

Economic Trends

発表日: 2021年2月17日(水)

株価 3 万円台、実体経済からの乖離の説明 ～政策的信用補完がリスクプレミアムを下げている～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
首席エコノミスト 熊野 英生 (TEL: 03-5221-5223)

日経平均株価が 30 年ぶりに 3 万円を付けた。巷間、実感から離れた株価上昇だとされるが、この乖離をどう説明すべきなのだろうか。名目 GDP の大きさを基準にすると、株式の時価総額は 1.36 倍も高いということになる。これは一つの見方だが、それを可能にしているのは、政府・日銀の政策支援によって企業の経営破綻を低下させようとする姿勢であろう。

バフェット指数

2021年2月15日に日経平均株価は、30年ぶりに30,000円台を抜いた(図表1)。実体経済は、コロナ禍のトンネルから出口が見えないのに、株価が大幅に上昇することに実感がなく訴える声は大きい。株価が上昇すること自体は歓迎できるが、株価が予想外の水準まで急上昇することには警戒感を抱く。

問題は、どこまでを実体経済に照らして、適正水準と見るかである。そうした尺度なしには、割高という議論は成り立たないと思う。よく利用される尺度に、名目GDPとの対比が使われる。東証3市場の時価総額を、名目GDP(季節調整値)で割った比率である。

これをバフェット指数という。本稿では、バフェット指数を用いて、株価水準について考えてみたい

(図表2)。日経平均株価30,000円に相当する株式全体の時価総額は、740兆円となる。これを2021年1-3月の予想GDP(ESPフォーキャストの2月調査を利用)の544兆円で割ると、約136%となる。この比率は、著名投資家のウォーレン・バフェット氏が用いていると伝えられ。それが100%を超えると実体と乖離していると言われる。

単純計算で36%の乖離度合いだ。ならば、どのくらいの日経平均株価ならば100%になるかを逆算すると、 $30,000 \text{円} \div 136\% = 22,077 \text{円}$ という計算になる。この水準を読者はどう感じるか。筆

円 (図表1) 日経平均株価の推移



出所: yahoo finance

(図表2) バフェット指数の推移



出所: 東証、内閣府

者は、株価 30,000 円が、適正水準よりも 7,923 円も割高だという説明は、少し保守的過ぎると感じる。22,077 円という適正株価水準は、「株価は名目 GDP に見合うはず」というひとつの尺度の下での評価だという点には注意したい。

なお、他の指標も参照しておく、株価の割安・割高の指標として一般的に使われるのは PER だ。東証 1 部の PER は、日経平均株価 30,000 円相当で 25 倍で、2019 年平均の 16 倍よりは割高だ。この PER は、1 株当たりの株式益利回りの逆数であり、その株式益利回りは 3.9% になる。では、3.9% は低過ぎるかと思われる、超低金利下では低いとは言えない。ほかに、配当利回りに注目すると、東証 1 部の加重平均利回りでは 1.82% である。2018 年以降と比較して、それほど下がっていない。

以上のように、評価尺度を増やして考えるほど、割高なのか、割安なのかは使う指標によって様々でわからなくなってくる。ひとまず本稿ではバフェット指数 100% を基準として使い続けよう。

ワクチン効果の吟味

巷間、言われるのはワクチン接種が進んで、「日本経済が健康体に戻ることを織り込んでの株価水準だ」という見方だ。これを検証していくと、この見方が少し怪しいと感ぜられる。例えば、ワクチン接種が完全に国民に行き渡って、名目 GDP がコロナ以前のピーク（2019 年 7-9 月 564.2 兆円）に戻ったとしよう。この名目 GDP 水準で日経平均株価の適正水準を計算すると、22,762 円になる。まだ、30,000 円との距離感は大きい。

別の考え方として、株価が「デジタル化によって成長した将来の名目 GDP を反映している」と考えよう。例えば、潜在成長率が平均 2% に高まったと計算して、5 年後の名目 GDP は 569.7 兆円になる。この GDP に見合う適正株価は 22,982 円。潜在成長率を 3~4% に高めて計算しても、30,000 円には達しない。つまり、成長期待が多少高まっただけではどうにも説明できないことがわかる。

発想を変えて、株価 30,000 円を正当化する名目 GDP はどのくらいか。それは、740 兆円になる。名目 GDP は、2021 年 1-3 月の予想 GDP よりも 1.36 倍まで増加する必要がある。何かの要因で高成長するシナリオは、いずれにしても辻褄が合わない。

リスクプレミアムの低下

筆者は、バフェット指数 100% が適正と考えるのなら、ワクチン効果やデジタル化といった説明では株価 30,000 円を説明できないとみる。もしも、ワクチンやデジタル化で説明ができなければ、株価は実体経済の変化以外によって説明されるべきだろう。

その場合、割引率の低下で説明できる。株価は、将来配当を金利などで割り引いた配当割引モデルで決まるという考え方である。古典的な株価の公式は、配当 ÷ 割引率 = 株価である。

筆者は、将来配当をどんなに楽観的に描いても 30,000 円の株価では説明できないので、割引率が低下する効果が株価水準を引き上げていると理解している。割引率、つまり配当の割引レートは、政策金利 + リスクプレミアムで構成される。そうすると、筆者の見方では、コロナ禍でリスクプレミアムが政府・日銀の関与によって低下したのではないかと考える。

$$\begin{aligned} \text{株価} \uparrow &= \text{将来配当} \div \text{割引率} \downarrow \\ &= \text{将来配当} \div (\text{政策金利} - \text{リスクプレミアム} \downarrow) \end{aligned}$$

例えば、株価が名目 GDP で評価するよりも 1.36 倍になるためには、割引率は全体で▲26.5%ほど低下する必要がある*。

※仮に、配当が 10 万円で割引率が 1%だったとすると、株価は 1,000 万円になる (=10 万円÷0.01)。この株価が 1,360 円になるためには、割引率は 0.735%まで下がる必要がある。10 万円÷0.00735=1,360 円という計算だ。1 - (1÷1.36) = 26.5%という算式になる。

要するに、政府が企業のリスクプレミアムを小さくするような措置を政策的に実施して、将来の企業の配当支払いを確実なものにすれば、株価は実体よりも上昇してもおかしくない。筆者をそうした理解をしている。投資家からみると、政府が企業を破綻させないように行動しているから、間接的に将来配当の支払い停止リスクが低下して、少し安心して株式を買えるという理屈である。

政府の救済方針がもたらす効果

コロナ禍では、企業の破綻リスクが低下したというのは、意外に思われるかもしれない。飲食サービスやホテル・旅館は確実に破綻リスクは高まっている。一方で、政府は、雇用調整助成金など各種補助金を支給して、企業救済に動いているのも事実である。特に、財政資金を投入して、実質無利子無担保融資を拡大させたことは、企業に対して強力な痛み止めの効果を及ぼしている。つまり、財政・金融を一体化して、企業の破綻リスクを封じるように政府は動いているのだ。政府から見て、コロナ禍は、企業に自己責任を問えない外的ショックになる。だから、政府の役割として、経営を極力、財政・金融で支えるという構えになるのだ。この点は、日本だけではなく、主要国でも多かれ少なかれ同じである。各国とも財政再建を顧みず、財政支出を膨らませて、企業などを支援している。2020 年 3 月の頃は、そうした政府の姿勢が必ずしも金融市場では共有されていなかった。株価は当時は大きく下落した。それに対して、2020 年 12 月から最近まではコロナ第三波が襲ってきているのに、株価は崩れない。その違いは、政府が企業の経営破綻を極力避けたいという意向が強いことが、金融市場に共有されている点だ。ひとつ留保条件を付けると、政府のそうした救済レジームがどこまで破綻回避に成功し続けられるかが、実際のところはわからない。また、今後、経済が正常化していく中で、救済レジームからの転換を図る局面が来るかもしれない。そうした環境変化は、リスクプレミアムを再び上昇させる点で警戒が必要だ。

急増するマネーストック

政府の政策支援が表現されているのは、マネーの動きである。象徴的なのは、40 年間の長期時系列でマネーストック（マネーサプライ）の伸び率をみたときの高い伸びである（図表 3）。最近では、公的金融機関による融資拡大や実質無利子無担保融資の効果で、M2 の前年比は 9.4%まで伸びた。こうした極端に高い伸びは、1990 年以來のことである。奇しくも株価が 3 万円台だった 30



年前と最近が、ともに非常に大きなマネーの量的拡大を示している点で符合する。

しばしば、日銀の金融緩和のせいで、過剰なマネーが市場に溢れ出すと言われる。しかし、マネー量だけで流動性環境を評価するのは不十分だ。現在のマネーの増加分は、実質無利子無担保融資によって供給されていて、その資金は財政資金で信用補完されている。その資金は、利払負担・元本返済リスクをともに政府が肩代わりをしていて、銀行にとって供給しやすい。また、企業にとっても、当面の金利がゼロで、元本返済しなくてもよいので、従来よりも使いやすくなる。そうした意味で、現在のマネー拡大は、従来よりも流動性が高い性格だという見方もできる。

株価と実感が乖離する構造

最後に、株価が実感とは異なってくる理由をもう一つしておこう。株価が反映しているのは、上場企業の業績である。その上場企業へのダメージは、必ずしも日本企業全体のダメージとは分布が同じではない。

日本の株式時価総額の構成をみると、2021年1月末時点で東証1部669.9兆円のうち、55%を製造業が占めており、サービス業は6%でしかない。貿易取引が拡大する恩恵は、製造業の株価に表れやすく、逆にコロナの長期化がサービス業に与える打撃は株価に反映されにくい。デジタル化の恩恵も、時価総額のウエイトが大きい電気機械や情報通信に表れやすく、デジタル化の期待感が株価に表現しやすいという構造をつくっている。GDPの構成に対して、株式時価総額の構成がかなり異なっていることも、実感と株価の乖離の原因と言える。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。