2017年の日本株相場見通し

大和証券 投資戦略部 シニアストラテジスト
石黒　英之

1．日本株を再評価する動きも

16年は「Brexit」や「米大統領選トランプ候補勝利」など英国と米国という２つの大国が人々の予想を大きく覆す決断を行う波乱の年となった。一方、世界の株式市場については、米低金利継続が追い風となる米国株や新興国株が買われ、その裏返しで自国通貨高が業績の重しとなる欧州・日本株が冴えない展開となるなど二極化の動きとなったものの、世界全体でみれば比較的落ち着いた１年だったといえる。

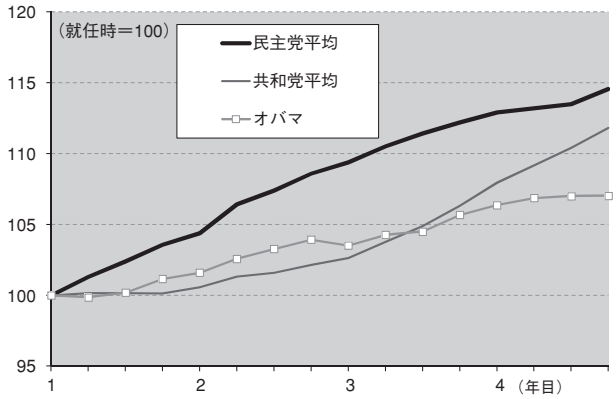
〈目　次〉

１．日本株を再評価する動きも
２．世界景気の回復が追い風に
３．日本株に４つの環境変化
４．リスク要因にも目配り必要
５．日本株の長期的課題は？

17年はトランプ大統領の政策手腕や欧州の政治イベントなどを巡り、世界の株式市場が波乱の展開を迎えるといったリスクシナリオも考えられる。ただ、筆者はそうしたリスクシナリオが顕在化するのはしばらく先だと考えており、メインシナリオとしては、米低金利継続という投資前提が徐々に変わるなか、一段の円高懸念後退で業績回復モメンタムが強まる日本株を見直す動きが海外投資家の間でじわり強まる展開を想定している。

16年度の日経平均の予想PERは日本企業の先行き業績懸念が重しとなり平均すると14倍での推移にとどまっている。しかしながら17年は先述のように日本企業の業績回復モメンタムが強まる年になるとの前提に立てば、予想PERは15倍程度に切り上がるのが妥当と考える。日経平均は20,000円を超える水準まで上昇する展開が見込めよう。本稿では以下で、国内外の投資環境、物色動向、リスク要因、日本株が抱える長期的な課題についてみてい

（図表１）民主・共和各政権の実質GDP推移



（注）民主党＝ケネディ、ジョンソン、カーター、クリントン、オバマ
　　共和党＝ニクソン、フォード、レーガン、ブッシュ、ブッシュJr
（出所）BEAより大和総研作成

きたい。

■２．世界景気の回復が追い風に

まず海外の投資環境についてみてみよう。IMFの世界経済見通しによると、17年も世界経済は低空飛行が続く見通しであるが、成長率は16年の＋3.1%から＋3.4%に伸びが加速することが見込まれている。

こうしたなか、世界最大の経済大国である米国が財政拡張路線の景気刺激策を実施する可能性があることは17年の世界経済をみる上で心強い材料といえる。17年１月に正式に米国大統領に就任するトランプ氏は法人税や所得税の最高税率の引き下げを柱とした10兆ドルの大型減税を実施、同時に雇用創出のため１兆ドル規模の大型インフラ投資を行うと主張している。米国政治では伝統的に民主党は（財政支出が）大きな政府、共和党は小さな政府を志向するが、トランプ氏の場合は「共和党の皮をかぶった民主党」的な政策を掲げている。1960年代以降の民主・共和両政権の実質GDPの推移を比較すると、民主党政権の方が財政刺激策の恩恵を受け、政権１年目から安定して成長する傾向がある。大規模景気刺激策が議会を通ることとなれば、トランプ政権１年目となる17年の米国の経済成長率は予想以上に高まる可能性もあろう。

また、日銀、ECBの量的緩和により、世界的なカネ余り（日銀・FRB、ECBの総資産はリーマン・ショック前の３兆ドル程度から直近では13兆ドル程度にまで拡大）が続くとみられるほか、世界的な低金利（足元でG７の政策金利合計値は過去最低）基調も継続する公算が大きく、今後もリスク資産に資金が向かいやすい環境に変化はないだろう。

14年以降続いてきた原油安基調に一服感がみられ、今後は原油価格が緩やかに上昇基調を辿るとみられることも支援材料だ。その背景には、財政赤字や外貨準備高の減少に苦しむサウジアラビアやロシアなどが原油の協調減産や増産凍結といった措置を取ることで、これまでの原油安戦略から原油高戦略に方向転換する可能性が高まっていることが挙げられる。

今後原油価格の緩やかな上昇が持続することになれば、世界の金融市場に対する影響力が大きいオイルマネーの動きに変化がみられる可能性がある点は見逃せないポイントだろう。IMFが公表している中東産油国の財政収支均衡原油価格をみると、サウジアラビアの同価格は15年の１バレル90ドル台から16年～17年には70ドル台にまで低下する見通し。「均衡価格低下＆原油価格上昇→中東産油国の財政赤字縮小」となれば、オイルマネーによるリスク資産の換金売り圧力（原油安により直近１年間で中東・欧州の政府系ファンドの残高は約1,000億ドル減少）が弱まることになり、世界の株式市場にとってプラスに働くことになりそうだ。

３．日本株に４つの環境変化

次に国内についてみていきたい。アベノミクス相場が始まった12年11月以降、15年６月第１週にかけて海外投資家は日本株を累計で21兆円買い越した。ただ、その後はアベノミクスに対する懐疑的な見方や円高進行に伴う業績下振れ懸念などを背景に彼らは日本株に対して売り越し姿勢に転じ、16年９月末までで差し引き９兆円超もの日本株売りに動いた形だ。ただ、今後は①政治、②為替相場、③業績、④需給などの面で日本株を評価する動きが徐々に強まってくるとみており、17年は海外投資家が日本株市場に再び戻ってくる年になるのではないかと考えている。

17年は日本の政治的な安定が際立つ年となる可能性が高い。米国ではトランプ氏の大統領としての政策運営に対する不透明感が意識されるほか、欧州ではフランスで大統領選、ドイツでは総選挙を控えるなど、17年は欧米の政治が不安定になりやすい年となる。一方、日本は自民党が総裁任期をこれまでの連続２期６年から３期９年にすることを決定し、17年３月の党大会で党則を改正する運びとなるなど、政治が一段と安定する方向に向かいつつある。総裁任期延長により21年まで安倍政権が続く道筋がみえ始めるなど、日本の政治が長期的に安定するとの見方が強まることは日本株に投資する海外勢に対して安心感をもたらすことになるだろう。なぜならば政権の長期化が現実のものとなってくると、安倍政権の政策実行力は一段と高まるとみられ、成長戦略や構造改革などの政策も徐々に進展するとの期待も高まりやすいためだ。安倍政権は政府・日銀が一体となって財政・金融両面から政策運営を行う枠組みを築き上げてきた

が、その一方で成長戦略や構造改革にも意欲的に取り組む姿勢を示している。安定した政権の下で、安倍政権の政策の軸足が成長戦略や構造改革などに緩やかながらもシフトしていければ、日本株に対する海外勢の期待が再び高まることにつながるだろう。

一方、為替相場についてはどうか。17年は米国のインフレ圧力を高める政策（景気刺激策、大規模財政、移民・関税規制等）が目立つトランプ氏が次期大統領となることで、「米長期金利上昇→円安」という流れが緩やかに進むとみるのが妥当だろう。また、施行時期にもよるが、トランプ氏が政策として掲げている多国籍企業の海外利益を本国に還流させる「本国投資法（HIA）」を早期に法案として成立させることとなれば、市場のドル高期待が一段と高まる場面も想定される。05年にHIAが実施された際もドル高が進んだが、現在、米国企業の海外留保利益は当時の倍となる２兆ドルを超えるとみられているだけに、HIA実施となれば１ドル＝115円程度まで円安が進む場面もあるだろう。

一方、日本の要因として、９月会合で導入した金融政策の新たな枠組みが徐々にではあるが機能し始めている点は見逃せない。９月会合前までは日銀の金融政策限界論が高まっていたこともあって、先々の日銀の金融政策の限界を織り込む形で、「期待インフレ率低下→実質金利上昇→日米実質金利差縮小→円高」という構図が強まっていた。ところが日銀が同会合で政策を動かす際の主な目安を「量」から「金利」に切り替えたことによって、「量」がいずれ限界を迎えるとの見方が後退。市場を覆っていた日銀の金融政策に対する限界論は払拭されつつある。実際、９月会合前の時点において0.2%台で推移していた期待インフレ率が、足元では約0.5%程度となるなど緩やかながらも上昇基調に転じ始めた。日本の期待インフレ率が1.1%程度で推移していた15年春頃の水準に戻るだけでも、同インフレ率が現状よりも0.6%程度も上昇し、日本の実質金利はその分だけ低下することになる。日本の実質金利低下により円安が進みやすくなっている側面も無視すべきではないだろう。17年のドル円相場は１ドル＝100～115円程度での推移を想定するが、基本水準は１ドル＝110円程度を想定している。

日本の業績をみる上で、17年以降、為替面の重しが取り除かれる可能性が高いことは支援材料といえる。円高などが重しとなり、16年度の日本企業の業績は経常利益ベースで減益となる公算だが、先述のように17年のドル円相場が１ドル＝110円程度での推移となるならば、前年比でみて為替は円安となり17年度の輸出企業の業績押し上げ要因として働くことになる。実際、16年４月～10月末までのドル円期中平均レートは105円程度（前年同期は122円）となったが、今後は四半期ごとに前年比でみた円高圧力が弱まり、17年４～６月期には前年（108円）比で円安となって

くる。円高による業績下押し圧力から今後は円安による業績押し上げ圧力が高まってくることは輸出企業の多い日本株にとってプラス材料といえよう。

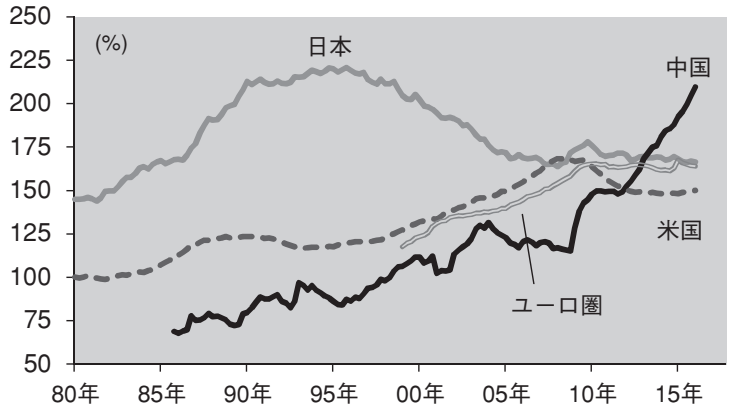
また、世界需要に回復の兆しがみえ始めたことも17年度の日本企業の業績回復を後押しすると考える。世界需要の先行指標の側面がある日米欧中の製造業PMIをみると、５月頃を底にいずれも好不況の分かれ目である50を上回り指数が上昇基調を維持している。また世界のハイテク需要の先行指標の側面がある台湾の海外輸出受注額をみても、８月に17ヵ月ぶりにプラスに転じ９月もプラスを維持するなど、ソフト、ハードデータの両面で需要回復の兆しがみられることは明るい材料といえよう。17年は為替、需要の両面が日本企業の業績回復を後押しする可能性が高く、大和では17年度に日本企業の経常利益が過去最高を更新するとみている。

政治・金融政策・業績の３つに明るい兆しが出てきたことで、海外投資家が日本株を見直す条件が整いつつあることは需給面での追い風となる。各国・地域の株価指数の予想PERをみると、米国（S&P500）の18倍、欧州（STOXX600）の16倍に対して、日本（TOPIX）は15倍（すべてBloomberg予想）にとどまるなど、バリュエーション面でみて相対的に割安といえ、日本株は海外勢にとって魅力的な投資対象として意識されやすい水準にあるといえる。日本株の売買（委託・金額ベース）で約70%のシェアを握る海外投資家の投資動向が日本株上昇の原動力になると考えている。

世界需要が底入れ好転し、為替面での逆風が収まるとの前提に立てば、物色面では景気敏感株に資金が向かうことになりそうだ。日本株については米国株、欧州株と比べ、全体に占める景気敏感セクターの比率が高い。資本財・サービス、一般消費財・サービス、情報技術、素材を景気敏感業種と位置づけると、その比率は日本（TOPIXベース）が60%程度、米国（S&P500ベース）が45%程度、欧州（STOXX600ベース）が35%程度となっている。世界的に景気敏感業種への注目度が高まる場面では日本株が欧米株をアウトパフォームする展開となりやすいだろう。

16年半ばまでは世界景気の先行き不安が意識される状況が続いてきたこともあり、物色動向としては食品やヘルスケアなどのディフェンシブ業種が買われ、景気敏感株が相対的に弱い動きとなってきた。ただ、足元で世界景気の先行きに明るい兆しがみえ始めるなど、景気敏感業種を取り巻く事業環境が好転しつつあることを考えると、今後の業績拡大を織り込む形で、自動車や電機、電子部品、機械、商社などの業種に物色が向かうこととなろう。なかでも17年度に過去最高益更新やそれに近い利益を稼ぎ出す見通しにもかかわらずPBRやPERが低位にとどまっているバリュー株の水準訂正の動きに注目している。

（図表２）各国・地域の民間債務対GDP比率



（出所）ブルームバーグより大和証券作成

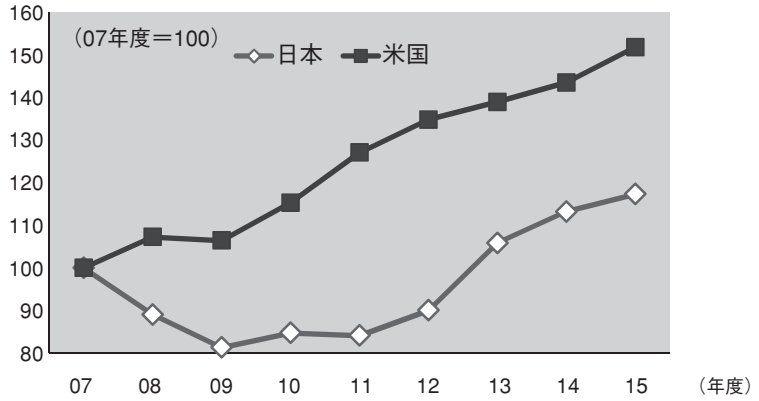
４．リスク要因にも目配り必要

これまで17年に想定されるポジティブなシナリオを中心に日本株の見通しを論じてきたが、果たして17年は楽観相場となるのだろうか。そこにリスク要因は潜んでいないのだろうか。こうした問いに対する答えとしては、17年もリスク要因は多く、ネガティブ材料にも目配りした慎重な投資姿勢を心がけることが肝要と申し上げたい。

17年のリスク要因としては大きくみると３つあるとみている。まず１つ目は、トランプ氏の政策運営だ。トランプ氏自身がまずは経済政策などを優先する意向を示しているほか、共和党議員が過半数を握る議会がトランプ氏の極端な政策の「防波堤」になるとみているため、筆者は米国の政策運営における「トランプリスク」がすぐに顕在化する可能性は低いとみる。ただ、トランプ氏と議会の溝が深まり、米国の政策が停滞してしまうリスクや米国の外交戦略の転換等により、世界全体で地政学リスクが高まることも想定される。トランプ氏の政策運営は未知数なだけにその動向には常に目を光らせる必要があるだろう。

２つ目は欧州リスクだ。先に述べたように17年の欧州は政治の年となるため、おのずと市場の注目は欧州に向かいやすくなる。トランプ勝利の波が欧州の反体制派勢力を刺激することとなり、今後欧州政治が不安定な状況になる可能性は十分想定される。ただ、欧州は反体制派勢力が躍進したとしても、米国のように大規模な景気対策に動けるような状況ではない。仮に欧州の人々がトランプ勝利に魅了され、17年の選挙で反体制派勢力が主流派になってくるようだと、欧州は米国と異なり大混乱に陥る可能性がある。

（図表３）日米時価総額上位30社（金融・エネルギーを除く）の売上高推移



（出所）ブルームバーグより大和証券作成

欧州の政治が不安定になってくると市場の警戒の目は欧州金融機関の動向に向かいやすくなる。というのは、17年はこのところ経営不安が燻っているドイツ銀行やイタリア大手銀行の債務償還が大量に控えており、当局による何らかの政策対応が必要となる場面も想定されるためだ。政治の混乱を背景に、欧州に端を発する形で信用リスクが高まる可能性には注意する必要があるだろう。

もう１つの大きなリスク要因は、新興国の債務問題だ。米国の低金利政策が継続していることもあり、同問題は表面上落ち着いているようにもみえる。ただ、今後、米国が市場の予想を上回るペースで利上げを行うことになった場合、果たして新興国は落ち着いた状態を保つことができるのだろうか。答えはおそらく「ノー」だろう。

国際決済銀行（BIS）の統計によると新興国の債務残高は25兆ドルに上るなど、近年急速に増加している。個別にみると中国の民間債務のGDP比率が210%となっており、バブル崩壊時に日本の民間債務が膨張した水準（221%）に近づきつつある。すでに企業債務のGDP比率については169%と、バブル崩壊時の日本企業の同比率（149%）を超えている有様だ。米国の利上げピッチが早まりドル高が進む場面では新興国の債務が雪だるま式に膨らむ懸念が急速に高まるとみられ、新興国から資金を引き上げる動きが加速する公算が大きいと考える。産油国がこれまでの原油安戦略から原油高戦略に転換しつつあることや、トランプ氏の政策により米国のインフレ懸念が高まる可能性があることを考慮すると、17年は「予想を上回るペースでの米利上げ→新興国から資本流出→グローバル・リスクオフ」という展開も十分想定される。

これまでみてきたように、17年は世界の市場を揺るがすような大きなリスク要因が潜ん

でいる。そうしたリスクが顕在化した場合には、当然のことながら、世界的な景況感の悪化や円高などを通じて日本の企業業績もダメージを受けることとなり、日本株の上昇シナリオを阻害する要因となり得る。世界に潜むこうしたリスク要因に対して常に目配りしながら投資する姿勢が求められよう。市場全体に過度な楽観ムードが漂ったときほど、注意する気持ちを忘れないようにしたい。

5．日本株の長期的課題は？

最後に日本株が抱える長期的な課題について考えたい。筆者は日本企業の業績が世界景気や為替など外的要因に対して過度に依存する体質を憂慮している。日米企業を比較するといかに日本企業が外的要因に依存しているかが理解できる。リーマン・ショック前の07年度から15年度までの日米時価総額上位30社（金融・エネルギーを除く）の売上高推移をみると、同期間において米国企業は売上高を52%増やしたのに対して、日本企業は17%しか伸ばせていない。なかでも目立つのは、米国企業はリーマン・ショックや欧州債務危機の局面でも売上高の増加基調が崩れないのに対して、日本企業は世界景気の悪化や円高が進む場面で売上高を大きく落とし、円安になると売上高が伸びるというまさに外的要因に依存する動きとなっている点だ。長期間にわたって株価上昇が続く米国株と90年代から続くボックス相場から未だに抜け出せない日本株という「格差」の背景にはこうした点が強く働いているとみられる。

日本株は外的要因のなかでも為替の影響を非常に受けやすいことは日経平均と円相場の相関をみれば明らかだ。実際、主要国の株価指数と自国通貨の相関（通貨安株高＝順相関）をみると、日本株の順相関が世界で突出している。日本株は輸出企業が多いため、株価の中長期的なトレンドを決める企業業績がどうしても円相場と連動しやすいことが背景にあるのだろう。ただ、現在のように為替依存が極端に強すぎる構造が続くのであれば、日本株の持続的な上昇は期待できない。為替に頼らなければ良い業績を出せないというのは、日本企業の収益力が脆弱であることを意味するためだ。先に述べた米国企業については景気や為替が企業に逆風となる場面であっても、そこはイノベーションを生み出すなど自らの力で需要を創出することで、業績を伸ばすことができており、その点で米国企業の収益力は極めて高いといえる。加えて、企業の一株あたり利益を向上させるべく自社株買いなど余剰資金を有効に用いた資本政策を日本企業以上に積極的に行っていることも米国企業の優れた点といえるだろう。

日本企業については、円安頼みの他力本願型の収益構造を見直し、米国企業のように競争力のある収益体質に変貌を遂げることが求められるが、果たしてそのような体質に生まれ変わることができるのだろうか。筆者はこの問いに対して「できる」と考えている。な

ぜならば、日本企業のなかでも数は少ないが日本電産やダイキンなどのように厳しい環境下でも高水準の利益を稼ぎ出す企業が実際に存在しているためだ。幸い、日本には潤沢なキャッシュが眠っている。企業が保有する現預金残高は240兆円程度。家計が保有する現預金残高も含めると、その額は1,161兆円と日本の名目GDP比で2.3倍にも上る（00年時は1.8倍）。企業がリスクを取る形で研究開発や海外M＆Aなどに積極的に資金を投じることもできるし、あるいは攻めの投資が厳しいのであれば、潤沢な資金を元手に株主還元を強化することで一株あたり利益を高めるという手法も活用できる。また個人においては企業活動を後押しすべく、リスクマネーを企業に供給する余地は非常に大きいといえる。膨大に積み上がる現預金が示しているように、内向き志向が続いてきた企業や個人のお金が動き出せば、日本企業だけでなく、日本経済全体にも変化が訪れる可能性がある。今こそ企業や個人が動き出すときだと筆者は考えており、その結果が出始めたときが日本株の長期上昇相場の始まりが訪れることを意味するのではないだろうか。