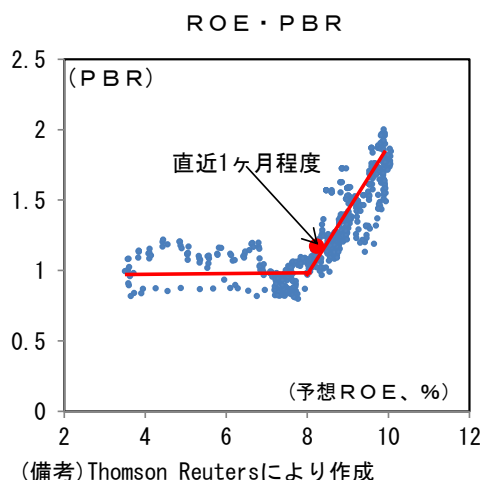
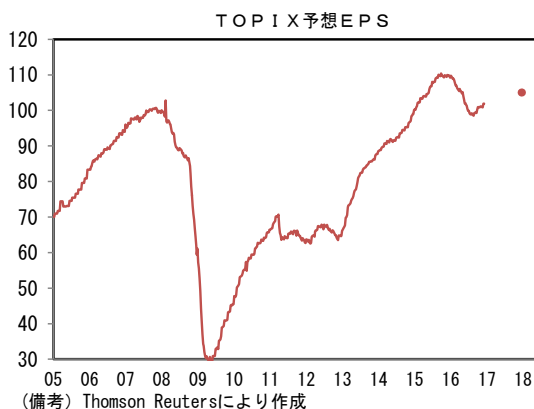


## 2017年株価見通し

2016年12月15日(木)

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

日経平均株価の予想（先行き12ヶ月）を19000円に引き上げる。目下のUSD/JPY上昇を主背景とした企業収益の持ち直しに加え、高水準の株主還元、日銀のETF購入が株価上昇に貢献すると予想。また、2016年入り後の実質輸出の強さが証明しているとおおり、円高耐性を強めた日本企業の再評価も期待できる。そして何よりも重要なことに、人口減少下で名目GDPがはっきりとした増加基調にあり、その水準が既往最高に迫っていることを強調しておきたい。2017年という“単年”でみた場合、筆者の見通しは必ずしも強気とは言えないが、中長期的には強気な相場観を抱いている。なお、2017年の株価予想にあたっては、ROE・PBRマトリクスに照らし合わせた上で、2018年の予想EPSである114に13.5倍程度の予想PERを適用。TOPIXのEPS、ROE、BPSはコンセンサスを参考にした。TOPIXから日経平均への引き直しにあたっては12.5倍のNT倍率を採用。



	実績	16年予想	成長率	17年予想	成長率	18年予想	成長率
EPS	76.69	95.38	24.38%	105.31	10.41%	113.6	7.87%
DPS	29.39	29.54	0.52%	31.75	7.48%	33.86	6.65%
BPS	1143.03	1180.26	3.26%	1255.21	6.35%	1331.58	6.08%
PER	20.05	16.12		14.6		13.53	
配当利回り	1.91	1.92		2.07		2.2	
PBR	1.35	1.3		1.22		1.15	

(備考) Bloomberg

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。

2017年に予想される楽観・悲観シナリオは以下のとおり。

<楽観>

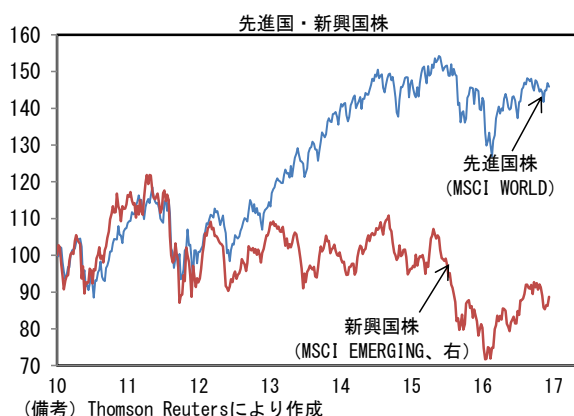
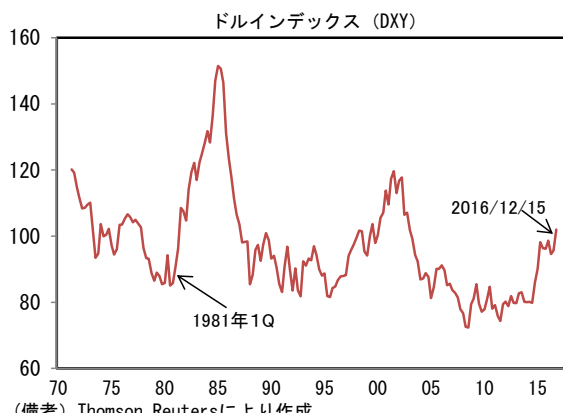
- ・米経済の成長率が上向くことで「強い米国・強いUSD」が正当化される。
- ・FEDが「高圧経済」の実現に向けてハト派な姿勢を貫くことで米長期金利が安定する。
- ・USD高とコモディティ価格上昇が併存し、新興国経済への不安が抑制される。
- ・日銀が現行パッケージを維持した上で、株式市場・債券市場への介入を続ける。
- ・中国の人民元相場、マクロファンダメンタルズ、各種金融環境が安定を保つ。
- ・欧州諸国で「ユーロ離脱」が現実味を帯びないこと。

<悲観>

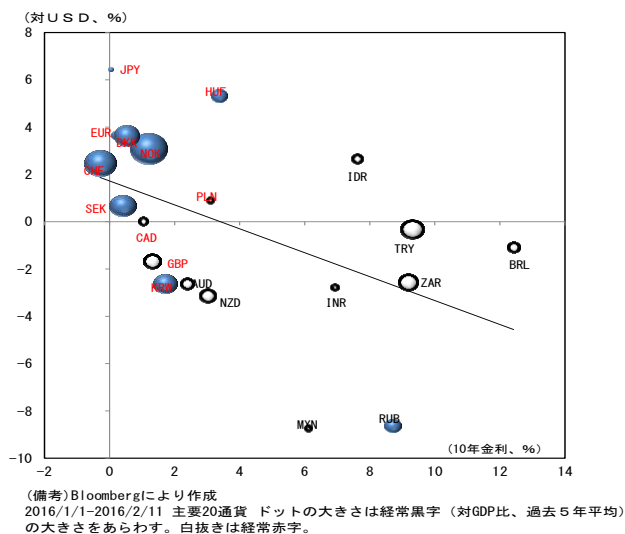
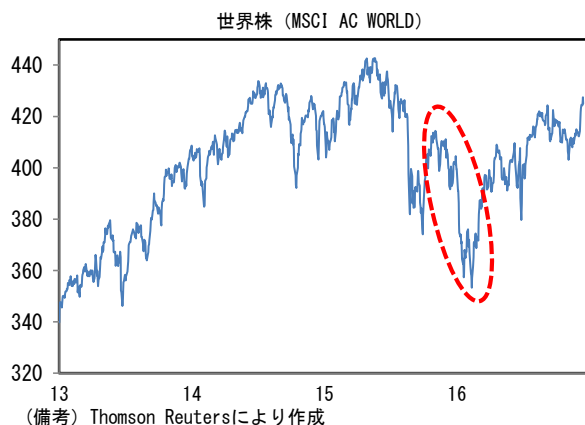
- ・新政権の政策不透明感が増幅し、米経済が減速する。
- ・FEDが過度に楽観的になり、市場参加者の予想を上回る引き締めを断行する。
- ・USD高によって米国の企業収益が蝕まれ、企業支出（設備投資・人件費）が減少する。
- ・USD高・米金利上昇が新興国経済への打撃となり、2016年2月と同様の惨事を招く。
- ・日銀がマイナス金利を深掘する、或いは10年金利の誘導目標を引き下げる。
- ・人民元相場の下落を起点に中国経済の不安が噴出。
- ・欧州で「ユーロ離脱の国民投票」が現実味を帯びる。

上記の楽観・悲観シナリオはそれぞれ実現する可能性が高いが、最重要ポイントは米国経済およびFEDの動向となる。弊社米国担当は米経済の実質GDP成長率を2017年+2.5%、2018年+2.4%と潜在成長率を上回る伸びを予想。完全雇用に近い状態で更なる景気刺激策が発動されれば、潜在成長率の達成は容易だろう。新政権の舵取りは不透明感が強いものの、FEDが過度な引き締めを断行するようなことがなければ、米経済は成長加速が見込まれ世界経済を牽引しよう。こうした楽観的な展開となった場合、日経平均は昨年来高値を上抜けて21000円を付ける場面がありそうだ。

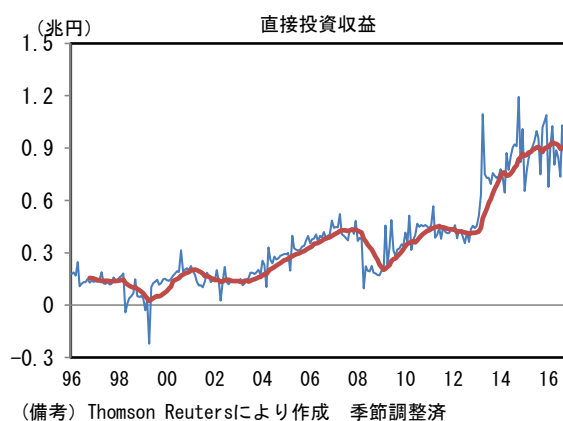
一方、新興国不安（含む人民元安）、USD高による米国経済への打撃が表面化することが十分に想定され、そうした局面ではUSD/JPY下落を伴った株価急落が想定される。FEDが景気に楽観的な見通しを示し、USD高・米金利上昇が顕著になった時は警戒モードを強めるべきだろう。新興国経済やコモディティ価格への打撃を通じ、2016年2月と同様の惨事を招く可能性が高まる。また、米金利上昇が世界的な“Search for Yields”の流れを逆回転させ、高配当・ディフェンシブ株の下落を誘発するほか、ハイ・イールド債、高金利通貨からの資金流出を招く展開にも注意が必要だろう。そうした下では、経常黒字・マイナス金利という逃避通貨の条件を満たすJPYが買われ易い。TOPIXの予想EPSに目を向けると、10月頃から上方修正サイクルに入り機首をもたげつつあるが、為替の変動次第で再度下方修正サイクルに突入する可能性も十分想定される。高値から20%程度下落に見舞われることを予め想定しておきたい。2016年と同様、値幅はかなり大きくなりそうだ。



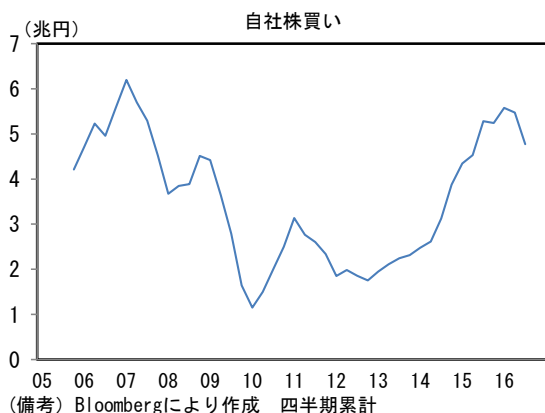
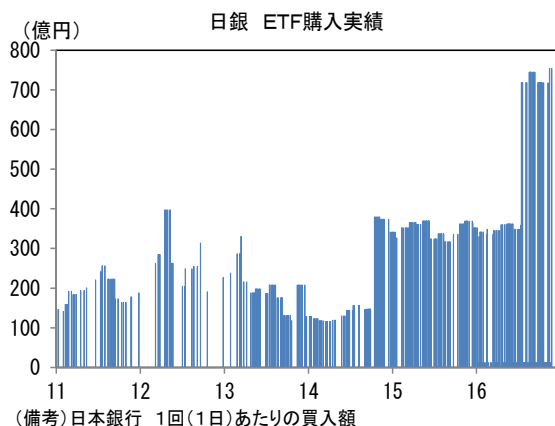
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



もともと、グローバルリスクオフの中でUSD/JPY急落に見舞われたとしても、かつてと比べ日本企業の円高耐久力が増していることは評価すべきだろう。実際、2016年1月から10月までの（前年比でみた）円高にも拘らず、実質輸出は減少するどころか寧ろ増加基調にあり、日本企業の競争力向上を物語っている。また、過去数年に積上げてきた海外子会社・持分法適用会社が稼ぎ出す収益も膨らんでいる。国際収支統計に目を向けると、直接投資収益は年間1兆円ペースが達成されつつあり、10年前に比べおよそ4倍に増加している。



また、需給面では日銀の年間6兆円のETF購入と4-5兆円規模の自社株買いが重要な役割を果たす。ETFの買い入は、海外投資家の売り越し額を凌駕する規模でそれが効果をもたらすのは自明。1回（1日）あたり700億円強の買入れは東証一部の売買代金を2兆円とした場合、3.3%に相当する規模感だ。加えて、企業による自社株買いは株式市場の需給をサポートし続けると同時に実績ベースで1%強に達する還元利回り上昇が投資家を惹きつける。

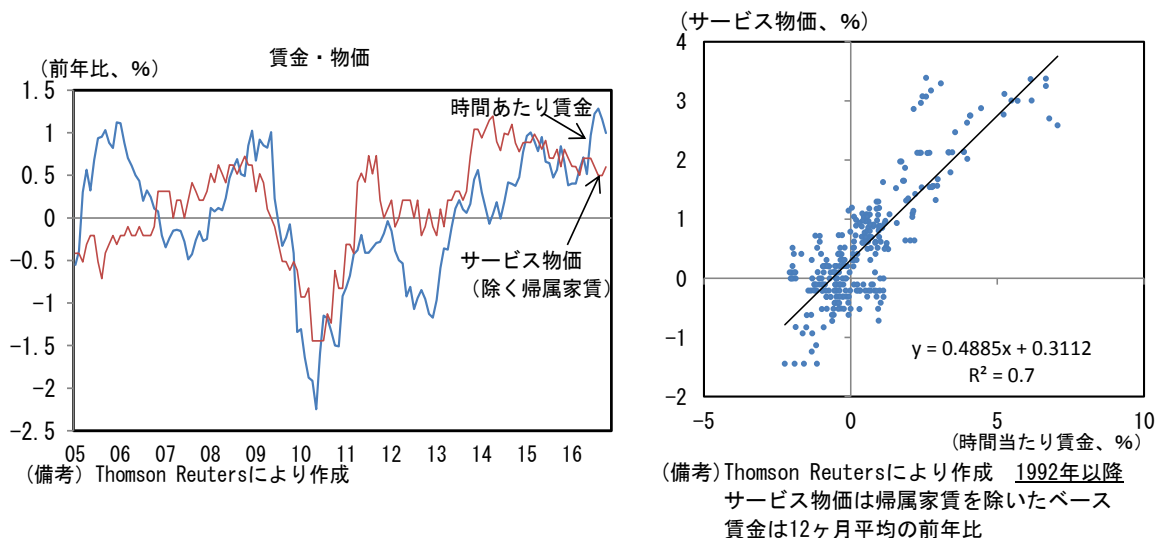


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

上述のように2017年の日本株は為替の動向次第で業績面の楽観・悲観を織り込みに行く一方、需給面では相当なサポートが期待され、底堅い展開が予想される。日経平均の19000円という予想はやや慎重に映るかもしれないが、中長期の日本株に対する強気姿勢は貫きたい。日本株は人口減少で手掛けにくいというイメージが定着して久しいが、デフレ脱却が確かなものとなれば、そうした見方は修正を迫られる可能性がある。以下では、人口減少下で名目GDPが既往最高付近に到達していることを念頭に日本株を考察したい。

日銀が事実上の政策目標に採用しているコアCPI（除く生鮮食品）は最新データである10月分が前年比▲0.4%、日銀版コア（除く生鮮食品・エネルギー）が前年比+0.3%と、何れの尺度でも2%に程遠い状況にある。そうしたなかで筆者はサービス物価（帰属家賃を除いたベース、以下全て同じ）が前年比+0.5%とプラス圏を維持して43ヶ月連続で上昇していることに注目。デフレリスクが後退しているとの判断に自信を深めている。

現状の日本経済は、労働需給逼迫を背景とした賃金上昇がサービス物価の押し上げに繋がっており、デフレを「物価と賃金の持続的下落」と定義とした場合、少なくともそれに該当しない状態にある。この点、サービス物価はCPI全体の35%程度しかカバレッジできていないという難点はあるにせよ、インフレの趨勢を判断をするうえで最も重視すべき内生的インフレが芽生えつつあることを示している。それ故、サービス物価と賃金には強い連動性が認められる。



労働市場に目を向けると、有効求人倍率、新規求人倍率、日銀短観の雇用判断DIなど雇用関連指標が軒並み労働需給の逼迫を示す領域にある。こうした指標の強さの一部はミスマッチによって誇張されている側面があるにせよ、本質的には労働市場のスラック縮小を意味していると考えられ、労働集約的なサービス物価の上昇を説明している。かつて日本固有の現象であったサービス物価の下落は、空前の人手不足感が顕現化する下でトレンドが変化した公算が大きく、2013年以降の物価トレンド反転が単に円安による輸入物価上昇に起因するものではなかったことを代弁している。労働集約的なサービス産業を中心に賃金上昇が価格転嫁されていることに鑑みれば、デフレ脱却に最も重要な役割を果たす内生的インフレが発生しているとの判断は妥当だろう。最近の労働市場の改善とサービス物価の上昇は、人口減少に起因する人手不足という構造的問題がデフレ脱却に貢献するという、一見すると奇妙な現象を浮き彫りにしている。

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。

そこで注目すべきは人口減少下で物価上昇を伴い、名目GDPが力強く伸びていること。名目GDPが営業余剰（≒営業利益）と雇用者報酬（≒人件費）の和であることからすれば、名目GDPの増加は企業支出の源泉となる「企業利益」と個人消費の源泉となる「賃金」が増加することを意味しており、これは真の意味での「稼ぎ」が増加していることに他ならない。人口減少と名目GDP増加。株価にとって重要なのは後者である。日本株は名目GDPが縮小を始めた1990年代後半からレンジ相場に移行したが、名目GDPが複数年にわたって拡大するなか、2015年に上値抵抗線を突破した。先行きも名目GDP拡大がより持続的なものとなれば、上値は一段と伸びることが期待される。日本株は人口減少による内需縮小が一つのテーマとなり敬遠されてきた節があるものの、そうしたイメージは名目GDPが拡大を続けるなかで徐々に払拭されよう。そうした中、10年金利は日銀のイールドカーブコントロール下で0%に固定されており、極めて緩和的な金融環境にある。「名目GDP>10年金利」の状態ではリスク資産が上昇し易い。こうした構図が続く限り、日本株の強気姿勢を固持したい。

