

KAMIYAMA Reports vol. 116

株価水準だけで 割高とか割安とか言わない

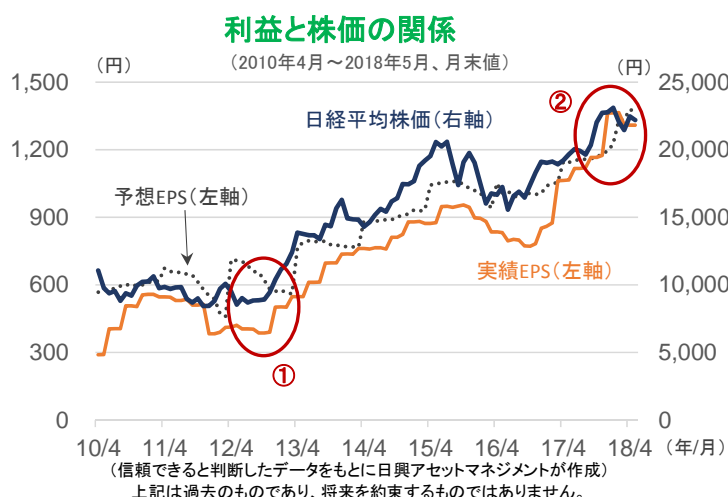
チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 日経平均株価の3万円は割高？ バブル？
- 株価が3倍でも、1株当たり利益も3倍なら割高とは考えない
- 長期投資家は、世界の企業の稼ぐ力を信じて株式に投資していきたい

日経平均株価の3万円は割高？ バブル？

日経平均株価(以下、日経平均)の目標を3万円と予想する人に対して、3万円はバブルなのか、という質問が多い。簡単に答えると、3万円だからバブルとか、22,000円ならバブルではないなど、株価水準でバブル度の区別はしないし、その株価水準に値するほど企業利益が確かで、未来も同じように信じられるならば、バブルとは言わないだろう。



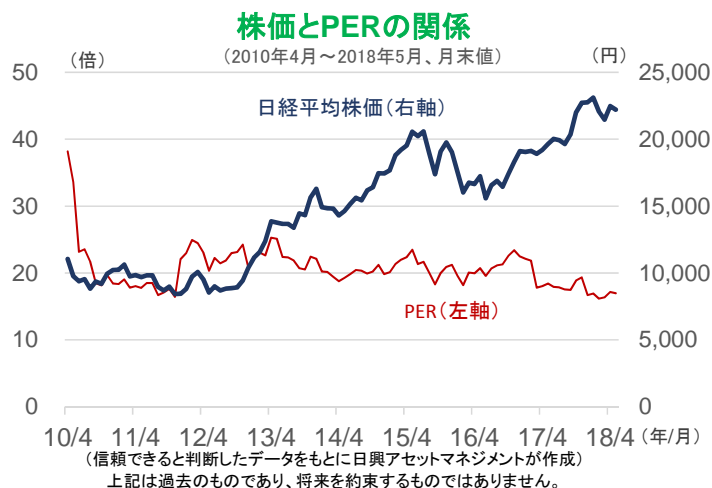
12年の年末にかけてアベノミクスへの期待が高まったが、同年6月頃から選挙への期待が盛り上がる前まで、日経平均は8,000～9,000円の水準で上下していた。当時の日経平均の1株当たり実績利益(実績EPS)は400円程度だった。予想利益(予想EPS)はもう少し高かったとはいえ、1,300円を超えている最近の水準からみると、当時は3分の1以下の水準であったことが分かる。(左図①)

18年1月に24,000円を超えた日経平均は8,000円の3倍の水準だが、EPSも3倍になっているのであれば、8,000円に比べて24,000円が割高だ、という必要はない。(左図②)

これがPERの基本的な考え方だ。株価を利益で割り算した倍率のことをPER(株価収益率)というが、これが一定ならば、利益が増えた分だけ株価が上昇しても割高ではない、といえる。

株価が3倍でも、1株当たり利益も3倍なら割高とは考えない

そもそも日経平均が3万円になるとバブルだと思う人は、8,000円だったときに割安だと思ったのだろうか。多くの人が、12年6月4日に8,295円だった日経平均の水準をみて、これが割安だとは思えなかったのではないだろうか。単純に心理の話をしているのではない。PERという指標は良く知られているが、その意味を深く考えている人は意外に少ない。日経平均が8,000円台であったころのPERは21倍程度だったが、18年初頭の24,000円であったころは16～17倍程度に低下している。つまり、株価上昇とともに、利益で説明できる部分が増えており、株価だけがふらふらと上昇する部分が減っているのだ。



株価は、現時点で想定できる利益で説明できる部分と、未来への期待で説明できる部分に分かれる。例えば、PERが16倍であれば、利益で説明できる部分が1、それ以外が15の比率になっている。20倍であれば、それが1対19に拡大する。厳密に言えば、現時点の利益が「普通の状態」であるとした時、想定される利益の成長が未来永劫にわたって続く場合の価値部分が、「現時点で想定できる」ノーマルな利益ということになる。いずれにせよ、PERが高いほど夢と希望の部分が増える。

アベノミクス後の日本株の上昇は、そのほとんどを利益の成長で説明できる。それを証明しているのが、

安定(というより低下)しているPERというわけだ。このように、現時点のPERは歴史的に低いので、株価は安いと見てよさそうだ。もっとも、PERが低下している時に将来の利益の低下を織り込もうとしている時もある。これは、結果として利益が減った分、株価が下落するので、PERが一定になるからだ。また、地政学リスクや貿易摩擦への懸念などがPERを低下させる(センチメントがリスクプレミアムを引き上げるともいう)こともある。しかし、現時点で18年度の利益成長率のコンセンサス(市場予測)はプラスなので、今後のEPS低下を予想してPERが低下しているとは考えにくい。

日経平均(5月末22,201.82円)の現時点での12ヵ月実績EPSを1,308.87円とすると、PERは約17倍になる。日経平均が35%上昇すれば3万円に達する。では、利益が35%上昇するにはどの程度の時間がかかるだろうか。長期平均的なEPS成長率(年率)が筆者の想定する8%で、PERが約17倍で一定とするならば、約4年で到達する。このように、「日経平均の3万円はバブル?」という質問にあまり意味がない。日経平均が18年末までに3万円に達するためには、PERが上昇しなければならないだろうから、近々大きな利益成長があるとの見方がよほど台頭しない限り、難しい目標となる。しかし、今後4年程度で日経平均が3万円になる可能性は高いのか、と聞かれれば、イエスと言えそうだ。

長期投資家は、世界の企業の稼ぐ力を信じて株式に投資していきたい

このように考えると、株式への投資は、賭け事で勝利を期待することとはまったく違うことが分かる。また、よく使う「割高・割安」の判断は、株価水準がどの程度か、最近上がったか下がったかで判断するものではないことも分かる。

さらに長期投資としての株式投資の本質は、「割安で買う」「割高で売る」というよりも(これに挑戦する投資家もいて良いが)、株式の「稼ぐ力を価値に変える仕組み」を信じて持ち続けることだと考えている。株式は仕組みとして価格が上昇するようにできていることが、「投資したほうが良い」理由だ。具体的には、既存の事業で利益を上げ、その一部を配当するが残りを留保して得意分野に再び投資し、製造ラインを増やして売り上げを増やし、利益を増やしていく。つまり、利益の一部しか配当しないことで、既存の経営者の稼ぐ才能をさらに生かして価値に変換する仕組みだ。一企業だけだと個別のリスクはあるが、世界中の株式に投資し、その仕組みからリターンを獲得しようとするれば、長い目で見れば当初期待した程度のリターンが得やすくなる。割安か割高かの判断に埋没してしまい、そもそも何をやっているのか、投資の目的(例えば、引退後の潤いのある暮らし)を忘れないようにしたい。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official