

⇒ 研究ノート ⇐

経営者の株価予想

毎年1月3日の『日本経済新聞』から

齋藤達弘

毎年、1月3日の『日本経済新聞』に、主要企業の経営者20人に今年の株式相場の見通しを尋ねた株価アンケート結果が掲載されている。この論文では、「失われた20年」と言われはじめている期間の1990年から2012年までのアンケート結果を整理し、観察する。期間全体を通して見ると、経営者の株価見通しのコンセンサスはまんざらではないと評価できる。しかし、懸念もある。2002年1月（ボトム）から2007年10月（ピーク）までの69か月間、いわゆる「戦後最長の景気回復」とよばれている期間、経営者の目は牽引役だったトヨタ自動車に向けられている。円安バブルに踊らされていたのかもしれない。

毎年、1月3日の『日本経済新聞』に、主要企業の経営者20人に今年の株式相場の見通しを尋ねた株価アンケート結果が掲載されている。経営者20人はつぎのような質問に回答している。

- ① 日経平均株価（225種）の高値と時期
- ② 日経平均株価（225種）の安値と時期
- ③ 前2項目の回答の理由
- ④ 有望業種
- ⑤ 有望5銘柄（自社株式を除く）
- ⑥ 前2項目の回答の理由

アンケートの回答者は企業として選ばれるために、その経営者が交代すると人物が変わるのだが、宮内義彦氏（オリックス）や金川千尋氏（信越化学）、武田国男氏（武田薬品）など、在任期間が長い経営者は常連のアンケート回答者になっている。

この株価アンケートについてインターネットを検索してみると、「経営者といっても日本を代表する人たちの回答であり、無難な回答をする傾向にあるため、残念ながら、あまり参考にはなりません」という意見がある一方で、「経営者の視点で見た注目銘柄、つまり経営者が「あの会社は伸びそうだ」と考える企業がわかる」という意見もある。正月休みの恒例企画でもあることから、多くの捉え方は前者に近いのだが、そのことを踏まえても、興味深い調査対象と考える。

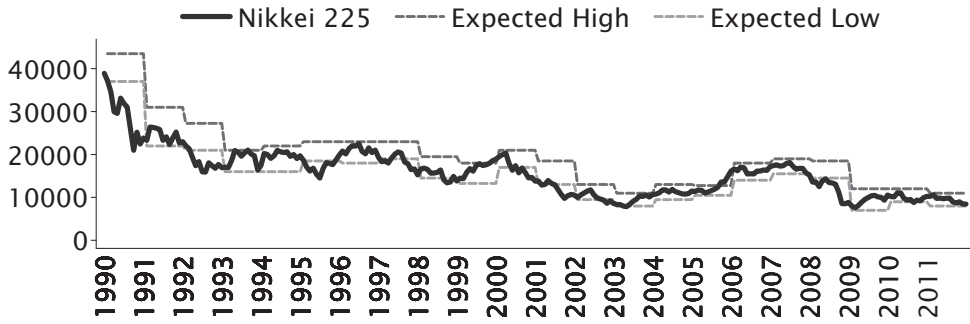


図 1. 主要企業の経営者 20 人の株式相場の見通し（高値・安値の中央値）と実際（1990 年から 2010 年まで）.

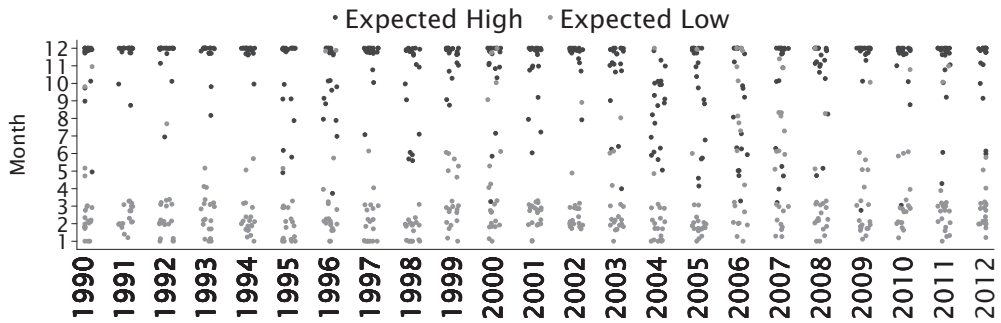


図 2. 高値月・安値月（1990 年から 2012 年まで）.

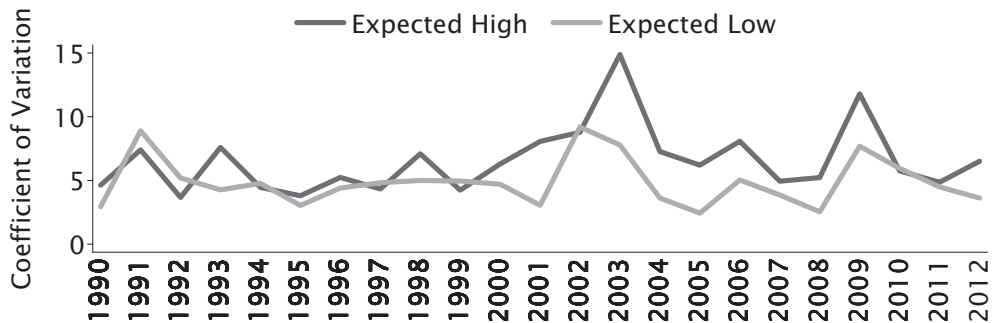


図 3. 変動係数（1990 年から 2012 年まで）.

この論文では「失われた 20 年」と言われはじめている期間の 1990 年から 2012 年までのアンケート結果を整理し、観察する。その動機は、それぞれの時代を（誤っているかもしれないけれど）反映した回答になっているのではないかという考えにある。

図 1 は、経営者 20 人の株式相場の見通しの高値と安値の中央値、言い換えるとコンセンサスと実際の日経平均株価の推移を示している。

1989 年の大納会、12 月 29 日、日経平均株価は、38,913 円 12 銭で始まり、その直後に史上最高値 38,957 円 44 銭を記録した。その後、外国為替市場において対ドルで 1 円を越す円安になったことから株式相場は弱含みに展開するものの、掉尾の一振により、その半日の取引を 38,915 円 87 銭で終えている。これがこれまでのところ、終値としての最高値である。翌 12 月 30 日の『日本経済新聞』は、「大納会は三万九千円乗せでサンキューだ」という威勢のいい声が聞かれたものの、伸び悩んで終わったことを報じている。

1989 年、1 年間の日経平均株価の上昇率は約 29%、チャートの年足は 12 年連続で陽線となった。「サラリーマン投資家は株をまくらに寝正月、OL は株を抱えて海外旅行」（『日本経済新聞』1989 年 12 月 30 日付）という雰囲気の中で新年の株価見通しを尋ねられたならば、強気にならざるを得ないだろう。樋口広太郎氏（アサヒビール）は最も強気に高値 48,100 円を予想している。

その強気予想の余韻は 1992 年まで続いている。1992 年 1 月の時点では、バブル崩壊の深刻さを認識していなかったと言えよう（西村（1995））。その間、実際の日経平均株価は経営者の高値予想を大きく下回り、安値予想までも下回っている。同じように、実際の日経平均株価が経営者の安値予想を下回っている時期がある。それは「.com bubble（ドット・コム・バブル）」が崩壊した 2001 年からの数年間と、2008 年 9 月のリーマン・ショックの前後である。それら以外の期間は、実際の日経平均株価は経営者が予測する高値と安値の間をほぼ推移している。経営者のコンセンサスはまんざらでもないと評価できよう。

図 2 は、経営者 20 人の株式相場の見通しの高値と安値の月分布を示している。なお、予想を期間とした回答については『日本経済新聞』の取り扱いと同じように最後の月を回答としている（たとえば、1 月から 3 月までに安値という予想は、3 月に安値と処理している）。「失われた 20 年」と言われはじめている期間ということもあり、何とか景気が回復してほしいという願望を込めて、1 月から 3 月までに安値を付け、その後、株価は上昇し、12 月に高値を付けると予想している経営者が多い。これが「無難な回答」と言われる所以だろう。

しかし、注意深く観察すると、高値と安値の月分布が散らばっている期間がある。それは 2004 年から 2007 年までの期間だ。この期間は「いざなぎ景気」と名付けられた「戦後最長の景気回復」、すなわち 2002 年 1 月（ボトム）から 2007 年 10 月（ピーク）までの 69 か月の最中である。この 2004 年から 2007 年までの期間については後ほど取り上げる。

図 3 は、経営者 20 人の株式相場の見通しの高値と安値の変動係数を示している。変動係

表 1
経営者が選ぶ有望銘柄ランキング

	1990	1991	1992	1993	1994
1位	清水建設	鹿島建設	東京電力	三共	シャープ
2位	三菱重工・三井物産	武田薬品	鹿島建設	東京製鐵	ソニー
3位		三菱重工	セブン・イレブン	東京電力	イトーヨーカ堂
4位	三菱商事	松下電器	三菱重工	日本舗道	住友林業
5位	ソニー	東京海上・清水建設	前田道路	セガ	NEC
	1995	1996	1997	1998	1999
1位	トヨタ	東芝	NTT	ソニー	NTT ドコモ
2位	第二電電	NEC	NEC	NTT	NTT
3位	シャープ	三菱重工	三菱重工	NTT データ	富士通
4位	三菱重工	NTT	ソニー	富士通	NTT データ
5位	NEC	富士通	トヨタ	トヨタ	武田薬品
	2000	2001	2002	2003	2004
1位	NTT	NTT ドコモ	トヨタ	トヨタ	トヨタ
2位	ソニー	松下電器	武田薬品	武田薬品	シャープ
3位	NTT ドコモ	武田薬品・トヨタ	ホンダ	信越化学	松下電器
4位	NTT データ		信越化学	ソニー	キャノン
5位	トヨタ	NEC	ローム	キャノン	武田薬品
	2005	2006	2007	2008	2009
1位	トヨタ	トヨタ	トヨタ	コマツ	信越化学
2位	武田薬品	信越化学	キャノン	トヨタ	東京電力
3位	キャノン	MUFG・三菱商事	信越化学	三菱商事	ファーストリテイリング
4位	シャープ		コマツ	信越化学	キャノン
5位	三菱商事	新日鐵・住友商事	新日鐵	東レ	アサヒ・武田薬品・JR 東
	2010	2011	2012		
1位	信越化学	コマツ	コマツ		
2位	コマツ	三菱商事	信越化学		
3位	三菱商事	信越化学	三菱商事		
4位	三井物産	住友商事	東レ		
5位	ホンダ	東芝	トヨタ		

数は

$$\frac{\text{標準偏差}}{\text{平均値}} \times 100$$

と計算している。変動係数が大きいほど（小さいほど）経営者の株価予想のばらつきが大きい（小さい）ことを示している。変動係数の時系列推移を観察すると、2000年代に入り、大きく変化し、とりわけ高値予想についてばらつきが大きくなっている。経営者は「戦後最長の景気回復」について異なる見方をしていたと考えられる。

表1は、経営者が選ぶ有望銘柄ランキングを示している。このランキングは有望5銘柄について、第1位=5点、第2位=4点、第3位=3点、第4位=2点、第5位=1点として集計した結果である。1990年代前半には建設会社が、2000年前後には情報通信会社がランク

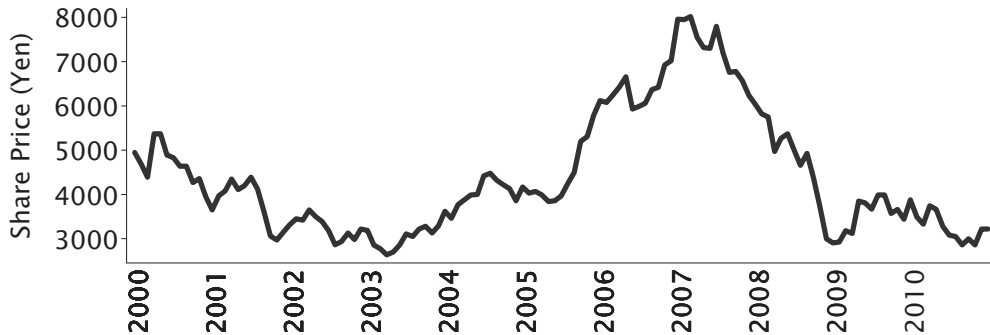


図4. トヨタ自動車の株価推移（2000年1月から2010年12月まで）。

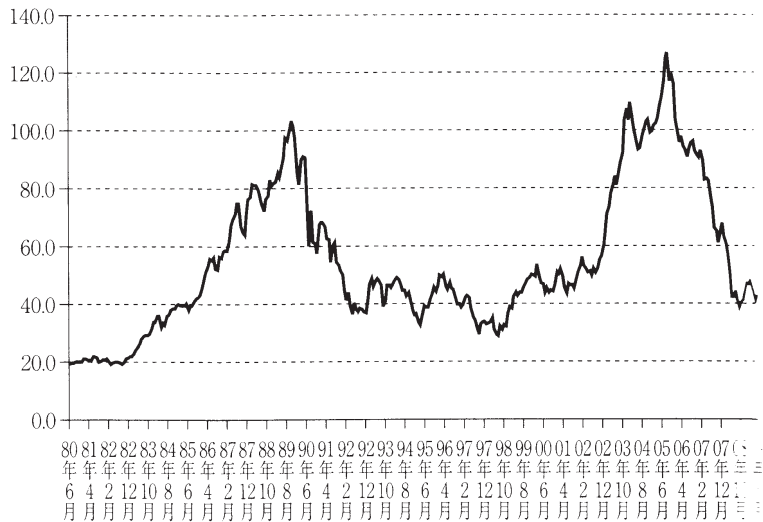
インするなど、その時々を反映している。

ここでは2002年から2007年まで連続してトップにあげられているトヨタ（自動車）に注目する。トヨタの得点を調べてみると、僅差で第1位ではなく、断トツに第1位である。この期間のトヨタへの注目の高さを示している。西岡（2011）は「パックス・トヨタ」の時代とよび、齋藤（2010, 90頁）は「トヨタ自動車は、輸出企業の旗手として、「戦後最長の景気回復」の一番の立役者」と書いている。

2002年から2004年にかけて1ドル125円から108円に円高になり、その後（金融緩和政策に大規模な円売り介入が後押しして）2007年にかけて1ドル118円まで円安になった。齋藤（2010, 94頁）はこれを「目に見える円安」とよんでいる。それに加えて、アメリカの消費者物価指数が約10%、上昇する一方で、日本の消費者物価指数は横ばいだったことから「目に見えない円安」が発生していた。この両方の円安により日本製品は約20%、割安になっていた。齋藤（2010, 95頁）は、「目に見えない円安（円高）」は「目に見える円高（円安）」により相殺されるはずであるが、二つの円安が同時に発生する異常事態がトヨタの収益が押し上げたと解説している。

図4にトヨタの株価推移を示している。株式市場はリーマン・ショックが発生する前、2007年に、この異常事態に気づき修正しはじめている。2007年、ダウ平均株価が約8%、上昇しているのに対して、日経平均株価は約10%、下落している。トヨタの株価は2007年2月末の8020円から2007年12月末には6040円に下落している。しかし、表1に示したように、トヨタは、2008年1月3日の経営者が選ぶ有望銘柄ランキングにおいて、第1位は（中国関連銘柄として）コマツ（43点）に譲ったものの、第2位（33点）である。ちなみに、リーマン・ショック後の2009年1月3日の経営者が選ぶ有望銘柄ランキングにおいて、トヨタは5点を獲得しただけだった。

齋藤（2010, 130頁）は「戦後最長の景気回復」期は、私にとってたいそう居心地が悪かつ



(付注)

- ・図1と同じく東京証券取引所のデータに基づいて計算している。
- ・実質化には日本銀行が作成している企業物価指数を用いている。

図3 シラー式で算出した株価収益比率 (PER) の推移

図5. 齊藤 (2010, 109頁).

た。どうかして抜け出したかった環境であった」と述べている。その理由は「(政府と日本銀行が) ありとあらゆる政策手段を動員して、二つの「円安」を作り出し、資産価格バブルを生み出した」からである。¹ この主張は齊藤 (2010, 109頁) からの再掲である図5に基づいている。株価収益比率 (PER) はクッキリと円安バブルを示している。

日本製品は割安になっているという理由で売れた。しかし円安バブルは日本製品が売れた理由を「日本の製造業の強み」と思わせた。野口 (2007) はつぎのように述べている。

日本企業の収益は、この異常な円安によって支えられてきた。しばしば、日本企業は構造改革によって高収益体質に変わったと説明される。そうした側面があるのは事実だろうが、より大きな原因はマクロ的なものだ。すなわち、第一に、金融緩和によって利子負担を軽減された。そして第二に、円安によって国際競争力を高められた。超低金利と円安の継続は、本来は両立しないものである。ところが、日本の輸出関連企業は、この両者を享受した。つまり、ここ数年の企業業績改善や株価上昇は、異常なマクロ経済政策があつて初めて可能となったものである。

Reinhart and Rogoff (2009) が物語るように、今度も違っていかなかったことになる。昨今、

¹ 野口 (2007) は、2007年末の時点で、為替レートが円高に振れたことは円安バブルの崩壊を意味していると指摘している。

現状をリーマン・ショック前と比較する議論がある。しかし、齋藤（2010, 113 頁）が指摘するように、図 4 や図 5 からは、比較すべきは 2002 年前後であると言えよう。

参考文献

齋藤誠, 2010, 『競争の作法』ちくま新書。

西岡幸一, 2011, 「企業改革い“巨石”を投げよ — 「責任先頭」を競い合え」(核心)『日本経済新聞』(1月24日付)。

西村清彦, 1995, 『日本の地価の決まり方』ちくま新書。

野口悠紀雄, 2007, 「2007 年の日本経済 金融政策のジレンマ深く」(経済教室)『日本経済新聞』(12月28日付)。

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton University Press, Princeton, NJ). (村井章子訳, 2011, 『国家は破綻する 金融危機の 800 年』日経 BP 社)