

日本経済・株式のご参考資料  
「ジャパン・イン・モーション」  
2022年夏号



2022年7月作成

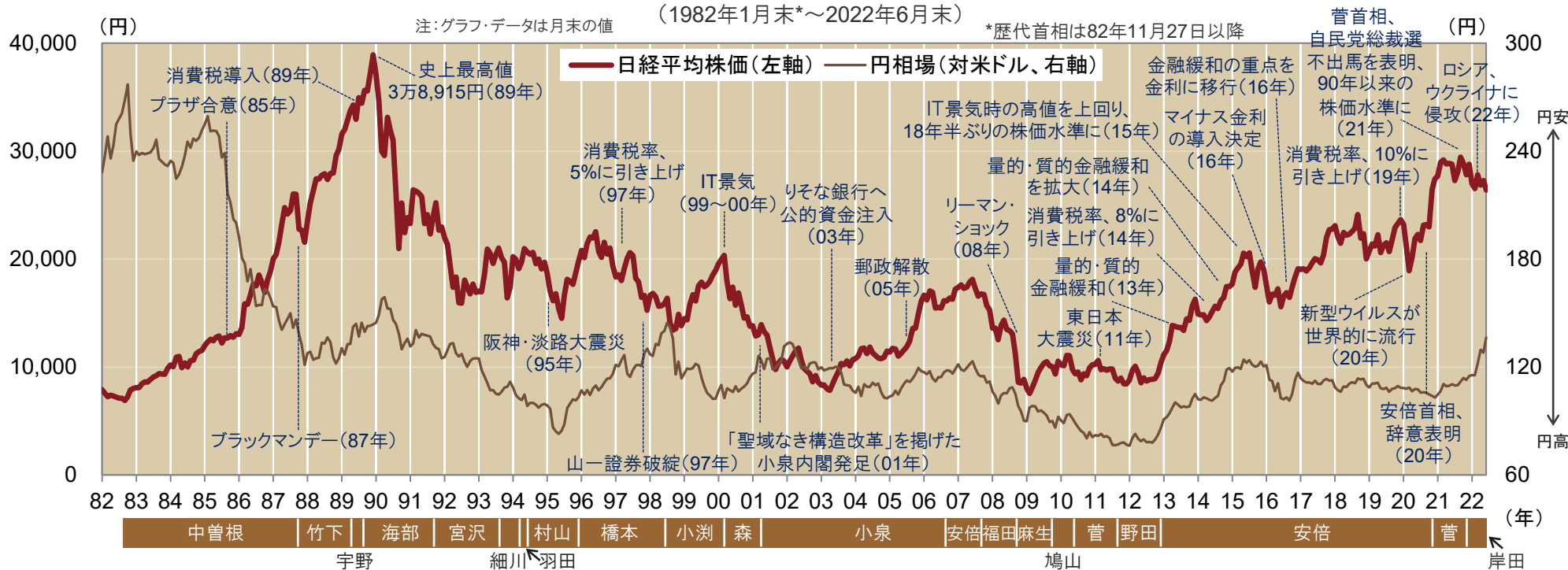
日興アセットマネジメント

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

- 企業利益の拡大などを背景に上昇傾向を辿ってきた日経平均株価は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴ない、20年3月に急落しました。しかし、その後、反発すると、21年2月には3万円を上回り、首相交代や構造改革への期待が高まった9月には、90年8月以来の高値をつけました。
- 21年10月の岸田首相就任の前後から軟調となった株価は、米金融政策正常化の動きや、国内での感染再拡大、ロシアによるウクライナ侵攻などもあり、下げ基調となったものの、22年3月上旬に底をつけると、足元では円安による支えもあり、26,000～28,000円前後での推移となっています。

21年9月に一時、90年8月以来の水準へ上昇

＜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\*～2022年6月末) \*歴代首相は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

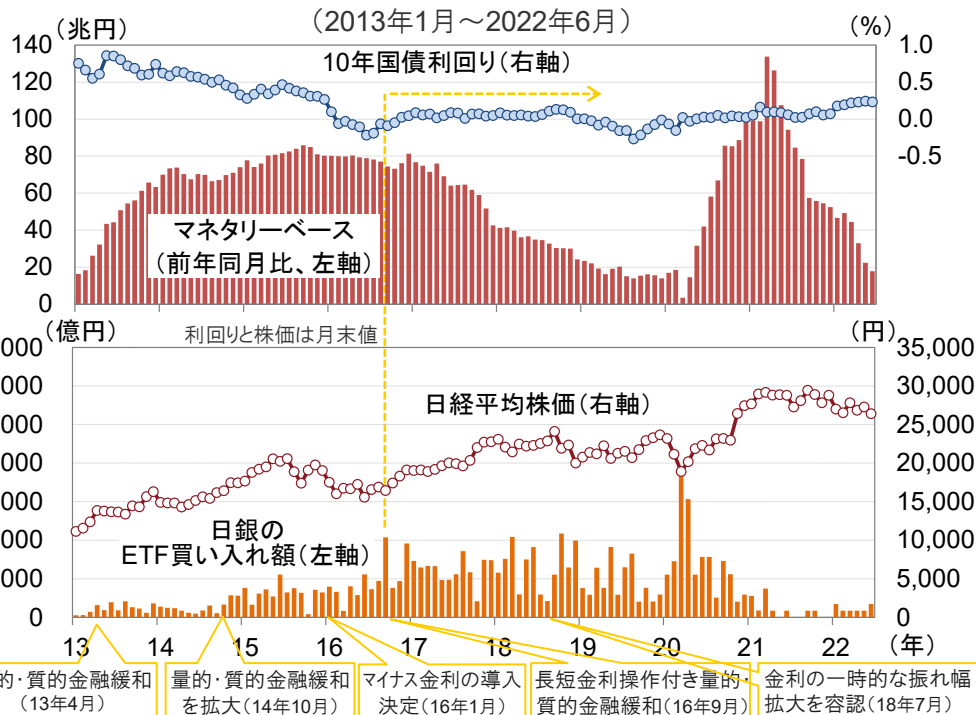
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 新型コロナウイルスの感染拡大に伴ない、日銀は20年、ETF購入の積極化、国債買い入れの上限撤廃、社債・CPの買い入れ枠拡大など、資金繰り支援策の導入・拡充を決定、21年には、機動的な長短金利の引き下げを可能とすべく、金融機関に上乗せ金利を付ける新制度を設けました。
- ETF購入については現在、市況に応じた柔軟な対応がとられているほか、資金繰り支援策については一部が終了しました。一方で、日銀は、長期金利の上昇を抑えるべく、国債の買い入れを積極化しています。また、必要があれば躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとしています。

コロナ禍により、量的緩和が再拡大

23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＞



＜金利見通しの分布\*＞

		▲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 ～ 0.4 未満
長短金利(%) の予想水準								
政策金利	22年末			36				
	23年末		1	26	9			
長期金利の誘導目標	22年末				35	1		
	23年末			1	25	2	6	

(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35人(機関)による予測の集計 (2022年7月12日発表、回答期間:2022年6月30日～7月7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

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

※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。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 岸田政権は、21年11月に経済対策(財政支出:55.7兆円程度、事業規模:78.9兆円程度)、22年4月に総合緊急対策(国費:6.2兆円程度、事業規模:13.2兆円程度)を決定したのに続き、6月には看板政策「新しい資本主義」のグランドデザインおよび実行計画をまとめました。
- そこでは、分配の原資を生む成長への投資に焦点が当てられ、当初検討されていた金融所得課税の強化や自社株買い規制、四半期開示の見直しなどは見送られました。なお、目玉政策の「資産所得倍増プラン」については、22年末に具体策がまとめられる予定です。

## 「新しい資本主義に向けた改革」の概要

### 新しい資本主義に向けた重点投資分野

#### 1. 人への投資と分配

- スキルアップ、多様な働き方の推進
- 質の高い教育
- 賃上げ・最低賃金の引上げ(全国加重平均1,000円以上)
- 「資産所得倍増プラン」(NISAの抜本的拡充、iDeCo制度の改革等)

#### 2. 科学技術・イノベーションへの投資

- 量子、AI、バイオテクノロジー・医療分野への官民が連携した投資の抜本拡充

#### 3. スタートアップ(新規創業)への投資

- スタートアップ育成5か年計画を本年末に策定(5年10倍増)

#### 4. グリーン・トランスフォーメーション(GX)への投資

- 150兆円超の官民投資に向けた成長志向型カーボンライジング構想の具体化やGX経済移行債(仮称)の検討

#### 5. デジタル・トランスフォーメーション(DX)への投資

- テクノロジーマップの整備・実装、マイナンバーカードの普及

### 社会課題の解決に向けた取組

#### 民間による社会的価値の創造

- PPP/PFIの活用等による官民連携の推進
- 社会的インパクト投資、共助社会づくり
- イノベーションを促す競争環境の整備

#### 包摂社会の実現

- 少子化対策・こども政策、女性活躍
- 共生社会づくり、孤独・孤立対策、就職氷河期世代支援

#### 多極化・地域活性化の推進

- デジタル田園都市国家構想
- 分散型国づくり、地域公共交通ネットワークの再構築
- 多極化された仮想空間へ
- 中堅・中小企業の活力向上、債務増大への対応
- 観光立国の復活、文化芸術・スポーツの振興

#### 経済安全保障の徹底

政府の発表や報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

- 21年9月3日、菅首相は自民党総裁選挙に立候補しないと表明しました。同選挙では、決選投票の末、岸田氏が勝利し、10月4日に衆参両院の指名を受け、首相に就任しました。また、同月末の衆院選では、自民党は議席を減らしたものの、絶対安定多数を単独で確保しました。
- さらに、22年7月の参院選では、与党・自民党が改選議席の過半を単独で確保して大勝し、非改選の議席を含めても、公明党の議席と合わせて過半数を維持しました。これに伴ない、政権の基盤強化や長期化の可能性が高まれば、株式市場で好感されることも考えられます。

<注目される主なスケジュール>

2022年	
8～9月で調整中	内閣改造・自民党党役員人事
11月15～16日	インドネシアでG20(20カ国・地域)サミット
年内	資産所得倍増プランの具体策とりまとめ
2023年	
4月8日	黒田日銀総裁の任期
4月	統一地方選挙
5月19～21日	広島でG7(先進7カ国)サミット開催
2024年	
9月	岸田首相の自民党総裁の任期満了
2025年	
5～11月	大阪で国際博覧会(万博)開催

家計金融資産約2,000兆円を貯蓄から投資に回すことが狙いで、NISA(少額投資非課税制度)やiDeCo(個人型確定拠出年金)の抜本改革を柱として、「1億総株主化」を目指す。

13年に就任した黒田総裁の在任期間は歴代最長となっており、10年ぶりに総裁が交代する見通し。次期総裁は、黒田総裁の下で導入された異次元緩和からの出口を探ることになる可能性も。

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。

※スケジュールは変更される場合があります。

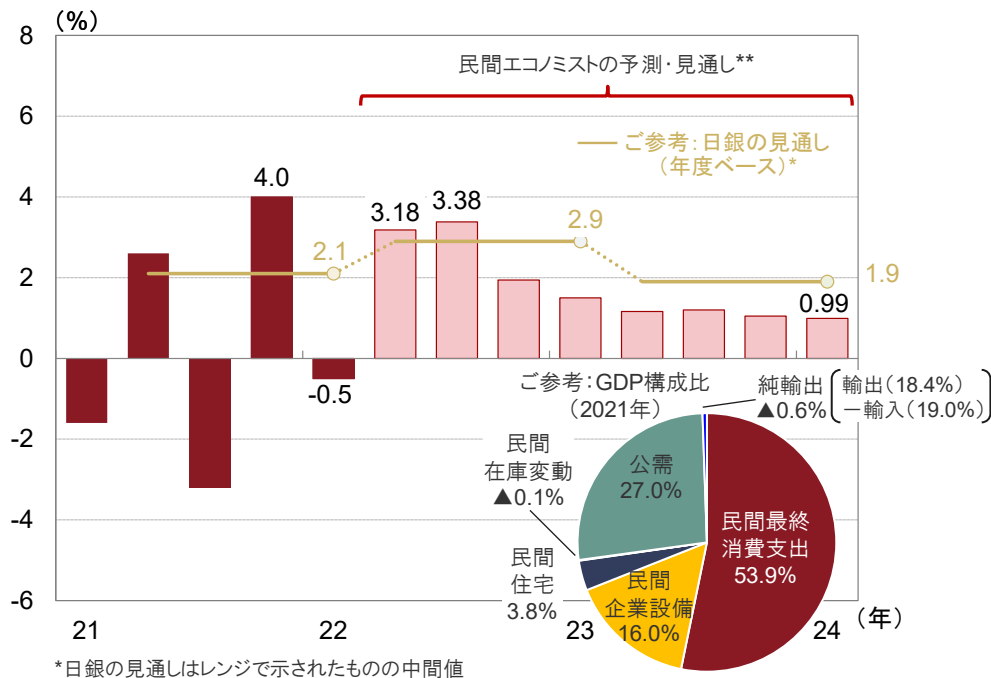
報道など、信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 新型コロナウイルスの感染拡大などから、GDP成長率は20年4-6月期に戦後最大のマイナスとなりました。同年後半に持ち直した成長率は、感染の再拡大などから、再度、マイナスに振れる局面もあったものの、22年4-6月期には急回復し、その後、緩やかな回復を続ける見通しです。
- 物価については、消費者物価指数の前年同期比で20年10-12月期にかけて▲1%弱まで落ち込んだものの、21年10-12月期にはプラスを回復し、22年後半にかけて伸びが高まると予想されています。

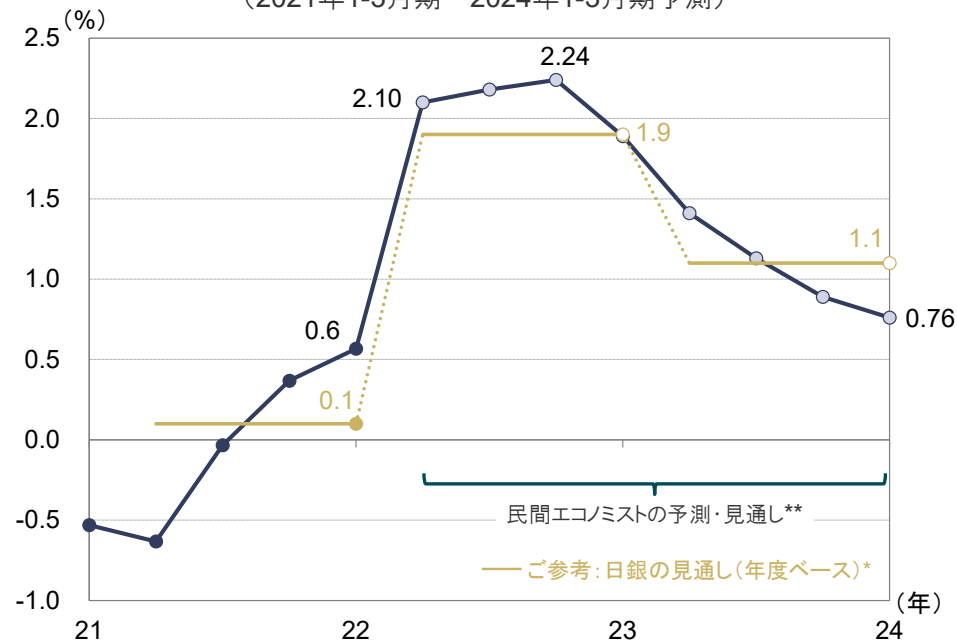
22年4-6月期に急回復後、持ち直しペースは緩やかに

＜実質GDP成長率(前期比年率換算)の推移＞  
(2021年1-3月期～2024年1-3月期予測)



物価は上昇局面に

＜消費者物価指数(除く生鮮食品、前年同期比)の推移＞  
(2021年1-3月期～2024年1-3月期予測)



\*\*民間エコノミスト約35人(機関)による予測の集計  
(2022年7月12日発表、回答期間:2022年6月30日～7月7日)

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」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予測・見通しであり、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情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 原油価格の急騰に伴うエネルギー価格の上昇や、食料品市況の高騰に加え、携帯電話料金低下の影響が剥落したことなどもあり、足元で物価上昇が鮮明化しています。
- 企業の仕入価格・販売価格判断の状況からは、前者の上昇幅が後者の上昇幅を上回る傾向が見られ、消費者への価格転嫁に慎重な企業の姿勢が確認できます。それでも、足元の販売価格判断からは、価格転嫁に自信を深めている企業が増えていることが示唆されています。

## プラスに転じた物価の伸びは、上げ幅を拡大する見通し

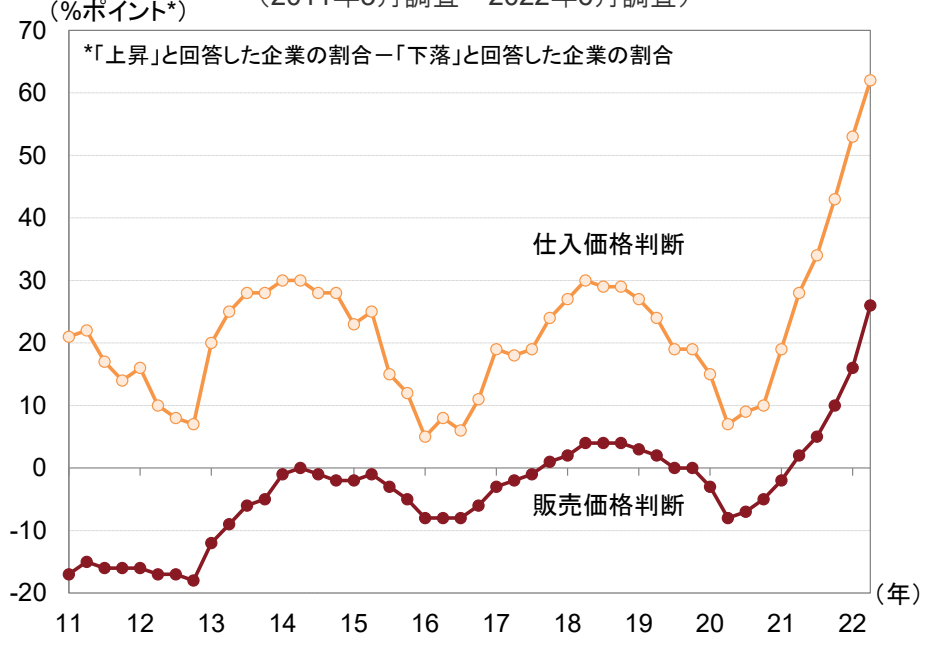
＜消費者物価指数(除く生鮮食品、前年同月比)の推移＞  
(2011年1月～2022年5月)



(出所)総務省

## 企業の仕入・販売価格判断も上振れ

＜企業(全規模・全産業)の価格判断の推移＞  
(2011年3月調査～2022年6月調査)



(出所)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。

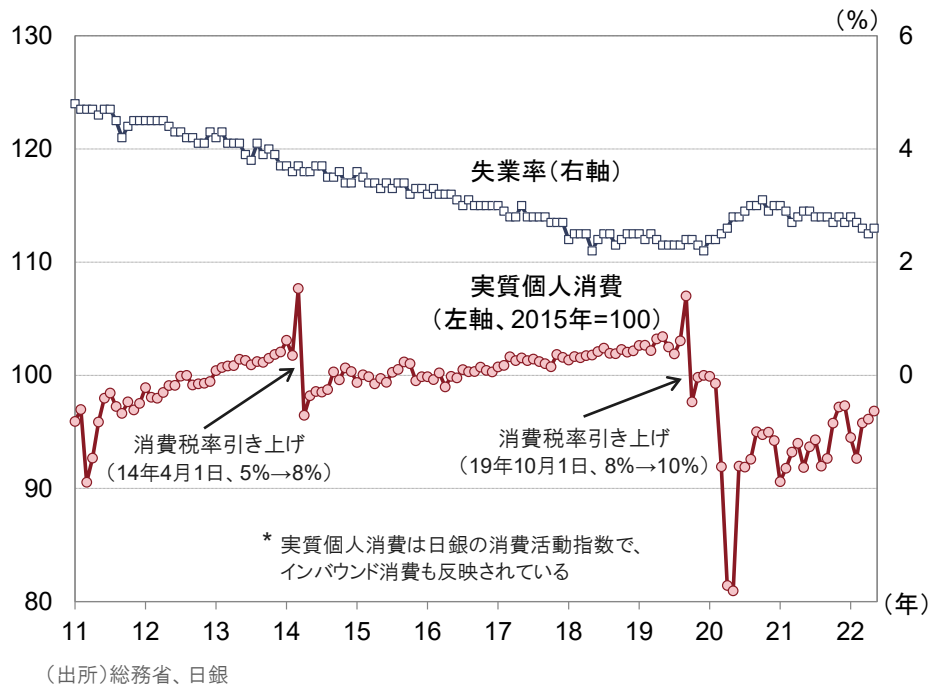
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 個人消費は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で20年春に急減したものの、政府の需要喚起策などを受けて回復に転じたのに続き、感染症の影響の緩和に伴ない、サービス消費を中心に持ち直しています。ただし、足元で再度、感染が拡大しつつあるとみられ、注意が必要です。
- 雇用環境については、有効求人倍率が上昇傾向となるなど、緩やかな持ち直しの動きが見られます。一方、所得環境については、賃金に持ち直しの動きが見られるものの、足元の物価高の影響から、実質所得は当面、マイナスで推移するとの見方もあります。

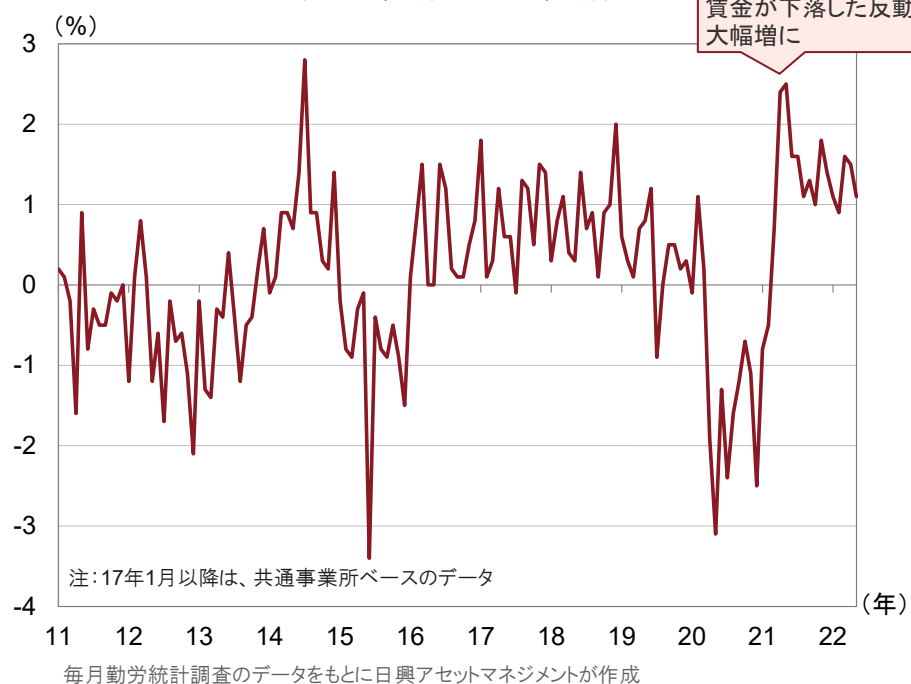
経済活動の再開に伴ない、消費の回復が期待される

賃金は名目ベースで持ち直しも、実質ベースではマイナスに

＜実質個人消費\*と失業率の推移＞  
(2011年1月～2022年5月)



＜現金給与総額(前年同月比)の推移＞  
(2011年1月～2022年5月)



※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情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

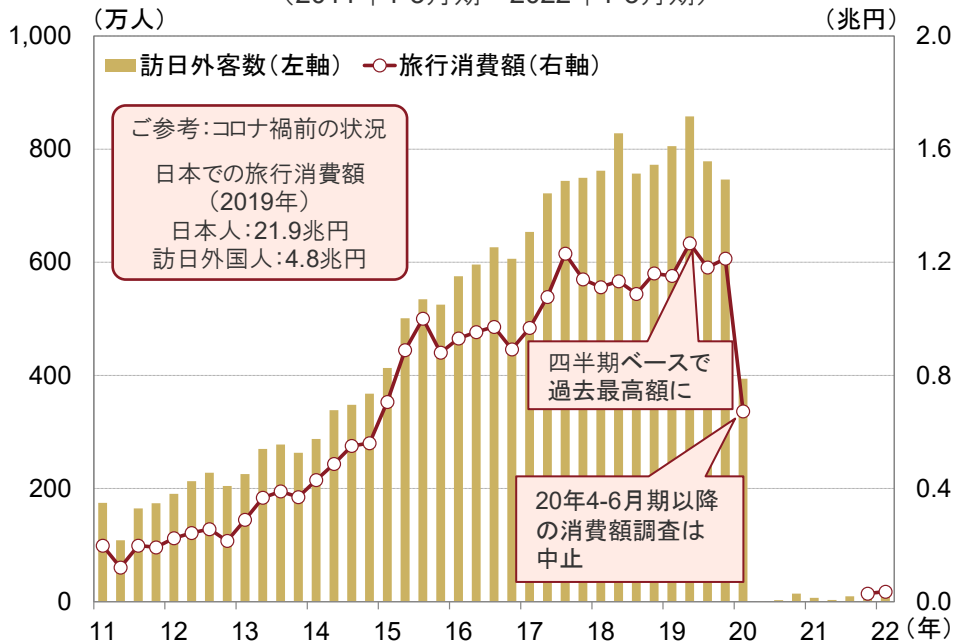


- インバウンド需要に関しては、19年に訪日外国人観光客数および消費額が揃って7年連続で過去最高を更新しました。しかし、新型コロナウイルス感染拡大の影響から、同消費額は20年に前年比▲85%の7,446億円、21年には▲84%の1,208億円(いずれも試算値)となりました。
- 一方、輸出は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で20年4、5月に急減したものの、世界で経済活動の再開が広がるに連れて持ち直し、コロナ禍前の水準を回復しました。なお、21年秋には、供給網上の制約の影響などから再度、下振れしたものの、11月以降は持ち直しています。

21年のインバウンド(訪日客)数、統計開始以降で最低に

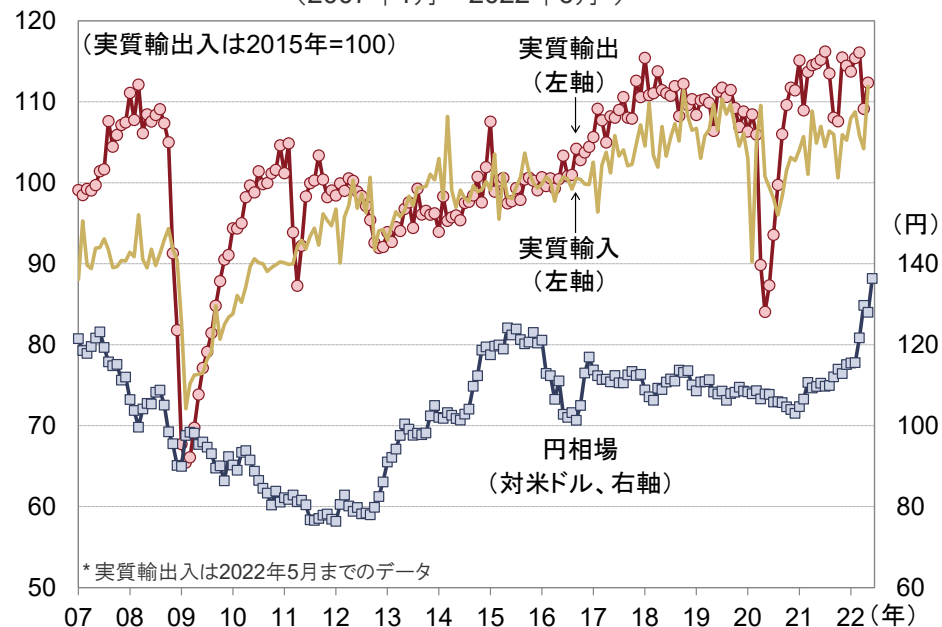
実質輸出はコロナ禍前の水準を回復

＜訪日外国人の観光客数および旅行消費額の推移＞  
(2011年1-3月期～2022年1-3月期)



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

＜実質輸出入と円相場の推移＞  
(2007年1月～2022年6月\*)



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

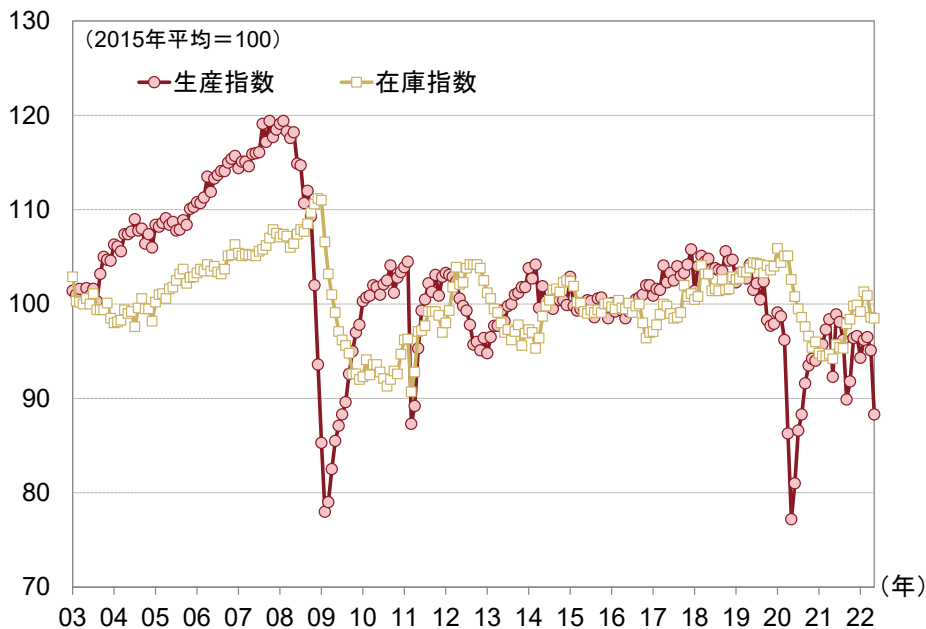
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 生産は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響から20年4、5月に急低下した後、輸出の回復などを背景に持ち直し、21年4月にはコロナ禍前の水準を回復しました。足元では、中国・上海でのロックダウンの影響で弱含みながら、6月の同ロックダウンの解除に伴ない、今後は持ち直しが期待されます。
- 設備投資は、コロナ禍の影響で前年に急減した反動もあり、足元で前年比増が続いています。デジタル化など、企業の投資意欲は強いとみられ、日銀短観でも、大企業の22年度の設備投資計画がコロナ禍前と比べて高めの伸びとなっており、設備投資の回復が進むと見込まれます。

生産は足元で弱含み

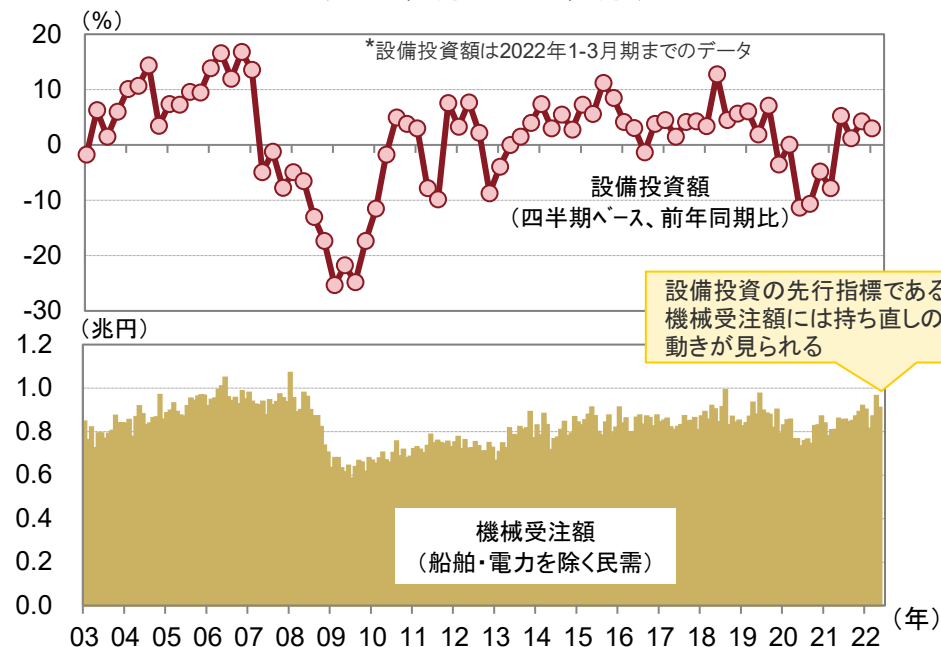
＜鉱工業生産指数と在庫指数の推移＞  
(2003年1月～2022年5月)



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

設備投資の先行指標は持ち直し

＜設備投資と先行指標の推移＞  
(2003年1月～2022年5月\*)



設備投資の先行指標である機械受注額には持ち直しの動きが見られる

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

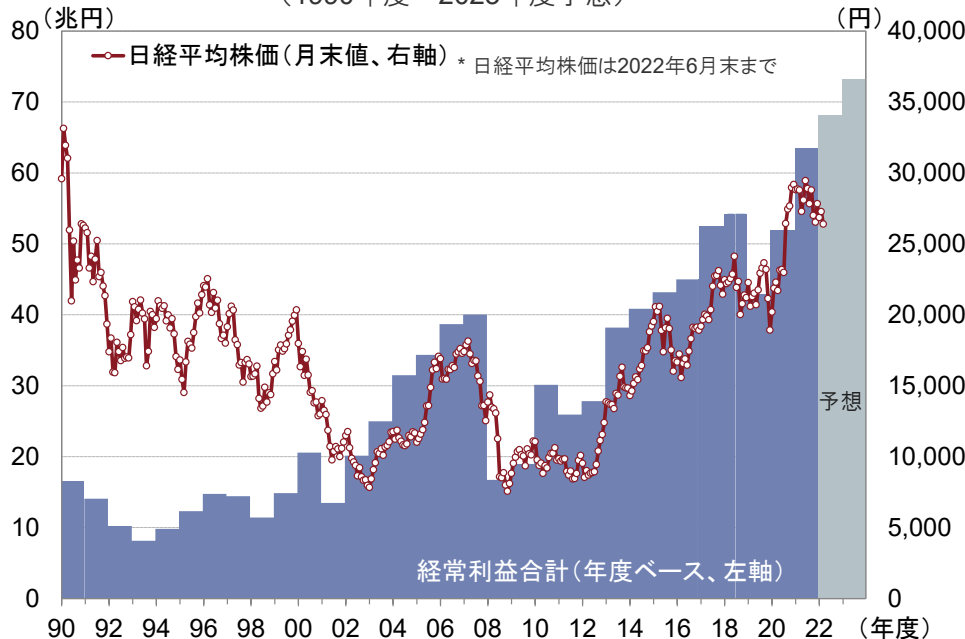
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 上場企業(除く金融ベース)の経常利益は、石油や化学、鉄鋼、運輸、商社などの業種で、資源や原材料の市況上昇の追い風を受けたほか、製造業などでの円安の恩恵、さらに、コロナ禍における費用削減努力の効果などから、21年度に過去最高益を更新しました。
- 22、23年度には、増益率こそ21年度を下回るものの、経済活動再開の進展や供給網上の制約問題の改善・解消などから、過去最高益の更新が続く見通しです。

企業業績の回復が株価の上昇を牽引

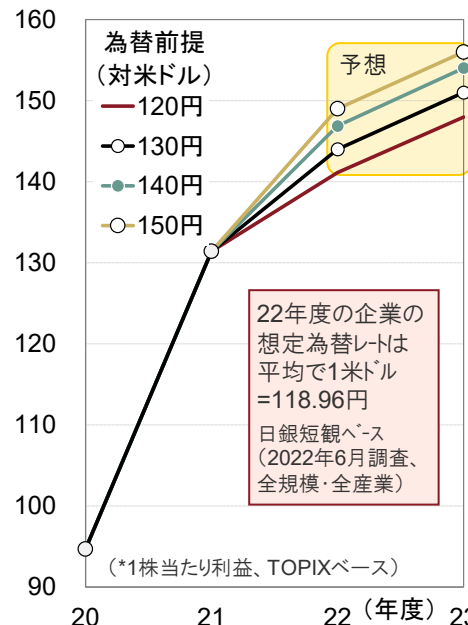
＜上場企業(除く金融)の経常利益合計の推移＞  
(1990年度～2023年度予想)



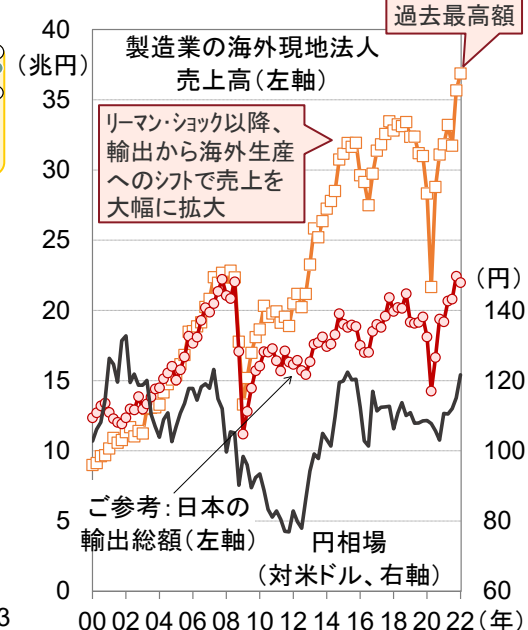
(予想はいずれも日興アセットマネジメントの2022年6月時点のもの)

海外生産の拡大などで高まった為替への耐性

＜為替前提別の予想EPS\*水準＞  
(2019年度～2022年度予想)



＜海外現地法人売上高の推移＞  
(2000年1-3月期～2022年1-3月期)



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。

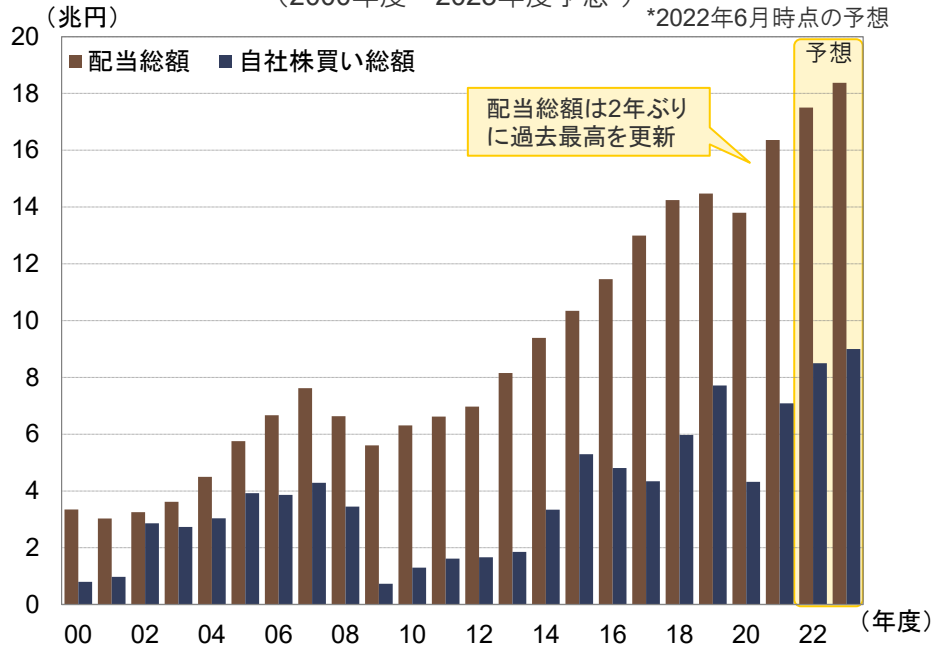
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 企業統治強化の流れの中、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です。20年度は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響から自社株買いが減少したものの、21年度以降は拡大基調に戻ると見込まれます。
- 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を対象としたM&A(合併・買収)が活発化しました。

### 株主還元の拡大基調が再開

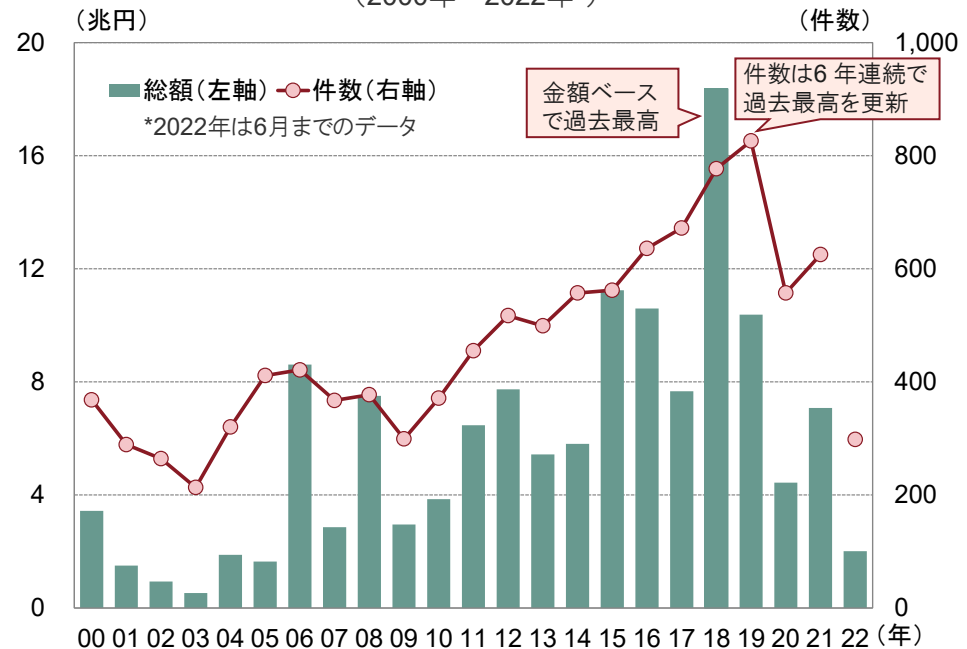
### M&Aも20年に減少したが、21年には増加に転じた

＜配当および自社株買い総額の推移＞  
(2000年度～2023年度予想\*)



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

＜日本企業の海外M&Aの金額と件数の推移＞  
(2000年～2022年\*)



(出所)レコフ「マール」

※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。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 安倍政権の下、日本の「稼ぐ力」の強化に向けた施策が相次いで導入されると、企業の間で収益性・生産性向上に向けた気運が広がったものの、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)の改善は限定的でした。
- しかし、コロナ・ショック以降、企業は生産性向上やコスト削減などに向け、デジタル化等の変革を促されるようになっており、これを機に、シェア重視から収益性重視に転じる企業が増えることで、欧米に見劣りがちな日本の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

コロナ禍を契機とした姿勢の変化などにより、ROEは持ち直し

<企業に変革を促す施策など>

<想定される企業の行動>

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・改訂

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

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)

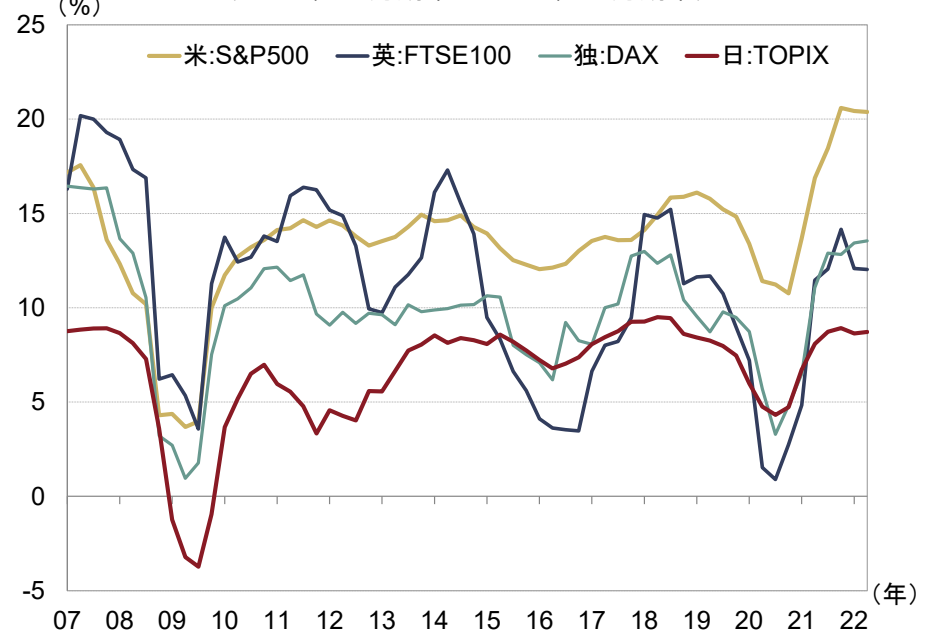
不採算事業からの撤退、グループ再編

株主還元、自社株買いの拡大

多様性の確保、人権・気候変動問題への対応

\* GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)  
 \*\* 米インスティテュショナル シェアホルダー サービス(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

<先進国の主要株価指数のROEの推移>  
(2007年1-3月期末~2022年4-6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

※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情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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＞

「ステュワードシップ・コード」の導入による、  
機関投資家の責任の明確化

投資先企業との建設的な対話などを通じ、機関投資家に当該企業の企業価値の向上や持続的な成長を促すよう努めさせる

期待される効果：  
中長期的な投資リターン  
の拡大

「コーポレートガバナンス・コード」の導入による、  
上場企業の統治原則の明確化

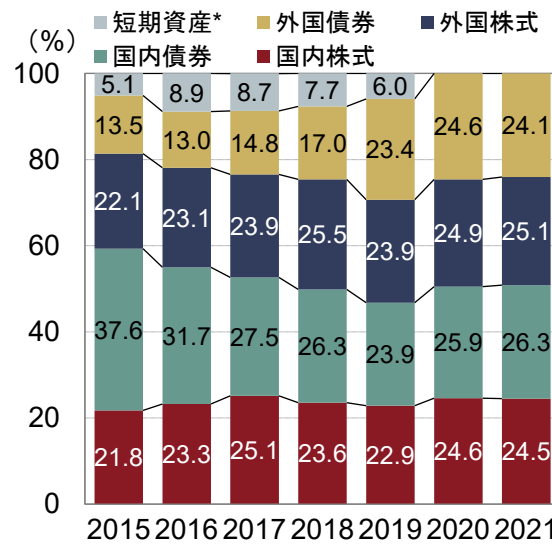
株式持ち合いの解消や社外取締役の導入などを促し、外部の声を経営に反映し易くさせる

期待される効果：  
設備投資、従業員の賃金引き上げ、株主優遇、経営の透明性や効率性の向上など

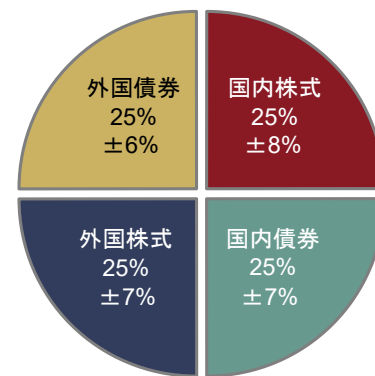
各種報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

国内債券から外国株式・債券へシフトした公的年金

＜日本の主要公的年金の運用資産構成割合の推移＞



＜新基本ポートフォリオ＞  
(運用の目安)



(2020年4月1日適用)

2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021\*\* (年度末)  
 \* 2020年度以降は、外国債券ないし国内債券に区分  
 \*\* <運用資産額：196.5兆円(年金特別会計で管理する積立金を除く)>  
 (出所) GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) 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。

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(2022年3月末運用資産合計約229.6兆円)も、外国証券などのリスク資産への投資を拡大している

※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。

- JPX日経インデックス400は、14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、普及が進むにつれ、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＞

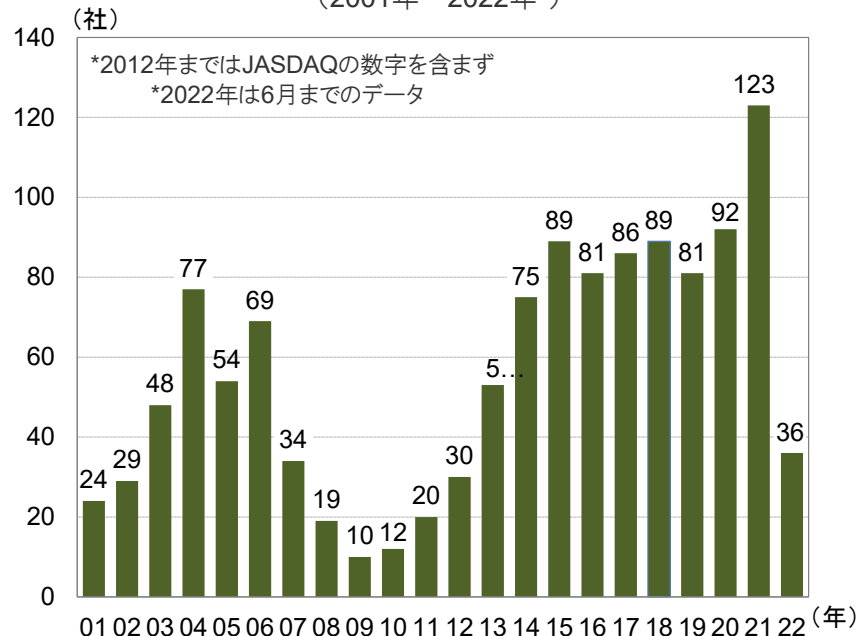
	TOPIX (東証株価指数)	日経平均株価 (日経225)	JPX日経 インデックス400
対象	東証一部上場の内国普通株式全銘柄(新規上場まもない銘柄等は除外)	東証一部上場銘柄から選定された225銘柄	東証上場銘柄(一部、二部、マザーズ、JASDAQ)から選定された400銘柄
主な銘柄選定基準	該当なし	・業種バランス (産業構造の変化) ・市場流動性の高さ	・3年平均ROE* ・3年累積営業利益 ・選定基準日時点における時価総額 *自己資本利益率
銘柄入れ替え	該当なし	原則年1回 (10月の第1営業日)	原則年1回 (8月の最終営業日)
算出方法	時価総額加重平均	株価平均	時価総額加重平均 (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、投資魅力の高い銘柄で構成されている

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

## 新規株式公開は増加

＜東京証券取引所におけるIPO(新規株式公開)の推移＞  
(2001年～2022年\*)

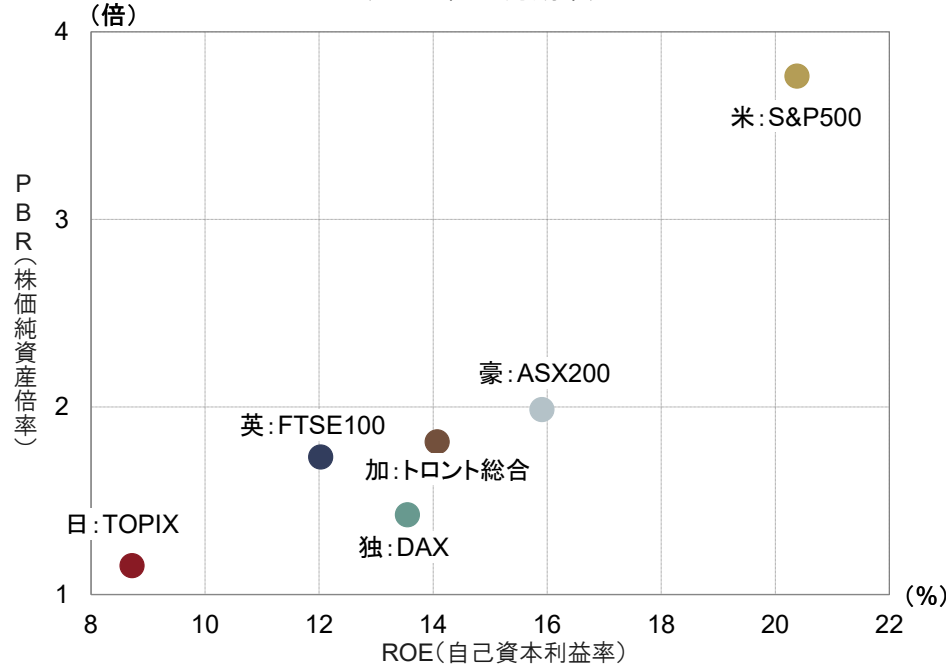


東京証券取引所のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

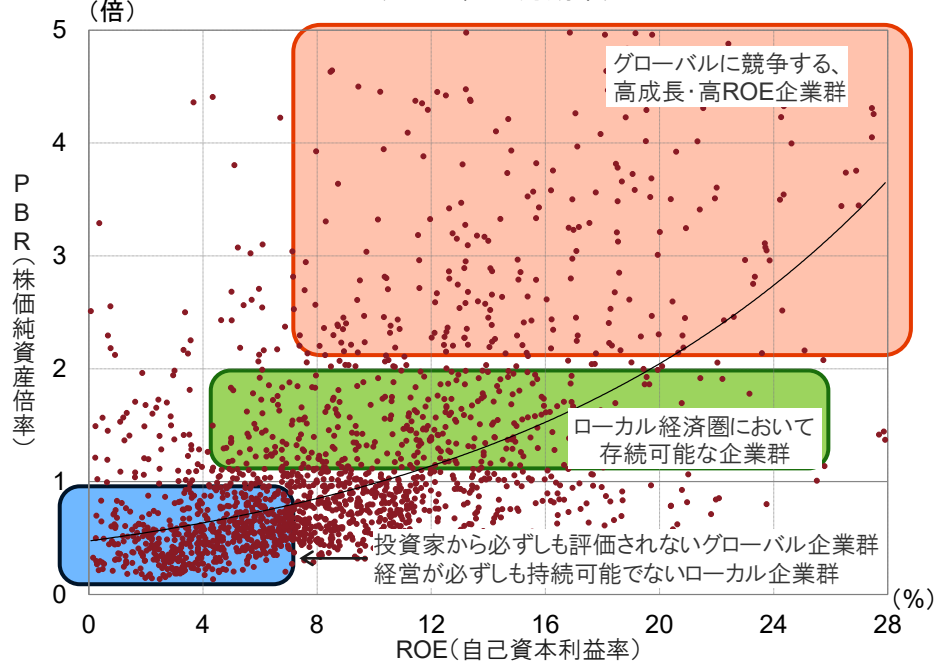
- ROE(自己資本利益率)と、代表的な株価指標の1つであるPBR(株価純資産倍率)との関係を見ると、世界の主要株価指数や個別銘柄のいずれにおいても、概ね、ROEが高いほどPBRも高い、つまり、株価が高いという傾向があります。
- 新型コロナウイルス感染拡大の収束後、日本企業の業績拡大はもとより、「稼ぐ力」の強化に向けた機運の高まりなどを背景にROEが向上すれば、日本株式の上昇は新たな局面を迎えると期待されます。

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＞  
(2022年4-6月期末)



＜TOPIX構成銘柄\*のROEとPBRの関係＞  
(2022年4-6月期末)



\*全上場2,170社中、PBR:5倍未満、且つ、ROE:0%超~28%未満の1,795社

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。

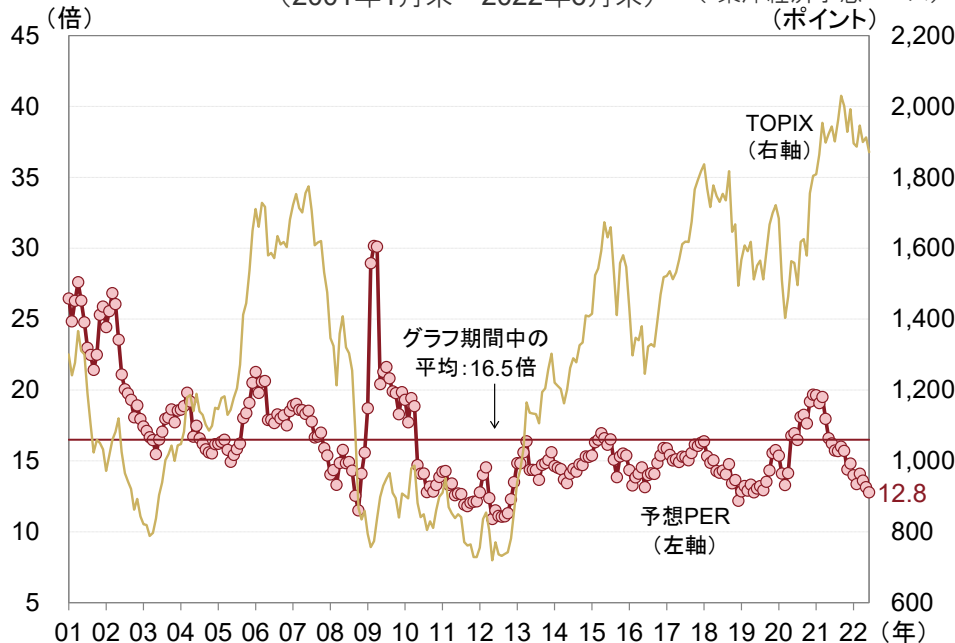
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。



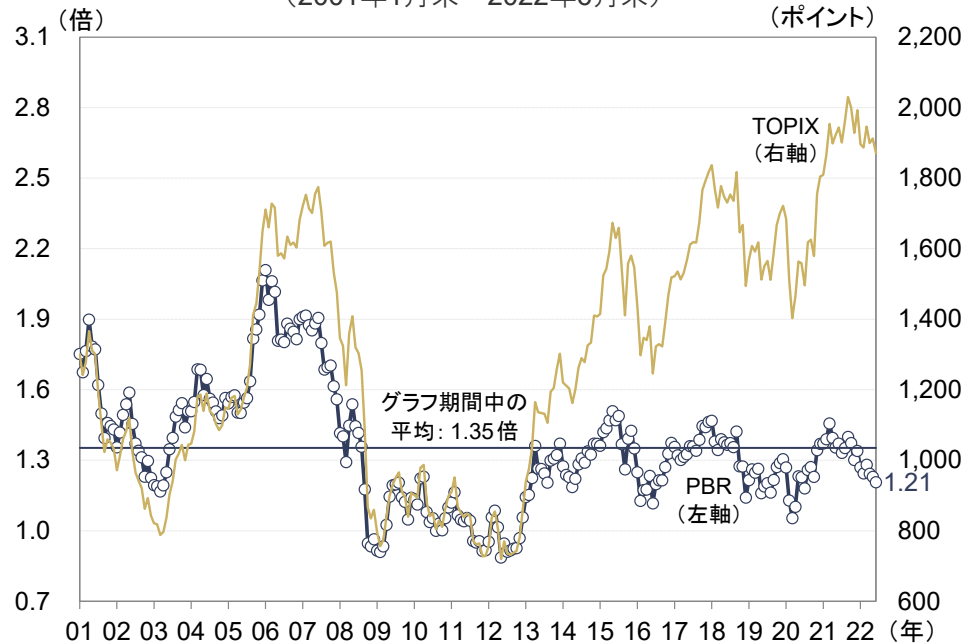
- 新型コロナウイルスの感染拡大に伴ない、予想EPS(1株当たり利益)が大きく下振れした一方、強力な金融・財政政策や経済活動再開の動きなどを背景に株価が回復傾向になると、予想PER(株価収益率)は20年春から21年春にかけて過去の平均を上回る水準となりました。
- その後は、業績見通しの改善を背景に予想EPSが回復・拡大傾向となる一方で、米長期金利の上昇といった逆風の中で株価の上値が重い状況が続く中、予想PERは過去の平均を下回り、日本株式が割安な水準にあることを示唆しています。

予想PERおよびPBRは過去の平均的な水準を下回る

<予想PER\*の推移(TOPIXベース)>  
(2001年1月末～2022年6月末) (\*東洋経済予想ベース)



<PBRの推移(TOPIXベース)>  
(2001年1月末～2022年6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。

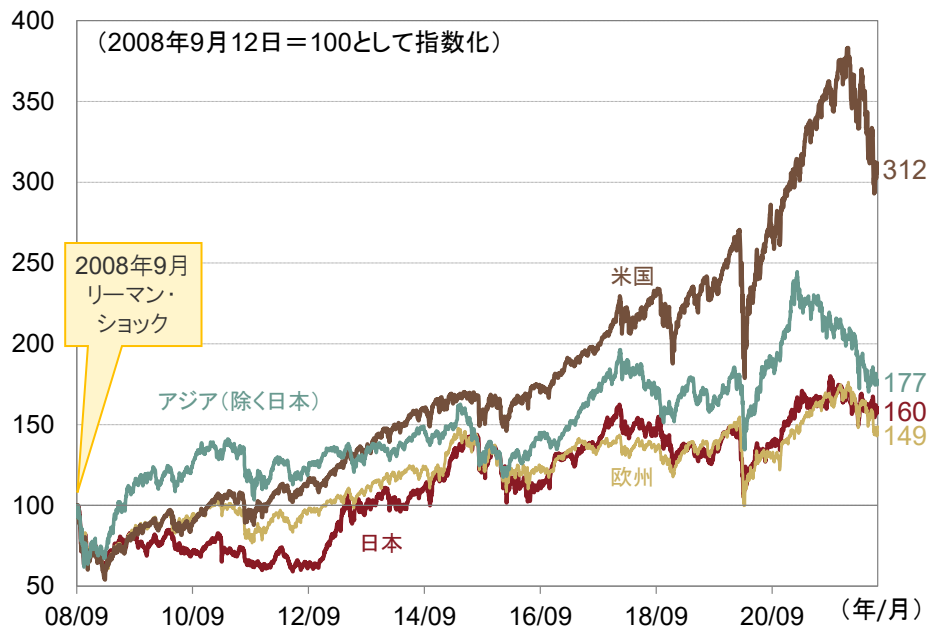
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 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、米国株式との比較では、なお一層、出遅れ感が強い状況です。
- また、主要国・地域のいずれの場合も、株価が冴えない一方で、業績見通しは改善・拡大傾向にあり、予想PERは足元で総じて低下しています。中でも、日本株式の予想PERは米国と比べて低く、相対的な割安感があります。

米国株式に比べてかなり出遅れ感がある日本株式

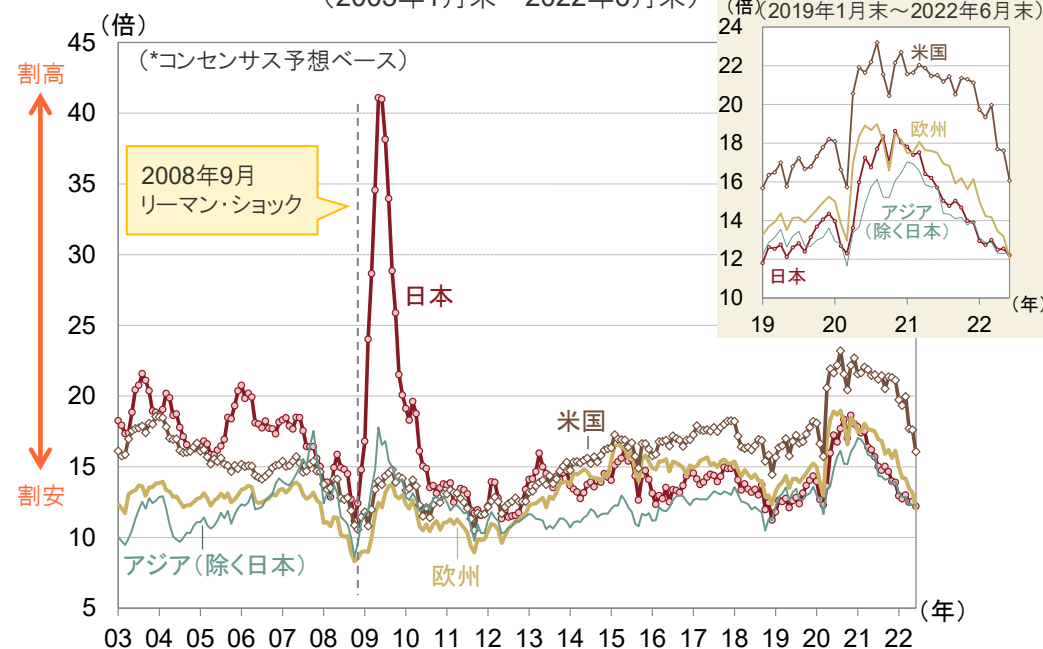
日本株式のバリュエーションは米国株式より低位(良好)

＜主要国・地域の株価推移＞  
(2008年9月12日～2022年7月8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)

＜主要国・地域の予想PER\*の推移＞  
(2003年1月末～2022年6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

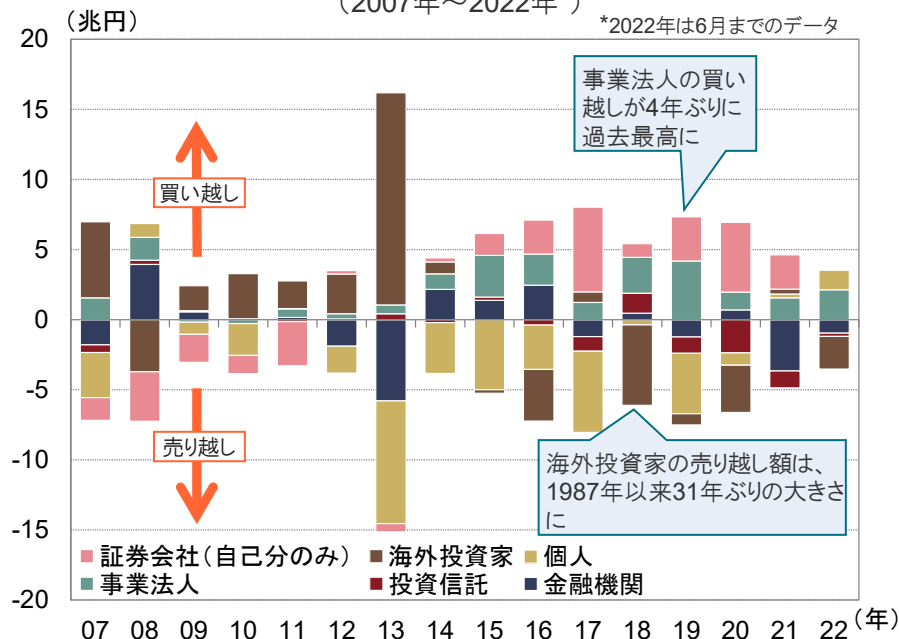
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 20年は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界景気の後退懸念を受け、海外投資家の売り越しが膨らんだほか、事業法人の買い越しが減少した一方、個人の売り越しは減少しました。さらに、日銀のETF(上場投資信託)買入れが約7.1兆円に拡大しました。
- 21年は、海外投資家や個人投資家が買い越しに転じた一方、金融機関が13年以来の大幅売り越しとなりました。さらに、日銀がETFの買入れを控え、約8,730億円にとどまりました。

## 近年、事業法人が日本株式の主要な買い主体だった

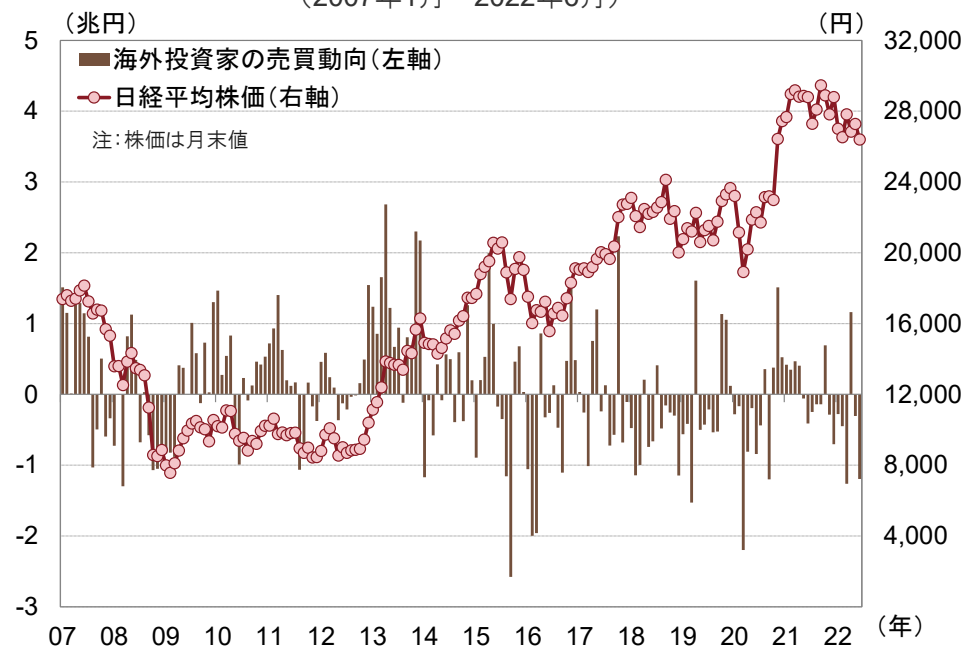
＜日本株式の主要投資部門別売買状況(差し引き額)の推移＞  
(2007年～2022年\*)



(出所)東京証券取引所

## 海外投資家は足元で売り越し傾向に

＜海外投資家の日本株式売買動向と株価の推移＞  
(2007年1月～2022年6月)



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

※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情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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(2022年6月末時点): 26,393.04円

＜長期(週次ベース)の推移＞  
(2000年1月第1週末～2022年7月第1週末)



＜短期(日次ベース)の推移＞  
(2014年1月初～2022年7月8日)



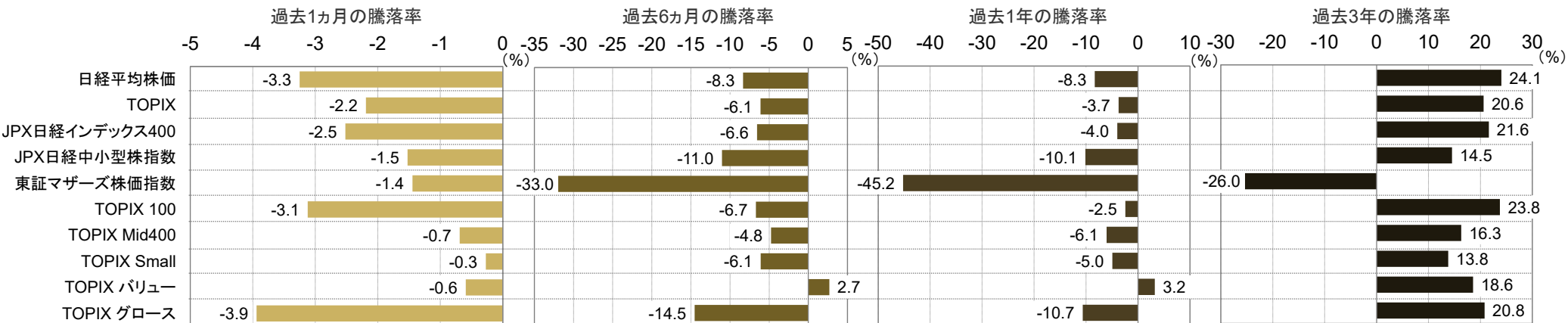
信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※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。

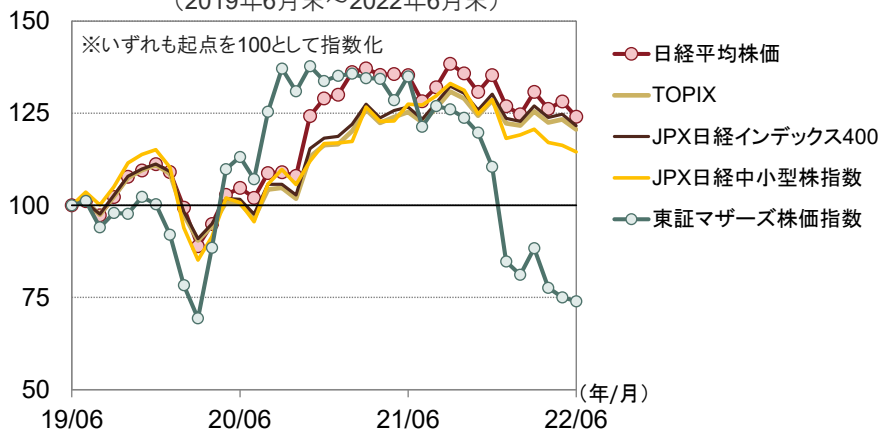
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

<指数・市場・規模・スタイル別の騰落率>

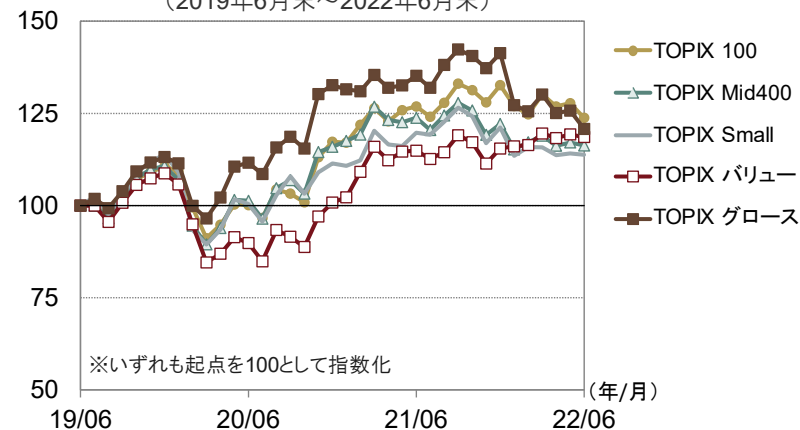
2022年6月末現在



<指数・市場別の推移>  
(2019年6月末～2022年6月末)



<規模・スタイル別の推移>  
(2019年6月末～2022年6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。

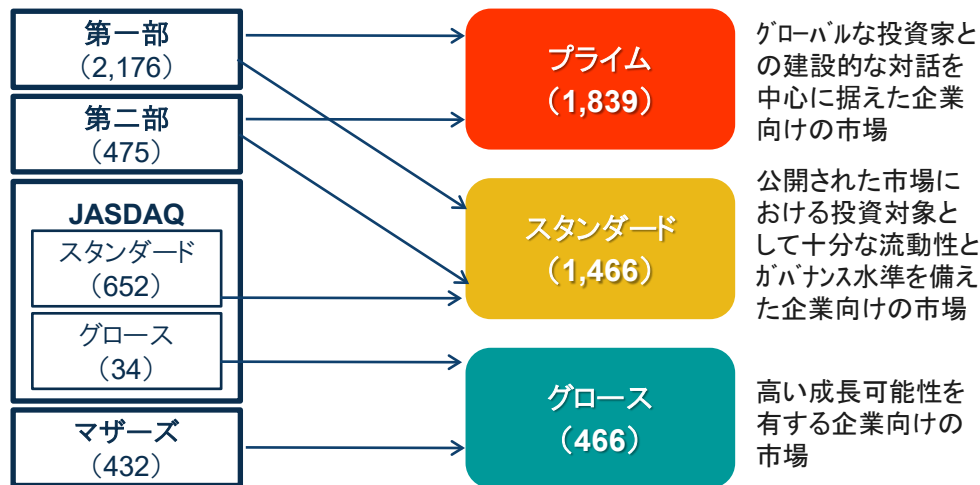
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 東京証券取引所は22年4月4日、従来の4つの市場区分を「プライム」「スタンダード」「グロース」の3市場に再編しました。最上位の「プライム」市場では、ESG(環境・社会・企業統治)に関する開示強化を求めるなど高い基準を設け、海外の投資マネーの取り込みなどを狙っています。
- 同時に行なわれたTOPIX(東証株価指数)改革では、22年4月1日時点の構成銘柄が新市場区分移行後も継続採用されました。ただし、流通株式\*時価総額100億円未満の銘柄は、22年10月末以降、段階的に構成比率を下げられ、25年1月の最終営業日に除外される予定です。

\*上場株式の数から、主要株主・役員等の所有株式、自己株式、持ち合い株式等の政策保有株式などの数を除いた、市場で売買可能な株式で計算した時価総額

## 東証の区分は従来の4市場から3市場へ

＜市場区分移行のイメージと新市場各区分のコンセプト＞



( )内は22年3月末時点の上場企業数

( )内は22年4月4日時点の上場企業数

＜TOPIX構成銘柄の変化(構成比率ベース)＞

移行前	移行期間中	移行後
TOPIX 100%	流通株式時価総額100億円以上 →継続採用	TOPIX 99%以上
	流通株式時価総額100億円未満 →段階的にウエイト低減(10段階で構成比率を調整)	

(出所)東京証券取引所の発表や報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

## 新規上場基準と上場維持基準は原則、共通化

＜新市場各区分における上場基準の概要＞

	プライム	スタンダード	グロース
株主数	800人以上	400人以上	150人以上
流通株式数	2万単位以上	2,000単位以上	1,000単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	10億円以上	5億円以上
流通株式比率	35%以上	25%以上	25%以上
時価総額、 売買取金	時価総額250億円以上 (上場維持基準: 1日平均売買取金 0.2億円以上)	— (上場維持基準: 売買取高が月平均 10単位以上)	— (上場維持基準: 上場10年経過後の 時価総額 40億円以上、 売買取高が月平均 10単位以上)
収益基盤	最近2年間の 利益合計25億円以上 または 売上高100億円以上かつ 時価総額1,000億円以上 (上場維持基準:—)	最近1年間の 利益1億円以上 (上場維持基準: —)	—
財政状態	純資産50億円以上 (上場維持期基準: 純資産額が正)	純資産額が正	—

新規上場基準と上場維持基準が異なる項目のみ、上段は新規上場基準、( )は上場維持基準

(国際通貨基金)

- 22年4月発表のIMFの見通しでは、同年の世界のGDP成長率が前年比+3.6%と、1月時点の見通しから下方修正されました。その主な背景は、ロシアによるウクライナ侵攻と、それに伴う対ロシア制裁の影響です。また、23年の見通しも、前年から横ばいの+3.6%に下方修正されました。
- 一方、インフレ率の見通しは、22年が先進国5.7%、新興国8.7%と、それぞれ、1.8ポイント、2.8ポイント上方修正されました。23年については、先進国2.5%、新興国6.5%と、前年から大きく鈍化する見通しながら、それぞれ、0.4ポイント、1.8ポイントの上方修正となっています。

## 紛争が拡大したり、対ロ制裁が強化されれば、更なる下振れも

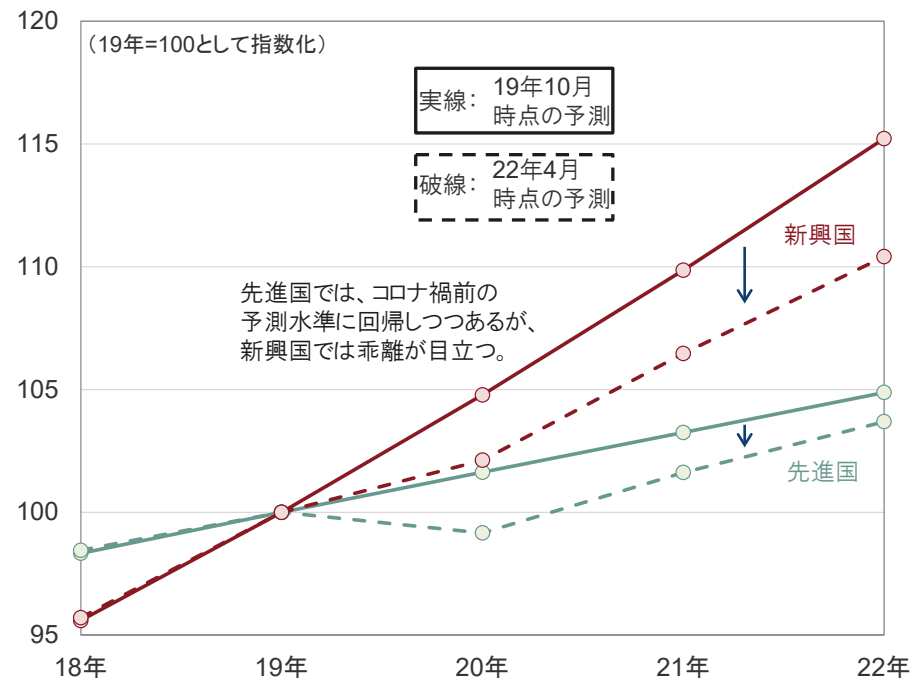
## コロナ禍前の予測に比べ、新興国での下振れが顕著に

<22年4月のIMF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2022年1月時点の予測との比較、ポイント)

	2020年	21年	22年予測		23年予測	
世界	▲ 3.1%	6.1%	3.6%	-0.8	3.6%	-0.2
先進国	▲ 4.5%	5.2%	3.3%	-0.6	2.4%	-0.2
米国	▲ 3.4%	5.7%	3.7%	-0.3	2.3%	-0.3
ユーロ圏	▲ 6.4%	5.3%	2.8%	-1.1	2.3%	-0.2
ドイツ	▲ 4.6%	2.8%	2.1%	-1.7	2.7%	0.2
日本	▲ 4.5%	1.6%	2.4%	-0.9	2.3%	0.5
英国	▲ 9.3%	7.4%	3.7%	-1.0	1.2%	-1.1
新興国	▲ 2.0%	6.8%	3.8%	-1.0	4.4%	-0.3
アジア	▲ 0.8%	7.3%	5.4%	-0.5	5.6%	-0.2
中国	2.2%	8.1%	4.4%	-0.4	5.1%	-0.1
インド*	▲ 6.6%	8.9%	8.2%	-0.8	6.9%	-0.2
ASEAN5カ国**	▲ 3.4%	3.4%	5.3%	-0.3	5.9%	-0.1
中・東欧	▲ 1.8%	6.7%	▲ 2.9%	-6.4	1.3%	-1.6
ロシア	▲ 2.7%	4.7%	▲ 8.5%	-11.3	▲ 2.3%	-4.4
中南米ほか	▲ 7.0%	6.8%	2.5%	0.1	2.5%	-0.1
ブラジル	▲ 3.9%	4.6%	0.8%	0.5	1.4%	-0.2
メキシコ	▲ 8.2%	4.8%	2.0%	-0.8	2.5%	-0.2
中東・北アフリカ	▲ 3.3%	5.8%	5.0%	0.6	3.6%	0.2
サハラ以南のアフリカ	▲ 1.7%	4.5%	3.8%	0.1	4.0%	0.0

\*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

<先進国、新興国のGDP規模の推移>  
(2018年~2022年予測)



出所：IMF「World Economic Outlook, April 2022」

※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。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

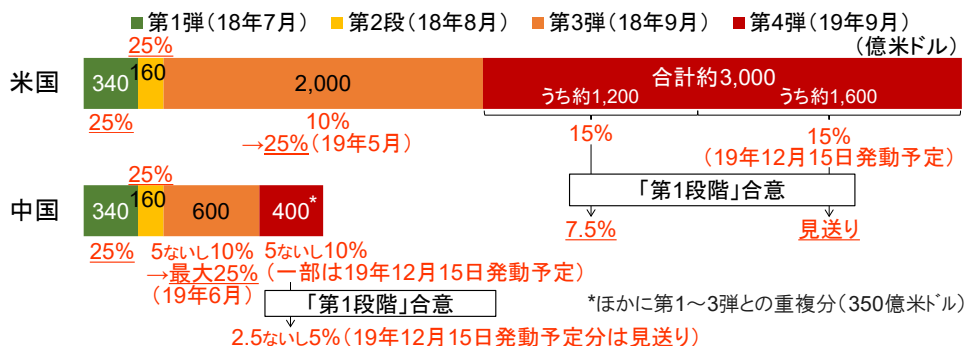
- 米中両政府は20年1月、「第1段階」の通商合意の文書に署名しました。ただし、その後も、産業補助金などの中国の産業政策やハイテク分野に加え、人権や安全保障の面などで米中の対立は続いています。
- バイデン米政権下でも、安全保障を理由にハイテク分野で対中制限が課される可能性はあるものの、供給網の寸断は回避されるとみられています。なお、高インフレへの対応の一環として、バイデン政権は現在、対中制裁関税の一部引き下げを検討中です。

## 「第1段階」合意後も制裁関税の大部分は継続

＜「第1段階」の合意で中国側が約束した内容と今後の注目点＞

合意内容	今後の注目点
知的財産権の保護	・中国は米国からの輸入を貿易戦争前の水準から2年で2,000億米ドル増やすことになったが、その実現性
技術移転の強要禁止	
農産品の非関税障壁の削減	・「技術移転の強要禁止」が盛り込まれたが、どのように実効性を持たせるか
金融サービス市場の開放	
通貨安誘導の抑制	・産業補助金など、中国の産業政策やハイテク分野での米中対立の行方
輸入拡大	
履行状況の検証	

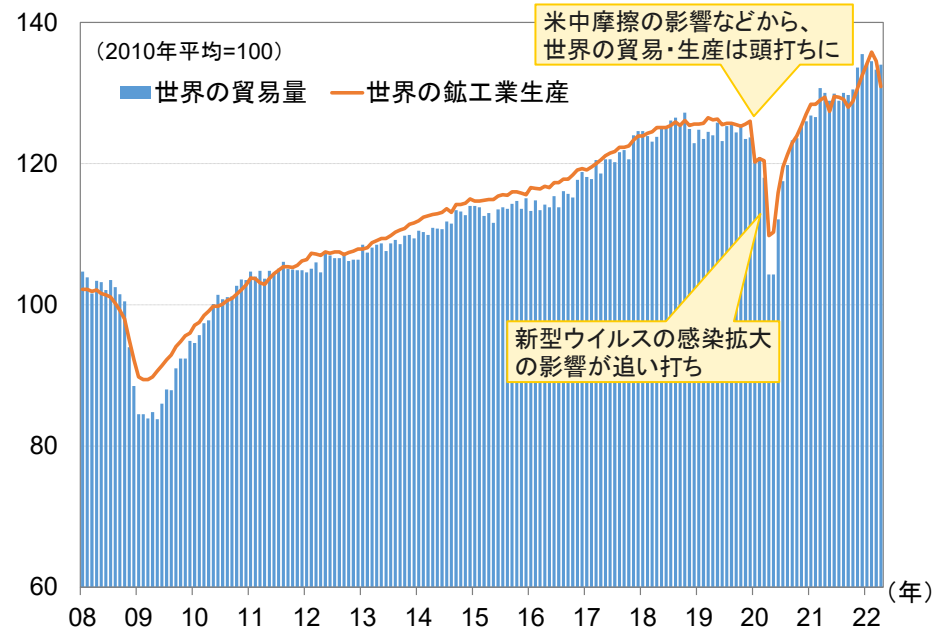
＜米中が相互に課した制裁関税の対象商品の規模・税率＞



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

## 「第1段階」合意後の動向が注目される貿易・生産

＜世界の貿易量・鉱工業生産の推移＞  
(2008年1月～2022年4月)



(出所) CPB(オランダ経済政策分析局)

※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。

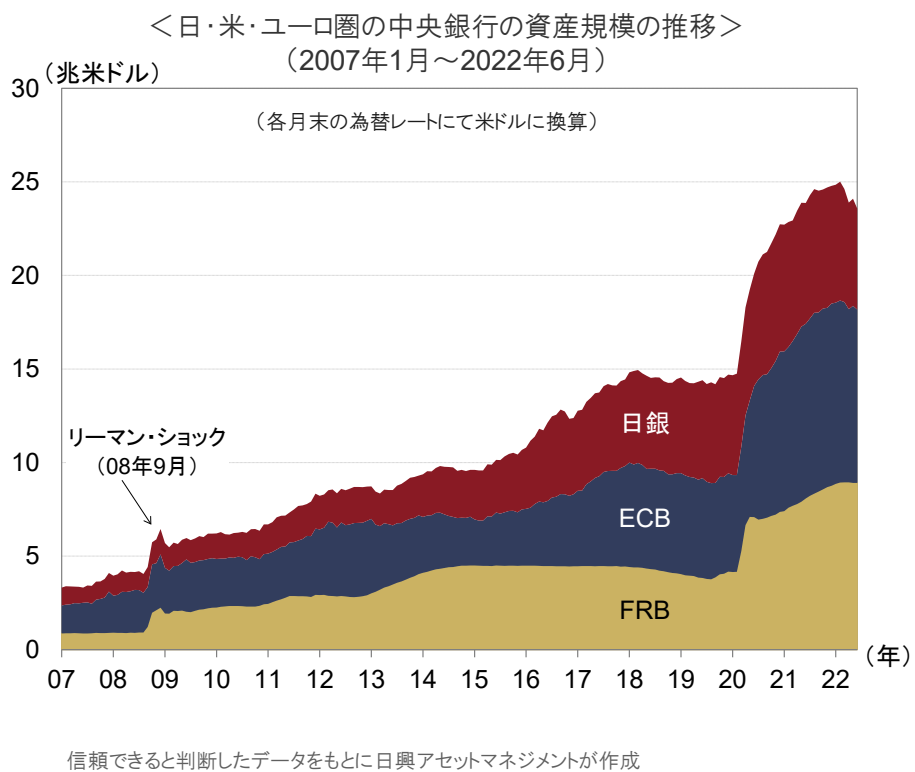
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。



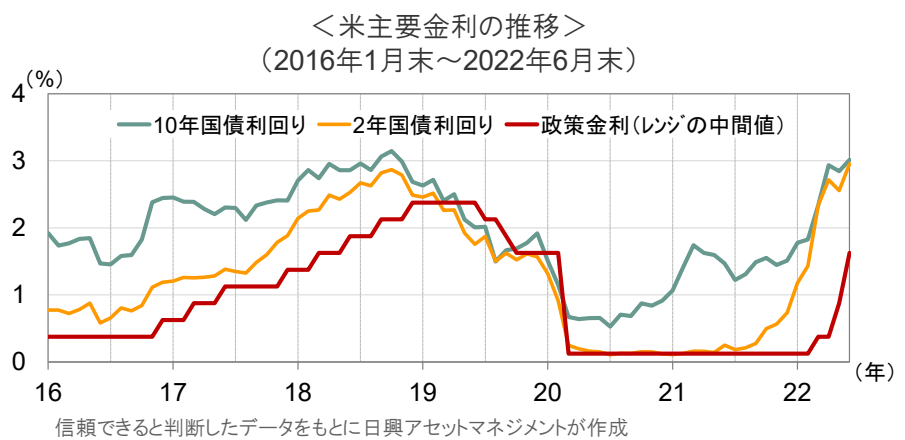
# 米FRBは利上げを開始、さらに、金融政策の正常化加速を示唆

- 欧米では、新型コロナウイルス・ワクチン接種の普及に伴う経済活動の再開や経済対策などを背景に景気回復が進み、米国では21年4-6月期、ユーロ圏でも同年10-12月期に、GDPがコロナ禍前の19年10-12月期の水準を回復するに至りました。
- こうした中、FRBは22年3月、18年12月以来となる利上げを決定し、5月と6月の追加利上げでは、利上げ幅を拡大しました。欧米金融当局は、政策の軸足を新型コロナウイルスへの対応から、高インフレなど、ロシアによるウクライナ侵攻がもたらす経済リスクへの対応に移しつつあります。

## 量的金融緩和で膨らんだ、主要中央銀行の資産規模



## インフレ加速が続く中、米長期金利は足元で再び上昇



＜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
2022年	17・18: 日銀 25・26: FRB	3: ECB	10: ECB 15・16: FRB 17・18: 日銀	14: ECB 27・28: 日銀	3・4: FRB	9: ECB 14・15: FRB 16・17: 日銀
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
	20・21: 日銀 21: ECB 26・27: FRB		8: ECB 20・21: FRB 21・22: 日銀	27: ECB 27・28: 日銀	1・2: FRB	13・14: FRB 15: ECB 19・20: 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

※上記は過去のもの予定であり、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情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 足元では、ロシアによるウクライナ侵攻の影響も加わり、世界的にインフレが警戒される中、積極的な利上げによって米国の景気が後退するとの観測まで拡がり、世界的に株価が不安定となっています。
- ただし、ウクライナ問題の長期化や主要国・地域などでの積極利上げおよび景気後退観測など、市場ではかなり厳しい環境の織り込みが既に進んでいるとみられることを踏まえると、米景気が鈍化する場合でも、長期後退を避けられるようであれば、好感される可能性が考えられます。

米長期金利が上昇する中、株価は世界的に冴えない状況

＜米国の金利と円相場(対米ドル)の推移＞  
(2012年1月第1週末～2022年7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～2022年7月8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情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。

- 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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および図表等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(外貨建資産に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。
- 指数に関する著作権・知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。

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