

ファンダメンタルズに基づく株価の中期見通し

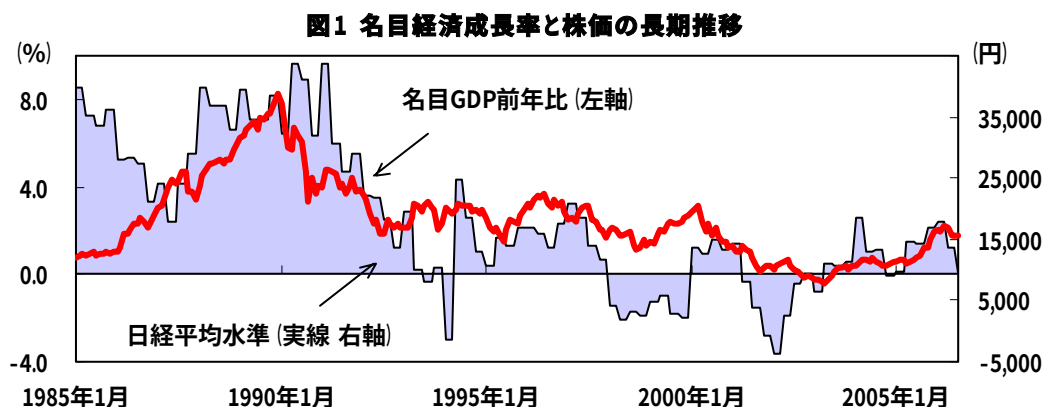
＜要旨＞

- 日経平均株価は、05 年度末値 1 万 7 千円と年率 46%の上昇をみたあと、今年度に入って下落し、1 万 6 千円前後のボックス圏を推移している。短期的な株価変動はともかく、中期的にみた株価推移は、ファンダメンタルズから考えられる中期的な株式の収益率から計算される株価水準と大きく乖離しないはずである。
- こうした考えのもと、中期的な株価水準を左右する 3 つの点、①日本全体の名目総資本利益率はどの程度となるか（日本全体を日本株式会社とみなしたとき、成長で生み出された収益のどれだけが総資本に分配されるか）、②株式資本利益率はどの程度となるか（企業の財務政策の結果、リスク負担に応じ株式に利益がどう分配されるか）、③将来の成長予想を織り込み PER の水準は高まっていくのか、を整理したうえで、2009 年度までの中期株価見通しを作成した。分析によれば、
 - 1) 今後 5 年間の日本経済の実質成長率が 2%水準で推移するとの前提のもとでは、経済全体の名目総資本利益率は 10.8%となる。これは 3%成長が続いた 80 年代前半の 20%の半分、デフレ経済下に 1%前半の低成長にあった 95～05 年の 9.9%よりやや高い水準となる。
 - 2) こうしたマクロ環境のもと、ROE（株主資本利益率）は 80 年代前半と同じ、9.5%を推移すると予想する。成長率が当時より低いなかで ROE が高まるのは、3%成長を実現した当時に比べ負債利子率が低く、企業の総資本事業利益率から負債利子率を差し引いたスプレッド（株式プレミアム）が平均 6.7%ポイントと 80 年代前半の 3.9%ポイントを引き続き上回るためである。
 - 3) PER（株価収益率）については、リスクプレミアム不変、実質期待成長率 2%、金利が上昇していく想定のもとでは、横ばいもしくは現状よりも低下していく可能性がある。なお、05 年度 46%超の株価上昇の 8 割近くは、PER 上昇によるものであり、ゼロ金利と経済全体の期待成長率の大幅な上方修正を反映したものと考えられる。保守的に考えれば、このような大幅な上昇は、マクロ的にみた大規模な期待修正がない限り、持続性がないとみるのが自然である。
- 以上の分析を踏まえ、PER が現在よりもやや低下するという、保守的な想定のもとで日経平均株価に置きなおして予測すると、2 年後の 07 年度末値は 17 千円台後半、09 年度末に 2 万円超えとなり、その後横ばいとなる。この間の株価上昇率は年平均 5～6%を推移すると予想される。

1. 株価リターンの予測フレームワーク

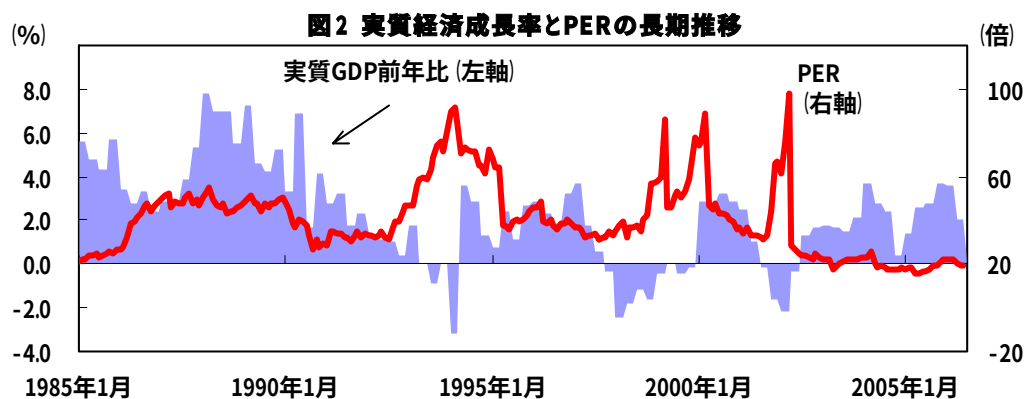
3 年から 5 年という中期的な観点からファンダメンタルズに基づいて株式の収益率を予測する考え方に、株主資本利益率に遡って考えるアプローチがある。そもそも、企業は株式や借入れによって資金を調達し、工場や設備などの実物資本ストックに資本を投下し事業を行うことで収益を上げ、収益から借入れに対する利息を支払った残りが株主資本の収益となる。だとすれば、企業が過去に投下した総資本事業利益率と、そこから分配された株主資本利益率（ROE）こそが、株式収益率の源泉となり、そのトレンドは実際の株価変動から大きく乖離しないはずである。

こうした考え方をマクロ経済全体に当てはめれば、日本全体で投下される総資本から生み出された国内総生産（GDP）が株主資本利益率の基礎となる。株価が将来の景気変動を先取りすると言われる理由もここにある。実際に日経平均株価と経済成長率の推移を見ると、株価は成長率に先んじて推移し、両者は似たような動きをしていた（図1）。



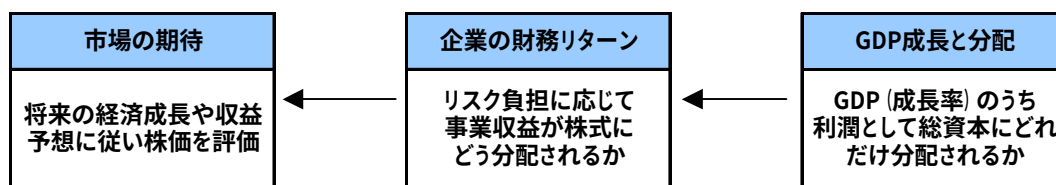
(資料) 内閣府「国民経済計算年報」他より住友信託銀行調査部作成

一方、先行き収益成長期待を織り込む PER（株価収益率＝一株あたり利益の何倍まで買われているか）についても、実質成長率の鈍化に伴って、高い PER 水準から低い PER 水準へと修正が働くことにみられるように、先行き経済の動きと株価評価は密接に関係している（図2）。



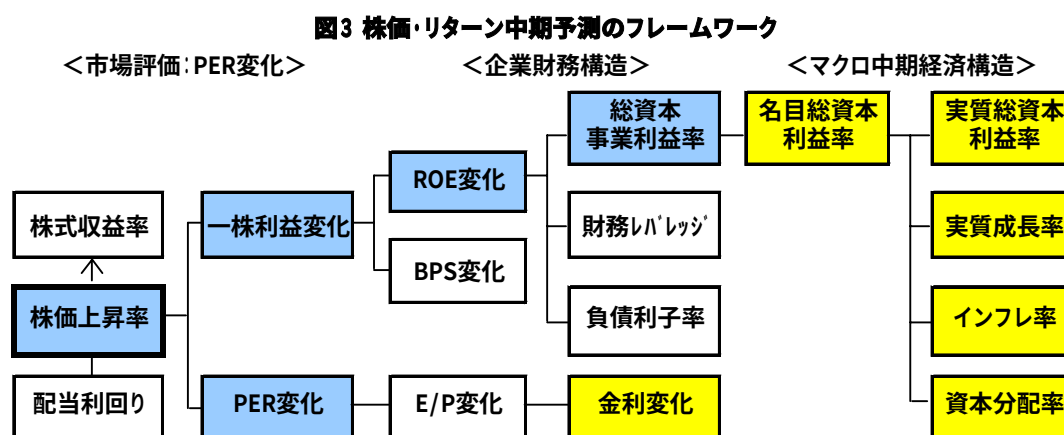
(資料) 内閣府「国民経済計算年報」、Bloombergより住友信託銀行調査部作成

このように、株式収益率の源泉に着目すれば、株式の中期的な収益率は、①マクロ経済成長率、②企業の財務戦略、③将来に対する市場の評価、に結び付けて考えることができるだろう（以下の考え方は、末尾の参考文献をもとに展開している）。



すなわち、日本経済全体の付加価値（＝日本全体を株式会社と見立てたときの収益である GDP）のうち総資本にどれだけ分配されるか（マクロ中期経済構造）、企業が事業を行って得た収益のうちどれだけが株式に分配されるか（企業財務構造）、こうしたマクロ収益環境が今後どのようなようになるかという将来予想に基づいて株式がどう値付けされるか（市場評価）、という3つのプロセスである。

この3つを各マクロ経済指標や企業財務指標に関連付けて要因分解しようとするれば、その構成項目は下図3のように整理できる。以下ではこうしたフレームワークに従って、先行き5年間の国内株価水準を展望してみたい。



2. 中期マクロ経済環境の変化-過去の振り返りと将来展望

まず、日本経済の過去推移を5年単位で鳥瞰したときに、経済成長率と経済全体に投下された名目資本利益率はどのような推移をたどり、互いにどのように結び付けられるであろうか。

資本投入と労働投入の寄与分解の考え方をを用いて、資本ストック1単位あたりの生産性と資本分配率によって決まる名目総資本収益率と5年平均の中期経済成長率を比較し、順に過去のトレンドを鳥瞰してみた（次頁表1）。

表1 中期GDP成長率と名目資本収益率

	中期成長率	資本寄与	労働寄与	物価上昇率	資本分配率	名目総資本利益率	実質総資本利益率
	ΔY	$\alpha \Delta K$	$(1-\alpha) L$	ΔP	α	R	r
81-85	3.13	1.6	0.7	2.5	0.21	22.4	19.9
86-90	4.94	1.7	1.2	1.4	0.22	18.8	17.4
91-95	0.69	1.1	0.4	1.3	0.20	13.9	12.6
96-00	1.23	0.7	0.0	0.3	0.17	9.7	9.3
01-06	1.63	0.5	-0.3	-0.2	0.18	9.7	9.9
07-10(予)	2.00	0.8	0.0	1.1	0.19	11.9	10.8

(注) 中期成長率の要因分解： $\Delta Y = \alpha \Delta K + (1-\alpha) \Delta L + \lambda$ 、実質総資本利益率： $r = \alpha (Y/K)$

(資料) 住友信託銀行調査部による試算

経済全体の付加価値合計である GDP を資本ストックで除して計算される資本生産性に資本分配率を掛けて計算した「名目総資本利益率」の水準（算式の詳細は表1脚注を参照）は、2001 年から 2006 年度にかけて平均 9.7%と、80 年代前半の 22.4%や 80 年代後半の 18.8%から半減した。いうまでもなく、この背景には、経済成長率の鈍化とデフレーションの影響があり、成長率に限ってみれば、成長率が 80 年代の 3～4%成長から、1%前半に落ちこんだことを反映している。

この間の資本成長寄与の低下にあわせ、資本の取り分を示す資本分配率も一貫して低下を辿っていった。デフレの 10 年間は、株式収益環境からすれば、そのマクロ的な源泉自体が低下トレンドにあったといえるだろう。

名目総資本収益率の先行きについては、平均 11.9%とこれまでよりもやや高い水準に反転していくと展望しうる（表1最終行を参照）。これは、平均 2%成長とデフレ脱却のマクロ環境を前提とした当社の中期マクロ経済予測値から試算した数字である。反転の源泉は、1%半ばから 2%へ実質成長率が高まるとともに、1%前後のインフレ率のもとで名目総資本利益率が高まるからである（表2）。

表2 2010年度までのマクロ環境推移と前提

年度		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
成長率・金利	実質GDP成長率	2.3	1.7	3.2	2.3	2.0	1.8	2.0	2.1
	資本分配率	17.9	19.0	19.0	19.0	18.5	18.5	18.5	18.5
	実質総資本利益率	10.0	10.5	10.7	10.8	10.7	10.7	10.8	11.0
	名目総資本利益率	9.8	10.3	10.8	11.5	11.5	11.8	12.0	12.1
	消費者物価上昇率	-0.2	-0.2	0.1	0.7	0.9	1.1	1.2	1.1
	10年国債利回り	1.1	1.5	1.4	2.0	2.4	2.6	2.9	3.1

(資料) 住友信託銀行調査部試算

→予測

3. 主要企業の財務リターン環境 –過去の振り返りと展望

日本経済全体の名目総資本利益率は、成長率とインフレ率によって決まるのに対し、株主資本利益率は資本がどのように調達されたかにも依存する。利息や配当は、突き詰めると企業への資本提供の対価であり、リスクの負担度合いに応じて収益が分配されるためである。その結果、株主資本利益率は、次のようにマクロ全体の名目総資本利益率とほぼ同じ推移を辿ると期待される「企業の総資本事業利益率」に、借入れに対する利息を支払った残り（レバレッジ）を加味した水準に決まることになる（詳細は下記式となるが、読み飛ばしても差し支えない）。

＜配当と利息の分配＞ ＝ ＜投下資本の利益＞

$$\pi E / (1 - \tau) + \rho D = \phi (E + D)$$

π ：株主資本利益率

ρ ：有利子負債利率

τ ：法人税率

E ：株主資本

D ：負債

$$\text{株主資本利益率 } \pi = (1 - \tau) \left[\phi + \frac{D}{E} (\phi - \rho) \right]$$

つまり、株主資本利益率（ROE）は、 $(1 - \text{法人税率}) \times \{\text{総資本事業利益率} + \text{レバレッジ} \times (\text{総資本事業利益率} - \text{有利子負債利率})\}$ となる。表3が示すように、総資本事業利益率が高いほど、有利子負債利率が低いほど、株式に分配される利益が高まるので、株主資本利益率（ROE）が上昇していくことになる。

表3 過去の財務収益率の要因分解と展望

	ROE	総資本事業 利益率	負債利率	レバレッジ	法人税率	プレミアム	
	π	ϕ	ρ	γ	τ	$\phi - \rho$	$\gamma (\phi - \rho)$
81-85	9.4	12.3	8.4	192	0.521	3.9	7.5
86-90	7.9	9.7	5.8	168	0.515	3.9	6.5
91-95	3.5	5.5	4.7	171	0.500	0.9	1.5
96-00	3.5	4.4	3.0	149	0.456	1.5	2.2
01-06	6.6	6.8	2.0	96	0.402	4.8	4.6
07-10(予)	9.5	9.8	3.1	88	0.395	6.7	5.9

(注) ROEの要因分解は右式： $\pi = (1 - \tau) \{ \phi + \gamma (\phi - \rho) \}$ 。

(資料) 野村証券金融経済研究所「NRI400 (除く金融)」他用い住友信託銀行調査部試算

これを、もう少し時期を分けて細かく比較してみたい。まず、収益のもととなる企業の（投下）総資本事業利益率は、表3第2列が示すように、日本全体の名目総資本利益率とほぼ同じトレンドを推移し、80年代の10%超の水準から過去15年は5%前後の水準まで低下してきている。一方で、負債利率も80年代前半の8%から過去5年間の平均2%まで低下したことで、総資本事業利益率から負債利率を差し引いたスプレッド（株式プレミアム）は80年代前半の3.9%から90年代前半の0.9%のボトムを経たのち、過去5年間は4.8%に上昇した。この間、財務レバレッジ（負債÷自己資本）は2倍から1倍を割り込み、財務リストラが進捗した。

言い換えれば、過去5年は財務リストラの進捗と負債利率の低下を主因として、株主資本に分配される利益率は着実に上昇し、ここ数年の株価反転の基礎的条件を整えていた、と整理できるだろう。今後5年については、①2%の中期成長率、②金利上昇に伴う有利子負債利率の上昇、③レバレッジ圧縮の一服、といったマクロ・財務環境の変化が想定され、これを前提にすると、株主資本利益率（ROE）は過去5年間平均6.6%から平均9～10%に高まっていくと予想する（表4）。

これまで整理してきた、経済全体の名目総資本（ストック）利益率、企業の総資本事業利益率、株主資本利益率の3者の過去推移を並べてみると、その時系列推移は同じトレンド上にあり、先行き高まっていくことが展望できるだろう（図4）。

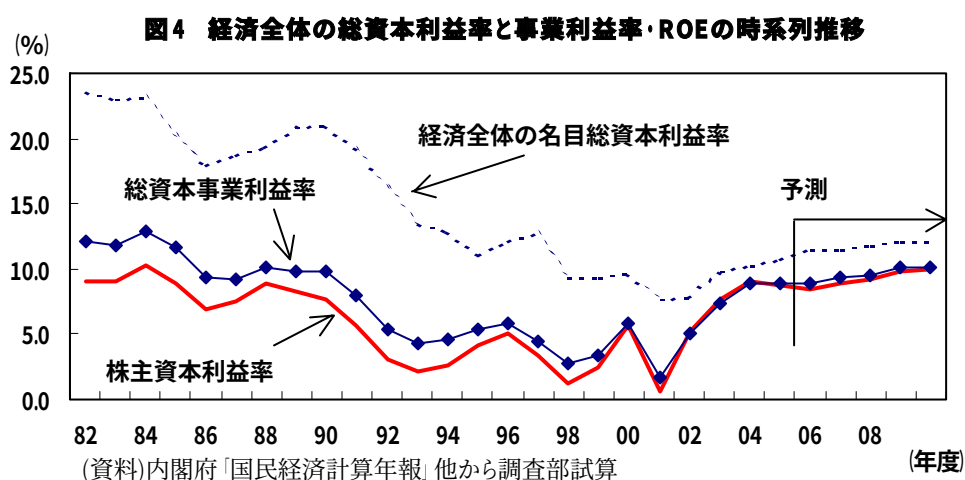


表4 2010年度までの企業の財務収益環境

年度		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
財務 リ タ ー ン	ROE: $(1-\tau)\{\phi + \gamma(\phi - \rho)\}$	7.6	9.1	8.8	8.4	8.9	9.2	9.9	10.0
	総資本事業利益率 ϕ	7.4	8.8	8.9	8.9	9.4	9.5	10.1	10.1
	負債利率 ρ	1.9	1.7	1.7	2.3	2.7	3.0	3.3	3.5
	レバレッジ γ	99	88	77	75	80	85	90	95
	プレミアム $\gamma(\phi - \rho)$	5.5	6.3	5.5	5.0	5.4	5.6	6.2	6.4
	法人税率 τ	0.409	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395

(資料) 住友信託銀行調査部試算

→予測

(注) ROE (R_e)と各財務変数 (自己資本E、負債D、事業利潤率 ϕ 、負債利率 ρ 、税率 τ)の関係は下記式

$$R_e E / (1 - \tau) + \rho D = \phi (E + D) \text{ より } ROE: R_e = (1 - \tau) \{ \phi + D/E(\phi - \rho) \}$$

4. 市場リターンの環境－過去振り返りと展望

ところで、実際にマーケットで観察される短期的な株価や株式収益率は、必ずしも株主資本利益率（ROE）のトレンドに一致するとは限らない。中期的なトレンドは概ね同じだとしても、株価には将来の収益成長率の見通しやリスクプレミアムなど、投資家の将来期待や投資態度が織り込まれるためである。これを式で示せば、株式収益率は次のように、配当利回りと株価増減率に分解できる（詳細は下記式となるが、読み飛ばしても差し支えない）。

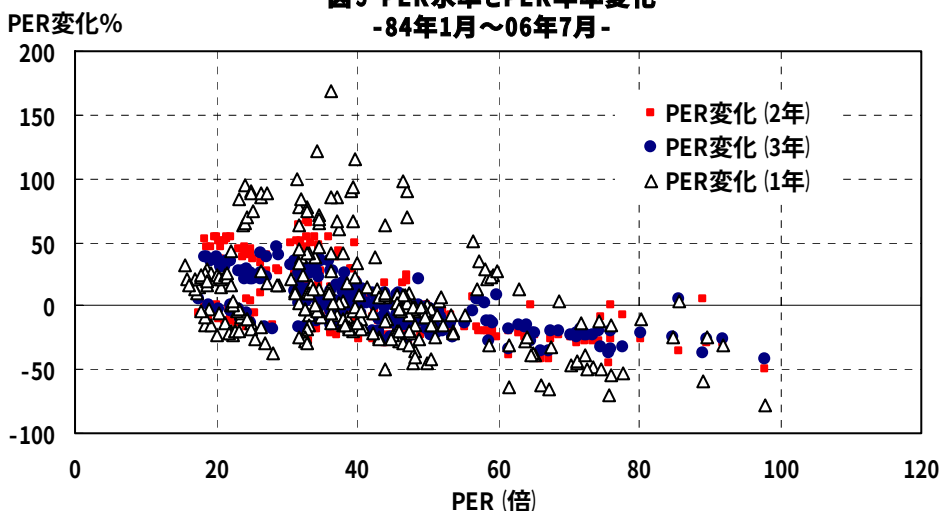
株式収益率

$$\begin{aligned} &= (\text{配当利回り}) + (\text{株価増減率}) \\ &= (\text{配当利回り}) + (\text{一株利益増減率}) + (\text{PER 増減率}) \\ &= (\text{配当利回り}) + (\text{一株純資産増減率}) + (\text{ROE 増減率}) + (\text{PER 増減率}) \end{aligned}$$

株式収益率のうち株価の増減率のみに注目すれば、①一株純資産増減率、②株主資本収益率の伸び率、③PER の伸び率、に依存することになる。このなかで、これまで株価に大きな影響を及ぼしてきたのが、PER 水準の変化である。

過去の PER 水準は、20 倍から 100 倍超まで大きく変動してきた（前掲図 2）。この変動パターンを鳥瞰するために、横軸に PER 水準、縦軸にその後の変化率という対応関係をプロットしてみると、概ね右下がりの関係、すなわち PER が高いとその後 2～3 年間は PER が低下していく、という対応関係が表れてくる（図 5）。図を細かく見ると、1 年変動率ではバラツキ大きいものの、2 年、3 年という中期では右下がりの関係が安定していくこと、20 倍切る水準ではどちらかと言えば PER 上昇の可能性が極めて高くなること、を示している。

図5 PER水準とPER年率変化
-84年1月～06年7月-



(資料) 住友信託銀行調査部作成

より厳密に PER 水準と方向性を判断するために、一般的な株価モデル（残余利益モデルによりバリエーション）を用いて、これまで想定してきたマクロ期待成長率、金利水準、株主資本利益率、株式のリスクプレミアムを PER 水準に関連付けてみた。表 5 は、残余利益モデルを用いた適性 PER 水準を各要因の各種前提のもとで比較したものである。

表 5 適正PER水準のシミュレーション

	ケース①	②	③	④
要求収益率 ($k = r + \theta$)	5.2%	5.5%	6.0%	6.0%
無リスク金利 (r)	1.70%	2.00%	2.50%	3.00%
リスクプレミアム (θ)	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%
期待成長率 (g)	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%
ROE	9%	9%	9%	9%
a) ベースPER ($1/k$)	19.2	18.2	16.7	16.7
b) 残余 (将来期待) PER	5.1	4.0	4.0	4.0
PER (a+b)	24.3	22.2	20.6	20.6

(注) PERの残余利益モデルによる分解は右式

(資料) 住友信託銀行調査部試算

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{k} + \frac{g}{k - g} \cdot \frac{(ROE - k)}{k \cdot ROE}$$

表 5 の各ケースの比較によれば、

- ・ 今後 5 年間の 2% 成長と ROE 9% の想定のもと、金利が 2% に止まるケースの PER 水準は 22～24 倍（ケース①②）
- ・ 今後 5 年間の 2.5% 成長と ROE 9% のもと、金利が 2.5%～3.0% に高まるケースでは 21 倍に鈍化（ケース③④）
- ・ 前提として①～③のケースではリスクプレミアム（株式収益率－国債利回り）は 3.5% を想定

という結果となる。つまり、期待成長率が高まらないもとでの金利上昇は、いずれも PER 水準を押し下げることになる。

5. まとめと結論－2010 年度までの株価予測

以上の分析を踏まえ、「日経 225 や TOPIX の PER が 05 年度末の 23 倍（予想 PER）～30 倍（PER）の範囲から平均 21 倍に低下する」という、保守的な想定のもとで日経平均株価に置きなおして予測すると、株価は 2 年後の 07 年度末値は 17 千円台後半、09 年度末に 2 万円超えとなり、その後横ばいとなる。

この結果、この間の株価上昇率は平均 5～6% を推移し（再掲総括表）、配当利回りに株価上昇率を加えた株式収益率 5～6%、金利 2～3% から事後的に計算されるリスクプレミアム（株式収益率－国債利回り）は 3～4% となり、PER 水準の前提として事前に想定したリスクプレミアム 3～4% と整合的な水準となる。

表6 2010年度までのファンダメンタルズと株価予測総括表

年度		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
成長率・金利	実質GDP成長率	2.3	1.7	3.2	2.3	2.0	1.8	2.0	2.1
	資本分配率	17.9	19.0	19.0	19.0	18.5	18.5	18.5	18.5
	実質総資本利益率	10.0	10.5	10.7	10.8	10.7	10.7	10.8	11.0
	名目総資本利益率	9.8	10.3	10.8	11.5	11.5	11.8	12.0	12.1
	消費者物価上昇率	-0.2	-0.2	0.1	0.7	0.9	1.1	1.2	1.1
	10年国債利回り	1.1	1.5	1.4	2.0	2.4	2.6	2.9	3.1
財務リターン	ROE: $(1-\tau)\{\phi+\gamma(\phi-\rho)\}$	7.6	9.1	8.8	8.4	8.9	9.2	9.9	10.0
	総資本事業利益率 ϕ	7.4	8.8	8.9	8.9	9.4	9.5	10.1	10.1
	負債利率 ρ	1.9	1.7	1.7	2.3	2.7	3.0	3.3	3.5
	レバレッジ γ	99	88	77	75	80	85	90	95
	プレミアム $\gamma(\phi-\rho)$	5.5	6.3	5.5	5.0	5.4	5.6	6.2	6.4
	法人税率 τ	0.409	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395
株式リターン・株価	市場収益率	42.3	-0.4	47.0	-1.2	6.9	9.2	8.3	-0.9
	配当利回り	0.9	1.0	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
	株価上昇率	41.4	-1.5	46.1	-2.3	5.7	8.0	7.1	-2.2
	ROE変化	16.7	7.9	-4.0	-3.9	6.4	2.4	7.8	1.0
	一株当たり純資産変化	8.4	8.2	13.8	9.3	3.5	3.5	3.5	3.5
	PER変化	16.3	-17.5	36.1	-7.7	-4.2	2.2	-4.3	-6.7
	PER	25.1	19.1	26.0	24.0	23.0	23.5	22.5	21.0
	日経平均株価(末値)	11,715	11,669	17,060	16,666	17,621	19,037	20,386	19,947

(資料) 住友信託銀行調査部試算

→予測

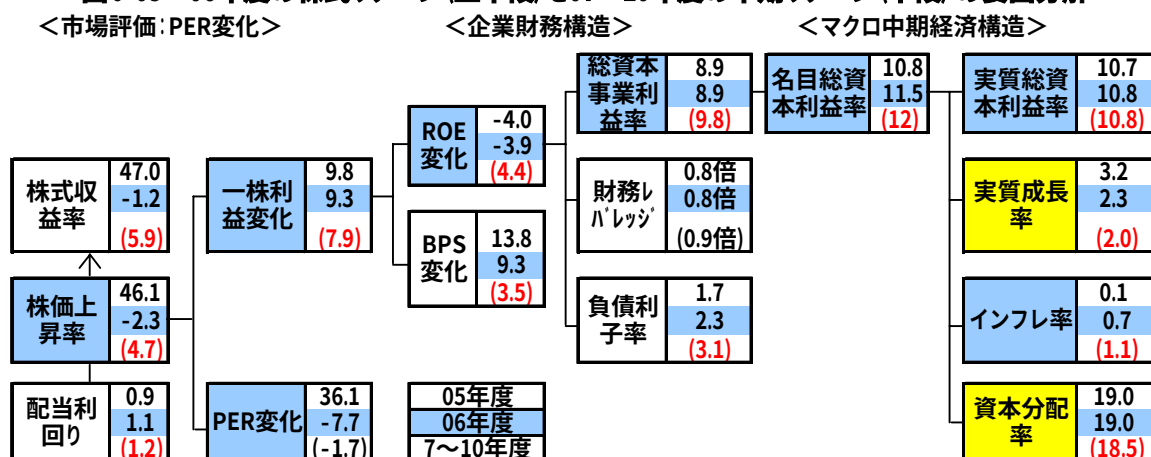
(注) ROE (Re) と各財務変数 (自己資本E、負債D、事業利潤率 ϕ 、負債利率 ρ 、税率 τ) の関係は下記式

$$ReE/(1-\tau)+\rho D=\phi(E+D) \text{ より } ROE: Re=(1-\tau)\{\phi+D/E(\phi-\rho)\}$$

なお、05 年度に観察された株価の急激な上昇（前年比 46.1%、11,669→17,060 円）をこれまでのフレームワークに則して要因分解すると、下の図のように整理され、株価上昇率 46%のうち 36%は PER 水準の上昇によって説明される。

この間に PER の上昇をもたらしたマクロ的な背景としては、PER 試算例（ケース①）が示唆するように、ゼロ金利政策のもとで金利水準が低く抑えられたことに加え（金利低下）、1%前半の期待成長率が 2～3%に大幅ジャンプし（成長率上昇）、投資家の株価バリュエーション期待に大きな修正が働いたと解釈できるだろう。

図6 05～06年度の株式リターン(上中段)と07～10年度の中期リターン(下段)の要因分解



(注) 図中 上中段は05、06年度の株式収益率の要因分解、下段カッコが07～10年度の予測を示す。

(資料) 住友信託銀行調査部試算

翻って、今後 5 年を展望すれば、05 年度中にみられたこうした大幅な期待修正が働かない限りは、概ねマクロならびに企業財務収益率に平仄の合う形で推移する可能性が高いと考えられる。全体のマクロ経済観、財務環境について整理すると、下表のようにまとめられる。

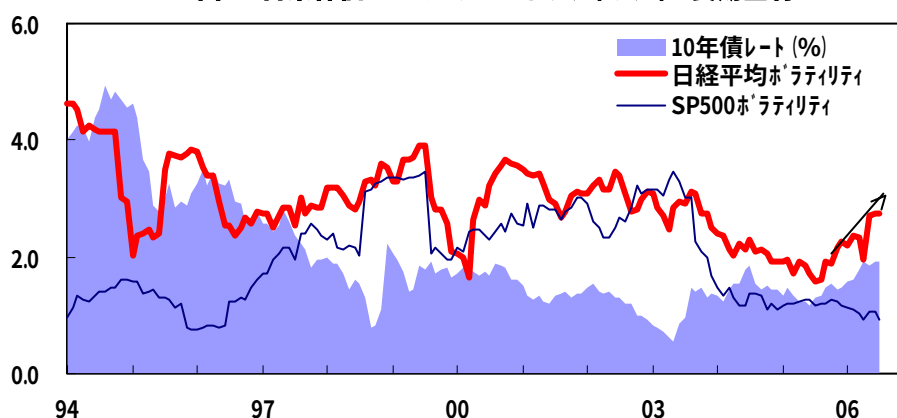
表7 05年度の株高の振り返りと今後5年間のマクロ・財務・市場評価の環境

	05年度の振り返り	06～08年度の展望
成長トレンド	実質成長率が1%台3%台に大幅ジャンプ	実質2%成長も名目成長率は上昇。雇用・賃金上昇で家計の取り分増え、資本分配率はやや低下を想定
財務収益環境	総資本事業利益率は上昇も、負債圧縮・レバレッジ低下でROE鈍化	名目成長率上昇で(名目)総資本事業利益率は上昇。レバレッジは1倍弱まで回復、ROEも9～10%のトレンド維持
PER環境	期待成長率上昇と金利低下でPER上昇	期待成長率変化ない中での金利上昇によりPERは頭打ち。試算ではPER 21～22倍が適正

最後に補足として、ボラティリティ環境について整理してみたい。日経平均株価が1万6千円のボックス圏入り後、価格ボラティリティが高まっているという印象があるが、実際のヒストリカルボラティリティ(12ヶ月異動標準偏差)を計算し、長期金利、米国 SP500 のヒストリカルボラティリティの時系列推移と比べてみると、足許では上昇傾向にあるものの過去に比べ特段高い水準にあるわけではない。

過去のボラティリティ上昇時の特徴としては、①米株価のボラティリティの上昇、②金利の上昇、という2つのケースが観察されてきた。今後は、米国経済の鈍化と国内金利の変動から、いずれのケースも当てはまりそうなため、国内株価のボラティリティは今後も上昇する環境にあることには留意する必要があるだろう(図7)。

図7 日米株価のヒストリカルボラティリティと長期金利



(資料) Bloombergデータ他から住友信託銀行調査部作成

(参考文献) 浅野幸弘・豊崎恭行「リタンの経済的基礎」証券アナリストジャーナル 1994 年 8 月

(木村: kimurato@sumitomotrust.co.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。