

現下の投資マネーの動向を探る

日経ヴェリタス 編集委員 前田昌孝氏

2013年の日本の株価の上昇率は史上4番目の大きさである。黒田さんが日銀総裁に就任し、4月4日の金融政策決定会合において、政府が1年間で発行する50兆円程度の国債のうち、9割方を日銀が買うと宣言し、実際にやり始めた。また、2015年の春に消費者物価指数の上昇率を2%にするというインフレ・ターゲットも導入して、大胆な金融緩和政策を行った。結果として、日本の金利は下がって、海外との金利差ができて円安が進んだ。

1980年代ぐらいにはいつてきて、NYダウの値動きの方向と日経平均の値動きの方向が一致する確率が60%ぐらいになり、現在では約70%。NYダウの値動きの幅が1だとした場合に日経平均の値動きは2以上という、今までにない動きとなっている。東証の売買代金の61.6%を外国人投資家が占めていて、その大半はヘッジファンドである。

中国の成長率が危ういと言われている。参考となる指標がHSBCの発表する製造業購買担当者指数（PMI）であり、これが50を下回ると中国経済が危ういと言われているが、1月49、2月48.5、3月がさらにそれを下回っている。イギリスの経済学者が提唱したルイスの転換点という考え方では、工業化による経済の高度成長は、農村の余剰労働力が都市に移動し、都市の商工業の担い手になることで経済が勢いよく成長するが、農村に余剰労働力がなくなって都市への移動がなくなってしまうことで成長が鈍化すると説明される。中国は、若い人の大移動が終わったのではないかとされている。

中国の銀行には預貸率の規制があり、集まった預金に対して75%以下しか貸し出すことができない。そうした状況で、金利はいくらでも出すからお金を借りたいという人がいるため、銀行が迂回融資を行う。それが理財商品である。1月にデフォルト問題となった理財商品は、中国の炭鉱を開発する会社が発行した社債を信託会社がまとめて引き受け、信託の器を使って証券化し、それを銀行が店頭で販売した結果、国民がわっと飛びついた。ところが、その炭鉱を開発する会社が倒産。問題は、中国工商銀行がこのスキームを構築したということである。

理財商品であっても銀行が取り扱う商品であるから銀行が全額を補償するものと国民は当然のように考えていた。だが、そうではなかった。理財商品の償還期間は長くても3年。その投資先であるプロジェクトの期間は3年を超えるものが多い。いったんデフォルトが起こってしまうことで、もう理財商品は怖くて買えないということになると、プロジェクト自体が行き詰ってしまう。これまでけん引してきた発展モデルがストップすることになる。

日銀が各銀行から国債を買って、日銀はその代金を各銀行が日銀にもっている当座預金口座に振り込む。量的金融緩和が国債を買うことによって経済が活性化するという論理通りであるとすれば、各銀行が日銀の当座預金口座からお金を引き出して事業会社に貸す必要がある。しかし、実際は全くお金を引き出してない。リスクを負って事業に貸し出すよりも、日銀の当座預金口座にお金を預けて、年間0.1%という利子を確実に得ようとしていると考えられる。結果として、経済にお金は回っておらず、实体经济に及ぼすメカニズムは論理通りには回っていない。これはアメリカにおいても同様である。量的金融緩和とは実体を伴わない一種のドーピングみたいなもの

のではないだろうか。

ROEとは税引後の利益を株主資本（自己資本）で割った数値である。世界的にはROEが10%を超えて一人前の企業と言われているが、日本の企業は平均5.5%ぐらいである。今年度の日本企業のROEは9%程度になりそうであるが、これは円安に支えられた結果である。これから市場では、ROEを重視しようという流れになる。その理由は、①外国人投資家の存在、②JPX日経400の開始、③スチュワードシップコードの公表。現在3,500社あるうちの1,040社がROE10%以上であるが、これが1,500社、2,500社と増えていけば日本の証券市場も資産運用で株式を買う対象になるようなマーケットになるのではないか。

過去、株式市場においては、同じ期間で同じ通貨に換算して、配当込のリターンを調べると日本はアメリカやドイツ以外の欧州の国に勝っている。バブルの頂点から考えるとだめであるが、過去5年、10年、15年の間にきちんと時間分散、銘柄分散して投資した人にとっては決して悪い市場ではなかった。経済が自律的によくなれば、本格的な上昇相場となり、日経平均が7年かけて5倍になるという経験則もある。

日本の退職貯蓄市場は過去10年間に於いて300兆円から340兆円とわずか1割しか増えていないのに対して、アメリカは同期間で1,000兆円から2,000兆円と倍になっている。これはアメリカが資本市場、株式市場をうまく利用して個人の退職後のお金も作り、同時に経済成長にも結びつけるという好循環のメカニズムにあるからである。アメリカは2006年に新しい法律を作り、国民が確定拠出年金に自動的に加入する仕組みを作っている。イギリスのISAという個人貯蓄口座という仕組みを参考に、日本国内においてもNISA（小額投資非課税制度）が導入された

しかし、現在のNISAは制度として不備が多い。例えば100万円の株式を買って、それが非課税期間には株価が下がり5年間保有していたとする。非課税期間終了時に、株価は50万円にまで下がっていた。その株がNISA口座から特定口座に株式がうつされた後、株価が80万円まで上がったため、売ったとすると、トータルでは20万円の損失であるが、税制上の取得価格は50万円となるために30万円の利益が発生し税金を課せられる。こんなことは公序良俗に反する。要するに「魂がこもっていない」ためにこのような制度を作ってしまうのである。制度自体の恒久化、非課税期間の延長など、本気になってNISAを改善し日本経済の成長につなげるべきである。日本企業のROEの拡大、個人の金融資産の充実ということは、これまでの間接金融主義、銀行預金主義からの脱却が必要である。証券市場を日本の中心に据えて経済を基本からもう一度考えなおす、設定しなおす、ということが今、アベノミクスに一番求められていることなのではないか。