

# 2014 年末の株価予想、的中までの軌跡



金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾  
side@nli-research.co.jp

2014 年 12 月末の日経平均株価は 17,450 円で終えた。一方、筆者が 14 年末の株価を最初に予想したのは年初 14 年 1 月 8 日付けレポートで述べた 17,500 円で、実際の価格と 50 円違いの僅差だった。周囲は「見事的中」と評してくれたが、自分ではそう思っていない。予想が的中したというよりも、「株式市場が合理的に行動した結果」だと考えている。なぜなら、筆者が年末株価を予想する際は、株価に影響する様々な要素のうち最も重要な企業業績をベースに考え、短期的な需給変化などをほとんど考慮しないからだ（1 年先の需給など予想しようがない）。

つまり、やや語弊があるが、筆者が予想する年末時点の株価は「こうなるだろう」というよりも、「妥当な株価水準はこのくらいだ」という意味合いが大きい。従って、株式市場が過度に楽観または悲観に傾くと、筆者の予想株価から大きく乖離することになる。実際、14 年の前半は株価が低迷して 14,000 円程度まで下落するなど、予想から掛け離れた時期もあったが、筆者は年末株価の予想を一度も変更しなかった。

本稿では、14 年の株価予想に関するレポートを発行順に掲載し、その時々で何をどう考えたのか整理する。最後に 15 年の年初に書いた年末株価予想レポートも掲載する。

2014 年 1 月 8 日発行

## 年初の株価下落をどうみるか、そして 1 年後の株価は？

### ■要約

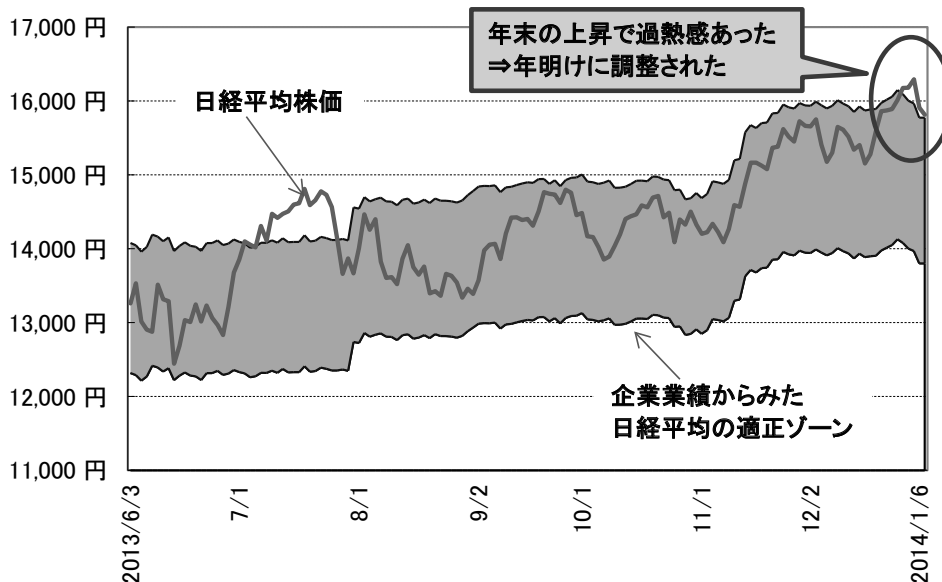
昨年は順調に上昇した日経平均株価だが、今年に入り 2 日連続で下落した。今後の急落を想定すべきか。その必要はなく、むしろ 2014 年末に向けて緩やかに上昇すると考える。

## ■株価の適正ゾーンという考え方

年明け以降の日経平均は、1月6日に382円（2.3%）安、7日も95円（0.6%）安と2日連続で下落した。調べてみると、年初から2日連続で日経平均が下落したのは2008年以來6年ぶりのことだ。2008年といえば“リーマンショック”が起きた年である。もう少しさかのぼると1990年も同様で、このときは1989年の年末に日経平均が史上最高値をつけたものの、年明けから一転して下落し、その後“バブル崩壊”となった<sup>1</sup>。

こうした経験を踏まえると今年も株価急落に備えておくべきなのだろうか。結論から言えば筆者はその必要はないと考えている。図の雲のような部分は「企業業績からみた日経平均の適正ゾーン<sup>2</sup>」を示している。昨年6月以降、実際の株価（図の赤い折れ線）は7月に一時的に適正ゾーンを上回ったものの、ほぼ一貫して適正ゾーンの中で推移した。

ここ2日間で500円弱という大幅な下落もこの図を使うと理解しやすい。つまり、昨年12月後半は日経平均が大きく上昇し、適正ゾーンの上限を超えていた。株価の過熱感が年明けに調整された格好だ。仮に年明け以降も上昇を続けていればバブルに突入していたかもしれず、むしろ健全な下落と受け止めればよいだろう。



## ■今後は適正ゾーンが上方シフトで株価も上昇

では、今後の株価をどうみるか。適正ゾーンは企業の業績によって上下にシフトする。現在は2013年度の業績予想をベースとしているが、1年後の時点では2014年度業績予想がベースとなる。市場では2014年度は1割程度の増益を見込む声が多いので、それに見合う分だけ適正ゾーン自体が上にシフトすると考えるのが自然だろう。その場合の適正ゾーンは15,400円～17,600円となる。

<sup>1</sup> 1980年以降で年初に2日連続の下落は1990、95、98、99、2008年で、1999年以外はその年の株価が冴えなかった。

<sup>2</sup> あくまで筆者が適正と考えるゾーンで、上限と下限はそれぞれPER16倍と14倍に相当する株価水準

あとは適正ゾーンのうち上中下どのあたりを想定するか。これには市場の心理状態が楽観的か悲観的かを読むことが求められるが、2014年度の企業業績が予想どおり1割ほど改善するのであれば、少なくともアベノミクスや消費税増税が失敗だったという事態には陥っていないだろう。このシナリオに沿えば2014年末時点の株価は適正ゾーンの上限に近い水準(17,500円程度)が想定される。

むろん企業業績だけで株価が決まるわけではなく、市場心理が楽観や悲観に大きく傾けば適性ゾーンを飛び出すこともある(実際に過去にもあった)。また、現在の16,000円程度から17,500円に向けて一本調子で上がるとは考えていない。15,000円~18,000円くらいの範囲で上げ下げを繰り返しながら1年を通してみれば緩やかに上昇するというのが素直な予想だろう。

これは現時点で筆者が考えるメインシナリオだ。国内外の政治経済など状況変化に応じて今後シナリオの修正が必要になるかもしれない。しかし、このように自分なりの「軸」となる考え方を持っていれば、投資に不慣れな人でも株価の短期的な上げ下げに翻弄されたり一喜一憂することなく、腰を据えて株式市場と向き合えるだろう。

以上

## 株価急落、なぜ？どこまで下がる？

### ■1ヶ月で2,000円超の急落

2014年に入って株価が大きく下がっている。2月4日の日経平均は今年最大の下落幅となる610円安の14,008円で取引を終えた。心理的節目となる14,000円割れを辛うじて免れたものの、昨年末の16,291円から実に2,283円(14.0%)の下落である。年明けに2日続けて株価が下がったのを受け、筆者は前回のレポート『年初の株価下落をどうみるか。そして1年後の株価は？』で、「昨年12月後半は日経平均が大きく上昇し、適正ゾーンの上限を超えていた。株価の過熱感が年明けに調整された格好だ。仮に年明け以降も上昇を続けていけばバブルに突入していたかもしれず、むしろ健全な下落と受け止めればよいだろう。」と述べた。

この時点(1月7日終値)で日経平均は15,814円。正直、「15,000円くらいまで下がってもおかしくない」とは思っていたが、僅か1ヶ月の間に2,000円以上も下がるとは想定していなかった。

### ■なぜ急落したのか

何故こんなにも下がったのだろうか。主な要因をおさらいしておこう。まず、前回のレポートにも書いたように昨年末の上昇が急ピッチだったこともあり、年明けに利益確定の売りが断続的に出たようだ。ここまでは大きなサプライズは無かった。

その後、1月10日に発表された米国の雇用統計が市場の予想を大幅に下回る内容。ただ、記録的な寒波による一時的な影響に過ぎず、月末のFOMC(連邦公開市場委員会)では金融緩和策の縮小が継続されるとの見方が多かった。そして、実際にFOMCでは市場予想どおり「緩和縮小の継続」が決定された。筆者はこの決定そのものは適切であったと考えている。なぜなら、緩和縮小ペースの変更は今後の不確実性を高め、FRB自身が市場に動揺を与えた可能性が高いからである。また、既定路線を変更しなかったことは、FRBが雇用統計の悪化は深刻ではないというメッセージを発したとも解釈できる。

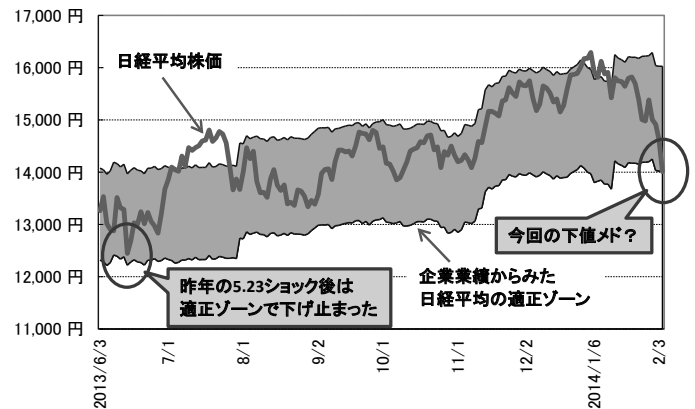
急落のきっかけはFOMCの声明文にあると筆者は考えている。FOMCの約1週間前、中国の経済指標が予想外に悪かった。更にアルゼンチンの通貨ペソが急落し、市場では“新興国リスク”が大きく意識された(妥当性はともかく、事実として新興国リスクが警戒された)。しかし、声明文は新興国に触れなかった。これを市場は「FRBは新興国リスクを気にしておらず、今後、想定以上の厳しい対応を取るかもしれない。」と受け止め、リスクオフ(株式などリスク資産を売る行動)に傾いた。

更に、日本時間の2月4日未明に発表された米国の経済指標が予想外に弱かったことから、抛り

所となっていた米国の景気回復に対して市場が懐疑的になった。米国株の急落やドル安（円高）も相まって売りが売りを呼ぶ展開、本日の 610 円安となったのだろう。真偽のほどは定かでないが、昨年まで日本株を大きく買い越した外国人が“売り抜け時”を探っていた様子も伺える。

### ■どこまで下がる？

では、今後の株価をどうみるか。図の雲のような部分は「企業業績からみた日経平均の適正ゾーン<sup>3</sup>」で、いわば“日経平均の実力”を表している。今日の終値 14,008 円は適正ゾーンのほぼ下限だ。昨年 5 月以降、日経平均（図の赤い折れ線）は何度も調整局面があったが、いずれも適正ゾーンの下限を下回ることにはなかった。この経験則に従えば、今が株価の下値メドとなる。



実際、明るい材料もいくつかある。昨日まで 9 営業日連続で下げていたソフトバンク株が 10 営業日ぶりに反転した。時価総額最大のトヨタ自動車が取引終了後に発表したところでは、2014 年 3 月期の連結営業利益が前期比 8 割増の 2 兆 4,000 億円で、6 年ぶりに最高益を更新する見通しだという。また、業績低迷に苦しんでいたパナソニックは 2013 年 4～12 月期の最終損益が同期としては過去最高になったと発表した。

一方で、ヘッジファンドによる先物の買い持ち残高は 1 兆円ほどと言われ、このポジション解消が株価を下押しする可能性、着任したばかりのイエレン FRB 議長に対する市場の評価はこれから、今週末に予定される米国雇用統計をきっかけに市場心理が更に悲観に傾くなど、リスク要因は多い。短期的にはこうしたリスク要因に振り回されることがあっても、日本株の価格を決める最大の要素は日本企業の業績であるはず。だとすれば、メインシナリオとしては、14,000 円は下値メドと見てよいのではないか。

以上

<sup>3</sup> あくまで筆者が適正と考えるゾーンで、上限と下限はそれぞれ PER16 倍と 14 倍に相当する株価水準

## 経営者の心理から読み解く株価の行方

### ■市場は2015年3月期の業績予想を不安視

2014年3月期の決算発表がピークを迎えている。アベノミクスや日銀の異次元緩和による円安効果もあって、輸出企業を中心に大幅増益を達成することが見込まれる。ただ、これは株価に織り込み済みで、市場の関心は既に約1年後の2015年3月期（今期）に移っている。

今期の業績予想は「1割程度の増益」が市場のコンセンサスだが、ここにきて慎重な見方が増えており、市場には「企業側が発表する今期予想を確認するまで様子見」といったムードもある。

6月に予定される成長戦略の内容は十分か、消費税率を8%に上げたことによる国内景気の腰折れは本当に大丈夫か、GPIF（年金資金管理運用独立行政法人）は日本株への投資比率を引き上げるのか、それはいつ発表されるのか。

海外に目を向ければ、米国の金融緩和縮小（テーパリング）終了とその後の米金利上昇や為替レートへの影響はどうなるのか、中国をはじめとする新興国経済の先行きは大丈夫か、TPP交渉の着地点や今後の日米関係はソフトランディングできるのかなど、今後の企業業績や市場動向を左右する要因には事欠かない。

こうした状況を踏まえれば、「本当に1割の増益が見込めるのか？」と市場が疑心暗鬼になり、企業側の見通しをきちんと確認したいと考えるのも分からなくはない。しかし、仮に現時点で会社側が発表する今期の業績予想が1割増に満たなくても、失望する必要はないと考えている。その理由は次に述べるとおりだ。

### ■企業自身の予想はホンネよりも慎重になりやすい

図は、東証1部に上場する3月決算の主要企業（約400社）について、企業自身が発表した予想経常利益の合計額を示したものだ。東証のルールにより3月決算企業は5月中旬までに前期の決算発表を行う。同時に多くの企業が今期の業績予想も公表するが、その後も中間決算を発表する時などに最新の予想値を公表する。当然、期初（5月）時点の予想から増額/減額することがある。

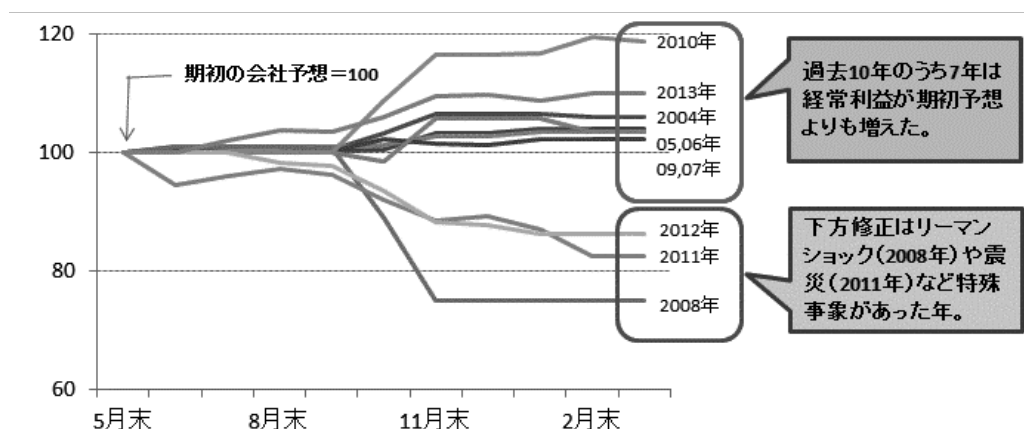
過去10年について企業自身が発表した業績予想の推移を振り返ると、うち7年は最終的に増額された。特に中間決算の発表タイミングである10月～11月に大きく修正したケースが多い。下方修正はリーマンショックが起きた2008年や東日本大震災に見舞われた2011年など少ない。

こうした増額修正の傾向が見られる理由は経営者の心理で説明できる。先ほども述べたように、期初の発表後も企業自身が業績予想を公表する場面は何度かある。経営者の心理としては、年度途中で下方修正するよりは上方修正するほうが良いと考えるのが普通だろう。下方修正は株式市場からのネガティブな評価に直結するうえ、自然災害などの理由がなければ経営責任を問われかねない。

企業を取り巻く経営環境は変化が激しくなっており、向こう1年に何が起きるか分からないといっても過言ではない。こうした不確実性が高い中、約1年先の決算見通しを強気に出すのは危険が大きい割に大したメリットが無いと考えるのは自然だろう。むしろリスク要因で割り引いた控えめの業績予想こそが企業側のホンネだろうか。

そうだとすれば、期初の企業予想がコンセンサスより低いからといって失望するのは短絡的かもしれない。特に2014年度は復興特別法人税が1年前倒しで廃止されたことも企業業績を押し上げる要因となるはずだ。目先の値幅取りを狙う短期志向の投資家はともかく、NISA口座を活用するような中長期の投資家ならば、冒頭で述べたような大きな流れに神経を配りつつ、大局的な見地から市場と向き合うのが賢明ではないか。

企業自身は業績予想を上方修正する傾向がある



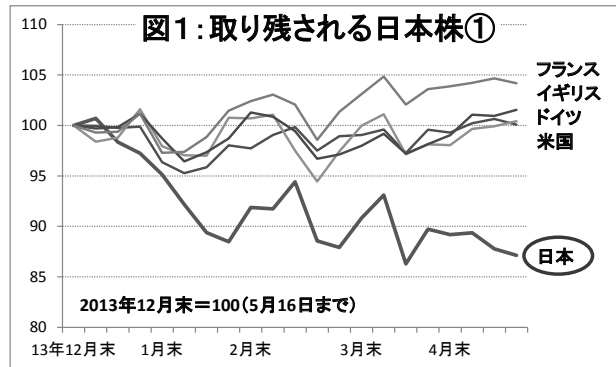
(注) 会社予想の経常利益額合計 (対象は TOPIX500 構成銘柄の3月決算企業、5月末時点=100)

## 「レリゴー！」で日経平均 16,000 円超え

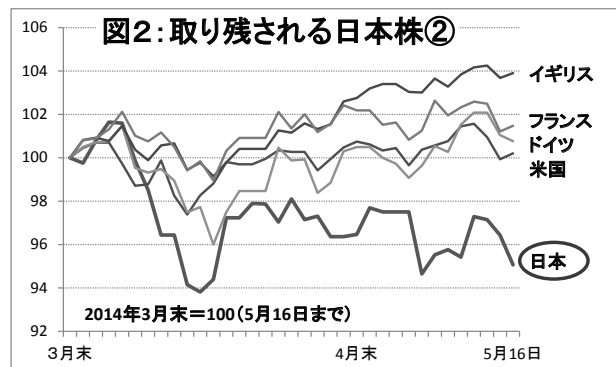
日本の株価が冴えない。先週まで「ニューヨーク株式市場ではダウ平均が史上最高値を更新」というニュースを何度も目にする中、日経平均は概ね 14,000 円台前半で推移している。「業績見通しが物足りない」、「米国の景気回復が思ったより鈍い」、「エルニーニョ発生で夏場の天候不順が心配」などの理由が取り上げられているが、米国など他の先進国と比べて日本株は割安に見える。きっかけさえ掴めば 16,000 円を超えても不思議ではないのだが……。状況証拠を集めてみた。

### ■取り残される日本株

図1は年明け以降の各国の株価である。ウクライナ情勢の緊迫化や中国景気への警戒などから各国とも1月に5%ほど値下がりしたが、その後は緩やかに回復した。各国とも大きく値上がりしたわけではないが、足下では昨年末の水準を上回っている。これに対して日本株の低迷ぶりが際立つ。2月と3月に反発する場面もあったが下落トレンドに入ったようにも見える。

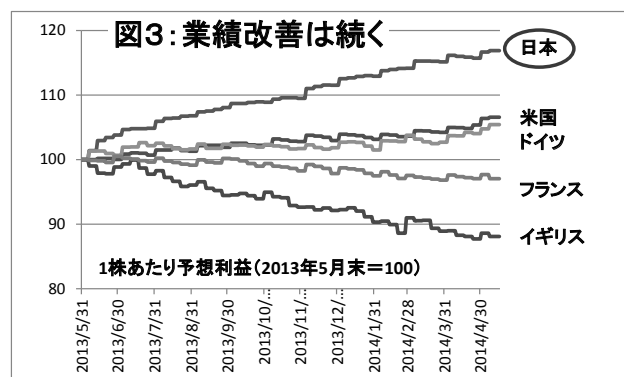


「日本は昨年の値上がりが大きすぎたので調整するのが当然だ」という見方もあろうが、2月と3月に反発があったことから調整はある程度進んだとみることもできる。しかし4月以降だけを見ても各国から取り残されている。日本株を取り巻く環境はそんなに悪いのだろうか。



### ■企業業績の改善は続いている

株価を左右する重要な要素のひとつである企業の業績は着実に改善しており、決して環境が悪いとは思えない。図3は12ヶ月先予想EPS(1株あたりの利益、IBES予想、昨年5月末=100)を示しているが、アベノミクス効果によって日本企業の業績予想は5カ国の中で最も大きく改善した。



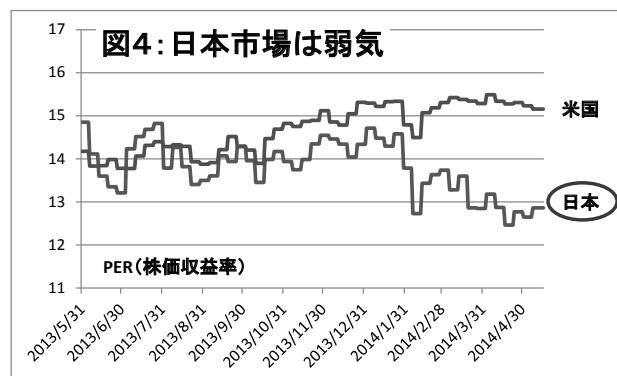


ポイントは年明け以降も改善傾向が続いていることだ。株価が諸外国に取り残された4月以降に限ってみても、改善の強さ（傾き）こそ米国やドイツに劣るものの、上向いていることに変わりはない。NYダウばかりが最高値を更新し、日本が日に日に取り残される明確な材料は見当たらない。

## ■フツーな米国、弱気な日本

問題は市場心理が冷え込んでいることだ。当然だと思われるかもしれないが、では、史上最高値を連日更新した米国株はバブルだろうか。筆者は違うと考えている。

図4は日米の予想PER（株価収益率＝株価÷1株あたり予想利益）である。PERは「株価が利益の何倍まで買われているか」を意味するので、市場が強気なほど数値も高い。バブルとは過度に強気に傾いた状態を指す。



歴史的にはPER=15倍程度は株価が高過ぎも安過ぎもしない「いい湯加減」といえる。米国は15倍程度なので、このデータに基づけば決してバブルではない。むしろフツー（普通）だ。

一方、日本は13倍を下回る水準までPERが下がった。図3でみたように企業業績は着実に改善している。つまりファンダメンタルが悪化したわけではなく、市場の心理がやや弱気に傾いている状態と見ることができよう。言い換えれば市場心理が回復すれば株価は上昇する（当たり前だが）。

## ■「レリゴー！」で日経平均16,000円超え

では、妥当な株価はいくらか。日経平均ベースの1株あたり予想利益は約1,070円なので、PERが15倍なら株価は16,050円の計算になる（1,070円×15倍＝16,050円）。繰り返すがPER=15倍は高過ぎも安過ぎもしない、まさに「レリゴー！」（Let It Go!＝背伸びも我慢もしないありのままの姿）である。大ヒット中の映画「アナと雪の女王」の熱気が冷める前に、そのときが来ると良いのだが。

以上

## 派手さはなくても、着実に株価を押し上げる政策

### ～復興特別法人税の廃止で4%の増益効果～

復興特別法人税の廃止による企業業績への影響と企業が発表した業績予想から試算すると、日経平均は17,000円が正当化される。政策が7年ぶりの17,000円台回復を後押しするか注目だ。

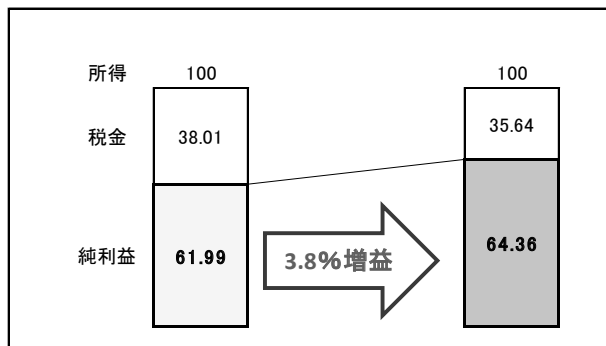
#### ■復興特別法人税の廃止で約4%の増益効果

東日本大震災の復興費用に充てる目的で3年間の時限措置として導入された復興特別法人税（以下、復興税）だが、期間満了を待たずして、今年4月に1年前倒しで廃止された。3月決算企業の場合は2015年3月期から復興税負担が無くなる。

これにより法人税の実効税率は38.01%から35.64%に下がるので（東京都、資本金1億円超のケース：新日本有限責任監査法人のホームページより）、企業の所得（税引前の利益）が全く変わらなくても純利益（税引後の利益）は3.8%増える。

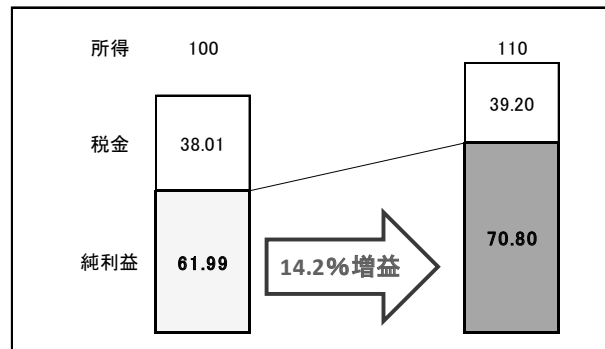
仮に市場予想どおり15年3月期の経常利益が10%増えれば、純利益ベースでは14.2%の増益となる。もっとも、特別損益や税効果会計の影響があるほか会計上の利益と税務上の所得は一致しないので単純ではないが、大きくは外れていないだろう。

図 1-1: 企業所得が横ばいでも純利益 3.8%増



(資料)新日本有限責任監査法人の資料を参考に筆者作成

図 1-2: 同 10%増なら純利益は 14.2%増



#### ■日経平均 17,000円も正当化

前述の考え方を日経平均に当てはめてみよう。日経平均を構成する225社が発表した業績予想を集計すると、経常利益は今期2.5%増を予想している（8月26日時点）。この場合、復興税の廃止を加味すれば純利益は6.4%増えてよいが、企業側の予想は5.0%増にとどまっている。

筆者は以前、「経営者の心理から読み解く株価の行方」でも述べたが、業績予想を保守的に発表するのは経営者の心理として当然だろう。下手に大風呂敷を広げて後で下方修正するよりは、むしろ少し保守的なほうが投資家も安心だ。

ということは今後、中間決算の発表や年度末に向けて業績予想を上方修正する可能性がある。仮に日経平均ベースの経常利益が市場平均と同じ 10%の増益なら、復興税廃止の効果を反映した純利益ベースでは 14.2%の増益となる。既に発表された 5.0%を差し引いても 9.2%の修正余地がある。

この場合、たとえ投資指標面の評価（P E R＝株価収益率）が変わらなくても日経平均は約 9%の値上がり、すなわち約 17,000 円が正当化される。復興税が廃止されていなかった場合の試算値は 16,300 円程度なので、復興税の廃止による引き上げ効果は 700 円程度となる。

図 2：日経平均ベースの試算

|      | 企業側の予想<br>(8/27時点) |   | 市場予想<br>(復興税存続なら) | 市場予想<br>(復興税廃止も考慮) |
|------|--------------------|---|-------------------|--------------------|
| 経常利益 | 2.5%増              | ➔ | 10.0%増            | 10.0%増             |
| 純利益  | 5.0%増              |   | 10.0%増            | 14.2%増             |
| 日経平均 | 15,534円            |   | <b>16,300円</b>    | <b>17,000円</b>     |

700 円とは地味な印象かもしれない。しかし、アベノミクス始動で久々の株高に沸いた昨年の最高値が 16,291 円（終値ベース）であったことを考えると、16,300 円では殆ど値上がりしていない。単純化すれば昨年末に買った株からは配当と株主優待しか得られなかったことになる。

一方、試算のように日経平均が 17,000 円台を回復すれば 2007 年 10 月以来の約 7 年ぶりとなる。リーマンショック前の水準をほぼ回復したことによる心理的影響は大きいのではないか。一部には批判もあった復興特別法人税の前倒し廃止だが、株価への効果はたった 700 円、されど 700 円である。

なお、個別企業でも復興税の廃止を業績予想に反映していないと見られるケースある。今後の上方修正が期待される材料として注目に値しよう。これに関しては別の機会で報告したい。

以上

## “3度目の正直”より気掛かりな、日米株価の下落リスク ～バブルではないが、悪いニュースに反応しやすい～

日米の株価が好調だ。円安の後押しもあって日経平均が米ダウ平均を上回る可能性も出てきた。しかし、日米ともに実力より少し高値圏にある。「衆院選までは下がらない」、「米中間選挙の後は上がりやすい」といった楽観的な経験則も耳にするが、今回は違うかもしれない。

### ■日経平均は米ダウ平均を上回るか～過去2回はあっさり敗退～

気が付けば日経平均株価は18,000円目前まで来た。終値で18,000円を上回れば2007年7月24日以来、実に7年4ヶ月ぶりとなる。日銀の追加緩和、円安の進行、消費増税の延期（景気悪化懸念の後退）、衆院解散（政権安定期待）、企業業績の改善、原油など資源価格の下落、回復基調にある米国景気など、株価にとってポジティブな材料は数え切れないほどあるので、当然といえば当然だ。

米ダウ平均も連日の最高値更新で18,000ドル目前だ。両者を同じグラフに描くと、アベノミクスが始まって以降、日経平均がダウ平均を追い抜きそうになった場面が2回あった。しかし、いずれもあっさり下落した。今回こそ上抜けて“3度目の正直”となるか、過去2回と同じように米ダウ平均に水をあけられてしまうのか。

図1：3度目の正直で日米逆転なるか



(出所) 日経 QUICK、データストリーム

### ■日米ともに下落リスクが高まった

しかし、別の見方をすると気がかりなことがある。図2の雲のような部分は PER（株価収益率）

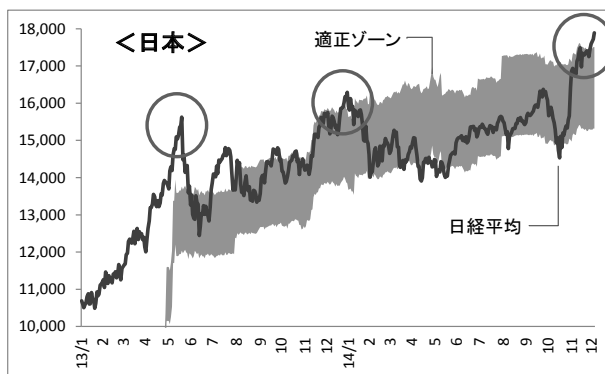
14倍と16倍に挟まれた部分で、筆者はこれを「株価の適正ゾーン」と呼んでいる。いわば、企業業績からみた株価の実力だ（米国についてはダウ平均ベースのデータが入手できなかったためS&P500で代替した）。

これを見ると、過去2回、日経平均がダウ平均に迫りつつ逆転できなかったときは適正ゾーンの上限を飛び出していた。つまり、米ダウ平均と比較する以前の問題として、日経平均そのものが割高だったとみなせる。同じとき米国株は適正ゾーンの範囲内に収まっていたので下落する必然性が乏しかった。こう考えれば当時、日経平均がダウ平均を逆転できず、あっさり押し戻されたのも合点がいく。

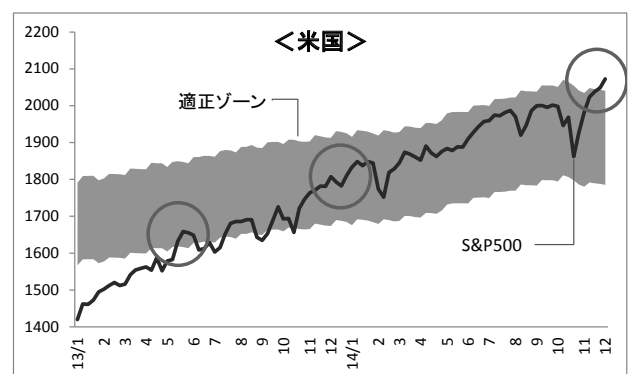
では、今回はどうか。日経平均は適正ゾーンの上限を少し飛び出している（PER=16.3倍）。一方、米国も連日の高値更新でついに上限を越えた（同16.2倍）。日米とも割安さを解消し、高値を警戒すべき水準に達したとみられる。バブルとはいかないまでも、悪いニュースに反応しやすいのではないか。

冒頭に触れた日米株価の逆転が“3度目の正直”となるか興味深いところだが、それよりも、何かをきっかけに日米ともに株価が下落するリスクを懸念するのは筆者だけではなかろう。特に、日経平均は1年前と同じように11月以降の上昇が急ピッチだ。更なる上値を追うか、一旦ゲームから降りて様子を見るか、冷静な判断が求められる。

図2：いつ急落しても不思議でない日米株価



(出所) 日経 QUICK



(出所) データストリーム

2015年1月6日発行

## 日経平均2万円への道 キーワードは“15”

～目先の下値メドは16,700円～

年初の株式市場は昨年にかけて軟調なスタートとなったが、好調な企業業績に支えられて年末時点では2万円台を回復するのが妥当とみる。目先は16,700円が下値メド。

### ■ 昨年の予想を振り返る

2015年の日本株市場は、初日の日経平均が42円安、二日目も525円の大幅安で、昨年にかけて2日続落の軟調な幕開けとなった。年末年始で日本市場が休みのうちに海外の株式市場が下落したことや、年明けの原油価格の急落、ギリシャのユーロ離脱懸念が台頭したことが主な要因のようだ。

昨年はアメリカを襲った歴史的な寒波やウクライナ情勢の緊迫化などを背景に大きく値下がりする場面もあったが、その後持ち直し、日経平均は13年末の16,291円から14年末の17,450円まで7.1%値上がりして終えた。特に、昨年10月31日に日銀が発表した追加緩和が起爆剤となり、年末にかけて大幅上昇したのは記憶に新しい。

【図1】2014年の日経平均は7.1%値上がりした

| 13年末    | 14年末    | 騰落率  |
|---------|---------|------|
| 16,291円 | 17,450円 | 7.1% |

ところで、筆者は昨年の年初に2日連続で株価が値下がりした際に行ったレポート「年初の株価下落をどうみるか、そして1年後の株価は？」(14年1月8日付け)で、14年末の日経平均を17,500円と予想した。実際は17,450円だったので、誤差50円という出来過ぎの結果だった。

出来過ぎの分は幸運として置いておき、予想したときの考え方を振り返ってみる。将来の株価を予想する重要なカギは2つだ(と筆者は考えている)。1つは企業業績の先行き、もう1つは市場の心理状態(強気 or 弱気)だ。企業業績は株価を左右する最大の機軸であり、これに市場の心理状態が加わってプラスやマイナスにかい離するという、極めてシンプルでオーソドックスな考えだろう。言うまでもなく為替や原油価格、国内外の景気や金融政策なども株価に影響するが、突き詰めればこれらは企業業績と市場心理に集約されると考えられる。

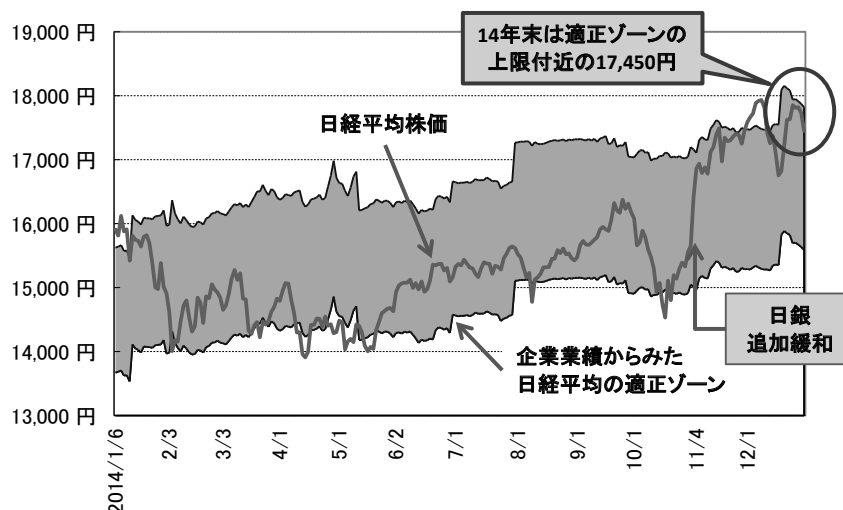
この考え方に沿って1年前のレポートで予想したポイントは次のとおりだ。

- ① 企業業績：市場では2014年度は1割程度の増益を見込む声が多い。その場合、日経平均の適正ゾーンは15,400円～17,600円となる。あとは適正ゾーンの上中下どのあたりを想定するか。これには市場の心理状態が楽観的か悲観的かを読むことが求められる。
- ② 市場心理：2014年度の企業業績が予想どおり1割ほど改善するのであれば、少なくともアベノミクスや(14年4月の)消費税増税が失敗だったという事態には陥っていないだろう。このシナリオに沿えば2014年末時点の株価は適正ゾーンの上限に近い水準(17,500円程度)が想定される。

昨年の様子を図示したものが図2だ。雲のような部分が日経平均の適正ゾーンで企業業績から導出される。昨年末時点の実際の適正ゾーンは15,600～17,800円で上記①の予想に近い。つまり、1年前に市場が予想していた増益率はほぼ妥当だった。

次に日経平均(図2の赤い線)は昨年末時点で適正ゾーンの上限付近にあり、上記②の予想どおりだった。ただし、これには日銀の追加緩和が大きく影響した。昨年1月に大きく下落した後、日経平均は適正ゾーンの下半分で推移したが、日銀の追加緩和によって一気に上限付近まで引き上げられた。業績改善が見込まれる日本株が、実力どおり評価されるようになったとも言えよう。

【図2】2014年の日経平均



(出所) 日経 QUICK

### ■15年末は2万円台回復が妥当

今年はどうか。まず企業業績の先行きだが、1ドル=120円の円安も、1バレル=50ドルの原油安も昨年の秋以降の出来事だ。企業側がある程度はヘッジしていることを想定すると、今期業績へのメリットは3ヶ月分くらいだろう。一方、仮に足下の為替レートや原油価格が続けば、15年度業績にはフルに寄与する。また、年末年始の国内消費動向をみる限り、国内景気の腰折れ懸念はや

や遠のいたようだ。これらの結果、15年度の企業業績は日経平均ベースで14年度対比15%程度の増益が期待できよう。この場合、日経平均の適正ゾーンは18,800円～21,500円となる。

次に市場心理だが、昨年と最も違うのは市場心理の見通しが難しい点だ。円安や原油安には限界があること、そしてアベノミクス第三の矢である成長戦略の具現化がこれまで乏しい以上、16年度以降の業績改善が期待しづらい。端的に言えば、13～15年度は円安が日経平均ベースで業績改善をもたらすが16年度以降の伸びしろは限定的だ。そうなると市場心理は決して明るくない。

また、今年のどこかで米国が利上げに踏み切ると予想されており、その前後では市場が混乱する可能性がある。更に、原油価格の下落がどこにどう影響するのか、市場はまだ落ち着きどころを見出せていない。ロシア経済への打撃から危機に陥る恐れが指摘される一方で、国内のインフレ率を押し下げる結果、日銀の追加緩和に繋がるといった見方もできる。

以上より、現時点では適正ゾーン中央の20,000円と予想する。日経平均が2万円台を回復すれば2000年4月以来、実に15年ぶりのことだ。そして、14年末の17,450円からの騰落率は約15%となる。これが本稿のタイトル「キーワードは“15”」が意味するところだ。

なお、本稿の主旨からは外れるが、昨年12月の調整局面の安値（16,672円）や直近の適正ゾーン（15,600～17,800円）から判断すると、目先は16,700円が下値メドとなろう。

**【図3】15年、15%増益、15%値上がり、15年ぶりの2万円台回復か**

| 15年末予想                     | 騰落率   |
|----------------------------|-------|
| 20,000円<br>(18,800～21,500) | 14.6% |

以上