

## デフレ脱却により日本株式の長期下げトレンドは終焉へ

# エコノミストが考える日本株式の将来像

2014年8月

JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社

新たな成長戦略が固まり、持続的な経済成長に向けて再び動き出した日本経済。企業業績は過去最高益の更新が期待され、賃金が上昇するなど私たちの身の回りでも景気回復の兆しを感じ始められていますが、2014年以降、日本株式は割安な状態のまま、明確な方向感が定まらない状態が続いています。

当レポートでは、当社のエコノミスト榎原可人が考える日本株式の将来像として、今後の日本株式の上昇ポテンシャルを検証します。

## エコノミスト榎原可人が考える日本株式の将来像

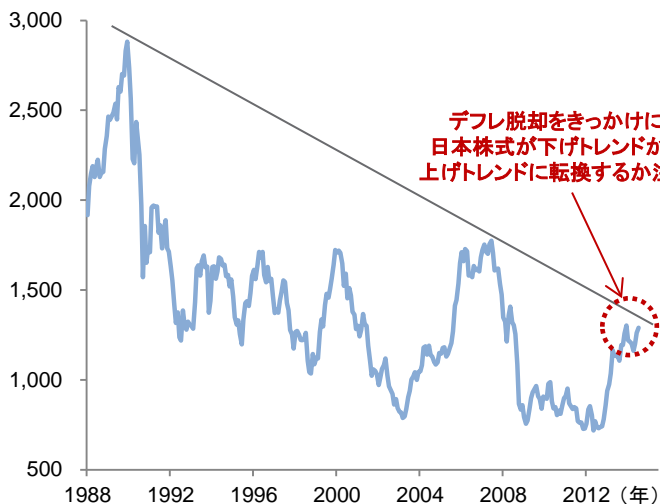
- ① デフレ脱却で長期の“下げトレンド”から“上げトレンド”へ転換
- ② “好調な企業収益”と“割安なバリュエーションの修正”だけでも、上昇ポテンシャルは高い
- ③ 投資家がリスクテイクしやすい低ボラティリティ状態が当面継続

日本株式の  
将来像

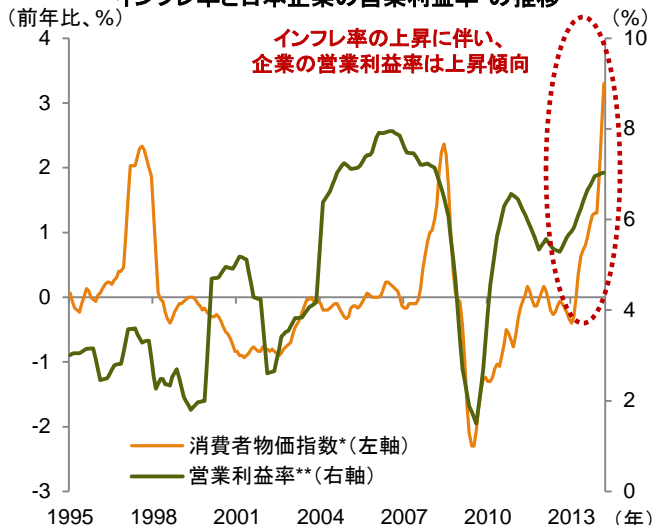
### ① デフレ脱却で長期の“下げトレンド”から“上げトレンド”へ転換

- ✓ 1989年12月の最高値から下げトレンドが続いてきた日本株式は、長期にわたって続いた下げトレンドから脱却して上げトレンドに転換すると考える。
- ✓ アベノミクス効果によって、日本経済がデフレ脱却へ進展していることが転換点を迎えると考え最大の理由。
- ✓ 過去のインフレ率と企業の営業利益率の関係を見てみると、インフレ率の上昇時には営業利益率が上昇する傾向があるが、足元でも物価上昇に伴って営業利益率が上昇しており、企業収益の増加による上げトレンドへの転換の兆しが見えつつあると考える。

TOPIX(東証株価指数)の推移



インフレ率と日本企業の営業利益率\*の推移



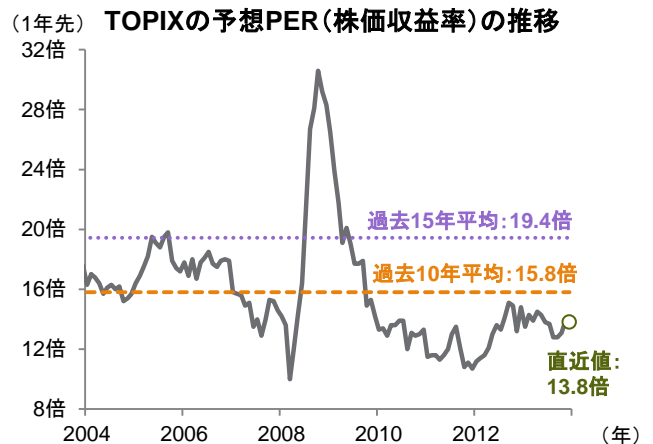
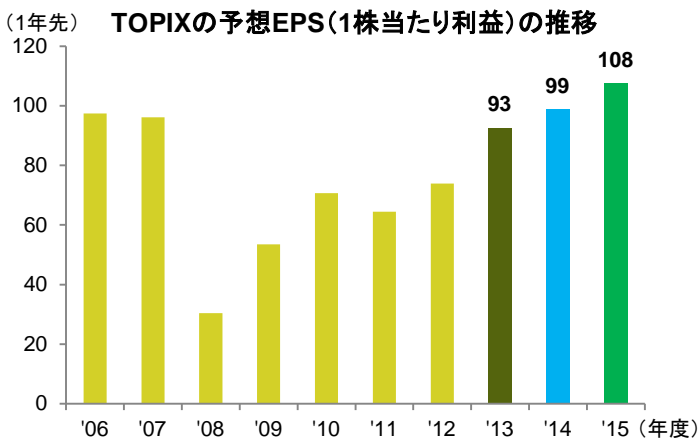
\*消費者物価指数は除く生鮮食品、\*\*TOPIXのデータを使用

出所:ブルームバーグ (左グラフ) 期間:1988年1月末~2014年7月末、(右グラフ) 期間:1995年4月~2014年6月、消費者物価指数および営業利益率は3ヵ月移動平均  
上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。上記は2014年8月時点における「JPモルガン・アセット・マネジメント」グループの見解を示したものであり、将来予告なく変更されることがあります。

## “好調な企業収益”と“割安なバリュエーションの修正”だけでも、 上昇ポテンシャルは高い

- ✓ 株価にとって最も重要なのは企業収益であり、企業収益が増加トレンドなら、基本的に株価も上昇トレンドになる。加えて、企業収益の先行き見通しに対して投資家がどれくらいの価値を見出すかという観点がバリュエーションで、これも株価に影響を及ぼす。
- ✓ 上げトレンド転換後の株価を企業収益とバリュエーションの観点から検証してみると、その上昇ポテンシャルは高い。例えば、日本企業の2014年度の予想EPS(1株当たり利益)\*が99となり、予想PER(株価収益率)\*が現状の割安と言える13.8倍から過去10年の平均である16倍程度に向かって改善すると仮定すれば、TOPIXは2割超の上昇となる。
- ✓ 企業がこれまでのコスト削減を通じ改善した収益力を活かし、またアベノミクス第三の矢で促されるコーポレートガバナンス(企業統治)の強化に伴った稼ぐ力の増強や資本効率の改善を実現していけば、顕著な増益傾向も可能になってくるため、株価の上昇余地はさらに拡大していくこととなると見ている(下記「TOPIX: 予想指数値計算テーブル」ご参照)。

\*TOPIXのデータを使用



2013年度は2014年7月末現在、2014および2015年度は、それぞれ2014年7月末時点での2015年度末、2016年度末の予想EPSを使用

TOPIX: 予想指数値計算テーブル (指数値=EPS × PER)

2014年7月末現在

PER \ EPS	EPS				
	70	80	90	100	110
20倍 過去15年平均: 19.6倍	1,400 (+9%)	1,600 (+25%)	1,800 (+40%)	2,000 (+56%)	2,200 (+71%)
18倍	1,260 (▲2%)	1,440 (+12%)	1,620 (+26%)	1,800 (+40%)	1,980 (+54%)
16倍 過去10年平均: 15.8倍	1,120 (▲13%)	1,280 (▲0%)	1,440 (+12%)	1,600 (+25%)	1,760 (+37%)
14倍	980 (▲24%)	1,120 (▲13%)	1,283* 直近	1,400 (+9%)	1,540 (+20%)
12倍	840 (▲35%)	960 (▲25%)	1,080 (▲16%)	1,200 (▲6%)	1,320 (+3%)
10倍	700 (▲45%)	800 (▲38%)	900 (▲30%)	1,000 (▲22%)	1,100 (▲14%)

表中のカッコ内は直近を基準とした騰落率  
\*2014年7月末時点の予想EPS93と予想PER13.8倍より算出

＜表の見方＞

PERが14倍→16倍、EPSが90→100になった場合、TOPIXの予想指数値は25%上昇し、1,600ポイントになることを表す。

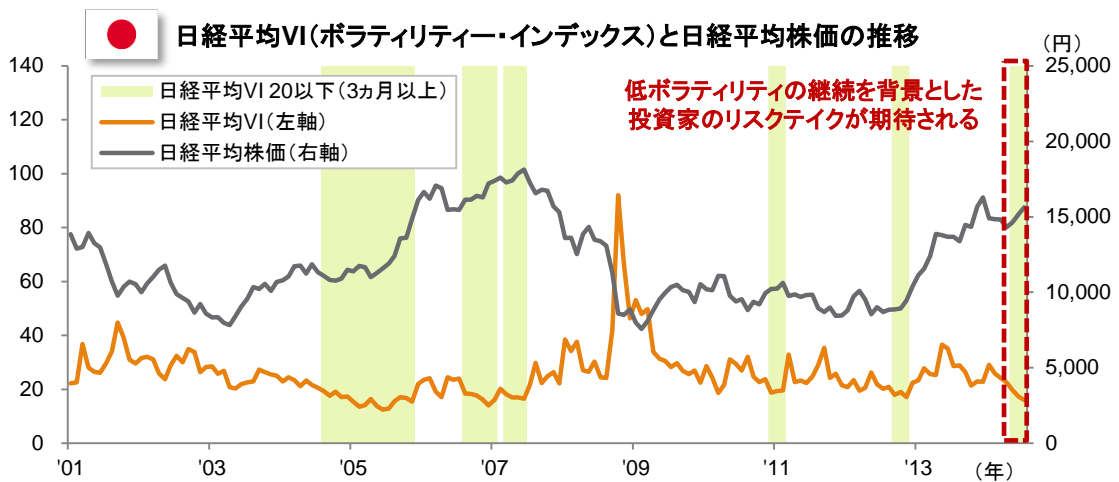
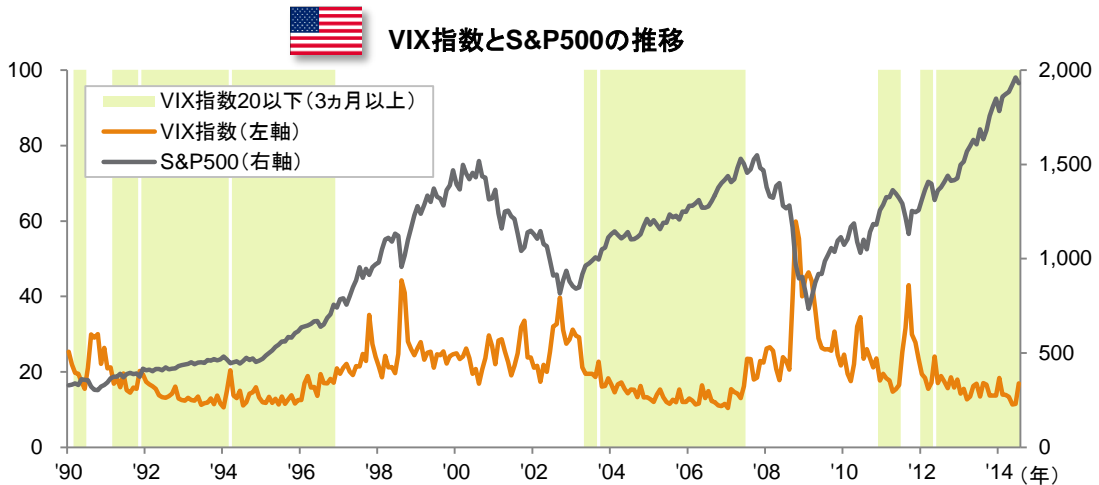
※EPSとPERの両方またはどちらか一方が直近の水準より低下した場合、TOPIXの予想指数値は下落することがあります。

【例】PERが14倍→12倍、EPSが90→80になった場合、TOPIXの予想指数値は25%下落し、960ポイントになります。

出所: データストリーム 期間: (左上グラフ) 2006年度~2015年度、(右上グラフ) 2004年8月末~2014年7月末  
上記は過去の実績および予測であり、将来の成果を保証するものではありません。上記は2014年8月時点における「JPモルガン・アセット・マネジメント」グループの見解を示したものであり、将来予告なく変更されることがあります。

### ③ 投資家がリスクテイクしやすい低ボラティリティ状態が当面継続

- ✓ 株式や債券、為替といったあらゆる市場において、ボラティリティの低下が顕著になっている。
- ✓ 低ボラティリティとなっている主な理由は2つ。
  - <理由①>非伝統的な金融政策  
日本を含め、先進国の中央銀行が非伝統的な金融緩和策によって、積極的に金利変動を抑制している。
  - <理由②>景気サイクルが中盤にあること  
回復・拡大局面にある米国景気は、拡大から後退となる景気サイクルの終盤まではまだ時間があるため、市場関係者の景気予測がブレにくく、市場の変動性も低下。
- ✓ 過去のデータを見ると、こうした低ボラティリティの市場環境で、株式市場は上昇傾向にあり、投資家がリスクテイクしてきたことが窺える。
- ✓ 足元では、低ボラティリティが継続しそうなことに加え、低金利であることが追い風となり、投資家のリスクテイクをより積極化させると考える。



※VIX指数、日経平均VIは、それぞれS&P500、日経平均株価の将来の変動を投資家がどのように想定しているかを表した指数です。数値が高いほど投資家が将来の株式市場が大きく変動すると見込んでおり、不安感が強いことを示しているとされます。

## <お客様の投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください>

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、財務状況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。

### ◆ご注意していただきたい事項について

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、購入、換金の申込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回の換金(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。

### ◆ファンドの諸費用について

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、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)をご覧ください。

投資信託の購入時: 購入時手数料(上限3.78%(税抜3.5%))、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(上限1.0%)

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.052%(税抜1.9%))、監査費用(上限年間324万円(税抜300万円))

\*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。

運用管理費用(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。

### ◆金融商品取引業者について

投資信託委託会社: JPモルガン・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330号

加入協会: 日本証券業協会、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

### 本資料で使用している指数について

- TOPIX(東証株価指数)は、株式会社東京証券取引所(株東京証券取引所)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、(株東京証券取引所)が有しています。なお、ファンドは、(株東京証券取引所)により提供、保証または販売されるものではなく、(株東京証券取引所)は、ファンドの発行または売買に起因するいかなる損害に対しても、責任を有しません。
- 日経平均株価、日経平均ボラティリティー・インデックスに関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は日経平均株価、日経平均ボラティリティー・インデックスを継続的に公表する義務を負うものではなく、その誤謬、遅延又は中断に関して責任を負いません。©日本経済新聞社
- S&P500指数は、スタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーが発表しており、著作権はスタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーに帰属しています。
- VIX指数の知的所有権その他一切の権利は発行者であるChicago Board Options Exchange, Incorporated (CBOE)に帰属しています。発行者は原則として指数の正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、ファンドの運用成果等に関して一切責任を負いません。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(以下、「当社」という。)が作成したものです。本資料は投資に係る参考情報を提供することを目的とし、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、当社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではありません。当社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、当社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での当社および当社グループの判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。