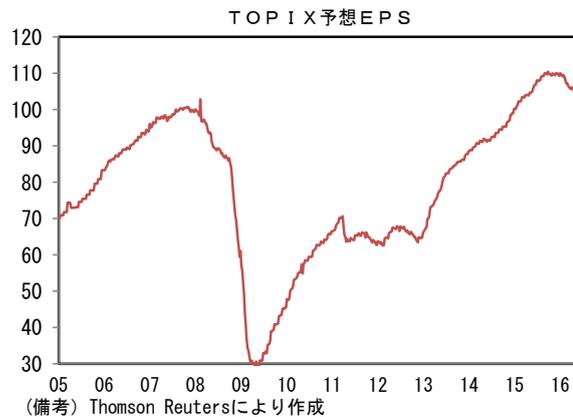
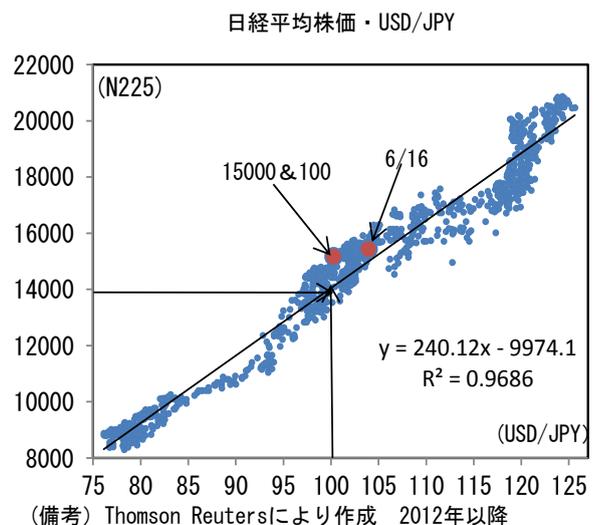
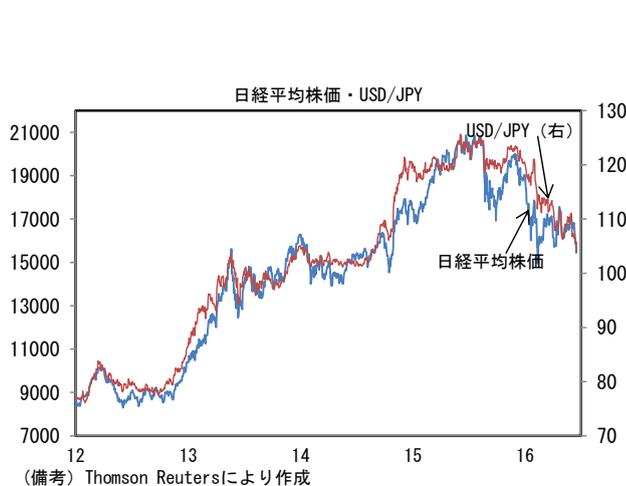


本日付けの当レポートで日経平均株価の予想を15000円、USD/JPYを100円とした。2016年入り後のUSD/JPY下落を主因にアナリストの予想EPSは既に下向きのカーブを描き始めており、今後も反転増益が見込めないため、予想を引き下げる。もっとも、前回の減益局面の入り口にあたる2007年後半と比較した場合、今回の業績悪化はマイルドになると判断され、その分、株価も粘り強さが期待できる。また、世界的な低金利の下、株式の相対的な魅力が高まっていることもサポート要因である。



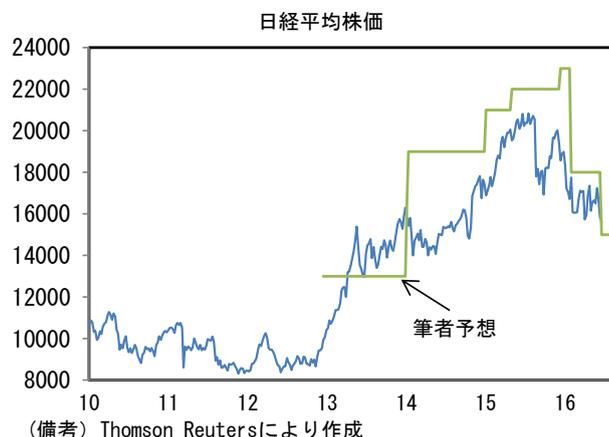
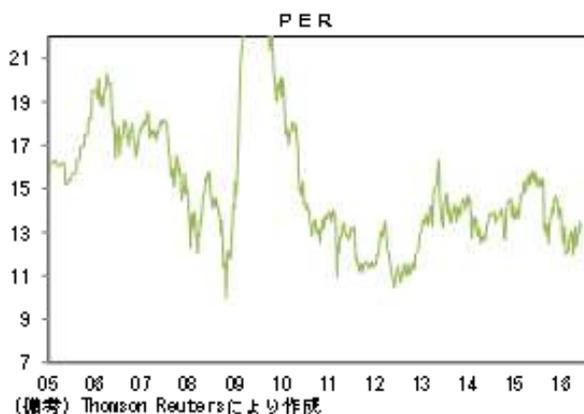
USD/JPYが100に下落するとの予想を前提にした場合、2012年以降の両者の関係から導出される日経平均のレベルは14000円である。15000円というレベルはやや楽観的な印象を受けるかもしれない。因みに6月16日のUSD/JPY104、日経平均15434円という組み合わせも近似線の上方に位置しているため、従来の関係を基にすると、日経平均が出来過ぎているということになる。ただし、筆者は以下の理由により、日本株がUSD/JPYの下落にある程度、持ち堪える展開が続くと考えている（現在の近似線より上方に位置する展開）。



先ず一点目に配当利回りに着目した資金流入が期待できる。この間、米10年金利が昨年末時点の2.3%から1.6%へと水準を切り下げ、日本とドイツの10年金利がマイナス圏に沈むのをよそに、TOPIXの予想配当利回りは年初来2.3%~2.7%で推移してきた。格段に高い水準とは言えないが、2%前半の配当利回りは、その相対的な魅力が高まっていると言えるだろう。別の視点で2%前半が如何に“高利回り”であるかを付け加えておく。2%台前半の利回りを確保する必要がある場合、米債であれば30年債までデュレーションを拡大する必要があり、10年債でクレジットリスクをとるならばイタリア、スペイン（1%台後半）ではならず、タイ、マレーシア、ポーランド、ポルトガル（2%~3.5%程度）まで触手を伸ばす必要がある。当然のことながら、現実の世界では表面上の利回りだけで投資判断は下されず、流動性リスク、ホームカンントリーバイアス（外国のアセットよりも自国のアセットの方が情報取得が容易なので同等の投資対象なら自国のアセットの方が投資しやすい）などの要素も加わる。これら資産が“主食”になるとは考えにくい。行き場を失った資金が債券の代替投資先として、日本株に流入してくる可能性があるだろう。



もう一つの視点として、市場が日本企業の円高耐久力を過小評価している可能性がある。日本企業はリーマン・ショック後の急激な円高を経験して、為替変動の影響を受け易い製品を中心に現地生産に切り替えてきた。故に、2012年秋から3年に及ぶ円安局面でも輸出数量は（海外需要見合いでしか）増加しなかったのだが、今度はその裏返しで（海外需要見合いでしか）輸出数量が減少しない可能性が指摘できよう。前回円高局面と比較して企業収益の落ち込みは緩やかなものになると予想され、企業業績の底堅さが株価を下支えするだろう。また、前回の減益局面では予想PERが18倍程度と比較的高水準から低下したのに対して、今回は10-13倍台という低水準で減益局面を迎えた。バリュエーション面から見ても今回の減益局面の方が状況は悪くない。



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。