

今年度に入り、市場のムードが大きく揺れた。日経平均株価は四月にバブル後の最安値七六〇七円をつけた後、急速に反発、一万円を回復した。一〇年国債金利は〇・四％にまで低下していたが、こちらも急上昇し、一％前後で推移している。

これらの変動を引き起こした要因はいくつかあるが、投資家心理があまりにも弱気になっていた反動という側面が強い。

投資家を弱気にさせていたのが「世界デフレ」に対する懸念である。投資家が恐れたのは、アメリカの景気の停滞と、それに伴う株価の下落が負の連鎖を形作り、一九九〇年代の日本経済の二の舞になることだ。

とりわけ日本の投資家にはその懸念が強かった。デフレの先輩として日本が世界の大手となることというような開き直りさえあった。このため、株式が売られ、債券がゼロ金利に近い水準にまで買われた。

イラク戦争が短期に終結し、新型肺炎も一段落して、投資家心理は冷静さを取り戻した。海外の株式はイラク戦争の開始前後から上昇

に転じていた。春以降に公表されたアメリカの経済指標も、投資家の懸念ほどには悪くなかった。このため海外投資家は強気に転じ、日本株にも買いを入れた。それを見た日本の投資家も弱気を捨てたのである。

株価や金利が反転すると、四月の株価の安値とは何であつたのが気になる。もう一度、その水準にまで下落するのだろうか。

日経平均株価の七六〇七円とは、一九八九年末の最高値三万八九一五円の五分の一以下であり、八二年の水準に戻ったことになる。もしもこの四月の安値水準で株式を購入し、これ以後は配当利回りは一・三％程度得られ、一〇年国債金利に比べてはるかに有利だ。

図は、この株式の配当利回りと一〇年国債金利を長期間にわたって比較している。この図を見ても株式が

MARKET EYE
マーケット・アイ

**割安な
状態が続く
株式**

川北英隆
中央大学専門大学院
国際会計研究科 教授

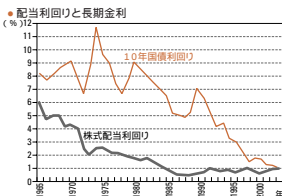
割安だとわかるだろう。株式投資の収益には、配当に加え、値上がり益がある。これらの株式投資の収益は、そもそも企業利益に由来して生み出される。そこで重要なのが配当利回り（税引後一株利益/株価）である。

今期の予想利益ベースで計算すれば、四月時点での配当利回りは六％近くには達していた。一〇年国債金利との差が実に五％にまで拡大していたのである。

つまり、企業が今期程度の利益を将来とも稼いでいけるのなら、国債に投資すること比べて、株式投資は五％の超過収益をもたらす可能性がある。逆に、株式配当利回りの水準を下回るまでに配当利回りの低下した国債が割高だともいえる。最初に述べた投資家の極端な弱気が、証券市場での価格形成を歪めていたのである。

割程度戻った。しかし、配当利回りと一〇年国債金利は依然、ほぼ同じ水準にある。配当利回りと一〇年国債金利との差は四％程度だ。株式が極端に売られている水準とは言えなくなってきたが、それでも歴史的に見た安値圏にあることに変わりない。

結論を述べれば、多少相場は戻ったものの、投資のチャンスはまだある。他方で一〇年国債は依然、買われすぎの水準だ。企業から見れば、低位で推移している金利で資金調達するチャンスがまだあることになる。



注: 図は年平均値。2003年は7月末の数値。
資料: 東京証券取引所、日本銀行データ等に基づいて作成。