

カネ余り下の資産価格膨張…いつまで続くのか？

大槻 奈那

マネックス証券と名古屋商科大学に在籍しております大槻と申します。今日は、非常に貴重な機会をいただきまして誠にありがとうございます。

マネックスには、コインチェックを買収する直前から始めた仮想通貨研究所というものがありまして、私は現在、所長をやっております。今日は資産価格のことを中心に現場、特に個人投資家の動向などの話をしたいと思います。

今日のトピックですが、まずは「溢れる『チープマネー』の行方と個人の静かな熱狂」です。最近、何が高い、これが高いということで、日経

さんをはじめいろいろなところで特集されていますが、そういったことを少しおさらいしながら、具体的な事例などをお示ししたいと思います。

二つ目は、『価値が見えにくい資産』ほど上昇する市場の行方」です。株式市場であれば、去年一年間で二桁ちょっと上昇したぐらいですが、暗号資産は二倍、三倍と上昇しています。これには何が関係しているのか、こちらも直近の動き・事例などを中心にお話しできればと思います。

三つ目は「資産価格の巻き戻しのリスク」です。資産価格の巻き戻しのトリガーは何になるの

かということ、ユージュアル・サスペクツとしてはやはり金利や規制がありますが、今回も果たしてそうなのかということを考えていきたいと思っています。

最後に「中長期的な課題」です。ごく簡単に中長期的な展望についてお話しして、締めとしたいと思います。

一、溢れるチープマネーの行方と 静かな熱狂

NYダウ平均株価、日経平均株価とも、新型コロナの影響で去年の三月ごろにググツと下がり、そこからどこまで下がるのか相当心配されていますが、その先のストーリーは全く違っていました。

これは過去の主な「弱気相場」の長さです（図

表1）。幾つか調整はしていますが、一般的な定義を使い、その週からさかのぼって過去一年の最高値から二〇%以上価格が下落した週数をグラフにしています。二〇二〇年三月の弱気相場がいかに短かったかをお示ししたいと思って作成したものです。

ほとんどの皆さんがその理由を「カネ余り」だと思うでしょう。マネーの価値と、相対的に考えた場合の資産の価格を比べたときに、資産の価格が上昇している。ニュースフローもその話で溢れているので疑う余地はないかと思いますが、個人を含む様々な投資家が買いに入ったというのが二〇二〇年三月ショックの特徴です。

個人投資家の参入は何を意味するかというと、恐らく機関投資家と時間軸が違います。なぜ先をも知れぬ時点で個人が入ってこられるのかといったら、機関投資家のように毎週市場に対するアウ

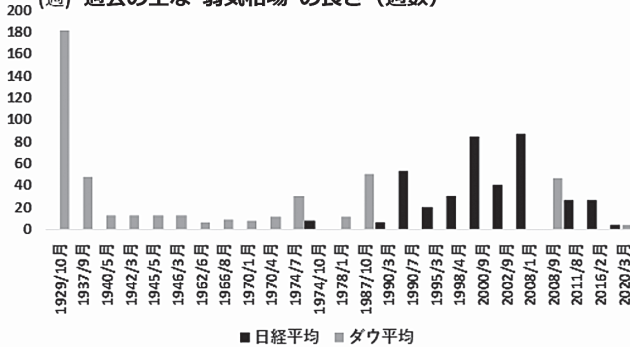
カネ余り下の資産価格膨張：いつまで続くのか？

図表 1

溢れる“チープ・マネー”の行方

結果として、市場の回復は異様に早かった

(週) 過去の主な“弱気相場”の長さ（週数）



(出所) ブルームバーグより筆者。*弱気相場は過去1年間の最高値から、20%以上株価が低下した時期。3週間以下の期間は除いた。途中若干の間隔を空けて再度下落した場合、下落相が続いているものとしてカウント。

トパフォーマンス、アンダーパフォーマンスをはかられることがないからです。長く見て「どこかでは回復するだろう」ということで個人が入ってきたことが、今回比較的早く弱気相場が終わった要因の一つかもしれないと思っています。

もう一つ、これも仮説ですが、過去に比べて、ノウハウといいますが、経験則が徐々に浸透してきたということもあるかもしれません。かつてであれば、「当面絶対に上がらないから売らなければ」という形で短期的に見ていたものが、経験則がたまってきたことによって、「どうせ政府の支援が入るだろう」「もっと金融緩和がされるだろう」というように先読みできるようになり、より遠い将来の収益を加味して現在のバリュエーションをはじけるようになっていたのではないかと。

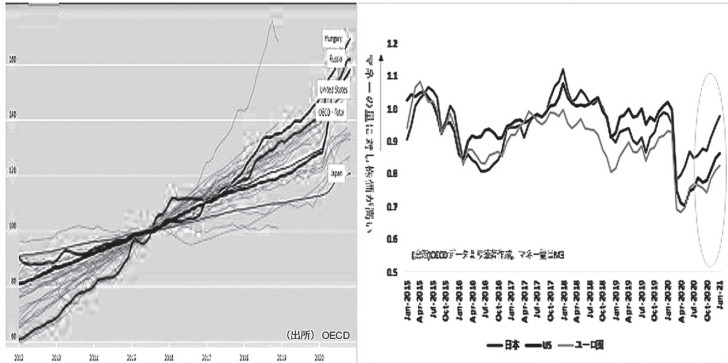
つまり、個人という時間軸にとらわれない投資家の増加と、経験則による将来の収益のディスカ

図表2

溢れる“チープ・マネー”の行方

株価上昇のピッチはマネーの増加を上回る

M3(広義のマネー)の推移 (2015=100) 株価水準÷M3 (2015=100とする指数を基に計算)



ウント率の低下、そしてマネーの増加、これらが相まって今回のような短期的な回復が起こったのかもしれないと考えております。

では、少しおさらいですが、マネーの増加と資産価値との関係を見てみたいと思います。

左のグラフは、OECD加盟国のM3（広義のマネー）の推移です（図表2）。前年同期比で約二〇％増加していますが、日本の増加率は少し低いです。そして右側には、株価水準÷M3（二〇一五年を一〇〇とする指数をもとに計算）、つまり、株価がマネー量に対してどれくらい行き過ぎているか、どれくらいのスピードで上昇しているかを示しています。

御覧のとおり、レバレッジ感としては過去にもっと高いところがありました、上昇ピッチとしては極めて速いです。マネーの増加で株価が上がったのはそのとおりですが、それ以外にも要因がある

からこそ、今回これだけのスピードで株価が上がっていることだと思えます。特に日本株は、上がりが弱いと言われますが、先ほど言ったようにマネーがそれほどふえていない、また、右側のグラフで言うところの分母問題があるにもかかわらず、結果としては結構力強く、ほかの国に比べても上昇しています。もちろん、その前が安かったという反論もあるとは思いますが。

ここから先は、今のカネ余りの状況をエンティティごとに分類して見てみたいと思います。

まず第一に、私も長年見ている銀行セクターです。

預金残高から貸出残高を引いたいわゆる余剰資金についてみると、日本、アメリカとも直近一年間で銀行預金が増し、二〇二〇年一二月のデータでは日米合計で余剰資金は八八〇兆円に上りますが、先ほど今年三月までを見てみたところ、さ

らに増加ビッチが上がり、アメリカは約六四〇兆円でしたので、日米合わせるとほぼ一〇〇〇兆円ということになります。

では、その余剰資金はどこへ行っているのか。

昨日、JPモルガン以下、米銀の一―三月の決算が発表になりましたが、明らかに利益を享受しています。株式と債券トレーディングの収益は過去最高で、日本のメガバンクの一年分のトレーディングインカムとほぼ同じぐらいの額を第一四半期で稼いでいるイメージです。もちろんそれ以外にも、貸出に回らない分を債券で貸し出す、M&Aの際にレバレッジをかけるなど、ビジネスの呼び水にしているということ、アメリカの金融機関は絶好調です。上昇率としては過去最大ではないでしょうか。

このように余剰資金がいろいろな形で市場性の部分に流れているわけですが、後で詳しくお話し

するアルケゴス問題も、余剰資金を何らかの形で使わなければならない、使いたいということに絡んでいる、そんな印象を持っています。

第二に企業です。

現預金が多いのはもちろんのこと、前年比増減率で見たときに非常に大きく上昇しているのは、日本では株式、アメリカでは短期金融投資資産です。かなり増加傾向にあると言えます。

第三にウルトラリッチ層、UHNWI (Ultra High Net Worth Individuals) によ。

三〇億円以上の純資産がある人たちのことを指しますが、この人数が非常に増加しています。これまで一般的に、富裕層はそんなに派手な運用はしないと言われていましたが、これだけカネ余りになると、「ちょっとぐらいいは暗号資産に行ってみようか」とか「ヘッジファンドのリスクの高めのところに行ってみようか」ということで、余剰

資金がリスク資産にじわじわ流れ出ているような印象を持っています。

ここでお話したいのがアルケゴス問題です。

先ほど、UHNWIは三〇億円以上の純資産がある人たちだと言いましたが、三〇億では、ファミリーオフィスをつくってさまざまな運用をお願いしても、コストばかりかかり元が取れません。得になるのは一〇〇億円以上のレベルで、現在世界には約七〇〇のファミリーオフィスがあるとされています。ウォルマートのウォルトン家など実業に近いオフィスが上位に並んでいます、七位にヘッジファンドが入っています。

同じくヘッジファンドのアルケゴスはもつと下で、運用資産は一兆円ちょっとですが、報道によると、アルケゴスとの取引によって金融機関が被った累積の損失額は、現時点で明らかになっているだけで約七二〇億円、もしかしたら一兆円

カネ余り下の資産価格膨張：いつまで続くのか？

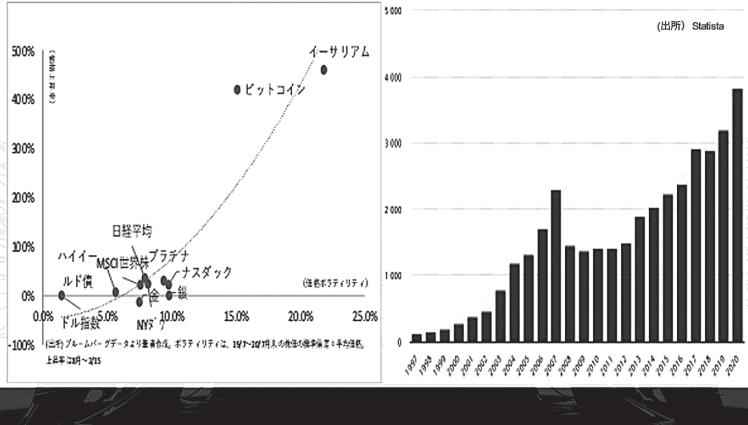
図表3

溢れる“チープ・マネー”の行方

高ボラティリティ資産とレバレッジ投資が人気化

2020/7月までの価格ボラティリティ
vs20/8月～2月16日の価格上昇率

ヘッジファンドの受託資産（10億ドル）



ぐらいになるのではないかと言われています。皆さんには釈迦に説法ですが、やはりレバレッジの怖さです。一兆円の元手で、金融機関に一兆円近い損失を与えてしまうわけです。

ヘッジファンドの受託資産はかなり増加しており、その額は約四〇〇兆円、集計の仕方によっては五〇〇兆円強と言われています。このようにヘッジファンドを通じてレバレッジをかける、これも一つのリスクのとり方ですが、もう一つ、ボラティリティをまともにとるということもあります。

左のグラフは、横軸が二〇二〇年七月まで一年間の各資産クラスの価格ボラティリティ、縦軸はそこから先の価格上昇率です（図表3）。同じ時期にすると、大きく上昇したイーサリアムやビットコインなどの暗号資産は、過去一年間非常にボラティリティがあるのを見て、リスクよりもリ

ターンが高いと楽観的になって投資した人たちが多いのではないかということをお伝えしたいと思います。ここではあえて時期をずらしています。やりわりとではありますが、「リスクが高いものに行ってしまえ」というような図式が見えると思います。

皆さんの中で、ビットコインなどの暗号資産に投資されている方がいらっしゃいましたら、小さく手を挙げていただくことはできますでしょうか。——いらっしゃらないですね。

世の中の動きはどうかというと、マネックスグループのコインチェックにも二年ぐらい前から、「セキュリティはどうなのか」「どこまで投資していいと思うか」といった問い合わせが海外からよく来ていましたが、最近はずっと広がってきています。

ハイネットワース（富裕層）以外の個人の静か

な熱狂ということで、例を交えてお話ししたいと思います。

モバイルアプリランキングは個人が気軽に取引しているかどうかの先行指標になるのではないかと思います、ウォッチしています。

四月五日時点のアメリカの無料アプリランキングでは、ワンタップで買えるロビンフッドが金融部門の七位です。韓国の金融部門のアプリランキングでは、一位と三位は暗号資産関係です。四月はまだこれでもおさまったほうで、一月、二月は、グーグルなどと肩を並べる形で、ロビンフッドが総合部門で三位になったり、SNSでいろいろと拡散していたレディットがトップ三に入ったりしていましたので、いかに熱狂していたか、よくわかるのではないかと思います。

ちなみに日本はというと、コインチェックが今ダウンロード数ナンバーワンと宣伝していますけ

れども、五〇位ぐらいです。それでも、年初の三〇〇位に比べたらかなり上がってきています。

個人の勢いは証券口座数にもあらわれていきます。去年一二月末時点での伸びは七・三%で、二六万口座ふえました。しかしこれは、広くあまねくではありません。社名は申し上げませんけれども、大半は某二社が占めています。弊社マネックスはというと、前年比四%、七万口座ふえていて、それでも大変喜んでいますが、一〇〇万単位で伸ばしているところがあるということです。

これが意味するところは何か。先ほど、個人が参加することでマーケットの構成がじわつと変わるかもしれないということを申し上げましたが、さらにブレークダウンして見ると、年齢別ではやはり五〇代が多いものの、二〇代、三〇代、そして女性もふえています。市場に対するインパクトという意味ではまだ小さいかもしれませんが、こ

ういう新しい人たちの行動によって何らかの変化の萌芽が見えるかどうか、そこは注目していいのではないかと思います。

これは、マネックスが既存の顧客に対して行ったアンケートの結果です（図表4）。証券顧客というリスク選好度が高めの人たちを対象にしていますので、バイアスはかなりありますが、それを踏まえた上でも見られるのは、個人の投資熱の高さです。いろいろなメディアで「实体经济と株式市場の乖離」ということがよく言われますが、「草の根的にあらわしているのがこのあたりのマインドだと思います。

左側は「一年前に比べて財布の紐を緩めているか？」です。まだみんなゼロより下ですが、下に行くほど引き締めている、上に行くほど緩めているということであります。少しずつよくなっているものの、消費マインドはまだ圧倒的に引き締

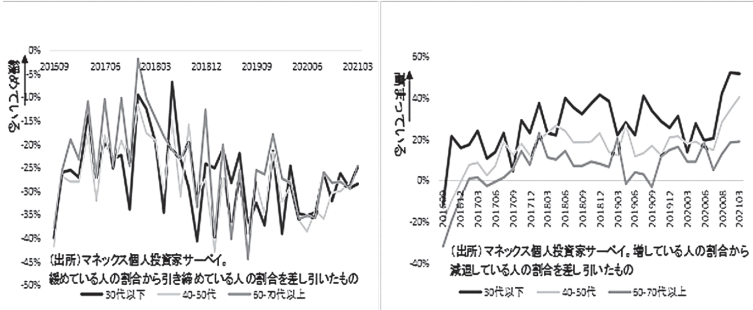
図表4

溢れる“チープ・マネー”の行方

特に若年層では、日々の出費は抑えつつも、もっと投資をしたいという人の割合が増加

1年前に比べて財布の紐を緩めているか？

投資意欲は高まっているか？



めモードです。

それに対して右側は「投資意欲は高まっているか？」です。特に高いのは三〇代以下の方々ですが、最近はそのにつられる形で四〇・五〇代も上がってきています。

ここにはお示ししていませんが、興味深いのは特別定額給付金一〇万円の使い道です。表向き一番多いのは「生活費に充てる」なのですが、一五％程度「投資に回す」という回答もありました。このあたりも含めて、生活実感と市場との乖離の要因になっているのではないかと考えています。

さらにもう一つ、「なぜ貯金するのか」という問いに対して、以前は「教育資金」とか「買ったものがあるから」という答えがよく見られましたが、今一番多いのは「将来に対する不安」です。年金が不安、医療費高騰が不安、日本の財政

が不安など、複数回答なので、どれが最大というのはなかなかうまく出ないのですが、いろいろな意味での将来不安が最も目立ちます。

要するに、何かふやせるかもしれないという思いから、今の消費を少し我慢して将来のために貯金するけれども、なかなか貯金もふえないから投資する、そんな姿が透けて見えるのではないかと思います。

二、価値が見えにくい資産ほど上昇する市場の行方

次のトピックは『価値が見えにくい資産』ほど上昇する市場の行方」です。

ここでは、IPO／SPAC、住宅価格、暗号資産の三つを取り上げていますが、実は今日、四つ目を外しました。何かというとESGです。も

ちろん、環境、社会、ガバナンスは心から大事だと思っと思っていますし、絶対やらなければいけません、それらの株価が今非常に上がってきているということについては、どこまで本当にその価値が見えているのかわからないということでも外しておきます。

まずはIPO／SPACです。

去年非常に話題になったとおり、IPOは件数も金額も増加しています。ただ、悲しいかな、二〇二一年一―三月、日本のIPOの件数は極めて少なくなっています。アメリカは四〇〇を超えています、日本はまだ二桁前半ということで、やはりアメリカの市場が選ばれています。

大きな要因となっているのは、バリュエーションの圧倒的な高さです。IPO企業における赤字企業の割合をみると、直近では約八割が赤字です。

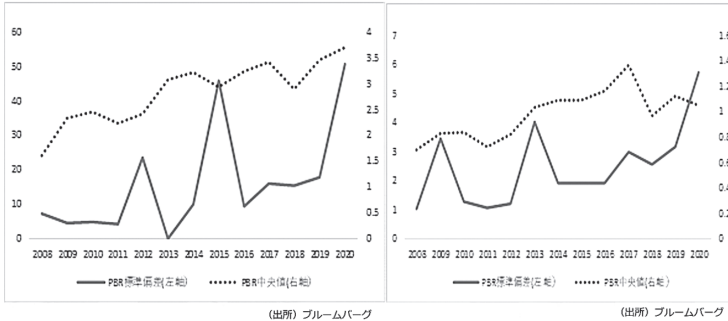
図表5

“価値が見えにくい資産”ほど上昇: ① IPO/SPAC

株式市場も、バリュエーション格差が拡大。
非上場株のベンチマーキングも難しくなっている

米S&P500銘柄のPBR：中央値と標準偏差
(単位：倍、2021/1/1時点)

東証指数銘柄のPBR：中央値と標準偏差
(単位：倍、2021/1/1時点)



(出所) ブルームバーグ

(出所) ブルームバーグ

なぜそこまで高値がつくのか。株式市場の側にもやむを得ない面があるということを示したのがこちらのグラフです(図表5)。

左は米S&P500銘柄のPBRです。中央値はじわじわ上がっていますが、標準偏差(最低から最高までの分散)は急激に上がっています。言ってみれば、いろいろなPBRがあるので、ベンチマーキングが難しくなっている状況です。

日本はもっと顕著です。PBRの差がかなり大きくなっているので、そもそもIPOのときの値付けのもとになるところも危なっかしいといえますか、アンカーにならなくなっているのかもしれない。

次にSPACです。最近、非常にニュースが多いSPAC上場ですが、二〇二〇年に調達額、件数は急増しましたが、今年は、二〇二一年四月七日までのわずか三カ月で、二〇二〇年フルイヤー

の調達額、件数ともに上回っています。

ただ、SPACの弱みといえますか危うさは、調達してから概ね二年以内に何らかの形で他社を買収するという事です。もともと買うところが決まっっていて上場するものも多いですが、現在まだ一五兆円以上の資金がM&Aを模索中です。したがって、期限が迫り、このままだとお金を返さなければいけないとなったら、日本の企業も含め、部門売却といった話がかなり活発になるのではないかと思います。

後でもお話ししたいと思いますが、昨日コインベースが上場しました。時価総額が一時八兆円を超えたということで、上がったたり下がったり、初日から派手な動きをしています。それに対して、ある方がある番組で「PSR（株価売上げ率）を見て、こんなに高いのはあり得ない」とおっしゃっていましたが、コインベースは一―三月に

かなり利益を出しています。別にコインベースを擁護するつもりはありませんが、高いかどうかといったら、今回のIPOも、先ほど御覧いただいた赤字なのに次々と上場しているIPOも、みんな価格が見えにくい。赤字の企業が上場していることを考えたら、「こっちは黒字なんだからまだいいじゃないか」、そんなことになっているのかもしれない。

次に住宅価格です。

誤解なきよう申し上げますと、オフィスについては、いろいろデータを見てみると確かに企業収益と相關します。そういう意味では、ここで言う「価格が見えにくい資産」とは、商業用不動産のことではなく、欲しいと思うと買ってしまう、感情に左右される住宅です。

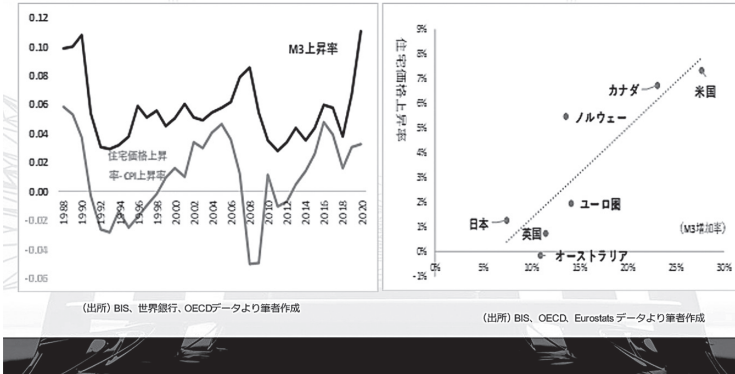
FRB議長をはじめ、アメリカでは前々から、住宅価格の上昇ペースは消費者物価指数と比べて

図表6

“価値が見えにくい資産”ほど上昇：② 住宅価格

先進国ではマネー量と正の相関がみられる

G7のマネー増加率vs住宅価格上昇率の上振れ<住宅価格の実質上昇率> 主要国のマネーサプライ増加率vs住宅価格上昇率（18/9月~20/6月）



も非常に高いと言われ続けていますが、いまだにこれは変わっていません。コロナ禍においても各国の住宅価格は上昇しており、トルコ、ニュージーランド、ルクセンブルクは二桁の上昇率です。日本は住宅価格が上がっているのではないかと人もいますが、それらに比べたら、下がっていない程度です。

では、住宅価格は何に左右されているのか。

まず左のグラフですが、上の線がM3上昇率、下の線がCPI上昇率を差し引いた住宅価格上昇率です（図表6）。名目でもそうなのですが、実質でもマネーときれいな相関が見られます。そして右のグラフは、主要国のM3増加率と住宅価格上昇率を見たものですが、やはり若干相関しているように見えます。つまり、マネーの量に影響を受けているように見られる、ということです。

貸出のほうで類似のことをしても、貸出が緩い

国ほど価格が上昇する傾向にあるようです。

アメリカでは住宅の高額化が加速しています。

住宅価格が高い郵便番号（エリア）のランキンングを見てみると、一番高いところでは中央値でも約九億円です。

日本にも注目の物件がありまして、史上最高額のマンションが去年のコロナ直前に売り出されました。場所は原宿で、一戸当たりの分譲額は六七億円です。パンフレットも四〇〇部程度しか刷っていないようで、一般には公開されていません。これくらいやはり住宅というのは別物なのかなという感じで見ています。

また、今ニューヨークが落ちて他の地域が上がつている、そんなトーンの特集が一部の報道でも見られますが、やはりニューヨークも上がっています。

これは住宅を既に持っている人にとってはいい

話ですが、心配なのは格差の拡大です。低所得の人でも借入が容易にできるのであれば、価格の上昇はある程度許容できると思いますが、そうではないということです。

銀行は信用スコアが一番高いところには積極的に貸していますが、六二〇以下の一番低いところはむしろ減少し、去年よりも貸さなくなっています。つまり、住宅の取得のしやすさに大きな格差が出てしまっているということです。同様の傾向が自動車ローンにも見られます。

日本も中古マンション価格が上昇しています。次に暗号資産です。

暗号資産は今、バブル的な感じもありますが、もしバブルの定義が「はじけて戻ってこない」だとすると、バブルではないのかもしれない。

取引がまともに行われるようになった二〇二二年から二〇二〇年までの価格推移をみると、二〇

一三年の第一の波、二〇一七年の第二の波、ともに一旦上昇してはじけたことでバブルと言われましたが、また数年で戻っていることを考えると、本当にバブルだったのか。となると、今回の第三の波も、はじけたとしても、寄せては返す波のようにならざる可能性は十分あると思います。

暗号資産は理論値が見えにくいと言われますが、ベンチマークとなる価格を強いて挙げるとすれば、過去のビットコインの半減期後の価格推移です。ビットコインは大体四年に一度のペースで半減期が予定されており、そのたびに発行される枚数が減っていきます。過去、半減期を三回経験していて、直近が去年の五月ですが、今のところは過去のトレンドと類似の形で上昇しています。今日は六万六〇〇〇ドルぐらいまで上がっています。

報道されている、さまざまな機関や有力投資家

の価格予想にはかなりばらつきがあり、一番強気な予想は、短期では今年度末三一・八万ドル、長期では五〇万ドルですが、先日話したアメリカのあるファンドのCEOは六〇万ドルと言っていました。

その理由としては、短期的には循環的な動きを挙げる人が多いですが、長期的には金の時価総額との対比を挙げる人が多いです。先ごろ暗号資産全体の時価総額が二〇〇兆円を突破しましたが、金の時価総額は約一二〇〇兆円ですので、そのあたりまで行くのではないかと考えているようです。

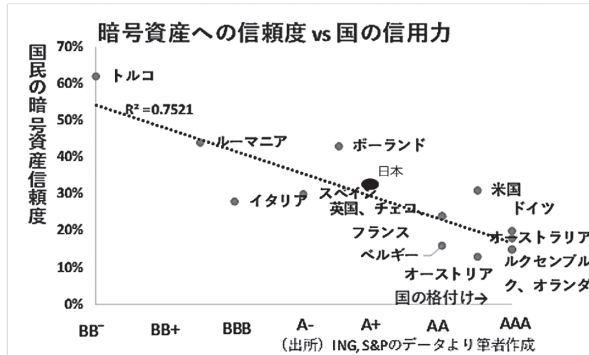
それともう一つ、先ほど来のカネ余りに絡む話が最近よく聞かれるようになっていきます。皆さんの御意見をぜひ伺ってみたいところですが、マネーの量がふえると、その分、価値が下がります。それに対してビットコインは上限が決まっ

カネ余り下の資産価格膨張：いつまで続くのか？

図表 7

“価値が見えにくい資産”ほど上昇：③ 暗号資産
法定通貨への信認ゆらぐ？

暗号資産許容率 vs 国の格付け：暗号資産への
信頼は、その国の信用力と反比例



おり、二一四〇年（一二〇年後）になると新しいものはもう発行されないことになっています。つまり、無限のものと有限のものとはおのずと価値が違うのではないかとという相対感です。

それを象徴的にあらわしているのがこの図です（図表7）。横軸は国の格付（信用力）、縦軸はその国の国民の暗号資産信頼度（INGが行ったアンケートで「暗号資産を信じる・サポートする」と答えた人の比率）です。

御覧のとおり、トルコやブルマニアなど、国の信用力が低く、どちらかというと自国の通貨のボラティリティが高いところ、インフレが気になるところほど暗号資産への信頼度が高いです。実際、トルコはもともと暗号資産を保有している人の比率が高いですし、トルコリラはビットコインへの流入通貨のメジャーなものの一つです。

日本をこのチャートに映し出してみると、やは

り似たような傾向にあることがわかります。国の格付はA+で、国民の暗号資産信頼度は約三〇%です。

ここだけは触れておきたいのですが、暗号資産にまた新しい商品が出てきました。NFT (Non-Fungible Token 代替不可能トークン) と言われるもので、「ほかにはないトークン」という意味です。

最近ニュースにも出始めていますが、話題になったのはその価格です。一カ月ほど前、クリスティーズのオークションで、NFTを使ったデジタルアート作品が約七六億円で落札されました。今生きているアーティストの中でナンバー三の落札額ということで、まさにエポックメイキングな出来事だったわけですが、正直よくわかりません。

しかし、もっとわからないものがあります。そ

れはツイッターの創業者であるジャック・ドーシーCEOの初ツイートですが、これが約三・一億円で落札されました。スクリーンショットを見ればいいじゃないかと思ってしまうですが、この初ツイートにはちゃんと暗号がかかっている、「あなたしか持っていない」ということの証明がついてくるので、それがよくて買った人があるということです。まさに「価値が見えにくい資産」ほど上昇しているということをよくあらわしています。

三、資産価格巻き戻しのリスク

次のトピックは「資産価格の巻き戻しのリスク」です。

一つ目は金利上昇です。単純に金利と株価の関係を見た場合、金利上昇で株価が下がるというの

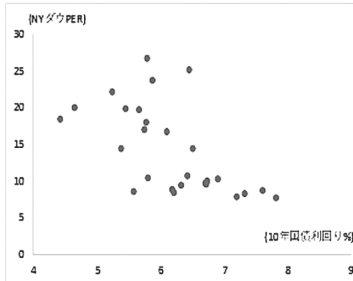
カネ余り下の資産価格膨張：いつまで続くのか？

図表 8

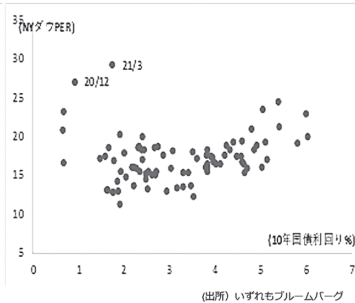
巻き戻しのリスク要因その1：金利上昇

但し、金利と株価の逆相関は2000年以前の方が強い

米金利vs米株PER (1993~1999)



米金利vs米株PER (2000年～)



(出所) いずれもブルームバーグ

はそのとおりで、ネガティブなコリレーションがあります。

しかし、時期を分けて見ると少し違います。しかも、今言った株価というのは名目で、物価自体も上昇していますので、金利によってどれくらい期待感が左右され、株価が高つくか、安つくかを見てみると、特にPER、株価の期待形成に金利上昇がマイナスの影響を与えていたのは、二〇〇〇年以前の話です。

それをあらわしているのがこの二つのグラフです（図表8）。横軸が国債利回り、縦軸がNYダウPERですが、もしも金利上昇が株価の期待形成にマイナスの影響を与えたとしたら、左のような形になります。しかし、二〇〇〇年以降は違っています。

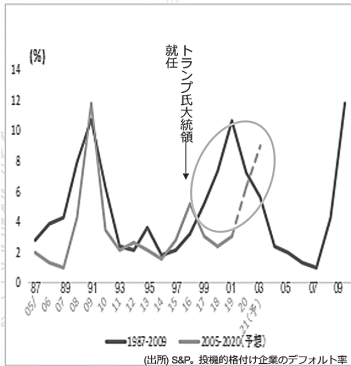
ただ、ここに二つ目を書いています、これはアウトライヤーです。今は、金利にかかわらず

図表9

巻き戻しのリスク要因その2：デフォルト率

市場は落ち着いているが、米国ではデフォルト率は一旦上昇必至。

米企業デフォルト率推移



北米ハイイールドCDS推移



株価は相当高めになっているので、そのきっかけとして金利が使われるのかもしれませんが。

二つ目はデフォルト率です。

右のグラフのとおり、ハイイールド債のクレジット・デフォルト・スワップも今は落ち着いています（図表9）。そう考えると、きっかけにはならなそうな気もするのですが、左のグラフの点線は、格付会社のS & Pが示した米企業の今年年央のデフォルト率予想で、その後また下がっていくと言っていますので、まだよくわかりません。

余談ですが、このアメリカのデフォルト率のグラフ、実はなかなか面白い深いと思っています。

一九八七年からリーマンショックが起こった翌年の二〇〇九年までをまず線でプロットし、比較的デフォルト率が低かった二〇〇五年以降を線にして重ねてみると、かなり美しく重なります。よく言われる一〇年ごとのデフォルト率上昇だけでな

く、その間の微妙な上昇と、それを抑えるところのニュアンスまで一致しています。ところが、トランプ政権になってこれが崩れました。減税を含む景気浮揚策が、自然体なら上昇する可能性が高かったデフォルト率を抑えたのかもしれませんが。

そういったものもそろそろ含めて、いわゆるゾンビ企業のような脆弱なところも今残ってしまっているわけです。それがコロナ禍による企業支援の後に一気に出てこないかどうか、これもリスク要因として一つ気になっているところです。

不良債権の話はよく御存じだと思いますが、日本の場合、不良債権というよりその予備軍が非常に増加していますので、この点は要注意です。

三つ目は、市場が一方に向かい始めたということです。

現値株価とアナリスト予想（約一年後の株価の予想）を比べてみると、当然といえば当然です

が、アナリストは現値を見ながら決めるあまり、今の株価上昇の勢いにつられる形で非常に強気になっています。したがって、何かちょっとショックが起こったとき、サプライズになりやすいのではないかと、これを少し心配しています。

四つ目は、金融規制・リスク管理再強化の流れです。

先ほど申し上げたアルケゴス事件がきっかけになって例えばレバレッジが縮小する、これも一つのリスク要因ではないかと思っています。

そうなったときの影響ということで、個人について少しお話ししたいと思います。

マネックス証券では「マネックス投資力診断」というものを提供していますが、個人の株式ポートフォリオの損益（四月二日までの過去二年間の合計）を見ると、これだけの上げ相場にもかかわらず、半分近い人たちがマイナスの収益率で、ま

だプラスに浮上していませんが、最近新しく入ってきた人たちは、上げ相場にうまく乗ってプラスの収益率になっていると思います。

ただ、もし何かあった場合、逆資産効果で消費が落ち込んでしまうという話もしたいのですが、それ以上に危惧していることがあります。

ビットコイン（二〇一七年）、日経平均株価（一九八九年）、そして株のはしりの南海会社（一七二〇年）がいわゆるバブル的な動きをしたときの価格を見ると、どれも共通しているのは、パッと上がってじわじわ下がる。つまりこれは、逃げ遅れのリスクがあるということです。特に個人の方はその傾向が強く、少し下がっても売ることができません。待っていたら少し上がってきたので大丈夫かなと思ったら、また下がって結局大損してしまふ。そういう経験がトラウマになって資本市場を離れていく人がふえるのではないかと非常

に不安に思っています。

行動経済学では、売れない心理、いわゆる「損失回避バイアス」を数値化したものがあります。

個人の方は、ポートフォリオにマイナス四〇〇%ぐらいのちよつと含み損があるときが一番売れない。皆さん、どうでしょうか。私は経験的にすごくよくわかるのですが、でも、そうこうしているうちに大損してしまつてトラウマになる、このあたりを大いに危惧しているところです。

四、中長期的な課題

最後に今までの話を簡単にまとめると、まず、価値のアンカーが見えにくい資産ほど上昇してきた。そして、アルケゴスであれだけ巨額のロスが出ても、市場のモメンタムは強く、すぐに火を噴く印象はない。とはいえ、これだけ大きく上昇し

てくると、多かれ少なかれどこかで調整は起こる、こういうことになるかと思えます。

そこで気になるのが個人です。特にこの一年、勢いのある会社を中心に口座数を大きく伸ばし、いろいろな方に市場に入ってきていただきました。結果として、ここまでのところ、それが市場の回復にうまく結びついていると思いますが、最後に申し上げたとおり、個人が痛手を被りやすい可能性を考えると、最大のリスクは、市場の新規参入者のトラウマではないかと思えます。

少し暗い終わり方になってしまいましたが、私の話は以上です。御清聴、どうもありがとうございます。（拍手）

○増井理事長 最近の資産価格の動向について具体的な例を挙げて解説してください、ありがとうございます。

せっかくの機会です。御質問等ございますでしょうか。——それでは、私のほうから一つ。今日はあえて外したとおっしゃったSDGsの話です。私も少し気になる部分があるのですが、簡単にコメントいただけますか。

○大槻 行為自体はやるべきだと思っています。ただ、SDGs関連の投信のインデックスの上昇とそれ以外の総合指数の上昇を比べると、去年の春ごろから大分差がつき始め、SDGs関連のほうが極端に上昇しています。

では、何を頼りにしているのかというと、やはり需給です。ただ、何がバリュエーションとして正しいのか、ESGのどこをどう見て判断しているのが明確でないにもかかわらず、SDGsのラベルが貼つてあるとそれだけで買われる。この違和感といいますか、もう少し基準をはっきりさせることが必要ではないかと思っております。

○増井理事長 ほかに御質問ございますでしょうか。——それでは、このあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。今日は、大変新しいお話をありがとうございました。拍手

（おおつき なな・マネックス証券専門役員
名古屋商科大学大学院教授）

（本稿は、令和三年四月一五日に開催した講演会での
要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

大 槻 奈 那 氏

略 歴

マネックス証券専門役員チーフ・アナリスト兼マネックス仮想通貨研究所所長。名古屋商科大学大学院教授。

東京大学卒、ロンドン・ビジネス・スクールにて MBA 取得。日系の銀行勤務ののち、外資系金融機関で企業分析に従事。2016年より現職。東京海上ホールディングス（株）社外監査役、（株）クレディセゾン社外取締役を兼務。財務省財政制度等審議会、内閣府規制改革推進会議、ロンドン証券取引所日本アドバイザー・グループメンバー等を勤める。