

門間 一夫の
経済深読み広がる株価とGDPの距離
～バブルより根深い難題～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2021年5月19日

金融市場はバブルか

世界の株価、とくに米国の株価はバブルではないかと言われて久しい。インフレ懸念等からこのところやや調整の動きもみられるが、もともと昨年秋からのラリーが行き過ぎているとの見方が根強くあった。

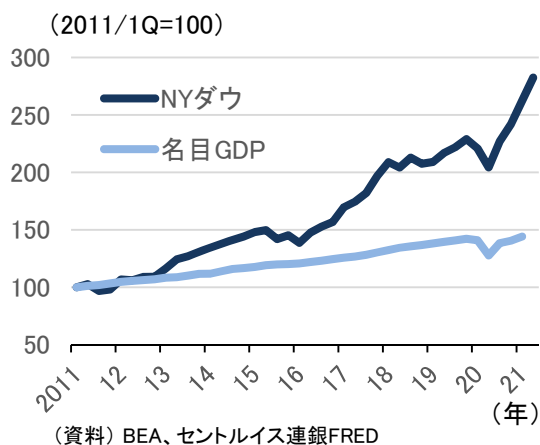
オンライン投資家によるゲーム感覚の売買、春先までのSPAC（特別買収目的会社）の熱狂、暗号資産価格の乱高下、NFT（非代替性トークン）のブームなど、米国を中心に新たな金融現象が次々生まれる現状も、バブル的な空気と無関係でないかもしれない。バブルは市場が乗れるストーリーがあって育つものだが、低金利の長期化を宣言する中央銀行の姿勢や、過去の常識から外れた巨額の財政支出は、それを支える格好の材料になる。脱炭素化やデジタル化など中長期の投資テーマにも事欠かない。

資産価格に大きな調整が起きれば、投資家や金融機関の中に多額の損失を被る先も出る。重要なのはそのマグニチュードが、金融システム全体の機能を低下させ、ひいては実体経済に不況をもたらすような深刻なものになるかどうかである。この点、リーマンショック後の金融規制改革により、各国の金融システムは以前に比べてかなり頑健なものになっている。それを揺るがすほどのバブルは現状起きていない、というのが筆者の見立てではあるが、規制・監督当局や中央銀行は、モニタリングと分析を強化する必要があるようだ。

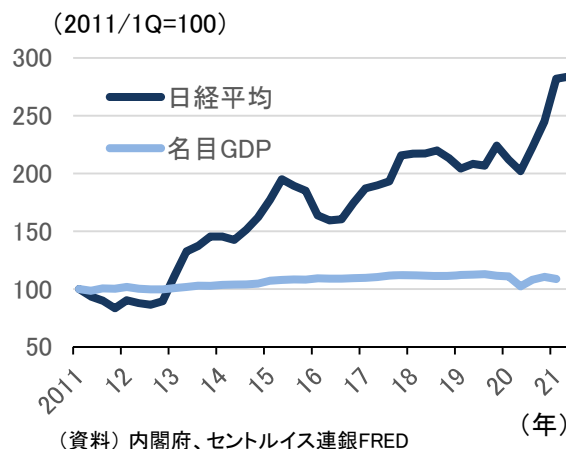
株価とGDPの乖離は構造的な現象

少なくとも株価について言えば、実体経済とかけ離れているからバブルだ、と単純には言えない。株価とGDPの距離が開き続ける傾向は、むしろ近年のニューノーマルである（図表1, 2）。もちろんそれは、株価に短期的な過熱感がないことまで保証するものではない。しかし、今の株価とGDPの関係は、近年の傾向からみて、株価の大幅な調整を迫るほど不自然なものではない。

図表1 米国の株価とGDP



図表2 日本の株価とGDP



株価に反映されるファンダメンタルズは上場企業の収益力である。そこには、中小企業の収益や家計の所得など、GDPを構成する重要な要素が含まれない。他方、海外収益は株価に反映されるがGDPには含まれない。企業がグローバルに稼ぎ、国内労働者へのトリクルダウンが限定的なら、株価とGDPが構造的に乖離し続けるのはむしろ当然である。

ちなみに日本の2010年代は、GDPでみた潜在成長率が0%台半ばであった。これはその前の20年間よりも低い。1990年代と2000年代の日本経済を「失われた20年」と言うのであれば、GDPで語る限り、2010年代も含めて「失われた30年」と言わなければならない。

しかし、株価は過去10年程度の間約3倍に値上がりした。こちらはその前の20年間とは様変わりである。そしてそれは、日銀の緩和マネーによる「根拠なき熱狂」などではなく、企業の収益力改善や株主重視姿勢を反映した実体的な変化である。少なくとも企業セクターに関する限り、日本の「失われた時代」はとっくに終わっているのである。

割を食う家計

その点を法人企業統計(年報)で確認すると、アベノミクス景気に概ね対応する6年間(2013～2018年度)に、企業の経常利益は73%増加し、株主への配当は88%増加した。この統計はグローバルな大企業だけでなく非上場企業や中小企業もカバーしているが、そういう広いベースでみても、日本企業の収益力や株主への還元は大きく前進したと言える。

90年代初のバブル崩壊以来、日本企業は過剰設備、過剰雇用、過剰債務という「三つの過剰」に苦しんだ。それが解消した2000年代半ばから、日本企業は劇的とは言わないまでも、海外事業の拡大など攻めの経営戦略に転じた。途中、リーマンショックや円高など厳しい局面もあったが、そこを耐えた企業の体質はさらに強化された。

2014年に日本版スチュワードシップ・コードが、翌2015年にはコーポレートガバナンス・コ

ードが制定され、アベノミクスによって企業のガバナンスが急速に改善したかのように語られることも多い。しかし、収益力や株主重視を強める方向での日本企業の改革は、もう少し長い時間軸の中で徐々に進められてきたとみるべきだろう。

問題は、そうした改革の裏で家計が割を食ったことである。経常利益が7割以上、株式配当が9割近く増えたアベノミクス景気の6年間で、企業が払った人件費は6%しか増えていない。その前の20年に比べればこれでも改善ではあるのだが、企業収益や株主還元の目覚ましい改善の割に、家計への恩恵が乏しかったことは明白である。

家計に追い打ちとなったのは、アベノミクス景気の間、社会保険料や消費税率の引き上げなど、国家財政を支えるための負担が大幅に増加したことである。企業からのトリクルダウンが限定的だったのに、それすら国に吸い上げられ、実質可処分所得は6年間で1.2%しか増えなかった。年当たりによれば、景気拡大期だったのにわずか0.2%増である。所得がほぼゼロ成長なら個人消費が増えるわけではなく、個人消費が過半を占めるGDPも伸びるはずがない。

消費税率の引き上げは財政の持続性確保に必要なだったとされる。ならば企業への課税はなぜ軽減されてきたのだろうか。1980年代に40%台であった法人税率は、景気対策や構造改革が叫ばれるたびに引き下げられ、現在は約23%になっている。

この流れには経済のグローバル化が影響している。どの国も自国の競争力を維持するため、法人税率の引き下げ競争（race to the bottom）を余儀なくされたのである。金融所得や高額所得への課税も、同じようにグローバル化の影響を受けていると考えられる。大企業や富裕層は、厳しく課税すると海外へ逃げていってしまう。逃げられない労働者・消費者に国が財源を求める、という構造がいつのまにかできあがってしまったようだ。

その帰結は明らかである。法人収益やキャピタルゲインへの課税が資本提供者への課税であり、消費税が付加価値（すなわちGDP）への課税である以上、前者を軽く後者を重くすれば、株価は上がりGDPは停滞する。ちなみに株主は外国人が増えており、国内では日銀が最大だ。

「長期的」にも一致しない株主と国民の利益

コーポレート・ガバナンスの理論的基礎はエージェンシー理論にある。エージェント（代理人としての経営者）がプリンシパル（委託者としての資本提供者）のために働くよう、エージェントに対する適切な監視や動機付けが必要という話だ。そして、経営者が株主のために働くとは、企業価値の最大化を目指すということである。

すると株主以外のステークホルダー（従業員、顧客、地域社会など）は、企業価値を最大化するための手段という位置づけになる。もちろん、それらのステークホルダーをあからさまに冷遇すれば、短期的に儲けが出ても持続可能でないことがすぐ明らかになる。

そこで通常は、「長期的」な企業価値の最大化が重要だとされる。ただ、「長期的」という枕詞がついても、株主の利益を最優先するのがコーポレート・ガバナンスの基本であることに変

わりはなく、株主以外のステークホルダーの利益は、あくまでその範囲で考慮されるという関係になる。

例えば、企業価値の増大に十分貢献する従業員や、将来貢献するポテンシャルが高い従業員には、高い賃金や人材教育が与えられる。一方、家計への分配という視点での幅広い賃上げは、企業価値の最大化との関連が長期的にも説明しにくいので、コーポレート・ガバナンスが強化されれば行われにくくなる。

また、様々な理由で低賃金でも働かざるを得ない立場の人々が社会に多数存在する限り、せっかく存在する低コスト労働力を機械化やデジタル化によりうまく活用することが、イノベーションであり正しい経営だということになる。それに成功した経営者は株主に対し、「デジタル化で生産性を高め収益を増やした」と胸を張れる。「デジタル化で生産性を高めれば賃金が上がる」という議論をよく耳にするが、デジタル化は株価にプラスになるのであって、賃金を上げることにつながるかどうかはわからない。

企業価値の長期的な最大化に向けてコーポレート・ガバナンスが正しく機能する限り、株価が長期的に上がるのはある意味当たり前である。この点は、バブル崩壊から約20年間の日本が例外だったのである。それは数十倍という異常値にあった株価収益率（P E R）が、正常な水準まで調整される過程であった。2010年代が始まるころにはその調整は完了しており、コーポレート・ガバナンスが重要だという認識も浸透しつつあった。そのころから日本株の明確な上昇トレンドが始まったのは偶然ではない。

経済政策も企業価値の向上を後押しした。日銀のE T F買いのことではなく、歴代政権の成長戦略のことである。幾度も繰り出された成長戦略には、ほぼ例外なく海外市場の取り込みや規制緩和が盛り込まれた。それは企業価値を高める可能性の幅を広げるという意味において、正しい戦略であった。

しかし労働者にとっては、規制緩和やグローバル化で所得を増やせる可能性の幅が広がる人はごく一部である。むしろ、ビジネスモデルや産業構造の変化が加速し、既存のスキルが評価されにくくなるという側面が大きい。規制緩和もグローバル化もデジタル化もA Iの活用も、企業価値のための成長戦略にはほぼ確実になるが、労働力の価値ひいてはG D Pのための成長戦略になるとは限らない。この区別は非常に重要である。

問題意識は芽生えてきているが

こうした問題への対応を、グローバル化や技術革新そのものを抑制することに求めるべきではないという点は、多くの識者の共通認識となっている。しかし、どこに答えを求めるべきかの共通認識が形成されているとは言えない。

コロナ化で格差問題が浮き彫りになったこともあり、このままではまずいという認識はさすがに高まってきている。菅政権の成長戦略でもデジタル化、グリーン化だけでなく、「ヒューマ

ン・ニューディール」が打ち出された。国がより積極的に人材の育成・強化に関与すべき、という議論が経済財政諮問会議でも行われるようになったことは、とりあえずの一步として歓迎したい。

米国ではバイデン政権が、企業や富裕層への課税を強化し、子育てや教育を中心に中間層以下を支援する構想を打ち出している。英国でも政府が法人税率引き上げの方針を出している。バイデン政権は世界に対しても、法人税率引き下げ競争の転換を呼び掛けている。

ただし、バイデン政権の経済政策が構想通り実現したとしても、中間層を中心とする好循環が米国経済にどの程度戻ってくるかどうかはよくわからない¹。日本の「ヒューマン・ニューディール」も標語としては魅力的だが、大胆な財源の投入まで議論されているわけではなく、限界的なインパクトにとどまる可能性が高そうだ。

資本主義に勝る経済の仕組みが見つかっていない以上、資本の提供者である株主が強い立場にあるという根本原則は変わりようがない。その副作用として経済・社会に様々なひずみが生じるならば、それを是正するのは経済政策に課された重い使命である。

株価は下がるより上がる方がいいに決まっているが、政府が株価の上昇を誇らしげに語っても仕方がない。株価は経営者が資本提供者から評価される際の尺度であって、経済政策の巧拙の尺度でも、その国の人々の幸福の尺度でもない。国の経済政策で高めるべき国民の厚生(welfare)とは何か、それと整合的な成長戦略とは何か、コロナ後を見据えて改めて考えるべきテーマであるように思う。

¹ 税制のゆがみが良質な雇用創出を妨げている一因、と長年論陣を張ってきたダロン・アセモグルMIT教授は、プロジェクト・シンジケートの4月14日付コラムで、「法人税率を21%から28%に引き上げるといふバイデン大統領の約束は、重要な一步だがそれだけでは不十分だ」と述べている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。