

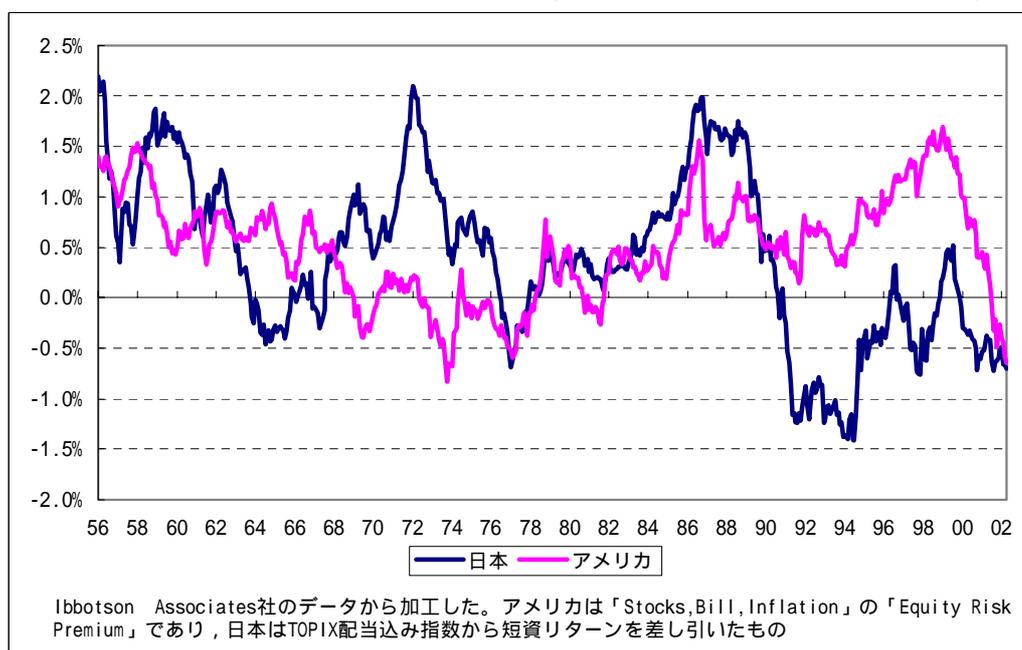
(証券市場)：株式リスクプレミアムは低下したか？ (上)

アメリカの金融専門家の間では、数年前から、株式のリスクプレミアムをめぐって、熱い論争が繰り広げられている。株式信仰の強いアメリカでも、もはやニューエコノミーを喧伝する人はいない。年金運用にとって、長期のリターンの源泉が株式であるだけに、この論争はひと他人ごとでない。さまざまな主張を紹介し、アセットクラスとしての株式を連載で再考する。

21世紀に入ってからのアメリカ株式市場は、90年代を通じ米国経済の強さを信仰するニューエコノミー論者に対し、FRBのGreenspan議長が議会報告で、あるいはRobert J. Shillerエール大学教授が著書「根拠なき熱狂」(Irrational Exuberance)で警告したとおり、NASDAQを中心とするITベンチャーブームの崩壊から始まり、エンロン・ワールドコム会計疑惑を経て、遂にNYダウも一時8,000ドルを割り込むなど深刻な下落に見舞われた。アメリカでは、このような株式市場の変調が一時的なものか、あるいは中長期的な転換点に差し掛かっているのかという疑問が、ファイナンス学者や株式アナリストの間で大論争になっている。

「超長期には株式ほど有利な資産はない」ということは、アメリカ人の信仰になっており、株式リターンが債券リターンを長期的には上回る(債券に対する株式のリスクプレミアムは正)、と信じられてきた。例えば、ペンシルバニア大学Jeremy J. Siegel教授のロングセラー「長期の株式投資」(Stocks for the Long Run)では、多くの実証データを示して株式の優位性を主張している。しかし、その彼にして、「株式のリスクプレミアムは今後低下する可能性が高い」と述べているのである。株式リスクプレミアム論争は、金融の専門誌や実務雑誌で多くの論者が様々な観点で見通しを述べている。米国の場合、株式リスクプレミアムの過去からの水準は5%弱といわれているが、今後は低下し、2~3%になるだろうとする多数意見の他に、中には今までとそう変わらないとする意見や、ゼロまたはマイナスになるという意見まで様々である。

図表1：日米の株式リスクプレミアム(60ヶ月移動平均；月次リターン)



図表 1 は、1952 年 1 月から 2003 年 3 月までのデータをもとに、日米の株式リスクプレミアム(60 ヶ月移動平均)を対比したものである。この期間のリスクプレミアムの(算術)平均は、それぞれ、6.95%、6.72%であった。両国とも比較的、類似した動きをしているが、1995 年から 2000 年までは明らかにアメリカのリスクプレミアムが異常に高い時期(バブル)が続いていたことが伺われる。

株式のリスクプレミアムが今後、今までのような高い水準が続かないとする根拠はどこにあるのだろうか? 根拠の一つとして挙げるのは、そもそもアカデミックな資産価格理論では、わずか 0.5%程度のプレミアムしか正当化できず、5%台の高い水準自体がパズルであるという。そのことを説得的に示したのが Mehra と Prescott による有名な論文「エクイティ・リスクプレミアム・パズル(1985)」である。それでは、理論と実績が異なる理由はどこにあるのだろうか。まず、理論的基礎である「消費 CAPM の理論」に欠陥があるか、データの取り方に問題があるとする説があり、これを改善する努力が試みられたが、解決には至っていない。一方では、最近流行の行動ファイナンスによる「投資家の近視眼的行動」に基づくとする説も唱えられた(Benartzi and Thaler, Shiller)。

そこで、理論では資本市場の取引に摩擦のない完全市場を仮定しているが、現実には、情報の流通性、税金、取引コスト、マーケットインパクトなど多くの摩擦があることに乖離の原因があるとの仮説が生まれた。しかし、証券市場は IT 化が進み、手数料も安くなって完全市場に近づいてきている。そのような論者の結論は、将来のリスクプレミアムは、以前のようには高くないだろうというのが大方の意見となっている。データの取り方では、1871 年からの超長期データに基づく実証(Siegel)や、米国以外の株式市場での検討(Jorion and Goetzman)が試みられている。

このような純理論的な関心とは別に、最初に述べた「株価水準が高すぎるのか否か」という論争が起こった。先の Shiller の本のほかにも、Arnott と Bernstein の共著論文「株式リスクプレミアムの正常値は何か?」(Financial Analysts Journal: 2002 年 3-4 月号)では、1802 年から現在までのアメリカの株式市場と債券市場の統計にもとづいて、きわめて高い経済成長や企業の利益成長がない限り、今後は、株式リターンは債券リターンと同水準の 3-4%に過ぎず、場合によっては下回る(リスクプレミアムが負!)可能性すらあるという悲観的な見方を述べている。

これに対し、Ibbotson と Chen の共著論文「長期の株式リターン: 実体経済への参加」(同上: 2003 年 1-2 月号)では、供給サイドの分析を採用し、企業の利益や一人当たり GDP に着目した複数のビルディングブロック・モデルを検討している。それぞれの要素はインフレ率、利益、配当、PER、配当支払率、BPR、ROE、一人当たり GDP などである。PER の趨勢的な上昇を見込むと、リスクプレミアムは 4%程度であるという。(続く)

(田中 周二)