

Market Watching

市場レポート

テーマ：2006年の日本株見通し

発表日：2005年12月21日（水）

～年前半15～20%の上昇も、年後半は調整リスク～

(No. MW-43)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

- 2006年の日本経済は、生産活動の加速など、循環的な回復局面に入っていると見られる。過去の例に倣えば、生産活動のモメンタムは少なくとも06年央まで、長ければ07年秋まで拡大が続く。したがって、实体经济に先行する傾向の強い株価も、夏頃までは上昇基調が続く可能性がある。
- 05年夏以降の株価急騰を牽引したのは、内需関連や素材系の業種だったが、これは日本のデフレ脱却期待や世界同時景気加速に伴う需給逼迫観測などが背景にある。ただし、生産活動の加速局面では、NT倍率が上昇する傾向がある。今後は、生産活動の加速に従い、輸出関連やハイテクなどの業種が株価上昇を牽引する可能性がある。
- 06年の業績予想やP/E Rなどの水準から判断すれば、06年の日経平均は現状水準より15～20%程度上昇する余地があり、年前半には達成可能だ。ただし、年後半は生産活動のモメンタムが低下に転じる可能性が出てくるほか、世界的な過剰流動性の減少などが外国人売りを招くリスクもあるなど不透明感は強い。

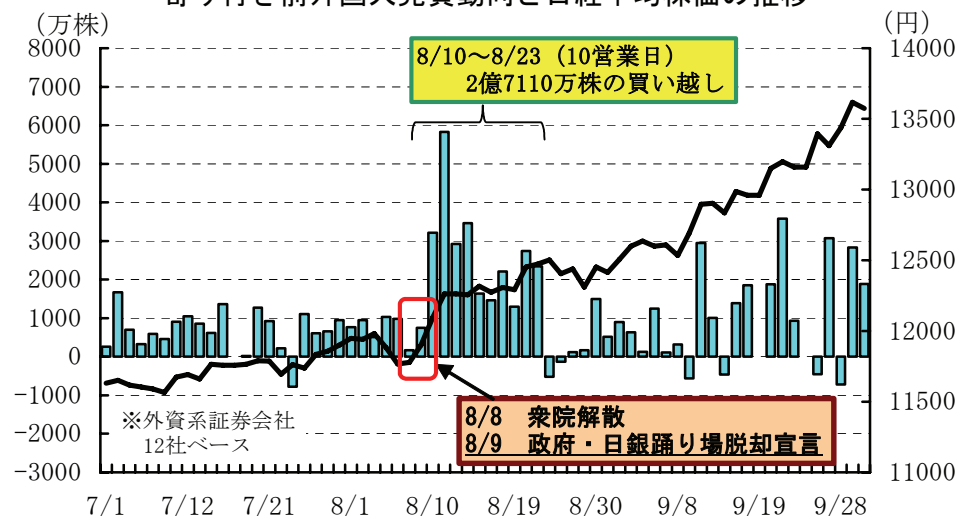
循環的回復局面下で年前半は上昇基調を予想

2006年の日本株を取り巻くファンダメンタルズを見渡すと、生産活動の回復局面にあり、追い風の中にあるといえる。

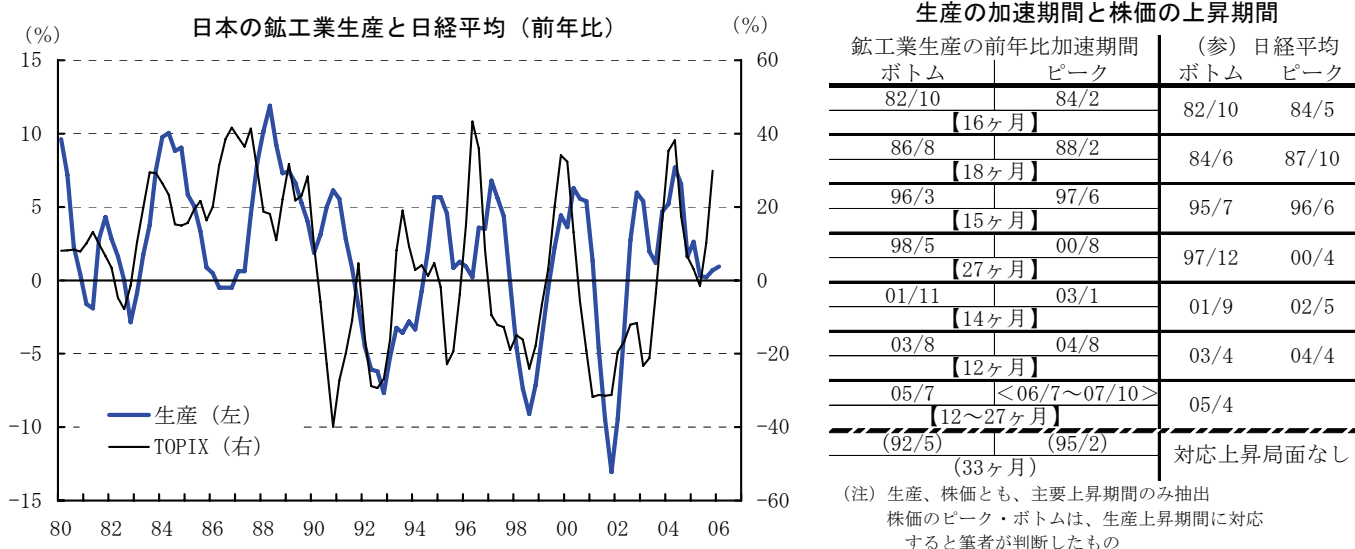
05年夏以降の株価の急伸は、政府と日銀による踊り場脱却宣言（8/9）を受けて、日本の景気再加速、及びその先に見えるデフレ脱却を期待してのもので、外国人投資家の大規模な買い越しが主導した。こうした動きは、①外国人投資家の買い越し額が、“踊り場脱却宣言”翌日の8/10から急増したこと、②業種別に見て、バブル崩壊以降値下がりが顕著だった内需関連株などが上昇を牽引したこと、などからも窺われる。鉱工業生産と株価の動きを確認すると、鉱工業生産の伸び率の回復に比べて、株価の上昇ペースがかなり速いことが確認されるが、こうした動きは通常の範囲内といえ、株式市場が先行きの景気加速を織り込んだ動きといえる。

では、こうした動きはいつまで続くのか。生産活動の循環的な側面に焦点を当てれば、鉱工業生産の前年対比伸び率のボトムからピークまでは、80年代以降で見れば12～27ヶ月かかっている（なお、92/5～95/2の期間は33ヶ月かけて生産活動の伸びは高まっていたが、特に期間前半はマイナス圏内の推移にとどまっておき、株価との連動性も薄いことから、ここでは除外した）。こうした生産活動のモ

寄り付き前外国人売買動向と日経平均株価の推移



メンタムと株価の上昇メンタムが同一期間程度続くとすれば、株価はボトムアウトしてから1～2年程度は上昇基調が続く可能性がある。直近での日経平均株価のボトムは05/7だったため、過去の生産拡張期間に倣えば06年半ばまでは上昇傾向が続くと考えても良いこととなる。



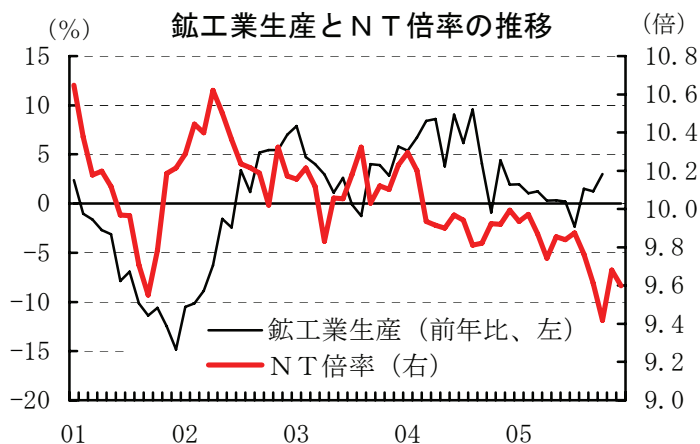
実際、06年度の各シンクタンクの経済見通しによれば、多くは06年度中は景気の拡大傾向が続くと見られている。鉱工業生産の前年対比伸び率のピークは必ずしも景気のピークと一致しないため、これをもって来年度中は生産活動は加速し続けるというわけではないが、少なくとも前半まではファンダメンタルズ面からは株価にとって追い風が吹いているといえそうだ。

牽引車はハイテクなどへバトンタッチか

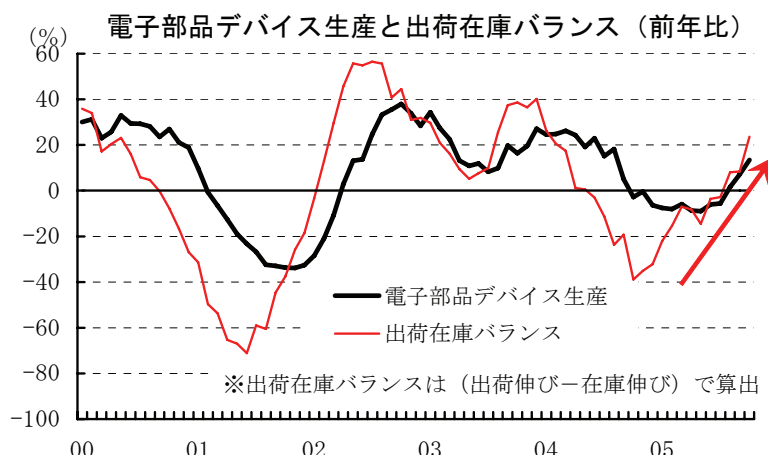
夏場以降の株価上昇の牽引役が、デフレ脱却をテーマとした内需関連株や、世界的な景気持ち直しを背景とした素材関連株であったのに対し、バブル崩壊以降の株価上昇局面でしばしば牽引車となっていたハイテク関連や輸出関連株は、相対的に見てパフォーマンスが冴えない。しかし、今後はこうしたハイテク株輸出関連株が牽引車になる可能性がある。

日本の代表的な株価指数である日経平均株価とTOPIXは、その構成銘柄のウェイトによって動きに特徴が見られる。一般的に、ハイテク関連の株価のパフォーマンスが良いときは日経平均の方がTOPIXよりも上昇が大きく、銀行株などのパフォーマンスがよいときはTOPIXの方が日経平均よりも上昇率が高い傾向がある。日経平均株価とTOPIX株価指数を比較したNT倍率を見ると、鉱工業生産の動きと緩やかに相関していることが分かる。これは、日本の景気が主に外需主導で変動することから、特に生産活動が回復していく局面では輸出ウェイトの大きい企業の業績がいち早く改善する傾向があるためである。

足元では、生産の伸びがボトムアウトしたのに対し、NT倍率は低下傾向、すなわち日経平均よりもTOPIXの方がパフォーマンスの良い状態が続いた。これは、夏場以降の株価上昇局面は、デフレ脱却というテーマで主に内需株



などに牽引されたためと考えられる。しかし、政府・日銀の踊り場脱却宣言から4ヶ月が経ち、内需関連や素材関連株はかなり速いピッチで上昇しており、他の業種などに比べて割安感は相当程度薄らいでいる。半導体などハイテク分野を取り巻く環境を見ると、世界的には北米半導体BBレシオが緩やかながらも上昇傾向にあること、日本でも電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスの改善（生産加速を示唆）など、総じて改善傾向が目立っている。これまで業種間パフォーマンスが悪かっただけでなく、上昇自体小幅にとどまっていたことなどを勘案すれば、今後はNT倍率が上昇傾向を辿るような形で、業種毎に見た株価上昇の牽引役がバトンタッチする公算は大きい。



株価上昇メドは18,000～19,000円程度か

2006年の日経平均株価の上昇メドは、18,000～19,000円程度になりそうだ。足元のTOPIXの水準と予想PERから算出される予想EPSに、2006年度の業績見通し、及びこのところのPER水準などを勘案して算出されるPER水準は、別表の通りとなる。06年度の企業業績については、全産業ベースでも増益が予想されるほか、大手証券会社などの企業業績見通しなども、概ね5～10%程度の増益が予想されている。これに20～25倍程度のPER水準が維持されると考えれば、TOPIXは1,600ポイント台半ばから1,900ポイント台前半になると考えられる。これは、足元よりも最大で20%弱の上昇となる。これをそのまま日経平均株価に当てはめれば、18,000円台半ばになる。仮に、輸出関連株やハイテク株が上昇を牽引、すなわち日経平均株価の方がTOPIXよりもパフォーマンスが良いということになれば、19,000円を上回るような上昇も期待される。

2006年度のTOPIX計算値

		予想EPS					
		+15%	+10%	5%	0%	▲5%	▲10%
予想 P E R	30倍	2,417	2,312	2,207	2,102	1,997	1,892
	25倍	2,015	1,927	1,839	1,752	1,664	1,577
	22.5倍	1,813	1,734	1,655	1,577	1,498	1,419
	20倍	1,612	1,542	1,471	1,401	1,331	1,261
	17.5倍	1,410	1,349	1,288	1,226	1,165	1,104
	15倍	1,209	1,156	1,104	1,051	998	946

- ・2005年度の東証一部EPSを、株価水準と予想PER（加重平均ベース）から70.1（前年度比+19%増益）と算出。
- ・足元のPERは22.5倍前後。
- ・2006年度マクロベース経常利益では小幅増益を予想

ただし、こうした上昇分の多くは、年前半に達成される可能性がある。まず、世界的な景気回復の確認に加え、CPIのプラス転換、日銀の量的緩和と政策の解除などは、日本のデフレ脱却と経済の正常化を後押ししよう。こうした状況下で、株式市場では06年度の業績をいち早く織り込むような展開が想定される。一方で、前述したように、生産活動のモメンタムは、早ければ06年半ばにも加速感を失い始める可能性がある。また、「Market Watching 2006年マーケットの主題は過剰流動性の吸収(1)～(2) 05/12/14」で述べたように、世界的な過剰流動性の吸収により、グローバルな資金の流れが変調を来し、ファンダメンタルズの裏付けのあるマーケットからも、資金が流出するリスクがある。

こうしたことから、2006年の日本の株式市場は、高値までは15～20%程度の上昇が見込めるものの、これは年央までに達成し、年後半以降はグローバルマーケットの展開次第では、調整局面入りする可能性が出てくるなど不透明な状況に陥ると予想される。

チャート面からは、バブル崩壊以降の下落チャネル切り上がりが象徴的

日経平均株価をテクニカルチャートで見ると、89年末の史上最高値から引いたトップラインを夏場によくブレイクし、過去15年にわたる下落トレンドからの脱却が確認された格好だ（図中線分A B）。しかし、91年以降の緩やかな低下チャネル（同線分C DとE Fで形成されたチャネル）からは未だ脱していない。

文学的に解釈すれば、90年以降のバブル崩壊相場は終了したものの、その後遺症から完全に脱却したとは言えない、といったところか。90年の株式市場はバブル崩壊という言葉はパニック的な相場展開で急落したのに対し、91年以降の振幅を伴った下落は日本の構造的な問題や政策面で必ずしも満足な対応ができなかったことが日本経済の縮小をもたらす中で形成されたものだ。すなわち、今後も政策面で日本経済の足を引っ張るような事態が生じれば、株価はこの緩やかな下落チャネルを抜け出せない可能性は残る（例えば、97年の消費税引き上げや、00年のゼロ金利解除など）。

しかし、日本経済がデフレから脱却し、名目GDP、すなわち経済規模が拡大していく中では、株式時価総額も比例して増大していくはずだ。このように状況が好転したことを、物価上昇率や経済の総合的な状況などから確認し、財政政策や金融政策もデフレ対応型から“無理なく脱却”できるような状況から確認されるようになれば、株価チャート面にも象徴的なシグナルが出よう。すなわち、91年以降の下降チャネルをブレイクすると考えられる。足元で、同ラインの上限は17,000円弱にあるが、今後06年央にかけての上昇局面ではこの水準を明確に切り上がることが期待される。また、年後半に株価が調整局面に転じた場合も、同ラインがサポートとして働くことが期待される。同ラインは06年後半には16,000円程度にあるが、日本経済が再度デフレ局面入りしないのであれば、一時的にこの水準を下回るとしても、継続的に下落していくことはないと考えられる。

