



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	Stock Price under Corona Disaster : コロナ騒動下の株価分析 (2020 年3 月～ 7 月末)
Author(s)	濱田, 康行; 川島, 一郎
Citation	経済學研究, 70(2), 139-157
Issue Date	2020-12-17
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/80167
Type	departmental bulletin paper
File Information	80_ES_70(2)_139.pdf



Stock Price under Corona Disaster

——コロナ騒動下の株価分析（2020年3月～7月末）——

濱 田 康 行・川 島 一 郎

はじめに

本稿では期間を短く設定したうえで、その間の株価（日本とアメリカ）を分析している。株価の変動そのものは経済学の対象ではない。しかしコロナ感染が世界に拡大し、その影響で大型不況の到来が予想され始めた2020年3月から同年7月下旬までの期間、株価は極めて特異な動きを示した。前日比の平均株価の騰落幅がニューヨーク市場では2,000ドル以上、東京市場でも1,000円を超える日がたびたびあった。そして乱高下を繰り返しながら3月につけた最高値から7末にかけてニューヨークダウは45.1%、日経平均株価は32.7%上昇した。大不況が来るという予想が日を追うごとに現実的になっていく中で日経平均株価は5,000円以上、上昇したのである。

われわれはこの短い期間の大きな変動が現代の金融市場の特質を反映していると考え、分析を加える事にした。2008年の金融危機当時、資本市場の大きな変動が実体経済を悪化させたように、資本主義が株式市場に大きく寄りかかって存立しているのは事実である。この変動の分析は現代経済の構造を解明する一助になるかもしれない。つまり経済学になるかもしれないのである。

実物経済と株価の乖離

証券市場、その中核である株式市場は経済学の対象である。なぜ株式制度は誕生したのか。

資本主義における株式会社の意義。株式の流通市場としての証券市場と、狭い意味での金融市場の関係。利子率の変動と株式市場。株式市場を維持するために必要な法律、規制、会計制度。プライマリー・マーケット（発行市場）の役割、等。これらの諸題はすべて経済学の課題であり、だからこそ大学の経済学部には証券経済論が開設されている。

しかし、株価の動向については学問の対象ではない。株価が理論的にどう形成されているかは課題だが、その変動については対象ではない。なぜか？ひとことで言えば、その要因が多すぎる。偶然の要素や心理的要素が混入しているためである。現実を観察していても、株価が実物経済の動き、すなわち個別の企業の業績や、マクロ的景気指標とは関係なく変動することが見て取れる。

最近では、アメリカの高失業率（14.7%）が発表された翌日のニューヨーク市場が平均価格で400ドル以上値上がりした（5月8日）。また警察官の非人道的行動に抗議するデモが全米で発生し、一部が暴徒化、5,000人以上が逮捕されるなどのニュースが流れる中、やはり300ドル近い上昇を示した（6月上旬）。6月5日の金曜日に5月の失業率が発表された。13%と高水準だが、4月より少しだけ（？）改善したことで株価は800ドルの暴騰。しかし、次々と発表される実物経済についての数字はことごとく悲観的である。市場関係者は織り込み済と常に言うが、織り込むには変動が大きすぎる。

人々が失業に苦しみ、権力の暴力に一部の人の

が被害を受ける、そういう状況下に、まるで関係ないかのごとく株価が上昇する。アメリカでも失業率は景況を示す主要な指標だが、これに株価は反応しないどころか、逆の動きを示す。

GDP 成長率と株価の上昇率を比較してみると表 1 のようになる。

期間①と③は GDP 成長率と株式上昇率どちらもプラスだが、株価は増幅されている。増幅というのは株価の特徴である。期間②はリーマンショックを含んでいたため、株価はマイナス、しかし期間中の GDP はかなりのプラスだ。このように両者は逆に動くこともある。だから、株価の動きをみて景況を云々してはいけない。ポール・クルーグマン教授が言うように

「株価は経済ではない」が、近年の大きな株式市場の動きが経済に大きな影響を与える事も事実である。

以上が前置きである。あらためて、大不況が予想されるなかでなぜ株価は上昇したのか。順に考察してみよう。

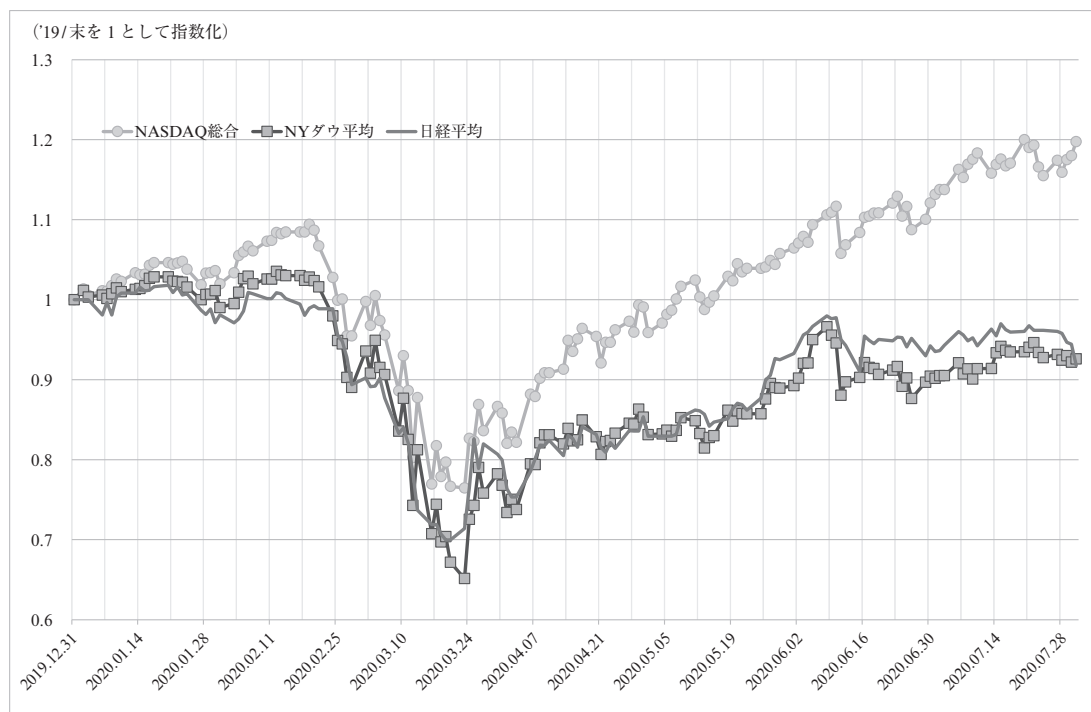
概観

期間中の株価を概観してみると次のような特徴がある。

①WHO による 1/30 の緊急事態宣言、3/11 のパンデミック宣言を合図に世界の株価は急落した。ニューヨーク市場では一日で平均株価が 2,000 ドル以上も下げる日があったし、東京でも歴史に残る大幅下落があった。その後、日本市場は 3/19 (木)、(翌金曜日は春分の日で休日) 米国市場は 3/23 (月) をボトムにして、戻りに転じ、7 月下旬までに下げ幅の 3/4 強を

表 1 米国 GDP と株価

	GDP 成長率	株価騰落率
① 1989～1999	71%	318%
② 1999～2009	50%	▲16%
③ 2009～2019	48%	174%



データ出所 Bloomberg

図 1 2019/12/31～2020/7/31 までの各種株式指数の値動き

取り戻した。(図1)

②米国市場で特に顕著だが、戻り相場をリードしているのはGAFAM¹⁾と呼ばれる新興トップ企業、およびその周辺企業である。これらの株価は史上最高値を更新している。ナスダック指数も6月には史上最高値となっている。つまり株価の上昇は全面的ではなく、市場や銘柄毎に二極化している。③個別の株価を見ると、業績を反映していると言える。孫正義さんが1兆4,000億円も投資で損をしたと発表した時、ソフトバンクグループの株価は急落し、郵政3社が減収を、そして2020年度の中間配当がないかもしれないとうかがわせる発表をして以来、3社の株価は下げ続け、公開価格の半値に近づいた。その後、4.5兆円の資産売却と2兆円(発表時点の時価総額6兆円の1/3)の自社株買いの発表を行ったソフトバンクグループの株価は急騰したが、金融株、航空株や鉄道各社、百貨店等の株価は低迷したままである。

他方で、通信系、コンピュータ関連、一部の製薬会社などの株価は堅調だ。つまり、コロナ禍で逆に儲かりそうなところに投資家は注目している。『週刊ダイヤモンド』はコロナ禍の中も「上昇期待のある会社」、「あまり下がらないだろう銘柄」のリストを掲げている(2020年6月6日号)。

日本経済新聞社が大川智宏の分析を紹介している。「主要1,300社について1年先の一株利益の市場予測平均を見ると上位2割と下位2割の成長率を比較すると前年比60%の差になる。これが株価に反映して、両者の株価格差はますます開きチャートの形状がKの字になる」(『日本経済新聞』2020/8/6 18面)

次に株価全体の動きについてVIX指数を用いて見てみよう。VIX指数は、ボラティリ

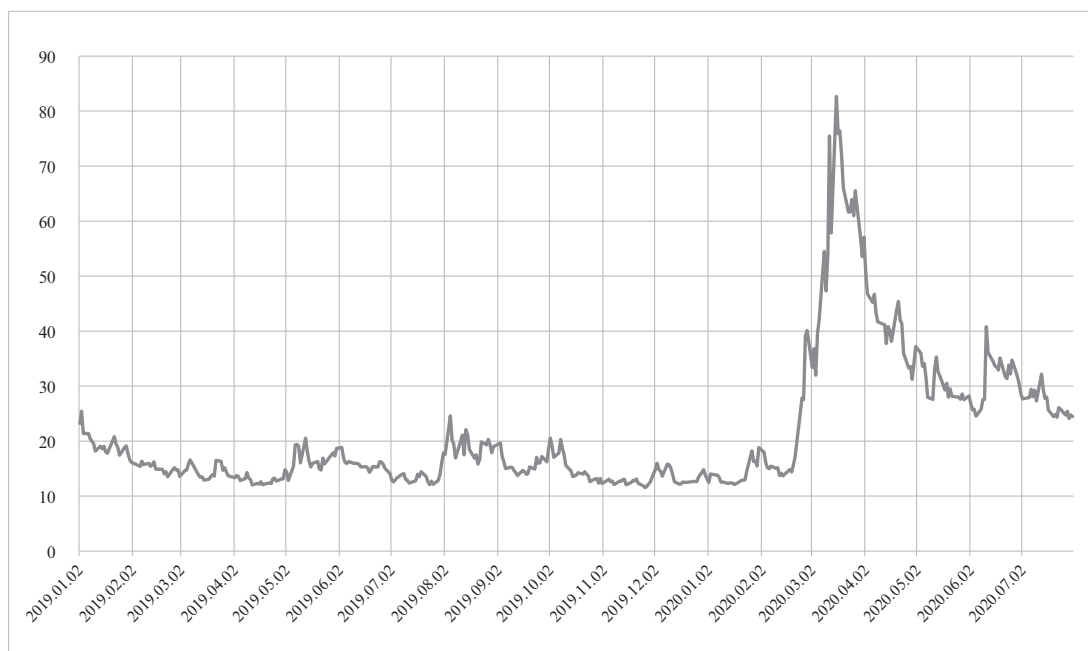
ティ・インデックスの略で、ボラティリティとは「変動」を意味する。米シカゴ取引所が算出する指標で、米国S&P500指数の30日の予想変動幅を指数化したものだ。別名「恐怖指数」とも呼ばれるが、金融派生商品取引(指数のコールオプションやプットオプション)の取引参加者が売買する価格には将来の変動予想が反映されており、これを用いて算出している。VIX指数はFRBの米銀に対するストレステスト(経済や市場環境を観察しながら、銀行の配当や自社株買いを承認するのに利用)にも採用されている。S&P500指数の予想変動範囲(%) = $VIX / \sqrt{12}$ と表される。VIXが30ならば30日間の予想変動範囲は8.66%, 50ならば14.43%, 80ならば23.09%となる。このVIX指数が3/18に85.47を付けた。これは、リーマンショックの2008/11/20に付けた80.86を超える水準である。その後6/5には23.5と落ち着いたが6/15には44.4, 7/31現在では24.46であり、2019年の年間変動11.54~24.45の上方に留まっている。つまり市場参加者が今後もそれなりの株価変動を予見している緊張状態が続いているということだ。図2を見ると2020年の3~4月の大変動前後で明らかな段差が形成されている事に気がつく。

VIX指数の変動と同時進行で二つの目に見える現象が現れた。一つ目はV字変動である。つまり短期間のうちに急落し急上昇(逆もある、つまり逆V字)。今回のV字には形成期間が特に短いという特徴がある。リーマンショックの時もV字が形成されたがその期間が比較的長いのでV字が開いている。これに対して今回形成されたV字は期間が短いだけに形状が鋭くなっている。

もう一つの現象は一日の価格変動が大きくなった事である。既に述べたように一日の値幅が2,000ドル超の上下を繰り返すという現象はかつて経験がない。VIX指数が85.47を付けた3/18前後のNYダウの値動きは表2のとおり。

前日比の騰落幅の大きさもさることながら、

1) Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoftの総称。時価総額トップのアップルは1兆84百万ドルで邦貨換算193兆円。日本市場トップのトヨタ自動車は20兆円(2020/7/31現在)。



データ出所 Bloomberg

図2 S&P500 VIX 指数 (2019/1/2~2020/7/31)

表2 NY ダウの値動きとVIX 指数

	終値	前日比	当日値幅	VIX 高値
2020.03.09	23,851.02	▲2,013.76	1,286.29	62.12
2020.03.10	25,018.16	1,167.14	1,330.65	55.66
2020.03.11	23,553.22	▲1,464.94	1,276.31	55.82
2020.03.12	21,200.62	▲2,352.60	1,683.49	76.83
2020.03.13	23,185.62	1,985.00	1,904.39	77.57
2020.03.16	20,188.52	▲2,997.10	1,651.82	83.56
2020.03.17	21,237.38	1,048.86	1,497.09	84.83
2020.03.18	19,898.92	▲1,338.46	1,571.87	85.47
2020.03.19	20,087.19	188.27	1,265.50	84.26
2020.03.20	19,173.98	▲913.21	1,436.99	69.51
2020.03.23	18,591.93	▲582.05	907.36	76.74
2020.03.24	20,704.91	2,112.98	1,088.45	61.88
2020.03.25	21,200.55	495.64	1,481.59	68.86
2020.03.26	22,552.17	1,351.62	1,167.96	67.05
2020.03.27	21,636.78	▲915.39	858.30	69.10

一日の値幅（当日高値と安値の差）に驚かされる。一日の取引期間中に5%~10%近いジェットコースターのような値動きが繰り返されていたのである。前述のとおり今後30日の値動き予想が26.09%ならばVIXは80。日々の値動

きが10%となれば30日の値動きを示すVIX指数が85.47となるのは当然である。

一日の値幅が1,904ドルと最も大きかった3/13は始値21,973ドル（前日比+733ドル）直後に前日終値付近の21,285ドルまで急落（始値比較▼688ドル）その後切り返し23,189ドル（安値比較+1,904ドル）に上昇し、23,185ドルで一日の取引を終えている。

この激しい値動きに果たして普通の人々が耐えられるのだろうか？恐らく、各種ニュースのヘッドラインを認識し自動的に売買を執行するシステムや、値動きに応じて瞬時に機械的な売買を行うシステムが繰り返し作動したのであろう。

鋭く深いV字の他の例は株式マーケットにだけでなく、各種経済指標にも表れている。経済指標に表れているV字の他の例は本稿pp.152-154に示している。問題はこの現象の背後にあるものだが、それは後で述べる事にして以下では観察期間を拡張してこの間の株価変動

を説明する要因を検討していこう。

マネー要因

激変の3月を経てなぜ株は上昇したのか。市場関係者の答えは拍子抜けするほどあっさりしている。図3はFRBの資産規模と株価を示している。アメリカのこの10年を見ると株価と強い相関があるのは米国中央銀行FRBの資産規模である。株価と資産規模の方向はほぼ一致している。直近も3兆ドルの巨額の財政支出とそれに伴うFRBの資産膨張（財務省が発行した国債やMBSを購入→FRBの資産となる）と、今後のさらなる拡大見通しは、株価の動向と大いに一致している。

世界各国、特に中央銀行が確立している先進

国では同様な現象がみられる。日本では、日本銀行が上場投資信託（ETF, Exchange-Traded Fund）を通じて株式を買っている²⁾。日本の場合は建前として金融政策（量的緩和策）の一環であるが今回は単なる買い支えだ。中央銀行が証券市場に介入している例は他国でも（欧州連合や南アフリカ）見られるが、これほど露骨なのは日本だけだろう。そうなれば下値を支える安心感が生まれ、投資家も参入しやすくなる。一種の誘導だ。大盤振る舞いの財政支出で放出された資金の大半は今のところ貯金になり、滞留している。消費に向っていない。しかし将来は証券市場に向かう可能性があると思えば、これも下支えになる。

トランプ大統領は大手企業に配当の抑制を求めている。政府の支援を受けた企業が株主に配

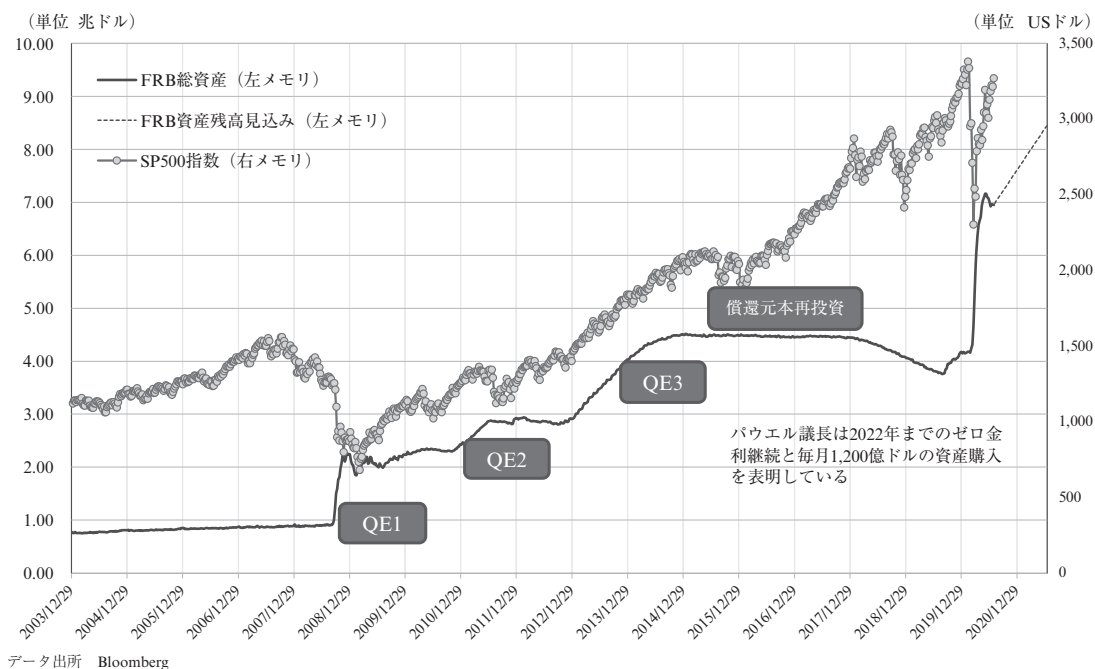


図3 FRBの資産規模とS&P500指数（2003/12～2020/7末）

2) 日銀のETF購入額は5月第2週までの14週間で3兆9000億円。3月には購入限度（年間）を6兆円から12兆円に倍増。すでに日銀は全株式の5%を保有し、日本最大の株主になっている。なお、日銀のこうした政策の効果については次

の研究がある。原田喜美江、沖本竜義「日本銀行によるETF買い入れ政策と日経平均銘柄への影響」「ゆうちょ資産研究」第26巻令和元年12月。この研究の対象期間は2010年から2017年だが、買い入れ効果は減少しつつあるという。

当するというのは、いかにも合理性を欠いているから、この要請は当然だろう。

9 月中間期、そして 2021 年 3 月期には多くの企業が減益になると予想されている。直撃にさらされたエアライン、鉄道、宿泊、観光などだけではなく、鉄鋼、自動車、機械、電機など主要産業も決算予想を見送っている。悪くなるのはわかっているが、どの程度になるか見通せないのだ。当然、減配はある。最近の傾向は、投資家（特に個人投資家）がリスク回避に寄り、また超低金利もあって配当への注目が高まっている。その昔は株を買う際の注目点は企業の成長性だったが、現在では近未来に視点が移っている。減配が現実のものとなれば株価の調整は避けられない。もっとも、海外投資家の動向、国内の機関投資家、年金などの動向も大きな要因だが、それは現時点では見通せない。途上国にある資金が、近い将来の通貨の下落におびえていることは、すでに為替相場に現れている。ブラジル、トルコ、中南米諸国の通貨は史上最低の水準にある。とりあえず US ドルへの逃避となっているが、その先には日本円が一時避難場所になる事もあり得る。この 10 年間、中国に集まった資金についても、ある程度同じことがいえる。このように、国際的な短期マネーの動きが、各国ごとの思わぬ株価変動をもたらすことがあるかもしれない。

株高がマネーの過剰の上に展開しているとすれば、この構造には危うさを感じる。マネーの状況はすぐに変化するからだ。今現在（2020 年 6 月）は金余りでゼロ金利だが、金融情勢は一夜にして変わることがある。

大手企業は不測の事態に備えるため、多額の資金調達を行った。上場企業による 6 月上旬までのコロナ対応資金借入れは 10 兆円近くになった（東京商工リサーチ）。また、政府の無担保無利子融資制度を受けて、活発な調達が中小企業においても行われている。銀行による貸し出し平残は前年同月比 6.5% 伸びていると同時に、預金+譲渡性預金は 8% 伸びている。ま

た、証券市場でも活発な社債発行が行われている。

つまり、日本中がマネー確保に動いたのだ。それは消費されるのでもなく、設備投資でもなく、株式への投資でもなく預金として滞留している。まさに、ケインズの言う保蔵であり死蔵である。

ピケティ氏のいう $r > g$ を、やや俗に表現しなせば、真面目に働くより株式投資のほうが儲かるのだから、株式市場から離れてしまうのではなく、マネーを持って待機しているのだ。だから、それは相場の下支えになる。押し目待ちに押し目なし、これは市場の格言だが株価の現状をそれなりに説明している。株価が危ういものでも、そこから離れられない。この一つの背景は、実物世界の利潤の低さであり、資本の過剰である。そして、この現象は、寄生性の現代的な表現なのだ。寄生性とは何でもいいから、資本主義的な健全性の残るものによりするろうとする傾向を云う。

株価の上昇は、資本主義の成功を示す花火である。しかしそれは短く一瞬なのだ。その後に長い、深い闇があるかもしれない。マネー要因による株高と、底流にある実物経済の過剰生産（不況）は現代資本主義の特性を反映しているのだ。

実物経済とマネーストック

実物経済の下降は 2018 年の後半から始まっている。（図 4）7 月下旬、内閣府も 2012 年 12 月から始まった景気回復局面が 2018 年 10 月に終わった事を認定した。

経済産業省が発表している鉱工業生産（2015 年を 100 とする）は 2018 年 10 月をピークに下降が始まり 2020 年 5 月の値は 72.9（前月比▲6.4）となった。品目別データを見ると、ウェイトの高い普通乗用車が 36.6（前月比▲15.7、なんと 2015 年比較で 1/3 強）で全体の足を引っ張った。通信用ケーブル光ファイバー部

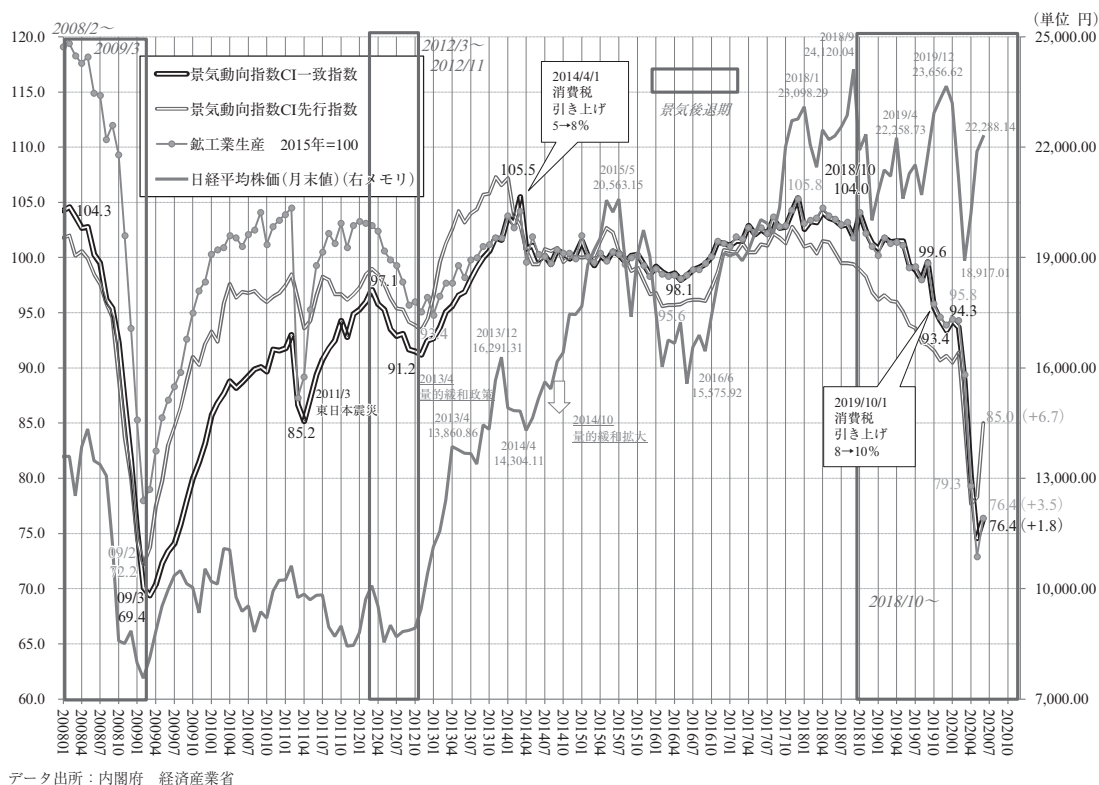


図4 鉱工業生産 2020/6, 景気動向指数 2020/6 と日経平均月末値 2020/6

品、半導体製造装置などは2015年頃から一貫して上昇トレンドだが、ウェイトの大きい自動車等による落ち込みをカバーできていない。

内閣府が発表している景気動向指数（一致系列）をみると（図4）、2018年10月の104.0をピークに下降が始まり2019年9月99.6、消費税増税後の2019年12月に93.4。軽減税率効果もあり2020年1月に94.3と回復したが2月以降コロナ不況により月を追うごとに悪化し2020年5月には74.6と急落している。先行指数は一致指数とほぼ同じ動きをするが、一致指数よりやや下にあったのが近年の特徴だ。2012年からのリセッションでは逆であった。先行指数が一致指数より下にあるのは先行きの回復見込みが立てづらい事を意味してる。もっとも5月から先行指数には回復の気配が出ており4月の77.7から1.6回復し79.3となり、6月は6.7回復し85.0となった。先行指数の11の採用項

目のうち改善寄与率で目立つのはマネーストック▲0.22⇒+1.19 東証株価指数▲0.22⇒+0.35 消費者態度指数▲1.19⇒+1.32（いずれも4月⇒6月）などである（次頁表3）。

政府のサポートや中央銀行による資金供給で市中にお金がばらまかれ、個人、企業の保有する現預金が増加、株価の上昇も相まって、消費者の態度が改善した事が見て取れる。因みにマネーストックのM2は2020/6には、日銀による異次元金融緩和でも成しえなかった前年同月比7.2%増となり、1990年以来の伸びを記録している。米国の5月のM2はなんと前年同月比23%の増加である。（図5）

政府、中央銀行によるマネー供給が、企業に資金繰りの安心感を与え、消費者の姿勢を改善するという短期的な効果を発揮したのは認めなければならない。問題は基盤となる通貨の信任を維持できるかどうかだが、これは別に論じる

べき、しかも重大な問題である。

各種指標で見た株価

株価をめぐっては様々な指標がある。代表的な指標である PBR、PER について、期間中の株価変動に説明力があるか検証してみよう。算式は以下のとおり。

$$\text{PBR} = \frac{\text{株式時価総額}}{\text{純資産}} \quad \text{ROE} = \frac{\text{当期利益}}{\text{純資産}} \quad \text{PER} = \frac{\text{株式時価総額}}{\text{当期利益}}$$

①PBR (株価純資産倍率)

日経平均株価と、採用 225 銘柄全体の PBR を比較してみると図 6 になる。7 月 31 日の値は 1.03 である。グラフもリーマンショックの後の 2009 年からはほぼ同調しており今後を予想するには有力な指標である。もっとも 225 銘柄を個別にみれば PBR 0.4 倍未満が 18 社、4 倍

表 3 景気動向指数の採用系列毎寄与度

	採用系列	2020/4	2020/5	2020/6
先行指数	①最終需要財在庫率	▲ 1.12	0.02	1.26
	②鉱工業生産財在庫率	▲ 1.13	▲ 0.31	0.58
	③新規求人数	▲ 1.18	0.55	0.95
	④実質機械受注	▲ 0.21	▲ 0.35	
	⑤新設住宅着工床面積	▲ 0.44	▲ 0.26	0.16
	⑥消費者態度指数	▲ 1.19	0.66	1.32
	⑦日経商品指数	▲ 0.53	0.15	0.45
	⑧マネーストック	▲ 0.22	0.55	1.19
	⑨東証株価指数	▲ 0.22	0.25	0.35
	⑩投資環境指数			
	⑪中小企業売上見通し	▲ 0.79	▲ 0.32	0.55

	採用系列	2020/4	2020/5	2020/6
一致指数	①鉱工業生産	▲ 1.19	▲ 0.90	0.32
	②鉱工業生産財出荷額	▲ 1.41	▲ 0.89	0.40
	③耐久消費財出荷	▲ 1.51	▲ 0.46	0.74
	④所定外労働時間	▲ 1.47	▲ 0.95	▲ 0.04
	⑤投資財出荷	▲ 0.85	▲ 0.60	0.40
	⑥商業販売（小売業）	▲ 0.78	▲ 0.32	0.83
	⑦商業販売（卸売業）	▲ 0.81	▲ 0.41	0.43
	⑧全産業営業利益	▲ 1.17	▲ 1.05	0.01
	⑨有効求人倍率	▲ 0.80	▲ 1.06	0.01
	⑩輸出数量指数	▲ 1.30	▲ 0.72	0.35

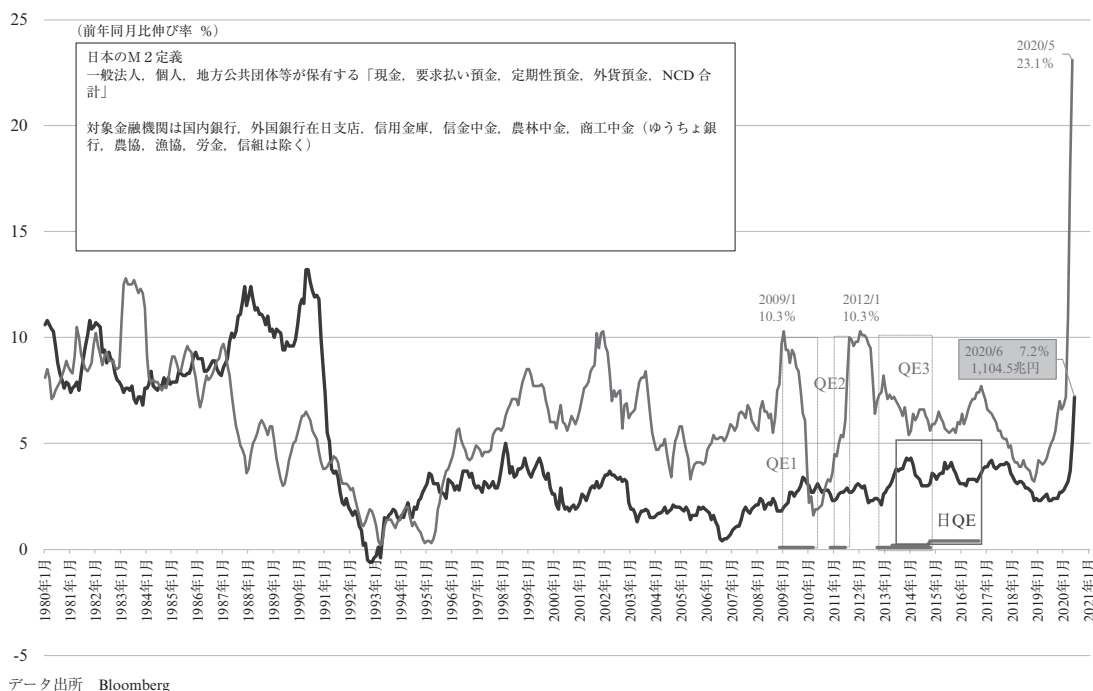
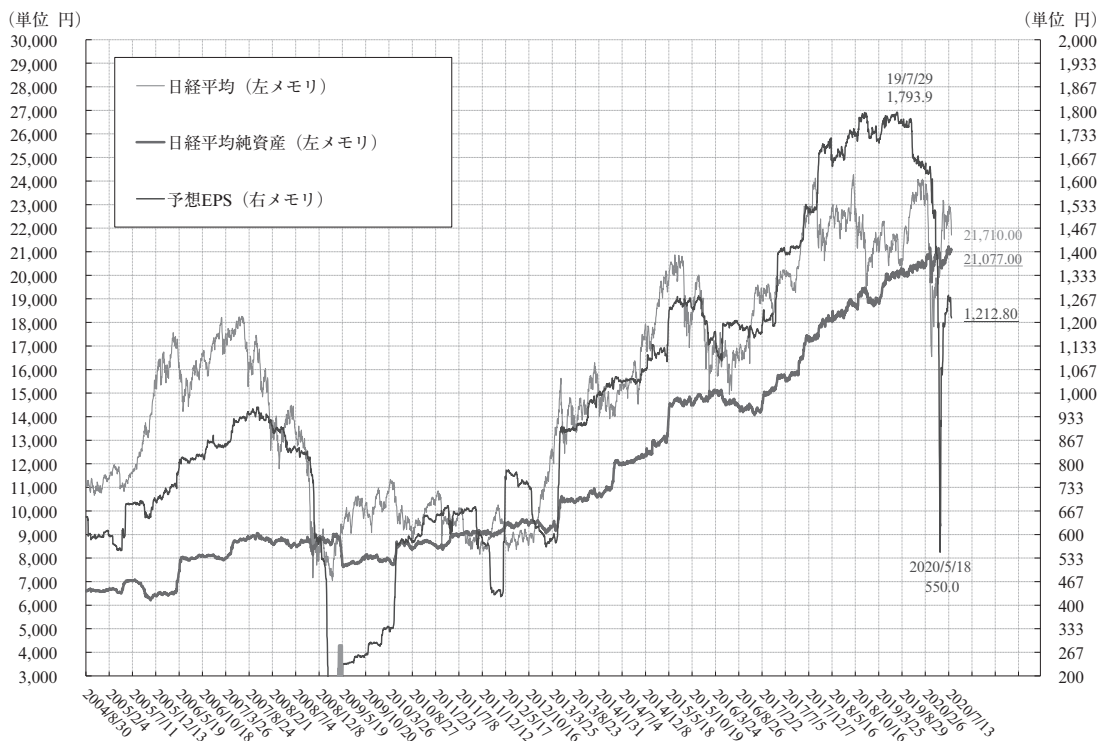


図5 M2 前年比伸び率（%）日本（青線）米国（赤線）



データ出所 クイック Bloomberg

注1: 左メモリ (日経平均株価) と右メモリ (日経平均予想一株利益) は右メモリ×15倍を左メモリとしている。

よって、日経平均と予想一株利益が重なっていれば (2013年初～2017年末) PERは15倍。日経平均が予想一株利益より上に位置していれば (2007年以前) PER15倍以上、下に位置していればPER15倍以下 (2018年初～2020/3) である。

注2: 2008年当時日経平均の純資産は8,000円程度。その後11年順調に利益を積み重ねた結果 (2010/3期以降の当期利益合計額は195兆円にも及ぶ (次頁表3参照) 内部留保が増加して2020/7には21,000円の純資産になっている。

図6 日経平均株価と日経平均予想EPS, 実績BPS (2020/7/31 現在)

以上が13社で差異が大きい (2020/7/21 現在)。

PBR0.4未満の18社の特徴はROEが恒常的に低い (赤字のため計算できない企業含む)、金融、鉄鋼、自動車、百貨店などの業種が多く、投資家の期待を反映するPERも低い事だ。(ROE 4%×PER 10倍でPBRは0.4倍) それに対してPBR 4倍以上の13社はROEが15%を超える企業が多く、投資家の期待を反映してPERも高い。(ROE 20%×PER 20倍でPBRは4倍)。

企業間の格差は大きい、日経平均採用銘柄全体としてのPBR1.0倍が、不況期に当期利益が極端に落ち込み、PERに意味がなくなった時期 (赤字になればPERは算出不能になる) に、下値めどになってきた。今後も株価を見るうえでの注目点である。

注意が必要なのは、赤字転落や、時価会計上の「その他包括利益」³⁾が棄損した場合に純資産が減少する事である。リーマンショック時は日経平均225社全体で赤字転落したので純資産減少分を株価が織り込みにいったし、コロナ禍でも日経平均225社全体の赤字転落や「その他包括利益」の棄損の可能性を見越して、純資産20,000円に対して0.8倍強の16,000円台まで下落している。

世界主要国のPBR, PER, ROEの関係は次頁のとおり。

3) 企業が保有している資産の含み損益変化を損益計算書は通さずに貸借対照表上の自己資本を増減させる会計。

(7/30 現在)

	PBR	ROE	PER
米 SP500	3.49 倍	12.62%	27.68 倍
ドイツ	1.45 倍	5.42%	26.74 倍
英国	1.25 倍	6.31%	19.82 倍
インド	2.42 倍	8.87%	27.29 倍
中国	1.23 倍	9.61%	12.81 倍

②PER(株価収益率)

日経平均株価の PER は 2020/7/31 現在 17.90 倍で、妥当と言われる 15~18 倍の上限にあり、それほど割高感はない。しかし、以下注意すべき点がある。

i) 2010/5 から 2020/7 まで 10 年間の PER の平均は 14.96 倍である。日本経済が成長過程にあれば PER が上昇するのは肯けるが、そうではないと思う。

ii) 2021 年 3 月期予想については、日経平均に採用されている期初の決算発表時点で約 7 割の会社が未公表であるが、その 7 割の企業の業績が、日経新聞社の予想に基づき計算されている。つまり会社が出せない今期の利益予想を日経新聞社が算出しているのだ。

今後、不況が長期化し企業業績の悪化が進み、減益となれば PER の E は減少する。同じ比率を維持するには P(株価)も下がらなければならない。

通常 PER は予想 PER を指し、E は今期着地の E である。この伸びが、多くの会社で期待できるから株価の指標に使っているのだろう。その計算結果が未来を描いていると思うのである。PER の水準は日本のような成熟経済において低くなるのが当然かも知れない。図 6 をみるとコロナ禍における業績悪化に伴い、2021/3 期予想 EPS(一株あたり利益)が大幅に下がり、2020/5/18 には 550.0 円まで落ち込んだ。全体の 7 割を占める業績予想非開示の企業の今期利益を 0 とカウントしたからである。その後は、企業が業績見通し非開示の場合、日経新聞社の予想に置き換えられて上昇し、1,200 円台となった為、PER は 18 倍程度(日経平均 22,500/

表 4 日経平均採用企業の利益合計と前年度比

2020/7/31 現在

	経常利益	当期利益	前期比
2008 年度	8.46 兆円	▲1.50 兆円	赤字転換
2009 年度	15.32 兆円	7.40 兆円	黒字転換
2010 年度	23.33 兆円	11.21 兆円	51.4%
2011 年度	21.12 兆円	8.59 兆円	▲23.0%
2012 年度	23.18 兆円	11.40 兆円	32.9%
2013 年度	32.45 兆円	19.40 兆円	70.2%
2014 年度	33.78 兆円	20.24 兆円	4.3%
2015 年度	33.10 兆円	18.93 兆円	▲6.5%
2016 年度	35.40 兆円	23.18 兆円	22.5%
2017 年度	41.09 兆円	28.93 兆円	24.7%
2018 年度	41.53 兆円	27.44 兆円	▲5.1%
2019 年度	32.35 兆円	18.79 兆円	▲31.5%
2020 年度(予)	28.66 兆円	18.23 兆円	▲3.0%

データ出所 クイック

予想 EPS1,250 = 18 倍)に低下している。

表 4 は日経平均採用 225 社総計の利益を示している。経常利益のピークを見ると 2018 年度、当期利益は 2017 年度がピークである。2019 年度(20 年 3 月期)は、期央に消費税引き上げ、期末にコロナ不況の結果を 3 ヶ月ほど含むため ▲31.5%である。景気動向指数に見られるように「2018/10 以降、既に下降していたところに、コロナ不況に遭遇した」という表現は正しいであろう。やや違和感を感じるのは 2019 年度 31.5%減益、2020 年度期初予想が 3.0%減益という事だ。2021/3 期業績予想を出していないソフトバンクグループが 2019 年度の 9,615 億円の赤字から 2020 年度に 17,000 億円の黒字転換すると予想した日経新聞社の見通しが反映されている事が大きい。

なお、会社四季報 2020.3 集に掲載されている東洋経済による同社の利益見通しは 5,600 億円の赤字である。

企業が業績見通し未公表で、東洋経済と日経新聞社との当期利益予想の乖離が大きい企業の例を右に示す。

(2020/7/17 現在)

	東洋経済予想	日経新聞社予想
SBG	▲5,600 億円	17,000 億円
トヨタ	7,816 億円	10,000 億円
日本製鉄	▲1,400 億円	▲140 億円
ANA	▲3,700 億円	▲1,500 億円
四社計	▲2,884 億円	25,360 億円

会社予想非開示の上記4社において東洋経済と日経新聞社の利益予想合計が上下2.8兆円も異なっている。これが1Q, 2Qの決算発表と進むにつれどちらかが（どちらもが）修正されていく事になる。

米国のPERを確認してみよう。SP500指数のPERは、3月20日に14.21倍、7月31日現在で25.46倍と急上昇している。（図7）俗に言われる買われすぎのサインが出ている。既に見た「過剰マネーの供給」でこれを正当化できるのだろうか？

過去のFRB（連邦準備銀行）のQE（量的緩

和政策）による資産増加とSP500指数の値動きは相関性が高いが、両者の因果関係は微妙である。「QEにより企業収益が増加したため株価が上昇した」との見方も次の事実から支持できる。2008/11～2010/3のQE1, 2010/11～2011/6のQE2, 2012/9～2014/10のQE3と同時、もしくはしばらくの時間を置いてSP500指数は上昇した。しかし、その期間のPERは概ね15倍程度である。

過去を振り返ると、PER25倍の水準をつけていたのは2000年のネットバブルと言われた時期だ。しかし企業収益の拡大がさほどでなかったためSP500指数は1,500ptから2002年に776ptへ半分となった。では今回、実際に企業収益が増加したから株価が上昇したのか？今後、企業収益が回復すると投資家が考えたから株価が上昇したとすれば、どの程度の収益回復をマーケットは織り込んだのか。PER＝株価／一株利益。例えば株価1,000円、一株利益40円でPERは25倍、株価1,000円、一株利益

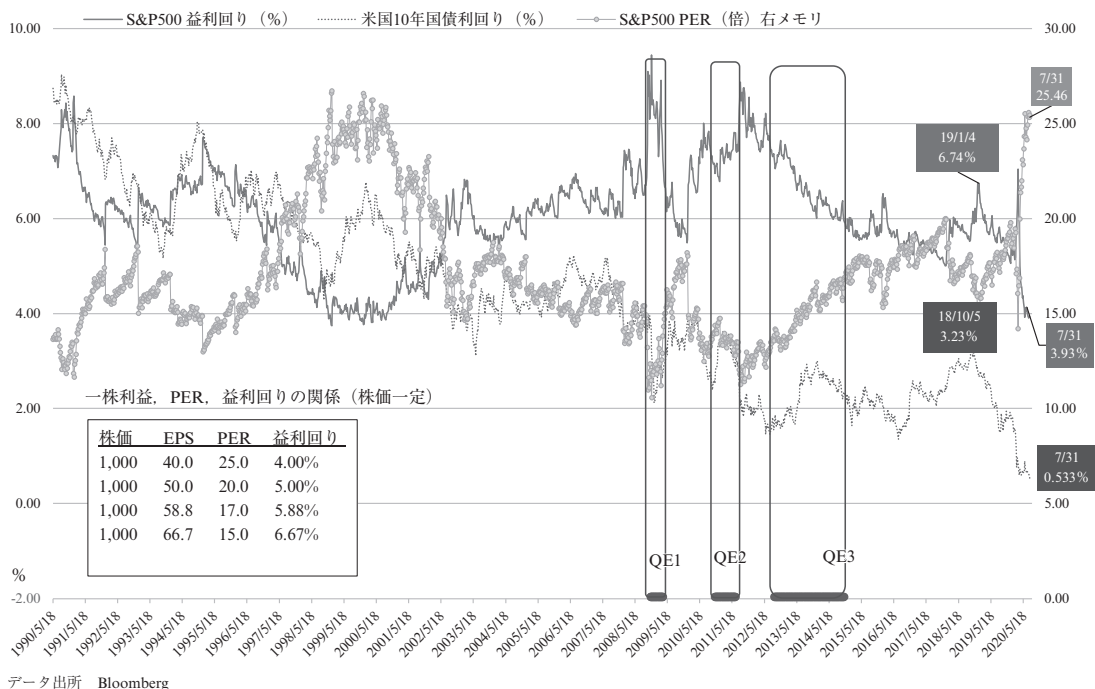


図7 S&P500のPER, 益利回り, 米国債利回りの推移 (2020/7/31 現在)

66.7 円で PER は 15 倍。PER15 倍が適正水準とすれば 66.7 円 /40 円 = 1.67 倍となる。

つまり PER15 倍が適正だとすれば、株価が下がるか今後企業収益が 67% 増加せねばならない。近未来にそれが可能だろうか？

③株式益回り

一方で現在の PER を金利水準から正当化できるとする市場参加者もいる。根拠は株式益利回りと安全資産とされる国債利回りとの比較だ。株式益利回りは PER の逆数で、一株利益 / 株価 = 当期利益 / 時価総額で計算される。PER が 25 倍ならば益利回りは 4%。当期利益 4 億円の会社を 100 億円で買収すると考えればわかりやすい。

クーポン 4% の国債に額面 100 円で投資すれば、クーポン 4% は償還まで不変で満期になれば額面が償還される。一方で株式投資においては、前例で例えた当期利益 4 億円は毎年変動するし、投資元本 100 億円も日々変動する。よって国債より高い利回りが要求される。これをリスクプレミアムと言う。株式益利回り - 国債利回り = リスクプレミアムとなる。

2018/10 米国 10 年国債の利回りは 3.2%，2020/6 は 0.6%。国債利回りが 2.6% 低下したので株式益利回りが 2.6% 低下してもリスクプレミアムは不変であるとの考えである。因みに PER 15 倍で益利回り 6.7%，PER 25 倍で益利回り 4%。国債の金利が 2.6% 下がった事で PER 25 倍は正当化されるとの考え方である (図 7)。

米国では日本のように中央銀行が長期金利をコントロールする政策は取られていないが、政策金利である FF レートは 2020/3/4 に 1.5～1.75% から 1.0～1.25% 2020/3/16 に 0～0.25% に引き下げられた。

2022 年末までのゼロ金利据え置きを FOMC メンバー 17 名のうち 15 名が予想している。政策金利ゼロが維持されるなら長期金利が大きく上昇し株価が割高になる可能性は少ないと考えられているのであろう。

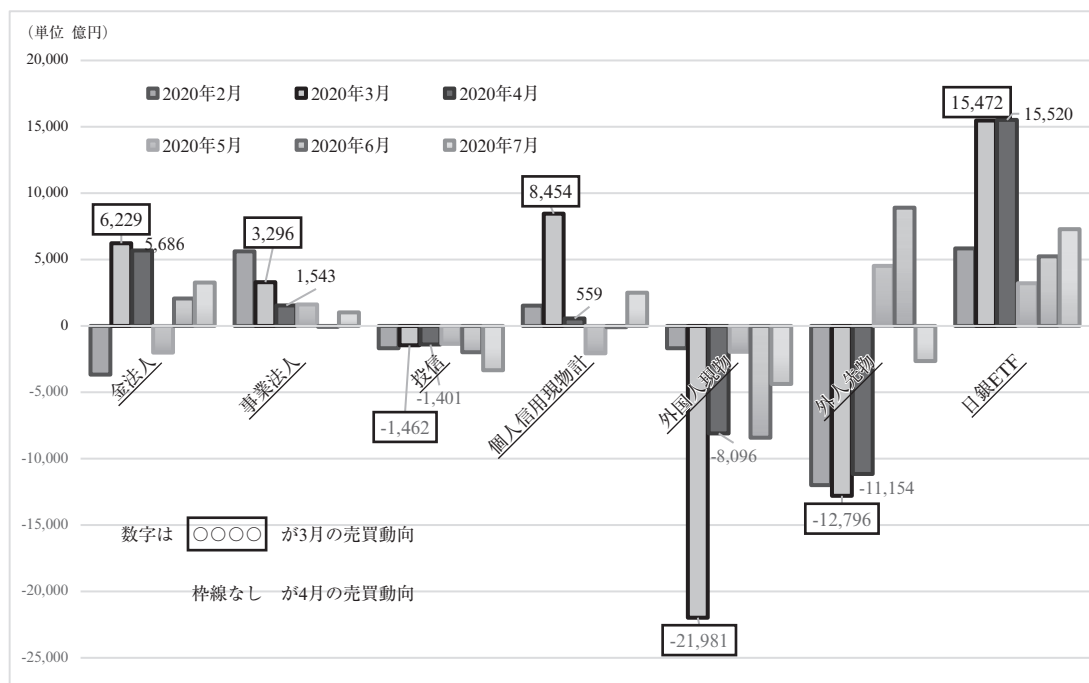
株価に関する指標は、この世界に働く人々が長年の経験を積み重ねて開発したものである。それらは株価を判断するうえで意味を持っている。時間的・空間的な異時点て株価を評価する (平均と比べ割高か割安か) のに有効である。しかし、これからの見通しとなると限界がある。

PER、EPS の E は Earnings で収入だが、これは実物経済からの情報である。PER の P は株価だが、これはあくまでも株式市場の需給で決まる。EPS の P は全く違う。これは率を示すが、ここでは一株当たりの利益を示している。それが高ければ、高収益なのだから株価がそれを評価するのは是認できる。でも、どこまで評価するかは市場が決めるのである。

PBR の B は Book Value で、つまりバランスシート上の純資産だから、株式が持ち分証券であるなら、その持ち分を示している。それが高ければ、株価も高いという理屈だ。しかし、株式が持ち分であるという主張は、会社が解散するとき (倒産ではない) にしか現実には意味を持たない。だから、やはり限定的である。図 5 によると、株価をよく説明しているが、それは近年になって、株式を資産として保有する傾向が強まっているからだろう。高度成長期は未来を買う、夢を買う、つまりは成長株に注目した。しかし今は、株式は現在の資産でなければならぬ。そして、現在の資産は、それ自体は値上がりしなくとも、ほぼ定率の配当を生み出さねばならない。つまり配当期待である。この状況は、ゼロ金利が長く続いたことによって強化された。特に、社会福祉が不十分、年金支払いにも不安が残るという日本の現状では、人々が預貯金から離れ、ある程度資産価値の維持が見込め、かつ多少なりとも配当が恒常的に支払われる銘柄を選択するのは当然だろう。もともと国の一部であった郵政 3 社はその典型であった。

買い手

株式を購入している主体が誰かという統計が



データ出所 日本取引所

図8 投資主体別売買動向 (2020/2~7)

ある。日本銀行は2010年頃から一貫して持ち高を増やし、ETFを経由した保有残高は2020/7に33.49兆円、2020年末には41.36兆円となる見込みだ。

図8で示したとおり、3月の急落局面で日本株を買ったのは、①日銀②個人投資家（2012/11のアベノミクス以降一貫して売り越し主体で累計37.5兆円を売却している）。③金融法人（実態は年金だが株価が下落したため、決められた資産配分比率を株式が下回ったので買い増し）。④事業法人（自社株買い）

一方で売却をしたのは外国人投資家である。その中で長期投資を行う現物投資家は1-3月、4-7月とも大幅売り越しだ。外国人勢の中でも、短期売買を行う先物投資家は5月の中旬から大幅買い越しに転化し、5-6月の株価上昇を牽引した。（4月1週から5月2週までは1.4兆円の売り越し、5月3週から6月末までで1.6兆円の買い越し）

株価が下がれば日銀や富裕な待機資金を持つ

個人投資家、そして年金が株式市場に参入してくるという期待が相場の底を支えている。マネーの行き場が見つからない限り、この期待はしばらく裏切られないのであろう。

日米の株価が実体経済と乖離していることは、IMFが6月の末に公表した報告書も指摘している。これが反転する要因として、報告書（国際金融安定報告書）は、いくつかの状況をあげているが、その中に中央銀行への過度な期待への反転がある。そうなれば、中央銀行が発行する銀行券が「たぬきの葉っぱ」かもしれないという疑惑も表面化する。たくさんあるものは価値がなくなると言うのは、経済学以前の常識だが、前述のとおりマネーはアメリカで23.1%、日本で7.2%、急増している（M-2）。金の値上がりは、いくつかの要因があるが、通貨の信認の逆数ともみなしうる。金価格は、7年8ヶ月ぶりの高値をつけて、2,000ドルに迫っている。（次頁の図9参照）

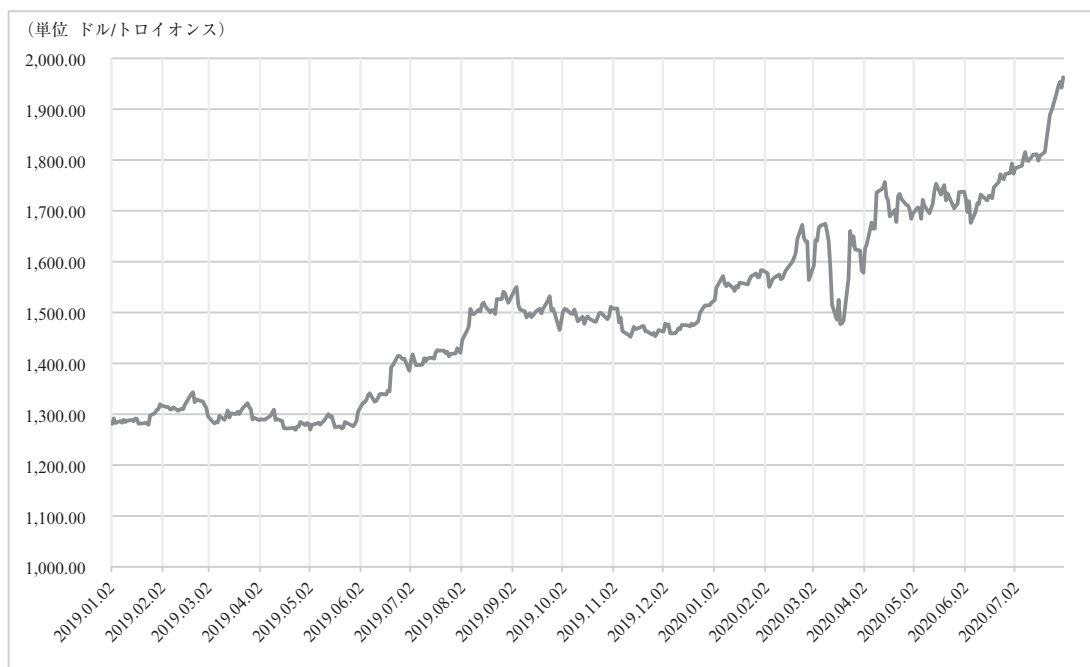


図9 NY金先物 (2019/1~2020/7)

様々なV字

当初限定した期間に戻ろう。VIXの分析で見たように2020年3月以降、主要各国の株価の変動は従来に比べて激しくなった。その象徴がV字の変化である。なぜか？その考察を始める前に他の分野に出現したV字をいくつか見ておこう。

図10は景気ウォッチャー調査、図11は米国の景況感指数の結果を示したものだ。コロナ禍、リーマンショック時、ともにV字が形成されている。コロナV字がリーマンの際より深いことが分かるが、ここで注目したいのはV字の形状である。今回のものは期間が短く（わずか2か月）それだけ鋭くなっている。経済状況を示すグラフがこれ程になっているのはあまり見ない。

図12は最近大きな話題になった、原油価格の動きを示している。中央に見事なV字が形成されている。原油を貯蔵する場所がないとい

う突発的なニュースが流れマイナス価格になった。史上初めての現象だがその情報が一方的である事が判明する。これは情報が人々の判断を攪乱した例である。しかしグラフを少し離してみれば全体が緩やかだがV字型だ。この緩やかなV字は原油の生産と消費、特に生産・減産にかかわる状況が基になって形成されている。実物経済の動きが緩やかなV字を、そして外部情報が人々に与える攪乱がシャープなV字を形成した。これは参考になる。

もう一つ金融市場での例を示そう。図13はアメリカン航空のCDSの推移を示している。典型的な逆V字である。CDSは対象企業に対して債権や対象企業の債券の保有者が倒産に備えて支払う年間保険料率である（10,000bp=元本100%）。10,000bp超えは何を意味するのか。投機である。株式と同様に10,000で購入した後、それ以上で転売できる前提の価格形成（投機）となっている。

さてここまで見てきたV字はなぜ生じている

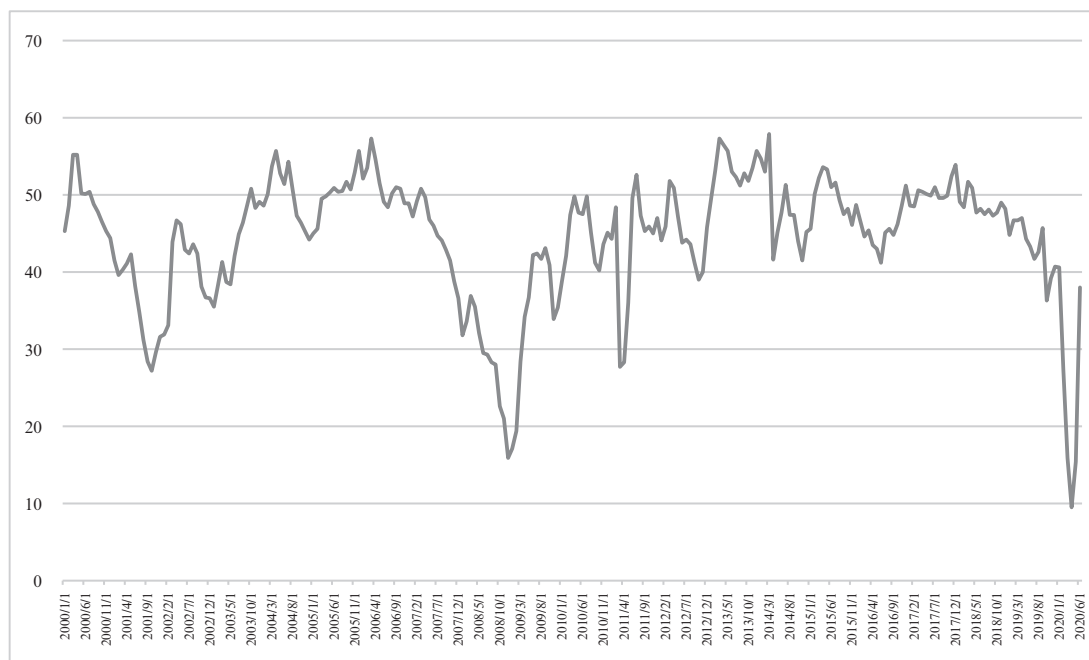


図 10 景気ウォッチャー調査 (2000/1～)

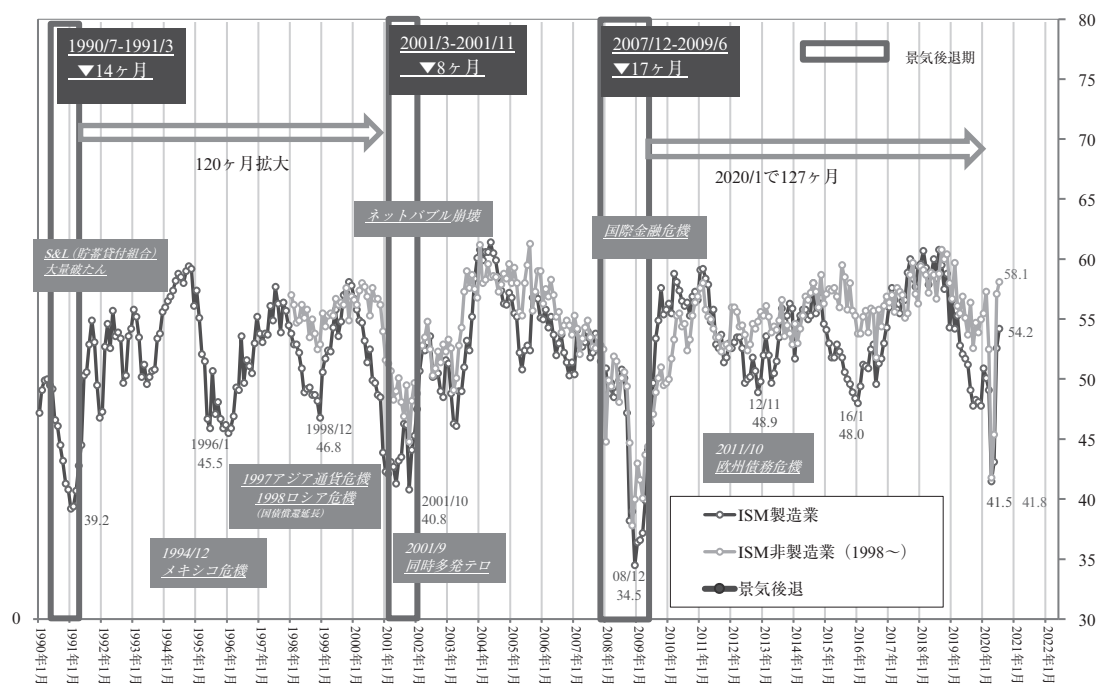


図 11 米 ISM 景況感指数 (2020/7)



データ出所 Bloomberg

図 12 WTI 原油先物 (2019/1～2020/7/31)



データ出所 Bloomberg

図 13 アメリカン航空の株価と CDS (2020/1～2020/7 末)

のだろうか。バフェット指数というものがある。その国の株式時価総額 / GDP × 100 (%) で計算される簡単な算式であるが、参考になる。米国のバフェット指数は 2020/6/30 現在 144.63%。ウォーレンバフェットが適正水準と言っていた 100% を大きく超えている。实体经济対比で金融経済（株式時価総額）が大きくなっているのだ。

結び

コロナ禍の株価変動は、これまでにない特徴があった。しかし、それが今後定着した現象になるかどうかは、まだわからない。ただ、現時点で推量しうる変動の要因について述べておきたい。推量できる要因は次の 3 つだ。

①引退資本（資金）、②投資主体、③AI 取引。

①引退資本について

経済学には原理論の重要分野として貨幣論がある。そこでは、資本の運動の過程および資本主義の歴史的発展過程で生成されるさまざまな遊休貨幣について論じている。遊休貨幣とは、所有者が一時的に、あるいは長期的に消費や投資に使用しない貨幣のことである。使用しないからと言って、所有者の地下の金庫に保存されているのではない。ここが、資本主義の特徴でもあるのだが、遊休貨幣は経済システム全体で見れば遊休しないのである。というのは、近代的な資本主義には銀行制度および証券制度が整備されており、遊休貨幣はそこに流れていき、他の経済主体によって利用されるからである。貨幣は資本運動の始点である。また、消費行動には支払手段としての貨幣が欠かせない。資本主義は貨幣を決して遊休させないのである。これは、資本主義を発展させた秘密でもある。

さて、当面の問題は証券市場のうちの株式市場であるが、遊休貨幣のうちのどの部分が株式市場に流入するかという論点がある。

貨幣は物体であるから自らの意志などは持たず、遊休貨幣もそうであるから、それがどこに

流入するかは持ち主、あるいは仲介者の意志である。これも、ひとつの考え方である。しかし、経済学は、この考え方を取らない。遊休貨幣はそれぞれの生成の過程で、どのように運用されるべきかについての方向性を付与されている、とみる。例えば商品流通のラグから生成されたものは、短期的であり、金利を求めるなどということはない。逆に、過去の財産で暮らしてこうとする主体のそれは長期的であり、金利を求めるだろう。

それでは株式市場に向かう遊休貨幣はいかに発生するか。ここに、引退資本（資金）という範疇が発見された⁴⁾。現役の資本家が引退する。彼らは相当な資金を蓄積しているだろう（もちろん成功していればだが）これらの資金にはリスク志向性が内在していると考えるのである。

引退資本はいくつかの条件下で生成される。

-
- 4) 引退資本について、その形成要因は次のものがある。1. 国内外で展開する資本の競争、これによって敗退・引退が発生する。2. 利子率。高い金利が引退を誘発する。次に低い金利が預金から証券へ向かわせる。3. 地代。都市の発展により中心部、次第に近郊の地価が値上がりし、そこに立地する生産資本の引退が促進される。中小企業の場合は・後継者不足がこれを促進する。4. 国民性。人々の引退に関する考え方、引退後の社会インフラ。これは経済要因ではないが、引退資本の形成に大きな影響がある。（濱田康行「金融の原理」増補 2 版、北海道大学図書刊行会、1999 年、p.125-6）
- 資本論にも以下のような記述がある。「最後に、貨幣資本の蓄積は、大儲けをして再生産から引退する一群の人々によっておこなわれる。産業循環の経過中に得られた利潤が多ければ多いほど、このような人々の数は大きくなる。」（大月版、第 3 巻-2、p.648）『素材的富の増大に連れて、貨幣資本家の階級はおおきくなる。一方では引退した資本家、金利生活者の数と富が増大する』（同上、p.653）マルクスの時代は資本主義の初期全盛時代であり、イギリスの勢いは他の国の追従を許さなかった。だから、引退は多くはなかった、それでもそれに言及しているのは、遠くを見る目の凄さである。今日では、引退が日常現象になり、そこでやや心配になり、創業がもてはやされている。

ひとつは競争条件である。それが厳しくなれば引退資本は多くなる。グローバル時代はそういう時代である。先進国は途上国の追い上げを受けるが、特に影響があるのは比較劣位部門である。軽工業部門がそうであり、この分野は中小企業分野でもある。日用雑貨、衣類、簡単な加工材料などなど。

もうひとつの、引退資本の大きな源泉がある。それは企業の内部に蓄積されている。大企業のバランスシートをみれば、さまざまな剰余金が蓄積されているのがわかる。将来のある時点で投資するのが建前だが、将来のある時点が来ない。先進国の国内市場は、いわゆる飽和現象に満ちている。もはや市場は新たな投資を許さない。無理にすれば価格暴落を引き起こしかねない。すなわち、現役の資本の内部にある引退資本である。

引退資本の一部は投機資金にもなる。もともと資本だったのである。投機化を進める事情もある。それは本業の不振である。これは飽和の言い換えだが、多くの企業は新たな投資先を求めている。そして、注目すべきは、新たな投資先は、モノやサービスを生産するという現実資本の分野でなくてもよい。かのピケティ氏が名著を持って示してくれた不等式 $r > g$ を思い出せばよい。投資範囲が世界に拡がり、かつ金融商品が分化・発達することで r は有利になり、逆に g は不利になった。

人々レベルでも引退資本は増加している。年金の巨大化をみればよい。GPIF は、日経平均採用 225 銘柄のうち 180 銘柄において筆頭株主である。人々が利益を期待するのは、先進国でも社会保障が後退し老後生活の安全が脅かされているからでもある。また、人々の希望する生活水準の質が上昇しているから、低金利の運用ではまかなえない。今は統計を示すことはしないが、潜在的な部分を含めて“引退資本”は膨大な分量になっている。

コロナ禍という社会不安が、引退資本を動き出させたことは十分予想される。その本体は、

まだ資金ポジションに待機しているかも知れない。だとすれば、株価が下がることは（一時的な変動はある）簡単にはないのかもしれない。長い低金利時代が引退資本を、より投機的な方向に誘導している。

疫病の蔓延は人々の行動を利根的にする。これは世界史の教えるところである。人々の心理の変化が、既に大量に形成されはじめている引退資本の性質変化を、妙な表現だが活性化をもたらしている。もちろん、こうした議論には心理学的な研究も必要である。

②投資主体について

ここで注目すべきは、巨大な資金を持ち、かつ投機的に行動するファンドである。ヘッジファンドはその象徴であり、直近の残高は 2.1 兆ドルもある。これはあくまでも元本であるから、レバレッジを掛けた後、どれくらいに膨らんでいるかは不明である。

一例をあげると 1997-1998 のアジア危機、ロシア危機を挟んで破綻した LTCM。ノーベル経済学賞を受賞したロバート・マートンが参画したヘッジファンドで割安資産を買い、割高資産を売る投資手法を取っていた。

自国通貨建てロシア国債がデフォルトする確率をシックスシグマ（3 回/100 万年）と計算し、米国国債の空売り、ロシア国債や南欧諸国の国債買いのポジションを取っていた。欧米の金融機関が出資した元本 47 億ドルに対してレバレッジを掛け 1,290 億ドルの投資（27 倍）を行っていた。思惑は外れた！不安定（日本でも金融危機が起こっている）だった世界金融情勢が深刻化する事を防ぐため、救済融資や FRB の緊急利下げ（3 か月で 3 回）が行われた。

ヘッジファンド以外の日本の個人投資家においてもレバレッジをかけた取引が増加している。東京市場での売買代金上位銘柄はソフトバンク G(グループ) やソニー、トヨタ、任天堂、メガバンクなどの銘柄で 1 日の売買代金 300 億円～1,000 億円となっている。（1 日の総売買代金総額 2～3 兆円の 20% 程度を上位 10 銘柄で

占めている)

レバレッジを掛けた取引は日経平均連動型の日経レバレッジETF(日経平均の2倍の値動き)や、日経平均ダブルインバースETF(日経平均×マイナス2倍の値動き)がある。これが連日、300億円~1,000億円の売買代金となっている。日経平均という指数の売買の方が、個別銘柄売買より判断し易いという面はあるが、個人投資家中心にレバレッジのない指数連動型のETFより2倍の値動きをする投機性の高いタイプが好まれている。

③AI取引について

これが取引の主役になりつつあることは誰しも認めるところである。一日1,000ドルなどという乱高下を人間が演出できるとは思えないし、秒以下の時間での大変動は認識して考えて行動する人間にはついていけない。ニュースのヘッドラインが出た瞬間に売買執行を行う取引が行われ、変動を大きくしている可能性が高い。

「パウエル・プット」という言葉がある。プットオプションを買えば下落時に利益が出る事を揶揄して、経済危機が起きて株価が下がれば中央銀行が株価を支えるアクションを取るので、下がれば儲かるチャンスという意味である。

かつて中央銀行は短期金利の上下によって経済活動をコントロールしてきたが、企業が銀行からの資金調達に頼らなくなった今、株価で経済をコントロールせざるを得ない状況が生じ、中央銀行が場違いな一役を買って出ているのかもしれない。

株価が下がれば量的緩和によって株価を下支えする政策が何度も取られた事によって市中に資金があふれている。1996年にFRBグリーンズパン議長が株式市場を「根拠なき熱狂」と指摘したが、中央銀行は株価下落策を取りにく

い。逆に株価テコ入れ策は世論を味方につけやすい。これが繰り返される結果、世の中に余剰資金があふれ、株価の変動を大きくしている事は否定できない。

大型の、しかも長期の不況が来るかも知れない。そうなれば、企業の配当が減少する。その前に、一稼ぎだ！コロナへの心配はその後にしよう。今は、せっかく借りた時間^{注)}(borrowed time)なのだから。資本主義はコロナ禍を境に、またひとつ変化したのかも知れない。

参考文献

本稿のテーマに関しては、業界関係者のショートコメントはあるが、論文はまだ少ない。本稿の準備中に発表されたBIS(国際決済銀行)の四半期レポートは参考になる。

BIS Quarterly Review, Sep. 2020.

Markets rise despite subdued economic recovery.

ここでは、実物経済から株価が離れて変動している実態をdisconnectedと表現しており、その主要因として実質金利の低下をあげている。本稿の主張と一致している。不況→企業決算の悪化から株価が下がらない要因として、投資家の姿勢が長期スタンスになっているからとも主張している。この点は興味深い。というのは、航空会社や郵政関連株が、業績悪化・無配や企業スキャンダルで株価を下げたものの、ある水準からは買い戻される日本の現象を説明しているからである。投資家が長期スタンスを取るのは、低金利・ゼロ金利が長期化すると予想していること。および投資に資金を使う可能性が薄いことによる。つまり、2020年は配当がなくとも長期所有し、その間に回復すれば平均で一定の配当利回りが稼げると判断しているのだろう。もっとも、この判断が有効なのは、当該会社が倒産しないという前提があるからである。郵政株、航空会社株、鉄道株、大手金融株などはその前提を置き易いのである。

注) この絶妙な表現はリチャード・クー氏のものである。