

テーマ：日本株は『買い』ではないのか（上）

発表日：2007年11月21日（水）

～しばらく塩漬けになるリスクは取りたくない～

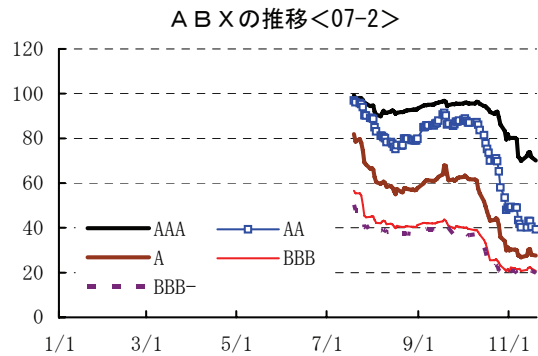
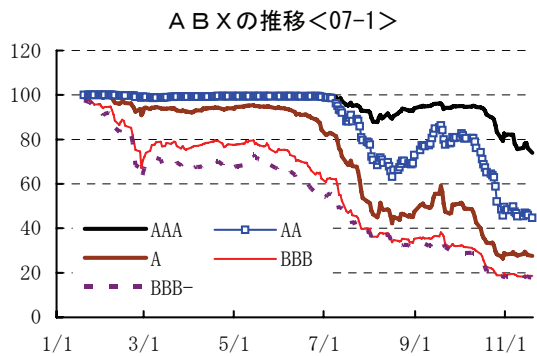
第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## 不安定な動きが続く株式市場

株式市場の動きが激しさを増している。軟調な展開が続いていた日本株だが、11月20日には前場で急落したものの、後場では500円近い急騰を演じるなど、乱高下している。この日の急回復を演じた材料の一つが、FRBによる緊急利下げの噂だ。インフレ懸念を背景に追加利下げに慎重な姿勢を見せるFRBだが、ここ数日証券化商品市場などで再び緊張が高まる様相を見せていることから、利下げに踏み切るのではないかと——ということだ。見方を変えれば、このような市場にインパクトのある材料がなければ、日経平均株価は1万5千円をあっさりとして割り込んだまま、その日の大引けを迎えていたかもしれない。



↑ スプレッド拡大  
↓ スプレッド縮小



↑ 価格上昇  
↓ 価格下落

市場の動向をまとめた各種報道機関や証券会社などによる所謂“場況”では、株価売られすぎのシグナルが増える中で、個人投資家などの買いのマグマが放出したことにより、予想以上の急騰を演じたとされている。しかし、翌21日の株式市場は再び不安定な推移となり、結局大幅下落して引けた。ドル/円相場が円高方向に振れたことや、前夜の原油価格の急騰、緊急利下げの噂に疑問符を付けるような内容だったFOMC議事録の公表などが背景にあると考えられる。

実際、日本の株価が“割安”であるというシグナルは複数出ている。PERなど業績との見合いで計るものやテクニカル分析などの観点からは、日本株は“売られ過ぎ”とされる。しかし、多くの投資家は株を割安だから買うのではなく、投資すればプラスになる（＝儲かる）と考えるから買う。言い方を変えれば、割安と考えても、同時にまだ下がると思えば投資は手控えられよう。実際、ここ数日の市場の動きを見ると、割安ということを目に投資家の買いが集まっているようには見えない。

そこで、足元で日本株は“割安”であることなどを示すシグナルについて評価、実際に投資家の買い意欲を

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。見直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。

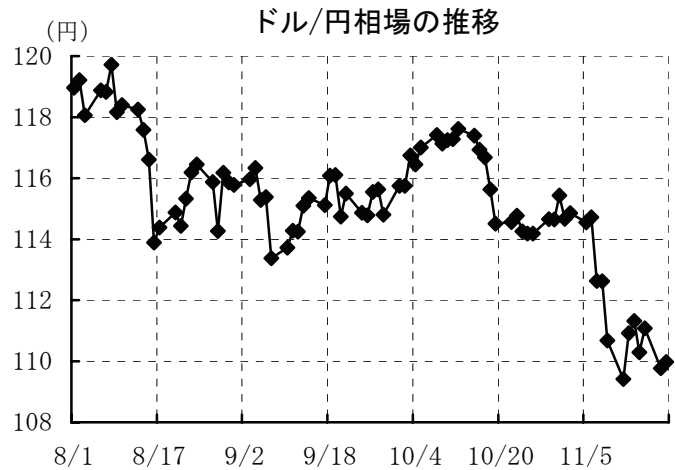
促す材料となるのかどうか考えてみたい。

### 円高恐怖感が来期業績懸念に繋がり、割安感が出にくくなる

東証一部の予想P E Rは17倍弱と（11/21時点）、今年度初の22倍台からは大幅に低下、海外主要市場と比べても割高感はほとんど解消したと見て良い水準にある。

確かに、株価下落の主因は米サブプライムローンに絡む諸問題にあるとの前提に立てば、①証券化商品市場の悪化に伴う損失は、金融機関に集中している、②邦銀の損失は欧米に比べて相対的に見れば小さいと見込まれているにもかかわらず、日本株は他国株に比べてパフォーマンスが悪い、③景気に不透明感はあるが、失速を示唆するような材料もなく、実際そのような景況感がコンセンサスとなっているわけではない——などの点を冷静に評価すれば、日本株は“売られ過ぎ”と言うのもうなずける。

しかし、日本株がとりわけ冴えない主因を円高に求めれば、様相は若干違ってこよう。ドル／円相場は、年前半の1ドル＝120円台での推移から、足元では同110円前後での推移へと、円高方向へ大幅にシフトした。これは、輸出企業にとっては業績の足を引っ張る要因になる。大半



の事業法人は為替予約を取っていると考えられるため、当面の業績に円高の影響は出てこないと考えられるが、来期（09年3月決算）については、今年度の想定レート（1ドル＝115円程度）を上回る円高水準で業績予想を引き直すことになる。仮に、今後も1ドル＝110円程度で推移すると、輸出型企業では二桁前後の営業利益押し下げ要因になると試算される（詳細は当社レポート『Economic Trends 円高が日本経済に及ぼす影響 07/8/17 永濱主任エコノミスト』を御参照）。

円高の影響は、輸出減を通じたものにとどまらないリスクもある。企業が想定していた為替レート水準を上回る状況になっているため、少なくとも来年度についてはより厳しい輸出環境を想定せざるを得なくなる。これは、製造業の来年度の設備投資計画に影響を与えよう。一方、今年度の設備投資計画が堅調な非製造業については、これまで抑制傾向が続いていたため“更新投資待ったなし”の状況にある。しかし、非製造業の場合、原油高の影響が間接的に業績に影響する可能性がある。非製造業の売り上げは、専ら内需に依存する。しかし、個人消費は賃金の伸び悩みを受けて冴えない状況が続いているばかりでなく、原油高や穀物市況高による生活必需品の値上がりによって、非生活必需品への支出余地が浸食される状況にある。このような状況が続けば、非製造業の設備投資に先送りの気運が再び高まってもおかしくはない。

折しも、7～9月期の実質GDP成長率が発表され、住宅投資の急落にもかかわらず前期比年率+2.6%と高い成長を記録したが、その牽引車は輸出と設備投資であった。すなわち、足元で懸念されている状況は、そのまま日本の成長を牽引している分野を毀損する恐れがあることが、図らずも露呈したのである。

仮に、来年度の企業業績が“減益”となるのであれば、株価が横ばいでもP E Rは上昇することになる。足元の東証一部E P Sなどから判断すれば、E P S（一株あたり利益）の伸びが5%変化すれば、P E Rは1倍程度変わってくる。仮に、今年度の業績が市場が足元で織り込んでいる水準程度になったとしても、来年度の業績が▲5%の減益となれば、P E Rは18倍台に上昇する。一般的に、市場混乱が続くなどして先行き不透明感が強ければ、P E Rは低水準にとどまりやすい。もともと日本にはいつかまた円高が進展するという“円高シンドローム”の存在が指摘されるが、市場混乱が続けば更に円高が進むとの警戒感は強い。更に円高が進むようだと、来年度の企業業績は▲5%の減益ではすまなくなる恐れもある。このような市場参加者の来期業績に対する警戒感からは、足元の17倍台のP E Rでも手を出しにくいというのが実情だろう。

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。見直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。

## 2007年度末のTOP I X計算値

		予想EPS					
		+15%	+12.5%	+10%	+5%	0%	▲5%
予想P E R	21倍	2,029	1,985	1,940	1,852	1,764	1,676
	20倍	1,932	1,890	1,848	1,764	1,680	1,596
	19倍	1,835	1,796	1,756	1,676	1,596	1,516
	18倍	1,739	1,701	1,663	1,588	1,512	1,436
	17倍	1,642	1,607	1,571	1,499	1,428	1,357
	16倍	1,546	1,512	1,478	1,411	1,344	1,277

…07年前半における、07年度企業業績と株価イメージ  
 …足元における、07年度企業業績と株価イメージ

## 2008年度のTOP I X計算値

		予想EPS (07年度; +5%ケース)						予想EPS (07年度; +10%ケース)					
		+15%	+10%	+5%	0%	▲5%	▲10%	+15%	+10%	+5%	0%	▲5%	▲10%
予想P E R	21倍	2,130	2,037	1,945	1,852	1,760	1,667	2,231	2,134	2,037	1,940	1,843	1,746
	20倍	2,029	1,940	1,852	1,764	1,676	1,588	2,125	2,033	1,940	1,848	1,756	1,663
	19倍	1,927	1,843	1,760	1,676	1,592	1,508	2,019	1,931	1,843	1,756	1,668	1,580
	18倍	1,826	1,746	1,667	1,588	1,508	1,429	1,913	1,830	1,746	1,663	1,580	1,497
	17倍	1,724	1,649	1,574	1,499	1,424	1,349	1,806	1,728	1,649	1,571	1,492	1,414
	16倍	1,623	1,552	1,482	1,411	1,341	1,270	1,700	1,626	1,552	1,478	1,404	1,331

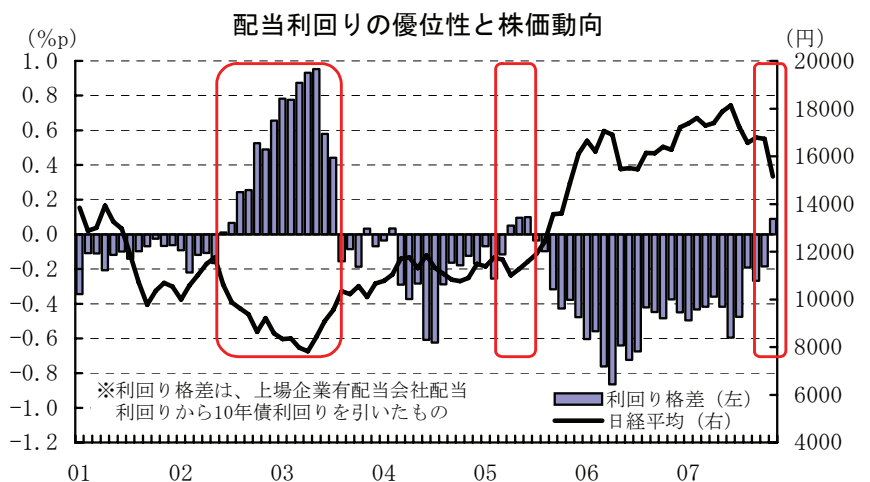
…ワイドレンジ       …コアレンジ

### 配当利回りが長期金利を上回ると割安。だから買う？

株価が下落する中で、向上したものの一つが配当利回りである。一方で、市場混乱を背景に債券利回りが低下したために、足元では配当利回り（東証一部有配会社平均）が10年債利回りを上回る状況となった。リスク性資産である株式を保有した場合に得られる配当の利回り（配当÷株価）が、無リスク資産と言える長期国債の利回りを上回るということは、それだけ株価が割安であると言える（株価が上昇すれば配当利回りは低下）。

理論、あるいはあるべき状況から言えばその通りだが、過去の同じような局面を見ると、必ずしも配当利回りが長期金利を上回れば株価が上昇するわけではない。個人を含めた各投資家の売買状況から見ても、利回りの逆転によって株式購入が目に見えるような形で増加したとは見なし難い<sup>1</sup>。

企業が株主重視姿勢を強めている昨今の情勢下、配当性向が上昇傾向にあることは事実だが、配当利回りの変動主因は分母となる株価である。すなわち、短期的な変動を主とする配当利回りの改善は、主に株価の下落によって生じている。株式投資家の大半が短期間で利益を上げようと考えているわけではないにせよ、できれば安い価格で買いたいだろう。したがって、配当利回りが長期金利を下回るといった一つの“株価割安シグナル”が点灯したとしても、それが株価下落局面で起こっている限り、投資家は簡単には株式購入という行動に出ないのである。特に、足元のように不透明材料が多く、株価の変動も大きいときは尚更であろう。



<sup>1</sup> サンプル数が少ないので、客観的な関数推計によって関係を有意に見出しにくい。

## 結局気になる外国人

足元で日本株は“売られすぎ”、“割安”ということを示唆する指標は他にもある。移動平均線からの乖離率やストキャスティクス、サイコロジカルといったテクニカル指標の多くが、最近の急速な下げや連続的な下げに対して、経験則的にはそろそろ“下げもいいところまで来た”ことを示唆している。また、PBR（株価純資産倍率）も、足元の株価水準が企業の資産価値対比から見て、やはり経験則的に株価が低すぎることを示している。

しかし、前述したように、投資家は“まだ下がるだろう（or下がるかもしれない）”と考えている間は、なかなか手を出しにくい。『割安』局面の大半は『下落局面』で訪れるため、所謂“順張り（上昇局面で買い、下落局面で売る）”の投資家の買いは期待できない。さらに、足元のように株式に限らず他の資産市場も含めてボラティリティが大きくなると、機関投資家も保守的な運用に回る公算が大きくなる。

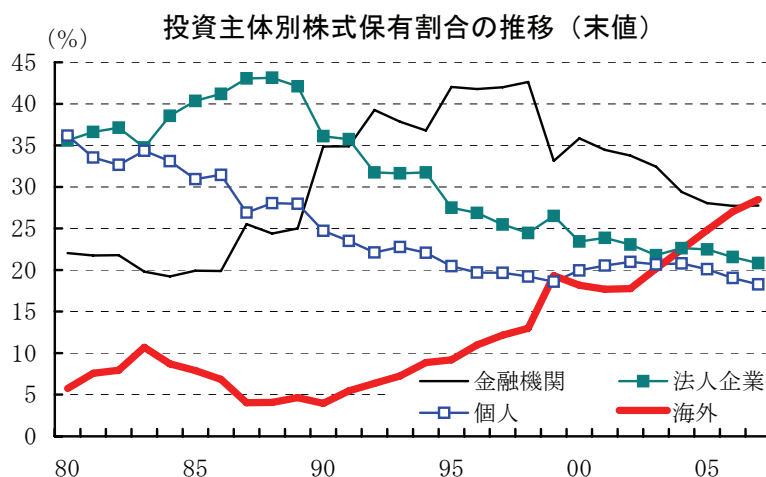
こうしたなかで、個人投資家を中心に注目されているのは、結局のところ外国人投資家の動向だろう。外国人投資家の日本株保有比率は28.5%（07年6月末現在）となり、機関別に見ると日本の金融機関を抜いてトップシェアの座についた。

90年代後半以降、日本株の主要買い手は日本の機関投資家から外国人投資家に移

っており、そうした状況はますます強まっている。こうしたなか、外国人投資家が買い越しなら株価は上がり、逆に売り越しなら株価は下がるという傾向がある。外資系証券会社の朝方の発注状況が注目を浴びるようになったのもここ数年のことで、多くの個人投資家による株式投資ブログなどからも、その動向が日々の値動きを図る材料として注目されていることがわかる<sup>2</sup>。外国人投資家の動向がここまで市場動向を左右するのは、外国人以外の主要買い手がないことに起因する。

結局のところ、さまざまな“割安”シグナルよりも、“外国人投資家の売買動向”のほうが重要なシグナルとして認識されているとするならば、足元のような状況で個人投資家などの買いは期待しにくい。これは、足元で外国人投資家が日本株を積極的に買えるような状況にはないと判断されるからである。ヘッジファンドなどの一部投機家などを除き、多くの投資家の投資ウェイトはマザーマーケット（母国市場）のウェイトが大きくなりがちである。従ってその投資スタンスも、マザーマーケットの動向を強く受けやすい。外国人投資家の中ではやはり欧米投資家の影響度が大きい<sup>3</sup>、現在米国を中心にサブプライムローンで揺れに揺れており、リスク回避姿勢が強まっているほか、拡大した損失を穴埋めするための売却需要も高い状況にある。

このような経路でも、サブプライムローン絡みの問題は日本株に深刻な影響を与えている。足元でいくつもの“割安”シグナルが点灯してはいるものの、グローバルマーケットが落ち着きを取り戻すまでは、投資家は日本株を積極的に“拾っていく”余裕が出ないだろう。90年代後半から2000年代前半にかけての時期と同様に、割安感から日本株が自立反発していくというストーリーは描きにくい。



<sup>2</sup> かつては朝方の発注状況と、後に発表される東証による投資主体別売買動向における外国人投資家の売買動向とが一致することは多かったが、最近では朝方は中将強では売り越しが続いていたにもかかわらず、実際には買い越しとなるなど一致しないことが多い。

<sup>3</sup> 最近では新興国の政府系ファンド（SWF）による積極的な海外投資が脚光を浴びているが、その規模は現状では年金基金や投信など従来型の機関投資家に比べれば圧倒的に小さい。