



2024年4月1日

「株高」と、これから迎える「正念場」

公益財団法人 国際通貨研究所
専務理事 越 和夫

本稿掲載時点ではすでに数週間経過し、その間我が国の金融政策の転換というビッグイベントも発生しているが、国内経済の1~3月期の最大の話題と言えば、やはり、日経平均がバブル期最高値ばかりか4万円を超えたことであろう。

年初恒例の主要経営者アンケートのもっとも強気な予想でも4万円到達は年末にやっと、というスピードをはるかに上回った。これをどう評価するか、この高揚感の後に何が続くべきなのか、すでに幅広く論評されているが、本稿で論じてみたい。

1. 「株高」は額面通り評価しよう

「額面通り」とはどういうことか？以下4点、と考える。

1) 企業業績の改善は素直に評価できる

- 株高の背景の一義はJPX上場企業のROEで計測した業績の改善である。先行きについて期待先行もあるが、これ自体は素直に評価して良い様に思う。
- ただ、ROEの改善に寄与しているのは、海外M&Aの稼ぎ、自社株買い・増配等の資本還元策、円安による一部業種の採算改善、過剰な金融緩和持続などが大きく、我が国GDP拡大への寄与は限定的でしかない。
- それでも、「失われた30年間」の間に大企業が一定の事業リスクを取った海外投資が結実していることは、素直に評価すべきと考える。30年間企業は何もリスクを取っていないと言われるが、フェアでないのでは無いか。

2) 家計の実感を伴わないのは当然

- 株高メリットが家計で実感されるためには、①株式保有による資産価値や金融所得の増大や、②労働分配を通じた実質賃上げが起きる必要があるが、いずれもまだ不十分であるので、実感が乏しいという世論は当然。
- ①は新NISA等の後押しもあって変化が期待されるが、投資のプロではない家計に長期期間分散した投資を促す制度であり、構成比率の増加は、5-10年のタイムスパンでみる必要がある。今後相場の乱高下があろうが、そのときこそ期間分散が意味を持つ点、ブレないようにしたい。
- 言うまでも無く、株高メリットの実感が伴わないことと、バブルかどうかとは異なる議論と考えられる。

3) バブル期高値との比較はもうやめよう

- バブル期最高時の日経平均は構成銘柄がそもそも大きく異なる（時価総額上位 10 社中 6 社が当時の都市銀行）。また、時価総額は名目経済成長や資本蓄積に伴って本来増加トレンドを描くべきであり、比較の意味は乏しい。
- トータルに民間企業の実力を示すものとして、東証プライムの時価総額がある。すでに 1989 年 12 月を 50%以上 上回っており、初の 1,000 兆円超えが射程に入っているが、こちらは逆に騒がれていないのはやや意外である。

4) 構造改革の成果とみるのは早計

- 一方、今回の株高を構造改革の成果と評価する向きもあり、海外投資マネー流入の背景との指摘もあるが、いささか早計と考える。ROE 重視など上場企業中心に一定の「改革」はあるが、経済全体の「構造」は不変、同じ構造の中での改善にとどまっている。
- 大企業と中小企業の生産性格差、正規と非正規・性別間の処遇格差、雇用流動性が低いため賃上げを官民協働や労使交渉に大きく依存せざるを得ないこと、等の「構造」は存置されたままである。
- 既存の仕組みでの改善が想定より大きな効果を生んでいるが、裾野の広い実質賃金の好循環には至っておらず、自律性をもたないまま、来年度以降息切れとなることが懸念される。

2. 「株高」の今こそ向き合うべき社会的課題

- おりしも日本銀行は、異次元金融緩和は使命を終えたとして「普通」の金融政策に転換した。周到的なコミュニケーションもあって、市場や財界は、冷静であるばかりか、ぬるま湯体質から脱却の好機とすら好意的に受け止めている。
- 株高や 2 年続きの賃上げによる一定の高揚感もあるためと考えられるが、この様な状況は、なかなか訪れない稀有なものである。この様なときこそ、いままで先送りしていた社会的課題に、勇気と胆力をもって向き合うべきであろう。
- 気候変動、国土強靱化、人口減少社会への対処は待ったなしであるが、これらに備える上でも、やはり重要なのは国内経済の強靱性。その上で、1) 新陳代謝を促す社会システムへの転換、2) 財政均衡をもたらすトレードオフの仕組み作り、の 2 点に正面から向き合うことが重要と考える。

1) 新陳代謝を促す社会システムへの転換

- 実質ベースの賃上げを持続するためには、官民協働や労使交渉の努力だけでは不十分で、自律性をもたせるためには、企業再編と労働移動を両軸とする民間企業の新陳代謝プロセスが果たす役割が大きい。
- これまでのノルムであった、倒産回避に関する政府の様々な補助、大企業正規社員の終身雇用（セカンドキャリア斡旋含め）は、当事者には心地よく、なかなか掛け声や精神論だけで変革することはできない。

- だが、ここにきて、新陳代謝を促す要素が、外的・内的に揃いつつある。
 - ✓ 外的要因としては、金利・インフレの復活、賃上げしないと事業継続に支障が出る労働市場、ROEの更なる改善を求める企業統治などがある。
 - ✓ 内的要因としては、M&Aの効用が我が国でも漸く評価されているほか、企業再編時の雇用移転に有益なリスクリング・ジョブ型雇用が、少なくとも形としては整備されつつある（リスクリングは離職者の支援充実、ジョブ型は仕事の価値の市場化、という魂を入れる必要がある）。
- 後は、異次元金融緩和に涵養されたぬるま湯的思考や、困ったときの政府頼みの発想から我々が脱却し、再スタートに受容的な社会システムが実態を伴えば、新たなダイナミズムが生まれうる。
- 言うまでも無く、中小企業の技術、製造プロセスや従業員の生活を守ることが重要であるが、これと、淘汰を通じた過当競争や複層下請け構造の解消は、適切なセーフティネットがあれば両立し得る。

2) 国家財政均衡とトレードオフの規律

- 金利がある世界への転換を、企業・家計が冷静かつ前向きに受け入れている今、問われるべきは国家財政の運営スタンスである。
- 国土強靱化、エネルギー安全保障、異次元高齢化社会の社会福祉など、歳出の増加要因には事欠かない。新たなパンデミック、南海トラフ・首都圏直下地震等、不幸にも必ず来る次のショックへの備えに乏しく、有事には市場の厳しい反応も予想される。
- コロナ以降財政の議論は歳出の一部（防衛費増額、少子化対策費）をどう捻出するか議論にフォーカスし、全体を俯瞰する議論が、意識的なのか、避けられてきた。歳出・歳入全体を俯瞰したパイチャートほど現在の財政の問題を雄弁に語るものは無い。
- これまで避けてきたく、トレードオフの議論（何を増やすかではなく何を減らすのかの議論）をする覚悟、仕組み作りは避けられない。

株高、実質賃上げにつながった春闘、いずれも経済再生の兆しとして、高揚感を呼んでおり、金利がある世界に適応し、さらなる株高を目指すムードとなっている。繰り返しになるが、こういった稀有なタイミングこそ、難しい課題に正面から向き合うべきであり、実際にかかる議論が広がりつつ様に見受けられる。

政治のリーダーシップは望ましいが、過度に期待せず、我々国民一人一人がしっかりと、持続的社会の実現に求められる役割・責任を意識する局面と思われる。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>