

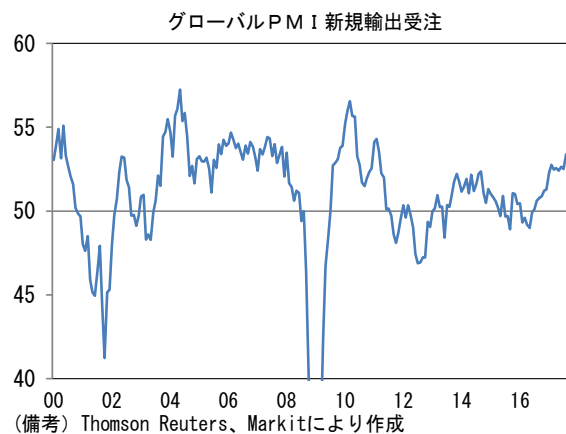
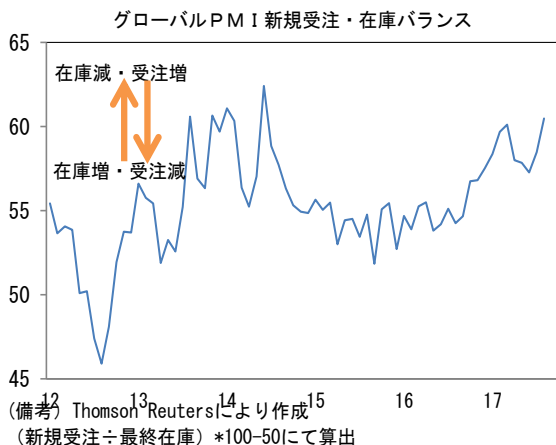
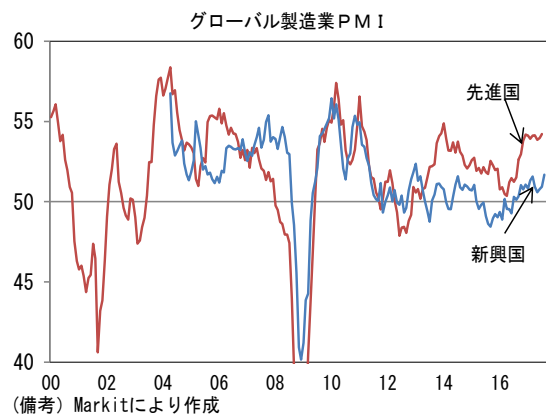
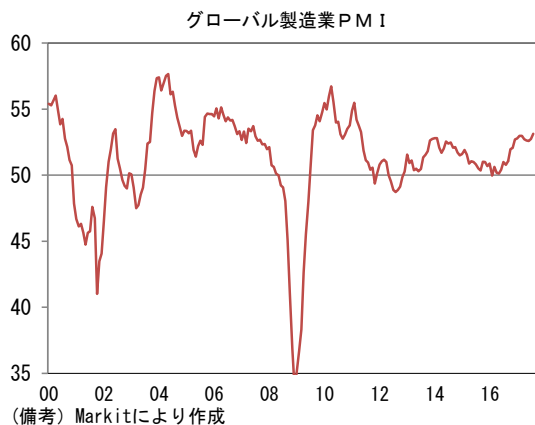
株価見通し上方修正 21500円に引き上げ

2017年9月27日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

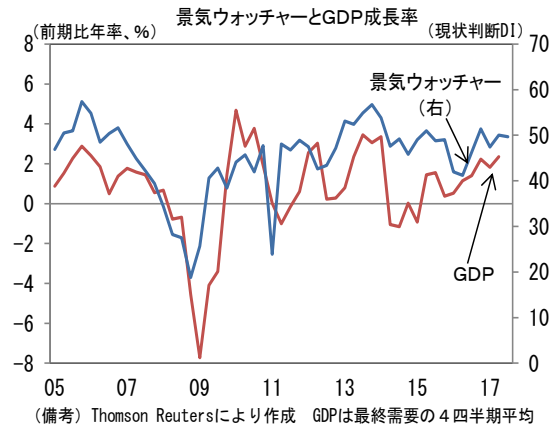
日経平均株価の見通し（先行き12ヶ月）を21500円に引き上げる。これまで日本企業の慎重な賃金・価格設定スタンスに鑑みてリフレ・トレードに距離を置き、19000円と慎重な見通しを維持していたが、国内外の実体経済が順調に改善していることを重視。業績見合いの株価上昇が見込めると判断した。

実体経済に目を向けると、直近のグローバル製造業PMIは53.1とここ数年の最高水準に到達。先進国・新興国を問わず改善が認められており、そうしたなかで新規受注・在庫バランスが上向き基調にあることが注目される。このことは在庫循環がなお生産の増加に支援的な領域にあることを示していると考えられ好感される。2014年後半から16年前半にかけては一次产品价格の下落、設備投資の減速、新興国の資金流出圧力など複数の景気減速要因によって意図せざる在庫積み上がりが確認されたが、そうした在庫調整は昨年央までに完了している。それに呼応するよう、ここへ来て新規輸出受注が一段と加速していることを踏まえると、日本は輸出の増加が見込まれ、本邦企業の増益モメンタム加速が期待される。

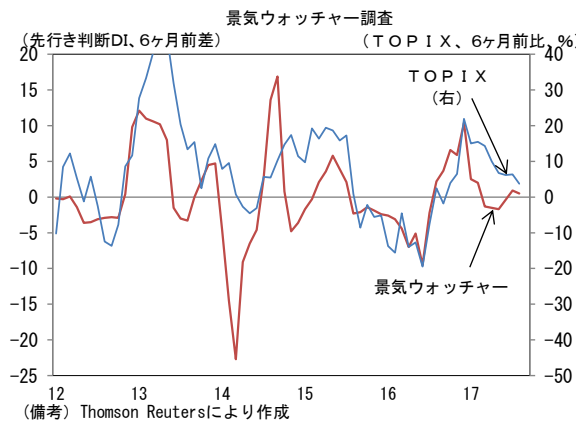
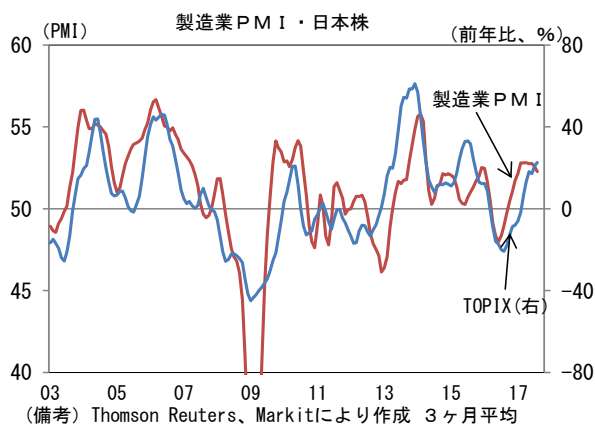


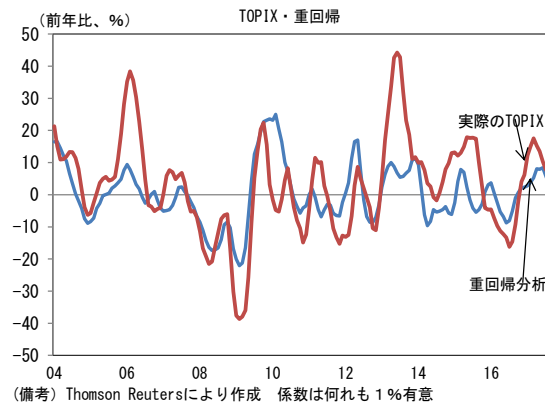
日本の製造業PMIに目を向けると、9月速報値は52.6へと8月から0.4pt上昇。生産、新規受注の力強い伸びを主因に直近12ヶ月平均の52.4を上回っている。また輸出の先行指標として有用な新規輸出受注が53.1と高水準に到達。このことは実質輸出の明確な増加を示唆している。なお、仮にそうなれば、実質輸出の水準は過去最高に比肩することになる。日本企業の輸出競争力回復が株式市場で共有されることになるだろう。株価はそれらを織り込む形で既に上昇気流に乗っているが、上述のとおりグローバルな在庫循環を踏まえると、こうした傾向が持続する可能性が相応に高いと判断される。

次に国内の実体経済に目を向けると、速報性と予測精度に優れた景気ウォッチャー指数が堅調な領域にあり、潜在成長率を上回る成長軌道が示唆されている。家計関連では耐久財を中心に好調な消費が指摘されているほか、企業関連では製造業・非製造業を問わず復調が目立つ。その他ではインバウンド需要の好調を指摘する声が引き続き多く寄せられており、内需関連企業の業績拡大が期待される。



製造業PMIと景気ウォッチャーは何れも株価の先行指標として有効。双方とも企業の景況感を映し出す指標だが、どちらかといえば前者が外需、後者が内需を反映していると考えられる。ここで足もとの株価パフォーマンスの妥当性を検証するために、製造業PMIの新規輸出受注、景気ウォッチャー指数の「先行き」に加えて、米国景気の代理変数として米エコノミックサプライズ指数を用いて重回帰分析をしたところ、現在の株価水準が概ねマクロ経済の改善に整合的であるとの結果が得られた。現状の株価上昇が実体経済見合いであるならば、今後もPMIと景気ウォッチャーが現状水準を維持した場合、TOPIXの前年比上昇率は10%~20%が正当化されることになる。筆者はその可能性が高いと判断した。





なお今回の株価見通し上方修正に際してUSD/JPYの見通しは変更していない。USD/JPYの先行き12ヶ月の見通しはこれまでと同様113で据え置いている。従来、株価と為替の見通しは同時に変更することが通例だったが、2016年頃から両者に乖離が観察されている。依然として日々の値動きベースでは円安・株高となることが多いものの、やや長い目でみると円高・株高の関係にあり、少なくともこの2年程度は円安→株高という因果関係が成立していない。

この乖離について筆者は、円高にもかかわらず実質輸出が伸びていることが関係しているとみている。2015年をピークに円安が一服する下でも、実質輸出はグローバル経済の回復を受けて2016年以降は顕著に持ち直している。目下の実質輸出は2008年1 - 3月期の水準を僅か3%程度下回るに過ぎず、過去最高の更新が目前に迫っている。飽くまで乖離の一部を説明するものだが、2000年代後半の経験に反して円高でも輸出が打撃を被らず、企業業績が拡大していることが株式市場で評価され始めた可能性があるだろう。輸出企業は、円高で競争力が削がれる製品の海外現地生産比率を高めた一方、円高でも競争力を維持できる製品の生産は国内に残している。こうした企業の戦略が奏功している可能性が指摘できる。

以上を踏まえ、日本株は実体経済の改善に見合った上昇が期待できると判断した。

