

コロナが揺籃するイノベーション

～株価V字回復の理由～



武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



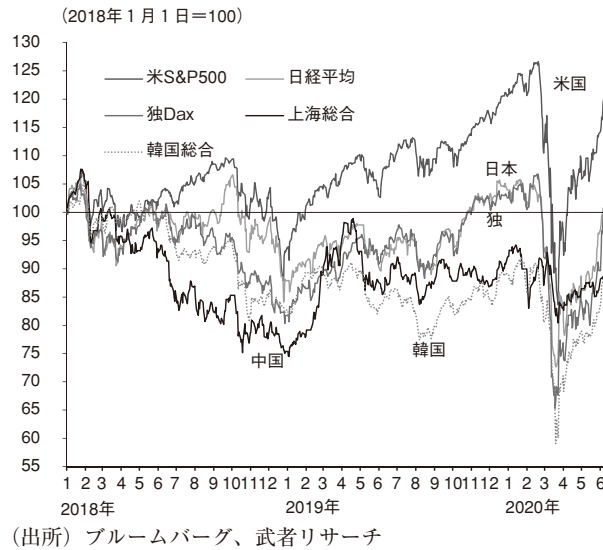
武者 陵司氏

はじめに

日米株価はV字回復した。4週間で4割弱の史上最速の暴落の後、10週間で約5割と史上最速の急騰を遂げ、6月初めにはコロナショック前のピーク比95%の水準に迫った。ハイテク中心のナスダック指数はすでに史上最高値を更新した。世界的にはコロナパンデミックが依然猛威を振るっており、先進国では戦後最悪の失業が記録されたばかりである。米国では史上最長の景気拡大が終わり、128か月ぶりでリセッションに陥った、その時点の株価跳躍は、尋常ではない。図表3に見るように二番底が来ると投機筋はショートポジションを積み上げているが、大きく踏み上げられている。図表4に見るように、MMFにおける待機資金は空前の水準まで積み上がっている。高値波乱の様相もありしばらくは変動の大きな相場が続くかもしれない。

しかし長い目で見ると、市場はすでにコロナ後に訪れる経済ブームを織り込み始めているとも考えられる。コロナパンデミックはイノベーションの3要素、技術、資本、市場（ニーズ）を見事に揃えてくれた。リモートワークなどネット・デジタル化を一気に促進し、ビジネスモデルとライフスタイルを根底的に変革しつつある。この市場ニーズに対して、5Gをはじめ新技術が解を提供する競争が始まっている。そして超金融緩和と空前の財政出動、同時に進行する株高が、巨額のリスクキャピタルを提供している。緩慢に進行して

(図表 1) 主要国株価 (2018年以降)

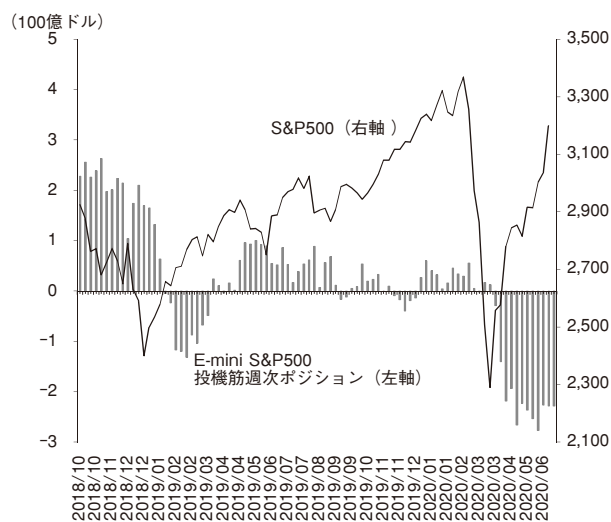


(図表 2) 主要国株価推移 (2009年3月9日以降)



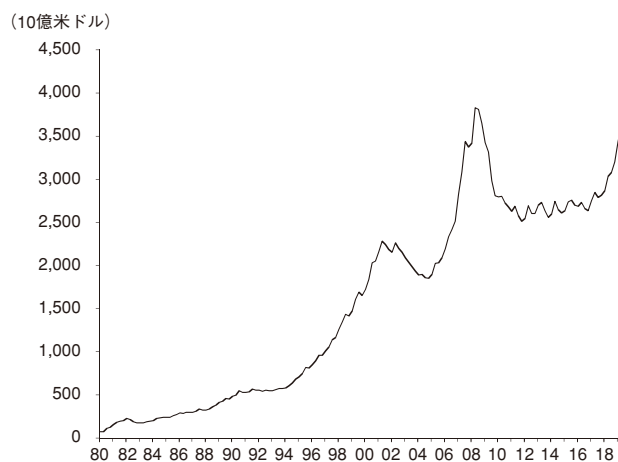
いた情報ネット革命が、コロナにより一気に堰を切ったような奔流に変わっていくと予想される。とすれば株価がコロナ前の水準に戻るどころではない、壮大な長期上昇が始まった可能性が強いのではないだろうか。

(図表 3) S & P500指数と先物投機筋ポジション



(出所) FRB、武者リサーチ

(図表 4) 積み上がる待機資金（米国MMF残高推移）



(出所) FRB、武者リサーチ

1. 想像を絶する感染蔓延と戦後最悪の景気後退

武漢だけだと思っていたコロナ感染が瞬く間に全世界に蔓延し、医療崩壊はイタリア、

米ニューヨーク州など先進国を直撃した。米欧ではようやく第一波は沈静化したが、ブラジル、インド、ロシア等新興国では依然大流行は衰える気配を見せていない。全世界の被害は感染者数800万人、死者数43万人と発生源の中国の100倍に達し、最悪シナリオをはるかに超える展開となっている。世界的に経済活動がほぼ停止状態になり、あらゆる経済指標は戦後最悪、失業率は大恐慌以来最高になった。この新型コロナは感染力が著しく強く、ワクチンの完成、集団免疫獲得までは、Withコロナの時代が続く。あと半年から最長で3年、この間経済の完全回復は困難である。人的接触を回避しながら恐る恐る経済活動が再開されても、第二波、第三波の流行が起きその都度活動は圧迫される。

こうした中で、日米株価はV字回復した。4週間で4割弱の史上最速の暴落の後、10週間で5割と史上最速急騰を遂げ、コロナショック前のピーク水準に迫っている。ハイテク中心のナスダック指数はすでに史上最高値を更新した。先進国の世界的感染者数は3月末でピークを打ち、経済は戦後最悪の低水準から上向いて来ている。米国はじめ各国政府・中央銀行は禁じ手を連発して財政・金融救済策を打ち出し、経済金融の崩壊を防いでいる。これが市場に安心感をもたらしているのである。

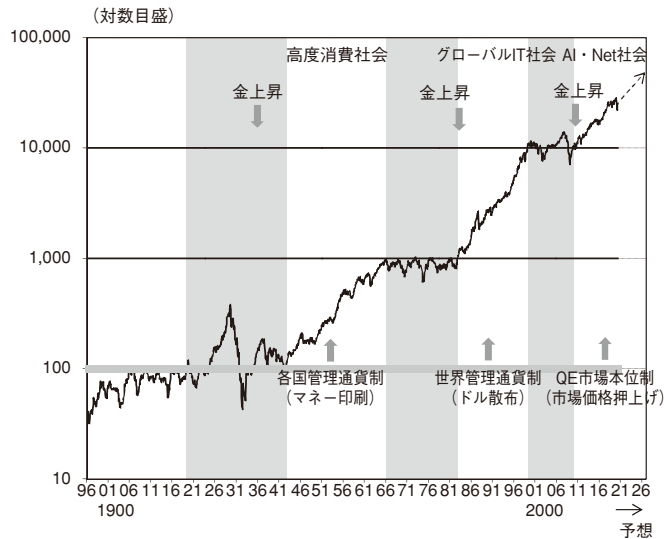
しかしフィナンシャルタイムズ等経済ジャーナリズムは、この株価の急回復はユーフォリア（多幸感）で持続性がないとキャンペーンを張っている。エコノミスト誌は「ウォールストリート（株価）とメインストリート（現実の経済社会）の危険な断絶」という特集（5/9-15日号）で、楽観を戒めている。悲観論の根底には、リーマンショック後の経済成長は禁じ手政策の連発による砂上の楼閣であり持続性はない、という大局観がある。コロナパンデミックは、いずれ下されるべき審判を速めたに過ぎない、というわけである。

手放しに楽観できる状況にないのと言うまでもないが、当局も報道も専門家も、ことさらに楽観しないようにバイアスをかけていることも事実である。経済と市場はもっと合理的であるはずである。本稿では、長期経済ブームの波は終わってはいない、コロナの後には再度上昇の波に戻ると主張したい。理由はコロナが歴史の流れを押し進めると考えられるからである。

■ 2. 長期経済ブームは終わっていない

誰も一番知りたいのは、今まで続いていた経済繁栄が終わったのか、それとも一時的に遮断されただけなのか、であろう。コロナが起きる直前までは世界経済はブーム状態、ネット情報通信革命が進展し、米国の失業率は3.5%と史上最低まで低下、株価はリーマ

(図表 5) NYダウ工業株と経済社会、金融制度



(注) データは1896年5月末より月末終値ベース

(出所) djaverages.com、武者リサーチ

ンショック後10年間で4倍になった。この長期的経済ブームが続くとすれば、株価の鋭角的戻りは必ずしもユーフォリアとは言えない。むしろ大きく下落したところは絶好の仕込み時とも言える。

米国株式を100年単位で振り返ると、20年間で10倍になるという長期ブームとその後の10年間の調整が繰り返されてきた。1950～60年代NYダウは100ドルから1,000ドルへと10倍になったが、1970年代の10年間は1,000ドルと全くの横ばいであった。1980～90年代の20年間には1,000ドルから10,000ドルへと10倍になったが、2000年代の10年間はITバブル崩壊、リーマンショックという二つの暴落があり、ならしてみれば10,000ドルで横ばいであった。2010年代に入り再度20年10倍の勢いで上昇相場が始まっていた。この戦後3回目の大波が終わったのかどうか問われる。

コロナ以前から3つの歴史的趨勢が起きていた。①ビジネス、生活、金融、政治のすべてを覆いつくすIT・ネット・デジタル化、②財政と金融の肥大化による大きな政府の時代、③中国の孤立化と国際秩序・国際分業の再構築、である。しかしこうした歴史的趨勢は、牢固な障害物により展開を阻まれ、それがここ10年近く世界経済の桎梏となっていた。障害物とは、ネット化に対しては既存の慣習・制度・変わりたくない抵抗勢力、大きな政府に対しては、健全財政信仰、緊縮金融信仰、中国抑制に関しては中国経済力の脅威、中国

の横車・恫喝、等である。

これらの阻害要因が歴史の流れを押しとどめ、澁みができ、政治・制度・経済・社会・生活等で大きなひずみが起こっていた。ここ数年顕在化していた世界経済の病、デフレ（＝供給力余剰）、ゼロ金利（＝資本余剰）、は変化を押しとどめる障害物が引き起こしたものと理解することができる。あと一つの病、格差拡大も上述の阻害要因が是正の邪魔をしていた。コロナパンデミックはこれらの阻害要因をことごとく壊し、歴史的趨勢を加速させるだろう。コロナ感染が沈静化した時、世界経済はより活力を高めているはずである。本来なら何年もかけ多くの失敗の後にようやくたどり着いたであろうこれらの結論に、コロナパンデミックにより瞬時に到達できた、このことの意義は大きい。

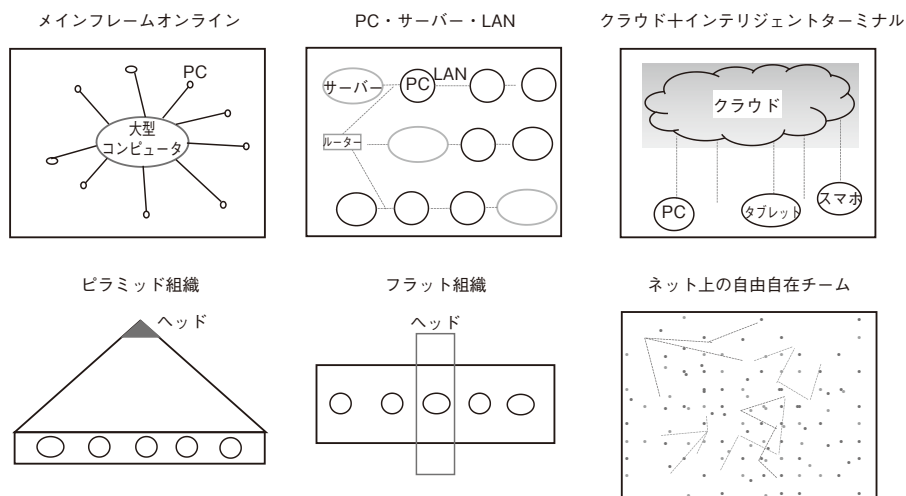
■ 3. ネット化、デジタル化が一気に進む

コロナでインターネット活用の障害物、古い制度・習慣・変わりたくない抵抗勢力が吹き飛んだ。人と人との直接接触を避ける切り札としてのネット化が、有無を言わせない至上命令となった。なかでもテレワークの普及は、働き方を劇的に変え新しいライフスタイルとビジネスモデルを巻き起こしている。企業の外部閉鎖性の改革、労働時間の短縮・フレックス化、兼業・副業の常態化、テレワークの障害物であったハンコ文化の一掃、ドキュメントの紙からデータへの転換も大きく進んでいる。アリバイ作りで出社し、会議に出席しているだけの社員はあぶりだされるだろう。年功序列雇用が色濃い日本は、ネット導入に大きく立ち遅れていたが、ここで一気に遅れが取り戻されるだろう。多様な方向で労働編成改革が断行される。業務の外部委託がさらに進み、コスト削減と新たな商品開発の両方が進展する。

今回のパンデミックで日本の行政や医療の対応の見劣りが露呈されたが、その原因がデジタル化、ネット化の遅れにあることも、明白になった。政府はこの遅れ解消を至上命令として、予算措置をつけている。マイナンバー化・行政の効率化、スマホ情報の社会的活用、教育のIT化、医療のIT化、金融のIT化、エンタメのIT化（音楽、映画、ゲーム）など、社会各層でのネット化も進むだろう。メディアの主役交代、都市集住の見直し、スマートシティ、セカンドハウス取得などの社会変化も予想される。

ネット化によりあらゆる経済資源はネット上で顧客を見出し、適切な価格で評価されることになる。ネットにより市場原理が一層貫徹し、神の見えざる手がより細部にいきわたる。つまり市場が効率化し生産性が高まる。またネットで生活コストは大きく低下し所得

(図表6) ネットワーク／コンピュータの進化と組織（人間関係）



(出所) 武者リサーチ

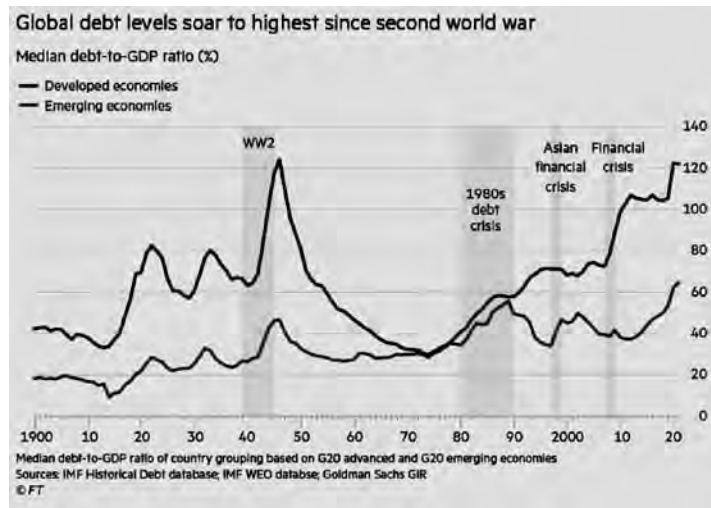
の余剰が生まれる。その余剰所得が向かう新規支出はどこになるだろうか、ライブ、実体験、人的接触が価値を持つ時代に入っていくように思われる。

■ 4. 大きな政府の登場、財政主導でセーフティーネット敷かれる

この10余年で、2回の経済ショックが世界を襲った。2008年のリーマンショックと今回のコロナショックである。この2回のショックは経済政策（財政政策と金融政策）の禁じ手解禁という歴史的意味を持っている。リーマンショックでは、バーナンキ元FRB議長による空前の金融緩和、量的金融緩和（QE）が開始された。QEの本質は、中央銀行がマーケットにおける第三者的・中立的存在ではなく、買い手として登場したことにある。暴落した資産を断固として買い入れることによって価格を引き上げ、信用秩序を回復させた。リーマンショックの直後、株価は6割を超える大暴落となり、リスクプレミアムは急上昇していた。しかしQEが功を奏しその後10年間で株価は4倍となり、史上最長の経済拡大が実現した。

そしてコロナショックにおいて、もうひとつの「禁じ手」財政拡大思想が解禁された。コロナショックは天災であり、放置されれば大恐慌にまで発展しかねない。そこで、できることは何でもするべきということで、各国の政策当局が足並みを揃えた。米国はまず

(図表 7) 先進国・新興国の債務対GDP比率の推移



(出所) フィナンシャル・タイムズ

2.2兆ドル、次いで4,600億ドルの追加支出を決定した。CBO（議会予算局）は2020年の財政赤字は3.7兆ドル、対GDP比17.9%と戦後最高になると予想している。世界で緊縮財政派の筆頭であったドイツも3月の補正予算1,300億ユーロに続き6月に1,300億ユーロの景気対策を発表した。財政収支は2019年の+1.5%から200年には-7%に達すると予想されている。FT掲載の図表7に見るように先進国の債務/GDP比率は2020年には第二次世界大戦中の120%に匹敵する水準まで上昇すると予想されている。

MMT、シムズ理論（FTPL）等、財政を有効活用する経済理論と政策は、大多数のエコノミストの反対にあい、実現は困難であった。しかし、奇しくもコロナパンデミックにより財政のけた外れの拡大は不可避となった。また、金融システムを守るために中央銀行はこれまで以上にバランスシートを大膨張させ、信用を緩和している。

財政政策、金融政策の禁じ手の解禁に対しては警戒論が強いが、筆者は正解だと考える。緊縮財政の縛りがなくなったことで、その後の景気回復は速まるが、だからと言ってインフレも金利急騰も起きない、株価が上昇するだけだろう。そもそもコロナ感染が発生する前の世界経済は、物価低下圧力＝需要不足、と金利低下圧力＝金余りという二つの問題を抱えていた。需要不足はインターネット・AI・ロボットによる技術革命が生産性を押し上げ、供給力が高まっていたために引き起こされた。金利低下は企業の高利潤が遊んでいるために引き起こされた。よって財政と金融双方の拡張政策で余っている資金を活用し、需要を

(図表 8) 米国経済レジームと実質株価推移



喚起することが必要であった。遊んでいた資本と供給力が活用されることで景気はコロナ感染前より良くなる。財政節度という今の時代に全く適合していない呪文から解き放たれることは、本来最も必要なことであった。

大恐慌が「ゆりかごから墓場まで」の近代的社会保障制度の起点になったように、新たな社会的セーフティーネット構築へと進むきっかけになるかもしれない。時あたかもシカゴでの容疑者絞殺抗議から発した、反人種差別と反格差の機運が高まっている。コロナパンデミックが社会的セーフティーネットの飛躍的拡充、ユニバーサル・ヘルスシステムの登場、ユニバーサル・ベーシックインカムを開くかもしれない。

■ 5. 米中対立と中国のプレゼンス低下

現在の国際秩序において中国のオーバープレゼンスが問題であることはわかっていたが、中国の圧倒的経済力、執拗な圧力・恫喝により、国際社会のベクトルは揃わなかった。しかしコロナパンデミックにより国際社会は脱中国で腹が決まった。中国からの生産拠点のシフト、国際機関などでの中国の横暴の抑制、国際秩序再構築などは、有無を言わせない流れとなるだろう。

腹が決まったことで、不確実性も消えた。各国、各企業は中国の外に供給源を見出さな

いと競争に負ける。各国は中国依存のサプライチェーンの危険性を認識し、生産拠点をアセアン・台湾、米国、日本へ移す可能性が高まっている。中国に宥和的でファーウェイ製品の採用を決めていた欧州諸国も、それを見直すかもしれない。脱中国により、多くの地域・国で投資が活発化するだろう。しかし米中対決の当事者中国も覇権争いのさなかの景気後退は容認できず、景気テコ入れをし続けるだろう。

このように概観すると、コロナパンデミックがいつ終わるかはまだ不確かであるが、終息の後には肥沃の広野が待っていることが分かる。

