

基礎研 レター

日経平均 1 万 3,000 円台も 最大のリスク要因は米国の景気後退

金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

<要約>

米国景気の悪化が懸念され始めた。データや街の声からは現実味を帯びているように見える。実際に米国の景気後退を市場が織り込めば、米株安と円高のダブルパンチで、日経平均は年後半にも 1 万 3,000 円台まで下落するリスクがある。

1. 「株価＝企業業績＋市場心理」の方程式

2016 年の株式市場は、日経平均が史上初の年初から 6 営業日続落を記録するなど世界的な下落で幕を開けた。主な要因は中国経済の減速懸念と人民元安、原油価格の急落、そして米国の追加利上げの不透明感だ。また、1 月後半以降、日本企業の業績見通しが相次いで下方修正されたことも株価下落に拍車をかけた。

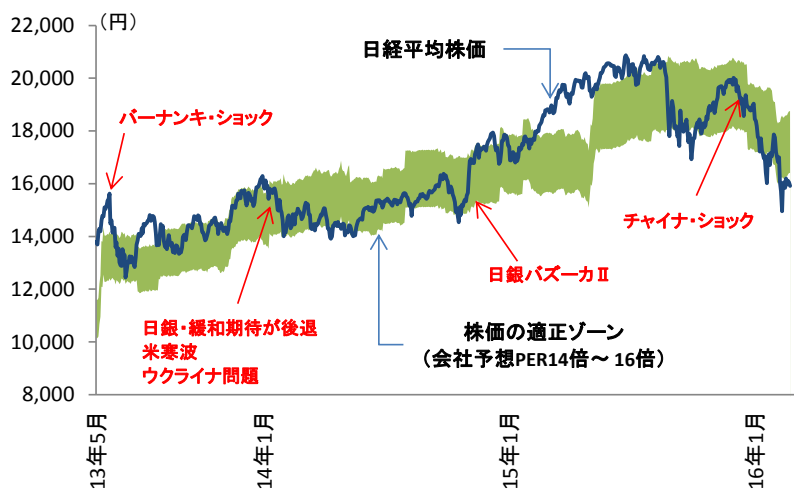
追い討ちをかけるようにドイツ銀行の信用リスク問題が表面化すると市場心理はさらに悪化し、安全資産とされる円に投資マネーが逃げ込んだ。その結果、一時 1 ドル 110 円まで進んだ円高が株安を加速させ、2 月 12 日には終値で 1 万 5000 円を割り込んだ。日銀が量的質的金融緩和第 2 弾（バズーカ 2）を導入する前の 2014 年 10 月 21 日以来だ。さすがにここまで下がると買い戻す動きも出て、週明け 2 月 15 日は日経平均が 1,069 円の急上昇、一気に 1 万 6000 円台を回復した。最悪の状態は脱したようにみえるが、この先も安心できない。最大のリスクは堅調とされる米国の景気悪化だ。

そもそも、株価を決める最大の要素は企業業績だ。図 1 の帯状は会社予想 PER14 倍～16 倍に相当する株価水準で、筆者はこれを「適正ゾーン」としている。実際の株価は概ね適正ゾーンに沿って推移してきた。市場心理が強気に傾くと上限（PER16 倍）を超えたり、弱気になると下限（PER14 倍）を下回ることもあるが、すぐにゾーン内に戻るといった動きを繰り返してきた。

図 1 からは年明け以降に業績予想が大きく下方修正されたことが見て取れる。中国や原油価格など

外部要因の不安定さの増大に業績悪化が重なったため市場心理が極端に冷え込み、株価が急落したとみればよいだろう。以下では、株価の先行きを予想するため、企業業績を中心に議論する。

【図1】 アベノミクス以降の日経平均



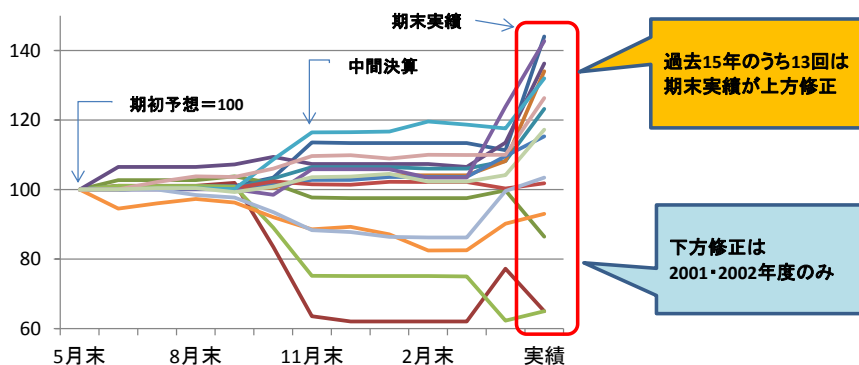
(資料) QUICK より筆者作成

2. 16年3月期実績＝上ブレ着地、17年3月期の期初予想＝横ばい～微増

(1) 16年3月期実績＝5%程度の増益か

直近時点で16年3月期の業績見通し(会社予想ベース)は前期比ほぼ横ばいとなっているが、筆者は最終的には5%程度の増益を見込む。というのも、日本企業は期末実績が上振れする傾向があるからだ。業績予想と期末実績の関係をみると(図2)、中間決算発表時の通期予想と期末実績を上方修正する傾向がある。たとえ年度途中で通期見通しを下方修正しても、期末実績は上振れることが多い。結果、期末実績は過去15年のうち13回が直前の予想から上方修正された。下方修正は電機不況に見舞われた2001年度と2002年度だけだ。

【図2】 期末実績の上方修正は恒例行事



(注) TOPIX500のうち3月決算企業、期初予想＝100

(資料) 日経 NEEDS より筆者作成

これは下方修正を避けたいという企業側の心理などが理由と考えられ、16年3月期の着地も上振れが期待される。とはいえ、中国経済の減速や円高によるマイナスの影響が出始めており、増益幅は前期比5%程度にとどまるだろう。

(2) 17年3月期の期初予想＝横ばい～微増

次に17年3月期の期初予想は「横ばい～微増」が予想される。昨年8月のチャイナ・ショック以降、原油をはじめとする資源価格の急落、米国の利上げが新興国経済に及ぼす影響、米国経済の先行き、欧州銀行の信用懸念など不透明さが増している。これでは為替レートの見通しも定まらない。こうした中で企業側が強気の業績予想を出すとは考えにくい。かといって経営環境が決定的に変わったともいえず、前期比マイナスの期初予想を出すのも具合が悪い。

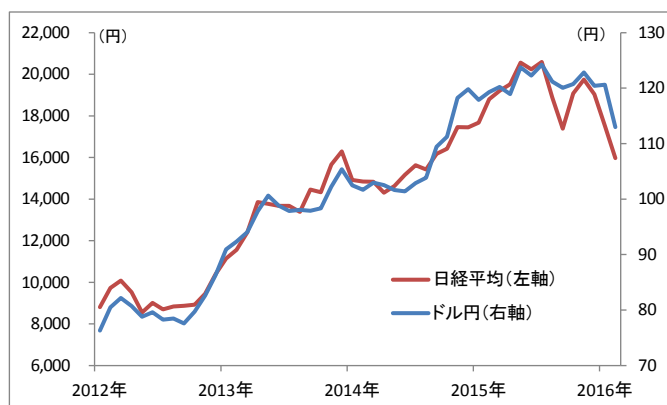
その結果、17年3月期の期初予想は横ばい～微増にとどまるだろう。実際、2月19日付けの日経新聞は先日出揃ったブリヂストンなど12月決算企業の16年12月期予想(連結経常利益)が前期比+2%増にとどまったと伝えている。

3. 17年3月期は10%以上の減益となる可能性も

(1) 米国景気の先行き懸念

よく言われるように、日本株と為替(ドル円レート)の相関はきわめて高い(図3)。円安が進めば株価は上昇するが、円高に振れると株価は下落する傾向だ。もちろん円安で業績が圧迫される企業もあるが、個別企業への影響を合計した日経平均ベースで見れば円安は企業業績を押し上げる。経営改革やROE改善など企業努力も忘れてはならないが、日経平均がアベノミクス始動前の8,000円台から2万円台まで上昇したのは円安のおかげといっても過言ではない。

【図3】日経平均は円相場と連動性が高い



(資料) QUICK より筆者作成

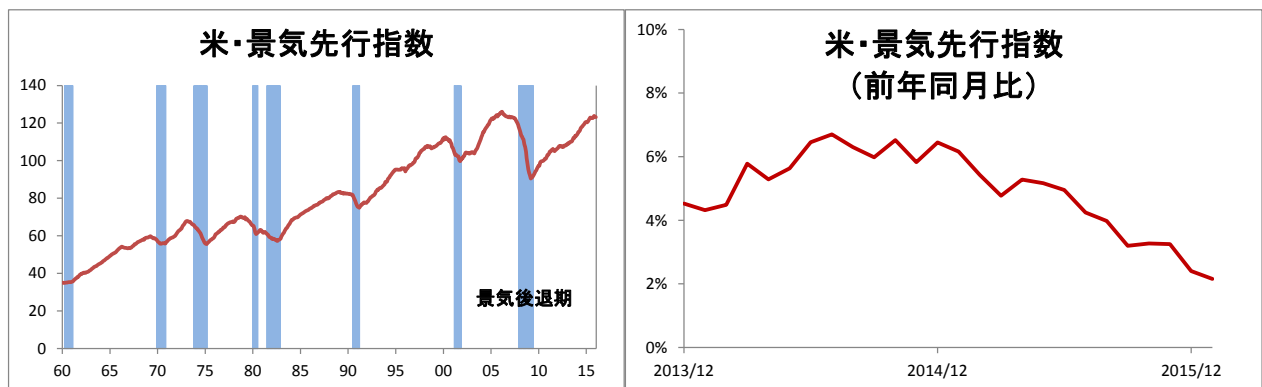
今後も日経平均は為替の影響を大きく受けると考えられるが、円相場の見通しは為替の専門家でも意見が分かれている。単純化すると1ドル=130円の円安派と同110円の円高派。これは米国経済の先行きに対する見方の違いで、米国経済が好調なら円安、先行き不透明・不安なら円高という構図の

ようだ。筆者も米国の景気後退を懸念している。例えばここ数年のドル高で米国の製造業は業績悪化に苦しんでおりリストラが相次いでいると聞く。このため設備投資の伸びはいまひとつ、消費も盛り上がらない。

こうした背景を反映してか、気になるデータがある。図4の米国の景気先行指数だ。これは景気に先行して動く10の経済指標を組み合わせたもので、全米産業審議会（コンファレンスボード）が毎月発表している。1960年以降、同指数が右下がりになると平均9ヵ月後に景気後退局面に入った（図4左）。足元でも同指数の伸びが鈍化しており（図4右）、このペースだと16年中にピークアウトする公算が高い。つまり2017年にも米国が景気後退局面に入る可能性を示唆している。

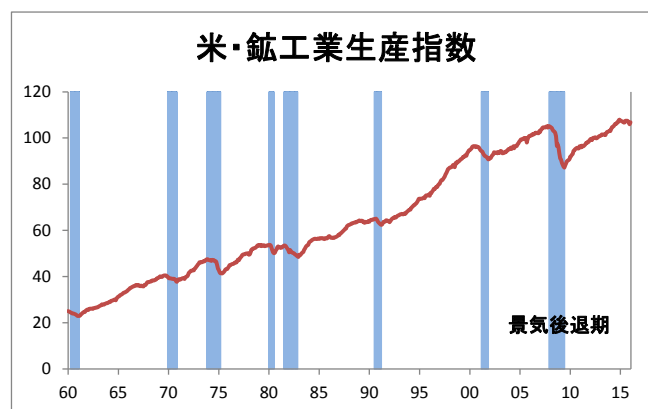
そもそも米国の経済指標は、昨年後半から悪い内容が増えていた。同じく景気循環と相関が高い鉱工業生産指数は15年11月に前年比マイナスに転じた（図5）。実に71ヶ月ぶりだ。鉱工業生産指数は景気一致指数なので、米国は既に景気後退期に入っている可能性も否定できない。

【図4】米・景気先行指数は17年にも景気後退期入りを示唆



(資料) 全米産業審議会

【図5】米国は既に景気後退期に入った可能性も



(資料) FRB (米国連邦準備制度理事会)

もっとも米国のサービス業は堅調であり、これが景気回復の原動力になるという見方もある。しかし、GDPの3分の2を占める小売売上高は昨年後半から前月比マイナスが目立つようになった。また1月の米公開市場委員会（FOMC）の声明文には「経済成長が昨年後半失速した」という文言が盛り込まれたほか、1月19日に国際通貨基金（IMF）が、2月18日には経済協力開発機構（OECD）がそれぞれ米国経済の成長率見通しを引き下げた（図6）。

【図6】国際機関は成長率予測を引き下げた

	IMF予測		OECD予測	
	2016年	2017年	2016年	2017年
世界	3.4 (▲ 0.2)	3.6 (▲ 0.2)	3.0 (▲ 0.3)	3.3 (▲ 0.3)
米国	2.6 (▲ 0.2)	2.6 (▲ 0.2)	2.0 (▲ 0.5)	2.2 (▲ 0.2)
ユーロ圏	1.7 (0.1)	1.7 (0.0)	1.4 (▲ 0.4)	1.7 (▲ 0.2)
日本	1.0 (0.0)	0.3 (▲ 0.1)	0.8 (▲ 0.2)	0.6 (0.1)
中国	6.3 (0.0)	6.0 (0.0)	6.5 (0.0)	6.2 (0.0)

(注) IMF 予測は経済成長率、OECD 予測は実質 GDP 成長率、%、カッコ内は前回予測との差

(資料) 国際通貨基金 (IMF)、経済協力開発機構 (OECD)

街の声も決して明るくない。ニューヨークで飲食店を経営する友人は「半年前より明らかに悪い。客足は変わらないが客単価が減った。特にお酒を飲む量が減った。」という。一因は年率5~10%で値上がりしている家賃だ。NYはアパートの供給数が限られているうえ、海外勢が投機目的で買い漁るため物価よりも家賃の上昇率が高い。

さらに14年1月に医療保険制度改革法(オバマケア)がスタートして以降、保険料が高騰している。オバマケアはアメリカ国民全員が医療保険に加入することを目指して作られたものだが、これも消費が盛り上がらない原因のひとつのようだ。

世界を見渡せば、欧州も日本も先行きが明るいとはいえず、中国をはじめ新興国も期待したほどの成長率を達成するのは難しくなってきた。そこに“頼みの綱”であった米国の景気後退を市場が意識すれば米国株が下落し、必然的に日本株にも下押し圧力が掛かる。

なお中国については筆者はあまり心配していない。経済成長の鈍化が懸念されているが、経済規模が大きくなれば成長率が低下するのは必然だし、それでも国内消費は年率10%以上で伸びている。昨年秋には習近平国家主席が6.5%成長を宣言したうえ、最低賃金の大幅な引き上げや貧困層の撲滅など、国民生活の底上げにも積極的だ。財政・金融の両面でも余裕がある。さらに2021年には共産党結党100周年を迎える。中国発のショックは是が非でも食い止めるだろう。

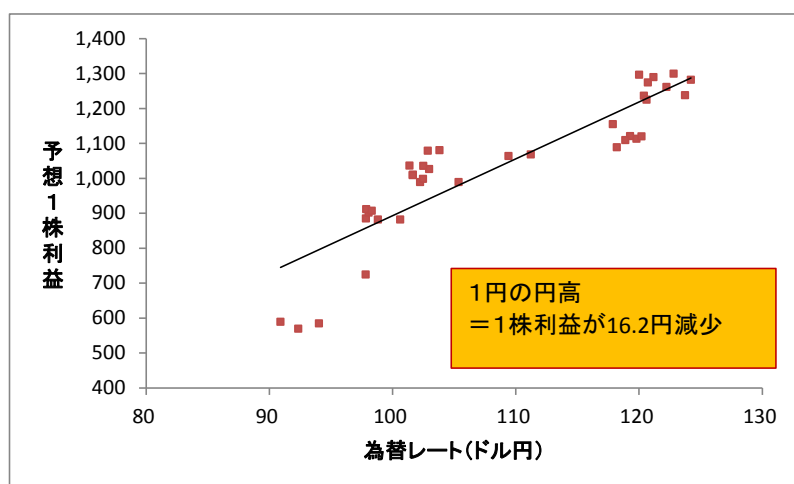
(2) 1ドル=110円なら日経平均は1万3,500円も

さらに為替レートも日本企業の業績に打撃となりうる。前述のとおり円相場の見通しは為替の専門家でも意見が分かれている。単純化すると1ドル=130円の円安派と同110円の円高派だ。円安派は米国経済は堅調で米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げが続くため、日米金利差が拡大して円安が進むと見る。一方、円高派は米国経済に悲観的で、ドルが売られて円高に振れると想定している。

17年の米景気後退期入りの可能性が高まれば、市場はそれを半年～1年早く織り込み始めるため、3月決算企業が中間決算を発表するまでに円高・株安が進むかもしれない。

実際に米景気の悪化を理由に円高になれば輸出セクターを中心に業績悪化に繋がるので、米国株安に加えて日本株にはダブルパンチとなる。簡単な試算では、1円の円高で日経平均ベースのEPS（1株利益）は16.2円減る（図7）。1ドル=110円なら17年3月期は13.5%の減益となる計算だ（16年3月期の5%増益を前提としている）。冒頭に述べたとおり、株価を決める最大の要素は企業業績なので、円高で業績が悪化すれば日経平均の“実力”が低下することになる。

【図7】円高は日経平均の“実力”を押し下げる



(注) 日経平均ベース、2013年以降の月次データで推定

(資料) QUICK より筆者作成

さらに、企業業績が悪化すれば市場心理も冷え込むのが当然だ。その度合いとしては、2月12日に1万5,000円を割ったときのPER13倍がひとつの目安になるだろう。EPSが13.5%の減益かつPER13倍まで市場が悲観に傾けば、日経平均は1万3,500円程度まで下落することになる（図8）。仮に1ドル=115円かつ市場心理が極端に悪化しない場合（PER14～15倍）でも、16年末の日経平均は1万6000円程度が想定される。

昨年末から株価を下落させた資源価格や中国経済に対する過度な悲観は和らぎつつある。2月26日から開かれる20カ国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議、3月14～15日の日銀・金融政策決定会合での追加緩和策、夏の参院選に向けた景気刺激策など市場にとって好材料が出てくれば、日経平均は1万7,000円～1万8,000円程度まで一旦は回復するだろう。しかし、秋から冬にかけて、気温の低下とともに株価も再び下落するリスクがある。2016年の日本株は”売り時”が肝心かもしれない。いずれにしても日本株の先行きは米国経済にかかっている。

【図8】為替・市場心理と日経平均の関係

		1ドル＝	
		110円	115円
EPS (増減率)		1,038 円 -13.5%	1,119 円 -6.8%
PER	15倍	15,570 円	16,785 円
	14倍	14,532 円	15,666 円
	13倍	13,494 円	14,547 円

(注) EPS および増減率は16年3月期の5%増益が前提

(資料) QUICK より筆者作成

以上

※本稿は、日経 CNBC「朝エクスプレス」(2015年12月30日)、テレビ東京「モーニングサテライト」(2016年1月5日、同2月23日)、週刊エコノミスト(2016年3月1日号)で紹介した内容を、一部データを追加・更新してまとめたものである。