

マーケットの視点

「株式市場」

「シン 日経平均4万円シナリオ」
短期的な値動きにひるまない長期的な視点

- 1 視点（その1）低PBR企業の覚醒
- 2 視点（その2）業績面から見た上値余地
- 3 視点（その3）脱デフレと名目GDP

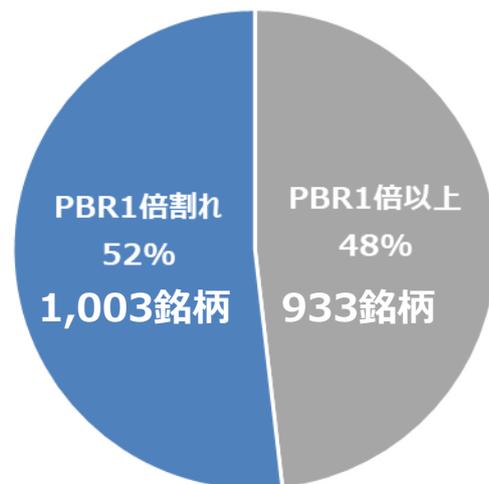
日本株が上昇しています。日銀による緩和継続やデフレ脱却期待などを背景とした海外投資家の買いが、ここまでの株高の原動力となっているようです。一方、国内に目を向けると、倍速で進む上げ相場に乗り切れていない投資家も少なくないようです。

弊社では昨年12月14日付のレポート『2023年は日本株の年に、脱デフレで見えてくる日経平均4万円という「新しい景色」』で、今年の日経平均は大きく飛躍する可能性があることを指摘しました。そこで今回は「シン 日経平均4万円シナリオ」と題して、改めて日本株の上昇余地について「3つの視点」から検討してみたいと思います。

1 視点（その1）低PBR企業の覚醒

- 今年に入り市場参加者の関心を集めているのが、株価純資産倍率（PBR）が低い企業に対する圧力の高まりです。PBRは株価を1株当たりの純資産（会社の全資産から借金を引いた残り、株主資本のこと）で割ることで求められる株価指標ですが、これが1倍を下回っているということは、「株式市場での評価が企業の解散価値を下回っている状態」と解釈できます。
- 現在、東京証券取引所（東証）に上場する株式のほぼ半数がPBR1倍以下で取引されていますが（図表1）、こうした状況は今後、様変わりする可能性があります。それは、東証がPBR1倍割れ企業に対して「PBR低迷の要因分析と改善策の開示」を強く要請すると決めたことがきっかけです。さらに、「物言う株主」といわれるアクティビストファンドが、低PBR企業をターゲットにしていることが伺えることも、この傾向に拍車をかけています。
- PBR1倍割れ企業は東証とアクティビストの挟み撃ちに合い、経営効率の改善や経営改革に取り組まざるを得ない状況に追い込まれている格好です。こうしたPBR改善の動きは株式市場全体にどれぐらいのインパクトがあるのか、具体的な数字で見えてみましょう。

【図表1：PBR1倍割れ銘柄数】



（注）データは2023年6月2日現在。TOPIX採用銘柄、除く赤字及び債務超過企業。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- 現在、東証には2,157銘柄が上場していますが、このうち1,003銘柄がPBR1倍割れで取引されています（除く赤字及び債務超過企業）。このPBR1倍割れ企業のPBRが全て1倍まで上昇すると、時価総額で109兆円、市場全体に+13.9%の押し上げ効果が生じることになります（図表2）。日経平均株価（日経平均）に換算すると、31,500円の日経平均が35,870円まで上昇する計算になります。
- こうした話をすると、「全銘柄がPBR1倍まで上昇するのは現実的ではない」とのお叱りを受けるかもしれません。そこで、こうしたPBR引き上げの動きが優良企業も含む市場全体に広がるとどうなるのか、東証上場全銘柄のPBRが0.1ポイント単位で上昇していった時の株価への影響を試算してみました。
- 株主資本に変化がないとして、PBRが0.1ポイント上昇すると、市場全体の時価総額はおおむね7.5%上昇する計算になります。つまり、日経平均に換算するとPBR0.1ポイントの上昇で31,500円の日経平均は33,859円に、同0.2ポイントで36,218円に、同0.3ポイントで38,578円まで上昇する計算になります。
- PBRの改善策は株主利益の重視や資本効率の改善、そして事業分野の見直しなど「株価対策」そのものともいえますので、株式市場全体には大きなプラスとなる可能性が高そうです。

2 視点（その2）業績面から見た上値余地

- 足元で急速に上昇している日本株ですが、業績面から見た株価に割高感それほど感じられません。弊社ではTOPIXの一株当たり利益（EPS）について、今年度は169.5円、来年度は191.1円まで増加するものと試算しています（図表3）。これで6月2日のTOPIX終値を割った予想株価収益率（PER、株価を一株当たり利益で割った数値）はそれぞれ12.9倍、11.4倍となり、割高というには程遠い水準です。
- 過去10年平均のTOPIXの12カ月先予想PERは、約14.5倍です。これに弊社予想EPSとNT倍率（日経平均をTOPIXで割った値）をかけると、日経平均の予想値は今年度末で35,497円、来年度には40,020円となり、4万円の大台が視界に入ってきます。

【図表2：PBR上昇の株価指数へのインパクト】

PBR1倍割れ企業が全て1倍に上昇した場合

市場全体の時価総額の押し上げ効果	+109兆円
TOPIXの押し上げ効果	+13.9%
日経平均	35,870円

市場全体のPBRが0.1ポイント単位で上昇した場合の日経平均

PBRが0.1上昇した時の日経平均	33,859円 +7.5%
PBRが0.2上昇した時の日経平均	36,218円 +15.0%
PBRが0.3上昇した時の日経平均	38,578円 +22.5%

（注）データは2023年6月2日現在。日経平均は31,500円を基準に、2023年6月2日のNT倍率で試算。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表3：弊社EPS予想と株価試算】

	2023年度	2024年度
弊社予想EPS	169.5円	191.1円
過去10年平均の予想PER（14.5倍）からのTOPIX予想値	2,458ポイント	2,771ポイント
NT倍率	14.4倍	
日経平均予想値	35,497円	40,020円

（注）データは2023年6月2日現在。日経平均の換算値は31,500円を基準に試算。予想PERの平均値は12カ月先予想、期間は2013年5月末～2023年5月末、月次。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- 「いやいや、海外景気も不透明だし、PERはそんなに拡大しないんじゃないの?」という方もいるかもしれませんが、もちろんその可能性は否定しませんが、PERを起点とした今後の上値余地は相応にあると思われます。
- 弊社予想のEPSをもとに計算した今期のTOPIXの益利回り（PERの逆数、一株当たり利益を分子に、株価を分母に逆転させて計算する株の利回り）は+7.76%になります（図表4）。年率+7.76%の複利（利益を再投資しながら運用する場合のリターン）で運用を続けると3年間のリターンは+25.2%に、4年間では+34.9%に達しますので、日経平均は3年後には39,453円、4年後には41,746円まで上昇する計算になります。
- 日経平均が3万円を超えてからの相場には過熱感を懸念する声も少なくありませんが、こうした長期的な視点から株価水準を見ると、短期の値動きにはあまり過敏にならない方が良さそうです。

【図表4：益利回りから見た上値余地】

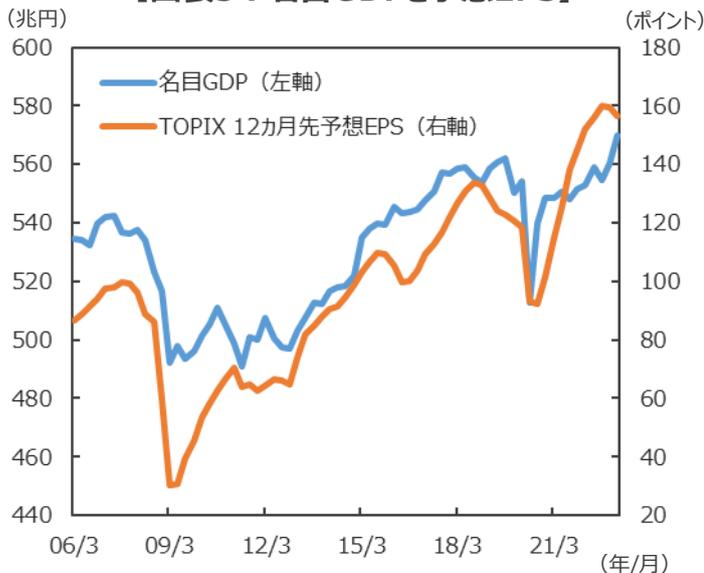
	3年複利	4年複利
弊社予想PER	12.88倍	
益利回り	7.76%	
TOPIX 予想値	2,732 ポイント	2,944 ポイント
日経平均 予想値	39,453円	41,746円

(注) データは2023年6月2日現在。日経平均は31,500円を基準に試算。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

3 視点（その3）脱デフレと名目GDP

- 「名目国内総生産（GDP）」という言葉をご存じでしょうか。私たちがふだんニュースでよく耳にする「実質GDP」は、経済の実力を測るために物価変動による影響を取り除いたものです。一方、長く続いたデフレ傾向の終息を受けて今注目を集めているのが、こうした「物価」の影響を取り除かない、いわば素の数値である「名目GDP」の動向です。
- デフレ傾向の終息で、日本の名目GDPは拡大傾向にあります。この名目GDPが注目を集めるのは、インフレ調整後の実質GDPよりも、企業の売上や利益をはじめとする「経済活動の規模」と、より密接な関係があるからです。
- 例えば、2022年度の日本の税収は、国と地方の合計で70兆円に達する見込みです。これは、コロナ禍前の2019年度の約58兆円から約2割も高い水準です。まさにデフレ脱却による名目GDPの拡大が、課税対象となる企業の売上や利益、そして個人の収入に大きく影響した結果と言えます。
- このため、TOPIXの12カ月先予想EPSと名目GDPの推移をみると、両者は連動する傾向が強いことが確認できます（図表5）。

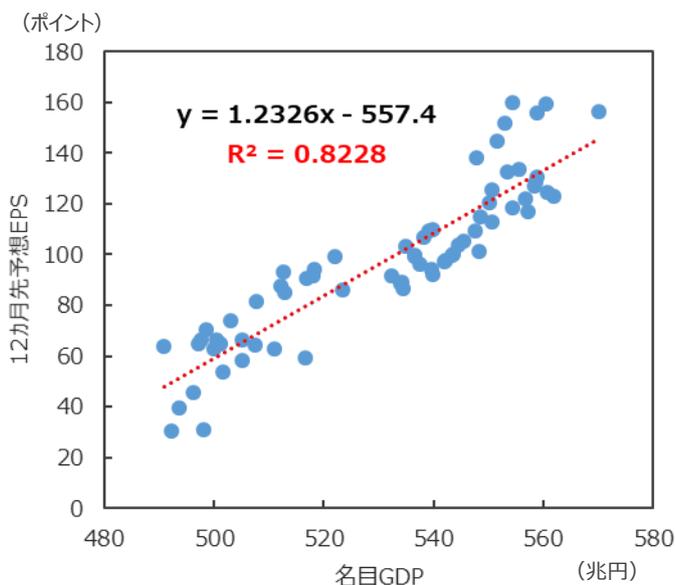
【図表5：名目GDPと予想EPS】



(注) データは2006年1-3月期～2023年1-3月期。名目GDPは季節調整済み年率換算値。
(出所) 各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- やや専門的な分析になりますが、12カ月先予想EPSと名目GDPの関係を回帰分析と呼ばれる統計的な手法で分析すると、この2つの数字のつながりの深さが確認できます。両者の相関の強さを表す決定係数（相関係数の2乗）は0.8228と、一般に「極めて高い説明力がある」とされる0.8を上回っています（図表6）。
- 弊社では、今後の日本の名目GDPについて、堅調な個人消費や企業による設備投資の復活に加え、マイルドなインフレが続くことで、今年度は+3.1%、来年度は+2.0%の成長が続くと予想しています。このため、今年度と来年度のTOPIXのEPSは2桁の伸びが続くものと予想しています。市場のコンセンサスは海外景気への不安もあって慎重な見方が多いようですが、デフレ脱却による名目GDP拡大のインパクトを過小評価している可能性もあります。今後、こうした市場コンセンサスが「見込み違いであった」として仮に修正されれば、株式市場は大きく上昇する可能性があるといえそうです。

【図表6：名目GDPと予想EPSの相関関係】



(注) データは2006年1-3月期～2023年1-3月期。名目GDPは季節調整済み年率換算値。
(出所) 各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表7：予想EPSの名目GDPへの感応度】

	名目GDP (兆円)	予想EPS (ポイント)	増益率 (%)
2023年1-3月期	570	145	
名目GDP1%拡大	576	152	+4.8
同2%拡大	581	159	+9.7
同3%拡大	587	166	+14.5

(注) データは2006年1-3月期～2023年1-3月期。名目GDPは季節調整済み年率換算値。増益率は2023年1-3月期予想EPS145からの増加率。

(出所) 各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

まとめに

日本株の上昇が続いています。足元では、3万円を超えてからの急ピッチな上げに警戒感が広がっていますが、短期的な動きに目を奪われていると、投資判断を誤りかねないため注意が必要でしょう。今後期待される低PBR企業の経営改革や、名目GDPの拡大による企業業績の成長が続いた場合、日本株はさらに大きく上昇する可能性があります。もしこうしたシナリオが現実になると、数年後には現在の株価水準も「単なる通過点であった」と懐かしく振り返ることになるかもしれません。

チーフグローバルストラテジスト
白木久史（しらきひさし）

ここも
チェック

2023年 5月18日 堅調の夏？日本株の夏 サマーラリーを予感させる3つの理由

2022年12月14日 2023年は日本株の年に 脱デフレで見えてくる日経平均4万円という「新しい景色」

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。