

<http://www.grsj.org/marketletter/index.html>

■ 株価を歪めている甘い収益見直し

突然の米大幅利下げや日経平均株価の1万2,000円台への急落等あわただし1週間であった。週末には1万3,629円まで戻したけれども、このまま回復する経済環境ではなく、底値がどの程度になるのか、だれもわからない。ただいえることは、いまの収益見通しが甘く、株価収益率（株価／1株当たり利益）が低下したからといって、割安とはいえない。たとえば、日経の予想では日経平均株価の今期EPS（1株当たり利益）は06年度比+5.4%を見込んでいるが、減益に陥るかもしれない。今期5%減益となり、米国の景気後退などから、08年度のEPSは20%減少すると仮定すると、今の株価でも株価収益率は20倍を越えてしまう。日経平均株価が1万円でも株価収益率は15倍となり、欧米に比べて割安とはいえない。つまり、利益の変動によって、株価の割安、割高の範囲は非常に広くなるということなのである。だから、1万2,000円台に下落しても、この水準が底だとはいえないのだ。景気減速下では、収益が想定よりもさらに下振れすることはよくみられることであり、事実、アドバンテストのように、当期純利益を当初予想の半分以下に下方修正するところもでてくる。それほど予想利益は振幅が大きいのである。

『法人企業統計』によると、06年度の全産業営業利益は前年比3.3%増と2年連続して伸び率は低下した。原価率の悪化により営業利益の伸びは売上高を下回った。それでも営業利益がプラスを維持できたのは人件費が売上高の伸びを1.6ポイントも下回ったからである。人件費が売上高の伸びを下回ったのはこれで5年連続となり、人件費／売上高比率は12.9%と1991年度以来、15年ぶりの低水準となり、人件費の抑制で収益はより改善されたといえる。だが、世界経済の減速により外需もいままでのような伸びは期待できず、売上高の伸びも鈍化し、人件費の抑制によるコスト改善だけでは増益を維持することは難しい段階に差し掛かっている。

昨年12月の貿易統計によれば、数量ベースの輸出は前年比8.3%と2ヵ月連続して伸び率は鈍化した。それでもまだ高い伸びをみせているのは、対アジアが11.8%と3ヵ月連続の2桁増と好調を続けているからだ。対米は13.4%減と10ヵ月連続のマイナスと不振なほか、対EUも4.4%に減速してきており、日本の輸出は対アジアがいつまで好調を持続できるかにかかっている。米国やEUの経済が減速してもアジアが好調を維持できるほどアジア経済が自律できているわけではなく、いずれアジア経済も日米欧の影響を受けるだろう。そうなれば、米国経済の減速にもかかわらず過去最高水準を保っている資源価格も、大幅な調整を余儀なくされるはずだ。過去の資源価格は世界の景気循環にやや遅れて反応していたが、今回はそうしたサイクルがみられず、あきらかに資源はバブル化している。米国の住宅バブルの崩壊に加えて、資源バブルが破裂することになれば、世界景気は予想外の激しい後退に陥ることになるのは間違いない。資源バブルは破裂するかどうかの瀬戸際に直面しているといつてよいだろう。

FOMCを待たずFRBが0.75%もの大幅な利下げに踏み切ったことは、FRBの焦りを感じただけでなく、米国経済の深刻さを露呈したといえる。日本の不動産バブル崩壊に匹敵するくらいの損失が、金融セクターに発生すると考えておくべきだと思う。金利を下げたからといって、マネーの流れが回復するほど、傷は浅くない。信用不安が強まっている状態では、金利低下の効果はたかが知れている。マネーの流れは澱み、その影響が実体経済に及ぶだろう。マネーはリスク商品から安全資産に向かい、株式市場へのマネーの流入は細ると考えられる。

住宅ローンの借り換えによって、米家計の消費は給与以上に引き上げられていたが、今度は住宅ローンの借り換えもままならず、消費者心理は冷え込み、消費は絞られることに

なる。消費財の売れ行き不振から、設備投資の低迷に拍車が掛かり、景気は減速から後退へと足早に進むだろう。

08年の米実質GDPは07年の2.6%から0.5%に鈍化する見通しだ。米国の経済成長率と日本の企業収益との相関関係は強く、08年度の日本企業は大幅な減益に陥る公算が大きい。米国経済が底打ちの兆しがみえるまでは、国債相場の上昇が見込めることから、日米の債券利回りはさらに低下する半面、株式は不安定な状態が続くだろう。

– ETF Investment and Financial Translation –

shimka