

テーマ：2011年度の日本株見通し

発表日：2011年5月23日（月）

～夏場以降はレンジ上抜け、年度末には11,000円超えを予想～

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

復興遅れ、ボックス相場続く

東日本大震災直後に急落した日本株は、その後徐々に値を切り上げ、GWの合間には日経平均株価が1万円を超えることもあった。しかしその後は欧州財政問題の再燃や商品市況の急落など外部要因の変化もあって、9,500～10,000円弱（日経平均ベース：以下同）のレンジでのボックス相場が続いている。

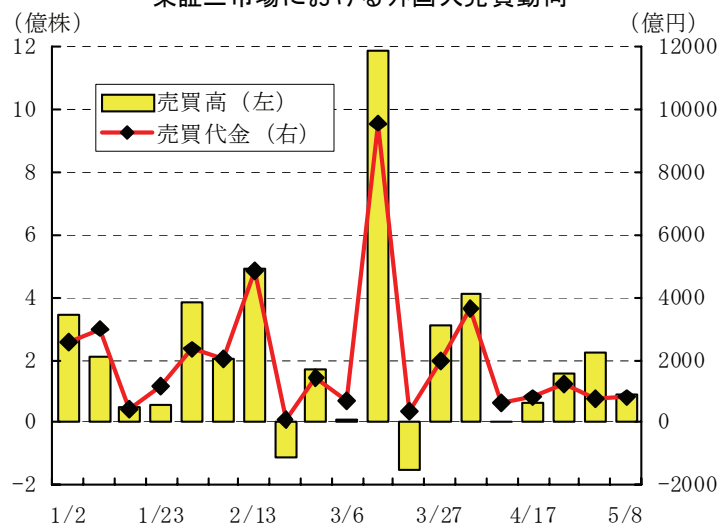
震災後につけた安値8,227.63円からの急激な持ち直しを主導したのは外国人投資家による積極的な買いとされている。実際、3月14日～18日の週における外国人投資家の売買代金（東証三市場合計）は9,552億円と、04年3月1日～5日の週における買越額（9,678億円）に次ぐ、90年以降では二番目の買越額となった。その後は外国人投資家による買越額は減少したものの、買い越し基調自体は続いており、震災前と合わせ28週連続で買い越しを記録している¹。

外資系証券会社における寄り付き前の注文動向を見ると、日経平均株価が底打ちした後、一時的に買い越し株数が膨らんだ時期があったが、株価が9,500円を超えてくると急速にしばみ、震災前のような落ち着いた推移を示している。ただし、株価が9,500円近傍にまで下がってくると買い越し株数は膨らむ傾向がある。こうした傾向を見ると、外国人投資家は震災の被害を考慮したとしても、一定レベル以下の株価については“割安”と判断していることが窺われる。

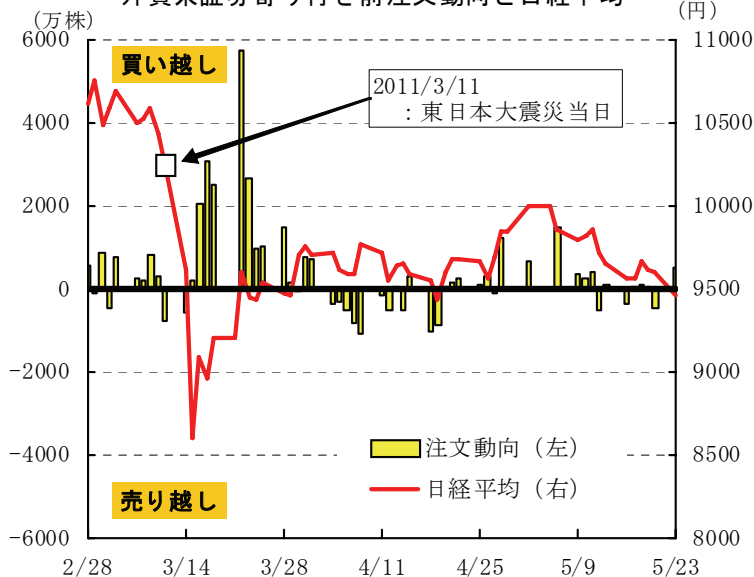
一方で、同水準を超えてくると買いの勢いは明らかに鈍る。週間ベースの取引所における統計では、決して売り越しているわけではないことがわかるものの、買い越し幅は大きくはない。

“割安”と考えられる水準では積極的に買うものの、それ以上になれば手を出さない。こうした売買の背景には、復興への動きが未だ明確に見えてこないことが挙げられよう。今回の震災の特徴は、①被災地域が非常に広範にわたり、多くの企業に影響が及んだこと、②電力不足が深刻化・長期化しているため、一部地域を中心

東証三市場における外国人売買動向



外資系証券寄り付き前注文動向と日経平均



¹ 売買高ベースでは、3/22～3/25の週に一旦売り越しに転じた後、買い越しが続いている。

に電力消費抑制を強いられていること——などから、製造業の生産活動が震災前の水準にまで戻るにはかなりの時間がかかるとみられることだ。一方で、復興のための政府の動きが明確なものであれば先行きに対する期待感も高まりやすいが、仮設住宅の建設など被災地におけるインフラ復興ばかりか、原発事故への対応も後手に回っている印象だ。このように、復興の姿がなかなか描けてこないことが、“割安”以上の水準に株価が達したと見なされると投資家の買いの手を鈍らせてしまう原因であると言えよう。

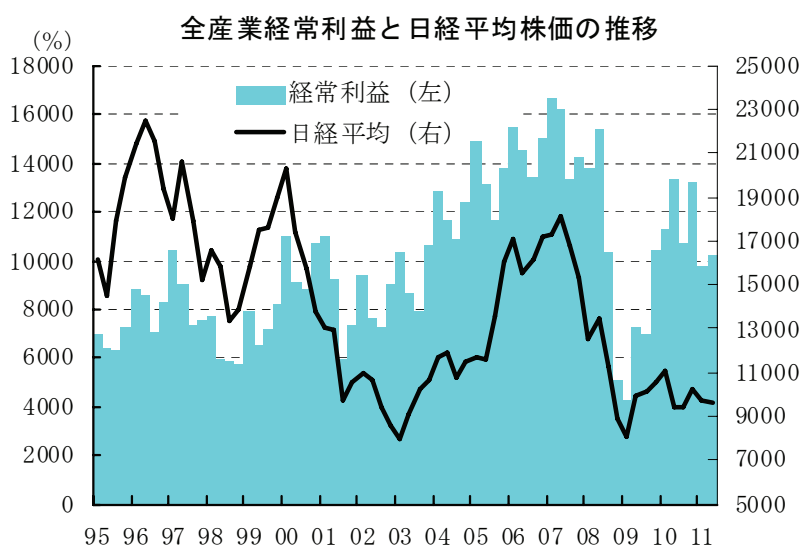
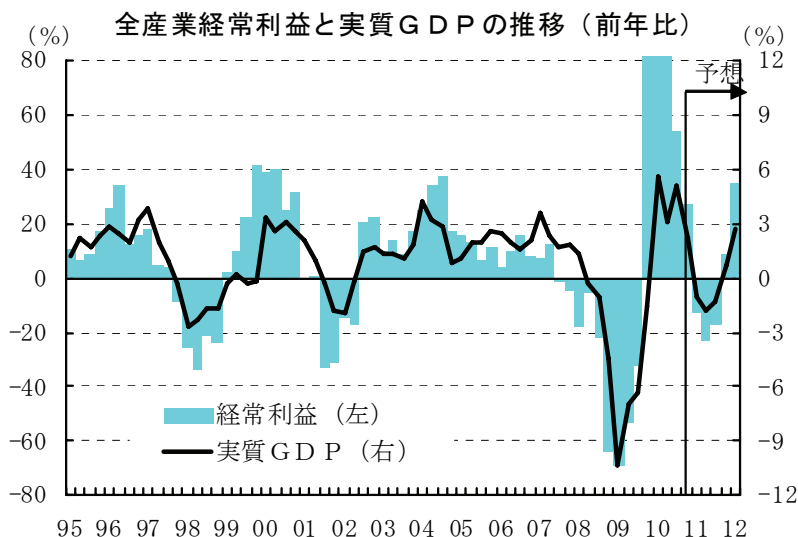
下期の業績回復がメインシナリオ

株式市場では、2011年3月期決算発表がほぼ出揃い、上場企業の経常利益は前年度比+55%増となった²。とはいえ、東日本大震災によって企業活動を取り巻く環境は一変しており、2012年3月期業績については業績予想の発表を控える企業が目立った。地震や津波の被害に遭いながらも早くも稼働し始めている工場がある一方で、たとえば夏場の電力不足問題などでどの程度の影響を受けるのか不透明な部分も多い。業績予想を発表するには、あまりにも計算のたたないことが多すぎるとのことだ。

一方、11年1～3月期の実質GDP発表を受けて、多くのシンクタンクは2011年度の経済見通しを改訂した。各種報道などによれば、シンクタンクやエコノミストの見通しもかつてないほどのバラツキが見られるようだが、基本的には年度後半には復興需要によって成長率は高まっていくとの見方で一致している。

実質GDP成長率が回復すれば、企業の経常利益もこれに合わせるように回復していく。当社では、日本の前年対比でみた実質GDP成長率は4～6月期が最も低く、その後は順調に回復していくとしており、企業業績も同じような経路を辿って持ち直していく公算が大きい。すなわち、減益率が最も大きくなるのはGDP成長率同様4～6月期で、その後は持ち直し傾向を強めていくことが期待される。

なお、株価と企業業績³の関係をみると、特に業績の底入れ時期と株価の底打ち時期は、戦争など特殊要因が攪乱したとみられる一部の例外を除き、ほぼ同じタイミングである。この傾向を当てはめれば、経常利益水準が最も低くなるのは4～6月期となることから、この夏場までには株価は底入れから回復に向かう公算が大きいと言えよう。



² 日本経済新聞 2011. 05. 18 朝刊より

³ ここでは法人企業統計ベース（全産業）

復興織り込めば11,000円超えもあるが、問題は復興のスピード

震災を受けて、12年3月決算の企業業績予想は大幅な変更を余儀なくされており、目下のところ市場コンセンサスが固まっているとは言い難い状況にある。ただし、概ね前年度並み程度になるとの見方が現段階では多いようだ。

足元で、東証一部予想P E Rは15～16倍程度と、前年度（11年3月決算）ベースから大きく変わっていない。P E R水準が海外との比較においても取り立てて高いとも低いともいえない水準にあることを勘案すれば、今期の業績を織り込んでも株価には大きな変化は与えない——すなわち日経平均株価で言えば10,000円程度の水準での推移が続くということになる。

しかし、年度末にかけては来期（13年3月決算）を意識した展開となる。ここでは、震災の影響が足かせとなった今期に比べて利益は伸びやすくなるため、利益水準から算出される株価水準も大きく上昇することになる。当社経済見通しに基づけば、2012年度の企業業績（法人企業統計ベース）は30～40％程度の増益が見込まれる。このことは、P E R水準が変わらなければ株価も同程度上昇する余地があるということになる。復興が進むに連れて、株価も来年度の業績拡大を織り込むように上昇基調を強めていくことが期待され、年度末には日経平均株価は11,000～12,000円程度まで上昇する余地があると考えられる。もっとも、復興が遅れば遅れるほど年度末にかけての株価上昇余地も小さくならう。各企業はサプライチェーンの再構築や自力での電力確保による生産体制の立て直しを積極的に図っている。一方で、被災者の生活基盤の復興やインフラ再整備、消費者マインドに悪影響を与えている原発問題などは政府・行政の仕事であり、企業努力の範囲外の問題である。足元でもこうした問題が株価の上昇阻害要因になっていると考えられるが、今後の展開についても政府の復興へ向けた取り組みが大きく左右することとなる。

このように、当面は復興への進展も芳しくなく、外部環境も不安定ななかで、日経平均株価は暫くは9,500～9,800円を中心としたレンジで方向感に欠ける推移が続くものと予想される。ただし、電力需要のピークを過ぎる8月後半頃にはサプライチェーンも相当程度回復し、電力消費抑制という足かせも取れてくることから、株価は同レンジを上抜けて10,000円を超える水準に達し、年度末には11,500円前後までの上昇を予想する。

リスク要因は外部環境の変化

甚大な被害を受けても必ず復興してきた日本経済であり、その過程では一時的に景気を押し上げる力が働く。一方で、復興需要が景気を支えても、海外経済の悪化で輸出が減少すればその効果の多くが失われるという構造も日本経済は併せ持つ。今年の世界経済で最大のリスクは、商品市況の高騰などを背景にしたインフレであり、特に成長ペースの速い新興国においてはインフレ的な環境が強まっている。ここへきて産地での天候不順から小麦を中心に穀物価格が上昇ペースを速めているが、消費者の支出に占める食料品の割合が高い傾向にある新興国においては内需の減速や、中東のような政情不安に繋がる恐れもある。欧米景気が未だ自律的な回復局面に入ったとは見なし難いなかで、新興国経済が世界経済を牽引してきた側面が大きいことから、当該地域のインフレ動向や食料品を中心とした国際商品市況の動向は注意が必要だ。

株式市場に着目しても、外国人投資家の動向次第で大きく状況が変わる傾向は続いており、経済同様海外次第という側面がある。E C Bの利上げ、F R BによるQ E 2の6月末での終了により、リーマンショック後続いてきた過剰流動性相場に変調を来す可能性がある。特に、リスクの高まりには脆弱になるとみられ、欧州の財政問題の悪化などを契機に、グローバルマネーが安全性をより強く求める展開へと一変する可能性も否定できない。これによって海外株価が調整するような局面が訪れれば、外国人投資家が海外市場での損失カバーを目的として日本株売りを強める公算が大きくなる。震災からの復興の動き自体は海外とは独立した動きであり、日本の景気や企業業績を一定程度支える効果があるため、海外景気の方角性が大きく変わらない限り調整は限定的なものになると予想される。それでも一時的には株価水準が大きく切り下がるリスクには注意が必要だ。