



## 今日のトピック ロシアのウクライナ侵攻で大幅調整の日本株 「開戦は買い」のジンクス不発で改めて考える今後の相場展開

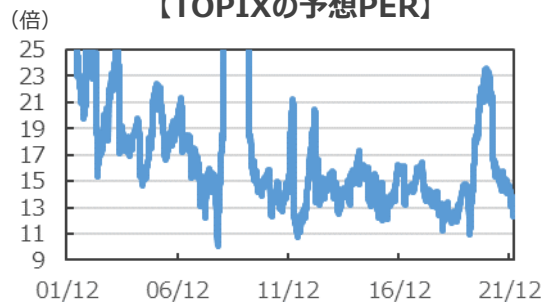
ロシアによるウクライナ侵攻により、世界の金融市場が動揺しています。ロシアによるウクライナの核施設への攻撃や、米国によるロシア産原油の禁輸措置などを受けて原油先物価格が急騰したため、世界の株式市場は景気減速とインフレ加速を織り込み大きく調整し、3月8日には日経平均株価が1年4カ月ぶりに25,000円を割り込みました。

### ポイント1

### 日本株のバリュエーション調整は九合目も、 企業業績への懸念残る

- 株価の大幅調整で、業績面からみた日本株の割安感が強まっています。東証株価指数（TOPIX）の予想PERは現在約12.3倍まで低下していますが、過去20年あまりの予想PERの推移をみると、東日本大震災を始めとする多くの危機にあっても概ね11倍台を底に切り返しています。ちなみに11倍を割り込んだのは、リーマンショック時（2008年10月）の4営業日、欧州通貨危機時（2012年6月）の3営業日、そしてコロナショック時（2020年3月）の1営業日の、計8営業日にとどまります。
- 弊社では、世界経済の成長率は2022年が4%台前半、23年は3%台半ばになるものと予想していますが、足元の120ドル前後の原油価格が続いた場合には▲0.7～▲1.0%ほどの下押し圧力が生じるものと見込んでいます。欧州中心に景気の下振れリスクが意識される局面が当面続きそうですが、米国の実質GDPが1年で2.7%も減少したリーマンショックと比べると、その深刻度にはまだまだ開きがあるように思われます。
- 世界景気の悪化を受けて企業業績が下振れるリスクは意識せざるを得ない状況ですが、ことバリュエーションに関する限り、その調整余地は限られているように思われます。

【TOPIXの予想PER】



(注) データは2001年12月31日～2022年3月8日。 (年/月)  
1年先コンセンサス予想ベース。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### ポイント2

### 高まる日本企業のストレス耐性

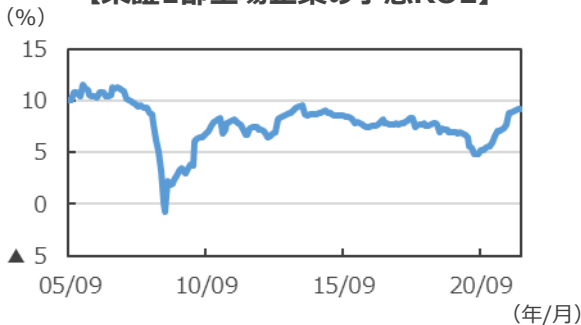
- これまで海外で金融危機が発生すると、日本には直接的には影響が少ないケースでも株価は海外市場に連れ安し、その後の戻り局面では出遅れる、というパターンを繰り返してきました。こうした日本株の危機に対する脆弱性の背景には、低収益のビジネスを多く抱え、ROEが低く、損益分岐点が高いという、日本企業の体質がかかわっていたように思われます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



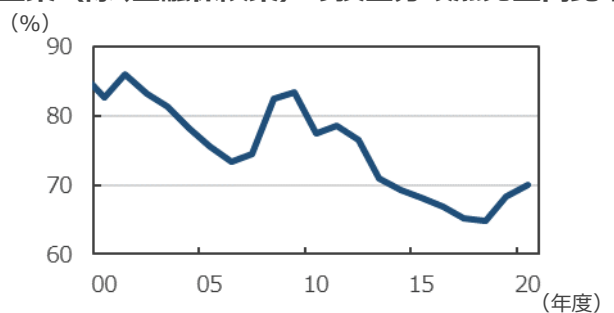
- こうした日本企業の体質は、大きく変わりつつあります。昨今のガバナンス意識の高まりもあり、日本企業は選択と集中を進め、ROEを意識し、固定費の引き下げを図ってきました。こうした取り組みが奏功し、かつて85%を超えていた日本の大企業（資本金10億円以上、除く金融保険業）の損益分岐点売上高比率は60%台まで低下（2020年度はコロナ禍で上昇）し、予想利益ベースのROEも9%を超える水準まで上昇しています。
- こうした企業体質の強化に加えて分厚い内部留保を抱えていることから、日本企業の経済混乱への耐性は格段に高まっているとみて良さそうです。このため今回のウクライナ危機では、震源地の欧州との比較で株価の下げは限定的なものにとどまっており、危機が沈静化に向かう局面では、相応の反発を期待しても良さそうです。

【東証1部上場企業の予想ROE】



(注) データは2005年9月～2022年2月。1年先コンセンサス予想ベース。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【大企業（除く金融保険業）の損益分岐点売上高比率】



(注) データは2000年度～2020年度。  
(出所) 財務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

今後の展開

**ボラティリティが落ち着けば株価は反発へ  
ただし、織り込み切れない「最悪シナリオ」への警戒続こう**

- ロシアによるウクライナ侵攻が長期化する可能性は少なくありませんが、金融市場の動揺は侵攻そのもののほどは長期化しない可能性がある点には留意が必要でしょう。経験則では、市場は「最悪シナリオ」を織り込んだ後には事態の好転に先んじてボラティリティが徐々に低下し、それにつれ株価は値を戻す傾向があります。今回もこの「織り込み」が済んでしまえば、供給制約を前提とした経済のニューノーマルに社会・企業が適応していく中で、日本株を含む世界の株式市場は底打ち・反発に向かう可能性をみておく必要があります。
- ただし、今回のロシアによるウクライナ侵攻は市場参加者の予想を超える、ある意味「常軌を逸した暴挙」という点には留意が必要です。このため「開戦は買い」のジンクスも、今回は通用しませんでした。プーチン大統領が今後も合理的には説明しづらい行動を続け、大量破壊兵器の使用などの不測の事態が意識されるうちは、市場のボラティリティは下がりにくい状況が続きそうです。更に、こうした「最悪シナリオ」が現実化した場合、金融市場では世界的なスタグフレーション・シナリオが大胆に織り込まれ、企業業績見通しについても大きく引き下げられる余地があるため、引き続き警戒を緩められない状況が続きそうです。

ここも  
チェック!

2022年3月 1日 ウクライナ情勢下、切り返す日本株式市場 割安圏での値固めが進もう  
2022年2月28日 ロシア・ウクライナ情勢を受けた世界経済・金融市場の見方の整理

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。