

テーマ：2010年の市場見通し ～株価～

発表日：2010年1月5日（火）

～春までは一段高の余地も、年後半は下げ幅大きくなると予想～

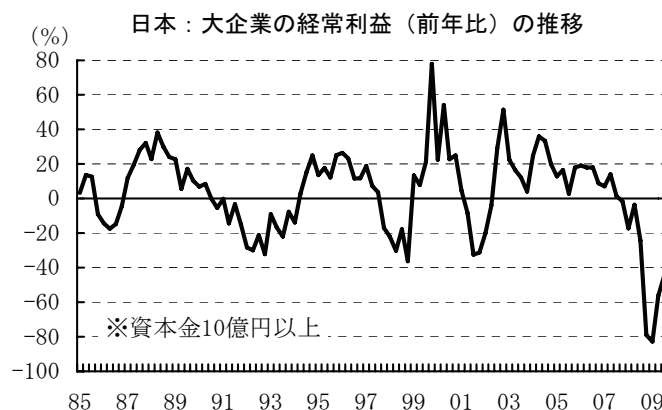
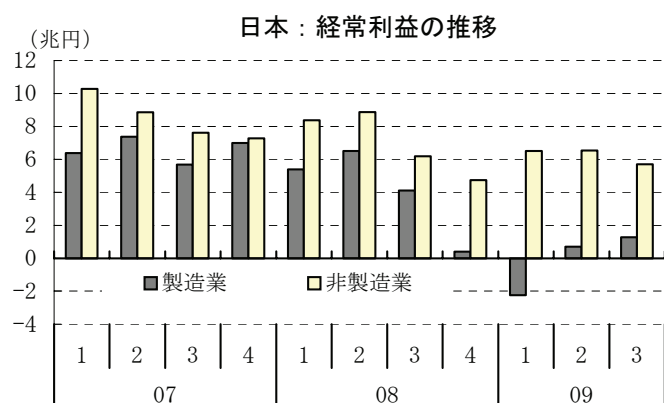
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

コストカット効果一巡、業績は売上げ次第の段階へ

2009年の企業業績は、年前半は悪化傾向を辿ったものの、年後半は持ち直しへと転じていったケースが大半となった。各種景気対策などの効果によって需要（＝売上げ）が下支えされた一方、設備投資の抑制や雇用カットなどコスト削減によって収益に改善余地が生じたことが主因である。もっとも、利益の水準は非常に低く、例えば日本の場合、2009年7～9月期の製造業の経常利益¹は前回景気拡大局面のピークであった2007年10～12月期に比べ5分の1以下、リーマンショック直前の2008年7～9月期対比（前年同期比）で▲70%の減益にとどまっている。製造業に比べ収益の振幅が小さい非製造業でも、前年同期比で▲7.8%の減益だ。ただし、2008年10～12月期から2009年4～6月期にかけて製造業の経常利益が一時赤字に落ち込むなど劇的に下ぶれたことの反動によって、2009年10～12月期以降増益率は急速に改善すると判断される。

問題は増益基調を維持できるか否かだ。これまでの収益の改善は専らコストカットによる側面が大きいため、2010年前半中にはその効果は喪失する。加えて、増益率の比較対象となる前年同期（09年4～6月期）から収益は改善に向かい始めていることによるウラ（ベース効果）もあって、計算上、増益率が伸びにくくなるというテクニカルな現象も起こる。したがって、春以降の企業収益の伸びを左右するのは、専ら売上高がどの程度伸びていくにかかってくる。



しかし、景気対策や在庫調整に伴う世界経済の循環的な回復局面は、2010年前半までにその推進力を失う。景気が自律的な回復局面へと移行できるかどうかは企業や消費者の景況感がどこまで回復するかによるが、日米欧など主要国の関連指標などをみる限り、非常に厳しいと言わざるを得ない。つまり、企業の売上高は伸びにくく、増益ペースも大幅に鈍化するリスクが大きい。特に、年後半はそうした傾向が顕著となろう。

ファンダメンタルズについて、2010年後半も景気の回復基調が維持されるためには、各国で“追加の”景気対策が実施されるかどうかにかかっていると判断される²。筆者が懸念しているように、各国で有効な追加景気対策が講じられない場合、世界経済は主要国を中心に年末にかけて再び後退局面入りする公算が大きい。そうなれば、当然のことながら企業業績は再び悪化に転じることとなる。コスト削減は一旦一巡しているため、企業が収益を短期的に改善させようとすれば、相当のリストラを迫られることになる。

¹ 法人企業統計（財務省）ベース。

² 詳細は、Market Watching「2010年の市場環境見通し」（09/11/26）などの筆者レポートを御参照。

売上げへの逆風が特に強い日本

売上げの増加が2010年後半の業績を決定する最も重要な要素であるにもかかわらず、日本企業には逆風が多い。まず、デフレ下で国内での売上げが伸びにくい環境が続くと見込まれることが挙げられる。表面上、消費者物価上昇率は原油価格や生鮮食料品など価格の変動が激しい財の動向次第で大きく変わる。2010年についても、前半は09年前半の原油価格が急落したことによる反動で、消費者物価全体や生鮮食料品を除くベースでの下落率は急速に縮小していく可能性が高い。しかし、大半の企業が感じる販売価格は、エネルギーや生鮮食品を除いたベースでの物価動向に連動しよう。その意味で、食糧やエネルギーを除いた消費者物価（以下欧米型コア物価）の動向が重要となるが、これはGDPギャップに2年程度遅行する傾向がある³。日本のGDPギャップは、2009年1～3月期まではマイナス幅が拡大する傾向にあったことを勘案すれば、2010年いっぱいには欧米型コア物価のマイナス幅は拡大、ないしは縮小しにくい状況が続こう。特に、一部の耐久財製品などでは、2009年より導入された購入促進策の反動により売上数量にも伸び悩みの圧力が生じる。景気が順調に回復基調を保っていくのであればいいが、筆者が想定するように年後半よりむしろ減速圧力が生じるような状況となれば、消費者の低価格志向は更に強まる可能性がある。

日本企業の売上げを抑圧するもう一つの要因が円高だ。12月発表の日銀短観では、2009年度下期の大企業製造業が想定している為替レートは1ドル＝91.16円となっている。12月中旬以降の円安により、実際の為替レートが企業の想定レートに漸く追いついてきたが、急伸する円高への対応が遅れる傾向にあることは否めない。2010年については、世界経済の減速感が徐々に明らかになるに連れて円高が進むと予想されることから⁴、輸出型企業にとっては厳しい環境に晒される。加えて、今年末、あるいは年度末にかけて世界経済の減速は徐々に顕著になると予想されるが、それとともに

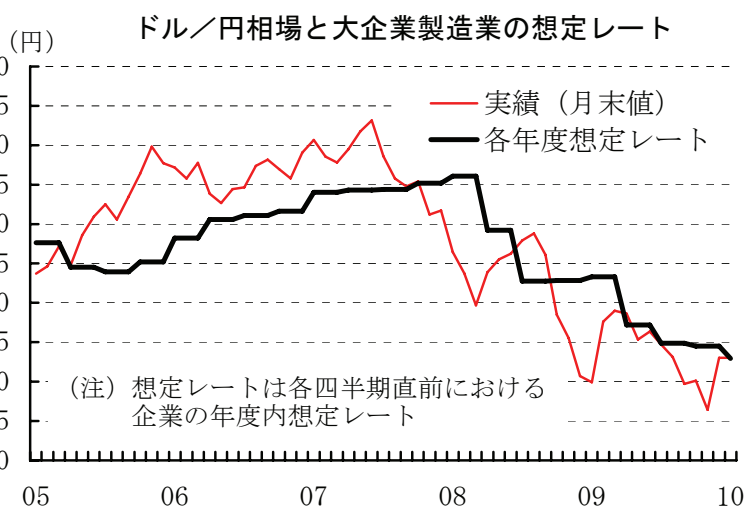
円高圧力も増していく公算が大きい。したがって、為替予約などによる円高リスク軽減措置の対応が遅れるリスクも大きくなる。一方、輸入型企業にとって円高は恩恵となる側面もあるが、国内では厳しい値下げ圧力に晒されることから、円高によって生じるはずの恩恵に浸る余裕はあまりないだろう。

世界的に景気に減速圧力が強まると予想されるなかでは、国内向けにも海外向けにも売上数量の伸び悩み、ないしは落ち込みは避けられない。加えて、内外において売上げ価格を押し下げる圧力が強まることになれば、業績を伸ばしていく企業は限られてこよう。無論、値下げ圧力は同じく内需が脆弱な欧米でも生じると考えられるが、通貨安政策へ緩やかに舵を切っていることで、相当程度緩和されている。全体としては、2010年の日本の企業業績は、他国に比べて予想外に伸び悩むリスクが大きいと判断される。

市場は業績見通しの方下修正を迫られる恐れ

以上のように、2010年の企業業績が伸び悩む要素は多い。これに対し、市場の業績予想はノーマルな業績回復をイメージしている。

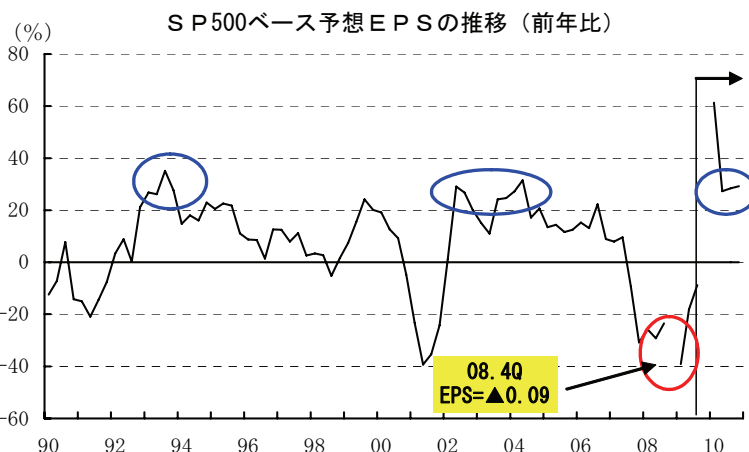
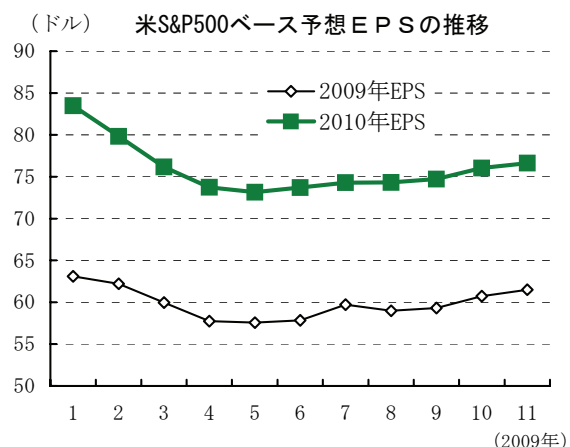
米国の2010年の企業業績見通しについてS & P 500ベースEPS（一株あたり利益）でみると、2009年初よ



³ 詳細は、Market Watching「2010年の市場環境見通し～金利～」(09/12/21)を御参照。

⁴ 詳細は、Market Watching「2010年の市場環境見通し～為替～」(09/12/24)を御参照。

り下方修正が続いていたが、5月をボトムに上方修正に転じている。ただし、2009年業績の上方修正ペースの方が早いため増益率については下方修正傾向が続いており、足元では2009年比+25%程度の増益予想となっている。問題となるのは増益率で、過去の推移を見ると景気回復の初期段階に+25~30%を記録し、いずれもピークとなるパターンが多い。すなわち、米企業の増益率が最も高くなるのは景気が循環的な回復から自律的な回復局面へ移行した段階で、コストカットによって収益が伸びやすくなったところで消費の本格回復によって売上げが伸びる局面ということだ。しかし、これまで述べてきたように、2010年については自律的回復へスムーズに移行することは困難であることを勘案すれば、過去のパターンほど収益が伸びない公算が大きい。したがって、2010年の米企業業績は、足元よりも下方修正される余地が大きいと考えられる。



同様のことは日本についても当てはまる。企業の利益は、米国と同様に景気回復初期段階で最も高い伸びを記録しやすい。たとえば、ITバブル崩壊後の回復局面（2002年度）における大企業の経常利益は前年度比+30%程度となっている。しかし、当時に比べて国内での物価下落率は大きく異なるものの、為替レート水準は大きく異なる（2002年度平均：1ドル=121.89円）。無論、米国経済は住宅バブルが盛り上がり始めた時期であるなど、海外経済のパワーは今と大きく異なる。このように考えれば、過去と同レベルの業績回復を見込むことは楽観的にすぎるくらいがある。

業績下方修正でもPER上昇なら株価は現行水準以上を維持できるが

足元で市場が内包している将来の業績見通しが下方修正される余地が大きいとしても、PERがその分上昇すれば株価は下落を免れる。米S&P500株価指数の予想PER（先行き4四半期）は足元で15.5倍となっている。過去10年間の平均が16.8倍であることを勘案すれば、決して高い水準とは言えない。しかし、90年代後半以降の株式市場を取り巻く環境を振り返れば、ITバブル、住宅バブルとバブルが続いたなかで、投資家は過剰なリスクを取っていたと考えられる。実際、予想PERの長期推移を見ると、1996年頃までは高くても15倍程度にとどまっていたのに対し、それ以降サブプライムローン問題が表面化し始める2006年頃までは“低くても”15倍程度と、様相が大きく異なっている⁵。

この時期（1997~2006年）と足元から先行きの状況を比較すれば、過剰流動性状態にあ



⁵ 1997年から2006年までのPERの平均値は18.8倍。

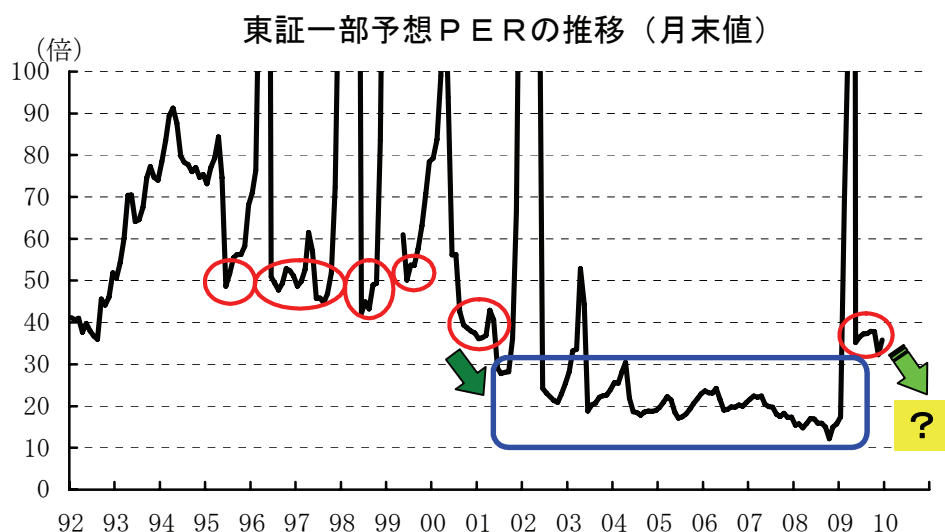
るという点ではよく似ているものの、投資家サイドのリスク許容度についてはかなりの違いがあると判断される。足元では、欧米金融機関の中には未だ大きな不良債権を抱えているとされているところも多く、個人でも米国を中心に住宅価格の下落によってバランスシートが大幅に悪化したり、保有住宅が含み損を抱えたままになっている主体が多いためだ。

P E Rは先行きの株価上昇期待が強ければ強いほど上昇するが、これは投資家のリスク許容度や流動性の潤沢度合いによって大きく左右される。景気が自律的な回復力を持たないような状況では、P E Rを押し上げるような上記要因の回復も期待し難い。したがって、S & P 500株価指数のP E Rは、“バブリー”だった時期の水準に戻るとは考えにくく、むしろそれ以前（1996年頃まで）の時期と同水準での推移になると判断される。すなわち、足元の15.5倍という水準から、更に上昇する余地はほとんどないということになる。この場合、業績見通しが下方修正されれば、その分だけ株価が下落する公算が大きい、ということだ。

一方、日本ではP E Rは大きく変動する傾向がある。特に、景気の減速などによって業績が悪化する局面では、P E Rは一時的に100倍を大きく上回ることがしばしばみられる。一方、景気が回復に転じ、業績が改善し始めると、P E Rも低下する。T O P I Xの予想P E Rをみると、かつては景気拡大局面では40～50倍程度で推移していたが、その水準は徐々に低下し、前回景気拡大局面では20倍前後での推移となった。このようなP E R水準の低下傾向は、外国人保有比率の上昇と密接に関係すると考えられる。ただし、日本のP E Rの変動が極めて大きいことを勘案すれば、P E R水準から株価水準を予想することは現実的ではない。実際には、米国株の動向に振り回される可能性が大きいことから、米国株が業績の下方修正を受けて下落するような局面では、日本株にも同じような影響が生じよう。

なお、先行きの株価の指針とはなりにくいことを踏まえたうえで日本のP E Rに関して言及すると、足元ではT O P I Xの予想P E Rは35～36倍程度と、景気拡大期としても、あるいは海外主要市場と比較しても高めにある。しかし、今後も景気の回復基調が続くのであれば、P E Rは緩やかに低下していくものと考えられる。仮に、来期中にP E Rが20倍程度に低下するためには、2010年度（2011年3月決算）の東証一部のE P Sが＋75%程度の増益となる必要が

ある⁶。実際のところ、いくつかの代表的な企業業績予想などをみると、E P Sベースでのこの程度の増益率は達成可能な範囲にあるようだ。しかし、こうした業績予想には2010年後半に世界経済が減速基調を強めるような前提条件はおかれていない。したがって、筆者としては業績の下方修正リスクが大きく、足元の株価水準を維持したまま来期のP E Rが20倍程度まで低下することは難しいと考える。



経済指標からみると、春頃には株価の勢いに翳りが出る兆候

一般的に、株価は景気に対して半年程度先行する傾向があるといわれる。実際、景気先行指標の一部には、株価との連動性が高いものも存在する。なかでも、相関性が高いと判断されるのが米国のI S M新規受注判断

⁶ 経常利益に比べて大幅な増益率となるが、E P Sの元となる純利益が単年度での変動の大きい特別損益の影響を受けるため、こうした格差が生じる。

D I（製造業）だ。同統計とNYダウそれぞれ3ヶ月前と比較した変化の推移を重ねると、極めて相関が高いことが窺われる。

昨年来の推移を見ると、ISM新規受注判断D Iの水準自体は2009年8月に64.9ポイントまで改善した後しばらくは60ポイント前後で一進一退となったものの、12月には65.5ポイントと約6年ぶりの高水準を付けている。しかし、均してみれば騰勢自体は急速に衰えているというのが実情だ。同指標はD Iのため、調査対象企業の回答が全て「受注が増えている」で揃っても100にしかない。実際には、過去最高を記録したのが1950年の82.6ポイント、1980年以降に限れば74.8ポイント（1983年12月）が最高だ。当面、同D Iが直近の水準を維持したとしても、NYダウとの相関が強い変化幅で見れば、急速にプラス幅は縮小していく。

ここでは米国の例で述べたが、主要国を中心に、3月頃には在庫調整の進展に伴う生産活動持ち直しの局面は終焉を迎えるとみられる。その後は需要の伸びに従って、場合によっては企業は在庫を積み増そうとして生産は高い伸びを保つ公算もある。しかし、筆者が予想するように景気が自律的な回復力を持たないようだと、在庫調整の進展に伴う生産の持ち直し余地がなくなってくる春以降は、生産加速の余地は縮小することになる。その場合、同D Iも水準を切り

下げ、春から夏にかけて判断基準の分かれ目となる50を下回る可能性が高まる。過去の株価との相関性を勘案すれば、これに連動する形でNYダウにも調整圧力が働くことになる。当然、米国経済や米国株などとの連動性が高い日本のような国の株価も、これに連れて調整圧力が働くこととなろう。

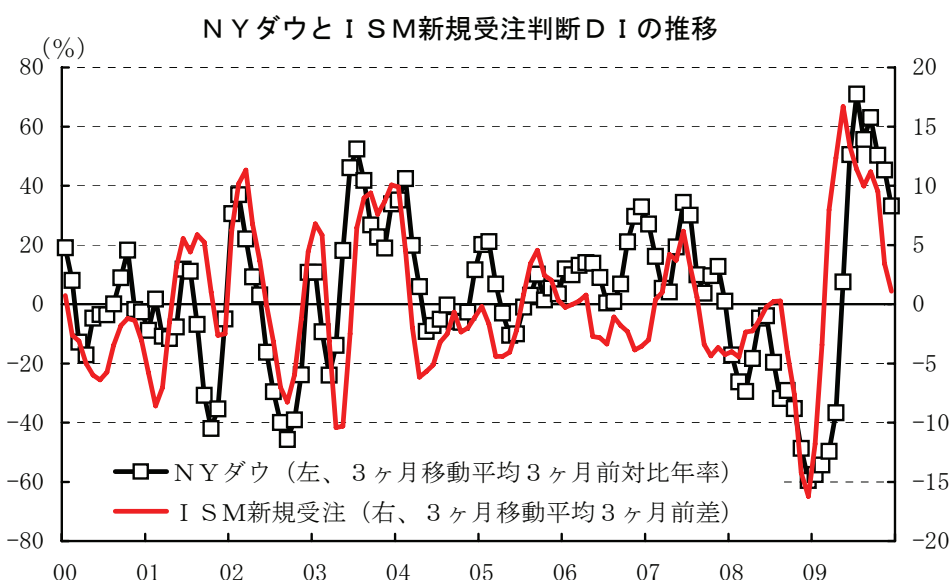
主要国景気再減速なら、新興国株も一旦は調整の公算

このように、循環的回復から自律的回復への襷リレーがうまく繋がらないようだと、景気は年央には翳りははっきりと見えてこよう。これを先取る形で、主要国の株価も頭打ちから徐々に調整色を強めていく懸念が高い。

一方で、中国をはじめとした新興国では、2010年も相対的に高い経済成長が期待されている。こうした国々では、おしなべて主要国への輸出依存度が高い。したがって、主要国経済が減速すれば、新興国も輸出の悪化を通じてその影響は免れない。しかし、2008年後半から2009年にかけての世界的な景気失速時に明らかになったことは、中国など一部の新興国においては、思い切った内需刺激策を講じれば外需減速の影響を相当程度緩和できるということだ。その背景には、所得水準が向上してきた割には耐久財の普及率が低く、政府による家電製品や自動車などの購買促進策が、国内の需要を強く刺激したことが挙げられる。一方、中国向け輸出の比重が大きくなっている周辺国では、これまで依存度の高かった欧米や日本向け輸出の落ち込みを、中国向け輸出がある程度相殺したことにより、比較的早い段階で景気の落ち込みに歯止めをかけることができた。

こうした状況は、基本的には変わらないと考えられる。上海万博を控えた中国では、景気の維持を至上命題としており、これまで採られてきた景気対策が途切れることはなさそうだ。当然ながら、その恩恵は韓国や台湾などの周辺国にも及ぶ。したがって、年後半に主要国景気が落ち込んだとしても、一部の新興国では相対的に高い成長を維持する公算は大きい。

もっとも、相対的に高い成長を維持するからといって、新興国の株価が調整局面を免れるとは限らない。景



気対策によって内需の落ち込みを防いだとしても、主要国向け外需が落ち込む分だけ成長率を押し下げる力が働く。期待していた成長ペースから鈍化することとなれば、株価にもある程度の調整圧力が働こう。無論、主要国の株価の調整は、投資家のリスク許容度の低下、利食いや損切りを早める動きを強めるため、世界中のマーケットに伝播するのが常であり、今回もそうした流れに翻弄される可能性は高い。

ただし、過去における世界的な景気後退局面、あるいは景気の減速に伴う株価の調整局面と異なる点は、中央銀行などによる流動性の吸収が招いた現象ではないということだ。多くの場合、世界的な景気の減速やリスク性資産の調整は、インフレの顕在化や懸念を背景にした中央銀行の利上げなどの景気抑制策と密接に繋がっている。金融引き締め局面では流動性が吸収されるため、特にそれまで（ファンダメンタルズなどでは説明できないほど）騰勢が高かった市場から資金が逃げ出すような局面がみられた。しかし、足元までのところ利上げを行っているのはごく一部の国にすぎず、大半の国は超低金利政策を維持しており、今後も続ける公算が大きい。米欧などでは、緊急避難的な流動性供給策を取りやめる方向に向かって動き始めているため、流動性の過剰度合いは薄らぐことになるが、市場に致命傷を及ぼすほどのものにはならないと判断される。このため、国内の需要が底堅く、中長期的にも成長が期待される地域には、比較的早期にリスクマネーが戻る余地はあろう。

一方、新興国という括りのなかでも、内需に力強さが見えず、またこれを支えるための財政的な余裕がない、対外バランスに歪さがみられるなどの地域では、世界経済が減速する局面ではリスクマネーの流出がより激しくなる恐れがある。足元では景気に対する楽観的な見方が強く、投資家のリスク許容度も高いと考えられるため、債務繰延要請を契機としたドバイ・ショックなどのような特殊な案件を除けば、信用不安が高まるような雰囲気はない。しかし、景気の減速などによってリスクを軽くしようとする動きが重なると、脆弱さが目立つところからマネーの流出が嵩む例は枚挙に暇がない。こうした信用不安の高まりによる市場の混乱は“国家”という単位だけではなく、“企業”や“商品”という単位でも起こりうるし、むしろその方が一般的だ。

以上のようなことを勘案すれば、年後半、主要国経済が自律的回復に移行できず、景気の減速感が強まるに連れ、株価は調整を余儀なくされるばかりではなく、信用不安の台頭によって一部ではかなり不安定な動きを見せると懸念される。ただし、リーマンショックで当局はその影響の深刻さを学んでいる。ある程度のセーフティ・ネットも構築されており、再び市場機能が停止するような大混乱は想定しなくてもいいだろう。流動性が比較的潤沢にあることも考え合わせれば、比較的早い段階で高いリターンが期待される一部の新興国へリスクマネーが動き始めることも期待される。