

株価対策をどう考えるか

紺谷典子

「頼むから余計なことは言わないでほしい」

――細川首相や藤井蔵相らの「政府として特別な株価対策は考えていない」という趣旨の発言が情報端末から流れるたびに、証券会社のトレーディングルームでは悲鳴にも似た声があちこちで聞かれた。・・・

これは昨年十一月、株価急落の際の日経金融新聞の記事である。近年、株価と政策の関係が以前よりも強まっている。政策の失敗が株価を不安定にすることが多くなった。株価だけではない、経済そのものを不安定にしている。この三月末に

も、日米決裂にあわてた政府が事態打開のためにうちだした対外経済改革要綱があまりにも具体性と意欲に欠けるものだったので、またもや円高圧力が生じ、株価を下げることになった。

経済政策が株価に大きな影響を与えることは誰でも知っている。しかし、株価と経済の関係についての理解はかならずしも十分とは思われない。理解が十分でないために対策が遅れたり、遅れるだけでなく必要な対策がとられないという状況が続いた。そこで、株価が経済に与える影響、あるいは景気対策としての株価対策の意義について考

えてみたい。

景気の状態からすると、いまさら「株価対策」について論じるのは「六日のあやめ」というものかもしれないが、株式市場と株価についての基本に関わる問題であり、あえて議論しておきたいと思う。

一、「株は上がった下がったり」

昨年十一月、それまでは二万円台を維持してきた株価がじりじりと下がり始めたが、明確な理由はなかった。経済への不安が強まっているにもかかわらず、対策がいつまでもとられないことについて市場の我慢が切れたということであつたろう。新政権がすぐに何かできるとは市場も思っていないが、対策があまりにも無頓着に先送りされすぎた。まったく急を要しない「政治改革」

を優先し、瀬戸際までできている経済を後回しにする理由はどうしても納得できない。しかも、本当に政治を改革できるならまだしも、実態は政権維持のための選挙制度いじりだったのだから、市場の不信が高まるのは当然である。

そうした状況で、株価急落についてのコメントを求められた首相は「そりゃあまあ、株は上がった下がったりするでしょうから」と応えた。このコメントは間違っていない。株はたしかに上がった下がったりするものだ。しかし、為政者としての責任感も熱意もなんら伝わってこない。友人の計報に「人はいつかは死ぬものだ」との感想しか持てない者がいたとしたら人はどう思うだろうか。このコメントをきいて株価はさらに大きく下げた。

株価のファンダメンタルズは通常、企業業績と金利である。企業の業績が良く成長見通しが高い

と株価は高くなる。また、金利が低くなれば株価は高くなる。金利が低ければ企業の資金コストは低くて済むし、「こんなに金利が低いならリスクがあっても株式の方が」「お金を借りて株式投資を」と考える人が増えて来るからである。

経済政策はいろいろな形で株価に影響を与える。たとえば、財政支出の増大は需要を拡大するから企業業績を良くする。金融政策は金利を変えろ。さて、「政策不信」はどのように株価に影響を与えるか。市場が政策当局を信頼できているときには、それだけ将来の見通しをつけやすい。どういう状態ではどういう政策がとられると経験的にもある程度予想できるからである。しかし、政策不信があると、市場はどう考えれば良いのかわからなくなる。それだけ将来の不透明性が高まり、リスクが大きくなる。常に最悪のシナリオを考えておかなくてはならなくなる。

したがって、必要な対策をとらないということは、経済にプラスの効果を与えないというだけではなく、リスクを大きくするという点で、マイナスの効果を与えるのである。無策の効果は「ゼロ」ではなく「マイナス」である。市場が「黙っていてくれ」と悲鳴をあげたというのは、これ以上マインスを大きくしてくれるなという意味である。

同じことは前にもあった。九一年から九二年の夏にかけて、公定歩合を引き下げると株価が下がるという、経験的にも理屈の上からいっても理解しがたいことが起きた。もちろんこの間、企業業績が悪化し続けたのだから株価が下がり続けること自体はおかしなこととは言えないかも知れない。しかし、公定歩合を引き下げた直後に株価が下がる、公定歩合引下げによって株価が下がるという関係が見えたことが問題なのである。

つまり、政策不信である。金利を引き下げるに

も引下げ方というものがある。あまりにもタイミングが遅すぎる。市場がしびれをきらしてそっぽを向いたところになって引き下げても、効果はない。むしろ、政策当局が経済実態を理解していない、本当に事態を改善する気があるのかどうか疑わしいと思わせてしまうのだ。タイミングの遅れだけが問題なのではない。日銀総裁の談話にも問題があった。せっかく金利を引き下げながらその効果を相殺するコメントが発表されたからである。これでは市場不信が高まるのも無理はない。

日銀は、金利は市場で決まるのだから公定歩合を引き下げてもアナウンス効果しかない、と言ってきた。しかし、そうであるとしたら、なおのこ

と政策スタンスをアナウンスするコメントには気を遣うべきである。ブラックマンデーの際、米国FRBのグリーンズパン議長は、「当局は必要ならまた金利を下げる用意がある。必要な流動性は

速やかに供給する」と述べ、だからこそ、たった〇・二五%の利下げで、混乱は静まったのである。

二、日米の政策当局の違い

景気も株価もどうにか危険水域を脱した。その証左と言えるのが、二月のあの「日米決裂」である。あの重大事にも、株価は大きな動揺を見せなかったからである。数カ月前の株価の不安定な時期にこれが起きていれば、事態はもっと深刻になっていたかも知れない。(もっとも、私個人の意見をいえば、株価は日米決裂を過小評価したと思う。この決裂の日本に与えるマイナスは長期的にはずいぶん大きいものになるのではないか)。

株価の動揺を抑えたのは、経済に底割れの危険がほとんどなくなり、収束の兆しが見えてきたからである。つまり、株価と実体経済の悪循環の底

が見えてきたと言ってもよい。昨年十一月の危機を乗りこえた頃から市場では「同じ」わからない。でも、これまでは「どこまで悪くなるかわからない」であつたが、今は「いつ良くなるかわからない」に変わった」と言われるようになった。

いまにして思えば、「株は上がった下がつた」の失言で、首相が作ってくれた一万六〇七八円が、最後の買い場であつたのかもしれない。しかし、無策で良かったということではない。放っておいても、時間がたてば風邪は治る。しかし、こじらせてしまった風邪は、体力を弱め回復にも時間がかかるし、場合によっては後遺症を残すかもしれない。この首相発言やなどかの日銀総裁の会見内容をグリーンスパンの発言と比べてみれば、日米の政策担当者の、株式市場の位置づけや株価の経済に与える影響についての認識の差が明かである。この認識の差はどこから生じているの

だろうか。

米国は自由な市場メカニズムの国である。市場メカニズムへの信頼が高い。一方、日本は市場メカニズムの働かない国と言われ、市場機能に対する信頼は低い。しかし、不思議なことに、株式市場の株価暴落の局面で、即座に必要な市場対策をとるのが米国であり、「市場メカニズムにまかせよ」というもっともらしい意見が主流をしめ、手を拱いているのが日本である。市場メカニズムを尊重するということ、市場の限界を知り、それを補佐するということはいさかも矛盾しない。相手の欠点を知りながらトータルで評価することが人をよく理解することであるように、市場メカニズムについても、その限界をよくわきまえる者こそ、利点を上手に使いこなせるということであろう。

もうひとつ、米国では株式市場がはやくから発

達し、それだけ株式市場の重要性、経済に与える影響の重大さは熟知されている。日本では株式市場は、いまなお「みそっかす」である。

日本では長い間、株式市場は資金調達の面でも運用の面でも重要な役割を果たし得なかった。エクイティファイナンスが企業の重要な資金調達手段になってからも、株式市場についての認識は一向に変わっていない。株式市場は、一部のクロウトの投機場である、そこで何が起ころうと健全な経済には無関係という認識は基本的には改められていない。

加えて、被虐的で被害者意識の強いわが国では、「まだ豊かでない日本」というキャッチフレーズが好まれる。しかし、このキャッチフレーズはミスリードだ。ある意味で、日本はとうに豊かになっているのに、その事実を認めようとしらない。日本が世界一の債権国であることはよく知られて

いる。ということは、日本が資産大国でもあることを示している。八〇年代後半、日本の土地と株式の値上がり益はGNPに匹敵、ないしはそれを超える大きさであった。国民が一年間働いて生産したものと資産の値上がり益が同程度という、かつて経験しなかった局面に経済は入っていたのだ。資産価値の増加がGNPよりもはるかに小さい時代には、資産効果（資産の増加が消費や投資に与える効果）はほとんど無視して良かった。しかし、いまは違う。資産価値の変動が経済に大きな影響を及ぼすほど資産市場が拡大している。資産市場が拡大した経済で、資産効果を無視した経済運営を行ったのだから、問題が生じない方がおかしい。

地価と株価の上昇が消費や投資が拡大したという事実はよく認識されているにも関わらず、その暴落が消費や投資に与える影響についてはあまり

にも無頓着であった。バブルが消費や投資を拡大したなら、その破裂がそれらを大きく縮小することとは当然予想されるべきことだ。「ストック経済」と言われていたものを「バブル経済」と言い換えたとともに、資産市場の機能と影響が、当局の政策判断からすっぽり抜け落ちてしまったのではない。バブルという表現が、資産市場をなんら実体を持たないもの、「健全な実体経済」とは無関係なものと思い込ませることになったのである。

バブルは実体のない泡なのだからつぶしても一向にかまわない、一刻も早くバブルをつぶして「正常化」せよという識者の議論が、資産デフレの国民経済に与えるマイナスの効果を見損なわせた。当局は時には、対策をとらない言い逃れに識者の意見を利用し、対策をとる場合にも世論との対決を恐れ、外には分かりにくい不透明な、かえって問題の多い手段をとった。

そのひとつが「P K O」（株価維持政策）にもあらわれた。

三、「P K O」反対論のまやかし

P K O に対する世の反発は強かった。P K O を行っている当局自身がその存在を決して認めようとしない、ほど強かったのである。P K O に対する反論は概ねつぎのようなものであった。いわく「バブルの責任者を助けるな」「株価は実体経済の鏡である、実体経済への対策こそ本道」「市場メカニズムを壊すな」「株価は市場にまかせよ、市場に介入してはならない」「公的資金を危険な株式に投資すべきでない」等々。

「バブルの責任者を助けるな」という反論はもともと根強く広いものである。だが、バブルの責任者は必ずしも明確ではない。金融・証券・不動

産などの業種がバブルで大きな利益をあげたことは事実だが、バブルの原因が彼らにあったかという点も必ずしもそうではない。株式について言えば、株を発行し売買した企業にも責任はあるし、買った投資家にも責任はある。それ以上に長すぎた超低金利、そのため生じた金余りの責任が大きかろう。さりながら、金融当局だけの責任とも言いきれない。いくらかの見込み違いがあったとは言え、米国の低金利要請を斥け日米協調をこわすほどの勇気と立場が日本になかったという事情も考慮しなくてはならないからである。

むしろ考慮すべきは、多少の差こそあれバブルによって日本全体が潤ったという事実である。多くの人は株式投資と無縁であっても生命保険には入っているだろう。保険会社が株価の値上がりで利益をあげれば、保険料が低くなるという利益が保険契約者にはあったはずである。株価と地価の

値上がり益で消費と投資が拡大したことによって、多くの産業とそこで働く人の所得が増加した。バブルをつぶすことはその逆が生じるということである。ダイエットだって急激に行えば体を壊す。経済だって同じである。バブルをつぶす必要があるとしても、経済が無理なく対応できるスピードと形というものがある。

いまさら資産デフレの経済に与える甚大な影響について語る必要はないと思われるが、資産デフレ対策をとり難くさせていたのは、「経営責任」と「市場対策」を混同する議論が多かったためである。バブルになんらかの責任追求が必要であるとしても、国民経済を傷ませている市場対策はそれとは峻別されなくてはならない。PKO反対論者は「経営責任を曖昧にするな」と主張すれば良かったのである。

「株価は実体経済の鏡である」「実体経済への対

策こそ必要」という議論も経済の現実が分かっている議論である。株価は実体経済の鏡である。

それは正しい。しかし、実体経済もまた株価を映して動くものである。株価の上昇が消費と投資を増大した事実を見ても、株価は実体経済に実質的な影響を与えていることがわかる。株価と実体経済は相互に関連し影響しあっている。株価と実体経済の悪循環が懸念された九二年の夏のような事態において、その悪循環に歯止めをかけようとするのは当然のことである。歯止めをかける必要があるかどうか。歯止めをかけるにあたって、どこにどのように歯止めをかけるのがもっともコストが低く効果が速く大きく効くかの議論をこそすべきだったのだ。その場合、株式市場を対策の「聖域」にする理由は何もない。

モノとサービスの実体経済と資産市場は、いわば経済という車の両輪である。資産市場にブレー

キをかけたまま、実体経済にアクセルをふかしても車は前に進まない。このたびの不況は、資産市場での取引の衰退によって資産市場で回転するお金が減ったことが、実体経済の回転をも落とした結果である。資産市場と実体経済は別々の独立の市場ではないし、別のお金がまわっているわけではない。同じお金が両者をめぐっているのである。実体経済への対策だけで十分であるという議論は、この点を見落としている。

「株式市場の市場メカニズムに介入するな」という議論も、論理矛盾を犯している。公的資金を株式市場につき込むことによってファンダメンタルズを超えた株価を形成するのはけしからんというのだが、市場メカニズムが働いているなら、ファンダメンタルズを超えた株価を維持することなどできない。ファンダメンタルズから株価が離れると、ファンダメンタルズに戻そうとする力の働

くのが、市場メカニズムというものだからである。公的資金をつぎ込めば、需給関係が変わるから一時的に株価は上がる。しかし、ファンダメンタルズに変化があったわけではないから、割高と見た投資家が売りにでる。株価はすぐにファンダメンタルズのレベルに戻るのである。それは為替市場でいくら日銀が介入しても、市場の勢いに逆らえないという事実を見ても明かである（なぜ為替市場への介入なら是認され株式市場への介入は認められないのか。為替と株は違うという意見はよく聞くが、どこがどう違うのか納得的な説明は聞いたことがない）。そうしたメカニズムが働かない市場ならはじめてから市場メカニズムなど機能していないのだ。

株式市場には市場メカニズムが働いているのだからP K Oなどやっても無駄だ、という反対論ならまだわかる。しかし、市場メカニズムを壊すな

という反対は論理的に理解できない。株価釣り上げなど不可能にするのが市場メカニズムだからである。

そもそも、なんらかの意味で市場への介入でない経済対策などあるだろうか。市場メカニズムに任せておけない状況だからこそ対策の必要があるのではないか。市場メカニズムは決して完ぺきではない。時に失敗するのである。介入がいつも成功するとは限らないが、それを理由にするならすべての経済対策が疑問視されねばならない。株式市場対策だけが否定される理由にはならない。公共投資だって有効需要の創出という意味で、实体经济への市場介入である。

「安全第一に運用されるべき公的資金を危険な株式投資に振り向けるべきでない」という議論もおかしい。安全性は期間によっても異なるからである。短期の投資なら確かに株式の投資リスクは

大きい。だが、長期に保有するなら、一般に考えられているほどリスクは大きくない。十分に長期の投資なら、相場変動・景気変動の波がすっかり一巡するので、平均的な利回りを安定して実現することが可能だからである。とくに、公的資金のように巨額の資金なら、十分な分散投資が可能であり、十分に分散投資して長期に保有するなら、株式はもっとも不運なケースでも、預金よりも債券よりも高い利回りを実現してきた。低金利の現在、厚生年金、簡易保険など公的資金の運用効率の悪さ、利まわりの低さが問題視されている。

公的資金の運用にあたっては、安全性だけでなく、長期資金であるという利点を十分に活用した効率運用こそがむしろ求められているのではない。六〇年代はじめGMの経営者が「経済成長の利益を国民がともに分かちあえる手段として年金運用に株式を組み入れるべき」と提唱して以来、

欧米では株式は年金の最適運用先になったという話を読んだことがあるが、日本の公的資金はこの故事に見習うべきではないか。株式投資は賭には違いないが、それは日本経済への賭なのである。

四、PKOはファンダメンタルズを改善する

PKOの意義は「政策不信」の解消という点にある。政策不信が株価を下げ、株価の下落が経済を悪化させるという現状では、政策不信の解消がきわめて重要である。政策不信は株価だけでなく、実体経済そのものにもマイナスの効果を与える。政策を信頼できず将来のリスクが大きいときには家計は消費を控え、企業は投資に臆病になるからである。実体経済と株価の悪循環は二重三重の多重構造になっている。「不安心理が高まる」と

一般に表現されているが、これは、「将来リスクの増大」と言い換えることができる。今度の不況はどう心理効果が大きい不況はないとも言われるが、だとしたら、政策不信を解く、心理不安を解消するのは、重要な経済課題である。

さて、株価対策は世の反発が強いだけに、それだけ政策当局の態度を鮮明にすることができると同時に、どこに経済対策が必要かを当局がちゃんと認識しているというシグナルにもなる。PKOは、世に言われているように、ファンダメンタルズを超えて無理やり株価を釣り上げようとするものではない（当局がそれと意識しているかどうかは別として）。前述のようにそんなことはしようと思ってもできないのだ。しかし、政策不信が将来リスクを大きくするという状況では、適切な政策の遂行は、将来リスクを小さくするとい

う意味でファンダメンタルズを改善する。PKOで株価が上昇したとすれば、それは市場メカニズムを無視した株価釣り上げなのではなく、政策不信の解消、将来リスクの縮小というファンダメンタルズの改善がもたらしたものである。

ファンダメンタルズの改善としては金融不安の解消も大きい。日本の銀行の不良債権は公表数字をはるかに超え五〇兆円とも言われるが、実は、株価上昇による銀行のバランスシートの改善はきわめて大きいのだ。たとえ不良債権が五〇兆円、六〇兆円あったとしても、担保で保証されている部分もあり、その全部が銀行の損失になるわけではない。一方、上場株式は、その四割以上が金融機関の保有であり、株価が一〇％上昇すれば、それだけで、一三兆円もの利益が金融機関に生じるのである。逆に下がれば、それが損失となり、金融不安はそれだけ大きくなる。

株価と実体経済はあらゆる局面で相互に関連しあっており、悪循環が多重構造であったように、株価の上昇の局面においても、株価上昇が実体経済を改善するルートはいくつも存在する。実体経済の改善が株価を上昇させ、株価の上昇が実体経済をさらに改善するという好循環が発生し得る。

実際、三〇〇兆円の市場で五兆円や六兆円の資金が、一時的にならともかく長期に株価水準を維持するには決して十分な金額とは思えない（P K O 反対論には、一体いくら必要と思うのか、何十兆円もの資金がどこにあるのかというものもあった）。十分でないにもかかわらず、株価が上昇したのは資金の導入自体ではなく、それに象徴される政策当局のスタンスを市場が評価したからである。P K O が実施されていたにもかかわらず、ふたたび政策不信の高まった昨年十一月に株価が下落した事実がそのことを示している。

世間ではほとんど議論されなかったが、P K O の本当の問題点は、公的資金による株の買上げではなく、別の所にあった。P K O とよばれるものに実は二種類ある。ひとつは公的資金であり、もうひとつは機関投資家の売り抑制である。公的資金による株式の買いは、公的資金の効率運用という面からもむしろ促進されるべきであり、一投資家として市場に参加するだけであるから、市場メカニズムにマイナスの影響は与えない。しかし、機関投資家への売り抑制は、投資家の売りに直接干渉するというきわめて強引なものである。これこそ市場メカニズムをこわすものである。売買に直接介入した結果、もし損失が生じたとしたら当局はその責めをどう負ってくれるのだろうか。

市場がパニックに陥り重大な結果が懸念されるような非常時には、あるいは認められるのかもしれないが、そうであるとしてもそれはきわめて短

期であるべきで、日本で行われているように中・長期的に当局が売買に干渉するということはするべきではない。なぜ、識者の方々は、このPKOをこそ問題にしないのだろうか。公的資金ほど頻繁ではなくとも、新聞を丹念に読んでいれば、この政策についてはなんとか触れられている。

売り抑制は、投資家への直接干渉だけではなく、間接的にも行われている。たとえば、低価法採用の延期や銀行の配当制限の緩和などである。

これらは、金融機関の益出しのための売りを抑制する目的で行われたが、これらは一種の会計操作であり、ディスクロージャの観点からもきわめて好ましくない措置である。株価対策の必要性とその方策についてもっと実質的な議論が行われていれば、あるいは実施されずに済んだかも知れない困った対策が、一般にはわかりにくい形で実行されることになった。表面的なきれいごとの株価対

策反対論が、実質的な議論を阻み、そのためかって不透明な対策を助長したとも言えよう。

不況はより効率的な経済構造を実現するために必要な耐乏期間、したがって景気対策など無用という「正論」もよく聞かすが、現実には、そうした「正論」が不透明な対策を助長するという困った傾向が見られる。専門家に教えてほしいのは精神論ではない。データに基づいた正確な現状の分析と、可能な対策と効果についてのメニューを示して貰うわけにはいかないのだろうか。

五、おわりに

日本の株式市場の制度整備が遅れていることは誰も否定すまい。証券業の役割認識や発行企業の責任、また、投資家の「自己責任」など市場参加者の意識改革が必要な面も多いだろう。

しかし、問題点が多いからといって、株式市場が現に果たしている役割を過小評価するようなことがあってはならないし、株価が経済に及ぼす影響を見誤ってはならない。株式市場に罰を与えようとする「正義」が、実は国民経済を大きく傷ませている現実に思いを致すべきである。

なぜ、こういう結果を招いたのか。市場関係者の責任はもちろん重いが、基本的には株式投資を健全な経済活動として受け入れる素地が日本になんが大きい。現実には株式市場の役割と影響がきわめて大きくなっているにもかかわらず、それが小さいときのままの意識が持ち越され、事件でも起きない限り株式市場に対する一般の関心は高くない（株価への関心は高くとも）。株式市場は単なる博打場で健全な経済活動の外にあるかのようになし、無意識のうちに一般の経済活動とは区別する見方が定着してしまっている。そのこと

が、株式市場の役割と影響を過小評価させ、その過小評価と無関心が市場の制度整備の遅れを招くという関係にあったように思われる。制度整備の遅れが不祥事の温床を残し、不祥事の発生がさらに株式市場のイメージを損なうという悪循環が生じている。さきごろの証券不祥事においても、制度整備の必要性を論じる声は一時的に高まったが、十分な原因究明も事実の解明もされないまま、いまだ根本的な改革には到っていない。株価と実体経済の深刻な悪循環はようやく打ち切られたが、株式市場の過小評価と制度整備の遅れの悪循環も早く打ち切りたいものである。

（当研究所主任研究員）