

グローバルユーフォリアと 日本株ユーフォリアの行方 ～なぜ日本も組み込まれたのか～

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

この数カ月、筆者は、日本の株価について比較的強気のスタンスを続けていた。長年、グローバルでユーフォリアが訪れても、日本市場はその大きな波に乗ることはできなかったが、今回はグローバルユーフォリアに上手く組み込まれたように見える。何が変わったのか。それが本稿のテーマである。

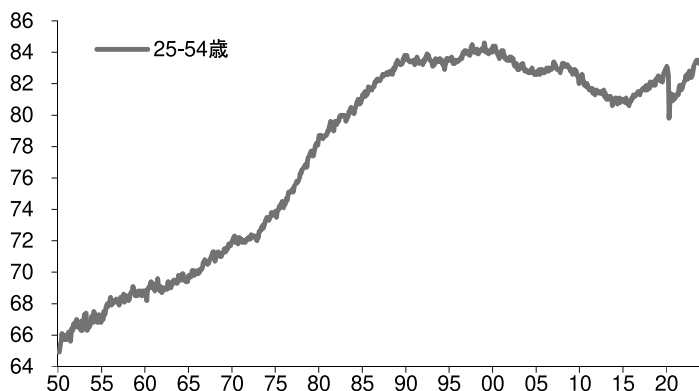
グローバルユーフォリアの背景

まず、米国の政策金利が5.25-5.5%と極めて高い水準にある中で、グローバルユーフォリアが続いているのは驚くべきことのようにも見えるが、FRBの利下げ観測から、米国の長期金利が昨秋に大きく低下したことを筆者は重視してきた。とは言え、長期金利が低下しただけではユーフォリアは訪れない。実体経済の大きな改善が必要であり、「同調」という人間の業として、改善を実態以上に評価することで、ユーフォリアは醸成される。

今回の米国のファンダメンタルズの改善は、一連の新技术による生産性の改善期待がもたらすインフレ率の低下（とそれがもたらす金融緩和観測）である。まず、米経済の拡大が続く中で、インフレが鎮静傾向にあるのは、サプライサイドの大きな改善があったためだ。コロナ禍で退出した高齢者は労働市場には戻ってこなかったが、プライムエイジの労働参加がコロナ終息後も進んだ。もちろん労働供給の改善には、バイデン政権の移民再開策も大きく貢献していた。

ただ、米国の総需要がむしろ強いと考えられる中で、インフレが鎮静傾向を続けている

(図1) 米プライムエイジの労働参加率 (%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

のは、労働供給の増加だけが原因とは言えない。むしろ、プライムエイジの労働参加率は、昨年半ば以降、既に頭打ち傾向にあり、他の要因を探る必要があるだろう。

生産性向上の背景

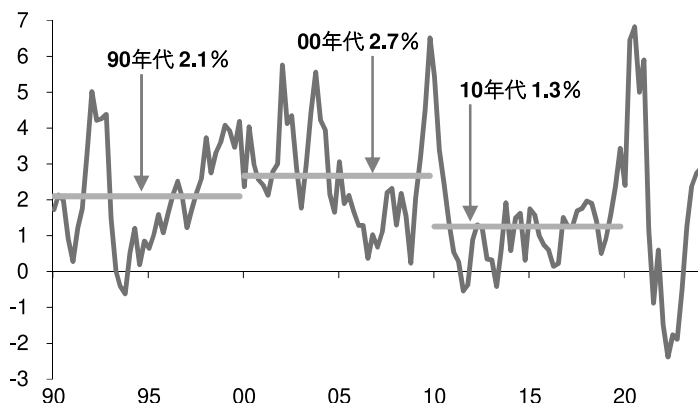
まず、コロナ禍の公衆衛生上の理由から、AIやロボティクスなども駆使して、生産性の向上が図られた。コロナ終息後の人手不足局面においても自動化のための投資が続けられ、そのことも生産性向上に大きく寄与している。また、コロナ禍をきっかけに、リモートインテリジェンス技術が広範囲に利用されるようになり、出張旅費等のコストが大きく抑えられるようになったことも、生産性の向上に貢献したと見られる。

さらに、これは拙著『成長の臨界』（慶應義塾大学出版会）で論じていたことでもあるが、米国では、経済再開後に人手不足社会が到来する中で、労働者は元の職場には戻らず、より高い賃金をオファーする生産性のより高い企業に転職した。こうしたリシャッフル効果から、マクロ経済的に見ると、高い賃金上昇率が生産性上昇率の改善によって吸収され、景気拡大が続く中で、インフレの鎮静が可能となったのである。

新技術による生産性向上は一時的

とは言え、生産性上昇率の改善は、現段階では、さほど大きなものとは言えない。現在の生産性上昇率は、近年で最も生産性上昇率が高い時期と受け止められている2000年代の平均である2.7%に達したばかりであり、この水準が今後も維持されるかどうかは、極めて不確実である。AIやロボティクス、リモートインテリジェンスなど新技術による生

(図2) 米国の労働生産性上昇率(前年比、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

産性の著しい改善があったとしても、一度限りというのが、歴史の常ではないのか。インターネット革命の効果が現れたとされる2000年代も一度限りの生産性の向上に終わった。

しかし、利下げ観測を背景とした株高と相まって、折からのAIブームも重なり、新技術による生産性上昇率の改善があたかも恒久的に継続することを株式市場は織り込んでいるように見える。それがユーフォリアの実態ではないのか。むしろ、恒久的な生産性の向上を織り込んで、株価が著しく上がれば、それが総需要を強く刺激、需給ギャップはいずれタイト化し、インフレ懸念の再燃につながりかねない。

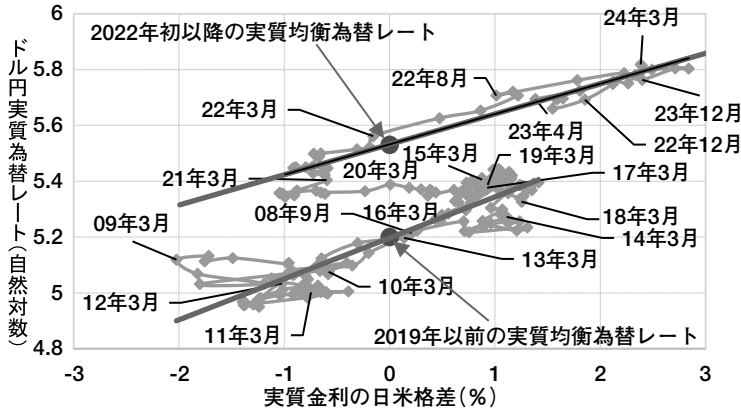
日本が脱落する可能性はあるか？

そうなれば、利下げ観測が後ずれするどころか、想定される利下げ回数も減り、むしろ将来は、利上げ再開が意識されることになるかもしれない。実際、そうした懸念も台頭しつつあり、それが現実化する暁には、ユーフォリアは弾け飛ぶと見られるが、本レポートにおける筆者の関心は、このグローバルユーフォリアに、今回、日本が組み込まれた理由である。日本が先にグローバルユーフォリアから脱落する可能性はあるだろうか。

実質円レート的大幅な減価

日本市場のユーフォリア醸成の一つのメカニズムは、資産選択における日本の家計の強固なホームバイアスが今回のグローバルインフレなどをきっかけに、大きく修正され始めたことである。一昨年前から筆者は、実質ベースのドル円レートが、30%ほど円安方向に

(図3) 実質金利の日米格差とドル円実質為替レート



(出所) 総務省、米労働統計局、Bloombergより、BNPパリバ証券作成

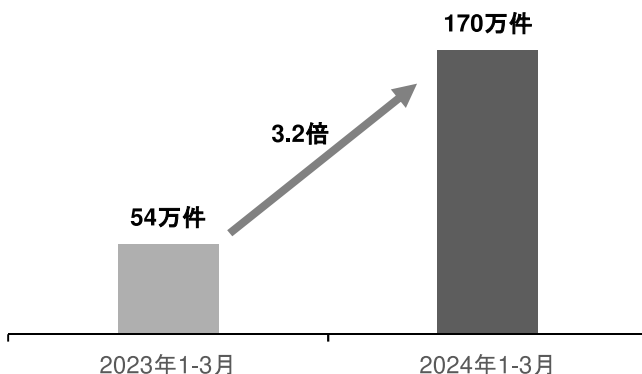
ジャンプした可能性があることを度々、強調してきた。日米実質金利差とドル円実質為替レートの関係式を見ると、2019-2021年の間に、大きく上方シフトしていることが分かる。実質金利差がゼロに対応する実質為替レートを均衡為替レートと呼ぶなら、それは30%ほど円安方向にジャンプしている。

過去30年間、日本の円預金金利は概ねゼロが続いてきたが、その間、同時に、ゼロインフレでもあったため、円預金の実質価値は維持されていた。しかし、2021年以降、ゼロインフレが修正され始め、高まるインフレの下で、ゼロ%の預金金利が今でも継続されているため、実質預金価値は大きく損なわれている。その結果、外国株ファンドなどを中心に、外貨建て資産への資金シフトが起こるようになった。

新型NISAの貢献

強固だったホームバイアスが緩和され、それが大幅な円安を引き起こすようになった、という訳だが、その大幅な円安は、外国人投資家にとり、日本株を相当に割安なものにした。周知の通り、新型NISAも若い世代を中心に、外貨資産への資金シフトをもたらし、ホームバイアスを一気に緩和させた。いや岸田文雄政権の「新しい資本主義」の目玉である新型NISAは国民の関心の的となり、円安を促すことで、外国人にとり日本株を割安とし、海外資金の呼び込みに成功したというべきであろう。ただ、副作用はつきものである。不動産価格の高騰も同じメカニズムで起こり、東京都心の住宅は、平均的な日本人にとり、手の届かないものになりつつある。

(図4) NISA口座開設件数



(出所) 日本証券業協会資料より、BNPパリバ証券作成

リスク回避の円買いは観測されず

実質均衡為替レートが円安方向にジャンプしたもう一つの理由は、米中新冷戦の激化で、地政学リスクの高まりが、以前のような円高要因ではなく、円安要因に転じたことである。かつては、地政学リスクが起これば、リスク回避の円買いが起これば、日本の株式市場には二重の意味で大きな不確実性がもたらされていた。今や米中対立のホットスポットが台湾海峡であることが強く認識されるようになり、有事の円売りが起これば、皮肉にもそれが株式相場をむしろサポートする強いメカニズムが働いているのである。

なお、地政学的要因ではなく、国際収支構造が変わり、経常収支黒字の主因が、円転される貿易収支黒字から、収益の半分が現地で再投資される直接投資などの第一次所得収支の受取に変わったことが原因という解釈もあり得る。

経済安全保障で強く意識されるようになった日本の産業復活

さらに、この米中新冷戦は、経済安全保障の観点から、グローバル企業の生産拠点の日本へのシフトを促すようになったという点で、日本の産業復活につながるべく広く認識されるようになった。とりわけ日本国内での立地が著しく目立つのは半導体であり、元々、関連産業の雄は日本の拠点を維持してきたが、TSMCの生産拠点の立地などをきっかけとして、米国株式市場におけるAIブームに巻き込まれる形で、それらが強くフォーカスされるようになったのである。

かつてチップ・アイランドだったはずの日本はその地位を台湾に奪われて久しいが、新冷戦の開始によって、日本が再び台湾に次ぐチップ・アイランドとして復活するだけでなく、

中国から脱出するグローバル企業の生産拠点の受け皿として、強く意識されるようになったのである。4月3日の台湾地震も半導体のグローバル・サプライチェーンの分散の必要性を強く認識させ、日本の生産拠点の重要性がさらに意識されるであろう。冷戦終結後、失われていた日本の製造業の優位性が、新冷戦の開始をきっかけに復活するのなら、それは歴史的な転換点となるが、それはまだ筆者自身としては、仮説の域を出ないナラティブである。

経済安全保障重視の視点が日本への関心を復活させる

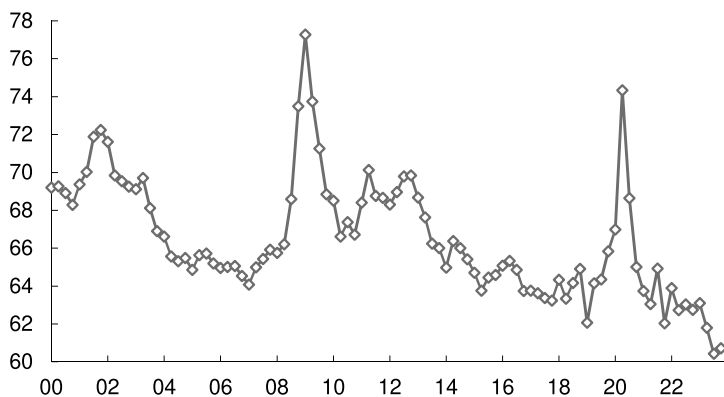
ただ、生産拠点の立地だけでなく、グローバルインベスターの関心そのものが、中国から日本に大きくシフトしている点にも注目すべきであろう。そもそも、経済学者のハーバート・サイモンが論じる通り、ヒトの「関心」の総量には限りがある。これまで中国への関心が高まり、日本への関心が薄れていたことは、中国経済の優位性をより強固にし、日本経済の劣勢をより強固にしていた。『グローバルインフレーションの深層』（慶應義塾大学出版会）でも詳しく論じた通り、新冷戦による経済安全保障重視の視点が、それを逆転させる可能性があるという訳である。

コーポレートガバナンス改革の効果の実相

グローバルインベスターからすれば、東証のコーポレートガバナンス改革の成果も、日本株買いの大きな材料であるという。ただ、コーポレートガバナンス改革の成果というのは、本来は長い時間をかけて徐々に現れてくるものである。マクロ経済データで見ると、生産性上昇率の改善は殆ど現れていない。それが実態である。2年連続の大幅な賃上げをその兆しという人もいるが、現実には、未だに実質賃金の減少は続いているのであり、労働分配率の低下が示す通り、企業業績が絶好調であるのは、家計部門の大きな犠牲によるところが大きい。そういった点では、ここでもユーフォリア的な色彩は多分に見られる。

これまで、日本の製品やサービスが安くて、お買い得感が強かったのは、消費者余剰が大きかったということであるが、このまま物価高が続けば、それが企業利益としてマネタイズされ、消費者余剰が失われる形で、生産性の向上として企業業績や実質GDPが改善する可能性はあるだろう。その時は、実質所得が増えているはずなのに、あまり豊かになっただけで、といった話になるのだろうか。インバウンド消費が増えてくれば、日本の大きな消費者余剰がいずれ消失するというのは元より予想されていたことではあるが、これもコーポレートガバナンス改革の成果ということになるのだろうか。話が横道に逸れてしまった。

(図5) 日本の労働分配率(季節調整値、%)



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

日本株ユーフォリアの二つのナラティブ

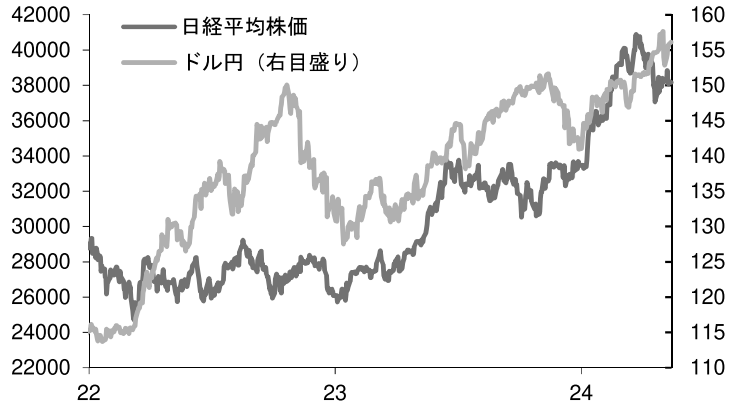
閑話休題。ここまでの話をまとめると、①ゼロ金利の円預金の実質価値の大きな棄損と新型 NISA の導入効果によって、家計の強固なホームバイアスが修正され、資金が海外にシフトすることで大幅な円安がもたらされ、グローバルインベスターにとり日本株が相当に割安となり、海外資金が株式市場に流入した。②米国で AI ブームが続く中、米中新冷戦による経済安全保障重視とコーポレートガバナンス改革への期待によって、日本企業の魅力度が大幅に改善し、日本株を買い上げる大きな要因となった。こうした二つのナラティブによって、日本の株式市場がグローバルユーフォリアに上手く組み込まれたということであろう。

ユーフォリアの終わり

こうした理由から、筆者は日本の株価にはこれまで強気でいた。ユーフォリアの弾けるタイミングを予測するのは実際には不可能だから、音楽が鳴り続く間は踊り続けるしかないのだろうか。ただ、米国のインフレ鎮静で、利下げが行われるという思惑がグローバルユーフォリアの前提であるから、株価の大幅な上昇そのものが米国の総需要を強く刺激し、利下げ観測が大きく後ずれする、或いは、それだけでなく、需給逼迫でインフレ懸念が再燃し、再利上げサイクルが意識されるようになれば、ユーフォリアは大きな曲がり角を迎えるだろう。

さて、ユーフォリアの大元は米国にあるため、日本の政策当局の対応は限られるが、それでも今回のグローバルユーフォリアに日本市場が組み込まれたのは、新型 NISA などの制度的な要因も少なからず影響しているのは、既に述べた通りである。新型 NISA ブームを煽るのは控えるべきであろう。またマイナス金利を解除した後も緩和的な金融環境が継

(図6) 日経平均株価とドル円レート



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

続すると日銀が繰り返していることも、円安を促し、結果として、日本株のユーフォリアを助長している点にも留意が必要だろう。 ▨