

株高と低金利 危うい関係

伊藤元重 学習院大学国際社会科学部教授



コロナ危機下で株式相場は持ち直した。なによりも金融危機の回避が重要。P E Rは上昇し、歴史的に高い水準だが低金利のため正当との見方も広がる。理論では価格変動リスクの大きい株式と債券投資の間は裁定が働き均衡する。株価がバブルかはわからないが、超低金利を前提とする不安定な環境に留意。

コロナ危機が世界中に広がってから間もなく1年になる。依然として厳しい感染状況であるが、金融危機に陥っていないことが最大のグッドニュースである。今年の3月の時点では株式市場も動揺したが、主要国の中央銀行の大胆な金融緩和策に支えられて、株式相場は大きく持ち直した。それどころか、最近ではワクチン開発のニュースなどに反応して主要国の株価がかつてない水準にまで高騰する局面もあった。感染の拡大がいつまで続くのか読めない面はあるが、ワクチン利用が可能になれば景気回復のスピードは速いと期待する市場関係者も少なくない。ただ、それは今後も金融市場が崩れないという大前提に基づいた見方である。コロナ危機を乗り切るためには、金融危機を起こさないということが重要であり、各国の中央銀行の政策の最優先事項となる。

ただ、現在の株価が実体経済の現状とあまりにかけ離れて高くなっていることが気になる。「現在の株式市場はバブルではないか？」これは誰もが考えることだろう。これだけ金利が低く抑えられているので、P E R（株価収益率）がそれだけ高くなっても当然であり、したがって今の高い株価はバブルではない。そう考える市場関係者は多い。一方で、過剰な金融緩和で無理やり押し上げられている株価が維持されることは難しく、どこかで大きく落ち込むことが懸念される、と考える人も多いはずだ。

今の株価がバブルかどうか判定するのは難しい。以下で説明するように、そもそも一般的にバブルと呼ばれている現象の定義も曖昧である。漠然と株価が高すぎると感じればバブルと言われることが多いが、理論的には「ファンダメンタルズで説明できる株価よりも大きくかけ離れて高く、しかも株価がさらに上昇する圧力が強い状況」がバブルと定義されるべきだ。ただ、いまの株高がそのような状況にあるのか判断するのは容易ではない。また、これも後で述

べるように、ファンダメンタルズで説明できる株価であっても、金利や景気の状態が大きく変われば、株価が急落することが起こりうる。特に超低金利である現在の状況は、金利の変化に対して株価が敏感に反応しやすい。「クラッシュしてはじめてバブルだったことが分かる」と言われることがあるが、バブルの判定の難しさを指摘した名言だと思う。

さて、少し理論的な話になって恐縮だが、バブルの背景にある重要な基本原理を説明したい。株への投資のリターンは、配当利回り（配当を株価で割ったもの）と株のキャピタルゲインを足したものである。この株のリターンが、代替資産である債券の金利（利回り）に等しくなる。ただし、この金利には株への投資のリスクプレミアムなども含まれる。また、配当には実際に払われる金銭的な配当以外にその企業の株を保有することで得られる非金銭的な利益があればそれも含まれる。

リスクプレミアムも考慮に入れて、株と債券の間に働く裁定条件を一定の金利と配当の下でグラフに描くと、株価の変化と株価の水準の間に右上がりの直線が描ける。その切片である、配当を金利で割った水準に株価が等しい時、株価は変化しない。ある種の均衡点である。株価がこの水準よりも高いときには、裁定条件を満たすためには株価は上昇する必要がある。株価が高いほど株価は上昇を続けず裁定条件を満たされない。これが株価のダイナミックスの基本であり、この状態が続くことをバブルと呼ぶ。永遠に株価が上昇を続けることはないで、どこかでクラッシュする。株式市場が抱えた不安定性である。

さて、株価の現状はこうした株価の継続的な上昇プロセスにあるのか。これが判断の難しい点である。金利が十分に低いので、株価が上昇しなくても株の収益性は相対的に高いと考えれば、バブルではない。ただ、ここでいう金利にはリスクプレミアムも含まれているので、市場がどの程度リスクを見込んでいるかによる。いずれにしても、

ファンダメンタルズの大きな変化がない中で株価が上昇を続ける事態が続けば、バブルだと警戒する必要がある。ワクチンや景気のV字回復などのストーリーが持ち出されるが、その信ぴょう性が問われる。

今後の株価の動向を見る上でもう一つの重要な点は、株価の裁定条件で切片になる配当を金利で割った水準である。金利がこれだけ低いことから、株価が高いのは当然である、という議論に関わる点である。リスクプレミアムをどれだけ見込むのかという点に依存する面はあるが、これだけ金利が低いとファンダメンタルズで説明される株価が非常に高くなってもおかしくない。

株価が高いからと言って、それを越えて株価が上昇を続けるというバブルになっているわけではない。ただ、そうした金利相場とも呼ぶべき高い株価は、金利のわずかな変化（あるいは変化の予想）に激しく反応する。市場関係者の中には超低金利は当分続くと考える人が多いかもしれないが、そのこととワクチンが利用可能になれば景気は急速に回復する、ということの間には矛盾があるようにも思える。

という・もとしげ 1974年（昭和49年）東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から学習院大学国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務める。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身、68歳。