

## KAMIYAMA Reports vol. 167

# 株価の下値めどとシナリオ

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



### ここがポイント！

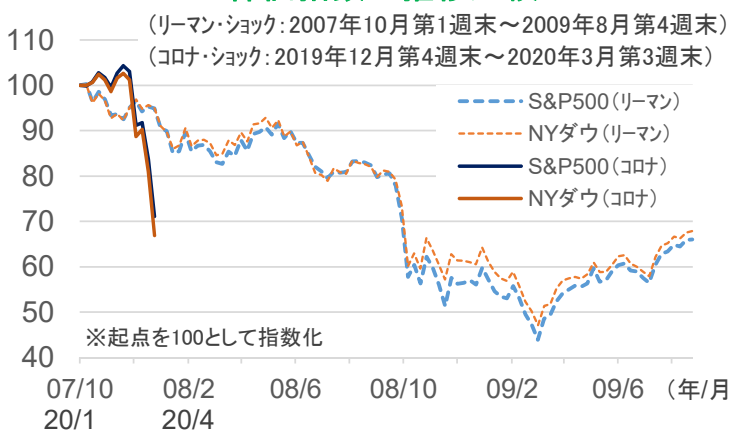
- ✓ 米国の8週間程度の活動自粛を織り込む金融市場
- ✓ 回復へのシナリオは？
- ✓ シナリオが動くきっかけは何か？

## 米国の8週間程度の活動自粛を織り込む金融市場

3月23日時点、日米の金融市場は米国の8週間程度の活動自粛後の回復を想定している、と筆者は考えている。米疾病対策センター(CDC)が3月15日、新型コロナウイルス感染拡大防止のために、スポーツを含めた「大規模行事や集会」を、今後8週間は中止または延期するよう勧告した(3月16日付AFP)。仮に、5月10日ごろまで事実上の外出禁止を含む自粛ムードが続いた後、全米でウイルス収束の兆しが見え、2020年7-9月期に主要都市で経済活動が正常化に向かうのであれば、現在の日米株価指数の水準はこのシナリオと整合的だと考える。

見方を変えると、8週間程度の活動自粛は、リーマン・ショック時の半分程度の経済悪化(米国は2四半期程度のマイナス成長)と考えられるので、株価指数の下落率もリーマン・ショック時の半分程度と想定ができそうだ。仮にそうであれば、現時点で、「リーマン・ショック時と同じ想定」で株価の下値めどを考察することは行き過ぎだろう。ただし、ウイルスの収束時期を予測することは難しいため、8週間で収束の兆しが見えなければ、さらに下値不安が高まる恐れは残る。

### 株価指数の推移比較



コロナ・ショックのスタートを2019年12月末(S&P 500で3,230.78、直前高値)、2007年10月末から2009年2月末までをリーマンショック時の下落期間として株価の下値めどを考えてみる。リーマン・ショックと同じ下落率(16カ月間で▲53%、月末ベース)になると想定すれば、8週間ではなく今夏まで収束しないと考えられる。

株価指数で見ると、3月20日のS&P 500(2,304.92)は2019年12月末から▲29%と、リーマン・ショックの下落率の半分程度で、リーマン・ショック並みならここから▲33%の1,533程度が下値めどとなる。

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)  
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

予想 PBR でみると、S&P500 はここから▲35%\*、  
予想 PER でみると、ここから▲43%程度\*\*がありうる。

ただし、予想 PER を想定する場合、予想 EPS と株価の動きに時間差が生じるので、注意しておく必要がある。

\* 3月20日時点の2.5倍 ⇒ 2009年2月末時点の1.6倍に低下した場合

\*\* 2007年10月末から2009年2月末の間に、予想 EPS が▲34%、予想 PER ▲28%になったことを当てはめ、3月20日時点から、予想 EPS が▲34%(現状高止まりしているので低下率が高い)、予想 PER が▲14%になった場合

注) 数値はすべて S&P500

新型コロナウイルスの収束時期は予想できないが、金融市場は、現時点において CDC が示した 8 週間の非常事態を収束のめどとして織り込み、世界的に 2 四半期程度のマイナス成長となった後、経済が正常化に向かう想定をしているようだ。逆に言うと、現時点でリーマン・ショック並みにマイナス成長が 1 年以上続く景気後退の想定は、CDC を参照する限り悲観的過ぎる。仮に前述の想定が正しいとすれば、現在の株価水準が下値めど、ということになる。

もちろんこの背景には、十分な金融・財政政策の実施が想定されている。ウイルスが収束するまでは、収束への期待感が市場心理を揺さぶるだろうが、主要中央銀行が最近発動した金融政策は、リーマン・ショック時以上に充実した内容で、一定の効果が期待できる。財政政策については、財政の支出規模と出動するタイミングが重要だ。日米をはじめ主要国の緊急対応（所得補填など）は迅速、かつ十分な内容が期待できるが、例えば日本のように、景気の落ち込みから回復するための補正予算等について、与野党の攻防で審議が遅れることも予想される。しかし、適切な財政政策が示されるのであれば、一時的に多少の下落があったとしても（株価指数は数日で 10% 程度すぐ動いてしまうが）、収束シナリオが変わらなければ、下値模索は短期間に終わるだろう。

## 回復へのシナリオは？

### メイン・シナリオ：

5 月ごろにウイルス収束への期待が高まり、7-9 月から景気回復し、10-12 月に経済が正常化するケース。企業などの資金繰り懸念など金融システムの不安定性は限定的で、元来健全な経済状態であったことから、消費者センチメントと雇用の改善が進むにつれ、経済は緩やかに正常化（U 字型回復）。

### ポジティブ・シナリオ：

5 月ごろにウイルス収束への期待が高まり、世界的な金融緩和政策と財政発動が想定以上の効果をもたらし、10-12 月に向けて経済は急速に回復（V 字型回復）。

### リスク・シナリオ：

世界的にウイルスの感染拡大が続き、感染防止策が 1 年以上継続される場合、一部で企業などの資金繰り悪化が起こり、リーマン・ショック並みの景気後退と株価指数が下落する可能性（L 字型低迷）。

結局のところ、金融市場がどのシナリオを選ぶかは、

① 日米欧先進国の政府や消費者が、ウイルスが収束したと確実に感じるのはいつごろか

② 金融政策の効果は限界が見える中、先進各国は財政政策で景気の落ち込みを十分にカバーできるのか

にかかっている。市場のコンセンサスは、CDC の現状の意見などを参考として、夏ごろまでに収束への期待が高まり、財政政策の支援などで、年末に向けて経済は緩やかに回復する、ということだろう。そうであれば、現水準が株価の底値圏で、今後は回復を見込むことになる。逆の視点からは、株価の現水準はメイン・シナリオを織り込んでいるといえる。ただし、各国の事情もあり、例えば日本の場合、世界経済が年内に正常化に向かうとしても、消費税増税の影響を受けた後に、東京五輪・パラリンピックの開催が延期され、インバウンド需要を含む国内需要が失えば、実質 GDP のマイナス成長をさらに押し下げる恐れはある（ただし、21 年の成長は 20 年のマイナス分がプラスとなる可能性あり）。

## シナリオが動くきっかけは何か？

今後の注目点として、①まず中国のウイルスが収束し、正常化に進むこと（今後の収束への道筋が考えやすくなる）、②日・米・欧の財政政策が、適切な規模、適切な時期に実行されること（緊急時なので明確なスケジュールは見えないが、例えば、日本や米国で個人への現金給付や消費税を含む減税などが議会・国会で審議され実行されること）、③感染者数の増加に歯止めがかかり、治癒者が増えることから、各国政府が個人や組織の行動制限を減らし始めること、の 3 つがあると考えている。当面は、①と②が進むことに期待している。

<KAMIYAMA View コーナー> [www.nikkoam.com/products/column/](http://www.nikkoam.com/products/column/)

★KAMIYAMA Reports（レポート、投資の参考となるテーマを解説）★KAMIYAMA Seconds！（動画、90秒でマーケットニュースをズバリ解説）

★投資ってなんだ！？（レポート、上手にお金に働いてもらう方法や投資の不安を解消するためのヒントなどをご紹介）

facebook [www.facebook.com/nikkoam](https://www.facebook.com/nikkoam) Twitter [twitter.com/NikkoAMofficial](https://twitter.com/NikkoAMofficial)

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。