

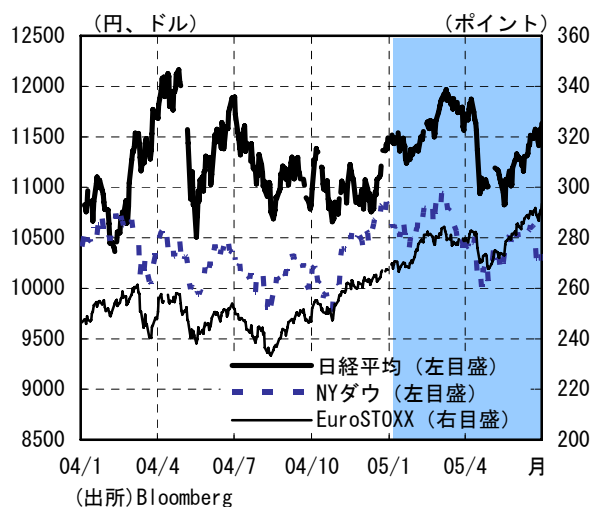
### 3. 株式市場

株価は、3月上旬にかけて一時強含む局面もあったが、国債市場と同様、先行きの景気回復ペースについての見方が慎重化するもとの、上昇力に乏しい展開となった。日経平均株価は、昨年後半と同様、1万円から1万2千円の比較的狭いレンジで推移し、6月末時点で、昨年末とほぼ同水準の1万1千円台半ばとなった。

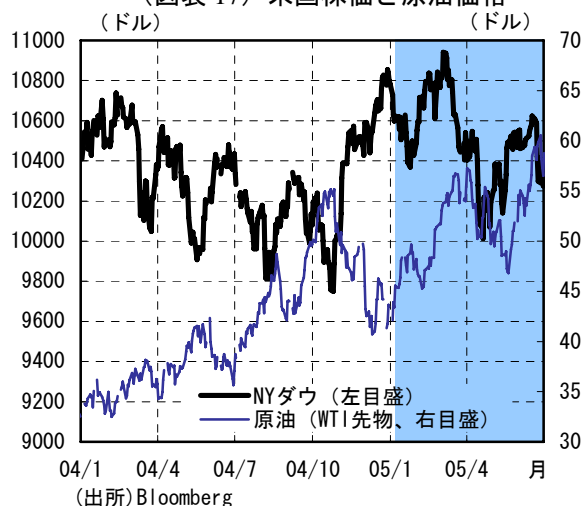
本年前半の株価の推移をみると、年明け後は景気の踊り場脱却に対する期待が強まったことを背景に、3月初にかけて昨年4月（12,163円）以来の高値となる11,966円（3/9日）まで上昇した（図表16）。もっともその後は、原油価格が既往最高値を超えて上昇し、米国など海外経済の減速懸念が強まるなかで、海外株価が下落に転じた（図表17）。わが国株も、輸出の先行き等に対する懸念が強まったことに加えて、中国での反日デモ（4/16日）をきっかけに、相場の牽引役となってきた中国経済との関連が相対的に強い業種（中国関連業種）の株価が大きく下落したこともあって（図表18）、昨年12月以来となる1万1千円割れの水準まで低下した。その後、6月中旬にかけて欧米株価が持ち直した後も、わが国株価の上昇力は比較的弱いものに止まった。なお、7月以降は、やや強めの経済指標の発表が続いたことや欧米株価の上昇などから幾分強含んでいるが、引き続き3月の年初来高値を下回る水準で推移している。

このように、本年前半中、わが国株価の上昇力が乏しい展開となった背景は、基本的には、①景気が踊り場を脱する時期についての市場参加者の見方が徐々に慎重化したもとの、企業収益見通しを下振れしたことにありとみられるが、②需給面では、近年最大の買い手となってきた海外投資家の日本株買いが4～6月期には一服したことが挙げられる。

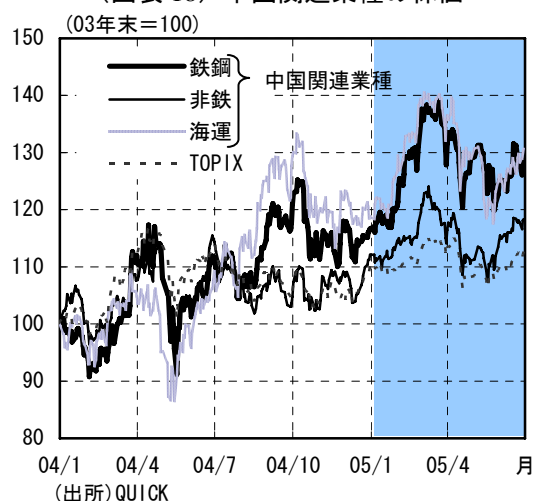
（図表16）内外株価



（図表17）米国株価と原油価格

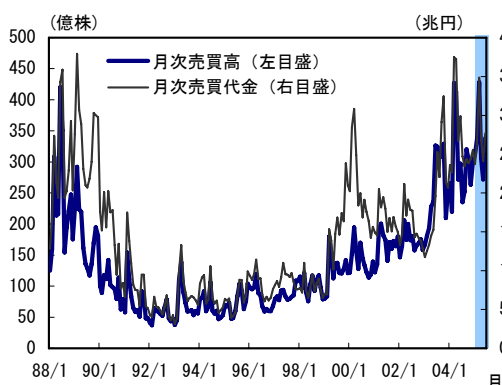


（図表18）中国関連業種の株価



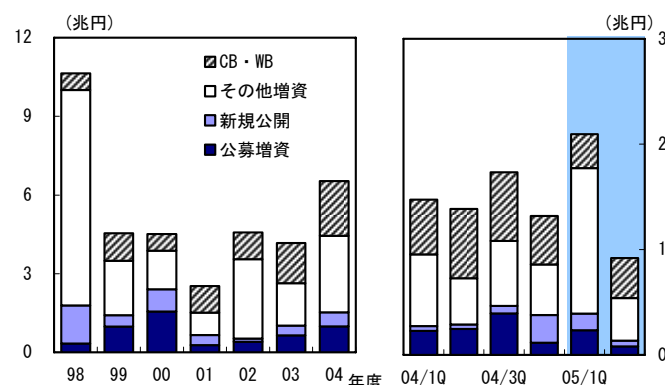
この間、流通市場では、売買高、売買代金とも比較的高い水準が続いている（図表 19）。また、エクイティ・ファイナンスは、1～3月は事業再生関係の大型増資がみられたことから増加したものの、4～6月は、株価が伸び悩んだことやボラティリティが低水準で推移したことから CB 発行・公募増資等が低調となり調達額は減少した（図表 20）。

（図表 19）株式売買高等



（注）東証一部。  
（出所）東京証券取引所

（図表 20）エクイティ・ファイナンス



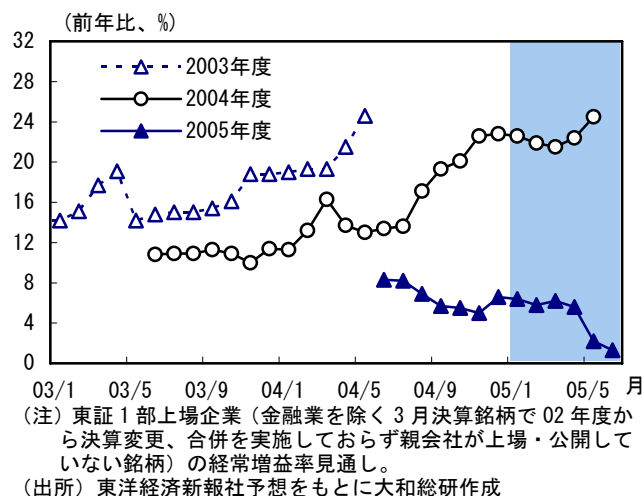
（注）その他増資には、株主割当、第三者割当が含まれる。  
（出所）日本証券業協会

（企業収益見通しの慎重化）

わが国株価は、やや長い目でみると、03年4月にバブル崩壊後の最安値を更新したあと反発し、03年8月に1万円台を回復して以降は、基本的に1万円～1万2千円の範囲内での動きとなっている。03年からの2年間でみれば、企業収益自体は大幅な増益を続けていたほか、中期的な成長期待も概ね維持されており、こうしたファンダメンタルズに比してみると株価は上昇力を欠く状況が続いた。このことは、PER（株価収益率、予想収益ベース）がこの間低下傾向を辿ったことにも顕れている。なお、PERの水準は、03年以降、米欧と概ね同水準で推移している。

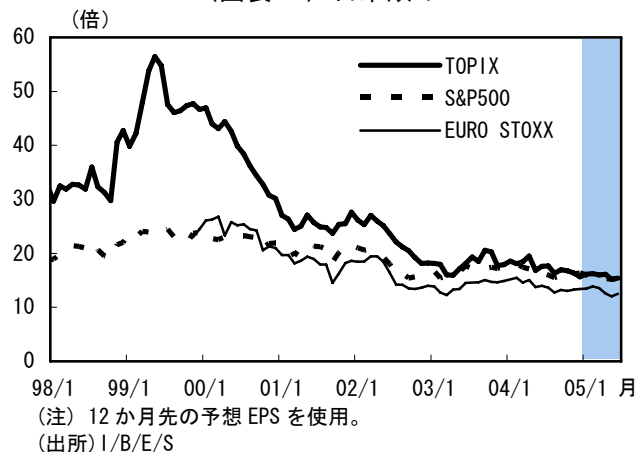
本年入り後は、05年度の企業収益の伸びに関する見通しがやや慎重化しており（図表 21）、先述の通り基本的にはこれが本年前半の株価上昇力の弱さの一因と考えられる。もっとも、PERも引き続き緩やかながら低下しており（図表 22）、

（図表 21）企業の収益見通し



（注）東証1部上場企業（金融業を除く3月決算銘柄で02年度から決算変更、合併を実施しておらず親会社が上場・公開していない銘柄）の経常増益率見通し。  
（出所）東洋経済新報社予想をもとに大和総研作成

（図表 22）日米欧の PER



（注）12か月先の予想EPSを使用。  
（出所）I/B/E/S

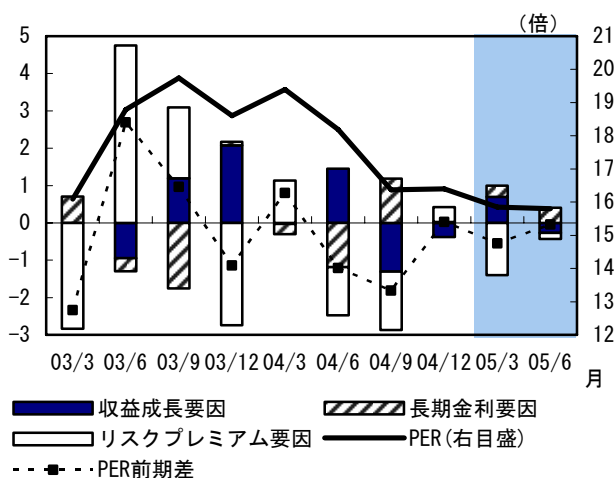
株価が収益見通しによって説明される以上に低下している可能性を示唆している。因みに、近年における PER の低下を、収益成長要因・長期金利要因・リスクプレミアム要因に分解してみると、本年前半もリスクプレミアムの拡大が株価押し下げ方向に寄与する形となっている（図表 23）。こうしたリスクプレミアムの動きも、市場における先行き不透明感の根強さを示唆しているとみられる。

### （海外投資家の動向）

わが国株式市場では、中期的な傾向として、銀行、生命保険会社、企業年金といった国内投資家が保有株式の削減を進める一方、海外の投資家が主たる買い手となる形で、海外投資家の株式保有比率が高まってきている（図表 24）。本年前半（とくに 4～6 月）は、海外投資家の買いが減少し、こうした傾向がやや一服している。

近年の国内投資家の株式削減傾向は、銀行、生命保険会社、企業年金に対する規制や格付け等、リスク抑制的な環境の強まりが背景にある。例えば、銀行は、持合い解消の進展、銀行株式保有制限法への対応を進めた。また、生命保険会社では、ソルベンシー・マージン比率の改善や、資産・負債の期間のマッチングを重視した運用方針を採用する先が増加した。企業年金では、制度変更を受けて、代行返上が増加したほか、予定利率の引下げも相次いだ。本年前半中も、基本的には同様の傾向が続いたとみられるが、4～6 月はこれら国内投資家の株式削減ペースがやや鈍化した（図表 25）。

（図表 23）PER 前期差の要因分解



（注）リスクプレミアムは、以下の収益割引モデルを元に算出。同モデルでは、株価は将来の収益の割引現在価値に等しいと考える。

$$P = \frac{D}{1+R+\rho} + \frac{D(1+g)}{(1+R+\rho)^2} + \frac{D(1+g)^2}{(1+R+\rho)^3} + \dots = \frac{D}{R+\rho-g}$$

ここで、Pは株価、Dは一株当たり収益、Rはリスクフリーレート、 $\rho$ はリスクプレミアム、gは名目期待成長率として表される。データは、Pに株価（TOPIX）、Dに12ヵ月後予想EPS、Rに10年国債利回り、gには長期的な収益成長率に関するコンセンサス予想を用いた。

（出所）I/B/E/S、Bloomberg

（図表 24）主体別売買動向

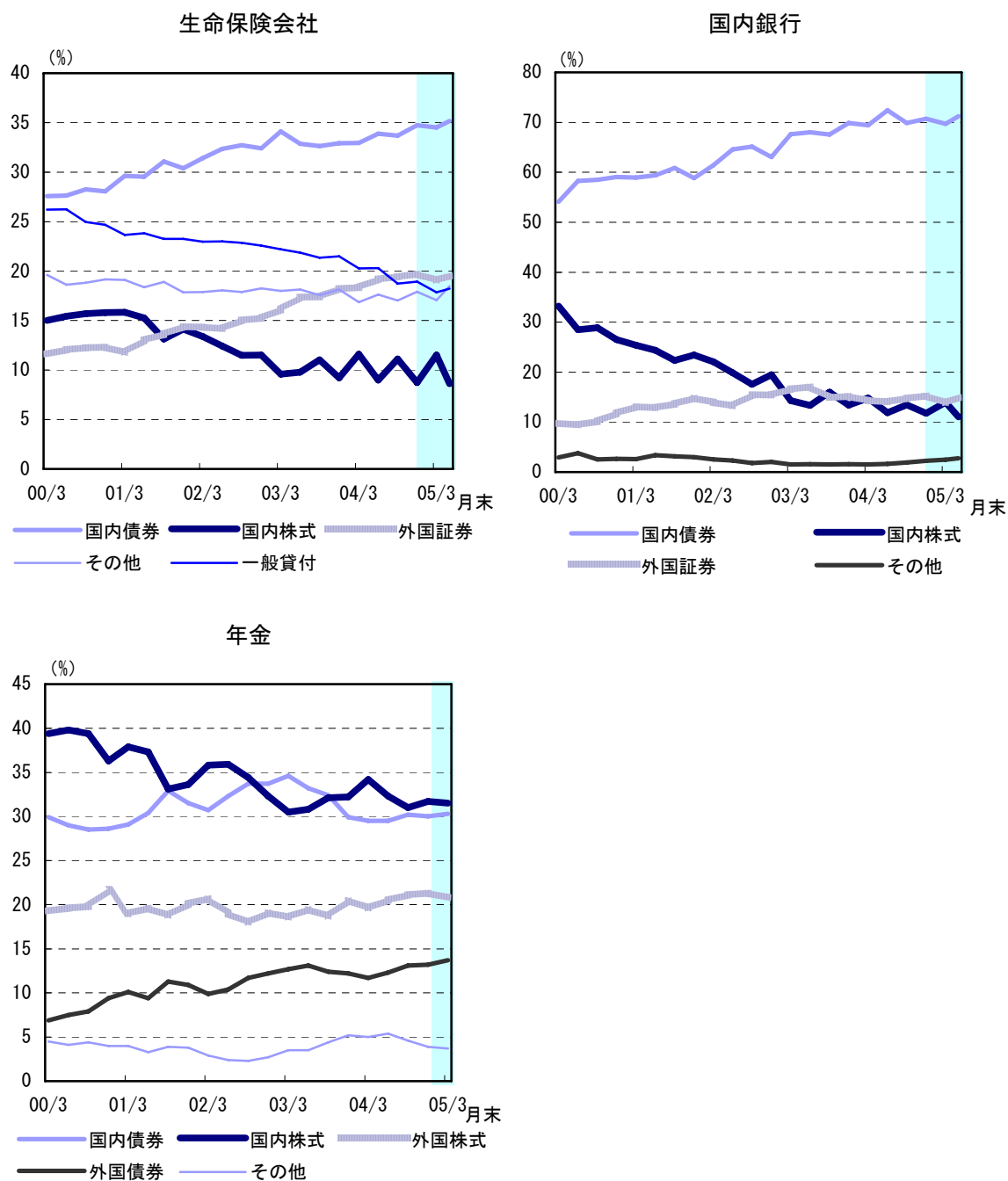
（▲は売り越し、億円）

	2002年	2003年	2004年	2005年	
				05/1~3	05/4~6
保険	▲ 8,271	▲11,070	▲ 5,176	▲ 2,862	▲ 504
銀行	7,980	▲58,039	▲43,954	▲15,207	447
都長銀・地銀	▲12,950	▲14,796	▲10,221	▲ 2,843	▲1,162
信託銀行	20,930	▲43,243	▲33,733	▲12,364	1,609
投資信託	▲ 386	▲ 1,416	4,636	▲ 1,215	3,116
事業法人	4,122	▲ 2,245	▲ 1,750	▲ 927	2,978
外国人	7,598	82,134	76,522	23,326	3,070
個人	▲ 3,456	▲16,520	▲36,726	▲ 3,761	▲6,679

（注）三市場（東証・大証・名証）1・2部合計。

（出所）東京証券取引所

(図表 25) 国内大手投資家の資産運用動向

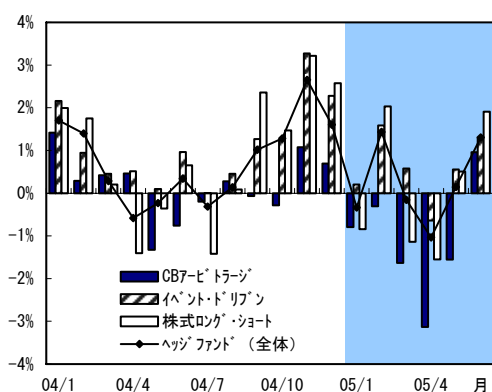


(注) 1. 生命保険会社は、生命保険協会に加盟している 39 社。直近は 05/5 月末。  
 2. 国内銀行は、銀行本体の設立根拠が国内法に準拠している銀行（日本銀行・政府関係機関を除く）を示す。直近は 05/5 月末。  
 3. 年金は、信託銀行（信託合同口）における資産配分割合を算出したもの。直近は 05/3 月末。  
 (出所) 生命保険協会、日本銀行、年金情報

一方、海外投資家の日本株買いは、1～3月中は昨年までと同様に旺盛であったが、4～6月は3ヶ月連続で低水準に止まった。この時期は、米国の大手自動車メーカー（GM・フォード）の格下げの影響で、ヘッジファンドの運用パフォーマンスも大きく低下するなど（図表26）、グローバル投資家のリスク許容度が低下していた時期である。その影響がわが国株式市場への投資姿勢にも及んだことが、需給面から株価の上昇力を抑える一因となった可能性もある（図表27）。GMおよびフォードの格下げの影響は、欧米市場でも6月以降落ち着いてきており、7月入り後は海外から日本への株式投資規模も徐々に回復しつつあるが、今後再び昨年末までのような勢いを取り戻していくかどうか注目される。

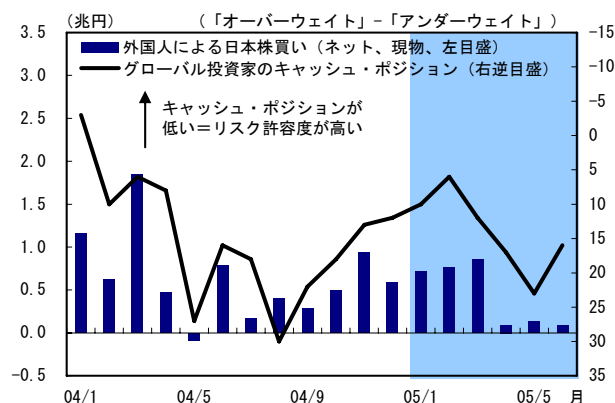
この間、個人投資家は、流通市場では大幅な売り越しが続いているものの、発行市場での購入も含めれば小幅の買い越しになっているとみられる。ネット取引の増加等を通じて、新興市場を中心に市場での存在感が高まってきているほか、新年度入り後は株式投信を通じる投資も幾分増加してきている。個人投資家の動きが今後どのようなようになっていくかも、株式市場の中期的な需給動向に影響する重要な要因である。

（図表26）ヘッジファンドの運用パフォーマンス



（注）月次収益率。  
（出所）CSFB/Tremont

（図表27）海外投資家による日本株買い



（注）「グローバル投資家のキャッシュ・ポジション」は、メリルリンチのファンドマネージャー調査において調査対象となった投資家が、それぞれの持つベンチマークと比べ、キャッシュ保有比率を「オーバーウェイト」と答えた先の比率から「アンダーウェイト」と答えた先の比率を引いたもの。ここでは、この値が小さいほど、投資家のリスク許容度が高まっているとみなした。  
（出所）東京証券取引所、メリルリンチ