

2013年の日本市場を眺る

平成25年1月31日



株式会社資本市場研究所きずな

取引インフラはどう変わるか

2012年の日本の株式市場は、13年ぶりに年末高値で終える相場となり、年明けも大幅な上昇から始まった。

昨年の衆議院解散以降、日本市場を見直す海外投資家の動きが続いているし、為替相場も久しぶりに円安が大きく進む局面となっている。本当に日本市場は転換点と迎えたのだろうか。相場水準は予想できないが、2013年の日本市場に影響を及ぼしそうな事項に関して、広く眺てみたい。

先ず、市場のハードウェアとしての証券取引所の取引インフラの変化だが、1月にスタートした日本取引所グループでは、東証と大証の現物市場・清算機関・自主規制部門を7月に統合することを予定している。市場統合は、取りあえず市場1・2部で行われるが、両取引所の取引参加者にとっては取引が一元化されるし、大証単独上場企業にとっては流動性の向上もメリットとして見込まれている。

また、新興市場に関しても、現在マザーズ上場企業が東証1部へ昇格しやすい特例措置があるが、いずれ

JASDAQ市場の見直し議論が起きるだろう。加えて、新興市場の新陳代謝を促すための上場廃止基準の厳格化や、受け皿としてのフェニックス市場整備など、新興市場制度全体の見直しに、この市場統合が起点となることも期待したい。

次に、取引の基盤となる取引所システム関連に関して、超高速化対応などの取引システム強化は一段落し、7月の現物・来年早々のデリバティブのそれぞれの市場統合に向けた移行対応が中心になると思われる。また、本来の東証IT戦略プラン(2012年3月版)においても、2013年度は、TDdnetなど上場企業向けサービスや、情報系システムの基盤整備による情報発信の拡充を計画している。どちらかと言えば、取引系より情報系に重点を置いたシステム基盤強化対応となっている。

なお、この情報提供強化においては、東証は上場企業などの配当や分割などコーポレートアクション情報(CA情報)等に係る配信サービスに関して、証券保管振替機構(“ほふり”)と業務提携契約を結び、“ほふり”の

新システムが稼働する2014年春には新サービスの稼働を予定している。

これにより、東証情報システム(TMI)から取引参加者や海外投資家のカストディアンに対して発する情報がISO20022に対応し、国内株以外の情報もデータダウンロードが可能となり証券会社のSTP化(業務の一貫したシステム対応)が推進されることとなる。

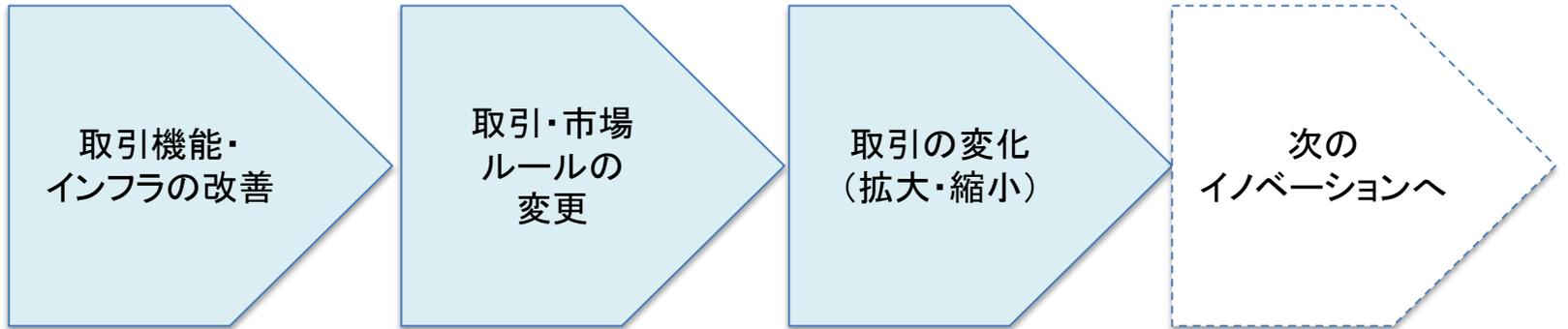
“ほふり”の情報機能利用に関しては、1月から始まった社債の取引報告制度において、証券会社から証券業協会への直接の報告に替え、“ほふり”の決済照合情報を利用することも認められている。また、上場企業株式の貸借取引における清算機能の提供も2014年に予定されており、株式・社債の“ほふり”に集まる決済データを利用して、市場機能を強化しようとする動きが本年は顕在化しそうだ。

(注:ISO20022とは、2004年に制定されたXMLを利用した金融業務向け通信メッセージの登録手続に関する国際規格です。)

一方、取引所の代替市場としてのPTS(私設取引システム)は、昨年10月末より機関投資家の参加を阻んでいたTOB規制(5%ルール)が適用除外となり、11月には金額ベースで証券取引所の取引高の6%を超えてきた。

PTS側でも、地域証券などが参加しやすいよう、値幅や取引時間を取引所取引に合わせた新サービスを始めているし、参加証券会社の中には他証券の注文をPTSに取り次ぐ動きもあるようだ。但し、PTSでの取引が取引所の10%に達すれば、現行法では金融取引所として売買管理強化などの態勢整備を求められる。

市場の変化過程



日本市場のポイント
2013年

- ・超高速化対応
- ・代替市場PTS
- ・市場統合
- ・情報の充実
- ・決済機能の強化

- ・信用取引制度見直し
- ・空売り規制
- ・公募増資改善
- ・インサイダー取引規制

- ・DMA利用拡大
- ・個人トレーダー層拡大
- ・最良執行選択
- ・指数取引拡大

グローバル化
多様化
の加速

市場ルールの変更と期待される改善

投資家の変化や取引システム機能強化などで投資手法が変化し、既存のルールと市場における実際の取引ニーズとが乖離することがある。つまり、環境やハードウェアが更新された後の、使われているソフトの見直しも必要だ。そのまま放置されれば、制度疲労を起し参加者や取引を減少させてしまう可能性がある。ルール見直し議論が、幅広く早急に行われることを期待したい。

【2013年の市場ルールの変更】

信用取引における保証金制度が1月から変わった。反対売買さえ行えば、同一の保証金(含む代用有価証券)を1日に何度でも利用できる。この為には、既に決済した取引の損益も投資家の取引口座資産に反映させなければならない。

また、代用となる株式などの有価証券や信用取引の建玉もリアルタイムで管理する必要がある。証券会社は、順次システム対応を急いでいるが、利用が想定される主な投資家層は大口の個人トレーダーで、現在、ネット証券会社では信用金利引き下げ競争などによって、この投資家層の争奪戦が行われている。

空売り規制は、リーマンショック後に時限措置として強化され、ネーキッドショート・セリングの禁止や大口(発行済みの0.25%以上)空売りポジション報告義務が課せられている。

この措置は半年毎に延長されてきたが、現在の期限は4月末までとなっている。そもそも、ネーキッドショート・セリングの禁止はグローバルな金融規制の流れに沿っているし、報告の方は空売り実態を当局が把握しにくかったことから始まった。この規制の恒久化議論もあるが、一方では本来の空売り規制にある売り下がり禁じたアップティック・ルール廃止要望もあり、空売り全体をどう把握し、どう規制していくかの議論が本格化するかどうか注目される。

また、同じく時限措置として、自社株式の市場からの買い付けに関する規制の緩和が実施されているが、市況が大きく回復した場合、同措置の扱いが気になるところだ。上場企業の手元資金を有効に株主に還元させるためにも、同措置の継続が望まれる。

インサイダー取引に関する金融審議会報告が昨年末に公表されたが、これはインサイダー取引が行われた場合の情報提供者を処罰の対象としたのと、運用事業者などが違反

した場合の課徴金の見直しが行われた。また、企業の経済活動に支障が出そうな部分のルール適用除外も決まっている。J-REITに関しても、インサイダー取引の対象となるが、これらの法改正は、次期通常国会で予定され、2013年度中にも施行される可能性がある。

【関連する市場ルールの改善期待】

例えば、海外のファンドが海外の金融機関から株式を借り、売却を日本の取引参加者にアルゴリズム取引で取り次いだ場合、この取引は空売り規制に抵触するだろうか。個人投資家が、株式を借りられるのは証券金融会社か証券会社からで、当然信用取引はアップティック・ルールの対象となる。今一度、同ルールが何を目的にしたものか、撤廃に向けた議論が必要なのではないだろうか。

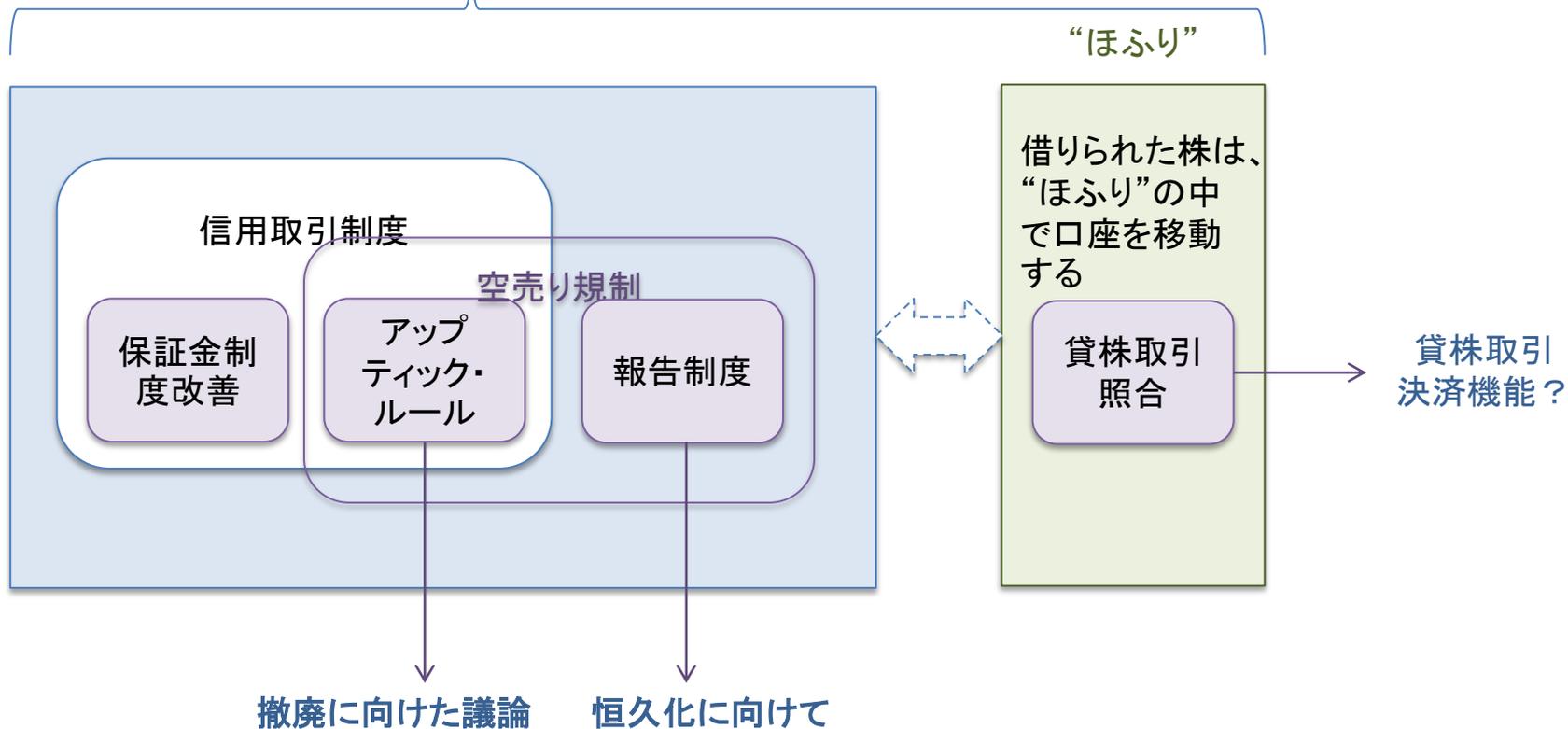
一方、発行市場関係では公募増資のルールが証券業協会で見直される予定となっている。昨年前半は、証券業界が増資インサダー問題で大きく揺れたが、そもそも公募増資が何故売り材料なのかが問題だ。

本来は、リスクマネーを市場から調達して、次の成長のための投資をする訳だが、大規模な希薄化などで既存株主のダメージが大きい場合や、公募増資といっても新株の勧誘

は数社で行うだけで、その他多くの証券会社は増資の効果を投資家に説明する動機が殆どない。この現状を改善する業界の取組みが期待される。

信用取引と空売り規制

空売り全体をどう把握するか



市場を動かす要因

リーマンショック以降の日本の株式市場は、東日本大震災の影響とその復興需要を含む反動があった2011年前半の一時期を除いて、リスク・オフの流れに沿った欧州債務危機問題などの海外市場要因が影響することが多かった。しかし、今年の市場は、日本国内の要因が影響することが多くなると予想する市場関係者が増えている。市場のテーマを要約すると、“日本は、本当に変わるか”だろう。

(本文は、1月中旬時点で執筆)

○デフレから本当に脱却できるのか＝継続的な金融緩和と、大規模な財政出動を同時に行うリフレーション政策が推進されるかどうか投資家は注目している。その最初の試金石が1月下旬に訪れる。日銀政策決定会合(1月21日、22日)においてインフレ・ターゲットが導入されるか、1月月内に取りまとめられる補正予算の規模とその内容は如何か。また、政府がリフレ政策を円滑に遂行できるかは、4月に交代が予定されている日銀総裁人事、7月の参議院選の結果と注目されるイベントが続いている。

○為替相場は、長年の円高から本当にトレンド転換したの

か＝1年前も、経常黒字の縮小と貿易赤字の拡大傾向が続くことを前提に、長期的な円高局面の終焉を予想する市場アナリストは多かった。しかし、世界的なリスクオフの流れの中で、円高傾向が昨年11月中旬まで続いていた。それが、歴史的なトレンド転換を遂げたのだろうか。現時点(1月上旬)では、為替相場が株式市場を牽引している感が強いが、僅か1年半で11%以上の円安が進行するゆと異常さは、長期トレンド転換の兆候なのか、一時的な行きすぎなのか、今後、リフレ政策の行方とともに日本政府の為替政策が、市場や外国政府から問われる局面が生じる可能性もある。

上記のテーマ以外に、市場に大きな影響を与えるファンダメンタルズやイベントとなどは、金融機関各社の予想などでは、次のようなことが取り上げられている。

【日本経済について】

先ず、日本経済がどのような状況かの認識については、2012年春ごろをピークに景気後退局面入りして、その後四半期ベースで実質経済成長率マイナスが昨年後半の2期連続していると見られている。海外経済の持ち直しから、本年に入ってプラス成長に転じ、その後は来年4月の消費税

引き上げを見込んだ駆け込み需要が一時的に成長を押し上げるという予想が一般的だ。主要民間リサーチ機関(22社)の実質成長率予想平均は、2012年度が+0.8%、2013年度は+1.4%となっている。なお、執行が遅れているとみられる復興予算の影響については、見方が分かれていて、2014年にかけてもプラス効果が続くとの予想する向きもある。また、消費税駆け込み需要に関して、10月までに来年4月からの引き上げを政府決定するが、7月の参議院選挙と絡んで政府決定が年後半となる可能性もある。

【世界経済について】

世界景気の動向については、概ね穏やかな回復予想というのが共通したイメージだ。景気を牽引するのは米国と中国で、米国は住宅市場の回復を背景に企業収益も前年並みの成長が予想されている。話題としては、米国におけるシェールガス革命の好影響が、米企業にも波及してくるのではとの見方が一部に出始めていることだ。また、中国の景気については、少なくとも年前半は内外需要の改善で回復するとの見方が大勢のようだ。

【世界からみた日本市場】

年初の現時点では、日本市場に関する注目度が例年に

なく高まっている。日銀の金融政策に財政政策が加わるアベノミックスが、どう実現可能されるか、海外投資家の関心も高い。その為、市場関係者間でも、世界市場の中で日本市場の比重の高まりを指摘する向きも多い。

但し、昨年末時点では、ドルベース時価総額は世界株式市場全体で54.5兆ドル(以下、世界取引所連盟統計資料より)と1年間での15.1%増加している。主な市場のドルベース年間増加率を見れば、ニューヨークが19.4%、上海が8.1%、ドイツが25.5%で、東証は年末の時価総額が3.47兆ドルと4.6%の年間増加に留まっている。

もし、本当に日本市場の世界的な見直しが行われるなら、ドルベースでも大幅な時価総額の増加が期待できるが、そうならば円安とは連動しない日本企業の再評価が進む可能性もある。

【現時点で考えられるリスク要因について】

(日本)

- ・対中関係の改善が遅れ＝「政冷経冷」状況が続けば、日本企業への影響が大きくなる。
- ・消費税引き上げ決定の延長リスク＝景気判断をもとに決定されることになっているが、もし決定されない場合の

政治的混乱や、駆け込み需要の消滅リスク。

・参議院選挙後の政治的ねじれ現象の継続＝現在の相場
の前提となっているリフレ政策の執行への影響が懸念され
る。

(米国)

・政府債務上限引き上げに伴う混乱＝米政府機関の一時
的機能停止や、米国債格下げリスクから市場の混乱に波及
する可能性、米国民の消費マインドの冷え込み

(欧州、その他)

・ユーロ圏内での政治的混乱リスク＝南欧諸国の債務問題
再燃の可能性

・核開発施設を巡るイランとイスラエルの緊張＝原油価格
の高騰リスクなど

以上の要因を見直してみても、本年は例年になく日本の政
治的要因に左右されそうな項目が増えている。

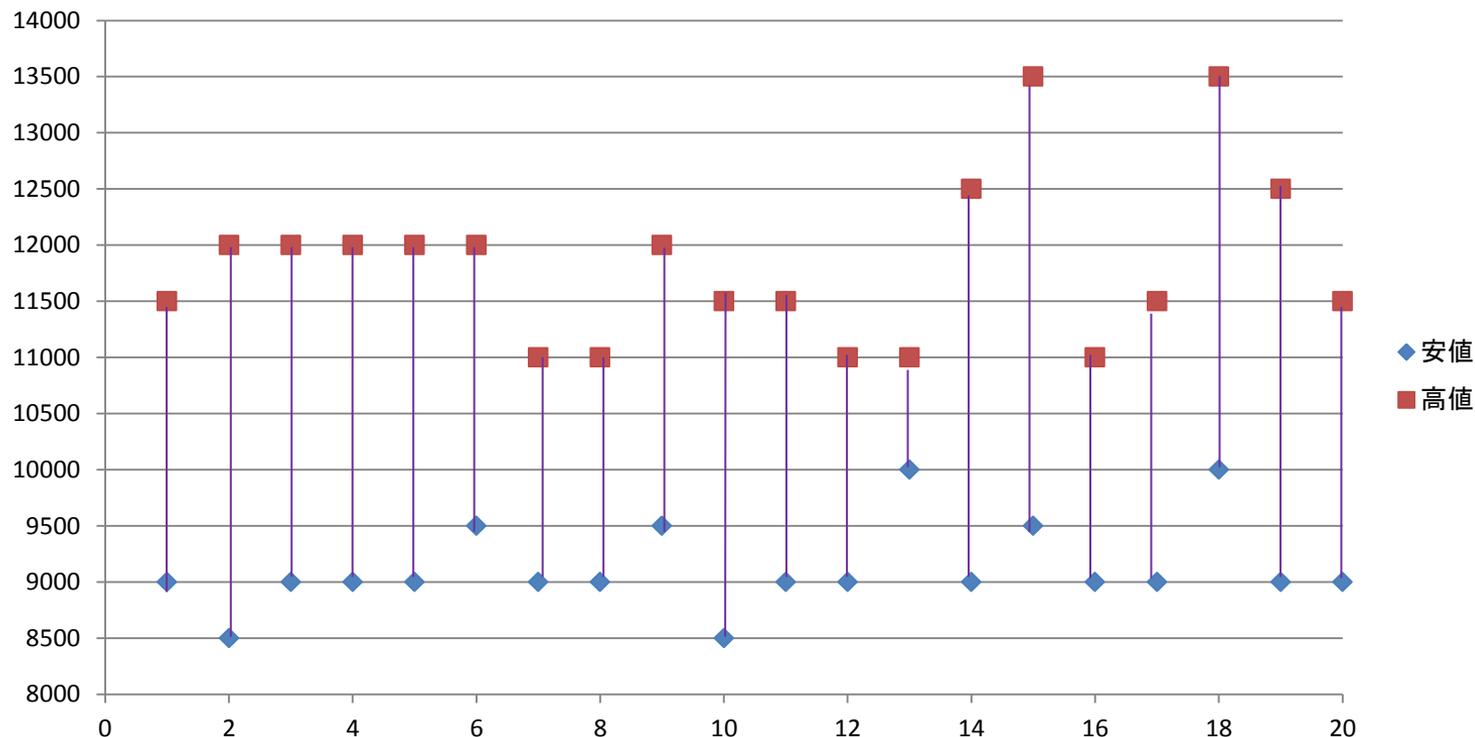
2013年年頭時点での主なイベント

予想されえる市場への影響が大きいイベント	予想時期
インフレターゲット導入(日銀)	1月21日、22日
補正予算編成	1月中
平成25年税制改正大綱	1月中
イタリア総選挙	2月予想
米、債務上限問題再燃の可能性?	2月末まで
ユーロ域内銀行の一元的監督メカニズム創設	3月予定
日銀総裁任期	4月
参議院選挙	7月予想
東証・大証の市場、清算機関、自主規制部門統合	7月
ドイツ下院選挙	9月予想
2014年4月からの消費税8%への引き上げ決定	10月まで

※各調査機関レポートより作成

主要企業20社の経営者による 日経平均年頭予想

高値の時期に関しては55%が12月、25%が1月で最多。
高安の値幅は、最少が1000円、最大が4000円(下図の上下が同一人物の予想)



※日経の新春特集記事より作成

個人投資家は、どう変わるのか

最後に、個人投資家が2013年にどう動くのか、そのポイント要因について考えたい。

まず、株式市場における個人投資家の売買動向だが、昨年11月の衆議院解散以降、週間ベースでの売り越しが続いている。相場が戻り始めたので、保有株式の戻り売りが主体だったようだが、12月の総選挙後も個人投資家全体の売り越しが続いている。但し、個人の信用取引では選挙後は買い越しに転じている。

つまり、個人トレーダー層は、現在のリフレ期待相場に乗り始めたが、個人投資家層の本格的な市場参加が待たれている状況なのだろう。(※年初までの売買状況より)

リーマンショック直後は、大きく下落した株式に対して押し目買いが入り、個人の売買シェアは約4割(2009年東証3市場委託注文売買代金ベース)あったが、最近では2割前後まで低下していた。この間、実質的な株主数である“ほふり”の口座数は、約1500万から1700万と200万口座増加している。つまり、金融危機後、押し目買いを行った個人投資家は、その後の株価低迷が続いたことで売買の動意・

が全体として縮小していた事が推測される。この個人投資家層が、今回の相場上昇に伴って投資ニーズを拡大させてくるかどうか注目される。

また、個人投資家が2013年に新政権に期待することは、次のことに集約されるのではないだろうか。

○個人の投資を推進する政策がとられるか

- ・本年度で終了する予定の株式等の譲渡益課税に対する軽減措置が延長される可能性があるのか
- ・上記軽減措置の終了とバーターになっている日本版ISAに関しては、予定されている3年300万円の暫定的制度導入ではなく、経済界や金融業界から要望が強い本格的制度設計と継続的な制度導入が検討されるのか

以上、2点に関しては1月中旬に公表される本年度税制改正大綱で、その方向性が示される可能性もある。

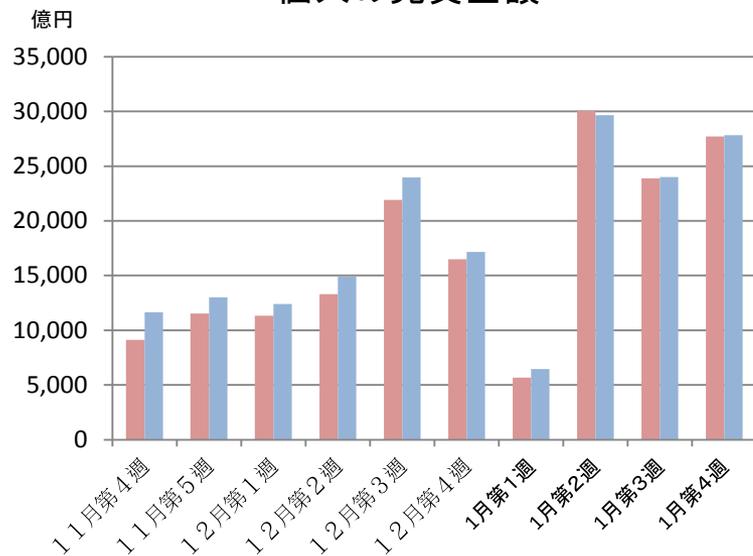
個人投資家が、2013年にリスクオンとなれるかどうか、今まで述べてきたように政策的な要因に影響される部分が大いなのが今年の特徴だろう。

市場は変化に対して大きな反応をするといわれるが、為替相場や株式市場が大きなトレンド転換を期待して動いているのは、日本が変わるかも知れないという投資家の期待だ。1500兆円ある個人の金融資産についても、55%以上が現預金という状況が、2013年が変わる転換点となることを期待したい。

(※本文作成後、1月24日に公表された与党税制改正大綱では、譲渡益課税の軽減措置は予定通り廃止、日本版ISAは累積投資額500万円まで拡大されている。)

個人投資家の直近の売買動向 (東証3市場、売買代金ベース)

個人の売買金額



個人の売買比率 (委託分)

