

基礎研 レター

追い風参考記録にはご注意を!!

～中長期的に株式市場を見通す上で～

金融研究部 研究員 前山 裕亮
(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

株式市場では時価総額が 25 年ぶりに最高額をつけました。一部ではバブルの再来を懸念する声があります。足元の好業績を踏まえると、株式市場に過熱感はなくバブルの兆候は見られません。ただ、この好業績は円安といった追い風の影響も大きく、中長期的には注意が必要なのではないでしょうか。

1——バブル期を超えた株式市場

今年、東証一部の時価総額は過去の最高額を更新しました【図表1】。しかもバブルの絶頂期（1989年12月末の591兆円）ですらなしえなかった600兆円越えです。アベノミクスが始まる前を振り返ると、2012年の秋ごろの株式時価総額は260兆円程度でした。それがこの3年で市場全体に影響を与えるような大型の公募増資は限られていたにもかかわらず、市場規模は倍以上になったこととなります。

【図表1】 東証一部の時価総額の推移



※ 東京証券取引所より筆者作成。月末値ベース(政府保有分を除く)。

なかには「バブルの再来」との声があります。そもそもバブルとは「実態」と著しく乖離した状態を指します。日本経済の「実態」を表している名目 GDP（国内総生産）は相変わらず 500 兆円前後で推移しています。GDP と比べると株式市場の拡大が一人歩きしていることも、バブルが懸念される一つの要因でしょう。

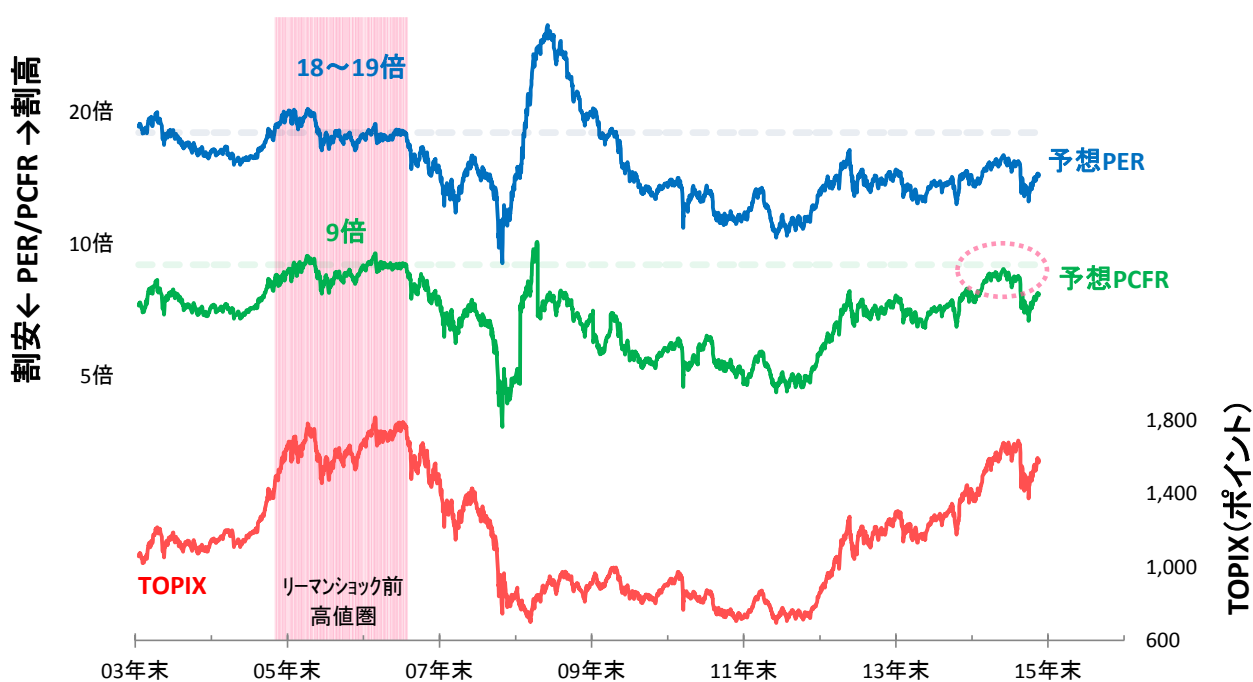
2——足元の業績予想から見ると株式市場に過熱感はない

GDP と株式時価総額の関係性は著名な投資家であるバフェット氏が注目していることで有名です。しかし日本では GDP と株式市場の関係性は強くないと思われます。GDP よりも企業業績の方が株式市場を見る上で重要だと筆者は考えています。

それはグローバル化とともに企業の活動を GDP では捉えにくくなってきているためです。昨今、トヨタやキヤノンなどの主要な東証一部企業は海外子会社を通じて海外で稼いでいます。GDP は国内で生産された物やサービス（付加価値）の総和です。当然、海外子会社の活動は反映されていません。そのため GDP と企業活動との関連性が弱くなっています。

そこで企業業績から株式市場を PER（Price Earnings Ratio：株価収益率）と PCFR（Price Cash Flow Ratio：株価キャッシュ・フロー倍率）を通じて見てみましょう【図表 2】。PER、PCFR は株価を利益、キャッシュ・フローで割った指標です。株価が 1 年間で得られる利益、またはキャッシュ・フローの何倍まで買われているかを表しています。数値が高いほど割高であることを意味します。

【図表 2】 PER と PCFR



※ Datastream より筆者作成。予想はすべて TOPIX ベースの I/B/S/E12 カ月先予想。

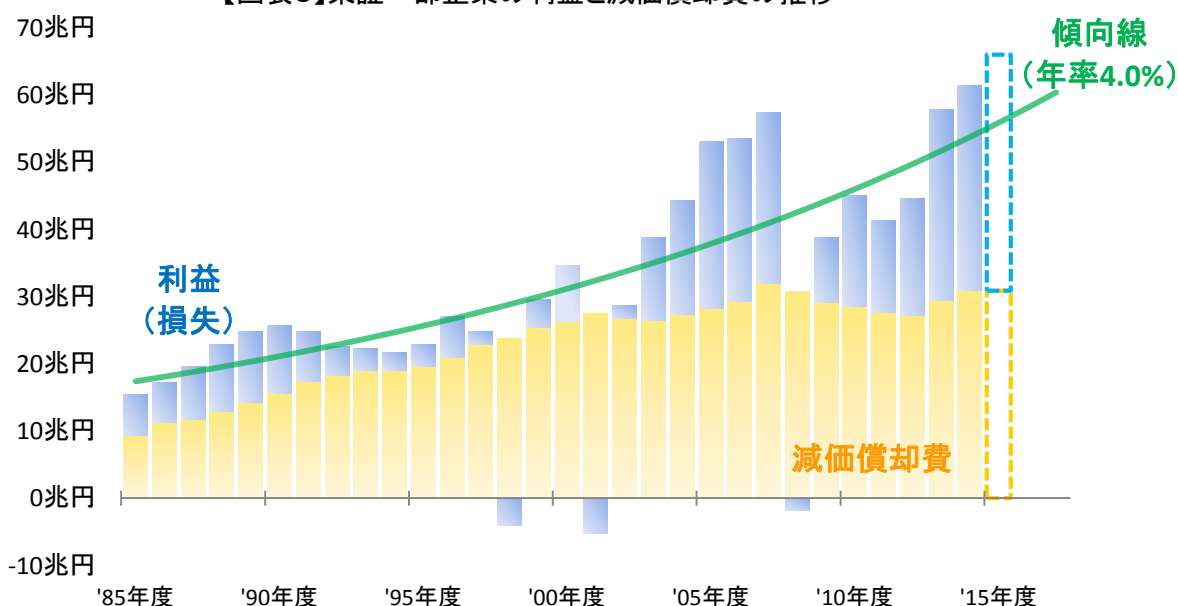
予想PER、PCFRの水準を見る限りでは、株式市場にバブルは再来していないようです。2005年から2007年にかけてのリーマン・ショック前の高値圏（【図表2】の赤部分）の水準、PERで18～19倍、PCFRで9倍が一つの目安になると考えています。ショック前も株式市場は好調でしたが、当時それほどバブル懸念がなかったためです。今年に入ってPERは最も上昇した時でも16倍程度でしたので、割高感はありませんでした。一方、PCFRは利益と比べてキャッシュ・フローの拡大が遅れていたこともありⁱ、6月から8月上旬にかけて一時9倍目前まで上昇しました（【図表2】の丸囲い部分）。つまりキャッシュ・フローから見ると高値圏に足を踏み込んでいたようです。それでもリーマン・ショック前の高値圏と同じ水準のため、過熱感まではなかったと思います。

3——足元の好業績は続くのか

では株式市場に死角はないのでしょうか。本来の実力以上の好業績が続いている可能性があることに筆者は一抹の不安を感じています。足元の好業績自体を疑問視するつもりは毛頭ありません。ただ、アベノミクスが始まって以来、円安などの追い風によるところも大きかったのではないのでしょうか。中長期的にもこの好業績が続くのか疑問符がつかざるをえません。

足元の業績の水準感を過去の推移から確認したいと思います。直近の変動のみに注視していると好調期しか見ていないことになり見誤る可能性があります。ゆえに好調期、不調期が多く含まれている過去30年分の東証一部企業の業績を見てみましょう【図表3】。なお、利益は好調期、不調期との差が激しく、利益から業績のトレンドは掴みにくい傾向があります。そこで本稿では利益と減価償却費の和の推移を取り上げています。この和は簡便的に営業キャッシュ・フローⁱⁱとみなせます。

【図表3】東証一部企業の利益と減価償却費の推移



※ 日経 NEEDS より筆者作成。

2015年度のみ利益は東洋経済予想値などを集計し、減価償却費は2014年度実績値を用いています。

傾向線は1985年度から2014年度までの利益と減価償却費の和の対数を非説明変数として回帰分析を行い算出。

30年間、上下動を繰り返しながらも利益と減価償却費の和は拡大傾向にありました。指数近似で傾向線（【図表3】の緑線）を引いてみると、業績の拡大スピード、いわば潜在成長率は年率で4.0%でした。ここで傾向線は東証一部企業の景気などに左右されない実力といえるのではないのでしょうか。利益と減価償却費の和が傾向線より下回っているときは不調、一方で上回っているときは好調であったといえます。過去30年では5回ほど傾向線を上回った期間がありました。1987～1991年度、1996年度、2000年度、2004～2007年度、そして2013、2014年度です。これらの期間、ちょうど株式市場も盛り上がっていたこともあり、多くの方にとって納得感がある結果ではないのでしょうか。

直近を除く4回の好調期を振り返ると、実力以上の好業績が出やすい環境、つまり追い風が吹いていたのではないのでしょうか。1987～1991年度は不動産バブル。1996年度は前年度に発動された強力な金融・財政政策と消費増税前の駆け込み需要。2000年度はITバブル。2004～2007年度は好調な米国経済などが挙げられるためです。

さて、2015年度（【図表3】の点線部分）は2014年度から二桁増益が予想されており、2014年度以上に過去の傾向線から乖離が拡大する可能性が高い状況です。過去の傾向を2015年度にも当てはめると、2015年度も本来の実力以上の結果、つまり陸上短距離の追い風参考記録のようにになっていることが示唆されます。

業績見通しは将来を占っているにもかかわらず、足元の状況に左右される傾向があります。行動経済学などでアンカリング効果と呼ばれる現象です。株式市場では来期（2016年度）以降の業績動向にも注目が集まってきましたが、その予想値は2015年度の水準を基準に作成されます。そのため、大概「前年度比〇%の増益、減益」といった無難な予想になりがちです。もし追い風参考記録を基準に予想してしまったらどうでしょうか。企業業績、さらには株式市場を過大評価してしまう危うさをはらんでいます。

「過去の趨勢は参考にならない」と言われる方も多いでしょう。アベノミクスでは過去20年苦しんだデフレ脱却を掲げています。さらに企業もROE重視の姿勢が強まっています。本当にこれからは過去とは違うかもしれません。

いずれにせよ今後の動向には注意が必要なのではないのでしょうか。

i 詳しくはレポート「[目にする数値ほど強くないかも？～企業業績と株価をキャッシュ・フローから検証～](#)」をご参照ください。

ii 営業キャッシュ・フローは厳密には「利益」、「減価償却費」、「運転資金の増加 (-) または減少 (+)」の和となります。