

# 株式市場をめぐる神話

福 光 寛

## 目次

はじめに

1 投資としての株式—神話の崩壊

2 市場の売りを加速させたもの—日本の生保、株式投信への不信の高まり  
新たな神話—ヘッジファンド

付表

## はじめに

1998年末から99年初にかけて日本の株価は一段と冷え込んだ。98年の大納会を13,842.17円と13年振りの安値で引けた日経平均は99年1月の第1週に入ってなお下げ続けた。売買高も3,000億円前後と低調であった(表1)。この背景には市場をめぐる神話の崩壊がある。

日経平均が年末に13,000円台だったのは13年前の1985年。1日当たり売買額が3,000億円前後というのも1985年当時の水準である。他方、証券会社の役員及び従業員数は98年9月末に10万人を割り込み99,715人、店舗数は2,371となった。役員及び従業員はピーク時点に比べ6万人減り、店舗数は1,000店減じている。証券会社の役員及び従業員数が10万人を越えたのは1984年後半。店舗数が2,300店を越えたのは1985年後半である。証券業界全体が13年前の水準に戻ってしまった。このことは株式神話の崩壊に通ずる。

株式市場をめぐる神話

表1 1998年末から1999年初 単位：円，1日当たり億円，%

		日経平均	TOPIX	東証1部	国債指標	為替相場
		終 値	終 値	売買額	銘柄 基準気配	終 値
98/12/28	月	13,709.06	1,079.89	1,296	1.722%	116.11-116.14円
	29 火	13,846.90	1,088.83	1,676	1.878	115.34-115.37
	30 水	13,842.17	1,086.99	951	2.013	115.18-115.21
99/ 1/ 4	月	13,415.89	1,064.92	896	1.985	113.85-113.88
	5 火	13,468.46	1,048.33	2,815	1.929	111.51-111.54
	6 水	13,563.56	1,058.76	2,686	1.845	112.50-112.54
	7 木	13,563.56	1,069.60	3,733	1.659	110.95-111.00
	8 金	13,391.81	1,058.40	3,105	1.812	111.40-111.43

資料：日本経済新聞

## 1 投資としての株式—神話の崩壊

株価が13年前の水準にまで戻ったということは、投資家にとっては深刻な問題である。たとえて言えば、13年間株をもちこたえ、13年振りに目を覚まして売ろうとしても、株価は上がっていない、値上がり益が出ないということである。

1997年末の日経平均は15,128.74円だったから98年末よりはましだった。それでもどう工夫して計算しても10年で見ると国債投資と比べて株式投資

表2 投資資産としての株式

単位：%

加算平均値	5年	10年	20年
期 間	93~97	88~97	78~97
株式投資収益率（東証1部 前年購入当年売却）	3.2	0.2	11.2
東証1部単純平均利回り（年中平均）	0.8	0.7	1.0
長期国債応募者利回り（年期末値）	3.1	4.3	5.7
消費者物価指数（前年比）	0.8	1.5	2.3
国内卸売物価指数（前年比）	-1.0	-0.2	0.5

資料：付表1参照

## 株式市場をめぐる神話

は儲からないという数字が出てしまう(表2)。株価の大幅な値下がりにより、株式投資についての『神話』、つまり株式投資は長い時間をかけて行えば、他の金融商品よりも必ず有利になるという神話が崩壊しているのである。もちろんこの間の状況が特殊だと言って、これを誤魔化すことはできるが、神話が崩壊している事実(値下がりリスク)はもはや覆い隠しようがない。98年末の数字では状況はさらに悪化しよう。

## 2 市場の売りを加速させたもの—日本の生保、株式投信への不信の高まり

神話が崩れたと言えば、生保や株式投信への信頼も地に落ちている。不信の根本は客に損をさせて平気という、業界の体質にある。従来は不信感があっても乗り換え先がなかった。しかし規制緩和のお陰で投資顧問や外資系の商品に乗り換えることも可能になった。その結果、国内生保や国内大手株式投信などが急激に取扱資産規模を縮小させている。

日本の株式市場は、企業や金融機関の持ち合い解消や決算対策の売りという構造的売り圧力がある上に、97年から98年にかけては、国内生保や国内大手株式投信が急激な資産規模の縮小に見舞われた(表3、表4)ことから、生保や投信の高い売り圧力に直面することになった。

表3 国内生保16社の保険契約高の急減 単位:億円

	個人保険	個人年金	団体保険	団体年金	小計
97/3	14,431,418	835,850	5,739,853	510,827	21,517,948
97/9	14,307,217	826,582	4,764,053	505,253	20,403,105
98/3	12,112,785	806,066	4,136,761	501,742	17,557,354

資料:『金融ビジネス』

注:16社とは、日本、第一、住友、明治、朝日、三井、安田、千代田、太陽、東邦、協栄、大同、日本団体、富国、第百、東京。なお団体年金(一般勤定)は保証利率が94年度に5.5%から4.5%に、96年度にはさらに2.5%に引き下げられ、99年度にも多くの生保が引下げの予定。この過程で生保から信託銀行や投資顧問に年金資金の流出が生じた。また97年5月の日産生命の破綻や不況の深化の中、企業と個人の双方で保険契約を見直す動きが広がった。16社中、東邦生命は98/2にGEキャピタルと資本提携、同社の傘下に入り、合併で新会社エジソン生命を設立、エジソンは98/4営業開始。

株式市場をめぐる神話

さらに97年から98年にかけての急激な円安は、外国の投資家にとっては為替差損を意味したので、この時期に外国投資家が日本株の売りに回る大きな要因になった（表5、後掲表6及び表7）。

表4 投信国内大手6社の株式投信シェア急減 単位：%

	96/12	97/3	97/6	97/9	97/12	98/3	98/6	98/9
国内大手 6社	84.3	76.8	76.1	73.1	69.7	65.7	58.9	53.7
外資好調 7社	2.6	3.4	5.0	8.3	11.4	15.3	21.4	25.1

注：純資産額に占めるシェア 詳細は付表2を参照

表5 投資部門別株式売買状況（総合証券、東証1部、ネット、億円）

四半期	96Ⅳ	97Ⅰ	97Ⅱ	97Ⅲ	97Ⅳ	98Ⅰ	98Ⅱ	98Ⅲ
自己	-2,797	-7,137	-408	-9,330	-3,747	1,326	-11,347	-1,325
証券会社	-204	798	63	-216	0	134	-124	-63
個人	-6,141	1,264	-6,551	-1,539	-135	-491	-465	-466
外人	-2,601	5,562	16,506	4,805	-13,236	5,434	-12,874	-4,575
生損保	-1,099	-1,349	-2,990	-2,337	-2,272	-3,385	-1,746	-2,317
都銀長銀地銀	209	-2,901	-2,826	-2,169	-233	-1,497	-707	-2,037
信託銀行	14,735	7,588	6,884	14,096	22,449	8,563	27,944	14,119
その他金融	415	-451	-742	83	-365	-408	103	-354
投資信託	150	-2,130	-4,585	-1,868	-3,045	-1,763	-813	-629
事業法人	-1,884	-1,195	-2,364	-2,007	373	-4,320	-745	-2,465
その他	1,330	691	658	900	1,579	676	1,042	1,138
合計	1,645	825	2,658	276	502	1,460	195	1,020
cf 期末	96/12	97/3	97/6	97/9	97/12	98/3	98/6	98/9
TOPIX	1,470	1,373	1,554	1,388	1,175	1,251	1,230	1,043
日経225	19,361	18,003	20,604	17,887	15,258	16,527	15,830	13,406
外国為替								
期中平均	112.81	121.22	119.57	117.94	125.27	128.05	135.75	140.00

資料：東証

新たな神話—ヘッジファンド

なお外人投資に絡んで円での借入れ資金コストが低いため、国際的な

## 株式市場をめぐる神話

投機資本であるヘッジファンドが円資金を調達し、運用資金として使っていた、その一部は日本の証券市場で運用されていたと指摘されている（なお低利の通貨で資金調達して高利の通貨の市場で資金運用して利鞘を稼ぐ行為はキャリートレードと呼ばれている）。

この背景には邦銀の資金調達問題がある。

信用力の低下のためドル調達力の弱った邦銀が、外銀とスワップでドル資金を調達すると外銀にはおそろしく低利の円資金が残された。外銀はこれを日本への短期国債投資で運用したともされるが、一部をヘッジファンドに貸し付けた。ヘッジファンドは低利で借り入れた円を高利の債券やデリバティブ商品で運用した（この開始時期はジャパンプレミアム問題が起こった1995年秋頃からとの指摘がある）。ヘッジファンドは理論的に予想される方向に沿って投機を行うとされ（現実の価格と理論的価格との間の歪みが修正されるとの見込みで投機を行う）、日本については円売り、株価先物売り、債券先物買いのポジションで98年の夏までは運用していたとされる。銀行株の空売りにも積極的に関わったとされている。時に力づくで意図した相場を実現しようと売り崩しをしかけることもあるとされる。こうした運用は結果的に円安、株安、債券高という日本のマーケットの状況に結びつき、ヘッジファンドに巨額の利益を与えてきたと考えられる。

ヘッジファンドは実態が分かりにくい点もあって、その力の大きさをめぐって新たな神話を生み出している。ヘッジファンドに国際金融混乱の原因を求める解釈もある。米大手金融機関によって模倣運用が大規模に行われたことも無視できない。ただその元の資金が邦銀のスワップ資金だということは興味深い。ヘッジファンドらの暗躍は日本にも責任があるということになるからである（世界史的には冷戦の終結により各国の軍事予算が削減され、世界経済の統合・再編が進行していることが、投機の背景となっている）。

なお債券先物売買金額における外人投資家の比重は94年当時月当たり6-10%、金額的には月に9-25兆円。これが98年には12-21%、17-35兆円とな

株式市場をめぐる神話

っている。同様に日経平均225先物では94年当時の月当たり外人投資家の比重は11-19%，金額的には2-6兆円。これが98年には25-38%，金額的には3-10兆円となっている（数字は東証，大証による）。新たな神話は私たちにとって研究の新たな糸口を示していると考えられる。

表6 対内証券投資（ネット，年統計） 単位：億円，1ドル当たり円

暦年	1992	1993	1994	1995	1996	1997
対内（外国資本）						
株式	11,445	21,426	48,656	46,310	51,083	33,119
債券等	-10,632	130	1,693	8,887	38,745	27,874
外国為替						
期中平均	126.62	111.06	102.18	93.97	108.81	120.92

表7 対内証券投資（ネット，四半期統計）

四半期	96Ⅳ	97Ⅰ	97Ⅱ	97Ⅲ	97Ⅳ	98Ⅰ	98Ⅱ	98Ⅲ
対内								
株式	2,095	9,589	21,150	11,518	-9,138	18,564	-13,392	-3,072
債券等	5,166	1,979	5,203	7,988	12,706	-2,605	1,940	4,525
外国為替								
期中平均	112.81	121.22	119.57	117.94	125.27	128.05	135.75	140.00

資料：日本銀行

著者の関連論文

- 福光寛「米国における銀行の投資信託販売について」『証券経済』186，1993/12.  
 同上「銀行による投資信託販売の波紋」『地銀協月報』1994/6.  
 同上「証券業界の再生と公社債投資信託」『証券研究』114，1996/2.  
 同上「外人投資と日本の株式市場」『立命館経済学』46-2，1997/6.  
 同上「1997年11月の金融パニックについて」『立命館経済学』46-4，1997/10.

著者連絡先

tel. 03-3816-3425 fax. 03-3816-3426 E-mail: fukumitu@seijo.ac.jp

株式市場をめぐる神話

付表1—1 株式投資収益率とインフレ率

暦年	CPI	前年比	DWPI	前年比	GBY	IRE	YE
1978	68.3	4.2	90.3	-0.6	6.180	15.0	1.48
79	70.8	3.7	94.8	5.0	7.788	10.8	1.42
80	76.3	7.7	109.0	15.0	8.227	8.4	1.48
81	80.0	4.9	110.5	1.4	8.367	21.0	1.46
82	82.3	2.8	111.0	0.5	7.969	2.1	1.58
83	83.8	1.9	110.3	-0.6	7.698	23.0	1.31
84	85.7	2.3	110.4	0.1	6.969	29.4	1.02
85	87.4	2.0	109.5	-0.8	6.582	27.0	0.92
86	88.0	0.6	104.4	-4.7	5.454	40.1	0.74
87	88.0	0.1	101.1	-3.2	5.000	46.2	0.59
88	88.6	0.7	100.6	-0.5	4.811	14.6	0.51
89	90.7	2.3	102.5	1.9	5.306	22.4	0.45
90	93.5	3.1	104.1	1.6	6.799	-15.9	0.49
91	96.5	3.3	105.1	1.0	5.836	-11.3	0.62
92	98.1	1.6	104.2	-0.9	4.763	-24.8	0.88
93	99.4	1.3	102.6	-1.5	3.469	13.7	0.79
94	100.1	0.7	100.8	-1.8	4.550	7.3	0.71
95	100.0	-0.1	100.0	-0.8	2.907	-13.1	0.85
96	100.0	0.1	98.4	-1.6	2.751	17.7	0.72
97	101.9	1.8	99.0	0.6	1.991	-9.4	0.92

CPI: 消費者物価指数 DWPI: 国内卸売物価指数 1995=100

GBY: 国債店頭基準気配 (年末) 単位: % 以下同じ

IRE: 東証1部投資収益率 (日本証券経済研究所 前年購入当年売却)

YE: 東証1部平均利回り (年末) 資料: 日本銀行, 東証

付表1—2 株式投資収益率とインフレ率 (5年平均)

期 間	78~82	83~87	88~92	93~97
CPI	4.7	1.4	2.2	0.8
DWPI	4.3	-1.8	0.6	-1.0
GBY	7.7	6.3	5.5	3.1
IRE	11.5	33.1	-3.0	3.2
YE	1.5	0.9	0.6	0.8

株式市場をめぐる神話

付表2 株式投資信託純資産額主要各社別推移

単位：億円

	96/12	97/3	97/6	97/9	97/12	98/3	98/6	98/9
国内大手6社								
野村	27,547	25,840	26,414	23,256	20,755	21,277	21,578	19,585
大和	20,206	18,509	20,234	17,686	15,221	15,028	14,741	12,469
日興	17,435	15,308	15,798	14,380	12,741	12,547	12,018	10,918
国際	10,849	6,539	6,552	5,705	5,213	5,449	5,483	6,561
山一*	15,205	14,155	14,925	12,858	7,067	6,129	5,573	4,453
新光	4,987	3,675	3,762	3,448	3,182	2,770	2,507	2,034
太陽	6,210	4,088	3,778	3,387	2,755	2,514	2,206	1,790
朝日**	5,342	3,687	3,535	3,218	2,652	2,418	2,162	1,790
小計	107,781	91,801	94,998	83,938	69,586	68,132	66,268	59,600
同上比率	84.3%	76.8%	76.1%	73.1%	69.7%	65.7%	58.9%	53.7%
国内新興4社								
農中	1,276	1,444	1,307	1,572	1,968	2,222	2,070	2,264
日本興業	1,763	2,115	2,034	1,891	1,768	1,666	1,523	1,512
ニッセイ	1,936	1,727	1,905	1,639	1,225	1,174	1,071	1,475
富士	745	993	1,034	848	840	1,090	1,187	1,333
小計	5,720	4,552	6,280	5,950	5,801	6,152	5,851	6,584
同上比率	4.5%	3.8%	5.0%	5.2%	5.8%	5.9%	5.2%	5.9%
外資低迷2社								
ジャーディンF	1,910	1,910	2,003	1,694	1,279	1,283	1,500	1,347
シュローダー	1,212	1,864	1,507	1,081	826	802	690	589
小計	3,122	3,774	3,510	2,775	2,105	2,085	2,190	1,936
同上比率	2.4%	3.2%	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%
外資好調7社								
ゴールドマンS	157	649	1,503	2,286	2,800	3,773	6,940	11,277
アライアンス	-	313	772	1,667	3,333	5,196	7,124	5,687
インベスコ	894	638	1,071	1,093	924	835	1,115	4,035
LGT***	381	433	789	1,522	1,742	2,217	2,774	***
クレディS	89	73	90	402	206	902	2,339	2,871
マーキュリー****	1,565	1,543	1,579	1,607	1,353	1,475	2,077	2,548
モルガンS	258	360	467	931	996	1,426	1,768	1,492
小計	3,344	4,009	6,271	9,508	11,354	15,824	24,137	27,910
同上比率	2.6%	3.4%	5.0%	8.3%	11.4%	15.3%	21.4%	25.1%
総額	127,797	119,598	124,827	114,758	99,865	103,670	112,535	111,055

\* 98/4よりパートナーズ。 \*\* 97/9より一勧朝日。 \*\*\* 98/9よりインベスコが吸収。

\*\*\*\* 98/7より、メリルが吸収し、メリルMAMと改称。ゴールドマンとアライアンスは日興と国際への販売依存度が高い。クレディSも野村への販売依存度が高い。またアライアンスの開業は96/11。 資料：証券投資信託協会