

日経平均2万円台回復 この先の展望は

テレビのニュース番組に出演した。日経平均が2万円をつけたので、てっきり拡大版の株の見直し特集が組まれるものだと思っていた。前回、1万5000円をつけた翌日に出演した時がそうだったので、てっきり今回もそうだろうと思った。日経平均が節目となるような大台を更新するタイミングでテレビのニュースに出演する巡り合せになっている。「やっぱり俺は何か持っている」と思っていたら、今回、番組は通常通りの進行だという。「ええ？せっかく10分くらい話すつもりで台本、用意したのに！」「尺(OAの時間)は2分半ですから、バツサリ削ってください」

せっかく作った台本がもったいないので、ストラテジーレポートに転用することにした。「日経平均2万円回復 この先の展望は？」 - お蔵入りとなった幻の台本である。

バブル期に迫る東証の時価総額

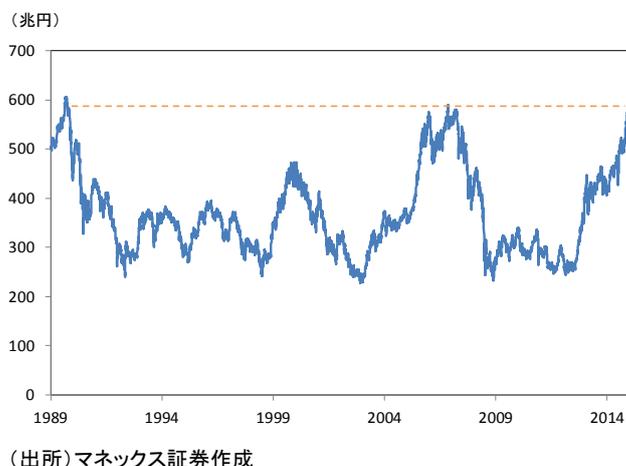
キャスター：日経平均が15年ぶりに2万円台を回復しました。広木さんにはこの先の展望をうかがっていきたくと思いますが、まず現状をどうぞ覧になりますか。

広木：日経平均2万円台回復というのは確かに嬉しいことではあるが、その一方、それほど手放しで喜ぶほどではないと思う。日経平均が一番ポピュラーな指数だが、機関投資家のベンチマークはTOPIX。TOPIXは15年ぶりどころかリーマン前の高値にすら届いていない。銀行株などが当時の半値にとどまっているからだが、その意味では日本株市場全体が15年ぶり高値に戻ったとは言い切れない。

別の見方もできる。東証1部の時価総額は約580兆円でリーマン前と同水準です。TOPIXに見られるように株価は戻っていないが、市場の規模は着実に大きくなっている(カルビー、リクルート、すかいらーく、西武などの上場があったから)。東証1部の時価総額は実は、もうバブル最盛期の水準を視野に捉えている。89年末、時価総額のピークは606兆円なのであと4%強。2万円を回復した日経平均の次のターゲットはITバブル時につけた高値20800円どころ。つまりあと4%高です。そこまで日経平均が上昇し、時価総額も同率で増えると、バブル期のピークに並ぶことになる。東京の株式市場は過去

最大の規模になるということです。

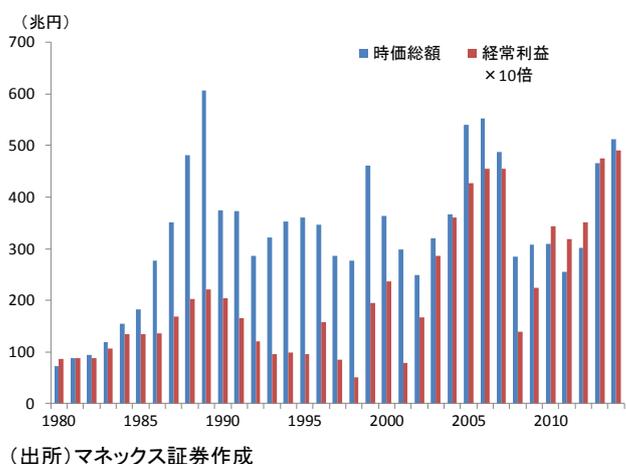
東証1部時価総額の推移(1989年～)



キャスター： では今の水準は実はかなりバブルの様相を呈しているということでしょうか？

広木： 当時と今とでは企業の利益見合いの株価というところが大きく違う。グラフからわかるように、バブルが始まる前、1980年代前半は上場企業の経常利益を10倍した水準に東証の時価総額があった。言い換えれば経常利益ベースのPERが10倍だったということです。ところが80年代後半になるとバブル相場でこの水準から大きく乖離してしまう。そしてバブルが崩壊するのですが、90年代のはじめに政府が公的資金を使って株の買い支えをしたのです。いわゆるPKO(株価維持政策)。本来は、相場が適正なバリュエーションになるまで自然体で放置すべきところ、PKOなどしたために却って調整が長引いたと見ることもできます。膿は早く出し切るべきだったのです。

東証1部時価総額と経常利益の推移(1980年～)



翻って現在はどうか。今は上場企業の経常利益のだいたい10倍の水準にあります。これが適正かどうかは議論が分かれるところでしょうが、少なくともバブルが始まる前の80年代前半は10倍だった。30年かけてその水準に戻った、80年代バブルの清算にそれだけ時間がかかったということです。

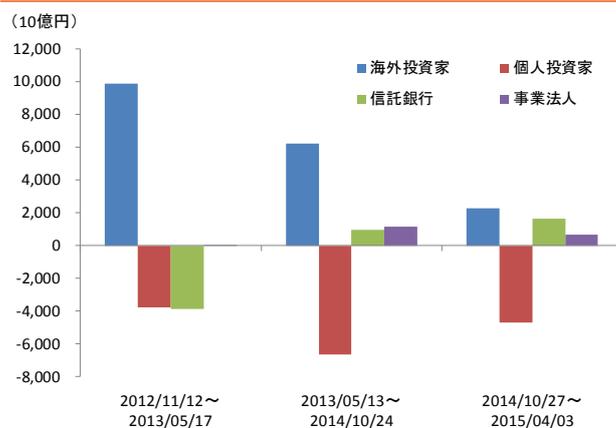
日本人が買い始めた

今の相場を「官製相場」という声があります。僕は、半分その通りだけど、半分は違うと思う。少なくともバブル崩壊の相場を買い支えた90年代のPKOとはまるで違う。目的も違えば相場のファンダメンタルズも違います。公的年金が無理やり買い上げた相場というのは的外れだと思う。ノルウェーやシンガポールなど海外のSWFだってこぞって日本株を買っている。日本の公的年金が買わない方がむしろおかしい。

この相場は典型的な上げ相場のパターンで、一段上げ～中段もみ合い～二段上げという形になっていますが、これをフェーズ1-2-3と分けて主体別売買動向を集計したのがこの図です。アベノミクス相場の初期に買ったのは目鼻の効く外国人投資家でした。いち早く潮目の変化を読んで大幅に買い越しました。その時に海外のヘッジファンドマネージャーに言われてぐうの音も出なかったことがあります。それは「日本人自身がアベノミクスの成功を信じていないだろう」と言われたことです。「もしアベノミクスが成功してデフレを脱却してインフレになると思うなら、なぜ日本人は誰も株を買わないんだ？」と。

今、ようやく日本人が株を買うようになりました。信託銀行を通じた公的年金等の買いはよく言われている通りですが、事業法人も買っている。企業が企業の株を買っている。保ち合い解消が進む中での事法の買い越しというのは、すなわち自社株買いです。そして最近の話題は大型の日本株投信の設定。1000億円の資金が集まりました。短期トレードではない、長期投資の個人からの資金です。今や、全員参加型の相場になっている。

各主体の売買動向(2012年11月12日～)



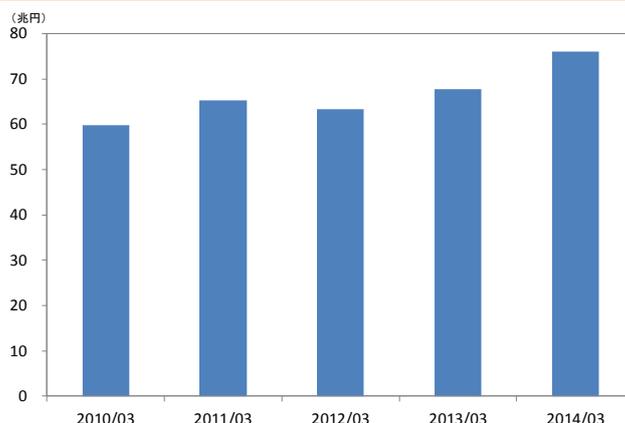
(出所) マネックス証券作成

日本企業の変革を買う相場

キャスター: では、ようやく日本人自身がアベノミクスの成功を信じ始めたということでしょうか？

広木: それは言い過ぎですね。この相場の一番、根底にあるのは日本企業の変革期待でしょう。日本企業が今度こそ変わるんだという期待です。ROEを経営目標に掲げる企業が増えてくるなど明らかに変わっています。一番変わったのはおカネの使い方でしょうね。これまで企業はおカネを貯める一方であまり使わなかった。内部留保は300兆円、現金等の手元資金は76兆円に達しています。日銀が一年間に増やす国債の残高にほぼ匹敵するおカネが民間企業にある。日銀の量的緩和は国債と現金の交換でベースマネーは増えるけど金融機関の外におカネが出ていかない。経済に活きたおカネが回らないという批判があります。ところが企業が手元資金を使うというのは、まさに経済に活きたおカネが回るということです。

上場企業の手元資金の推移



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成 金融など除く3月期決算企業

従業員の賃金を引き上げる(ヒト)、成長のために設備投資やM&Aにおカネを使う(モノ)、そして配当を増やしたり自社株買いなどで株主に報いる(カネ)。ヒト、モノ、カネのバランスのとれた使い方が目立ちます。これを間近で実感できるから日本の投資家が日本株を買い始めているのだと思います。

日経平均の上値目途

キャスター: ではしばらくこの流れは続きますね? 2万円を超えてどこまでいくのでしょうか?

広木: 基本的に株価と言うのは企業業績を映すべきものですから、この先の企業業績次第です。今期は15%増益と見込まれていますが、それを織り込んでここまで相場は上昇してきたという見方がありますが、僕はそれはどうかな? と思います。株式市場は1年先の業績を織り込むと一般には言われますが、日本株市場がそこまで合理的かというところは思えない。実際問題、終わった期の業績だって上振れをどこまで見込んでいるのか。

現在の日経予想による日経平均のEPSは終わった15年3月期見込みで1130円程度ですが、それでは前期からほぼ伸び率がゼロに等しい。おそらく1200円で着地するでしょう。そこから15%増益だと1380円。これで前期8%増益、今期15%増益という増益率ですが、ここまで織り込んで今の株価水準があるといえ、そうではないでしょう。

1380円のPER15倍で20700円。ITバブルの高値、時価総額過去最高。

1380円のPER16倍で22000円です。株価が1年先を織り込むとするならここまであって不思議ではない。

日経平均のバリュエーションマトリクス

	2015年3月期		2016年3月期
	日経予想	Qコンセンサス	
1株当たり利益 (EPS)	1,130	1,200	1,380
PER(倍)			
15	16,950	18,000	20,700
16	18,080	19,200	22,080
17	19,210	20,400	23,460
18	20,340	21,600	24,840

(出所)マネックス証券作成

キャスター： でも、今月下旬から始まる決算発表では企業は期初から高い数字を出さずに、大幅増益を期待している市場の見方とギャップが生じるリスクが言われていますが…。

広木： 企業が期初は慎重な見通しを出すのは当然で、しかも毎年のことです。既に分かっていることなのに「失望売り」となるのはおかしいですよ。慎重な企業の見通しに引きずられて株価が下がるなら、市場の見通しとはなんのためにあるのか？投資家なりアナリストなり自ら予想する意味がない。つまり、その時々市場のセンチメントが強気か弱気かでどちらに目が向くかわ変わってくる。市場が強気なら企業の業績見通しが慎重でも自分たちの予想を信じるし、逆に弱気なら自分たちの見通しに対する確信度が揺らぐということです。その結果、いかにも慎重な企業側の見通しに引きずられたように見えるだけで、後付の講釈だと思う。

リスクは？

キャスター： リスクはないのでしょうか？

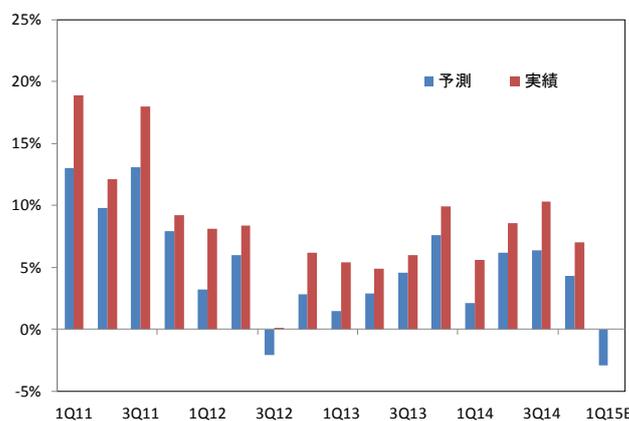
広木： 短期的には米国株でしょうか。今週まさに米国企業の決算発表が本格化してきますが、トムソン・ロイターの調査では前年同期比 2.9%減益の予想です。2Qも小幅減益予想。利上げが見込まれるなかで業績の伸びがないと株価は上がりません。ダウ平均のチャートを見ると三角保ち合いを形成し

ていて、もうじきどちらかに放れそう。減益決算を受けて下に放れると、短期的には日本株にも悪影響がある。

但し、上に放れる可能性も同じくらいか、やや多いくらいあると思う。というのは、1Q決算が減益だということはかなり前から言われて、それを織り込んで米国株のパフォーマンスは冴えなかった。決算発表が過ぎればアク抜け感が出るし、そもそも期待値が高くない分、「予想ほど悪くない」がポジティブ・サプライズになる。

それに米国企業の決算発表は期初の見通しより最終結果のほうが毎回高いという事実が同じくトムソン・ロイターのデータで示されています。

S&P500の利益成長率: 予測と実績の比較



(出所)トムソン・ロイターよりマネックス証券作成

米国株はこの先もきわどい展開が続くので、日本株のリスクであり続けますが、このところの日本株相場は米国株離れができています。ファンダメンタルズがしっかりしていれば海外に引きずられることもなくなるでしょう。むしろ米国株から日本株への資金シフトが起きてもいいくらいだと思います。



利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会