

基礎研 レター

伸び悩むキャッシュ・フロー

～日本株式の重石になる可能性も～

金融研究部 研究員 前山 裕亮

(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

1—リーマン・ショック前の高値を一瞬、超えた TOPIX

2017 年も残すところあとわずかになりました。やや早いですが 2017 年の日本株式を振り返ると、企業業績は一貫して好調なもの、3 月から 9 月の中旬にかけては北朝鮮情勢のミサイル発射や核実験など地政学リスクが意識され調整する局面がありました。それでも 9 月の中旬以降は、北朝鮮に対する懸念が後退したことや、衆議院の解散総選挙に伴う政策継続期待も追い風となり、上昇基調になりました。11 月に入ってもその流れは変わらず、TOPIX（東証株価指数）は 1,800 ポイント台にと突入し、8 日には 2007 年のリーマン・ショック前の高値を超えました【図表 1】。ただ、1,800 ポイント台は長く続かなく、足元では再び 1,700 ポイント台後半で推移しています。

【図表 1】 TOPIX(東証株価指数)の推移



(資料) Datastream より筆者作成。

2—キャッシュ・フローから見たら割高感が強かった

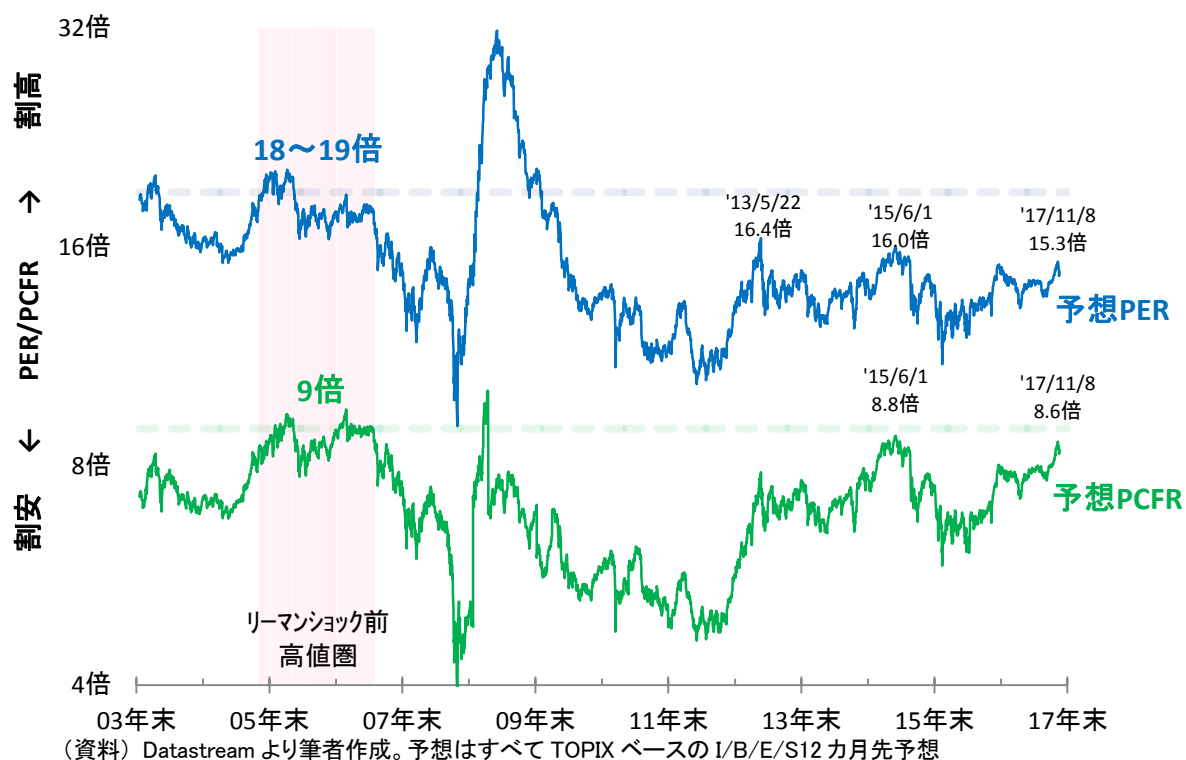
8日以降、調整した要因は約2カ月でTOPIXの騰落率が累積で15%に迫るなど上昇が早かっただけに、需給要因など様々なものが挙げられます。筆者はキャッシュ・フロー（企業の事業活動の中で獲得する資金）から見て、割高感が高まっていたことも関係したと考えています。

実際にTOPIXの予想PER（株価収益率：青線）と予想PCFR（株価キャッシュ・フロー倍率：緑線）の推移を見ると、8日はPCFRから見ると割高感が高まっていたことが分かります【図表2】。予想PCFRはアベノミクス相場が始まってからはチャイナ・ショック前の2015年6月の8.8倍が最高でしたが、足元8日も8.6倍とそれに次ぐ水準まで切り上がっていました。リーマン・ショック前の高値圏の9倍前後と比較しても、割高感があつたことがうかがえます。

予想PERも、8日には15.3倍まで上昇していました。それでも2013年5月のバーナンキ・ショック前や2015年6月のチャイナ・ショック前は16倍台、更にはリーマン・ショック前の高値圏では18～19倍であった事を踏まえると、予想PCFRほどは割高感が高まっているようには見受けられませんでした。

キャッシュ・フローは、会計基準などに依存する利益よりも国際比較がしやすい指標です。そのため、日本の株式市場のメインプレイヤーである外国人投資家がPCFRの割高感を意識して利益確定のために日本株式を売却しても、なんら不思議でないでしょう。

【図表2】 予想PERと予想PCFRの推移



3—利益ほど伸びていないキャッシュ・フロー

予想PERと予想PCFRで株価の見え方がやや異なってしまう背景として、EPS（一株あたり利益）と比べてCPS（一株あたりキャッシュ・フロー）の拡大スピードが緩やかであったことが挙げられます。アベノミクスが始まる前の2012年6月末を基準に予想EPS（青線）と予想CPS（緑線）の推移を見ると、予想EPSはこの5年半の間で約80%拡大したのに対して、予想CPSは約40%とEPSの半分であったことが分かります【図表3】。

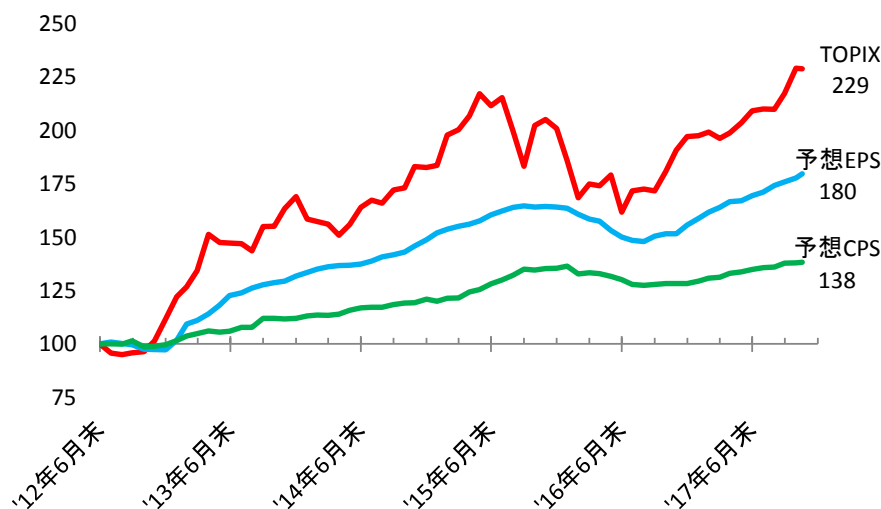
では、なぜCPSの拡大スピードがEPSに比べて緩やかなのでしょうか。要因として、減価償却費の負担があまり増えていないことが挙げられます。減価償却費は、設備投資などにかかった資金を数年（耐用年数）に分けて計上した費用です。あくまでも会計上の費用であり、資金の流出は伴わないため、キャッシュ・フローは利益と減価償却費で以下のように表すことができます。

$$\begin{array}{ccccccc} \text{キャッシュ・} & = & \text{利益} & + & \text{減価} & \pm & \text{その他} \\ \text{フロー} & & & & \text{償却費} & & \text{(運転資本の減増)} \\ \boxed{\text{やや拡大}} & & \boxed{\text{拡大}} & & \boxed{\text{微増}} & & \end{array}$$

2007年度以降のTOPIXのEPSと一株あたり減価償却費の実績値の推移を見ると、EPSは2015年度に資源価格の急落などを受けて商社が軒並み赤字に転落したこともあり減益になりましたが、2013、2014、2016年度と最高益を更新しました【図表4：左】。その一方で減価償却費は、2013年度以降は増加基調にあるもののかなり緩やかで、最高益を更新した2016年度でもリーマン・ショック前の2007年度を下回っていました【図表4：右】。まさに、業績は好調なわりに設備投資などに慎重な企業が多かったことが、減価償却費の推移にあらわれているといえるでしょう。

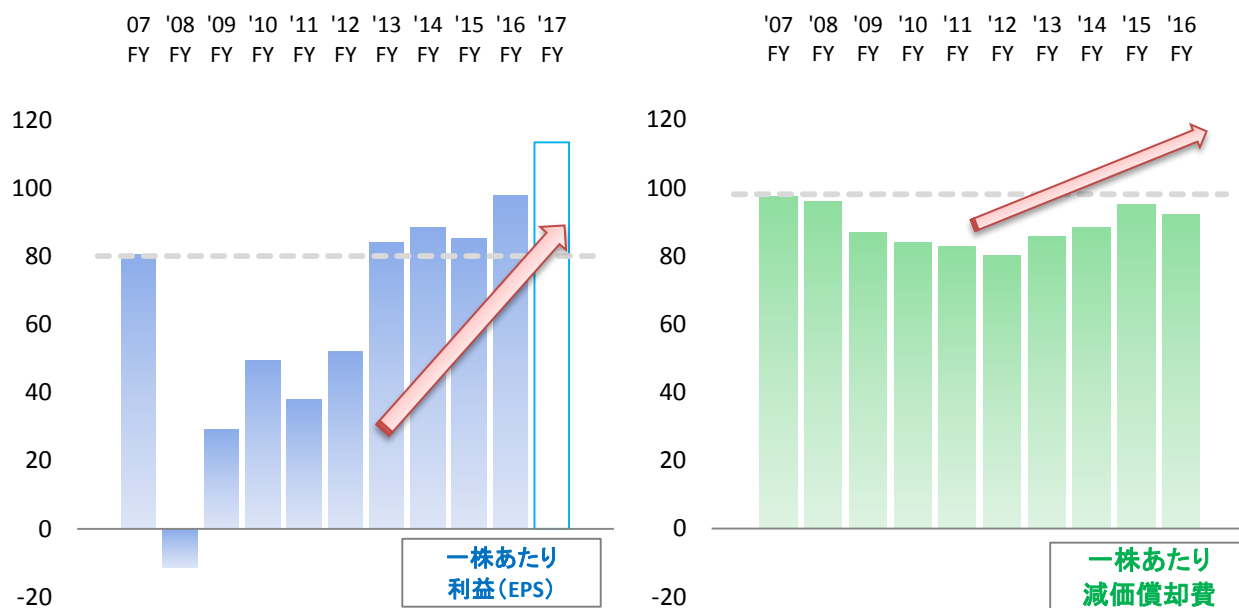
2017年度も増益率が10%台後半の増益が予想されています。その一方で、減価償却費はどうでしょうか。一部では積極的な設備投資を行っている、または投資の計画を立てている企業もありますが、市場全体で見ると減価償却費の大幅な増加は想定しづらい状況です。ゆえに、予想EPSと予想CPSの拡大スピードの差がさらに開いていると考えられます。

【図表3】 予想EPSと予想CPSの推移(2012年6月末時点=100)



(資料) Datastreamより筆者作成。予想はすべてTOPIXベースの1/B/E/S12カ月先予想

【図表4】 利益(左)と減価償却費(右)



(資料) 日経 NEEDS、Datastream より筆者作成。TOPIX ベースの実績値、2017 年度の利益は I/B/E/S 予想

4—最後に

11月中旬以降は、TOPIXは1,700ポイント台後半で推移し方向感の乏しい展開が続いています。業績拡大が続くのであれば、需給要因などに伴う調整が一巡した後、再び上昇基調に戻る可能性が高いと思います。ただし、キャッシュ・フローの成長が緩慢な状態も続くのであれば、期待したほど株価が上昇しないことも考えられます。

「来年度、日経平均3万円」といったかなり楽観的な予想も一部で出てきています。ただ、足元のキャッシュ・フローの拡大速度を見ると、そのような過度の楽観視を出来る状況ではないのではないのでしょうか。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。