

Market Watching

市場レポート

テーマ：2005年のマーケット動向 ～米国株
発表日：2005年1月24日(月)

～前半は堅調も、秋口以降調整局面入りを予想～

(No. MW -55)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 鷹峰 義清 (03-5221-4521)

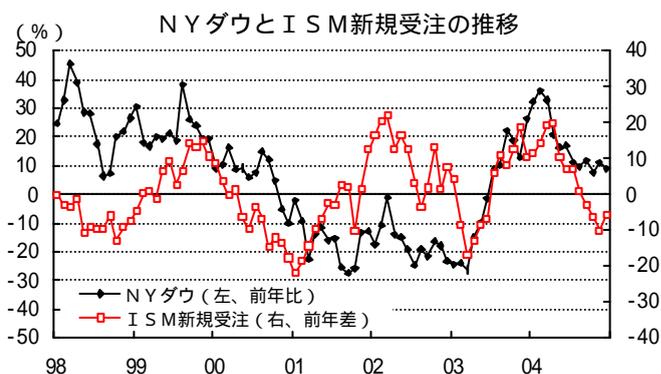
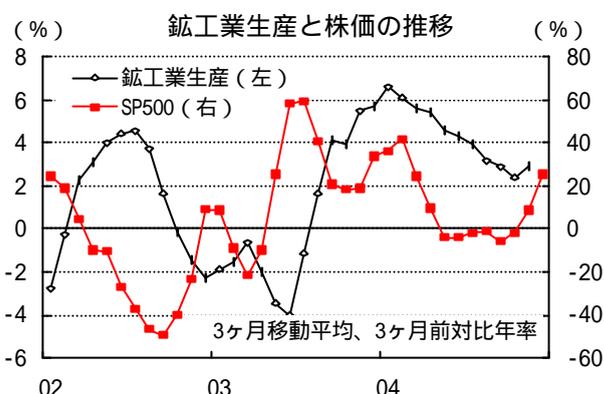
昨秋以降の米株上昇は、今後の米景気再加速の先取り

米国株価は、ここへきてやや軟調な動きが目立つようになっている。しかし、2004年以降の大きな株価の流れが、米国景気の動きを着実に先取りしていたこと、昨年未来の株価の動きが軟調とはいえ04年のボトムからは大きく上昇した水準にあること、景気に対して半年程度先行する経済指標が改善傾向を明確にしていることなどから、株価は早晚上昇基調を明確にしていく可能性が大きいと見られる。

2004年以降の米国株の動きを振り返ると、04年1～3月期中に一旦ピークをつけた後(1月：ナスダック、2月：NYダウ、3月：S P 500)、前半は緩やかな調整が続いた。株価がボトムアウトし調整局面に終止符が打たれたのは年後半で、ナスダックやS P 500が8月、NYダウは10月にそれぞれ年初来安値をつけた後は、年末にかけて上昇基調を辿った。最終的に年初来高値をつけたのは、NYダウが12/27、S P 500とナスダックは12/31と、ほぼ年末高となった。

ファンダメンタルズを確認すると、04年の夏場にかけては好調さを保ったものの、秋口以降は加速感が失われている。景気循環を敏感に表す鉱工業生産で見ると、6月から8月にかけて前年対比伸び率は+5%台で高原状態が続いていたものの、その後は鈍化し始め、11月は前年同月比+4.2%となっている。このように04年の株価とファンダメンタルズの関係は、少なくともピークアウトのタイミングにおいては、株価は景気に対して半年程度先行するという経験則に適った動きとなっている。

それでは、昨秋からの株価の上昇は、今春からのファンダメンタルズ回復を示唆しているのだろうか。そこで、経済指標の中から景気に対して先行性の高い、ISM新規受注判断DIや景気先行指数を確認する。ISM新規受注判断DIは、03年12月をピークに低下傾向を辿り、他の経済指標に先駆けて04年中の米景気の鈍化を示唆していた。しかし、同DIは9月をボトムに3ヶ月連続で上昇、12月には04年1月来の水準にまで急回復している。一方、景気先行指数は5月をピークに5ヶ月連続で低下した後、11月によやく6ヶ月ぶりに前月対比上昇に転じた。両指数とも景気に対して半年程度の先行性を有しているが、03年以降のピークボトムの関係で見ると、ISM新規受注判断DIの方が若干先行している姿が伺われる。経済全体という意味では、今

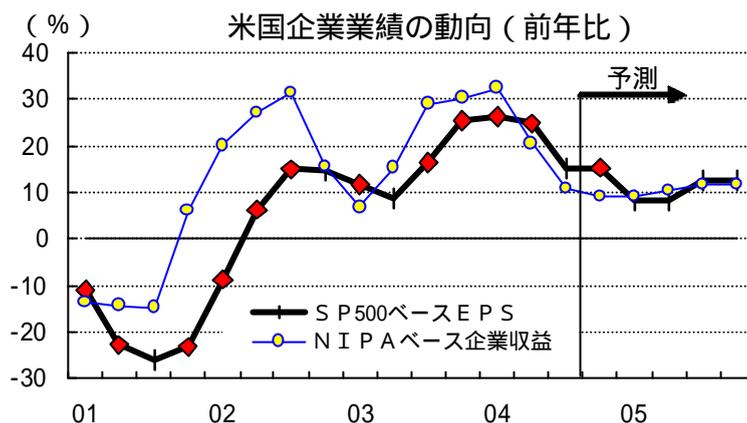


後の動向は複数の指標で構成される景気先行指数の推移如何によるが、新規受注判断D Iに追随するような推移を辿る公算は大きい。そうであれば、加速感が喪失している米国経済全体も、春以降は再び景気拡大ペースが持ち直してくるものと見込まれる。要するに、昨秋以降の米国株価の上昇は、今春以降の米景気再加速を先取りした動きであると判断される。

業績は年前半にボトムアウト、市場コンセンサスとなる二桁増益は達成可能

当社の米国経済見通し(詳細はUS Trends「ドル安が進まなければ双子の赤字は拡大傾向を辿る」04/11/25～桂畑主任エコノミストを御参照)では、05年の企業業績(N I P Aベース)は1～3月期に増益率がボトムアウトし、通年でも前年比+10%台と二桁増益を記録すると予想している。前提となる05年の実質G D P成長率はほぼ潜在成長率程度の同+3%台前半と、コンセンサスに近い見通しとなっている。前述したように、足元までの景気先行指標や実質G D Pの上昇ペースから判断すれば、3%台前半程度の成長は十分に達成可能である。

一方、S P 500ベースE P S増益率の市場コンセンサスは、マクロ見通しに基づいたトップダウンベースで+6.2%、個別企業分析から積み上げたボトムアップベースで+10.6%となっている(04年12月末時点)。ボトムアップベースの市場予想増益率は、当社のN I P Aベース予想増益率とほぼ同程度にあるが、通常、N I P AベースよりもS P 500ベースの方が増益率は高くなる傾向があることから判断すれば、市場の05年業績見通しは上方修正の余地もあると言えよう。



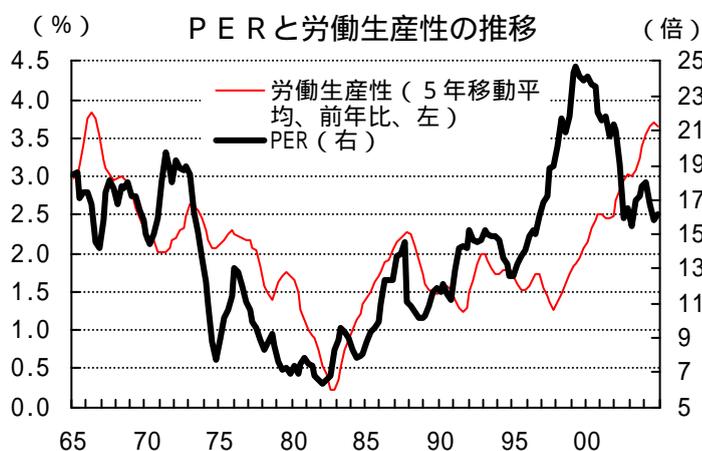
(注) 予測値は、
S P 500 E P SはFirst Call調査による市場コンセンサス
N I P Aベース企業収益は当社予測

業績なりの上昇が見込めるうえ、リスクプレミアム低下による上昇も見込める

S P 500ベースの予想P E Rは足元で16～17倍程度と、90年代後半のI Tバブル期のピーク水準である20～25倍程度からは大幅に低下している。一方、過去の平均、例えば80年からI Tバブル期前となる90年代前半までの平均水準(11倍程度)や、60年から90年代前半までの平均水準(13倍程度)から見れば高い水準にあるとも言える。

ただし、以下の2点から、足元のP E R水準から見て株価が割高であるとは言えないと判断される。

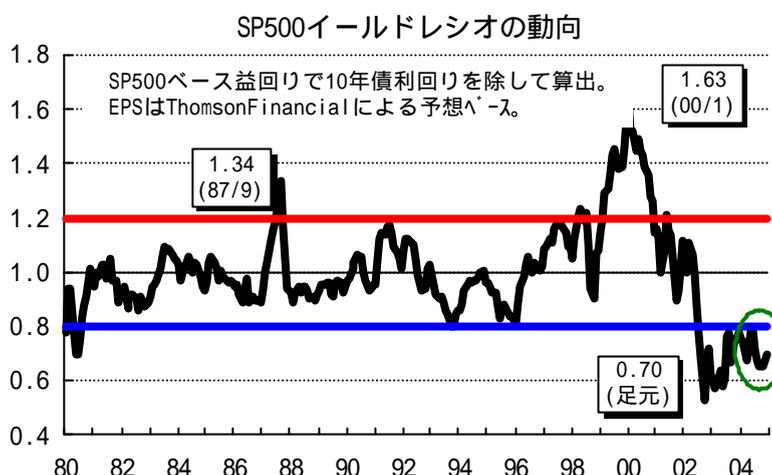
まず、P E R水準は生産性の伸びに比例して推移するということだ。P E Rは株価を一株あたり利益で除して求められるが、その意味するところは今後の企業業績に対してどの程度の期待が織り込まれているかということだ。ここで、経済全体の成長期待が高く、且つ長期化するほど、先行きの業績の伸びに対する期待は高まると考えられる。すなわち、高成長を達成しながらもコストが低い状態ほどそうした期待を高める。ここで、コストとは金利であり、それを決定する重要な要素としてインフレ率が挙げられる。成長とインフレの関係を左右するのが生産



性に他ならないことから、生産性が高いほど業績拡大に対する期待も大きくなるためP E Rが高くなり、生産性が低ければ逆にP E Rは低くなると考えられる。実際、P E Rと米労働生産性の伸びを比較すると、ITバブルによる株価上昇によってP E R水準も急上昇した90年代後半を除き、両者がおおむね平行に推移していることが判る。足元では、労働生産性は3～5%程度と、60年代以来の高い伸びで推移している。したがって、P E R水準も相対的に高い水準にあってしかるべきと考えられる。因みに、60年代の平均P E Rは17.7倍となっている。

次に、金利との見合いで、足元の株価の割安感は依然として強い点が挙げられる。

P E Rの逆数となる株価益回りと10年債利回りとを比較したイールドレシオ(ここでは10年債利回りを益回りで除して算出: 低ければ低いほど、金利水準から見て株価が割安であることを示す・1倍が分水嶺)は足元で0.7倍と、1倍を大きく下回っている。過去の推移を見ると概ね0.8～1.2倍程度で推移しており、このレンジを逸脱すると株の割高感、ないしは割安感が強く、株価に上下どちらかへの修正圧力が働くことが経験則的に見て取れる。ところが、02年



頃からイールドレシオはこのレンジを切り下がった後も顕著な回復は見せず、過去のパターンに照らせば株価の割安感が極めて強い状態が続いている。その理由として、01年9月の同時テロで高まった“地政学的リスク”が、その後のイラク戦争、及びイラク国内での混乱継続へと転じるなど、全く払拭されていないこと、02年のエンロン不正会計問題に端を発した“不透明な企業決算・会計問題”が、04年以降はアナリストの利益相反問題に代表されるような金融不祥事が相次いで表面化するなど、未だに尾を引いていること、などが挙げられる。こうした株に対するリスクプレミアムが、株価が割安な状態にとどまっていることに繋がる主因であると考えられる。このような状況は現状でも変わっていないため、引き続き株価は金利との関係で見て割安な状態にとどまる公算がある。とはいえ、足元のイールドレシオ水準は03年から04年前半にかけての時期と比べてもなお低く、リスクプレミアムを考慮しても、なお割安な状態にあると言えよう。仮に、金利、予想EPSが足元の水準から変わらなかったとしても、イールドレシオが04年の最高水準である0.79倍にまで上昇する場合、S P 500株価指数は足元よりも10%強上昇することとなる。

前述したように、ファンダメンタルズは春先以降改善傾向を強め、合わせて業績見通しにも上方修正余地が生じてくると見込まれる。しかし、そうした状況が明らかになる前にも、1月末に行われるイラク総選挙や、為替市場で注目されている大統領3大教書の発表、G7などにより先行き不透明感が多少なりとも薄らげば、その分リスクプレミアムが低下し、株価が上昇することによってここ1～2年程度でも低い水準にあるイールドレシオが上昇する可能性がある。

株価は当面上昇基調、ただし年央以降はピークアウトの公算も

以上のことから、メインシナリオとして株価は暫く上昇基調を辿ると予想される。1月中は、イラク総選挙などのイベントリスクや、10～12月期の企業決算発表などから、軟調、ないしは方向感無く推移する可能性もある。しかし、その後は当面の不透明要因の払拭を背景に、足元の経済指標改善などを受けて上昇基調に転じる公算が大きい。

イールドレシオの観点から試算すると、05年のEPSが前年比+10%程度になるという足元のコンセンサスを株価が織り込み、年央段階での長期金利水準を4.5%、イールドレシオを04年のピークである0.79倍程度とした場合、S P 500株価指数は足元から10%程度上昇することとなる。

ただし、年後半以降の展開については金利の動向次第で大きく変わってくると見込まれる。特に、FRBの金融政策が現行の“中立水準への緩やかな是正”といったものから、“景気過熱リスクを意識した抑制的な水準への引き上げ”へと転じることを市場が懸念し始めれば、先行き景気・企業業績鈍化予想が浮揚し、株価は調整圧力に晒される可能性が出てくる。

FRBが+25bpずつの緩やかな利上げをFOMC毎に行った場合、FF金利が中立的な水準(ここではGDPデフレーターでデフレートした実質FF金利の90年以降の平均値が2%強であることから、多少の幅を持たせ、実質FF金利で1.50~2.50%程度を景気に対して中立的なFF金利水準とする)に達するのは、GDPデフレーター伸びが変わらなかった場合、9月20日のFOMCとなる(このケースでの9月20日FOMCを受けてのFF金利は

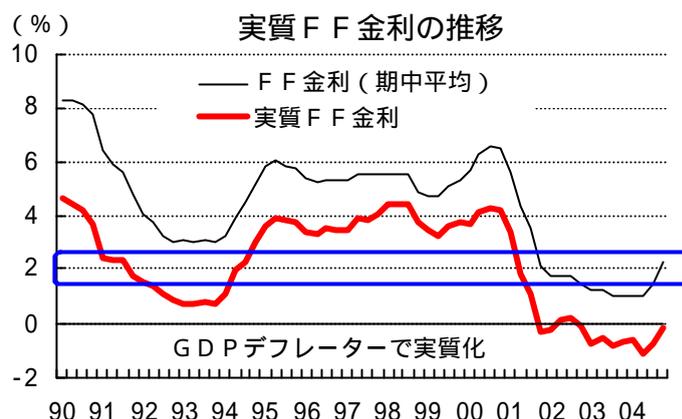
3.75%)。この段階、あるいは遅くともその次の11

月1日のFOMCまでには、FRBは更なる利上げが必要かどうかの判断を明示すると見込まれる。仮に、更なる利上げが必要と判断されれば、それは景気抑制的な水準への引き上げを意味している可能性が大きいことから、株式市場には調整圧力が働くこととなろう。なお、6月29・30日に開催されるFOMCに基づいて7月中旬にも行われるグリーンズパンFRB議長の議会証言で、FRBの景気、及びインフレ見通しが発表される。この段階で、FRBは何らかのメッセージを市場に送る可能性があり、そのトーンによっては市場はいち早く先々の金融政策や景気への影響を織り込む必要に迫られる可能性もある。

仮に、FF金利が9月の段階で3.75%まで引き上げられた場合、10年債利回りとの格差が過去の平均的な長短スプレッド並み(90年以降で1.44%)になるとすれば、10年債利回りは5%に達する。前述したイールドレシオから試算すれば、レシオが0.79倍の場合、S P 500株価指数は足元よりも3%近く下落することになる。逆に言えば、株価が足元の水準を維持するためには、イールドレシオが0.8倍を明確に上回ってくる必要があるが、これをリスクプレミアムという言葉で置き換えた場合、地政学的リスクや企業の不祥事がクリアされる必要がある。また、ある程度クリアされ

るとしても、FRBが景気抑制的な水準にまで金利を引き上げるとみなされれば、先行き業績予想の下方修正により、結局株価は調整局面入りする可能性が大きい。マクロ的にみても、金利の上昇が個人消費を支える一因になっているモーゲージローンの借り換えやキャッシュアウトを抑制することや、債務の利払い負担増をもたらす、個人消費の鈍化につながると見込まれる。

以上のことから、年前半の株価は堅調に推移し、10%程度の値上がりは期待できるものの、年後半以降は金利上昇、またはその懸念からピークアウトすると予想される。調整の幅やペースは、金利の上昇度合いにかかってこよう。ただし、当社では価格競争が強い状況下で、引き続きインフレ率が加速する懸念は小さいと判断しており、金利が急騰するリスクも小さいとみられる。したがって、株価の調整は業績や景気の減速度合いを見極めながらのものとなり、一気に景気後退を織り込みに行くような大幅なものとはならないと見込まれる。



05年のFOMCの開催予定日

開催日	25bpずつ利上げした場合のFF金利水準
2月1・2日	2.50%
3月22日	2.75%
5月3日	3.00%
6月29・30日	3.25%
8月9日	3.50%
9月20日	3.75%
11月1日	4.00%
12月13日	4.25%

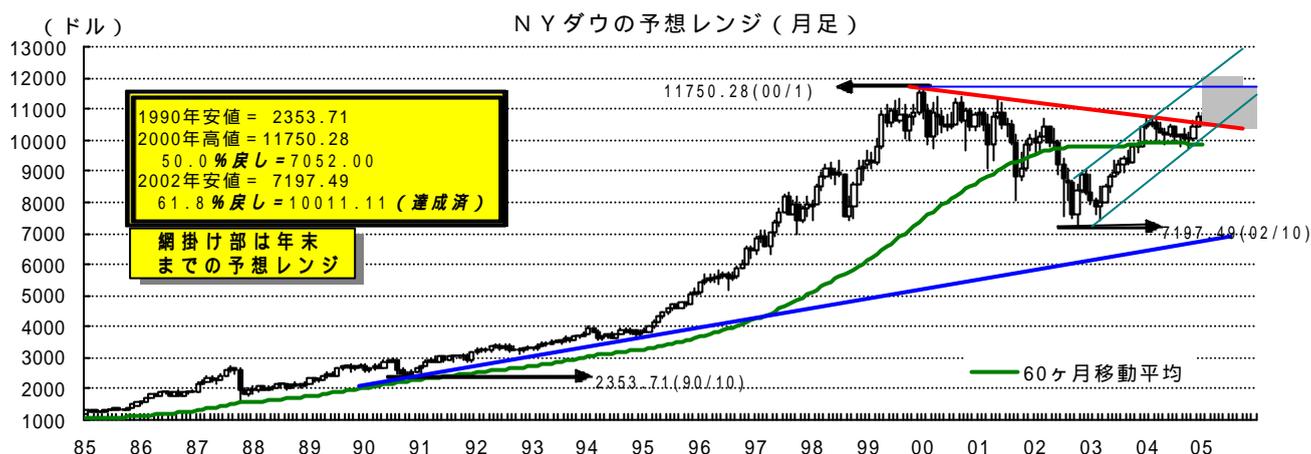


チャート面からは、NYダウに史上最高値更新の可能性

NYダウ、S P 500、ナスダックの主要3株価指数について、チャート面からのテクニカル分析を行うと、各指数ともITバブル崩壊による史上最高値からの調整局面から脱した展開となっている。ただし、戻りは指数によってまちまちで、NYダウが00年から02年にかけての下落分の80%強を取り戻しているのに対し、S P 500は60%、ナスダックは27%しか戻していない。

これまで述べてきたように、今後予想される展開としては前半は堅調に推移するものの、年後半は調整圧力が高まってくると予想される。こうしたなか、各指数とも10~15%程度の上昇が予想されるものの、その後はいったん弱含み、年を通すと行って来い、ないしは前年末対比下落する可能性もあると判断される。

こうしたなか、NYダウは史上最高値までの値幅が比較的小さく、再び更新する可能性は十分にある。一方、S P 500やナスダックは01年の戻り高値がレジスタンスになっており、水準的にもやや乖離があることから、同水準を超えるような上昇となる可能性はあまり大きくない。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。