

1月 金融・経済レポート

27

サンブリヂ FA グループ

担当 川邊

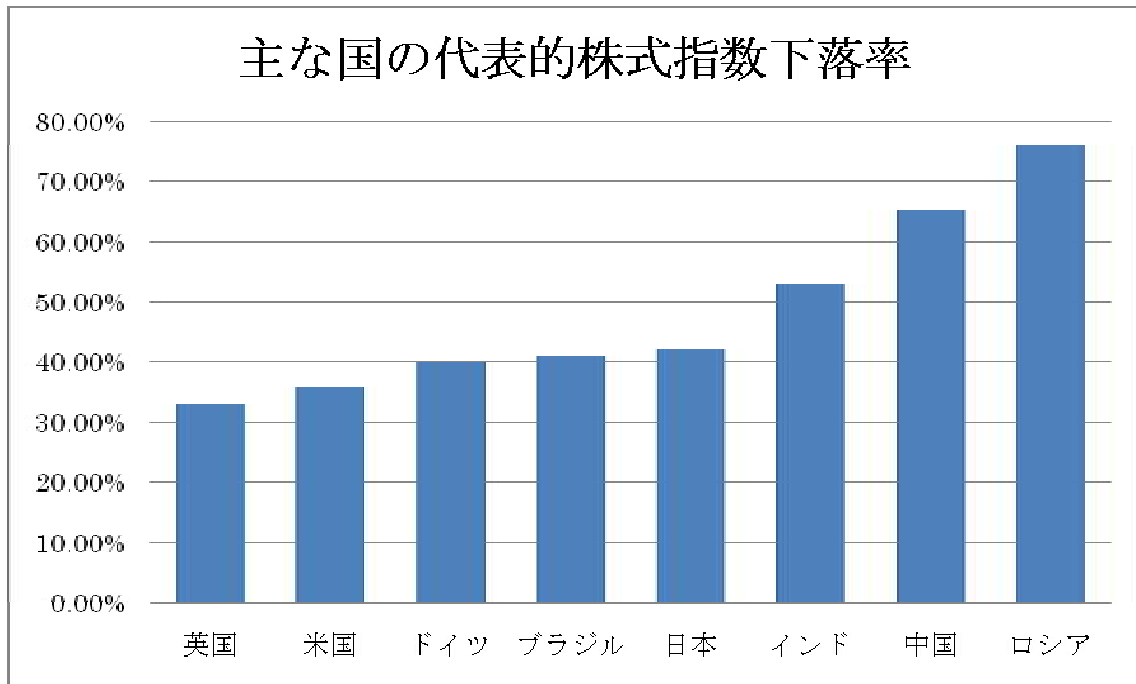
テーマ 09年の株式市場の見通し

08年の東京株式市場は、米国発の金融危機による世界的な株安の荒波にのみ込まれ、日経平均株価が2年連続で下落、年間下落率は42.1%と大幅に下落した。記録づくめの08年激動の株式市場を振り返り、09年の株式市場の見通しについて考えて行きたいと思う。

1. 08年の株式市場

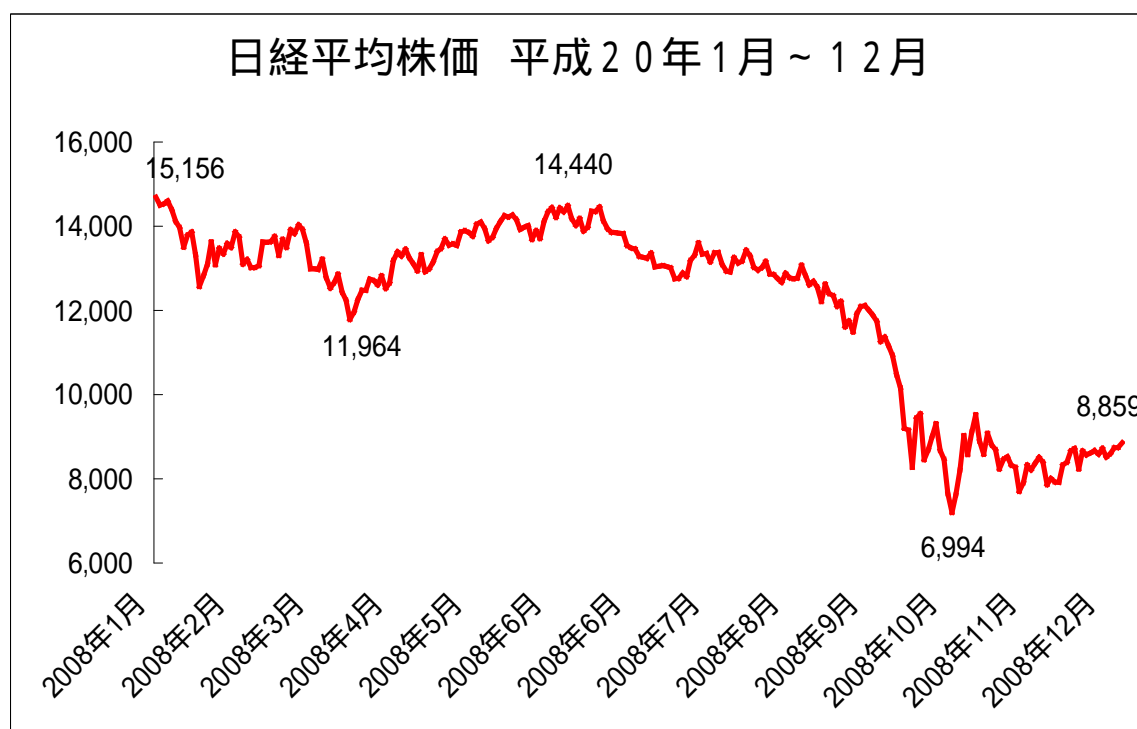
概要

金融市場の混乱や世界同時不況の影響を受けて、日経平均株価は2年続けて前年末の水準を下回り、前年末終値からの下落率は約42.1%と1990年の38.1%を上回って過去最大を記録した。ニューヨークにダウ平均株価の年間下落率36.0%、ロンドンのFTSE100種株価指数の年間下落率33.1%を上回った。



日経平均株価は年初の1月4日の取引時間中に08年で最も高い15,156円66銭を付けたが、その後は下落基調から抜け出せなかった。特に昨年9月16日に米証券大手リーマンブ

ラザースの経営破綻を契機に金融危機が深刻化するにつれて世界的な株安傾向が強まり、日経平均株価が1日の下落幅が1000円超となる暴落の日もあった。



市場動向

外国人投資家の売りが買いを上回った。これは2000年以来8年ぶりである。売り越し額は、12月19日までの累計(東京、大阪、名古屋の3取引所計)で3兆5538億円に達した。下げを主導したとみられるのがヘッジファンドである。9月中旬以降、雪崩を打つように手持ち株の「換金売り」に出た。これは、昨年9月の米大手証券リーマンブラザーズの経営破綻後、顧客である年金基金や金融機関などから解約を突きつめられたためだ。08年の取引初日(1月4日)、原油高や円高が嫌気され、日経平均は前年末より616円安で幕を開けた。大発会としては過去最大の下落幅だった。夏場は08年の変調を占うようにじりじりと下げが続いた。

6月19日から7月4日までの12営業日連続の下落は、1953年の記録と並ぶ過去3番目の長さだ。東京市場の動乱は、金融危機が深刻さを増した10月にピークを迎えた。10月16日の下落率(11.41%)は過去2番目。10月27日にはバブル後の最安値を更新、翌28日には一時、約26年ぶりに6994円90銭と7000円を割り込み、証券業からは悲鳴が上がった。下げ止まらない株価を前に、政府は借り株を確保しないまま投資家が売り注文を出すことを禁じる空売り規制を実施。日本銀行は10月と12月に相次いで利下げに踏み切るなど、政策の総動員体制を取った。こうした政策対応によって株

値は一時の危機的な状況を脱したものの本格的な回復には至っていない。

08年の東京市場の主な記録

日経平均の年間下落率	42.1%	過去最大
日経平均の1日の下落率	11.41% (10月16日)	過去2番目
日経平均の連続下落日数	12営業日 (6月19日～7月4日)	過去3番目
東証の新規上場	54社	10年ぶりの低水準
東証の上場廃止銘柄	70社	過去2番目

日経平均株価下落率の上位

1位	14.90%	1987年10月20日	ブラックマンデー
2位	11.41%	2008年10月16日	米国発金融危機
3位	10.00%	1953年3月16日	スターリン暴落
4位	9.62%	2008年10月10日	米国発金融危機
5位	9.60%	2008年10月24日	米国発金融危機
6位	9.38%	2008年10月8日	米国発金融危機

日本株式時価総額196兆円が目減り

10月にはバブル崩壊後の最安値を5年6か月ぶりに更新。一時26年ぶりに7,000円の大台を割り込み6,994円40銭まで落ち込んだ。これに伴い東京証券取引所1部の昨年末の時価総額は278兆円となり、07年末から196兆円の富が吹き飛んだ計算だ。東証の年間売買代金は前年比23%減の576兆円と6年ぶりに前年割となった。国内時価総額最高のトヨタ自動車株は時価総額が約10兆円と前年末より54%も目減りした。歴史的な株安になった最大の要因は、日本市場の売買代金の約60%を占めると言われ日本株を買い支えていた外国人投資家が逃げだしたことだ。

08年投資主体別売買動向

単位：百万円

年間	外国人	法人					個人	
		金融機関			事業	投信	信用	現金
		生損保	銀行	信託銀				
2008年	3,708,508	328,919	36,472	4,502,642	1,998,401	301,386	89,798	1,071,878
08年累計 売買シェア	56.0%	0.7%	0.3%	7.9%	1.5%	3.1%	16.0%	10.9%

東証1部の時価総額ランキング

12月30日現在

1位	トヨタ自動車	10兆0,164億円
2位	NTTドコモ	7兆9,150億円
3位	三菱UFJFG	6兆3,510億円
4位	日本電信電話	4兆8,846億円
5位	任天堂	4兆7,813億円
6位	東京電力	4兆0,586億円
7位	武田薬品工業	3兆7,823億円
8位	キャノン	3兆6,943億円
9位	本田技研工業	2兆4,971億円
10位	三井住友FG	2兆9,669億円

東証一部の株式時価総額 278兆円9,880億円 196兆円6,410億円減

2. 09年の株式市場

09年の株式市場のテーマは以下の3つになるだろう。 オバマ大統領の政策 衆議院解散総選挙 業界再編・新規上場の3テーマだ。

オバマ大統領の政策

09年の日本に株式相場に最も大きな影響を与えそうなのはオバマ大統領の経済政策だ。オバマ政権の最優先課題は金融危機の克服と景気浮上の二つだが、政策が成功し米国景気が回復に向かえば日本株式にも大きなプラス材料となるだろう。この場合、自動車、家電

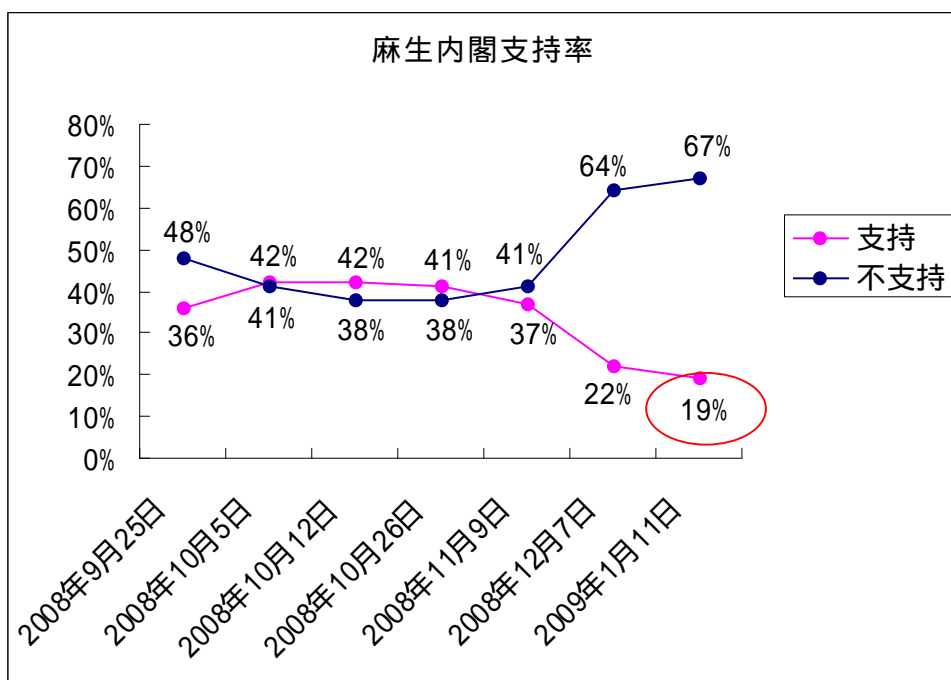
などの輸出関連企業には追い風になる。現時点で7000億ドルの財政支出が予定され、公共事業等のインフラ整備や省エネ社会を根ざしたクリーンエネルギー開発などが織り込まれる予定だ。特にクリーンエネルギー開発は、ブッシュ政権時に比べ格段に力を入れるとされている。太陽光・風力発電や電気自動車等は大きな恩恵を受けると予想される。自動車各社の次なる成功は、この電気自動車の開発競争にあるとされており、市場にいち早く安価な値段で投入したメーカーが主導権を握るかが注目される。

だが、ブッシュ政権が進めてきた原子力開発には消極的されている。選挙で訴えてきた米国の富の再配分について、中低所得者向けの減税やほかの先進国に比べて飛びぬけて高い薬価の引き下げを実施すると言われている。日本の製薬メーカーにはマイナスだろう。

衆議院解散総選挙

オバマ氏が変化を掲げて当選したことから、自民党政治に不満を募らせる日本の有権者にも変化を求める声が強まるだろう。次期衆議院選挙で民主党が優位に立つ可能性が高まっている。

大手マスコミが実施した世論調査によると、麻生内閣の支持率は危険水域とされる30%を大きく割り込み、約19%まで急低下している。こうした世界的な景気後退の難局にこそ強いリーダーシップが必要だが、肝心の首相は失言や方言で迷走を続け、政策の二転三転に国民がソッポを向き始めている。9月までに必ず実施される次期衆議院選挙では政権交代が起きる可能性が高いが、もしそうなった場合は「日本の政治」の変化に期待した外国人投資家の日本買いにつながるだろう。



業界再編・新規上場

08年に続き、09年も業界再編が相場を動かす大きなテーマになるだろう。08年は新日本石油と新日鉱ホールディングスが統合を発表するなど業界再編を巡る動きが活発だった。09年も景気後退で経済が悪化する中で再編圧力が強まるだろう。特に昨年のパナソニックと三洋電機との資本・業務提携を機に電機といったセクターが注目される。電機セクターは急激な円高により輸出が落ち込みや製品価格の急激な下落や販売減の背景にいつ再編が起こっても不思議ではない。09年は業界再編の流れがさらに加速するだろう。また、コンビニ業界に売上高が抜かれた百貨店業界は注目である。各社とも生き残りを掛けて主要店舗の改装などに取り組んでいる。09年から11年にかけて大阪地区では百貨店の新店や建て替え、増床などが予定されているとされ、業界再編のきっかけとなる可能性がある。

今回の金融危機で日本企業が受けた傷は欧米企業に比べ浅く、財務基盤は健全な企業が多いとされており、海外企業を買収するM&Aを活発になるだろう。日本企業にとってチャンスとの見方もできる。

08年、株式市場への上場を目指した企業は、金融危機による市場の変化に伴い上場を見送るケースが見受けられた。昨年度の新規上場数は54社と10年ぶりの低水準であった。だが、09年は08年に新規上場を見送った企業の上場が予想される。仮に新規上場を見送った企業の上場が09年であれば株式市場にとってプラスだろう。注目の上場銘柄として東京メトロなど以下の会社が挙げられる。

09年に新規上場が予想される企業

会社名	コメント
東京メトロ	東京を結ぶ地下鉄。今年度の新規上場の台風目になるだろう。
西武ホールディングス	再上場を目指している。
日興アセットマネジメント	08年から上場すると明言している。

08年株式相場について振り返ってきた。以後、各自の09年株式市場の展望について自由にコメントを述べる。

3. コメント

安西

今年1年の株式相場の動向は、昨年末からは大きな変化がないと考える。それは、株価を形成している要因として、為替、経済情勢、ダウ平均株価等他の株式市場の影響が大きいと考えるから為だ。

金融危機により、各国の中央銀行が横並びのように政策金利を引き下げた。これによって、日本と大きく乖離していた他国の政策金利差が急速に縮小した。政策金利引き下げ以前は、円キャリートレードにより、為替相場はどの通貨に対しても円安外貨高が続いていた。

為替相場が円高に転じた事により、日本の上場企業の多くは、海外生産・販売、輸出を行い、所得を得ている。円高が為替差損を生み、企業業績に悪影響を与えている事が株価上昇につながらないとする。

また、アメリカが生み出す需要に生計を立てていた企業が少なくなかった。その需要が金融危機により、大きく減少した。結果として住宅は売れず個人消費の落ち込みが広がった。また、商品在庫が増加、生産縮小・調整を図り、設備投資の見合わせ・中止、労働者の解雇と市場経済のマイナス要因が多い事も株式を積極的に買わない・買えない要因であるとする。また、他国の株式市場の影響を受けやすいのも事実である。国内に悪材料が無いにも関わらず、ダウ平均、アジア各国の市場が株価の下落が生じれば、日経平均株価はほぼ間違いなく株価が下落となる。

上記の悪材料が消えない段階では、積極的な株式の投資する材料とは言い難いだろう。

株価の低迷、資産運用の促進等の観点から、証券税制の優遇措置が延長された。配当課税10%、譲渡所得、配当所得の損益通算を認めた点はいい印象を受ける。しかし、不確定事象が多く、元本保証がない株式へ積極的に購入するとは言い難い。

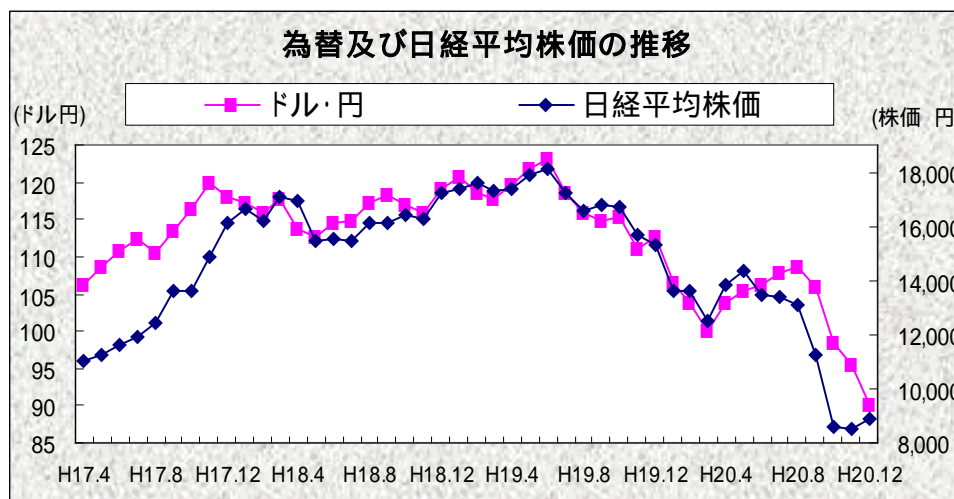
昨年の金融危機が年明け直後には全く予想できなかっただろう。街の声に耳を傾けると、年後半から経済が回復するとの見方がある。しかし、私は世界中が金融危機によって被った傷は深く、大きいと考える。企業業績、株価、労働者の解雇これらが金融危機前の水準に戻るまでは、多くの時間を費やすだろう。よって、日経平均株価は高値10,000円と予想。為替はドルに対して100円、ユーロに対して125円、ポンドは135円、オーストラリアドルは、75円。

為替に左右されず、株価・経済が上昇する下地を作らなければ、同じ事を繰り返す事になるだろう。

樋口

川邊氏のレポートで示されていたが、日本の株式市場参加者の約6割は外資企業である。外資企業であるが故、日本株の売買を行う際は為替相場の影響を注視すると思われる。その理由は、円安に推移すると、自国通貨を円に換算して大きなメリット(少ない元手で多くの円に換算できること)を受け、円高に推移すると逆の作用となるからだ。この結果、海外投資家は日本株を買ううえで円安を大いに歓迎すると共に、円高に推移すると円安の時に買った日本株を売って自国通貨に戻す動きが広がると思われる。

また、日本の経済構造は、自動車や電機を中心とした外需産業に大きく依存した形態である。日本から海外に輸出する際は、為替は円安に推移すれば販売で得た海外通貨を円に換算する時に、より多くの売上げを計上できるが、円高に推移すると、やはりその逆の作用となる。株価が、将来の企業の業績予想を映し出す鏡であるとするれば、円安の局面では、外需産業の業績拡大を期待して日本株は堅調に推移し、円高の局面では業績の悪化を嫌って日本株は軟調な推移になると考えられる。日経平均株価を構成する225社の企業は、国際優良企業と呼ばれる外需産業の企業割合が大きく、為替の影響はより顕著な結果として株価に表れる。とりわけ、今は急劇な円高により、トヨタ、ホンダ、ソニー、キヤノン等の国際優良企業と呼ばれる企業の株価が急転直下に下落している為、日経平均株価も歴史的な安値をつけていると思われる。以下のグラフは、過去の為替相場の推移と日経平均株価の推移を示したグラフであるが、“円高恐怖症”といわれる理由が株価からも見てとれる。



食糧自給率の低い日本の現状や、海外の企業を買収する事を考えると、円高になる事でメリットも生まれるわけであるが、少なくとも過去の日本経済が辿った歴史を振り返る限り、円安の方が相対的に経済にとっては有利に働くと思われる。

円高の理由以外で日本株が低迷している理由としては、構造改革が後退し、かつての内向きの経済になっている事も考えられる。特に最近では、規制緩和を進め過ぎた弊害による金融市場の崩壊や、派遣社員の大量失業が問題視される中で、金融市場・雇用の自由化等の規制改革を中心的に推し進めた竹中平蔵氏が、保守層のエコノミスト・有識者から一斉に叩かれている。ただ、改革の本丸と位置づけた郵政民営化の是非を問う衆議院解散選挙

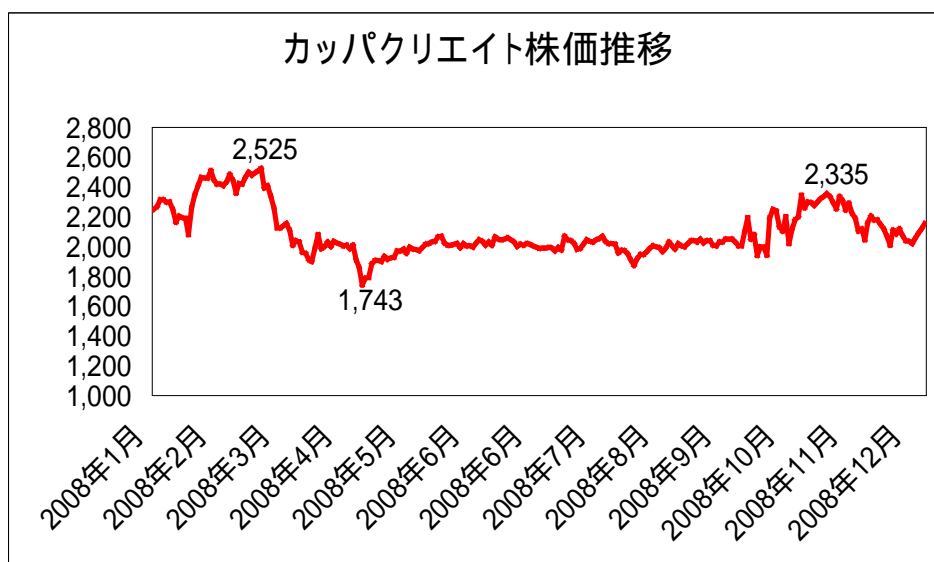
が行われた 2005 年の日経平均株価は、年間で 40.2%上昇した。その背景には改革を通じて日本経済が成長すると期待した外国人の積極的な日本株買いとされる。その後、小泉氏・竹中氏共に政界を離れ、徐々に改革の勢いが失われ、改革により既得権益が失われていた一部の族議員・官僚が息を吹き返し、2兆円の定額給付金や郵政の民営化の見直し等、日本経済の成長に期待のもてない愚策が次々に打ち出されている。こうした事象が、外国人の日本株売りに拍車をかけていると思われる。

以上より、株価の反転には円安が必須条件になると共に、成長の期待が持てる経済政策の推進が必要と思われる。為替については、海外諸国は揃って継続的な利下げを行なう方向である事から、この間は円安になるとは考えにくい。また、政治も相変わらずの状態であり、人口減少、少子高齢化、年金・社会保障の財源不足と、経済を取巻く問題は山積し、マクロ経済で見た日本株の反転材料は残念ながら乏しい。

現状では、国策や外的要因に期待せず、自助努力を続け、生活水準を維持する事が最も妥当な判断だろう。

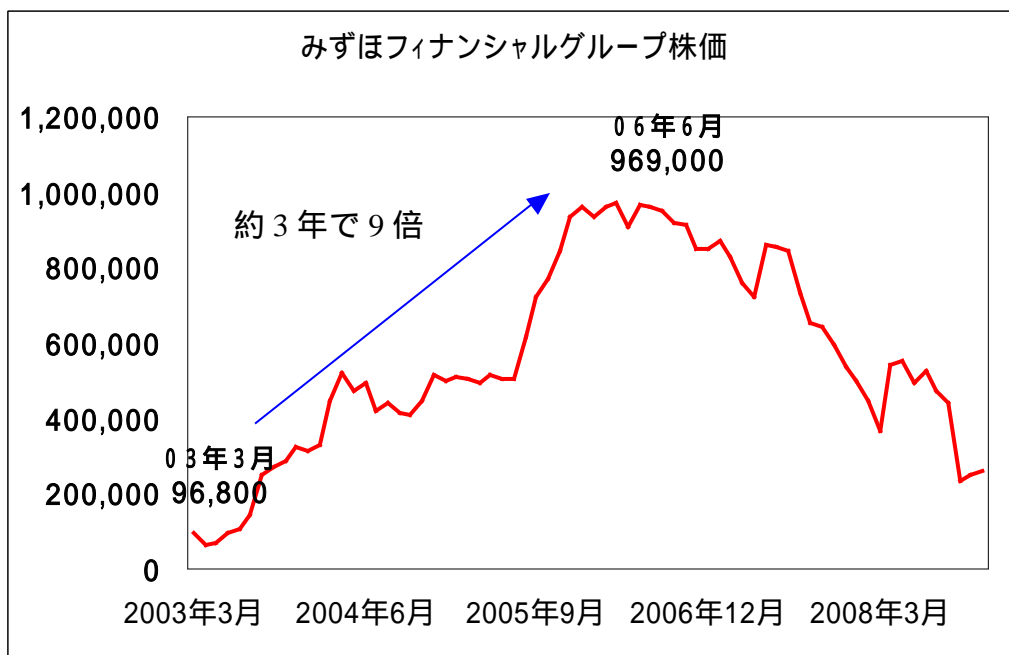
川邊

日本の株式市場は金融危機の震源地である米国を上回っている。一時バブル後最安値を更新した。しかし、個別銘柄を見ると、ソニーやトヨタと言った国際優良銘柄と呼ばれる銘柄が激しく売られていることが特徴と言える。大手回転すしチェーンを展開するカップクリエイトなどは株安の影響を受けていない。



これは外国人投資家を買っていないことが原因と考えられる。売られようがなかったと言える。昨年9月末には東証一部銘柄のPBR(株価純資産倍率)が1.0倍を割った。これは株価が解散価値を下回ったことを意味する。企業が持っている資産をすべて売却したとしても時価総額には及ばないほどの株価だ。企業のビジネスに対して何も価値を認めないことに他ならない。明らかに異常な状況だ。だが「異常はやがて正常に戻る」こと

は確かだ。例として03年4月にバブル崩壊後最安値をつけた時のみずほFG株である。3年足らずで株価が約9倍にも跳ね上がったのである。これはつい最近のことである。



現在の東証一部のPBRは0.9倍程度だが1倍以上に正常値に回復すると予想する。PBR1倍は日経平均株価で1万1000円程度とされていることを考えると今年度中に1万1000円～1万2000円程度まで株価が回復するだろう。ではいつ株価は反転するのだろうか。それは麻生内閣の退陣が転機なると考えられる。麻生内閣より悪い内閣は考えられないため退陣となれば株価にとって前向きだ。衆議院の任期満了は9月だからその前に総選挙があるだろう。時期としては、7月から8月あたりだろうか。3月決算の企業の決算発表が6月に集中し材料出尽くし感の最中に選挙がある。これはポジティブに受け止めるべきだろう。

4. 09年の株式市場の見通し

	日経平均	円/ドル	円/ユーロ	原油(WTI)
安西	10,000 円	100 円	125 円	55 ドル
樋口	6,500 円	80 円	105 円	25 ドル
川邊	11,000 円	100 円	130 円	70 ドル

参考文献

日本経済新聞

三菱UFJ証券HP

朝日新聞HP asahi.com

金融・経済レポート予定

担当者 安西

テーマ 家計調査について