

警戒モードを一部解除 日本株見通し

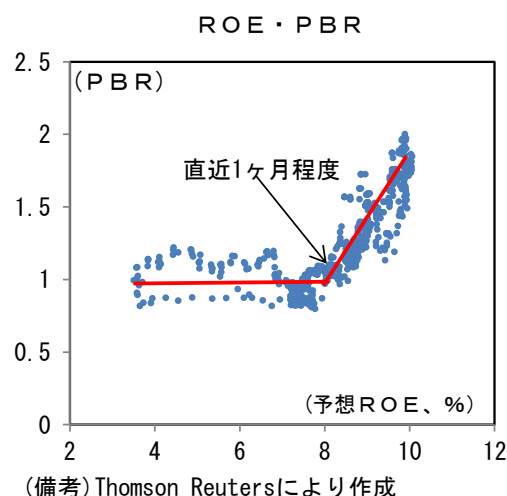
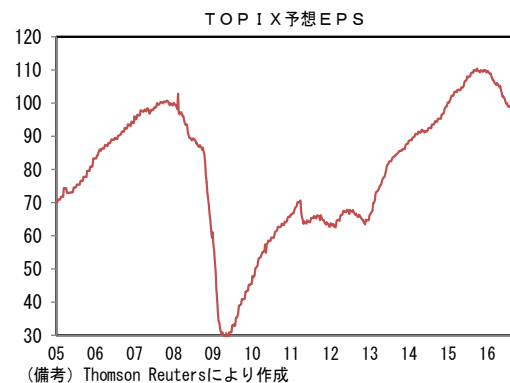
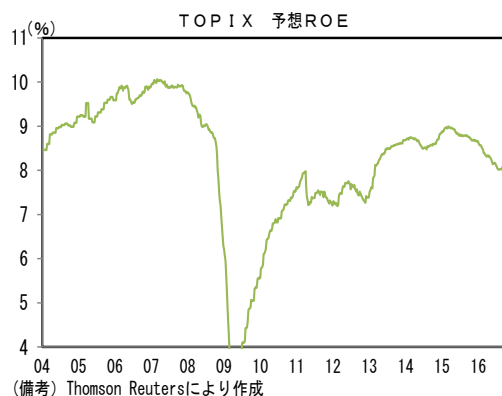
2016年10月27日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

藤代 宏一

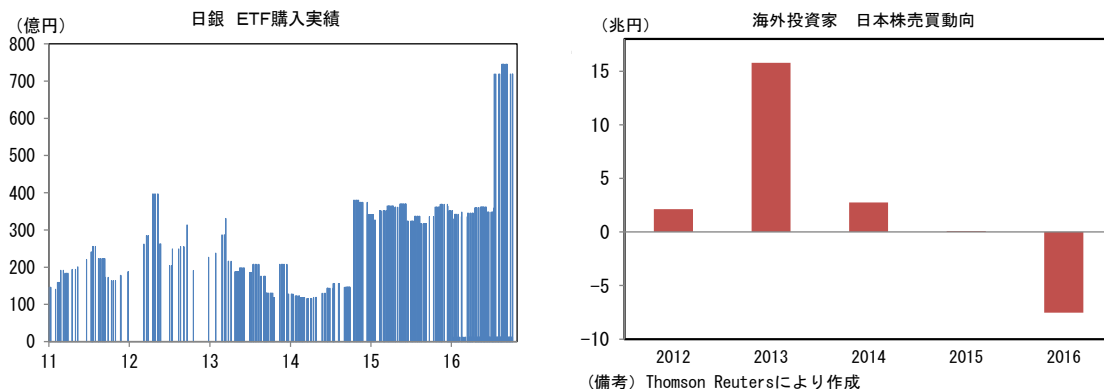
TEL 03-5221-4523

日経平均の見通しを上方修正する。先行き 12 ヶ月の新たな目標を従来から 1500 円引き上げ 16500 円とする。主な要因は①日銀の E T F 購入が順調に効果を発揮していること、②実質輸出が底堅さを保ち、海外子会社からの投資収益も安定的に増加するなど、企業業績が為替の影響を受けにくくなっていること、③ 2 % 強で推移する配当利回りの相対的な魅力が増していること——である。業績面に目を向けると、高水準の株主還元を背景にアナリストの予想 R O E が、P B R 1 倍割れの分水嶺となる 8 % 程度で下げ止まるなど、好転の兆候が認められている。14 倍程度の予想 P E R も妥当な水準といえる (TOPIX の予想 EPS を基準に直近の N T 倍率 12.5 を乗じた)。諸点に鑑みて日経平均株価の見通しを引き上げるが、リスク要因として、世界的に長期金利が上昇した際 “Search for Yields” の流れが逆回転することが考えられる。上値追いには慎重な姿勢を貫きたい。

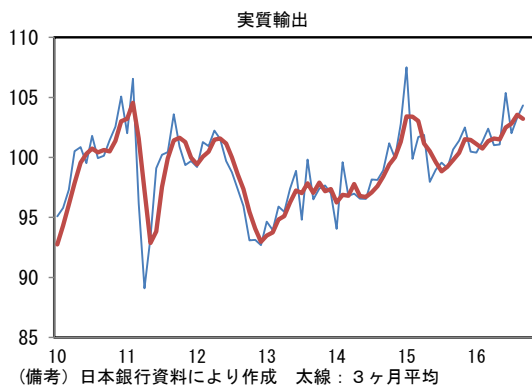


先ず 1 点目として日銀の E T F 購入が明らかに効いている。年間 6 兆円 (厳密には 5.7 兆円) の E T F 購入を決定した 7 月 29 日以降、日銀は月あたり 5000 億円を目処に、1 回 (日) 当たり 700 億円強の

買い入れを実施している。これは東証1部の売買代金が2兆円を下回っている現状に鑑みると、単純計算で東証1部の売買代金の4%に相当する額を日銀が一人で取引していることになるので、鯨そのものである。海外投資家の売買動向と比較しても、確実に流入してくる6兆円のインパクトが如何に大きいか直感的にわかる。



2点目として、日本企業の円高耐久力が注目に値する。円高によって外貨建て資産や金額ベースの輸出は打撃を受けている一方、実質輸出が底堅く推移し、今やアベノミクス後の最高水準にあることは重要な事実だろう。筆者が懸念していたほど円高の影響が表面化しなかったのだが、これはアナリストの業績予想の下方修正が一巡したことの少なくとも一部を説明していると思われる。日本企業はリーマンショック後の超円高に対応するため、製造業を中心に海外現地生産比率を高めることで、為替変動の影響を排除しようと努めてきた。ここへきて、そうしたビジネスモデルの転換が真価を発揮した印象だ。これは2013-15年の円安局面で輸出が増えなかった（寧ろ減った）ことの裏返しでもある。



そして3点目。2%台前半の配当利回りが相対的な魅力度を増している。2%台前半の配当利回りはヒストリカルでみた場合、決して高い水準ではない。しかしながら、世界的に国債利回りが低下している下では、その相対的な魅力が高まっているだろう。日本や欧州コア国の10年金利がマイナス或いは0%近傍に沈み、米国ですら1%台後半と低水準にあり、今や国債で利回りを確保することは極めて困難になっている。クレジットリスクをとってイタリア・スペインに投資しても1%程度の利回りしか得られず、3年前まで6%を超えていたポルトガルですら3%台前半まで低下している。そうした中、邦銀大手の予想配当利回りが3%後半~4%超という状況に鑑みると、下値ではインカムゲイン狙いの買いが入ると考えるのが自然だろう。



最後にリスク要因に触れておきたい。2013 年の Tapering 騒動以降、先進国の長期金利は低下傾向を辿ってきた。16 年入り後は度重なるリスクオフと F E D の利上げ後ろ倒し、日銀のマイナス金利が世界的低金利に拍車をかけた。つまり、投資家は約 2 年にわたって大幅な長期金利上昇を経験していない。そうした中で懸念されるのは“Search for Yields”の逆回転。15 年 12 月の F E D の初回利上げ時は、E C B と日銀の追加緩和（観測）が過剰流動性期待を支えたこともあって、先進国の長期金利は低位安定を続け、ある種の金融相場が維持された。しかしながら、今や日銀と E C B に追加緩和観測は生じておらず、F E D がこの 12 月に追加利上げ第 2 弾を実施した場合、G 3 中銀の緩和姿勢は明らかに後退することになる。長期金利が思わぬ形で上昇する可能性があり、そうした下でリスク性資産は脆弱だろう。

