



40年以上日本株を見てきた蔵元 康雄が語る「厳しい相場を乗り切る極意」



最近の動きの激しい市場をどう捉え、今後何に注目すべきか？

「欧米発の金融危機を発端として世界同時株安が起こっていますが、なぜ日本株もここまで下がっているのか？」

「これからの日本株投資をどのように考えていったらいいのか？」

長年日本株に携わり、過去の混迷相場を何度もみてきた蔵元が、世界的な視点で考えた「**厳しい相場を乗り切る極意**」をご紹介します。

語り手: 蔵元 康雄 (フィデリティ・ジャパン・ホールディングス株式会社 取締役副会長)

1959年早稲田大学政治経済学部 卒業、69年フィデリティ東京駐在員事務所に入社。

80年フィデリティ・ジャパン代表取締役社長に就任。フィデリティ投信取締役副会長を経て、現職。

主な著書に『賢明な投資家への道』(経済法令研究会)などがある。

厳しい相場を乗り切る極意



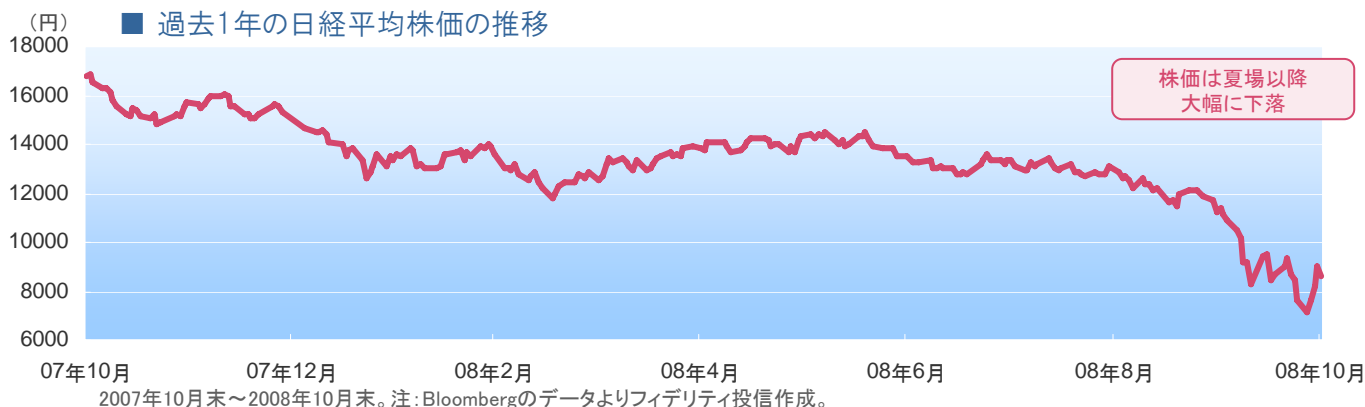
相場変動の背景をグローバルな視点で理解する。



**冷静さを欠いた投資判断は決して得策ではない。
最近の株価水準や株価評価(バリュエーション)を客観的に見定める。**



日本企業の将来戦略を見極め、これからの日本株投資を考える。

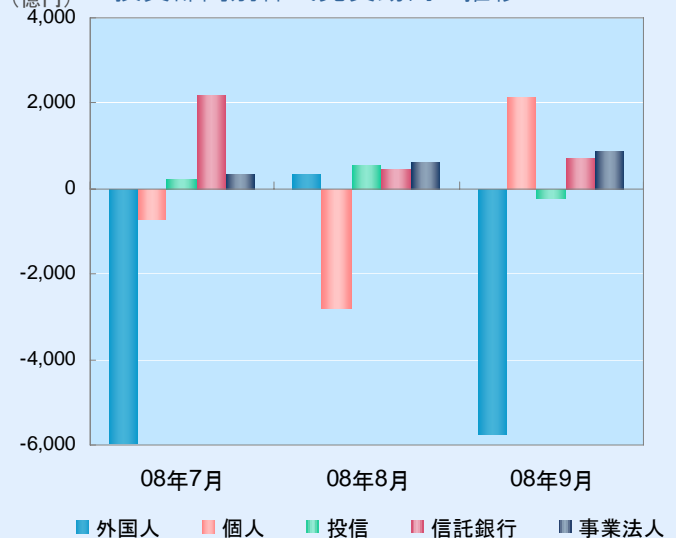


1. 株価変動の背景

Q. なぜ日本株もここまで大幅に下落したのですか？

- 欧米の金融システム危機が世界景気の悪化につながり、日本企業の業績も大幅に低迷するのでは、という懸念が広がったためです。特に海外投資家が、日本株を大幅に売り越したことが、株価下落の背景の一つです。
- 多くの海外投資家は、OECD景気先行指標と日本株式のリターンに高い相関性があることから、日本株式を世界景気に敏感な市場と考えています。ここ4-5年の日本の企業業績の拡大は、輸出主導で、内需の牽引力は弱かったため、先進国の景気悪化や新興国の成長率鈍化の日本経済への影響が大きいと受け止められました。
- 加えて、世界的な株価下落で、資金を現金化する必要に迫られた**機関投資家やヘッジファンドなどが、流動性の高い日本株を企業価値を無視して「投げ売り」した**ことも、株価の急落を招きました。

投資部門別株式売買動向の推移

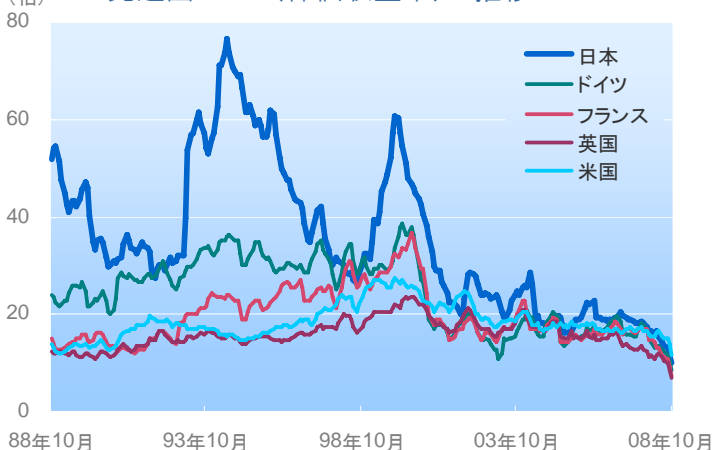


注：東京証券取引所のデータよりフィデリティ投信作成。

2. 日本株の株価水準

Q. 下落後の日本株式の水準は割安と考えてもいいですか？

先進国のPER(株価収益率)の推移

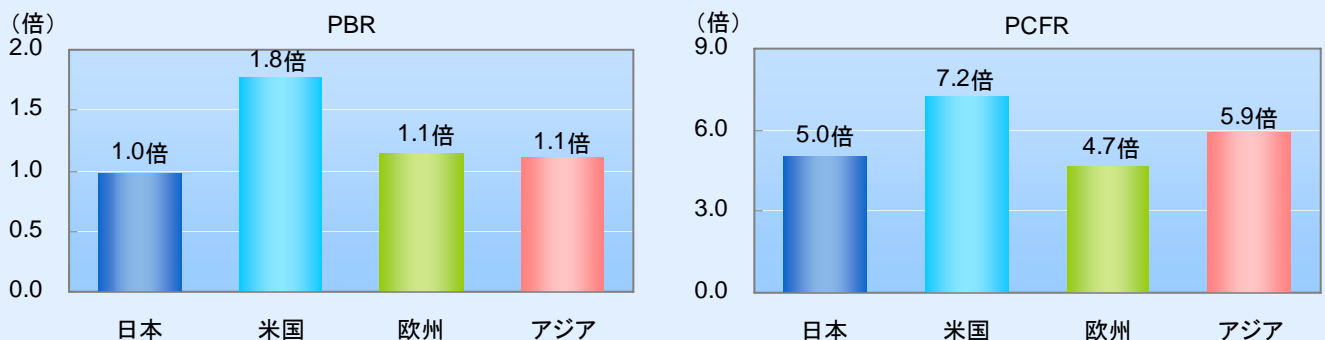


1988年10月末～2008年10月末。実績ベース(赤字企業除く)。
注：Factsetよりフィデリティ投信作成。

- 株価が割高か割安かを判断する指標の一つであるPER(株価収益率)を海外先進国と比較すると、以前見られた日本株の割高感は、ここ数年見られません。
- 1970年代のニクソン・ショックや石油ショックから、1985年の円高ショック(プラザ合意)、1990年代の不動産・株式バブル崩壊(金融システム崩壊の危機)を経て、左図に見られるように、日本の株式評価水準は、欧米など成熟経済国の評価水準に収斂しました。

- バブル崩壊後の10-15年間で、多くの日本企業が体質強化や、「選択」と「集中」による企業収益力の向上を図り、更には、グローバル化に伴う収益源の多角化に成功してきました。それにも拘らず、日本株式のPBR(株価純資産倍率)やPCFR(株価キャッシュフロー倍率)は、海外と比較して割安なレベルにあります。
- さらに、PBRが1倍割れをしている(つまり解散価値よりも株価が低い状態にある)日本の上場企業の銘柄比率は8~9割と、先進国の中で最も高水準です。私共の長年の経験では、上場企業の過半数のPBR1倍割れは、日本の株式市場の大底圏とほぼ一致しています。
- 日本企業の収益力は著しく向上してきた一方で、世界の投資家は日本株式をアンダーウエイトしています。特に2006年から2007年の日本の海外市場に対する相対パフォーマンスは低く、現在まで正当な評価を得られていません。しかしながら、**現在までのこのような日本株式への慎重姿勢は、将来の日本株式の潜在的な買付要因としてプラスとも捉えられるでしょう。**

■ PBR(株価純資産倍率)とPCFR(株価キャッシュフロー倍率)の比較 (2008年10月末現在)



注: Factsetよりフィデリティ投信作成。

3. これからの日本株投資

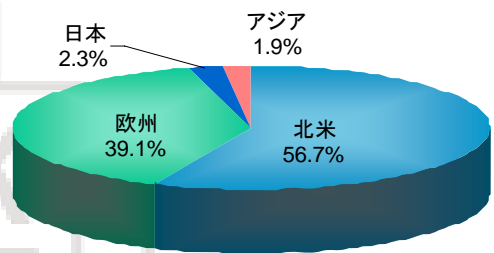
Q. これからの日本株投資を考える上で踏まえておくべき、日本経済、日本企業の懸念点は何だと思いますか？

- 生産労働力が将来的に減少する可能性があることは、言うまでもなく長期的な日本の競争力に対するマイナス材料です。日本では、少子高齢化が世界最速で進行しているにも拘らず、日本は海外からの労働力受け入れに消極的です。しかし一方では、女性や経験豊富な高齢者にも、雇用拡大の余地は十分あります。この問題を解決するためには、生産性をあげる様々な企業努力とともに、政策の後押しも重要となるでしょう。
- 最近では景気対策が注目されていますが、やはり日本の財政赤字は深刻な問題だと思います。また、年金財政の悪化、社会保障費や医療費の高騰による国民負担の増加に対して、政府の政策対応余地が少なく、経済の活力にもブレーキがかかっています。行き過ぎた財政出動は、今後の一層の財政赤字を招くとして海外からはマイナス評価を受けることとなるでしょう。
- 一方、新興国における技術力向上や安価で優秀な労働力の増加により、世界的に競争が激化していく中、日本企業が、技術力と輸出だけに頼っていると、競争力が低下する可能性があります。また、既存事業だけに頼った内需企業も苦戦を強いられるでしょう。既に、**多くの日本企業がグローバル化した世界経済や経営環境の激変に対応してきましたが、ここから先も、さらなる努力が必要となってくるでしょう。**

Q. 欧米の金融機関の巨額損失が報道されていますが、日本の金融システムは大丈夫ですか？

- これまで日本の銀行が海外の銀行より慎重な経営を続けてきたことが、最近の金融危機においては、むしろ強みになっています。
- 実際、右図のように、サブプライム関連損失は、欧米金融機関よりはるかに小規模に留まっています。また、過去約15年間の徹底したリストラにより財務内容も強化されています。
- ここから先、日本の銀行は、欧米の銀行よりも、「攻め」の経営を行う余力があると思います。

■ サブプライム関連不良債権処理額の地域構成



2008年10月現在。
注: Bloombergのデータよりフィデリティ投信作成。

Q. 日本企業の財務体質や収益力について、どう考えますか？

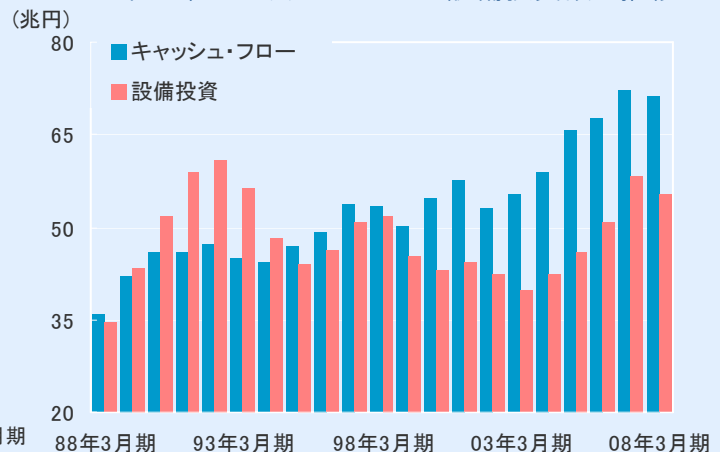
- 多くの日本企業は、20年前のバブル崩壊以降、抜本的リストラ策、経営資源の見直しや強化を行うことにより、強固な財務体制作りと収益力の強化に成功しています。
- 例えば、資本の効率性を示すROE(株主資本利益率)は下図のように目覚しく上昇しています。「中期経営計画」をみても、ROE10%超をめざす企業が大幅に増えています。
- 日本企業の収益力が向上し、キャッシュ・フロー(税引後利益+減価償却費)が潤沢な点も見逃せません。これから先、新規事業などに必要な多額の設備投資を十分まかなえる資金があることは、前向きな材料であると考えます。

■ 日本企業のROE(株主資本利益率)の推移



1998年3月期～2008年3月期。
注: 東京証券取引所のデータよりフィデリティ投信作成。

■ 日本企業のキャッシュフローと設備投資額の推移



期間: 1988年3月期から2008年3月期。四半期別調査(原数値)をもとに算出し、年度ごとに合算。全規模、全産業(除く金融保険業)
注: 財務省「法人企業統計」のデータよりフィデリティ投信作成。



Q. 日本の技術力で注目している分野はありますか？

- 太陽光発電、原子力発電を始め、日本は世界最先端のエネルギー技術を保持していますが、特に省エネにおいては卓越した技術力を持っています。したがって、**エネルギー効率の悪い新興国に向けて、今後日本が技術輸出などを行っていくポテンシャルも大きい**といえます。
- インフラ関連においては、多くの日本企業が、高い技術力と現地のニーズに対応するきめ細かさを武器に、新興国で大幅に売り上げを伸ばしています。世界には、道路、電気、ガス、水道、鉱山開発、石油パイプラインなど大規模なインフラ投資を急速に行っていく可能性がある新興国は数多くあります。**そういった収益チャンスを世界に広げられる日本企業が多いことは、将来、世界景気が回復したときに、日本株市場全体の大きな成長エンジンとなるでしょう。**

Q. 結局、世界経済の大きな枠組みの変化(パラダイムシフト)の中で、日本企業は強みを発揮できると思いますか？

- かつて日本企業がジャパン・アズ・ナンバー1と呼ばれた**1980年から1990年頃には、「強い経済」、「強い通貨」「強い株式市場」が同時進行**しました。しかし、21世紀に入り、原材料・食料価格が上昇する一方、加工製品は競争激化により**低価格化、コモディティ化の流れが加速し、世界経済の枠組みは本質的に変化**しました。その頃から日本は、経済は低成長、通貨は円安傾向にあり、株式市場は海外と比較して低調でした。
- しかしながら、日本企業では、従来の20世紀型(原材料を輸入し、加工して完成品を輸出)から、21世紀型(世界をひとつと捉え、現地生産、現地販売など戦略的な海外戦略を加速)へと軸足を移す企業が増えています。そして、日本企業にマイナスと受け止められることが多い「円高」に転じたときは、**実は、原材料や食料を安く輸入し、戦略的な海外企業のM&Aを行うなど将来の飛躍的成長の布石を打つ絶好のチャンス**なのです。
- **高い技術力、収益力と、強固な財務体質**を持っている今の日本企業が、21世紀型への変革をさらに進めていくことができれば、「強い経済」、「強い通貨」「強い株式市場」を再び日本が手にするチャンスは、十分にあると考えます。



Q. 最後に、投資家の方へのメッセージをお願いします。

- 世界同時不況のリスクが高まる中、世界と密接に関わっている日本経済、日本企業にとって、当面厳しい状況が続くことは避けられないと思います。しかし、いずれ金融・資本市場が正常化に向かい世界経済が安定してくれば、事業基盤や収益力の強固な日本企業の株式が大きく見直される時が、必ず到来すると考えます。
- また、今後は、グローバル需要を取り込んでいくことや、国内の変化に伴う新しいニーズを先取りし新規ビジネスを開拓していくような企業と、そういった対応をとらない企業との差は、ますます開いていくと思います。
- これからの日本株投資を考える上で、企業の将来戦略を見極め、大きく飛躍する企業を選別することが重要です。その意味で、世界的な視点で個別企業を綿密に調査・分析して銘柄を厳選するフィデリティの投資信託は、有効な資産運用の選択肢の一つだと思います。



ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- FIL LimitedおよびFMR LLCとそれらの関連会社のネットワークを総称して「フィデリティ」ということがあります。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き弊社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。
- 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
- 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入しておりません。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
- ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
 - ・申込時に直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限 3.675%(消費税等相当額抜き3.5%)
 - ・換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保金 上限 1%
 - ・投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率2.0265%(消費税等相当額抜き1.93%)
 - ・その他費用……………上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

ご注意) 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第388号

加入協会：社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会

KI 081107-2