

株式リスクプレミアムの「長期期待の状態」

—現代日本の株式市場（1989-2008）におけるケインズ『一般理論』再考—

山口 勝業

（日本証券アナリスト協会検定会員（CMA））

目 次

- | | |
|-------------------------|-------------------------|
| はじめに：ケインズ復活 | 3. サプライサイド：ファンダメンタルERP |
| 1. $P/B < 1$ は株主資本の赤字操業 | 4. 株価変動が織り込んでいる将来の予想の変化 |
| 2. デマンドサイド：ストラテジストの株価予想 | 展望：アニマルスピリッツ |

本稿は、過去20年間のわが国の株式リスクプレミアムの分析結果をケインズ『一般理論』に照らして考察する。ストラテジストの株価予想には楽観主義バイアスがあるが、企業の業績予想ベースのファンダメンタル・リターンには株価との有意な関係がある。現在の経済危機から脱出し、株式投資からリスクプレミアムを得るためには資本の限界効率を高める戦略が必要だ。それはアニマルスピリッツによってのみ達成されるであろう。

はじめに：ケインズ復活

2008年12月末、米国発の金融危機に翻弄された激動の1年は、日経平均株価指数（終値8,859.56円）が実に▲42%と史上最大の年間下落率を記録して終わった。東証一部全銘柄平均の株価純資産倍率は0.97にまで下落し、企業業績や雇用環境は急激に悪化している。危機の震源地米国では、大手投資銀行がFRBの監督下に入り、破綻寸前の自動車業界は政府が資金支援で辛うじて支えている。この非常事態に各国の中央銀行は一斉に利下

げに動き、わが国でも08年12月末の10年物長期国債利回りは1.165%にまで低下した。

これは果たして資本主義の「宴の終わり」なのか、それとも投資家にとっては「絶好の買い場」なのか。この未曾有の状況下で将来に向けた株式リスクプレミアム（Equity Risk Premium、以下ERPと略すことがある）を問うことは、まさしく証券アナリストに課された試練と言えよう。だが今日われわれがよりどころとしている現代ポートフォリオ理論に代表される金融経済学では、今回のような想定外の事象には歯が立たない（注1）。



山口 勝業（やまぐち かつなり）

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社 代表取締役社長。1979年一橋大学社会学部卒業、86年イェール大学経営大学院経営学修士、2008年専修大学大学院博士（経済学）。79年日本長期信用銀行入行、2000年より現職。日本ファイナンス学会・行動経済学会常任理事。著書『日本経済のリスク・プレミアム』（東洋経済新報社、2007年）、共訳書『証券投資の思想革命』（同、1993年・2006年）ほか論文多数。