

テーマ：株式関連指標からみた株価の下落余地

発表日：2011年9月29日（木）

～業績見通し下方修正のタイミングでもう一段の下げも～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

ファンダメンタルズ見えないなかでP E Rはあてになりにくい

欧州の財政問題や、米景気に対する不安感を主因に、世界のマーケットは右往左往している感がある。なかでもリスク性資産の代表格とも言える株式市場については、欧米の政策当局の言動に一喜一憂するボラティリティの高い展開が続いている。そのため、足元における株価水準が妥当なものなのかどうかも見えにくくなっている。

株価水準の妥当性をはかるとされる指標のうち、最もメジャーと言える予想P E Rを見ると、T O P I Xについては13倍台、S P 500については12倍台となっており、いずれも過去の平均的な水準（概ね15倍程度）と比較すると相当程度低くなっている。P E Rは株式市場における“将来の期待”を表していることを勘案すれば、足元におけるP E Rの低下は欧州の財政問題を中心とした先行き不透明感が強まっていることから、投資家のリスク許容度が低下していることを示していると考えられる。

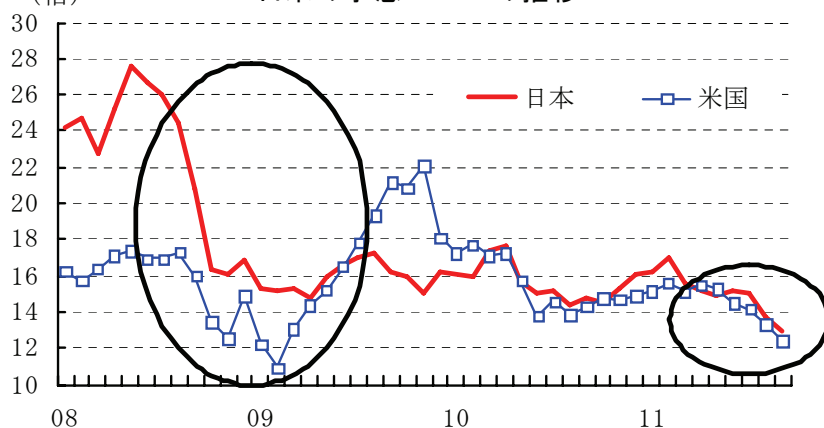
同様の局面として、2008年のリーマンショック前後のP E Rの動きが挙げられる。当時の日米のP E Rの推移を見ると、米国を中心とした景気の減速懸念に加え、サブプライムローン問題に絡んだ金融不安もあり、両国とも08年中に大幅に低下している。ここで、当時の水準と足元の水準を比較すると、日本のT O P I XのP E Rは当時につけた最低水準（14.83倍）よりも足元の方が水準が低い一方、米国のS P 500株価指数のP E Rは足元の方が高い。

これは、①日本については、足元でドル／円相場が1ドル＝70円台という過去最高水準で定着の様相を見せ、製造業を中心に企業業績にマイナスの影響が及ぶことが懸念されている、②米国については、リーマン時はまさに混乱の“震源地”であり、市場の関心は米国金融機関に対する経営不安であったのに対し、足元では欧州が混乱の中心であるため、当時ほどには米国金融機関などに対する市場の警戒感が強くない——といった、当時との状況の差異から生じていると判断される。

ここで、一つの指針としてリーマン時におけるP E Rの最低水準を“混乱時における株価と業績の関係”と捉えるならば、足元の日本のP E Rには低下余地が限られるのに対し、米国には若干の余地がある。機械的に当時のP E Rの最低水準と足元の予想E P Sから算出すると、S P 500株価指数には10%強の下落余地が存在することになる。

もっとも、現実的にはP E Rが低下している要因の一つとして、市場の業績予想である予想E P Sが将来の業績予想を十分に反映していないという可能性がある。今後、企業業績見通しが下方修正されれば、その分だけ株価には下落余地が生じる。その後に例えば欧州財政問題が悪化するなどして市場がリーマン時のように混乱すれば、業績見通し（E P S）の下方修正分に加えて、P E Rが低下する形になる。そうなると、例えばS P 500株価指数の下落余地は▲10%以上になりうるということだ。

日米の予想P E Rの推移

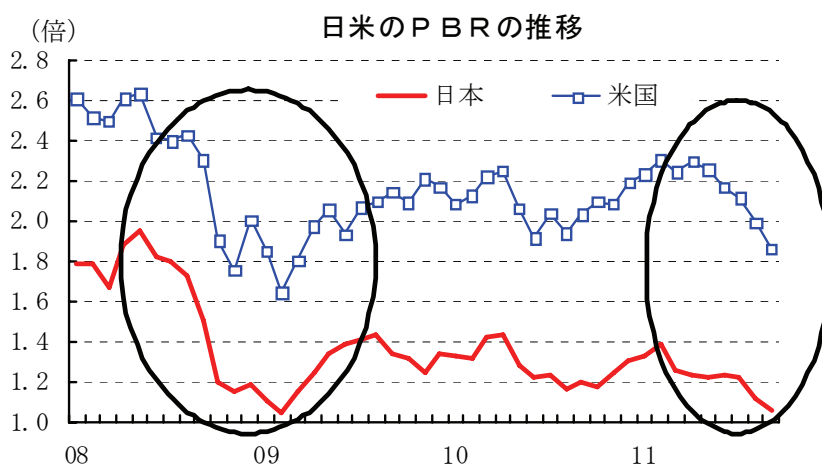


PBRの観点でも米国株には下げ余地

株価の水準感をはかる指標のうち“最終的なよりどころ”とも言えるのがPBRだ。PBRは株価を一株あたり純資産で除して算出される。会計上、純資産（＝株主資本）は企業の解散価値となるため、PBRが1倍以下になるということは、企業が解散した場合株主は株価以上の割り当てが得られることになる。したがって、PBRでみて1倍以下にまで株価が下落すれば、その株価は“割安”ということになる。ただし、特に個別銘柄で見た場合、PBRが1倍以下にとどまっている銘柄は少なくない。理由として、短期的な株価の変動で利ざやを稼ごうとする投資家にとって、企業の解散価値との比較で見たPBRは有効な投資尺度とは言い難いことが挙げられる。特に、ここ数年は市場環境の変動が激しく、金融機関など長期投資家といわれる機関投資家にとっても時価会計制度が導入されるなどして株式の長期保有にはさまざまなリスクが伴うようになってきた。このため、特に短期的な相場変動が大きくなるような局面では、PBRの水準で株価をはかることは必ずしも適当ではなくなっていると考えられる。

ここで、日米の株価（TOPIXとSP500）のPBRの推移についてみると、両指数とも07年頃から比べると半分程度（足元ではTOPIXは1.06倍、SP500は1.88倍程度）にまで、趨勢的に低下している。特に、リーマンショック時には株価の急落とともにPBRも急低下、09年2月にはTOPIXは1.05倍、SP500は1.65倍をつけた。注目されるのはTOPIXは辛うじて1倍を上回る水準で底打ちをしていることだが、①この当時各国の政策対応が功を奏して株式市場だけでなく多くのマーケットで景況感が改善、マネーフローも安全性資産からリスク性資産へ流れ始めており、PBRが買い戻しのきっかけとなったわけではないこと、②個別銘柄においてはPBR1倍割れの銘柄が数多く見られたこと——から、単なる偶然であるといえる。

ただ一つ指針となるのは、リーマン時のようにリスク回避の動きが極端に強まる局面では、少なくともPBRは当時つけた水準が意識されるということだ。この観点からみると、TOPIXについては足元でほぼ当時と同程度の水準にまで低下している一方、SP500についてはPERで見た場合と同様に10%強の低下余地が存在する。もっとも、実際の株価下落余地は、これに加えて企業業績見通しがどの程度下方修正されるかにかかってくる点では、PERの例と同じである。



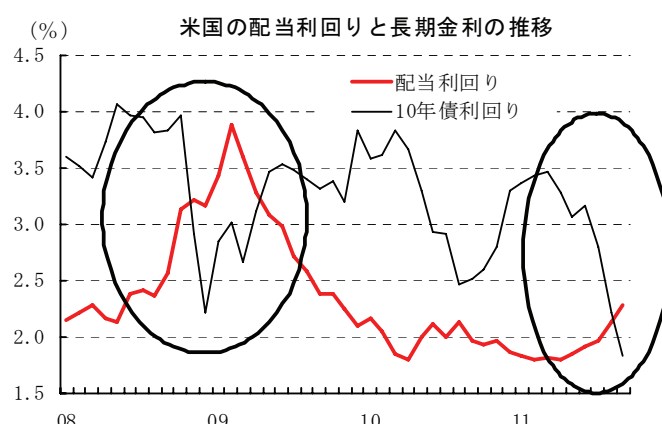
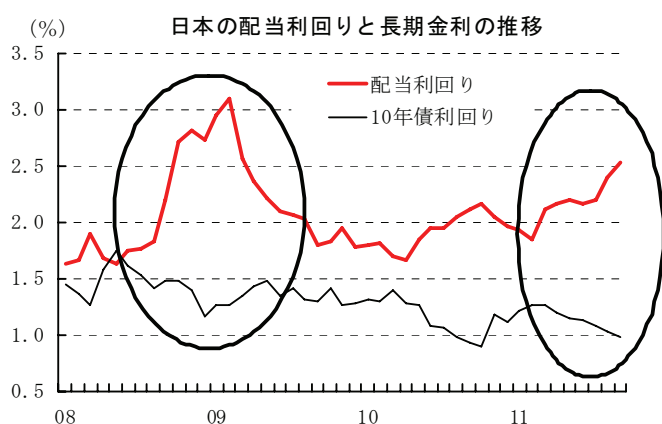
配当利回りでも同様の結果

次に配当利回りについて日米を比較する。配当利回りは、年間の配当金額（一株あたり）を株価で除して算出される。配当利回りが高いほど、株式保有インセンティブを高めることになり、やはり投資尺度の一つであると同時に、他の確定利回り商品（国債や預金など）と比較して相応の格差があれば“割安”ということも可能だ。ただし、配当利回りそのものを投資基準としている投資家は少ないと考えられる。株式投資では多くの場合、配当金という“インカムゲイン”よりも、株価の変動による“キャピタルゲイン（あるいはロス）”という利益機会（あるいは損失機会）の方が大きくなる。一方、機関投資家などの長期保有を行う投資家にとっては配当利回りは重要な投資尺度になり得るが、資産価値を時価で評価する制度下においては、株価が不安定な動きをしている局面で配当利回りの高さを理由として株式投資を行うことは考えにくい。

無論、株価の底打ち期待が高まるような環境となれば、配当利回りの高さは株式投資のインセンティブを高

める材料となる。リーマンショック時には、T O P I Xの配当利回りは3.09%、S P 500は3.87%まで上昇した。リーマンショックの引き金となったサブプライムローン問題が市場で大きく取り上げられる以前の07年初における配当利回りは、T O P I Xベースで1.10%、S P 500ベースで1.77%であったことを考えれば、極めて大きく上昇したと評せよう。ちなみに、当時の日米の10年債利回りは、07年初には日本が1.7%程度、米国が4.8%程度であり、配当利回りは長期金利水準を下回っていたが、リーマンショック時に配当利回りがピークをつけた09年2月では日本の10年債利回りは1.3%程度、米国は3.0%程度と、配当利回りは長期金利水準を上回っている。

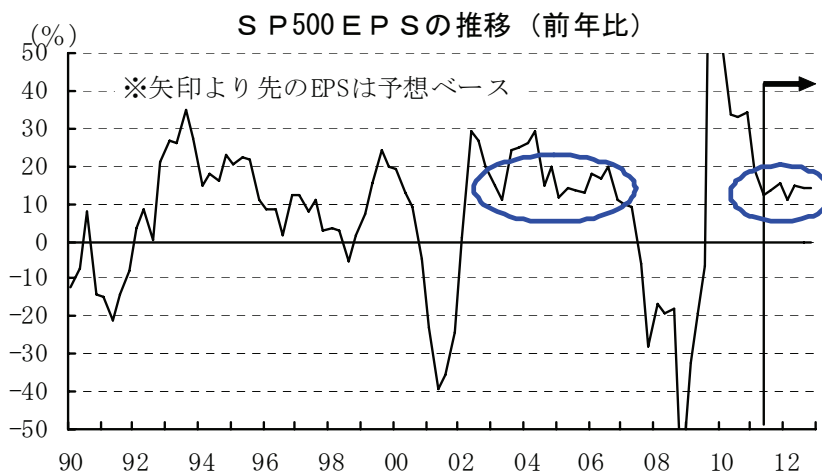
足元の配当利回りは、T O P I Xベースが2.5%程度、S P 500ベースが2.3%程度と、それぞれ株価の下落を背景に上昇傾向が続いている。一方で、足元の10年債利回り水準は日本が1.0%前後、米国が2.0%前後となっており、リーマンショック時同様に配当利回りが長期金利を上回る状態となっている。リーマン時と比較すると、長期金利水準は日米とも足元の方が低い（日本：▲0.3%程度、米国：▲1.0%程度）、それを考慮しても特に米国の配当利回りはリーマン時のピークと比較して低い水準にあるといえよう。当時のデータを参考とすれば、欧州の財政問題など株式市場を取り巻く不透明要因が払拭されない限り、足元の配当利回りの水準程度では、配当利回りに着目した資金が株価を押し上げることを期待するのは難しいと言えよう。



“市場混乱”という特殊要因無しでも業績見通しの下方修正は必要

ここまで、P E R、P B R、そして配当利回りという、株式市場において株価の適正水準をはかる代表的な3つの指標についてみてきた。今後、欧州財政問題が悪化するなどして市場が混乱、投資家のリスク許容度が低下して株価の“割安感”が放置されるような状況が生じる場合、リーマン時と同等の混乱が生じるとするならば、日本株には若干の、米国株には▲10%強のそれぞれ下落余地があるといえる。もっとも、①欧州財政問題が悪化した場合、市場の混乱がリーマン時と同等のものにとどまるかどうかは不明であること、②株価の下落余地はあくまでも足元の業績見通しが前提であるため、実際には混乱のなかで業績見通しも下方修正されるリスクが大きいことを勘案すれば、株価の下落リスクは更に大きくなること——は考慮しなければならない。

そこで、まず足元の経済指標の動きから、市場の業績見通しの妥当性について確認すると、現状でも景気の減速を織り込めていないことがわかる。たとえば、S P 500採用銘柄の直近での2011年予想E P Sは前年比+15.0%の増益予想となっている。この水準は、米国経済が概ね潜在成長率かそれ以上の成長を保っているような景気が“良好な”状態にあるときの企業業績の



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。

“巡航速度”といえ、足元における各種経済見通しが厳しくなっている状況からすれば、相当程度違和感のある水準だ。そこで、景気の方角性を掴むのに有用なISM製造業景況指数とEPSの動きを比較すると、両者の連動性は非常に大きいことがわかる。しかし、足元でISMが低下している度合いに比べ、予想EPSが高止まりしていることが目立っている。景況感が足元ほど悪化していない3ヶ月前における業績予想は同＋17.0%であったことからすれば、FRBなどの経済見通しを含め株式市場を取り巻く環境が大きく変わっているほどには、業績予想は下方修正されていない可能性があるだろう。

もともと、市場の景況感が悪化する一方で業績予想が据え置かれることは、大半の業績悪化局面で見られる。特に、足元のように様々な不透明要因が重なる場合には、①市場環境や景況感が悪化する一方で、業績予想が据え置かれるために、株価の下落とともに

予想PERが低下→②その後実際に業績が悪化するなかで株価は底値を模索しながら下落幅が拡大→③各種景気対策などが実施されて市場の景況感が改善すると株価はいち早く上昇に転じる一方で、業績はすぐには改善しないためPERは急上昇、というパターンが起りやすい。

現状では、多くの経済指標が景気の停滞、あるいは減速を示唆し始めているものの、失速を示唆する指標は見当たらないと言ってもいい。10月に入ると7～9月期の企業業績の発表と同時に、今年や来年の業績見通しなどが企業側から、あるいはアナリストから発表されるが、米国においては上記のファンダメンタルズの状況から、業績見通しはほとんど変わらない可能性は否定できない。しかし、①前述したようにすでに足元のファンダメンタルズと市場の業績見通しとの間に乖離が生じていること、②財政・金融両政策面において、有効な景気浮揚策が打ち出せないでいること——などを勘案すれば、市場の業績見通し下方修正は時間の問題と言えよう。そのタイミングで、株価には一段の下落圧力がかかることになる。

一方、日本では前提となる為替レートについて、足元の超円高水準の織り込み方次第で、先行きの業績見通しが下方修正される余地は十分にある。この段階で、市場のリスク許容度が大差ないような状態にとどまっているのであれば、株価には業績の下方修正分だけ下落圧力が強まる可能性がある。

足元における株式市場の環境については、①欧州の財政問題などに起因する様々な不透明要因による市場のリスク許容度の低下、②主要国を中心とした景気の減速、という二つの問題が絡んでいると考えられる。たとえば、業績見通しが下方修正されて株価が下落したとしても、PERなどの指標がリーマン時と比較して未だ低下余地があるようであれば¹、その後に欧州問題が悪化した局面で更なる下げ余地が存在していることを示唆していると考えられる。このように、PERなどここに挙げたいくつかの株式関連指標の動きを見ることによって、①と②の両要因がそれぞれどのように株価に影響を及ぼしているのか見極めることで、株価の下落余地をはかることもできよう。

SP500EPSとISM製造業景況指数の推移



¹ PER、PBRでは低下余地、配当利回りでは上昇余地

(注) 本文中、及びグラフにおけるデータの出所は、THOMSON REUTER、Bloomberg。