



# JAPAN IN MOTION

**日興アセットマネジメント**

日興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368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

まとめ

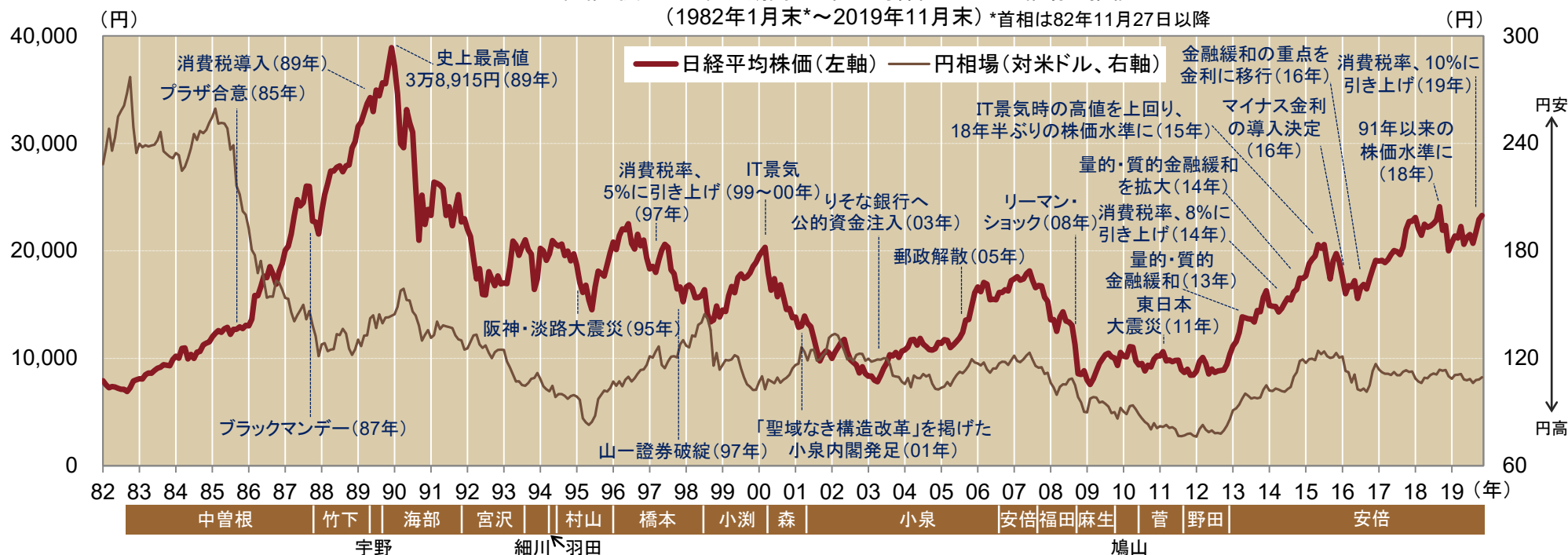
# 企業の「稼ぐ力」が評価される、新たな株価上昇局面へ

- 日経平均株価は、1996年6月につけたバブル崩壊後の高値を2017年11月に上回った後、18年1月にはおよそ26年ぶりに2万4,000円台となりました。さらに、安倍首相の自民党総裁3選を経て、10月には1991年11月以来の高値をつけました。
- 96年当時と異なり、足元での日本株式の上昇は、過去最高水準の利益を上げる企業の「稼ぐ力」に裏付けられた、過熱感のない上昇です。そして、今後も過去最高益の更新が見込まれていることから、更なる株価上昇が見込まれます。

## 景気の回復感を欠くが、市場は企業の「稼ぐ力」を評価

＜歴代首相(敬称略)の在任期間と日経平均株価および円相場の推移＞

(1982年1月末\*~2019年11月末) \*首相は82年11月27日以降



※ 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

金融政策

# 景気や株価を支える「異次元緩和」は長期化の見通し

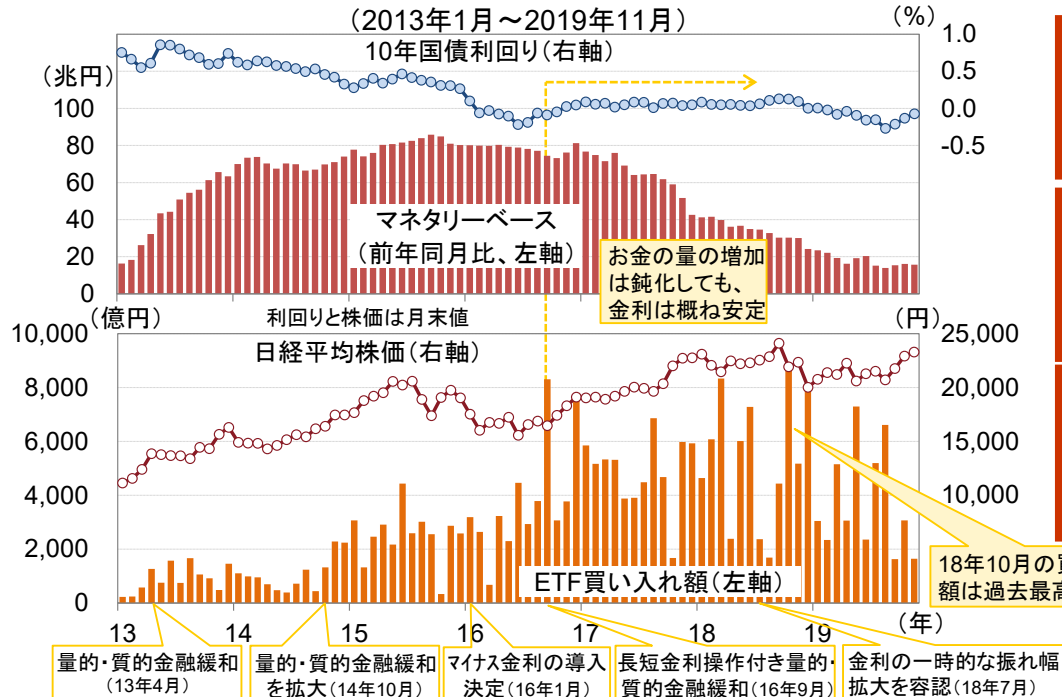
\*対象は、銀行が日銀に預けている資金の一部

- 日銀は、「量的・質的金融緩和」を2013年に導入して以降、その強化を繰り返し、16年にはマイナス金利\*を導入、さらに長短金利を誘導目標とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に踏み切り、足元では金利に緩和の軸を置いています。
- そして、日銀は政策金利について、2%の「物価安定の目標」の実現に向けた勢いが損なわれるおそれに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとして、利下げの可能性を明示しています。

足元では金利が緩和の軸

20年末まで現行並みの金利水準との見方が優勢

<「量的・質的金融緩和」から「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」へ>  
(2013年1月～2019年11月)



<金利見通しの分布\*\*>

長短金利 (%) の予想水準	▲0.3 ~ ▲0.2 未満	▲0.2 ~ ▲0.1 未満	▲0.1 ~ 0.0 未満	0.0 ~ 0.1 未満	0.1 ~ 0.2 未満	0.2 ~ 0.3 未満	0.3 ~ 0.5 未満
政策金利	19年末: 2	20年末: 2	19年末: 1, 20年末: 3	32	30		
長期金利の誘導目標	19年末: 1	20年末: 1	1	33	31		

(単位:人) 注:色塗り部分は現行の金利水準

\*\*民間エコノミスト約40人(機関)による予測の集計  
(2019年11月12日発表、回答期間:2019年10月28日~11月5日)  
日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」より  
日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび予測であり、将来を約束するものではありません。

日本銀行などのデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

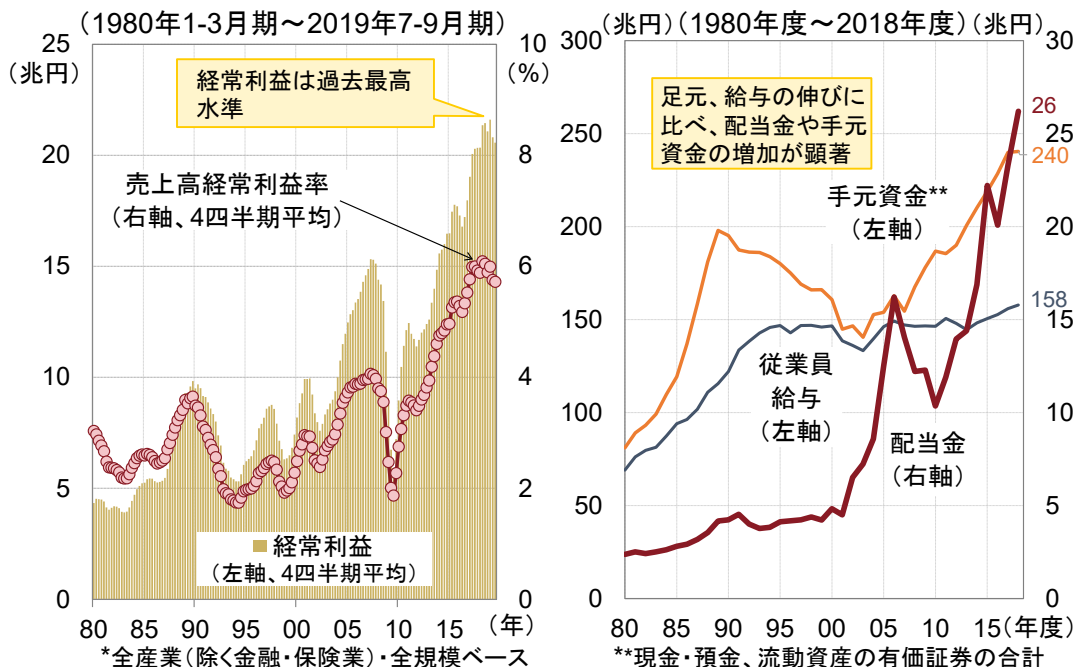
経済政策

# 「経済の好循環」の確立に向け、企業の背中を押す政府

- 「経済の好循環」の確立を目指す安倍政権は、企業の「稼ぐ力」に注目し、法人税率引き下げなどで企業を支援する一方、賃上げや設備投資を要請してきました。今後は、業績拡大で増えた手元資金の有効活用を企業に促すことを検討しています。
- また、中長期的には、成長の成果を子育て支援や社会保障の基盤強化などへ分配し、安心できる社会基盤を築くことにより、「成長と分配の好循環」を構築するとしています。

## 賃金・設備投資への高収益の活用が求められる企業

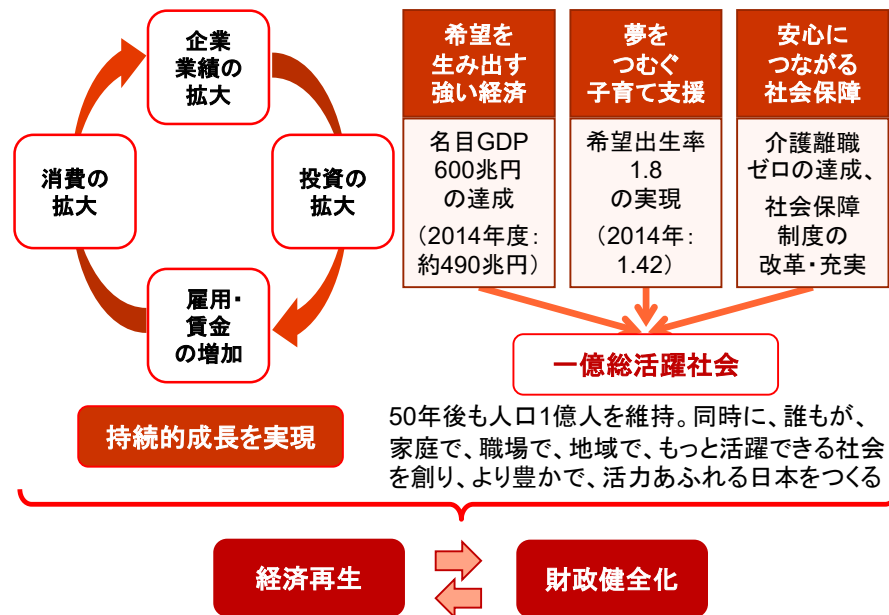
＜企業\*の経常利益などの推移＞



## 2020年に向けた経済成長のエンジン

＜「経済の好循環」のイメージ＞

＜2020年に向けての目標＞



法人企業統計のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

首相官邸および自由民主党のホームページを参考として日興アセットマネジメントが作成

※上記はイメージであり、実際と異なる場合があります。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。



政策

# 今後、注目される政策などの動向

- 安倍政権は、金融・財政政策において市場で一定の評価を得ることに成功しました。今後は、経済の成長力の底上げや持続的な成長に向けた、成長戦略のテコ入れが注目されます。
- なお、今年12月には、災害対策を含むインフラ事業、景気下振れリスクへの備え、東京五輪後も見据えた成長分野への投資を3本柱とした経済対策を閣議決定し、関連経費を2019年度補正予算と20年度当初予算に計上することとしました。

### ＜注目される主なスケジュール＞

2019年		自民党税制調査会の甘利会長は、企業の新規事業への投資を促すべく、M&A(合併・買収)への減税措置を検討する方針を示している。
12月ごろ	与党・自民党、「税制改正大綱」発表	
2020年		日米両政府は、サービス産業や知的財産権保護ルール、投資分野などを含む、包括的な貿易協定の締結に向け、新たな協議を始めることを目指している。
1月1日	日米の新たな貿易協定発効	
年初にも	第2段階の日米貿易協議開始	
7月	東京オリンピック・パラリンピック	
11月	米大統領選挙	
2021年		東京オリンピック・パラリンピック後の景気浮揚としての寄与が期待される。開催地となる大阪の人口島・夢洲は、大阪府・市がカジノを含む統合型リゾート施設の誘致も目指しており、実現すれば、万博との相乗効果も期待される
9月	安倍首相の自民党総裁任期満了	
2025年		
5～11月	大阪で国際博覧会(万博)開催	

### ＜「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」＞

施策	財政支出	事業規模
災害からの復旧・復興と安全・安心の確保	5.8兆円程度	7.0兆円程度
経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援	3.1兆円程度	7.3兆円程度
未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上	4.3兆円程度	11.7兆円程度
合計	13.2兆円程度	26.0兆円程度

(2019年12月閣議決定)



実質GDP(需要)の押し上げ効果:2021年度ごろまでで1.4%程度

また、上記各施策の具体化・実行に伴う以下の動きを通じ、持続的な経済成長が期待される。

- ・生産性向上を通じた成長力の強化
- ・民間投資の喚起
- ・更なる雇用・所得環境の改善と、それに伴う消費の拡大

政府発表をもとに日興アセットマネジメントが作成

報道など、信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※スケジュールは変更される場合があります。

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

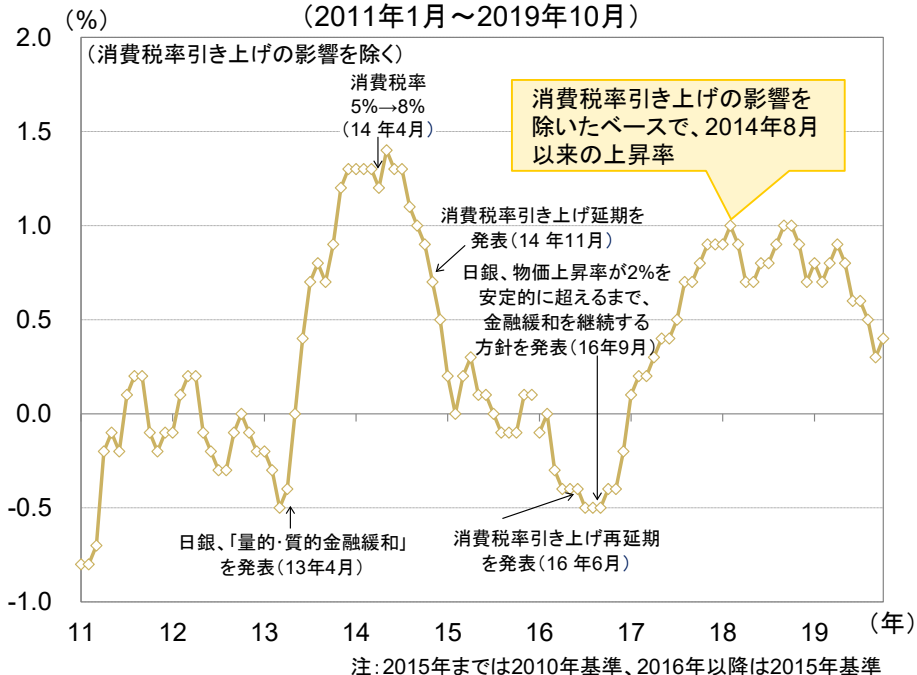


# 「デフレ脱却」は道半ば

- 物価の伸びは、2017年以降、プラス幅を拡大したものの、足元では鈍化傾向となっています。
- こうした中、日銀は19年10月の金融政策決定会合で、政策金利のフォワードガイダンス(先行き指針)に利下げの可能性を明示しました。また、黒田日銀総裁は、追加緩和の手段は利下げ以外に、資産買い入れの拡大やマネタリーベースの拡大ペースの加速など、その時々々の情勢次第で様々な対応があるほか、それらの組み合わせや応用も考えられるとしています。

## 物価の伸びは前年比+1%で頭打ち

＜消費者物価指数(除く生鮮食品、前年同月比)の推移＞  
(2011年1月～2019年10月)

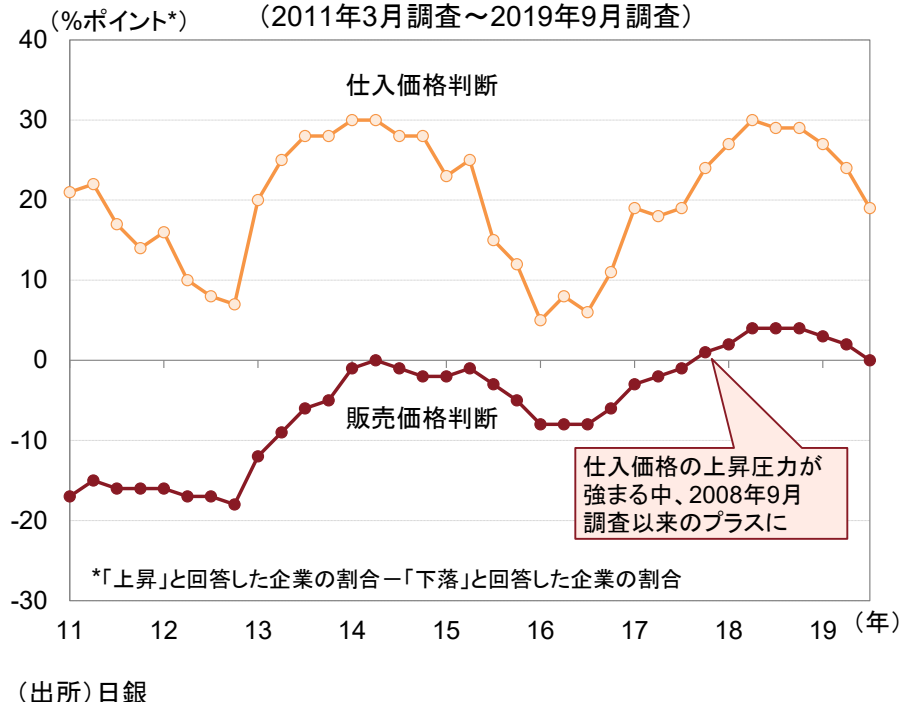


(出所)総務省

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

## 企業の販売価格判断の改善も一服

＜企業(全規模・全産業)の価格判断の推移＞  
(2011年3月調査～2019年9月調査)



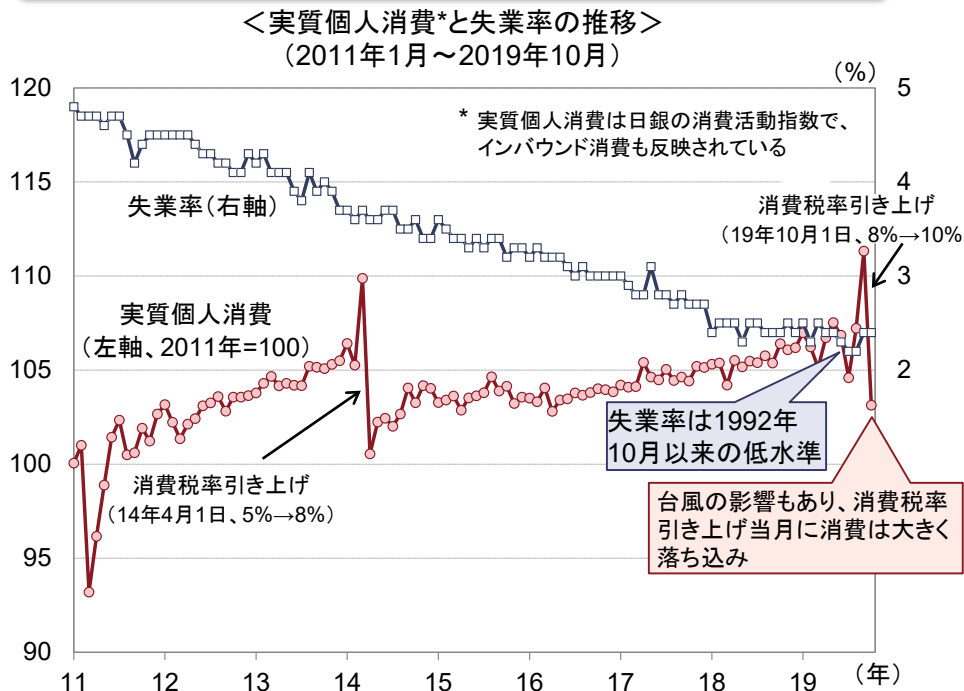
■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

景気:個人

# 人手不足が賃金上昇を促せば、消費にもプラスに

- 個人消費は、振れを伴いながらも持ち直し傾向にあり、今後も、雇用・所得環境の改善などを背景に回復が続くと見込まれます。
- なお、春闘(春季労使交渉)での平均賃上げ(定期昇給+ベースアップ)率は2019年に2.07%と、6年連続で2%程度となりました。

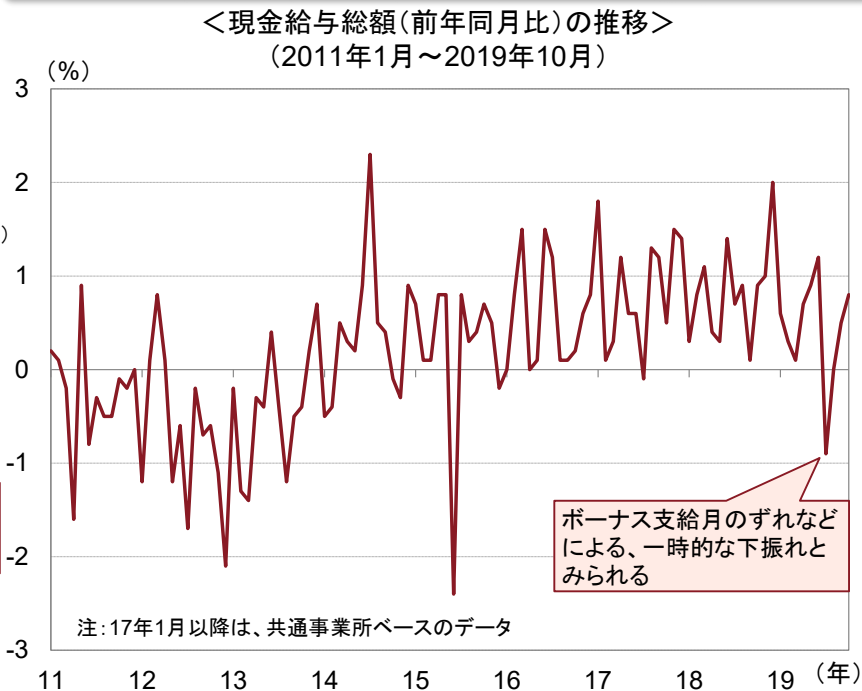
## 堅調な雇用指標と持ち直しの動きを示す消費



(出所)総務省、日銀

※ 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

## 基調としては緩やかに増加している賃金



毎月勤労統計調査のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。



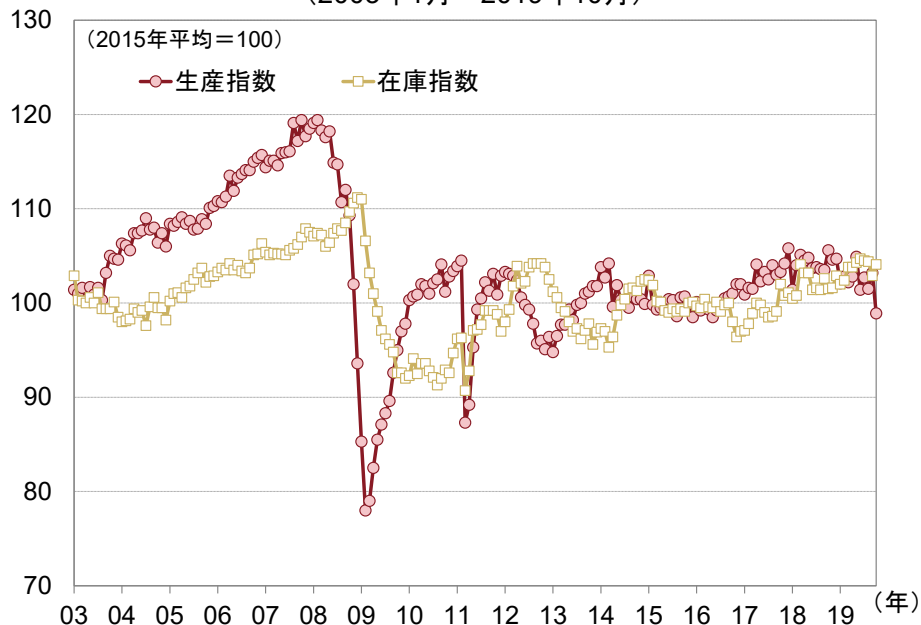
景気:企業

# 景気の下支えが期待される設備投資

- 生産活動は、2018年に持ち直したものの、足元では外需の軟調などから弱含んでいます。今後は、中国での景気対策などを背景とした外需の安定化や、消費税率引き上げを睨んだ国内での駆け込み需要などにより、回復が見込まれます。
- 19年9月調査の日銀短観では、19年度の設備投資計画は大企業・全産業で前年度比+6.6%となっています。人手不足を背景とした省力化投資の継続や、技術革新に伴う成長分野への投資などを背景に、設備投資は底堅く推移すると見込まれます。

## 生産は足元で弱含み

＜鉱工業生産指数と在庫指数の推移＞  
(2003年1月～2019年10月)

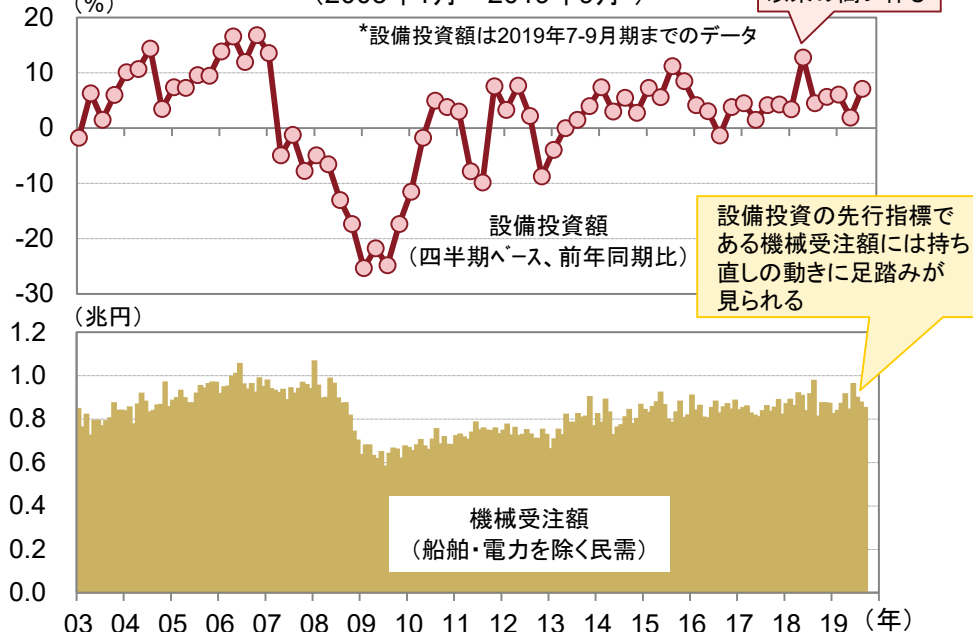


(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

## 高収益が続く中、設備投資は概ね堅調に推移

＜設備投資と先行指標の推移＞  
(2003年1月～2019年9月\*)



法人企業統計調査および機械受注統計をもとに日興アセットマネジメントが作成

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

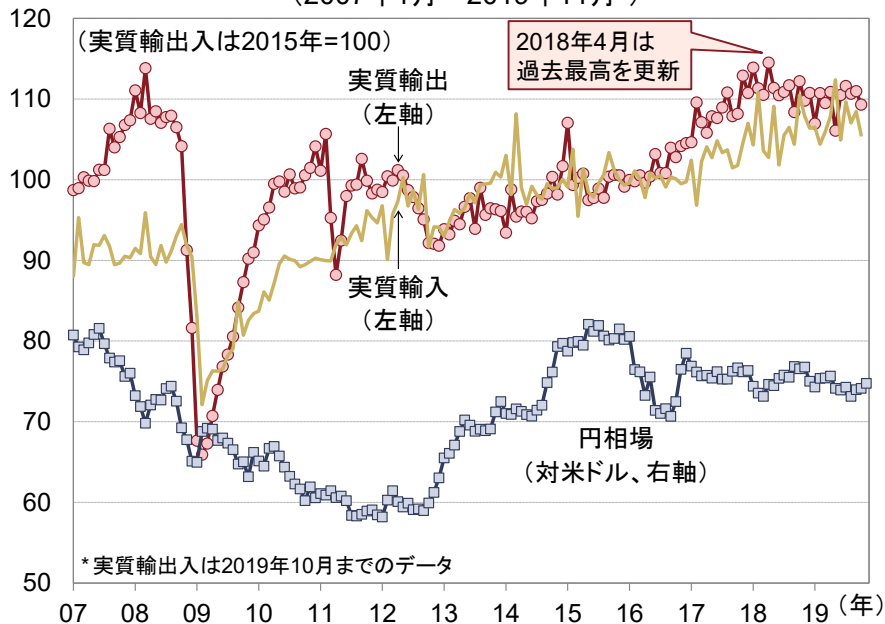
景気：輸出

# 世界景気の拡大見通しはプラス

- 輸出は、生産の海外移転の進展や新興国の景気減速の影響などから、振るわない局面もあったものの、2018年にかけては持ち直しました。ただし、世界景気が拡大した一方、米中摩擦の影響もあり、足元では持ち直しに一服感が見られます。
- なお、輸出が伸び悩む場合でも、生産の海外移転などに伴うものであれば、日本企業の利益には、海外現地法人からの配当が加わるため、経営のグローバル化や円安の果実を得ることが可能です。また、インバウンド消費も注目されます。

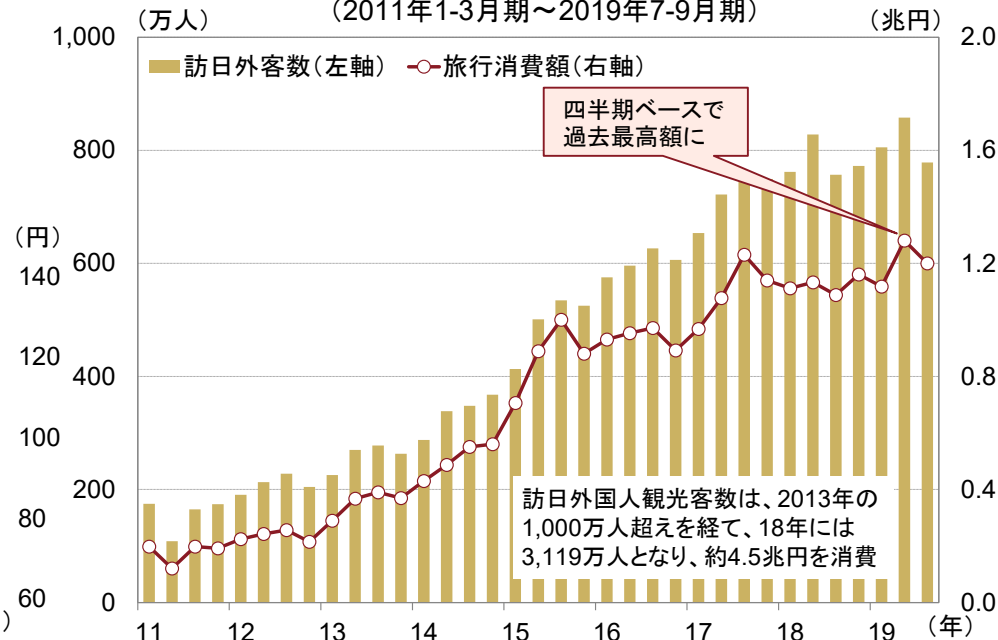
## 実質輸出は持ち直しに一服感

＜実質輸出入と円相場の推移＞  
(2007年1月～2019年11月\*)



## 拡大したインバウンド(訪日客)消費

＜訪日外国人の観光客数および消費額の推移＞  
(2011年1-3月期～2019年7-9月期)



日銀などの信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成  
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

日本政府観光局(JNTO)、観光庁のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

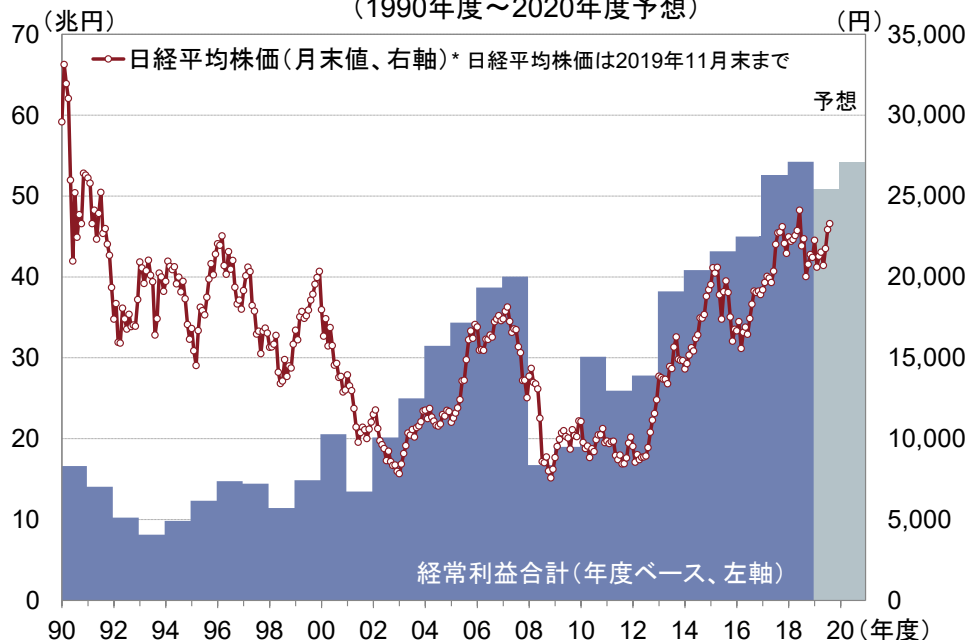
■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

# 8年振りの減益後、持ち直しが見込まれる企業業績

- 日本企業(東証一部銘柄、除く金融ベース)の経常利益は、2018年度までの、7年連続増益、5年連続の最高益更新を経て、19年度には、世界経済の減速に加え、大手通信の投資事業での損失計上の影響もあり、8年振りの減益見通しとなっています。
- ただし、19年度下期には改善に向かい、世界経済の成長加速が予想されている20年度には、18年度並みの水準を回復する見通しです。なお、米中関係の改善が進むような場合などには、20年度に最高益を更新することも考えられます。

## 企業業績の回復が株価の上昇を牽引

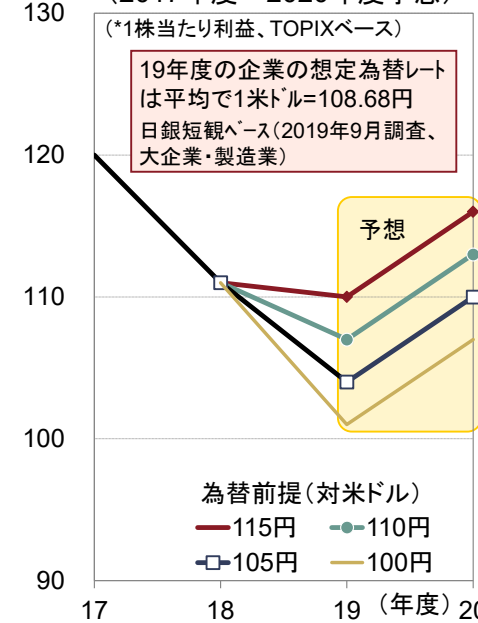
＜東証一部銘柄(除く金融)の経常利益合計の推移＞  
(1990年度～2020年度予想)



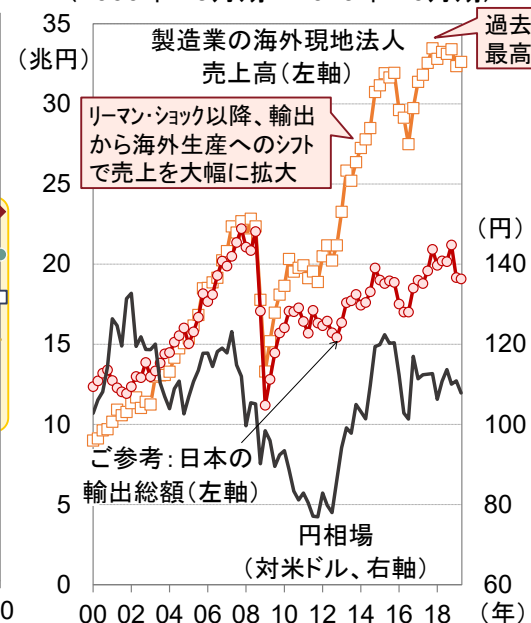
(予想はいずれも日興アセットマネジメントの2019年12月時点のもの)

## 海外生産の拡大などで高まる為替への耐性

＜為替前提別の予想EPS\*水準＞  
(2017年度～2020年度予想)



＜海外現地法人売上高の推移＞  
(2000年1-3月期～2019年4-6月期)



※ 上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

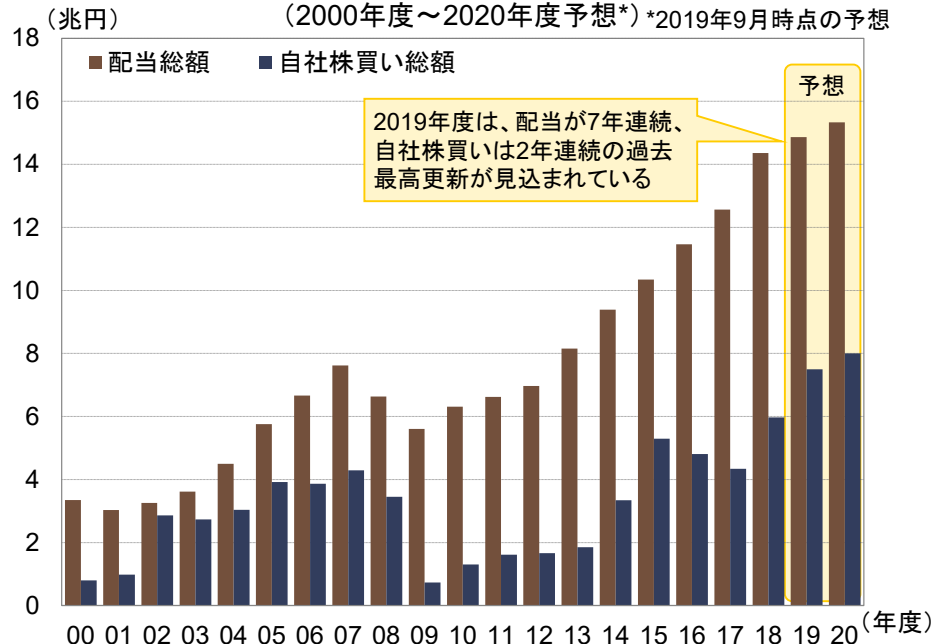
■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

# 業績拡大+企業統治強化=株主還元の拡大

- 企業統治強化の流れの中、企業の株主還元に対する意識の高まりや業績拡大などを背景に、配当は拡大傾向、自社株買いは高水準となっています。こうした動きは、株式市場への参加者の拡大や消費の下支えにつながると考えられます。
- また、資本効率を重視する流れに加え、内需型企業が海外に成長の活路を求める動きの強まりなどもあり、日本企業による海外企業に対するM&A(合併・買収)が活発化しています。こうした動きは、業績の一段の拡大につながると期待されます。

## 株主還元は拡大傾向

＜配当および自社株買い総額の推移＞  
(兆円) (2000年度～2020年度予想\*) \*2019年9月時点の予想

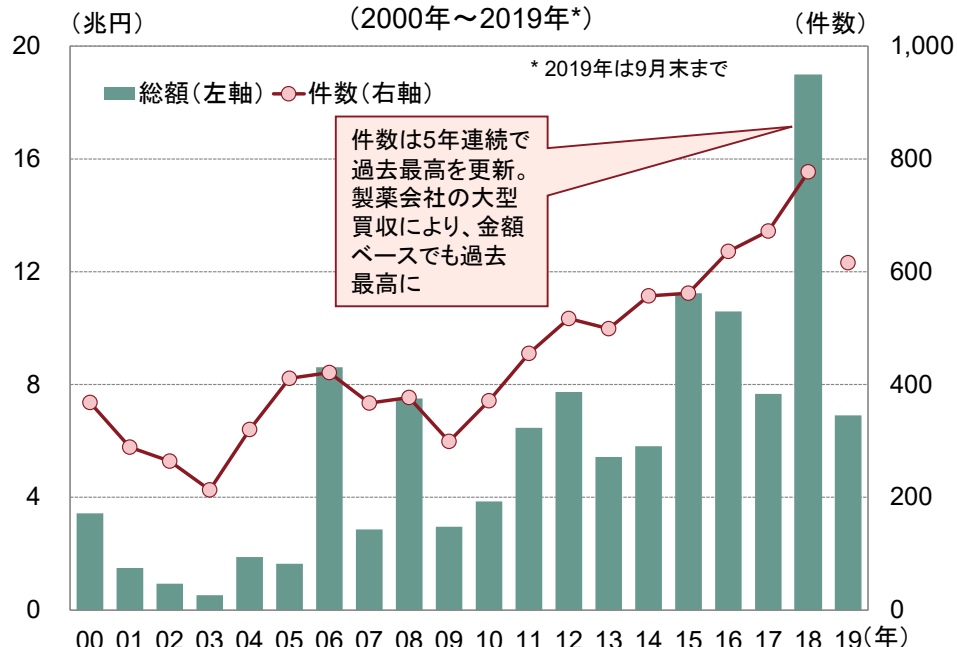


信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

## 日本企業の成長戦略のひとつであるM&A

＜日本企業の海外M&Aの金額と件数の推移＞



(出所)レコフ「マール」

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。



株式：収益・効率の向上

# 「稼ぐ力」の強化に向けた気運の高まり

- 安倍政権の下、日本の「稼ぐ力」の強化に向け、法人税率の引き下げやイノベーション推進などの施策が相次いで導入されたことなどをきっかけに、企業の間で収益性・生産性向上に向けた気運が高まっています。
- 企業の収益性のグローバル指標であるROE(自己資本利益率)を比べると、日本は欧米に見劣りがちでしたが、今後は売上高やシェア重視から収益性重視に転じる企業が増え、日本のROEが改善に向かうと期待されます。

## 企業は収益力を重視する方向に

<企業に変革を促す施策など>

- 日本版「スチュワードシップ・コード」の導入
- 「コーポレートガバナンス・コード」の導入
- 公的年金\*の運用等見直し
- JPX日経インデックス400の算出開始・普及
- 議決権行使助言会社がROE5%基準を導入\*\*
- スピノフ税制の導入\*\*\*



<国の支援>

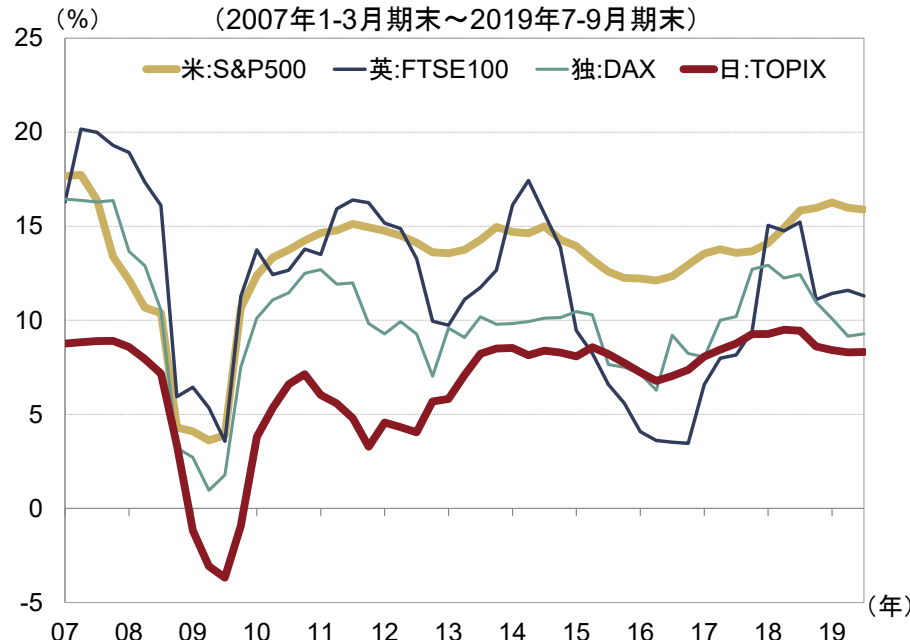
法人税減税、イノベーションの推進

<想定される企業の行動>

- 売上高、市場シェアより利益率を重視
- 事業効率向上などに向けての設備投資
- 競争力強化に向けてのM&A(合併・買収)
- 不採算事業からの撤退、グループ再編
- 株主還元、自社株買いの拡大

## 改善が期待される日本株式のROE

<先進国の主要株価指数のROEの推移>  
(2007年1-3月期末~2019年7-9月期末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

\* GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)  
\*\* 米インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシズ<sup>\*</sup>(ISS)は、過去5年平均および直近決算期のROEがいずれも5%を下回る場合、当該企業の取締役選任議案に反対するよう投資家に推奨  
\*\*\* 2017年4月導入

『「日本再興戦略」改訂2014』などをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

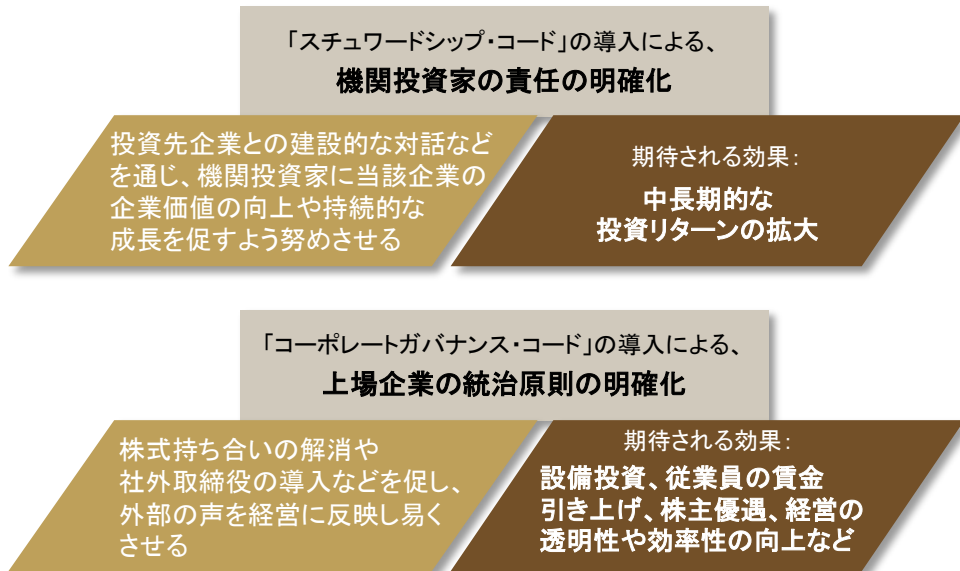
株式：収益・効率の向上

# 黎明期を迎える日本の「株式文化」

- デフレ脱却を視野に、今後、家計の金融資産や公的年金が目減りを回避し、資産形成や成長資金の提供に向かうよう、①企業統治改革や、②公的年金資金の運用目安の見直しなどが進められており、「株式文化」が根付く契機になると期待されます。
- ①は、企業の資本有効活用や収益の向上、内外投資家の日本株式への投資拡大などにつながると見込まれます。また、②により、公的年金の国内株式運用比率が1%高まれば、単純計算で1兆円超の資金が株式市場に流れ込むとされています。

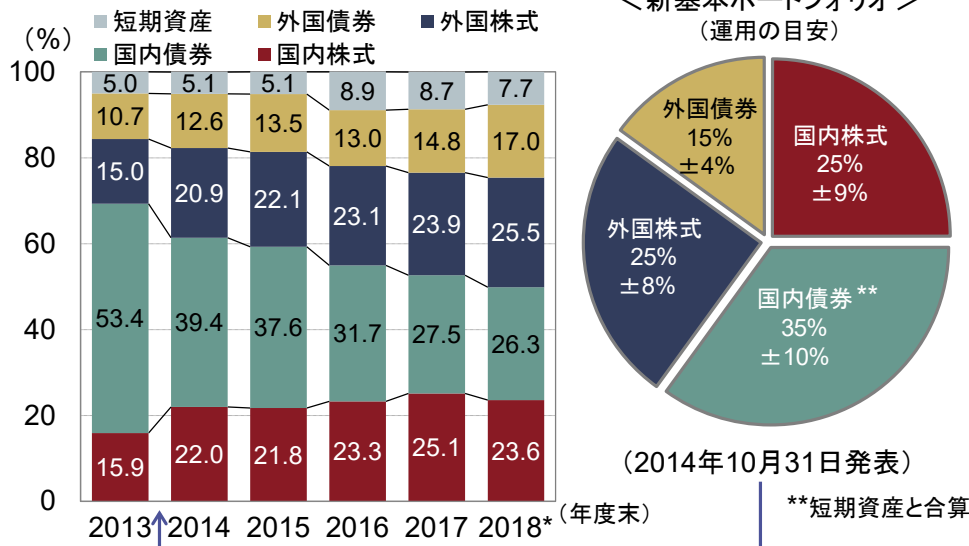
## 海外に遅れる企業統治にも変化の可能性

＜日本の企業統治改革に向けての取り組み＞



## 内外の株式への投資を拡大した公的年金

＜日本の主要公的年金の運用資産構成割合の推移＞



\*＜運用資産額：約159兆円（年金特別会計で管理する積立金を除く）＞

注：四捨五入の関係で合計が100%

(出所) GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) にならない場合があります。

公的年金以外に、国債を中心に運用してきたゆうちょマネー（2019年3月末運用資産合計約206兆円）も、外国証券や株式などのリスク資産への投資を拡大している

各種報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび目安であり、将来を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

# 収益や生産性を重視した株価指数の普及

- JPX日経インデックス400は、2014年に算出が始まった新しい株価指数です。銘柄選定に際して収益や資本生産性を重視することから、普及が進むに連れ、同指数への採用などを意識して、企業が収益性の向上などに取り組むと見込まれます。
- また、法人税改革およびイノベーションの推進は、企業立地としての日本の魅力を高めることとなり、既存企業の収益の押し上げに寄与するだけでなく、新興企業の登場などの後押しにもつながると期待されます。

## JPX日経400は投資魅力の高い銘柄で構成

<日本の主要株価指数の比較>

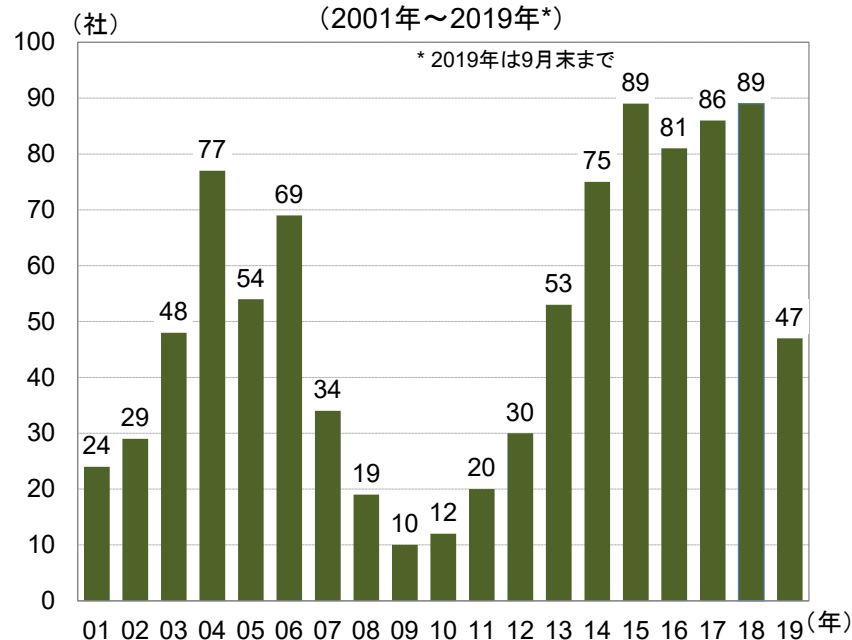
	TOPIX (東証株価指数)	日経平均株価 (日経225)	JPX日経 インデックス400
対象	東証一部上場の内国普通株式全銘柄(新規上場まもない銘柄等は除外)	東証一部上場銘柄から選定された225銘柄	東証上場銘柄(一部、二部、マザーズ、JASDAQ)から選定された400銘柄
主な銘柄選定基準	該当なし	・業種バランス(産業構造の変化) ・市場流動性の高さ	・3年平均ROE* ・3年累積営業利益 ・選定基準日時点における時価総額 *自己資本利益率
銘柄入れ替え	該当なし	原則年1回(10月の第1営業日)	原則年1回(8月の最終営業日)
算出方法	時価総額加重平均	株価平均	時価総額加重平均(1.5%の上限あり)
主な特徴	時価総額の大きい銘柄の株価変動の影響を受け易い	株価の高い銘柄(値がさ株)の株価変動の影響を受け易い	収益や生産性を重視した銘柄選定により、 <b>投資魅力の高い銘柄で構成</b> されている

なお、2017年3月には、JPX日経インデックス400と同じコンセプトを適用し、中小型株から選出した200銘柄で構成される「**JPX日経中小型株指数**」の算出が始まりました。

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

## 新規株式公開は安定推移

<東京証券取引所におけるIPO(新規株式公開)の推移>



東京証券取引所のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

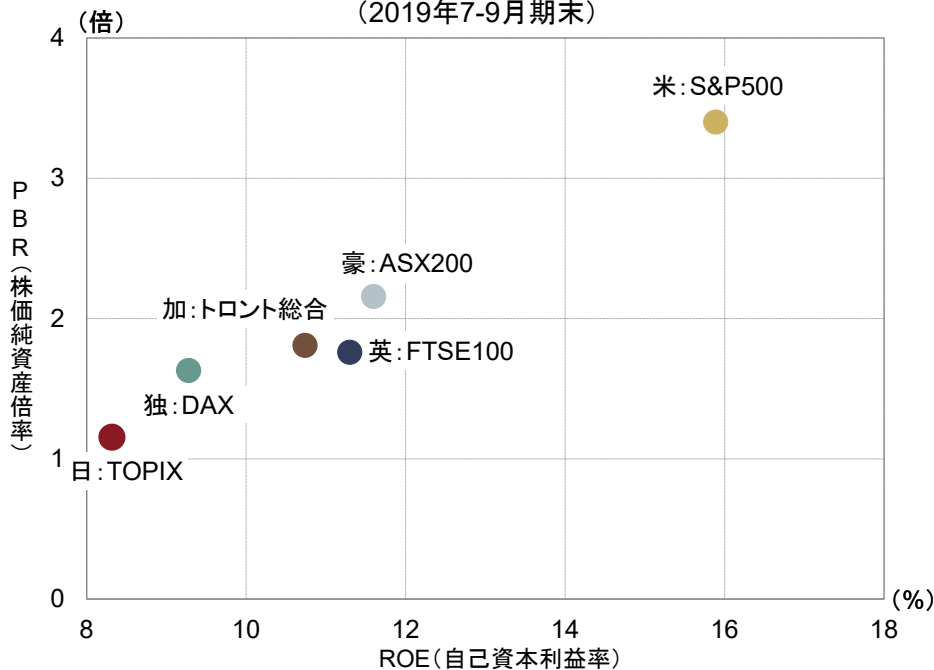
■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

# 効率的に稼ぐ企業への相対的に高い評価

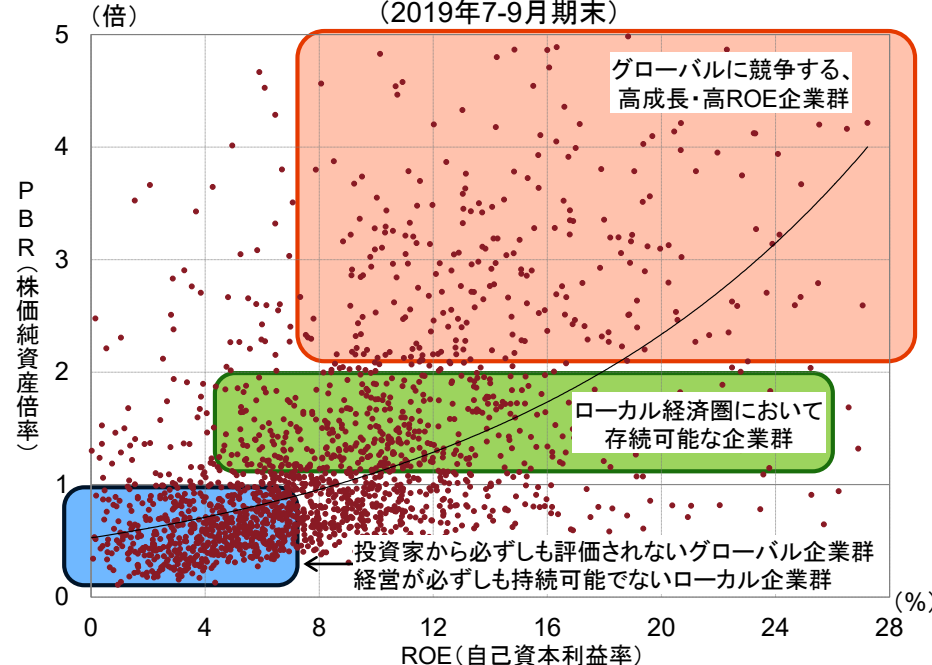
- ROE(自己資本利益率)と、代表的な株価指標の1つであるPBR(株価純資産倍率)との関係を見ると、世界の主要株価指数や個別銘柄のいずれにおいても、概ね、ROEが高いほどPBRも高い、つまり、株価が高いという傾向があります。
- 日本企業の業績拡大はもとより、「稼ぐ力」の強化に向けた機運の高まりなどを背景にROEの向上が継続すれば、日本株式の上昇は新たな局面を迎えると期待されます。

## ROEが高いほど、PBRも高い傾向に

<先進国の主要株価指数のROEとPBRの関係>  
(2019年7-9月期末)



<東証一部上場銘柄\*のROEとPBRの関係>  
(2019年7-9月期末)



\*全上場2,148社中、PBR:5倍未満、且つ、ROE:0%超~28%未満の1,805社

※ 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

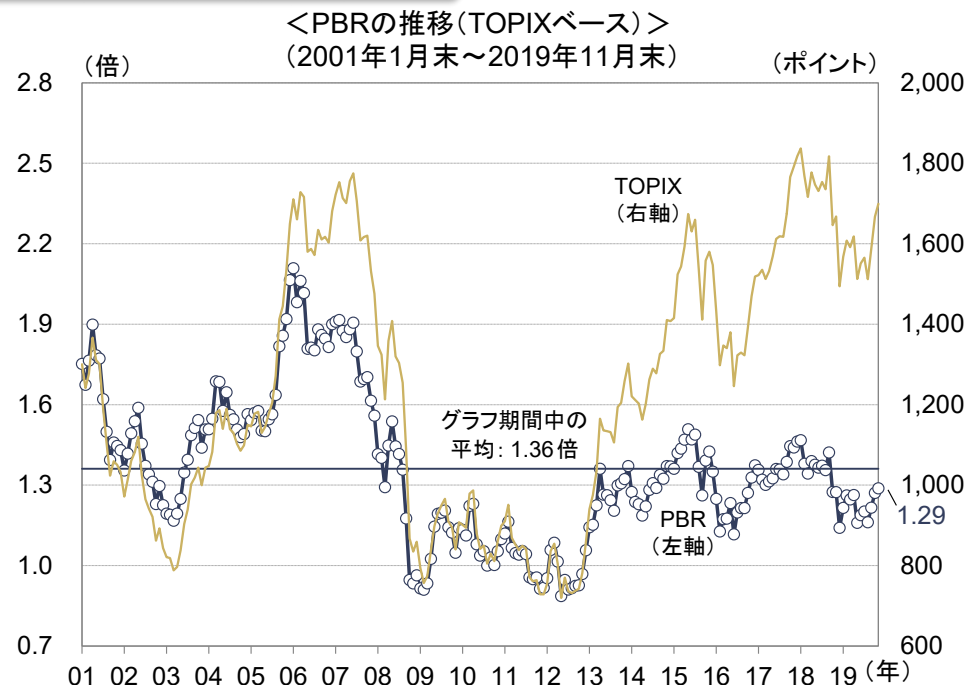
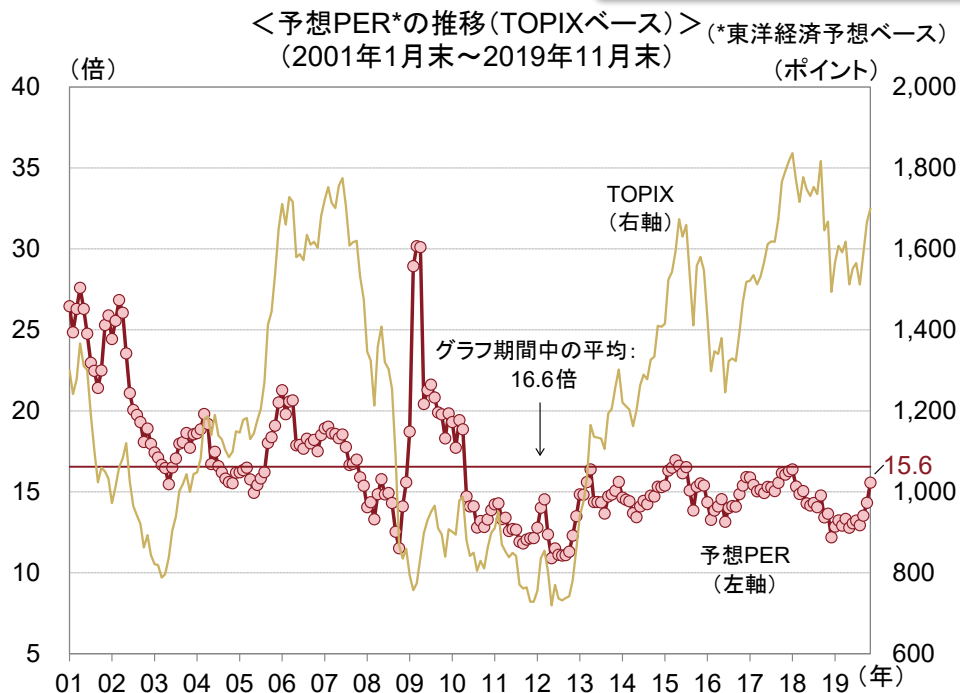
■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。



# 割安感を示唆する株価バリュエーション

- 日本株式は、2012年以降、概ね堅調な推移となっておりますが、足元の予想PER、PBRには割安感が見られます。
- 中国で景気対策などにより景気持ち直しが鮮明となり、世界景気の回復期待が高まる場合や、米中通商協議が進展する場合などには、投資家のリスク資産志向が強まり、日本株式の割安感の修正(=株価上昇)につながると期待されます。

## 主要バリュエーション指標に割安感



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

# 米国との比較でも日本株式に割安感

- リーマン・ショック以降の株価推移を見ると、日本株式はアジア(除く日本)株式と比べて出遅れ感があるほか、米国株式と比べると、足下で出遅れ感が一層強くなっている状況です。
- また、足元の予想PERは主要国・地域の中で最も低くだけでなく、米国株式との比較では、相対的な割安感がかなり強くなっています。

## 米国株式に比べて出遅れ感のある日本株式

＜主要国・地域の株価推移＞  
(2008年9月12日～2019年12月6日)

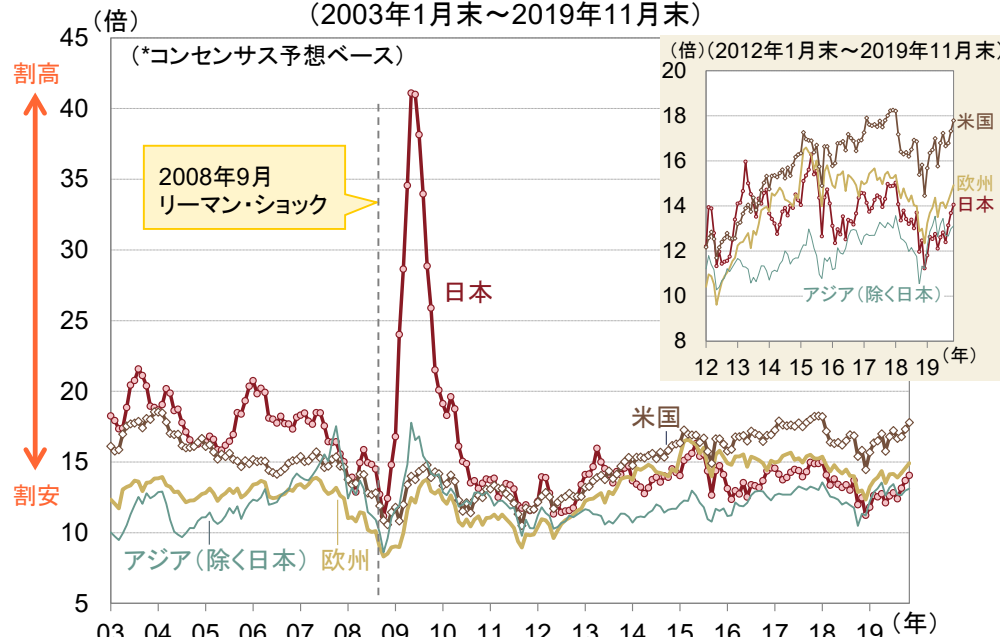


株価指数：日本=TOPIX(東証株価指数)、欧州=ストックス・ヨーロッパ600、米国=S&P500、アジア(除く日本)=MSCI ACアジア(除く日本)  
いずれも現地通貨ベース(ただし、ストックス・ヨーロッパ600はユーロベース)

※ 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

## 日本のバリュエーションは米国を下回る

＜主要国・地域の予想PER\*の推移＞  
(2003年1月末～2019年11月末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

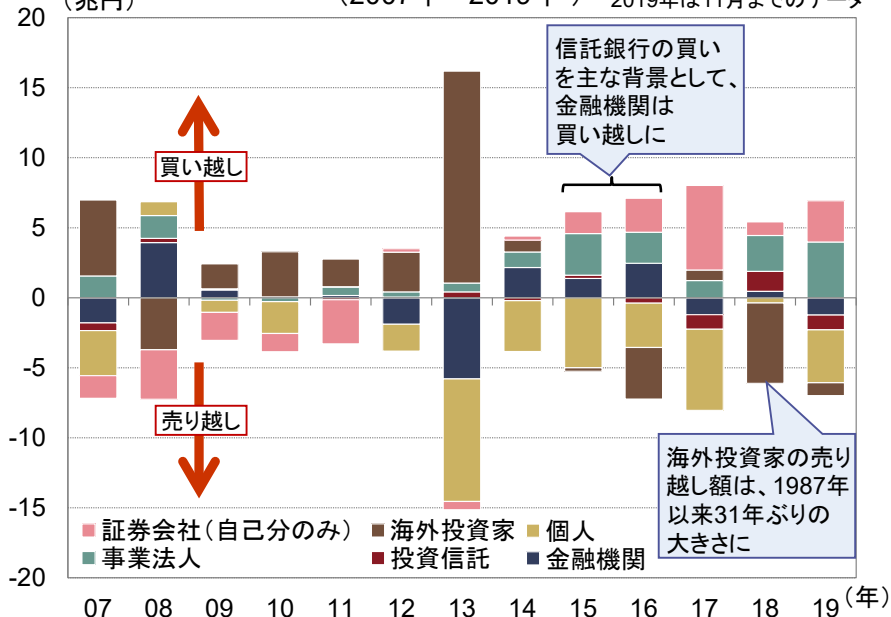
株式:需給

# 2018年に続き、海外投資家は売り越し基調

- 2018年は、米金利の上昇などを受け、海外投資家が約5.7兆円もの売り越しとなった一方、日銀によるETF買入れ額は約6.5兆円に膨らみました。なお、ETF買入れについて、日銀は18年8月以降、TOPIX連動型の割合を増やすことを決定しました。
- 19年も、海外投資家の売り越しを日銀のETF買入れが相殺する状況が続いています。また、企業に経営改革や株主還元の強化を強く求めるアクティビスト(物言う投資家)による日本株式への投資が増えており、その動向や影響が注目されます。

## 海外投資家は従来、日本株式の主要な買い主体

＜日本株式の主要投資部門別売買状況(差し引き額)の推移＞  
(兆円) (2007年～2019年\*) \*2019年は11月までのデータ

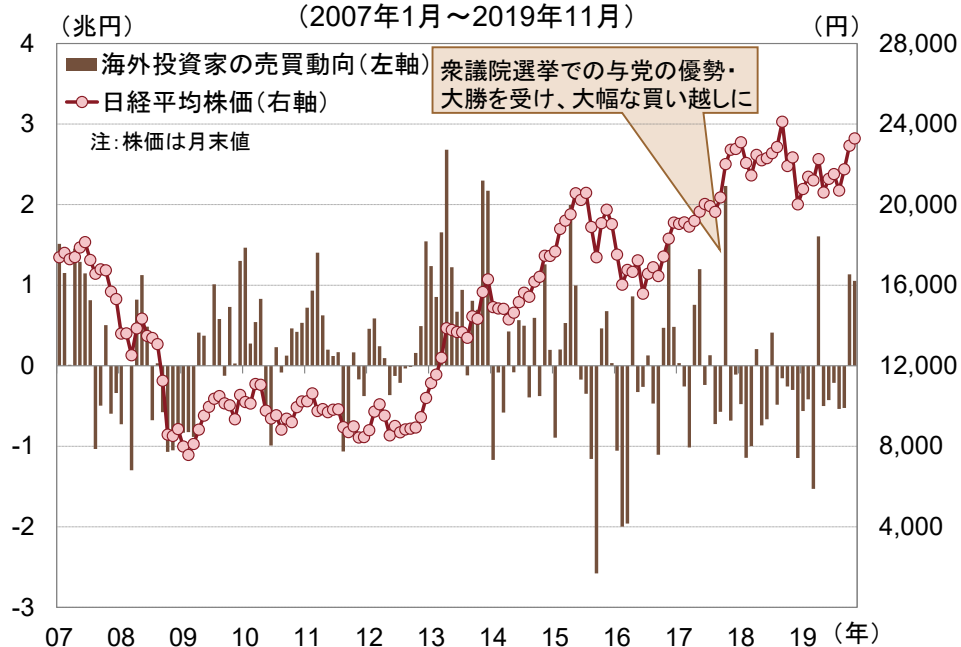


(出所)東京証券取引所

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

## 海外投資家は2018年に2年ぶりの売り越しに

＜海外投資家の日本株式売買動向と株価の推移＞



東証など信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

ご参考

# 日経平均株価の動き

ご参考(2019年11月末時点): 23,293.91円



※グラフ中の日付は年/月

※グラフ中の日付は月/日

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

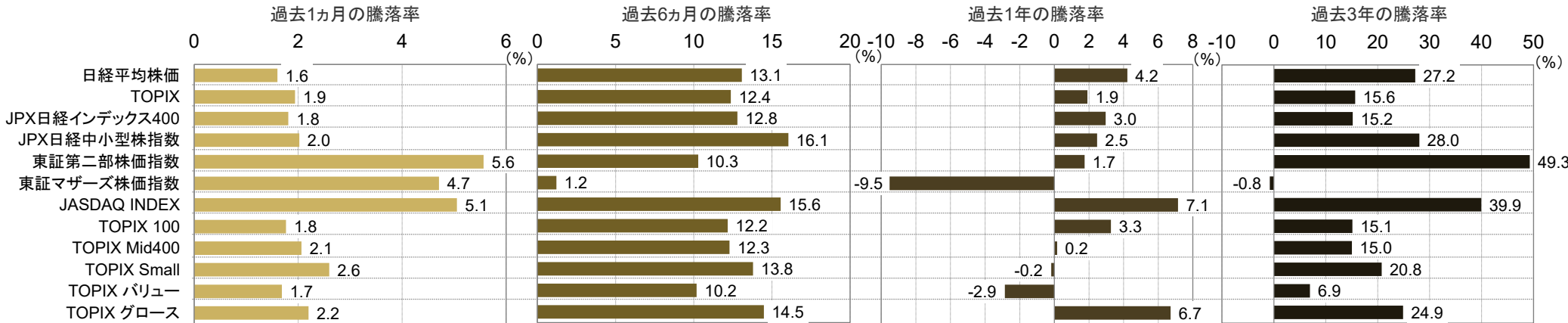


**ご参考**

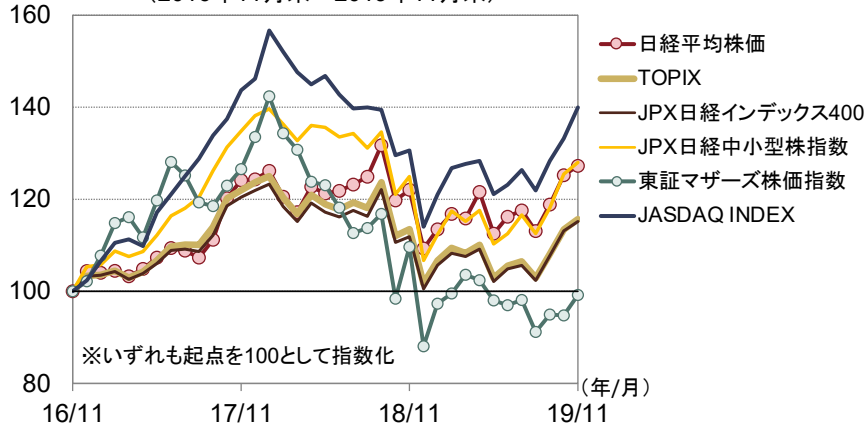
# 日本の株式相場の動き

＜指数・市場・規模・スタイル別の騰落率＞

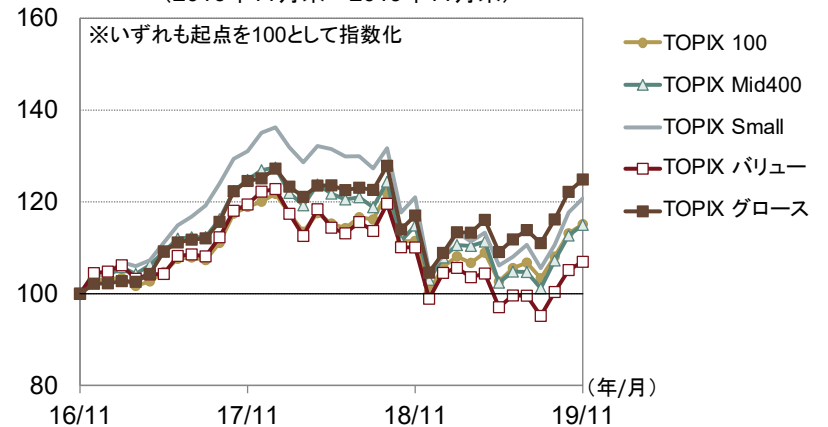
2019年11月末現在



＜指数・市場別の推移＞  
(2016年11月末～2019年11月末)



＜規模・スタイル別の推移＞  
(2016年11月末～2019年11月末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※ 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

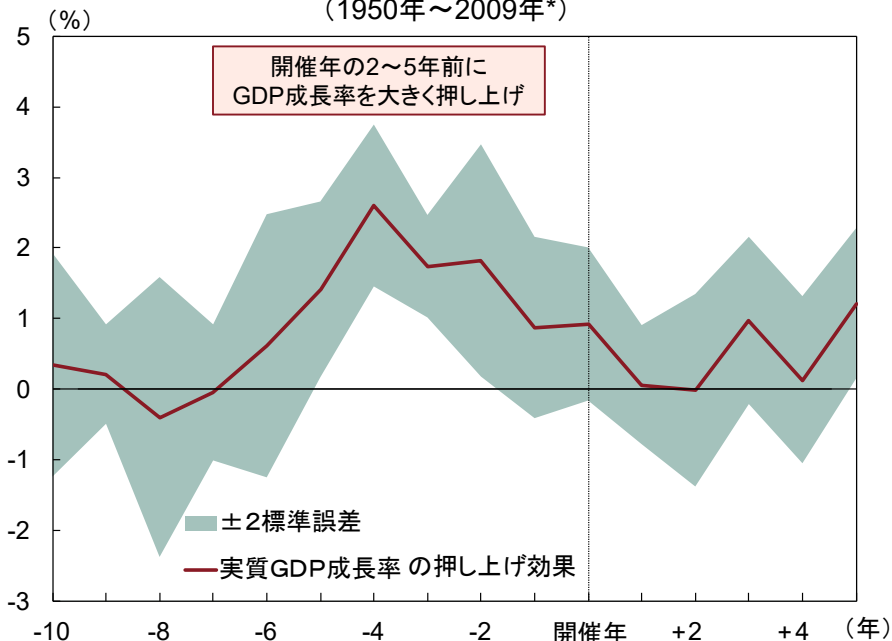
ご参考:歴史的イベント

# 2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催

- オリンピックは、主に建設投資と訪日外国人の増加を通じて経済に恩恵をもたらすとみられ、日銀が試算したGDPの押し上げ効果は、2014～20年の累計で約25兆～30兆円、建設投資がピークを迎える18年単年で約5兆～6兆円となっています。
- また、日銀とは別に東京都が試算した経済効果は、大会招致が決定した13年から大会10年後の30年までの18年間の累計で約32兆円、このうち、20年までが約21兆円、21～30年の10年間で約11兆円となっています。

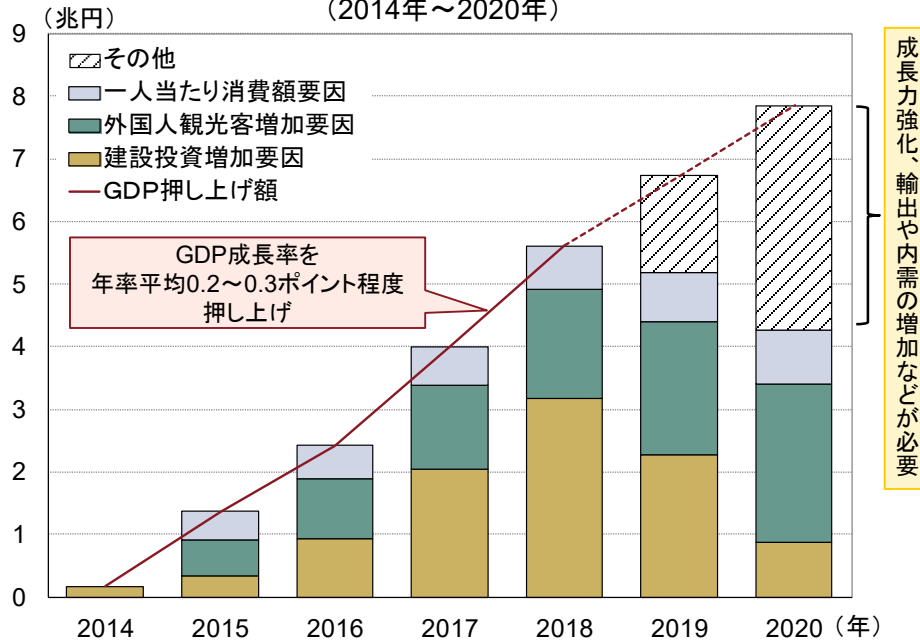
## 過去の例では開催2～5年前に大きなプラス効果

＜オリンピック開催の実質GDP成長率への影響のイメージ＞  
(1950年～2009年\*)



## 日本でのプラス効果の維持には課題も

＜東京オリンピック開催の経済効果のイメージ＞  
(2014年～2020年)



\* Brueckner and Pappa[2015]による推計  
(期間中のオリンピック開催各国のデータを用いた  
パネル推計により、GDP押し上げ効果を抽出) ※ 上記は過去のものおよびイメージであり、将来を約束するものではありません。

(出所) 日本銀行調査統計局「2020年東京オリンピックの経済効果」

2019年10月の消費税率再引き上げのマイナス効果がある程度相殺することが期待される

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

ご参考:世界の見通し

# 世界経済の成長率は足元で鈍化も、2020年には加速へ

(国際通貨基金)

- IMFは2019年10月、米中の貿易摩擦やテクノロジー分野での覇権争いの継続などを背景に、2020年にかけての世界の経済成長率予測を引き下げました。これで、下方修正は5四半期連続となりました。
- ただし、2020年には、ブラジルやメキシコ、ロシア、サウジアラビア、トルコといった国々で、前年に落ち込んだ成長率が大きく回復することなどから、新興国の成長率が高まることを背景に、世界の成長率は加速すると依然、見込まれています。

## 新興国の成長率は20年に回復

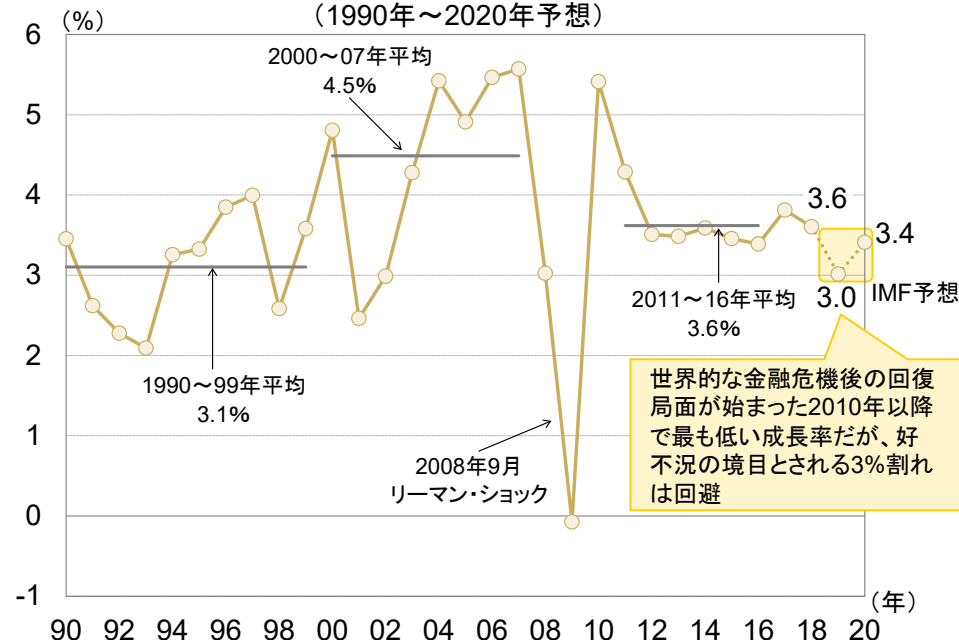
＜IMFの世界経済見通し(年間ベースの実質GDP成長率)＞  
(白背景部分は2019年7月時点の予測との比較)

	2017年	18年	19年予測	20年予測
世界	3.8%	3.6%	3.0%	-0.2
先進国	2.5%	2.3%	1.7%	-0.2
米国	2.4%	2.9%	2.4%	-0.2
ユーロ圏	2.5%	1.9%	1.2%	-0.1
ドイツ	2.5%	1.5%	0.5%	-0.2
日本	1.9%	0.8%	0.9%	0.0
英国	1.8%	1.4%	1.2%	-0.1
新興国	4.8%	4.5%	3.9%	-0.2
中・東欧*	3.9%	3.1%	1.8%	0.6
ロシア	1.6%	2.3%	1.1%	-0.1
アジア	6.6%	6.4%	5.9%	-0.3
中国	6.8%	6.6%	6.1%	-0.1
インド**	7.2%	6.8%	6.1%	-0.9
ASEAN5カ国***	5.3%	5.2%	4.8%	-0.2
中南米ほか	1.2%	1.0%	0.2%	-0.4
ブラジル	1.1%	1.1%	0.9%	0.1
メキシコ	2.1%	2.0%	0.4%	-0.5
中東・北アフリカ	1.8%	1.1%	0.1%	-0.6
サハラ以南のアフリカ	3.0%	3.2%	3.2%	-0.2

\*ロシアなど、CIS(独立国家共同体)構成国を含まず、\*\*年度ベース(上記各年の4月から翌年3月まで)、\*\*\*インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

## 19年の世界経済の成長率は3%割れを回避

＜世界の实質GDP成長率(前年比)の推移＞  
(1990年～2020年予想)



※上記は過去のものおよび予測であり、将来を約束するものではありません。

出所:IMF「World Economic Outlook, October 2019」

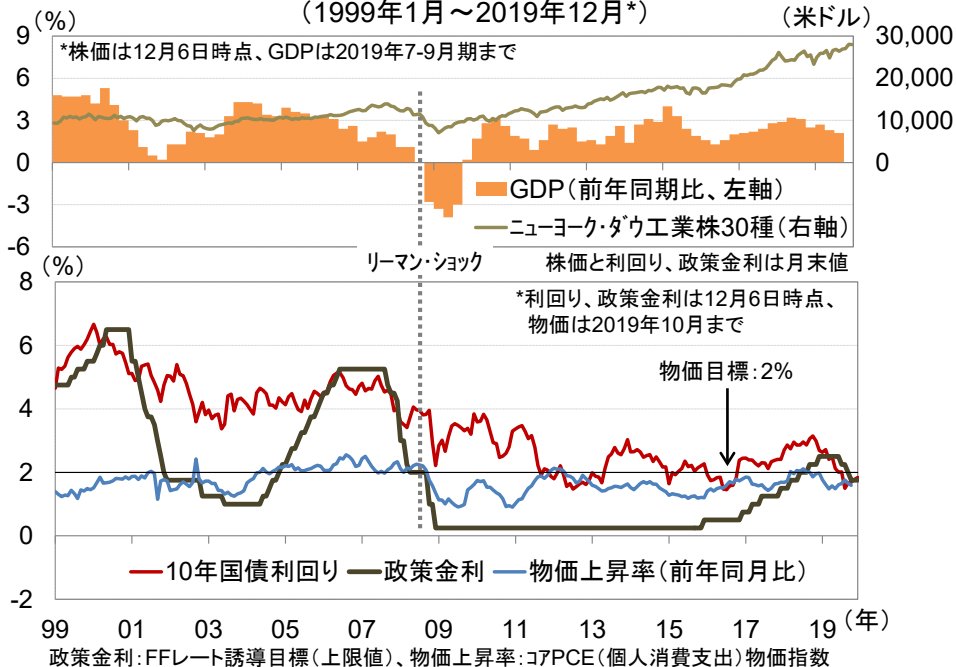
■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

# 市場の関心が集まる、米国の物価・金利動向

- 米国の物価上昇率は、2018年7月に物価目標の2%を上回った後、鈍化傾向となったものの、19年春には下げ止まり、足元では1%台後半で推移しています。こうした動きに続いて、長期金利も同年9月初めに底を打ち、足元で上昇傾向となっています。
- ユーロ圏では、物価の伸びは依然として緩やかで、物価目標から乖離した状況が続いています。また、外需や一部の国、産業の軟調さを背景に、経済指標には予想を下回るものが目立ちます。

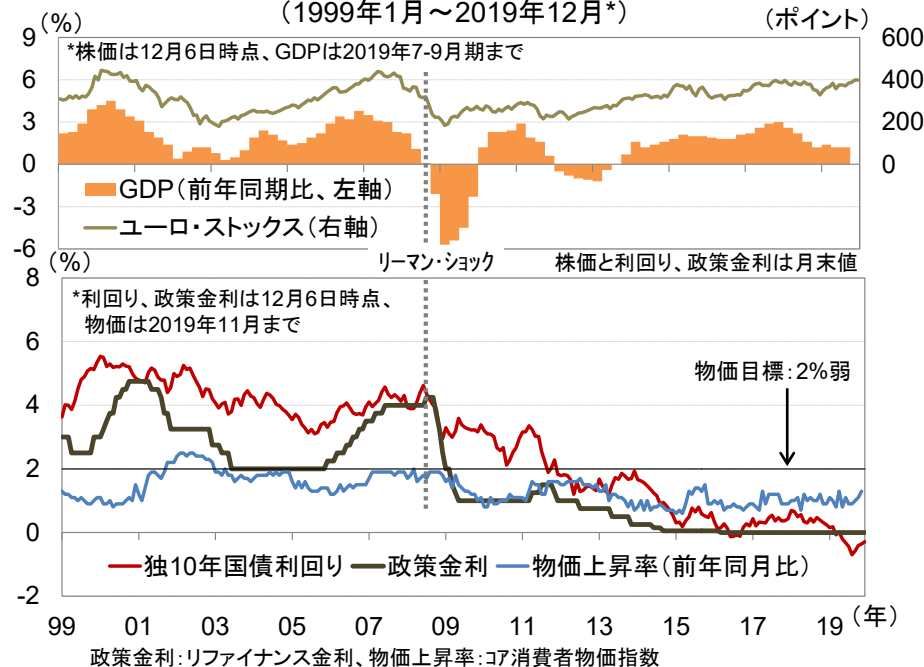
## 景気は堅調だが、物価上昇率に勢いを欠く米国

＜米国のGDPと株価、物価および金利の推移＞  
(1999年1月～2019年12月\*)



## 物価目標の達成にはまだ距離のあるユーロ圏

＜ユーロ圏のGDPと株価、物価および金利の推移＞  
(1999年1月～2019年12月\*)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。



ご参考：欧米の金融政策

(連邦準備制度理事会)

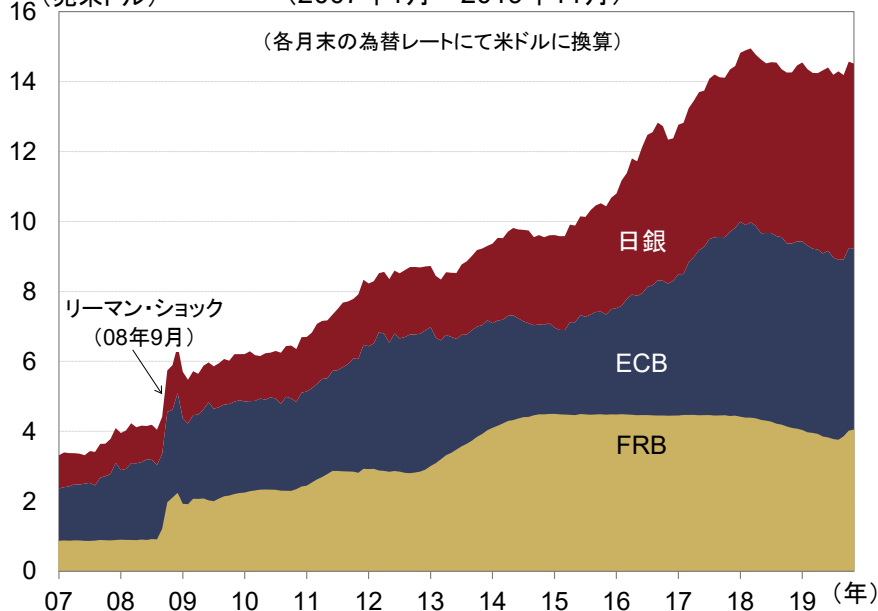
(欧州中央銀行)

# 米FRBは3会合連続で利下げ、ECBは量的金融緩和を再開

- 米FRBは2019年7月末、米国経済は良好だが、保護貿易主義などに伴ない不確実性が増しているとして、予防的な利下げに加え、保有資産の縮小を前倒して終了することを決定したのに続き、9月および10月に追加利下げに踏み切りました。
- 3会合連続の予防的利下げを経て、FRBは利下げを打ち止めし、当面は様子見に転じることを示唆しました。また、パウエル議長は、利上げにはインフレ率の顕著な上昇が継続することが必要として、利上げのハードルが高いことを示唆しました。

## 量的金融緩和で膨らんだ、主要中央銀行の資産規模

＜日・米・ユーロ圏の中央銀行の資産規模および物価の推移＞  
(兆米ドル) (2007年1月～2019年11月)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※ 上記は過去のものおよび予定であり、将来を約束するものではありません。

＜日・米・ユーロ圏の中央銀行の政策会合開催予定日など＞

	1月	2月	3月	4月	5月	6月
2019年	22・23: 日銀 24: ECB 29・30: FRB		7: ECB 14・15: 日銀 19・20: FRB	10: ECB 24・25: 日銀 30・5/1: FRB		6: ECB 18・19: FRB 19・20: 日銀
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
	25: ECB 29・30: 日銀 30・31: FRB		12: ECB 18・19: 日銀 17・18: FRB	24: ECB 29・30: FRB 30・31: 日銀		12: ECB 10・11: FRB 18・19: 日銀

下線=日銀:「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」公表、FRB:景気・金利見通し公表  
(出所)日銀、FRB、ECBの各ホームページ

- FRBの保有資産縮小の終了は当初、21年から22年と想定されていたが、大幅な前倒しに。資産規模は19年7月末時点で約3.8兆米ドルと、世界金融危機前の0.9兆米ドルを大きく上回る水準で維持される。なお、保有資産の内、MBS(住宅ローン担保証券)は償還などで規模が縮小するが、その分は米国債に再投資されるため、資産全体の規模は維持される。
- ECBは19年9月の理事会で、資産買い入れの11月からの再開(月200億ユーロ)と、市中銀行がECBに余剰資金を預ける際の中銀預金金利の引き下げ(▲0.4% → ▲0.5%)を決定した。また、政策金利の指針が「物価目標の実現性がしっかりと見通せるようになるまで、現状維持かより低い水準にする」に改められたほか、銀行の収益悪化を和らげるため、マイナス金利の対象を一部に限定する副作用軽減策も決定された。さらに、ドラギ総裁は財政出動を呼び掛けた。

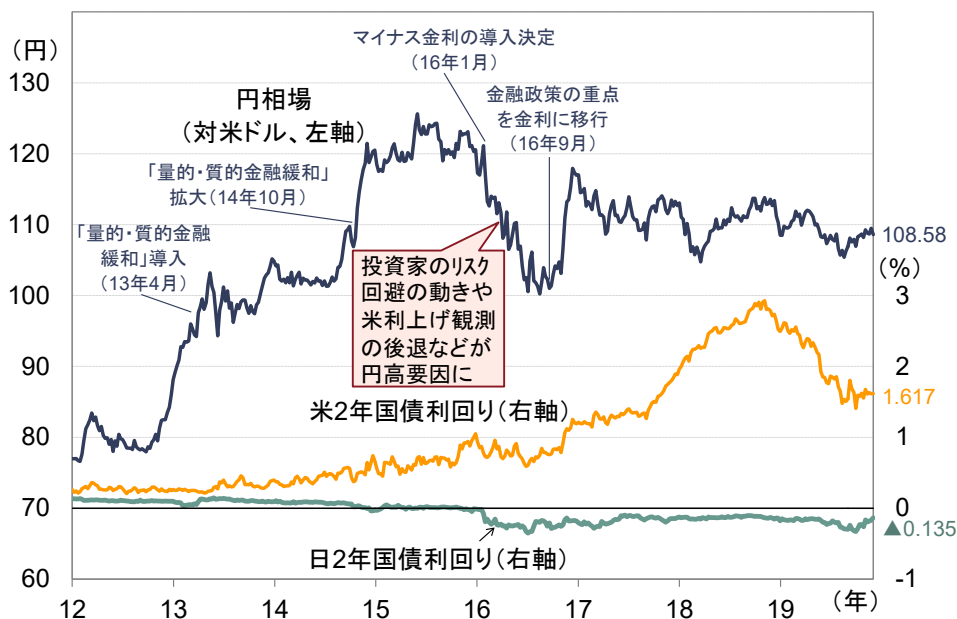
■ 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

# 主なリスク要因

- 2020年の米大統領選挙まで1年を切り、トランプ米大統領が通商面での強硬姿勢を強める可能性が考えられます。
- ただし、関税引き上げに伴ない、物価上昇などの影響が米国民に及んだり、対米報復関税など、各国の対抗措置により、米国の産業界や農家などへの影響が広がるなどし、米国内で世論の反発が高まれば、大統領の動きに一定の歯止めがかかる可能性があります。また、経済への影響が懸念される場合、緩和的な金融政策を促すことになると考えられます。

## 米ドルの堅調が続く中、リスク回避の円高は限定的

＜日米の金利と円相場(対米ドル)の推移＞  
(2012年1月第1週末～2019年12月第1週末)



＜日経平均株価と円相場(対米ドル)、米ドル指数の推移＞  
(2016年1月初～2019年12月6日)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

## 当資料をお読みいただく際の留意事項

- 当資料は、日興アセットマネジメントが日本の株式市場を取り巻く環境についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。
- 当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の弊社の見解を示すものです。
- 当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を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日現在のものです。
- 当資料で使用している各指数の著作権等の知的財産権、その他一切の権利は各指数の算出元または公表元に帰属します。

**nikko** **am**  
Nikko Asset Management