

年末年始にかけリビューした株式市場

06年1月

---データ・資料等---

山本利久

05年株式市場の予測は大外れ

およそ一年前多くの専門家が例年通り05年の予測を行った。大勢的意見は、株式市場の見方が例年のように分かれる中、日経平均株価予想を12000円前後とするものであった。最も強気な意見でも15,000円を超えるものは殆ど無かったと記憶する。悲観論者は10,000円を割り込む可能性を示唆するものもあったので、彼等の予想は大外れと言うことになる。**内閣府の外郭団体、経済企画協会が主要調査機関を対象に04年12月実施した05年度平均予想調査結果と1年後の結果：年度と暦年の差はあるが。**

05年度日経平均予想株価	11,642円	05年12月28日現在：16,194円
円相場	\$1 = ¥104.70	¥117.15
長期金利	1.72%	1.52%

何故予想は外れたのか

日経の挙げたポイント；

年初には景気が足踏みを続ける「踊り場」にあった。政府は11月の月例経済報告で景気判断に「弱い動き」との表現を挿入した。

外国人投資家による「日本買い」が予想以上であった。東証のまとめによるとその額は過去最高の約10兆円となった。

円相場は意表の円安となった。その背景は日米の金利差の拡大。

長期金利が想定外に低く推移した。

出所：日本経済新聞(05年12月29日)

私見

以下考えられる要因を参考までに列挙してみた。多くはある程度予知されたが、適正な評価に欠けていたと言えよう。一部上記日経のコメントとダブるところもある。

マクロ経済：

- * 政治圧力の高まる中、動きの取れない日銀の金融政策に投資家の買い安心感が増幅された観もある。更に政府は06年度のデフレ脱却に向かい最後の仕上げに全力を挙げた。その結果一部に金融相場的現象も。

ミクロ経済：

- * リストラの進んだ企業業績が予想以上に好調で今後の見通しも明るいとの見方が定着した。中国ビジネス関連業界・会社の業績が顕著に改善、バブル期を凌ぐところも出て来た。後半には個人消費、地価の持ち直し(一部でバブル化も)、海外からの直接投資増もプラスに寄与した。

投資家：

- * 個人投資家がこれまで以上に積極的に参加した。過去1年間でネット投資家勘定は100万件の増加(新規資金と新規客の市場参加)。ネット証券投資が市場の大きな牽引力とな

った。中には個人投資家のスター・プレーヤーも登場、メディアが大々的に報道、個人投資家の人気を煽った。

- * ネット経由による各種情報の大量伝播と個人投資家による活用(受信・発信)。
- * 金融派生商品である各種先物、オプションなどの取引が急増した。これにはセミプロの投資家のみならず個人も一部参加していると見られる。信用取引の急増は個人投資家の積極的買い姿勢を表すもの。その結果、先物・現物相場の相乗効果が、堅調な地合いの中でその機能を発揮した。
- * リード役の海外投資家の大量買付けが持続した(史上最高のネットで 10 兆円超規模)。その背景には構造改革による日本経済の質的転換を確認し、その先行きにこれまで見られないほどの高い評価を出した。秋には“ オイル・マネー ” も対日株式投資を本格化させた。また海外投資家が重視する「ドル建て日経平均」株価(為替相場と株価を合成した指標)が上期予想以上の成果を上げた。

テクニカル要因：

- * これまで上値の抵抗線と見られていた 13,000 円の大台を抜き市場エネルギーが一挙に爆発した。その後は殆ど下落リスクもなく右肩上がりのトレンドが定着、一般投資家は買えば上がると言ったイージーで、これまでにない回転が効く投資を行い儲け始めた。
- * ゼロ金利政策で一般預金者の不満が鬱積し、儲かる株式市場に資金移動を始めた(pent-up demand)。金融機関による株式投資信託の好調な販売もこうした資金シフトの表れ(銀行などの金融機関による各種リスク証券の販売は多くの問題を今後に残したまま)。新たに導入された「証券代行業」、「ラップ勘定」なども寄与。
- * 投信などに投資家のニーズにマッチした新金融商品(投資信託)が相次いで導入された(05 年末の株式投信残高は年間 46% (13 兆円、前年比 2.2 倍)の 40 兆円に達した)。
- * 好調な IPO の拡大。また第 3 四半期になると、東証 2 部、東証マザーズ、ジャスダックなどにも投資資金が向かい、これらの市場でも高値追いの現象が現れた。
- * 銀行、証券、不動産、ハイテク、自動車、輸出関連(円安)、内需関連など幅広いセクターに買いが入った。特に市街地のミニ不動産バブルが牽引して不動産関連の銘柄に買いが集中、市場全体の価格上昇を齎した(株価の年間 40%の上昇率はミニバブル)。
- * 各種機関等が行っている投資教育、企業の行う IR、増配、株主優待策、情報開示などの支援体制が本来の機能を発揮し始めた。
- * Brics、韓国、東欧、新興市場で株価が急騰し世界的株式投資ブームが再演した。
- * 潤沢な資金を有する上場企業の大量な市場からの株式買入れ(償却のため)が地合いをより堅調なものにした。
- * 株式分割などにより投資家が投資し易い環境が出来た。
- * 欧米では既に 1980 年代後半から盛んに活用された M&A が我が国にも浸透、特に堀江、村上、三木谷と言った若手の登場で株式市場への世間の関心が急速に高まり、株式投資参加者の拡大に連結した。

- * 証券会社のディーリング部門(自己勘定)の活況。
- * 全体として、ファンダメンタルな悪材料が出なかった。

05 年に生じた市場不安・不信材料：

- * 市場出来高急増に十分な対応が取れなかった東証のコンピュータ・システム対応の遅れとそれにより発生した取引の一時的中断。
- * 誤発注問題；約 400 億円の実損発生など。
- * 上場審査手続きの遅延・制限(大証)。
- * IPO の価格設定メカニズムのあり方。
- * 黄金株の取扱い規定

06 年株式市場等の予測

1 . 11 月末の日経平均予想、エコノミスト 220 人のアンケートから (日経 05 年 12 月 25 日)

* 18,000 ~ 19,000 円	24% (53 人)
* 20,000 円以上	18% (39 人)
* 17,000 ~ 18,000 円	約 16% (37 人)注
* <u>平均は 17468 円</u>	

注 データが棒グラフのため判読出来ず、数値を推測したもの。

また前半強気・後半弱気；高値 18,200 円を予想する専門家も(三菱 UFJ 証券富田氏)

2 . 同じアンケート(221 人)から見た 11 月末の円相場の予測

* 110-115 円超	61 人(28%)
* 105-110 円超	40 人強注
* 115-120 円超	40 人弱注
* 平均；113 円 34 銭	

注： 上記と同様の理由から、いずれも推定値

また 95 円超の円高、140 円以下の円安を予想する人も若干あった

3 . 経済企画協会が 05 年 12 月初旬にまとめた予測データ

37 機関による 06 年度の予測(平均)

日経平均株価：14908 円

円相場： 111.01 円

長期金利： 1.72%

出所：日本経済新聞(05 年 12 月 28 日)

株価予測に当たり参考にしたいファクター

マクロ経済：

- * 05 年 12 月 19 日発表の 12 月月例経済報告で、景気の基調判断は「緩やかに回復している」

と4ヶ月連続で据え置いた。個別項目の判断は生産を9ヶ月ぶりに引き上げた一方、輸入を1年ぶりに下げている。

- * 2006年度の政府経済見通しは実質経済成長率を1.9%(名目2.0%)と予測。一方民間各社の平均は実質成長率2.1%(名目1.9%)となっている。
- * 内外金利差と為替動向
- * 日銀の金融政策とインフレ・リスク
- * 原油並びにその他資源価格の動向
- * 海外景気動向、(特に米国、ユーロ圏、Brics、中・東欧)
米国の経済成長率(全米商工会議所)の予測；実質3.5%(05年の見通しは3.7%)。CPIについては、2.1%と予測(安定圏は1-2%)。

- * 地価の動向

ミクロ経済：

- * 企業業績予想
- * 設備投資(増加の傾向が鮮明に)・消費動向
- * 技術革新

テクニカルな側面・他：

- * 投資家別動向：05年のパターンに変動も
外国人投資家動向と国際的資金シフト：05年まで相場を牽引してきた海外勢の動向に変化が現れる可能性あり。彼等の投資尺度で評価した日本株の平均値は過大評価の可能性が高くなって来た(PER, PBR, ROE, 益利回りなど)。
個人投資家の投資環境：個人が海外投資家に代わり相場牽引の主力にも。
投資信託(各種ファンドを含む)等の機関投資家：個人資金を中心に流入が持続、活況維持か。
法人：今後は株式の買入消却などのトーンダウンが予想される。一方設備投資やM&Aなどへの資金シフト(借入金の増加を含めて)が鮮明に。
- * 海外株式市場動向：特に米国など05年に低迷した市場動向がどうなるか注目される。
- * 投資資金回転率と投資成果
- * 証券会社のディーリング部門の活動状況
- * 05年急騰の反動
- * 東証等のシステム強化と信頼回復、規制強化の動き
- * 構造改革の進捗
- * 法制度(5月施行の「新・会社法」などの影響)改革、規制緩和など

東京市場の主要データ(06年1月11日現在)

日経平均(225種)： 16363.59円(前日比+239.24円)
東証株価指数(東証 全銘柄)： 1672.44(前日比+13.41)

マザーズ指数： 2572.92(前日比 + 43.84)
 日経ジャスダック平均： 2794.63 円(前日比 + 8.47 円)
 時価総額： 537 兆円、 10 兆円、マザーズ 7 兆円、ジャスダック 20 兆円
 PER(株価収益率)： 225 種、前期基準；29.87 倍、予想；23.08 倍
 PBR(純資産倍率)： 225 種、前期基準；2.50 倍
 株式益利回り： 全銘柄、前期基準；3.13%、予想；4.18%
 平均配当利回り： 225 種、前期基準；0.77%、予想；0.88%
 全銘柄、前期基準；1.01%、予想；1.04%
 ジャスダック、前期基準；1.01%、予想；1.05%
 注： =一部市場、 =二部市場

海外株式市場 2005 年の回顧

1. 中・東欧各国の証券取引所指数の年初来騰落率

取引所	指数	騰落率(%)
ワルシャワ(ポーランド)	WIG	33
プラハ(チェコ)	PX50	41
ブタペスト(ハンガリー)	BUX	43
リュブリャナ(スロベニア)	SBI	-6
ブラチスラバ(スロバキア)	SAX	27
ブカレスト(ルーマニア)	BET	52
ソフィア(ブルガリア)	SOFIX	31

注：現在値は 05 年 12 月 21 日終値
 出所；05 年 12 月 23 日付け日本経済新聞

コメント

欧米投資家の間ではロシアに次いで、中・東欧諸国の株式市場(新興市場の一つ)への投資熱が急速に高まってきた。これを反映し日本でもこれら地域への投資に注目する投信が一部投資家の関心を呼んでいる。

2. 2005 年アジア各国・地域の主要株価指数の年間騰落率

韓国総合指数	54.0(10.5)
インドムンバイ SENSEX30	42.3(13.1)
インドネシアジャカルタ総合指数	16.2(44.6)
フィリピン総合指数	15.0(26.4)
シンガポール ST 指数	13.6(17.1)
タイ SET 総合指数	6.8(-13.5)
台湾加権指数	6.7(4.2)

香港ハンセン指数	4.5(13.2)
マレーシアクアラルンプール総合指数	-0.8(14.3)
中国上海総合指数	-8.3(-15.4)

注：単位；％、カッコ内は04年の騰落率

出所：05年12月31日付け日本経済新聞

コメント：

上海市場の株価不振は中国金融・資本市場(関係法規、会計基準、情報開示、非流通株問題、市場開放・透明性などを含む)のインフラ等が未整備であるため、世界の注目する中国経済の長期に亘る高度成長(年率10%前後)が株価に反映されていない。

この点に関して、中国人民代表大会(全人代)常務委員会の成思危副委員長はこのほど北京で開かれたセミナーで「人民元建てのA株で投資価値があるのは約400社だけ」との見方を示した。上海と深?の両取引所に上場するA株企業1300社強の約3割に当たる。市場活性化には上場企業の質向上が重要と協調した(日経06年1月11日)。

韓国株式市場が好成績を上げたが、これに付いてはスマイル会05年7月に行われた筆者の「個人投資家から見た韓国株式市場」も参照。

インド株式市場は昨今世界の注目を引き、海外からの旺盛な投資資金の流入が続いている。05年12月26日付け日経金融新聞によれば、年初からのこれら外国機関投資家による買い越し額は、昨年約85億ドルを大きく上回る100億ドル超になる見込み。その内半分近くが日本の投信と報じている。

3. 2005年その他の市場(株式・為替)動向

	05.12.27	年間指数変動率(%)	対ドル為替変動率(%)
豪州、S/P ASX200	4727.7	16.8	-6.9
ブラジル、Bovespa	33370.7	28.7	15.4
英国、FTSE	5595.4	15.6	-10.4
カナダ、S/P TSX60	634.5	23.3	3.5
ヨーロッパ、S/P Europe350	1290.8	23.3	-13.1
独、Xetra DAX	5444.8	23.3	-13.1
仏、CAC 40	4769.4	23.2	-13.1
伊、S/P MIB	35845.0	15.0	-13.1
メキシコ、IPC35	17832.6	39.1	4.5
スペイン、IBEX35	10772.7	16.8	-13.1
日本、日経225	19569.0	37.7	-12.2
米、S/P500	1256.5	3.5	

出所：Business Week, Jan. 9, 06

4. 2005 年の世界株式市場の中からベスト6とワースト3

国	騰落率
エジプト	125%
コロンビア	120%弱
サウジ・アラビア	100%強
ロシア	80%強
トルコ	60%弱
韓国	50%強
ベネゼーラ	- 30%強
中国	- 10%弱(2年連続の下げ)
マレーシア	若干のマイナス

注記

期間：04年12月31日～05年12月30日の1年間の上昇・下落率(%)

騰落率は全てドルベースに換算したもの

出所；The Economist, Jan. 7th 06 から抜粋・作成

新興国市場の IR(Investor Relations = 投資家への広報活動)

1. 新興国証券市場への投資に当たり、情報開示の程度、信憑性などが海外投資家にとり重要な課題だ。この点に付いて国際金融協会(IIF)が評価を出している。日経金融新聞(05年12月20)が伝えるところによると、

高い評価を得た国：ブラジル、メキシコ、韓国、フィリピン、チリ、トルコの6カ国

不十分と指摘された国：モロッコ、ドミニカ、中国、ロシア、

調査項目：IR 担当部門の設置の有無、ウェブ開設状況、投資家との意見交換法と度合いなど。

2. 中国証券監督管理委員会(証監会)の史美倫、元副主席は北京で講演し、中国の上場企業の情報開示制度には「のお少なからず問題がある」と述べた。上場企業の多くは情報開示に対する意識が低いため「ごまかしが依然、存在する」と指摘した。新華社のこの報道を13日付の主要証券専門紙が伝えた(出所；06年1月14日付け日本経済新聞、上海発から)。

指標債券(10年国債)利回り一覧

	05年12月27日現在	1年前
豪州	5.27%	5.32%
英国	4.16	4.45
カナダ	3.99	4.34

仏	3.32	3.68
独	3.31	3.67
香港	4.26	3.60
伊	3.52	3.83
日本	1.50	1.43
韓国(3年債)	5.05	3.29
スペイン	3.33	3.72
米国	4.34	4.29

出所 ; Business Week, Jan.9 06

米国株の06年の予想 : 05年12月19日付け日経金融新聞から

1 . C. マークウォルター氏(米運用会社モンタグ・キヤルドウエル) :

06年は米国景気減速、売上の伸びは限定。市場にはインフレ圧力がくすぶる。企業によっては原油高や賃金の上昇を最終価格に転嫁できないところも。そうなると売上高利益率は急落、失望売りが一気に出る。想定外の減益発表に遭遇しないよう、不安の少ない確実な銘柄を選ぶこと。P&G, 3M など大型優良株。

2 . ウォール街のストラテジストたちの予測 :

概ね強気が優勢。4年にわたったボックス相場を抜け出すとの期待も。

S&P500 種株価指数 ;

05年12月15日 : 1270

最も強気の予想 : 1530(ブルーデンシャル・ファイナンシャルのケオン氏)

最も弱気の予想 : 1125(J/P モルガンのチャクラボルティ氏)

強弱の見方の開き : 405ポイント(去年は同じ顔ぶれでその開きは175であった)。

その差はインフレの予測。

強気筋 : 中国の台頭などグローバル化が物価上昇を抑える構図は継続。原油は落ち着き、再びデイスインフレに戻る。4年連続の二桁増益を見込む。

弱気筋 : 企業業績に失望。仕入コスト高、賃金上昇、ドル高になり主要500社の増益率はゼロ。

2002年末の回顧(02年12月31日付日本経済新聞から)

30日大納会の東京株式市場では、日経平均株価が反落し、終値は前週末比135円10銭(1.55%)安の8578円95銭となった。日経平均が年末に9000円を下回ったのは、1982年(8016円67銭)以来20年ぶり。年間下落率は18.6%に達した。49年に東証の取引が再開して依頼、3年連続で下落したのは90-92年、96-98年に続き3回目。東証株価指数も3年連続で下げた。

年越しのお札 : 日銀は金融機関や企業、家計など市中で年を越す日銀券が昨年末より9.4%

多い75兆5千億円となり過去最高となったと発表した。定期預金を対象にしたペイオフの解禁や金融機関経営に対する潜在的な不安感が背景となり、家計のタンス預金などが増えた。今年は4月のペイオフ部分解禁で定期預金から全額保護対象の普通預金に資金が流れた。株安などで安全志向も浸透、資金は投資などに向わず滞留している。