

2021年1月13日

志村 徹郎

ステート・ストリート・グローバル・
アドバイザーズ株式会社
運用部
ポートフォリオ・ストラテジスト

2020年度第4四半期 日本株市場の見通し

日経平均株価はグローバルな株高の流れに沿って、昨年末には30年振りとなる27,000円台の高値を付けました。過去3年程は24,500円辺りが天井となっていました、この中々抜けなかった上値を抜けたことで今後一段高となる展望も開けてきました（**図表1**参照）。但し、今四半期は切上がった株価水準を固めていく展開になるものと想定しています。日経平均は昨年末の27,444.17円を中心として25,000円から29,000円程のレンジの中を上下動しながら、緩やかな上昇基調を維持していこうと見えています。この基本シナリオの前提に関しては**図表2**にまとめてあります。金融政策や財政政策は今年も昨年と比べて大きな変化は無いと考えていますので、これまでと同様の環境下で既に株価に織り込まれてきた景気回復や企業収益の回復が足元の新型コロナの感染状況と社会活動の制限、そしてワクチン接種の開始等でどれだけ修正されるのかを見極めていく事になると考えます。加えて、脱二酸化炭素やデジタルトランスフォーメーション等への動きが実際の企業行動へと結びついていくのか等も確認されていくものと見えています。

(図表1) 日経平均 ローソク足 (2000年初～2020年12月、四半期)



(出所) Bloomberg, SSGA Japan

(図表2) 市場見通しの前提

項目	内容
新型コロナ	ワクチン接種普及による集団免疫獲得は2022年前半
金融政策	緩和的な政策が今後数年間は継続
財政政策	昨年よりも規模は縮小するが、積極的な財政政策は継続
景気	実質GDPは'20年に-5.3%落込み、'21年は2%後半の拡大
政治	支持率のさらなる低下が進むと不安定化も

(出所) 各種資料に基づきSSGA Japanが作成

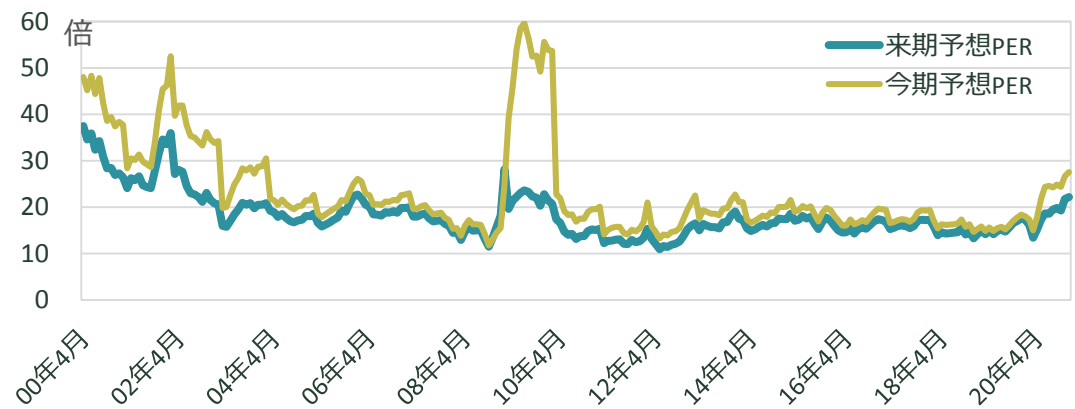
今年も引き続き新型コロナ感染症が株式市場や社会全体にとって最大のリスク要因だと考えています。例えば、現在の感染拡大ペースが上手く制御されない場合には緊急事態宣言が延長されることも予想され、上向き始めてきた景気にとっては重い足枷になります。また、ワクチンの普及に関しても輸送や保管、対象者の選定から通知、接種実施ためのリソース確保等、比較的短期間で解決しなければならない課題が数多く存在しています。

一方、上向きのリスクシナリオとしては今回の緊急事態宣言を経て国内の新規感染が抑制され、また海外でのワクチン接種の普及に伴って世界経済の回復期待が高まれば、内需・外需の拡大期待を反映して株価が上昇していくということが考えられます。

以下では現在の株価水準の立ち位置を確認するために長期に渡るグラフを見ていきます。**図表3**は今期予想と来期予想ベースのPERの推移です。足元の予想PERはどちらも上昇傾向にありますが、リーマンショック時やITバブル期崩壊後の値と比べれば低いので拡大余地があると考えます。但し、昨年末の予想PERは下記グラフの平均値を既に上回っていますのでバリュエーションの拡大だけに頼った株価上昇では早晩、限界が来るものと想定しています。**図表4**はセルサイドのアナリストの予想に基づくリビジョン指数で、今期と来期の利益予想を対象にしています。リビジョン指数は昨年10月以降に急速に回復していて、今期予想でも来期予想でも過去最高レベルに近い値となっています。また、**図表4**からは一度好転したリビジョン指数は当分の間、同様の水準を維持する傾向があることも見て取れます。

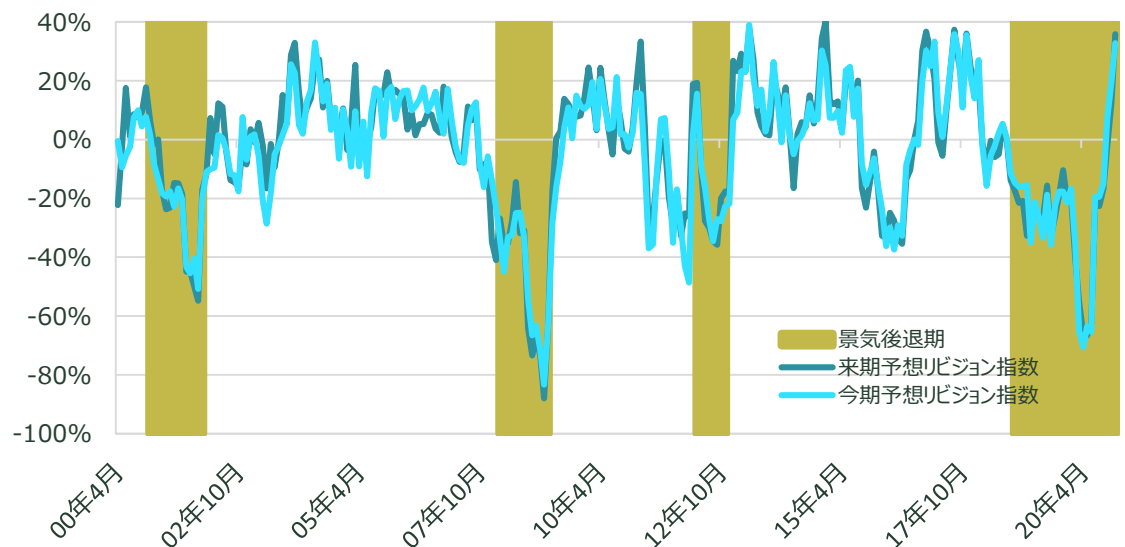
以上を踏まえると、新型コロナウイルス感染症の状況が想定よりも大きく悪化していかなければ良好な収益予想センチメントが維持されて、それがEPSの増大へと繋がることでバリュエーションの拡大によらずに株価は次の飛躍に向けた値固めが出来るように思われます。

(図表3) 日経平均予想PERの推移 (2000年4月～2020年12月、月次)



(出所) FactSet, SSGA Japan

(図表4) 日経平均 リビジョン指数の推移 (2000年4月～2020年12月、月次)



(出所) FactSet, SSGA Japan、景気後退期は内閣府経済社会総合研究所の判定に基づく

ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2021年1月13日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、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、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発事例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2021年1月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製

Tracking Number: 3396466.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 1/31/2022