

基礎研 レター

株価急落、日本株に久しぶりの割安感

年内は“クジラの逆噴射”等で需給悪化するも、数年後には2万4,000円が視野に

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>

世界中の株価が急落した。しかし、世界経済が根本的に変わったわけではなく、市場心理の悪化が主な要因と考えられる。日本企業の業績に大きく影響する為替レートを客観的にみれば今期も大きな円安効果が期待できるうえ、原油安によるメリットも乗るので大幅増益は間違いない。

年内は米利上げや郵政3社の上場に伴う需給悪化で年末は2万円程度が予想されるが、年明け以降は業績の緩やかな改善と株主還元強化によるROE改善で、数年後には2万4,000円が視野に入るだろう。

1——中国の株価急落をきっかけに、世界経済の先行きに不安感が広がった

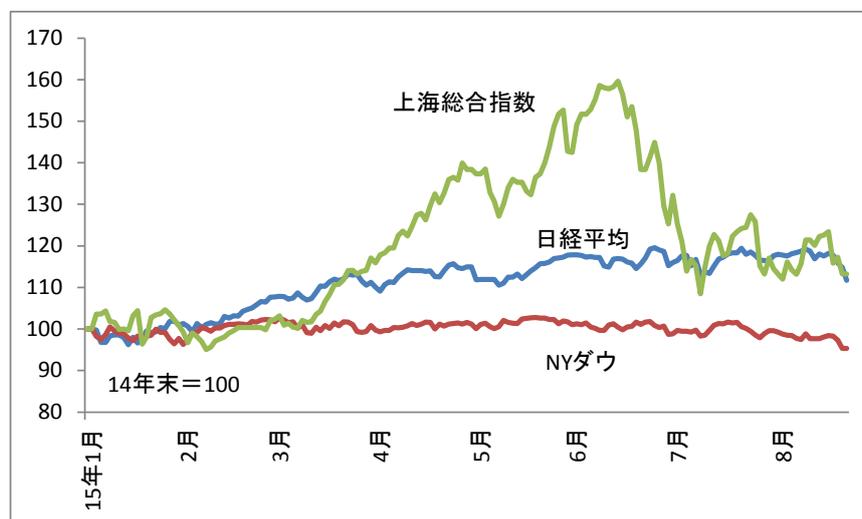
ギリシャ問題がようやく落ち着いたと思った矢先、今度は中国を震源地に世界中の株価が大きく値下がりした。6月後半以降の上海株急落をきっかけに中国の景気減速が意識され、それがアップルやキャタピラーなど米国企業の業績悪化を連想する形で伝播、さらにコマツや村田製作所といった日本企業の株価にも飛び火した格好だ。原油や銅などのコモディティ価格が下げ止まらないことも新興国をはじめとする世界経済の雲行きを怪しくさせており、投資家をリスク・オフ（弱気）に傾けているようだ。

また、株式市場は米国の利上げに関しても神経質さを増している。8月19日に米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨が公表されると、その内容から景気回復の度合いが芳しくないとの見方が広がり米国株式市場は値下がりした。ほんの少し前までは米国の経済指標が悪い内容でも「利上げ先送り」を期待して株価が上昇していたのと正反対だ。

翌20日、欧州各国で株価が大幅に下落すると、米国市場では中国経済の減速が世界経済に影を落とすとの不安が広がったことから売りが膨らみ、ダウ平均はついに1万7000ドルの大台を割り込んだほか、S&P500指数も約6ヶ月ぶりの安値に沈んだ。

この流れを受けて大幅マイナスで始まった 21 日の日本株市場は、上海株式市場の下げ幅拡大が重荷となり、午後には下落幅を 500 円超に広げた。結局、21 日の日経平均株価は反発らしい反発を見せることなくほぼ単調に値下がりし、19,435 円（前日比 597 円安）で取引を終えた。

【図 1】日本・米国・中国の株価推移



(資料) QUICK より筆者作成

2——日本株の実力は？

注意すべきは、ここ数日で世界経済の何かが根本的に変わったわけではない。いずれ中国経済が減速することも、米国の景気回復が年初に想定していたほど力強くないことも分かっていたはずで、株価が上昇過程にあったので見てみぬフリをしていただけだろう。要するに世界中で市場心理が弱気に傾いたため株価が下落しているわけだ。

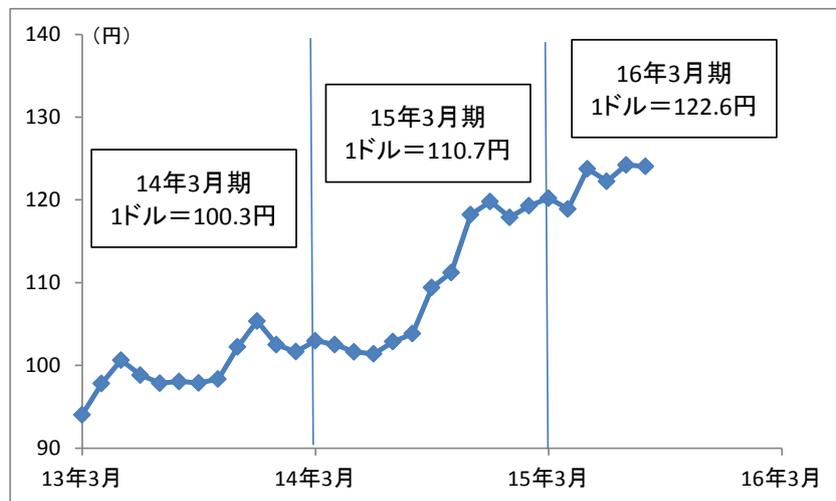
となると、この先を見通すうえで重要なのは日本株の実力を探ることであり、その際に最重要ポイントとなるのは企業業績だろう（需給については後述する）。日本企業の業績が様々な要素で決まることは言うまでもないが、中でも為替が及ぼす影響は極めて大きい。やや乱暴だが、ここでは為替レートを軸に企業業績を考える。

図 2 は毎月末時点のドル円レートを示している。各年度の平均レートを計算すると、昨年度（15 年 3 月期）が 110.7 円だったのに対して、今年度（16 年 3 月期）は 8 月までの平均が 122.6 円だ。仮に来年 3 月まで 120 円ちょうどで推移したとしても年度平均は約 121 円となる。つまり、今後 1 ドル＝110 円台が継続しない限り、昨年度と比べて 10 円以上の円安が進んだ格好になる。このことは輸出企業を中心に業績を大きく押し上げる効果が期待できよう。

昨年度の平均が 1 ドル＝110 円というのは意外に感じるかもしれない。それもそのはず、最近では

「1ドル=120円台」というイメージが強いが、実は120円台に円安が進んだのは昨年10月末に日銀が追加金融緩和（通称：黒田バズーカⅡ）を実施した後のことで、それ以前は1ドル=100～108円で推移していた。

【図2】16年3月期も円安効果で増益期待



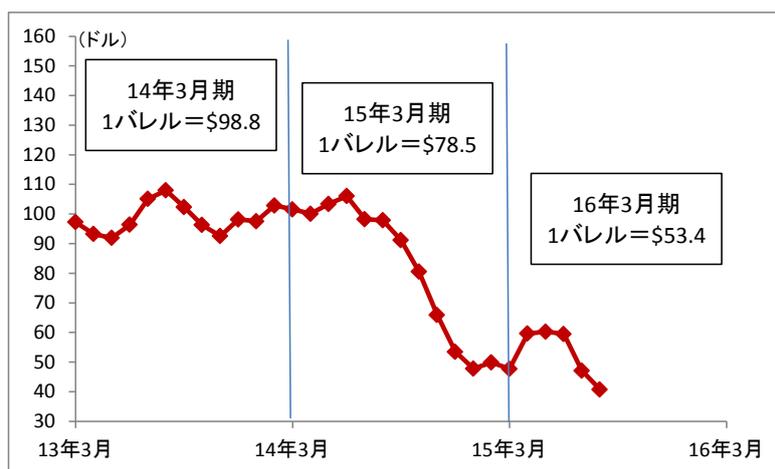
(資料) QUICK より筆者作成

原油価格の下落も見逃せない。円安は輸出企業の業績を押し上げるメリットがある一方で、輸入企業にとってはコスト増となる。これに対して原油価格の下落はエネルギー関連など一部を除く幅広い企業にとって電力料金や輸送費などのコストダウンにつながるため、内需企業も含めて業績改善効果が期待できる。

しかも図3に示したように、原油価格が大きく値下がりしたのは昨年秋以降のことだ。これも忘れがちだが、ちょうど1年前の14年8月時点ではWTI原油先物は約98ドルであった。その後徐々に値下がりし、50ドルを割ったのは今年に入ってからのものである。そして原油価格の下落が電気料金などに反映されるまでタイムラグがあることを考えると、15年3月期決算には原油安のメリットがほとんど含まれておらず、むしろ16年3月期から寄与する可能性が高い。

このようにデータを整理してみると、円安や原油安によって16年3月期の業績改善はほぼ間違いないことが分かる。問題はどのくらい改善するのだが、期初時点の企業発表では経常利益ベースで約9%の増益予想であった。企業が保守的な予想を出すのは恒例行事であり、ホンネでは15%くらいの増益を見込んでいるのだろうし、前述した円安や原油安による増益効果を存分に反映すれば20%くらいの増益を見込んでいても不思議ではない。

【図3】原油安メリットも業績を押し上げ



(資料) QUICK より筆者作成

3——年内は需給悪化も、久しぶりに割安感

1 | 年内は米利上げとクジラの逆噴射で需給悪化

先後に今後の日経平均の見通しを整理しよう。前述したとおり日本企業の業績は堅調だ。しかし、周知の通り米国の利上げが間近に迫っているようで、FOMC が利上げ開始を決定すればリスクマネーの収縮にともなって株価は少なからず調整するだろう。実際、過去に米国が利上げを開始した後、米国の株価が下落し、日本株も少なからず影響を受けた。

もうひとつ重要なイベントとして日本郵政・ゆうちょ銀行・かんぽ生命（郵政3社）の新規上場が挙げられる。郵政3社は11月4日に東証1部に上場する見通しで、通常なら12月末にTOPIXに組み入れられる。すると、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）に限らず、TOPIXをベンチマークとして日本株で運用する機関投資家の多くは、郵政3社の株式を買うためにトヨタや三菱UFJフィナンシャル・グループなどのTOPIX構成銘柄に換金売りを出さざるを得ない。いわば“クジラの逆噴射”でTOPIXや日経平均には下方圧力がかかる。こうした需給悪化から現在15.6倍のPER（株価収益率）が年末時点では15倍程度まで低下し、企業業績の15%~20%増益が見込まれるとしても日経平均は2万円前後となろう。

【図4】15年末の日経平均は2万円前後を想定

	15%増益の場合 (1株利益1320円)	20%増益の場合 (同1378円)
16倍	21,120	22,048
15倍	19,800	20,670
14倍	18,480	19,292

(資料) QUICK より筆者作成

2 | 2～3年以内に2万4,000円も視野に

来年以降はどうか。カギは企業業績がどこまで伸びるかだが、アベノミクス開始以降のような大幅な円安進行は期待しづらい。前述のように中国経済の先行き不安も顕在化してきた。それでも米国が（ペースはゆっくりでも）順調に利上げを続けられるくらいの景気回復を実現できれば、日本企業にとっては輸出数量の増加と日米金融政策の違いに起因する緩やかな円安は期待できよう。大した根拠はないが、ざっくりと5%程度の増益は望めるのではないかな。

もう1点、昨年从我が国で大きなテーマとなっている“株主還元”“ガバナンス強化”の流れはしばらく続くと予想される。そうであれば、足元で10%弱である日本企業のROEが2～3年後に12%くらいまで高まる可能性は十分にある。単純計算ではROEが2割改善すれば株価も2割上昇する。つまり、今の日経平均を2万円として、数年後には2万3,000円～2万5,000円が視野に入る。もっとも、これは市場心理が大幅に悪化しないことが前提だが、ROEが12%まで改善できる状況ならば、市場心理が極端に悪化する事態には陥っていないだろう。

この先の日経平均に13・14年度ほどの大幅上昇を期待するのは難しい。それでも年率7～10%程度の値上がりを見込むのはさほど無理がないと考える。足元の株価急落によって、久しぶりに日本株の割安感が高まったのではないかな。

【図5】2～3年後には2万4,000円も視野

現在		➔	2～3年後	
ROE	10%弱		12%	
日経平均	2万円	2万4,000円程度		

(資料) 筆者作成

以上