

2015年の日本株式見通し： 年央高・後半調整含みの展開か



三菱UFJモルガン・スタンレー証券 エクイティリサーチ部

芳賀沼 千里

日本株は2015年前半に力強く上昇すると予想する。年前半の株価上昇要因は、1) 2014・15年度の日本企業の二桁経常増益とコーポレートガバナンスの改善、2) 賃金上昇に支えられたデフレ脱却、3) 外国人投資家の日本株買いと限定的なエクイティファイナンスなど良好な需給関係となろう。但し、年後半には、米国の金融引締め策がクレジット市場や米国株の下落を通じて日本株の下押し要因となる可能性に注意する。

〈目 次〉

1. 日本の良好な企業業績とコーポレートガバナンスの改善
2. 賃金上昇に支えられたデフレ脱却
3. 日本株の良好な需給関係
4. 米国の金融政策の転換と株価下落リスク
5. 円安一巡の可能性と為替・日本株のデカップリング

■ 1. 日本の良好な企業業績とコーポレートガバナンスの改善

日本株上昇の第一の理由は、2014・15年度に上場企業が二桁経常増益を達成するとみることである。東証1部上場3月決算企業（除く金融）では、2014年度4－9月期に売上高が前年度比+5.0%、経常利益が同+10.6%となった。注目すべきは利益率の改善である。売上高経常利益率は7.0%となり、昨年度の6.1%から0.9%pt上昇して、2007年度上期のピーク（7.4%）に近づいた。マクロ経済をみると、2014年4月の消費税率引上げが個人消費など国内需要を悪化させ、2014年度の実質GDP成長率予想や鉱工業生産が下方修正された。4－9月期には内需型企業を中心に売上が厳しかったが、経営努力により増益を維持したとみる。4－9月期の進捗率では売上高が47.7%と、2004年度以降の平均並み

(47.9%)であるのに対し、経常利益は51.5%となり、平均(50.4%)を上回った。

業績改善には円安効果が大いと言われるが、年度上期のドル円レートは平均1ドル=103円であった。円安メリットは市場で言われるほど大きくない。3月決算企業で主要業種別(東証33業種)に売上高経常利益率をみると、建設、電気機器、輸送用機器、陸運、情報・通信、サービスが2004年度以降のピークを更新しており、内需系業種が少なくない。

むしろ、円安の業績押し上げ効果は2014年度下期に顕在化するとみる。MUMSSカバー銘柄(3月期決算銘柄以外も含む)の為替影響度は、全産業(除く金融)で1円の円安につき営業利益が0.72%増加すると試算される(対ドル0.60%、対ユーロ0.12%)。7-9月期決算発表の会社の為替前提は平均1ドル=103.1円、1ユーロ=136.7円である。企業が業績を平準化するため、コスト計上を前倒しすることも考えられるが、下期に平均1ドル=115円で推移する場合、単純計算では上場企業の経常利益が2014年度に2~3%程度増加することになる。

来年度も、上期は円安効果が残ることに加え、法人税率引下げと原油安が当期利益の押し上げ要因となりうる。2015年度の税制改革では法人税率が2.51%引下げられ、景気押し上げ効果を重視して減税先行となることが決まった。更に、法人企業統計の全産業(全規模、除く金融保険)では、入着原油価格が下落すると、翌四半期に原価要因が経常利益の押し

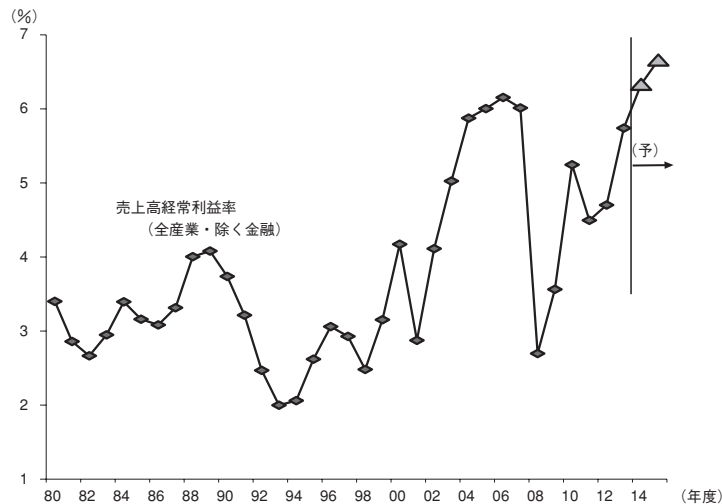
上げ要因となる傾向がある。これまでは、原油価格下落が世界景気減速による需要減少によることが多いため、原価要因が利益を押し上げる局面で、売上が伸び悩んで利益は改善しなかった。但し、昨年後半からの原油安はシェールオイルを含めた米国の原油生産増加、OPECの生産削減見送り決定という供給要因が大きい。原油価格下落が企業業績を押し上げる可能性がある。

中長期的にも、日本企業の利益率は改善している。東証1部上場企業(除く金融)の売上高経常利益率は、1990年代後半から上昇基調にある。リーマン破綻後の世界景気後退の中で落込んだが、2014年度には6.3%となり、2006年度のピーク(6.2%)を更新すると見込まれる。日銀「短観」大企業をみると、売上高経常利益率は非製造業を中心に改善基調にあり、2014年度に1960年代以降のピーク水準になると見込まれる。

主な要因は日本企業の経営努力であろう。1990年代後半から2000年代前半の金融危機を受け、企業は過度な多角化戦略やシェア重視の生産・販売体制など高い経済成長を前提とした経営の見直しを進めた。東日本大震災により多くの企業が国内を成熟市場であると位置づけるようになり、過当競争の修正が加速したと考える。この間、アジアなど新興国の経済発展と所得上昇に伴って、国際競争力を有する製品やサービス持つ企業は海外事業を拡大して収益を伸ばすことになった。

背景には、株主構造の変化とコーポレート

(図表 1) 上場企業の売上高経常利益率



(注) 対象は東証1部上場TSE1 firms (ex. financials) 場の3月期決算企業 (除く金融)。2014・15年度は予想ベース。会社予想がない場合は東洋経済予想で代替。

(出所) 日経NEEDS-BULK/FDS、AstraManager、Bloomberg、FactSetよりMUMSS作成

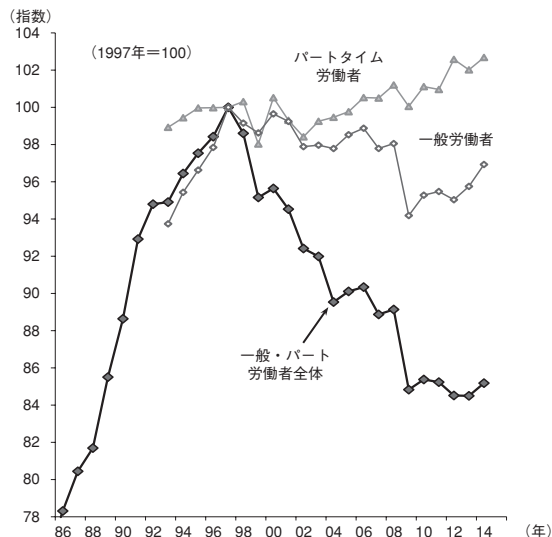
ガバナンスの改善がある。日本では1990年代後半まで株式持合いが続いて、上場企業の大株主は銀行や生命保険であった。極端な言い方をすれば、利益の極大化より利益の安定、積極的な株主還元より保守的な財務戦略を求める債権者が株主でもあった。しかし、2000年以降、株式持合い解消が進むに連れて、内外の純投資目的の投資家が発言力を高め、経営者はその意見に耳を傾けるようになったとみる。この流れをスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードなどアベノミクスの成長戦略が加速している。上場企業のうち社外取締役を置く企業の比率は、2004年に30%であったが、2014年に74%に達した。株主還元が積極化しており、2014年度の配当総額は8.64兆円に達する見込みであ

る。今年4-5月には2014年度決算発表を受け、新年度の日本企業の業績に楽観的な見通しが広がりやすいと考える。

2. 賃金上昇に支えられたデフレ脱却

日本株上昇を予想する第二の理由は、賃金上昇に支えられたデフレ脱却である。日本の雇用情勢は確実に改善している。11月の失業率が3.5%に低下し、有効求人倍率が1.12倍に上昇した。日銀「短観 (12月調査)」の中小企業や中堅企業の雇用人員判断は各々-18、-15と、1992年以来の不足「超」となった。景気回復や円安に加え、高齢社会の進展を背景に、日本では「人手不足」が続くことにな

(図表 2) 雇用形態別の現金給与額



(注) 現金給与額は1993年を100として指数化。対象は事業所規模5人以上。
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」よりMUMSS作成

ろう。現状の為替レートを前提とすれば、大企業も国内で生産と雇用を増やす可能性が高い。日本政策投資銀行「設備投資計画調査」によると、大企業（資本金10億円以上）は2014年度に国内設備投資を前年度比15.1%増やす一方、海外設備投資を同2.0%増と、伸び率を大幅に鈍化させる見通しである。同調査は「一部に国内生産を再評価する動きも」と指摘している。

雇用が改善していても、賃金上昇には慎重論が多い。毎月勤労統計での労働者全体の現金給与総額（産業計、5人以上）は昨年11月に前年比-1.4%と下落し、長期的にも1997年のピークから約15%下落した後、ほぼ横ばいで推移している。但し、パートタイム労働者と一般労働者に分けると、現金給与総額は

前者が概ね横ばいで、後者が小幅な減少に留まる。2010年以降、現金給与総額は両者とも緩やかに上昇している。一見矛盾する現金給与総額の下落は、パートタイム労働者比率の上昇が影響している。パートタイム労働者の構成比は1997年の15.6%から2014年10月に29.9%まで上昇した（この分類は労働力調査の正規雇用・非正規雇用と異なる）。相対的に賃金の低いパートタイム労働者の比率が上昇して、現金給与総額の平均値が低下したとみる。

もちろん、パートタイム比率上昇の理由が重要である。2003年や2009年など景気後退局面では人員削減など企業のリストラにより、フルタイムや正規社員の仕事を見つけられずに、パートタイムや非正規社員として働く人

も少なくなかった。当時、一般労働者が減少し、パートタイム労働者が増加した。しかし、2012年以降はパートタイム・一般労働者数が共に増加傾向にある。日本で労働者数が増えている要因は女性と高齢者の労働参加率の上昇である。雇用情勢改善を受けて、パートタイムで働く子育て世代の女性や年金を受給している高齢者が増えているとみる。フルタイムで働く労働者の賃金を押下げることはないだろう。

今年は3～4月の賃金交渉が注目される。過去、賃上げ率には企業業績と物価動向が影響した。1983～1999年まで賃上げ率は、日銀「短観」全産業の前年度の売上高経常利益率と連動していた。2000年以降、日本型賃金体系の見直しと経済先行きの不透明感を受け、経常利益率が改善しても賃上げ率は1.6～1.9%で推移したが、2014年には2.19%となり、上昇する兆しが出始めた。日銀「短観（12月調査）」で2014年度の売上高経常利益率は4.36%と、1970年代以降のピーク水準が見込まれている。また、日本では賃金に生活給の側面があり、賃上げ率には前年度の消費者物価上昇率が反映される傾向がある。消費者物価上昇率は2013年度に0.8%であったが、2014年度には消費税率引上げにより3%前後になると見込まれる。物価動向も賃金引上げを正当化すると考えられる。

連合は今年春の交渉で「物価上昇局面にあることや経済成長をけん引する観点」から2%以上のベースアップを求める方針である。

経営者側でも経団連の榊原定征会長が賃金交渉でベースアップも「一つの選択肢だと思う」として、基本給引上げに前向きな考えを示した。政治的にはアベノミクスの下で経済の好循環を目指しており、4月に統一地方選挙を控えて賃金上昇を後押しする意向が働きやすいだろう。賃上げ率は定期昇給とベースアップの合計値である。2000～12年までの賃上げ率の平均1.7%を定期昇給と想定すれば、ベースアップが1.5%前後の場合、賃上げ率は3%台前半となる。

短期的には為替レートが物価動向に影響する。昨年夏からの消費者物価上昇率の低下は円安効果の一巡が影響したとみる。ドル円レートは110円台後半で推移しており、今後、為替要因は再び消費者物価を押上げる方向に働くだろう。春の賃金交渉を受けて、雇用改善と賃金上昇に支えられたデフレ脱却が進むことが確認できれば、デフレという日本の構造問題への懸念が後退して、日本株は上昇する可能性が高い。

■ 3. 日本株の良好な需給関係

第三の理由として、基本的に良好な日本株の需給関係が挙げられる。買い主体は外国人投資家が再び中心になるとみる。今年はマクロ面では米国が世界景気を牽引するが、業績面では日本企業が主要地域で最も魅力的であると言える。東証1部上場3月期決算企業（除く金融）の2014・15年度の当期増益率は12～

(図表3) TOPIXとグローバル株価指数の推移



(注) 現地通貨ベース、週次データ。

(出所) 東京証券取引所、S&P社の資料よりMUMSS作成

13%と予想され（12月30日、Quickコンセンサス）、米国S&P500企業のEPS増益率（6～7%）を上回ると見込まれる。足元の業績予想は米国・欧州が下方修正される一方、日本が上方修正されている。円安や原油安が影響しているが、コーポレートガバナンスに支えられた中期的な収益改善は株価に十分反映されていないとみる。

2013年前半の上昇局面ではETFなど指数取引を行う投資家が牽引したが、今年的主要な買い主体はボトムアップで銘柄を選ぶ投資家となろう。東京市場では個別企業の中期的な業績やコーポレートガバナンスを重視する外国人投資家の存在感が高まるとみる。業績面で日本企業の優位性が明確になれば、日本株組入れが引上げられる可能性が高い。

マクロ面での日本の構造問題は看過できないが、構造問題は日本以外の地域でも存在する。新興国市場については、資源価格下落、中進国の罨と潜在成長率の低下、政治的・社会的な不安定性などを踏まえると、今年は大きな投資資金が流入しにくい。欧州はデフレ圧力の背景に硬直な労働市場や金融機関のバランスシート問題が存在する。米国は景気が堅調であるが、株価に割安感がないという見方が少なくない。今年、安倍政権は集団的自衛権など困難な課題に取り組むが、昨年12月の衆議院選挙を受け長期安定政権への期待が広がっている。

欧米の年金基金など最終投資家は日本の人口減少や政府債務など構造問題を根拠に依然として日本株組入れが低い模様である。昨年

5月以降、日本株は主要市場を上回るリターンを上げている。この状況は2005年に似ている。受託資産を運用する機関投資家には運用成績が重要になるので、相対リターンが高い場合、日本株組入れが低い状況を放置しにくいとみる。

国内をみると、日本銀行が追加緩和策の下で年間3兆円のETFを通じて日本株を買うことになる。1996年以降、株価上昇局面において買い越し額が最も大きかった国内投資家は2000年の投資信託と銀行（各々2.08兆円、1.87兆円）、2006年の事業法人と投資信託（各々2.02兆円、1.71兆円）であった。今年の日銀の買い越し想定額はこれらの額を上回る。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の国内株式の組入れ比率は18.2%であり（2014年9月）、基本ポートフォリオの25%を大きく下回る。乖離許容幅の引上げなど機動的な運用重視の姿勢、今後5年間の資金流出の見込み額を踏まえると、GPIFが日本株を買い上げるとはみないが、株価下落局面で買い主体となるだろう。

また、個人金融資産に占める投資信託の比率は昨年9月末に5.2%となり、過去最高を更新した（日銀「資金循環表」）。リスク資産の比率が徐々に高まっている。「家計の金融行動に関する世論調査」では、金融商品を選択する際に重視する基準として「将来の値上がり」が期待できるから」という回答の比率は4.9%と、1980年代を上回る水準にある。2015年にはNISA（少額投資非課税制度）の

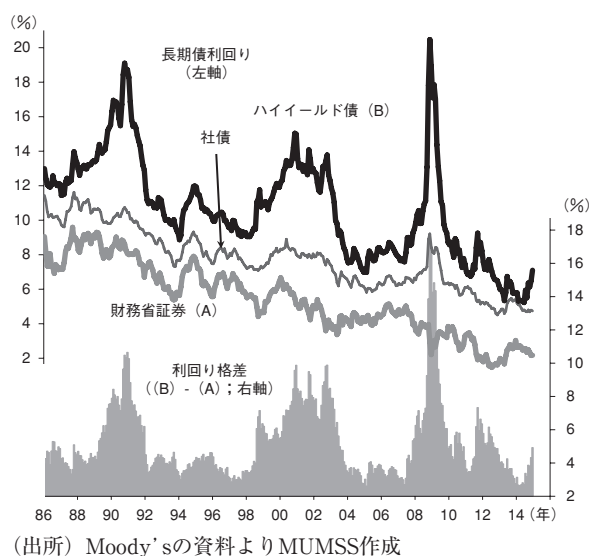
上限が120万円に増額され、未成年を対象とした子供版NISAが創設される。リスク回避的と言われる個人資金が日本株に流入することも期待できよう。

更に、2014年はエクイティファイナンス額は3兆4,893億円に留まった。2012年11月から株価が上昇したが、上場企業は安易な資金調達に対する投資家の反応を意識して、エクイティファイナンスに慎重な姿勢を取っている。世界的な金融不安と資金繰りの困難を経験したことから、年間ファイナンス額が7兆円に達した2009年と対照的である。年間4兆円規模であれば、市場でファイナンスを吸収して株価が上昇する傾向がある。上場企業のファイナンスに対する慎重な姿勢が続く限り、供給面でも良好な需給関係が続くとみる。

■ 4. 米国の金融政策の転換と 株価下落リスク

しかし、年後半には米国で金融政策が引締めに変換すると、クレジット市場の調整が米国株の大きなリスク要因となる。昨年、米国FRBの量的金融緩和縮小（テーパリング）への懸念が強かったが、株価は堅調に推移した。背景には、民間銀行が積極的な貸出姿勢を維持したことがある。シニアローン・オフィサー・サーベイをみると、米銀の商工業ローンの貸出基準は大・中堅企業と中小企業向けが各々-10.5、-8.2と、緩和「超」であった（10月調査）。米国株が本格的な調整局面に入っ

(図表 4) 米国の財務省証券と社債の利回り比較



た2000年と2007年には米銀の貸出基準が厳格化「超」に転じた。金融政策が引締め気味に転じて、民間銀行の貸出姿勢が前向きである場合、金融環境は良好である一方、慎重な貸出姿勢に転じる場合、金融環境が悪化すると考える。注意すべきは、年後半の金融引締めにより銀行の調達コストを決める短期金利が上昇する可能性である。

現在、米国株はクレジット市場の影響が大きい。2009年以降、S&P500はCDS指数と連動してきた。物色動向をみると、2013年以降、医薬品や電力などデフェンシブ株、また、成引することが目立った。背景には、ハイイールド債の利回り低下により押し出された資金が株式市場で業績に安心感のある銘柄に流入したことがあるだろう。年後半、政策金利上昇に伴ってクレジット市場が調整すれば、米

国株上昇が続く可能性は低い。

これまでもクレジット市場の調整は米国株の下落に結び付いた。2007年にはハイイールド債と政府債との利回り格差が拡大に転じた後、約6ヵ月で株価は高値を付け、サブプライム問題が世界的な金融危機に広がった。1998～99年には利回り格差が拡大した後、IT関連企業を中心に株式市場は上昇した。但し、1998年8月にロシア危機などからS&P500が19.3%下落し、ロングターム・キャピタルの破綻も重なり、FRBが金融緩和に転じたことが1999年の株価上昇を支えた側面もあった。現在、2007年と異なり、投資家がリスクを認識しているという見方もあるが、低金利長期化の中で高い利回りを求めてクレジット市場には巨額な資金が流入したとみられ、ドル建てハイイールド社債の時価総

額が約1.5兆ドルに拡大している。景気・業績悪化に加え、社債発行から時間が経過するに連れて資金繰りに困難が生じる企業が増え、デフォルト率は上昇しやすい。

また、米国では業績改善に伴う株価上昇に限界がある。S&P500の売上高当期利益率は9.4%であり、1990年以降のピーク水準にある。景気回復に力強さが欠け、雇用改善が遅れていたため、米国の業績相場はこれから始まるという見方が強いが、企業の利益率を踏まえると、既に後半戦にあるとみられる。米国以外で景気が回復して業績が改善するとしても、ドル高が進んでいるため、海外での利益をドルに転換する際、大幅な利益押上げ効果は期待しにくい。原油価格下落が一因であるが、S&P500企業の2015年のEPS増益率予想は9月末から下方修正傾向にある。

米国株は今年3月で2009年3月の安値から6年間上昇を続けたことになる。世界的な景気低迷と金融不安を背景に、2012年頃までは株式投資への慎重論が強かったが、その後、楽観論が支配的になっている。米国では株式ミューチャルファンドに2013年初から資金流入が続いた後、昨年後半から資金流出が目立っている。株式への資金シフトが一巡すれば、今年後半、米国の金融引締めが株価下落に結び付くリスクが高まるとみる。

■ 5. 円安一巡の可能性と為替・日本株のデカップリング

同時に、今年は為替市場で円安が一巡する可能性がある。昨年秋からの円安・ドル高の主因は日米の金融政策の違いであった。但し、今後の注目点は米国の金融引締めテンポとなる。FF先物レート（24ヵ月先）は1.2%前後である。現状の物価・賃金情勢が続く限り、FRBが急速な金融引締め策を採る可能性は高くない。一方、日銀はインフレ期待を重視しており、雇用改善により賃金が増えれば、2015年度半ばに消費者物価上昇率が2%に届かなくとも、追加緩和策が採られる必然性は低いとみる。

日本の経常収支黒字は再び拡大する可能性が高い。2014年の鉱物性燃料の輸入額は年率約26兆円である。入着原油価格が平均30%低下すれば、貿易赤字は約8兆円減少する。現在の為替水準では日本企業は国内生産を増やすとみられ、今後、輸出が徐々に増加しよう。証券・直接投資収益を中心に所得収支黒字が拡大し、サービス収支では外国人旅行者の増加を受けて旅行収支赤字が縮小している。貿易赤字が5兆円前後に縮小する場合、経常収支黒字は10兆円規模に達する計算になる。

更に、円レートは既に割安な水準にあるとみる。ドル円レートの企業物価に基づく購買力平価が99.7円であり、市場レートの円安方向への乖離率は1985年夏以降で最大である

(11月)。購買力平価でみると、2013年前半までと異なり、円相場の過大評価が修正される局面は終わった。

円安進展の一巡は、指数取引を行う投資家のポジション修正により短期的な日本株の下落要因となりうるが、中期的なマイナス要因ではないとみる。むしろ今年は日本株とドル円レートの乖離が起こる可能性が高い。一般論として、ある国の経済が評価される場合、株価が上昇すると共に、通貨も買われることになる。通貨安・株高より、通貨高・株高の展開が自然である。2012年後半から2014年春まで、ユーロ高が進む中でドイツ・DAX30は上昇した。日本でも1994年前半、2003～04年は円高が進むに連れて株価が上昇した。1994年前半は日本がバブル崩壊後の景気後退を脱するという期待感が広がり、外国人の日本株買いが円高の一因になると共に、電気機器や自動車を中心に株価を押し上げた。2003年には金融危機への不安感の後退から円が買い戻されるに連れて、日本株は銀行株を中心に上昇した。

需給面でも、円安一巡は必ずしもマイナス要因でない。円安進展は為替ヘッジを行わない年金など外国人投資家には自国通貨建てリターンを低める。ドル建てのTOPIXや日経平均が注目される一因である。大幅な円安観測が後退すれば、これまで為替ロスを意識して日本株をアンダーウエイトとしていたグローバルファンドは組入れを高める可能性がある。

日本株は2015年前半に上昇して、新年度の予想当期利益にPER16倍台前半の水準として、年央高値はTOPIXで1,670、日経平均で20,500円程度を予想する。但し、年後半には米国の金融引締めとクレジット市場の動向に注意したい。銘柄選択が一段と重要になる年だろう。

