この記事・写真等は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。無断で複写・転載することを禁じます。日本経済新聞　1997年5月14日掲載

米国株価は「バブル」状態

資産願望がけん引

長期サイクル、危険な兆候

①ニューヨーク（NY）株式相場には、三十年前後に及ぶ上昇下降の長期サイクルがある。今回の上昇局面は、始まってからすでに十四、五年たっている。

②株価は本来、企業業績の将来予想が上方修正された場合などに上昇する。しかし現在は企業業績とは直接結びつかない資産願望を背景に、株価に対する「信頼」が株価を上げるというバブル状態にある。

③この信頼が大きくなるほど、信頼が崩れた時の株価下落が大きくなり、景気後退は長期化する。長期サイクルや現在の株価水準から見て、株価への信頼を維持するための金融当局による管理作業は、ますます困難になるだろう。

東京工業大学
大阪大学教授
小野　善康

経済教室

相場の変動理由も混乱

ニューヨーク株式市場では高値が続き、米国経済も堅調に推移している。しかし値動きは荒く、この一カ月半の間に七一〇〇ドルから六四〇〇ドルへ、再び七二〇〇ドルへと一割以上も上下している。

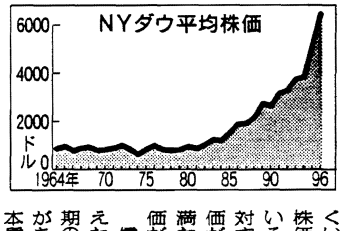
これとともに株価見通しも強気と弱気を行き来している。三月半ばの高値更新時にはまだ伸びると言っていたが、四月初めの六四〇〇ドル割れの時には六〇〇〇ドルまで下がると言い、四月終わりから五月初めの急伸時にはさらに高値を、と言う。株価の上下に対する理由付けもかなり混乱している。上昇時には企業業績がいいから上がると言い、下がり出すと好業績が逆銀の利上げを誘うから下がると言う。企業の好業績が上昇の説明にも下降の説明にも使われているのである。

ここで、目先の動きから離れNYダウ平均株価の長期動向を見てみよう。まず、一九六四年から現在までの三十二年間では、前半と後半でまったく異なる動きを示している。初めの十七、八年で一〇〇〇ドル前後を上下していた株価は一九八二年ごろを境に定常的な上昇に転じ、この十四、五年で七倍以上にもなったのである。この間の成長率は年率で一三%から一四%にも達する。

さらに、一九〇八年から九六年まで約九十年間のデータを使って年間上昇率（過去十年間の平均）の推移を見ると、三十年前後にも及ぶ株価の膨張収縮サイクルがあり、今回のような伸びは一九〇八年以来過去二回しかない。

第一回は第一次世界大戦後に起こった。年率一四%ほどの上昇を示した後に大恐慌によって終結し、その後第二次大戦を挟んで十四、五年にわたる停滞を生み出した。第二回は朝鮮戦争後の五〇年代後半から発生した。十年余りの間一〇%前後の上昇率を維持したが、ベトナム戦争後半に鈍化し、二度のオイルショックと世界的スタグフレーションを伴う十二、三年間の停滞期があった。

そして今回の年率一四%近い株価上昇の始まりである。この図からは八七年のブラックマンデーも長期的な動きで見れば大したものではなかったことが見て取れる。今回の株価上昇はすでに十四、五年続いており、ここ数年の特異現象ではないのである。



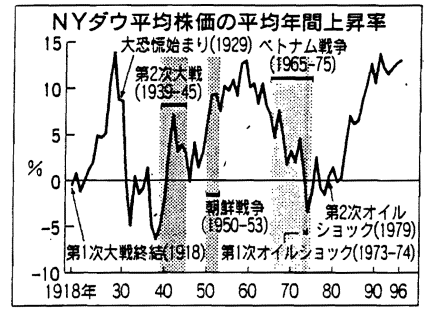
このようなNYダウの長期的動向をどう理解したらよいであろうか。株式とは企業の所有権であり、現在から将来にわたる企業収益は株主のものである。そのため、一般に株価は企業の将来収益を（リスク分だけ上乗せした）利子率で割り引いて合計したものと考えられている。

15年続く上昇「信頼」が支える

株価上昇が起こるのは企業業績の将来予想が上方修正されたときであって、これまで同様堅調に推移するというのでは上昇しない。同様に利子率予想がこれまでの予想水準よりも下がるならば株価は上昇し、上がるならば下落する。そのため、株式投資家は利上げに敏感なのである。

そうであれば、ここ十四、五年の急速な株価上昇は、企業の業績予想が毎年加速度的に上方修正されたためということになるが、これが毎年起こったとは考えにくい。そこで見方を変え、株価は資産願望を反映しているとしてみよう。株価に対する信頼が続く限り、株価が上がるほど資産願望が満たされ、それによって株価が支えられる。

信頼だけが資産価値を支えた例として日本のバブルの期の絵画やゴルフの会員権がある。また、銀行預金も本質的に同じであることはこのとき、将来の企業収益が高ければ株価も高くなり、将来の利子率が高ければ低くなる。収益が高くなるにつれて株価が徐々に上がっていくのではなく、将来の収益見通しがよければ現時点ですでに上がってしまっているはずなのである。



このように株価が好業績に裏打ちされていると思うことによって人々の株価に対する信頼が維持され、その信頼が企業業績とは直接結びつかない株価上昇、すなわちバブルを支えているのである。

そのため企業業績と株価のかい離があまりに広がれば信頼はどこかで破綻（たん）し、株価が急落する危険をはらんでいる。ダウは現在の上昇ペースが続けば今年末には七四〇〇ドル、九八年末には八五〇〇ドルにも達する。人々の株式に対する信頼はどこまでついていけるのであろうか。

株高が生む景気の拡大

株価に対する信頼を維持することができれば、大恐慌直前の米国や八〇年代後半の日本のように、人々は株価が上がるほど資産願望が満たされ、それによって株価が支えられる。

バブルと気付かずに富の拡大を享受することができる。富の拡大は支出を促し、景気を引き上げる。景気が良いから株高なのではなく、株高だから景気が良いのである。こうしてみるとバブルは必ずしも悪ではない。人々の富に対する執着が存在する限りバブルは必然的結果であって、それによって景気が支えられる。

最近の金融不安から見て取れよう。実は貨幣ですら同じである。貨幣は何の収益も生み出さないのに価値が存続している。政府が保証するといっても具体的には何もなく、ただ人々がその価値を信じているから支えられているのである。

収益だけを反映するという呪縛（じゅばく）が株価からはずされると、株価は企業業績とは無関係に伸びることができる。皮肉なことに、株価が好業績に裏打ちされていると思うことによって人々の株価に対する信頼が維持され、その信頼が企業業績とは直接結びつかない株価上昇、すなわちバブルを支えているのである。

そのため企業業績と株価のかい離があまりに広がれば信頼はどこかで破綻（たん）し、株価が急落する危険をはらんでいる。ダウは現在の上昇ペースが続けば今年末には七四〇〇ドル、九八年末には八五〇〇ドルにも達する。人々の株式に対する信頼はどこまでついていけるのであろうか。

バブル期に同様の事態に直面した日本では、政府が株価・地価引き下げの一大キャンペーンを行って株式や土地への信頼を徹底的に叩（たた）きつぶし、人々に資産投資はもうこりごりという気にさせてしまった。こうなれば、落ちたショックを忘れて再び資産に対する信頼を回復するのに長期間が必要となろう。

先に示した米国の長期統計からはこれが十年以上にわたっても不思議はないことが見て取れる。日本では九〇年以降停滞期に入ってからまだ六、七年しかたっていないのである。

こうして、FRBは貨幣価値の維持と株式価値の維持という二つの管理を迫られている。目下のところ注意深く管理しているが、ここまで上がった株価の信頼をどこまで維持することができるであろうか。冒頭に示した長期サイクルから見ても、現在の株価水準から見ても、これからますます困難になっていくように思われる。

バブル期に同様の事態に直面した日本では、政府が株価・地価引き下げの一大キャンペーンを行って株式や土地への信頼を徹底的に叩（たた）きつぶし、人々に資産投資はもうこりごりという気にさせてしまった。こうなれば、落ちたショックを忘れて再び資産に対する信頼を回復するのに長期間が必要となろう。

先に示した米国の長期統計からはこれが十年以上にわたっても不思議はないことが見て取れる。日本では九〇年以降停滞期に入ってからまだ六、七年しかたっていないのである。

バブルはこりごりという意識がある限りその崩壊もないが、景気の高揚もないのである。

それなら米連邦準備理事会（FRB）は利上げなどをしてこの信頼に水を差さずに静観していれば良さそうなものだが、それには二つの問題点がある。

第一に、株価が信頼だけで支えられているならば、その信頼が崩れれば下落し、その後景気後退を招く。この下落幅は信頼喪失の程度が大きいほど大きく、その後の信頼回復に時間がかかって景気が長期間停滞する。したがって、あまりの株価急上昇によって信頼が急激に失われないように抑制する必要がある。第二に、景気が過熱すれば物価や賃金のインフレを引き起こし、株価への信頼が維持されても貨幣への信頼が危うくなる。