

平成 16 年 11 月 4 日

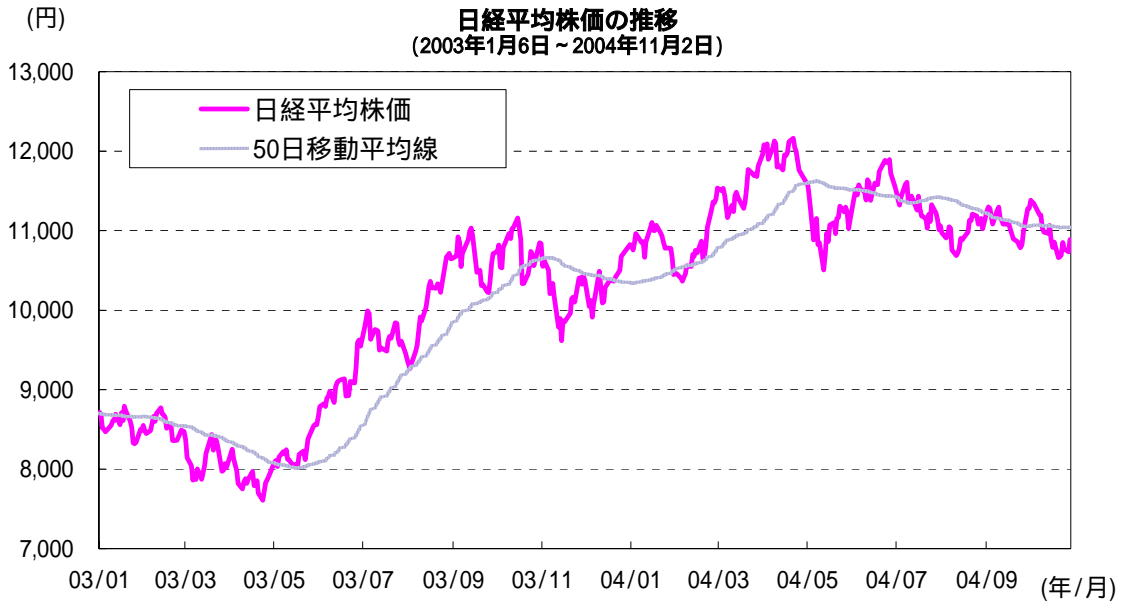
投資家の皆様へ

米国大統領選挙後の日本株式市場の見通しについて

【要 約】

- 焦点であった米国大統領選挙で、ブッシュ大統領の再選が事実上、確定した。これにより、選挙結果の判明に時間がかかるリスクや政権交代リスクを織り込んでいた市場は、一旦はポジティブな反応を見せよう。しかし、そうした動きが一巡した後は、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）に再度、市場の焦点は向けられよう。
- 最近、株価が軟調に推移していた主な背景としては、以下のものが挙げられる。
 - 原油価格の上昇
 - 米国・中国の景気減速懸念
 - 米国大統領選挙を控えての円高ドル安
 - 一部業種での在庫積み上がり
 - 増税（減税見直し）論議
 - 相次ぐ台風上陸、新潟県中越地震
- わが国の景気については、勢いが一番強い時期は過ぎたとみられるものの、バブル崩壊以降、日本経済は着実に筋肉質な体質に変化しており、構造改革の進展などから、中期的な景気トレンドは上向きに転じている。よって、景気の先行きについては、一気に悪化することはなく、持続可能な「巡航速度」での経済成長・景気回復が継続する可能性が高い。
- 内外景気の減速の度合いに対する不安感が残る間は、株式市場が景気悲観論に振れ易くなる可能性は残る。しかし、「景気減速の度合いや今期の好業績が確認される 12 月頃までは上値の重い展開も想定されるものの、その後は緩やかな株価上昇トレンドに向かう」との弊社の見方に変更はない。

日経平均株価は、ここきての原油価格の反落を好感するなどし、足元ではやや反発を見せていました。しかし、米国大統領選挙などを前にした手控え感が続く中、10月末にかけては、一段と進んだ原油高騰に対する懸念に加え、円高ドル安、台風や地震などの災害といった要因も重なり、4月以降の安値にあたる10,505.05円(5月17日終値)を試す展開となりました。今回は、注目の米国大統領選挙の結果が事実上判明したタイミングを踏まえ、わが国株式市場に対する私どもの見解をご説明したいと思います。



(出所:各種データにより日興アセットマネジメント作成)
上記グラフはあくまで過去の実績であり、何ら将来の運用成果等を保証するものではありません。
日経平均株価に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社に帰属します。

1. 米国大統領選挙の結果について

ケリー候補の敗北宣言で早めの混乱收拾が図られ、ブッシュ大統領の再選が事実上、確定したことは、わが国の株式市場にとってプラスであると考えられます。加えて、大統領選挙と同時に行なわれた連邦議会選挙の結果、上・下両院で与党共和党が過半数を維持したことから、同大統領が議会との緊密な連携のもと2期目の4年間を務めることになったことも、やはりプラスと受けとめられることでしょう。なぜならば、これによって、「富裕層への増税」「保護主義の強化」「日本、中国の為替政策(介入)への批判」「ブッシュ・小泉体制崩壊による、小泉政権基盤の弱体化」などへの懸念が後退すると予想されるほか、これらを背景としたグローバルな景気に対する不安も低下すると想定されるからです。

こうした懸念をある程度織り込むように推移してきた株式・為替・債券の各市場では、短期的には「巻き戻し」の動きが出るのが予想されます。事実、11月3日の米国株式市場だけでなく、4日のわが国株式市場でも、今回の選挙結果が好感されている模様です。しかし、一旦巻き戻しの動きが出た後は、市場の焦点はファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)に回帰するものとみられます。つまり、今後は、11月5日の10月の米国雇用統計をはじめとした日米景気指標などに焦点が移ることになるでしょう。

また、ブッシュ政権の緩和的な財政政策が継続する見通しになったことにより、中期的な観点では、経常・財政収支の「双子の赤字」問題がクローズアップされ易くなることが想定されます。このため、ブッシュ政権の財政政策が将来的に軌道修正される可能性や、先行きのドル不安には今後も注意が必要でしょう。

ご参考:主要政策に関する両陣営の主張

	ブッシュ陣営（共和党）	ケリー陣営（民主党）
経済・財政政策	大型減税の恒久化による景気拡大	高所得者、富裕層への減税中止による財政赤字の削減
貿易・通商政策	自由貿易主義 セーフガードは随時発動	保護貿易主義 雇用流出につながる自由貿易は否定
外交政策	単独行動主義	国際協調主義
為替政策	為替介入（円安誘導）は限定的に容認	為替介入は不当な市場操作と批判

(出所:各種資料により日興アセットマネジメント作成)

2. 最近、株価が軟調に推移していた主な背景について

次に、最近、わが国株式市場が軟調に推移していた主な背景と、それらに対する私どもの見解を以下にご紹介いたします。

原油価格の上昇

原油価格の指標となっているニューヨークの原油先物が10月末にかけて1バレル＝55ドル台まで上昇、同60ドル乗せも視野に入る状況となり、米国・中国を中心に世界景気の先行きに対する懸念が高まりました。しかし、各国の物価、長・短金利が低位で安定していることや、過去に比べエネルギー効率が格段に改善していることなどから、これまでのところ、原油価格高騰が世界景気の腰折れにつながる可能性は小さいものと考えます。ただし、今回の原油高は構造的な需給不安を反映している面もあり、今後、世界景気に徐々にダメージを与えるリスクが残っている点には注意が怠れません。

米国・中国の景気減速懸念

中国に関しては、先日発表された7-9月期の実質GDP（国内総生産）は前年同期比＋9.1%と、引き続き好調な数字となりました。むしろ、政府の行政指導で一時は落ち着き始めたかに見られた投資の伸びが再度高まったことなどから、10月29日には9年ぶりに貸出基準金利が引き上げられるに至りました。その後も、人民元切り上げや追加利上げ懸念が残るなどし、中国景気に対する先行き不安が高じて、わが国の株式市場で中国関連銘柄が下落しています。しかし、中国政府の狙いは、あくまで景気の持続的成長にあり、投資など一部で見られる行き過ぎの反動・副作用で最終的に景気が急に失速するような事態を未然に防ごうという基本姿勢に変わりはないものと思われまます。つまり、景気を失速させるほどの劇的な政策がとられることは想定し難いと考えられます。また、中長期的には、2008年の「北京オリンピック」、2010年の「上海万博」を控えて、インフラ整備が継続することでしょう。

米国大統領選挙を控えての円高ドル安

11月2日の米国大統領選挙接近に伴ない、株式・為替・債券の各市場が政権交代リスクや、選挙結果の判明に時間がかかり政治的な空白期間が生まれるリスクなどを織り込み、「株安、ドル安、金利低下」が進みました。特に、為替市場では、ドルの底値(円の上値)や、当局の口先介入を含む介入姿勢を試す展開も見られました。しかし、今回は、前回の大統領選挙当時のような混乱が回避されただけでなく、現職の再選が事実上確定したことから、大接戦予想などに基づいて事前に積みあがったドル売りポジションが、一旦は解消に向かう可能性も想定されます。

一部業種での在庫積み上がり

ハイテク部門の代表である電子部品・デバイス産業など、一部業種での在庫積み上がりには今後も注意を要するものの、鉱工業全体での在庫水準は依然低く、過度に悲観する必要はないものと考えます。なお、10月末に発表された9月の鉱工業生産統計では、電子部品・デバイス産業で出荷が増加する一方、在庫が減少し、在庫率が大きく改善しており、ハイテク部門での在庫調整が比較的スムーズに進み始めた可能性があります。

増税(減税見直し)論議

景気減速に国民の目が行く中でわが国の増税(減税見直し)は困難と考えられます。スケジュール的にも、個人向け減税(定率減税)の半減は2006年からというのがメイン・シナリオであり、その影響は当面、限定的となることでしょう。ただし、消費税引き上げをはじめとした97年の9兆円に及ぶ国民負担増ほどの影響はないものの、先行きの影響については注意が必要でしょう。

相次ぐ台風上陸、新潟県中越地震

物流の停滞や消費マインドの悪化が懸念されるものの、被災地に対する財政支援措置がその影響を緩和するものと考えます。

3. 日本経済及び株式市場の見通しについて

国内のマクロ景気や企業収益は依然好調です。また、景気の先行きについては、循環回復局面が継続するとみています。これは、米国経済及び中国経済の成長ペースがやや鈍化すると予想されるものの、外需の失速には至らないほか、裾野の広がりから設備投資も好調に推移するうえ、雇用・所得の安定や消費者心理の改善によって、個人消費も底堅く推移すると想定しているためです。すなわち、日米両国とも、足元での景気拡大の中弛み局面は、悪天候、減税効果の一巡、原油価格急上昇といった悪材料も重なっての「踊り場」である、というのが私どもの認識であり、年度末あるいは来年度にかけては、日米とも、潜在成長率程度の「巡航速度」での経済成長が継続すると予想しています。特に日本の場合、在庫が依然低水準で、景気への調整圧力が軽微なことが示唆されているほか、設備投資・雇用に対して企業の姿勢が慎重に留まっていることは、逆に息の長い景気拡大局面が続く可能性を示唆している、と言えます。

要約すると、私どもでは次のように考えています。

1. 景気の現状を見ると、成長の勢いが一番強い時期は過ぎた。しかし、
2. バブル崩壊以降、日本経済は着実に筋肉質な体質に変化しており、構造面の改革進展などから中期的な景気トレンドは上向きに転じている。
3. 景気の先行きについては、持続可能な「巡航速度」での経済成長・景気回復が継続する可能性が高く、バブル崩壊以降3度の景気後退局面のように、急速に景気が落ち込む可能性は低い。

一方、株式市場に関しては、原油価格が高水準を維持し、足元のように内外景気の「成長ペースの鈍化度合い」に注目が集まっている間は、市場が景気悲観論に振れ易くなると考えられ、P E R（株価収益率）等の評価尺度の拡大、つまり、企業収益等のファンダメンタルズの改善度合いを大きく上回る株価の上昇は想定しづらいでしょう。しかし、前述の通り、私どもでは、「巡航速度」での経済成長を想定しており、そうした見方が市場に広がる局面においては、企業収益の拡大に沿った緩やかな株価上昇を見込んでいます。すなわち、「景気減速の度合いや今期の好業績が確認される12月頃までは上値の重い展開も想定されるものの、年度末から来年度にかけて、内外景気は再び上向き、株価も上昇トレンドに向かう」という弊社のこれまでの見通しに変更はありません。

以上

日興アセットマネジメント株式会社

チーフ・ストラテジスト
福島 真木

～ご参考（過去のフォローアップ・メモ）～

- | | |
|-------------|----------------------------|
| 平成16年1月5日付 | 「2003年の株式市場の回顧と2004年の展望」 |
| 平成16年5月11日付 | 「日本株式の急落と今後の市況見通しについて」 |
| 平成16年5月18日付 | 「足元の日本株式の下落と今後の見通しについて」 |
| 平成16年8月5日付 | 「軟調に推移する日本株式市場と今後の見通しについて」 |
| 平成16年9月29日付 | 「原油価格の高値更新と日本経済への影響について」 |