

テーマ：日本株の上昇余地

発表日：2013年3月21日（木）

～日経平均で年内1万4千円台半ばまでの上昇も～

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

2013年度業績見通しには更なる上方修正余地

3月に入り、主な証券会社などが2013年度の主要企業業績見通しを上方修正している。円安の進展を主因に、輸出企業の業績見通しを引き上げたことが背景にある。概ね、経常利益ベースで+30%程度の増益が見込まれている。

ただし、前提となる為替相場についてはドル/円相場で1ドル=90円前後としているものが多く、足元の水準に比べても“円高”だ。今後、黒田日銀体制下でより大胆な金融緩和措置が講じられる公算が大きいことに加え、年後半には米国を中心に景気回復の鮮明化の可能性もあり、その場合には年後半に円安は加速すると見込まれる¹。為替相場が企業業績に与える影響については、日本全体の企業²で見れば1円の円安（対ドル）で経常利益を0.3～0.5%程度押し上げるとされるが、製造業のウェイトや規模が相対的に大きい上場企業の業績に与える効果はそれよりも大きく、1円の円安が業績を押し上げる効果は1.0～1.5%程度とされている。こうした点を勘案すれば、13年度の上場企業の業績は+50%程度の増益も期待される。

予想PER20倍は高いか

足元で東証一部の予想PERは21倍程度となっているが、これは米国株（SP500）の15倍、ドイツ株（DAX）の14倍など、他の主要国の株と比べると明らかに高い水準にある。

一般に、PERは15倍程度が適当な水準とされているが、経済環境の変化によって業績（見通し）が激しく変動すれば、それに伴ってPER水準も大きく変わる。また、PERは当該企業の業績に対する期待の代理変数とも言われ、成長期待が高いほどPERは高くなりやすく、逆に低ければPERも低水準にとどまりやすい。多くの企業の集合である“株価指数”に当てはめれば、その国の経済成長期待が高まればPERも高くなりやすいということになる。さらには、投資家のリスク許容度にも左右されやすい。たとえば、流動性が潤沢で、政策に対する信頼感が高く、景況感が改善しているような局面では、リスク性資産に資金が向かいやすく、PERは上昇しやすい。これが極端な形で現れたものが“バブル”である。

このような観点から見れば、足元での東証一部の20倍というPER水準は、所謂“アベノミクス”に伴う超金融緩和観測とそれに伴う円安の急伸、そうした環境下における2013年度企業業績



¹ 米国経済や為替相場の見通しについては、Market Watching「米金利の本格上昇は年後半」（13/2/22）、同「円安は新たなステージへ」（13/3/14）などをご参照。

² たとえばGDP統計に用いられるSNAベースなど。

の好転期待のほか、海外経済・金融環境の好転などによってもたらされていると言える。その水準については、過去の東証一部ベース予想P E Rの推移を見る限りにおいては変動の範囲内であることから、足元の株価水準が“説明不可能”とまでは言えない。現状までのところは、①為替相場が大きく円安に振れたことによる景気持ち直し期待、②日銀や政府がデフレ脱却に向けた政策に邁進するとの期待、③米国のQ E 3など超金融緩和政策の長期化期待による世界的なカネ余り状態の持続——という点で、国際的にみれば高いP E R水準は維持しうると考えられる。

P E R低下材料も

一方で、P E Rが低下する可能性もある。当然のことながら、前述したようなP E R押し上げ要因が剥落すれば、P E Rには低下圧力がかかる。したがって、①為替相場が“円高”へと巻き戻しを見せるなどして景気回復期待が後退したり、②日銀や政府の政策実行が伴わなかったり、③世界的な超金融緩和政策が転換したりすれば、P E Rには低下圧力がかかりやすくなる。

これらP E R低下要因については、たとえば①は足元で市場の懸念を集めているキプロス問題がより大きくなれば、世界的なリスク回避の強まりによって円高が急進することが考えられる。また、②についてはかなり大胆な金融緩和強化へ動くとの期待を高めている黒田新総裁の下での金融政策の舵取りや、政府が取り纏める成長戦略の内容が、市場の期待を大きく裏切るような内容であれば、デフレ脱却がかけ声倒れに終わるとの失望で市場の雰囲気は一変しよう。さらに、③については景気の回復が明確になれば中央銀行は金融引き締めに向くのが仕事であり、それはF R Bといえども例外ではない。米景気が消費主導の回復軌道に乗ったり、商品市況の上昇などによってインフレに対する警戒を必要とするような局面となれば、超緩和措置による“カネ余り”相場も終焉を迎える。

今年1年間の相場を考えた場合、①のようにキプロス問題など足元で円安への流れを抑制する要因はあるものの、何ヶ月も尾を引きずる問題にはなりにくいと考えられる。むしろ、黒田日銀の下で行われるであろう金融緩和政策の強化という期待が裏切られるリスクは小さいと判断され、為替相場が反転してP E Rに低下圧力がかかるリスクは小さいか、あるいは考慮しなくてもいいだろう。同様に、②の政策リスクについても日銀についてのリスクは小さく、ネガティブサプライズがあるとすれば政府の政策であろう。ただし、たとえば今年6月中にも取り纏めるとされている中長期的な財政経済運営方針で成長戦略となる「骨太の方針」は、日本がデフレから脱却して経済再生を図るためには最も重要な要素ではあるが、今年1年間の株価に強い影響を及ぼすとまでは言い難い。むしろ、7月中に行われる予定の参院選の方が、所謂“衆参ねじれ”が解消するか否かが、経済政策がスムーズに遂行されるかどうかという点で、P E Rにも影響を及ぼす度合いは大きいと言えそうだ。

このように、注目度や重要度が高く、年前半にも予想されるイベントについては、市場の期待が後退してP E Rの低下という形で株価の下落要因になる、あるいは上昇抑制要因になるリスクは、現実的には小さいと考えられる。これに対し、前述したP E R低下要因の③である、世界の金融緩和の転換によってP E Rの上昇が抑制されるリスクは、米国を中心に世界経済が持ち直し感を強めていけば、年後半には徐々に意識されるリスクとなり得る。

もうひとつ、今年後半にP E Rの低下圧力となり得るのが、9～10月にも正式に決定するであろう消費税率の引き上げ問題である。政府は今年4～6月期の経済成長率などを消費税率引き上げの最終判断材料としているが、現状では同期の経済成長率は潜在成長率（0.5～1.0%程度と推察される）を大幅に上回る公算が大きく、景況感も良好と考えられ、経済的側面からは消費税率引き上げに向けた障害は無いと見込まれる。この問題に関しては、世界的に財政問題に関心が集まる中で、最も財政状況が厳しい日本が消費税率引き上げを撤回するなどして安易に財政健全化へ向けた動きを後退させるようなら、むしろその方が市場には大きな混乱要因になると考えられる。とはいえ、消費税率が引き上げられれば、増税直前には駆け込み需要が、増税後にはその反動が現れるため、2014年度には相応の景気下押し圧力がかかり、企業収益にも悪化要因として働く。当研究所では、消費税率が予定通り引き上げられた場合、2014年4～6月期の実質G D P成長率が前期対比で大幅マイ

ナス成長となることは避けられないものの、7～9月期にはプラス成長軌道へ回帰し、景気失速は避けられると考えている。しかしそれでも14年度の経済成長率はほぼゼロにとどまるとみられる。市場は2013年度の好決算を織り込んでいくのと同時に、消費税率引き上げによって足を引っ張られる翌年度の決算も、年度後半は意識せざるを得なくなる。そのマイナスのインパクトがある程度見極められるようになるまでは、PERには低下圧力がかかると考えられる。

株価予想を昨年12月段階から上方修正

年明け以降も続く円安株高の動きに連れて、市場関係者の株価予想の上方修正も続いている。筆者は、昨年12月来今年の日経平均株価の最高値を1万3千円と予想してきた。この数字の根拠は、2013年度の東証一部EPS（一株あたり純利益）は40%増益、PERは15倍としたものだ。また、前提値としてドル/円相場の年内最高値を1ドル=100円（2013年末）とした。

これに対し、前提となる為替相場について、ここまでは筆者の予想を上回るペースで円安が進んだ。具体的には、筆者は年後半の米国経済の本格回復を見込み、これによって前半よりも年後半に円安が加速すると予想していた。足元で、こうした考え自体は変えていないものの、黒田新日銀総裁下における積極緩和期待を主因にしたここまでの円安ペースは予想以上であり、年内の円の最安値自体も1ドル=100円よりも円安に振れる可能性が高いと判断される。これにより、企業業績についても昨年12月時点で予想したよりも増益率が大きくなると判断、13年度の東証一部EPSは50%増益程度まで上方修正余地があると予想される³。

これを前提に、予想PERの水準で株価の上昇余地を探ると、国際的に見ても割高ではないと言われる15倍だと、TOPIXは1,070ポイント、直近のNT倍率（日経平均株価÷TOPIX）に基づけば日経平均株価は12,750円程度となる。一方、13年度の予想PERが今年度の予想PER水準からほとんど変わらない20倍とした場合はTOPIXで1,425ポイント、日経平均だと17,000円に達することになる。

現実的には、PER水準が足元のように比較的高い水準にある場合、予想EPSが上方修正されていくような局面では予想PERは低下することが多い。PERが高めということは、業績のある程度の上昇修正や持続的な改善を織り込んでいると捉えることができ、すでに織り込んでいる分だけ実際の業績予想の上方修正に対して株価の反応は鈍くなることで、PERが低下するという現象が起こると考えられる。したがって、日経平均株価が今年中に17,000円に達する可能性は低いだらう。むしろ、前述したように消費税率の引き上げに伴って生じる2014年度の業績の悪化余地を探ることで、PERは低下する公算が大きいと判断される。具体的には、12年度の企業業績（実績）が発表されて、予想EPSが13年度へ切り替わっていくタイミングで予想PERは一旦15倍程度まで低下、その後は徐々に上昇していくと考えられるものの、7月末に行われる見込みの参院選後から消費税率の引き上げが正式決定すると見込まれる10月頃までには上昇に歯止めがかかり、その後は割高とまでは言えない水準で横ばいから若干低下する可能性が大きいと判断される。

実際の株価は4～6月期中は上昇基調を保つものの、8～10月中にピークを打ち、その後は年末に向けて①消費税率引き上げというマイナス要因と、②世界経済の回復明確化とそれに伴う円安の進展というプラス要因が拮抗して、一進一退の推移が見込まれる。PERの最高水準を16～17倍という前提で株価のピーク水準を資産すると、日経平均株価で13,500～14,500円程度になる。上下1,000円程度の開きがあるが、政府・日銀が大胆かつ無駄のない政策を遂行できるとするならば、レンジの上限に達する余地は十分であろう。

³ ただし、昨年12月初時点に比べて12年度の東証一部予想EPSは下方修正されている。