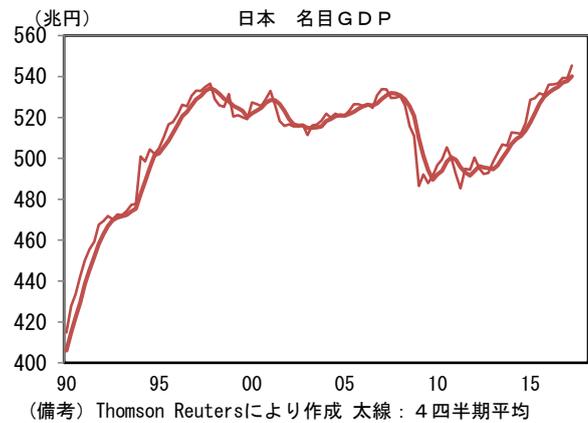
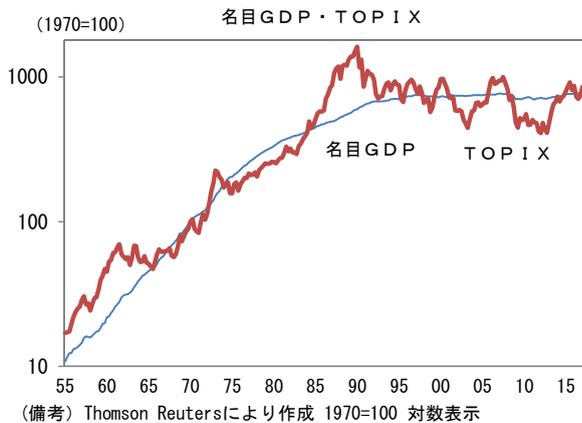


日経平均15連騰 ここからのアップ/ダウンサイドリスク

2017年10月23日 (月)

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

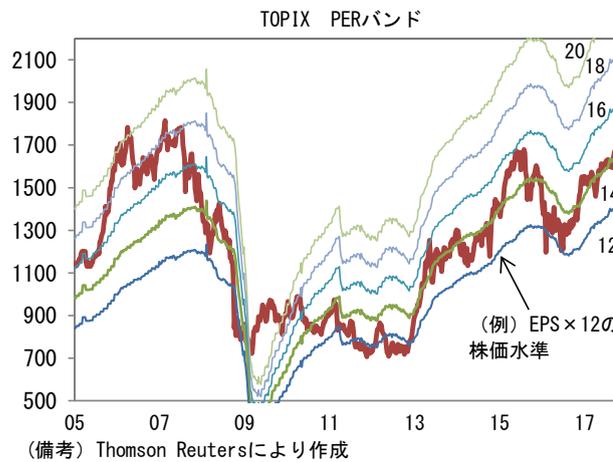
日経平均株価は10月23日まで15連騰。これは日経平均の算出が開始されて以降、過去最長でこの間の上昇幅は1428円。日経平均は約21年ぶりの高値に到達した。目下の日本株上昇は、名目GDPが1990年代後半の水準を回復したことで整合的に「失われた20年」の終焉を印象付ける。そうした下でも、足もとの日本株はTOPIXの予想PERが14倍強と長期平均（2005年以降、15.3倍）を下回る水準にあり、バリュエーション面で過熱感はない。そこで当レポートではバリュエーション面から「妥当」な上値水準を把握した上で、短期的なアップサイド、ダウンサイドリスクをそれぞれ検討する。



まず、日本株の妥当な上値追い水準としてはPER15倍が短期的な目安となる。その場合のTOPIXは1770ptとなり、そこにNT倍率12.5を乗じると日経平均では22000円程度という数値が得られる（以下、全てNT倍率は12.5を用いる）。PER15倍は2013年以降の平均である13.9倍より僅かに高いとはいえ、現在の欧州株と同程度で違和感のない水準。ここまでの上昇は“割安修正”といった表現が馴染む。

もう一つの水準としては2015年央に付けたPER16倍程度が目安となる。その場合のTOPIXは1890pt、日経平均で23500円程度となり、それぞれ10%弱の上昇余地が見込める。この水準では過熱感も意識されるだろうが、これまで景気拡大が長期化する下でPERが切り上がってきた経緯を踏まえれば、今回も同様の軌道を辿る可能性がある。一般論として景気拡大が長期化すると、業績拡大のモメンタムが鈍化する中で投資家のリスクテイク志向が強まる傾向があり、PERが切り上がり易いとされている。実際、2006-07年にかけて景気拡大が長期化し、業績拡大のモメンタムが鈍化した局面において、TOPIXのPERは18-20倍台まで上昇した経緯がある。また現在の米国でも業績拡大局面が8年目に突入するなかで、投資家の楽観姿勢が強まり、PERは18倍台半ばまで切り上がっている。こうして考えると、PERが18倍以上に切り上がる可能性も否定はできないが、短期間（たとえば6ヶ月）での達成にはかなり強いカタリストが必要だろう。やはり非現実的な印象を受ける。こうして考えると、目先的な上限としては16倍程度が妥当と言え、23500円を上値目途とするのが現実的に思える。ちなみに、このままPERが切り上がらない場合、日本株はTOPIXの予想EPS見合い、すなわち5%程度の上昇軌道が想定される。

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。



(pt,円)

	現在	欧州株 と同程度	2013年以降 の最高点	米国株 と同程度
PER	14.4	15	16	18
TOPIX	1730	1770	1890	2120
日経平均	21457	22000	23500	26500

次に目先のアップサイド・ダウンサイドリスクについてそれぞれ検討する。まず、ダウンサイドリスクとしては①次期FRB議長の交代に伴う金融市場の不透明感の高まりが懸念される。現時点で候補に挙がっている5名のうち、イエレン現FRB議長、パウエル現FRB理事であれば金融政策の予見可能性が高まることで投資家のリスクテイク志向が保たれるだろうが、ウォーシュ氏、コーン氏、テラー氏ならば金融政策の不透明感が高まることで、投資家のリスク選好度が削られる恐れがある。特にタカ派で知られるテラー氏が内定した場合は、金融引き締めのなポジションの構築が進む可能性があり注意が必要だろう。

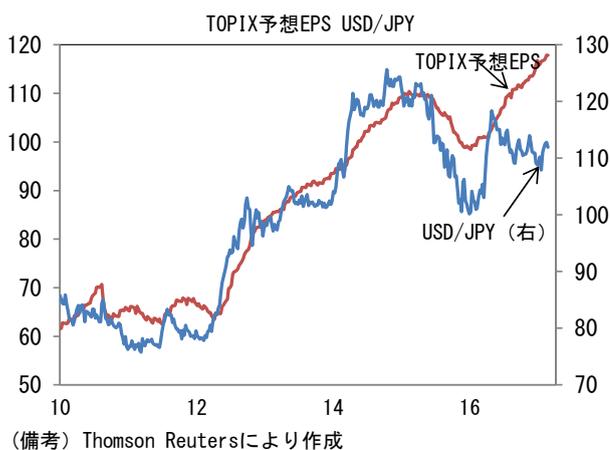
また②国内では日本企業の価格設定スタンスが積極化しないことに注意が必要。日本企業は空前の人手不足に直面する下でも、労働コストの増加をその他のコスト削減や無料サービスの廃止等で吸収し続けており、価格転嫁の優先度合いが低い。それゆえ、物価が高まる気配に乏しく、消費者物価に目を向けると労働集約的なサービス物価がゼロ近傍で推移している。これは投資家が期待するリフレ・トレードへの参戦に疑問を投げかけると同時に米国対比でPERが低いことの一部を説明していると思われる。



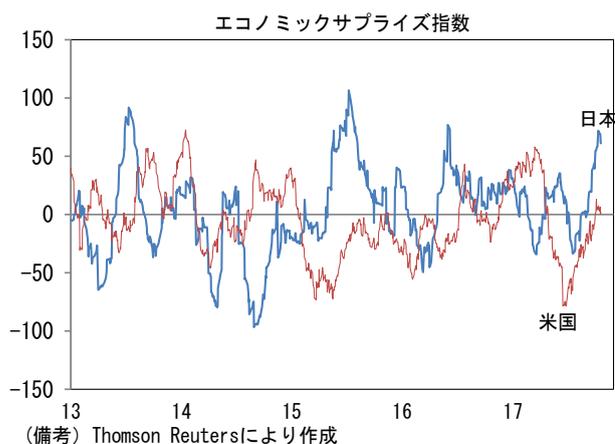
次にアップサイドリスクとしては、①日本企業の円高耐性の強化とそれを映じた輸出競争力回復が挙げられる。USD/JPYは2015年央をピークに2年以上にわたって円高方向で推移しているが、この間に実質輸出は着実な増加基調を辿り、今や過去最高の更新が目前に迫っている。今後数ヶ月以内に実質輸出は過去最高の更新が期待され、それが達成された時に日本企業の輸出競争力回復が株式市場で広く共有される可能性があ

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。

る。これは足もとで観察されている日経平均と USD/JPY の乖離を一部説明していると考えられ、日本企業の“為替離れ”を反映している（予想EPSとUSD/JPYの連動性も同じく崩れている）。



また②個人消費をはじめとする国内景気の強さもアップサイドリスクとして認識される。マクロ賃金（一人あたり賃金×常用雇用者数）が3%近い軌道で増加するのを背景に、景気ウォッチャー指数や消費者態度指数といったサーベイ指標はそれぞれ堅調な領域で推移し、2014年4月の消費増税からの立ち直りを示している。そうした下で企業の景況感は規模・産業を問わず改善基調にあり、日銀短観の業況判断DIは全規模・全産業で1990年代前半の水準に回帰している。さすがにこうした状況が長期にわたって持続するとは思えないが、幸か不幸か、日本は潜在成長率が低いゆえに経済パフォーマンスが市場関係者の予想を上回り易いのも事実。それが日本株の再評価に繋がることも想定される。実際、エコノミックサプライズ指数はプラス圏での滞空時間が長くなっており、かつ足もとの水準は米国を明確に上回っている。これは株価のアップサイドリスクとして認識される。



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。