

H20.1 金融・経済レポート

NO.15

サンブリヂF Aグループ

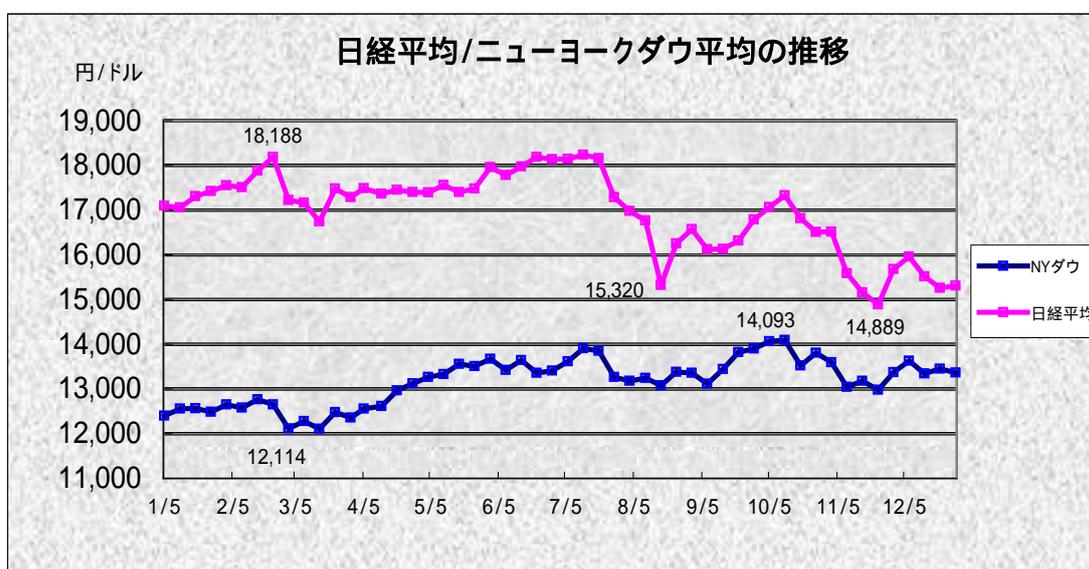
担当者：川邊

テーマ 2007年株式相場及び2008年の展望について

2007年の相場は不振だった。2007年頭から上昇トレンドに入り2月高値をつけ、直後にサブプライムローン問題が表面化した。以後はサブプライムローン問題で不振に陥った米国市場に振り回される動きが続いた。問題はサブプライムローンの震源地である米国市場以上に、日本市場が下落推移を見せていることだ。サブプライムローン問題は世界中の市場に悪影響を与えたが、日本市場の動きが最も悪い。11月に2007年に安値を付けた後も安値圏で往來を繰り返している。ただ、一段と下値を追う動きとはならず、下値の固さが伺えた。投資尺度から見ても割安感が生まれているからだ。だが割安であっても、本格的に反発に転じる気配が見られない。サブプライムローン問題に対する警戒感が強く、さらに衆参ねじれ国会による審議の難航、景況感の悪化等の懸念要因があり、一方買いのきっかけとなる手掛かり材料もない。単純に割安ならば長期的な視点で考えると、今こそ絶好の投資機会だということになる。現在の日本株の割安感をどのように判断するか考えていきたいと思う。

日経平均株価及びニューヨークダウ平均の推移

2007年の日米株価の推移を比較すると、日本の株価不振が顕著に表れている。



2月高値後、中国発の世界同時株安で下落し、3月に安値を付けたところまでは写真相場と言えるような同時性の強い相場推移だった。

ところが、3月安値以降の反発上昇の動きに大きな違いが見られた。7月高値までの上昇でニューヨークダウ平均は2月高値を上回り、3月安値と比較し16%上昇した。一方の日経平均株価は、2月高値を辛うじて上回って戻り新値を付けたものの、3月安値からの上昇率は10%にとどまっていた。さらに7月高値以降の動きは上下動が同じであっても、内容はまったく違うものとなった。7月から8月安値までの下落率は、ニューヨークダウ平均が9%、日経平均株価は16%だった。ニューヨークダウ平均は3月安値よりも6%も高い水準で止まったのに、日経平均株価は3月安値より大きく下回り、2007年の安値を更新した。8月安値以降の動きにも大きな違いがあった。ニューヨークダウ平均は7月高値を抜いて11月21日には8月安値から11%の上昇を見せて、14,164ドルと史上最高値を更新した。日経平均株価も11月11日の戻り高値は8月安値から15%の上昇と、ニューヨークダウ平均を上回ったものの、7月高値より4%下の水準に留まっている。その後、再び下落に転じ、ニューヨークダウ平均は11月26日に安値を付けたが、8月安値を若干下回っているものの、3月安値よりはるかに高い水準である。年足は陽線、3月安値、11月高値という相場であった。対する日経平均株価は11月21日に安値を付けて後は下値固め動きもあるが、11月安値8月安値を下回って2007年の年間安値を更新した。年足は大きな陰線となり、7月高値、11月安値の1年だった。

このように2007年の日米株価を比較すると、日本の株価は米国と連動していると言われているが、強弱の大きな違いを見せ、米国よりはるかに弱い動きであった。2007年夏から年末にかけ弱い動きを見せた理由の一つとして、日本株の割高感がある。世界的にスタンダードな投資尺度である予想PBR(株価純資産倍率)水準は日本の場合、2倍という水準が定着していた。2倍という数字は日本経済の将来性が高ければ問題にならない。しかし、小泉構造改革の行方が安部政権になって焦点ボケとなり、さらに福田政権では不透明になってきた。日本の将来性に対する疑問が生まれれば、2倍前後の予想PBR水準は割高感が生じる。サブプライムローン問題を契機にして、外国人投資家が売りに転じたのはこのためだろう。

11月22日に東証1部のPBRは1.59倍に低下、05年7月以来の1.6倍割れとなった。この水準は世界で最も低い水準にある。米国の2.8倍、独2.6倍、英国2.7倍、中国5.6倍、インド5.7倍(11月末時点)などであり、(日経新聞データより)他国の主要国と比較するといかにも低い。中東などの政府系ファンドや海外企業の買収に晒されそうである。日本国内でも買収による業界・企業再編が加速しそうだ。

企業収益から見た株式価値を表すPER(株価収益率)も大きく低下した。11月末は株価の反発もあって日経平均株価の予想PERが16.95倍と上昇したが、11月26日には8月17日の16.1倍を割り込み、15.9倍に低下した。この水準は日経平均が05年の安値1万825円に至ったおりの16.2倍を下回っただけでなくバブル崩壊

後で最低となった。03年4月の日経平均がバブル後最安値7607円をつけた時は17.1倍であった。一方、海外株のPERは、07年予想PERで米国NYダウが15倍、独DAX12.6倍、英国FT12倍、中国上海総合株価で41倍、インドSENSEXが22倍などとなっており、日本株下落により相対的な割高感が解消された。(日経新聞データより)

PBR及びPERの株価指標から日本の過去のデータで見ても極めて割安な水準に入っている。単純に考えれば、絶好の投資機会だといえる。この点で海外の投資家や国内投資家がどのように判断するかが、2008年の相場の方向性を決めることになる。

投資尺度の変化	2008年1月25日	2005年11月2日 (日経平均1万4千円 回復)	2003年4月28日 (バブル後最安値)
日経平均	1万3629円	1万3894円	7607円
ダウ平均	1万2207ドル	1万406ドル	8306ドル
PBR	1.58倍	2.06倍	1.20倍
PER	15.00倍	21.21倍	17.10倍
円相場	107円39銭	116円82銭	120円20銭
原油	90.71ドル	59.85ドル	26.26ドル

用語解説

PBR(株価純資産倍率)

企業について市場が評価した値段(時価総額)が、会計上の解散価値(株主資本)の何倍であるかを表す指標。株価を一株当たり純資産(株主資本)で割ることで算出できる。通常PBR1倍が株価の下限であると考えられるため、株価下落時の下値の目安となる。

PER(株価収益率)

株価と企業の収益力を比較する投資尺度である。株価が500円で、一株当たり利益が50円ならば、株価収益率は10倍である。一般的には、市場平均との比較や、その会社の過去のレンジとの比較で割高・割安を判断する場合が多い。国際比較をする場合には、マクロ的な金利水準は基より、各国の税制、企業会計の慣行などを考慮する必要がある。

配当利回りと長期債利回り逆転

昨年11月13日に配当利回りと長期債利回りが逆転した。05年5月から7月にかけて逆転して以来、約2年4ヵ月ぶりのことであった。11月末での10年国債利回りが1.46%に低下する一方、株安によって東証1部の予想配当利回りは1.5%台に上昇した。米国の配当利回りは1.7%台と同国10年債利回り4.0%の半分以下である。日本の

株価が世界に比べいかに見放されているか分かる。株価の割安感である。

投資尺度の変化	2008年1月25日	2005年11月2日 (日経平均1万4千円 回復)	2003年4月28日 (バブル後最安値)
配当利回り	1.73%	1.05%	1.44%
長期金利	1.480%	1.565%	0.605%

配当利回りは東証1部全銘柄 長期金利は新発10年国債

企業業績は好調

単に株価の割安感が目立つだけでなく企業業績も好調が続くと予想される。上場企業の今3月期は経常利益で6期連続増益、かつ5期連続最高益更新の予想である。来期も足元で進展する円高や原油高の行方こそ気掛かりだが増益基調維持が見込まれている。しかも、企業体質は前3月期の製造業損益分岐点比率が76.3%とバブル期の89年水準さえも下回った。仮に売上高が2割強減少しても増益基調を維持できる強い企業体質となっている。とりわけ、新興国市場の高成長を視野に入れた企業の好調が目立っている。しかし、7-9月期法人企業統計では、全産業の経常利益が21四半期ぶりに減益となるなど、サブプライム問題や原油高の影が忍び寄ってきている。(日経新聞データより)

簡単であるが07年株式相場について振り返ってきた。各自、08年日本経済の展望について自由にコメントを述べる。

安西

2007年の株式市場を振り返ると上半期は2006年からの企業業績好調を背景に、株価が上昇した。それを象徴するものが、東京証券取引所へ上場会社の経理担当者が決算書を提出した際に、揃って『おかげさまで、増収増益でした。』『過去最高益です。』と返答していた。しかし、2008年3月期決算の見通しを下方修正して発表したことや、配当の権利日が遠のいた事などから、次第に株価が伸び悩み始めた。それに拍車をかけたのが、株価を高値へと牽引し続けた鉄鋼、不動産、海運の株価が下がり始めた。前後するようにBNPパリバ証券傘下の住宅ローンファンドが凍結されたことにより、金融不安が瞬時に全世界へ広がり、株式市場は至るところで急落した。これを受けて日本株は火達磨へとなってしまった。銀行株を始めとする金融株、内需株は株価下落が続き、ときより反発するものの一時的でかつ株価が急落以前まで戻らなかった事が、川邊氏のレポートにある、ニューヨーク株式市場と東京株式市場の、値動きの差異に着目した事だと考える。

また、夏に発生した“サブプライムローン問題”によって株の運用資金が金・原油、穀物へ流出した。これにより、商品価格が上昇し、製造業を中心に原材料高に頭を悩まされ

ている、製造業を中心に収益環境が悪化し、株価の下落へと転じた。また、大企業を中心に諸外国へ製品を輸出している企業等は円安から円高へと転じたことにより、収益が減少したであろう。いずれにせよ、株式への投資環境は悪化している。なぜなら、2007年7月9日の終値が終値ベースでは、1年を通して最も高く、12月28日の終値は15,307円まで下落した。昨年1年間の株の売買統計に目を向けると、個人投資家の株式売り越し、東京証券取引所での売買の半数を占めている外国人投資家も年後半は売り越しであった。諸外国の株式市場の影響で、東京証券取引所の株価が変動するのは当然であろう。今年に入っても株安は続いているので、投資環境が改善されること、個人投資家、外国人投資家をひきつけることが株価を押し上げる絶対条件だろう。そのためには、優遇税制の延長を期限が迫ってから延長、改正するのではなく、早めに決定する事も必要事項だと思われる。

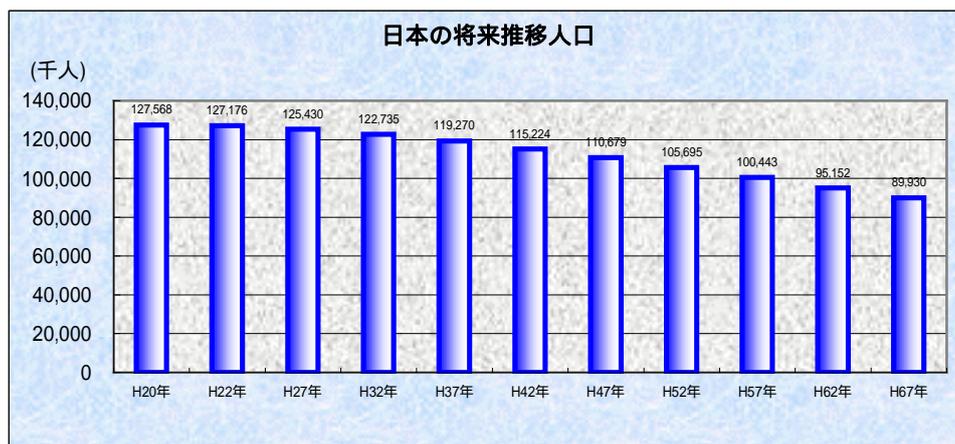
樋口

川邊氏のレポートに記載されていたように、世界的な株価下落の状況が続いている。主要国の中で、とりわけ日本株の下落が顕著で、日経平均株価は12,800円をつけるまでの下落となっている。株安は、株価下落 消費者心理・景況感の悪化 消費・投資の鈍化 実体経済の減速・失速 更なる株安、といった悪循環に陥る可能性が考えられる。

こうした事態を避ける為に、政府、新聞等のメディアは、サブプライム問題やアメリカのリセッション(景気後退)に目を^{とが}尖らせている。

しかし、日本はサブプライムローン関連の損失は欧米に比べ少額であり、日本政府、メディアが米国の金融問題を考えたところで、解決事態は米国に委ねられている事に変わり無く、日本の国益にもつながらないだろう。

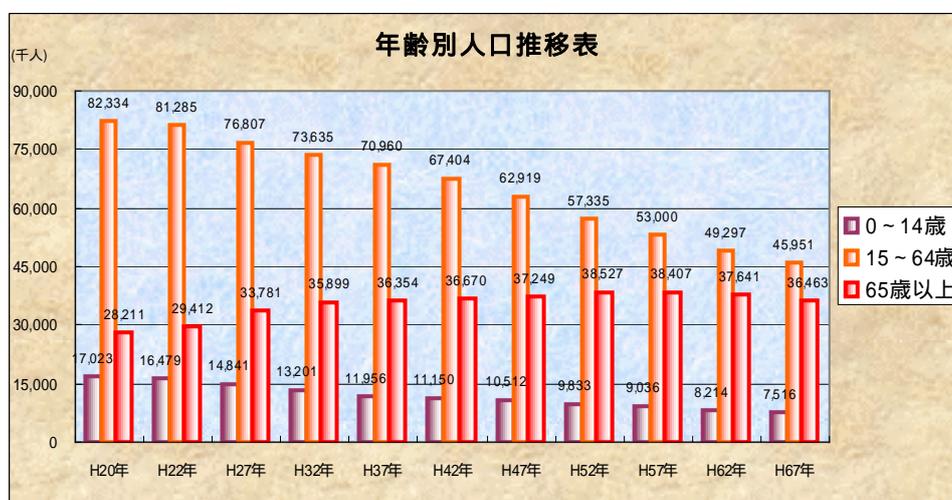
むしろ、日本経済の長期的な成長を考えた上で、最も深刻な問題とされる、人口減少の対策を講じる必要があると思われる。下記は、公的機関の国立社会保障・人口問題研究所の資料を元にした今後の人口推移を示したグラフである。時間を経るにつれて確実に人口が減っていく事が読み取れる。



日本経済の成長率が低い要因は、内需産業の低迷である。その内需産業のほとんど全ての業種が、人口の推移と業績が比例すると思われる。その一例が、小売・食品業 人口減少によってモノが売れなくなる。金融業 人口減少によって金融サービスの需要減少。建設業 人口減少によって建築需要減少。不動産業 人口減少によって賃貸需要減少。交通機関・電力等の公的産業 = 人口減少によって利用者・消費量の減少。

上記の例はイメージであるが、人口減少が進んでいる地方経済の現在の状況を見れば、人口減少が経済にとって深刻な問題である事が伺える。賃金が増えないのも、日本の大部分を占める内需企業の成長が停滞しているからだろう。年金問題も、社保庁の責任もあるが、納付者と給付者の人口数のアンバランスが根底にある。税収も人口が減れば同様に減るだろう。税収の減少を赤字国債で賄えば、益々財政が悪化し、増税を行えば経済が更に停滞する事が予想される。

また、人口減少と共に深刻な問題なのが働く世代の人口が減少し、労働者不足・生産性の悪化が懸念される少子高齢化の問題であろう。下記は、年齢別の人口推移を示したグラフである。



労働者層の人口が減少すると共に、労働の担い手である若年層の人口も減少し、労働力不足の懸念が一層高まる様相である。IT や OA 化が促進されたとしても、経済成長の主体は人である事に変わりなく、日本の将来が明るくないという事を痛感する。

この現実を考えた時、現在問題視されている米国経済がリセッション(景気後退)を避けたとしても、日本の国内経済の長期的な将来に対する懸念は払拭されず、株価が劇的に上昇するとは考えにくい。人口問題の解決なくして日本の将来の明るさは描けないと言える。

逆に、人口減少・少子化に歯止めをかける具体的な政策が発信され、好転する兆しが見られるようになれば、日本が得意とする輸出産業と共に内需産業の活性化が期待され、日本が世界から見直される可能性は低くないだろう。

シンガポールが、対内直接投資(外国資本の流入)を国策に置き、経済成長と共に人口減少に歯止めをかけたように、日本も他国の事例を参考にしながら、人口減少・少子高齢化へ

の対策に今以上に乗り出して欲しいと思う。

川邊

07年の年末には日経平均株価が2万円を超えと言われていた07年の日本経済は、結局減速してしまった。原因として考えられるのは以下の3つだと考えられる。一つが、2月の利上げだ。いまから振り返ると、この利上げは確実に失敗だった。その理由は、デフレを脱却していないからだ。インフレの兆候が無いにも関わらず利上げを行うのは筋違いの政策である。利上げを行った結果、借入金の多い中小企業の景気感は悪化し、何よりその後8ヶ月間にわたって消費者物価指数(生鮮食料品)の前年度比上昇率がマイナスに転落した。法人企業統計による7~9月期の経常利益は、21四半期ぶりに減益となり、厚生労働省発表による夏の賞与は、3年ぶりにマイナスとなった。二つ目が、増税だ。定率減税が撤廃され、6月には税源移譲に伴う地方税(住民税)の引き上げが行われた。我々を含む多くのサラリーマンは、住民税が5%から10%に引き上げられたが、住民税は前年の所得に課税されるもので、本来08年から引き上げられるべきものを1年繰り上げての増税だ。三つ目がサブプライムショックだ。米国住宅バブル崩壊による債務担保証券(CDO)の値下がり、証券を保有していた世界中の金融機関に損失を与えた。さらに、証券市場から逃避した資金が原油や穀物等の商品投機に向かったため、原材料の急騰を招き、それがガソリンや食料品などの値上げとなって、我々の生活に襲いかかってきた。今年は、さらに厳しい経済状況になるだろう。それは、中高の教科書などで目にしたことがある不況と物価が併存するスタグフレーションに、日本経済が初めて陥ると考えられるためだ。スタグフレーションに陥るとデフレに比べると通貨や預貯金の価値が低下する分だけ生活がさらに厳しくなる。

すでに10月から消費者物価指数の前年比は上昇に転じている。その後も、タクシーの運賃や菓子、パンなどの値上げが相次いでいる。今年はインフレ傾向であることが感じられる。

1970年代のオイルショック時は、物価高が賃金上昇に跳ね返り、それがコスト増となってさらなる物価上昇に結び付いたという。しかし、今はそうならない。消費者の所得が減るなかで、企業が容易に値上げできないと思われるためだ。値上げした企業も、原料費高騰の一部を売値に添加しているだけで、利益は増えないから、賃金を増やす余裕はない。夏に続いて冬の賞与も減少のなかで、年収が下がり、物価が上がるのだから、生活の厳しさが増すのは確実である。都市と地方の格差、富豪と庶民の格差は今後も拡大していくだろう。

しかし、株価は、今年後半から上昇に転じると予想する。その理由は、第1に景気失速の原因は作った福井日銀総裁が3月で退任することだ。第2に、原油価格がおそらくこれ以上上がらないからだ。100ドル台になると代替エネルギー(バイオマス燃料など)の方が安くなってしまふからだ。第3に、衆議院解散の憶測により今年中は、少なくとも増税が

ないことだ。生活が厳しいままでも後半は株価が上昇していく可能性がある。だが5年又は10年の長期的視点では樋口氏のコメントにもあったように厳しいだろう。

最近の株価下落に関して大田弘子経済財政担当相をはじめとする経済閣僚は“足下の経済は好調”とコメントしているのをよく聞く。株価は四半期又は半年先の経済の反映していると言われておりの外れなコメントに呆れる。もはや日本経済は一流であると思っている人並びに現内閣の経済政策に期待している人は僅少だ。今年中にあると言われている衆議院選挙において政権交代や政界再編、小泉元総理のようなリーダーシップを持った若手政治家の台頭などを望む。

最後に

我々にとって08年は厳しい年になることは確実である。節約や確実なベア型資産運用で自己防衛をしていくしかないだろう。

参考文献

日本経済新聞

野村証券ホームページ

東京証券取引所ホームページ

総務省統計局ホームページ

フリー百科事典『ウィキペディア (Wikipedia)』

以上

2月金融・経済レポート予定
担当者 安西 仁志
テーマ 外国為替市場について