

金融財政 ビジネス Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 1ヶ月 5,565円(税込)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2013

2013年(平成25年)
9月30日[月]
第10359号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 9.30

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	活性化とチーム日本 経済評論家 久水宏之	
解説	4	【実体経済は改善基調が継続】 米国株の先行きにやや警戒が必要 1株当たり利益が頭打ち 龍谷大学経済学部教授 竹中正治	
column 照一隅	8	期待に働き掛ける 壮心不已	
column Vox Femina	9	貸出残高の増加と不良債権 メルリリンチ日本証券調査部マネジング・ディレクター 大槻奈那	
解説	10	【異次元のアベノミクス】 危機克服後のグローバル経済 試練に直面する米国 三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチシニアマーケットエコノミスト 鈴木敏之	
経済論説読みある記	14	安倍首相が最終決断 無傷で消費増税を手には？ 時事総研客員研究員 中山恒彦	
政経深層	16	長期政権の予感 総裁任期終了後の再選可能との見方も 政治評論家 増山栄太郎	
column スポーツサロン	17	猪瀬都知事の涙 ノンフィクションライター 松瀬 学	
チャイナ・ウォッチ 万物静観	18	江派大物に対する「包囲網」狭まる 石油閥の不正調査、閣僚級も対象に	
column 三都物語	20	中国報道最前線 清華大学・野村総研中国研究センター副センター長 松野 豊	

米国株の先行きにやや警戒が必要 1株当たり利益が頭打ち

リーマン・ショック前の高値を更新した米国の株価は、その後も高値圏で上下動している。2014年にかけて米国の実体経済面では改善基調が継続すると予想しているが、一方で1株当たり利益(EPS)は12年から頭打ちが続いており、現在の株価は14年の企業利益の大幅な改善を織り込んだ水準まで既に上がってしまったている。多少の不確実性が増せば株価が反落する脆弱性が高まっている、と判断した方がよいだろう。

予想PERに弱点

米国の実体経済の中長期的な先行きについて筆者は、尻上がりに良くなるという楽観的な見通しを抱いている。しかしながら、株式相場は長期的には実体経済の動向を反映しながらも、短期・中期では期待(あるいは不安)先行で上にも下にも行き過ぎるのが常だ。今年8月までの株価上昇の結果、ここから14年にかけての米国株については、やや警戒的

なスタンスで臨む方がよいと思うので、以下ご説明しよう。

まず米主要企業500社で構成する株価指数S&P500の株価収益率(PER)は19・26(9月11日時点、企業利益は過去12カ月実績ベース)だ。1945年以降のPER平均値は17・2、80年以降の平均値は20・6だから、現状の水準が特段高過ぎるということはない。ただし、87年10月のブラックマンデーはPERが20前後の水準の時に起こっ

たことに留意しておこう。

当然のことながら株価動向を左右する最大の要因は、長期的にはEPSの変化だ。「PER=株価÷EPS」なので、「EPS=株価÷PER」となる。図表1(5頁)はS&P500とそのEPSの推移を示したものだ。リーマン・ショックを受けた暴落は09年春に底を打ち、株価もEPSも回復基調をたどり、双方ともリーマン・ショック前のピークを超えている。

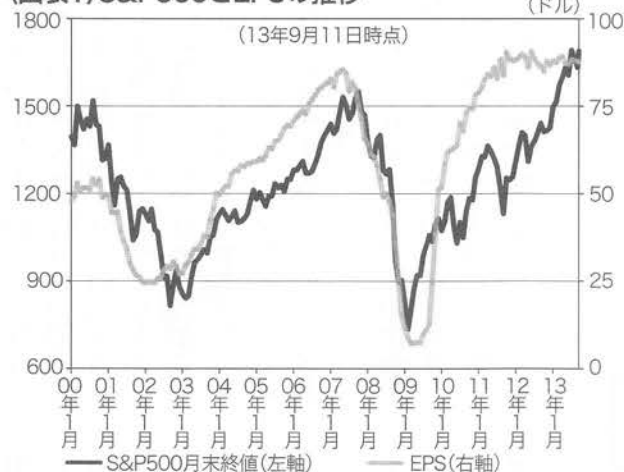
龍谷大学経済学部教授
竹中正治
たけなか まさはる 79年東大
経卒、東京三菱銀行(現三菱東京
UFJ銀行)為替資金部次長、調
査部次長、ワシントン駐在員事
務所長などを経て、07年1月国
際通貨研究所チーフエコノミ
スト。09年4月から現職。12年京
都大学博士(経済学)。著作に「稼ぐ
経済学」(光文社)、「なぜ人は市
場に踊らされるのか?」(日本経
済新聞出版社)など。

しかし気になるのは12年以降、EPSの上昇が頭打ちになる一方で株価の上昇が続いてきたことだ。後で示すが、ブラックマンデーも、EPSが横ばいの状態のまま株価が上昇基調をたどり、両者の乖離が大きくなった局面で生じた。

もちろん、ここで示したEPSは過去の実績ベースだ。先行きを考える上では、予想利益ベースのPERあるいはEPSを見るべきだろう。ところが、予想利益ベースのPERには厄介な弱点が潜んでいる。

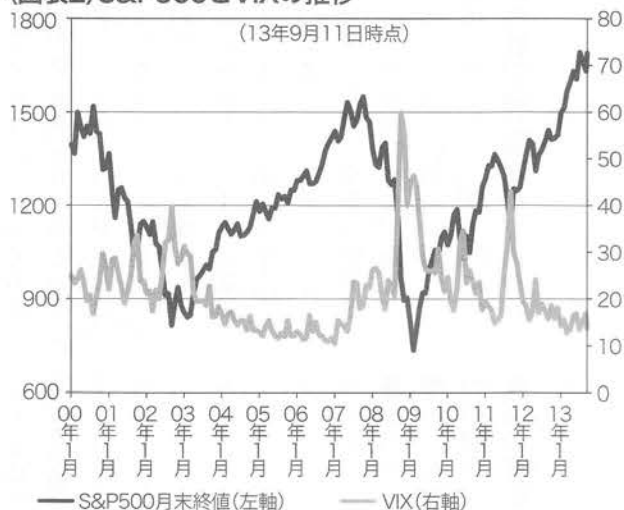
この点で8月16日付の米紙ウォール・ストリート・ジャーナル(WSJ)

〈図表1〉S&P500とEPSの推移



(注)EPSは過去12カ月実績ベース
(出所)Yahoo finance

〈図表2〉S&P500とVIXの推移



(出所)Yahoo finance、Datastream

の記事が、興味深い事実を指摘している。

まず現在のS&P500のPERは過去12カ月実績ベースでは18・2であるが、次期決算予想ベースだと13・6となる。つまり後者の予想に従うなら「株価はまだ安いので買える」という判断が可能になる。ところが、1871年に遡って実績PERと予想PERを比較すると、前者が14・5、後者が11・0で、目立って後者が低い。後者はアナリストのコンセンサス予想をベースにし

ている。アナリストの予想は後から公表される実績に対して上振れも下振れもあるが、上下共に同じ程度に振れるならば、長期では予想PERは実績PERの値に収斂するはずだ。ところが予想PERの長期平均値が実績PERより目立って低いということは、アナリストのコンセンサス予想には次期企業利益を過大評価するバイアスが強く働いていることを意味する。

証券会社のアナリストが皮肉を込めて「プロフェッショナルな楽観派」

と呼ばれる所以だ。

短期・中期のリスク要因

また短期・中期の株価動向は、投資家のリスク許容度と株式市場の投資リスクの相対的な関係にも依存している。つまり、株価変動のリスクが上昇すると予想されるか、あるいは投資家のリスク許容度が低下するような事態（例えば他の市場で大きな損失が生じたような場合）に直面すると、投資家はポートフォリオに占める株価の比率を下げるか、株オ

ブション（ベット）を購入するなどしてリスクを減じようとする。いわゆる「リスクオフ」の局面だ。その場合はEPSに変化がなくても株価は下落するだろう。

逆に「リスクオン」の局面では、EPSに変化がなくても株価は上昇する。こうした投資家のリスク許容度と株式市場のリスクの関係

を反映すると考えら

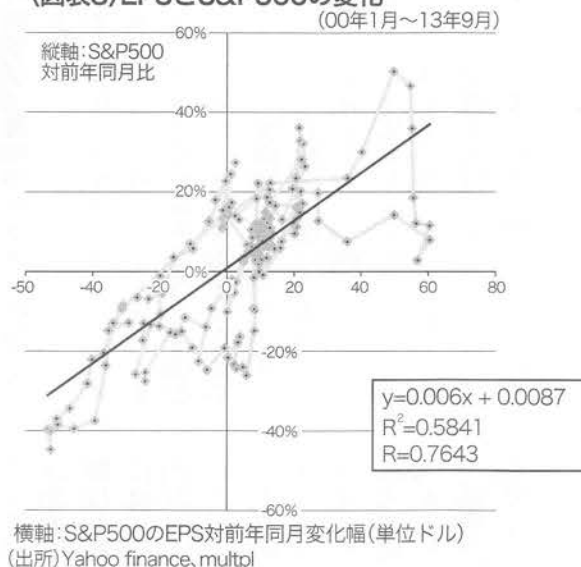
れているのが、株式オプション取引の変動率（期間1カ月物オプションのインプライド・ボラティリティ）を示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）恐怖心指数（VIX）だ。VIXが高騰する局面はリスクオフ、反対に低下する局面はリスクオンと判断できる。

図表2はS&P500とVIXの推移である。VIXは通常10〜20台だが、08年9月のリーマン・ショックの後、株価の急落に伴ってVIXは80台まで高騰。09年春以降は危機が沈静化するにつれてVIXも低下したが、11年のギリシャ危機、12年のイタリア&スペイン危機など危機の局面にVIXは反騰を繰り返し、同時に株価は反落していることが分かるだろう。

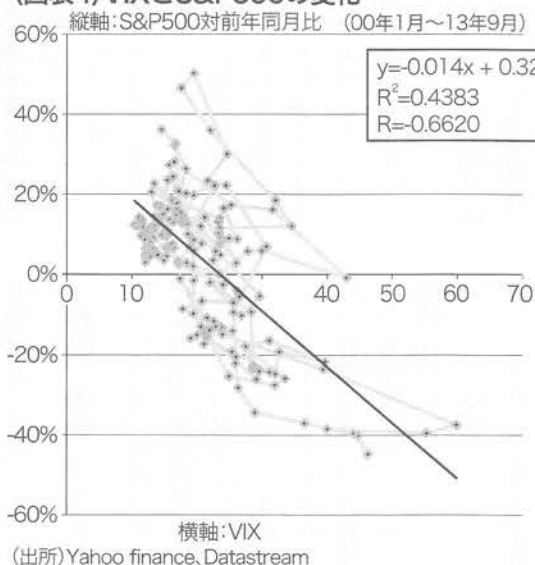
現在のVIXは10台の落ち着いた低い水準にある。とりわけ、今年9月11日はシリアへの米国・フランスによる軍事介入が遠のき、中国をはじめとする新興国の景気失速に底打ちを示唆する経済データなどが出てきたので、VIXは13・8と極めて低い水準となった。

S&P500の回帰結果

〈図表3〉EPSとS&P500の変化



〈図表4〉VIXとS&P500の変化



〈図表5〉回帰分析の変数の結果

期間	00年1月～13年9月
被説明変数(Y)	S&P(毎月末終値)の対前年同月比(%)
説明変数(X1)	S&PのEPSの対前年同月変化幅(単位ドル)
説明変数(X2)	VIX毎月末終値
重相関	0.8484
重決定係数(補正)	0.7162
標準誤差	0.0953
有意F	6.40463E - 45
回帰で得られた推計式	$Y=0.19331 + 0.004622X1 - 0.00844X2$

そこで、00年1月から今年9月の期間についてS&P500の対前年同月比の変化を、EPSの対前年同月比の変化(階差ベース)とVIXの二つの要因でどれだけ説明できるか検証してみよう。S&P500の変化とEPS、ならびにVIXのそれぞれの相関関係を示したのが、図表3と4である。

S&P500とEPSの相関係数はプラスで0.76(相関係数はプラスの場合は0から1までの値を取り、1の場合が相関度最大である)、説明度を示す決定係数は0.58である。この場合、決定係数が0.58というのは、EPSの変化でS&P500の変化を単回帰すると、その変化の58%を説明できることを意味する。同様にS&P500とVIXの相関係数はマイナスで0.66、決定係数は0.44である。

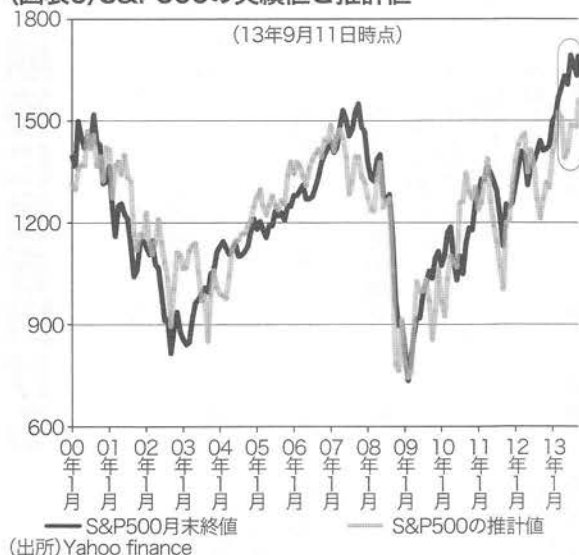
次にS&P500の変化をEPSとVIXの二つの変数で重回帰してみよう。結果は図表5の示す通りだ。回帰結果は有意であり(確率的に変数間の関係性が偶然の結果ではないことを意味する)、説明度を示す重決定係数(補正ベース)は0.7162となった。これはS&P500の対前年同月比の変化の72%は、EPSとVIXの変化で説明できることを意味する。

さらに、回帰結果から得られる推計値(直接得られる結果はS&P500の対前年同月比なので、株価指数の水準に直してある)を実際のS&P500の推移に重ねたものが図表6(7ページ)である。現実の株価の変化を推計値が概ねなぞっているのが分かるだろう。株価の変動という複雑な相場現象を、たった二つの公表データを変数にした単純な線形1次方程式で7割方説明できるのは回帰分析者として冥利に尽きる。

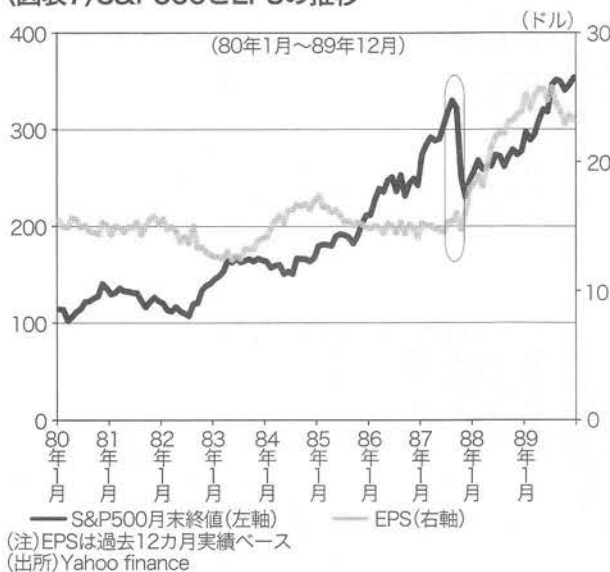
米株は良くて横ばいか

注目していただきたいのは、今年5月以降、S&P500の実際の値(実績値)が推計値を上回る方向で両者の乖離が拡大していることだ。もちろん、実際の株価水準と推計値の関係は確率的かつ相対的なものだ。

〈図表6〉S&P500の実績値と推計値



〈図表7〉S&P500とEPSの推移



横ばい、もしくはすると最高値から10%程度、あるいはそれ以上の反落もあり得べしという判断に筆者は至った。現局面の投資スタンスとしては、前出WSJ記事の次のようなコメントと同意見である。

(現在の)

87年10月のブラックマンデーの局面(直近高値から底値まで約34%の下落)ですら、底値圏での投資は1～2年で十分な投資リターンを上げている。そこで最後にブラックマンデーが起こった80年代の株価とEPSの推移を図表7に示した。

80年代の半ば以降、EPSがほぼ横ばいで推移する状況下、85年から87年にかけてS&P500が示す株

回帰結果を大きく変えるような構造的変化がない限り、実際の値と推計値は乖離と収斂を繰り返す。今後現在の乖離幅が縮むとしても、実際の株価が下がるのか、推計値が上がるのか、それとも双方同時に起こるのかは予測できない。

ただし、推計値が上がる方向で乖離が埋まる場合は(逆に言う)と現在の株価水準が結果的に正当化される場合は)、12年以降頭打ち状態のEPSが今後上昇に転じるか、あるいはVIXに反映されたリスクが低

下するしかない。

現在のVIXの水準13・8(9月11日)は、図表2が示す通り、00年来的の最低水準圏であり、さらなる下げ余地はほとんどない判断した方がよい。逆に言うと、EPSが現在の水準のままで、市場の先行きに不確実性が増すか、投資家のリスク許容度が低下するかなどによりVIXが多少でも上昇すると、株価は下がることを意味している。

一方、EPSは米国の実体経済の改善が続く限り、ここから再び上昇

すると期待することも可能だが、12年以降横ばいであるという事実は重い。14年の世界経済を展望する限り、中国をはじめとする新興諸国の成長鈍化あるいは失速がすぐに好転するとは予想し難く、企業利益の一段の改善を期待させる海外要因は乏しい。米国経済の国内要因のみでEPSの一段の上昇を期待するのは、やや無理があるかもしれない。

以上を総合的に判断して、14年にかけて米国株の動向は、現行の水準を中心に上下動を伴いながら良くて

投資に関する含意としては、株価の保有比率を増やすよりも次第に減らすことに関心を集中した方がよいかもしれない。あなたが株式を多少でも売った場合、売却資金を他の株式に自動的に再投資してはいけない。

もっとも、米国の実体経済が中長期な改善トレンドにあるという見通しを変える理由はなさそうなので、大きな反落場面がもしあれば恐らく「買いのチャンス」であろう。過去を振り返ると、例えば94年3月から4月にFRBが金融引き締めへ転換し、債券価格の下落(利回りの上昇)につれて株価が下落した局面(直近高値から底値まで約9%の下落)では、底値圏で株を買っていたればわずかな数カ月で投資リターンとしては報われている。

87年10月のブラックマンデーの局面(直近高値から底値まで約34%の下落)ですら、底値圏での投資は1～2年で十分な投資リターンを上げている。そこで最後にブラックマンデーが起こった80年代の株価とEPSの推移を図表7に示した。

80年代の半ば以降、EPSがほぼ横ばいで推移する状況下、85年から87年にかけてS&P500が示す株

期待に働き掛ける

壮心不已

周囲の期待に十分応えることのできなかつた苦い経験を全く持たない人はどれだけのだろうか。古今東西、期待しても、あるいはされても、大抵は期待通りいかないのが人の世の常である。

その期待が、合理的期待として経済学に明示的に入って来たのは1970年代。昨今では、期待が十分に意のままに制御できるかのような議論も盛んに行われるようになってしまった。期待という要素を考慮しないモデルには欠陥があり、経済主体は事前にできる限り合理的に将来を予想しようとするはずだ、というのはその通りだ。しかし、経済主体の期待が必ず現実になるとか、その期待形成に中央銀行が秩序立って影響を与えることができるのかという話になると、人の世の経験からして本心に得心がいくだろうか。

ニマル・スピリット」という言葉で長く呼ばれてきたものも、実は漠とした期待の一つと言える。それに働き掛けることも、全くできないわけではない。カリスマ性のあるリーダーが企業や国家の士気を鼓舞した例はたくさんある。

だからといって、全ての時点において、経済主体の大多数が持つ期待が事後的に正解になることは現実にはない。外れることの方が多いのである。また、いつも都合よく期待を制御できるとは限らない。士気を鼓舞するカリスマが常に都合よくいてくれたら、歴史は随分と違ったものになっていただろう。

そう整理した上で、現実をどう生きるか。リーマン・ショック後の先進国経済におけるマクロ経済安定化政策の「リアリティー」は、ゼロ金利制約に直面した金融政策とこれ以上は弾力的に動かさないほど赤字を抱えた財政政策だ。それでも何かアクションを取らなくてはいけないとなれば、残るは期待に働き掛けるという「どうなるかはやってみないと

分からないオプション」になる。

ことはマクロ経済全体に関わるので、やってみないと分からないような不確実な対応は「採り得ない」というのも一つの判断。それでも「試せるオプションがあるならやってみるべきだ」というのも一つの判断。米国では明らかに後者が志向され、日本もそれに追随した。

その米国の量的緩和縮小をめぐる動きが出ている。中央銀行のアクションが実際には変わらなくとも、将来の金融政策の考え方を示しただけで、金融市場は大きく変化した。

一方、市場参加者は中央銀行が示した考え方に沿って自分で考えるのではなく、中央銀行がいつでも動くかということだけを予め知りたいううだ。そして、自分の期待が外れた時には、「中央銀行のコミュニケーションが悪い」と責任転嫁的な非難の声を上げる。

かくの如く、期待に働き掛けるというオプションは実に難儀なものだ。追従した日本も今後、心して挑戦を続けなければならない。

価の上昇が続き、双方の乖離が大きくなった（つまりPERが上昇した）後に、ブラックマンデーが起こっているのが分かるだろう。暴落局面で株売りに殺到したのは個人や機関投資家で、彼らの売りを吸収したのが企業の自社株買いだ。自社株買いで発行株式数が減り、EPSが暴落後上昇して、株価とEPSの乖離が解消した。

もちろん、こうした株価の急変は大地震と同じくピンポイントで予想できるものではないし、筆者も14年にかけてそうしたことが起こる必然性があると断定しているわけではない。ただし、既に述べたようにその大小はともかく、株価の反落が起こり得る市場の脆弱性が高まっていると判断して、ここから先は米株を買い増すよりは、上昇局面を利用して株の保有比率を下げる方に合理性があるように思う。多少でも売って現金比率を高めておけば、反落時に買い増すことにより、長期的な投資のリターンを上げるチャンスも増えるからである。