

2016年後半の日本株見通し

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 エクイティリサーチ部

芳賀沼 千里



■ 1. 2016年度の企業業績見通し

日本株は年初の多くの市場参加者の予想に反して、TOPIXで19.2%下落した(6月17日)。しかし、企業業績と株式需給を踏まえると、年後半の日本株は上昇する可能性が高いと判断する。年初からの株価下落の要因に、中国人民元切下げや原油価格下落、円高・ドル安が挙げられた。これらの要因も影響しているが、一つ理由を挙げるならば、企業業績の悪化である。年明け以降、日本では業績予想が大きく下方修正された。昨年10-12月期決算発表時点(2月20日)で、東証1部上場企業(除く金融、3月期決算)の2016年3月期の

会社通期予想は売上高が前年比+1.5%、経常利益が同+5.6%であったが、実績は各々同+1.3%、+2.0%となり、各々0.2%pt、3.6%pt下方修正された。

例年、第3四半期決算発表では会社が事業環境を保守的に想定するため、その後、業績予想が上方修正される傾向がある。日銀「短観」で大企業の経常利益は、1995年以降、減益となった年度でも実績が3月の実績見込みを上回ることが多い。実績が3月時点の見込みを下回ったのは1997年度と2008年度だけである。2016年3月期はかなり例外的な展開となった。

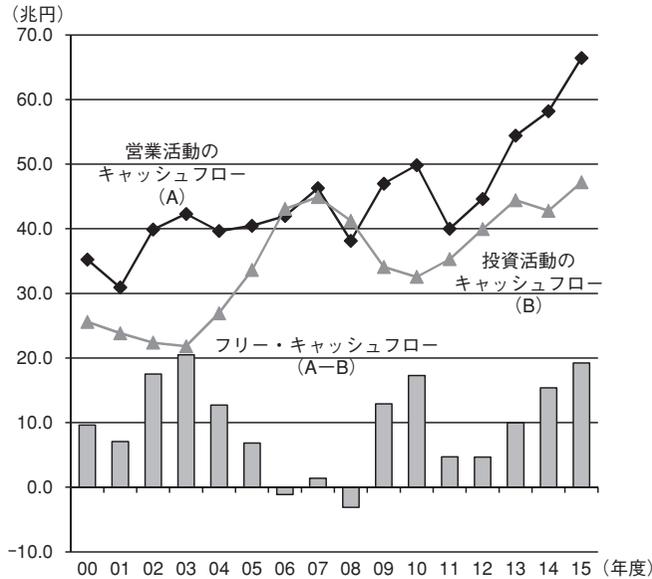
年後半の株価動向を決める鍵も企業業績となろう。市場では引続き円高・ドル安、世界景気悪化懸念から業績に慎重な見方が多いが、日本企業は2016年度に増益を達成する可能性が高いとみる。

まず、東証1部上場企業(除く金融、3月期決算)の2016年度の会社予想は、売上が前

〈目次〉

1. 2016年度の企業業績見通し
2. 株式需給：外国人投資家が再び買い越しへ

(図表1) 主要上場企業のキャッシュフロー



(注) 対象は東証1部上場企業 (除く金融)。

(出所) 日経NEEDS-BULK/FDS、AstraManagerよりMUMSS作成

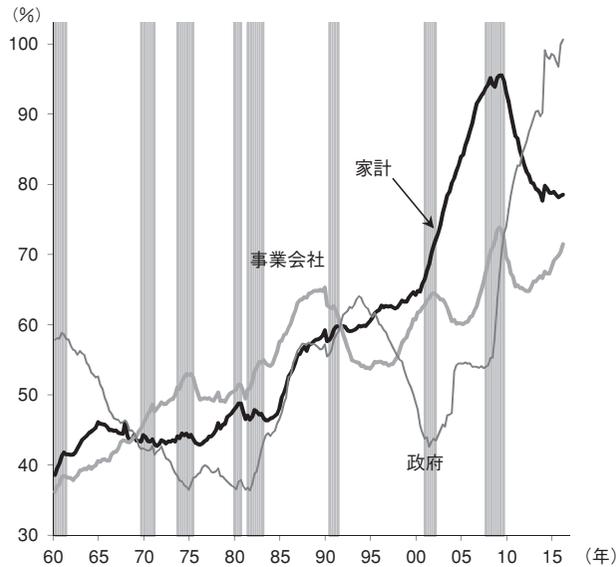
年比-1.1%、経常利益が同+0.3%と、減収増益である。期初の減収予想は、2006年度以降、リーマン破綻後に世界景気が後退した2009年度だけである。円高ドル安懸念など事業環境に不透明感が強いため、会社は慎重な売上予想を立てている。一方、経常利益予想は横ばいであり、売上高経常利益率が小幅ながら改善することになる。

この蓋然性を考える際、フリーキャッシュフローの改善に注目できる。東証1部上場企業 (除く金融) のフリーキャッシュフローは2015年度に19.2兆円と、前年度 (15.4兆円) から増加した。営業活動によるキャッシュフローが増えたが、投資活動によるキャッシュフローが小幅な増加に留まった。この状況は

2000年代の景気拡大局面と対照的である。当時、企業は投資活動によるキャッシュフローを大幅に増やしたため、2005~06年度には経常利益が改善したが、フリーキャッシュフローは明確に減少した。現在、法人企業統計をみても、2005~07年と異なり、製造業は減価償却費を殆ど増やしていない。

この背景には、利益水準が高くなっても、日本企業が収益性を重視した投資姿勢を続けていることがあろう。2005~07年には円安に伴って工場の国内回帰が進んだ。「工場立地動向調査」をみると、当時、立地件数や敷地面積は大幅に増加したが、2013年以降、円安が進んでも殆ど増えていない。日本企業は地産地消を基本として国内外拠点の役割分担を

(図表 2) 米国の部門別の債務残高



(注) シャドー部分は景気後退期す。

(出所) 米国・FRB、商務省の資料よりMUMSS作成

明確にし、収益性を重視した投資を続けているとみる。また、雇用情勢が改善しているが、今年春の交渉では定期昇給込みの賃上げ率が2.00%と、昨年の2.23%を下回った（連合、6月1日集計）。大企業の正規社員の賃金上昇率は限定的である。コスト面をみると、2016年度の業績予想が下振れる可能性は低い。

次に、原油など資源価格下落が日本企業の利益率を支えるとみる。事前予想に反して、原油安が2015年度に企業業績を悪化させた一因は、産油国や資源国の景気悪化に加え、エネルギー企業の投資削減である。高水準の原油価格と超低金利が2014年夏まで続いたため、先進国でも関連分野で過剰な設備投資が

行われ、その反動が2015年に起きた。米国では石油・ガス関連の設備投資が全体に占める比率は2011～14年に11%前後であったが、2016年1～3月期に3.5%まで減少した。この影響で資本財企業の業績が大幅に悪化した。

現在、米国での設備投資削減は最悪期を脱したとみられる。石油・ガス関連の設備投資比率は、原油価格が20ドル台にあった2000年も2%台であった。今後、資源価格下落は原材料費低下と利益率上昇と共に、資源輸入国の実質所得・個人支出改善に伴う売上増加を通じて、日本企業の業績改善に寄与する可能性が高い。

最後に、米国景気の見方が分かれており、

重要である。売上を決めるのはマクロ景気である。米国景気は回復局面が既に7年を経過しており、先行きに慎重論が少なくない。しかし、米国では家計が借入を減らす中で景気回復が続いている。これまでは個人の借入増加が景気回復を牽引すると共に、その限界が景気の山の要因となったが、今回は状況が異なる。個人が借入に頼って住宅投資や耐久財消費を行っていないので、近い将来、支出が失速する可能性は低いとみる。

また、政府支出は昨年まで景気押下げ要因となっていたが、今年は拡大すると見込まれる。米国景気が後退する前には、金融引締め策により消費者物価上昇率を差引いた実質のFFレートが明確に上昇していたが、現在、マイナス圏で推移している。ブラジル・リアルなど対新興国通貨でドル高修正が進めば、企業景況感が落込んでいた製造業で設備投資が拡大する可能性もあろう。米国経済は力強さに欠けるとしても、2016年に2%台後半での成長を維持して、日本の企業業績に好影響を与えると期待できる。

もちろん企業業績のリスク要因は為替動向である。弊社アナリスト予想に基づく試算では、対ドル・対ユーロで1円の円高が進めば、主要企業の営業利益が約0.7%下方修正される。多くの企業が1ドル=105~110円で想定しており、1ドル=100円前後で推移すれば、今年度の経常増益達成は難しくなる。

但し、現在の円高・ドル安は円高トレンドの始まりではなく、昨年までの大幅な円安・

ドル高の修正という側面が強いとみる。ドル円レートは企業物価基準の購買力平価が約1ドル=100円である。2011~12年の80円割れの円高も持続しない一方、2015年の120円台の円安も持続しにくかったとみる。同時に日銀が大胆な金融緩和策を維持し、米国FRBは注意深く金融引締め策を採っている。この金融政策の違いを踏まえれば、購買力平価よりも円安・ドル高の水準が落ち着きどころと考えられよう。

日本の巨額な経常収支黒字の存在が指摘されるが、過去2年間の黒字拡大の主因は原油価格下落に伴う貿易赤字縮小である。2013年度と2015年度でみると、貿易赤字が13.8兆円から1.1兆円縮小した。この殆どが鉱物性燃料の輸入額の縮小(26.7兆円→14.9兆円)で説明できる。一方、日本企業が地産地消を基本とする海外戦略を維持しているため、電気製品や自動車の黒字額は増えていない。今後、原油価格が反発すれば、日本の貿易赤字が再び拡大しよう。また、日銀のマイナス金利導入により日米の短期金利差が拡大して、金融機関が米国債投資を行う際、為替ヘッジを行うコストが高くなった。今後、為替ヘッジを行わない外国債投資が増えれば、円安・ドル高要因となりやすい。

■ 2. 株式需給：外国人投資家が再び買い越しへ

需給面をみると、株価下落の主因は外国人

(図表3) TOPIXと外国人投資家の売買動向



(注) 外国人の買い越し額は主要市場1・2部合計、1990年初からの累積額。
 (出所) 東京証券取引所の資料よりMUMSS作成

投資家の日本株売りであった。昨年7月から今年3月まで、外国人投資家は現物市場で約8兆円売り越した。この規模は世界的な金融危機に陥った2007年後半から2009年3月の売り越し額にほぼ匹敵する。

注目すべきは、株式運用を行う海外のファンドマネージャーは必ずしも日本株に弱気ではないことである。過去1年間、グローバル・ファンドやインターナショナル・ファンドに占める日本株の組入れは殆ど低下していない。この間、米国株の組入れを上げる運用機関が多く、年明け後、一部の運用機関は新興国株に投資した。日本株については、円高や新興国景気悪化の業績への影響を懸念する一方、個別企業を重視するファンドマネー

ジャーは株価の割安感や株主還元姿勢などを評価している。

外国人売りの主因は、運用の専門家であるファンドマネージャーでなく、運用機関に資産を預ける最終投資家であったとみられる。年金や富裕層など最終投資家が日本株ファンドを解約したため、ファンドマネージャーは保有株式の売却を強いられた。代表例は、米国上場のWisdomTree Japan Hedged Equity ETFであろう。同ETFは為替をヘッジして日本株に投資するように設計されており、2013年の日銀の異次元緩和への期待から運用資産が急増して、昨年夏のピークで187億ドルに達した。その後、通貨安・株高シナリオに向けた投資家が中央銀行の金融緩和の効果

に懐疑的な見方を取るようになり、同ETFの発行済口数がピークから46%減少した（6月17日）。

同様に個別銘柄重視のアクティブ運用のファンドでも、運用手数料削減のためのパッシブ運用へのシフトと日本経済への慎重論を受けて、最終投資家から解約が出ている模様である。昨年央まで欧米でエネルギー企業を中心に業績下方修正が出る一方、日本企業は業績見通しが堅調であったが、昨年秋から新興国経済の低迷や円高ドル安を受けて業績予想が下方修正されたため、強気判断を修正することになったとみられる。

しかし、今年後半には外国人投資家が日本株を再び買う可能性があるとする。まず、最終投資家は極端にリスク回避的になってない。今年2月以降、債券では新興国ソブリン債やハイイールド債に資金が流入した。主要国の低金利長期化を背景に、リスクを取って高いリターンを狙う投資家は少なくないとみる。但し、今年前半の資金フローが今後も続くとは限らない。ハイイールド債は、昨年12月にサード・アベニューのファンド解約停止などから、一時10%超まで上昇していた利回りが8%割れに低下している。新興国ソブリン債やハイイールド債は主要国の国債以上に政策金利の感応度が高いため、米国の政策金利が緩やかに上げられる場合、下落圧力が強まることになる。

株式投資を考えると、米国は相対的に高い経済成長が見込まれるが、既に利益率が高い

水準に達しているため、業績予想の下方修正が続いている。米国株はS&P500の予想PERが17倍台であり、相対的な株価の割高感を指摘されており、一段と組入れを上げる投資家が増えるとは考えにくい。新興国は、特定の産業に支えられた経済成長や所得格差の拡大などの構造問題が改善に向かっているとは言えない。2012年以降、企業を中心に新興国の民間部門は債務が積み上がっている。循環的には原油価格反発が節目に達した可能性がある。WTIが1バレル=50ドル近くまで上昇したが、価格上昇が続けば、コストの高い油田が生産を再開することになろう。米国の金融引締めに伴ってドル安が一巡する場合、新興国株式が相対的に優位な条件が変化する。

この環境下、世界景気が緩慢ながらも回復する場合、財務体質が健全な先進国企業が相対的に魅力的になる。投資資金は割安感がある日本株に向かう可能性がある。主要上場企業の今年度の当期増益率は会社予想で10%を超えており、米国企業を上回る。逆説的であるが、日本企業は収益性が低く、コーポレートガバナンスの改善に連れて中期的にも改善余地が大きい。日本株に対しては、世界景気低迷と円高などによる業績予想の下方修正が一巡すれば、外国人投資家が買い主体になると期待される。

中長期的な視点では、2015年度に5兆円の外国人売りを国内投資家が吸収したことが重要である。日銀のETF買入れや公的年金が

寄与したが、事業会社が現物市場で3兆円超買い越した。背景には、自社株買いがある。上場企業の自己株式取得額は2015年度に5.31兆円となり、前年度(3.37兆円)から58%増加した。自己株式取得額は対時価総額比率で1%を超えたことになる。

自己株式取得枠設定は、事業環境悪化が明確になり、業績予想が下方修正された今年1・2月にも2011~14年度を上回るペースで推移した。自己株買い実施企業数は、業績が好調な非製造業だけでなく、素材・化学、電機・精密、機械など厳しい製造業でも前年度を上回った。2015年度の自己株式消却(推定)額は4.37兆円に達し、前年度(2.07兆円)から大幅に増加した。株主還元を重視する企業に広がりが出ている。今年度は企業業績に不透明感が残るが、日銀のマイナス金利の導入を受けて、事業会社は必要以上の現預金保有を見直し、自社株買いを行うケースが増えると期待される。

また、投資信託を通じた個人資金の流入が期待される。国内投資信託の現物市場の買い越し額は2015年度に8,250億円であった。日本だけとは限らないが、個人投資家は利回りを好む傾向がある。「証券投資に関する全国調査(2015年6~7月)」によると、株式購入の理由としては「配当がもらえる」という回答が48.4%で(複数回答)、選択肢9項目のうち最も高い。次に「長期にわたっての資産運用」「値上がり益を期待できる」「株主優待制度が受けられる」という回答が、各々

33.7%、33.1%、31.2%で続いた。特に高齢社会の中で、資産運用においてインカムゲインの役割が大きくなると考える。理論的にはインカムゲインとキャピタルゲインを区別する必要はないが、現実には定期的に利息や配当で一定の資金が手元に入ることを望む個人が多いだろう

更に、資産形成の目的から株式投資を行う個人が増えるとみる。1980年代まで日本では個人が住宅という不動産で資産形成を行っていた。1989年には家計資産の約80%を不動産が占めている(全国消費実態調査)。この理由として、1)不動産価格が安定して長期的に上昇したこと、2)地方で生まれた団塊世代が東京・大阪など大都市圏で生活するようになり、自宅を新しく買う必要があったことが挙げられよう。現在、これらの要因は必ずしも当たらない。土地神話は崩れており、賃貸志向の個人も少なくない。大都市圏で生まれ育ち、将来、不動産・住宅を両親から相続するならば、個人は自ら買う必要がないだろう。個人投資家に毎月分配型ファンドの人気が依然として高いが、配当利回りの上昇やNISAの定着を受けて、日本株の見直しが進むと期待される。

過去数年間、日本株の一つの特色は下落局面だけでなく上昇局面でもボラティリティが高いことである。低金利が長期化する中、少しでも有利な投資先に巨額な資金が動くことが一因であるとみる。日本企業のコーポレートガバナンス改善や収益重視の経営が確認さ

れば、業績改善は中期的に続くという期待が広がりやすい。年後半、日本企業の業績改善を背景に、日本株は大きく上昇する可能性がある。将来12ヵ月の予想PERで15～16倍を前提とすれば、TOPIXで1,600、日経平均で20,000円を目指す展開を想定する。

