今月の焦点

国内経済金融

金融危機下のわが国株式相場の今後について

渡部　喜智

日経平均株価は一週間で 24%の暴落

第二次世界大戦後、最悪と言われる世界的な金融危機の中、景気についても一段の悪化（後退）懸念が強まっている。このため、企業業績の悪化も、銀行や証券などの金融セクターのみならず、他の一般企業へ波及・拡大し深まりを見せている。

これを受け、株価は世界的な連鎖安の状態に陥った。MSCI 世界株価指数（投資可能・現地通貨ベース）は、8 月末に比べ直近の安値時には 3 割以上下落。また、ブルーム社推計の世界の株式時価総額は 8 月末に 47.5 兆ドル（1 ドル＝100 円換算で 4,750 兆円）程度あったのが、直近の最安値時には 31 兆ドル（同 3,100 兆円）まで減少した。

わが国の株式相場に目を転じると、その下落は主要先進国の中で、最も大きな部類に入る。代表的株価指数である日経平均株価（225 種）で見ると、10 月 6 日～10 日の一週間に 24%超の暴落。10 月 24 日には 8,000 円を割り込み、8 月末の水準に比べ 4 割超下げている。また、一日の上下動（変動幅）も極めて大きくなっており、10 月 14 日には一日の同指数の値幅（日中の高値－安値の差）が 1,047 円（12.7%）に達し、まさに乱高下ぶりを見せた（第 1 図）。

第1図　日経平均株価の動向（日足）

Bloomberg（日経新聞社）データより作成

わが国金融機関のサブプライム問題に関連した損失は相対的に小さく、信用不安の悪影響も限定的なはずである。それにもかかわらず、わが国の株式市場はパニックともいうべき深刻な混乱となった。

需要面から言っても、外国人の大幅な売り越しに加え、生保や銀行など金融機関、株式投信も売り手に回り、それを「信託口」を通じ年金などが買いを入れるという「買い手不在」の構図が顕著になっている。悪材料の続出による売り圧力に抗するには、買い手側の隊列は極めて弱い状態なのだ。

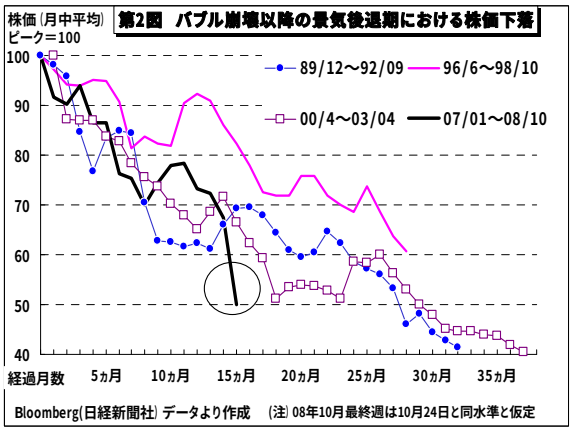
バブル崩壊後の景気後退時の株価下降

それでは、株価指数の下値をどのように見たら良いだろうか。景気後退時の株価下落の経験則から、日経平均株価の月中平均の動向により、一つの目途を考えたい。

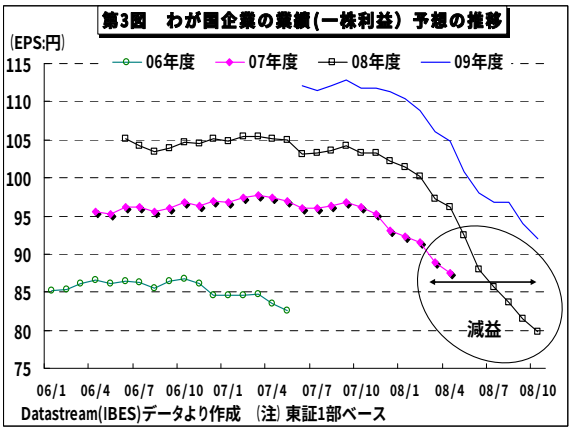
株価は実体経済のピーク（山）とボトム（谷）の動きである景気循環に対し先行性があると言われる。

株価の高値は、昨年(07 年)7 月初旬に米証券大手ベア・スターンズの傘下ファンドが事実上の破綻した直後であった。これに対し、景気ピークアウト時期の正式な判断は内閣府・経済社会総合研究所の検討を待たねばならないが、内閣府が作成する「景気動向指数」の動きなどから、景気のピークを昨年第 4 四半期（10～12 月）とする見方も多い。それに比べると、株価の高値の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます



第2図　バブル崩壊以降の景気後退期における株価下落



第3図　わが国企業の業績（一株利益）予想の推移

方が 1 四半期先行していたことになる。

日経平均株価の月中平均で見ると、昨年 7 月から直近まで 5 割程度に下落している。一方、バブル崩壊後の過去 3 度の景気後退期の下落を見ると、1 回は 4 割程度、残りの 2 度は 6 割程度であった(第 2 図)。この歴史的経験則から言って、今回すでに高値から 5 割調整したことで下落が最終局面に入ったという見方も首肯できないものではない。また、後述のように値ごろ感が出て来た銘柄も増えているのは確かである。

ただし、かつての「不良債権」問題という重荷が軽くなったとはいえ、内需の成長期待が低下するとともに、世界的な金融危機と景気後退の両面のリスクは慎重に見るべきではないかと思われる。

利益の減益・下方修正がしばらく続く公算

株式アナリストの利益予想は、今年度に入り下方修正の傾向を示してきた（第 3 図)。

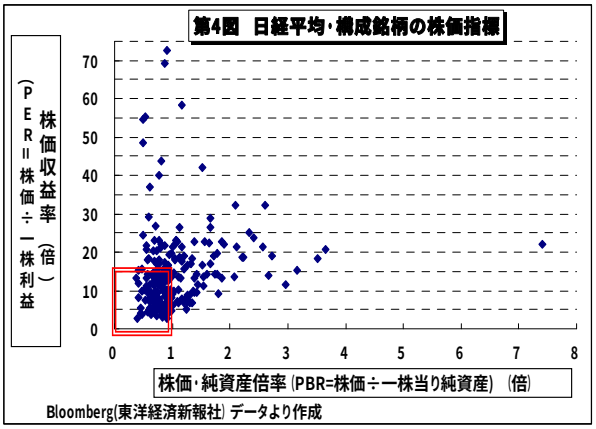
現在、上場企業の 9 月中間決算の発表が進んでおり、これを受けて株式アナリストの利益予想の見直しが行われる。

原油など国際商品市況の急落によりコストが以前の想定よりも下がるメリットはあるものの、世界的な景気悪化と急速な円高が業績の足を引っ張る可能性はさらに大きいだろう。そのリスク・シナリオを反映し、アナリストの利益予想は下方修正される公算が大きい。すでに 08 年度の利益予想額は 07 年度を下回る減益となっているが、今後さらに減益率が大きくなることは、株価浮上を抑える要因となると見るべきだろう。

割安感のある銘柄は増えている

当面の利益見通しははかばかしくないが、株価急落に伴い割安感のある銘柄は増えている。日経平均株価の構成銘柄について、解散価値の面から株価純資産倍率（PBR）と収益性の面から株価収益率（PER）を見ると、ＰＢＲが１より小さく、ＰＥＲが 15 倍を割っている銘柄は 130 程度に達する（第 4 図)。また、配当利回りも東証 1 部全体で 2%台に上昇している。

継続的に利益を積み上げて行ける技術・商品力やマーケッティング力を備えている主要企業の投資指標は、株価下落で低位となっており、長期投資の観点からの銘柄選びは、重要性を増している。　（08.10.24）



第4図　日経平均・構成銘柄の株価指標

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます