

ストラテジー

今後の日本株見通しと投資戦略

SMBC日興証券 株式調査部 チーフ株式ストラテジスト
阪上 亮太

1. はじめに

2016年初からマーケットは大荒れです。我々ストラテジストは年間見通しとしてターゲットを出すとともに、高値、安値の想定を持っていますが、ほとんどのストラテジストが想定していた安値をすでに割っています。

2016年はこの数年間と比べても、見方がかなり割れています。昨年今の頃の株式市場はおおむね強気との見方がほとんどでしたが、今年は上は約25,000円の予想から、下は18,000円ぐらいにとどまると、かなり幅が出

ています。年の前半と後半、どちらが強いのかも見方が割れているところです。

こうしたなかで私は、年前半は相当マーケットがもたつくのではないかとみています。後半に上がりやすく、また上を目指していくのではないかという考えです。高値に関しては、比較的慎重な数字を想定しており、日経平均で20,000円～21,000円ぐらいの間が高値になるかと思います。足元の水準からみると、それでも結構な上昇余地がありますが、そういった見方です。

今日はその背景を詳しく説明するとともに、日本株の物色動向についてもいくつか話を進めてまいります。

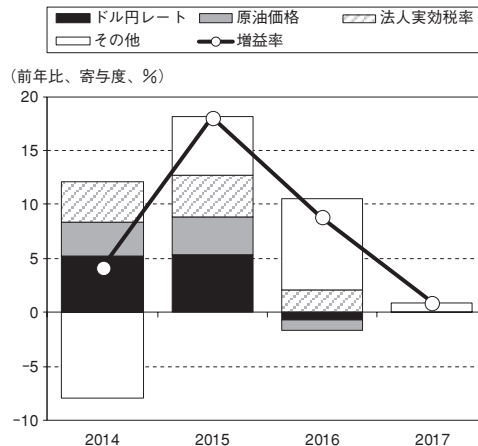
—〈目 次〉—

1. はじめに
2. 2016年のグローバル要因と日本株動向
3. 成長加速度鈍化 日本株への影響
4. 変化する経済のファンダメンタルズ
5. オリンピックは日本の成長描く契機

2. 2016年のグローバル要因と日本株動向

昨今の頃の2015年度予測は強気の見方が非常に多く、何が起ころうとも大幅増益だとの

(図表 1) 増益率の要因分解



見方が支配的でした。この点については、2015年度のEPS（1株当たり利益）の増益率は約15%と、現時点でも考えています。

ただ、問題はこの15%のうち約3分の2にあたる10%は外生要因です。円安、原油価格の大幅下落、さらには法人税減税の実施。この3点によって、だいたい10%は押し上げられていると計算されます。逆にいえば、実力ベースでの増益は約5%というのが2015年度の姿です。

これに対して2016年度は、一部を除き外生要因が一巡し、実力勝負の年になるとみています。すなわち外生要因の支援なしで日本企業がどのくらい増益できるのかがポイントになってきます。その実力勝負での2016年の増益率ですが、5%前後を見込んでいます。

背景には大きく3つあり、1つはアメリカの景気の回復感が強まってくること。2つ目は国内の景気に関して、賃金の上昇率が昨年

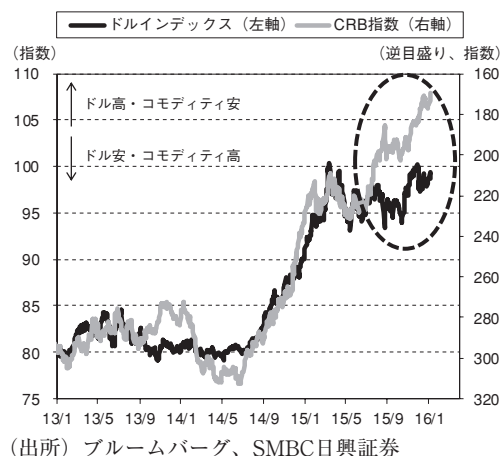
から加速してくるとの見方。3つ目はテクニカルな要因ですが、2017年度実施を前提とした消費増税による駆け込み需要の発生です。これらを加味して、5%程度の増益と考えています。ただ、2017年度の見方は、消費増税を前提にすると、どうしても微増益にとどまらざるを得ません。

結果として予想されるTOPIXの動きですが、最近の日本株はEPSにおおむね沿った動きをしてきます。一時的に株価が大きく崩れることがあっても、業績がしっかりしていればそこに戻してくるということです。それを勘案すると、TOPIXで1,650ポイント程度高値の想定になってくると思います。日経平均ベースでは、20,000円～21,000円の水準です。

ただしこの大前提には、足元のマーケットの混乱がどこで、こういった要因で収束するかをみていかなければなりません。

現在の混乱の背景には大きく2つありま

(図表 2) ドルインデックスとCRB指数



す。まずコモディティ価格、特に原油価格の下落が止まらないこと。もう1つは中国人民元の下落が止まらないことです。原油価格の下落は、新興国の景気悪化、アメリカのハイ・イールド債のデフォルト懸念につながり、一方で中国人民元の下落は、中国景気の悪化懸念につながる格好です。

最近の原油およびコモディティ価格は、供給過剰だから下がるという意見が支配的ですが、供給過剰状態は以前から続いており、新しい話ではありません。2014年後半から2015年前半のドル高を背景にしたコモディティ安と考えた方が説明はつきます。

しかし2015年後半以降は、これがもう一段売られる形になっています。この間、ドルはほとんど動いていないので、ドル高背景ではないコモディティ安が始まったといえるでしょう。この間の動きとぴったり連動しているのが人民元の動きです。つまり2014年のコモ

ディティ安はドル高、2015年後半以降のコモディティ安は人民元安が背景になっています。ただし、商品価格は下がり、人民元が売られるとは考えにくい。今後の動きであり得るシナリオは、人民元安を受け、世界的に景気悪化が懸念され、リスクオフに向かう。その結果、コモディティが売られるという流れです。これが正しければ、今焦点を当てるべきは、人民元がどこで下げ止まるかです。

中国の輸出の動きは、人民元の動きに連動しています。タイムラグがおおよそ5カ月から6カ月あるので、人民元が下がってもすぐに輸出が増えるわけではないですが、いずれ輸出は増えてきます。この見方に則ると、昨年後半からの人民元安による輸出への刺激で、そろそろ回復してくるのではないかと思います。実際、1月半ばに出た中国の貿易統計、輸出の数字にも改善の兆しがみられました。中国の経済指標に改善の動きがみられ

(図表 3) 人民元とCRB指数



ば、人民元の下落にも必然的に歯止めがかかってくるでしょう。そうなれば、世界的なリスクオフ傾向は揺り戻し、商品市況も多少は反発。WTI原油先物価格で40ドル台ぐらいまでの反発は十分起こり得ます。

日本株の動きに話を戻すと、今は確かに下がり過ぎです。人民元が落ち着いてくれば戻す余地はあると思います。ただし、せいぜい19,000円台までというのが今年前半の見方です。そこに影響するのが、日本株の場合は本決算時に会社が出す年度の会社計画のことで、日本企業はいつもおおむね弱気の計画を出します。アナリスト予測との乖離幅は、平均するとマイナス5%。これが平常時の姿で、情勢が悪いときには7%、さらには2桁の下ぶれもあります。そうすると、たとえばアナリストが5%増益だという年でも、会社計画は微増益か減益で出てくる可能性が高くなっています。特に今のように為替が115円

から120円の間だと、かなり保守的な会社計画が出てきかねません。

こうしたことも「今年前半の日本株は厳しい」とみている背景にあります。つまり会社計画が弱いことはマーケットも容易に想像がつき、それを意識すれば、上値は追いつらい展開になってきます。特に1-3月期は下落基調で推移する傾向があります。

ここから言及して転換点になり得るのが5月半ば、弱い会社計画が出そろった後です。マーケットとしては、その弱い数字に目線を合わせるからです。そこから比較して、第1四半期、第2四半期の業績は上ぶれてくるだろうとみて、株価は上がりやすくなります。このパターンになれば、会社計画の弱さが株式に連動し、「年前半弱い、後半強い」という見方につながります。

つまり今年前半の日本株は我慢のとき、後半の上昇に期待というのが、全般的な相場観

です。

■ 3. 成長加速度鈍化 日本株への影響

次に日本株の中身にかかわる重要な話をします。

ここ2年ほど機関投資家の方々が口をそろえるのは、「株の物色がおかしい」ということです。日本株はこの2年間大きく上昇していますが、主に上がっているのは、俗にディフェンシブ株といわれる内需の安定成長株です。半面、一般的に景気が回復し、株が上がる時に上昇しやすいシクリカル（景気敏感株）がまったく上がっていません。

こうした物色の歪さを受けて、市場では犯人捜しが行われました。アナリストの意見として最も多かったのは、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）や日銀の存在感の増大化です。彼らはおおむね指数全体を買う、いわゆるパッシブ投資をしています。株価全体に投資されると、個別銘柄では一般の機関投資家が取引しない株の方が価格のインパクトが出やすいというわけです。あるいはスマートベータというある属性を持った銘柄に集中的に投資する戦略も同様です。こういった動きも影響しているのではないかと説明する声が多く見受けられました。

しかしその説明では十分ではないというのが私の意見です。実はこの現象は、日本だけのものではないからです。アメリカ、欧州、

最近まではアジアでも同じことが起こっていました。ここから日銀やGPIFの行動といった日本独自の需給の要因だけで説明できる部分は小さいという仮説が立ちます。

では世界的になぜ同様の現象が起こっているのでしょうか。理由を説明する必要があります。その説明の内容によっては、今年も続く現象なのか、出遅れているシクリカルがどこかで逆襲を始めるのか、そのヒントが得られます。

こうした現象が起こっている背景の1つは、世界的に長期金利が低下傾向をたどったということ。もう1つは、世界的に成長率の加速が止まったこと。この2つが今のマーケット環境を生み出している要因です。

なぜこうなるのか。PERと金利の相関をとると、プラスの相関が強い業種と弱い業種があります。たとえば証券業、保険業など金融業種は、金利が下がる局面でPERが下がる傾向があります。一方で、医薬品やサービス業などは、金利が下がる局面でPERが上がる傾向があります。

教科書的に解釈すると、金利が下がるのはディスカウントレートの低下です。これは一般的にPERの上昇要因とされます。低金利だから、より低い益利回り、すなわちより高いPERが許容されるという理屈になります。ところが成長期待がもう1つのPERを決める重要要素となってきます。要は成長が変わらず期待できる銘柄ほどPERが高い傾向があり、成長期待が低い銘柄はPERが低くなる傾向が

あるということです。

問題はおおむねシクリカルの領域に入る証券、保険、車といった業種は、金利が下がる環境下では総じて成長期待が下がる傾向にあることです。アメリカの長期金利がどんどん下がるのは、アメリカの成長が低いとみるからであり、そうすると自動車株の成長期待も下がります。

一方で、ディフェンシブ、グロース株といわれる業種株は、成長期待はあまり変わりません。たとえば世界の景気がどうであれ、ユニチャームは一定の需要を持って成長していくとみるわけです。こういった業種は、金利の低下はディスカウントレートの低下になり、PERが上がると解釈できます。これは世界的な金利の低下傾向がディフェンシブ中心に高いパフォーマンスをもたらしていたという1つ目の解釈になります。

ここから導き出されるのは、現時点でシクリカルにあたる業種は総じて割安です。PERは10倍前後、PBRは1倍を割っている業種がかなり多いですが、これらがどんどんPERを拡大させる可能性があります。つまりバリューとなっている銘柄が上がるための条件は何かというと、世界的に長期金利が上昇傾向に転じることとの見方になってきます。

私の観点では、少なくとも今年前半は長期金利の上昇は厳しいと思います。世界的には、まだ景気の先行き不透明感は続いており、FRBもどれだけ利上げを続けられるかわかりません。一方で、ECBや日銀は大規模な

金融緩和を続けています。こういう状況のなか、金利の上昇は仮にあっても1年の後半の展開ということになるでしょう。

ただ、ここ2年間のように金利がどんどん下がっていく状況はそろそろ終わりだろうと考えます。たとえばアメリカの10年債は2014年初に3%台だったのが、2%まで下がるという動きがありましたが、ここからさらにアメリカの長期金利が半分にはならないでしょう。そう考えると、グロース株のPERがどんどん上がる状況も終わるという形で、金利というファクターに関しては、しばらくニュートラルとの見方をしたいと思います。

そうすると、問題は業績をどれだけ伸ばすことができる環境なのかというEPSの議論に移ってきますが、そこで重要なのが前述の2つ目の解釈である世界的に成長が加速しなくなったという論点です。

2000年あたりで先進国の成長率はピークを迎えています。その後はおおむねプラス成長を続けていても、成長率の水準がだんだん下がっています。かつては3%台後半の成長ができていたアメリカが、3%台前半になり、2%台になり、今は2%台半ばがせいぜいだと、こんな見方になってきているということです。ほかの先進国も同様で、成長率が徐々に鈍化しています。

その一方で、最近まではBRICsをはじめとした新興国が加速度的な成長をしていました。2000年代前半が典型的で、中国経済が6%成長から8%になり、10%になるといった

具合で成長を続ける姿になっていたのです。

ところが、今現在の問題は成長が加速し、けん引力となりそうな国が徐々に見当たらなくなってきたことです。中国も中長期には、緩やかに成長率が下がっていくというのがおおかたの見方です。ロシア、ブラジル、インドネシアなども同様です。むろん潜在的な能力として、アフリカやアラブなどが高度成長段階に入る可能性はあるでしょうが、当面は難しいというのが現状です。

1970年代から2000年代初頭にかけては、世界131カ国の3割から4割の国と地域がGDP比1%以上の大幅な成長を実現してきましたが、これが徐々に減ってきています。IMF（国際通貨基金）が出している2020年までの長期予想に基づく、20年にはほぼ皆無になってくる。そういう世界に我々は向かっているのです。

この状況から生じる問題は、投資の動きは成長率ではなく、成長率の加速度に依存する面が大きいということにあります。これを「加速度原理」といいます。たとえば3%成長の国であれば、将来にわたっての3%成長を前提にして生産設備を構築しています。これが2%台に減速すれば、これまで3%を当て込み構築していた設備が過剰設備になり、設備投資を減らしてしまいます。つまり設備投資の増減は、成長率の加速減速に依存するというのが加速度原理の考え方です。

中国は高い成長率で推移していますが、それでも10%から6.9%へと減速をしていく過

程では設備投資も減少します。その結果、中国の経済指標をみると、個人消費は大幅に増えても、電力消費量、貨物輸送量など企業と関連する指標はほとんどマイナスになっています。この背後にあるのはこうした現象であり、成長が鈍化すれば、設備投資は出なくなるという証左です。

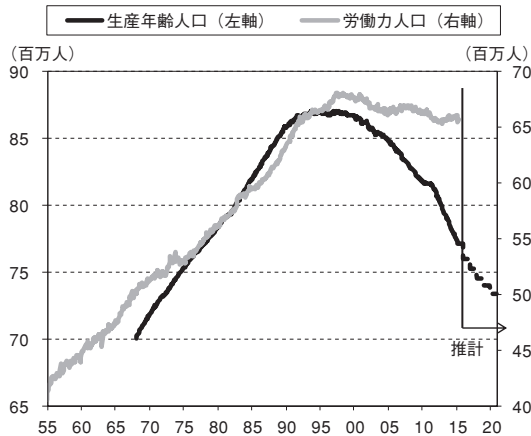
一方で、個人消費は所得が増える限り増えます。成長率が下がっても、プラスの成長を維持していれば、着実に消費は増えていきます。つまり、今の「成長はするが、加速をしない経済」とは、設備投資から個人消費へ、B to BからB to Cへの構造変化をもたらす現象なのではないでしょうか。

■ 4. 変化する経済のファンダメンタルズ

日本がかつて加速度的成長を遂げていた時代には、設備投資が盛んでした。その時代には、産業財メーカーや自動車などの業種が成長の中心にいました。これらの花形業種にはアナリストの手厚いカバーがありました。

しかし、今後は設備投資中心から個人消費中心へと経済構造が変わり、産業の主役も移っていくことになります。B to BからB to Cへ、あるいはストックビジネスからフロービジネスへとという構造変化が起こりやすくなっています。日本においても、こうした経済のファンダメンタルズの変化が、ディフェンシブ株の高パフォーマンスにつながっている面

(図表 4) 生産年齢人口と労働力人口



(注) 生産年齢人口の推計は国立社会保障・人口問題研究所による
(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

があると考えられます。

総じて、金利がどんどん下がっていくなか、ディフェンシブのPERが拡大しています。この要因がなくなったとしても、経済のファンダメンタルズから考えると、個人消費中心の業種の有望性は変わらず、当面この状況は続くと思われます。

どうしても株式のストラテジストは逆張りの発想になりがちで、今は割安になっている銘柄を勧めたいところです。しかしこうした構造変化を考慮すれば、むしろ安定成長の銘柄にこそ、収益の機会があるとの見方にならざるを得ないとも思っています。

このような話をすると、「ではB to Bビジネスの業種は全部だめなのか」といわれかねないところがあります。それに対しては、総じてB to Bのパイの拡大は終わり、しかし全部終わりではなく、だからこそ個別のテーマ

がより重要になり、銘柄選別の軸になってくると申し上げています。

個別テーマで今注目をしているのは、日本は人手不足の状態に入っているということです。雇用判断DIは、現在大幅に不足状態となっています。セクター別にみても、雇用に関してはすべて不足です。要するに労働需給がタイトなのですから、賃金は上がりやすい。少なくともそういう環境になっています。

なぜ今人手不足なのか。これは単純な話、高齢社会となり労働力人口が減っているわりにGDPは基本的に上昇基調を維持して、経済の成長は止まっていないからです。このギャップが人手不足につながっているのです。政府がよくいっている女性の社会進出や、高齢者が働きやすい環境づくりを進めても、労働力人口の減少の食い止めは容易ではありません。生産年齢人口（15歳から65歳）はより

急激なペースで落ちています。

逆説的にいえば、日本が成長を続けるためには、このギャップを埋め続けるしかないのです。つまり生産性を上げるしかありません。

政府もその点は認識しはじめています。アベノミクスが始まったときに出了された成長戦略のなかでは、いかにして消費を増やすか、いかにして設備投資を増やすか、この議論ばかりをしていました。ところが、昨年出した成長戦略の第3弾では、生産性の改善が重要だといいはじめました。特に日本は非製造業の生産性が低いとされていますから、そこをいかに上げていくかが課題なのだと。つまり焦点が変わってきています

株の世界に置き換えて考えれば、この生産性の改善に貢献するような会社は当然の間、追い風だということになります。企業が生産性を上げていかなければいけないことを政府も認識しているとなると、様々なサポートを仕掛けてきます。今後は生産性改善関連が有望なテーマになり得るのではないのでしょうか。

生産性改善の議論を中心に行っている経済産業省がしているのは、「日本は決定的にIT投資が少ない。ここを増やしていかないと生産性はなかなか上がらない」ということです。設備投資に占めるIT投資の比率を日本とアメリカで比較すると、日本は約20%、アメリカは約40%で、倍近い開きがあります。毎年の設備投資でこれだけの差が開いていると、その蓄積である資本ストックベースで

みると、かなり水をあけられている状況になっています。つまりITの基礎的なインフラの厚みがアメリカと日本では相当な差があるのです。

今、フィンテック、自動運転、サイバーセキュリティなど、ITにまつわる様々なテーマがありますが、IoT革命をやっていくうえでIT投資が決定的に少ないということが問題になってきます。逆にいえば、需要が出てくる可能性が高い分野だと考えられるのではないのでしょうか。

生産性の改善をテーマとして考えたときに有望な業種は、IT以外にも省力化機械があります。いわゆる自動化であり、特に非製造業にかかわる自動レジや自動チェックイン機などの製品を作っているメーカーです。さらにBPO（ビジネスプロセスアウトソーシング）、いわゆる企業の部門のアウトソース先となり得る会社で、それらも生産性改善に貢献してくると思います。

■ 5. オリンピックは日本の成長描く契機

最後にもう1つ話しておきたいテーマは、オリンピックです。

「2020未来開拓部会」。これは経済産業省の産業構造審議会内にある部会です。そこで交わされる議論が興味深く、最近注視しています。ここではオリンピックを契機に、将来の日本の成長のためにどういった産業を育成し

ていくのかを議論しています。

将来の日本の成長をどう描くのか。オリンピックがきっかけとあれば、規制改革も進めやすく、予算も付きやすいといえます。

この部会では、9つの分野に今後の重点的育成産業として焦点を当てています。そのうちのいくつかを紹介します。

まず「モビリティ」。自動走行です。これは夢物語ではなく、これから実現に向けてかなり動いてくる分野です。次に「スマートコミュニティ」。電力の小売り自由化に関連する事業はここに入ります。「サイバーセキュリティ対策」も重要なテーマです。前回のオリンピック（1964年）のとき、セコムができたのですが、今回はサイバーセコムだという意気込みです。

ユニークなのは、「スポーツ」を重点的育成産業に挙げているところです。今さらのようですが、日本はスポーツのビジネス化が非常に遅れています。たとえばスポーツ産業のGDPに占める割合は、アメリカが約3%に対して日本は1%程度にとどまっています。収入規模で表すと、日本のプロ野球は大リーグの8分の1です。GDPの2%分を上げる余地があるというのが経産省の発想ですが、金額換算すると約10兆円です。

安倍政権が打ち出しているGDP600兆円の世界をつくるためには、約100兆円もGDPを増やす必要がありますが、「そのうちの10兆円はスポーツで増加できるのではないか」というのがこの動きです。

たとえば日本の野球やサッカーのスタジアムは、ショッピングモールやアミューズメント施設が併設されていません。あるのは東京ドームぐらいです。欧米に行くと、だいたいはショッピングモールとアミューズメント施設が横にあり、お金を落とす仕組みができています。日本のサッカースタジアムの多くは、郊外にポツンとあり、そこに行って帰るだけになっています。こういったところから変えていこうという話が出ています。このようにオリンピックそのものより長い目でみた議論がなされているのです。

以上をまとめると、2016年は日本株全体としては実力勝負の年であるということ。上値はあっても、過去数年のような大幅上昇は見込みにくいとみるべきです。特に前半は我慢のタイミング、後半からは上昇に期待というのが全体の相場観です。

こうしたなか肝に銘じておくべきは、世界的に加速度が出ない低加速度の時代に入ったことです。そうなると、個人消費が優位になりやすく、個人消費関連の業種が引き続き有望という見方になります。

一方で、企業周辺のビジネスに関しては、人手不足から生産性改善が重要視されてきます。これらの需要や期待に応える業種、個別銘柄が次代の有望株として注目されています。

（本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：榊原 宏司）