

テーマ：中長期的な日本株の上昇余地

発表日：2013年3月28日（木）

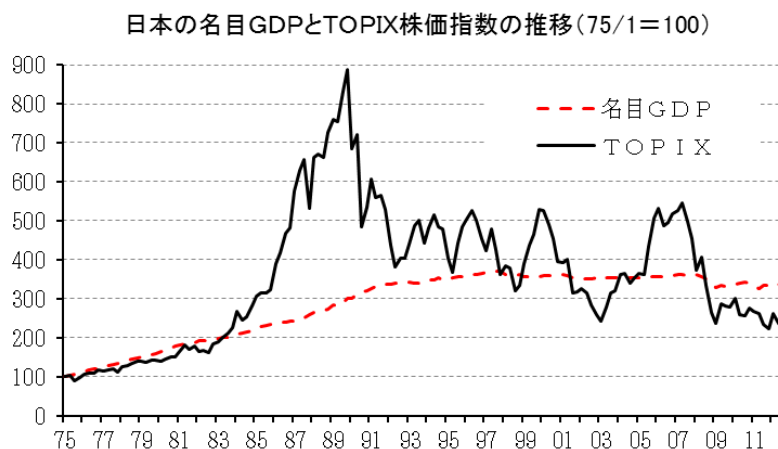
～デフレ脱却が現実味を帯びれば2万円台後半も視野に入る～

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

経済規模から見た株価水準

株価の適正水準を計る際に、短期的な視点からは企業業績との関係を見たP E R（株価収益率）がメジャーな指針となる。一方で、変動が大きく、予測も困難な企業業績は、中長期的な株価の適正水準を計る上では必ずしも有用とは言いがたい。中長期的な観点から株価の方向性や適正水準などを探るうえでは、短期的な変動の少ないものや、マクロ的な観点からの指針が必要となる。

たとえば、国全体で見た株式の時価総額は、経済規模に応じて拡大していく傾向が強い。そこで、日本の名目GDPと、東証一部の株式時価総額に応じて変動するTOPIX株価指数の推移を見ると、80年代後半のバブル期には名目GDPの動きから大きく乖離して上昇していたことが特徴的ではあるが、バブル崩壊後、特にデフレ入り後名目GDPの規模が横ばいから緩やかな縮小に向かうなかで、TOPIXも上下動を繰り返しながら緩やかなダウントレンドに入っているなど、バブル期を除けば株価（株式時価総額）と経済規模との関係の高さが窺われる¹。



先行きについては、昨年11月来急伸している円安・株高の効果もあって、日本経済は昨春来の減速局面から脱却し、足元では回復局面に移行しているものと判断される。弊社では、今後の名目GDP成長率については、12年度の前年比+0.2%に続き、13年度は同+2.2%、14年度は同+1.5%と拡大基調を保つものと予想している。前述した名目GDPと株価の水準で見ると細かな動きはわかりにくいですが、それぞれの上昇率の推移を比較すれば、今後は名目経済成長率の拡大に沿うように、株価も上昇していく公算が大きいと言える。

ところで、名目GDPと東証一部時価総額との関係を【時価総額÷名目GDP】（以下、時価総額GDP比）という形で見ると、80年代後半のバブル期を除くと1以上、すなわち、東証一部の時価総額の方が名目GDPの規模よりも大きい時期は2000年代半ばしかない²。当時は、米国では住宅バブ



¹ 見方を変えれば、80年代後半は経済規模からは説明できない水準にまで株価が上昇しており、当時の株価の動きが所謂“バブル”であったことを裏付けている。

² なお、東証二部などその他株式市場の時価総額は名目GDP比で2～5%程度と、東証一部時価総額に比べ遙かに小さく、同

ルに沸き、BRICsに代表される新興国経済の急拡大が続くなど世界経済が活況を呈していた。日本では、好調な海外経済を背景に戦後最長となる景気拡大を享受、GDPギャップ率はプラスに転じ、デフレ脱却期待も一部で高まっていた時期であった。ただし、この時期も除くと時価総額GDP比は概ね0.5~0.7倍（50~70%）で推移している。足元は、0.78倍程度担っていると試算され³、バブル崩壊後ではITバブル時と前回景気拡大局面時を除くと“高い方”である。

もっとも、足元における景況感の改善やデフレ脱却に対する期待は、前回景気拡大局面を凌駕する勢いである。日銀は、2年で2%のインフレ目標を達成するために、かなり大胆な金融緩和を進めるとしているほか、企業もボーナスなどの一時金が大半ではあるものの積極的に賃上げに応じる姿勢を見せるなど、当時よりも市場の期待感は高いと言える。仮に、2014年末に時価総額GDP比が前回景気拡大局面のピークである1.1倍程度にまで高まれば、TOPIXは1,500ポイント強、日経平均株価では1万8千円台半ばに達する⁴。無論、デフレから脱却できた場合には、名目GDP成長率は3%程度は維持できることになる。デフレ脱却は名目GDPが拡大基調に転じることに繋がるため、株価の時価総額も拡大基調に転じる。そうなれば、中長期的なスタンスの投資家による日本株買いも期待されることになる。

PBR

昨年は1倍を下回っていた東証一部のPBR（株価純資産倍率）も、このところの株価の急騰で1.3倍まで上昇している。PBRの1倍割れは、当該企業が解散したときに株主が得られるであろう分配資産の価値を株価が下回っている状態にあることを示すとして“勝手も損はない水準”などと指摘されることが多い。しかし、当該企業が解散し、（時間のかかる）法的処理を経て保有資産が株主に分配されることを期待して株式投資する投資家は、現実的には極めて少ないと考えられる。むしろ、株価の割高感を示唆する指標として有用な部分があると筆者は考える。たとえば、米国のS P 500ベースのPBRは80年代後半以降は概ね2~3倍程度の推移であるが、90年代後半のITバブル時には5倍を超えるなど明らかな“異常値”にあった。足元では2.2倍程度にあり、PBRの観点からは割安とも割高とも言えない平均的な水準にあると言えよう。

翻って日本だが、リーマン・ショック以降、東証一部PBRは平均で1.2倍弱程度にとどまっており、足元の水準は“そこそこ回復した”水準とも言える。しかし、2000年代半ばの戦後最長の景気拡大局面におけるPBRの平均値は約1.8倍程度であり、前述したように足元のデフレ脱却に対する政策遂行や市場の期待などを勘案すれば、当時の平均水準にまで株価が上昇する余地は十分にあると言えよう。PBRが1.8倍になる株価水準は、TOPIXで1,450ポイント程度、日経平均では1万7千円台となる。



イールドスプレッド

主要国においては超低金利政策が続くなかで、株価の益回りと長期金利との格差で見たイールドスプレッド（長期国債利回り－株式益回り）が、かつて無いほどに株の投資優位性を示唆する水準となっている。日本においては、日銀による緩和政策の拡充観測から中長期ゾーンの金利が大幅に低下したことで、株価が上昇して益回りが低下しているにも関わらず、イールドスプレッドは低水準での推移が続いている。

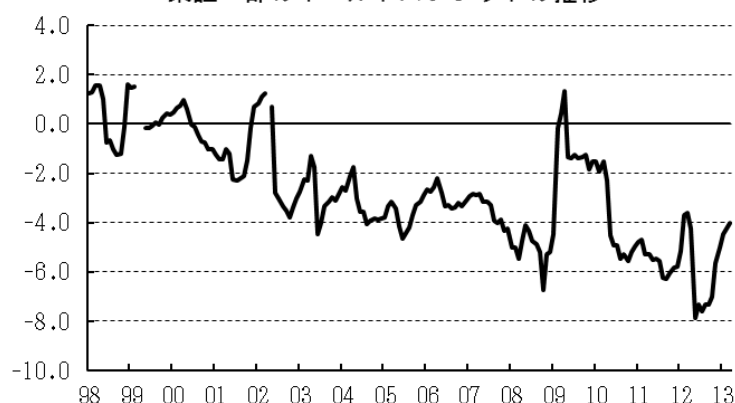
価値の変動は東証一部時価総額とほぼ同様であるため、無視できる。

³ 1~3名目GDP成長率が前期比年率+2.8%（当社予測値）になる場合。なお、東証一部時価総額は本校執筆時点。

⁴ 2014年末段階での名目GDPは当社予想による。

このようなイールドスプレッドの低下（株の優位性の高まり）は、08年のリーマンショック前後から顕著となり、足元でも水準に大きな変化が見られていないことは、引き続き市場が適切にリスクをとれるような環境には戻っていないことを示唆していると評せる。ただし、リーマンショックお膝元の米国では、住宅バブル崩壊に伴う家計のバランスシート調整が進み、住宅市場の底入れも明確になりつつあることから、消費主導での自律回復まで“あと半歩”というところまで回復している⁵。

東証一部のイールドスプレッドの推移



日本においても、今後景況感の改善はより明確化すると見込まれる。東証一部ベースで見たイールドスプレッドは足元で▲4%程度だが、前回景気拡大局面においては▲2%程度まで縮小していたことから、今後同水準までイールドスプレッドが縮小するとすれば、株価は足元より8割程度上昇し、TOPIXで1,900ポイント近く、日経平均では2万2千円程度まで上昇する余地がある。

もともと、これは足元の低金利が続き、PERは高止まりすることが前提だ。そこで、イールドスプレッドの水準は▲2%まで改善することを前提に、PERが国際的に見ても割高感がないとされる15倍まで低下する一方、デフレ脱却期待が高まるなどして10年債利回りが前回景気拡大局面における平均値となる1.5%まで上昇したケースを考えると、TOPIXは2,000ポイント程度、日経平均は2万4千円程度に達することになる。

こうした水準に“いつ”達するかという点への言及は困難だが、足元で生じている景気回復への動きが本格化していく過程で達成しうる水準であることは間違いない。無論、足元で市場を動かす原動力となっているのは、デフレ脱却へ向けた政府や日銀の姿勢であることから、所謂当局の政策対応に疑念が生じるようなことがあれば、ここで述べてきたような株価を計る様々な対象（名目GDP、企業純資産、長期金利）に比べて株価が“割安”な水準に放置されるリスクは否定できない。逆に、政策対応が適切で、日本の中長期的な成長戦略が描かれ、デフレ脱却への動きも見えてくるようだと、株価は中長期的な成長を織り込んで前述した水準を更に上回り、2万円台後半も視野に入ってくるだろう。

(注) 本文中図表データの出所は、EcoWin、Bloomberg、FinancialQUEST

⁵ 米国経済に関する筆者の分析についてはMarket Watching「米金利の本格上昇は年後半」（13/2/22）などご参照。