

2020年日本株式市場見通し

4つの懸念材料の克服

当レポートは、英語による2019年12月発行「JAPAN EQUITY OUTLOOK 2020」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

2020年に日本は4つの懸念材料に直面するとみられている。それは、テクノロジー市況および中国経済の鈍化による悪影響、人口動態に関連する逆風、オリンピック後の「典型的」な景気の落ち込み、そしてコーポレートガバナンス改善に向けた取り組みの停滞である。多くの投資家がそれらの影響を見極めようと注視していくことだろう。当レポートでは、これら4つの懸念材料をそれぞれ取り上げ、以下の通り、2020年の日本について楽観的な見方をすべき確かな根拠が存在することを示していく。

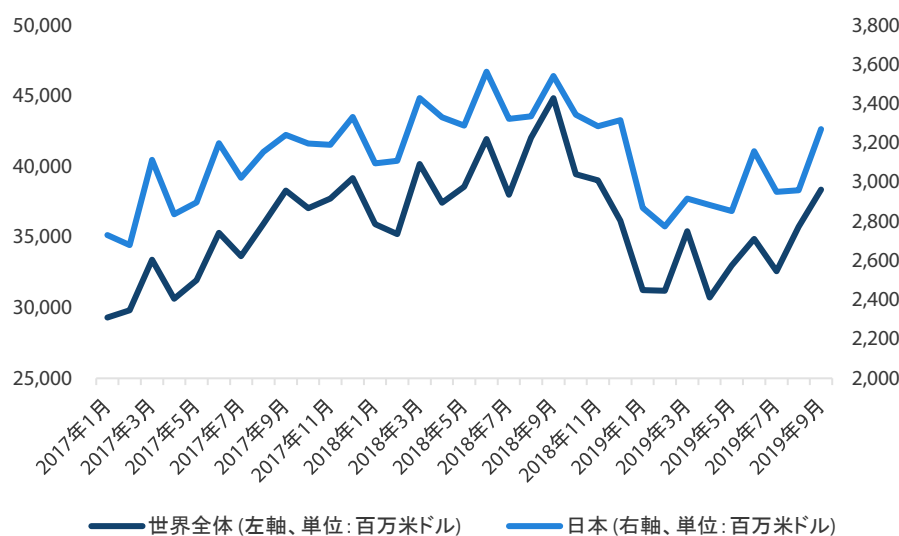
- 1) テクノロジー市況／中国経済：テクノロジー市況は底入れの兆しを示しているとともに、中国経済は上向きつつある様子であり、いずれも日本にとっての追い風要因になるとみられる。
- 2) 人口動態：人口が減少するなか、逆に企業収益は大幅に増加している。
- 3) オリンピック後：東京五輪閉会後も大規模な建設プロジェクトが続き、景気の落ち込みは回避されるとみられる。
- 4) コーポレートガバナンス：逆風となる要因が国内（外資規制の改定）および国外（貿易戦争など）の両方に存在するものの、ガバナンス改革は継続するとみられる。

1) テクノロジー市況の底入れや中国の景気回復が日本の追い風に

半導体市場に回復の兆し

世界のテクノロジー市況が回復に向かっている様子であるなか、日本のハイテク・セクターは底入れの兆しをみせている。半導体の製造は、米中貿易戦争懸念の余波を受けて2019年の序盤に直近の最低水準まで落ち込んだのち、着実に回復しているほか、電子部品・機器の出荷も同様の動きを辿って回復している。5G機器の普及拡大を受けた需要増加などによって、2020年はテクノロジー・セクターの勢いが持続すると予想される。

チャート1：世界全体および日本の半導体売上高



出所：World Semiconductor Trade Statistics

期間：2017年1月末～2019年9月末

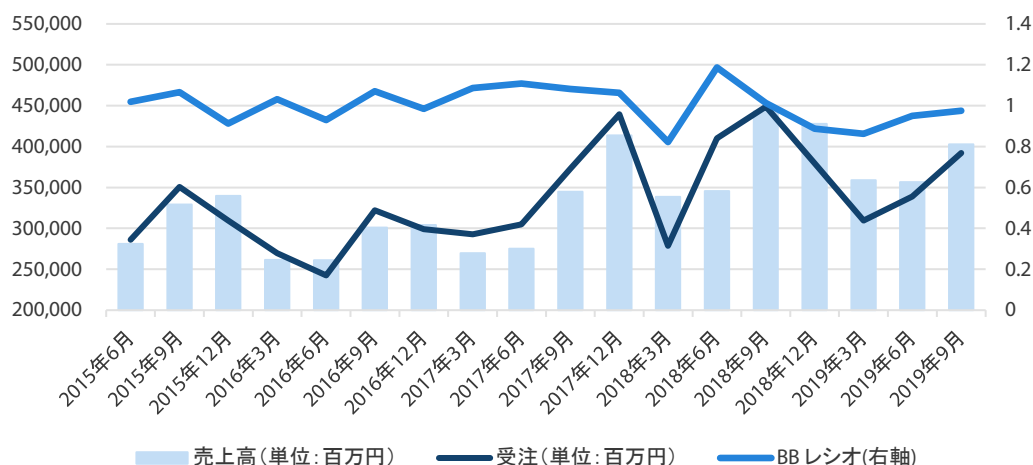
日本の半導体市場は、サーバー用の需要が増加していること、季節要因によってスマートフォン販売台数が増加していること、家電製品の在庫調整が終わりを迎えつつあることを背景に、回復の兆しをみせている。2018年には業界全体の半導体売上高が、メモリー機器の価格下落を受けて減少した。しかし、家電製品やPCの売上高は、在庫が大幅に減少するなか、2019年4月に回復に転じた。PCについては、サーバーへの設備投資が再び増加したことが押し上げ要因になったとみられる。また、半導体の売上高は、8月にアップル社のiPhone生産向けの需要が集中したのちも前月比ベースで回復基調を辿っている。

DRAM(ダイナミック・ランダム・アクセス・メモリー)価格は、需要低迷および供給過剰を受けて下落基調を辿った。とはいえ、実際のDRAMの売上高は着実に増加しており、同市場は価格が下落しているなかでも底入れの兆しをみせている。なお、サーバー向けDRAMの価格は11月以降徐々に上昇してきている。

DRAM市場と同様に、日本のNAND型フラッシュメモリー市場においても過剰供給が打撃となった。しかし、価格の下落をきっかけとして、HDD(ハードディスクドライブ)から比較的安価なNANDへ乗り換える動きがみられたことから、NANDの需要は増加してきている。足元において、NAND価格はDRAM価格を上回るペースで上昇しており、前年比での価格下落幅は縮小してきている。

電子部品メーカーの村田製作所の業績に目を向けると、半導体需要が回復してきていることを垣間見ることができる。村田製作所の受注は2018年第4四半期に底入れしたのち回復基調にある。同社のBBレシオ(出荷受注比率)も1に迫っており、半導体市場が底入れしたことを示唆している(チャート2参照)。

チャート2: 村田製作所の受注、売上高およびBBレシオ



出所: 村田製作所

期間: 2015年6月末～2019年9月末

中国の景気回復

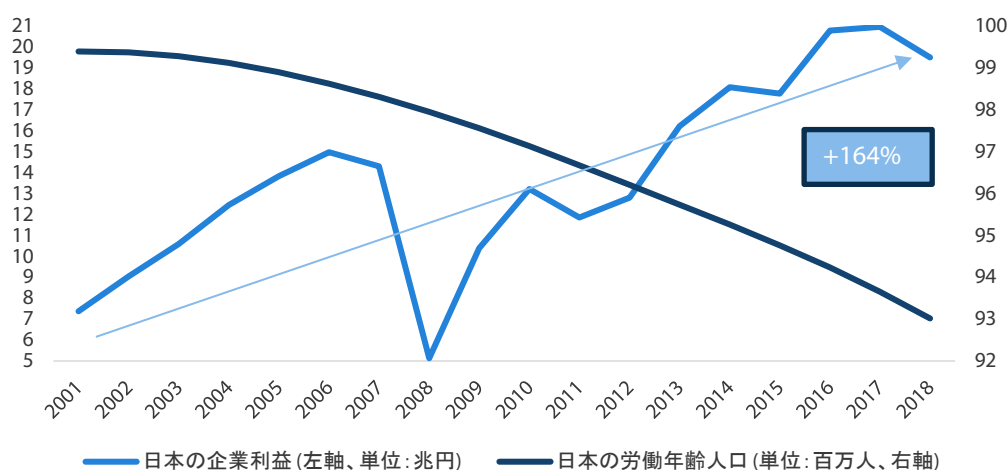
中国経済については、経済統計によると、貿易戦争や企業債務削減への取り組みを背景に明らかに減速しているが、特に世界的な基準で見れば引き続きかなり堅調なペースで成長を遂げている。企業景況感調査やクレジット・インパルス(与信の対GDP比伸び率)のデータなど、景気の先行きを示す複数の先行指標が底入れした感があるほか、消費者支出や住宅建設、インフラ投資は引き続き底堅く推移している。中国は、スマートフォン分野において新しい5Gバージョンの生産をすでに大幅に拡大しているだけでなく、半導体およびOLED生産体制拡大に向けて大規模な投資も行っており、テクノロジー市場の好転が経済の再加速にとって極めて重要となる。日本は、それらを生産するための大部分の設備やサービス、原材料を供給している。これらの日本製品は、日本だけで生産されている場合が多い高単価な製品であり、収益性が非常に高い傾向にある。さらに、日本と中国は経済的な結びつきが強いことから、中国経済が全般的に向上すれば、観光を含め、あらゆる種類の日本の製品やサービスに対する需要が高まるだろう。

また、中国の景気回復にとって米国との貿易合意が不可欠であることは明らかだ。米中貿易戦争は、これまで様々な紆余曲折を経てきており、今後もそうした展開が度々訪れるとみられるものの、両国とも事態の安定を望んでいることから、2020年には小康状態を迎える可能性が大いにある。両国間の貿易関係が何らかの形でさらに悪化する場合、2020年はそれほど良い年とならないだろうが、2019年がそうであったように、そこまで失望的な年にもならないとみられる。

2) 人口動態: 人口が減少するなかでも企業は大幅増益

日本の人口問題は、長年にわたり投資家にとっての懸念材料となってきた。2020 年も投資家が気を揉む状況は続くと思われる。しかし日本は過去 7 年間のアベノミクスの下でこの問題を克服していることに今では多くの投資家が気付いている。その背景にあるのは、労働参加率の上昇(特に女性や高齢者間で顕著)、技術や物流の向上を通じた生産性の改善、そして高学歴で有能な労働力の有効活用である。コーポレートガバナンスの構造的な改善も相まって、企業の利益は人口減少をよそにアベノミクスの下で大幅に増加している(チャート 3 参照)。

チャート 3: 企業利益と人口動態の逆相関関係

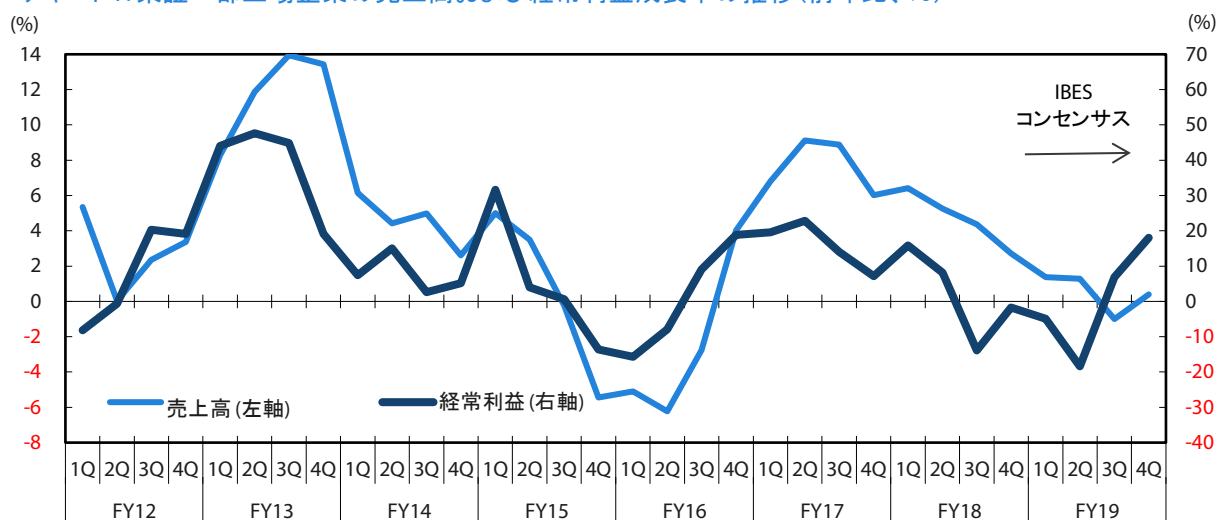


出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成

期間: 2001 年 12 月末～2018 年 12 月末

同様に、日本の GDP 成長率は他の先進国を長年下回っている。そうかと言って、アベノミクスが始まって以降は日本企業の利益が伸び悩んでいるわけではなく、また、(2018 年の夏以前においても)米ドルベースのリターンで見ると日本株は世界株式市場をアンダーパフォームしてきたわけでもない。足元で日本株のパフォーマンスが劣後している要因は、(特に資本財関連企業にとっては)中国経済の鈍化、および世界半導体市況の低迷などにある。実際、歴史的に日本の企業利益は世界経済成長の影響を大きく受ける傾向にある。それは、日本企業は生産拠点の多国籍化が進んでいるほか、輸出先市場の景気動向によって業績が左右されるからである。

チャート 4: 東証一部上場企業の売上高および経常利益成長率の推移(前年比、%)



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成

期間: 2012 年 6 月末～2019 年 9 月末

3) コーポレートガバナンス:2020 年は物言う株主が一層大きな役割を果たすことに

2019 年にみられた重要な進展の 1 つは、物言う株主(アクティビスト)の果たす役割が拡大したことである。物言う株主はこれまでのネガティブなイメージを払拭しつつあり、日本のコーポレートガバナンスに対する影響力を増している。当社では、物言う株主は、外資規制を強化する外為法改正に妨げられることなく、2020 年には一層大きな役割を果たしていくとみている。

アクティビズムか、それともエンゲージメントか？

日本では最近まで、物言う株主は、「敵対的な買収を仕掛ける者」または「グリーンメーラー(株式を買い集めて、その企業に高値で買い取らせようとする買収者)と同じ意味に解釈されることが多かった。異質で日本には馴染まないと思われがちで、必ずしも歓迎される存在ではなかった。しかし、2019 年は、世間の人々にとってアクティビズムと「企業とのエンゲージメント(対話)」との境界線が曖昧になり始めたという点で重要な年となった。

物言う株主に対する世間の認識が変化したのと時期を同じくして、デサントに対して敵対的買収を行なった伊藤忠、アスクルの社長再任に反対したヤフージャパン、ユニゾホールディングスの敵対的買収を試みた HIS など、日本の大企業が株主価値を向上させるために割とアグレッシブなスタンスをとる事例が複数みられた。

アクティビズムは、もはや日本においてタブー視されなくなっているというのが当社の見解であり、価値を生み出すために必要な社会的仕組みの 1 つであるという見方が広がりつつある。

2019 年にみられた株主のエンゲージメントおよびアクティビズムの主な事例の一部を以下に紹介する。

- 年次株主総会において議案に対する反対票の割合が 2 割を超えた企業の数 が 345 社と、過去最高に達するなど、株主総会で機関投資家がより厳しい姿勢をとるようになった。(出所:アイ・アールジャパン)
- 企業経営陣に対して提案を行なう意向を示した機関投資家(アクティビスト型ヘッジファンドを含む)の数 が 200 社を超え、過去最高となった。(出所:SMBC 日興証券、対象期間:2019 年度、2019 年 10 月 10 日現在)
- 解任された LIXIL グループ CEO の再任を海外投資家が支持し、再任に成功した。
- スターアジア不動産投資法人がさくら総合リート投資法人に対して合併案を提示し、リート初の敵対的買収が行なわれた。
- 2019 年度は、ソニーが 2000 億円規模の自社株買い計画を発表したほか、オリンパスがソニーの保有する約 8 億米ドル相当の自社株を買い戻すなど、企業による自社株買い計画額が前年度比 90%増加した(出所:日経)。ソニーおよびオリンパスの株主には、米国のアクティビスト型ヘッジファンドが名前を連ねている。
- 多数のアクティビスト型ファンドを株主に持つ東芝は、上場子会社 4 社のうち 3 社を完全子会社化するために公開株式買い付けを実施することを選択した。

ガバナンス改革は引き続き進展、日本の外資出資規制の変更は影響せず

「外国為替及び外国貿易法」の改正案は、多くの投資家にとって懸念の種になるとみられる。同改正案のねらいは、外国人投資家が日本の国家安全保障に関連する企業に出資しようとする場合に適用される規則を厳格化することにある。外国人投資家は、指定企業の発行済み株式数の 1%以上の出資を希望する場合、日本政府に事前届出をし、承認を得ることが義務付けられることになる。現行では事前届け出が必要となる出資比率は 10%以上とされている。

同改正法案は 2019 年 10 月に閣議決定され、11 月 22 日の臨時国会で可決された。改正法は 2020 年前半に施行される。

欧米のメディアは批判的な論調をとっており、同改正法はコーポレートガバナンス改革の妨げになると広く報じているほか、日本企業への出資拡大を妨げることで海外アクティビストによる影響を弱めようとする政府の画策であるとしている。

しかし、日本政府は対内直接投資を 2012 年末時点の 19.2 兆円から 2020 年までに 35 兆円まで増加させる目標を堅持していることから、そうした批判は根拠のないものであると当社ではみている。財務省は、「改正法案のねらいは、健全な対内直接投資を一層促進するとともに、国家安全保障に関わる重要技術の情報漏洩や事業活動の喪失を防ぐことにある」としている。(出所:財務省「よくある質問」、2019 年 10 月 31 日現在)

また、財務省は、「今回の法改正は、健全な投資を一層促進しつつ、国の安全等に関わる技術情報の流出や事業活動の喪失といった事態を防止することが目的であり、アクティビスト封じが狙いではない」と言明している。さらに、同改正法案は株主の権利や企業とのエンゲージメントに何らの制限を課すものでもないとして、投資家に安心するよう呼びかけている。

その他に考慮すべき要素は、政府系投資機関であり世界最大の年金基金である GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)としても、ポートフォリオで保有する株式の価値上昇のために企業に対する株主からのプレッシャーが必要になるという点である。

同法案の可決に続いて、政省令が発表される予定であり、改正された外資規制がどのように実施されるのかを注視していく必要がある。しかし、当社では、それによって株主アクティビズムが妨げられるとは考えておらず、実際、2020 年には物言う投資家が舞台裏でまたは公然と一層大きな役割を果たし、企業経営陣に提言を行なっていくと予想している。

日本政府は引き続き改革を推進

2017 年に行なわれた前回のスチュワードシップ・コード改定では、議決権行使結果の透明性強化が求められた。これを受けて、機関投資家は企業に対してより厳しいスタンスをとるようになり、それが株主総会における「反対」票数の増加という形で現れた。スチュワードシップ・コードの次回改定(2020 年に発効予定)は、株主が年次株主総会での議決権行使判断の理由を開示するよう迫られるなど、一層の透明性強化を後押しするものになると予想されている。

その他、政府は親子上場の問題にも取り組む意向であり、今後のコーポレートガバナンス・コードの改定時にそれが盛り込まれる可能性がある。政府は現在、日本に特有の親子上場について、親会社と子会社の少数株主の間の利益相反を招く可能性があるため、コーポレートガバナンスの観点から問題視している(チャート 5 および 6 参照)。少数株主の経済的利益を守るための措置として、取締役会に社外取締役を含めるよう企業に義務付けることなどが検討されている。当社では、企業が潜在的な利益相反に対処するために積極的な措置を講じれば、大きな価値を生み出すことができると考えている。例えば、親会社は、プレミアムを上乗せした価格で上場子会社の株式を買い取り、完全子会社にすることができる。ブルームバーグの報道によると、最近の買収プレミアム水準は 20%程度となっている。

チャート 5: 親会社が上場している企業の数

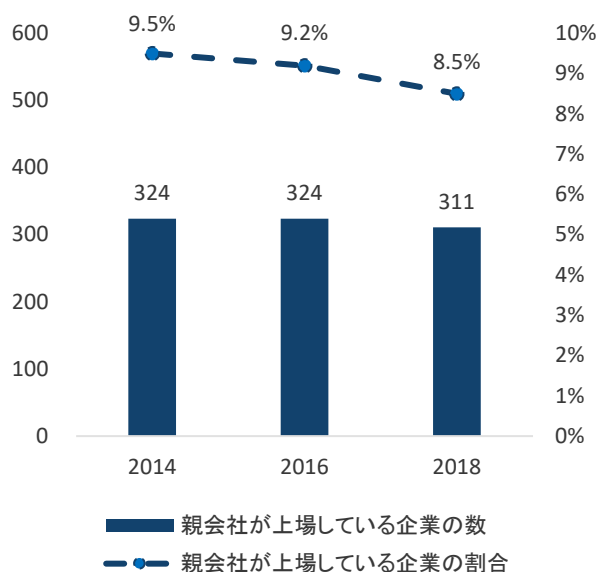
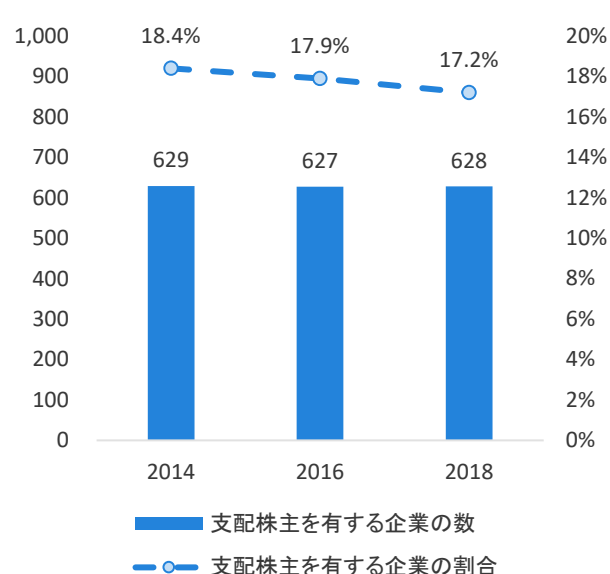


チャート 6: 支配株主を有する企業の数



出所: 内閣府未来投資会議(2019年3月現在)

出所: 内閣府未来投資会議(2019年3月現在)

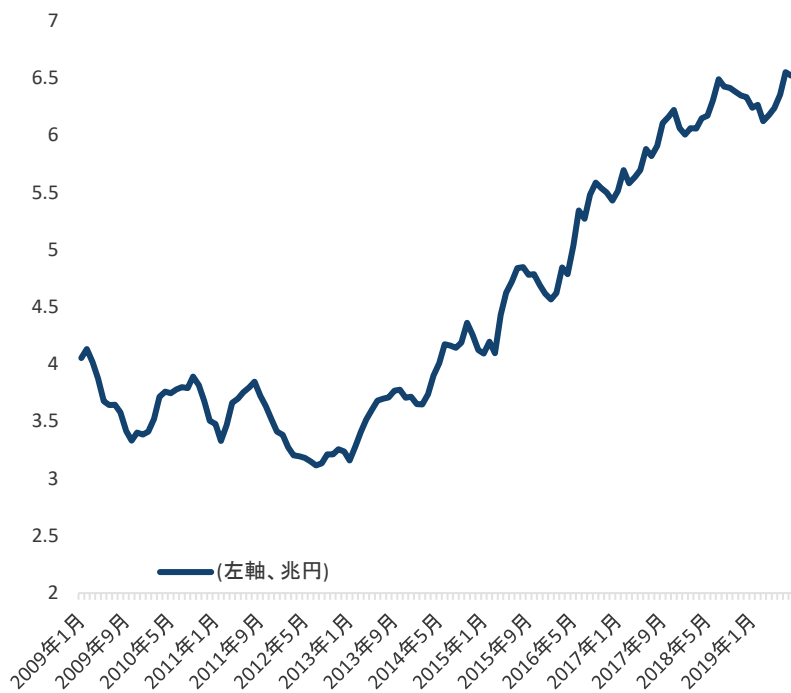
4) 日本はオリンピック後の景気落ち込みを回避する見通し

オリンピック開催国はその開催後に投資や消費が落ち込むという通説があり、日本も 2020 年夏季東京オリンピック後に同じ目に遭うだろうとの見方は多い。しかし、当社では、引き続き控えている多数の建設プロジェクトや政府による景気対策によって、オリンピック後の景気鈍化リスクは軽減されると考えている。

オリンピック後も建設ブームは継続

チャート 7 が示すように、多数の建設プロジェクトがすでに控えており、オリンピック後も引き続き進められる予定である。

チャート 7: 非居住用建築の手持ち工事高



出所: 国土交通省

期間: 2009年1月末～2019年8月末

夏季オリンピック後も建設が続くとみられる分野の例としては、大都市圏の再開発プロジェクト、旺盛な E コマース需要に対応するための物流施設の建設、インバウンド(訪日観光)ブームに対応するためのホテルやテーマパーク、複合商業施設の建設などが挙げられる。

建設受注残が大きく積み上がっている理由の 1 つは、人手不足である。しかし、オリンピック関連の建設プロジェクトが完了すれば、より多くの人手を確保できるようになる見通しだ。そうなると、現在は人手不足で遅延している建設活動が進むようになり、それを受けて建設投資も増加するとみられる。

オリンピック後も続く大規模プロジェクトのうち注目すべきものには以下などが挙げられる。

- **リニア新幹線プロジェクト:** 東京・大阪間の約 440 キロ区間を高速リニア新幹線システムで結ぶ計画であり、その費用は推定約 9 兆円にのぼる。東京・名古屋間の 300 キロ区間は 2027 年に工事完了予定。
- **「統合型リゾート」(IR) 構想:** 2020 年代中頃までに国内 3 ヶ所に、カジノや他のエンターテインメント施設を含む大規模な IR を建設する計画。各 IR の建設費用は 7000 億円～1.2 兆円と予想されている。
- **2025 年万博:** 大阪は 2025 年の万博の開催都市となっており、万博に向けた建設プロジェクトの費用は推定 1250 億円とされている。

老朽化しているインフラの整備が必要とされている

また、日本はインフラ老朽化対策も求められている(表 1 参照)。日本のインフラの多くは半世紀以上前に整備されたものであり、最近の台風による大きな被害が及んでいるものもある。政府は 12 月 5 日、総額 13.2 兆円の景気刺激策を決定しており、そのうち 5.8 兆円は自然災害に見舞われた地域への支援に充てられる。また、3.1 兆円が景気下振れリスクへの対策に充てられ、残る 4.3 兆円は、2020 年東京オリンピック後の公共事業関連費の大幅減少を回避するために使われる。自然災害被災地域への支援において、政府は、①インフラの補強および再建設、②工場のオートメーション化などの施策の導入支援を通じた中小企業の生産性強化、③事業者がインバウンドブームに対応できるようにキャッシュレス決済を推進する補助金制度の期間延長案、という 3 つの施策をベースとして支援計画を実行していく意向である。

表 1: 建設後 50 年以上経過する公共インフラの割合

	2018 年 3 月	2023 年 3 月	2033 年 3 月
道路橋(橋長 2m 以上の橋) 730,000 橋	25%	39%	63%
トンネル 11,000 本	20%	27%	42%
河川管理施設(ダム、堤防など) 10,000 施設	32%	42%	62%
下水道 470,000km	4%	8%	21%
港湾岸壁(水深 4.5m 以深) 5,000 施設	17%	32%	58%

出所:国土交通省(2017 年度集計)

2020 年の日本について楽観的な見方をすべき確かな根拠

当社の分析が示すように、日本は 2020 年に上記 4 つの懸念材料を克服するとみている。日本は中国経済やテクノロジー市況の回復の恩恵を受けるとみられ、また、人口が減少しているにもかかわらず日本企業の利益は好調に推移している。コーポレートガバナンス改革は続き、物言う株主が一層大きな役割を果たすようになる見通しである。大きく積み上がっている建設受注残の存在により、日本はオリンピック後の景気落ち込みに見舞われることもないだろう。したがって、当社では確かな根拠をもとに、2020 年の日本について楽観的な見方をしている。

(注) 特定の有価証券に言及していますが、例示を目的としたものであり、特定の銘柄を推奨するものでも、何ら保証するものでもありません。

当資料は、日興アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社の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。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。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。また、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見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。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。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。