

KAMIYAMA Reports vol. 96

日経平均株価 3万円への道： 進むリターン革命

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 利益成長が規模拡大だけでなく、利益率改善も伴えば 2019 年度にも可能
- ・ デフレ懸念からインフレ期待への変化で PER 拡大も
- ・ リターン革命の静かな進展に期待

利益成長が規模拡大だけでなく、利益率改善も伴えば 2019 年度にも可能

日経平均株価が 30,000 円になることを、日本の GDP 成長と、企業の利益成長とその質(効率)改善の観点から想定し、到達するであろうタイミングを、期待が変化する情報の流れを考慮して考えてみる。結論として、条件が整えば 2019 年度中にも 30,000 円到達の可能性があるとみる。

日経平均株価の推移と想定

(円) (1990年1月～2017年10月(以降2020年1月までは想定))



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

* 上記は過去のものおよび想定であり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

グラフで、日経平均株価が「30,000 円」に向かうと想定した場合の傾きの強さをみると、2012 年以降のアベノミクスの期待で上昇した時期と同程度の環境変化が必要といえそうだ。

まず、グローバル経済の成長率が 19 年まで 3%を超えると想定しよう。最近の世界の経済指標は、一部でささやかれていたほど、経済のサイクル的な減速リスクは高くないのでは、と見直されるほど強い。3.2%程度(16 年実績、IMF)の世界経済の成長が、米国発の雇用・賃金の改善と消費・貿易拡大をきっかけに、世界に拡散することが期待できそうだ。そこでは、日本経済も持続的成長率と目される 1%

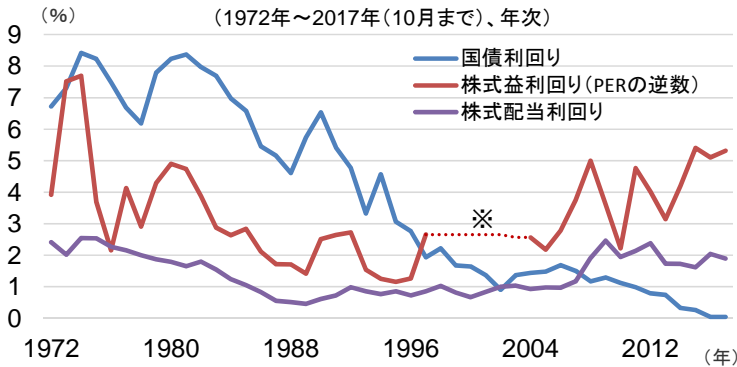
程度を超えて、実質 1.5%程度の成長が期待できる。さらに、デフレ脱却の可能性も 18 年から 19 年に向けて高まりつつある。これを踏まえて、名目成長率が 2%になることを想定してみよう。

標準的な年の傾向を踏まえて、名目成長率 2%が上場企業の売上高を 2%成長させ、営業利益を 9%、EPS(1 株当たり利益)を 18、19 年の 2 年度連続で 14%ずつ成長させると想定しよう。経済がよいよ(最近の日経平均株価の動きが期待させるように)20 年にわたるデフレによる低迷から脱するとするならば、この想定は正当化できそうだ。実はこのような想定は、日本企業の営業利益率が近年の 7%台から、05 年度の 8%程度を超えてくることを意味する。インフレ期待が高まり、企業の価格競争力が強まり、賃金上昇(雇用者報酬は 1.5%程度の上昇を想定)で消費も(世界需要の拡大とともに)強くなることを想定すれば、企業の体質もこれまで以上に筋肉質になっていくことになる。もっと簡単に考えてみても、EPS は 2 年で約 30%増えると想定したのだから、PER が一定であれば、株価は 2 年で約 30%の上昇を想定できる。これで、日経平均株価が 28,000 円程度までの想定水準が説明できる。そして、もう一段上昇するために想定しているのが、逆利回り革命の終焉期待だ。

デフレ懸念からインフレ期待への変化で PER 拡大も

逆利回り革命といわれる株式益回り(PERの逆数)はもちろん、株式の配当利回りが国債などリスクのない(低い)資産の利回りを上回る状態が続いて久しい。グラフで示すように、01年頃のITバブル崩壊から08年のリーマン・ショックを経て、世界的なデフレ懸念(各国中央銀行の量的緩和政策)の継続で、90年代まで普通であった「配当利回りよりも国債利回りが高い」状態からの逆転(逆利回り革命)状態が続いている。

逆利回り革命からの脱却へ向けて



※98～03年は、PER100倍以上であったため除く

(東証など、信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

*上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

思われたこともあった。いわば資本主義経済の回復への不信ともいえる逆利回り革命状態は、企業と投資家双方の行き過ぎた悲観にもみえた。

そもそも利回り革命とは、配当利回りが国債利回りを下回った50年代に名づけられた。その当時、成長への信頼感が強かったことで、上場企業の利益成長が経済全体の成長を継続的に上回ることに信頼感が強まった。株式会社中心の経済成長(リスクに応じたリタールの獲得)に自信が増したとも言える。

逆利回り革命は、リーマン・ショック後の市場参加者の成長への不信感、あるいはデフレ懸念の強さを意味していた。次々と起きた世界的な金融市場発のショックで、低成長、低金利の継続が予想され、モノを買うことや設備投資することよりも、安全に資金を貯め込み、何もせずに現状の事業だけを守ることのほうが適切と

いよいよ世界経済のリーマン・ショックからの正常化の道筋が見えてきた。市場参加者が利益成長を先回りして(PERが上昇して)でも、株式を買うことは不思議ではなくなってきた。17年10月の日本株市場は突然の外国人投資家の買い越しに驚かされたが、実は世界的デフレ懸念からの歴史的な転換点になるかもしれない。いまのところ、世界の中央銀行の資金供給は減少していないので金利上昇は緩やかだが、投資家は少しずつ資金を債券から株式に移しつつある、とみることもできる。デフレ懸念からの脱却が中央銀行の金融政策の正常化につながれば、国債利回りの上昇や株式への資金シフト、リスク・プレミアムの低下と配当利回り低下・PER上昇が、自然な動きになる。簡単に言えば、世界的なデフレ懸念の払拭は、悲観にすぎる逆利回り革命の終焉とPER拡大をもたらすだろう。

リターン革命の静かな進展に期待

アベノミクスの新成長戦略では、日本企業の稼ぐ力の増強が政策目標となった。低かった利益率を引き上げるとともに、現金で置いたままの資金を、追加的な雇用(賃金)や設備投資に振り向けることで、より高いROEを実現することが期待されている。筆者は、日本企業の利益率と資本効率の両方の改善を「リターン革命」と呼んできた。これは安倍政権の「生産性革命」政策とも呼応する。このところの自社株買いや配当の増加は、資金効率の改善を意味している。さらに、人手不足で多くの産業がシステムなどの合理化投資を始めており、これまで弱かった設備投資による経済のけん引と、その結果として生産性向上という期待も出始めている。静かにだがリターン革命は進展している。利益が約3割増えてもそれを無意味に貯め込むと、PERの低下要因となり、株価上昇は鈍くなってしまふ。逆に、利益が増えたときに、現金を持ちすぎの企業が株主還元を大幅に増やすことで、ROEを11%超へ拡大していくことができる。これがPER水準を引き上げる。①世界景気拡大の継続、②日本企業の稼ぐ力の向上、③資本効率改善が進んでいったときに、EPS成長とPERの拡大で日経平均株価は30,000円に到達する可能性が現実のものとなるだろう。裏を返せば、経済環境の改善だけではなく、人々の意志と努力に期待するということがかもしれない。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。