

### 2021年株式市場の見通し

日経平均

株価 27444.11 円 (12月30日) 2021年予想価格 26100円～29000円

#### 1. 日経平均は前半高、後半下落

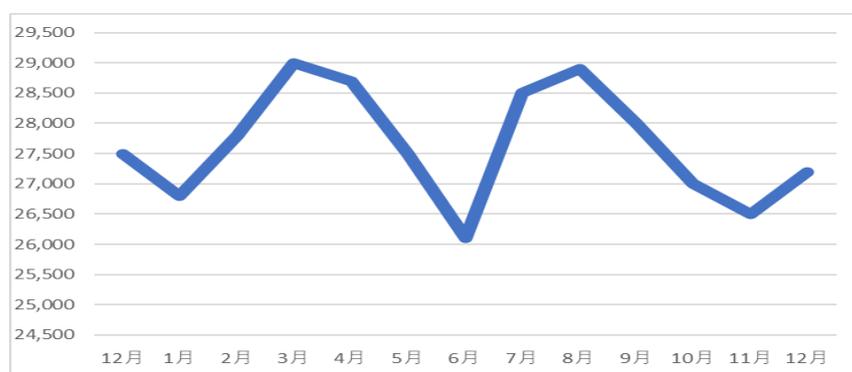
2021年の株式市場は、1月から3月までは好調、4月～9月には波乱、10月～12月は場合によっては調整が大きくなる可能性もある。

1月～3月 26800円～29000円

4月～9月 26100円～28900円

9月～12月 26500円～28000円

#### 【2021年の日経平均当社イメージ】



2021年の市場全体のテーマは、「金融相場から業績相場への転換」だ。この転換期特有の相場調整があるかどうか、が相場を判断する重要なポイントとなる。当社では、3月までの金融相場と、6月以降の業績相場、その転換の為の痛みを伴う相場の上下が、今年の相場展開だと考えている。

新型コロナウイルス感染拡大は、企業業績の予想を困難にさせたが、代わりに金融緩和と財政政策の保証を材料として、株価上昇を演出してきた。その結果、投資家は企業業績をそれほど気にすることなく、金融政策の約束を確認するだけで買い続けてきた。それが、2020年の金融相場だ。

そして、今年は、2020年から接種が始まったワクチンを巡る様々な変化が、相場に大きな影響を与える。特に、ワクチン接種による経済活動の再開で景気が浮上し、財政金融政策

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。

に変化が出てくるのか、そしてこの財政危機をどう考えるのか、という疑念や懐疑が、2021年の相場を動かすだろう。

検証すべきテーマは、長期金利の上昇、2022年3月期企業業績、M&Aと企業破綻、ワクチンか感染拡大か、ドル円の動向、の5つだろう。

## (1) 1月～3月は、バブルだが、強気局面か

1月から3月の間、株式市場の注目は、米国新政権の政策（コロナ対策、対中対策、増税）だろう。米国の政策が市場を裏切るような内容を含めば、年初から波乱が考えられるが、現状の想定内であれば、市場には安心感が広がるだろう。

市場では、ワクチン接種による経済活動の復活と、金融財政政策への信頼、そして第4次産業革命と言われる改革スピードの向上に、大きな期待がかかる。

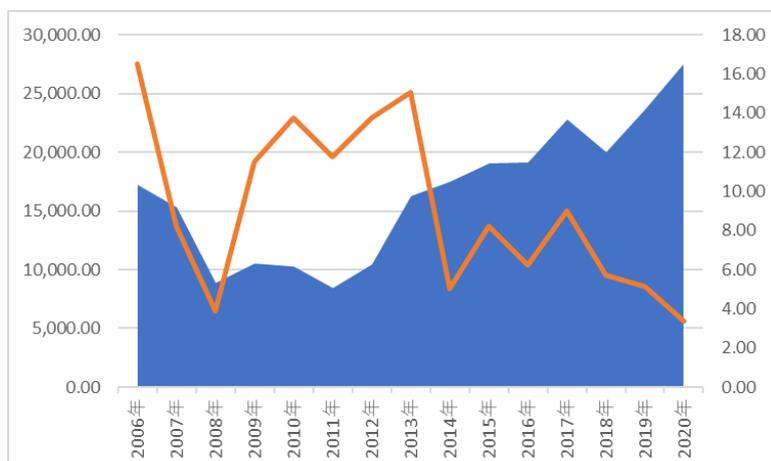
実際にはこれらの要素には共存が難しいものもあるものの、この時期には、その矛盾はあえて無視されそう。3月頃までは、このような「良いとこ取り」の相場が続くだろう。

現在の日経平均が、バブルかどうかは議論が分かれるところだが、当社では、3年増益率と期待収益率に基づく割引率を利用して、リスクプレミアムを算出し、その水準によってバブル（割高）判定を行っている。

この方法では、リスクプレミアムが5ポイントよりも低下すると、割高であるという判断をしている。それによると、2020年年末のリスクプレミアムは、3.37と試算され、明らかに割高と考えられる。2006年以降、過去15年間で、リスクプレミアムがこの水準まで落ちたことは無い。

### 【2006年以降日経平均（年末終値）とリスクプレミアム】

青：日経平均、赤：リスクプレミアム 左軸日経平均：右軸リスクプレミアム



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。

上記リスクプレミアムの動きから、現状の株価はバブルである、ということが出来る。ただし、2021年3月期決算を「無視すれば」、その価格には正当性が生じる。つまり現在の市場では、株価は、2021年3月期企業業績を「考えない」「なかったことにする」という態度に出ている、としか考えられない。理論的に言えば、どうせ約束した「希望的な未来」が2022年3月期に来るのであれば、株価はその間の時間的な割引率だけ調整すれば、良い。簡単に言えば、今年だけ1年は24か月になり、その間、企業は決算をしなくてもよくなったのだ。

しかし理論的にはどうであれ、現実の相場はそのような雰囲気が続けるだろう。このような前提で考えれば、日経平均には29000円まで上昇する余力が生じる。

この雰囲気は、3月まで続くだろう。

しかしもちろん、そのような非現実的な市場はいずれ、清算される運命にある。

それがいつ来るのか、が問題だ。

## (2) 長期金利上昇懸念

現在の金融相場の下では、金融緩和継続は、絶対条件だ。しかし、ワクチン接種は経済活動の再開を前提としており、そうなれば、今の超金融緩和は、いずれ修正される。金利が上昇する、ということは、金融緩和による上昇相場が終わることを意味し、株価がそれ以上上昇するとすれば、企業業績に注目する業績相場へうまく移行するしかない。そのとき、企業業績の回復する水準が、その時の株価水準を正当化するものであれば、上昇は継続し、そうでなければ下落する。

通常は、この転換期では、まず長期金利の上昇が、株価下落を誘発する。政府の金融緩和政策は短期金利を抑えることができるが、長期金利は投資家の影響が大きく反映される。

つまり、市場は、金融緩和政策の終了が近いと思えば、あるいは、財政政策が国債需給に影響すると考えれば、短期金利は低くても、長期金利を上げ、結果としてイールドカーブは右肩上がりが大きくなる。

そうなると、企業業績が回復する前の株式市場では、イールドスプレッド（PERの逆数である益利回りと長期金利の差）の拡大を嫌気し、株価は下落しやすくなる。ブラックマンデーを含め、過去の大きな下落は、時々、この単純な指標によって引き起こされてきた。

この懸念を乗り越えるには、政策と市場に信頼関係が無ければならない。

日銀総裁の黒田氏、FRBパウエル議長、イエレン財務長官の手腕がまさに問われる年になるだろう。つまり、長期金利の上昇に対して、明確な金融緩和の継続をメッセージできれば、長期金利の上昇は抑制され、この危機は乗り越えられる。この状態のまま、企業業績の復調を待つことが出来れば、それは市場の最も理想的な展開だ。

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。

しかし、政治家サイドは様々な事情から、まだ景気が回復基調にならないにも関わらず、先行きに希望的なメッセージを発信する可能性がある。長期金利は、このどちらの主張に傾くかで、動きは決まる。

金融緩和による金融相場と、業績復調による業績相場の間での調整を避けることができるかどうかは、このような政策メッセージに依存することになる。しかし、どううまく立ち回っても、ワクチンが効くという前提の下では、長期金利の上昇は避けられず、株式は一旦、それに対して下落で応じるだろう。

下値の場合の下値水準は、26100円とした。この水準は、リスクプレミアムが2018年の水準で推移することを前提とした試算だが、それ以前の日経平均の上昇が29000円まで行かなければ、この下値はそれに応じて下へ修正されることになるだろう。

いま、ワクチンへの期待感は、非常に大きい。ワクチンは、まさに世界の救世主であり、これによる経済再開は、誰もが期待するところだ。と同時に、経済再開は、長期金利の上昇に直結しやすい。

長期金利上昇の時期は、4月～6月、ワクチン接種が本格化する頃だろう。

### (3) 企業業績

長期金利上昇懸念が表面化する4月～6月は、3月期決算の企業業績が発表される時期であり、1年の中で最も重要な局面でもある。多少、長期金利の上昇があったとしても、2022年3月期企業業績予想が強気であれば、株式市場は下落せずに業績相場に移行が可能だ。その可能性はあるだろうか。

現在、当社では、東証1部企業（金融除く）の増益率を以下のように想定している。

#### 【東証1部（除く金融）営業増益率予想】

	営業増益率
2021年3月期	-2.8%
2022年3月期	15%
2023年3月期	2%

上記予想は、2021年平均の為替を、1\$=103円を前提としている。

3年間の企業業績は、今年の日経平均株価のベースを作ることになる。

上記増益率がコンセンサスとなる場合、当社試算では、日経平均の水準は、29000円が可能となる。1月～3月のバブル期、その後調整を経た後の4月～9月の反発の中で、29000円をつけるとすれば、上記増益率は、最低限、必要な増益率だとも言える。

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。

しかし問題は、新型コロナ感染拡大に更なる落ち着きが見えない場合、多くの企業が、保守的な業績予想を発表することだ。2021年3月期業績について、東証は、新型コロナ感染拡大を受け、企業業績予想を見送ることを認めてきた。しかし、2022年3月期の予想について、多くの企業が無理に出せば、その数値は保守的になり、上記表の数値を大きく下回る可能性がある。

それであれば、業績予想開示を見送った方が、株式市場にはプラス材料だろう。

しかし、2022年3月期業績に対する不安を払しょくする事象が、二つある。一つは、大型経営統合、M&A、MBOの実現だ。JALとANA、キャノンとリコー、ソフトバンクグループのMBO、地方銀行再編、その他、小売業界では大型買収の候補者は数多い。

これらの案件は、2021年年初から続くだろう。

小型のM&A案件は年初から、大型のものは年央までに市場で認知されるかもしれない。経営統合やM&Aは、企業業績の予想を大きく覆し、国内の産業構造そのものを改革する可能性がある。これが本格的なテーマになった場合、株式市場は、2022年3月期業績予想から再び解放される。

もう一つは、為替市場だ。2022年3月期以降の増益率は、103円前提だが、仮に107円前提となれば、増益率は大きく上振れ、20%台の増益率が視野に入る。こうなれば、日経平均は30000円台が見えてくるだろう。もちろん、逆もあり得ることには注意が必要だ。

## 2. 注目業種が変わる前半後半

2021年の相場は、前半と後半では物色銘柄が変わるだろう。

前半は、ハイテクなどグロース株や社会改革の銘柄が復権する可能性が高い。一方で後半は、本格的にバリュー株、景気敏感株が物色の中心となりやすい。

1月～3月の高値を主導するのは前者で、7月～9月の高値を主導するのは後者となるだろう。相場展開によっては、この物色が逆になる可能性もあるが、いずれにしても、物色対象は変化し続けそうだ。

### (1) 1月～3月の注目業種

新型コロナウイルス感染拡大がまだ抑制しきれていない時期であり、これまで物色された後、調整している「コロナ後の社会関連」「ワクチン関連」が再び物色の中心となると考える。

5G関連、クラウド関連、半導体関連、ワクチン関連、EC、物流関連（除く運輸）、衛生関連が注目されそうだ、下げ過ぎの小型株も戻りを演じるだろう。

東京五輪が開催される場合は、その関連銘柄が水準を切り上げる可能性があるが、無観客の

---

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。

場合はそれほどの影響は無いと思われる。

一方で、バイデン政策や菅政策が力を入れる環境関連（再生可能エネルギー関連）や、昨年末の米国へのサイバー攻撃を意識したサイバーセキュリティ関連、中国経済の動向によっては中国関連銘柄も、注目から外せない。

## （2）7月～9月の注目業種

この時期には、景気回復の本格化が相場展開の中心的話題になりそうだ。新型コロナ感染者が減少に転じ、世界経済の再稼働がテーマになる。

この時期に、景気敏感株、バリュー株が本格的に物色対象として浮上するだろう。ただし、实体经济は、それほど早くは回復しそうにない。したがってこの局面での上昇は、2020年に一旦バリュー株が物色されたときに準じた程度の上昇で終わる可能性がある。

もし、自民党の支持率が低迷している場合には、この局面での上昇そのものが怪しくなる。また、ここに至るまでの長期金利の上昇による株式市場の下落が大きくなれば、そのダメージは大きく、リバウンドも難しくなるかもしれない。例えば、4月～6月に日経平均が24000円を割る水準まで下落すれば、次の上昇はせいぜい26000円程度で終わるだろう。

### 本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。

2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。

3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

---

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。