■コラム――■

2021年の証券市場を振り返る

日本経済新聞社 編集委員 **前田　昌孝**

前田　昌孝（まえだ　まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、産業部、神戸支社、証券部、ワシントン支局勤務などを経て1997年証券部編集委員、2010年日本経済研究センターに出向、2013年4月から現職。

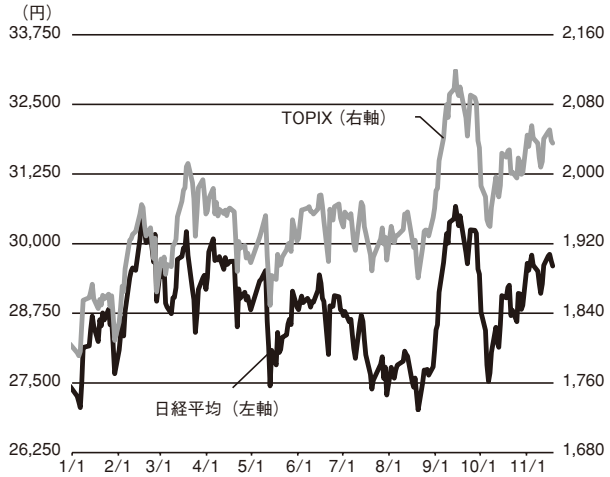
2021年の東京株式相場は日経平均株価が1990年8月以来31年ぶりの高値を更新する場面はあったものの、世界の株価上昇に乗り遅れ、日本経済の地盤沈下ぶりを改めて感じさせる展開だった。世界の株式市場の合計時価総額に占める東京市場のウエートは11月末にバブル崩壊後の最低の5.2%まで低下した。10月4日に発足した岸田文雄内閣が「成長と循環の好循環」や「新しい資本主義の実現」を唱えたが、11月末現在では具体策が見えず、株式相場の上値はなお重い。

〈TOPIX型の回復〉

2021年の株式相場は日経平均と東証株価指数（TOPIX）のどちらで語るかで異なる様相を見せた（図表1）。11月末までの状況を一言でいえば、日経平均は横ばい推移、TOPIXは右肩上がりだ。日経平均は2020年に16.0%上昇した勢いを引き継ぎ、2021年2月15日に3万円台を回復、翌2月16日には3万467円と、1990年8月1日以来30年6カ月ぶりの高値を付けた。

しかし、その後は新型コロナウイルスの感染症の拡大が重荷になり、日経平均は右肩下がりの展開となった。曲折の末に7月23日に東京オリンピックの開催を強行したが、その前後から医療体制の逼迫が隠せなくなり、内閣支持率も低下して株式相場の押し下げ要因

（図表１）2021年の日経平均株価とTOPIX



（注）日経平均とTOPIXの勢いの差がわかるように、右軸と左軸の倍率は適切な値にそろえてある
（出所）QUICK

になった。日経平均は８月20日に2020年末を1.6%下回る２万7,013円の年初来安値を付けた。

TOPIXは2020年の上昇率が日経平均を大幅に下回る4.8%にとどまったことの反動で、2021年に入っても相対的に優位な展開が続いた。日経平均が２月16日の高値を境に下落基調に入った後も上昇の勢いを保ち、３月19日に2020年末を11.5%上回る2,012.21を付けた。

その後は調整局面に入ったが、日経平均よりも３カ月早い５月13日（1,849.04）に安値を付けて底入れした。以後は弱含みで推移する日経平均を尻目に、底堅さを維持し、９月３日には2,015.45と３月19日の終値を上回って年初来高値を更新した。TOPIXは９月14日に2020年末を17.4%上回る2,118.87まで上昇した。

日経平均は値がさ株の動向に左右されやすく、TOPIXは時価総額の大きい銘柄の動向を反映しやすい。日経平均に最も影響が大きいファーストリテイリングの株価は、３月高値の11万500円から10月安値の６万9,230円へ下落した。２番目に影響が大きいソフトバンクグループも３月高値の１万695円から10月安値の5,888円へ44.9%下落する場面があった。

コロナ禍は企業経営に大きな影響を及ぼし、企業の時価総額ランキングも例年以上の変動を見せた。これもTOPIXの押し上げに結びついている（図表２）。コロナ前の2019年末と、新規感染者数が大幅に減った2021年11月19日現在の上位20銘柄の顔ぶれを比較すると、不動の首位を守ったトヨタ自動車を除いて、同じ順位を保った企業は１社もなかった。

このなかで、キーエンス、ソニーグループ、リクルートなどの「新顔」が時価総額を伸

（図表２）コロナ禍の「前後」で急速に変わる時価総額上位20銘柄

順位	2021年11月19日		2020年12月末		2019年12月末	
	銘柄コードと企業名	時価総額	銘柄コードと企業名	時価総額	銘柄コードと企業名	時価総額
1	7203 トヨタ	34.7917	7203 トヨタ	25.9637	7203 トヨタ	25.1708
2	6861 キーエンス	18.1530	9984 SBG	16.8397	9432 NTT	10.7545
3	6758 ソニーG	18.0899	6861 キーエンス	14.1060	9984 SBG	9.9392
4	6098 リクルート	12.8774	6758 ソニーG	12.9700	6758 ソニーG	9.4190
5	9432 NTT	12.4201	9432 NTT	10.3195	6861 キーエンス	9.3611
6	9984 SBG	11.8126	9983 ファストリ	9.8086	8306 三菱UFJ	8.1077
7	8035 東エレク	9.8760	4519 中外薬	9.2399	9433 KDDI	7.6620
8	8306 三菱UFJ	8.6544	7974 任天堂	8.6678	9434 SB	6.9868
9	4063 信越化	8.4312	6594 日電産	7.7398	6098 リクルート	6.9517
10	6594 日電産	8.0260	4568 第一三共	7.5191	9983 ファストリ	6.8948
11	9433 KDDI	7.8573	4063 信越化	7.5166	4502 武田	6.8288
12	9983 ファストリ	7.8251	6098 リクルート	7.3282	7974 任天堂	5.7895
13	9434 SB	7.6092	9433 KDDI	7.0646	4519 中外薬	5.6416
14	6367 ダイキン	7.3176	6367 ダイキン	6.7182	7267 ホンダ	5.6136
15	6902 デンソー	7.1159	2413 エムスリー	6.6129	8316 三井住友FG	5.5449
16	6501 日立	7.0575	6981 村田製	6.2986	4661 OLC	5.4117
17	7741 HOYA	7.0114	4661 OLC	6.1973	4568 第一三共	5.1247
18	4661 OLC	6.9938	8306 三菱UFJ	6.1947	4063 信越化	5.0250
19	4519 中外薬	6.9043	9434 SB	6.1898	2914 JT	4.8650
20	7974 任天堂	6.7454	8035 東エレク	6.0369	7182 ゆうちょ銀	4.7250

（注）単位兆円、企業名は証券略称で表記した
（出所）QUICK

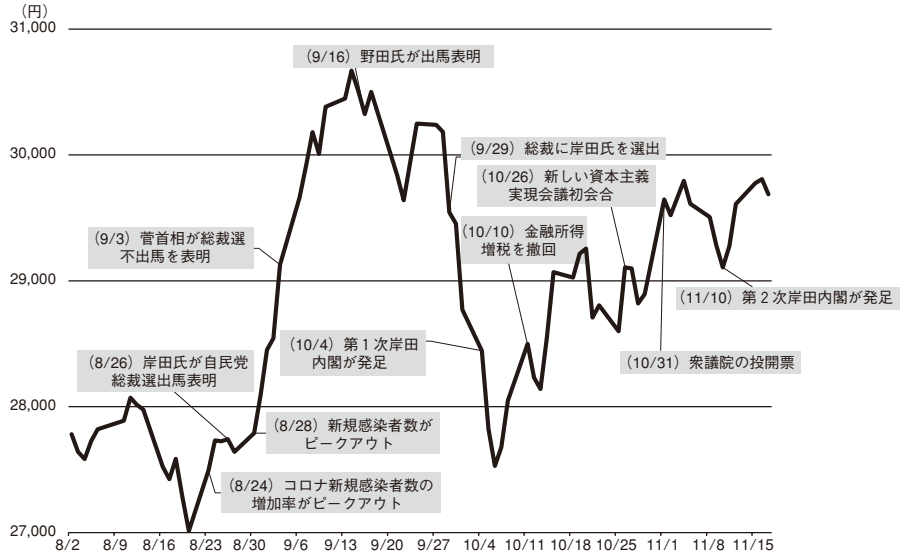
ばし、TOPIXの押し上げに貢献した。ランキングでの順位を上げた企業のなかには、半導体不足という時代背景がプラスに作用した銘柄もあるが、リクルートのように人材獲得合戦のなかで、巧みなサービスが収益拡大に結びついたところもある。

〈政権刷新への期待と警戒〉

2021年８月下旬からは日経平均とTOPIXの値動きにさほどの違いがあるわけではない。９月14日にかけては支持率が低下した菅義偉首相（当時）に代わる政権刷新への期待と、コロナ第５波のピークアウトを背景に、海外に比べて出遅れていた株式相場が大幅に上昇した。８月下旬以降の値動きをチャートに表すと、日本の先行きに対する投資家の期待感の変化が相場にそのまま映っている。

日経平均は８月20日に付けた年初来安値を境に上昇に転じたが、医療逼迫を招いた新型コロナウイルスの新規感染者数の増加が近くピークアウトしそうだとの見方が、「底値買

（図表３）2021年８～11月の出来事と日経平均



（出所）日経平均はQUICK

い」につながった。実際、８月24日には新規感染者数（７日移動平均）の増加率が縮小に転じ、定石通りに８月28日には新規感染者数（同）自体が減少に転じた。

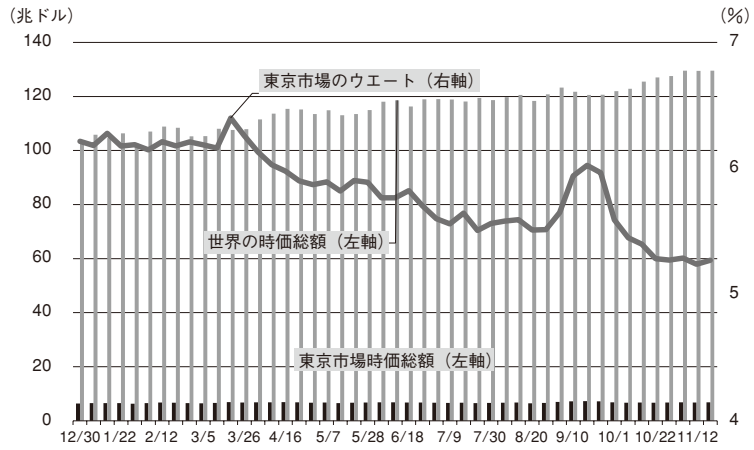
８月26日に現首相の岸田文雄氏が自民党総裁選への出馬を表明したことも、株式相場の急回復に結びついた。菅前首相は９月末の自民党総裁の任期を控え、無投票再選シナリオを描いていた。高市早苗氏の出馬への動きは８月上旬から報じられていたが、岸田氏が出馬表明するまでは、菅氏の無投票再選が濃厚と思われていた。

岸田氏の出馬表明で、コロナ対応のまずさから国民の支持を失っていた菅氏の再選路線には黄信号がともった。さまざまな菅氏の起死回生策もむなしく、９月３日には国民の不満の渦の中で菅氏が総裁選不出馬を表明した。政権刷新は確実となり、株式相場はさらに上昇、日経平均は９月８日に再び３万円台を回復した。

自民党総裁への就任は、首相の座を手に入れることだが、この時点で市場関係者が次の首相と目していたのは河野太郎氏だった。自民党総裁選は１回目の投票では国会議員票382票と地方票382票の合計764票で争う。国民に人気の高い河野氏が過半数の票を集め、決選投票抜きで勝利する可能性が高いと思われていた。

河野氏は９月10日に正式に出馬表明をした。河野氏が唱える構造改革への期待から、日経平均はさらに上昇し、９月14日には２月16日に付けた年初来高値３万467円を約７カ月

（図表４）低下が続く東京市場の時価総額ウエート



（出所）世界取引所連盟、MSCI

ぶりに更新し、３万670円の新高値まで買われた。

ところが、海外市場に大きく出遅れていた東京株式相場のキャッチアップの動きもここまでだった。相場の勢いに水を差したのが、野田聖子氏が推薦人20人を集め、総裁選出馬に向けて動いているという報道だった。河野氏の総裁就任を阻むために、何人かの議員があえて野田氏の推薦人になり、野田氏の出馬を支援したとの情報が出回った。

野田氏に総裁の目があるわけではないが、野田氏が出馬すると、１回目の投票では票が割れ、河野氏が過半数を確保するのが難しくなる。過半数を確保した候補が一人もいなければ、国会議員票382票と47の都道府県連票（各１票）の合計429票で争う決選投票が実施される。決選投票での河野氏の勝ち目は薄いとみられていた。

野田氏は９月16日に正式に出馬表明し、日経平均は３連休明けの９月21日に660円安の２万9,839円と急落した。この日の下げは中国の不動産大手、中国恒大集団（エバーグランデ）の経営危機が､同社の社債を保有している世界の金融機関に多額の損失をもたらし、金融システム不安を招くのではないかとの懸念が主因だといわれている。しかし、日本株の政権刷新ラリーを終わらせたのは確かだ。

日経平均は９月27日から10月６日にかけて９月29日、10月１日、10月５日と600円以上の下げを３回も交え、８営業日連続して下落した。10月６日の終値は２万7,528円。８月20日の２万7,013円から９月14日の３万670円へ１カ月足らずで3,657円上げたのに、その後の下げ幅は3,142円に達した。20日余りで上昇幅の85.9%も失うことになった。

〈「新しい資本主義」に右往左往〉

この急落の背景には米国の金利上昇懸念もくすぶっていたが、９月29日の自民党総裁選を制し、首相の椅子を確実にした岸田氏の政策への警戒感も足を引っ張った。岸田氏は経済政策の基本に「成長と分配の好循環」を掲げた。ただ、これまでの政策が貧富の格差拡大を招いていたとの認識から「新自由主義からの転換」を強く訴えていたため、市場関係者は経済成長を二の次にして分配に走るのではないかと懸念した。

政策転換の象徴として金融所得課税の強化を主張したことも、市場関係者を警戒させた。10月上旬の株式相場の下落は、「下期入りに伴う金融機関の持ち高調整にすぎない」との見方もあったが、市場関係者がホッと一息をついたのは、10月４日に首相に就任した岸田氏が、10月10日のテレビ番組で「金融所得課税の強化は最優先課題ではない」と、事実上の撤回をしてからだった。

その後も米国市場が連日のように過去最高値更新に沸くなかで、日経平均は３万円回復を手前に一進一退が続いた。岸田首相は「成長と分配の好循環」を実現するために、「新しい資本主義」への移行を唱え、これを政策的に肉付けするために、10月26日に「新しい資本主義実現会議」を発足させた。

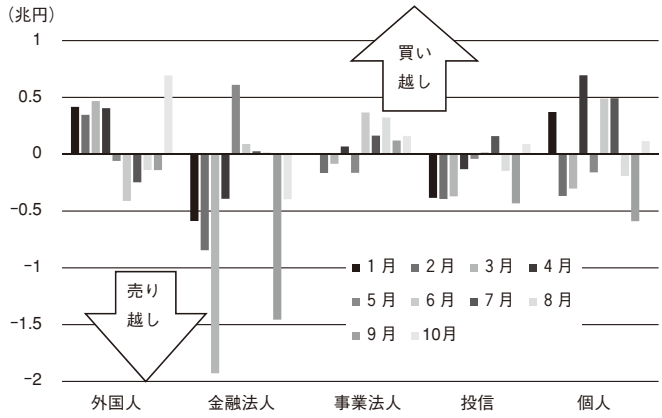
しかし、11月19日現在ではまだ政策の方向性を占えるような段階ではなく、世界の投資家は日本株を買うべきかどうか迷っているようだ。自民・公明の連立与党が実施に動いている政策として語られているのは、18歳以下で、親の年収が960万円未満の世帯の子どもを対象にした10万円相当の給付と、ガソリン価格上昇を抑制するための石油元売り各社への補助金ぐらいだ。

しかも、これらの政策は必ずしも国民の多くが歓迎しているわけではない。唐突感、公平性、必要性、財源の問題などさまざまな角度から多くの批判を招いている。政党の都合で打ち出しているような政策もあるが、お金をばらまくことでしか支持者との関係を築けないような政党政治はもう古いのではないかという声も出ている。

米国株などが連日のように最高値を更新するなかで、日経平均は３万円手前での一進一退が続いている（11月19日現在）。外国為替市場ではじわじわと円安が進み、11月17日には一時、１ドル＝114円97銭と心理的節目の115円に迫ったが、円安が企業収益の拡大につながる時代でもないため、株価の押し上げ要因にはなっていない。

政治の劣化を目の当たりにし、「新しい資本主義」などという言葉だけを踊らせても、日本の地盤沈下に歯止めが掛かるようなアイデアなど出てくるはずもない――年の瀬を前に、東京市場はこんな諦めに似た心理に覆われている。

（図表５）投資部門別売買動向



（注）左から１月から10月まで
（出所）東京証券取引所

〈公募株式投信は150兆円に迫る〉

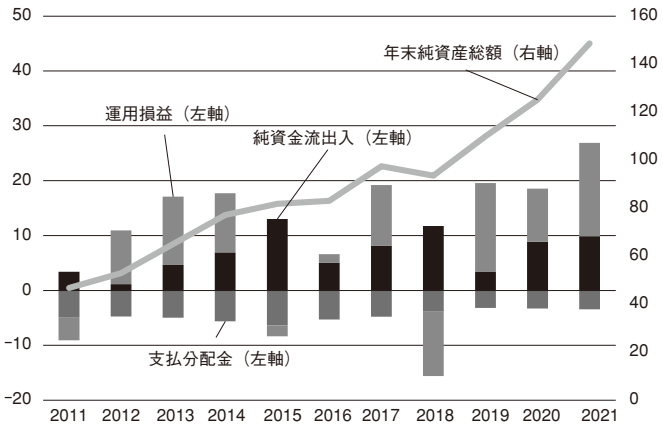
2021年１月から10月までの投資部門別売買動向を振り返ると、銀行や保険会社などの金融法人の売越額が合計で４兆8,625億円に達した（図表５）。月別でも本決算月の３月や中間決算月の９月の売り越しが目立ち、株式の持ち合い解消の目標に合わせて粛々と売り注文を出している様子がみてとれる。

売買代金では市場をリードする外国人投資家は１月から４月まで買い越しの後、５月から９月にかけて売り越しが続き、政権交代があった10月に再び買い越した。10月までの合計では１兆3,342億円の買い越し。事業法人は小幅買い越しの月が多く、10月までの合計では7,951億円の買い越しだった。

個人投資家は４月、６月、７月と株式投資の調整局面で逆張りの買いを入れることが多かったようで、10月までの合計では5,549億円の買い越しだった。投資信託は売り越しの月が多く、10月までの合計では１兆6,320億円の売り越しだった。投資部門別売買動向を見る限り、持ち合いなどの政策投資の売りを外国人や個人の純投資の買いと、企業の自社株買いが吸収してきたといえるだろう。

投資信託の販売は好調だった。投資信託協会の統計では公募株式投信は１月から10月までずっと設定額が解約・償還額を上回り、合計の資金流入は９兆8,654億円に達した。投信協会が定義する公募株式投信の範囲は極めて広く、株式を買わない投信なども含まれるが、11〜12月も設定が解約・償還を上回れば、年間の資金流入額（ネット）は2018年の11

（図表６）公募株式投信の純資産総額の推移と増減要因



（注）2021年は10月末までの実績
（出所）投資信託協会

兆7,461億円と同水準になる可能性がある。

図表６に示す通り、公募株式投信の純資産残高は10月末現在で148兆6,187億円と、150兆円に迫っている。株式相場が低迷していた2011年末には46兆7,619億円にとどまっていたので、この10年間で3.2倍にもなった。

公募株式投信には上場投信（ETF）も含まれ、日銀が金融政策の一環として2010年12月から買い入れている。日銀の時価ベースのETF保有残高は2021年10月末現在、53兆円程度なので、日銀を除く投資家の公募株式投信の保有残高は95兆円程度と考えることができる。それでも2011年末に比べて２倍強になった。

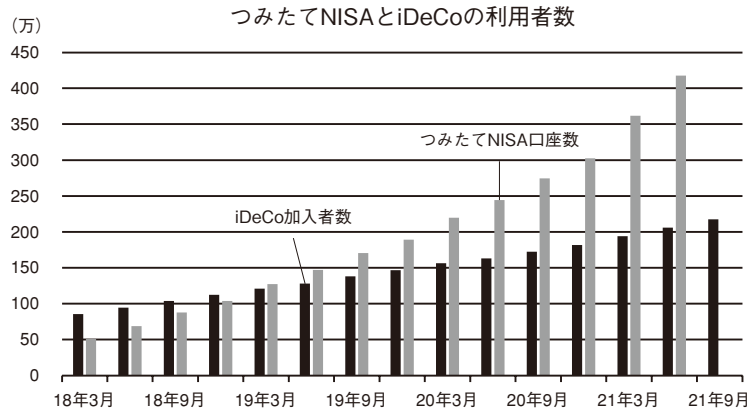
金融政策の変更に伴い、2021年４月以降、日銀は株式相場の急落時などを除いて、ETFの買い入れを控えることになった。４月以降に日銀がETFを買ったのは４月21日、６月21日、９月29日、10月１日の４回だけだ。日銀が不在でも株式投信への資金流入は続いている。後述するが、非常に多くの若年層が積み立て型の少額投資非課税制度「つみたてNISA」を通じて投信積み立てを始めたことも、投信の純資産総額の増加に多少は寄与している。

投信の好調な売れ行きが、なぜ東京株式市場で投信による株式の買い越しに結びついていないのか、データを詳細に分析する必要があるかもしれない。

〈花開く若年層の積み立て投資〉

金額的な寄与はまだ知れているとはいえ、老後をにらんで積み立て投資に取り組む若年

（図表７）投信積み立てをする若年層が急増



（出所）金融庁ホームページ、国民年金基金連合会

層が急速に増えている。11月末現在では金融庁からまだ2021年６月末までの状況しか公表されていないが、つみたてNISAの口座数は417万5,430と３月末に比べて15.5%、１年前に比べて70.9%も増加した（図表７）。

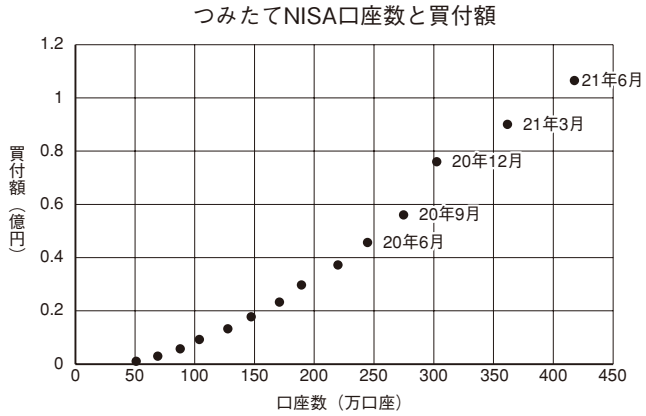
１人１口座の決まりがあり、口座全体の72.4%に当たる302万2,266口座が20歳代から40歳代のものだ。この「資産形成層」の総人口は4,404万人（10月１日現在）だから、この年齢層の14.6人に１人が投信積み立てをしている計算になる。この勢いで口座が増えていけば、2022年中にも「10人に１人」の普及率が実現する可能性がある。

筆者の試算ではつみたてNISAの１人当たりの積立額の平均は月額１万3,500円程度だ。金融庁によると、投信購入額の累計は６月末現在で１兆658億円（元本ベース）と一気に１兆円を突破した（図表８）。株式投信の純資産総額は日銀が持つETFを除いても95兆円程度（10月末現在）だから、つみたてNISA経由での購入はまだ株式投信全体の１～２%だが、このウエートはじわじわと高まっていくと思われる。

個人金融資産のうち上場株式や投信などリスク商品が占める割合を、日銀の資金循環統計によって時系列的に見ても、株式相場の騰落に伴う変動はともかく、元本ベースで個人が持つリスク商品のウエートが高まっている様子はほとんどうかがえない。この意味では1996年に政府が取り組み始めた金融ビッグバン（金融市場の大改革）は、「貯蓄から投資へ」のスローガンとともに、空振りに終わったといってもいい。

しかし、足元で年間170万人ものペースでつみたてNISAの口座を新規に開設する人が出てきているのは、日本の証券市場の歴史上でもかなり画期的だと思われる。つみたて

（図表８）口座が増えると積立額は加速度的に増加



（出所）金融庁のデータをもとに筆者作成

NISAのほか、多くの会社員や公務員、専業主婦なども加入できるようになった個人型の確定拠出年金制度「iDeCo（イデコ）」も加入者が着実に増えている。その理由は主に３つあるのではないか。

第一に2019年６月に公表された金融庁の金融審議会市場ワーキンググループがまとめた「高齢社会における資産形成・管理」と題する報告書だ。2017年の年金生活者の家計収支をもとに、年金収入だけでは老後の30年間に総額2,000万円近い資金が不足すると指摘したことが、物議を醸した。

老後の収支は家計によって大きく異なり、平均値で語れば誤解を招くなどと、この報告書はさまざまな批判を浴び、政府が正式には撤回したが、20～40歳代の資産形成層に与えたインパクトは大きかった。計画的に老後の生活費をためておくことの重要性が再認識され、積み立て投資ブームに結びついた。

第二にオンライン証券の台頭だ。現行のつみたてNISAの仕組みは、年間の積立額の上限が40万円で、その積み立てから得られる果実が20年間、非課税になるというものだ。最大限利用する人でも、毎月３万3,000円ほどの投信積み立てを続け、20年かけて積み立て元本の総額が800万円ほどになるにすぎない。

従来型の対面営業の証券会社にとっては、こんな小口顧客を相手にしていても、手間ばかりで収益に結びつかない。しかし、低コストのオペレーションを武器にしているオンライン証券は、これをビジネス機会として積極的に取り込んだ。並行してさまざまな制度改革が進み、顧客とのやり取りが書面郵送からインターネットに移ったことも、オンライン

証券に先行投資をしやすくした。

第三にさまざまな社会環境の変化が与えた影響も大きいと思われる。善悪は別として、政府の新自由主義的な政策展開と、企業の激しい生き残り競争は、年功序列・終身雇用を前提としていた多くの男性会社員に意識の変革を迫った。黒字リストラなどに取り組む企業も増え、はじき出されて生活苦に直面しても「自己責任だ」と突き放されるだけ。だから、何でも自助努力で準備しておくことの重要性が強く意識されるようになった。

新型コロナウイルスの流行によって、在宅勤務をする会社員が増えたことなども、自宅でのオンライン投資の活発化に結びついた。玉石混交ではあるが、証券投資に関するさまざまな情報がインターネットを通じて簡単に得られるようになったことも、若年層と証券市場との距離を近づけたといえるだろう。

〈気を吐くオンライン証券〉

新型コロナウイルスの広がりは証券業にとって、業績面では追い風になった。上場企業の業績が2020年３月期を底に全体として回復に向かったことや、2020年３月に急落した世界の株式相場が、その後の感染者の急増にもかかわらず、想定外の急回復をしたためだ。在宅勤務の広がりで、取引所の立会時間中に在宅トレードをする個人投資家が増えたことも、特にオンライン証券にとってはプラス要因だった。

ただ、2021年４～９月期の業績動向を見ると、同じ証券業にもかかわらず、純営業収益（営業収益から金融費用を差し引いた収益）、最終損益ともに証券会社によって、かなりバラツキがある（図表９）。最大手の野村ホールディングスが減収減益になったのは、他社に比べてホールセール部門や海外部門の比重が大きく、特に海外部門が足を引っ張ったせいである。マネックスグループの伸び率が特に大きいのは、暗号資産（仮想通貨）ビジネスが極めて好調だったためだ。

証券業の構造転換は、一般に年配の顧客に依存した対面営業の証券会社がじり貧になる一方で、若年層の顧客を引きつけているオンライン証券が躍進するという構図で語られることが多い。ただ、純営業収益や最終利益の伸び率を見る限りでは、必ずしもオンラインと対面営業とで明暗が分かれているわけではない。

前向きの話かどうかは別として、対面営業の証券会社の最終利益の伸びは、出張費や交際費などの営業経費がコロナ下で節約できたせいでもある。預かり資産や口座数の伸び率を見る限り、オンライン、なかでも楽天証券とSBI証券の急速な伸びに比べて、対面営業の証券会社の停滞ぶりは明らかだ。今後、顧客の世代交代が進むにつれて両者の違いは一

（図表９）主な証券会社の業績・預かり資産・口座数

	2021年４～９月期の業績				預かり資産		口座数	
	純営業収益（億円）	前年同期比（%）	最終損益（億円）	前年同期比（%）	2021年９月末（兆円）	コロナ下伸び率（%）	2021年９月末（万口座）	コロナ下増減率（%）
野村HD	6721.41	−19.0	517.00	−75.4	128.7	5.2	534.2	0.3
大和G本社	2559.43	18.5	502.03	53.0	77.7	13.9	303.1	0.7
みずほ	1800.16	9.0	357.87	18.3	54.0	12.0	185.4	2.9
SMBC日興	1783.16	9.5	325.59	15.4	72.4	16.2	370.8	7.3
三菱UFJ証券HD	1359.82	−8.4	121.28	−52.9	43.5	6.1	開示なし	
SBI	772.53	12.2	186.84	−1.6	21.2	50.7	771.7	50.2
マネックスG	467.99	72.7	120.27	312.0	5.4	24.2	197.3	7.1
楽天	401.00	17.6	39.73	−5.7	14.0	102.8	624.3	66.2
東海東京FH	394.28	27.5	99.10	267.3	5.6	14.2	31.5	−6.4
岡三G	362.71	16.1	24.96	59.9	6.5	22.3	38.9	−2.4
松井	147.47	9.7	63.97	16.6	3.0	23.1	136.2	12.3
岩井コスモHD	101.94	−7.9	17.47	−33.8	2.0	8.9	36.2	−13.2
いちよし	100.96	25.9	15.01	黒字転換	2.0	8.7	15.3	−1.8
auカブコム	86.23	8.9	17.48	593.7	2.7	14.4	133.5	17.2

（注）口座数は証券会社によって「すべての口座数」「残あり口座数」などと定義が異なる。SBIの預かり資産はSBIハイブリッド預金残高を含む、口座数はグループ証券会社の合計。楽天（12月期決算）の業績は21年４～９月の参考情報、口座数の増減率は2021年６月末現在。岩井コスモHDは2021年４～６月期にシステム変更に伴い、休眠口座を整理した

（出所）各社ホームページ

段と鮮明になっていく可能性がある。

証券会社が生き残りをかけているのが、現在は採算割れでも、将来、有力顧客に育ってくれる可能性がある若年層の新規顧客の開拓だ。つみたてNISAやiDeCoといった入り口商品が用意されていることもあり、新興の証券会社も含め、あの手この手の口座獲得合戦が繰り広げられている。

この戦いで最も攻勢をかけているのが楽天証券だ。SBI証券が口座数を同証券単独ではなく、SBIネオモバイル証券、SBIネオトレード証券、FOLIOなどのグループ合算でしか公表しなくなったため、確証はないが、楽天証券の口座数は2021年後半にSBI証券単独の口座数を上回り、証券界の首位に立った可能性がある。

楽天証券が口座獲得の武器にしているのが、楽天スーパーポイントだ。投信の積み立てでポイントが付与され、クレジットカード（楽天カード）からの積立代金の引き落としでまたポイントが付与され、付与されたポイントは、現金の代わりに投信を買う代金に充当できる仕組みである。

楽天スーパーポイントは楽天証券だけでなく、楽天市場をはじめとする楽天グループの

さまざまな商品やサービスで獲得・利用ができるため、顧客にとっての利便性が高い。航空会社のマイレージに換えることもできる。「あれもこれも楽天グループで」と消費者に「楽天寄せ」を迫るビジネスモデルを、楽天グループでは「楽天エコシステム」と呼んでいる。

その事業構造から考えると、証券業務を独立の事業と認識するのはもう時代遅れかもしれない。楽天グループはエコシステムを通じて多種多様な業務から収益を上げることが事業であり、そのなかの一つに証券業務があって、これは法律上、金融商品取引業の登録をしないとできないから、子会社を作って個別に登録させているだけなのではないだろうか。

〈顧客獲得にあの手この手〉

こうした観点から考えると、楽天証券以外の証券会社のあの手この手は、まだ証券業の枠内からの発想にすぎないが、一応、さまざまな創意工夫がみられる。例えばSBIネオモバイル証券はTポイントを使って１株から株式を買えるサービスを提供している。野村グループとLINEとが共同出資して設立したLINE証券は、ときどき立会外取引の制度を使い、銘柄を絞って、株式の７％引きセールを実施している。

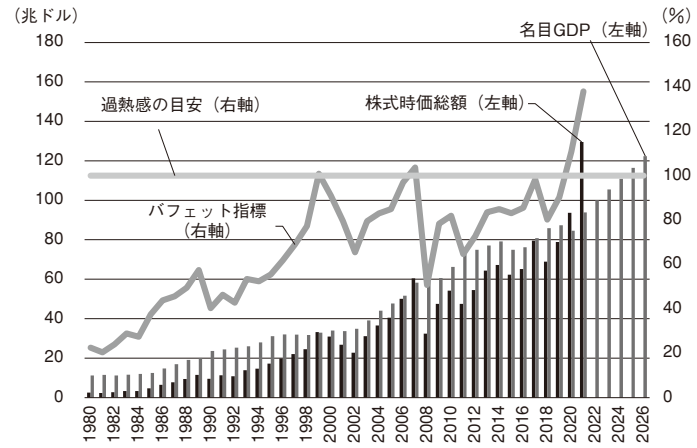
ロボアドバイザー業務では最大手のウェルスナビは、一般NISAをロボアドでも活用できるようになったため、「おまかせNISA」という商品名で、顧客層の開拓に乗り出している。一般NISAはつみたてNISAとは異なり、年間投資上限が120万円で、果実が非課税になるのは購入から５年目の年末までだが、個別株でも投信でもタイミングをみて買うことができる。

ただ、証券ビジネスは既存の対面営業の証券会社に加え、株式の売買委託手数料が自由化された2000年前後に業務を始めたオンライン証券大手ががっちり顧客を握っている。信用力が乏しい新興証券会社が割って入る余地が小さいため、目先の変わったサービスを提供している多くの証券ベンチャーはまだ赤字だ。

新規顧客の開拓には多額のコストがかかるため、証券ベンチャーのなかには、顧客口座を直接保有するのを諦め、通信会社など多数の顧客口座を持つ企業と、銀行業や証券業など法的な資格がないとビジネスができない企業との間に立って、効率的に顧客向けに新しい金融サービスが提供できるように支援するエンベデッドファイナンス（組み込み型金融）の仕事に活路を見いだすところもある。

こうした事業転換を証券業の関係者は「裏に回る」と呼んでいるが、ベンチャーキャピタルから多額の資金を集めた証券ベンチャーにとっては、持ち前のノウハウが生かせる新天地になっているようだ。フィンテックのあの手この手によって、低コストの金融サービスが広がれば、消費者余剰も増え、歓迎できる展開といえるだろう。

（図表10）世界全体のバフェット指標



（出所）世界取引所連盟（WFE）、国際通貨基金（IMF）

〈2022年に大きな変動も〉

2021年の株式相場は東京市場の地盤沈下が一段と進むなど課題も多かった。エネルギー価格の上昇や、半導体の供給不足などのボトルネックの顕在化によって、世界中でインフレ懸念もくすぶっているが、まだ金融は緩和環境が続いており、株式相場の足を引っ張るほどではない。

ただ、過剰流動性に支えられた予想外の株価上昇は、世界の株式相場を経験則からみても、かなり割高な水準に押し上げている。例えば、株式の時価総額を名目国内総生産（GDP）で割ったバフェット指標（米著名投資家のウォーレン・バフェット氏が着目していることからこう呼ばれている）でみると、世界中の株式の時価総額の合計額は11月末現在、世界のGDPの合計額の132%に達している（図表10）。

立花証券の創業経営者の石井久氏が独眼流のペンネームで株式新聞に寄稿し、「桐一葉落ちて天下の秋を知る」という句を引用して1953年のスターリン暴落を予言したことは、年配の市場関係者の間ではよく知られた話である。南アフリカで見つかった新型コロナウィルスの変異型「オミクロン型」に対する水際対策が奏功しない恐れもある。足元の株高構造を支える前提が変われば、大きな変動があるかもしれないことは、常に念頭に置いておくべきだろう。

制度的には2022年４月からは、４つある東証の市場区分が「プライム」「スタンダード」「グロース」の３つに再編される（図表11）。せっかく見直すのだから、米国のニューヨー

（図表11）東証の市場区分見直し

現行	2022年４月から	主な上場維持基準		
		株主数	流通株式時価総額	流通株式比率
東証１部	プライム	800人以上	100億円以上	35%以上
東証２部	スタンダード	400人以上	10億円以上	25%以上
ジャスダック・スタンダード				
ジャスダック・グロース	グロース	150人以上	５億円以上	25%以上
マザーズ				

（注）上場維持基準には既上場企業に配慮した経過措置がある。東証株価指数（TOPIX）の計算対象は市場区分にかかわらず、流通株式時価総額が100億円以上の銘柄だけとする（新規上場銘柄はプライム市場上場のみ）

（出所）東証ホームページの情報をもとに筆者作成

ク証券取引所とナスダックとの関係のように、成熟大企業はプライム、成長企業はグロースと振り分ければよかったが、日本ではあえて東証１部からグロースに移って、成長のイメージを訴えようとする企業などはないようだ。

看板の付け替えにすぎないのでは、日本経済の構造改革にも若返りにも寄与しない。今からでも遅くはないから、プライムに代わってグロースを選ぶ大企業が出てきてもいいように感じる。