

2022年1月6日

市場展望：2022年の株価見通し

アイザワ証券 市場情報部 国内情報課
水口活也, CIAA, CMA, MBA

2021年の株価は、3年連続での上昇となった。新型コロナ影響が薄まり、金融・財政面の支援もあって経済と企業業績が回復したことが背景にある。ただし、来期にかけては回復一巡、踊り場を迎えると見られ、2022年の株価は、ほぼ横ばいの推移を想定する。

2022年の株価はほぼ横ばいの推移を想定

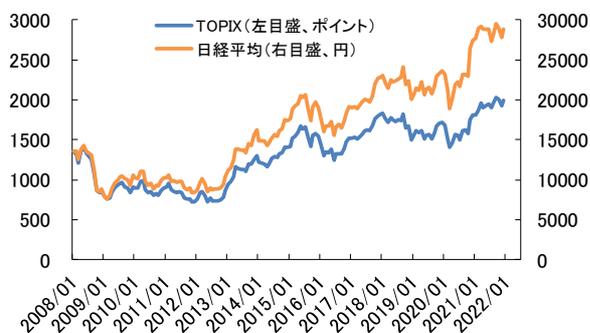
2021年の日経平均株価の騰落率（前年末比）は+4.9%、TOPIX（東証株価指数）は+10.4%となった。コロナ禍による急落からの反騰は継続、3年連続でプラス、前年とは逆にNT倍率（日経平均÷TOPIX）は縮小した。新型コロナウィルス感染症の影響が薄まり、金融・財政面での政策支援もあって国内外の経済と企業業績が回復したことが背景にある。

なお、一昨年末の「市場展望：2021年の株価見通し」では、日経平均株価の年末想定は26,000円（24,000～28,000円）、TOPIXでは、1,775ポイント（1,650～1,900ポイント）としていた。評価倍率は想定通り低下（予想PER低下、資本コスト上昇）したものの、純利益の回復が想定を上回ったことによる。レンジ上限も外れる誤った見通しだった。

2022年の経済と企業業績は、引き続き回復継続、最高益更新を想定する。しかし、2022年3月期の増益（+40%程度）は織り込み済み、2023年3月期は微増益（+5%程度）にとどまると考える。年末の日経平均株価の想定値は29,000円（26,000～32,000円）、業績と評価倍率の基準としたTOPIXでは2,000ポイント（1,800～2,200ポイント）とする。

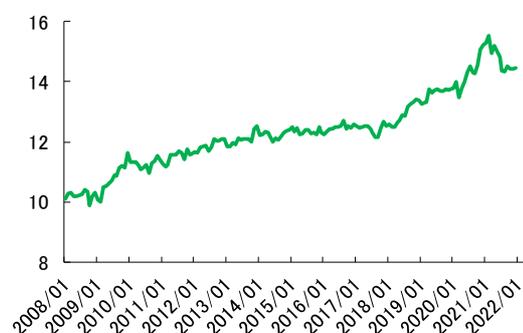
なお、業績予想などの前提が変われば、想定値も上下に振れる可能性がある。米国金融政策の変更、物価上昇、新型コロナ感染症などの影響が主な変動要因となる。

日経平均とTOPIX(月次、円、ポイント)



出所：AstraManager、アイザワ証券作成

NT倍率(月次、倍)



出所：AstraManager、アイザワ証券作成

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の最後に記載させていただきました。ご確認の程、よろしくお願いたします。

焦点は来期の業績と金融市場の変化

2022年の株価横ばいを想定する理由は、今期の大幅増益は評価倍率（予想PER）に織り込み済みと考えるため。以下、想定株価試算の前提と計算方法を示す。

Quickによる昨年末時点のTOPIXの実績PER（主に2021年3月期）21.1倍、予想PER（主に2022年3月期）15.3倍から逆算すると、実績EPSは94.5ポイント、予想EPSは130.0ポイントで、今期38%増益が織り込まれている。平均的な資本コスト6.5%（PER15.4倍）を予想EPSに当てはめると、2,000ポイント、株価はほぼ昨年末並み水準と試算される。

日経平均株価ベースでは、上記TOPIX想定値にNT倍率（昨年末14.5倍）をかけて算出した。NT倍率が変動する可能性もあるが、横ばいで試算した。評価基準としてTOPIXを採用した理由は、時価総額を純利益総額で割って容易にPERを算出できる簡便性による。

焦点は、ある程度読めている今期ではなく、来期以降の業績動向である。FactSetコンセンサスによる1年先予想EPSは140ポイント、2年先予想EPSは150ポイントであり、来期以降の期待値は高くはない。コロナ禍からの回復は一巡、その先が読めない状況と言える。米国金融政策の変更による金融市場の変化が資本コストに与える影響にも留意したい。

適正PER: 資本コスト(k)と利益成長率(EPS growth)の関係

	k (%)	EPS growth (%)						
		-3.0	-2.0	-1.0	0.0	1.0	2.0	3.0
5.0	5.0	12.50	14.29	16.67	20.00	25.00	33.33	50.00
5.5	5.5	11.76	13.33	15.38	18.18	22.22	28.57	40.00
6.0	6.0	11.11	12.50	14.29	16.67	20.00	25.00	33.33
6.5	6.5	10.53	11.76	13.33	15.38	18.18	22.22	28.57
7.0	7.0	10.00	11.11	12.50	14.29	16.67	20.00	25.00
7.5	7.5	9.52	10.53	11.76	13.33	15.38	18.18	22.22
8.0	8.0	9.09	10.00	11.11	12.50	14.29	16.67	20.00

出所: アイザワ証券作成

課題: 資本利益率向上と脱炭素対応

毎年のことながら、日本株の見通しに強気になれない理由は、資本利益率の低さにある。残余利益モデル（RIM）によるエッセンスは、ROEを高めることができれば高いPBRが正当化できるという点にある。TOPIXベースの予想ROEは、今期の大幅増益を考慮しても8.5%である。予想資本コストROE8.5%を平均的な資本コスト6.5%で割って算出できる適正資本評価倍率PBRは1.31倍、昨年末時点の実績PBR1.30倍とほぼ一致する。評価倍率（自己資本簿価に対する時価プレミアム）を上げるには、資本利益率向上か資本コスト低下が必要になる。

中期的な課題としては、脱炭素対応にも注意しておきたい。ESG/SDGsは既に投資分野における主要トピックとなったが、実際の事業運営にも大きな影響を与えるだろう。多くの業態ではコスト上昇要因としてのマイナス面が顕在化するリスクも考慮したい。

適正PBR: 資本コスト(k)と資本利益率(ROE)の関係

		ROE(%)						
		5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0
k(%)	5.0	1.00	1.20	1.40	1.60	1.80	2.00	2.20
	5.5	0.91	1.09	1.27	1.45	1.64	1.82	2.00
	6.0	0.83	1.00	1.17	1.33	1.50	1.67	1.83
	6.5	0.77	0.92	1.08	1.23	1.38	1.54	1.69
	7.0	0.71	0.86	1.00	1.14	1.29	1.43	1.57
	7.5	0.67	0.80	0.93	1.07	1.20	1.33	1.47
	8.0	0.63	0.75	0.88	1.00	1.13	1.25	1.38

出所: アイザワ証券作成

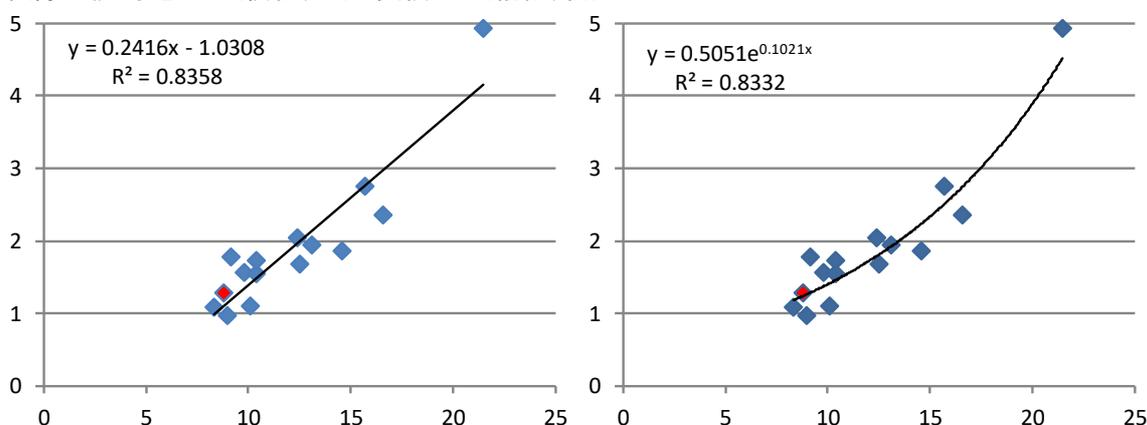
株価指標の国際比較

指数	価格	実PER (倍)	予PER1 (倍)	予PER2 (倍)	実PBR (倍)	予利回り (%)	ROE1* (%)	ROE2* (%)
TOPIX	1,992.33	15.0	14.4	13.3	1.27	2.18	8.8	9.6
日経平均	28,791.71	16.4	17.4	16.1	1.92	1.82	11.0	11.9
S&P500	4,766.18	26.4	23.0	21.2	4.93	1.38	21.5	23.2
NYダウ	36,338.30	20.4	18.8	18.8	5.00	1.76	26.6	26.5
英FT100	7,384.54	17.7	12.7	12.2	1.85	3.96	14.6	15.2
仏CAC40	7,153.03	21.9	16.5	15.3	2.04	2.56	12.4	13.4
独DAX	15,884.86	15.5	14.9	14.2	1.95	2.65	13.1	13.7
香港ハンセン	23,397.67	9.3	10.8	9.5	0.97	3.22	9.0	10.2
上海総合	3,639.78	15.6	13.4	11.7	1.68	2.34	12.5	14.4
韓国総合	2,977.65	13.9	10.9	9.8	1.10	1.81	10.1	11.1
台湾加権	18,218.84	14.9	14.2	13.8	2.36	3.68	16.6	17.1
ジャカルタ総合	6,581.48	25.8	15.9	14.3	1.56	2.11	9.8	10.9
マレーシアKLCI	1,567.53	15.4	14.9	13.9	1.55	3.99	10.4	11.2
シンガポールST	3,123.68	19.8	13.0	11.5	1.08	4.23	8.3	9.4
タイSET	1,657.62	15.3	19.4	17.3	1.78	2.51	9.2	10.3
フィリピン総合	7,122.63	23.2	16.6	13.7	1.73	1.70	10.4	12.6
ベトナムVN	1,498.28	17.5	17.5	13.9	2.76	1.17	15.7	19.9
単純平均		17.9	15.5	14.1	2.09	2.53	12.9	14.2

出所: Bloomberg、アイザワ証券作成

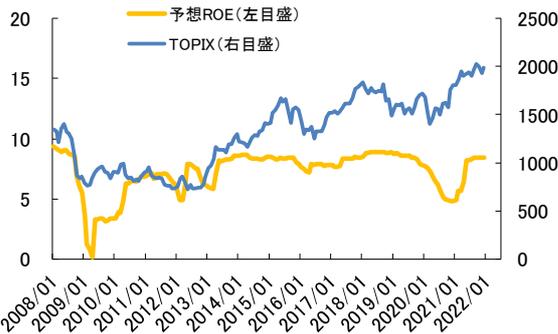
注記: 価格は2021年末現在、予1は今期予想、予2は来期予想、ROE*=PBR÷PER

国際比較: 予想ROE(横軸、%)と実績PBR(縦軸、倍)



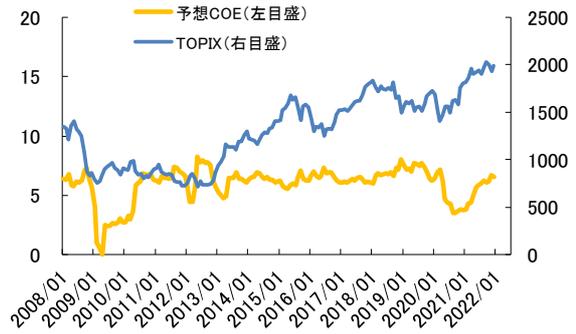
出所: Bloomberg、アイザワ証券作成 (赤はTOPIX)

東証株価指数と資本利益率ROE(月次、ポイント、%)



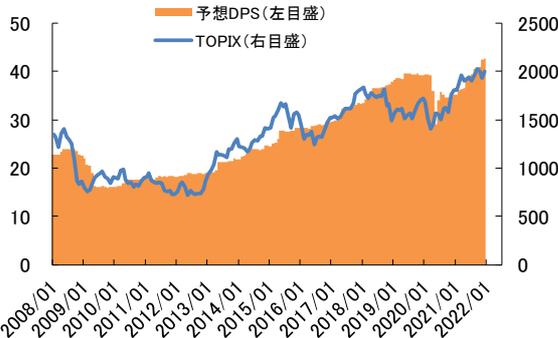
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

東証株価指数と資本コストCOE(月次、ポイント、%)



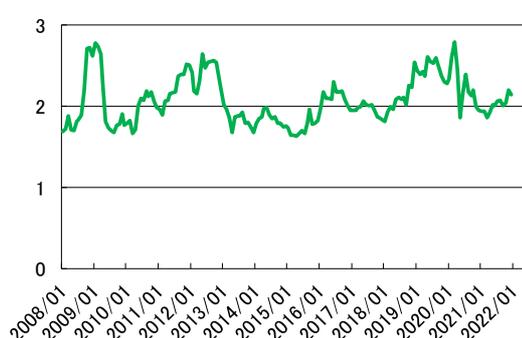
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

東証株価指数と予想DPS(月次、ポイント)



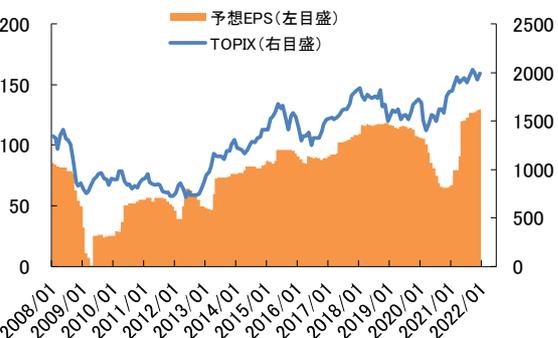
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

TOPIX予想配当利回り(月次、%)



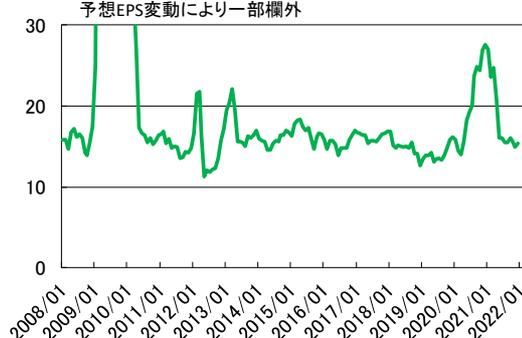
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

東証株価指数と予想EPS(月次、ポイント)



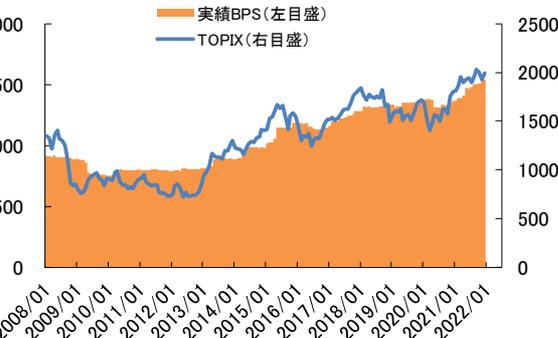
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

TOPIX予想PER(月次、倍)



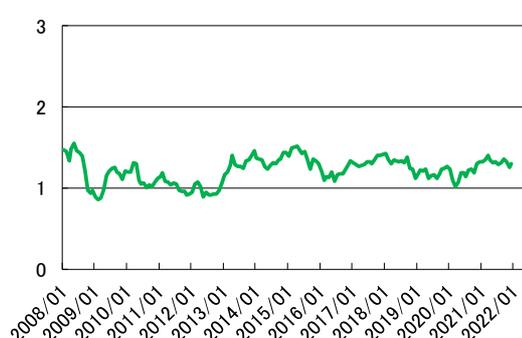
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

東証株価指数と実績BPS(月次、ポイント)



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

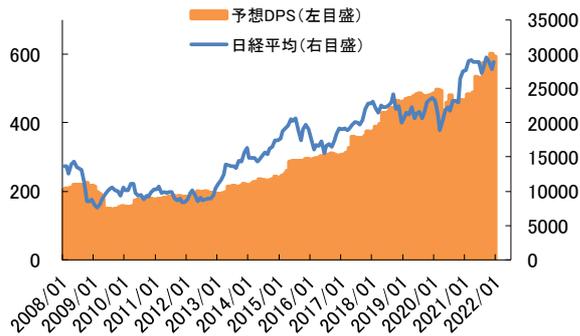
TOPIX実績PBR(月次、倍)



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

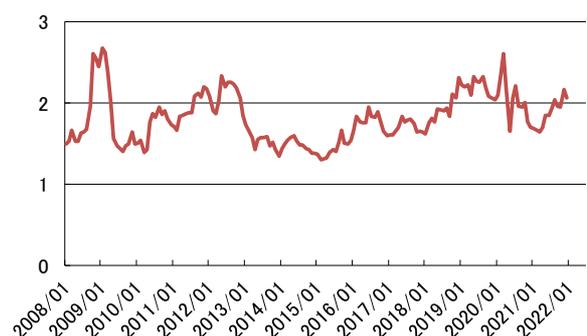
本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の最後に記載させていただきます。ご確認の程、よろしくお願いいたします。

日経平均と予想1株配当金(月次、円)



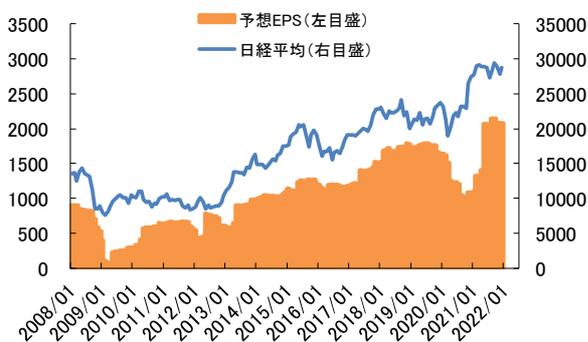
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

予想配当利回り(月次、%)



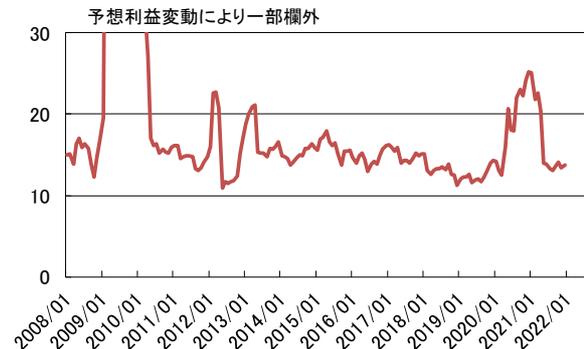
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

日経平均と予想1株純利益(月次、円)



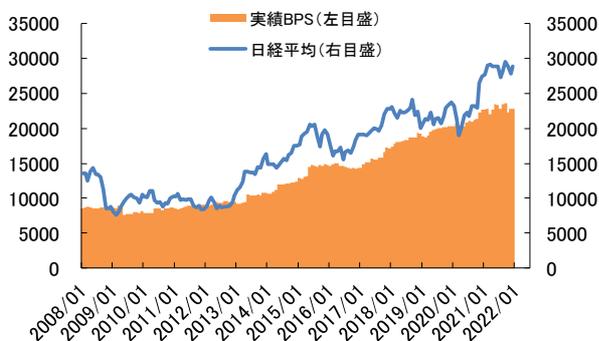
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

予想PER: 株価収益率(月次、倍)



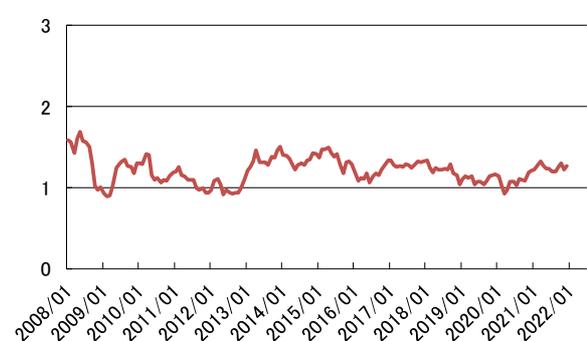
出所: AstraManager、アイザワ証券作成

日経平均と実績1株純資産(月次、円)



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

実績PBR: 株価純資産倍率(月次、倍)



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

金融商品取引法に基づく表示事項

■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等：アイザワ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3283 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関：

特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC）

株式投資の主なリスク

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。お取引の際は、契約締結前交付書面をよくお読み下さい。

お客様にご負担いただく手数料等について

国内株式は、取引口座に応じて以下の委託手数料（税込）をいただきます。

対面口座：約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

インターネット口座「ブルートレード」：インターネット発注 最大 1,650 円

コールセンター発注 約定代金が 55 万円以下の場合は 1,650 円、

約定代金が 55 万円超 3,000 万円以下の場合は 3,300 円

コンサルネット発注 約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

アイザワ証券 免責事項

本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。投資に関する最終決定は、お客様ご自身による判断でお決めください。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更することがあります。執筆担当者またはアイザワ証券と本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

LINE公式アカウント
はじめました！

ベトナムを中心としたアジア情報
をお届けします。

[友だち追加はこちらから！](#)



ID : @aizawa