

日経平均株価が高値を更新 ドルベースでも業績を伸ばせることを実証中 2015年2月20日

Market Insights

グローバル・マーケット・ストラテジスト
重見 吉徳

要旨

- 今回の株価上昇局面を過去と比較すると、①バリュエーションが上がっていない点と、②ドルベースで見た上昇率が低調である点が確認できる
- 低めのバリュエーションが続く要因の1つは、特に海外の投資家が、円ベースで業績が拡大しても、それが多分に円安の影響を受けているとの見方を有しているためと見られる
- しかし、実際のところ、今回の上昇局面における日本企業の業績は、ドルベースで見ても過去の主要な円安・株高局面で最大の伸び率となっている。また、そうした高い利益の伸び率を再現する可能性はあると考える

日経平均株価は14年9ヵ月ぶりの高値

19日の日経平均株価の終値は18,264円と、2007年7月9日に付けたリーマン・ショック前の高値18,261円を上回り、約14年9ヵ月ぶりの水準になりました。

今回の上昇相場は、世界的な金融緩和環境や、米国景気の拡大、そしてアベノミクスの官製相場に支えられている面は否めません。そして、これらの追い風を受け、日本企業の業績は過去の最高水準を更新すると見られます。素直に解釈すれば、株価の上昇は業績の拡大という実体に裏付けられたものと表現できます。

引き続き、ポイントは企業業績が今後とも拡大を続けるのかどうかであり、より重要なポイントは国内の個人投資家がそれを信じられるかどうかです。

残念ながら後者の点に変化は見られません。個人投資家は株価が上がれば利食いをだし、下がれば買いを入れる「逆張り」スタンスを続けています。一方の前者については、最近の企業の動きを見る限り、少しずつ官のサポートあるいは「束縛」から離れ、自立的なものに移りつつあるように思われます。

図1: 日経平均株価の推移

データ期間: 2000年1月3日から2015年2月19日まで



今回の株価上昇局面の特徴

(注)計測期間は、得られるデータの制約上、次の100週間としています;

- 第1期間:日本のバブル期
'88年1月第3週-'89年12月第2週
- 第2期間:ITバブル期
'98年3月第3週-'00年2月第2週
- 第3期間:米国住宅バブル期
'05年4月第1週-'07年2月第4週
- 第4期間:今回の局面
'13年3月第3週-'15年2月第2週

過去4回の株価上昇局面を見ると(期間は左参照)、まず、第2期間の「ITバブル期」を除く、第1、第3、第4期間のいずれも円安が生じています(図2)。次に、今回の局面について、EPS(1株当たり利益)の上昇率で見た業績の伸びは過去の局面に見劣りしないことが確認できます(図3)。

そうした中で、今回の特徴の1つとして挙げられるのが、PER(株価収益率、予想ベース)で見たバリュエーションが上昇していない点です(図3)。そもそも、計測開始時点のPERが高かったとすれば、その後にPERが上がらないことも不思議ではありませんが、実際には最も低い「発射台」となっています(図4)。過去3回の上昇局面と比べると、過熱感がないという表現もできます。

もう一つの特徴は、ドルベースで見た株価の上昇率が低い点です(図5)。今回の局面における、円ベースで見た株価の上昇率は32.1%であり、過去3局面に大きく見劣りすることはありません(図3)。一方で、ドルベースで見ると、今回の株価上昇率は10.3%であり、過去3局面に比べれば低調と言えます。

図2: TOPIX上昇率と、ドル円相場上昇率
データ期間: 対象4期間(本ページ左上参照)

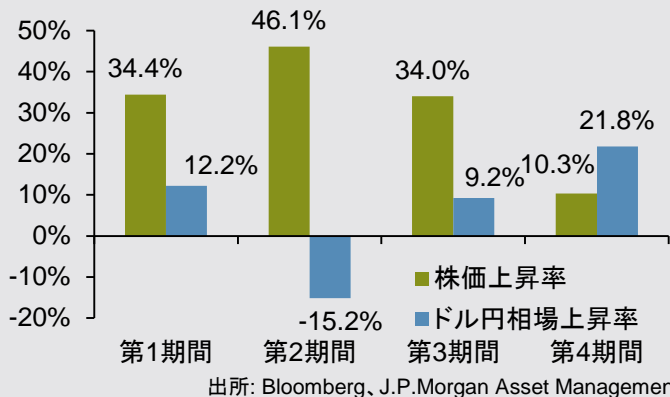


図3: TOPIX上昇率の要因分解(円ベース、1年先予想)
データ期間: 対象4期間(本ページ左上参照)

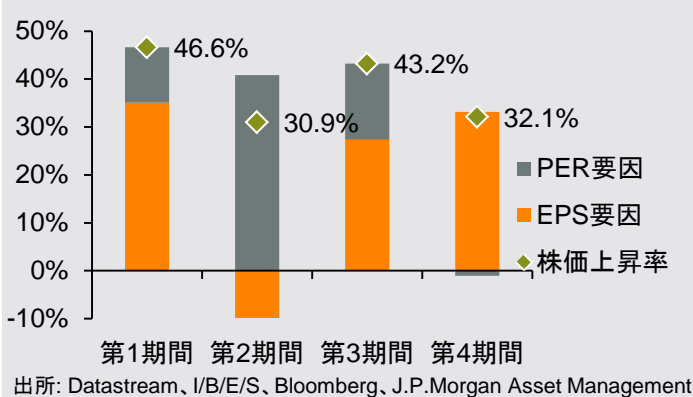


図4: TOPIXのPERの時点比較(1年先予想)
データ期間: 対象4期間(本ページ左上参照)

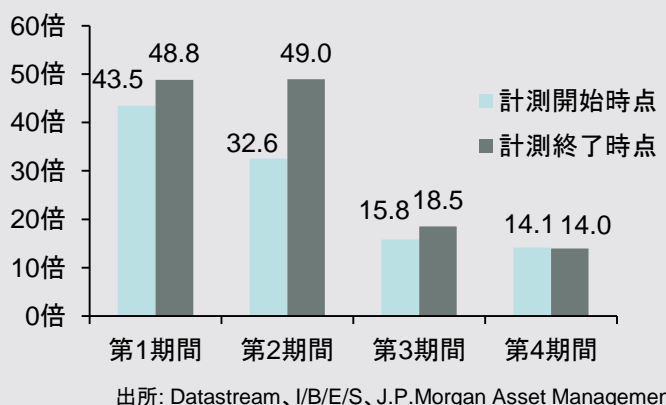
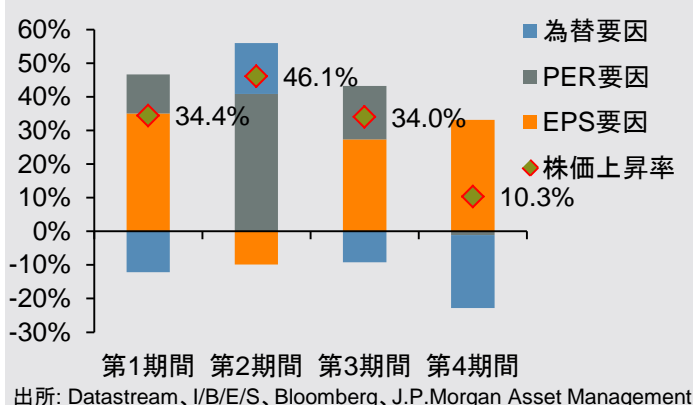


図5: TOPIX上昇率の要因分解(ドルベース、1年先予想)
データ期間: 対象4期間(本ページ左上参照)



PERはなぜ上昇しないのか

(注)計測期間は、得られるデータの制約上、次の100週間としています；

第1期間：日本のバブル期
'88年1月第3週-'89年12月第2週

第2期間：ITバブル期
'98年3月第3週-'00年2月第2週

第3期間：米国住宅バブル期
'05年4月第1週-'07年2月第4週

第4期間：今回の局面
'13年3月第3週-'15年2月第2週

今回の上昇局面が過熱感に欠く背景を的確に指摘することはおそらく不可能ですが、少し考えてみます。

まず、国内投資家の弱気姿勢ではなさそうです。東証の投資部門別株式保有比率によれば、第1期間の「日本のバブル期」を除く、3つの期間のいずれにおいても、個人投資家の「逆張り」スタンスと、海外投資家の「順張り」スタンスとの組み合わせは共通しています。残念なことに、国内投資家が株価の長期上昇を期待していない姿に変わりはありません。

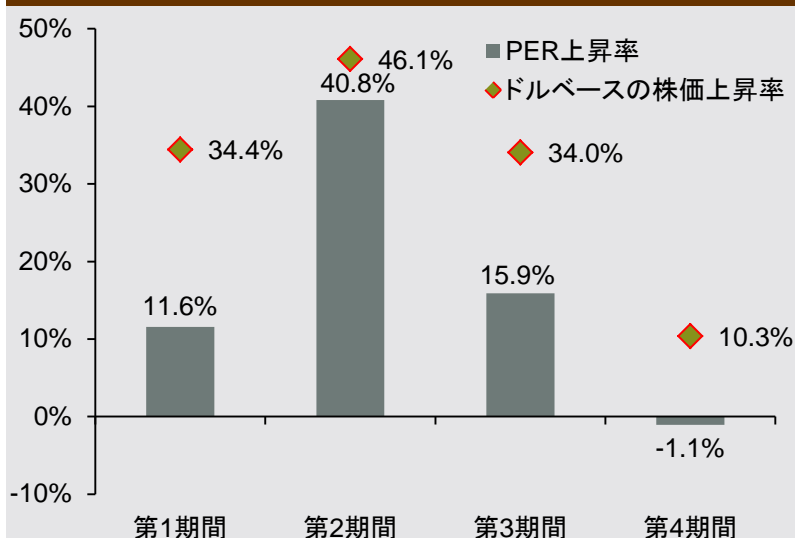
一方、今回の局面では、日銀や年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、買い入れ金額の目安を示しつつ、日本株に買いを入れています。

こうした国内投資家の動きを考慮すると、日本株を買い支えている外国人投資家の期待が、これまでに比べると低調に留まっているのかもしれない。

実際、ドルベースで見た株価の上昇率と、予想ベースのPER上昇率は連動しており(図6)、すなわちこれは、業績(EPS)がドルベースで増えないとの見通しを反映しています。言い換えると、円ベースで業績が拡大しても、それが多分に円安の影響を受けているとの見方を有していることになります。

では、実際のところ、ドルベースで見た日本企業の業績(EPS)は低調なのでしょうか。

図6：ドルベースのTOPIX上昇率と、PER上昇率
データ期間：対象4期間(本ページ左上参照)、PERは1年先予想



出所：Datastream、I/B/E/S、Bloomberg、J.P.Morgan Asset Management

日本企業はドルベースでも業績を伸ばせることを実証中

(注)計測期間は、得られるデータの制約上、次の100週間としています；

第1期間：日本のバブル期
'88年1月第3週-'89年12月第2週

第2期間：ITバブル期
'98年3月第3週-'00年2月第2週

第3期間：米国住宅バブル期
'05年4月第1週-'07年2月第4週

第4期間：今回の局面
'13年3月第3週-'15年2月第2週

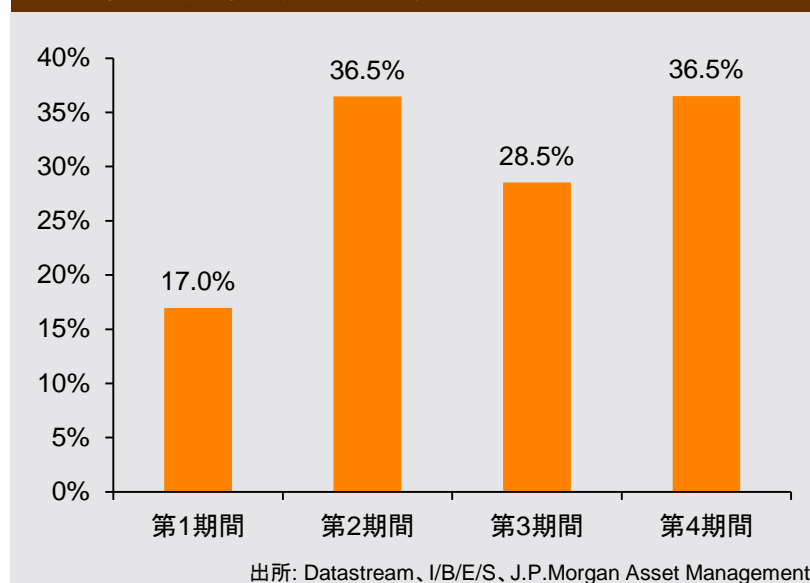
実績ベースで見ると、今回の局面における、ドルベースで見たEPSの上昇率は、第2期間と並んで最高です(図7)。つまり、日本企業はドルベースでも高い業績の伸びを出せることを証明しているように思えます。

それでもドルベースの株価上昇率が過去に比べて低調なのは、海外投資家がこうしたドルベースで見た利益の伸びの再現に懐疑的になっている証左と言えます。

日本企業は、今回の局面での実績と同様、これからも継続的に、円ベースのみならず、ドルベースでも堅調な利益を出せることを示す必要があります。そのためには、規模の拡大と競争力の上昇の両方を目指す必要があります。事業の選択と集中、そしてM&A(企業の合併・買収)が欠かせません。

実際に、そうした動きは出ており、今後についても、日本企業が国内外で競争を迫られる以上、増えてくると考えるほうが自然です。今後とも企業の規模拡大と競争力上昇を目指す動きが、日本企業の利益を拡大させていくものと見えています。

図7：TOPIXのEPS上昇率(ドルベース、過去1年実績)
データ期間：対象4期間(本ページ左上参照)



日経平均株価が高値を更新
ドルベースでも業績を伸ばせることを実証中

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2015年2月20日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港：証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド：証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール：金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾：金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本：金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)、韓国：金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(韓国)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア：証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(Corporation Act 2001(Cth)第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断の際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。