

景気に反応しない日本株

2002年12月23日

曾我 純

03年の株価は6,000円に

日経平均株価は一時的に9,000円台を回復したが、再び、8,000円台前半まで押し戻され、バブル後の最安値更新を窺っている。右肩下がりの長期経済トレンドが株価の下値を切り下げている最大の要因だ。名目GDP（国内総生産）の本格的回復が見込まれるまでは、だだ下がりという底なし沼から抜け出すことはできないであろう。長期経済トレンドが下向きになっていることに加え、短期循環も下降する状態にあり、株式にとっては最悪の事態に直面しているといえる。バブル期以降で最安値近辺にあることから、底入れするのではないかと判断している投資家もいるとおもいますが、経済指標や信用の状態は「株式売り」のシグナルを発している。

02年の年間ベースの株価下落率は20%前後になり、00年以降3年連続減だ。が、民間経済が極度に疲弊しているなかで、「構造改革」一点張りの政策では、日本経済はますます萎縮、デフレは激化することになる。経済の収縮に加えて、底なしに陥っている地価との資産価格の裁定を通して、地価の下落率に株価が収斂していくことは避けられず、03年末の日経平均株価は6,000円程度に落ち込む事態を想定しておくべきであろう。

業況判断、早くも息切れ

12月13日発表の『日銀短観』（12月調査）によると、全規模全産業の業況判断（「良い」 - 「悪い」、%）は-28%と9月比2ポイント改善しただけで、03年3月までの先行きは-31%に悪化する見通しである。企業の業況判断という曖昧な指標からも景気は早くも頭打ちになったことがわかる。業況判断は今年に入って改善していたが、約1年で企業マインドは悪化に傾きつつある。過去の業況判断の回復局面と比較すると、改善がどの回復期間に比べても短命であり、「悪い」が「良い」を上回ったままの回復なき回復といった特徴を挙げることができる。

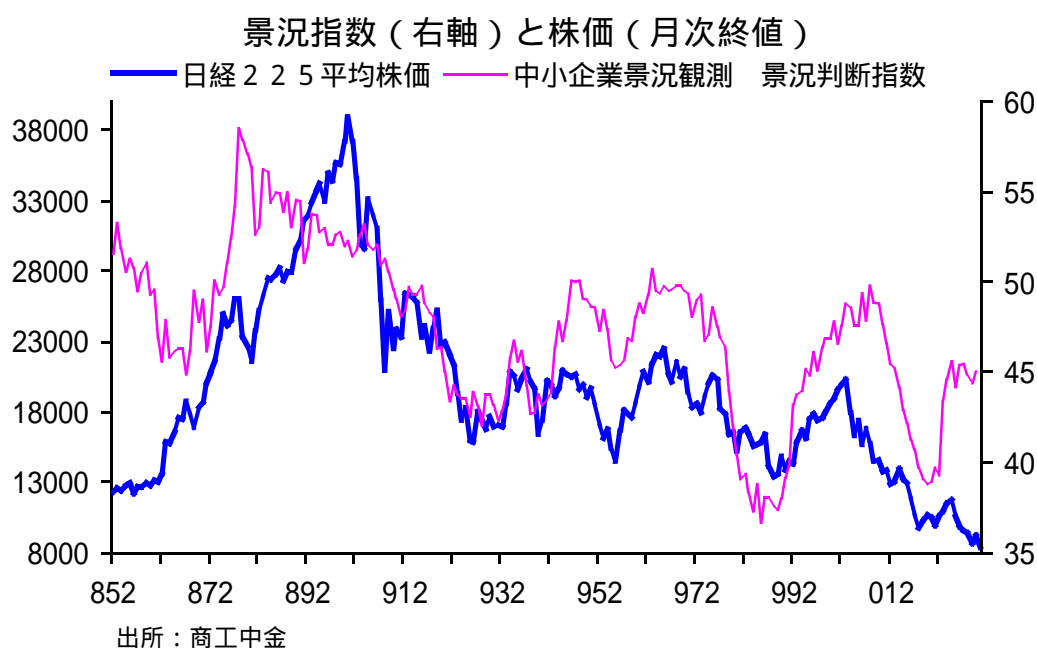
製造業よりも非製造業のマイナス幅が大きく、バブル期にピークをつけてから一度もプラスに浮上していない。なかでも建設、運輸、サービス業などが悪い。企業規模別では小規模企業ほど業況判断の改善は緩やかであり、中小企業の非製造業業況判断は-36%と産業・規模別では最低だ。製造業を規模別に比較しても中小と大企業で

は24ポイントの開きがあり、国内需要低迷を乗り切るために、大企業の中小企業へのコスト転嫁やパイの奪い合いが激しくなっていることが窺われる。

主要自動車メーカーの多くは過去最高益を計上する見通しだが、中小下請け企業にコスト負担を押し付けて収益を拡大した部分が多いはずだ。自動車の大企業業況判断は12月、28%と「良い」が「悪い」を大きく上回っており、全産業で最も好調だが、同じ自動車でも中堅および中小はともに1%であり、大企業との業況判断の格差は大きく、大企業からの値引き要請などの圧力の跡が歴然としている。本来中小企業が手にする利益を大企業が吸い上げているだけなのだ。大企業の利益は増加するが、中小企業の利益は減少し、延いては購買力の低下を招き、自動車も売れなくなることになるのだが。中小企業へのコスト転嫁やリストラによる収益改善だけでは、一時的に個々の企業が回復するだけであり、経済全体の回復にはならないのである。

株価下落を示唆する景況判断

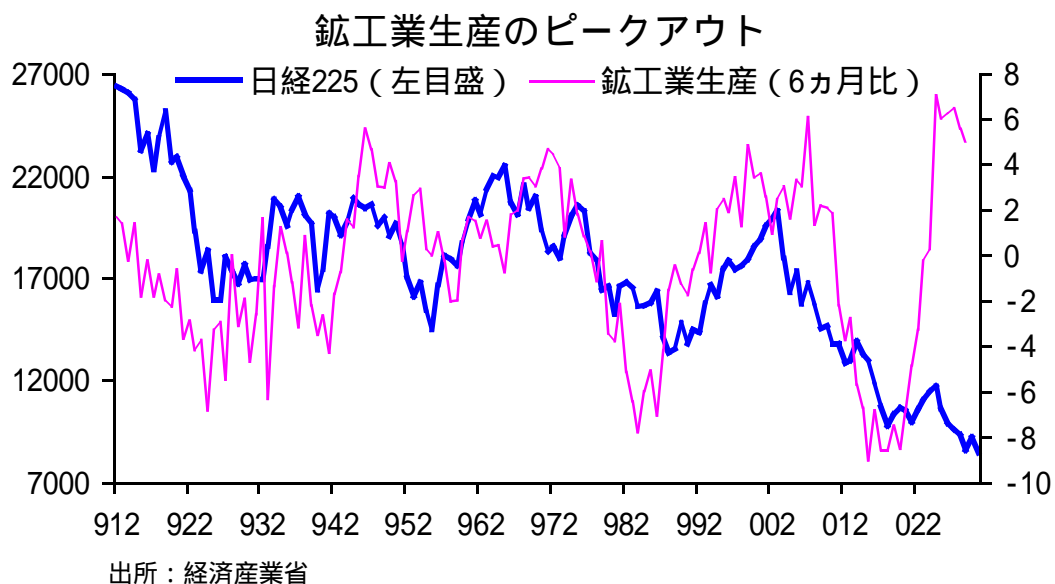
毎月公表されている統計からも、景況感は踊り場に差し掛かっていることがわかる。商工中金の『中小企業景況観測』によると、11月の景況判断指数（50以上であれば前月より景況好転、50以下であれば悪化）は45.0と前月比0.6ポイント改善したが、5月以降は一進一退の状態だ。01年11月を底（38.8）に上



昇していたが、02年5月に45.6をつけてからはこの水準を越えることなく、景況感は足踏みしている。90年代の回復過程では50前後がピークとなっているが、今回の山は50に届かず、景気の短期循環は短命となりそうだ。景況判断指数の前年比増減率と株価を比較したチャートを見ると、従来ほぼ同じ変化を示していたが、01年12月以降の景況判断指数の回復過程では、株価はほとんど反応していないことがわかる。景況判断指数の前年比上昇率はすでに15%を超えており、ピークアウトの時期が間近かに迫っている。景況判断指数が落ち込んでいるときには、株価の下落は免れず、向こう半年の株価動向は下値を摸索し続けることになろう。

生産の回復は在庫積み増しで終了

業況判断の頭打ちは、鉱工業生産指数からも裏付けることができる。生産指数（季節調整値、95年=100）は01年11月の90.4を底に回復し、02年8月には98.1に上昇したが、9月以降は2ヵ月連続の前月比マイナスとなり、生産は上昇から下降に変わりつつある。前年比の伸びは01年12月、-15.5%と過去にないほどの大幅な落ち込みとなったが、02年5月には+3.8%と底から7ヵ月でプラスに転じた。プラスになるまで13ヵ月を要した前回の回復局面に比べて、今回の回復スピードは速い。10月には+5.4%に回復しており、90年代のピークの伸び率に接近してきた。過去のピークの伸びに近づいていることは、これからの伸びは高が知れているということだ。今回、生産が急回復したのは、01年秋から02年春にかけて、過剰在庫処分を一気に進めた結果、適性水準以下に落とし過ぎたことに対する在庫積み増しが発生したからである。

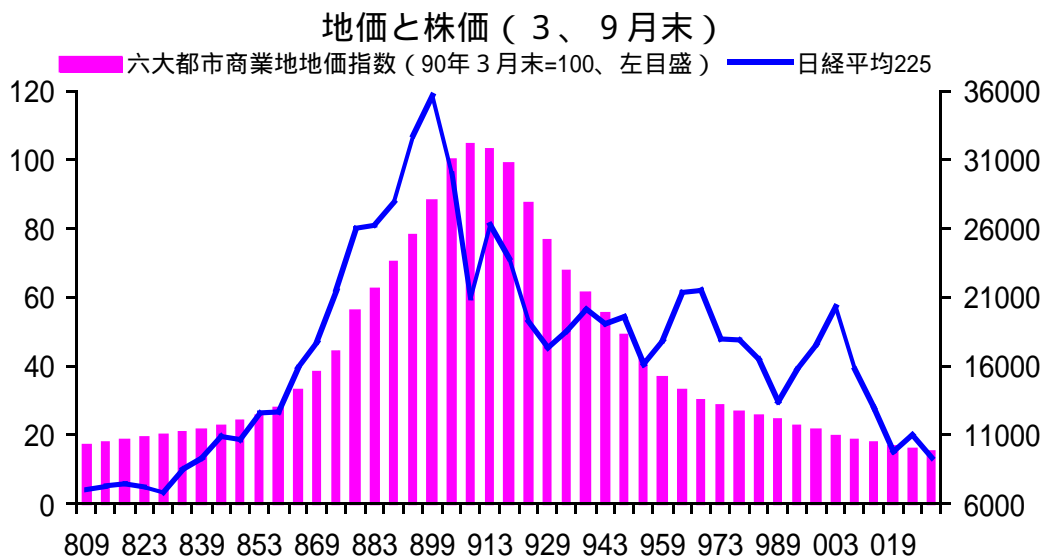


特に、こうした傾向が顕著にあらわれたのは生産財であり、生産の前年比伸び率は01年12月の-18.5%を底に急回復、02年5月にはプラスとなった。だが、その後、生産の足取りは緩慢になり、拡大の余地は狭まってきている。需要はもともと弱いのであるから、在庫の積み増しが終了すれば、生産が一服するのは当然だし、03年3月頃には生産財の生産はピークアウトしていく見通しである。

鉱工業生産指数（6ヵ月比）と株価の相関性がチャートから読み取れるが、景況感指数と同じように、鉱工業生産が急上昇しているにもかかわらず、株価は小反発にとどまり、下げ足を速めている。5月に鉱工業生産はピークをつけ落ち込みつつあることから、株価はそれに引きずられて、バブル後の安値を更新するであろう。

商業地地価はピーク比83.8%減

日本不動産研究所の市街地価格指数によると、9月末の全国全用途平均は前年比6.9%下落した。00年末の日本の土地価額は1,534兆円（内閣府）であるから、6.9%の下落でも106兆円の価値が失われることになる。1年で名目GDPの約5分の1が吹き飛んでいる計算だ。90年から00年までの10年間に920兆円が消滅したが、このペースで地価が下落し続けると、05年には日本の土地総額は1,000兆円前後に減少しよう。



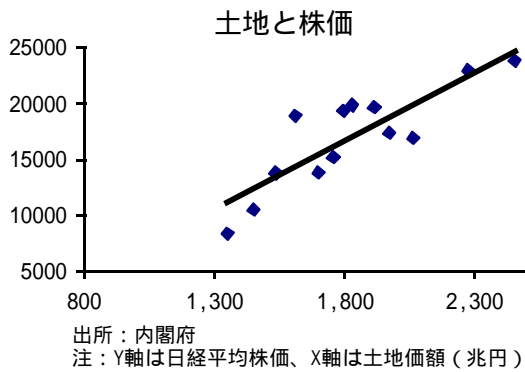
出所：日本不動産研究所
注：3、9月末

全国全用途平均の前年比下落率は98年9月以降拡大し続けている。02年9月末の六大都市全用途平均地価は8.4%減とほぼ一定のマイナス幅で推移しているが、六大都市を除く地価の下落率の拡大が全国地価を引き下げているのだ。地価下落率の拡大は銀行の土地担保貸出に伴う不良債権の増加に結びつく。地価が下落し続ける限り、不良債権は拡大し、銀行の株価が下がるという図式である。銀行株の下落は信用不安を増幅し、株式相場を押し下げる最大の要因になっている。

02年9月末の六大都市全用途平均地価は前年比-8.4%と3月末よりもマイナス幅は0.2ポイント拡大した。商業地は0.2ポイント縮小したが、住宅地と工業地がやや拡大したからだ。マイナス幅が最も大きいのは、銀行の担保になっている割合が高い商業地の10.3%減だ。98年9月末には-9.6%までマイナス幅は縮小したが、その後、再び10%を越える下落が続いている。02年9月末の六大都市商業地地価指数はピークである90年9月末比83.8%減少し、1980年3月以来、約22年ぶりの低水準に落ち込んだ。

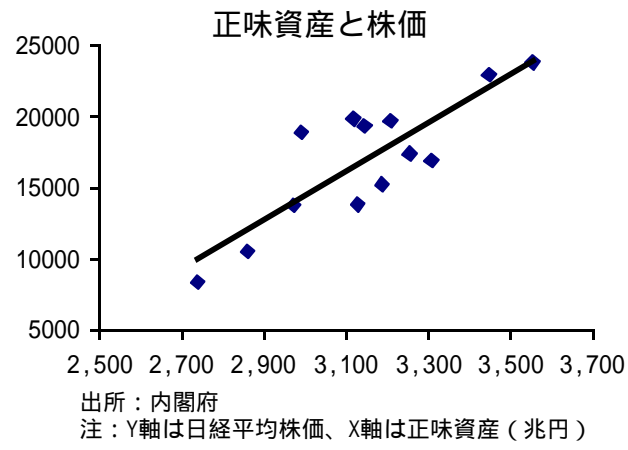
地価に比べ株価は割高

02年12月20日の日経平均株価は8,406円だが、89年末の過去最高（38,915円



）に比べると、78.4%の減少だ。六大都市商業地地価よりも株価の下落率が小さいことから、土地よりも株式を売るという裁定が働くことになるはずだ。土地並みに下落すれば、日経平均株価は6,304円と現状をさらに25%下回ることになる。六大都市商業地の処分はほとんど手着かずの状態であり、土地の処分売りはこれから出てくるであ

ろう。これだけ下落したけれども、土地バブルは完全に弾けておらず、首都圏でオフィスビル供給が大幅に増大する03年には商業地の下落幅は拡大する可能性が高い。03年9月の六大都市商業地が前年比13%下落することになれば、ピークの14.1%になる。これを株価に当てはめれば5,487円となるが、バランスシートの改善が遅れている現状に鑑みれば、想定しておくべき水準だといえるのではないか。

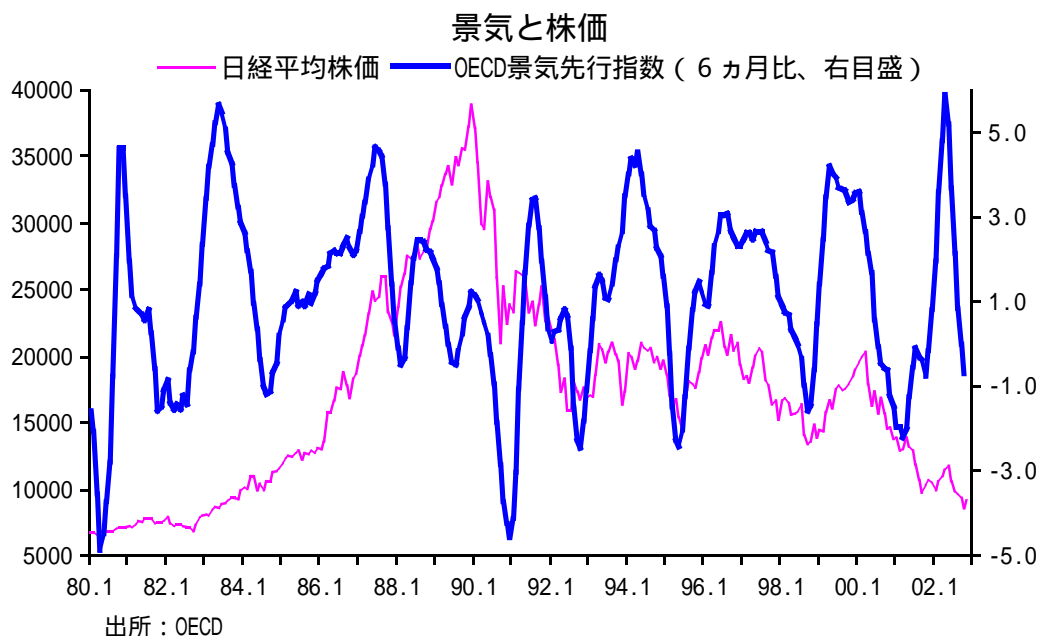


90年以降02年までの13年間の土地価額と株価および正味資産と株価のチャートによると、株価と土地価額の相関性が強いことがわかる。金融資産は増加しているが、土地の減価と負債増により正味資産は00年末までの10年間に581兆円減少した。金融資産も00年には前年を下回り、今後緩やかに減少していく見通しだ。土地の減価だけでなく、負債の返済や所得の減少などにより、正味資産の回復は見込めない。日本経済は、これまで蓄積してきた自己資本を食い潰すという、衰退のプロセスを辿っている。正味資産の減少というバランスシ

トの悪化の株価におよぼすインパクトは計り知れない。

株価と景気の相関性低下

世界景気の短期循環からも、株価は極めて厳しい状態にあるといえる。OECD景気先行指数は01年10月を底に02年5月まで順調に回復していたが、その後は4ヵ月連続の緩やかな低下となり、世界経済の足取りは重くなってきた。10月は120.1、前月比0.1ポイント上昇したが、過去4ヵ月ほぼ横ばいの状態だ。国



別では世界経済の33%を占める米国が弱い。11月の米鉱工業生産指数は前月比0.1%増加したが、02年7月をピークとした低下傾向にある。稼働率はハイテク産業の低稼働率（62.0%）が響き75.6%にとどまっており、設備投資が盛り上がる状態ではない。消費が経済を支えている状況だが、設備投資の長期低迷から、経済成長率は低水準で推移しよう。EUの先行指数も低下しつつあり、03年の世界経済はスローダウンの傾向を強めるだろう。

OECD景気先行指数の6ヵ月比は02年4月をピークに低下しており、10月は-0.7%と11ヵ月ぶりのマイナスになった。01年3月の前回のボトム（-2.2%）に近づきつつあり、03年3月頃までには底を打つかもかもしれない。だが、重要な点は、01年3月以降、OECD景気先行指数は急速に回復したが、日本の株価はほとんど反応しなかったことである。従来、OECD景気先行指数と株価はほ

ば同時期に底を付け反騰し、短期景気循環との相関性は高かった。日本の株式は短期の景気循環に反応できないほどの迷路に陥ってしまったのだろうか。