

何故コロナパンデミックが 歴史的株高を引き起こしているのか

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

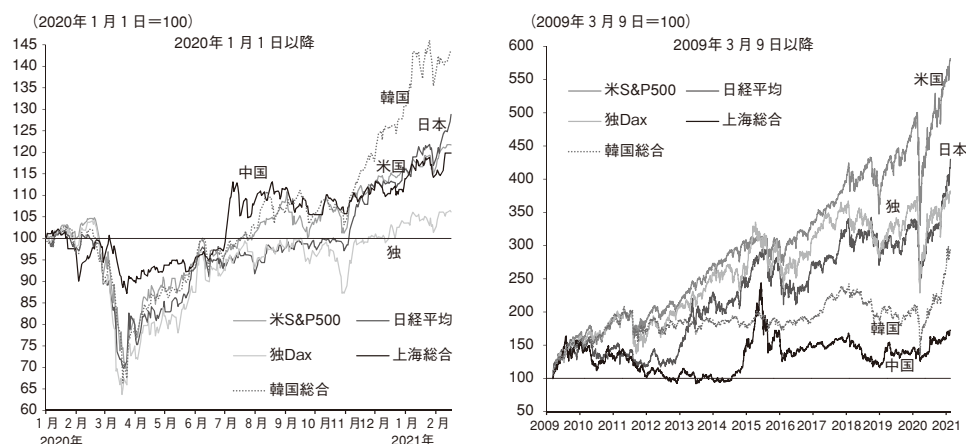
米国株式は連日のように史上最高値を更新している。株式投資アプリ「ロビンフッド」を使った個人投資家の集中的株式投資で株価は乱高下したが、その影響も1～2週間で消えた。日本株式も30年ぶりに日経平均3万円の大台を超えた。高所恐怖症から株価はバブルであるとする議論は根強い。しかし、この強烈な株高に対して、「コロナパンデミックを機に人類の経済新時代が切り開かれつつあることの現れ」、との評価を与える方が、筋が通っている。以下その根拠を詳述したい。

1. 歴史的な世界株高と日本株式で始まった「負のバブル」の是正

第一に2021年は短期景気ブームの加速が見込まれる。加えて全世界で欲望と貯蓄が堆積しており（いわゆるペントアップデマンド）、コロナパンデミック終息の暁にはその一気発現が見込まれる。鉄鉱石、銅、石油、海運運賃などの商品市況急騰、半導体などの在庫不足にその兆しが表れている。バイデン大統領はワクチン接種を就任100日で1億回実施すると説明しているが、米国ではすでに1日150万人以上の接種が実施されており、この約束は実現可能であろう。とすれば年後半にはコロナ制圧が見えてくる。

本来2020年は、2018年春にピークを迎え2019年末にボトムを打った世界製造業景気循環の回復の年になるはずであった。世界製造業ミニサイクルは2015年春ピーク、2016年央ボ

(図表1) 主要国株価推移



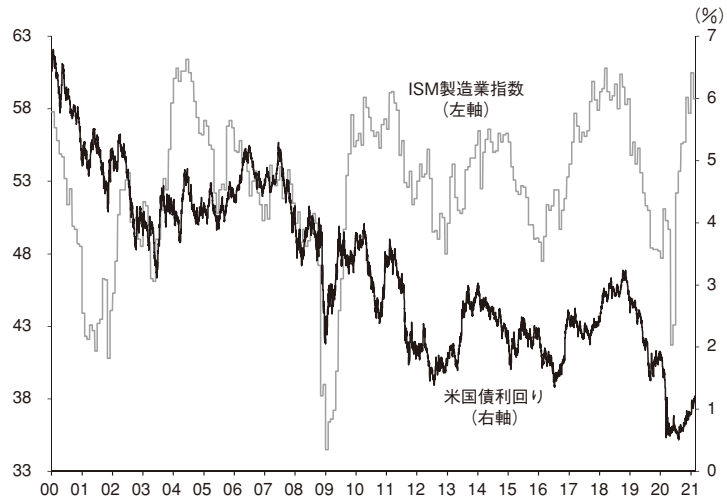
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

トム、2018年春ピーク、2019年秋ボトムとなっていた。2018年半ばからのミニ後退は、スマホや自動車の買い替えサイクル、米中貿易戦争による投資案件棚上げ、などによって起こった。その底入れ直後にコロナパンデミックがおき、ミニサイクルの底がさらに大きく引き下げられたわけだが、その分2021年のリバウンドの力が蓄積されている。2021年後半には強烈な短期循環の上押し圧力が顕在化するのではないか。

第二により長期的にはイノベーションが加速することが見えてきた。コロナパンデミックはイノベーションの3条件、技術、市場（ニーズ）、資本（リスクキャピタル）を見事なまでにそろえた。すでにすべての人間活動をネットデジタル化する技術は存在し、潤沢な資本もあったが、ニーズが欠けていた。しかしコロナは在宅勤務、在宅授業、在宅診察など、大半のビジネスと生活をネット化する緊急必要性をもたらし、一気に市場ニーズが形成された。それによりDX化のトレンドが可視化され、イノベーションに先行すべく、デジタルネット革命での投資競争が展開されている。脱炭素、自動車のEV化の流れがそれをさらに加速させている。

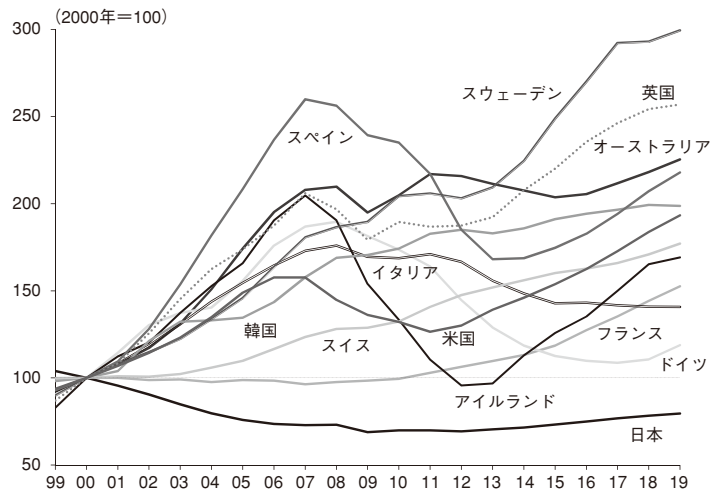
第三に日本株式に関して「非理性的ペシミズム (irrational pessimism)」の是正が始まったことが特筆される。失われた30年の間に日本株式を巡って「非理性的ペシミズム (irrational pessimism)」が染みついてしまった。日本は成長できない特別の国だ（少子高齢化、突出した財政赤字等を口実とした）との誤った思い込みが、アカデミズム、メディアで定着してしまった。今、二つの「非理性的ペシミズム (irrational pessimism)」①

(図表 2) 米国製造業ISM指数と10年国債利回り推移



(出所) 米供給管理協会、ブルームバーグ、武者リサーチ

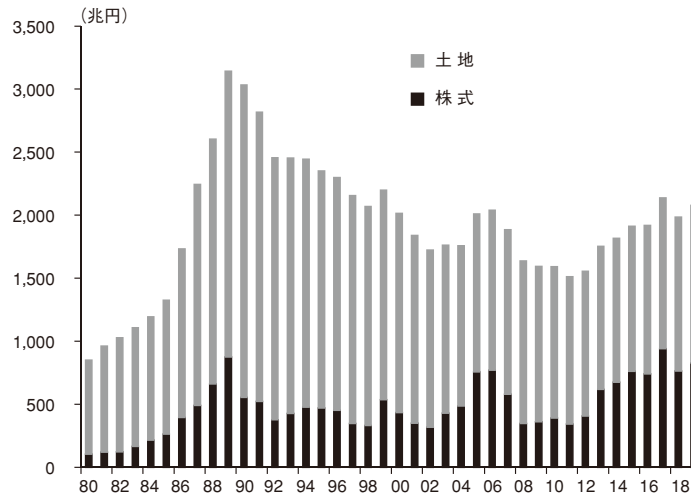
(図表 3) 主要国名目住宅価格推移



(出所) OECD、武者リサーチ

異常に割安な株式バリュエーション、②極端なリスク回避の金融資産ポートフォリオ、の
是正運動が起きている。株式バブルとは株価が本源的価値からかけ離れており、それはい
ずれ市場価格の急変により是正されるものだが、バブルには二とおりが存在している。通

(図表 4) 日本の株式＋土地時価推移



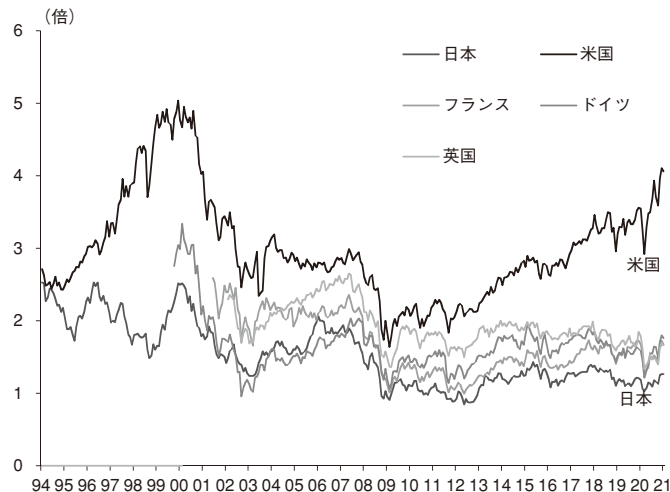
(出所) 内閣府、武者リサーチ

常は値上がりしすぎのバブルであるが、日本には値下がりしすぎの「負のバブル」が定着している。図表 3 に見るように株式や住宅のバブルは日本だけではなく全世界で発生し崩壊したが、日本以外はバブル崩壊の後、資産価格はバブル前の水準に戻っている。バブルが崩壊したまま元に戻らなかったのは日本だけであり、日本においては値下がりしすぎの「負のバブル」が定着してしまったのである。図表 4 は日本の資産価格（土地＋株式時価）であるが、1989年3,142兆円であったものが土地、株価の過剰な値下がりにより、2012年には1,512兆円と半減し、著しい負担を企業と銀行、家計に与えた。今この過剰な値下がりの是正運動が起きているのである。

こうしたことの結果、日本株式のバリュエーションは先進国で最低水準になっている。日本の各国のPBRを比較すると米国4.0倍、独・仏・英1.7倍、日本1.2倍と極端な割負けが存在している。これが欧州並みに是正されるだけで日本株式は5割上昇する。米国の半分の2倍まで是正されるとすると、株価は2倍の暴騰となる。いまこの日本に固有の「負のバブル」の是正が始まっていると考えられる。

また日本人の金融資産ポートフォリオにおいては、いわゆる安全資産（現預金・債券）保有に極端に偏ったポートフォリオが、家計、機関投資家に定着してしまった。例えば家計の自由に運用できる金融資産（全体から年金保険の準備金を除いたもの）の構成比率を日米で比較すると、米国では株式・投信67%、現預金・債券29%であるが、日本は現預金

(図表 5) 主要国株式PBR推移

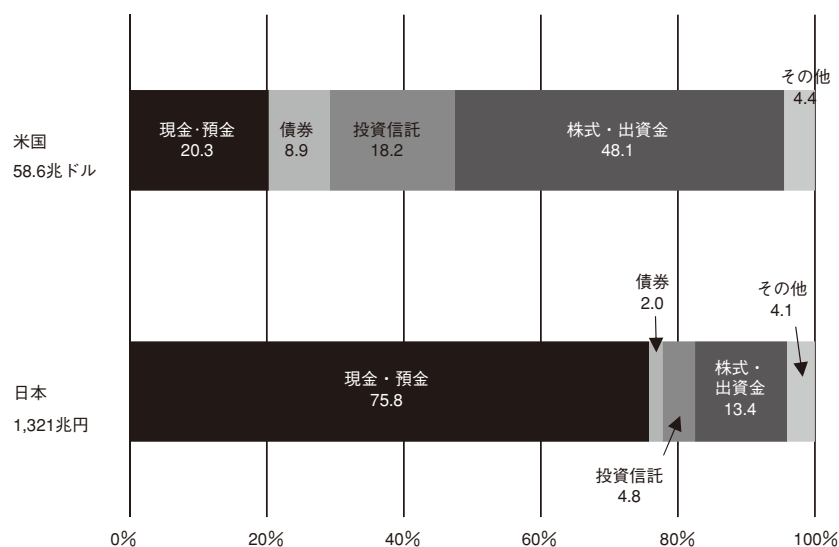


(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

・債券78%、株式投信18%と、極端なリスク回避型になっている。株式はほぼ2%の配当と確実な値上がりが見込まれるが、現預金は利息ゼロ、債券に至っては利息ゼロに加えて将来の金利上昇（＝値下がり損）が見込まれるのであるから、この日本のポートフォリオは「非理性的ペシミズム（irrational pessimism）」に支配されていると言わざるを得ない。日経平均が過去10年でほぼ4倍、過去1年でほぼ2倍に上昇した実績を目の当たりにしている今、怒涛のような資金シフトが「安全資産」から株に向かわざるを得ないだろう。今進行している日本株高がそうした「非理性的ペシミズム（irrational pessimism）」の是正であるとする、この株高にさしたる押し目はない。一直線の水準訂正が起きるだろう。

このように考えれば悲観論者は色眼鏡を外す時である。長期にわたるデフレと経済停滞で、日本の投資家心理は悲観の色眼鏡に慣れ親しんでしまった。しかし早く今それを変えないと投資損失を被るかもしれない。特に、①資産価格値上がりはいずれバブル崩壊という罰を受ける、②金融緩和、財政出動はつけを後に回す悪い政策である、の二つの思い込みは捨てるべきであろう。特に財政金融一体緩和は、インフレか政府破綻に帰結し失敗するとの見方がコンセンサスになっている。しかし、インフレは株式などの実質資産価値を引き下げる。また政府の実質債務を減価させる。つまりインフレは資産と債務を両建てで棒引きし、平和的に調整する。1970年代の米国はまさにそれであった（1967年から1982年にかけて名目株価は横ばいであったが年率7%のインフレにより実質株価は15年間で3分

(図表 6) 日米家計金融資産構成比比較 (除く 年金保険準備金)



(注) 2020年3月末現在、保険・年金準備金を除く

(出所) 日本銀行、武者リサーチ

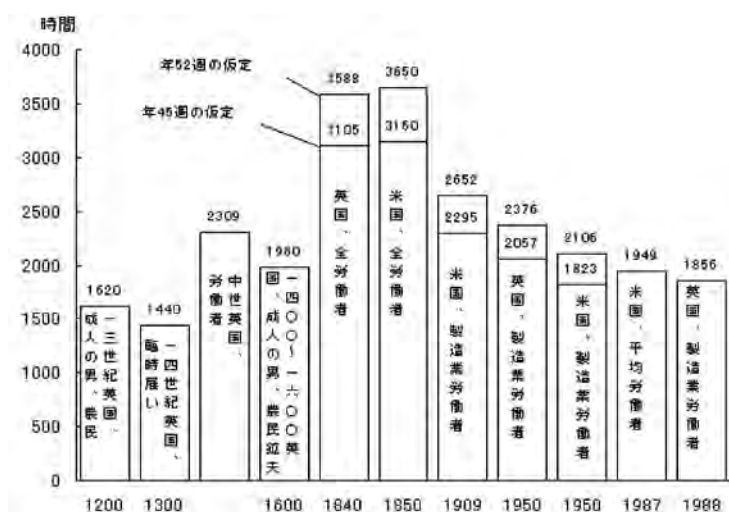
の1に減価したのである)。投資家にとって2021年の最大のリスクは、「持たざるリスク」であり、「資産価格下落リスク」でないことは、昨年と同じであろう。

2. コロナ禍がもたらす労働形態多様化、劇的労働時間短縮

以上のような目先の趨勢に加えて、より本質的な変化、労働形態多様化、労働時間の劇的な減少が始まっている。物理的な集合労働、集合教育の時代が終わりつつある、リモートワーク、フレックスワーク、が常態化し、労働時間が劇的に減少するだろう。仕事の大半はいつでもどこでもアクセスできるネット上で行われるようになる。それによる労働時間の減少が消費力を大きく向上させるだろう。在宅勤務が常態化し、週休三日制を検討する企業も現れている。自民党が週休三日制を検討しているといわれている。これからよりダイナミックな労働時間短縮が展開されていくだろう。

歴史を振り返ると、労働時間は驚くほど低下してこなかった。ロシア革命の2年後の1919年、資本主義を守るために労働者の保護、労働条件改善の必要性が意識されるようになり、国際労働機関 (ILO) が設立された。その1号条約では週労働時間の上限48時間がうたわれた。この週48時間労働が日本など主要国において、100年経ってもあまり達成さ

(図表7) 800年間の労働時間推移 (英国、米国)



(資料) 米商務省センサス局「米国歴史統計」1975 (1909年分)

ILO、労働統計年報 (1950年分)

ジュリエット・ショアー、森岡ら訳「働きすぎのアメリカ人」窓社 (原著1992) (その他年分)

(注) 1840～1950年のデータは週労働時間から労働週数の仮定をおいて計算されている

週労働時間は、1840年：週69時間、1850：70、1909：51.0、1950：45.7 (英)、40.5 (米)

(出所) 本川 裕氏「社会実情データ図録」(<http://honkawa2.sakura.ne.jp/>)

れていない。100年で約10倍の労働生産性上昇が実現したにもかかわらず、人類の労働時間は殆ど変わっておらず、生産と消費のバランスが著しく崩れてしまった。これほど人類の技術と生産力が高まったのに、労働時間だけは、中世からあまり変わっていないことは、不思議である。人類の歴史を振り返ると、日の出から日没まで働いていた中世より現代人の方がより長時間働いていたことがわかる。

過剰生産、供給力余剰、資本 (=貯蓄) 余剰、デフレ、ゼロ金利等、今先進国が直面する問題の主根本の原因はここにある、と考えられる。つまり、100年前に比べて生産性 (=供給力) が著しく増加したにもかかわらず、消費の土台となる余暇が全く増加していないため、消費力が停滞していることに、諸問題の根本原因があるのではないだろうか。すでにモノの消費需要は飽和点に達し、サービス消費が需要の中心になっている現在、需要を喚起するためには、一段と余暇を増加させなければならない。つまり働きすぎが需要不足の原因とも言えるわけである。

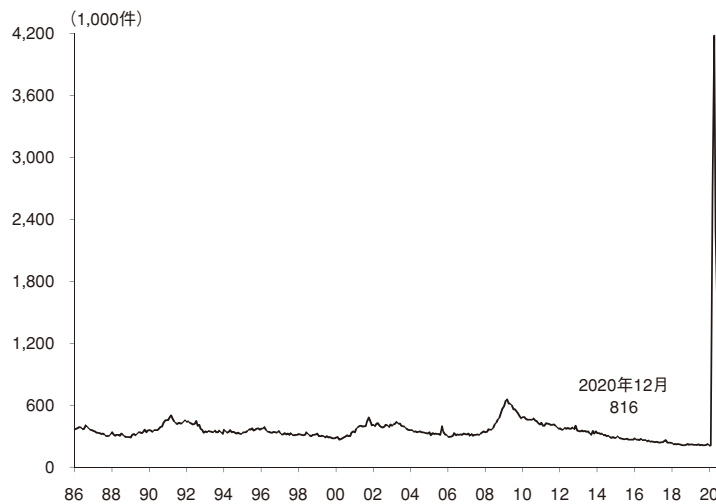
長期労働は家族運営・子育ても困難にする。長時間労働で先進国へのキャッチアップを果たしてきた日本、韓国、中国などのアジア諸国で出生率が急低下している最大の原因は、

(図表 8) 改善が止まった米国労働参加率推移



(出所) 米国労働省、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 9) 高止まりする米国新規失業保険申請件数

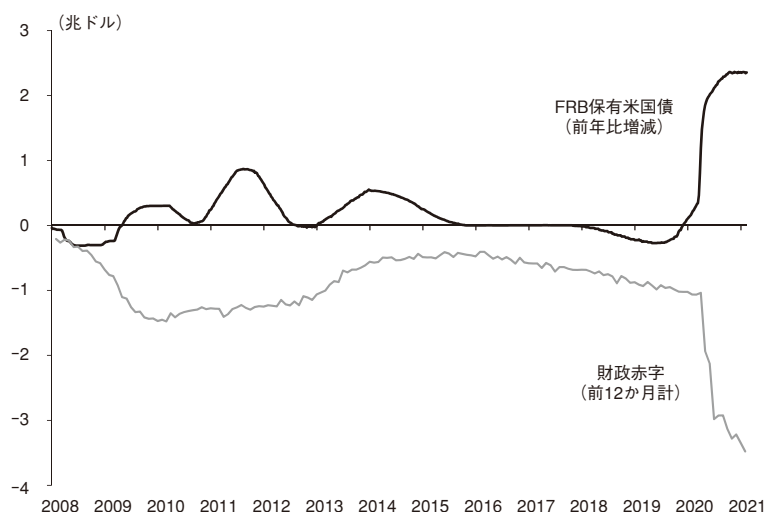


(出所) コンファレンスボード、武者リサーチ

長時間労働・労働形態の柔軟性の無さにある、のではないか。

コロナパンデミックが引き金を引いた労働編成の劇的变化は、100年分のWork Life Balance（労働時間vs.消費時間）を是正するものになるだろう。それは人間関係、組織形

(図表10) 米国で事実上定着したMMT（中銀による財政ファイナンス）



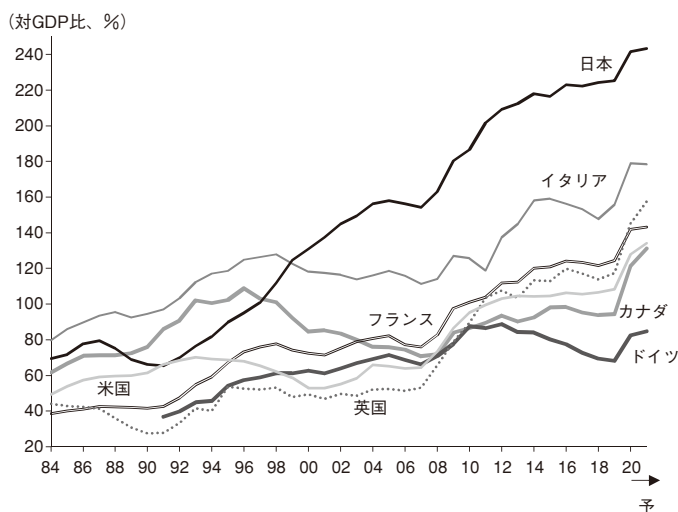
(出所) FRB、米財務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

態をも根本的に変革していくだろう。原始採集経済⇒農業経済⇒工業経済に次ぐ新たな社会ステージが、ネットデジタル革命によって引き起こされ始めている。人間社会が工場制機械工業をコアとする編成から根本的に離脱し始めたと考えられよう。

他方企業は労働時間の短縮をする代わりに、雇用の削減によりコストを抑えようとするだろう。それが進行すれば大恐慌並みの大不況に陥る危険性も出てくる。先進国中景気回復ペースが最も順調な米国でも、コロナ前の水準に雇用は戻らないかもしれない。図表8、9に見るように、労働参加率、新規失業保険申請件数の改善が停滞しており、FRBや財務省はこれを懸念している。だから新規需要創造（＝雇用創造）が政府によって担われる必要性が出てくる。バイデン政権は1.9兆ドルのコロナ対策に加えて、4年間で2兆ドルという巨額のインフラ・環境投資を公約している。

こうした歴史的現実の中で、イエレン米国財務長官の「財政政策については、大規模な経済対策で債務は増大するものの、金利が歴史的低水準にある現在、大きな行動に出ることが最も賢明であり、長期的には経済対策の恩恵はコストを大きく上回る」との主張が説得力を高めている。

(図表11) 政府総債務（対GDP比）

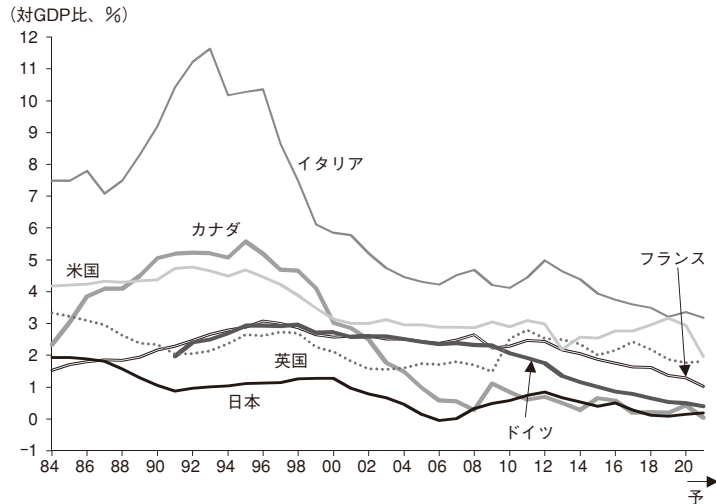


(出所) OECD (経済協力開発機構)、武者リサーチ

3. イエレン氏が容認したMMTの意義

イエレン財務長官の上記の宣言は、これまで異端視されてきた議論をワシントンの政策中枢に招き入れたものと言ってよいだろう。イエレン氏が上院で訴えたのは、債務の水準をいったん忘れ、財政支出がもたらすリターンに目を向けてほしい。米国経済が高成長を復元すれば、約26兆9,000億ドルに上る連邦債務と利払い負担は十分吸収できるというロジックである。同氏は「債務が膨らみ続けているにもかかわらず、GDPに対する利払い額の比率は2008年の金融危機前を上回っていない。パンデミックの経済に対する打撃に対して必要な措置を講じなければ、財政を赤字にしてもやるべきことをやる場合より、悪い状況に陥る公算が大きい」と言い切った。イエレン氏と呼応する形で、パウエル議長も財政債務論の見直しに踏み込んでいる。パウエル議長は景気回復と財政の持続性はともに重要である。しかし今は政府債務のGDP比は高いものの国債費は抑制されているので、今後数年に財政リスクが顕在化する可能性はないと述べた。また、債務負担の増加についても、現在は「財政抑圧」の状況には至っておらず、FRBは物価と雇用の政策目標の達成に注力することが可能と指摘した（2020年12月17日FOMC後の記者会見）。このようにして図表10に見るように、米国は財政赤字拡大と一体化したFRBによる国債保有の拡大、つまり事実上のMMT（中銀による財政ファイナンス）の世界に入っているのである。

(図表12) 政府純利払い (対GDP比)



(出所) OECD (経済協力開発機構)、武者リサーチ

なお財政赤字の政府総債務 (対GDP比) よりも政府純利払い (対GDP比) の方が重要であるという米国政府の新方針は、依然前者のみにこだわっている日本とは好対照である。後者が重視されるとなれば、日本の利払い負担は先進国中最低なので、日本の財政出動余力が十分大きいという議論が高まってくるだろう。米国で定着しつつあるMMTは、金利の上昇とインフレ高進を引き起こし、政府破綻に帰結する、と批判されてきたが、まず当分はそのような懸念は杞憂であろう。

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根本的困難を抱えていた。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 (生産性上昇によって企業が獲得した付加価値) と家計の過剰貯蓄が購買力を先送りして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、需要を喚起することが必要であった。コロナパンデミックを契機に、遊んでいた資本と供給力が活用されれば、景気はコロナ感染前より良くなるはずである。

供給力余剰と貯蓄余剰の経済においては、財政赤字は悪であるというファンダメンタルズ分析に基づかない経済学者、メディア、エコノミストの強迫観念こそが、破壊的な政策をもたらしてきた、とのMMT提唱者の主張は説得力がある。(例えばウィリアム・ミッ

チェルニューカッスル大学教授 「コロナ危機と財政膨張①」 日経新聞経済教室2020年12月22日)

武者リサーチは現在の先進国挙げての財政ファイナンス=MMTは破綻することなく、政策目的を成し遂げる可能性が強いと主張してきた。特に米国は、①金利低下が住宅需要の増加に結びつく、②コロナ危機の下でも期待インフレ率はほとんど低下していない、等アニマルスピリットは健在である。財政金融支援により需要は大きく高まり、需給ギャップは縮小し、FRBが望む2%インフレターゲット実現の可能性は高い。その過程で長期金利は2%を超える水準まで回復していくものと思われる。MMTはこのようにして政策的有効性が証明され、支出対象を教育、新技術開発、新ソーシャル・セーフティネットなどの分野での歳出財源の手段として定着していくのではないだろうか。

