

チーフ・ストラテジスト  
建部 和礼



## 2026年の展望 – 日本株式市場

シクリカルな追い風と構造変化の進展で日本株は一段高へ

### 👉 お伝えしたいポイント

- ・ 関税影響が低減し2026年度業績は大幅増益、日本株は4年連続の上昇へ
- ・ 高市政権の成長戦略に期待
- ・ CGコード改訂、現金活用の促進で停滞していたROEが上昇へ
- ・ 良好的な需給環境、円安修正で海外投資家の資金流入が加速か

### 日経平均は26年末に56,000円、27年末には6万円到達

- ・ 日本株は2023年から3年連続で大幅高となっていますが、26年も一段高になると当社は予想しています。関税影響が低減する中、世界および日本経済は堅調に推移すると想定され、インフレを背景とした国内名目GDPの高い伸びも加わり、企業収益は力強く成長すると見込まれます。
- ・ 10月に発足した高市政権も追い風となります。政策面では成長戦略が特に注目です。11月21日に閣議決定された総合経済対策では、物価高対策を最優先としつつ、危機管理投資・成長投資の戦略分野への頭出しとなる予算が措置されました。高い支持率を背景とした強いリーダーシップにより、政策アジェンダを推進していくことが期待されます。解散総選挙に踏み切る可能性も指摘されており、国内政治の動向には注意が必要です。
- ・ 忘れてはならないのは、マクロ・ミクロ・需給の構造変化です。デフレ脱却は進んでいますが、インフレ転換はまだ道半ばです。26年に見込まれる実質賃金のプラス成長が実現すれば、新たな局面に移行します。ミクロでは、コーポレートガバナンス改革が引き続き重要となります。停滞していたTOPIXのROEが上昇基調に転じ、日本株の再評価が一段と進むでしょう。
- ・ コーポレートガバナンス・コード改訂に向けてはCash Hoarding問題（現預金の必要以上の積み増し）が議論されており、キャッシュ活用の促進に向けた圧力がその後押しをするはずです。TOPIXのPERは過去レンジの上限をやや上抜けた水準にありますが、構造変化の進展を踏まえると、レンジが上方にシフトしていると当社は考えています。
- ・ 投資テーマとしては、高市政権の成長戦略（経済を含む安全保障）、設備投資関連、AI（フィジタルAIなど活用・実装含む）に注目しています。懐疑論も台頭していますが、当社はAI関連について前向きに評価しています。インフレ恩恵セクターやガバナンス改革の一段の深化も引き続き注目を集めそうです。

## 政策の不確実性は低下、米国経済は堅調推移が見込まれる

1月に発足した第2次トランプ米政権の政策により、今年の金融市场は大きく変動しましたが、不確実性は一時期に比べて大きく低下しました。2026年の米国経済は、関税影響が低減する中、減税や緩和的な金融環境により底堅い成長が見込まれます。景気後退リスクが低い中で、ペースは緩むもののFRB（米国連邦準備制度理事会）は利下げを続けると思われ、リスク資産にとってポジティブな環境となります。

トランプ大統領の支持率は低迷しており、予測市場（Polymarket）では11月の中間選挙で共和党が下院で過半数を割り込むと予想されています。情勢の回復を狙って、米政権が政策対応に動く可能性があり、株式市場への影響を見極める必要があります。中間選挙に向けては、不確実性を嫌気して株式市場が軟調推移するアノマリーにも注意が必要です。目前では、関税政策の法的妥当性をめぐる最高裁の審理の行方が注目されます。米国の実効関税率が引き下げられる可能性もあります。

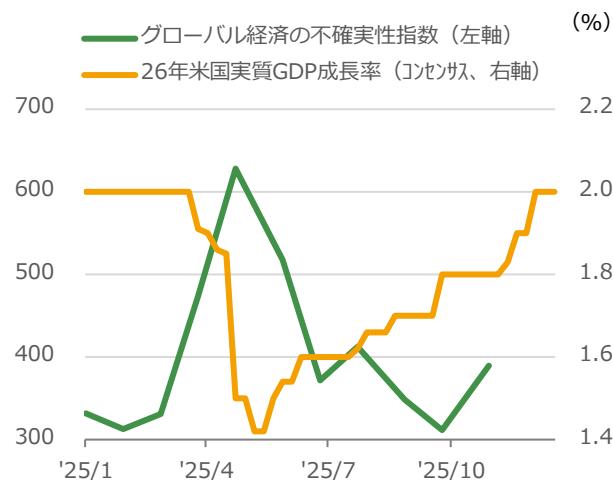
## 政治の動向と高市政権の成長戦略

高市政権の発足を株式市場は歓迎し、10月の日本株は大幅高となりました。日本維新の会との連立合意後も、与党は衆参両院で過半数割れが続いていましたが、無所属の衆院議員3人が自民党会派に加わり、衆議院では過半数を回復しています。一方で、参議院では過半数割れが続いているため、政策実現には引き続き野党の協力が必要です。

政権発足から2ヶ月、高市政権は高い内閣支持率を維持しています。党内や連立与党内の意見集約、そして野党との協議においても、政策遂行には高い支持率の維持が重要です。

高い支持率を背景に、解散総選挙に打って出る可能性もあります。高市首相が選挙を通じて政権基盤を強めることができれば、株式市場は好感するでしょう。2026年の日本株式市場のアップサイドリスクとして意識しておきたい点です。

### 26年の米国マクロ環境はリスク資産に支援的



\*26年米国実質GDPの予想成長率はブルームバーグコンセンサスで直近値は12月19日。グローバル経済の不確実性指数の直近値は10月末。

(出所) ブルームバーグ、Economic Policy Uncertainty

### 2026年以降の主なイベント

日付	イベント
1月	通常国会召集
2月6日-22日	第25回五輪冬季大会（イタリア）
3月5日-17日	ワールド・ベースボール・クラシック
3月中旬	春闘 第1回集計
3月下旬	2026年度予算成立
5月15日	パウエルFRB議長が任期満了
6月11日-7月19日	サッカーFIFAワールドカップ
6月	2026年の骨太の方針
26年半ば	コーポレートガバナンス・コードの改訂
7月	USMCA見直し
8月	ジャクソンホール会議
10月	次期TOPIXへの移行措置 初回定期入替
11月3日	米中間選挙
12月	27年度税制改正大綱
2027年9月	自民党総裁 任期満了
2028年4月	植田日銀総裁 任期満了
2028年	参院選

(出所) 各種資料より大和アセット作成

政策面では「大胆な危機管理投資・成長投資」による成長戦略が特に注目されます。高市首相が新たに設置した日本成長戦略会議で、AI・半導体、造船、量子など17の戦略分野が成長戦略の最重要の柱とされました。先日、閣議決定された総合経済対策においても、戦略分野への頭出しとなる予算が措置されました（裏付けとなる補正予算は12月16日に国会で可決・成立）。供給力を抜本的に強化し、強い経済の実現を目的とする成長戦略は、当社の日本株式市場に対する強気の見方を構成する重要な要素です。

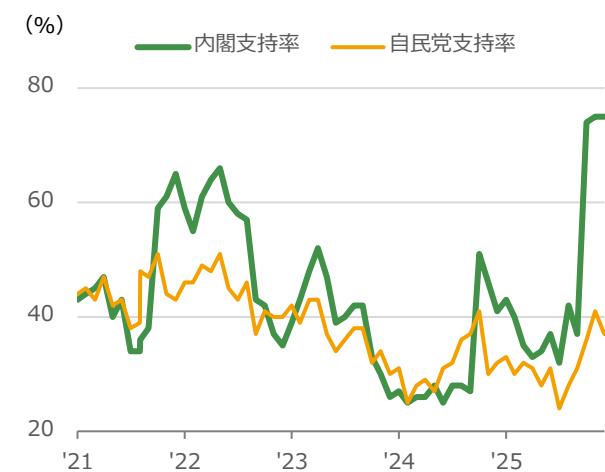
名目賃金の伸びが物価上昇率に追いつかず、実質賃金のマイナス成長が長引いている現状では、物価高対策も重要です。食料品価格の高騰が落ち着くと思われることから、今後は物価上昇率の鈍化が見込まれますが、政府の政策が実質可処分所得の増加を促せば、消費が循環的に回復するだけではなく、消費者はこれまで以上に企業の値上げを受け入れるようになり、インフレ転換は新たな局面に入る可能性があります（11月10日付マーケットレター「[日本株式市場の新たな黄金時代への期待](#)」もご参照ください）。

## 危機管理投資・成長投資の重点分野

17の戦略分野	
A I ・半導体	防災・国土強靭化
造船	創薬・先端医療
量子	フュージョンエネルギー
合成生物学	マテリアル（重要鉱物・部素材）
航空・宇宙	港湾ロジスティクス
防衛産業	デジタル・サイバーセキュリティ
コンテンツ	情報通信
フードテック	海洋
	資源・エネルギー安全保障・G X

(出所) 内閣府より大和アセット作成

## 政策遂行には高い支持率の維持が鍵となる



※最新値は12月19-21日に実施した世論調査

(出所) 日本経済新聞

## 総合経済対策では物価高対策に加え、成長戦略への頭出しとなる予算が措置

物価高対策		危機管理投資・成長投資、防衛力の強化	
家計向け支援	ガソリンの暫定税率廃止	経済安全保障の強化	半導体、造船、量子
	電気・ガス代支援	宇宙、情報通信	
	所得税 年収の壁見直し	食糧安全保障の確立	農業構造転換
	重点支援地方交付金の拡充	I社ギー・資源安全保障	GX
	子育て応援手当	防災・減災・国土強靭化	国土強靭化
事業向け支援	中小・小規模事業者向け支援	未来に向けた投資の拡大	創薬、コンテンツ
	医療・介護等での 待遇改善、経営改善支援	防衛力の強化	R7当初+補正予算で 「対GDP比2%水準」

(出所) 内閣府より大和アセット作成

## 収益モメンタムは良好、2026年度は大幅増益に

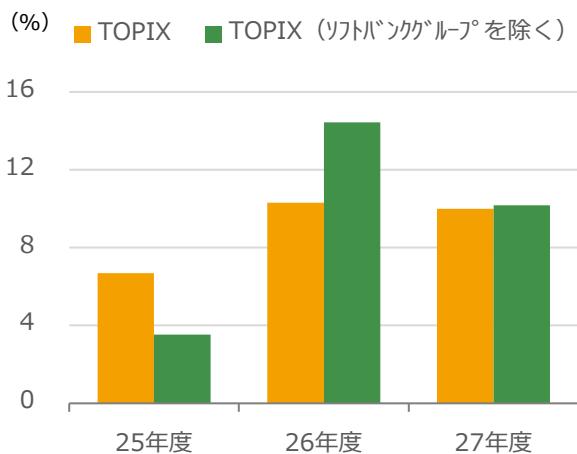
日本企業の収益モメンタムは好調です。懸念された関税影響でしたが、4-6月期および7-9月期業績はいずれもアナリスト予想を上回るポジティブサプライズとなり、業績の下振れリスクは後退し、来期業績への期待が高まっています。業績予想は上方修正が優勢で、TOPIXの2026年度予想EPSは引き上げられています。

見通しも良好です。AI関連市場の拡大は引き続き利益成長のけん引役となります。内需関連は、物価高による節約志向の影響を受ける消費関連の一角が軟調ですが、インフレを背景に名目GDPの高い伸びが続いており、堅調な利益成長が続きそうです。日銀短観では販売価格DIが高水準となっており、企業による値上げが進んでいることが示されています。金利上昇により、銀行など金融セクターも収益拡大が続くと見込まれます。

外需セクターは、25年度業績は関税によるマイナス影響が大きいですが、26年度は一転して力強い回復が予想されています。特に自動車・部品と鉄鋼は、25年度のTOPIX予想純利益成長率をそれぞれ2.0%pt/0.4%pt押し下げる予想されていますが、26年度は2.7%pt/1.2%pt押し上げると予想されています。足元で進んでいる円安も収益押し上げに寄与するでしょう。円安は基本的にTOPIXの収益にプラスに寄与しますが、過度の円安による家計や内需企業へのマイナス影響には注意が必要です。

TOPIX（ソフトバンクグループを除く）のEPS成長率は、25年度の前年度比+4%から26年度には同+14%へと大幅加速する見込みです。27年度も同+10%予想となっています（コンセンサス予想）。

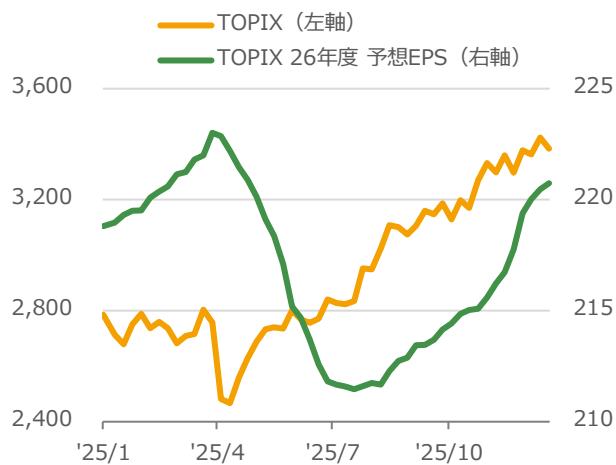
### 2026年度のTOPIX EPSは大幅増益に



※コンセンサス予想、12月19日時点

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

### TOPIXの予想EPSは上方修正が続く



※予想EPSはコンセンサス、直近値は12月19日

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

### インフレ環境下で値上げが進む



※大企業、全産業、実績、直近値は2025年12月

(出所) 日本銀行

## 停滞していたROEが上昇へ

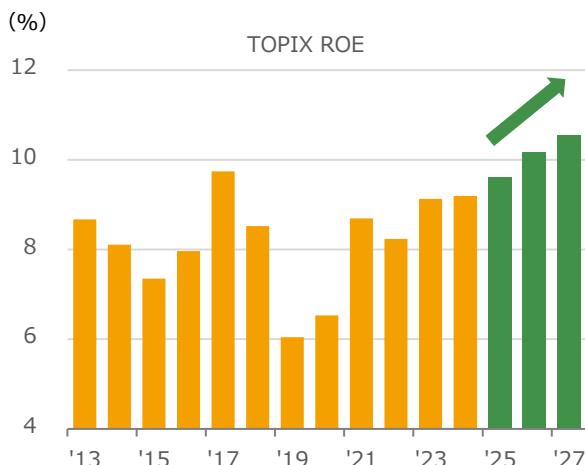
2026年の注目は、停滞していたTOPIXのROEが上昇し始めると予想されることです。目覚ましい進展が見られているガバナンス改革ですが、投資家にとって意外でもあり、やや失望でもあったのが、これだけ資本効率改善への取り組みが見られているのにもかかわらず、TOPIXのROEが改善していないという点でした。

25年度は関税影響により企業収益に下押し圧力がかかりましたが、26年度は大幅増益と予想されます。ROEの伸び悩みの一因は、分母である自己資本が膨らんでいることがあります。この数年は、円安や株高により、為替換算調整勘定やその他有価証券評価差額金の増加が自己資本の増加につながっていましたが、政策保有株の売却と、当社が見込む穏やかな円高進行により、今後はその影響が小さくなると思われます。ガバナンス改革は一段と進展し、バランスシート改革も進むでしょう。26年半ばに想定されるコーポレートガバナンス・コードの改訂も重要なカタリストです。コンセンサスでは26年度にTOPIXのROEが10%を超える、27年度にかけても上昇が続くと見込まれていますが、当社はコンセンサス予想以上に上昇が加速する可能性も十分にあると考えています。

海外投資家は高ROEを選好する傾向が明白です。海外（先進国）と比べた日本のROEは恒常的に低いですが、その差が縮小する局面では海外資金の流入が見られてきました。個別銘柄においても、海外ファンド（投資信託）の保有比率の高い銘柄は高利益成長とともに高ROEの傾向が見られます。

15年から22年にかけて日本株を約30兆円売り越した海外投資家は、23年以降、そのうちの約20%程度を買い戻したにすぎません。緩慢な資金流入の理由の一つが、ガバナンス改革がROE改善に結び付いていないという懐疑的な見方なのであれば、TOPIXのROEの上昇が大規模な資金流入を促すことになるでしょう。

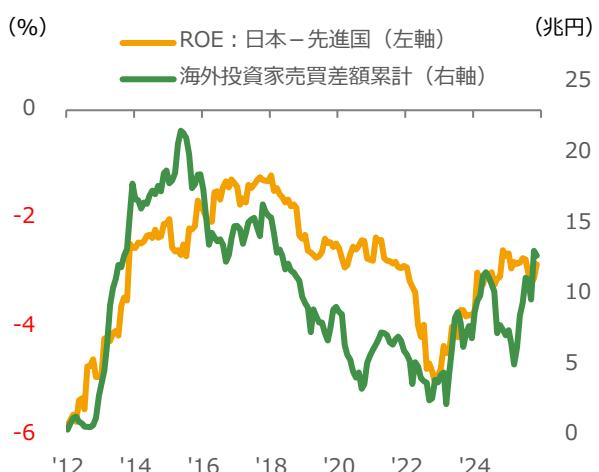
### TOPIXのROEが上昇へ；コンセンサス予想以上に上昇が加速する可能性も



※25-27年度はコンセンサス予想、12月19日時点

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

### ROEの改善が海外資金の流入を呼び込む



※直近値は11月末

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

## コーポレートガバナンス・コード改訂と現金活用の促進

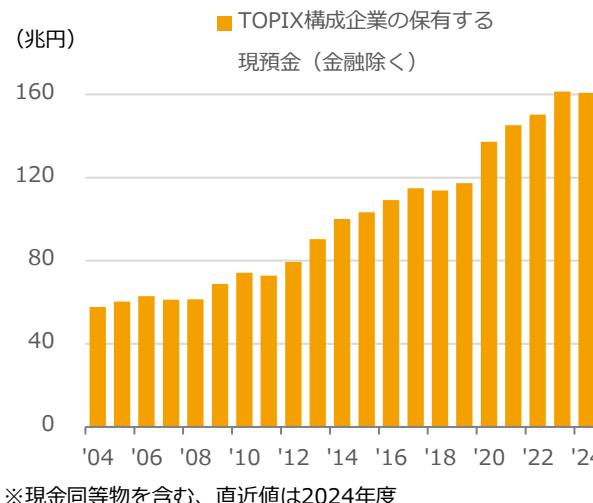
2026年には、21年以来となるコーポレートガバナンス・コードの第3次改訂が予定されており、10月21日には改訂に関する第1回有識者会議が開催されました。6月30日に公表された「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム2025」では、日本企業が保有する現預金が長期間にわたり増加し続けていることを踏まえ、現預金を必要以上に積み増していないか（Cash Hoarding問題）が検討事項として示されており、有識者会議でもコード見直しの検討対象として取り上げられました。

日本企業が保有する現預金はこの15年余りで大きく増加しています。かつては欧米とそれほど変わらなかった総資産に占める現預金比率も、今や欧米の約2倍となっています。過去10年のTOPIXのEPSとBPSをS&P500と比べると、EPSの伸びは遜色がない一方、BPSがS&P500に比べて大幅に増加しており、ROE上昇を妨げている一因であることが示唆されています。インフレ局面においては、価値が減少する現預金の大量保有は経済合理性に欠ける状況もあります。

コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴い、より積極的な現金活用が促され、バランスシート改革が加速すれば、ROEの上昇も加速が見込まれます。例えば、TOPIXの財務レバレッジが欧米並みになると、ROEは1.5-2.0%ptほど上昇して11-11.5%になります。

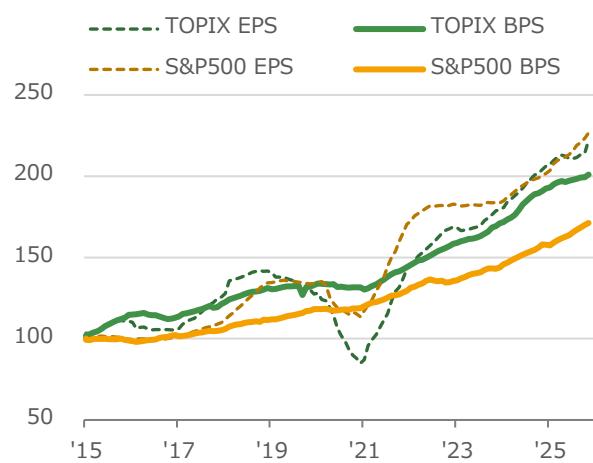
もっとも、有識者会議での議論は稼ぐ力の向上、そして適切な経営資源の配分という文脈で行われており、単に株主還元の強化を促すものではありません。企業は、現預金に加え、保有している様々な資産、そしてその含み益までをも有効に活用し、成長を高める必要があります。分母の縮小（バランスシート改革）と同時に、分子である利益成長・利益率の拡大が、持続的な日本企業のROE上昇をもたらすと当社は考えています。

### 金融庁の有識者会議ではCash Hoarding問題（現預金の必要以上の積み増し）が議題に



（出所）ファクトセットより大和アセット作成

### TOPIXのEPSの伸びはS&P500と同程度だが、BPSの増加がROE上昇を妨げている



※2015年初を100として指数化、EPSおよびBPSは過去12カ月

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

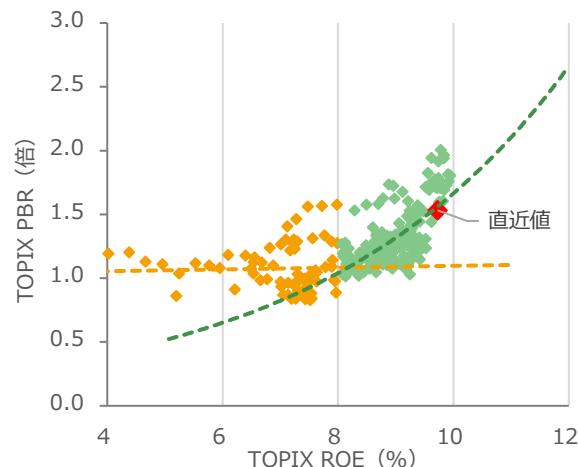
## バリュエーション・レンジの上方シフトと日本株のアップサイドシナリオ

TOPIXの12カ月先予想PERは過去15年ほど、特殊な市場環境であった一時期を除くと、ほとんどの時期でレンジの上限が15.5倍程度でしたが、秋以降はレンジを上振れて推移しています。割高感が強くアップサイドが限定的だという見方もできますが、当社はバリュエーションが株価上昇を阻害するとは考えていません。フォワードルッキングである株式市場が、関税影響で軟調な今期業績を通り越して堅調な来期業績を織り込んでいるため、通常使われる12カ月先PERでは高く見えてしまうというのが理由の一つですが、それ以上に重要なのは、TOPIXのバリュエーション・レンジが上方にシフトしている可能性です。

TOPIXのROEが8%以下の場合は、PBRとの相関は低い一方、8%を超えるとROEの上昇に伴ってPBRが上昇する傾向があります。さらに、その関係は線形ではなく、ROEが上昇するほどPBRの拡大が加速する傾向が見られます。市場が過去レンジを上抜けるROEの上昇を見込んでいるのであれば、バリュエーション・レンジが切り上がっても不思議ではありません。

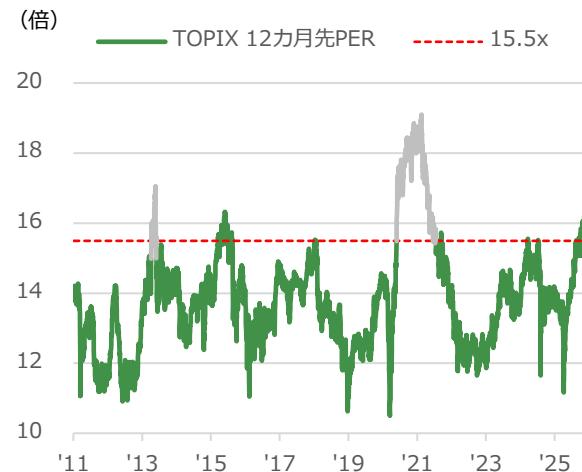
日本経済がデフレからインフレへと転換し、ガバナンス改革が顕著に進展している中、過去レンジで日本株を評価するのが妥当なのかという疑問も生じます。マクロ・ミクロの構造変化に対して前向きな見方をしているのであれば、バリュエーション・レンジも見直すのが適切でしょう。過去レンジをやや上振れているとはいえ、グローバルな観点では、米国株と比べると相対的な割安感は依然として強いです。当社は、2026年末のTOPIX予想PERを16倍程度と見込んでいますが、構造変化が加速した場合には、バリュエーションの上方シフトが強まる可能性があり、当社想定以上に日本株が上昇する展開もあり得ます。

### ROEが8%を超えるとPBR拡大が加速



※ROE/PBR(は12カ月先、2003年以降のデータ、12月19日時点  
(出所) ファクトセットより大和アセット作成

### TOPIXのPERレンジが上方シフトの可能性



※アベノミクス初期とコロナ期は特殊な環境であったため、灰色線で表示している。最新値は12月19日

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

### 米国株との比較では相対的な割安感が強い



※12カ月先PER、最新値は12月19日

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

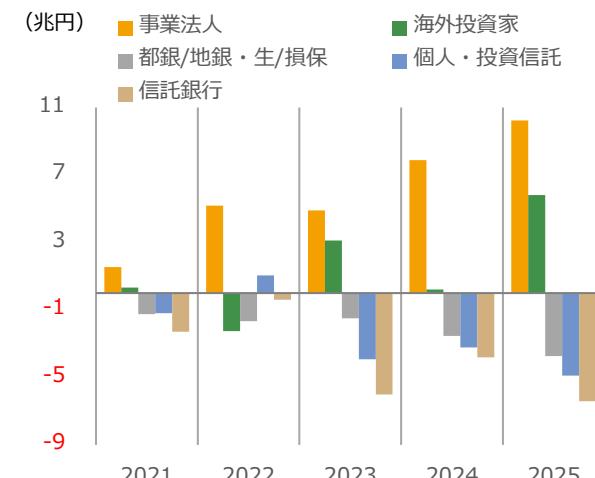
## 需給：海外投資家の資金流入が加速するか

良好な需給環境は引き続き日本株式市場の追い風となりそうです。2025年まで5年連続で日本株の最大の買い手となると見込まれる事業法人は、コーポレートガバナンス・コード改訂に向けた現金活用促進の議論もあり、26年も一段と高水準の自社株買いを続けると思われます。インフレ環境への対応から株式市場に対して前向きな姿勢を見せ始めている個人は、貯蓄から投資への流れを一段と加速させるでしょう。事業法人も個人も、上昇局面で買い上がるよりも、調整局面で買いを膨らませる傾向があります。そのフローによって株価がどんどん押し上げられていくわけではないですが、株価が下がりづらい状況を生み出しており、ポジティブなニュースフローが出た場合には株価が上がりやすくなっていると言えます。株価リターンの分布が非対称で、上方に偏っているとの見方もできるでしょう。

海外投資家からは資金流入の加速が期待されます。日本株式市場の変化に対する再評価がさらに進むことに加え、当社が予想するように為替市場で円高が穏やかに進行すれば、米ドル建てリターンが向上し、グローバル投資家の目を引くでしょう。日本株をアンダーウエイトしている投資家の「持たざるリスク」が高まる可能性があります。当社は、海外投資家の日本株ポジションはまだ軽く、流入余地は大きいと考えています。

純株式供給も日本株式市場にとって支援的です。株式供給額（新規上場・売出・募集）と自社株買いの差である純株式供給額は大幅に需要超過・供給不足となっています。高水準の自社株買いやTOB（株式公開買い付け）が、日本株式市場の需給を支えています。なお、日本株式市場では東京証券取引所を上場廃止する企業が増えしており、25年は124社と前年を30社上回り、2年連続で過去最多となる見込みです。東証再編やガバナンス改革の進展により上場コストが高まっており、安易な上場維持は許されなくなっています。このトレンドは今後も続くと思われます。

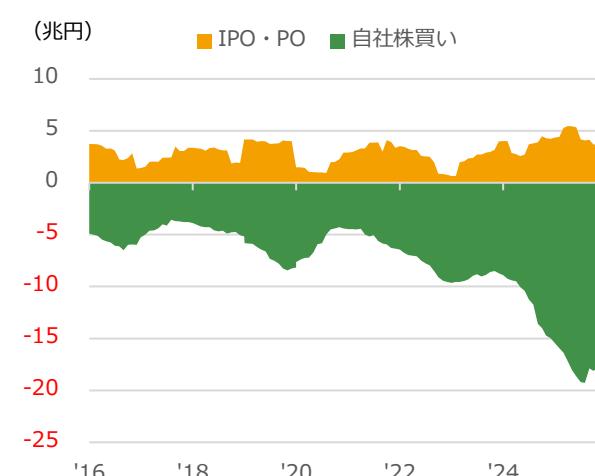
### 2025年は事業法人と海外投資家が日本株の買い手となっている



※投資部門別売買状況、12月12日時点

(出所) 日本取引所グループ

### 純株式供給は大幅なマイナスとなっている



※全上場企業（普通株式）、直近値は25年11月末

(出所) QUICK、日本証券業協会より大和アセット作成

## 強気相場は続く

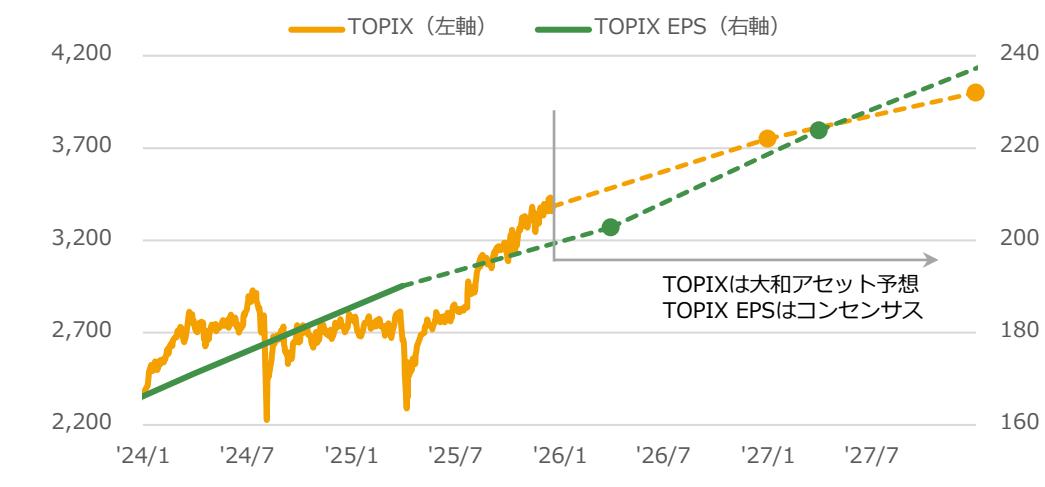
マクロ（インフレ）、ミクロ（ガバナンス改革）、需給（存在感を増す国内投資家）の構造変化が日本株を中長期的に押し上げると期待される中、成長を重視する政権が発足しました。AI関連の新たなテクノロジーも追い風となっています。収益モメンタムは堅調で、需給の見通しも良好です。

当社は強気相場が続くと考えており、2026/2027年末のTOPIX予想は3,750/4,000と、12月19日終値から11%/18%の潜在株価リターンを見込んでいます。構造変化が想定以上に進展した場合のアップサイドリスク・シナリオでは、26年末にTOPIXの予想PERが16.3-16.5倍まで上昇し、TOPIXが3,850-3,900に達すると考えています。

一方、バリュエーション水準が高いのは事実で、これは予期せぬショックに対して脆弱であることも意味します。米国経済は堅調に推移すると予想していますが、足元では、データにノイズが多い中、労働市場に弱さが見られています。一方で、インフレの加速や財政懸念などから米金利が上昇する可能性もあります。トランプ米政権の政策は、一時期よりは大分改善しましたが、引き続き不確実性が高いと言えます。プライベート・クレジットの問題や地政学リスクなどもあり、海外発のリスクには注意が必要です。

国内では、政治動向が両サイドのリスクとなります。維新との連立により政権樹立となった高市政権ですが、議員定数削減などをめぐり意見の相違が目立つようになれば、ネガティブ視される可能性があります。一方、解散総選挙は株式市場からポジティブなイベントと見られるでしょう。拡張的な財政・金融政策を志向する高市政権に対する債券・為替市場の動向にも注意が必要です。

2026年末のTOPIX目標水準は3,750；  
アップサイドシナリオでは3,850-3,900まで上昇の可能性があると見込む



(出所) ブルームバーグ、ファクトセット、大和アセット

## テーマ：高市政策（安全保障）、AI、インフラ/設備投資など

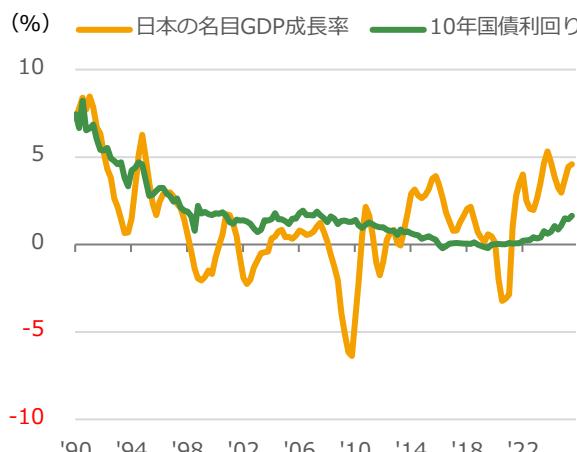
高市首相は、財政を活用した投資による成長実現に強い意欲を示しており、追い風を受ける政府の注力分野は注目されます。特に、防衛やAI/半導体、エネルギーインフラなど、経済を含む安全保障関連は有望と見込まれます。政府は2025年度補正予算案に防衛費・関連経費を盛り込み、防衛費のGDP比2%目標を前倒しで達成しましたが、世界ではGDP比5%水準の議論もあり、さらなる防衛予算の増大が意識されます。AIに関しては、懐疑論も台頭していますが、関連市場の成長ポテンシャルの大きさを踏まえると、今後も前向きに見ていくべきだと考えています。関連企業の業績成長は力強く、バリュエーションはITバブルと比べると抑制的です。また、ハイパースケーラーの設備投資は、少なくとも今後2-3年程度は強いトレンドが続くと予想されています。26年は、半導体やデータセンター関連などのインフラに加え、フィジカルAIやAIエージェント、AI創薬など、活用・実装へと物色が広がると見込まれます。防災・国土強靭化も戦略分野に挙げられており、建設などインフラ関連も物色されそうです。

設備投資関連にも注目が集まりそうです。国内では、構造的な設備投資需要に加え、政府が設備投資促進減税の創設を進めています。また、関税による不確実性が低下し、世界的に企業の設備投資は増加が見込まれます。米国の関税政策を受け、米国向けの投資も増加しそうです。日米で合意した5,500億米ドルの対米投資の行方にも注目しておきたいところです。

国内でインフレ転換が進む中、目先は銀行や不動産、建設などが引き続き資金を集めそうです。実質賃金がプラス成長に転換すると予想される中、消費関連にも注目ですが、消費行動が活発化するまでには時間を要する可能性があり、年後半以降のテーマでしょう。25年度は関税による業績影響が大きかった外需セクターは、26年度に力強い回復が予想されています。新年度に向けて注目が集まる局面もありそうです。

ガバナンス関連は引き続き有望です。企業に変革を迫るアクティビストの活動や、より友好的な投資家・株主によるエンゲージメントが増えています。26年半ばにはコーポレートガバナンス・コードの改訂が予定されており、変革をさらに後押しすると期待されます。その他では、ミラノ・コルティナ2026冬季五輪、ワールド・ベースボール・クラシック（WBC）、サッカーの北中米ワールドカップなど、スポーツイベントが多く開催されることから、関連銘柄に注目が集まる局面が増えそうです。

### 名目GDP成長率が金利を上回る良好な環境



(出所) ブルームバーグ

### 堅調な国内設備投資



(出所) 日本銀行

## 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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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、記載する指標・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、各企業の推薦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。

最新のレポート掲載ページはこちら

<https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/countries/report/index.html>

URL <https://www.daiwa-am.co.jp/> お問合わせ 0120-106212 (受付時間 9:00~17:00)