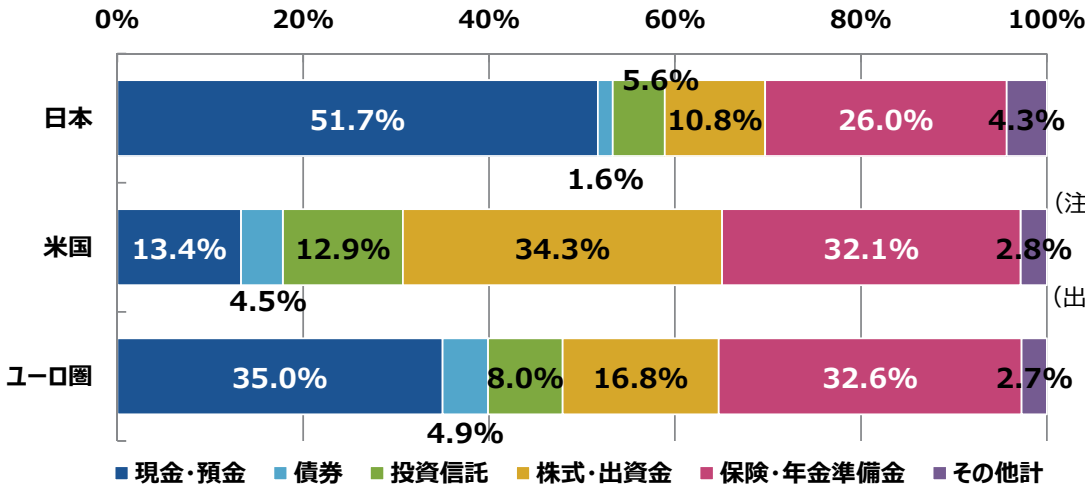
(注1) データは2005年9月末～2015年7月末。
 (注2) 予想ROEと実績PBRはTOPIX構成銘柄が対象。各月末の予想ROEと実績PBRの関係を表示。ただし、予想ROEがマイナスのデータは除外。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<世界各国・地域の実績PBR>



(注) データは2015年7月末。(出所) FactSetのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<日、米、ユーロ圏の家計の資産構成> (金融資産に占める割合)



(注) データは、日本・米国は2015年3月末、ユーロ圏は2014年12月末。

(出所) 日本銀行「資金循環の日米欧比較」(2015.7.2)より三井住友アセットマネジメント作成



投資環境に関する

注目点

4. 生産性向上、労働力不足を補う方策は・・・？

日本は少子高齢化が進展、人口減少を迎えています。従って、今後日本が中長期的に経済成長を実現するためには、様々な施策を通じた生産性の向上が不可欠と思われます。

2015年に更新された成長戦略では、政府は産業の新陳代謝の促進、雇用制度改革・人材力の強化、大学改革・イノベーション、市場創造等を通じた生産性向上により、人口減を背景とした労働力の供給制約の解消、経済成長の実現を打ち出しています。

産業の新陳代謝の促進では、M&A市場の拡大に注目しています。M&Aにより、被買収会社の生産性が引き上げられたり、中には雇用流動化によって、生産性の低い産業から生産性の高い産業へ人材の配置転換が進むことも期待されるためです。雇用制度改革・人材力の強化では、人口や総労働時間の減少抑制策も大事な施策と言えるでしょう。

私たちは、ロボット活用等による生産性向上の取組みに加え、移民・外国人労働者の受入れ拡大や、託児所・保育園・幼稚園の整備、配偶者控除103万円・社会保障130万円の壁の見直しといった、働く女性を後押しする施策がどの程度進展するかについて注目しています。また、年金支給開始年齢の見直しが結果として元気な高齢者の労働参加率引上げにつながる効果も無視できないと考えています。

成長戦略の全体像

産業の新陳代謝の促進

- ・IOT
- ・ビッグデータ
- ・人工知能の活用
- ・サービス産業の生産性向上
- ・ベンチャー企業をシリコンバレーに派遣



雇用制度改革・人材力の強化

- ・中高年向けのインターンシップ制度創設
- ・女性が働きやすい環境を整備



大学改革・イノベーション

- ・世界の大学と互角に渡り合う「特定研究大学」制度創設
- ・国立大の経営の自由度を拡大

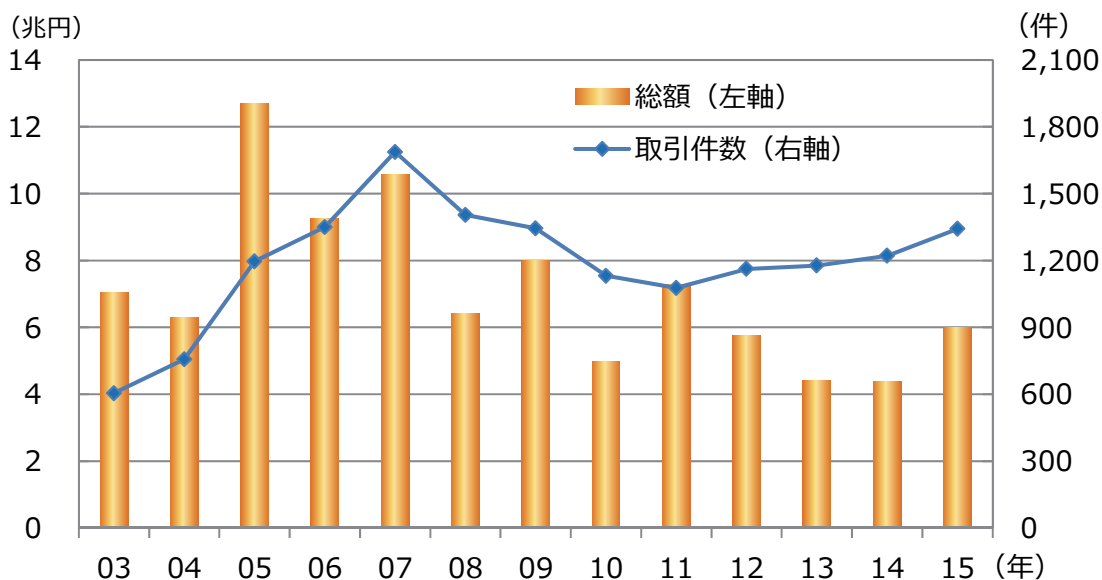


市場創造

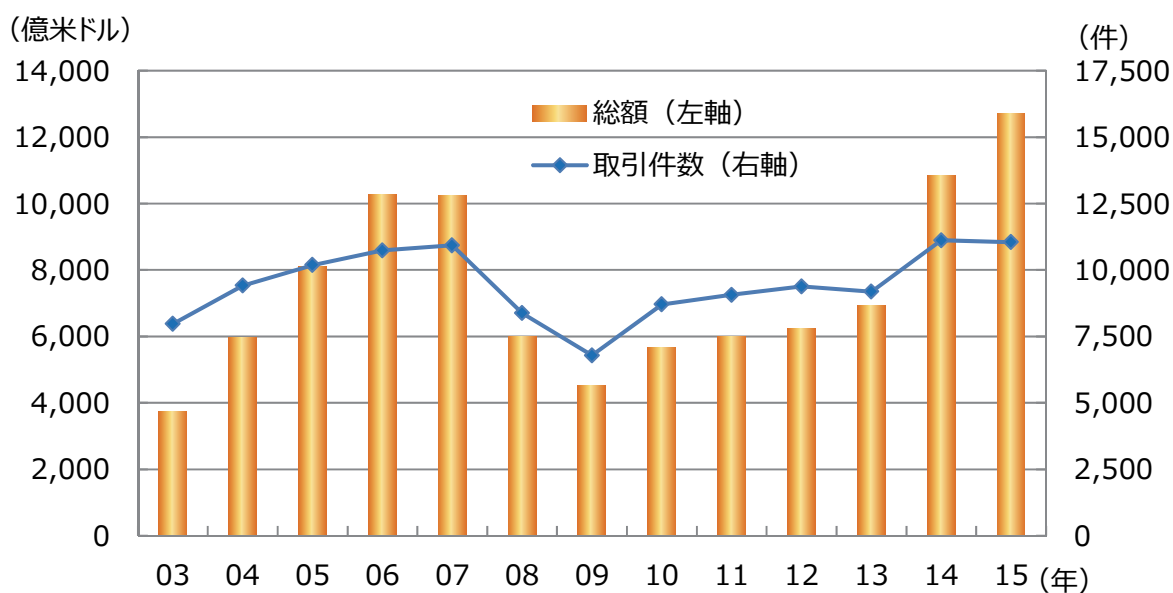
- ・外国人患者に対応した「日本国際病院」を認定
- ・都道府県単位で農業経営の法人化目標



<日本のM&Aの推移>



<米国のM&Aの推移>



(注) データは2003年～2015年。2015年は同年1～6月の実績を2倍したもの。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

※上記は過去の実績であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

作成基準：2015年7月



～彼を知り己を知れば百戦殆からず～

先行きを見通すと、株式市場の変動性が高まると思われる、留意すべきイベントが存在します。事前に認識し、必要に応じ心構えやポジション調整等適切に対処しておくことで、下落局面での追加購入など、狼狽せずに対応することが可能となります。

1. 欧州の量的緩和 : 2016年9月

ECBは、2015年1月に決定し同年3月から開始した量的金融緩和について、当面2016年9月まで継続し「2%に近い中期的な物価上昇率の目標」の達成が見通せるまで必要なら延長を検討する、としています。

FRBによる量的緩和の終了アナウンス以降の世界の資産価格の変動は記憶に新しいところです。同様に、ECBが2016年9月に量的緩和を終了するか否かを巡る思惑から、時期が近づくにつれ株式市場の変動幅が大きくなることも念頭においた対処が必要と考えています。



2. 消費税率10%導入 : 2017年4月

2015年度税制改正関連法により、2015年10月に予定されていた消費税率10%への引上げは、2017年4月へと延期されました。景気判断条項は付帯されておらず、各種報道によれば、世界規模の経済危機や大災害が発生しない限り今回はこのまま実施する方針とされています。

2014年4月の消費税率8%への引上げによる経済への反動は、大方の事前想定より長引き、株式市場の下押し要因となりました。

2017年4月に消費税率10%導入となる場合も、事前の織り込み程度や経済環境にも留意しつつ、株式市場の変動要因として注意しておく必要があります。





3. 総裁任期

: 2018年問題

2018年は、2人の総裁が任期を迎えます。黒田日銀総裁（4月）と安倍首相（自民党総裁、9月）です。

安倍首相は2015年9月の総裁選で再選される可能性が高いとみていますが、総裁の任期は「2期6年まで」と定められています。そのため、首相としての任期もあわせて終了となります。日銀法では総裁の再任は可能となっていますが、株式市場では2018年をアベノミクスの節目と捉える見方も多いようです。



日銀の量的・質的金融緩和政策の出口戦略の議論も出てくると思われることから、長期金利への影響とあわせ、株式市場への影響に留意する必要があります。



4. 東京オリンピック

: 2020年

東京オリンピックは2020年（7月）に開催されます。



2020年に向け、建設・不動産投資や訪日外国人増加に伴うインバウンド需要の盛り上がり期待されますが、オリンピック後は景気がピークアウトする懸念が拭えません。

それに加え、夏期オリンピックは米国の大統領選挙と時期が重なることも反動が懸念される要因です。米国では、秋の大統領選をにらみ、政権が景気対策を打ち出すことが多く、世界最大の経済大国である米国の景気が良くなれば、日本の輸出も伸びて経済が潤うためです。



開催年に押し上げられる分、翌年の株価や景気が弱含みがちになる点は注意が必要と思われます。

【当資料のご利用にあたって重要な注意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等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。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

三井住友アセットマネジメント株式会社 ご不明な点は下記にお問い合わせ下さい。

<お客さま専用フリーダイヤル> 0120-88-2976 受付時間：営業日の午前9時～午後5時

<ホームページ> <http://www.smam-jp.com>

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399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