



昨今の高水準の株価はバブルなのか？

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

1. ロビンフッド騒動

米国ではロビンフッド騒動に端を発する短期的な需給で株価が乱高下している。ロビンフッドは新興で売買手数料無料の証券ブローカーだ。名前の由来は言わずと知れた中世イングランドの伝承でロビンフッドは正義の味方だ。ロビンフッターはコロナ禍で在宅時間が長くなった間に初めて株式投資を始めた若年層が多い。ほとんどは小口の個人投資家だ。

SNS であるレディットの中の wallstreetbets (WSB)には玉石混交の情報があふれている。こうした中からリーダー格の人物が現れ、ロビンフッターを束ねることで、相場変動に大きな影響力を持つ例が 2020 年半ば頃から始まった。よくあるパターンは、ごく短期間で株価が 5 倍や 10 倍になることを狙うようなペニー・ストック(値動きの軽い小型株で、敢えて意識するならボロ株)への投資だ。しかも、空売りが蓄積された銘柄を狙う。そして、売り方による損切の買戻しによる相場の急騰局面で売り抜けることで、短期間で大きく儲ける投資を身上とする。売り方と買い方の関係は昔の日本の仕手戦と全く同じだ。

WSB で誘発される売買は、短期的な需給とみなしてよいだろう。これには、市場に流動性を与えるという意味で重要な存在意義はあるが、株価に表象される株式の本質的価値とはほとんど関係はない。また短期的な需給であっても、価格下落で発生する損失の規模が大きければ余波は大きくなる可能性はある。この面においても、これまでも数年前の AI が流行語となった後の AI バブル崩壊、クッキー規制で崩壊したアドテックバブル崩壊(広告規制)、など局所的なバブル崩壊は繰り返されていた。ロビンフッド騒動は、ペニー・ストックに対する局所的なバブル崩壊であり、株式市場全体を巻き込むバブル崩壊とまでみる必要はないだろう。ましてやペニー・ストックへの投資ブームが波及していない日本を含む諸外国は、直接的には元より無関係だろう。

2. コロナ禍終息後の経済と株価

より重要なのは、急落前の国民経済を体現する S&P500 や日経平均株価指数などの株価指数の水準が、ワクチンが普及してコロナ禍が終息した後の景気や企業収益と整合的であるかどうかだろう。

急落前の株価水準について、既にバブルの領域に達していたという見方はあった。根拠は景気や企業収益との乖離で、代表的な指標は株価収益率(PER)の高さだ。更に、コロナ禍が人心に深い半永続的な傷痕を残し、潜在成長率が下方屈折するという悲観的な見方もある。多くの世界銀行などの国際機関や主流派の経済学者はこの悲観的な見方に与する。

一方、コロナ禍がワクチンの普及で終息したら、景気が反動で抜群に良くなるという見方もある。この見方の根拠は主に2つある。1つは積みあがった預金だ。コロナ禍で消費を抑制した結果、米国は 2.0 兆ドル(2020/1 から 2020/9 まで、米国金融勘定、家計及び非営利団体)、日本でも 25 兆円の個人預金が積み上がった。コロナ禍が終息したら、この巨額の預金が消費に向かうとの見立てだ。既にその兆しはある。ワクチンの普及が速い英米では、ワクチンを打った後の夏のバカンスの予約が急増している。もう1つはオンラインの普及など技術革新で、これを根拠に英国のエコノミスト誌は、「狂騒の 20 年代」と呼ばれる空前の好景気だった 1920 年代に続いて二度目の 20 年代ブームが来るとも主張する。ただ、これらの楽観的な見方はごく少数派だ。

※本資料の使用に際し、最終ページの<本資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

3. 歴史のアナロジー

予測のための歴史のアナロジーは存在する。コロナ禍はよく戦争に例えられるが、類似の論争が第二次世界大戦終結の前後に米国で発生した。軍需がなくなることを根拠に景気停滞論を唱えたハンセンに対し、クズネッツは産業連関表を使って戦時中に抑えられていた需要が一気に顕在化することで逆に高成長になると予測した。結果は、戦争経済から平時に移行する1950年頃まではハンセンの勝利、平時への移行が終了した1950年以降はクズネッツの勝利だった。尚、2008年のリーマン・ショックの後にサマーズ元財務長官が唱えた米国経済の大停滞論は、歴史のアナロジーとしてハンセンの議論を現代に蘇らせたものだ。サマーズの大停滞説は、コロナ禍に巻き込まれたとはいえ、当否はコロナ禍が終息した後に判明する可能性が高い。奇しくも2020年の実質GDP成長率-3.5%は、終戦直後の1946年の-11.1%以来の低水準だった。尚、終戦直後の米国経済は混乱して1945-47年の3年間はマイナス成長が続いた。

ワクチンの普及で経済が正常化する過程は、終戦による戦争経済から平時への移行とは全く異なり、極めてスムーズなものとなるだろう。その意味で、クズネッツの主張こそが先例としての歴史のアナロジーとみることが可能だ。もしそうなれば、1950年代とは規模こそ違え、コロナ禍の間に抑えられていた需要が顕在化して景気が持ち上げられる可能性はある。要するに楽観派が正しかったと判明するということだ。ただ、それは数年先になるまで真実かどうか判明しない。

4. 歴史的帰納法によるバブルの見極め

一方、バブルであるかどうかを後から振り返るのではなく、現在進行形で見分ける方法は、キンドルバーガー、ガルブレイス、ミンスキーなど故人の経済学者の研究の蓄積がある。バブルに共通する主な現象は、時代は変わったと確信させるかのような画期的な技術革新、将来に対する過度な楽観、投資の未経験者を巻き込む投資ブーム、新奇な金融商品の開発、今度こそ過去のバブルとは違うという高い確信度、などだ。確かに米国では、売買手数料ゼロでFIREブームに乗るロビンフッターによるペニー・ストックへの投資、IPOに代わって特別買収目的会社(SPAC)を通じた新規上場、などいくつかの面でバブルの兆候は強く出ている。日本でも、ユーチューバーが言論の自由を根拠に値上がりが見込まれる株式銘柄を買い推奨し、スターのような扱いを受けて巨額の出演料を稼ぐ例が出ている。ゴールデンタイムのお茶の間に株式投資を煽るようなテレビ番組も増えている。

しかし、決定的な差異は、将来に対する過度な楽観が全くないことだ。現状はむしろ逆に悲観派の方が圧倒的に多い。相場のリズムとしても、過去を検証すると、不景気の株高とも言われる金融相場の次は、業績の安定的な伸びを背景とする業績相場が来るのが通例だ。その次に来るのが金融引き締めをきっかけとする逆金融相場で、バブルの崩壊はほぼ全て金融引き締めが引き金となっている。コロナ禍が残る間は、金融引き締めへの転換は展望できないだろう。

変化が起きる時代には、過去の延長線上に将来を見るマクロの視点のエコノミストは往々にして見誤る。一方、個別具体的な変化を追うミクロの視点のアナリストは、的確な予測を出す傾向がある。バブルかどうかを見定める上で、この鉄則を重視すれば、上手く乗り切れるのではないか。

重要なので繰り返すが、ミクロもマクロも見ない個人投資家がテレビゲーム感覚で行う株式投資は、株式の本質的価値とは無関係であり、短期的な需給とみなしてよいだろう。

以上

<本資料に関するご留意事項>

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。