

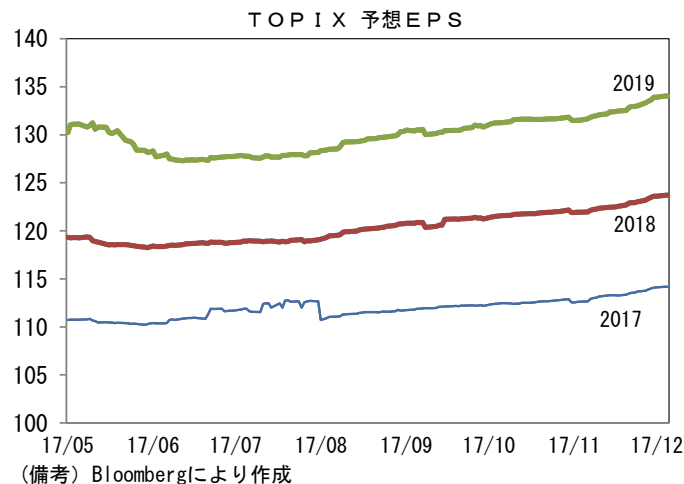
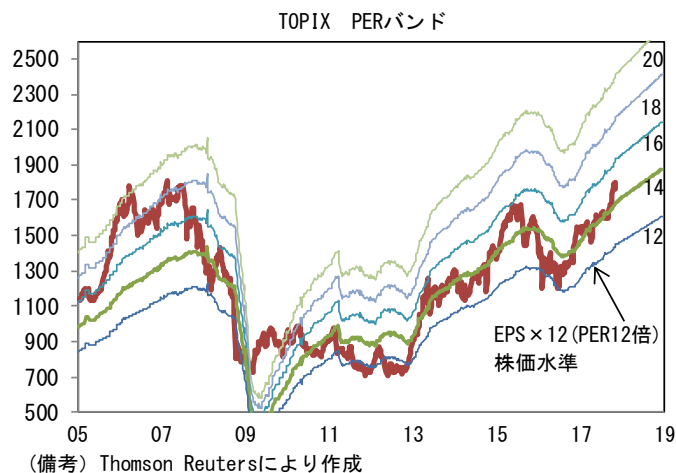
2018年 株式市場見通し ～日経平均25000円～

2017年12月6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

日経平均株価の先行き12ヶ月見通し（≒2018年）を25000円とする。従来の先行き12ヶ月見通しから3500円の上方修正である。2018年も世界経済が好調に推移する下、本邦企業業績は2桁近い増益が見込まれることに加え、各国中銀の緩和的な金融政策が株価上昇に貢献しよう。また景気回復が長引くと、企業業績の改善モメンタムが鈍化する反面、投資家の楽観度合いが強まることからPERが切り上がる、という過去のパターンが再来する可能性もある。従って増益率見合いもしくはそれ以上の株価上昇が期待でき、バリュエーション次第では26000円程度まで上値を伸ばす展開も十分に想定される。

現時点でTOPIXの予想EPSは2018年（12ヶ月先）が124、2019年（24ヶ月先）が134。それを基にTOPIXの2018年末値を試算するとPER12倍なら1610pt、14倍：1880pt、16倍：2150pt、18倍：2420ptとなり、そこにNT倍率12.5を適用して日経平均に換算するとPER12倍：20125円、PER14倍：23500円、PER16倍：26875円、PER18倍：30250円という数値が得られる。



	実績	2017年	2018年	2019年
E P S	111.22	114.11	123.62	133.88
EPS成長率		2.6	8.3	8.3

(備考)Bloomberg

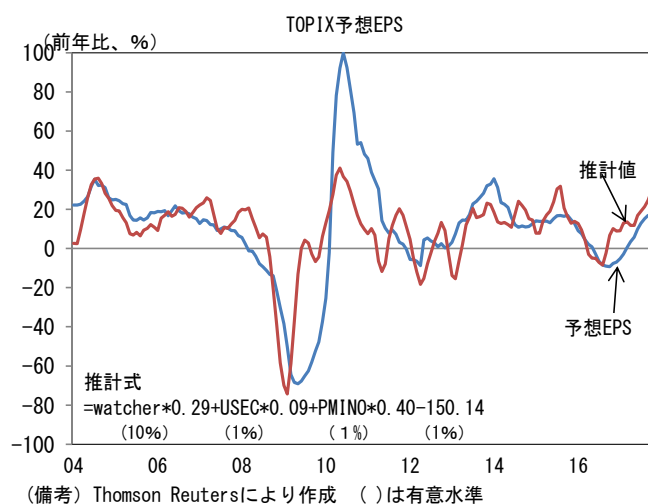
PER	12	14	16	18
TOPIX	1610	1880	2150	2420
日経平均	20125	23500	26875	30250

(備考)NT倍率12.5

当社日本経済予測チームは日本の実質GDP成長率を2017年度：+1.6%、2018年度：+1.3%、2019年度：+0.7%と予測。株価により関連の深い名目GDPは17年度：+1.7%、18年度：+1.9%、19年度：+1.8%、GDPデフレータは17年度が0.0%、18年度が+0.6%、19年度が+1.1%である。消費増税が予定されている2019年度の実質成長率はさすがに1%程度とされる潜在成長率を下振れるものの、景気後退局面入りは避けられるとの基本シナリオである。成長率の名実逆転は見込まれておらず、企業収益は拡大が見込まれる。

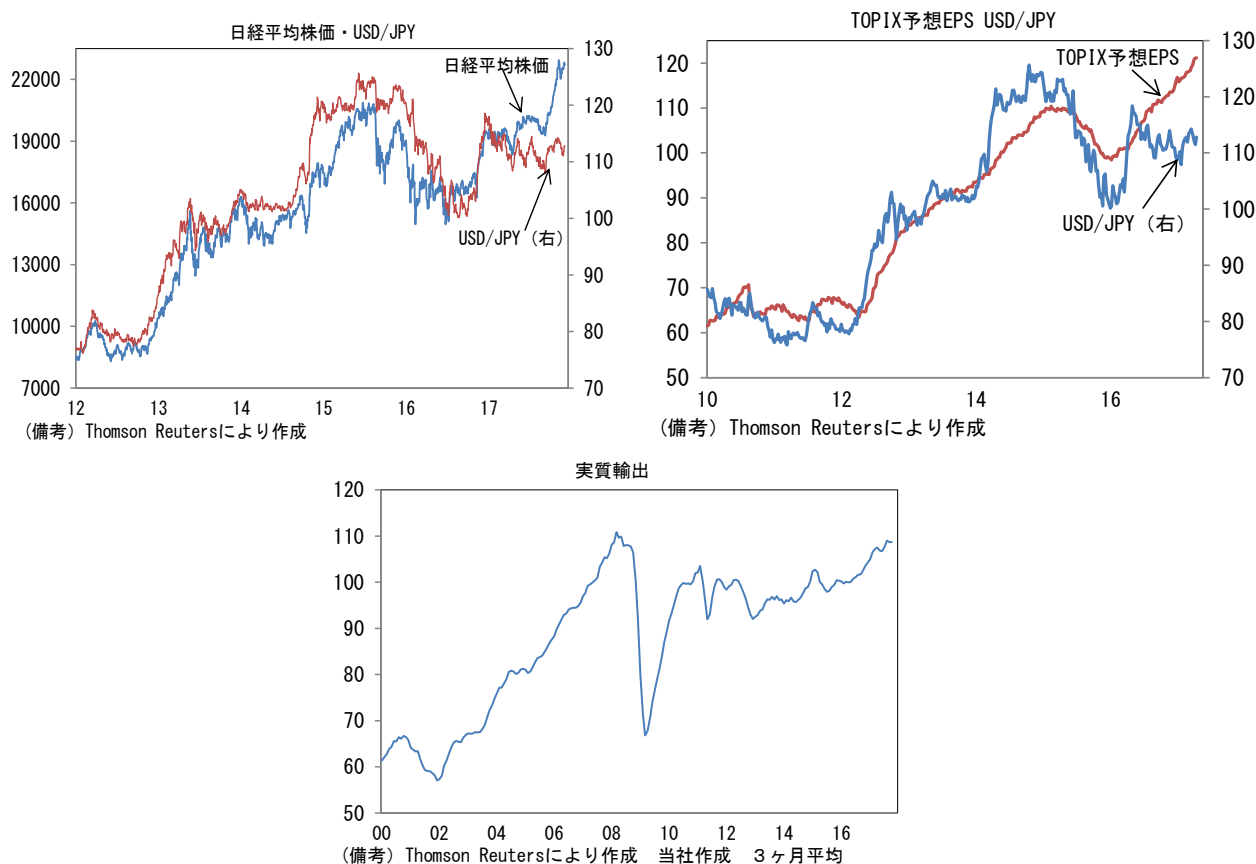
2%近い名目成長率とプラスのGDPデフレータを前提にするならば、予想EPSが更に切り上がる展開も想定される。日経平均の25000円という予想はコンセンサスの予想EPSにPER15倍程度を乗じて算出したが、マクロファンダメンタルズの改善次第では株価にアップサイドリスクが生じよう。

そうした観点から筆者は速報性に優れた以下の3つの指標に注目している。それは①景気ウォッチャー指数の「先行き」、②米国エコノミックサプライズ指数、③日本の製造業PMI「新規輸出受注」で、これらは①が内需に重点を置いた国内景気、②が米国景気とUSD/JPY、③が外需に重点を置いた国内景気を示す代理変数である。これら3変数を用いた予想EPSの推計値は、下図のとおりまずまずの説明力を有しており、企業収益を予測するうえで有効なツールである。目安として景気ウォッチャーが50近傍、エコノミックサプライズ指数がプラス圏、PMI新規輸出受注が50超で推移した場合、予想EPSが上昇する傾向にあると考えれば良い。またより重要なこととして、足もとの3変数の動きから判断すると、現時点における予想EPSのリスクは上方に傾いており、いずれ上方修正される可能性が高いと言える。これら3指標を個別にみると、その転換点が企業業績に先行することを付け加えておきたい。

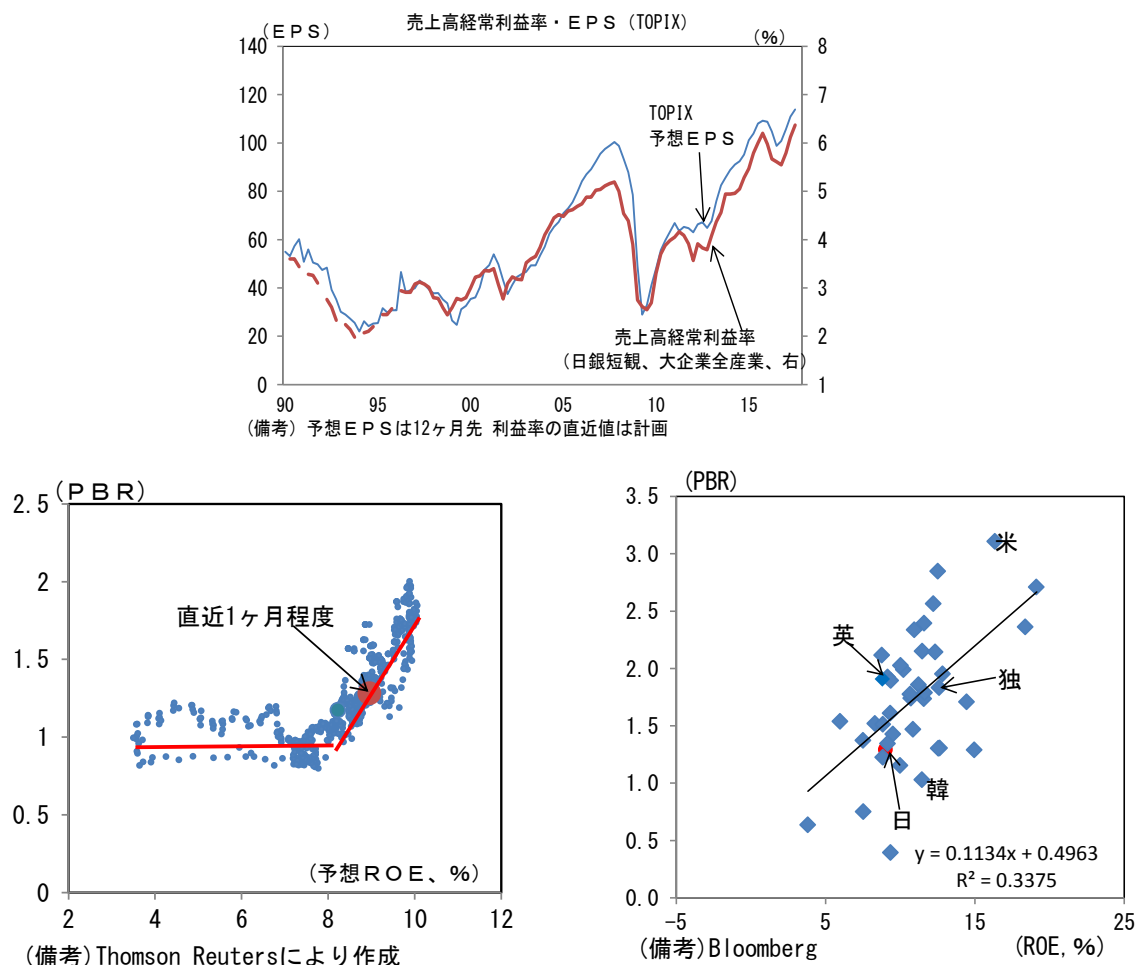


なお今回の株価見通し上方修正に際して USD/JPY の見通しは変更していない。USD/JPY の先行き 12 ヶ月の見通し（≒2018 年）はこれまでと同様に 113 円で据え置いている。従来、株価と為替の見通しは同時に変更することが通例だったが、2016 年頃から両者に乖離が観察されている。依然として日々の値動きベースでは円安・株高となることが多いものの、やや長い目でみると円高・株高の関係にあり、少なくともこの 2 年程度は円安→株高という因果関係が成立していない。

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 年央をピークに円安が一服する下でも、実質輸出は世界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 2 % 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、企業業績を伸ばしていることが、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。



最後に企業の収益力向上が株価上昇に直結し易くなっていることも重要。ROEをデュポン分解すると日本企業の弱点が売上高マージンの低さにあることが知られているが、ここ数年は売上高経常利益率が改善する下でROEは8%を超え、それに伴ってPBRが切り上がり易くなっている。ROE 8%以下の状況でPBRは概ね1倍前後で頭打ちとなる傾向があるものの、ROEが8%を超えてくると業績改善がダイレクトに株価に反映されるようになる。もっとも、国際的にみれば日本株のPBRはROE対比で低い水準に抑制されており、傾向線を0.3倍程度下回っている。この下方乖離の一因は欧米企業対比で低い還元性向であろう。企業のガイダンスを見る限り30%程度で安定する配当性向が飛躍的に上昇するとは考えにくいものの、ここ数年の好業績で自己資本の積み増しに目途を付けた企業が多いなか、スチュワードシップ・コード等に基づいて株主が経営者にプレッシャーをかければ、予想以上に還元姿勢が強まる可能性もある。株主還元積極化の余地があることをアップサイドリスクとして認識しておきたい。



他方、主なダウンサイドリスクとして認識しておきたいのは①FEDの金融引き締めによる米国株下落、②日銀のETF購入の減額である。①については、現時点でFEDが計画している2018年3回の利上げが4回に変更されたところで、さほど大きな混乱は招かないと思われる。しかしながら、米国の株価バリュエーションがITバブル期に次ぐ水準まで高まるなか、米国株がリスクオフに脆弱になりつつあることは認識しておきたい。複数回のFFレート引き上げにもかかわらず、長期金利が低位で安定し、株価バリュエーションが切り上がっていることについて、FED高官が懸念を表明したり、FOMC声明文や議事要旨で警戒感が示される可能性はある。そうなれば株式市場の混乱は不可避だろう。②に関しては、多くの市場参加者が意識はしているものの、出口戦略の第一弾がYCCの微調整であるとの認識を有しているとみられ、現段階で織り込みは不十分である。従ってYCC調整前に日銀がETF減額の地均しを始めれば、相当なネガティブインパクトが想定される。特にCPIが1%近傍で安定するような局面では、日銀が何らかのシグナルを発する可能性があり注意を要する。

筆者は、これら上下のリスクを精査した上で日経平均株価の見通し（先行き12ヶ月）を25000円とした。今後は日銀総裁人事および新体制の発足等を踏まえ、適宜、予想を見直していく。