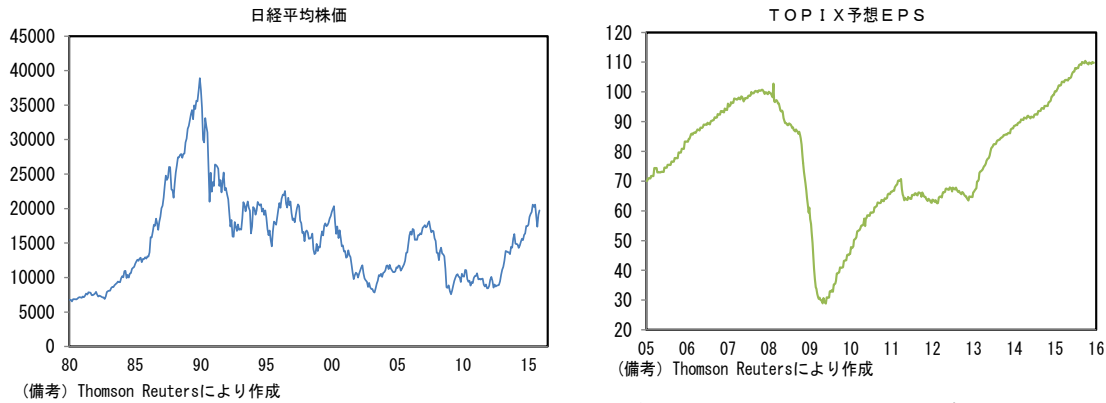


## 宴は後半に ～2016年 株価予想～

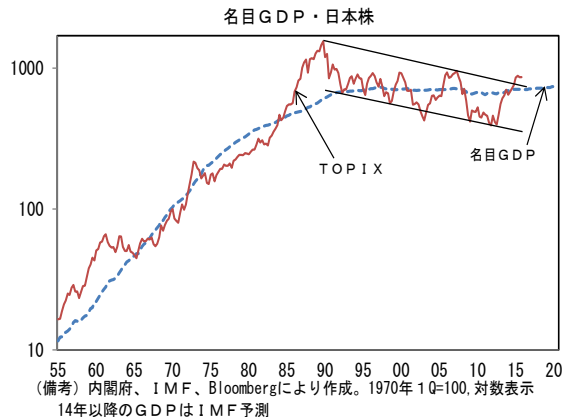
2015年12月25日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部  
藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

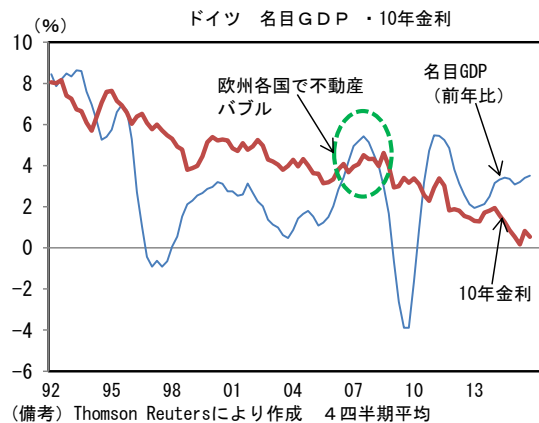
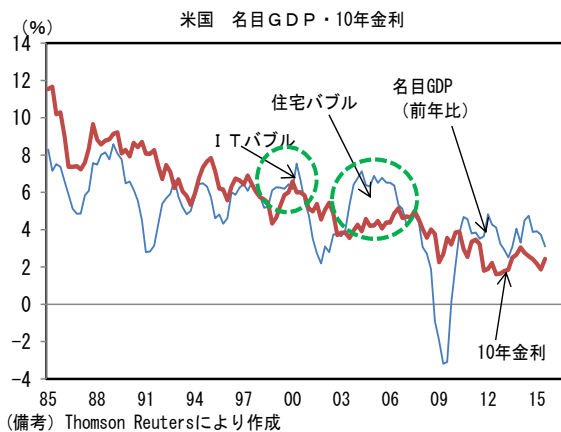
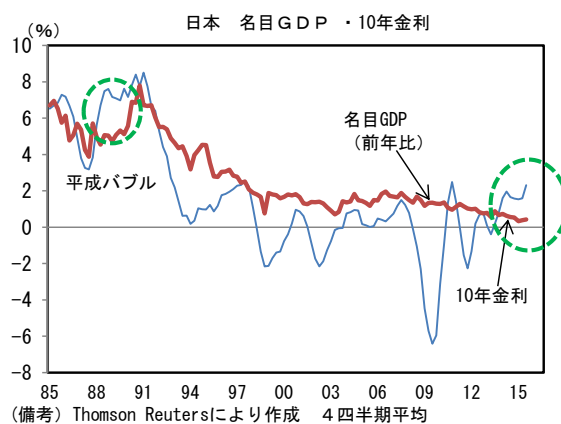
2016年に日経平均株価は23000円に達するだろう。2012年11月から始まった株高サイクルは既に3年が経過したが、少なくとも2016年中はそのサイクルが続くと予想、2015年の高値から10%～15%程度の上昇を見込む。2016年はFEDと市場の擦れ違いが本邦金融市場を揺らすとみられる一方、日本企業の業績が過去最高を更新する下、投資家は上値追いを躊躇わないだろう。ただし、宴は後半に差し掛かっている。株価上昇率（ここでは前年末値からその年の高値）が、2013年（59%）、2014年（10%）、2015年（18%）から著しく加速するとは考えにくく、控えめとなろう。僅かなバリュエーション切り上がり業績見合いの上昇率ということだ。金融政策面に目を向けるとG4中銀の緩和姿勢が弱まっているため、“中銀プット”に多くは期待できず、かつてみられたような“良いとこどり”の展開はもはや望めない。乱気流には注意が必要。ポジションを首尾よく調整する戦術が求められそうだ。



日本経済は、2015年に名目GDPが500兆円の大台を突破したことが示すよう、デフレ脱却というテーマの下で順調な回復経路を辿っている。名目GDPは2%程度の成長が新たなトレンドになったとみられ、このままのペースを保てば向こう3年程度で過去最高を更新できる見込みだ。日経平均株価が2万円を回復したこともあり、一部にはそれをバブルと指摘する声もある。しかしながら名目GDPと株価の長期的な関係に鑑みると、株価が90年代後半ないしは2000年代初頭の水準を回復することはごく自然な動きである。1990年代後半に名目GDPが伸び悩むようになって以降、株価はボックス相場に移行したが、それは取りも直さず、この間の名目ベースの経済成長が0%以下に落ち込んだことが主因だ。名目GDPの安定的な増加は、株価の長期上昇トレンド局面入りを意味する。



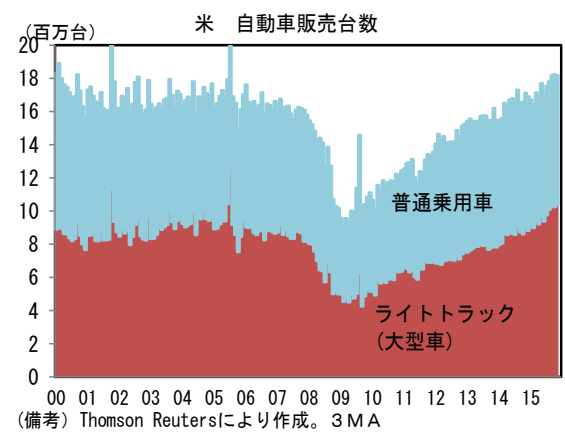
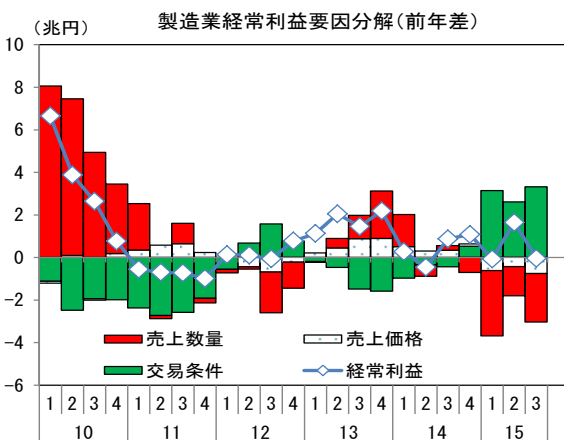
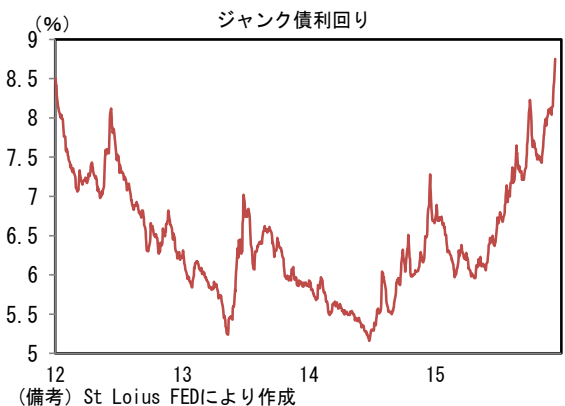
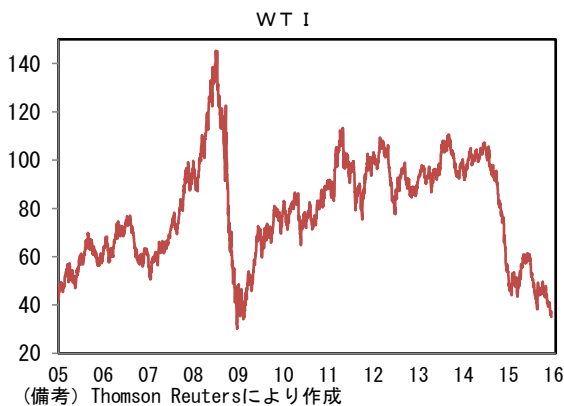
そうしたなか注目されるのは低位安定する長期金利。名目GDPが高まるのをよそに日本の長期金利はほぼ全てのゾーンが日銀の支配下にあり、低位粘着的な状況が続いている。名目成長率と10年金利の関係は過去3年程度に亘って「名目成長率>10年金利」の状態が継続しているが、本来、長期金利は名目GDP成長率と概ね同じ水準で推移する。これは日銀のQQEが見事にワークし、名目長期金利が本来あるべき水準から下方乖離した結果と解釈すべきだ。極めて緩和的な金融環境にあると判断される。そうした下では投資の期待リターンが調達コストを上回り易く、投資が促されるので、企業や投資家は手持ちキャッシュを実物投資、証券投資に振り分けるほか、借入を積極化して利益最大化を試みる。名目GDPを企業収益の代理変数とした場合、企業や投資家は借入を無限に増やことで利益を無限に膨らますことができる。要するにリスクテイクが報われ易い環境ということだ。これは過剰投資発生条件となる。実際、過去に「名目成長率>10年金利」の状態が継続した局面ではバブルが発生していた。日本の平成バブル、米国の住宅バブル、欧州の住宅バブルがそれにあたるほか、直近では米ジャンク債、米バイオ株市場で過剰投資の発生に警鐘を鳴らす声が目立った。なお、「名目成長率>長期金利」の関係は日本、米国のみならず、多くの先進国で成立している。投資家においしい状況と言える。



一方、投資家を悩ますのは原油安。この年末がそうであったように原油安はしばしば欧米市場のリスクオフを通じて日本株に打撃を与える。欧米資源メジャーの業績悪化、米エネルギーセクターの設備投資抑制を受けた米製造業セクターの業況悪化、ジャンク債下落など複数の経路を通じて日本株に伝播してくる。それでは原油安は日本経済（企業）にとって「悪」なのか？これに対し筆者は否定的な見解を貫いている。まず、法人企業統計で簡易的に原油（資源）安の効果を確認すると昨年4Q以降、交易条件が劇的に改善している様子が見て取れる。原油をはじめとする資源価格の下落は円安の負の側面を補ってなお余りある恩恵をもたらしている。当社試算によると、直近1年で節約できた原油輸入金額は約8兆円と巨額、その規模は消費増税分（1%あたり2.7兆円×3%分=8.1兆円）に匹敵する。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

これだけのメリットがありながら、それが目立たないのは何故か。その一因として考えられるのはメリットとデメリットの出現に時差があることだ。たとえば、日々の相場解説で見られるように原油安のデメリットは「原油安により欧米株が下落、日本株に売りが広がった」といった具合に直ちに可視的に確認できる一方、原油安のメリットはジワリ浸透してくるため、どうしても原油安のデメリットに目が向かいがちになる。実際、原油価格下落がトップニュース扱いされることはあっても原油輸入金額の減少、ガソリン価格の下落が大々的に報じられることはない。これは米国にも共通する。米国は今や立派な産油国となったため、かつてほど原油安の恩恵を享受できなくなっているが、それでも最近の自動車販売動向には原油安のメリットが反映されている。自動車販売台数はライトトラック（中・大型車）の増加を主因に年率1800台ペースと絶好調だが、その背景にあるのはガソリン安だろう。日本企業にとってポジティブな話だ。



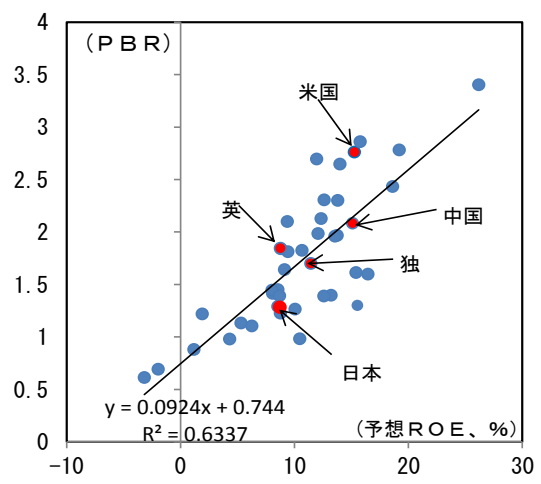
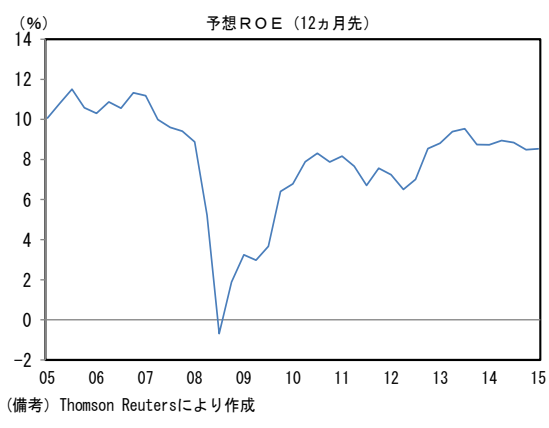
最後に良くも悪くも改善余地が大きく、日本株の見通しに大きな影響を与えそうな株主還元姿勢について触れておきたい。スチュワードシップ・コードに多くの機関投資家が賛同し、企業側もコーポレートガバナンス・コードを導入するなど、企業の経営変革が国策として推し進められる下で日本企業の資本政策は変化の兆しをみせている。投資家から評判の悪い株式の持ち合いも解消が進みつつあるほか、株主総会では反対票比率が上昇傾向にあるなど、本来の役割が機能しつつある。欧米流の株主至上主義とまでいかなくとも、日本的経営の弱点とされてきた株主軽視の姿勢は是正されつつあるとみて良い。

だが、株主軽視姿勢が是正されつつあるとはいえ、それが投資家を満足させているかと言えば疑問符が付く。売上高経常利益率が空前の高水準を記録する一方、資本政策のまずさから、投資家が最重要視するROEの上昇が一服してしまっている。円安・株高により分母の株主資本（≒純資産）が嵩上げされているため、ある程度ROEの上昇モメンタムが鈍くなるのは仕方のないことなのだが、結局のところ“ROE横ばい”という事実は変わらない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

また、投資家は日本株の配当性向の低さに苛立っているに違いない。日本企業の配当性向は30%（直近8Qの平均）程度で安定しているが、これは英国（65%）、ドイツ（50%）、米国（45%）と比較すると著しく低い。投資家からすれば、豊富な手持ちキャッシュを有するにも拘らず、増配によって株主に報いようとしない日本企業の姿勢は理解し難いだろう。種類株式の発行、リキャップCBの発行など奇策を嫌う投資家も多い。こうした苛立ちはROE・PBRマトリクスに反映されている。主要市場における日本の位置を確認してみると、日本のROEは英国、ドイツを僅かに下回る水準まで高まっているにも拘らず、PBRは大きく溝を開けられており、近似線よりも下方に位置している。このPBR格差こそ株主軽視の代償だろう。前述のとおり、この点は改善余地が大きく、日本株を飛躍させる要因になる。

仮に日本企業の変革が投資家を満足させ、TOPIXのPBRが英国並みの2倍まで上昇した場合、TOPIXは2400まで上昇する（予想BPSを1200として算出）。ここにNT倍率12.5を乗じて日経平均に引き直すと30000という数字が得られる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。