

日本株の下値・上値の考え方と投資機会

チーフ・ポートフォリオマネージャー 福田泰之



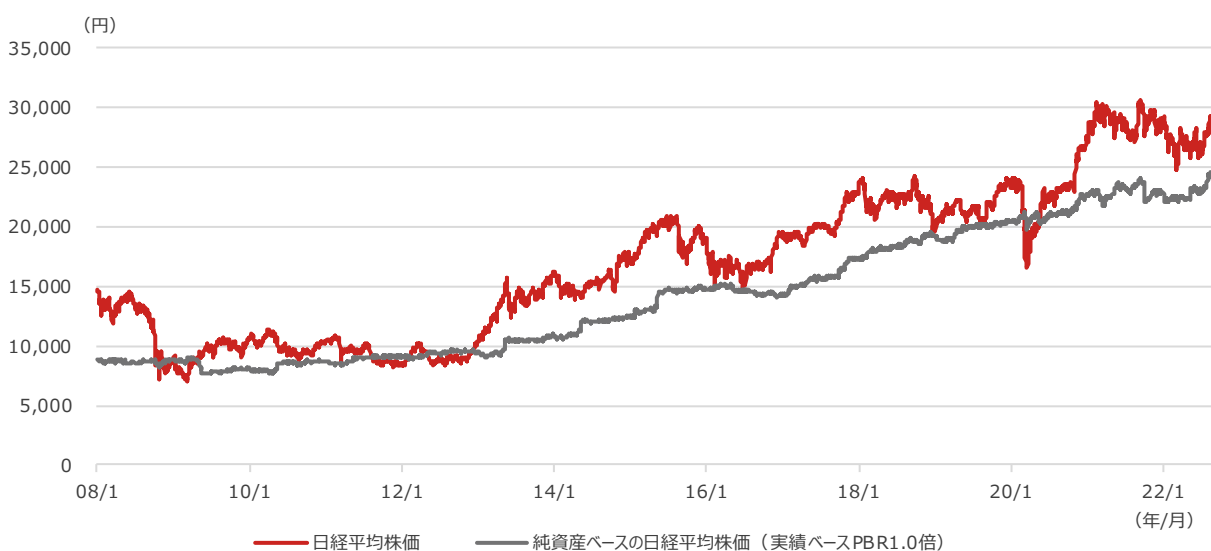
ポイント① 日経平均株価の下値目途から考える、日本株市場の立ち位置

投資環境の急激な変化を受け、市場の先行きに対する関心は引き続き高いと考えます。そこで、今回のレポートでは、2022年8月末時点の日経平均株価28,091円、PBR（株価純資産倍率）1.2倍、予想ROE（自己資本利益率）9.0%などを所与の条件として用いながら、日経平均株価の下値リスクと上値ポテンシャルについて、個人的な見解をお示したいと思えます。一つの見方として、投資家の皆様のご参考になれば幸いです。

まず下値について、私はPBR1.0倍の水準、つまり約24,200円を一つの目途と考えています。下図の通り、過去の株価推移を見た場合、PBR1.0倍の水準が概ね株価の底となってきたことが主な理由です。なお、発生確率は低いと考えますが、更に悲観的なシナリオについても触れておきます。昨今の不透明な情勢に起因し金融危機等のショックが発生したと仮定、リーマン・ショック後（2009年3月）やコロナ・ショック時（2020年3月）のようにPBRが0.8倍まで低下すると、株価は約19,400円まで下落することが想定されます。

ここまで、まずは悲観シナリオまで考慮した下値の予想ですが、それでも1990年～2000年代の日経平均株価が概ね10,000～20,000円で推移していたことを踏まえると、下値目途が大きく底上げされているというのがポイントと考えます。1990年～2000年代に見られた日本株の長期停滞相場は、円高とデフレが横たわる中で、不良債権問題による金融システム不安などもあり、過度に割高であった株価が長い時間をかけて調整してきたと説明することができます。長期の調整、円高・デフレスパイラル、金融システム不安を克服することで、日本株市場は停滞から成長への新たなステージに入ったと言えるのではないのでしょうか。

日経平均株価と純資産ベースの日経平均株価の推移



期間：2008年1月4日～2022年8月31日、日次
 ・PBR1.0倍は、BPS（1株当たり純資産）を指します。
 （出所）ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。

ポイント② 日経平均株価の上値ポテンシャル

続いて上値の考え方です。あくまでも『理論的には』ですが、所与のPBR、並びにROEが継続すると仮定した場合、ROEの数値は理論的な株価上昇率を指すこととなります。つまり、前頁の通り、2022年8月末時点の日経平均株価のPBR1.2倍、予想ROE9.0%、が今後も継続すると仮定した場合、日経平均株価は年率9.0%上昇することを意味し、3年後の日経平均株価は理論的には約36,379円まで上昇する計算になります。1989年12月29日につけた史上最高値38,957円（取引時間中の高値）の背中が、いよいよ見えてくる水準と言えます。

この試算には懐疑的な方も多いでしょう。しかし、一つ一つの前提は特段楽観的なものではありません。PBRの1.2倍は前頁の通り、過去株価の底となる傾向にあった1.0倍を大きく上回る水準でなく、ROEの9.0%は主要先進国と比べた時に必ずしも高い水準ではありません。特段楽観的でない現在の数字が、中期的に続くと想定しているに過ぎないのです。

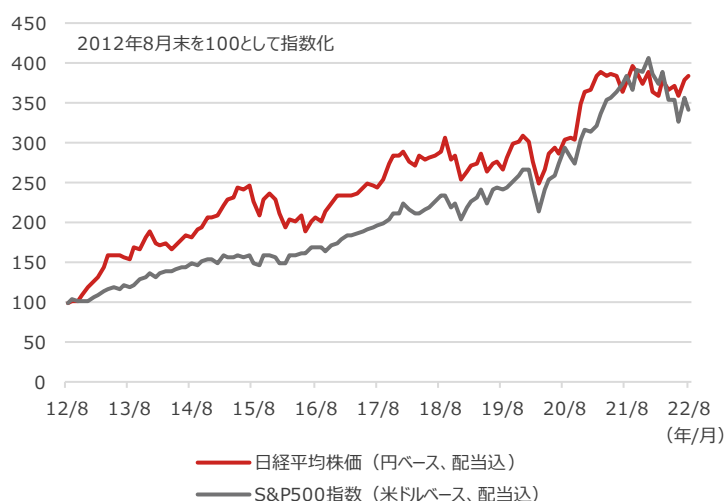
長期停滞局面からの脱却が注目される中、過去10年の日本株市場のパフォーマンスは米国株市場を上回る形となりました。日本株市場の史上最高値を窺うポテンシャルや、新しいステージに入った可能性などを考慮すると、今後も日本株の投資魅力は高いと私は考えます。

2022年8月末時点のPBR、ROEが継続すると仮定した場合の、日経平均株価のシミュレーション

	2022年 8月末時点	1年後	2年後	3年後
ROE	9.0%	横ばい（同水準を継続）を想定		
PBR	1.2倍	横ばい（同水準を継続）を想定		
BPS	24,216円	26,396円	28,772円	31,361円
日経平均 株価	28,091円	30,619円	33,375円	36,379円

（出所）ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

過去10年の日本株と米国株市場のパフォーマンス



期間：2012年8月末～2022年8月末、月次
（出所）ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

PROFILE | 福田 泰之（ふくだ やすゆき） チーフ・ポートフォリオマネージャー

1995年に野村証券投資信託委託（現野村アセットマネジメント）に入社し、造船、重機、運輸の企業調査・分析を担当。その後、ロンドン現地法人での企業調査・分析や東京本社にて国内の投資信託・年金の運用担当を歴任。日本株3年、欧米テクノロジー株3年半の調査業務を含め、25年以上にわたる運用調査経験を有し、担当する複数の日本株ファンドで高い運用実績を実現。外部評価機関からの表彰を数多く受賞している。「臨機応変」に対応する柔軟さと、チャンスが来た時にはリスクを取って勝負する「メリハリ」をモットーに、変化の激しい市場に真摯に対峙する。

*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。