

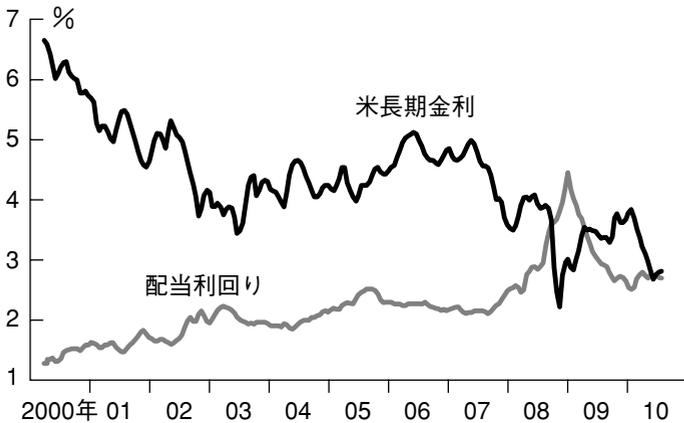
利回り「反」革命は定着するか

二上季代司

九月一六日付の『日本経済新聞』の特集「リーマンショック2年」によると、ダウ工業株三〇種平均（以下、ダウ平均と略）の配当利回りが、八月に米一〇年物国債利回りの水準を上回ったようである。同紙はまた、この逆転現象は、一九九〇年以降では、二年前の金融危機の直後以外には今回しかない、と報じて、図1のグラフを掲載している。

第二次世界大戦後、主要先進資本主義諸国では、半世紀にわたって配当利回りが長期国債利回りに代表される長期市場金利を下回るのが常態化してきた。ところが、これが逆転する現象が起こっている。アメリカでは二年前の金融危機にも同様な事態が起きたが、このときは、ヘッジファンド等が解約資金をねん出するため、株価を度外視して流動性のある上場株式を一齐に売却したため、一時的に大きく下げたことが原因と思われた。しかし、再度、同様のことが起きたのである。

図1 ダウ平均の配当利回りと米長期金利



(出所)『日本経済新聞』9月16日付

ひるがえってわが国では、アメリカより一足早く二〇〇〇年代初頭に、こうした逆転現象が発生し、今日まで続いている。株価評価において何か根本的な変化が起きているのであろうか。

以下では、もう少し長い時系列データを使って、利回り体系に根本的な変化が起こっているかどうか、そうした変化が今後も定着するのかどうか、それは何を意味しているのか、考えてみたい。

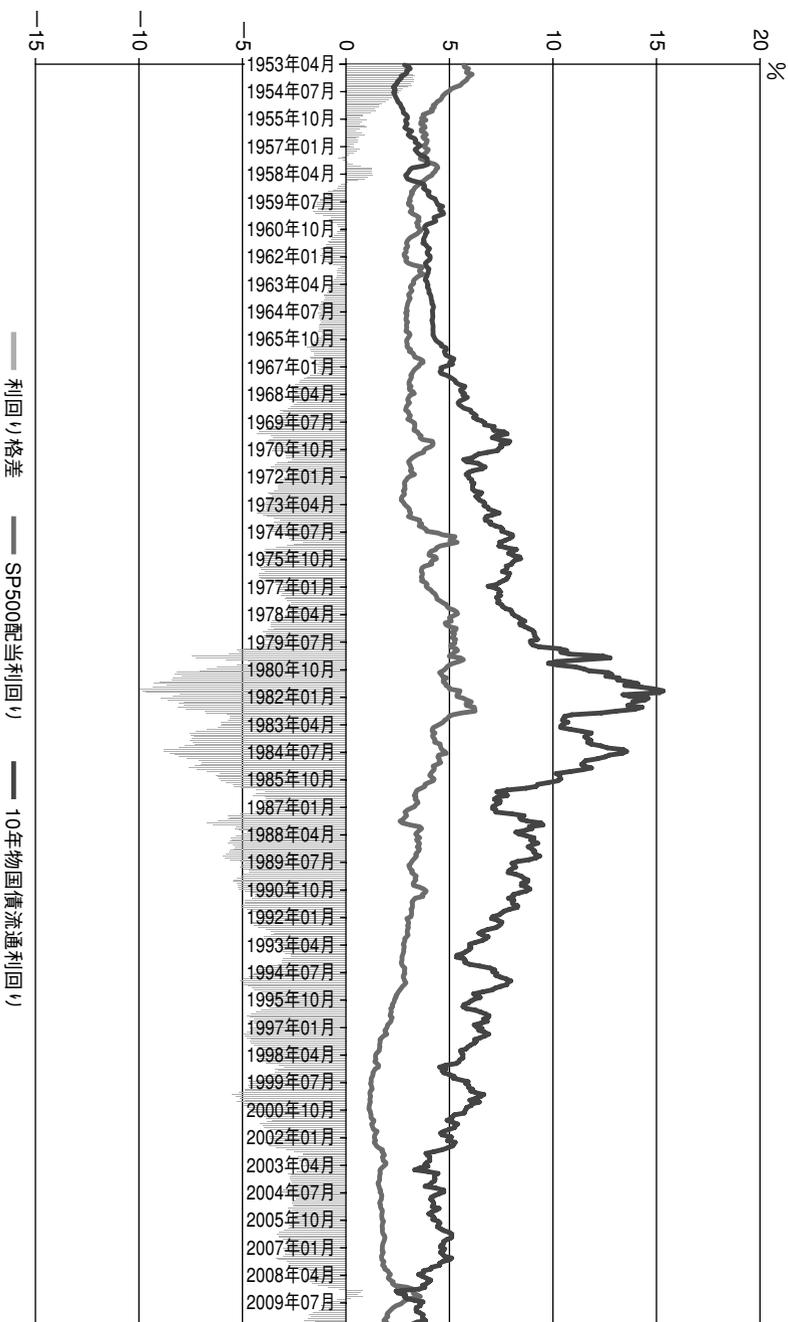
1 アメリカの配当利回りと市場金利

最初に事実経過から確認しておこう。まずアメリカであるが、ダウ平均の配当利回りについては、長期にわたる時系列データは現在、入手できていない。そこで、ダウ平均と並ぶ株価指数SP500を対象とした配当利回りを使って、一〇年国債の流通利回りと比較してみた。それが、図2である。

この図は朝鮮戦争の休戦（一九五三年七月）によって、一応、準戦時体制から平時に戻る直前の一九五三年四月から二〇一〇年六月現在までの期間についてみたものである。この図によると、配当利回りが長期国債利回りを下回ったのは一九五七年から五八年にかけてだったことが確認される。それ以来、ごく最近まで、一貫して配当利回りは国債利回りより低く推移してきたのである。こうした現象は「利回り革命」と呼ばれている。というのは、それ以前、すなわち第二次大戦以前には、一九二〇年代末の株式ブーム期を除いて、一貫して、配当利回りのほうが国債利回りに代表される市場金利よりも高かったからである。

ところがSP500についても、ダウ平均と同様に、リーマンショック後の〇八年二月から翌〇九年四月まで、配当利回りが一〇年国債利回りを上回る事態が発生した。そして今年五月のギリシア危機以降の株価下落で、再び利回り格差が縮小していることが確認できる。もしこの傾向が進展して、戦前のように配当利回りが長期国

図2 SP500の配当利回りと10年国債利回り



(出所) 10年国債利回りはFRB、Statistics & Historical Data、配当利回りは<http://www.mulpl.com/s-p-500-dividend-yield>から作成

債利回りを上回る事態が定着すれば、今度は「利回り反革命」が起こったことになる。果たして、そうしたことが起ころうとしているのであろうか。

2 日本の配当利回りと市場金利

次に、同様のことを日本についてもみておこう。

図3は、東証一部上場会社のうち有配会社の配当利回りと二〇年物国債利回りとを比較したものである。データの関係で一九八六年以降しか掲載できないが、川合一郎「一九六〇」は、日本においても他の先進資本主義国と歩調を合わせて一九五八年ごろに、配当利回りが社債利回りを下回る「利回り革命」が起こったことを指摘している。⁽¹⁾ こうして利回り革命は、アメリカと同様に日本でもつい最近まで続いてきたのである。

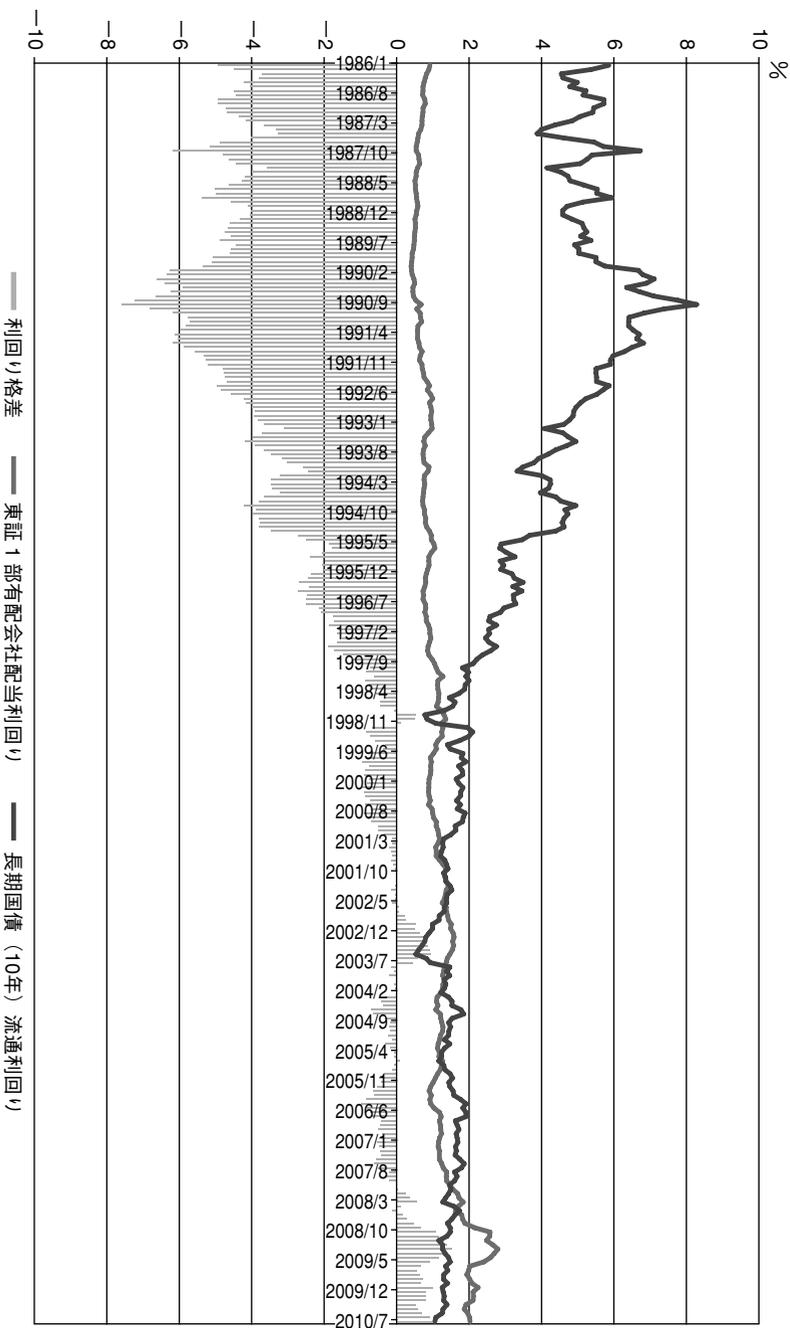
ところが、日本では、一九九八年の金融危機の時に、また二〇〇二年の不良債権抜本処理の過程で、銀行株が主導する形で株価が大きく下落、他方では日銀が量的緩和政策を打ち出して市場金利は低位に推移し、配当利回りが国債利回りを上回ることがおきた。そして、二〇〇七年一月以降は、それが常態化して、「利回り反革命」は三年近くも継続しているのである。

他国についても調べてみる必要があるが、日米両国で、時期を同じくしてこうした利回り体系の変化がみられることをどう理解したらよいのだろうか。

3 利回り革命

もともと、主要先進資本主義国における配当利回りは、第二次大戦以前、金利よりも高いのが常態だったので

図3 配当利回り（東証1部有配会社）と10年国債利回り



(出所) 配当利回りは東証データ、長期国債利回りは日本銀行データより作成

(注) 長期国債利回りは98年12月以前は東証上場国債(10年)最長利回り、以降は長期国債(10年)新発債流通利回り

ある。公社債や融資などの債務は、契約により利子と元本の金額が確定している。契約によって「所有」と「経営」が分離しており、経営からくるリスクは波及しないことになっている。もちろん契約不履行のリスクはあるが、国債は、元利払いの財源が徴税権という国家権力に裏付けされているため、契約不履行のリスクももともと低い。そのうえ、単一発行体としては発行額が最も多いため、流動性も高い。すなわち、国債は、信用リスク、流動性リスクなど、どの点からみても、一番リスクが低いのである。

これに対して株式の場合、「所有」と「経営」は分離していない⁽²⁾。したがって経営リスクから免れることが出来ず、そのことは、業績いかんによって減配・無配もありうるという形であらわれる。また、ゴインングコンサーン（継続企業）であるため、出資金額は会社解散でもない限り、返ってこない。まして会社が解散する時は破綻の場合が多いから、残余財産は残っていないのが普通である。つまり、キャッシュフロー確保の面で投資家にとってはアセットクラスのなかで株式は最もリスクが高い。だからこそ、株式に投じられる資金は、「リスクキャピタル」と呼ばれる。

そうであれば、投資家の要求する利益率は、株式のほうが公社債よりも高いはずである。こうした理由から、戦前には配当利回りのほうが債券流通利回りよりも高かったのである。ところが、一九五八年を境に、この利回り体系が逆転した。そこで、こうした利回り体系の変化を、「利回り革命」と呼んだのである。それ以来、この利回り革命は五〇年ほど続いてきたのである。

4 利回り革命の背景

では、利回り革命はどのような理由で起こったのか。また、それが最近まで続いてきた理由は何か。それがわ

かれば、最近の利回り格差の縮小の背景・理由、そしてそれが定着するのかどうか、定着するための条件が理解できるだろう。以下では、アメリカの事例を取り上げ、日本については別の機会に検討してみたい。

まず、図2のアメリカにおける配当利回りと国債利回りの形状を見ると、利回り革命は、この五〇年間、同じ理由で継続してきたのではないことがわかる。

すなわち、①一九五〇～六〇年代は配当利回りが緩やかに低下する傾向に対し金利が強含んで利回り革命が起こり、②七〇年代は配当利回りが上昇し始めるが、それ以上に金利が上昇して利回り格差が開き、③八〇～九〇年代はどちらも低下して利回り格差が緩やかに縮小し、④二〇〇〇年代に入ると、配当利回りが上昇する反面、金利低下が続き、急速に利回り格差が縮小して今日に至っている。つまり四つの異なる局面を経過しているわけである。この四つの局面は、ダウ平均の推移ともほぼ一致している。

図4は一九三九年以降のダウ平均の推移および主な出来事とその時の株価をプロットしたものである（目盛りは対数値）。すなわち株価は、①五〇年代、六〇年に成長株時代を迎え、②七〇年代のスタグフレーション下で低迷し、その末期には「株式の死」とまでいわれ、③ボルカークラッシュでインフレが抑えこまれた後は再び上昇し、④二〇〇〇年代からは低迷期に入っていることが分かる。

「高度成長下の株価成長」

まず五〇年代後半から六〇年代にかけての株価成長について、川合一郎「前掲」は概略、次のようにいう。アメリカでは自己金融（内部留保利益による成長投資）によって会社財産は増えるのに、発行株数はこれに比例しては増えないため一株あたり利益が増え、株価が上がるようになる。そこで、株式分割により株式単価を引き下

げつつ、一株あたり配当を分割割合に比例しては引き下げず事実上の増配とセットにした財務政策がとられる。その結果、自己金融による一株あたり利益拡大は、増配と内部留保を両立させるため、このプロセスは継続するようになり、継続的な株価上昇が続く事になる。こうして、現在時点の配当を株価で割った配当利回りは、公社債利回りを下回って低下していったのである。

「スタグフレーションと株価低迷」

しかし、七〇年代に入るとアメリカはスタグフレーション（インフレと不況の同時並存）に陥り、株価が低迷する。利益成長の期待が後退し、株価は上がらなくなる。図5はSP500についてPER（株価収益率）の推移を見たものである。これによれば、PERは七〇年代末には一〇倍を割り込んでいるのが確認できる。

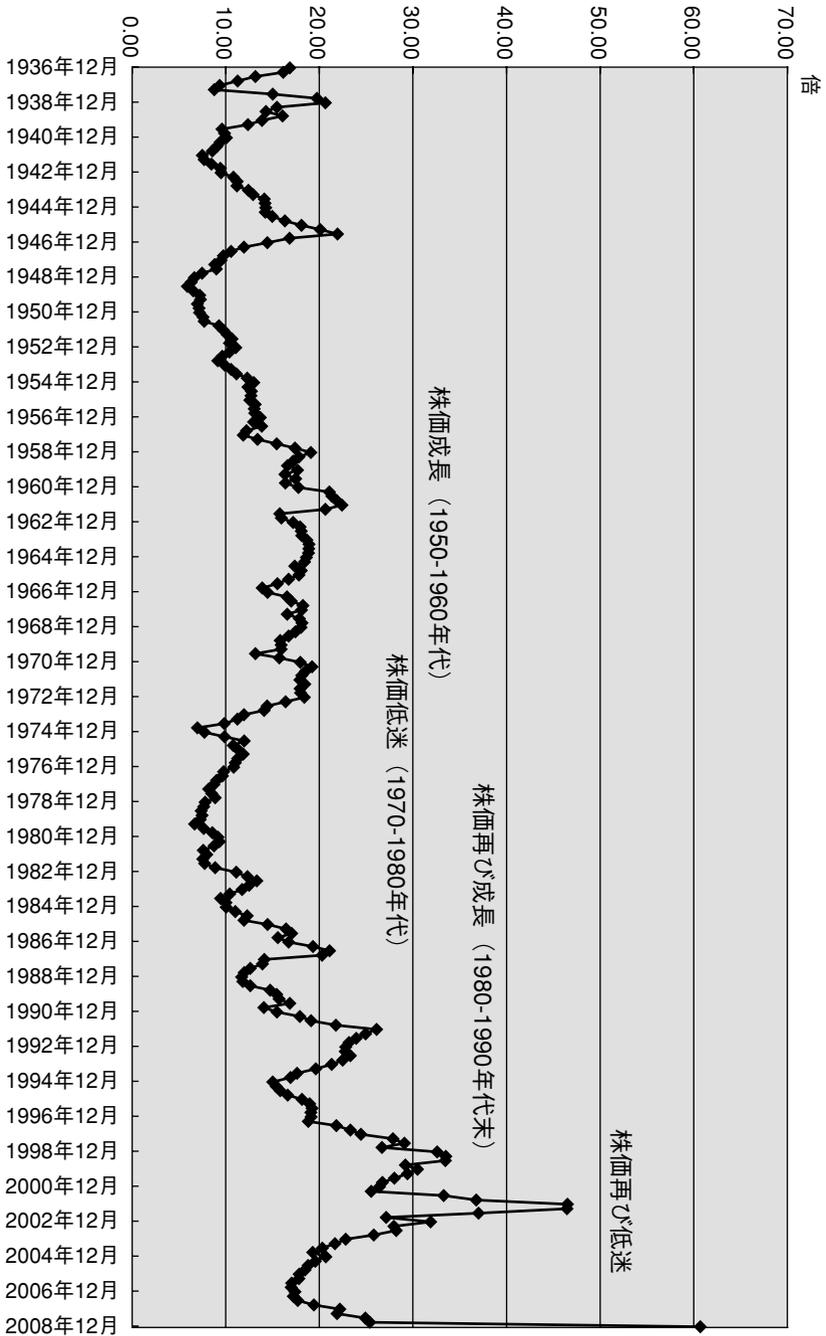
当然ながら配当利回りは上昇気味に推移する。しかし、金利は、インフレ期待に加えて金融引締め政策の面からも上昇傾向を示し、利回り格差はむしろ拡大している。この傾向にピリオドを打つのが、「ボルカーショック」である。当時のFRB議長ポール・ボルカーは金融政策の目標を劇的に転換させ、従来のような金利ではなく「貨幣供給量」をターゲットにおいたのである。そして、政策金利のFF（フェデラル・ファンド）レートを五%から二〇%にまで引き上げ、インフレを封じ込めたのである。

その後、インフレは収束し、これを反映して、金利も低下していくのである。

「グレート・モデレーション時代の株価成長」

八〇年代初頭から二〇〇〇年までの約二〇年間、株価は再び成長し、配当利回りも低下していく。この時代は、

図5 SP500の株価収益率 (PER) の推移



アメリカだけではなく主要先進諸国においても物価上昇率が低下し（デイスインフレ）、GDP成長率の変動幅も小さくなった時期である。これを人々は「経済の超安定期（グレート・モデレーションの時代）」と呼んだ。

しかし、この時期のアメリカの株価成長は六〇年代とは次の点で異なっている。第一に、金利が低下傾向を示している。六〇年代は成長資金への需要が強くなり金利は強含みであった。第二に、六〇年代はマイルドインフレーションが進行し、企業の名目利益成長率はその分だけ高くなるが、逆に八〇年代、九〇年代はインフレ率が低下しているのである。第三に全体として企業利益の中身が「金融業」に著しく偏っている。金融業の利益は、八〇年代初頭は一〇%程度であったが、二〇〇〇年に四〇%に上昇したと報じられている。³⁾ダウ三〇を構成するメーカーにおいても連結利益に占める金融関連業務（販売金融など）からの利益は高まっているであろうと推測できる。これと関連して第四に、全体として負債の積み上がりが非常に高くなっている。負債の対GDP比率は、八〇年代の一・五倍から二〇〇〇年代には四倍近くに上昇している。六〇年代の企業金融は「自己金融」が中心だったのである。

つまり、实体经济では供給超過気味で潜在成長率そのものが低く、一般物価は弱含みで資金需要も弱い反面、金融機関では、クレジットカードや消費者ローン、さらには住宅ローンを組成して利ザヤを稼ぎつつ、需要の先食いを容易にして経済成長率を下支えしていたのであろう。ローンの組成が証券化によって一層、容易になり、銀行のみならず証券業も潤ったことは言うまでもない。

その結果、金融業の利益は劇的に増えたのである。金融主導の時期であったからこそ、グリーンズパン議長の采配による金融政策は経済運営の上で極めて重要な役割を持たされたのだらう。このようにみれば、この時期の株価成長は「マネーゲーム」的色彩が強かったといえる。

5 利回り反革命は定着するか

リーマンショック後、配当利回りが金利を上回る「利回り反革命」の局面が現れたが、これが、定着するかどうかは、まだ断定できない。現在は、金融危機の直後にとられたFRBの大幅な信用緩和・量的緩和政策の継続中で、金利が過度に押し下げられている。いわゆる「出口戦略」が採られ、平時の金利水準に戻った時においても配当利回りがこれを上回ることが常態化すれば、それが「利回り反革命」状態の定着ということになる。

その状態とは、投資家が中長期の利益成長期待を株価評価の要素としなくなった状態を指す。こうした状況の下では、投資行動において中長期投資の比率は低下し、短期回転売買の比率が上昇するだろう。他方、企業財務の面では手元資金を設備投資よりも配当や自社株買いに使う割合が増える、つまり「総還元性向」が高まるはずである。

今年三月末現在、企業は大量の手元資金を抱えている。米企業は一五〇兆円、ユーロ圏では一八〇兆円、日本企業（金融・保険を除く）は一四四兆円、合計四七〇兆円であり、これは一年前と比べて一二%増えている⁽⁴⁾。一部は配当や自社株買いで流出しているが、いまのところ大量の資金は企業の手元で預貯金となって遊休し、銀行はこれを融資よりも債券市場に回し、その結果、低金利が続いている。

これを「債券バブル」と呼ぶ論者もいるが、その根底には、いずれこの資金は債券市場から流出して設備投資にまわり、利益成長の源泉になる、という考えが横たわっているのだろう。つまり、利回り反革命は一時的とみる見方である。

他方、このまま投資停滞が続き、やがてデフレに陥った場合には、デフレと投資停滞のデフレスパイラルがおき、利益成長が見込めず、配当利回りが低金利を上回る「利回り反革命」が定着する。

現在、アメリカ株式市場はその分岐点に立っているのではないだろうか。

注

(1) 川合一郎『株式価格形成の理論』日本評論社、一九六〇年（川合一郎著作集三卷、一九八一年、有斐閣所収）二編二部第七八表。川合も指摘しているように、利回り比較は、国債利回りよりも、同じ発行体である企業の債務、すなわち社債の利回りと比較すべきなのである。しかし国債利回りのデータが最も長い期間にわたって入手できるので本稿でも国債利回りと比較させて検討を行っている。

(2) 多くの零細株主にとっては議決権を行使しても意志決定には加われないため、事実上、「経営」から分離されているだけである。株式それ自体には議決権の形で経営権が備わっているのである。

(3) 『日本経済新聞』七月二二日付。

(4) 『日本経済新聞』八月一〇日付。

(にかみ きよし・客員研究員)