



－ 株式市場構造の日米比較 －

日本株を取り巻く投資環境



〈販売会社〉

商号等 リテラ・クリア証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第199号
加入協会 日本証券業協会

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

〈委託会社〉

商号等 大和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352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

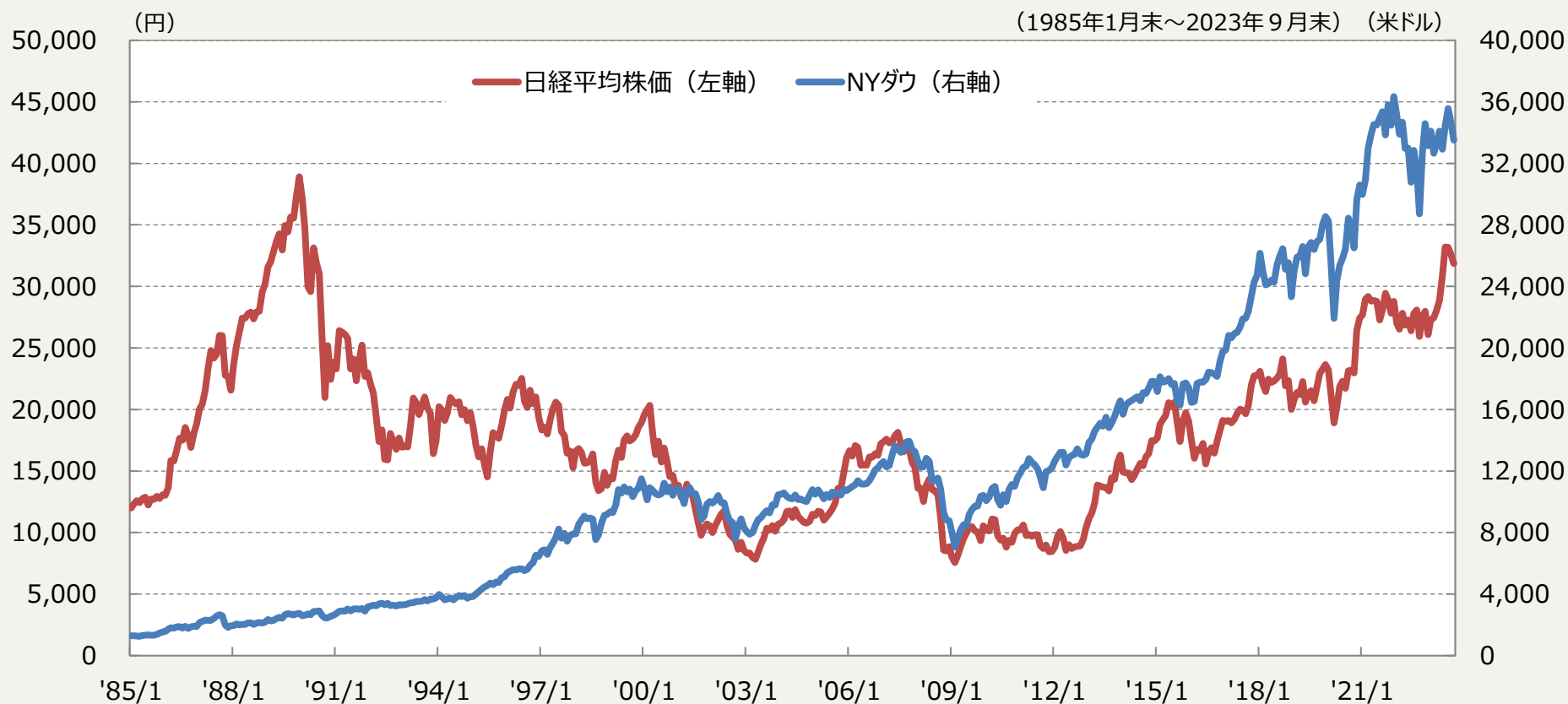
当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

1985年以降の日経平均株価とNYダウ

- 日経平均株価は、2013年以降おおむね堅調に推移し、2023年に入り、バブル後の最高値を更新し、約33年ぶりの高値水準まで上昇しました。
- 1989年末に2,700米ドル台であったNYダウは、このところ、34,000ドル前後で推移し、12倍以上の水準に到達しています。

日経平均株価とNYダウの推移



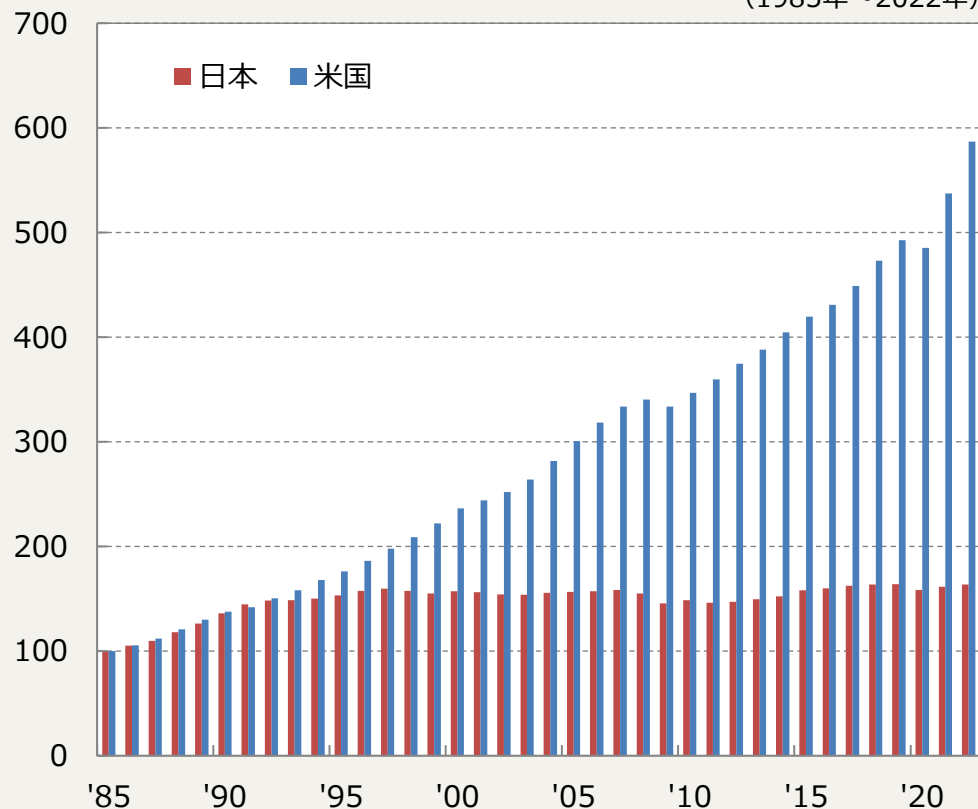
(出所) ブルームバーグ

日米株価に格差がある理由

- 1990年以降、日米株価の格差が拡大した理由は、経済成長率（名目GDPベース）の伸びに起因していると考えられます。
- また、日米株式時価総額の対名目GDP比の推移をみると、1990年代半ば以降、一貫して日本が米国を下回っていることから、両国間における株価の格差は実体経済以上に拡大してきたといえますが、その差についても経済成長率の伸びが理由の一つとして考えられます。

日米名目GDPの推移

(1985年～2022年)



※1985年を100として指数化。

日米株式時価総額の対名目GDP比

(%) (1985年～2022年)



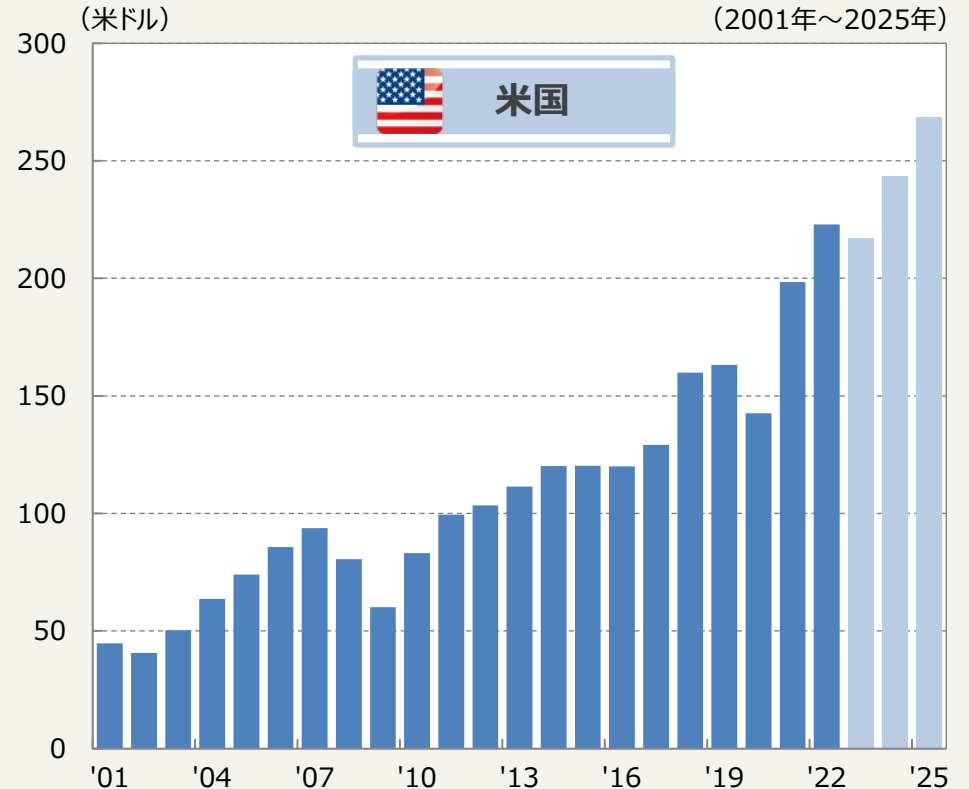
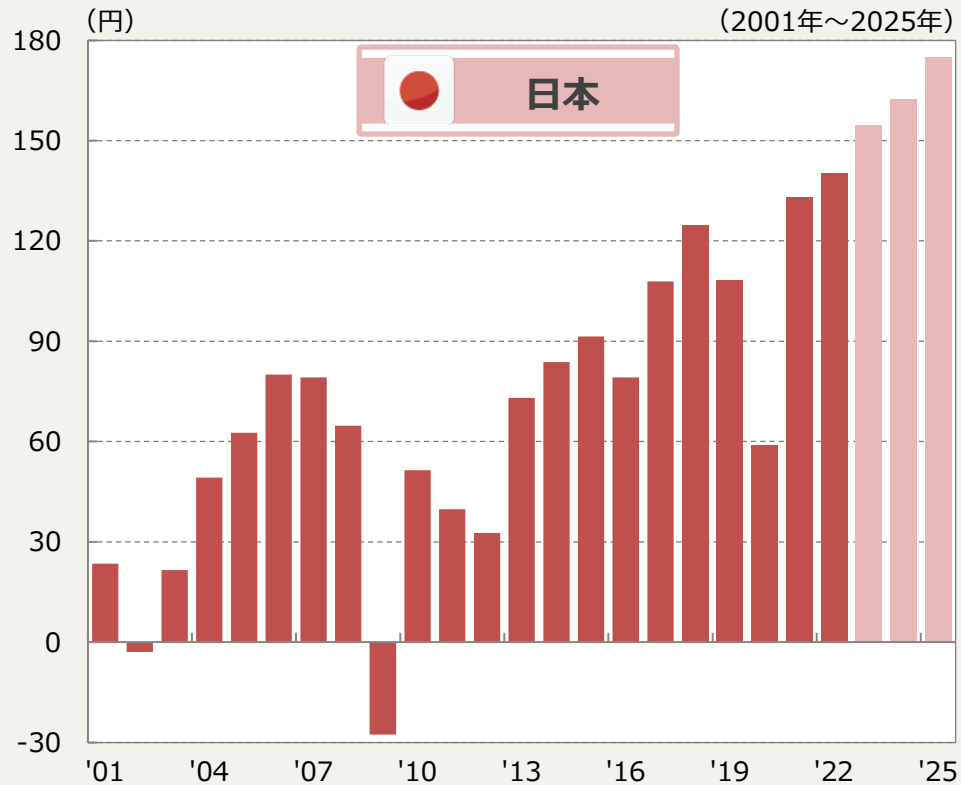
※時価総額は年末データを使用。

(出所) WFE (国際取引所連合)、IMF「World Economic Outlook Database April 2023」

日米企業の業績推移

● 日本企業のEPS(1株当たり利益)は、2020年に、新型コロナウイルス感染拡大による影響により減益になったものの、2021年は大幅に回復しました。2022年以降も堅調な推移が期待されます。

EPS (1株当たり利益) の日米比較



※2023、2024、2025年データは予想。

※日本：TOPIX、米国：S&P500の2023年10月11日時点のデータを使用。

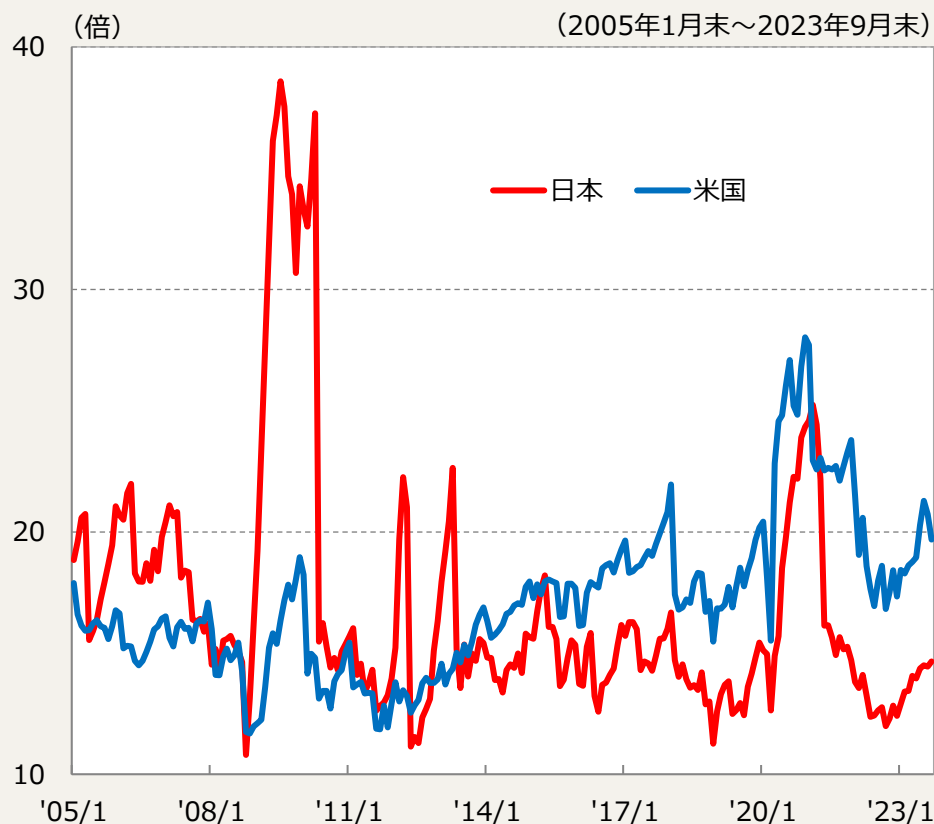
※EPS (1株当たり利益) = 当期純利益 ÷ 発行済株式数

(出所) ブルームバーグ

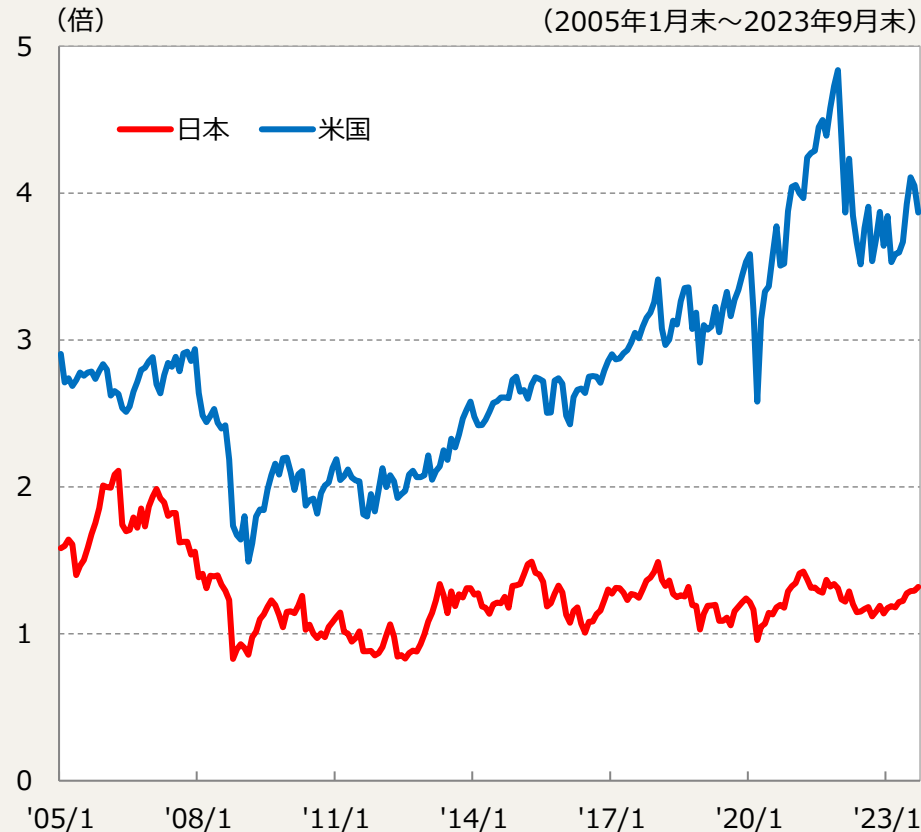
日米株式市場のPER、PBR

- 日本株の予想PERは、最近数年間は米国株を下回る水準で推移しており、相対的な割安感があります。
- PBRの日米差も拡大していますが、3月末の東証の要請により、企業の意識改革に対する期待が高まりつつあります。

日米株価の予想PER（株価収益率）の推移



日米株価のPBR（株価純資産倍率）の推移



※日本：TOPIX、米国：S&P500

※PER（株価収益率）＝株式時価総額÷純利益（株価÷1株当たりの利益）

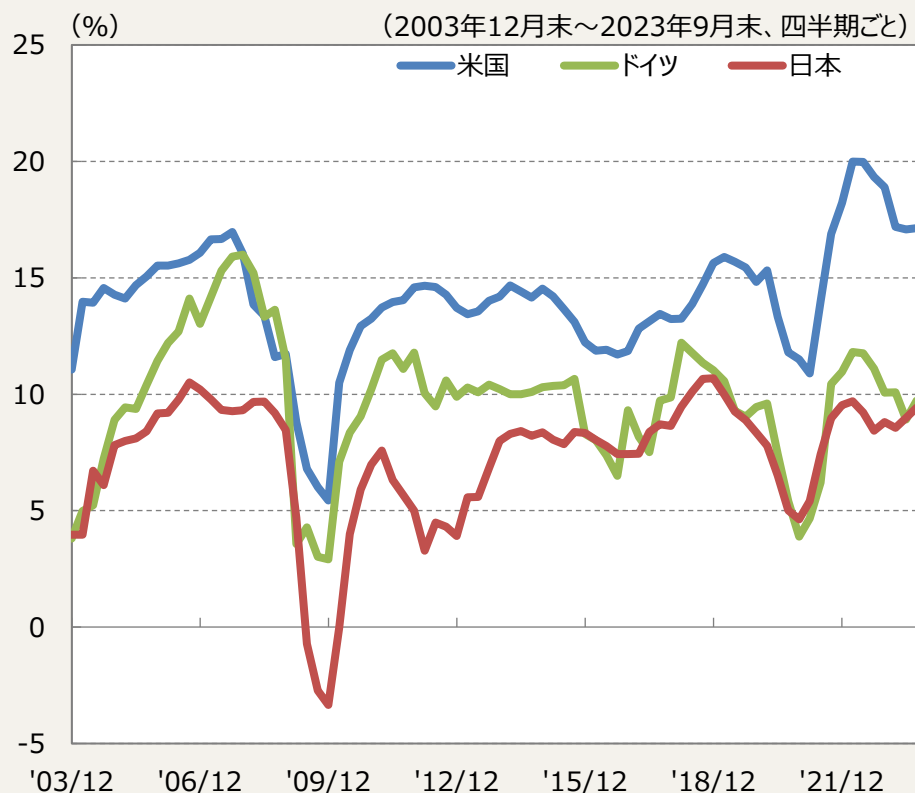
※PBR（株価純資産倍率）＝株式時価総額÷純資産（株価÷1株当たり純資産）

（出所）Refinitiv Datastream

資本効率と株式評価の相関

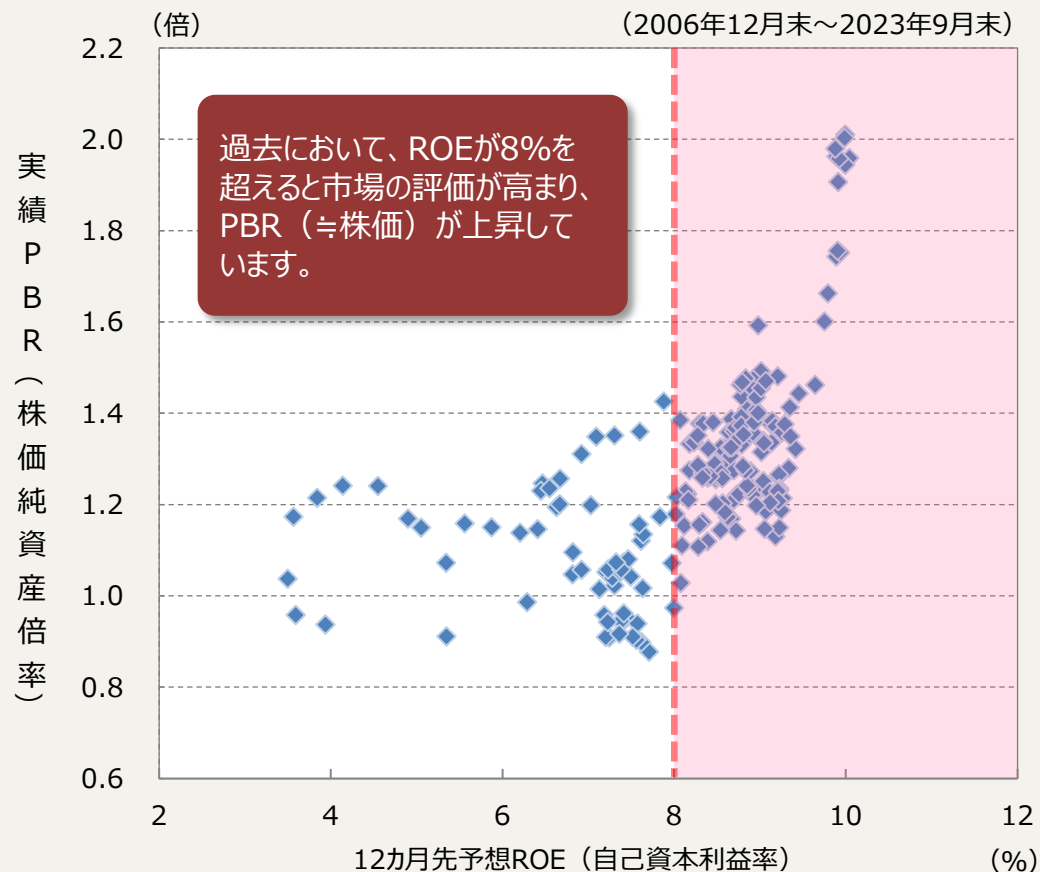
- 企業経営の効率性をはかる尺度であるROE（自己資本利益率）は、低水準で上場企業の大半がPBR1倍割れである状況は問題視されていました。
- しかし、ROE引き上げを求める投資環境は高まっており、ROEが本格的に向上するとすれば日本株の長期上昇局面が期待されます。

各国ROEの推移



※上記データは、MSCI各国インデックスのデータを使用しています。
 ※ROE（自己資本利益率）＝純利益÷自己資本

ROEとPBRの関係



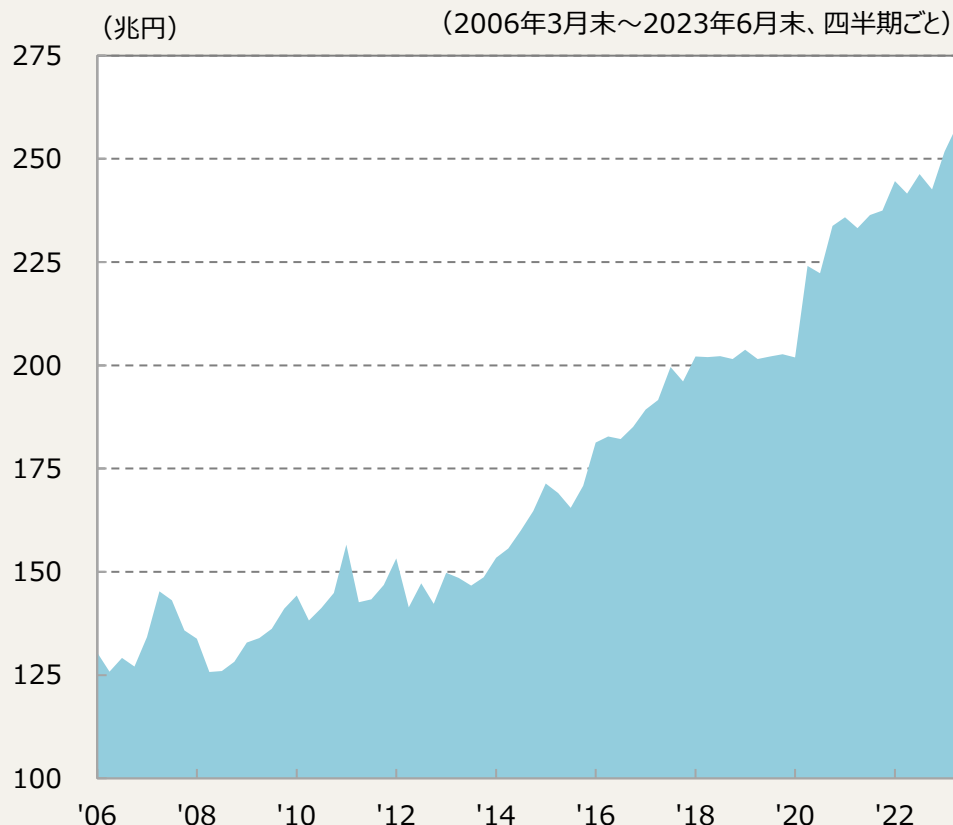
※TOPIXの12か月先予想ROEと実績PBRを月次でプロット。
 ※予想ROEはI/B/E/Sコンセンサス。

（出所）リフィニティブ、ブルームバーグ

期待される日本企業の株主還元

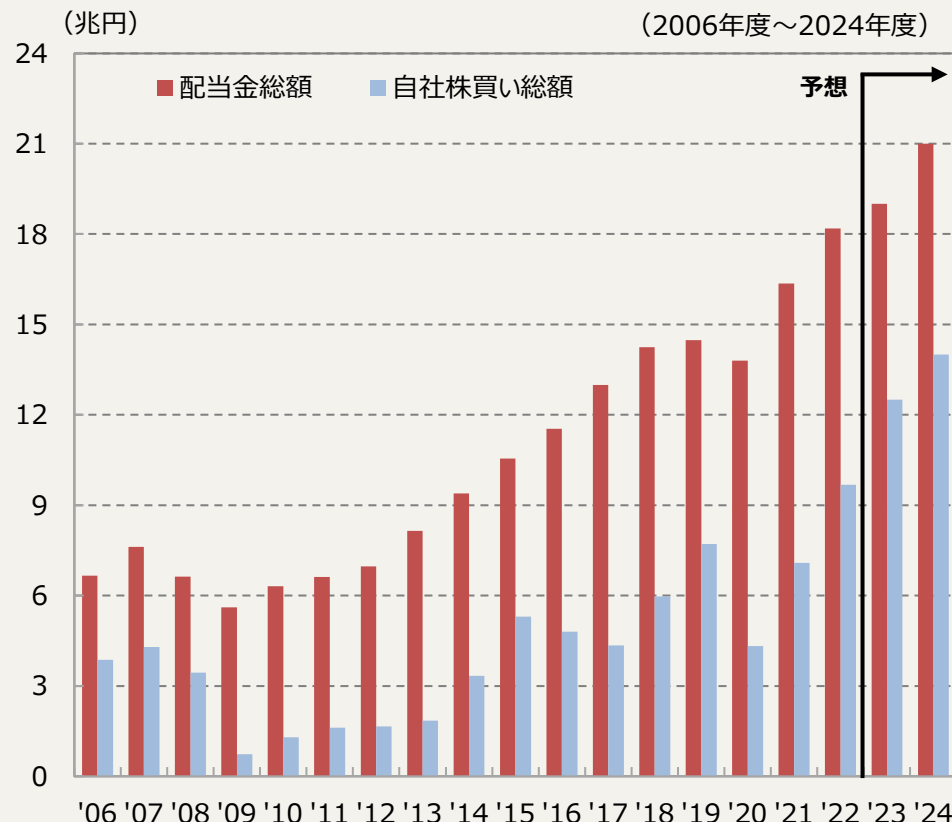
- ROE（自己資本利益率）を引き上げるためには、純利益を増加させることが本質ですが、その一方で恒常的にROEの低い日本企業に関しては、資本効率も意識すべきと指摘されてきました。
- 従って、資本効率を考えるうえで増配、自社株買いなどの株主還元策も技術的に有効な方法といえます。

企業の保有現預金の推移



※企業の保有現預金は、法人企業統計の全産業・全規模（金融業・保険業除く）を使用。

日本企業の配当金・自社株買いの推移



※集計対象は全上場銘柄の普通株です。

※合併・統合などに伴う自社株の取得は除いています。

※2023年10月時点の大和証券の予想を使用。

(出所) 財務省、大和証券

資本コストや株価を意識した経営の実現

- 東京証券取引所は、企業の意識改革を促すために、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象に、①現状分析、②計画策定・開示、③取り組みと一連の流れを投資家に示すことを要請しました。
- 別途、留意点として、投資家にわかりやすい投資指標を用いた説明、投資家と積極的に対話すること等具体的な方法まで示されています。こうした意識改革が定着していけば日本株の低評価の改善が期待されます。

東京証券取引所から各企業への要請内容

現状分析

- 自社の資本コストや資本収益性を的確に把握
- その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価

計画策定・開示

- 改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定
- その内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示

取組みの実行

- 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進
- 開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施

毎年（年1回以上）、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデート

現状分析に用いる指標の例

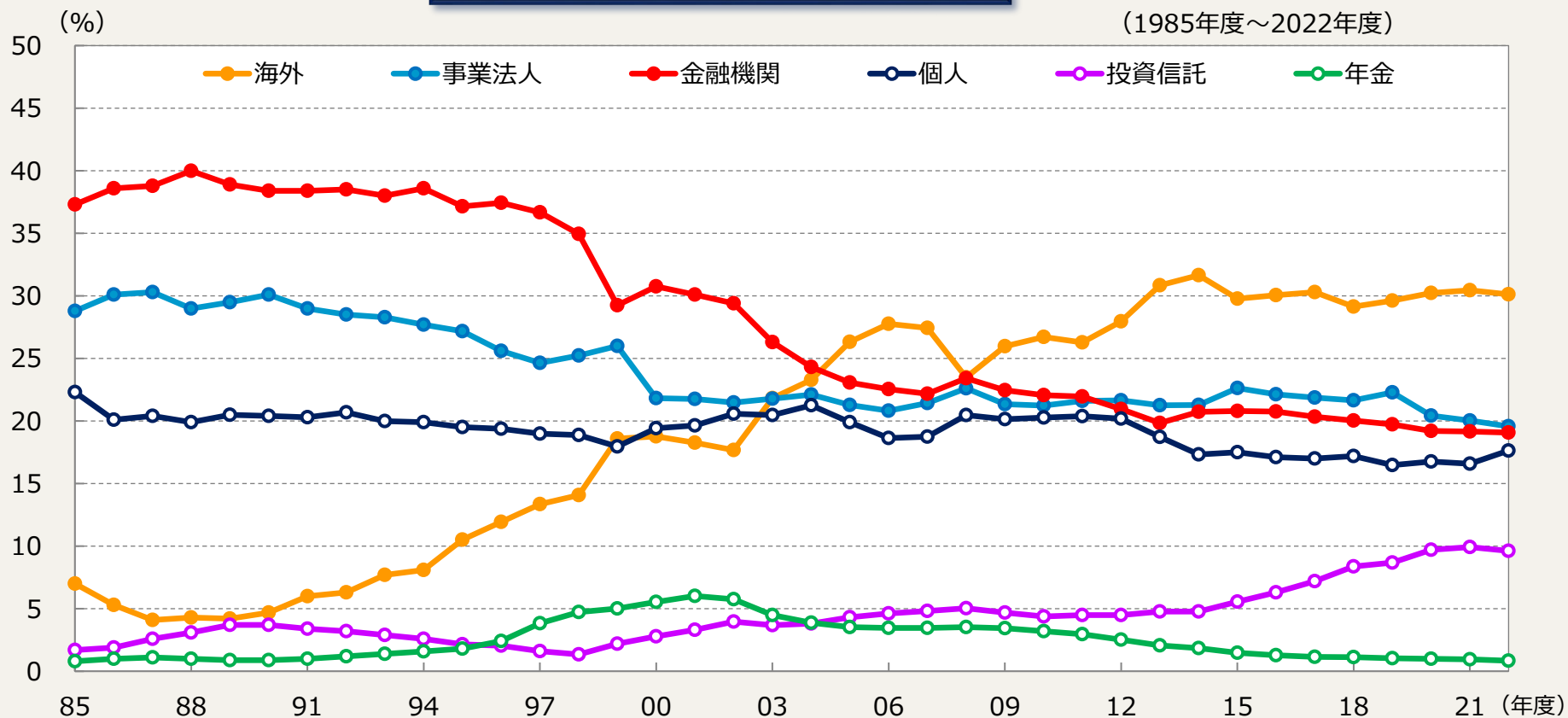
資本コスト	資本収益性	市場評価
<ul style="list-style-type: none">● WACC（負債-株式の加重平均資本コスト）● 株主資本コスト（投資者の期待リターン）など	<ul style="list-style-type: none">● ROIC（投下資本利益率）● ROE（自己資本利益率）など	<ul style="list-style-type: none">● 株価・時価総額● PBR（株価純資産倍率）● PER（株価収益率）など

（出所）東京証券取引所

日本株の投資部門別保有シェアの推移

- 日本はバブル崩壊以降、投資部門別の株式保有シェアが大きく変化しました。海外投資家の保有シェアが30%程度まで拡大した一方で、金融機関のシェアがピーク時の40%程度から20%程度まで低下しています。
- 国内投資家による持ち合い解消などで継続的な売り超となっていたことが長期的な日本株低迷の一因であったと考えられます。

日本株の投資部門別保有シェアの推移



※金融機関は銀行（投資信託、年金保有分を除く）と保険会社の合計。
 ※年金には公的年金の運用分は含まれていません。

(出所) 東京証券取引所「株式分布状況調査」

機関化*1の進展を促した制度改革

*1 個人投資家から機関投資家へシフト

- 1960年代半ば～1980年代初頭にかけて、米国株式市場は20年近くにわたる長期停滞局面（「株式の死」の時代）を経験しました。
- この間、企業年金制度や福利厚生制度の運営を規定するERISA*2制定や、401kプラン（企業型確定拠出年金）の導入など、個人金融資産育成に向けた各種制度の創設が行われ、その後の長期にわたる株式市場の発展に対し、大きな役割を果たしました。

1960年～1986年のNYダウの推移



*2 ERISA・・・Employee Retirement Income Security Act（従業員退職所得保障法）。米国の年金制度において、加入者の受給権を保護することを最大の目的としており、各種情報開示や管理・運営者の受託者責任が規定された。また、IRA（税制優遇付きの退職準備金積立口座）も同法により創設された。

（出所）ブルームバーグ、各種資料より大和アセットマネジメント作成

抜本的な個人金融資産育成計画

※記載内容は、資料作成時点で知る得る情報に基づき作成しており、制度の内容は今後変更される場合があります。

- 2022年末に「貯蓄から投資へ」の流れを加速させるため、NISA抜本拡充を盛り込んだ、2023年度与党税制改正大綱が公表されました。
- その中でも、2024年から始まる予定の新しいNISAは、「資産所得倍増プラン」の目玉政策の一つです。
- 投資枠の拡大、投資期間の無期限化など、これまで限定的なものであった現行NISAと比べて、恒久的な制度となり、大幅に利便性が向上する予定です。米国並みの制度整備により米国同様、長期的な株価押し上げ効果が期待されます。

主な改正のポイント

① NISA制度の恒久化

現行は「一般NISA」が2023年まで、「つみたてNISA」が2042年までと利用できる期間が限定されていますが、2024年1月からNISAの口座開設可能期間が恒久化されるため、いつでも口座開設が可能になります。

② 非課税保有期間の無期限化

現行は「一般NISA」が5年間、「つみたてNISA」が20年間となっていますが、2024年1月からNISAの非課税保有期間が無期限化されます。

③ 年間投資枠の拡大

2024年1月からNISAの年間投資枠が合計360万円（うち成長投資枠240万円、つみたて投資枠120万円）に拡大します。
また、成長投資枠とつみたて投資枠を同じ年に併用することが可能になります。

④ 生涯非課税限度額の設定

新しいNISA制度では、1人あたり1,800万円（うち成長投資枠は1,200万円）の非課税保有限度額が設定されます。この非課税保有限度額は簿価残高で管理するため、売却すれば、その分の枠を再利用することが可能になります。（※なお、年間投資枠の360万円は売却しても復活しません。）

■ 新しいNISAのイメージ（2024年1月から適用）

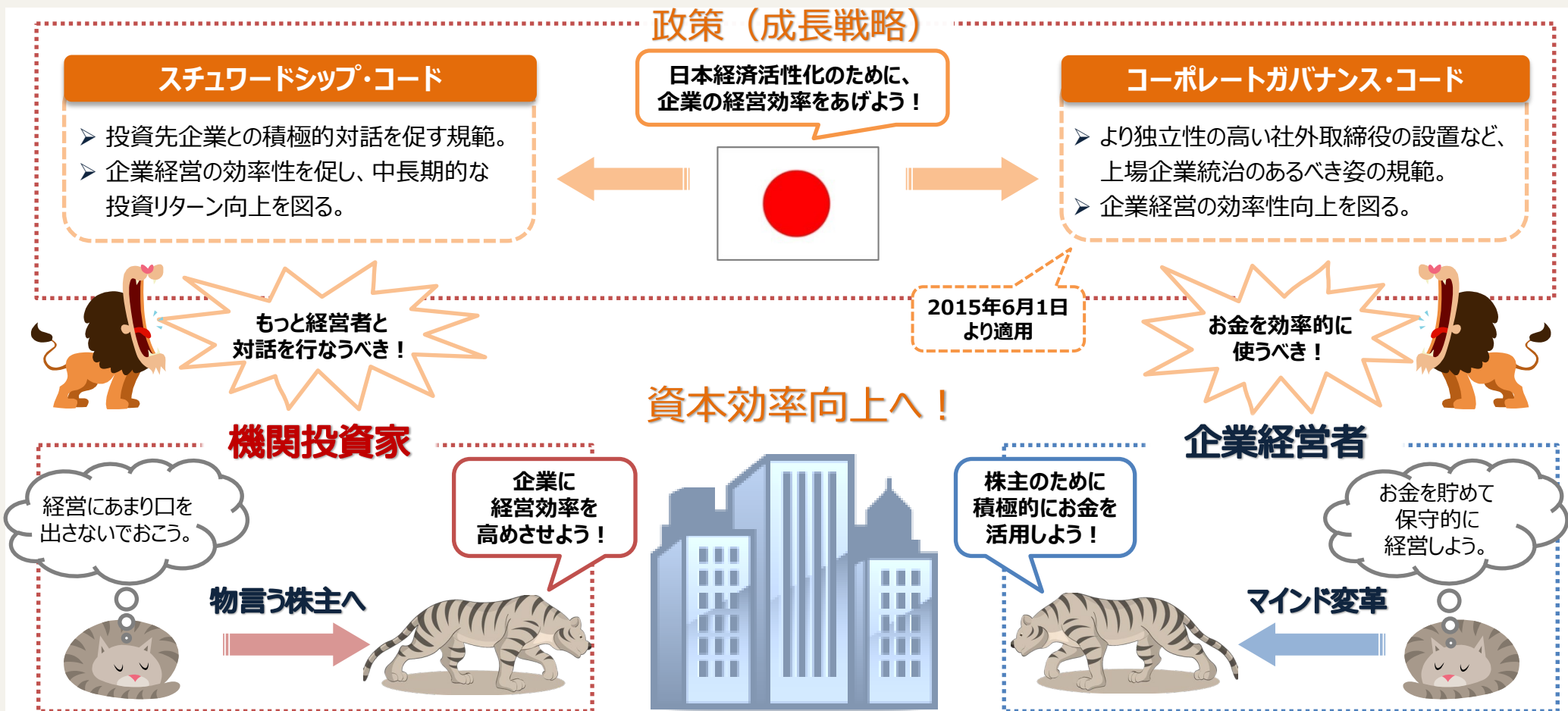
	つみたて投資枠	併用可	成長投資枠
年間投資枠	120万円		240万円
非課税保有期間	無期限化		無期限化
非課税保有限度額（総枠）	1,800万円 ※簿価残高方式で管理（枠の再利用が可能）		
口座開設期間	恒久化		恒久化
投資対象商品	長期の積立・分散投資 に適した一定の投資信託 (現行のつみたてNISA対象商品と同様)		上場株式・投資信託等 (整理・監理銘柄、信託期間20年未満、 毎月分配型の投資信託およびデリバティブ取引を 用いた一定の投資信託等を除外)
対象年齢	18歳以上		18歳以上
現行制度との関係	2023年末までに現行の一般NISA及び つみたてNISA制度において投資した商品は、 新しい制度の外枠で、現行制度における非課税措置を適用 ※現行制度から新しい制度へのロールオーバーは不可		

※ジュニアNISAにおける新規投資は、2023年末で終了となります。2023年末までにジュニアNISA口座で投資した商品については、非課税期間（5年間）終了後も、継続管理勘定にて18歳になるまで非課税で保有することが可能です。

(出所) 金融庁HP「新しいNISA」、各種情報を基に大和アセットマネジメント作成

機関投資家と企業経営を結ぶ2つの「コード」

- 2014年2月に機関投資家が受託者責任を遂行するための規範である「スチュワードシップ・コード」が策定され、2015年6月には上場企業に経営の透明性・効率性向上を促す「コーポレートガバナンス・コード」の適用が始まりました。
- これら2つの「コード」が、年金や投資信託を運用する国内機関投資家、そして企業経営の双方に対し責任ある運営への緊張感を与えることで、企業の「稼ぐ力」を向上させるとともに株式市場の健全な発展につながることを期待されます。

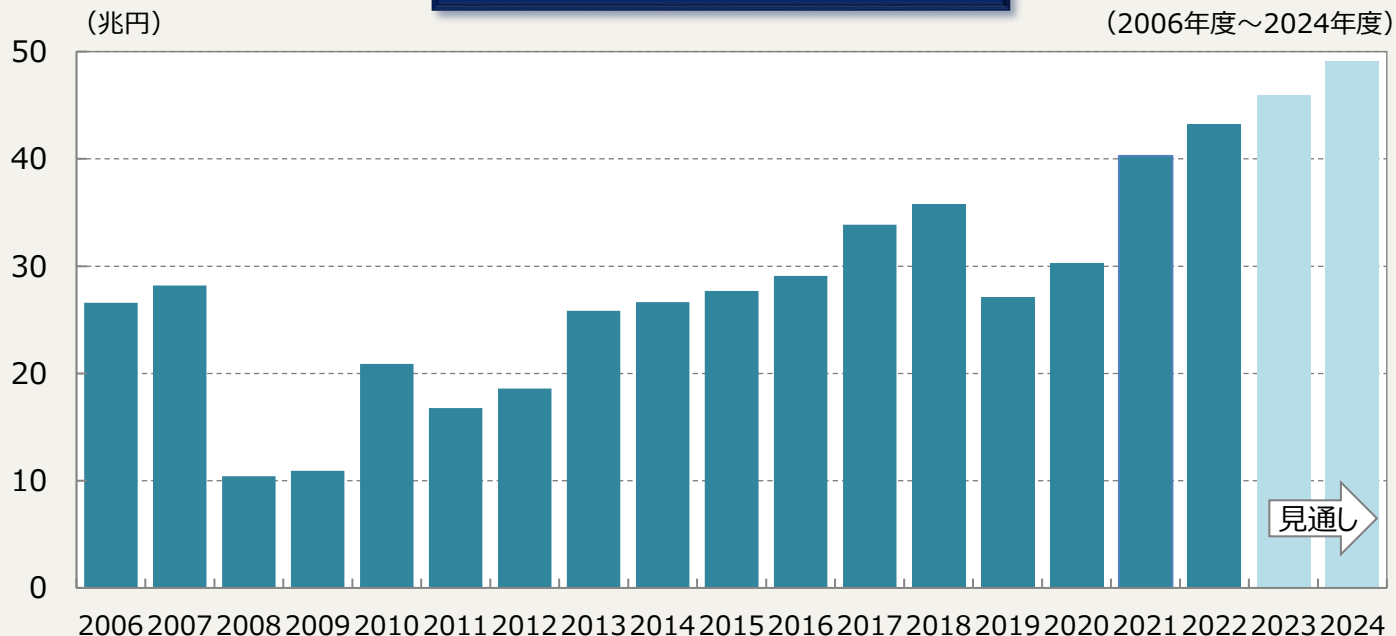


(出所) 金融庁、日本取引所グループ、首相官邸ホームページを基に大和アセットマネジメント作成

企業業績の動向

- 日本企業の業績は2012年以降おおむね順調に回復してきました。
- 2023年度以降の企業業績も、経済再開やインバウンド需要の回復などを背景に底堅い推移が見込まれます。

日本企業の経常利益の推移



為替水準による 経常利益への影響度

《為替感応度調査に基づくシナリオ別経常増益率》

各シナリオの為替水準		経常増益率	
		2023年	2024年
円高シナリオ①	1米ドル125円 1ユーロ140円	2.3%	5.6%
円高シナリオ②	1米ドル130円 1ユーロ145円	4.3%	6.3%
今回の為替前提	1米ドル135円 1ユーロ150円	6.2%	6.9%
円安シナリオ①	1米ドル140円 1ユーロ155円	8.2%	7.4%
円安シナリオ②	1米ドル145円 1ユーロ160円	10.1%	8.0%

【為替推移（年度平均レート、対円）】

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
米ドル	117円	114円	100円	93円	86円	79円	83円	100円	110円	120円	108円	111円	111円	109円	106円	112円	135円	136円	135円
ユーロ	150円	162円	144円	131円	113円	109円	107円	134円	139円	133円	119円	130円	128円	121円	123円	131円	141円	150円	150円

《1円円安時の経常利益押し上げ効果》

対米ドル		対ユーロ	
2023年	2024年	2023年	2024年
1,386億円	1,935億円	311億円	420億円

※連結経常利益は、大和証券が集計した主要上場企業のうち、金融を除く事業会社200社のデータを使用。※見通しは2023年8月29日集計。集計は、連結ベース。ただし、連結決算を発表していない一部企業は単体決算を集計。※会計基準の変更などの影響で、一部の企業業績については、連続性がない場合があります。※為替水準による経常利益への影響度は大和証券による試算。※為替感応度調査に基づくシナリオ別経常利益増益率は、2023年7月以降の為替変動分のみを反映。※1円円安時の経常利益押し上げ効果は、2023年7月以降の為替レートが1米ドル135円、1ユーロ150円の前提から変化した時の影響の試算。※上記は試算結果を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。

(出所) 大和証券、ブルームバーグ

【ご参考】為替と株価

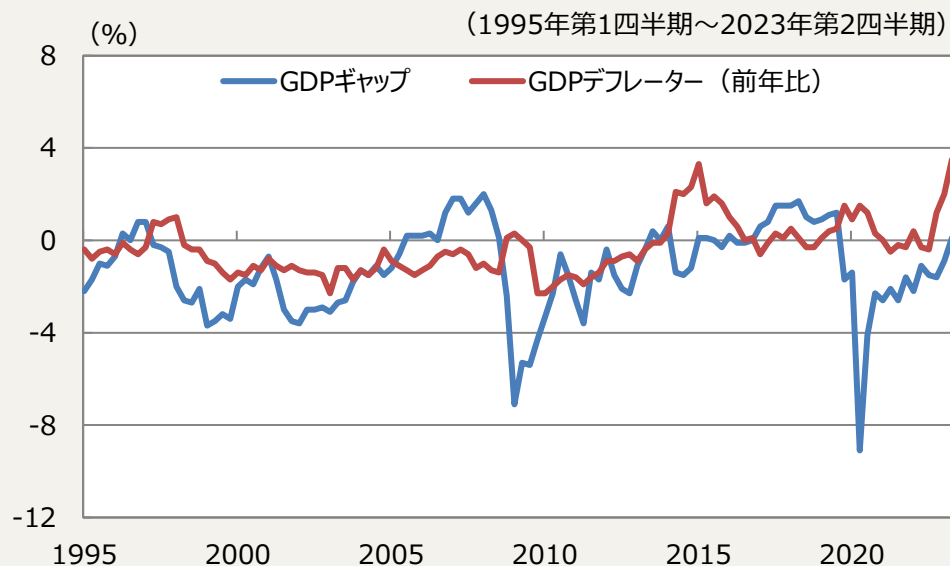
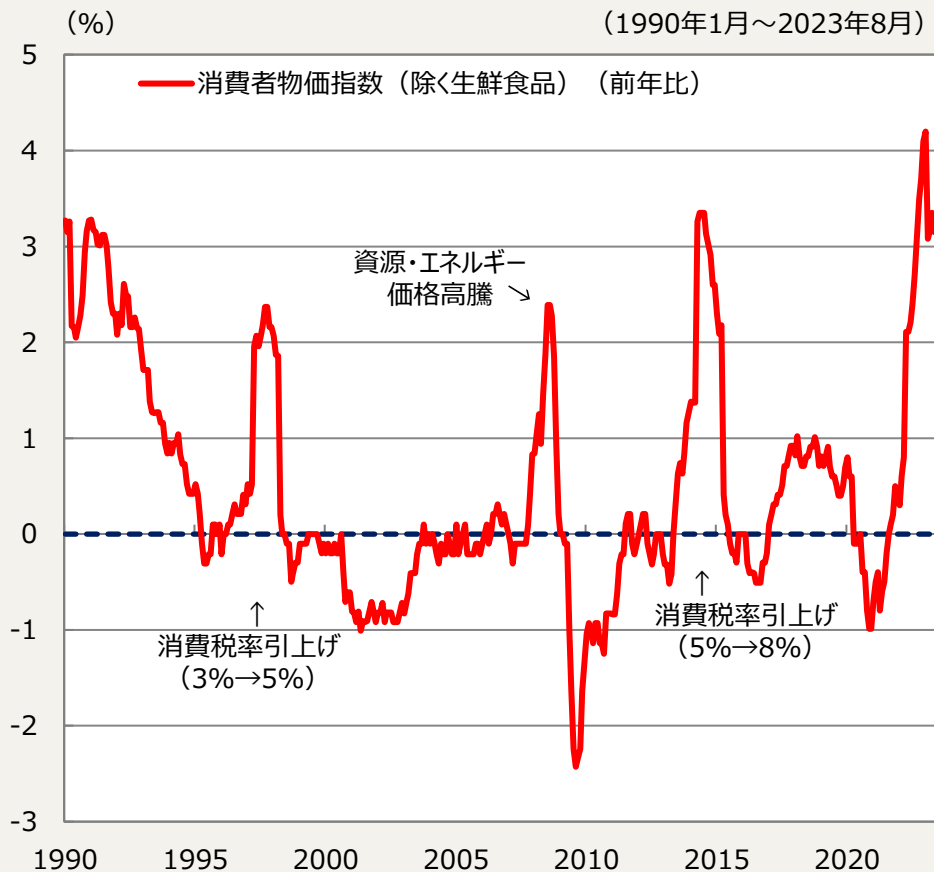
米ドル相場（対円レート）と日経平均株価の推移



(出所) ブルームバーグ

【ご参考】デフレ脱却に向けた局面変化

デフレ脱却に向け、政府が重視する経済指標の推移



GDPギャップ

経済全体の需要と供給の乖離を示す。
プラスであれば、需要が多く物価が上がりやすい状況を示す。

GDPデフレーター

企業の設備投資や貿易なども加味した、
総合的な物価の動きを示す。

(出所) 内閣府、リフィニティブ、各種資料より大和アセットマネジメント作成

！ 投資信託のご購入に際し、お客さまにご理解いただきたいこと

お客さまが投資信託をご購入する際には、以下の2つの注意点を十分ご理解いただいた上で、当該投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」を必ずご覧いただき、ご自身の判断で投資に関する最終決定をなさるようお願いいたします。

✔ 注意点① お客さまにご負担いただく費用について（消費税率10%の場合）

	種類	料率	費用の内容	ご負担いただく費用金額のイメージ (金額は左記の料率の上限で計算しています)
直接的にご負担 いただく費用	購入時手数料	0～3.3% (税込)	購入時の商品説明または商品情報の提供、投資情報の提供、取引執行等の対価です。	基準価額10,000円の時に100万口を購入される場合、 最大33,000円をご負担いただけます。
	信託財産留保額	0～0.5%	換金に伴い必要となる費用等を賄うため、換金代金から控除され、信託財産に繰入れられます。	基準価額10,000円の時に100万口を換金される場合、 最大5,000円をご負担いただけます。
信託財産で 間接的にご負担 いただく費用	運用管理費用 (信託報酬)	年率 0～1.98% (税込)	投資信託の運用・管理費用として、販売会社、委託会社、受託会社の三者が、信託財産の中から受け取る報酬です。	基準価額10,000円の時に100万口を保有される場合、 最大1日あたり約55円をご負担いただけます。
	その他の費用・ 手数料		監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、先物取引・オプション取引等に要する費用、資産を外国で保管する場合の費用等を信託財産で ご負担いただけます。(その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません)	

※費用の種類や料率等は販売会社や個々の投資信託によって異なります。上記費用の料率は大和アセットマネジメントが運用する一般的な投資信託の料率を表示しております。ファンド・オブ・ファンズでは、ファンドが投資対象とする投資信託の運用管理費用等を別途ご負担いただけます。また投資信託によっては、運用実績に応じた報酬や換金手数料をご負担いただく場合があります。※手数料等の合計額については保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。※投資信託により異なりますので、くわしくは販売会社にお問い合わせください。また、詳細につきましては「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

✔ 注意点② 投資信託のリスクについて

投資信託は値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は大きく変動します。したがって、投資元本が保証されているものではありません。信託財産に生じた利益および損失はすべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。投資信託が投資する有価証券等によりリスクの要因は異なりますので、お申込みにあたっては、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。