

2013年の株式相場を振り返って

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年日本経済研究センターに出
向、2013年4月から現職。

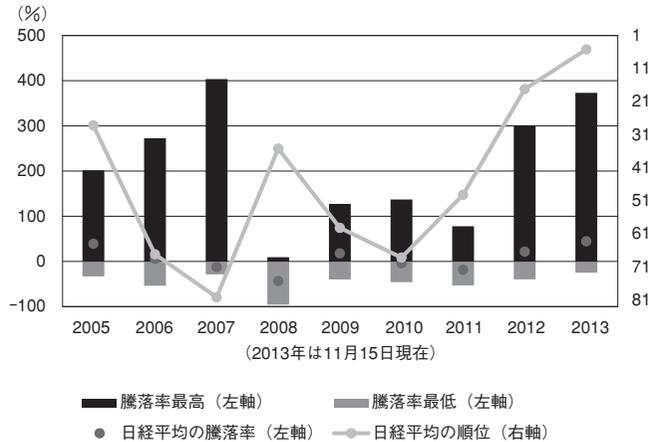
異例の金融政策に支えられていることや、政府債務の名目国内総生産（GDP）に対する倍率が未曾有の水準になっていることを踏まえると、2013年の東京株式相場の大幅上昇のすべてを、日本経済の実力と考えるのは、やや無理がある。ただ、日本経済の再生の足掛かりは得られた。2014年からは株式の長期保有に照準を合わせた新税制も始まる。証券市場の長期的な発展に向け、関係者が努力を積み重ねる局面だ。

日経平均株価の11月22日現在の年初来上昇率は47.97%に達し、世界83株式市場の株価指数のなかで、5番目に高い上昇率を記録した。手元にデータがある2005年以降のランキングを見ると、05年が28位、06年が67位、07年が80位、08年が35位、09年が59位、10年が68位、11年が49位、12年が17位だったから、久々に世界の株式市場を

リードする位置に上がった。

2013年に日本よりも順位が高いのは、11月22日現在、ベネズエラIBC指数（401.70%高）、イランTEPIX（108.33%高）、アルゼンチン・メルバル指数（93.73%高）、アラブ首長国連邦・ドバイ金融市場総合指数（78.19%高）の4市場だ。ドバイを除くと、大幅なインフレに悩まされている国ばかり。インフレヘッジのために、株式に「資金逃避」が起きているともいえる。

(図表1) 世界83市場の株価指数と日経平均



では、日本株の大幅な上昇はなぜ起きたのだろうか。いくつかの観点が考えられる。第1は、野田佳彦・前首相が衆議院の解散宣言をした2012年11月14日までの下げ過ぎの修正、という考え方だ。実際、株価の上昇が始まる前には日本を代表する大企業の株価純資産倍率（PBR）が0.5倍を割ることもしばしばあった。

東京証券取引所第一部上場銘柄の平均PBRが1倍を下回ることも多く、企業によっては時価総額がネットキャッシュよりも小さいという銘柄もあった。インターネットの検索窓に「ネットキャッシュとは」と入力すると、「オンラインゲームなどで使われる架空の現金のこと」といった解説が出てくるが、ここではもちろん、企業の手元流動性から有利子負債を引いた金額だ。

バリュー投資家のバイブル「賢明な投資家」で、企業の本源的価値と市場での評価との差額に注目して投資することの重要性を説いた米国の経済学者、ベンジャミン・グレアム氏（1894年5月8日～1976年9月21日）ですら、びっくりするのではないかと思われる割安株のオンパレードだったのが、2012年までの東京市場だった。あまりに欧米の株式市場との格差が広がったために、2013年は是正されたと考えることができよう。

第2は、世界的に景気の再浮上局面に入ったために、景気低迷を懸念して債券市場に滞留していたお金が株式市場に流れ始めたという考え方も可能だ。実際、米国景気は引き続き拡大しているし、中国経済も2012年10～12月期を底にゆっくりと上向きつつある。欧州も債務危機を乗り越えつつある。欧州委員会が11月5日にまとめた秋季経済見通しによると、ユーロ圏域内総生産（GDP）の実質伸び率は2013年がマイナス0.4%、14年が1.1%、

(図表2) 過去1年間の円相場と日経平均株価の水準

	日経平均の水準 (円、500円刻み)														総計		
	~8999	9000~ 9499	9500~ 9999	10000~ 10499	10500~ 10999	11000~ 11499	11500~ 11999	12000~ 12499	12500~ 12999	13000~ 13499	13500~ 13999	14000~ 14499	14500~ 14999	15000~ 15499		15500~	
円相場の水準 (1ドル=円台)	79	2														2	
	80	1														1	
	81		5													5	
	82		8													13	
	83			5												5	
	84			4	1											5	
	85			1	2											3	
	86				2											2	
	87				1											1	
	88					3										3	
	89				1	5										6	
	90					4										4	
	91					4	1									5	
	92						3									3	
	93						5	2	1							8	
	94						8	4	2							14	
	95						2	1	7	1						11	
	96								3	3	3					9	
	97								3	3	1	5				12	
	98								3	2	6	11	12	2		33	
	99									11	8	17	7			41	
	100								1	4	9	11	12			40	
	101									1	3	5	3	3		15	
	102										5	4				9	
総計		3	13	10	7	16	19	7	16	10	26	34	51	28	11	1	252

(注) 2012年11月13日から2013年11月22日まで

15年が1.7%となっている。

この傾向に呼応するかのように、例えば米調査会社トリムタプス・インベストメント・リサーチの集計によると、米国の株式ミューチュアルファンドとETF（上場投資信託）への資金流入額は2013年1～10月の累計で2,860億ドルと、2000年以降の最大値を記録した。債券ミューチュアルファンドとETFからは、これも2000年以降の最大となる260億ドルの資金が流出したという。

第3は、円安に伴う株価上昇だ。円安による株高効果は2通りの流れで考えることができる。1つは、円安によって株価指数への影響力が大きい輸出関連製造業の国際競争力が増し、企業の収益力が高まるとの期待が株価を押し上げる。もう1つは、円安になったからといってグローバル展開をしている日本企業の価値が急速に低下するわけではないのに、その価値を「安くなった通貨である円」で測るから、膨らんだように見える。

自動車などは米国で売れ行きが好調だとの情報もあるから、前者の要因による株高効果もあろう。ただ、2012年11月以降の円安でも輸出数量指数が伸びているわけではないから、マクロで見ると、日本製品が海外でよく売れて製造業が真に繁忙になったということでもなさそう。後者の要因による株高の要素も相当大きいと思われる。

実際、日経平均の年初から11月22日までの上昇率47.97%は、米国のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）500種指数の上昇率26.54%を21.43%上回るが、日本の投資家がS&P500種に連動する上場投資信託（ETF）に日本から投資していれば、円の対ドル相場が2012年末の86円32銭から13年11月22日の101円まで下落したため、円ベースのリターン

は48.06%になっていた。

つまり、日本企業の株価上昇率が米国企業よりも高かったように見えるが、その差のほとんどは円安がもたらしたことになる。有り体にいえば、株高の半分近くは円の価値が下落したことによって起きた「錯覚」といえるかもしれない。

現実の相場を振り返っても、2013年は株高と円安とが対になって動いてきた。マトリックス表は1円刻みの円の対ドル相場を縦項目に、500円刻みの日経平均を横項目にとり、2012年11月13日以降の東京市場午後5時現在の円相場と、日々の日経平均終値がどのボックスに入っていたかを示している。

スタート地点が左上の隅、そして円安・株高と円高・株安を繰り返しながら、対角線上を右下の隅に向けて動いてきたのが、この1年間の円相場と株式相場だった。企業に真の実力がついてきたのならば、左上から右下にかけての対角線から外れて、円高・株高の流れが見えても良さそうだが、その兆候はうかがえなかった。

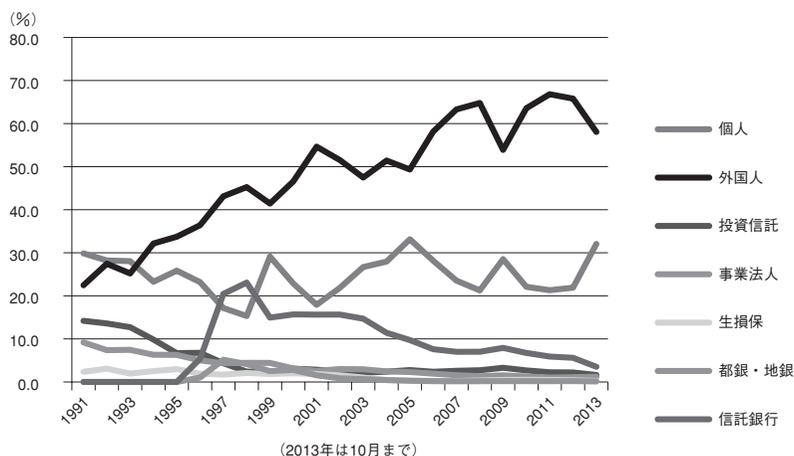
割安修正、世界的な株式への資金流入、円安効果の3要因のうち、どれが最も東京株式相場を左右したかは、何ともいえない。いずれにしても、このまま推移すれば年間上昇率は1952年の118.38%、1972年の91.91%、1951年の62.95%、1960年の55.07%に続いて、戦後5番目になりそうだ。

1951年から52年にかけては朝鮮戦争特需が日本経済の起爆剤になり、戦後復興が急速に進んだ。1960年は58年6月から始まった岩戸景気の3年目。「銀行よ、さようなら、証券よ、こんにちは」という流行語も生まれ、投資信託ブームが起きた。1972年は日本列島改造論を旗印にした田中角栄内閣が7月に発足し、金融緩和も相まって多くの企業が土地投機に走り、あふれ出た資金が株式市場に流れ込んだ。

この点、2013年の株高を支えたのは、資金需給に関しては圧倒的な外国人投資家の買いだった。2市場（東京・名古屋）投資主体別売買動向によると、野田・前首相が衆院解散を宣言した2012年11月第2週（12～16日）から13年11月第2週（11～15日）までの1年間の外国人の買い越し額は、14兆1,320億円に達した。集計期間を年初（1月）から11月第2週までとすると、12兆297億円の買い越し、年度初め（4月）から11月第2週までとすると、8兆2,821億円の買い越しだった。

これに対して、個人投資家と、年金などを預かる信託銀行（投資信託による売買分を除く）が大幅な売り越しとなった。いずれも2013年11月第2週までの売り越し額だが、12年11月第2週からでは個人が7兆614億円、信託銀行が4兆7,863億円、年初からでは個人が6兆149億円、信託銀行が4兆1,088億円、年度初めからでは個人が5兆7,588億円、信託銀

(図表3) 投資部門別の売買代金シェア



行が1兆8,989億円だった。

外国人の買い越し額、個人の売り越し額とも過去最高のペースである。個人は株式保有が高齢者に偏っていることもあり、株式相場の上昇を見て、これまで購入後に値下がりし、仕方なく塩漬けにしていた株式を手放しているものと思われる。2014年から株式の譲渡益に対する所得税の税率が現行の10.147%（復興特別所得税を含む）から20.315%（同）に引き上げられることも、個人が株式を売る1つの要因だ。

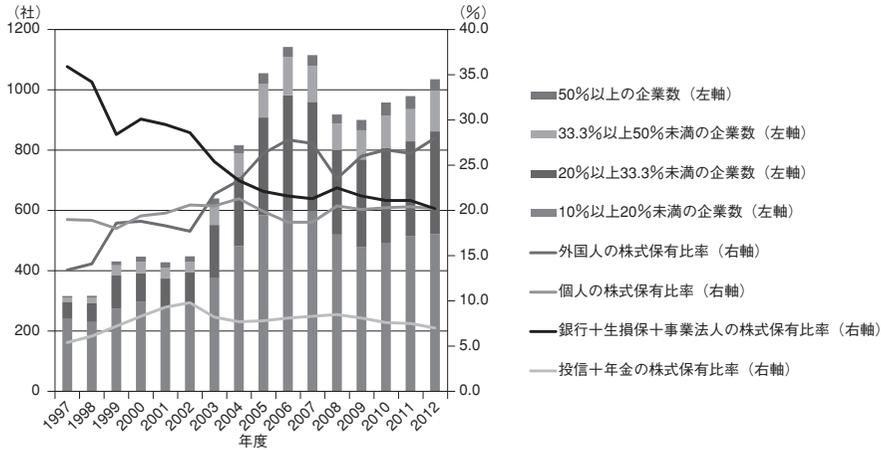
信託銀行の売りは株価の上昇に伴う年金基金などのリバランスが引き起こしている。例えば公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人は6月7日に10年ぶりに基本ポートフォリオを見直した。国内債券の比率を67%から60%に下げると同時に、国内株式を11%から12%へ、外国株式を9%から12%へ、外国債券を8%から11%へ引き上げた。

ただ、この修正は基本ポートフォリオからかなりずれていた現実のポートフォリオに基本ポートフォリオを合わせたという側面が大きく、これで公的年金による日本株買いが大きく増えたわけではない。株式相場が上昇し、運用残高に占める国内株のウエートが12%を上回るようならば、この水準に戻すための売りが出ることは変わらない。

外国人以外に買い手が見当たらない株価上昇だったわけだが、そろそろ外国人依存のこんな状況から抜け出すための議論を始める必要もあるだろう。グラフは投資部門別の売買代金シェア（委託売買代金に占める割合）の推移を示している。2013年はやや低下して58.1%（10月末まで）になったとはいえ、相変わらず圧倒的な存在感だ。

売買代金シェアは1993年には個人が28.0%、外国人が25.2%と個人が上回っていた。と

(図表4) 株式保有構造の変化と外国人投資家の存在感



ころが、94年に外国人が他の投資部門をおさえてシェアトップに立ち、その後、国内機関投資家の存在感低下をよそにどんどん地歩を固めて、2001年には54.6%と初めて過半を占めるに至った。

外国人投資家の存在感の高まりは日本市場に限ったことではないが、名目国内総生産(GDP)で世界第3位の経済大国の株式市場が、10年以上も外国人の顔色をうかがう構図は、もう漫画といってもいいであろう。

11月中旬に見たあるテレビ番組では、株式のトレーディングルームに降りてきた大手証券会社の経営トップが相場の強さを知るために、現場の担当者に外国人の売買動向を尋ねる画像が流れていた。市場関係者の朝の最初のあいさつが「きょうは買い越し？」(外資系証券会社経由の買い注文が売り注文を上回っているかどうかを尋ねる表現)になって久しいが、もう証券会社の経営トップですら、その構図を疑問に思わなくなった様子だ。

外国人投資家の存在感の高まりには、別の角度からも影響を考えておく必要がある。グラフに示すように、2005年度から07年度にかけても外国人投資家の存在感が高まったことがある。ピークだった06年度には、外国人の株式保有比率が10%以上だった企業が1,142社に達した。

会社解散請求権を持てる10%、放送局などの外国人保有制限比率である20%、特別決議の成立を阻止できる33.3%、取締役を選任できる50%の4つの水準を基準に、外国人の株式保有比率別の企業数を見ると、2006年度は10~20%が601社、20~33.3%が381社、33.3~50%が127社、50%以上が33社だった。合わせて1,142社が外国人株主の存在を意識せざ

るをえない状況だった。

2006年度当時の全上場株式に対する外国人投資家の保有比率は金額ベースで27.8%に達し、企業によっては、アクティビストと呼ばれる「行動する投資家」からのさまざまな要求をかわすのに苦勞を強いられたところもあった。2012年度の外国人の保有比率は28.0%と06年度を上回った。13年度に入り、外国人の日本株買いは過去最高のペースで推移しているため、このままだと30%を超える可能性がある。

となると、企業はますます外国人投資家の存在を念頭に置いた経営をせざるをえなくなるだろう。独立社外取締役の選任要求、利益の適切な分配などは国内投資家の利益にもつながるため、歓迎できる要素もあるが、企業が長期的視野で取り組んでいる不採算事業からの撤退なども、厳しく要求されることは間違いない。

企業全体では十分な利益を上げていても、不採算の国内工場を閉鎖するように求められるケースなどが増えそうだ。日本たばこ産業（JT）が10月30日に、国内9カ所にあるたばこ関連工場のうち、4カ所を閉鎖し、本体社員の約2割にあたる1,600人を削減すると発表したのも、合理的な経営を求める外国人の株式保有比率が33.5%に達していることと無関係ではないだろう。

こうした問題への対処は難しい。企業価値が高まるといっても、国内の雇用は失われる恐れもある。個人投資家や日本の年金基金が当該企業の株式を大量に保有していれば、一時的に雇用が減っても、企業価値が高まる分、保有株の評価が上がり、政府は税収増の恩恵を受けられる。回り回って社会全体の雇用が増える可能性もある。しかし、外国人株主の保有比率が高ければ、メリットは外国人が手中に収め、日本の税収も増えない。

国内の機関投資家が育っていないから、企業が国内の雇用を犠牲にして経営を効率化し、株価が上がっても、恩恵はリスクをとっている外国人に握られてしまい、国内にはツケだけが残される懸念があるのだ。2014年から導入される少額投資非課税口座（NISA）がその第一歩かもしれないが、もっと国内のリスクマネーを株式市場に流入させ、日本の企業と雇用を守るために、知恵を絞る必要がある。

冷静に考えると、2013年度はようやく日本経済が正常化する芽が出てきたところで、まだ民間部門の自律的な経済成長が実現して、政府債務の対GDP比率が縮小に向かうといったゴールへの道のりは遠い。もっぱら期待感だけで先に上昇してしまった株式相場に現実が追いついてくるかどうかは、もう少し、様子を見なければなるまい。

アベノミクスと呼ばれる安倍晋三政権の経済政策も、「第1の矢」の大胆な金融政策こそ奏功しているものの、「第2の矢」の機動的な財政政策は従来型のバラマキ政策と大き

な違いはないようだし、「第3の矢」の民間投資を喚起する成長戦略は予想通りに既得権益層に阻まれ、大きな前進を見ることができない。

その「第1の矢」は、日銀が4月4日の金融政策決定会合で導入を決めた異例の金融政策に集約されるのだが、異例である分、日銀が取っているリスクも異例であることを念頭に置かなければならない。つまり、日銀が金融政策によって時間稼ぎをしている間に、日本経済が本当に再生しなければ、ツケだけが残る恐れがあり、最悪の場合、財政破綻の恐れも否定できない。

もう1つ気になるのは、大胆な金融政策を講じているのは日本だけではないことだ。米国でも中央銀行が米国債と住宅ローン担保証券（MBS）を毎月850億ドルずつ買い入れる「大規模資産購入プログラム」を進めている。ところがバーナンキ連邦準備理事会（FRB）議長が5月22日に買い入れ額を段階的に縮小する方針を表明したところ、新興国通貨が急落するなど、世界の金融・資本市場は大荒れになった。

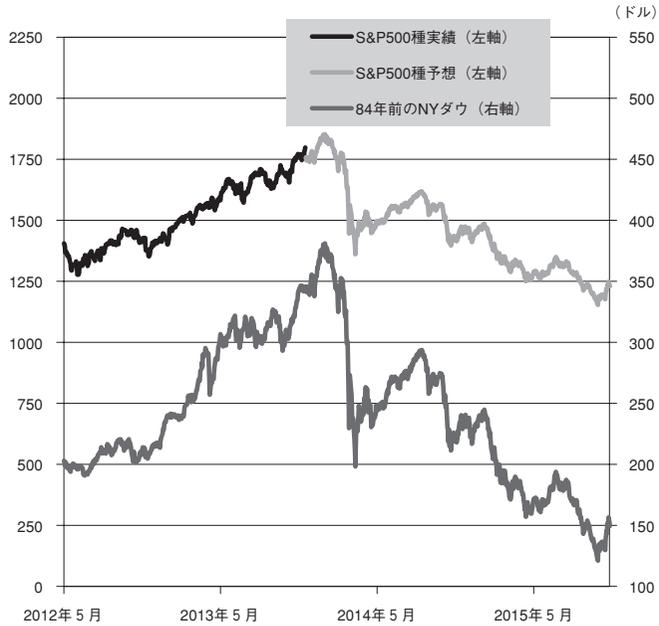
結局、米国は当初9月ごろからと予想されていた資産買い入れ額の段階的縮小に踏み切れないままだ。欧州中央銀行（ECB）も11月7日、政策金利である市場調節金利を0.25%引き下げ、過去最低の0.25%にすることを決めた。このように世界の主要中央銀行が金融緩和競争といてもいい状態に走り、もっぱら不動産や株式などの資産価格が押し上げられているのが、2013年11月現在の世界経済の姿だ。

日本経済の再生を確実にするためにも、2013年のような株式相場が14年以降も続いてほしいと願っている市場関係者は多いだろう。しかし、チャート分析で著名なトム・デマーク氏は、ブルームバーグ・ビジネスウイーク（電子版）の10月14日号に、2012年5月以降のニューヨーク・ダウ工業株30種平均の動きが、1928年1月から29年10月の暗黒の木曜日の大暴落に至るダウ平均の動きとよく似ていることを示すチャートを掲載した。

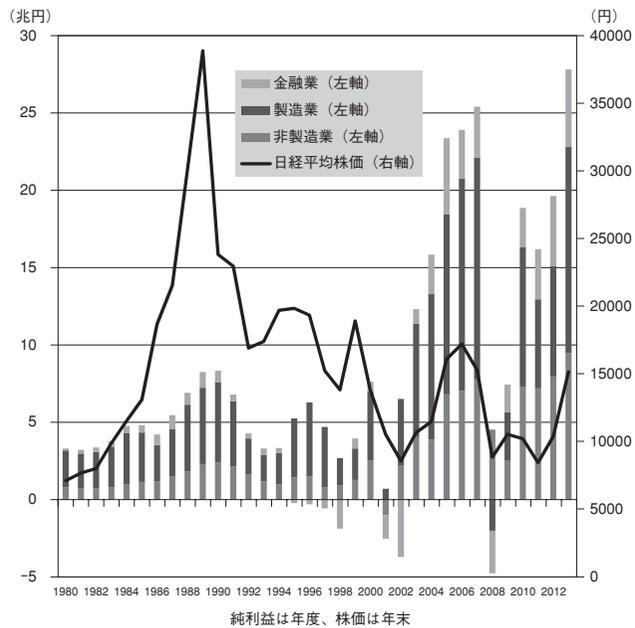
グラフはデマーク氏が作ったオリジナルのチャートではなく、左の縦軸と右の縦軸との倍率を合わせたうえで、最近のS&P500種の推移を、84年前のダウ平均の様子と重ね合わせて描いたものだ。上下の変動幅は84年前に比べて今回はやや小幅という印象があるが、84年前と今日との日付を合わせ、散布図を描いて決定係数（R²）を見ると、11月15日現在で0.931という高さになっている。株高のユーフォリア（陶酔）はいずれ終わるということであろう。

では、株高傾向を2014年も持続させるためには、どうすればいいのだろうか。幸いにして今の日本では、1980年代後半のバブル局面のように、株価水準が企業業績に比べて極端に割高になっているわけではない。グラフが示すように、2013年度の上場企業（見通しが

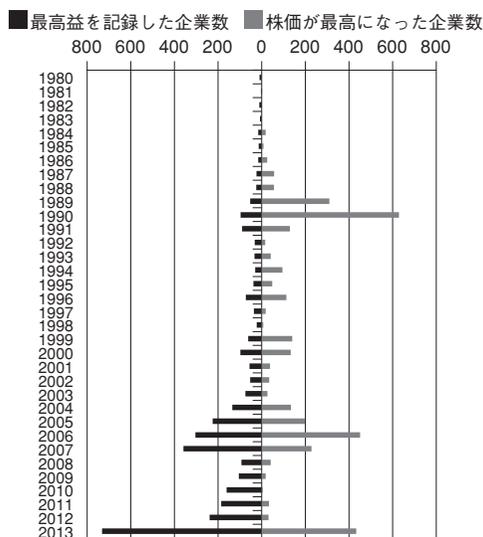
(図表5) 米国の株価が84年前と同じ軌跡をたどると…



(図表6) 上場企業の純損益と日経平均株価



(図表7) 業績のピークと株価のピーク



立たない電力会社を除く)の純利益は合計で27兆8,469億円と、これまでの最高だった2007年度の25兆4,363億円を9.5%上回る見通しだ。

ところが、日経平均は1989年末に付けた最高値3万8,915円の4割にも満たない水準で推移している。89年度の上場企業の純利益の合計は8兆2,700億円だった。①かつては単体決算がほとんどで現在は連結決算が主体になっていること、②大手銀行など途中で経営統合があった企業の経営統合前の利益がカウントされていないこと、などを考慮しても、今日の株式相場は企業の収益力をきちんと評価していない。

個別企業を見ても、利益のピークは2013年度なのに、株価のピークは1990年という企業が多い。3,516社の上場企業のうち、2013年度の純利益が過去最高になると予想(一部は実績)しているのは、20.8%に当たる732社だ。ところが、2013年に80年以降の株価の最高値(権利落ち修正済み)を付けたのは、11月15日現在で12.3%に当たる433社にすぎない。

今の上場企業のうち、17.9%に当たる629社は、1990年に株価のピークを付け、それから23年が経過しても当時の水準を上回ることができないのである。

こうした状態を返上するために、まず企業は市場参加者の関心が自社の収益に向かうように、最低でも10%の自己資本利益率(ROE)が中長期的に確保できるような経営を心掛ける必要があるだろう。企業自身が経済の成長エンジンであることを自覚し、将来に向けて積極的に投資をしていくことが重要だ。独立社外取締役の導入など、経営の透明性を高め

る努力も欠かせない。

一方、投資家の側は外国人投資家に奪われつつある「企業評価の仕事」を国内に取り戻す必要があるのではないか。直接投資か、投資信託を通じた間接投資かを問わず、個人に株式保有を促すためには、①NISAの使い勝手の大幅改善、②配当所得に対する二重課税の解消、③投信の運用報酬や販売手数料の引き下げ、などが欠かせない。

証券会社も目先の利益を追わずに、証券市場の長期の発展を視野に入れて、地道な経営努力を続ける必要があるようだ。2013年の株価上昇は目指すべき大きな山の1合目か2合目にすぎないのではないだろうか。ここで功を急げば、本当の頂上にたどり着く前に、がけから転げ落ちる可能性がある。

