

「かつてと違う日本」を支える 証券界の役割

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。

1年前の重苦しい空気がうそのように、証券市場は活況を呈している。多くのエコノミストが顧みようともしなかった個人消費が景気のけん引役に躍り出て、肝心の設備投資も非製造業を含めて盛り上がりそうな気配だ。証券会社にとっては、成長分野に家計の資金を振り向けるという本来の仕事に手腕を発揮できる絶好のチャンス到来と言える。失った信頼の回復と将来の成長基盤の構築に懸命に取り組むときかもしれない。

昨年11月以降の株高の背景として語られるアベノミクスが本当に成果を上げているのかどうか、さまざまな「中間評価」が下されている。日銀は4月4日に決めた大胆な金融緩和政策の効果がどう実体経済に波及するか、3つの経路を掲げた。（1）リスクプレミアムの押し下げ（2）ポートフォリオリバランス（3）インフレ期待の

高まり、である。

7月末現在、少なくとも名目長期金利は新政策導入を境に低下するどころか上昇傾向にあり、リスクプレミアムが縮小して企業や家計の資金調達コストが低下したとは言い切れない。ポートフォリオリバランス効果も銀行や生命保険会社の株式や外債の売買動向を見る限り、売り越しが続き、リスクテークに積極的になったとは言い難い。

インフレ期待の高まりは確かに、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」の6月調

査によると、回答者の80.2%は1年後の物価が上がると予想していた。前回3月調査の74.2%を6ポイントも上回った。現在に比べてどれくらい高くなっているか、との質問に対する回答の平均も5.1%に達していた。

しかし、専門家の見方はそこまで「強気」ではない。日本経済研究センターがエコノミストら約40人へのアンケートを基にまとめている「ESPフォーキャスト調査」の7月調査によると、41人の回答者中35人が「2年後に2%」という日銀のインフレ目標を達成できないと見ていた。

安倍晋三内閣が「第3の矢」として6月14日に閣議決定した成長戦略への評価もいまひとつだ。「10年後の1人当たり国民総所得（GNI）を150万円増やす」といった項目をはじめ、数値目標だけはいろいろと威勢がいい。しかし、エコノミストの多くは「実現へのプロセスがはっきりしない」と受け止めた。

国外に目を転じて、世界経済は決して日本への追い風になっているわけではない。国際通貨基金（IMF）は7月9日に発表した世界経済見通しで、2013年の世界経済の成長率見通しを4月時点の予想から0.2ポイント引き下げて3.1%とした。ユーロ圏の景気後退や新興国経済の減速が響くためだ。

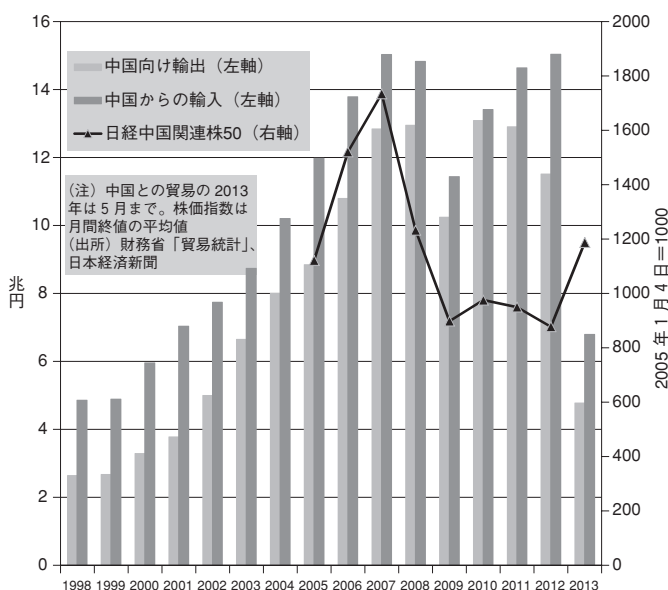
特に日本にとっては、距離的に近い中国経済の減速は無視できない。2010年4～6月期まで年率10%を超えていた実質国内総生産（GDP）成長率はその後、徐々に低下して12年7～9月期には7.4%まで減速したが、10～12月期には7.9%と再び高まったことから、減速傾向は一巡したと受け止めた人も多かった。

ところが、2013年に入り、1～3月期は7.7%、4～6月期は7.5%と再び陰りが見え始めた。同時に「影の銀行」と呼ばれる非正規のルートからの調達資金を頼りに、地方政府が進めている開発プロジェクトなどが、多額の不良債権を抱えているとの情報が飛び交い始めた。2007年10月に6,124の最高値を付けた上海総合指数のその後の値動きは、1989年末をピークとした日経平均のバブル崩壊後の値動きと似ていて、中国経済も長期停滞局面に入ったのではないかとの見方も出ている。

中国経済の不調は、輸出主導の経済構造を持ち、輸出額の2割以上が中国向けとなっている韓国経済に打撃を与えている。東南アジア諸国連盟（ASEAN）の加盟国も合計すると輸出額の1割強が中国向けだから、中国経済の回復が遅れると、アジア全体で経済成長の支えの1つを失うことになりそうだ。

日本も2002年2月から2008年2月までの73カ月間続いた戦後最長の景気拡大局面では、中国向け輸出が3倍強に増加し、輸出関連企業などが大きな恩恵を受けた。今回は中国向

(図表1) 中国との貿易



けの輸出が当時からはほとんど伸びていない。債務問題を抱える欧州にはしばらく期待できないし、米国はプラス成長とはいえそのペースはゆっくりしている。円安によって多少は輸出採算が改善しているのは救いだが、外需頼みの成長が期待できないことも確かだ。

それでも、東京株式相場は意外な強さを見せている。昨年11月14日に野田佳彦前首相が衆院の解散方針を表明してから動き始めた日経平均株価は、5月22日に付けた年初来高値1万5,627円まで何と80.4%も上昇した。そこから6月13日の1万2,445円まで20.4%も調整し、投資家の間にはあきらめも広がっていた。ところがその後の回復も著しく、7月中旬には再び1万5,000円台をうかがう展開となった。

5月22日までの上昇過程ではヘッジファンドなど短期資金の跳躍が目立ったが、6月13日以降の回復過程では海外の年金基金や投資信託など中長期資金の買いが入ってきた。7月に入ると、円安になったら日本株を買い、円高になったら売るという単純な投資だけではなく、個別企業を選別して買うという本来の投資が増えている。

ほかにも、東京株式相場の復活ぶりを示す話は多い。例えば、今年は新規公開 (IPO) 株の人气が盛り上がっている。7月末現在で24社のIPOが実施されたが、すべて上場初値が公開価格を上回っていた。2倍以上になった「プラチナチケット」も13社を数えた。市場関係者からは今年のIPO件数について、「昨年の1.5倍の70社ぐらいはいきそうだ」との

強気の声も聞かれる。

7月3日に株式を上場し、いきなり時価総額が1兆円を超えたサントリー食品インターナショナルのような大型IPOもあった。いつも香港交易所やニューヨーク証券取引所が上位を占め、東京市場の存在感が薄くなっていた世界の取引所別IPO金額ランキングでも、今年はまずまずの順位を確保できる可能性がある。

すでに株式を上場している企業による公募増資も、株式市場は敬遠しなくなってきた。従来は発行済み株式数の増加に伴う1株当たり価値の低下（希薄化）が嫌われ、公募増資のうわさが出始めると同時に株価が下がることが多かった。今年は、公募増資銘柄への投資家の視線も熱く、払い込み後に株価が増資発表前を回復する銘柄も増えている。

1980年代までの株式投資の教科書に書いてあったように、公募増資に踏み切るという企業経営者の意思決定がシグナリング効果（大きな状況を推察する手掛かりとなること）を持ち始めたようだ。つまり、増資という行為自体が事業環境の先行きが明るい表れであり、発行済み株式数の増加による当面の1株当たり利益の減少などは、将来の大幅増益で十分にカバーできると多くの投資家が考えている。

昨年11月13日からの日経平均の上昇率は7月18日に再び70%を超え、8カ月間の上昇率としては1952年から1953年にかけての111.8%の上昇以来、戦後2番目の大きさだ。外国人投資家主導の上げ相場ではあるが、市場の予見を信じるのならば、朝鮮戦争の特需ブームにわたった当時に匹敵するだけの大きな変化が今後の日本経済に訪れるのであろう。

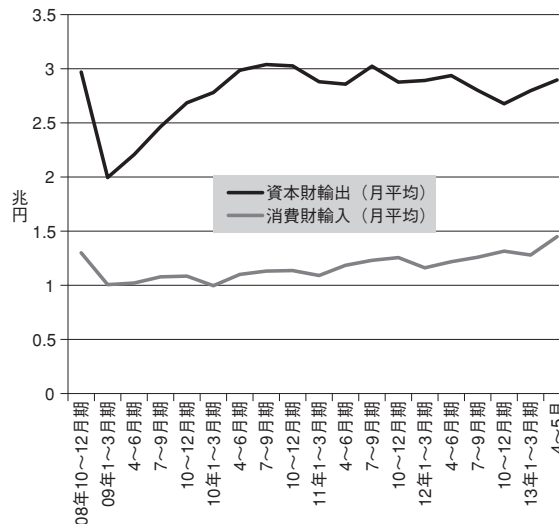
表面的な現象としては、堅調な個人消費が景気を下支えし、多くの消費関連企業の業績を過去最高水準に押し上げ、株式相場に明るさをもたらしめている。という、株高による資産効果だと言われそうだが、いつでも売却できる株式を持つ個人はそう多くないから、株式を売って高級品を買うといった直接の資産効果はたいしたことはないだろう。

むしろ個人が財布のひもを緩めている理由は、株式相場の上昇に伴って、国民の間に「日本の地盤沈下は止められるのではないか」という安心感が広がっているからではないか。東日本大震災、原子力発電所の事故、尖閣諸島をめぐる日中対立とここ数年、日本が沈没してしまうのではないかとと思われる出来事が相次いだ。日本を代表する電機メーカーの巨額赤字も心に重くのしかかっていた。

「少子高齢化の進展で国内市場の縮小は不可避」というどうにも変えようがない予測を前に、少なくとも国内で本格的な増産投資に踏み切る企業はほとんど現れなかったし、賃金の低下も非正規社員の増加もデフレも永遠に続くように思われていた。

ところが、安倍政権の誕生と、日銀の大胆な金融政策を受けて「流れを変えられる」と

(図表 2) 資本財の輸出と消費財の輸入



の期待が芽生えた。日銀が唱えるような「2年後2%」のインフレ目標の達成は難しくても、少なくともデフレからは脱却できそうだとの見方はコンセンサスになりつつある。

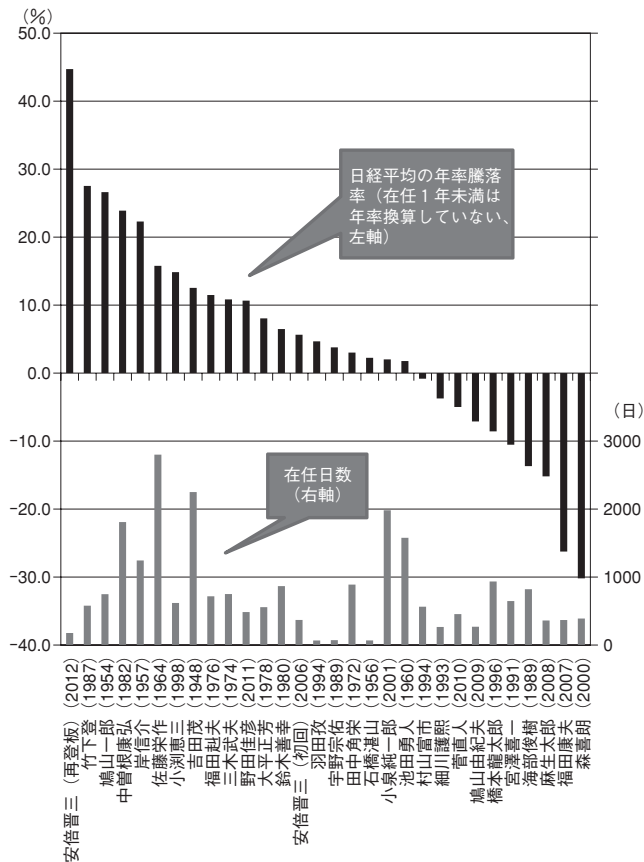
ジャスダックなどを含む上場企業3,549社の合計純利益も今期は2007年度に記録した25兆6,156億円の過去最高額を上回る公算が大きくなっている。輸出採算の好転に加え、輸入品の値上がりに伴い、消費者や企業が国産品に購入先を切り換える「内需の数量効果」への期待も芽生えている。

日本の貿易統計は、日本の内外で景況感に温度差が出始めたことを浮き彫りにしている。世界の景気が好調なときには増加するはずの日本からの資本財輸出が頭打ちを示す一方で、日本の内需の好調を映して日本の消費財輸入が増加しているからだ。

今年1～6月の日本からの資本財輸出額は月平均2兆8,795億円と、昨年の月平均値2兆8,277億円を1.8%上回るだけ。一方で消費財輸入額は月平均1兆3,339億円と、昨年の月平均値1兆2,379億円を7.8%上回っている。

実は日本の消費財輸入額は2009年に1兆465億円（月平均、以下同じ）、2010年に1兆902億円、2011年に1兆1,898億円と毎年のように増加している。日本から見ると、日本の消費財メーカーが海外生産を拡大し、日本に「逆輸入」している側面もあるため、消費財輸入の増加イコール国内雇用の喪失とも感じられる。しかし、海外から見れば、日本への輸出増で自国経済が潤うのは大いに歓迎できることだろう。

(図表3) 戦後の首相と日経平均

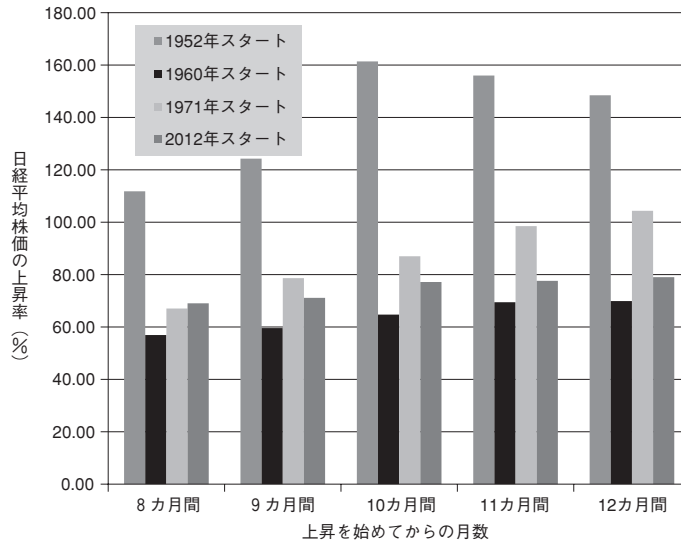


安倍内閣が打ち出した成長戦略も、個々の政策の実現可能性は別として、7月の参院選で勝利を取めた自民党が長期政権を手中に収めたことによって、日本の潜在成長力が押し上げられる効果は出てくるかもしれない。

長期政権はいいことばかりではないが、何しろこれまでは政権があまりにも短命だったため、企業経営者は政策の安定性への不安から中長期の投資や経営判断をためらってきた。中央省庁の官僚や地方公務員らも、政策の基本方針や職務上の指示が朝令暮改になるのを恐れて、真剣に仕事をしてこなかった。参院選を経て、ようやく日本は中長期的な成長への基盤を整えたとも言えるだろう。

長期政権の誕生で経済政策の予測可能性が高まるため、直接投資や長期のポートフォリオ運用の資金が日本に流れ込みやすくなる面もある。グローバルな資金を引きつけること

(図表 4) 過去の上昇相場との比較



によって、少しでも日本の長期金利が低下したり、株式相場が上昇したりすれば、回り回って企業や個人の資金調達コストを引き下げる効果も出てくると思われる。

ちなみに戦後に取引所が再開されてから野田氏までの30人の首相のうち、吉田茂、岸信介、池田勇人、佐藤栄作、中曽根康弘、小泉純一郎の6人は在任日数が1,000日を超えた。中曽根氏が在任中に日経平均を年率23.9%押し上げたのを筆頭に、6人全員がプラスのリターンを残した。

在任日数が1,000日に満たない24人の首相の場合は、在任中に日経平均を押し上げたのが14人、押し下げたのが10人と約4割の確率でマイナスリターンになっていた。ただ、ニワトリとタマゴのどちらが先か、つまり、景気を浮揚できないから支持率が低下して短命になるのか、短命だから景気を浮揚できないかの因果関係は定かではない。

経済や政治の変わり目を迎え、証券会社にはどんな役割を求められているのだろうか。ひと言で結論を言えば、日本経済の将来に対する大きな絵を描き、目先の利益のこだわらずに次世代の投資家を育てることがすべてではないかと思われる。

振り返れば、バブル経済にもつながった1980年代後半の大型上昇相場では、証券会社の投資情報担当者は投資家向けセミナーなどで大きな時代背景として「デイスインフレ」という表現を強調していた。1970年代の2度の石油ショックに伴う高率のインフレに悩まされた局面も必ずしも「遠い昔」ではなかったから、投資家の間には金融緩和によって過剰

流動性が発生すると、確かに株式や不動産などの資産価格は上昇するが、その後に収拾が付かないほどのインフレに発展しかねないと予想する向きも大きかった。

これに対して証券会社が唱えたのが、以前のようなインフレにはつながらないから、株高の基盤は揺るがないという理屈だった。世界経済の統合が進み、工業製品が途上国で大量生産されるようになったことや、省エネ技術の発達で原油消費量が抑制され、いくら産油国が結束しても簡単には原油価格が上がらなくなったことなどが背景だった。

「ディスインフレだから低金利政策が続き、業績相場と金融相場とが同時の起きる」と当時の大手証券は株高シナリオを唱えた。結局、株式相場はバブル化して「買うから上がる、上がるから買う」といった展開になり、最終的には破裂したが、市場の制度が十分に透明、公正で、証券会社が規律を重んじた経営をしていれば、上昇相場はもっと長く続いていたかもしれない。

当時のディスインフレに代わる今日のキーワードは間違いなく「脱デフレ」だ。理屈だけを言えば、デフレを脱すれば企業の名目価値が膨らんでいくから、株価にはおのずと上昇圧力が働く。足元の業績やタイミングだけでなく、経営陣の手腕や長期的な戦略の妥当性を十分に吟味して投資すれば、プラスのリターンが確保できそうな局面でもある。

しかも、クールジャパンという表現が象徴するようなソフトパワーの時代だから、規模などに関係なく、しっかりした経営理念の下、優れたアイデアを出して実行できる企業が大きく伸びる可能性ある。だから、今こそ証券会社は持ち前の調査力を発揮して、個別株投資の面白さを、将来の日本を担う若い人たちに、採算を度外視してでも伝授すべきではないだろうか。

もう1つ、日本では、今後の関係者の努力次第では、世界のモデルとなるような資本市場を構築できる可能性がある。というのも、欧米のような巨額の報酬も受け取らずに、企業の長期的発展の方策をまじめに考える経営者が大半だし、従業員も企業と命運をともにしているといった意識を持っている人が多いからだ。

株式の保有構造もかつての持ち合い構造が崩れた結果、機関投資家、個人投資家、外国人とバランスが取れている。かつては発行企業の言いなりだと思われていた機関投資家の議決権行使も、最近では意外なほど是々非々で対処しているようだ。

勝手な筆者の想像だが、その先に現れるのは、何を置いても株主の利益を追求する米国流とも異なるし、投資ファンドに振り回される欧州流とも異なる、割ときまじめな資本市場ではないだろうか。地道な努力の積み重ねの結果、東京が世界最高のグルメ都市になったように、東京が世界で最も崇高な資本市場に育つ可能性もゼロではない。

(図表5) 現預金は誰が持つのか
(単位兆円、2013年3月末現在、日銀資金循環統計のデータに基づく)

	現金・預金計	現金	流動性預金	定期性預金	譲渡性預金	外貨預金
生命保険	2.93	0.01	0.40	1.31	1.21	0.00
損害保険	0.70	0.00	0.01	0.41	0.27	0.00
年金基金	7.06	0.40	0.39	2.39	3.88	0.00
ノンバンク	4.93	0.04	0.29	4.53	0.07	0.00
政府系金融機関	5.24	0.00	1.77	0.54	2.28	0.62
証券会社	4.08	0.00	1.13	0.15	0.01	0.15
民間非金融法人企業	224.65	23.12	132.18	45.58	17.77	6.00
公的非金融法人企業	10.53	0.10	2.66	6.69	1.07	0.01
地方公共団体	32.59	0.00	16.41	6.48	9.39	0.31
公的年金	4.44	0.00	1.02	1.01	2.41	0.00
家計	848.23	53.94	322.64	465.56	0.02	6.07
対家計民間非営利団体	29.22	2.29	13.51	12.74	0.48	0.20
海外	6.31	0.00	0.85	1.10	0.00	4.36
合計(金融機関と海外を含む)	1401.73	87.91	505.41	677.05	41.78	29.96

またとない追い風が吹くなかで、直接金融を担う証券会社ができることは、ふんだんにある。リテール市場に目を向ければ、多くの個人投資家が資金の適切な運用方法についての助言を待っている。日銀の資金循環統計によると、国内の非金融部門が保有する現預金は3月末現在で1,158兆円に達し、うち73%に当たる848兆円を家計が保有している。この購買力がデフレ脱却とともに目減りし始めるのである。

より細かく言えば、848兆円のうち323兆円はいつでも動かすことができる普通預金だ。家計の普通預金は日常的な支出のために用意されているのではないかと思われるかもしれない。しかし、323兆円のうち205兆円は2000年以降の13年間に増えた分であり、本来は別のかたちで貯蓄されている「余剰資金」と言っていいたい。

日本経済がデフレを脱却すれば、定期預金金利も上昇するだろうが、定期預金の利息程度ではしょせんインフレに勝てない。かといって1990年代までの金融債のような個人向けの有利な金融商品が出回っているわけではない。個人マネーの受け皿になるような商品をどう提供するかは、証券会社の知恵の出どころであろう。

将来の顧客層をどう開拓するかも大きな課題だと思われる。対面型の証券会社では顧客の平均年齢は60歳を超えている。2014年からスタートする少額投資非課税制度(NISA)は、若い顧客を獲得する強力な武器だ。個別株も含めて商品の選択肢の幅が銀行に比べて広いことをアピールし、さまざまなチャネルを通じて積極的に口座開設を呼びかける必要があるかもしれない。

リテール営業以外の仕事では、証券会社員がもっとプロ意識を持ち、市場の健全な発展

のためにできることとできないことをはっきりと区別し、ノーという勇気を持つことが大切だと思われる。これまでの証券不祥事を振り返ると、損失補てんにしても増資インサイダーにしても、目先の利益のために顧客の要求に屈し、原理原則を曲げてきたのはすべて証券会社だ。

国内の証券関係者からは「外資系証券会社のほうがあくどいことを相当やっている」という声もよく聞くが、その結果かどうかはわからないが、今や海外には国民からの信頼を失ったり、経営的に青色吐息になったりしている証券会社も少なくない。

もちろん日本でも「失われた20年」があと数年延長されたら、単独では生き残れないと思われる証券会社も多かった。ここにきて市場の雰囲気が変わったのは、経営的にはまたとないチャンスであろう。「あと100年、日本社会に貢献し続けるためには、何を重視して経営をする必要があるのか」。こんな視座を持って事業基盤を組み立て直すことが、証券会社には強く求められているのかもしれない。

