

講 演 録

「日本株は、個人投資家にとって有望な投資対象か？」

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 高橋 文郎

はじめに

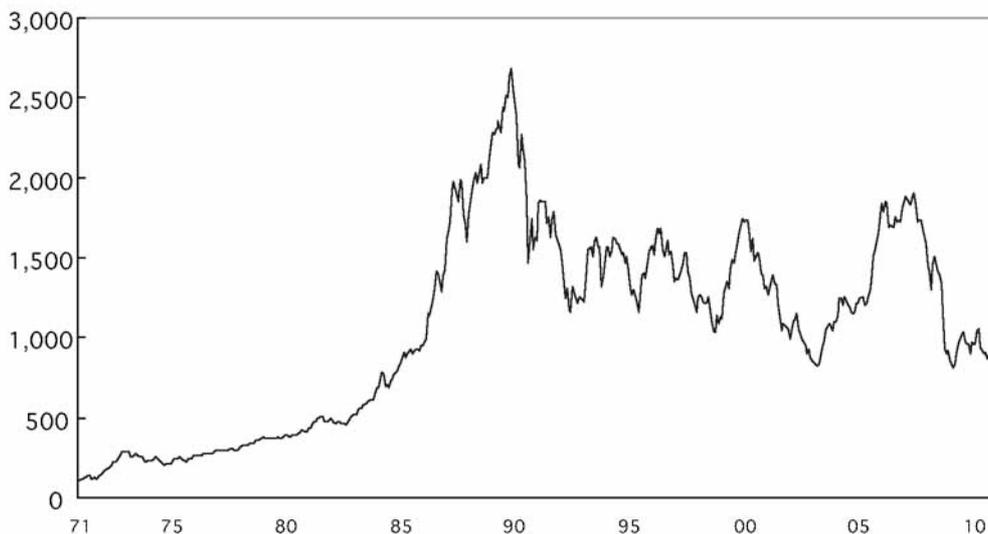
「日本株は、個人投資家にとって有望な投資対象か？」という非常に仰々しいテーマを本日の講演テーマとして選んだきっかけからお話します。私は昨年末にある会合に出席し、そこでAXJという言葉を知りました。AXJとは、Asia Excluding Japan（日本を除いたアジア）の略語です。もともとは、株式等の投資対象地域として「既に先進国になっている日本を除く、発展途上国のアジア」を意味する言葉でした。そのころ日本は、既にできあがった国として評価されていたために除かれていたわけです。ところが、最近はニュアンスが変わってきて、日本は経済成長力がなくなったために、有望な投資対象ではないと捉えられています。したがって、「経済成長力を失った日本を除く、高成長を続けるアジア」という日本にとっては非常にネガティブな意味で使われています。私は、2005年ぐらいまでは日本株について様々な研究・分析をして、その内容を講義や講演・執筆などを通して公表しておりました。しかし、青山学

院大学の国際マネジメント研究科長に就任した2007年以降は多くの業務に忙殺され、研究が中断していました。今回、AXJという言葉を知り、また、リーマンショック等もありましたので、この機会に以前の研究を振り返りながら、日本株をどうみたらよいかについて、お話をさせていただきます。

＜日本株の過去のリターンをみる＞

日本の株価の推移をみるために、東証一部の市場の動きを表すTOPIX（東証株価指数）の動きを1971年からみると、皆さんご承知のように、70年代、80年代はほぼ右肩上がりで見られ、90年代に入ってバブルが崩壊し下落しました。その後、上がったたり下がったりしながら推移してきましたが、景気の回復とともに2002年ぐらいから株価の上昇がみられました。ところが、世界金融危機、リーマンショックによって株価は再び下がり、現在に至っています。

図表1 日本の株価水準



(注) 1970年末 = 100とした場合の東証株価指数 (TOPIX) の推移

この株価指数をもとに、私は一つの試算をしました。どういう試算かといいますと、1977年4月から2010年12月まで、TOPIXに連動するインデックスファンドに毎月末1万円ずつ投資し続けると果たして儲かったかどうかです。もちろん1970年代にはインデックスファンドというものはありませんでしたが、仮にあったとしたらどうだったかということです。1977年4月にはどういう意味があるかということ、実は私が大学を卒業し就職した時期なのです。ですから、社会人になってすぐに、仮に1万円ずつインデックスファンドに投資してきたら、いくらになったかという試算を試してみたわけですが。その結果、累積投資額405万円は、2011年の1月末の時点で473万3,000円になりました。これは、途中受け取る配当は再投資するという前提で考えています。損はしていません。倍率でいうと1.17倍です。ところが、年率のリターンを内部収益率（以下、IRR）という方法で計算してみますと、0.9%とわずかです。この数字からみると、当時は金利が高かったですから、恐らく銀行に預金したほうがよかったですろうと思います。

また、投資開始時点を変えてみるといくらになるかを、例えば1970年の1月から投資した場合を試算してみます。すると、累積投資額492万円に対して976万6,000円になります。ほぼ2倍です。ただ、これもIRRを計算すると、わずかに3.1%です。投資開始時を最近にすればするほどリターンが下がり、1980年の1月に投資し始めると資産価値は若干のマイナスになり、IRRはほぼ0%です。投資開始時が85年、90年となるにつれて、IRRは明らかにマイナスになります。この試算では、私が大学卒業後、社会人になった時から投資すると

いう前提で考えましたが、若いころはお金がありません。私自身、多少余裕ができて将来に向けて資産運用を考え、多少なりとも投信や株式などを買い始めたのは、実際には95年とか2000年のころからでした。ですから、私自身がその頃からインデックスファンドで運用したとすると運用成果が明らかにマイナスになってしまうということになります。

＜株式のリターンの分解＞

次に、日本の株価の動きについて、いくつかの方法で分析してみようと思います。まず一つの分析方法は、株式のリターンをいくつかの要素に分けてみる方法です。株価は、一株当たり利益（以下、EPS）と株価収益率（以下、PER）との積として表すことができます。この関係を利用しますと、株式の値上がり益（キャピタルゲイン）は、EPSの成長率とPERの変化率の合計になるという近似式で表すことができます。株式投資のリターンは、この株式の値上がり益と配当利回りの合計になります。この値上がり益は利益成長率とPERの変化率の合計として表せますから、株式のリターンは次のように分解できます。

$$\begin{aligned} \text{株式のリターン} &= \text{配当利回り} + \text{値上がり益} \\ &= (\text{配当利回り} + \text{利益成長率}) + \text{PER変化率} \\ &= \text{ファンダメンタル・リターン} + \text{PER変化率} \end{aligned}$$

ここで、配当利回りと利益成長率を合わせて「ファンダメンタル・リターン」と呼ぶことにします。

また、PER変化率のことを「評価リターン」と呼ぶことにします。配当利回りは、配当を株価で割ったものです。配当は企業が決めます。それか

図表2 日本株式市場の30年間のリターン分解（1971～1999年）

期間(年)	期初配当 利回り(a)	利益 成長率(b)	ファンダメンタル ・リターン(注1)	評価 リターン(c)	(単位：%)		
					想定(注2) リターン(d)	実現した総 リターン(e)	(注3) 差
1971～1979(注4)	4.6	0.4	5.0	12.0	17.0	16.3	0.7
1980～1989	1.8	5.3	7.1	11.0	18.1	21.6	-3.5
1990～1999	0.5	-3.0	-2.5	-(注5)	-	-4.2	-
平均	2.3	-2.9	-0.6	11.5(注6)	17.6(注6)	11.2	-1.4(注6)

注：1 (a)+(b)

2 想定リターン：(a)+(b)+(c)

3 差：(d)-(e)

4 データ制約のため9年で計算

5 期末の利益総額がマイナスになったため、計算できず。

6 1971～1979年、1980～1989年の2期の平均。

出所：みずほ資産運用研究所

ら、利益成長率も企業の経営戦略によって決まってくるものです。したがって、ファンダメンタル・リターンというのは、企業の業績によって決まってくるリターンという意味になります。これに対して、評価リターンというのは、企業が決めるものではなくて、株式市場で投資家が決めるものです。ある株式に何倍のPERを付けるかというのは投資家が決めるわけです。

そこで、この分解を日本株に当てはめてみます。ここでは、現在のみずほ年金研究所の前身である、みずほ資産運用研究所が約10年前に行った試算の結果を引用しています。70年代は、株式の年平均リターンは16.3%と非常に高いものでした。それを分解してみると、配当利回りは4.6%ですが、利益成長率は0.4%となっています。つまり、70年代は一株当たり利益がほとんど成長していません。この二つを合わせたファンダメンタル・リターンは5%、一方、評価リターンは12%です。これは、当初は十数倍だった日本のPERが、80年近くには30倍になった結果です。要するにPERが非常に上がったのです。ですから、70年代の株価の上昇は16.3%ですが、そのうち12%はPERの上昇によるものということなのです。

80年代はどうかというと、配当利回りはむしろ1.8%と下がり、利益成長率は5.3%と高まっております。この二つを合わせたファンダメンタル・リターンは7.1%となります。しかし、これもご承知のように80年代のバブルにより、当初30倍だったPERが50倍以上、高いときには70倍にまでなったため、評価リターンは11%となっています。実

現した総リターンは21.6%ですが、そのうちの11%はPERの上昇によるものだったわけです。

90年代をみますと、配当利回りは0.5%ですが、利益成長率は-3.0%となったため、ファンダメンタル・リターンは-2.5%です。しかし、99年の利益総額がマイナスとなったため、残念ながらPERと評価リターンは計算できません。また、実現した総リターンは-4.2%です。90年代は明らかに利益が減ったわけですから、それによって株価が下落するのも当然だということになります。以上が10年前までの日本の株価のリターンを分析した結果です。

アメリカ株式についても同様の分解をしてみるとどうなるでしょう。実はこの分析手法は、アメリカのジョン・ボーグル氏によるものです。ジョン・ボーグルという人は、インデックスファンドで有名な投資信託会社バンガード・グループの創始者です。彼の著書『インデックスファンドの時代』の中で、この分析手法が使われています。先ほど引用したみずほ資産研究所の分析は、この手法をもとにしたものです。アメリカについては、1927年から1997年までの非常に長期間の分析が行われています。1927年から36年、そして30年から39年の期間は、アメリカの大恐慌の時期に当たっているため、当然のことながら利益成長率はマイナスです。株式の実現した総リターンも、特に30年代は-0.1%と低くなっています。ところが、40年代以降をみますと、当然その時期によって高低はありますが、利益成長率は低い時期でも3.9%、高い時期では9.9%になります。その結果、

図表3 アメリカ株式市場の70年間のリターン分解 (1927~1997年)

期間(年)	期初配当 利回り(a)	利益 成長率(b)	ファンダメンタル ・リターン(注1)	評価 リターン(c)	(単位: %)		
					想定 ^(注2) リターン(d)	実現した総 リターン(e)	差 ^(注3)
1927~1936	5.1	-1.9	3.2	4.5	7.7	7.8	-0.1
1930~1939	4.5	-5.7	-1.2	0.4	-0.8	-0.1	-0.7
1940~1949	5.0	9.9	14.9	-6.3	8.6	9.2	-0.6
1950~1959	6.8	3.9	10.7	9.4	20.1	19.4	0.7
1960~1969	3.1	5.5	8.6	-1.0	7.6	7.8	-0.2
1970~1979	3.4	9.9	13.3	-7.6	5.7	5.9	-0.2
1980~1989	5.2	4.4	9.6	7.8	17.4	17.9	-0.5
1990~1997	3.1	7.3	10.4	5.7	16.1	16.6	-0.5
平均	4.5	4.2	8.7	1.6	10.3	10.5	-0.2

注: 1 (a)+(b)

2 想定リターン:(a)+(b)+(c)

3 差:(d)-(e)

出所: ジョン・ボーグル『インデックス・ファンドの時代』より作成。

配当利回りと利益成長率を合わせたファンダメンタル・リターンは低い時期でも8.6%、高い時期、たとえば40年代は14.9%という高率に達しています。もちろんPERの上下の動きがありますから、評価リターンはプラスになったりマイナスになったりしています。それに伴い、60年代と70年代における実現した総リターンはそれぞれ7.8%、5.9%とそれほど高くありません。が、80年代には17.9%、90年代は16.6%という非常に高い水準を達成しています。その達成率の半分以上はファンダメンタル・リターンで説明できるというわけです。以上のことから、時期によって上下はみられるものの、アメリカにおいては大恐慌以降、企業はほぼ順調に利益成長を達成してきたことがわかります。それを受けて、株式はそれなりのリターンを達成してきたといえます。

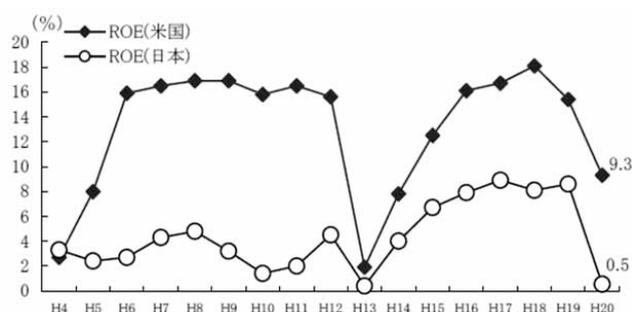
こうしたアメリカ企業の業績は10年ぐらい前のデータですから、最近では状況が変わっているかもしれません。しかし、10年前には投資の専門家はアメリカの株式について非常に楽観的にみてきたと思います。アメリカ国内では株式がどのようにみられているのか、株式投資に精通している3人の著名人の見解を紹介してみます。まず、オンライン証券会社チャールズ・シュワブの社長であるチャールズ・シュワブ氏は、「株式投資によって企業の利益の成長を買うことができるが、これは国債や社債の投資では実現できない」といっています。要するに、利益が成長するから株式は高いリターンをもたらすのだということです。次に、前述したバンガード・グループ創始者のジョン・ボーグル氏は、「インデックス運用を選択することは、米国経済と資本市場の長期的な成功が将来も続くことを信じることだ」といっています。最後に、ウォートン・スクールのファイナンスの教授として非常に有名なジェレミー・シーゲル氏は、「仮に1929年の大暴落直前の時期に株式を買ったとしても、つまり大暴落があったとしても、投資期間20年から30年の超長期で見ればかなりのリターンであり、長期で株式を保有すれば、インフレ率や金利を上回るリターンが得られる」と述べています。

このように、アメリカでは高い利益成長率が高い株式リターンをもたらしたことがいえます。それでは、利益成長率は、どういう要因によって決まるのかという説明をしましょう。多少テクニカルな説明になりますが、最初に定義式を示しておきます。

$$\begin{aligned} \text{利益成長率} &= \frac{\text{利益増加額}}{\text{前年度の利益}} \\ &= \frac{\text{前年度の留保利益} \times \text{自己資本利益率}}{\text{前年度の利益}} \\ &= \frac{\text{前年度の留保利益}}{\text{前年度の利益}} \times \text{自己資本利益率} \\ &= \text{内部留保率} \times \text{自己資本利益率} \end{aligned}$$

利益成長率というのは、前年度の利益額を基準にしてみた今年度の利益増加額の割合です。それでは、今年度の利益増加額は何によって決まるかということ、前年度の利益のうち配当されず内部留保された部分が自己資本利益率で運用された結果の数字です。自己資本利益率は、自己資本に対する税引後利益の比率であり、英語ではROE (Return on Equity) と呼ばれます。ここで、前年度の利益に対する前年度の留保利益の比率が内部留保率であることから、利益成長率というのは、自己資本利益率と内部留保率との積で表すことができます。このことをサステイナブル成長率と呼びます。あるいは、配当性向という言葉を使いますと、配当性向というのは利益のうち何%を配当したかという比率であり、内部留保率は(1 - 配当性向)と表すことができるので、サステイナブル成長率はROE × (1 - 配当性向)と表せます。サステイナブル成長率は何を表しているかといいますと、企業が増資を行わずに利益の内部留保のみを使って達成できる利益・配当の成長率という意味を持ちます。このサステイナブル成長率の考え方をを用いると、結局、利益成長率に影響を与えるものは何かということ、自己資本利益率になります。もちろん配当性向も年によって上下しますが、長期的にはそれほど変わらないと考えれば、自己資本利益率の高低が企業の利益成長率に影響を与えるといえるわけです。

図表4 日米企業のROE (自己資本利益率)



出所: (日本) 生命保険協会調べ、対象は上場企業(金融除き)
(米国) 商務省「Quarterly Financial Report」

それでは、日本企業とアメリカ企業のROEはどのように推移してきているかを、生命保険協会の調査からみてみます。日米ともに平成13(2001)年が少し低い数字になっていますが、これはおそらくITバブルの直後ですから、その影響ではないかと思えます。それ以外の時期は、年によって高い低いがありますが、アメリカ企業は高い時期で15%前後です。ここでは平成4(1993)年度以降の数字しか表していませんが、それ以前の例えば1977年から2000年までみてみますと、アメリカの場合は、S&P500社(Standard & Poor's 500 Stock Index)のROEの平均値は15.6%です。一番低い時は1991年の10.3%です。このように、アメリカは非常に高いROEを維持してきました。それに対して日本は、90年代を通して非常に低いROEを示しています。2000年代に入ってROEは高まりましたが、高い時期でも7%か8%程度です。それが世界同時不況により再び下がってしまいました。

そこで、アメリカ企業と日本企業それぞれのかつての経営手法の違いをみてみます。アメリカ企業というのは、ROEの達成そのものを経営目標にしています。例えば1980年代までは、ROE15%を達成することが優良企業の条件だ、とよくいわれたものです。それが1990年代以降になりますと、ROE20%が優良企業の条件になってきています。一方、日本では、証券アナリストがROEの重要性を意識し始めたのがおそらくこの10年とか15年ぐらいです。また、ここ数年はROEを経営目標に掲げている企業も増えてきており、ROE8%~10%を目標に掲げている企業が多くみられます。図表4をみますと、日本のROEは2000年代には、7~8%まで回復しました。日本の場合、経済状況などの違いがありますから、アメリカ企業ほどの高いROEはおそらく難しいかとは思いますが、仮にROE8%~10%を長期的平均的に達成すれば、日本の株式も高いリターンを安定的に達成することができるかもしれないと思えます。事実、先ほど申し上げたように「2003年をボトムに株価は上がり、一方ROEも高まってきたこともあり、日本株はこれから順調に上がるのではないか」といった楽観的な見通しを当時私はある雑誌に書いた覚えがあります。ところが、その後、リーマンショックが起こってしまったわけです。

<日本株では、「ハイリスク・ハイリターンの原則」が成り立つか?>

次に、もう一つの分析手法についてご紹介します。ここで皆さんに少し考えていただきたいので

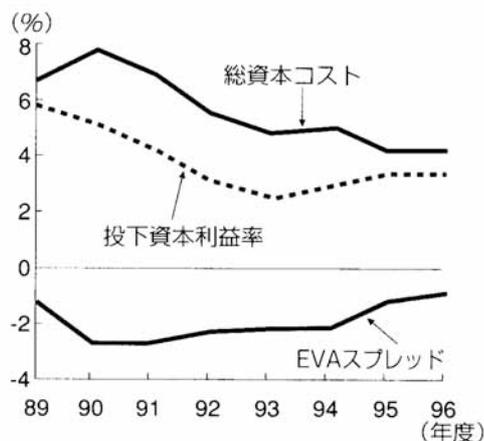
すが、ファイナンス理論の基本的な命題は何かということ、リスクとリターンのトレードオフということです。つまり、ローリスク・ローリターン、リスクの低い金融資産はリターンが低い。ハイリスク・ハイリターン、リスクの高い金融資産はリターンが高くなるということです。これが基本的な命題だといわれています。投資家は、リスクを好まないから、リスクが高いものについてはその代償として高いリターンを要求するというわけです。ところが、最近20年間をみると、日本の株式はその理論に反してハイリスクにもかかわらずローリターンでした。ここで私が疑問に思ったことは、ハイリスクならば必ずハイリターンになるのかということです。株式のほうが、銀行預金や債券よりもリスクが高いということは、これはもう皆さんお分かりになると思います。例えば投資家に支払える配当は、業績によって変動します。経済の影響を受けて株価も大きく変動します。したがって、株式のほうが負債よりもリスクが高いので、投資家が株式投資に対して要求するリターン、期待リターンは、金利水準よりも高くなります。ここで問題になるのは、事前的に投資家が高いリターンを要求して、事後的に実現するリターンも高くなるためには、どのような条件が必要かです。

実は、この答えは、企業財務、コーポレート・ファイナンスの重要な概念である資本コストにあります。資本コストとは何かということですが、ここで簡単に説明いたします。資本コストには二つの側面があります。一つは、投資家の立場からとらえた側面で、「証券投資の期待リターン」です。例えば、ある上場企業A社があるとすると、A社の株主がA社の株式に投資して平均的に何%のリターンを要求するかということです。この場合のリターンは、配当利回りとキャピタルゲインを合わせたものです。それを仮に10%だとします。資本コストのもう一つの側面は、企業の立場からみたもので、株式で調達したお金を事業にあてた場合の事業の必要リターンという意味があります。この場合、株式で調達したといいましたが、これは増資だけでなく、利益の内部留保も含みます。つまり、企業があげた純利益というのは株主に帰属するものですから、そのうち内部留保されたものは株主のお金だということになるわけです。

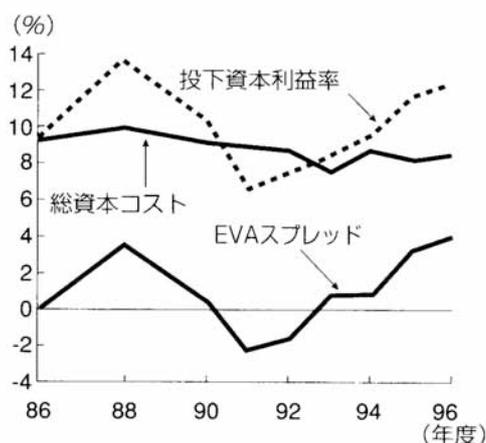
ここで重要なことは、これら2つが等しくなるということです。つまり、私がA社の社長だとすると、A社の株主が株式投資から10%のリターンを要求している場合、私は、株式で調達したお金を事業に投資する際には、その事業から10%のリターンを生まなければいけないということになり

図表5 日米企業セクターのEVAの推移

(1) 日経300(金融を除く)EVAスプレッド



(2) S&P工業株EVAスプレッド



(注) EVAスプレッド=投下資本利益率-総資本コスト

(出所) キャシー松井「EVAから見た日本の株価」『証券アナリストジャーナル』1998年3月号

ます。では、仮に事業から10%のリターンを生むことができず、5%のリターンしか得られなかった場合にはどうなるか。このような場合には、株価が下落してしまいます。ここが重要な点なのです。つまり、株式の事前的な期待リターンが事後的に実現するための条件は何かということ、企業が株式で調達した資金を事業に用いて株式の期待リターン、要するに株主が何%のリターンを期待しているかという水準を上回るリターンをあげることです。これが必要となるわけです。こうして事業のリターンが資本コスト、株式の必要リターンを上回ることにより、企業は事業から価値を創造したことになり、その結果、企業価値や株価が高まるわけです。

それでは、日本企業は果たして資本コストを上回るリターンを事業から生んできたのかを確認したいと思います。少し古いデータですが、ゴールドマン・サックスのストラテジストのキャシー松井氏が行った1996年までの分析結果をみます¹。ここで総資本コストという言葉が出てきます。企業の資金調達源は株式と負債であり、負債の資本コストは金利です。株式の資本コストと負債の資本コストを加重平均したものを総資本コストと呼びます。企業は株式と負債で事業に必要な資金を調達して、この総資本コスト分だけのリターンをあげなければなりません。ところが、実際にあげたリターンである投下資本利益率はそれよりも低くなっています。投下資本利益率から総資本コ

ストを差し引いた値のことをEVAスプレッドと呼びますが、89年から96年まで日本企業のEVAスプレッドはマイナスになっています。EVAスプレッドがマイナスになっているということは、資本コストを上回るリターンを達成できなかったということです。つまり、89年から96年までは日本企業は価値を創造していないというわけです。ですから、90年代に入って株価が下がるのも当然といえます。

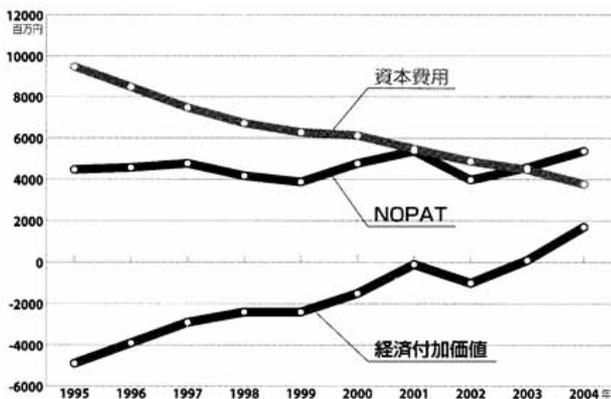
次に、アメリカの状況を見てみましょう。投下資本利益率と総資本コストの差であるEVAスプレッドは、アメリカの場合は86年から計算していますが、86年はほぼトントンで、その後、90年まではプラスになり、91年、92年はマイナスです。90年代前半は不況の影響を受けたため、アメリカ企業は価値を創造していないことがわかります。しかし、不況を脱出すると93年以降はEVAスプレッドがプラスに転じ、再び価値を創造し始めました。

その後の日本企業の価値創造の状況はどうなったかをみるために、EVAという言葉で分析します。EVAは英語のEconomic Value Addedの頭文字で、経済付加価値と訳されています。その定義は、税引後営業利益、つまり、営業利益×(1-法人税率)から資本費用を引いたものです。資本費用とは何かということ、資本を利用してどれだけの利益をあげるべきかという水準のことで、要するに企業があげるべき必要利益額ということ

¹ キャシー松井「EVAから見た日本の株価」『証券アナリストジャーナル』1998年3月号を参照。

す。具体的には、資本費用は投下資本に加重平均資本コストを掛けて計算されます。加重平均コストとは、要するに負債のコストと株式のコストを加重平均したもので、先ほどのキャッシュ松井氏の分析で出てきた総資本コストと同じです。EVAは税引後営業利益-投下資本×加重平均コストという式で計算されますが、これを變形するとEVAは投下資本×(投下資本利益率-加重平均資本コスト)という形で表すことができます。ここで投下資本利益率は税引後営業利益を投下資本で割った比率です。したがって、EVAがプラスだということは、投下資本利益率が加重平均資本コストを上回っていることであり、資本コストを上回るリターンを達成しており、企業は価値を生んでいることを意味しています。

図表6 わが国の全株式上場企業の経済付加価値の推移(1社当たり数値)



出所：日経メディアマーケティング

では、全株式上場会社の経済付加価値の推移を2004年まで計算した結果を示します。このデータは、私と共著がある元青山学院大学教授の井手正介氏が、日経メディアマーケティングと共同で計測した結果です。日本企業のNOPAT (Net Operating Profit After Tax、税引後営業利益)から資本費用を引いた経済付加価値は90年代はマイナスになっており、企業は価値を生んでいませんでした。2001年はほぼゼロでしたが、02年はマイナス、03年がほぼゼロになっています。04年にはやっとプラスに転じ、おそらく05年、06年もプラスになったであろうと思います。日本の株価は2003年が底で、その後は上昇しましたが、これは企業が全体として価値を生むようになり、それを反映して株価が上昇したということです。私は当時、日本企業が全体として価値を生むようになってきたことを反映して株価が上昇したので、このトレンドが続くならば、日本の株価は90年代の低

迷と違って長期的に順調なリターンを生むのではないかと、非常に楽観的に考えていました。ところが、その後、皆さんご承知のようにリーマンショックが起こって、利益も落ちてしまい、株価も下がってしまったわけです。

今までEVA、先ほどのROE、それから利益成長率の分析結果を紹介しましたが、次に現時点で当時の景気回復や企業の業績回復を振り返るとどういことがいえるかをお話します。2002年から日本の景気回復がありましたが、それは一つにはアメリカの消費拡大、それからもう一つは、日本の低金利政策がもたらした円安による輸出拡大に負っています。特に円安、低金利というのが大きかったと思います。ところが世界金融危機以降、アメリカの消費低迷、それから円高が起きたために、輸出企業が特に不振になり、日本の景気悪化と株価の下落が起こってしまいました。

バブル崩壊以降の日本の企業の業績回復の要因を細かく分析すると、一つは人員削減と非正規雇用の拡大等による人件費カットです。もう一つはやはり円安による輸出拡大が大きかったのではないかと思います。私は、先ほどのEVAの黒字転換を示すデータをみて、日本企業のリストラチャリングは順調に進んだと評価したのですが、必ずしもそうでなかったのかもしれませんが。確かにコストカットは進みました。しかし、それは価値を生まない事業からの縮小とか撤退が主であって、価値を生む事業の創出には成功していなかったのではないかと考えるからです。先ほどEVAがプラスになったと申し上げましたが、これも利益の上昇というよりも、むしろ資本費用の低下が大きいです。この資本費用というのは、投下資本と資本コストとの積ですが、資本費用が減少した要因は、金利が下がったことによって資本コストが低下した効果が大きかったと現時点では思っています。

<日本企業の経営課題>

今後の日本企業の経営課題が何かを考えてみます。もちろんマクロ的に日本経済の構造改善が行われねばなりません、ここではむしろ産業ベースとか、企業ベースで考えてみます。まず第一に、大企業のリストラチャリングが挙げられます。例えばエレクトロニクス産業についてみると、2000年代に入って直後にはリストラの計画を立てていました。しかしその後、景気が良くなってしまったために、リストラチャリングが十分進みませんでした。円安になったから儲かってしまい、撤退すべき事業の撤退が進まなかったのではないのでしょうか。

第二に、素材産業を例にとってみると、明らかに国際競争力を持っていない産業分野が多くあります。これは、業界ベースで構造改善しなければならない問題です。第三に、先ほどもいいましたけれど、少々抽象的な表現になってしまいますが、不振事業の縮小撤退だけでなく、価値を生む事業を創出していく必要があります。全体としては、対米輸出依存に代わる新たな「日本の産業発展モデル」の構築というのが望まれるだろうということです。しかし、果たしてこれを日本の産業界は達成できるのか、これが問題になります。

＜これから日本株に投資すべきか？＞

講演の本題になりますが、これから日本株に投資すべきかどうかです。いくつか選択肢があるとします。一番目の選択肢は、日本は復活するという立場に立ちます。日本経済にはマクロレベルでのさまざまな構造改善の課題があります。それから、産業界あるいは企業ベースでのリストラクチャリングなどの課題もあります。それらの課題を達成でき、ROEでいえば、例えば8%か10%かの水準を達成できると考えるなら、日本株に積極的に投資するという選択肢になるだろうと思います。

二番目の選択肢は、そうはいつでも現実をみると、先ほどの素材産業の構造改善の例からみても、もう国際競争力を失っている産業、セクターもかなりあるし、あるいは、一つの業界をみても企業間の格差があります。そうした点を考慮に入れると、インデックスファンドへの投資は問題があると思われまます。やはり価値創造が期待できるセクターや企業だけに投資すべきだといった考え方もあります。ただ、ここで難しいのは、価値創造が期待できるセクターというのは、業績が良いセクターや企業ということになります。業績が良い企業に投資すれば高い投資リターンになるかといったら必ずしもそうではないということです。例えばある会社の業績がこれから良くなるだろうと

いう予想があったとしても、既にそれが株価に織り込まれていれば、高いリターンにはつながりません。そこが株式投資の難しい点です。業績が良い企業をみつけて投資して、高いリターンを得る自信は、私にはとてもありません。しかし、自信がある人はこの二番目の選択肢もあろうかと思えます。

三番目の選択肢は、日本経済はマクロ的にも問題があるし、日本企業のリストラクチャリングも簡単にはいかない。したがって、日本株のウェイトを下げるべきだ。例えば株式投資するならば、他の先進国、あるいは新興諸国に投資すべきだといった選択です。

四番目はもっと極端で、もう日本株には一切投資せずに、冒頭に紹介したAXJ路線を選択し、もう日本は外すというものです。おそらくそう思っている海外の投資家もいると思います。

五番目は、私の今日の話よりもっと大きなテーマになりますが、特に1970年代初めの変動相場制の採用以降、金融資本市場ではもう十数回バブルが起こっており、株式市場だけではなく、例えば外国為替市場をとっても、バブルとクラッシュの連続である。したがって、日本株、海外株を問わず、株式の変動が非常に高まっているから、株式にはもう一切投資しない、銀行預金が一番安全なんだという考え方です。変動相場制の採用以降、国際的に金融資本市場の変動性が非常に高まっているとの指摘は事実あります。今後、金融資本市場がどうなるのか、なぜ変動性が高まったのかということは学問的な分析の課題になると思います。

以上、選択肢をいくつか挙げてみました。当然私にも答えはなく、神のみぞ知ることになります。逆に、皆さんはどうお考えになるかということをお願い掛けて、私の講演を終わりたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

(2011年2月25日収録)