2018 年 1 月 4 日

2018 年の投資戦略

中国がポイントを握る 1 年、日経平均は 26200 円近辺へ

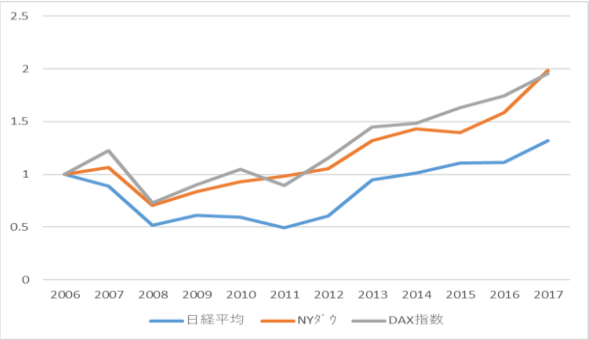
2017 年の振返り

昨年 1 月 4 日の当社予想は、2017 年の日経平均株価については、その水準そのものについては、的確に「当たった」と言って良いだろう。
フランス大統領選でル・ペンが勝たなければ日経平均 23,000 円という予想は、的中した。トランプ政権の発足という、不確実性が高い状況の中で、米国の経済政策についての予想は極めて困難だったが、彼の政策がほとんど実現しなかったことで、かえって市場は理性的に動き、FRB もほぼ予定通りの金融政策を実行することができた。

1. 2018 年、日経平均は 26000 円を目指すか

景気回復や企業業績の向上が遅れていた日本では、株式市場の上昇が、他市場よりも遅れている。2017 年も、東京市場は上昇したとはいえ、まだ、その出遅れ感は強い。2018 年は、他市場が調整する中、東京市場のパフォーマンスには期待ができるだろう。

2006 年以降の東京、NY、フランクフルト市場の比較



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

株価指数が、サブプライムローン問題が生じる以前、2006 年の水準に戻ったのは、DAX 指数が 2010 年、NY ダウが 2011 年、日経平均が 2014 年だ。
日経平均は、DAX 指数に比べ 4 年、NY ダウには 3 年遅れている。また、2006 年末の株価を 100 とすると、2017 年末の水準は、日経平均が 132、ドイツ DAX 指数が 195、NY ダウは 198 だ。
ただし、NY 市場、DAX 市場の上昇ピッチは、2018 年はペースダウンすることが想定されている。
NY 市場のペースダウンの要因は、一つには、あまりに急ピッチなこれまでの上昇に対するスピード調整と、もう一つは、金利上昇（インフレ懸念)、ドイツ市場のペースダウンの原因は主に企業業績のクールダウンだ。
東京市場には、これらの要因がまだ顕在化しない。

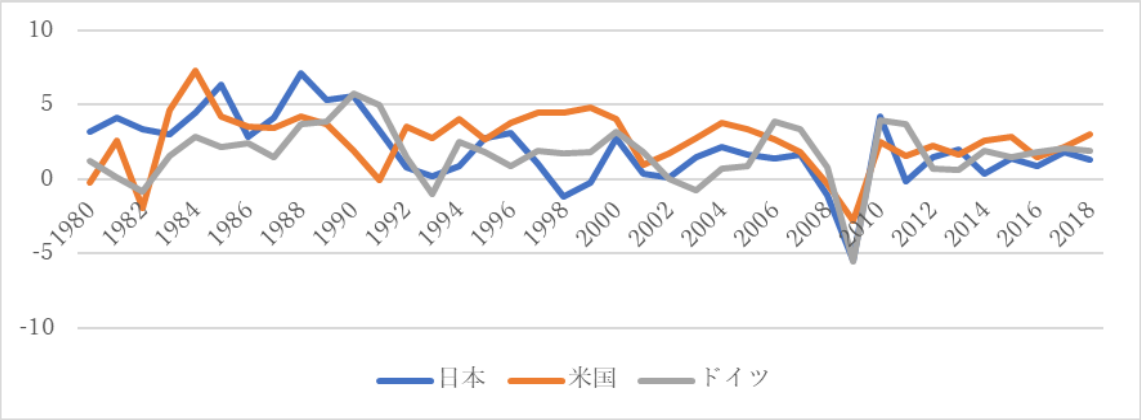
ただし、東京市場が出遅れを取り戻すと言っても、そのペースは早くはないだろう。本格的な差の縮小は、2019 年以降になるのではないか。
詳細な根拠は後述するが、2018 年は、日経平均が、2006 年末の水準に対して 150、NY、ドイツが 210 という程度の水準に落ち着くのではないか。
この数値を当てはめれば、
日経平均が　25,838 円、NY ダウは 26,172 ドル、DAX 指数は 13,853 ユーロということになる。

2. 2018 年、主要国中、最も投資環境に適する東京市場

世界的な株高がスローダウンするだろうと予想される中で、東京市場に期待が集まる要因には、主に 2 つのことがある。
一つは、金融引き締めがまだ明確になりづらい、ということだ。
日本の 2017 年の実質成長率は 1.8%、2018 年が 1.3%程度と思われ、物価上昇率も、政府目標の 2%にはとても届きそうにない。こういった状況の中で、日本経済も完全雇用に近いとはいえ、金融引き締めをイメージさせるには、時期尚早だ。消費税増税が 2019 年 10 月に計画されていることをはじめ、個人消費が回復を見せることがその最低条件であり、そのための個人所得の上昇が、まだ見えてこない。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

日米独の実質 GDP 成長率推移



2017 年はドイツ、米国は共に 2%台の実質 GDP 成長率を達成するだろうが、日本は 1.8%程度に留まりそうだ。また、2018 年、米国は 3%台の成長率を実現する可能性が高いが、日本はドイツと共に、2%にも届かないだろう。
一方で、企業業績は 2017 年度、日米は共に 20%台の EPS 成長を平均的に見込めるだろうが、ドイツでは 7～10%程度の増益に留まりそうだ。
これを○と△で表すと以下のようになる。

	GDP 成長率予想	企業利益成長率予想
日本	△	○
米国	○	○
ドイツ	△	△

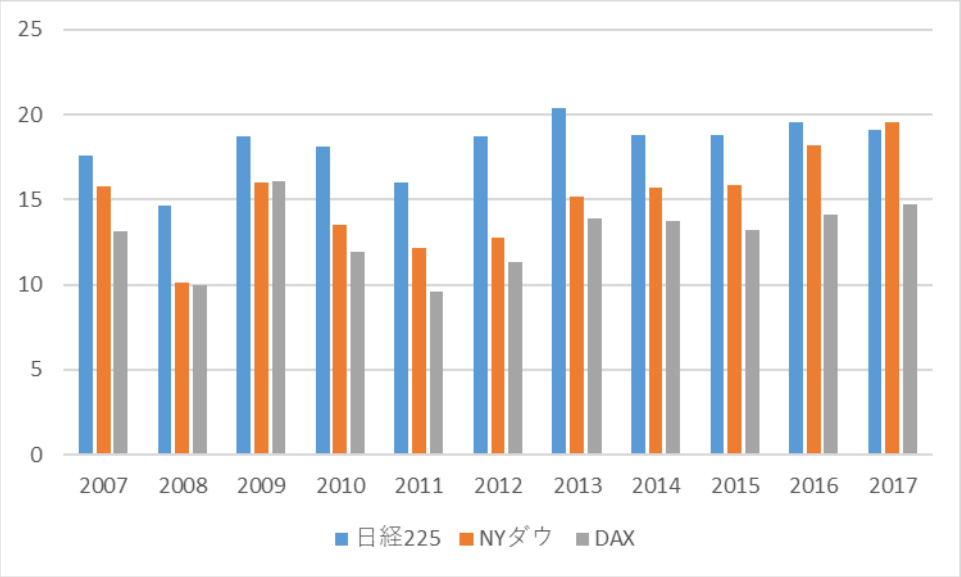
言うまでもなく、GDP の高い伸びは金利上昇圧力を伴うので、米国にはこのリスクが出現する。ドイツでは企業業績の伸びがピークアウトする年となりそうで、株価にはマイナスインパクトとなる。
以上を考えると、2018 年は日本の経済状況が、もっとも投資に適した環境となり、海外の資金を呼び込むチャンスとなるだろう。
日本では、金利が明確に上昇しないまま、企業業績が伸びる、という、株式市場にとって理想的な環境が出現する可能性が十分にある。

本レポートに掲載された情報･見通し･意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

3. バリュエーション算定からは 15%の上昇率を想定する

2018 年日本株のバリュエーション判断としては、PER19 倍～20 倍、それから導出される日経平均株価は、26,200 円が妥当な価格となるだろう。
ここ数年、日本株の PER は、リーマンショック、東日本大震災という特殊な事件が起きた年以外は、18～20 倍を推移している（以下参照）。

2007 年以降、毎年 12 月における日米独の PER 推移
（2009 年日本株は特殊要因により 2010 年 4 月の数値）



上記期間では、日本株の PER は 14.67～20.35、米国は 10.09～19.52、ドイツが 9.59～16.07 の間を推移し、その変動率は日本 38.72、米国 93.46、ドイツ 67.57 だ。
このことは、日本株は米独の株式市場に比べ、外部環境の変化を受けにくい性質を持っている、ということを意味しているかもしれない。
特に、黒田日銀総裁による異次元緩和以降、金利が 0 近傍に固定されたため、「金利」という変動要因が株価を形成する要素から除外されていることが、ここに影響を与えている。
つまり、金利政策に変化が現れない限り、日本株のバリュエーションは低下することは無いだろう。
また、本来は、IoT、AI などに代表される超成長産業が台頭する局面では、PER はより上昇するのが論理的だが、日本株の PER が欧米に比べ従来から高めにあり、日本の場合、第四次産業革命をリードするような企業が、指数構成銘柄にどれだけあるかは、若干疑問である。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

したがって、アップサイドもまた、多くは望めないのではないか。

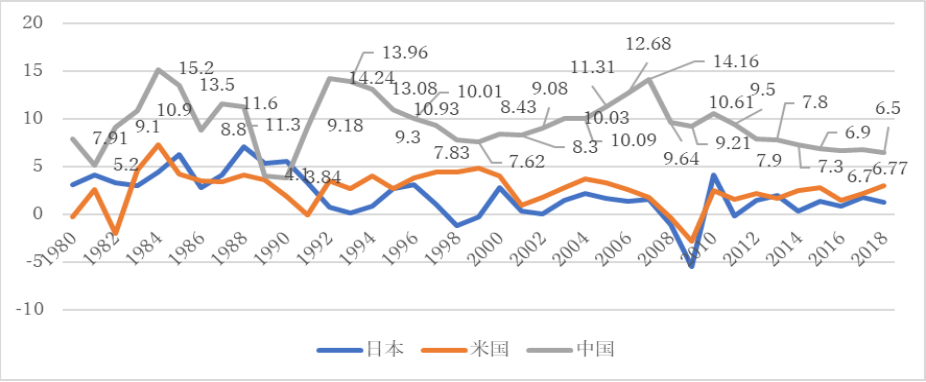
一方で、主力企業業績の EPS 見通しは、2017 年度 20%増益、2018 年度 13%程度の増益が、期待値として顕在化するだろう。
昨年末時点での 2017 年度予想増益率は 18%程度（野村證券 RNLarge で 18.7%）だが、第四四半期の経済環境は好転することが予想され、2017 年度分の上乗せが 2%、2018 年度増益率 13%と考えると、現状の PER が不変とすれば、総合的には 15%程度の株価上昇が見込まれることになる。
この水準は、26200 円程度の水準となる。

４．日中平和友好条約 40 年が追い風になるか

2018 年に、東京市場が上にも下にも予想に大きく反するというケースが考えられるのは、中国の状況だろう。
本レポートでも、2016 年の年初レポートで、2015 年から中国が世界の経済をリードしようと言う動きが出てきたことを世界的なパラダイムシフトとして紹介したが、今年はそれが現実に大きく影響を及ぼしてくる年になるだろう。

中国経済は、鈍化傾向を明確にしている。2017 年は若干、成長率が回復する可能性があるものの、2018 年には、6.5%程度まで成長率が下がるという予想が多い。少なくとも、これまでのような低賃金を武器に世界的に安価な製品を海外市場へ供給する、というモデルは、人件費の高騰から、成立しなくなった。それだけに中国の経済政策には、より先鋭的な動きが出るのではないだろうか

日米中の実質 GDP 成長率推移



本レポートに掲載された情報･見通し･意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

こうした中で、習近平政権は、より権力集中を進めてきた。
その結果、今後の中国の政策で、注目されることが二つある。
一つは国営企業改革であり、もう一つは環境問題に対して世界的にリードしていきたい、という姿勢を鮮明にしていることだ。
国営企業改革が日本企業にとって凶と出るか吉と出るか、まだ不明ではある。中国の専門家たちは、あまり良くないイメージを持っているようだが、実際には、すでに中国に進出している日本企業にとってプラスとなる面も多いのではないだろうか。
その理由は、今年が日中平和友好条約 40 年（8 月 12 日）の年であり、日中両国政府に政治的な歩み寄りの姿勢が明確なことだ。菅官房長官は年初から、中国との関係修復、一帯一路政策への支援を表明しており、日本と中国がその成果を求めるなら、企業間での提携など、経済的な提携を進展させる可能性は高い。
もし、日本の中国進出企業が、より大きなメリットを受けるような施策が決定されるならば、株価は新たな材料を得た形となり、東京市場は、より上昇幅を広げるだろう。

また、このことが、北朝鮮リスクの低減につながる動きが明確になれば、日経平均は 27000 円以上を目指す可能性がある。その場合、センチメント次第で、バブル後 3 分の 2 戻りの水準、28294 円が見えてくる可能性が出てくる。

5. リスクは「ルール・マネジメント」の軋轢と地政学リスク

一方、環境問題では、中国が世界に対して、一定のルールを提示するような動きが出てくる可能性がある。これが、「G0」と言われる世界情勢において、中国の政治的存在感が増大する最初の例になるかもしれない。
これを「リスク」と認識するのは、このような「ルール・マネジメント」は、その国がその分野で「覇権」を確立することを意味し、世界的な対立の種になり得るからだ。

このような、「世界のルールを自国がリードして決める」、という動きはこれまで米英が好んで使ってきた世界戦略だ。
過去の事例では、「ISO」を使った品質規格のルール、「IFRS」による国際会計基準、「SOX 法」の広がり、格付け機関による「格付け」などが、それに当たる。現在日本でも進んでいる、ROE を重視したスチュアードシップ・コードなどもその一例だと言えるだろう（日本では唯々諾々とこれを受け入れているが、海外では拒絶するケースもある）。
こういった、国際的なルールのマネジメントを、環境分野において中国がリードする、という意思を、彼らは持っているようだ。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

一方で、米国では今年、中国などに対し、特許など知的財産に関するルールをマネジメントしようとする動きがある。
こういった。「ルール・マネジメント」についてはこれまで、米英の争いがほとんどであったが、ここに中国が参戦してくれば、各方面にその対立が飛び火する可能性があり、2018年の一つのリスクとなるだろう。

中国が環境で、米国が知的財産で、互いをけん制する動きが、顕在化し、このことが、激しいやりとりに発展すれば、保護主義的な動きが鮮明化するリスクがある。
その場合、米中が緊張関係になる可能性があり、北朝鮮リスクなどの地政学的リスクは、さらに複雑なものとなるだろう。

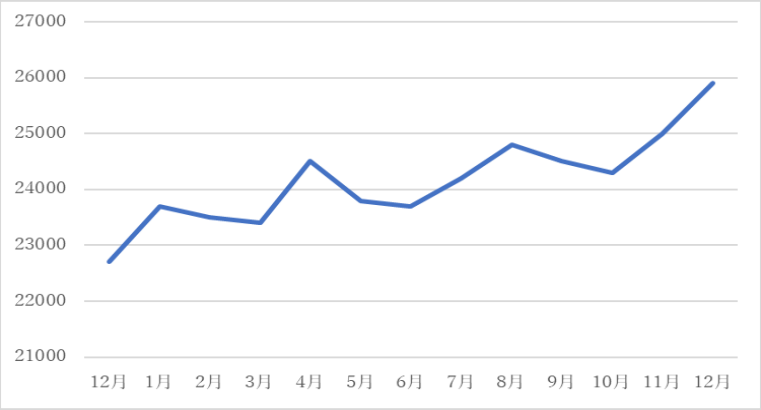
6. 日経平均の時系列予測と、地政学リスクの影響

上記に記述してきたように、日経平均株価は、2018年を通して、25800円から26200円までのゾーンへ上昇すると考えるのがメインシナリオとなる。
そこに至るまでには、三度の上昇機会があると想定する。
一度目は3月決算企業の上方修正の期待が出る4月、二度目が日中平和友好条約40年に向け、経済的なメリットが謳われる8月、来年の経済情勢への期待値が高まる12月が三度目だ。また、地政学リスクの後退から、年初に上昇する可能性もある。
一方、テクニカル的なリズムと需給関係も勘案すると、調整をする可能性が強い時期もある。まずは2月～3月までの需給調整、そして、5月に予定されるイスラエル建国70年では、地政学リスクが高まる恐れがある。また、同時期には 3 月決算企業の業績見通しが、期待値に届かないリスクもあるだろう。
そして、再び10月には需給関係から調整を余儀なくされる可能性が高いと見る。

また、地政学リスクが後退する政治的局面があれば、それだけ株価は上振れすることになる。そのプレミアムは1000円～2000円と、大きなものになるだろう。
なぜなら、地政学リスクは東アジアの経済、日本企業の業績に大きな影響を与えると考えられるからだ。
地政学リスクが後退する場合、日経平均は、最大値で28200円程度までの上昇が可能と考える。
一方で、地政学リスクがより顕在化するようなことになれば、その状況にもよるが、日経平均株価に1000円程度の下方リスクが出現することは十分に考えられ、その場合の上値は、25000円程度と限定されるだろう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

2018 年日経平均株価推移イメージ



7. 注目業種は、「電気精密、機械、ソフトウェア」後半は「通信」

2018 年の注目テーマは、IoT、AI、環境、中国だろう。それらの関連銘柄が集まる業種に投資機会は多くなる。電気精密、ソフトウェアは IoT、AI 関連に注目し、機械は FA 関連、中国関連をチェックすべきだろう。また、2017 年度は良くないが、2018 年度に業績が回復すると思われる通信にも注目をしておきたい。
環境関連では、風力発電やバイオマス、あるいは省エネルギー投資関連銘柄に注目すべきだろう。
また、東京五輪関連のニュースも多くなることが予想されるが、業績寄与への継続性に注目する必要がある。

また、今年は銘柄を選択する場合に、増収率には常に気を付ける必要がある。相場の質は、金融的な相場から、業績重視の相場へ明確に変わっていくからだ。
業績が悪化している企業へ投資した場合、思わぬ大けがをする可能性がある。金融的相場と業績的相場の違いは、業績悪化企業が、なかなか下げ止まらない、ということにあるからだ。平均取得単価を下げるための買い増しなどの場合には特にその業績見通しに注意をしておきたい。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。