



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	NYダウ平均株価3万ドルの方程式
Author(s)	濱田, 康行; 川島, 一郎
Citation	地域経済経営ネットワーク研究センター年報, 10, 65-91
Issue Date	2021-03-26
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/80997
Type	departmental bulletin paper
File Information	110REBN_10_065.pdf



<研究論文>

NY ダウ平均株価 3 万ドルの方程式

濱田 康行・川島 一郎

【要約】状況（2021 年初頭）を見れば、まさに大災害：Disasterに見舞われている。世界のコロナ感染者数と死者数をみるだけで、それは明らかである。そして、経済は深刻な不況であり、2021 年が明けて一段と深まる気配だ。しかし、2020 年 11 月、あらゆる状況が悪化する中でダウ平均株価は“夢の 3 万ドル”を達成した。この状況を理論に基づいたフレームワークの中で、かつデータに基づいて分析するのが、一連の研究の目的である。課題は二つに分けられる。第一は、株式市場の繁栄が人々の幸福・経済の状況とあまり関係がないように見えるが、それはなぜか？国際決済銀行（BIS）のレポートの表現を借りれば、Disconnected（非関連）なのはなぜか。第二は、そもそも、この高株価を生み出した要因は何か、特に内的要因を探ることである。第一のテーマは、2020 年 8 月に発表した論文が、そして第二のテーマを本稿が扱っている。第 1 節では、株価を決定するのは、基本的に当該企業の業績・収益の状況によるとする株価第一原則について解説する。第 2 節は、過去のデータから株価の算定式を導き、この式でダウ平均 3 万ドルを判定している。今回の株高がバブルなのかどうか、それを問う試論である。第 3 節では、株価第一原則だけで説明できなくなった時に浮かび上がってくる要因について述べ、さらに、この要因の説明力を強める状況を示す。ここで従来の株価理論へのいくつかの疑問も呈示している。第 4 節では、マクロ的視点から、以上展開したことを総括する。金融概念図を使って株式市場の概念的移動があったこと、その原因のひとつが株式市場の巨大化であることを主張している。最後に、全体のまとめ、および今後の研究方向を示してむすびとしている。

【キーワード】EPS PER ダウ平均株価 ブラック・スワン リスクプレミアム

はじめに

2020 年 11 月下旬、株式の世界に大きな驚きがあった。ニューヨーク証券取引所のダウ・ジョーンズ平均株価が史上初めて 3 万ドルを超えた。ほぼ同時に世界各国の株価も上昇し、日本の日経平均株価は 2 万 6,000 円台をつけた。こちらは、史上最高値ではないが、実に 29 年と半年ぶりの高値である。

人々を驚かせたのは、この高値がコロナ禍という経済活動に大打撃を与える災害の最中に記録されたことだ。株価は相場現象であるから需供によっていかなる値も示す。だから不況下の株高という現象もしばしば見られる。しかし、

コロナ禍は「不況」などというものではない。不況は経済・景気循環の一面である。投資に向かわない、つまり「もうすこし景気がよくなってから」と待機している資金の一部が株式市場に流れ込み相場を押し上げる。不況の次に来るのは景気回復だという人々の期待が、この上昇を容認し、株価は景気を先読みする、ということになる。

しかし、コロナ禍は人類を襲った大災害である。それは、人々が集まり、コミュニケーションを行うことで成立する経済活動そのものを阻害する。当然のこととして、人々の所得は減少し消費は減り、雇用状況は悪化し不況は深刻になっていく。

コロナ禍の当初は（パンデミック宣言の布告された2020年3月の頃）、V字回復、夏が来れば、が期待されていた。しかし、それは虚しかった。第二波、第三波が地球を襲っている。11月になって、ワクチン開発成功のニュースがいくつかあるが、有効性、有効期間、副作用、人々に届く時期と経済的負担等、多くの課題がある。すべてが順調にいったにしても、ひとたび凍結してしまった人々の消費活動が元に戻る保証はない。そして閉店した飲食店、事業所の復活も、現実問題として難しい。にもかかわらず、夢の3万ドルが実現した。この背景にはなにがあるのか？

前稿で「コロナ騒動下の株価分析」としてVIX指数の高止まり、様々なV字型のチャート、マネー要因、需給要因について述べた¹⁾。NYダウの30,000ドル突破、日経平均の29.5年ぶりの高値を受けて少し掘り下げて論じたい。

コロナ禍における株価上昇の過程で従来の証券投資理論上の常識が覆されているのかもしれない。現時点で気付かされた変化を箇条書きにすると以下①～③である。

①企業業績よりも長期金利や短期金利（FFレート）が株式市場に与える影響が大きくなっている。（第1節、第2節）

②（1）パッシブ投資（インデックス投資）は効率的な投資であるとする投資理論に疑問が生じている。（2）証券投資理論の要となっている正規分布に従った価格変動を前提とした投資理論に疑問が生じている。（3）分散投資（株式の銘柄分散だけではなく、異なる資産クラス間の分散投資）でリスクを軽減することは可能とする投資理論に疑問が生じている。（第3節）

③株式制度を基盤とした資本主義が成功したがゆえに、実体経済対比で株式市場が大きくなり

すぎ、制御が困難になっている（第4節）。以下、順を追ってみていこう。

第1節 予想EPS（Earnings Per Share、一株あたり利益）の説明力と『株価第一原則』

1. 予想EPSと株価

図1は1990年来のS&P500指数と予想EPS推移である。右メモリが予想EPS、左メモリが株価。右メモリ×15を左メモリとして作成している。よって、S&P500指数と予想EPSが重なっていればPER（株価収益：Price Earnings Ratio）が15倍となっている。米国市場は概ねPER15倍（企業が稼ぐ一株利益の15倍が株価）のトレンドが続いてきたことが確認できる。

株価は基本的には企業収益を反映する。（これを「株価第一原則」と呼ぶ。後述）しかし、ここにはふたつの留意が必要だ。①EPSの何倍が適正（適当）な株価なのか。時折、今回のコロナ禍でもそうだが、EPSでは株価を説明しきれない局面がある（図1の2014年以降、特に2020年の5月以降）。では②何が説明するのか？何が説明を補足するのか？

以下、EPSと株価について述べるが、ひとつ前提がある。EPSのEはEarningsで収益の事だが、収益と配当は異なる。Amazon, Google, Facebookなどの高収益会社は無配当である。しかしここでは収益＝配当としておく。後に述べるMM理論を受容しているからだ。もうひとつ、それは投資家の姿勢である。株式会社の仕組みが出来上がった当初は、会社の設立に投資し、やがて配当を受け取るのが投資家であった。その後、流通市場が発達したことにより配当だけではなく売却益を得ることも投資家の目的になっている。

以上を前提にしてEPSと株価の関係をみてみよう。図1で見ると、アメリカのS&P500指数の予想EPSは2020/1/10は174.69ドル、コロナ禍で5/22に125.24ドルに急低下、12/31に138.93へ回復したが、年初の水準には戻っ

1) 濱田康行・川島一郎「Stock Price under Corona Disaster」『経済学研究』（北海道大学）第70巻第2号2020年12月。

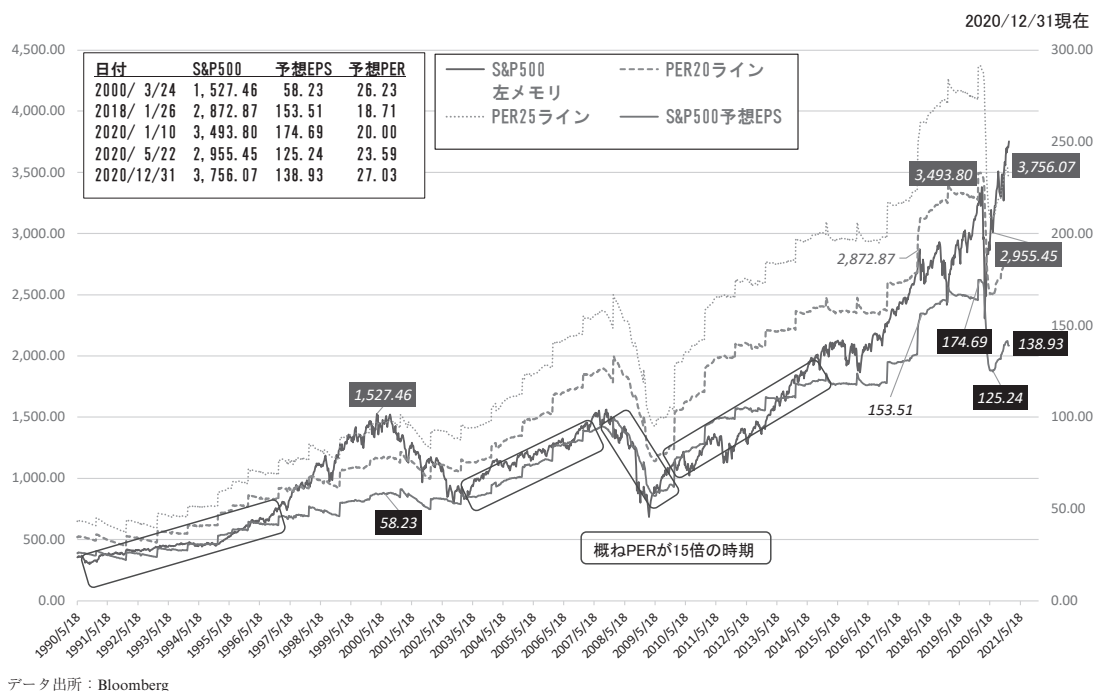


図1 米国 S&P500 指数と予想 EPS

ていない。一方で S&P500 指数は 2020/1/10 の 3,493.80 を大きく超え 3,800 に迫っている。つまり企業収益 (EPS) の 5/22 からの回復だけでは 2020 年 12 月現在の株価は説明できない。図 1 には 2 つの点線がある。下の点線は PER20 倍ライン、上の点線は PER25 倍ラインである。1990 年以降米国 S&P500 指数は概ね PER15 倍ラインで動いていたが 1996 年～2000 年にかけて PER の水準を切り上げ 25 倍ゾーンに達している。そして 2020 年 12 月現在も同様である。

日本の日経平均株価と予想 EPS を示したのが図 2 だ。米国 S&P500 種のグラフ同様に左メモリは右メモリの 15 倍としてある。日経平均株価と予想 EPS が重なっていれば PER15 倍である。図 1 の米国よりも、予想 EPS のぶれが大きい (2002, 2008 年は赤字) ことが特徴だ。日本株は景気敏感株と外国人から認識されるゆえである。

注目すべきは、アベノミクススタート以降、

2018/10 (景気の山) まで概ね PER は 15 倍で推移していることだ。2018/10 以降景気後退期となったが、大企業中心の日経平均予想 EPS はその後も増加し 2019/7 にピークを打っている。米国で事業を行っている大企業が法人税減税の恩恵に浴したことが影響している。その後 2019/10 の消費税引き上げの影響もあり、予想 EPS が下降していたところにコロナ禍が襲った。2020/5/18 の 550 円への急落は、2021/3 期の業績予想を非開示とした企業が太宗を占めたからである。やむをえず非開示企業の予想利益を 0 と置いて算出したが、日経新聞社予想の利益に置き換えられたため急上昇した。1Q 決算発表以降、徐々に企業発表数字に置き換えられ低下した。5 月の異常値とそこからの急回復を除けば、米国と比較して予想 EPS の戻りは鈍いが、株価は 29.5 年振りの高値である。2 万 6,000 円の説明には EPS に加えて他の説明要因が必要だ。(第 2 節参照)

中国経済の回復の影響を受け 2022/3 期の業



データ出所：クイック Bloomberg

図2 日経平均と日経平均予想EPS, 実績EPS (2020/12/30 現在)

績が急回復する事を織り込み始めた」と説明する市場関係者もいる。もちろん、世界経済のマクロ情勢は株価に影響するが、ここで求められているのはEPSのような内部要因である。

2. 補足 株価第一原則について

株式・株券の本質については議論のあるところだが、「配当請求権の付与された出資証券」ということに異論はない。だとすれば、株価は当該企業の収益状況と、その帰結である配当によって基本的に決定されることになる。もちろん限定もある。赤字で配当ゼロとなれば、この理屈でいくと株価はゼロだが、必ずしもそうではない。それは時間軸があるからだ。すなわち、将来の配当が（無配会社なら復配）期待され、それが株価形成に影響している。11月から12月に行われた日本のエアライン二社の公募増資が一応、成功したのは象徴的である。乗

客の減少から収益が悪化し、2021年3月期の無配を表明し、いつ復配するか分からないなかで、投資家が増資に応じたのは、まさに将来への期待である。

米国成長企業には好業績でも無配の企業は多い。既に述べたが、米国GAFAのうちGoogle, Amazon, Facebookは無配当である。それでも、これらの企業の株価が高いのは「企業の生み出す利益は、配当されなくても次の成長に繋がる再投資に使われ、より多くの利益を生み出してくれる⇒現在の株価よりも高い値段で売却できるという期待」があるからだ。

米国のS&P500種のPER（株価と一株当期利益の倍率＝時価総額と当期利益の倍率）は既にみたように1990年以降概ね15倍～25倍程度となっている。つまり、配当が無くても会社が成長し当期利益が増加すれば株価は上昇する。

様々な状況が株価に影響するのは事実であ

表 1

CODE	銘柄	2019/12/30	2020/12/30	騰落幅	騰落率	2019 年度純利益 (円)	2020 年度純利益 (予想) (円)	前期比 増減率
7205/T	日野自	1,162	879	-283	-24.4%	31,467,000,000	-3,000,000,000	赤字転落
2501/T	サッポロ HD	2,579	1,991	-588	-22.8%	4,356,000,000	-6,500,000,000	赤字転落
3086/T	J フロント	1,530	815	-715	-46.7%	21,251,000,000	-18,600,000,000	赤字転落
9001/T	東 武	3,955	3,075	-880	-22.3%	35,530,000,000	-21,200,000,000	赤字転落
9009/T	京 成	4,240	3,490	-750	-17.7%	30,110,000,000	-26,200,000,000	赤字転落
7012/T	川 重	2,408	2,324	-84	-3.5%	18,662,000,000	-27,000,000,000	赤字転落
9008/T	京 王	6,610	8,000	1,390	21.0%	17,875,000,000	-28,000,000,000	赤字転落
8233/T	高島屋	1,228	885	-343	-27.9%	16,028,000,000	-36,500,000,000	赤字転落
9005/T	東 急	2,019	1,281	-738	-36.6%	42,386,000,000	-45,000,000,000	赤字転落
7731/T	ニコン	1,344	651	-693	-51.6%	7,693,000,000	-50,000,000,000	赤字転落
4188/T	三菱ケミ HD	818	624	-193	-23.6%	54,077,000,000	-59,000,000,000	赤字転落
5108/T	ブリヂストン	4,070	3,384	-686	-16.9%	292,598,000,000	-60,000,000,000	赤字転落
4004/T	昭電工	2,899	2,197	-702	-24.2%	73,088,000,000	-90,000,000,000	赤字転落
7261/T	マツダ	938	692	-246	-26.2%	12,131,000,000	-90,000,000,000	赤字転落
1605/T	国際帝石	1,137	556	-581	-51.1%	123,550,000,000	-136,000,000,000	赤字転落
8053/T	住友商	1,624	1,366	-259	-15.9%	171,359,000,000	-150,000,000,000	赤字転落
9022/T	JR 東海	22,000	14,590	-7,410	-33.7%	397,881,000,000	-192,000,000,000	赤字転落
9021/T	JR 西日本	9,441	5,399	-4,042	-42.8%	89,380,000,000	-240,000,000,000	赤字転落
9020/T	JR 東日本	9,858	6,885	-2,973	-30.2%	198,428,000,000	-418,000,000,000	赤字転落
9202/T	ANA	3,642	2,277	-1,365	-37.5%	27,655,000,000	-510,000,000,000	赤字転落
101	日経平均	23,656.62	27,444.17	3,787.55	16.0%			

データ出所：クイック

る。しかし、基本は何かといえば、株式の本質から導かれる要素、すなわち当該企業の収益状況であるとして間違いはない。この「株価第一原則」は、コロナ禍の混乱のなかでも個別、ミクロで見れば貫かれている。

表 1 は、日経平均採用銘柄のうち 2020 年度利益予想が赤字企業の 2019 年末株価と 2020 年末の株価の騰落を示している。(2019 年度も赤字で 2020 年度も赤字の企業は除いている)。コロナ禍の影響を強く受けた陸運、空運、百貨店などの銘柄が並ぶが、株価は日経平均が 29 年振りの高値を付ける中でも昨年末比で大きく下落しているのが確認できる。株価第一原則はミクロでみれば貫徹している。しかし日本経済を一つの株式会社としてしてみると、事情は異なってくる。マクロはミクロの単純な集計ではない。これに加えて、株価指数の持つ特性がある。

日経平均という指数は 225 銘柄の株価を単純に平均したものである。これは株式市場の状況

について一般的な説明力を持つものだが、2020 年 3 月以降の現状についてはそうでもない。というのは、現状は上昇している株式と横這のそれ（一部は下降）にかなりはっきり分れているからだ。

図 3 は米国 S&P500 指数を、二種類（グロース株とバリュース株）に分けて示している。バリュースの方には、現時点でもコロナ以前の水準に達していないが、グロース株は既にコロナ前の水準を大きく超えている。その間に S&P500 指数が位置している。注目すべきはグロース株とバリュース株の 2 本の株価が 2020 年 4 月から徐々に開いていることだ。こうした現象を業界では「ワニの口」という。

もうひとつ注意すべきことがある。平均株価は株式市場ごとに計算される。アメリカなら、ニューヨーク市場、アメックス市場（現在は ETF の市場）、そしてナスダック。日本なら、東証第一部、二部、そしてかつての店頭市場であるジャスダック市場だ。日本では市場にヒエ



図3 S&P500 指数, グロス指数, バリュエ指数 (2019/12 末を 1 として指数化)

ラルキーがある。つまり、東証一部が「最上位」という通念がいまでも成立している。まず、ジャスダックに株式公開して、会社が成長して東証一部に「昇格する」という企業の出世コースが暗黙に了解されている。だから「我が社は東証一部上場企業です」というのがステータスの表明であり、証明でもあった。しかしアメリカは違う。ナスダックは下位市場ではない。それはいくつかの成長企業がニューヨーク市場への移行を意図的に拒んでナスダックに居ついたことに起因するのだが、いまではナスダックは社歴の若い成長企業（つまり景気敏感企業）が多い市場となった。だから株式市場ごと（例えば NY ダウとナスダック指数）に平均株価のグラフを示すと、やはり「ワニの口」になる。もっともワニはかなり上を向いて口を開けている（上顎は史上最高のところまで来ている）。ついでに言えばニュー

ヨーク市場と東証一部の比較グラフも「ワニの口」なのだ。

景気敏感株は日米ともに値高株が多い。GAFAM などと呼ばれる株価をみればよい。平均株価はこれらの動きに引っぱられる。単純平均であっては、なおさらである。日本でも日本製鉄などの従来型大企業よりファーストリテリングやソフトバンク Gの方が株価は高い。アメリカでも、GAFAM に匹敵する旧主要産業株はみあたらない。資本主義の主役交代は、株式市場をみる限り、肯定せざるを得ない。GAFAM の今期業績予想（2020 年 11 月現在）は下記表の通り。

	売上高 (百万 \$)	前期比 伸び率	予想当期利益 (百万 \$)	前期比 伸び率	予想 EPS (\$)
G: グーグル (12 月決算)	178,175	10.4%	35,632	3.8%	51.857
A: アップル (9 月決算)	315,832	15.2%	66,583	16.0%	3.972
F: フェイスブック (12 月決算)	84,111	19.0%	27,029	46.2%	9.358
A: アマゾン (12 月決算)	379,703	35.4%	17,916	54.6%	34.756
M: マイクロソフト (6 月決算)	158,251	10.7%	51,595	16.5%	6.766

当期利益がコロナ禍の今期においても 4～54% も増える予想だ²⁾。

このように、コロナ禍で利益を伸ばしている会社があるとしても、予想 EPS だけでは 2020 年 5～11 月、特に 11 月の株価上昇は説明できない。では何が要因で 11 月の上昇、そして「夢のダウ 3 万ドル」がもたらされたのかを分析してみよう。

第 2 節 NY ダウ 3 万ドル方程式

1. 予想 PER と金利

図 4 は 1990 年来の S&P500 指数の予想 PER

の推移、それに短期金利と長期金利、補助的に株式益利回りとリスクプレミアム（後述）を加えたものである。PER が 25 倍超えとなった 2000 年前後と現在の局面を比較してみよう。

①1996 年～2000 年

1996 年は年初から株価が 21% 上昇し PER が 20 倍に近づいた為、同年 12 月 5 日に FRB の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、97 年 3 月に、5.25%⇒5.50%へ政策金利の FF レートを引き上げた。ところがその後、予期せずに起こったアジア通貨危機やロシア危機、米国での LTCM 危機³⁾を受けて一転利下げに追い込まれる。(5.50%

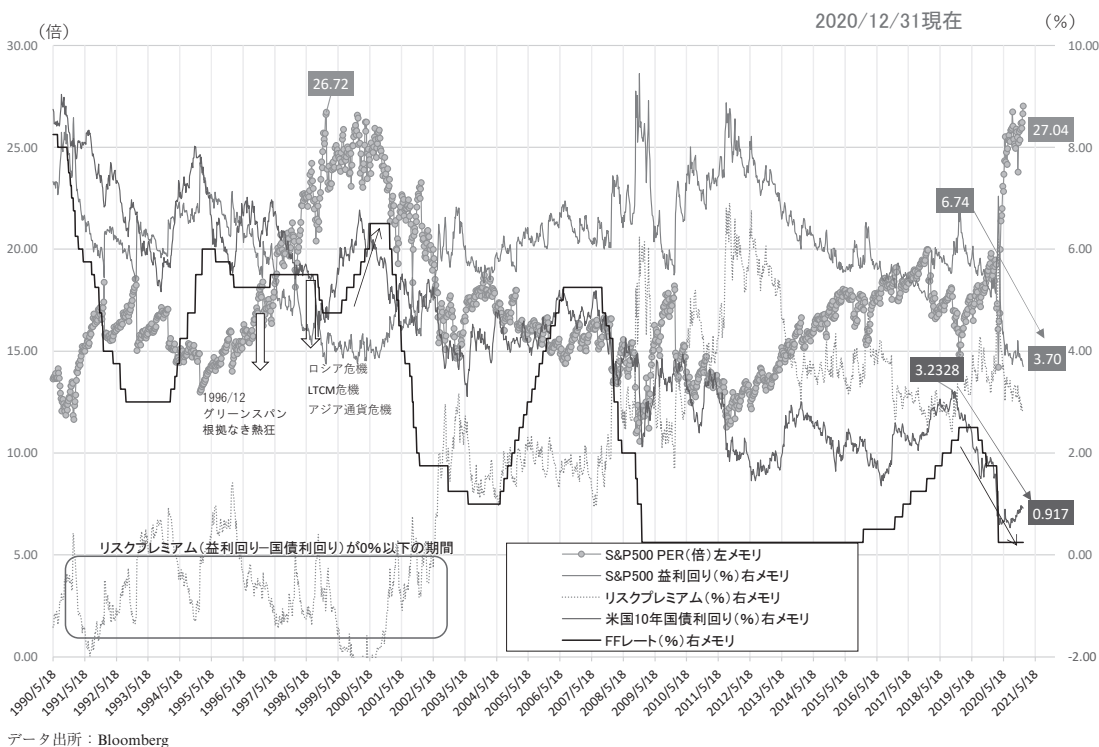


図 4 S&P500 指数の PER、益利回り、金利の推移 (2020/12/31 現在)

- 2) 日本で時価総額最大のトヨタ自動車の 2021/3 期予想当期利益は 1 兆 4,200 億円 (1 ドル=104.0 換算で 13,653 百万ドル (2020/12 現在)) 予想当期利益の伸び率は ▲ 31.7% だ。一方で、GAFAM はコロナ禍でも利益を伸ばしている。しかし、彼らの顧客はそうでないから、時間を

おいて影響は出てくるのかもしれない。

- 3) 「ロングタームキャピタルマネージメント」はノーベル賞受賞者のロバートマートンが参画していたヘッジファンド。ロシア国債がデフォルトする可能性は限りなく低いとしてロシア国債買い、米国国債売りのポジションを膨らませて

⇒4.75%へ合計3回)

結果的に通貨危機の影響が大きかったのはロシア、韓国(通貨安で財閥企業が崩壊)、日本(金融危機が起こり大手金融機関等が破綻)、そしてタイ等のアジア諸国であり、米国はそれほどでなかった。同時期、米国ではゴア副大統領の情報ハイウェー構想やWindows95に続くWindows98の発売でネットバブルの状態になっていた。FRBは1999/6に一転して利上げに転じ、合計6回の利上げでFFレートを4.75%⇒6.5%と引き上げた。2000/3/24にS&P500種のPERは26.23倍になったが、当時の米10年国債利回りは6%を超えており、FFレートも前述のとおり6.5%であった。

PER25倍を株価1,000ドル、予想EPS40ドルとする。それは1,000ドルの元本で、40ドルの利益を生み出す会社に投資をすることを意味する。投資額に対する年間の利益を利回りに直すと4%になる(これを株式益利回りと呼ぶ)。債券と異なり、利益は毎年変動するし、投資元本に満期はないし、株価も大きく変動する。債券と比してリスクがある分だけ益利回りは高くなければならない。2000年当時PER25倍=株式益利回り4%に対して10年国債6%、FFレート6.5%だったので、株式の益利回りよりも元本棄損リスクの少ない国債の利回りが高い状態であった。それでも株式が人気化したのは、情報網で世界が繋がることで、将来の企業収益(EPS)が大きく増加すると投資家が考えたからである。株価不変として、PER25倍が15倍に下がる為に必要なEPSの増加率は67%。しかし、その夢はかなわず、株価は下落、バブルは破裂したのであった。

②2020年

2000年当時との相違は、FFレート誘導目標が0~0.25%、米国10年国債金利は1%割れに

なっていることだ。現在の株式益利回りはおおむね4%だ。株式の利回りは元本棄損リスクの少ない国債の利回りよりも大幅に高い。つまり現在の高株価は金利低下で説明が付くのである。図4を見れば10年国債利回りと株式益利回りが平行に下がっているのが分かる。2年前の2018年と比較してFFレート誘導水準が2.25%~2.5%⇒0%~0.25%、10年国債利回りは3.2%⇒1%割れに下がった事がポイントだ。

敢えて今後の展開を予想すれば1.さらに金利が下がるか(これ以上は困難に思われる)2.EPSが上昇することが株価上昇継続の条件になる。FRBは2023年頃までのFFレートの利上げはないとしているが、FRBがFFレートを上げないとしても、市場参加者がマーケットで決める長期金利の動向が株式市場に大きく影響することも考えられる。長期金利が上昇し株価が下がれば、FRBも日銀のようにイールドカーブコントロール(望ましい長期金利の水準に買いオペによって誘導)に追い込まれるのかもしれない。ちなみに歴史上初めてのイールドカーブコントロール政策は、第二次世界大戦当時の米国で行われている。戦費拡大による財政の悪化から金利が上昇するのを防いだのである。

株価算定モデルは数々あるが、ここから簡単な数式と過去の数値を使って検証してみよう。

2. 前提としてのMM定理

モジリアニ、ミラーという二人のノーベル賞学者が示した理論がある。二人のイニシャルをとってMM理論と呼ばれ、それが数学的に証明されているからMM定理とも呼ばれている。その3つの定理のうちの1つの定理の要点は「企業が利益を配当として株主に配分しても、内部留保として企業内部に残しても、株式価値は変わらない」というものだ。配当を期待して株式を保有している多くの個人投資家には、どこか感覚がズレている印象だが、会社の所有者は株主であり、会社の財産のすべては株主に帰

いた。ピークの資産残高は47億ドルでレバレッジ後のポジションは1,290億ドルに達していたといわれる。

属するという「原則」を認めてしまえば、飲み込める理屈である。

これを前提すれば、収益 > 配当⁴⁾ が収益 = 配当になるから、EPS (一株当たり利益) = 配当となる。これが、これから展開する議論の前提である。

3. 株価

株価はいかにして決まるか？他の多くの相場現象と同じく、売りと買いの関係である。ある同じ値段で売りたい人と買いたい人が同時に存在するわけだ。ここで問題とするのは、その値が妥当であると売り手・買い手が考える、その根拠である。株価はまだ決まっていない。既に決まっているのはある企業 (A 社) の配当である。MM 理論を容認しているから配当 = 収益 (一株当たり利益) である。通常、株価形成では、次の決算期の EPS を利用するが、ここでは現在の EPS が来期も変わらない、つまり時制を現在に留めておく。EPS が 100 円であったとする。さて株価は？それを決定するのは「率」である。率で 100 円を除する。率の候補はいくつかある (率といえ、100 を掛けて % で表現するのが普通だが、ここではナマの率を使う)。

最初に思い浮かぶのは銀行預金の利子率である。それが 5%、つまり 0.05 であれば、いくら預金元本を持っていれば利子の 100 円が得られるか？を逆に計算する。

$$\frac{100}{0.05} = 2,000 \text{ 円}$$

答えは 2,000 円となる。預金の場合は、預金元本が先に決まった額としてあり、次に預金利子率があり、一定の時間の経過後に利子額が実現

する。項目の出現する順序は異なるが、結果として成立した式を、株価形成に応用してみるわけだ。しかし、違いもある。それは、金融資産としての安全性だ。預金は安全資産。一応、そうである。日本でも世界でも銀行不倒神話が語り継がれていたが、それは 1997 年に崩れた。だから銀行預金の安全は完全ではないが、いまでも一般の企業の倒産確率より銀行の方が低いと信じられている。それと日本では 1,000 万以下の預金には保険がある。

差とは保有することで生じるリスクの差である。株式を保有する際の最大のリスクは当該企業の倒産、そして常にあるリスクは会社の収益・配当の変動である。例はいくらでもある。要するに株式保有のリスクは、収益の分配がなくなる (減配) と、買った時より値段が下がる、金融資産としての価値が下がる、つまりフローとストックの損失の合算である。以上のようなリスクを背負うのであるから、それなりの「良いこと」もなければならぬ。この「良いこと」がいうところのリスクプレミアムであり、これも率で示される。預金などの安全資産 (国の倒産確率も低いから国債は安全資産の代表的なもの) の率にリスクプレミアムの率を加算したものが分母になる。

$$\text{株価} = \frac{\text{EPS (一株当たり利益)}}{\text{安全資産の利回り + リスクプレミアム}} \quad (1)$$

分母は、株式をこれから買う人の現時点での期待を率で現したもので、期待リターンと呼ぶ。

問題はここからである。安全資産の利回りは、国と償還年限を決めれば一定の率が与えられている。アメリカ国債 10 年物の利回りは現在いくら、というように明示的に示されている。これを名目金利という。発行者がその債券を保有する人に、どれくらいの分け前を払うか、その率である。ここでもう一步、前に進む。それは物価上昇率を勘定に入れることだ。一年前にある債券を買って 2% の金利を得ても、同じ期間に物価が 2% 上昇していれば実は

4) 収益 < 配当の会社も存在する。これでは内部留保が減ってしまうが近い将来利益が回復する前提で配当を引き下げない訳だ。しかし利益が回復しなければいつかは減配に追い込まれる。

何も増えていない。名目金利－物価上昇率＝実質金利，で，これを R として計算に使うことにする。さて問題はリスクプレミアムであるが，これはどこにも示されていない。リスクという言葉は金融界でも証券界でもよく使用するが，実は宙に浮いているのであり，しかも明示的に率として示されていない。そこでこれを X としておく。この X を求める。式を構成する他の項目に過去の経験・実際に得られた数字をアテはめていくのだが，ここで，もう一つ工夫をしよう。

A 社の現時点での収益（配当）はすでに発表されている。企業には突然の大変身はない。主要な生産物が変わることは（トヨタがクルマを製造しないなど）短期的にはない。だから，現状が将来に向けて継続する。もちろん，イノベーションは不可欠。競争を生き抜くためには変化が求められる。現状維持と革新の間を揺れ動くのは，企業に限らず，将来に生き延びようとしている組織に共通だ。A 社はそういう企業だとする。

投資家についても注記が必要だ。短期的な視点でのみ行動するか，長期的な視点を持つかで期待リターンは違って来る。我らの投資家は後者であるとしよう。すると，彼には企業 A が将来，収益を向上させ，配当を増やし，業界での地位を高めるという姿が想像できる。企業の成長が見えるのである。今年から来年にかけての成長，これも率で示される。これを期待利益成長率 g とする。

我らが投資家は A 社が来年以降，好決算・高収益が予想されるなら，現在の状況から計算した株価より高くても買うだろう。いまは高い買い物でも将来は「安い買い物だった」になると期待するからだ。高い株価が算出されるということは，式のうへでは，分母の現在の期待リターン $(R+X)$ から将来成長率 g を引き算することで表現される。下式にあてはめれば分母が小さくなるので株価は高くなる。

$$\text{株価} = \frac{\text{EPS}}{R+X-g} \quad (2)^{5)}$$

g を引くということは，将来，成長しそうな企業（いわゆる成長企業）の株価，そういった企業が多い国の平均株価が高くなることを示す。やや，先回りだが，これもアメリカと日本の株価の差（「ワニの口」）を説明する一要因だろう。

4. 計算

式 (2) の両辺を EPS で除す。

$$\frac{\text{株価}}{\text{EPS}} = \frac{1}{R+X-g} \quad \frac{\text{株価}}{\text{EPS}} \text{ は PER であるから} \\ \text{PER} = \frac{1}{R+X-g} \quad \cdots \cdots (2)'$$

となり，これを X が左辺に来るように変型すると式 (3) を得る。

$$X(\text{リスクプレミアム}) = \frac{1}{\text{PER}} - R + g \quad (3)$$

この式 (3) に，2014/12 からコロナ禍前の 2019/12 までの 5 年間の S&P500 指数，米国国債に関する実績値を入れて X を求めてみる。

PER：2014 年末－2019 年末の S&P500 平均	
	18.61 倍
1/PER：6.25%	
R：実質米国 10 年国債利回り	0.51%
g：S&P500 の EPS 実質成長率	4.71%

計算結果は， $X=9.58\% \div 10\%$ となる。アメリカの株を買う人は，安全資産の利回りに加えて年率 10% のリスクプレミアムを求めているのである。

5) 配当還元方式での株価算定は以下のとおり。株価 $= \frac{D1}{k-g}$ $D1$ は翌期の期待配当， k は投資家の期待収益率 g は配当成長率。MM 式に基づき配当 $= \text{EPS}$ と置くと (2) の計算式と同じになる。以下の式の展開はみずほ証券の対顧客パンフレット「米国株は割高なのか」（2020 年 10 月 15 日）を参考にしている。

次のステップで将来 PER を (2)' で求める。リスクプレミアムはこれまでの計算で得られた値 10% を使用する。長期金利は実質つまり名目長期金利 - 消費者物価指数だが、後の項目(物価指数)については過去の平均年率ではなく予想値、つまり期待インフレ率を使用する。求める PER が将来の値であることへの対応である。期待インフレ率は予想であるから一定の幅を見ることになる。ここでは実質長期金利 R を ▲2~2% の間とする。EPS 成長率の過去の平均年率は上に示したように 4.5% だがビジネスの世界は何か起こるか分からないから、これが延長されると単純に考えるわけにはいかない。そこでここでも幅を見て 0~5% の間とする。

$$\text{PER} = \frac{1}{R + X - g} \quad (2)'$$

R は ▲2~2%, X は 10 で固定, g は 0~5%

これで PER の値を求めると表 2 になる。

この表のどこに将来があるのか？それは難問であるが、定性的な状況も考慮に入れて絞ってみたい。まず実質長期金利 (R) だが、名目長期金利は 2020 年は 1.9%~0.5% の間を変動している。年初は 1.9% だがコロナ禍で急低下し 0.5% の水準となり、年末にかけて 0.9% 程度となっている。アメリカの期待インフレ率は 2% とみる。その理由はこの 10 年間、ほぼ 2% の消費者物価上昇率が観測されているからである。10 年間の傾向が今後も続くとする。この見方は一般的であり共有されている。

R の値は $(0.5 \sim 1\%) - 2.0\% = \blacktriangle 1.5\% \sim \blacktriangle 1\%$ のあたりの可能性が高いことになる。EPS 成長率はアメリカ経済の強さが持続するとみて 4~5% として、表 1 で該当する範囲を二重線で囲ってみると予想 PER の範囲は 20 倍~28.6 倍となる。

表 2 のインプリケーションを整理する。

ダウ平均株価 3 万ドル達成は、急騰ではあったがバブルとはいえない。それは低金利予想で説明ができる。FRB (連邦準備理事会) は 2023 年頃までは金利を上げないと表明しているし、バイデン次期大統領もこれを容認しているように見える。他方でアメリカの期待インフレ率は相変わらず高いから両者の差である実質長期金利はマイナス圏であり動きにくいことが強く予想される。

表 2 にはもう一つ重要なメッセージがある。

それは表の左下と右上 (色の濃い部分) のコントラストである。左下に近づくほど、タテ・ヨコのメモリの変化に PER の値は大きく反応する。

例えば R (実質長期金利) を ▲1% と固定して g が 4% ⇒ 5% に移動すると 5 ポイント、同様に g (EPS 成長率) を 4% に固定して R が ▲1% ⇒ ▲2% に移動するとやはり 5 ポイント上昇する。これに対して表の右上ではコンマ以下の変動に留まる。

米国 S&P500 指数の現時点の EPS は 140 ドルなので PER が 5 ポイント上昇することは指数 (3,640 ドル) が 700 ドル上昇し 4,340 ドルへ 20% 近く上昇する事を意味する。つまり現

表 2 アメリカの PER マトリクス

リスクプレミアムを 10% と仮定した場合の PER 試算値

		実質長期金利								
		-2%	-1.5%	-1%	-0.5%	0%	0.5%	1%	1.5%	2%
EPS 成長率	0	12.5	11.8	11.1	10.5	10.0	9.5	9.1	8.7	8.3
	1%	14.3	13.3	12.5	11.8	11.1	10.5	10.0	9.5	9.1
	2%	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5	11.8	11.1	10.5	10.0
	3%	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5	11.8	11.1
	4%	25.0	22.2	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5
	5%	33.3	28.6	25.0	22.2	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3

状が左下にあると仮定すると、金利の変化に株価が大きく反応することになる。それはEPSの変化でも同様であるから、現状がこのあたり(左下)にあればどちらに動いても株価の変動は極めて大きいことになる。すなわち別稿で強調したVIX(恐怖指数)の大きさを説明している。

次に日本の場合を見てみるが、先回りして述べておけば、アメリカの相対的な株高はEPS成長率gの高さが貢献している。その主な原因はGAFAMおよび、新規公開の成長企業(ユニコーン⁶⁾)が圧倒的に多いことで説明される。期待インフレ率が高いことも株高を説明している。原因か結果は判然としないが、ドル安が進行しそうなこと、およびコロナ対策で散布された大量のドル(およそ3.1兆ドル)のインフレ圧力も、この国の期待インフレ率を高めている。

5. 日本の場合

まず式(3)で日本のリスクプレミアム(X)を計算してみよう。

$$X = \frac{1}{PER} - R + g$$

日経平均株価のPERは、前例の米国同様に2014年末からコロナ禍直前の2019/12までの5年間の平均を採ると14.21倍である。名目長期金利は2016/9に日銀によりイールドカーブコ

ントロール政策がとられ10年物国債利回りが0近傍にコントロールされており、平均値は0.05%。同期間の実質長期金利(物価連動国債利回り)平均は▲0.457%である。期待インフレ率は0.507%となる。(名目金利－実質金利＝期待インフレ率)

問題は期待利益成長率だ。米国のEPSはリーマンショック時に落ち込んだが(それでも赤字にはなっていない)、1990年以降おおむね右肩上がりのトレンドが形成されている。日経平均のEPSは2002年度、2009年度転落赤字、その後も年度毎に大きくぶれており安定的な成長期待は形成されていない。アベノミクスのスタート直後の2013年から2020年11月までの日経平均予想EPS(図2)を見てみる。2018年度は上振れしたが、2020年度予想は1,000円程度に戻ってしまった。日本のEPSは成長していない(名目GDPも同様である)ので、名目成長率は0%とする。

期待インフレ率を引いて実質成長率は▲0.507%となる。

PER : 2015 - 2019 年の平均	14.21 倍
1/PER : 7.03%	
R : 実質 10 年国債利回り	▲ 0.457%
g : EPS 実質成長率	▲ 0.507%

これで計算するとX: リスクプレミアムは6.98%≒7%になる。アメリカより3%程度低い、成長率(g)の値に差があるのだからこの差は容認できる。

次にアメリカの場合と同様に日本の将来のPERを計算する。リスクプレミアムは7%で固定する。実質金利＝名目長期金利－物価上昇率だが、ここでも期待インフレ率を使うことになる。ところが、ここに問題がある。日本の期待インフレ率はアメリカのように簡単に予想できないのである。このテーマは研究者・学者のターゲットとなり、これまでに多くの論文が発

6) ユニコーンとは、推定時価総額10億ドル以上の急成長・非公開の企業のことだが、アメリカ242社、中国119社に対して日本はわずかの4社である。2020年、現在までの(11月末)新規公開は日本でも100社を突破している。これはリーマンショックの前年以來であるから、上出来のようにも見えるが、両国に比べれば桁違いに少ない。公開企業の土台はいわゆるベンチャー企業群だが、手厚い、政策支援でブームを演出してもなかなか成果は上がらない。地方からの公開企業は極めて少ない。地方創生の掛け声がこれほど大きいのに、そうなのである。

表されている。参考までに日本銀行の最近の研究（菅沼健司，丸山聡美，「日本インフレ予想カーブの推計」，2019 年 4 月）によれば期間の長短にかかわらず，ほぼ 1% である。

2020 年末時点では，物価変動国債の利回りが ▲ 0.048%，名目 10 年国債利回りが，▲ 0.005% なので市場が織り込んでいる物価上昇率は 0.043% となる。しかし日本でもコロナ対策で巨額の財政資金が支出されており，将来的なインフレ圧力は十分に大きいから，R の範囲をアメリカと同じように ▲ 2%～2% の間に設定する。

EPS の成長率は，年によってかなりのバラつきがあり，マイナス 7%～プラス 30% の間で大きく変動している。2019 は ▲ 8.47 である。2020 年もマイナス予想だが，2021 年は 2020 の大きな落ち込みからの回復も期待できる。10 年間の平均を見て範囲をプラス 0～3% に設定する。

R は ▲ 2～2%，X は 7% で固定，g は 0～3%，
式 $PER = \frac{1}{X+R-g}$ に代入

表 3 が得られるが，ここに蓋然性の高い部分を二重線で囲ってみた。現在の日本銀行の総裁の任期中に金利が上がるとは考えにくい。また，物価上昇率は財政悪化に伴うインフレの可能性はあるものの，これも当面はという限定付きでやはり上がりそうにない。つまり R は 0～▲ 1% の範囲が現時点で妥当である。EPS の成長率を 2～3% とアメリカより低く想定して実線で囲ってみると PER は 20.0～33.3 倍になる。ちなみに，日経平均が 2 万 6,000 円を越え

た 11 月 26 日の日経平均の PER は 24.65 倍である。

6. 小括

株価がコロナバブルであるという見方は日本においても支持されない。2 万 6,000 円という 29 年ぶりの株価でさえも理論値の内に納まっている。

アメリカについて述べた同じコメントが成立する。タテ・ヨコの 1 目盛りで PER の計算値は大きく動く。PER で 5 ポイントといえは，予想 EPS が 1,000 円の日経平均に当てはめれば 5,000 円である。

日本銀行が目指している物価上昇率 2% が，市場金利を上げずに達成出来たら，実質金利は 2% 下がるので日経平均は 10,000 円上がる計算になる。日本は，財政インフレの危機にあるが，もしそれを事前に防止しようとして金利を 1% 上げれば株価は逆に 5,000 円下がる可能性がある。表-2 のどこに日本の現状があるか。おそらく米国と同じように表の左下であるからタテ・ヨコのひとメモリの変化による PER の変化は極めて大きいことになる。現在地から動けば大変動が待っている。だから日本でも VIX は高くなっている。

以上の計算では，リスクプレミアムを様々な計数の過去の値（主に平均値）から算出し，これを固定して将来予想 PER を算出した。人々が株式を所有する時，どれくらいの「良い事」を期待するかは実はそれほど変わらないという前提がここにはある。しかし VIX が 2020 年 3 月～4 月を境に一段上昇した（以前と大きく段差がついた（図 6）。これは人々の期待するリ

表 3 日本の PER マトリクス

リスクプレミアムを 7% と仮定した場合の PER 試算値

		実質長期金利								
		-2%	-1.5%	-1%	-0.5%	0%	0.5%	1%	1.5%	2%
EPS 成長率	0	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5	11.8	11.1
	1%	25.0	22.2	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5
	2%	33.3	28.6	25.0	22.2	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3
	3%	50.0	40.0	33.3	28.6	25.0	22.2	20.0	18.2	16.7

スクプレミアムが上方に動いたことを示唆している。

金利や物価が動いても株価を維持できるかどうかは、上場企業の利益率にかかっている。それを上昇させる要因のひとつは成長企業の出現だが、現時点で日本に成長企業が少ないのは事実であり、多くの人がこの根本問題に気がついている。時間のかかるこの課題にどのように取り組むかが問われている。そうでなければ株価は、上昇・下降はともかく、利子率のわずかな動きで大変動することになる。

日米両国の例で株価が金利の影響を大きく受けている事を説明してきた。ここで補足をしておく。それは個別の銘柄が受ける影響よりもINDEX(指数)が受ける影響の方が大きいという事実である。個別銘柄のEPS成長率は銘柄間でかなり異なるが、指数のEPS成長率は平準化される。そのために、指数(平均株価)は金利の影響を受け易くなっている。このことがINDEX運用に大きく影響するのだが、これについては第3節で述べる。

NYダウ平均3万ドルをバブルとみて近い将来の調整を予想する向きは多い。「米国の株価は、成長への過度な期待で押し上げられている・・・米国のPERの適正水準は14~17倍・・・10月の下旬は・・・22倍だ」「今すぐではないにせよ、米国の株価が本格的に調整局面を迎えたとの見方が金融市場に広がると、世界経済と金融市場はかなり動揺する可能性がある」(真壁昭夫「中小企業の事業改善支援－コロナショックを乗り越える」月刊『信用金庫』2020年12月号)。

PERに適正水準などないが、現在の値は過去のデータに基づく計算値の中にあるのは事実だ。もちろん株価は変動するから、いつの日か下がるのも、その通りであるが、問題は、いかなる条件下でそうなるかだ。私達の分析では、それは実質長期金利が上昇する時であるが、その時はなかなか来そうにない。時間はしばらく借りられるのである。

第3節 金利の影響を強める諸要因

1. パッシブ (INDEX) 運用

1965年に米国ユージン・ファーマーが唱え、1973年バートン・マルキールのベストセラー「ウォール街のランダム・ウォーカー」で有名になったのがランダム・ウォーク理論である。株式市場は効率的であり、将来発生するすべての情報(決算情報などのインサイダー情報含む)は株価に織り込まれており、企業分析を行って株式投資する事には全く意味がないとする考え方だ。すべての情報が株価に織り込まれているとする考えをストロング型の市場仮説という。その反対の主張をウィーク仮説という。

市場は効率的だが完全ではないとするウィーク型の市場仮説では、テクニカル分析などは意味がないが企業分析には意味があるとする。上場しているすべての銘柄にアナリストが張り付き、正しく企業動向や見通しを公表しているのならば、株価は企業の決算動向を織り込んでいると言えるかもしれない。しかし実際にはアナリストがカバーしておらず注目されていない企業は無数にある。ウィーク型の考えの方が市場に則していると思われる。

ストロング型の市場仮説に従えば、市場は効率的(すべての情報を織り込んでおり)で明日株価が上がるか下がるかはランダムに決まる。(初めて宝くじを買う人も1,000回連続ではずれた人も、今日宝くじを買って当たる確率は同じであり、1,000回外れ続けた人に神様が優先的に当たりくじを届けてくれるわけではない)

これに先立つ1952年にハリー・マコービッツが「ポートフォリオ選択」を唱えた。これは現在のアセット・アロケーション(分散投資)の基本となる考えで、効率的に値付けされている株式市場であれば、リスクを最小にしてリターンを最大化する方法は市場全体に投資を行う(INDEXへ投資を行う)こと、つまりリスクあたりのリターンが最も高いのはINDEXへの投資だと唱えた。リスクが高い(変動が大き

い) けれどリターンが少ないポートフォリオを選択する事を避けるため、リターン÷リスクの値が高い INDEX に投資をしたほうがよいという理論だ。

企業分析を行い、投資先を選定するアクティブ型の運用よりもパフォーマンスが良い例が多かったために⁷⁾、この考え方が浸透し INDEX への投資が徐々に広がっていった。

時代は進んでコンピュータの取引への導入とともに、この INDEX そのものがひとつの株価とみなされ取引されるようになる。TOPIX という個別の株価は存在しないのだが、それが売買の対象になった。

こうなってくると、個別の株価、およびそれに影響を与える個々の会社の収益は後景に退いていく。

この傾向は、INDEX の中味を形成する個々の株価が多ければ多い程、強くなる。クラス全体の成績に目がいく程、個々の学生の成績は視界から遠くなる。これはクラスの大きさに依存する。学生の成績は主に個々の努力によるが、クラス全体となると、これに加えて教師の教え方や教材、そして教室の環境などが重要になってくると同じである。

新聞の株式欄には数えきれないような投資信託、そして ETF (上場投資信託) があるが、いわゆるレップレレッジ型の普及によって、INDEX ものが主流の座を占めるようになった。こうした発展には背景がある。コンピュータは技術的要素である。個人投資家の増大も要因の一つである。彼らにとっては、数千のなかから投資銘柄を選ぶのは大変な作業になる。個々の情報を集め、それを分析するのは素人には難しい。買手の個人投資家にとっては、あれこれ考えなくてよいという「メリット」に加え

て、INDEX ものは購入の手数料が割安ということもあった⁸⁾。売る側にしても自己否定的ではあるが、企業分析をするアナリストを必要とせず、売買タイミングを見極める必要のない極めて簡単な技術で組成できるコストの安いファンドである。

2. 金利の出現

マクロになった株価に影響を与えるものとして金利が登場する。金利は個々の企業の利潤の向う側にあったのだが、それが前面に出てくる。金利は理念的には常にひとつしかないのであり、本来的にマクロ的だ。利潤を平準化するのは資本の移動であるが、それは業種変更を意味し、現実的にはなかなか進まないが、異なる金利が一本化する過程はスムーズだ。お金が移動すればよい。A 銀行から B 銀行にあなたの預金を移す。それが預金金利を統一する。現在では移動は電子的に瞬時に金額にかかわりなく行われる。

株式市場と金利の接点は、配当が配当率として、あたかも利率としても表示されるところからも始まる。しかし、配当は利潤の一部であり、配当率は利潤率を縮小・変型したものだ。

それが金利化してくるのは、株式を流通市場で売買することが一般的になるからである。ある会社の創業に際して 100 円出資、年々 10 円の配当を受ける。これなら、いかにも利潤の分け前である。しかし、流通市場で 200 円で買えば、10 円は利潤であることが薄れ、 $10/200 = 5\%$ は利子率に見えてくる。株式市場はかくし

7) 企業分析を行い投資決定するアクティブ投資の方が良いパフォーマンスを生み出している例もある。ウーオーレン・パフエットが運用しているファンドはインデックスを圧倒的に凌駕している。

8) 国内の追加型投資信託 (除く ETF) の残高のうち「インデックス型」に分類されるファンドの純資産総額は 2019/10 末に 11 兆円に達した。その中でも大手運用会社が個人投資家向けに「シリーズ」としてラインアップをそろえ残高の拡大を目指している商品の総数は 200 本となっているが、ニッセイアセットが口火を切り信託報酬の引き下げ競争が起こり、信託報酬率は 0.1% ~ 0.2% となっている。

て金利を自らの内に引き込み内在化する。それが、やがて、株価を支配するようになる。これも資本主義特有の転倒現象である。

株価はミクロの指標である。株価AはA社の状況、特に収益やその帰結としての配当を反映する。ところが、株式市場の制度的および技術的發展によって、マクロ的な指標が工夫されていく。それに伴って、個々の企業の収益というミクロ情報が株価に与える影響が弱まり、後景に退き、新たにマクロ的になった株価に影響を与える新しい「金利」という支配者が出現したのである。コロナ禍は主役交代のきっかけとなった。

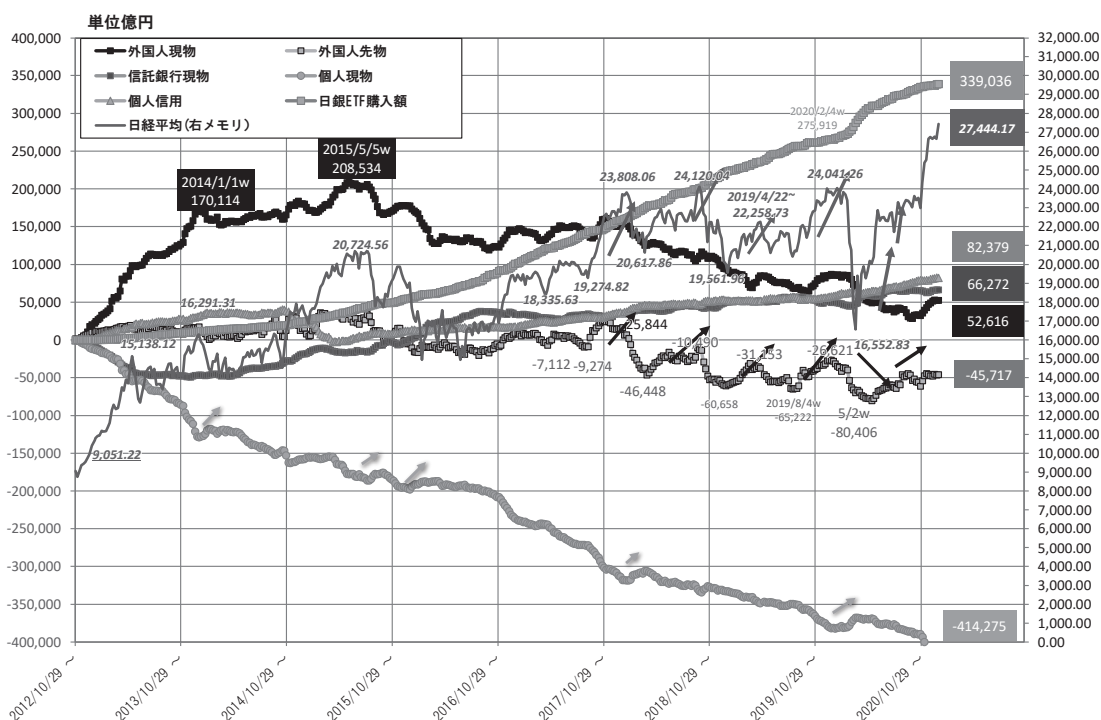
3. 日本の特殊事情：レバレッジ取引

日本の個人投資家は経験的に日本株が右肩上

がりに上昇し続ける事を信じていない。

図5はアベノミクススタート以降の主要投資家の累積売買差額である。個人投資家は累積40兆円以上の売り越し。株価が下がった局面では買い超すが、その後株価が上昇すると、すぐに売り越しに転じている。その間一度も売る事なくETF経由で買い続けた日本銀行は累積34兆円近い買い越しである⁹⁾。外国人現物投資家は2015/5に累積20兆円以上の買い越しであったが、その後売り越しに転じ、直近のボトム買い越し額累計は、4兆円弱である。

11月末に29年ぶりの高値との報道がなされたが30,000円以上の滞留時間は1989年から1990年にかけてのわずか1年。30年前の1990年に38,915円の高値をつけた後、29年前の1991年は年初24,069、年末22,983。その後の



データ出所：日本取引所

図5 日経平均株価（右メモリ）と2012/10最終週～2020/12/5週（12/30まで）の主要投資主体の累積売買差額

9) 日本銀行がETF経由で株式を買いはじめて10年になる。ニッセイ基礎研究所によれば、時価

ベースの残高は45兆円になったという。株高が官製相場であるという見解には根拠がある。

長期低迷を経て 2018/1 に 24,125、2018/10 に 24,270、2020/1 のコロナ前に 24,083 のトリプルトップを付けている。経験的に 24,000 が天井と考えていた個人投資家が多いゆえんである。天井を想定していたため、23,000～24,000 円で売却しようとする。リスクを取って株を買っても 5～10% 程度の期待リターンしかないで前述のインデックスでレバレッジをかけようとする投資家が増えたのだろう。

2020/11 の一日あたり東証 1 部の平均売買代金は 2.9 兆円であった。そのうち上位 10 銘柄が占める比率の先導株比率平均は 20.8% であったので、出来高上位 10 銘柄の 1 銘柄あたりの一日の売買代金は $2.9 \text{ 兆円} \times 20.8\% \div 10 \text{ 銘柄} = 603 \text{ 億円}$ 。売買代金上位はソフトバンクグループ、任天堂、ソニー、トヨタ自動車、日本電産等の誰もが知る銘柄である。個別株式ではないが INDEX 運用（指数連動型の ETF の）代表銘柄である 1570NF 日経レバ（日経平均の 2 倍の値動きを目指す）の 2020/11 の一日あたり平均売買代金は 1,781 億円、1357NF 日経ダブルインバース（日経平均の 2 倍で逆の値動きを目指す）の 2020/11 の一日あたり平均売買代金は 386 億円である。他にも指数連動型の ETF は複数存在する。INDEX 運用は東証出来

高上位 10 銘柄の一日当たりの平均売買代金を大きく凌駕している存在なのだ。

INDEX 運用が拡大した要因をまとめておくと、①銘柄選択の必要のない分かりやすい投資対象である、②効率的な投資対象である、③投資コストの安い投資対象である、④ボックス圏相場前提の投資家の有効な投資対象である（指数が下がれば利益が出るインバース型もある）となる。

ところで、効率的市場仮説に立てば市場全体を表す日経平均や TOPIX は 1 単位あたりのリスクの少ないポートフォリオということになっている。しかし、下落すれば日銀が機械的に購入する日経平均が果たして効率的なポートフォリオなのであろうか？ 2019 年末からの日経平均騰落寄与度トップ 10 銘柄を見てみよう。（表 4）

2020 年末の日経平均株価は 27,444.17 円、2019 年末比較で 3,787.55 円上昇している。ただし、上記 10 銘柄だけで 3,923 円、上位 9 銘柄だけで 3,799 円寄与しており、ほぼこの銘柄群で日経平均の上昇が説明できてしまう。一部の銘柄に偏った構造で日経平均株価が上昇、高値が演出されている。

表 4 2020 年の日経平均上昇への寄与度上位 10 社

CODE	銘柄	2019/12/30	2020/12/30	騰落幅	騰落率	日経平均騰落寄与額	前期比増減率
9983/T	ファーストリテイ	65,000.00	92,470.00	27,470	42.3%	989.233	82.6%
9984/T	ソフトバンク G	4,756.00	8,058.00	3,302	69.4%	713.457	黒字転換
8035/T	東エレクト	23,925.00	38,400.00	14,475	60.5%	521.265	13.4%
2413/T	エムスリー	3,305.00	9,743.00	6,438	194.8%	556.419	38.7%
6367/T	ダイキン	15,450.00	22,920.00	7,470	48.3%	269.005	-18.0%
6954/T	ファナック	20,330.00	25,360.00	5,030	24.7%	181.137	-2.1%
4063/T	信越化	12,060.00	18,040.00	5,980	49.6%	215.348	-9.9%
4519/T	中外薬	3,360.00	5,503.00	2,143	63.8%	231.517	20.6%
4568/T	第一三共	2,409.30	3,535.00	1,126	46.7%	121.614	-58.9%
3659/T	ネクソン	1,450.00	3,180.00	1,730	119.3%	124.599	-16.6%
	日経平均	23,656.62	27,444.17	3,787.55	16.0%	-	-19.9%

データ出所：クイック

昨年末の日経平均騰落幅 3,787.55 への寄与度

上位 5 銘柄

3,049.38

上位 9 銘柄

3,799.00

上位 10 銘柄

3,923.59

（上位 9 銘柄で日経平均の上昇が説明できてしまう）

4. 従来の投資理論に対する疑問（VIX 指数について）

この指数の説明は前稿にあるので省略する。3月、WHO のパンデミック宣言を境に VIX の値は上昇した。注目すべきは、4 月以降の水準が一段、上方にシフトしたことだ（図 6）。VIX は平時においては、ある一定水準を保つのだが、それが 10 ポイント程、持ち上がっている。つまり、コロナ禍を境に予想株価変動の幅は大きくなり、いわゆる荒れる相場になった。その具体的な様子を示したのが表 5 である。これは注目に値する。

ニューヨーク市場では、3 月 9 日～3 月 27 日（実質 15 日間）で、ダウ平均株価が 1,000 ドル以上も下げたのが 5 日間、うち 2,000 ドル超が 3 日間、一日の値幅（高値と安値の差）が 1,000 ドル以上の日が 13 日もあった。また、日替わりで上げたと思えば下げ、下げたと思えば上げる目まぐるしい値動きを繰り返した。リーマン・ショックのときも大幅な変動が人々を驚かせたが、せいぜい 300～700 ドルの範囲で下落

方向に変動していた。

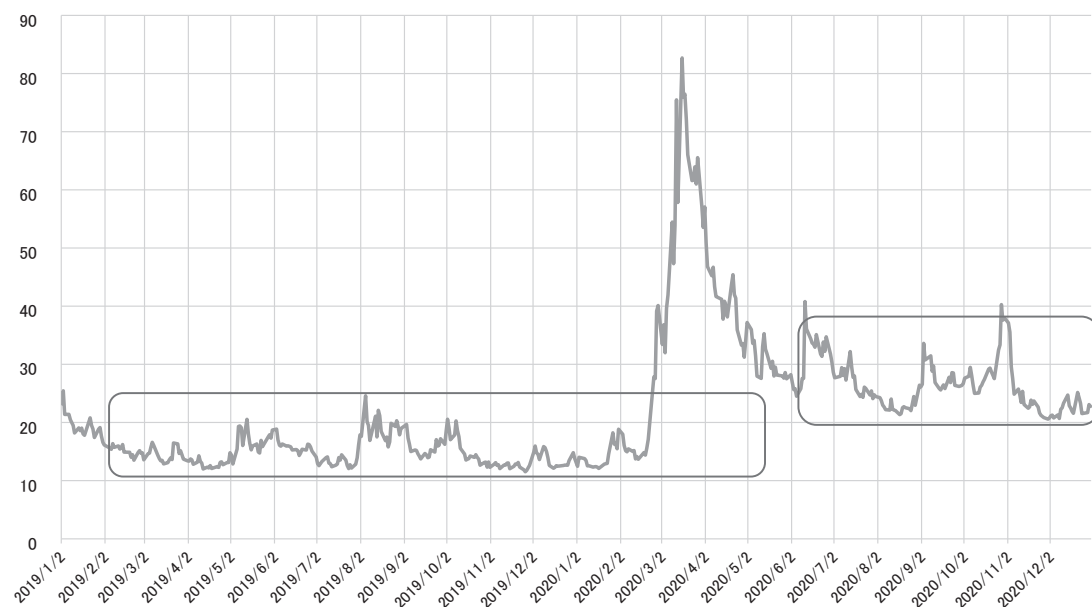
図 7 は 1985 年からの NY ダウの前日比変化率のヒストグラムである。形状は正規分布に見える。図 8 は図 7 の縦軸（発生日数）の 10 日から上を切り取ってある。

1985 年からの 8,995 日の前日比騰落率の平

表 5 NY ダウの値動きと VIX 指数

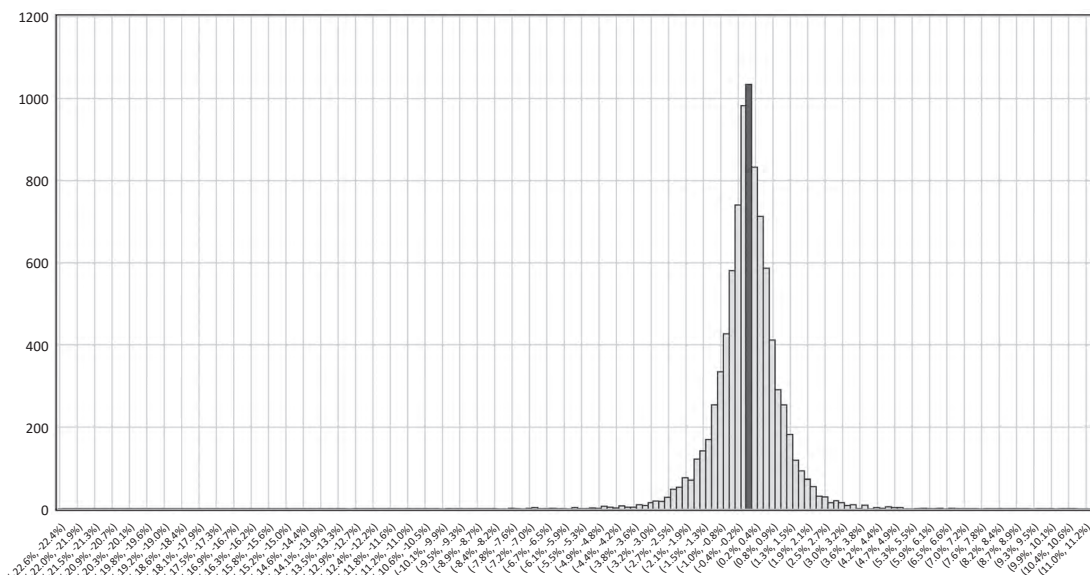
	終値	前日比	当日値幅	VIX 高値
2020.03.09	23,851.02	▲ 2,013.76	1,286.29	62.12
2020.03.10	25,018.16	1,167.14	1,330.65	55.66
2020.03.11	23,553.22	▲ 1,464.94	1,276.31	55.82
2020.03.12	21,200.62	▲ 2,352.60	1,683.49	76.83
2020.03.13	23,185.62	1,985.00	1,904.39	77.57
2020.03.16	20,188.52	▲ 2,997.10	1,651.82	83.56
2020.03.17	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

データ出所：Bloomberg



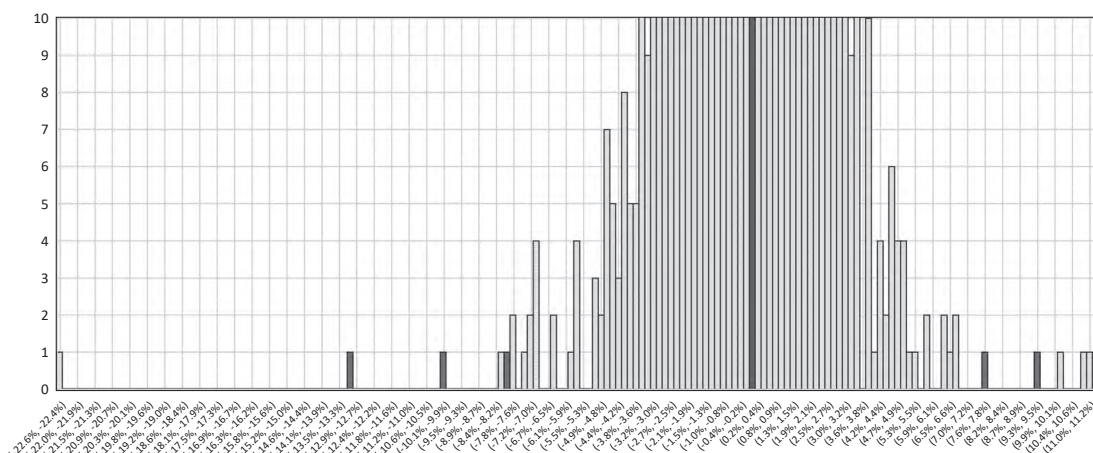
データ出所：Bloomberg

図 6 VIX 指数（S&P500 指数対象、2019/1/2～2020/12/31）



データ出所：Bloomberg

図7 1985/4/1 から 2020/12/4 までの NY ダウ前日比騰落率



1σ : -1.100% ~ 1.184% (正規分布ならば 31.7% が範囲外) 4,459 回 / 8,995 回 49.97% 発生
 3σ : -3.385% ~ +3.468% (正規分布ならば 0.3% が範囲外) 122 回 / 8,995 回 1.35% 発生
 6σ : -6.811% ~ +6.895% (正規分布ならば 2 回 / 10 億回 が範囲外) 19 回 / 8,995 回 0.21% 発生

データ出所：Bloomberg

図8 1985/4/1~2020/12/3 の NY ダウ前日比騰落率ヒストグラム データ個数 8,995 平均 + 0.0418% 標準偏差 1.142%

均は 0.042% の上昇。1 標準偏差 (1σ)¹⁰⁾ は 1.142% である。統計学上、日々の前日比騰落

10) 平均からの乖離率の事で正規分布ならば 68.3% が平均 $\pm 1\sigma$ に収まる。

率は 1σ の ▲ 1.1~1.184% の間に収まる確率が 68.3%。 3σ の ▲ 3.385~3.468% に収まる可能性は 99.7% である。収まらないのは 3 回 / 1000 回、0.3% の「せんみつ」だ。ところが現実の世界では 96 回 / 8,995 回で 100 回に 1 回程度発生し

表6 NY ダウ前日比変動率上位 (6σ以上)

	6σを超える値上り		6σを超える値上り
2020.03.24	11.37%	1987.10.19	-22.61%
2008.10.13	11.08%	2020.03.16	-12.93%
2008.10.28	10.88%	2020.03.12	-9.99%
1987.10.21	10.15%	1987.10.26	-8.04%
2020.03.13	9.36%	2008.10.15	-7.87%
2020.04.06	7.73%	2020.03.09	-7.79%
		2008.12.01	-7.70%
		2008.10.09	-7.33%
		1997.10.27	-7.18%
		2001.09.17	-7.13%
		2008.09.29	-6.98%
		1989.10.13	-6.91%
		2020.06.11	-6.90%
		1988.01.08	-6.85%

データ出所：Bloomberg

ている。6σの▲6.81%以下や6.89%以上が起こる確率は統計学では2回/10億回¹¹⁾である。表6に統計上起こるはずがない6σを超える▲6.81~6.89%が起こった日付と変動率を示した。1985年以降20回、今回のコロナ禍で7回発生している。1985年以降最大下落率を記録したのは1987年のブラックマンデー、2001/9/17は同時多発テロで5日間NY市場が休場になった後の下落、1997年10月は日本の金融危機。それ以外は下落上昇ともに、リーマンショック時の2008年そして2020年に集中している。証券投資理論は変動率を統計学上の発生確率と仮置きした上で、相関の異なる証券に投資することで変動率(ぶれ)を抑えることが可能とし、投資成果の90%はポートフォリオで決まるとしている。

上記のような極端な変動(リスクのカリスマと呼ばれたデリバティブトレーダーのナンシーム・タレブがブラックスワンと呼んだ)が度々起こるとすれば、統計学を超える変動が起こりえると認識し、ブラックスワンが羽ばたいた時

の投資行動を予め機関決定しているストレス耐性が高い投資家でなければ対応できないことになる。多くの場合、変動に怯えて損切りを行い、ポートフォリオを修復不可能なものにしかねない。

GPIF(年金積立金運用独立行政法人)の4半期毎の決算で大きなマイナスが公表されると、新聞各紙は大きく報道し、エコノミストから株式での運用に否定的な意見が出される。しかしこうした見解は一方的である。彼らとてブラックスワンについては分からないのだ。

5. 相関について

図9はコロナ禍の主要INDEXの値動き(債券は利回りではなく価格)である。日銀のイールドカーブコントロール下にある日本債券(グラフでは横直線)を除いて主要アセットクラスはコロナ禍で大きく変動している。

気付くのはREIT(不動産投資信託)も含めて値動きの方向性が同じ方向である事だ。特に新興国の債券と株式は全くといってよいほど同調している。最も戻りが鈍いREITも値動きの方向性は同じである。

第2節で述べたように金利が下がっているから株式が上昇しているとすれば、債券と株式の値動きの方向性も同じであり今後も同様となる。異なる値動きをする2つの証券に70%、30%の比率で投資したポートフォリオのリターンとリスクについて証券投資理論では以下のよう

	投資割合	リターン	リスク
X証券	70%	4%	8%
Y証券	30%	8%	20%
相関係数	-0.9		

ポートフォリオのリターンは $70\% \times 4\% + 30\% \times 8\% = 5.2\%$

ポートフォリオの分散は

$(70\% \times 70\%) \times (4\% \times 4\%) + (30\% \times 30\%) \times$

11) 品質管理上よく使われる「6σ」の3.4/10万回はモトローラー社が不良製品を限りなく低く抑えろとの概念で使った言葉、統計学的には前述のとおり2/10億回である。

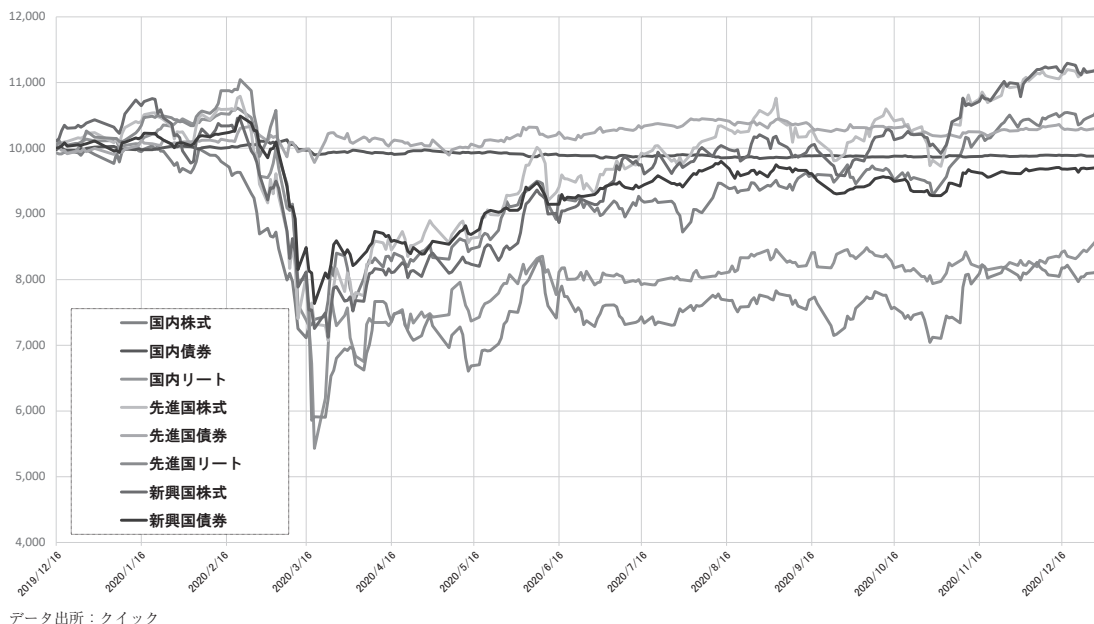


図9 主要アセットクラスの1年間の値動き

(20% × 20%)

$$+2 \times 0.7 \times 0.3 \times (-0.9) \times 8\% \times 20\% = 6.88$$

標準偏差は $\sqrt{6.88}$ で2.62%

リターンは2証券の加重平均だが、リスクは2証券の加重平均以下に抑えられる事になる。相関係数がマイナス（ある現象が起こった時反対の値動きをする）、例えば、景気が悪くなる⇒株価は下がる、金利は下がり債券価格は上昇する、といった異なった値動きが2種類の証券間でおれば分散投資に効果が出るが、世界の様々なアセットクラスの相関が1（全く同じ値動きをする）に近づいている現状では分散投資の効果は薄らいでいる。

6. 小括

別稿でも示したが、資本主義の構造を示した図10でコロナ禍での状況図を総括しておこう。

外側の外被層は瞬間凍結した。ここにあるのは、産業としては観光、外食、宿泊、空運、鉄道、などだし、規模でいえば多くの中小企業である。問題はコロナ禍が長期化するかどうかが、長期化すれば、凍結は外被層から中心部に

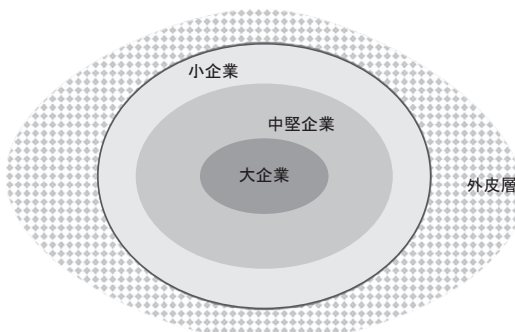


図10 資本主義の構造概念図

向かって進行する。GAFAMをはじめとする巨大企業と彼らの舞台である様式市場は資本主義の中心部にある。そこは当面は、凍結の心配はないのかもしれない。しかし外被層の凍結というのは、言葉を変えて言えば消費不況である。消費は需要の6割を占める。政府が公共需要を創出してもすべては埋めつくせない。また消費には慣性が働くから、ここまで縮小すると、元に戻るには相当な時間がかかる。長期化すれば中心部にも凍傷が及んでいくのは必然である。

第4節 株式市場の概念的位置の移動と巨大化

1. 株式市場の位置の移動

株式制度は資本主義を発展させた秘密のひとつである。別の表現をすれば、それは資本主義の発明した最も輝かしいものである。だから、理念的に株式市場を批判してきた旧社会主義国が資本主義に宗旨変えする際、あわてて整備するのが株式市場だった。現在、取引高、時価総額ともに世界第二位の市場は上海にあるが、その設立は1990年と比較的最近である。

株式制度は、歴史的には資本主義よりも古く、17世紀のはじめに、多額の資金を必要とする事業を開始するための工夫として出現している。イギリスやオランダがインド植民地支配のために設立した東インド会社が先行例として有名だが、株式会社が資本主義の主役として登場するのは、企業の規模が飛躍的に拡大した19世紀の後半であった。

株式会社は、鉄道や電力のような公共企業の纏う特殊な着衣として誕生するが、やがて競争に参加する企業が着用すべき一般的な戦闘服になっていく。資本主義の特殊な外層に発生したものが、やがて中心部に位置を占めるようになる。現在では、株式制度は資本主義の不可欠の、しかも主要なものであり、その物的象徴である株式市場は地理的にも精神的にも資本主義の中心にある。

株式会社においては、株価が会社の業績を反映する。これは今日でも通用する株式第一原則である。ただし、その原理の貫徹は、他の様々な要素によって（内在的なもの、外在的なものを問わず）妨害され緩められる。

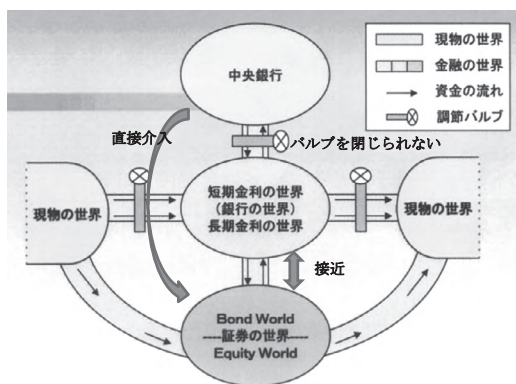
今回のコロナ禍で、主要国の株式市場は大きな変動を示した。それは混乱と呼ぶべきものかもしれない。注目したいのは、この変動が株式市場の変質のきっかけになる、ということだ。そして、株式市場は既に述べたように中心にあるのだから、その変質は資本主義全体構造の変質に帰結する。

証券市場という表現は、債券市場と株式市場を統合したものである。しかし、両者には発生史も、それぞれの意味するものも本質的といってよい程の違いがある。本稿では株式市場に限定して論を進めている。

まず株式市場が資本主義のどこに位置づけられるかを概略ながら示しておこう。図11を金融概念図と呼んでいる。

事の始まりは貨幣、マネーである。貨幣は、財やサービスが生産され、それが販売されることによって発生する（始源の貨幣は、そうではないが、ここで言及する必要はない）。中央銀行が印刷すれば、それは貨幣であるというのは間違いである。印刷されたばかりの中央銀行券は紙でできた製造物にすぎない。これが、いかなる事情で貨幣・マネーという神秘的なものに変身するかこそ貨幣論のテーマである。

さて、貨幣は、当面、当分の間、その保有者が使用しないという事態が生じる。このとき、貨幣の遊休が生じ、そうなった貨幣を遊休貨幣という。貨幣は一般的な等価物であり、それであらゆる商品が購入できる。また、資本主義の下では貨幣は資本の運動の始点の形態でもある。企業を始めようとすれば、貨幣が必要である。その始点の貨幣を、元手と呼び、狭い意味での資本を意味する。そのような便利で有用な機能を持ったものが遊休してしまうのは、俗な



出所：濱田〔2020a〕より。

図11 金融概念図

表現をすれば、もったいない事態である。他方、資本主義は効率を求める。貨幣が運動して、つまり資本として機能して利潤を生み出す。効率は利潤率（利潤／投下資本）で示される。社会全体をひとつの資本と考えると、遊休貨幣が多いと利潤の量は減少する（利潤率が一定なら）。それは全体の非効率を意味する。そこでこの非効率を解消する装置（やがて制度）が必然的に整備される。この必然は次のように達成される。

一方に貨幣を所有しながら使用意志を持たないひとりの企業家がいる。他方に、いわゆる企業家精神を持ちながらも、資本運動の始源となるべき貨幣を持たない、あるいは不十分にしか持たない別の企業家がいる。どちらから持ちかけてもよいが、両者の間に貨幣の移動があれば、非効率は解消される。この状況では、利子が成立しているから、貸し手に利子が、借り手には利潤を得る可能性が得られる。欲望が二人を動かし、遊休という無駄は解消される。結果として貨幣は遊休ではなくて済むのである。

経済学は結果を好んで、しばしばプロセスの説明を省略するので誤解が生じやすいが、マクロ的（社会的）帰結は、ミクロ（経済主体個人）の行動を通じて実現される。上記の例でいえば、遊休貨幣の解消という装置・制度（これを金融制度という）が、個々の企業家の行動の帰結として導かれるのである。

図 11 に戻ろう。貨幣は図の左側で発生する。財やサービスが生産され（実物・現物経済）、それが販売され貨幣になる。その貨幣が実物経済で再び使用されないで遊休貨幣となり動き出す。動くのは貸借か、あるいは他の企業家による投資という行為によってである。前者は、銀行へ、後者は株式市場へ（この中間に債券市場があるが、それは省略）向かう。図 11 には、銀行の世界が、その下に証券の世界が描かれている。どちらも左右の実物世界につながっている。右側には遊休貨幣の持ち手（所有者）とは別の企業家がいて、遊休貨幣を受け取ると、す

ぐにそれを使用し、遊休貨幣でなくしてしまうのである。

銀行の世界は間接金融、株式市場は直接金融と呼ばれる。銀行の世界とは、文字通り貨幣の貸借行為から形成されているが、ここに利子が成立する。間接と呼ばれるのは、銀行（預金を集め、これを貸付ける機能を持つすべての金融機関を総称している）が仲介者として機能するからである。遊休貨幣はまず銀行が預かり（預金）、それを銀行の責任で貸し出す。二つのステップがあり、金利はそれぞれに成立する。まず預金利子、そして貸出利子で、両者の差分が仲介者である銀行の利益となる。

直接金融の世界では、遊休貨幣は持ち手から使用者へと直接に移動する。現実的には両者が都合よく出会うのは困難だから仲介者は必要であるが、貨幣の持ち手変換は一度きりである。ここでは利子の代わりに投資の成果（利潤）が適当な分割比率で支払われる。すなわち配当である。

株式市場と銀行の世界は接続している。ここでは詳しく述べないが、株式市場を金融市場の近くに位置づける基本的理由がここにある。

株式市場の位置に注目する。まず、銀行の世界が中央銀行に接続しているのに対して、株式市場はそうでない。この位置は、今日でも変わっていない。中央銀行が ETF を通じて大量の株式を買うという今日の事態は、この原理図からみても異例、異常である。株式市場の金融市場への擦り寄り、この現象を逆から見れば、金融の株式への移動でもある。この間の中央銀行の行動を見てみると、それがわかる。中央銀行は市中銀行との接点は持つが、実物経済で活動する諸企業とはない。トヨタ自動車といえども日本銀行からお金は借りられない。日本銀行法 25 条に、いわゆる特融があり、可能であるが、相手は金融機関に限られている。

アメリカでも、この原則はかなり意識して守られている。リーマンショックのさいに、当時の社長であったニック・ファルドはニューヨー

ク連銀のサマーズにしつこいほど電話で、救済の懇願をしている。でも、法律を盾にFRBは応じなかった。中央銀行のこうした、一見、頑な行動は、通貨の信認を守るという大義でこそ是認されるのであるが、その大義も日本では怪しくなっている。

日本銀行は、前に述べたように株式を買っている。今ではGPIFと並んで最大の保有者である。しかも売ることのない保有者である。保有残高は既に述べたように45兆円と莫大だ。株は売ったり買ったりするのが常識という庶民感覚からすれば、これは異常である。まさに異次元だ。

さらに、コロナ禍で、第三の異次元が起こる。それは、無利子・無担保の一般企業向けの融資が政策として大々的に展開されている。政府支援の下、緊急融資の名目ですでに莫大なお金が貸し出されている。中小企業から見れば、雲の上にあった日銀が取引銀行のすぐとなりにいる。しかし、これも借りた時間だろう。

「銀行の世界」と「現物の世界」,「中央銀行」と「銀行の世界」の間には調整バルブがついている。現在の日本では公定歩合という言葉は死語になってしまったが、かつては中央銀行が短期金利（公定歩合やコール）や量のコントロールによって資金の流れを調整して、景気の急過熱や急減速が起こらないような調節を行ってきた。

日本銀行は、短期金利のみをコントロールしてきた前例を破り、国債の購入により、市場参加者が決めてきた長期金利に影響を及ぼしつつ、マネタリーベース（日本銀行券と日銀当座預金の合計）を増加させた。その後イールドカーブコントロール政策により10年国債の金利を0%にした。それでも物価が上昇しなかったため、マイナス金利導入を決断したが、物価の上昇や経済成長が起こらないどころか「リバーサルレート（逆効果の金利）」と言われるように負の効果が目立っている。マイナス金利のこれ以上の深堀は、市中の諸金融機関の危機

につながり、危険である。

このようなジレンマに陥った中でコロナ禍に見舞われ、「ETFの年間購入額を年間6兆円から12兆円とする事で株価の下落を抑える事により実体経済を悪化させる悪循環を防ぐ政策（株価維持策）」に追い込まれたといえよう。

米国でもFFレートは0~0.25%に引き下げられており、今後経済や金融市場が想定以上に悪化した場合の中央銀行の打つ手は、長期国債の買い入れ額の増加による長期金利の上昇抑制やイールドカーブコントロール政策、口先介入による株価維持策、そして中央銀行の株式購入とならざるを得ないだろう。

株価によって経済をコントロールする手段しか残されていない場合、株価上昇策は取りやすいが下落策は取りづらいだろう。日銀がETFの購入を取り止めたり、保有ETFを売却するとしたら何が起こるのだろうか。1996年にマエストロと言われたグリーンスパンは「根拠なき熱狂」と株式市場を指摘し、直後にFFレートを引き上げた。しかし、今日の状況下では中央銀行が金利をあげる政策は取りづらい選択だ。再び図11に戻ろう。株式市場は、実物経済に左側でも右側でも直接につながっている。これは、実物経済の影響を受けやすいことを意味し、具体的には、株価にそれぞれの会社の状況が反映することを示している。その反応度は利子への、それよりもはるかに高いのが普通である。株価はミクロの事情をすぐに反映するが、利子率はマクロ現象である。ある企業の利潤が少なくなったからといって、借入金利はすぐに上昇しないが、株価はすぐに下がるのである。株価は当該企業の収益状況によって決まる。これが株価第一原則である。

株式市場は実物経済に近い位置にある。このことが、少しずつ変化しているかもしれないし、経済外的（コロナ禍のような）経済内的（リーマン・ショックのような）事情にかかわらず、大事件をきっかけにそれが生じているのかもしれない。

2. 株式市場の巨大化

株式市場の位置の移動は株式市場が GDP を凌駕するような巨大な存在へと成長したことに大いに関係がある。

図 12 は米国時価総額と名目 GDP を示している。バフェット指数はアクティブ投資の神様と言われる「ウォーレン・バフェット」が投資尺度として使っていたもので、各国の株式時価総額（株式の世界）と名目 GDP（現物の世界）を比較して株式時価総額 > 名目 GDP ならば株式が割高と考える単純な指数である。

2020/9 末現在、米国株式時価総額 36.4 兆ドル、それに対して名目 GDP 21.1 兆ドルで、バフェット指数は 1.72 倍である。2008 年のリーマンショック当時、金融経済の崩落が実体経済に大きな影響をもたらした。当時「しっぽが胴体を振り回した」と揶揄されたが、直前の 2007/9 は米国株式時価総額 18.6 兆ドル、名目 GDP 14.5 兆ドルでバフェット指数は 1.28 倍であった。何かの危機が起こるたびに中央銀行が量的緩和を行うが、危機が去ったあとも簡単に

引き締めづらいう構造が金融市場の巨大化をもたらした要因の一つである。

日経平均採用 225 銘柄合計の当期利益は 2009/3 期に赤字になった後、2020/3 期までの 11 年累計で 195.5 兆円となっている。配当による社外流出を除いて 120 兆円の内部留保が増加している。日本では事業への再投資には回らず、借入の返済や預金の積み上げとなっているものが多いが（前稿で指摘した引退資本）、それが回りまわって待機資金となって株価を下支えしている。

株式時価総額が GDP を上回る！株式市場が膨張し資本主義全体をおおうイメージである。巨大な市場は巨大な資金を吸収しかつ放出するから、金融市場との接触面はますます広がっていく。株式市場の膨張と収縮は実体経済にも大きな影響をもたらす。特にリーマンショックの際に示されたように収縮のマイナス効果は大きい。そこで景気対策としても金融市場の安定という中央銀行が掲げる大義のためにも、株式市場への介入が始まる。介入する政府、特に中央

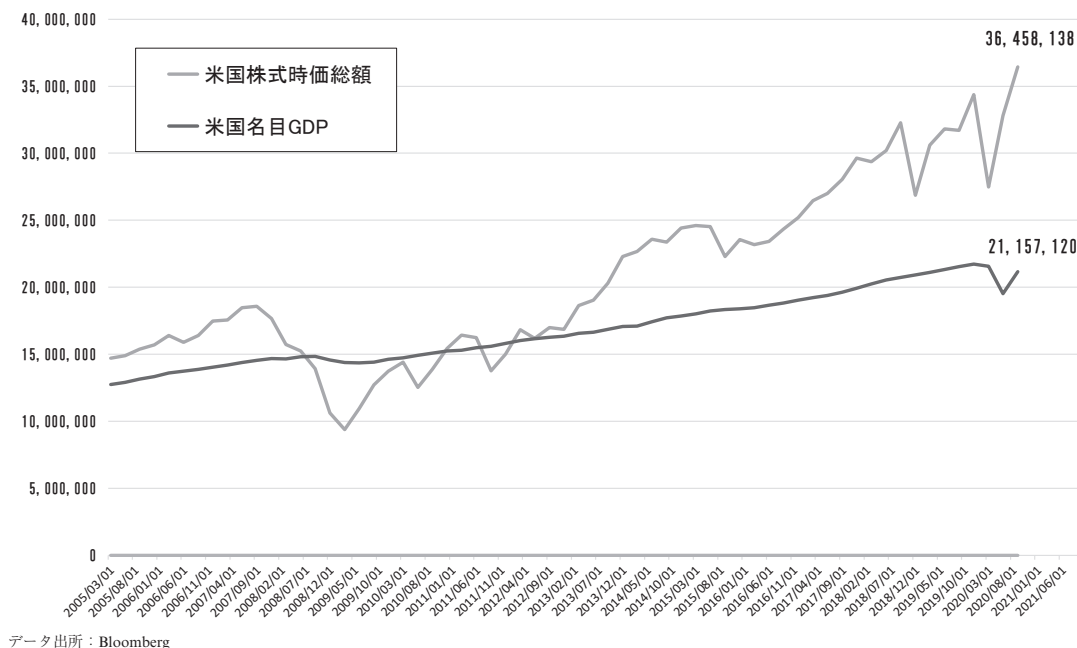


図 12 米国株式時価総額と名目 GDP (単位 100 万ドル、2005～2020/9)

銀行にとって金利は数少ない手段だが「幸いなことに」その効き目が極めて高い状況になっている（第2節）。国家≡経済≡株式市場となれば株式市場への政策は主要な経済政策であり、経済政策の主な手段は金利である。ゼロ金利で量的には消滅している金利の質的な意味合いが高まっているのは皮肉なことである。

第5節 結び

株式市場と金融市場は、いわば廊下でつながっている。その廊下は、資本主義の発展とともに伸びていく。廊下の両側には金融商品の棚が並んでいる。株式市場に近いほうが高いリスク、遠いほうが低いリスク、この原則で整理されて陳列されている。ケインズは、この廊下を現金・キャッシュまで延長して、流動性、という概念で整理したのである。現在では、株式市場で取引される商品の多くが金利に影響を受ける。その典型はREITだ。この収入の基本は不動産を貸した際の家賃だが、それは大いに金利の影響を受ける。家賃を払う側も借金をしていれば、なおさらだ。

株式市場が、その支配原理を利潤から利子へ重点を移す、このことはいわば株式のREIT化である。そこには資本主義に内在する寄生性があらわれている。金利収入は極端に言えば不労所得である。株式は現実資本が生み出した、いわば実所得だが、やがて不労所得の域である金利の世界に接点を持つ。この、移動が投機の波で加速される。投機は短期であり、投資して成長を待つとは対照的である。

発行市場の影は薄くなるのだが、それでは困るので時々、思い出したように新規公開が推奨される。時折のベンチャーブームがこれである。資本主義の、特に発展した国の起業不活性は明らかだから、昔を懐かしむのだ。それは資本主義の老朽化への反発でもあり、そこに資本主義の初期の美しい開明的な姿が示されるから、人々は熱狂する。

現在の株高は、低金利に依存しているが、これも限界がくる。というのは、世界主要30カ国の金利はすでに1%未満だ。マイナス金利の国が10カ国、0%台が20カ国である。これ以上の金利の引き下げは難しい。そこで注目されるのが量的緩和政策だが、これは財政支援と同義である。紙のお金の世界では、制限がないように主張する人もいるが、果たしてどうだろう？すでに、主要国のコロナ対策費は、日本円にして800兆円をこえている。それをみて金の価格は高騰している。

金融政策という観点でみると株高は副産物である。しかしこの副産物には危険な副作用が付着している。それは、マネー、すなわち通貨の信認である。1人10万円の支給をみて、個人的には歓迎する一方で、13兆円という歳出額を聞いて「財政は大丈夫か」と心配した人は多いはずだ。この庶民感情は決定的はずれではない。

別稿でみたように通貨への信認の逆数は金価格である。コロナ禍の対策で、世界中で大量の財政資金がバラ散かれた。たくさんあるモノの価値は下がる。他方で金は有限である。金の化学合成は、ずっと昔から人類の夢として試みられてきたが、成功していない¹²⁾。

実物経済の悪化→企業収益の悪化→益回りの縮小→リスクプレミアムの縮小、というプロセスの進行には時間がかかる。さらに金利を下げて

12) 金という極めて原始的な商品が、インフレーションという紙幣の危機の裏側だというのは、次の記事によく表現されている。「通貨安が進行するトルコで金への資金逃避が顕著になっている。・・・インフレーションによる資産の目減りを防ごうと中間層が金買いにはしっている。・・・トルコの中央銀行も金の備蓄を急いでいる。」（『日本経済新聞』、2020年10月29日）新聞には、同国の金輸入のグラフが示されている。2020年にはいつて階段を登るように増加、一方で通過リラは10月26日、1ドル=8リラと史上最安値を更新。中央銀行の金買いは1~8月に194トンであった。

これを凌ぐ方法もあるかもしれない。また企業が、収益が一時的に悪化しても減配しないで（内部留保利用）体裁を保つことで、時間は稼げるかもしれない。しかし金利は多くの国で水没し、企業収益は伸びていない。既に王様は裸なのだ。だから「王様は裸だ」と呼ぶ正直な少年が現れたとき、「借りてきた時間」は終るのである。

やや短絡的に言えば、主要国の金利が上がる、あるいは上がる気配が示されるまで、株価は水準を維持することができる。そう考えている投資家は多い。そして、国家財政の状況を見ると、政策金利を上げるなどということは自殺行為にもみえる。先進国合計の国家債務は GDP 合計の 124% に達している。金利負担は現在でも重し、もし金利を上げれば国債価格はその分だけ値下りする。これは発行体の国家にはどうしてもよいことだが、現在、多くの国債を保有する機関、すなわち金融機関や年金機構に巨額の評価損が発生することになり、それこそ死活問題である。もっとも、ゼロ金利、マイナス金利が利鞘の減少を招き、多くの金融機関（特に貸出・本業に頼らざるを得ない地域金融機関）の収益を圧迫していることも事実である。ゼロ金利は、金利の本質からして異常であるが、目下の状況は「異常から脱却できない異常」である。

「コロナ禍はじきに収束する」、という現時点

（12 月）から見れば楽天的な予測は当初からあった。やや甘かったが、この予測はそれなりに経済的效果を持った。時を稼ぎ、リチャード・クー氏が指摘する「借りた時間」という株高の舞台を作ったのである。

効果的なコロナワクチンや治療薬が現れなければ、借りた時間は終わってしまう。資本主義の外被層が凍りつき、現時点では補助金・給付金の効果も薄れつつあり、足下では倒産・廃業が増加し、これが失業率の悪化に帰結しそうだ。それは所得減＝消費減で、これに消費自粛の恒常化が加われば外被層の凍結はそのままになってしまう。中心部への波及は、時間の問題であろう。

根拠のない楽天主義は、不都合な状況を隠蔽し、人々の目を現実から背けさせる。楽天主義によってつくられた株価が、こんどは楽天主義の持続を支持する。現実是不況だが、株価はそうでない。ついには逆転が生じる。株価は正しい！不況の現実は間違いだと。

株価を支えているのは金利である。金利は景気が良くなれば上昇する。だから、株高を維持するためには不況が適当に続いて中央銀行の緩和姿勢が継続するのがよい、という倒錯が現れる。「適度の不況」というのは世紀の変り目あたりからずっと続いているから、それは倒錯ではなく現実なのかもしれない。