

Global Market Outlook

発表日: 2018年12月12日(水)

2019年 日本株見通し

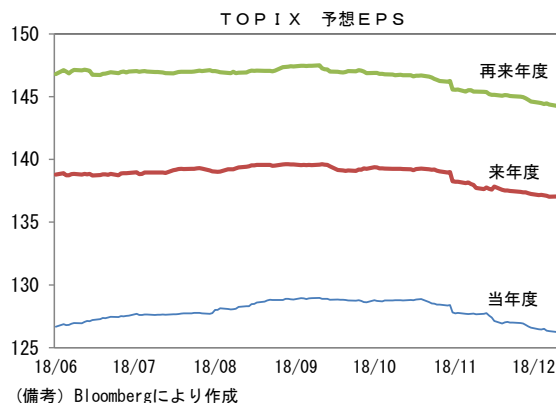
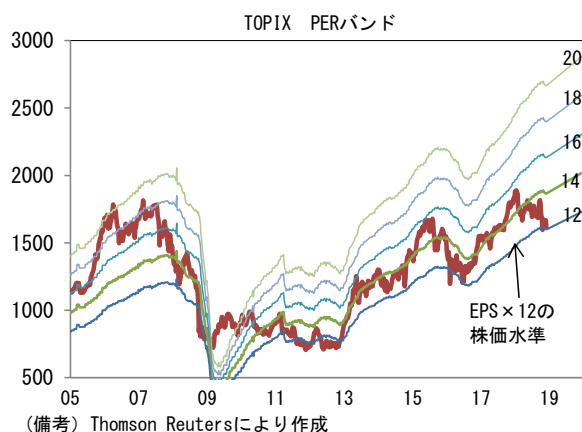
～日経平均 23000 円～

第一生命経済研究所 調査研究本部 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(≒2019年)を23000円とする。従来の先行き12ヶ月見通しから2000円の下方修正。アップサイドは25000円。米国経済が堅調なペースで拡大する下、米中が貿易戦争で歩み寄りの姿勢をみせるなどして不透明感が後退すれば、市場心理は大きく好転し、2018年10月2日に付けた24270円を超える可能性がある。他方、ダウンサイドは21000円を瞬間的に割り込む展開を想定。足もとの株価は米国景気の減速、米中貿易戦争に伴う世界経済の混乱といったダウンサイドリスクを相当程度織り込んでいるとみられ、下落余地は限定的とみる。

2019年は米景気のピークアウト感、日本の消費増税に対する不安などから市場参加者が楽観的になりにくい状況が続くとみられ、PERは14倍以下の低水準に留まる可能性が高い。景気拡大の長期化に伴って投資家の楽観度合いが強まり、2000年台半ばのようにPERが急速に切り上がる展開も考えられなくはないが、さすがにそれをシナリオに織り込むのは楽観が過ぎるだろう。寧ろ不可解なほど割安な水準で停滞する展開を覚悟しておきたい。現時点では、2019年も世界経済が底堅さを維持する下で本邦企業のEPS成長率は2桁近い軌道の伸びが予想されているが、株式市場参加者はそうした予想に疑問を呈するだろう(予想EPSはブルームバーグ集計)。

TOPIXの予想EPSは来年度予想が137、再来年度予想が144。これを基にTOPIXの2019年末値を試算するとPER12倍:1730pt、14倍:2020pt、16倍:2300pt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:21625円、PER14倍:25250円、PER16倍:28750円という数値が得られる(現時点の再来年度予想である144が2019年末時点の来期予想になると仮定して算出)。しかしながら足もとで業績予想は下方修正の段階にあり、こうした機械的な計算が市場参加者の“目線の低下”を上手く反映しているとは言い難い。たとえばPER16倍前提で日経平均28000円超という予想を示すのはかなり無理があろう。



一方でPER14倍前提に日経平均25000円程度を予想するのはさほど無理があるとは思えず、23000円は現実的と言える。足もとでは①「逆イールド」の直後に「弱い雇用統計」が発表されるというタイミングの悪さもあって米景気後退懸念が急速に喚起されたほか、②中国通信機器最大手幹部の逮捕（日本時間12日午前にカナダ裁判所は保釈の決定）に伴い米中貿易戦争の激化が懸念されるなど悪材料が集中しており、株価上昇シナリオが描きにくい状況である。しかしながら、米国の景気後退にはまだ距離があるほか、米中貿易戦争も90日の停戦中に何らかの合意がある可能性あり、そうなれば悲観ムードは和らぐだろう。予想EPSの更なる下方修正を加味してもPER14倍程度を前提に23000～25000円程度の水準を予想することに大きな違和感はない。本邦企業のEPSは成長率こそ鈍化するものの、減益に転じるには相当な距離がある。先を読みすぎるのは避けたい。

当社日本経済予測チームは日本の実質GDP成長率を2018年度：+0.7%、19年度：+0.7%と予測。消費増税が予定されている2019年度の実質成長率は、さすがに潜在成長率（1%程度）を下振れるものの、各種景気対策による下支え効果が見込まれることから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。株価に関連の深い名目GDPは2018年度：+0.7%、19年度：+1.9%と予測。19年度は消費増税によって押し上げられることから実態は1%台半ばの成長であるが、それでも付加価値の単価とも言うべきGDPデフレーターは0%台後半（税調整後）に伸びを高めると予想され、これは企業収益にポジティブである。原油価格が極端に上昇するなどネガティブな外生的要因がなければ、本邦企業収益の拡大は続くと考えられ、設備投資は景気のドライバーであり続けるだろう。企業が支出に寛容になる下、雇用の拡大も続くことで需給ギャップは縮小するとみられ、賃金・物価は加速が見込まれる。マクロ指標である名目GDP成長率、GDPデフレーターが双方ともプラス圏で推移することは、上場企業の業績が増益基調を保つ姿と整合的である。

日本経済予測総括表

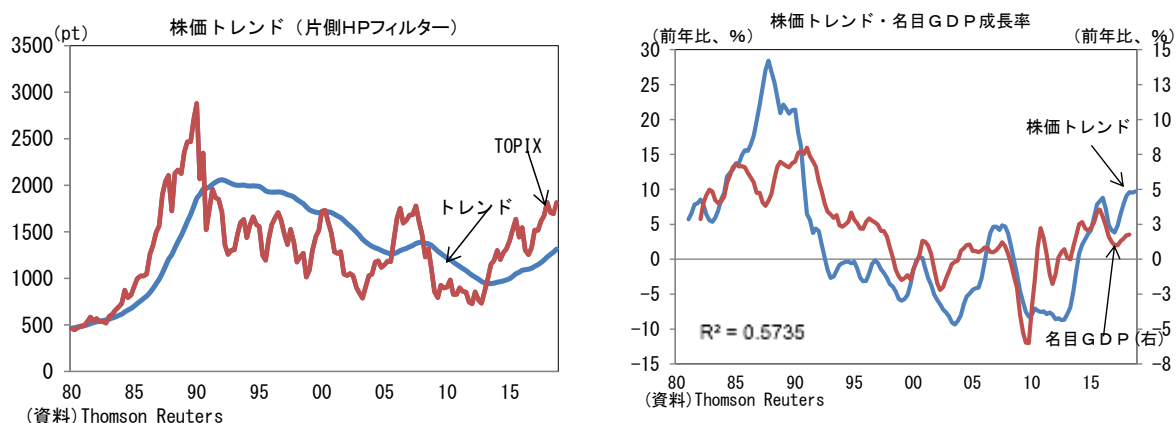
日本経済	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
	実績	実績	予測	予測
実質GDP	0.9	1.9	0.7	0.7
(内需寄与度)	0.1	1.4	0.7	0.8
(うち民需)	▲0.1	1.3	0.7	0.6
(うち公需)	0.2	0.1	▲0.0	0.2
(外需寄与度)	0.8	0.4	▲0.1	▲0.1
民間最終消費支出	0.0	1.0	0.7	0.5
民間住宅	6.3	▲0.7	▲3.8	1.2
民間企業設備	▲0.5	4.6	3.0	2.0
民間在庫変動	▲0.2	0.1	0.0	▲0.1
政府最終消費支出	0.7	0.4	0.7	0.6
公的固定資本形成	0.6	0.5	▲2.4	2.0
財貨・サービスの輸出	3.6	6.4	2.1	1.7
財貨・サービスの輸入	▲0.9	4.1	2.6	2.1
GDPデフレーター	▲0.2	0.1	▲0.0	1.2
名目GDP	0.7	2.0	0.7	1.9
鉱工業生産	0.8	2.9	0.9	1.5
完全失業率	3.0	2.7	2.4	2.4
経常収支(兆円)	20.2	21.7	19.0	20.0
名目GDP比率	3.8	4.0	3.4	3.6
消費者物価(生鮮除く総合)	▲0.2	0.7	0.9	1.1
(消費税要因除く)	▲0.2	0.7	0.9	0.6
為替レート(円/ドル)	108.4	110.8	111.0	109.0
原油価格(ドル/バレル)	47.9	53.6	63.5	60.0
日本実質成長率(暦年)	0.6	1.9	0.7	0.9
米国実質成長率(暦年)	1.6	2.2	2.9	2.7
ユーロ圏実質成長率(暦年)	1.8	2.5	1.9	1.4
中国実質成長率(暦年)	6.7	6.9	6.6	6.3

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

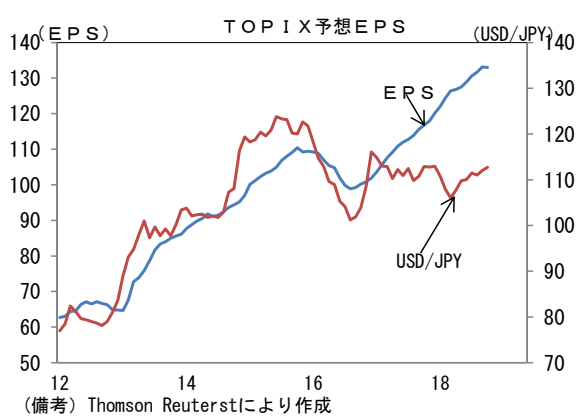
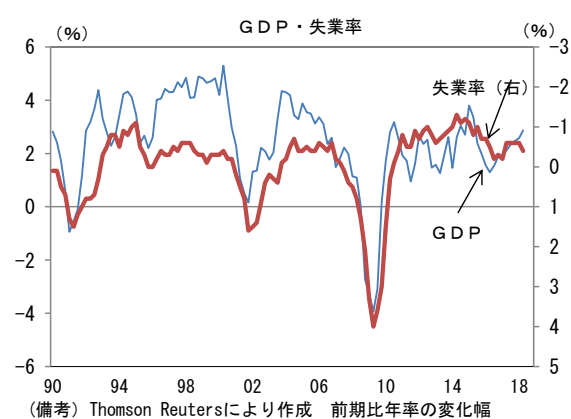
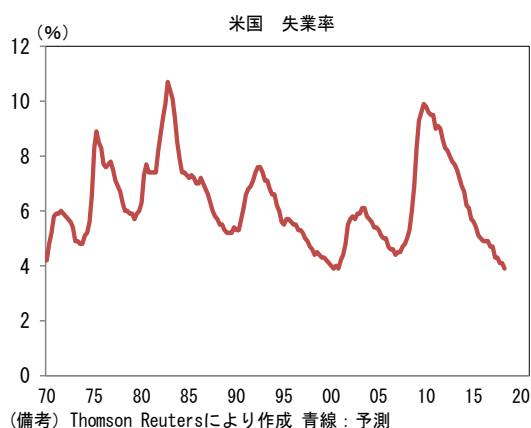
- (注)
1. 為替レートは円/ドルで年度平均
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格
 3. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比
 4. 民間在庫変動は寄与度

(備考) 詳細は「[2018～2019 年度日本経済見通し \(2018 年 7-9 月期 GDP 2 次速報後改定\)](#)」(12/10) 及び「[2018～2019 年度日本経済見通し](#)」(11/14) を参照。

ここで名目 GDP の増加が、株価の長期トレンドを決めることを再確認したい。株価の長期トレンドは日銀が金融システムレポートで株価の過熱感を点検する際に用いている片側 HP フィルターという手法で抽出。その長期トレンド株価はバブル崩壊以降、2000 年代半ばに反転の兆しをみせた以外、ほぼ一貫して下落した後、2013 年頃から上昇に転じ、足もとで上昇基調を維持している。これは名目 GDP の軌道に概ね一致している。長期トレンド株価と名目 GDP はバブル期や震災など一時的ショックを除くと驚くほど密接に連動しており、直近の転換点である 2013 年は名目 GDP と株価の長期トレンドが双方とも同一のタイミングで反転した。このことは、景気循環を均して株価をみた場合、それを決めるのが名目 GDP であることを再確認させる。決定係数（相関係数の二乗）は異常値処理なしで 0.57 と高い。



もつとも、①米国の景気後退まで時間があるとはいえ、景気拡大の「残り」が減ってきていること、②為替の円高リスクが増幅することなどからダウンサイドリスクも相応に意識しておきたい。①はオクンの法則が最も有用。シンプルな論法に基づき、目下 3.7%まで低下した失業率はその低下余地が少なく、米景気の拡大ペースもスローダウンする可能性が高いと判断するのが自然。景気拡大が進むと伸びシロが減るというトレードオフは避けられない。②は FED の金融政策が転換点を迎える局面で USD/JPY が下落する可能性が高く、条件反射的に株価が下落する展開を想定しておきたい。過去数年、USD/JPY と EPS の関係は不明確になりつつあることから円高を「主因」に株価が持続的に下落するとは限らないが、それでも短期的に影響はでるだろう。



以上を踏まえ、2019 年末の日経平均を 23000 円とする。アップサイドは 25000 円、ダウンサイドは 21000 円と上下に均衡。なお、株価予想にあたって日銀の政策変更は織り込んでいない。今後、① FEDの金融政策の行方、②中国経済の成長軌道、③消費増税関連の政策対応および駆け込み需要発生の有無を点検し、適宜修正を加えていく予定である。

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、第一生命保険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。