



コロナ禍が金融経済に与えた影響の中間総括

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

論旨

2020年は、世界的にコロナ禍が広まったものの、画期的なワクチン開発に成功したことで終息に目途をつけた年として歴史に残る可能性が高い。また、金融経済の予測が難しく、証券投資のパフォーマンスに大きな差異が出た年だった。

筆者は投資の実務家として、最も優れた予測は歴史に学ぶことだと考える。本稿では、コロナ禍終息後の全体像を見据え、歴史に学んで中間総括を試みたい。

2020年の結論は、相場格言の「事故は買い」の通りだったのではないか。2021年以降は、過度な危機対応でバブルになるリスクを見ておく必要があるのではないか。コロナ禍終息後は、どう成長率を高め債務返済をスムーズにするかが政策課題となるだろう。

【目次】

1. 経済予測の難しさ
 - (1) コロナ禍の拡大
 - (2) 先行き見通しの悲観論と楽観論
2. 米国が示した経済政策の手本
 - (1) バーナンキ・イエレン案
 - (2) 景気後退の特徴なき景気後退
3. 景気のV字型回復と株価の上昇
 - (1) 史上最短の景気後退
 - (2) 相場格言「事故は買い」
4. 株価バブルのリスク
 - (1) バブル・リレー総論
 - (2) 米国バブル・リレー各論
 - (3) 新たなバブルの可能性
 - (4) 債券利回りの低下が投資家のリスクテイクを助長
 - (5) 二極化相場
5. 経済正常化への道筋
 - (1) 新型コロナウイルス戦勝景気は来ない
 - (2) 米国戦時下のYCC政策
 - (3) グリーン・リカバリー

1. 金融経済予測の難しさ

(1) コロナ禍の拡大

感 染症として新型コロナウイルスのニュースが出始めたのは 2019 年の終盤の中国からだった。日本だけでなく世界の多くの人々は、2001-2 年に中国で局地的に広がったSARSの経験もあり、衛生状態が悪くコウモリを食用とする中国の風土病のようなもので、衛生状態の良い先進国で広く流行することはないだろうとたかをくくっていた(注1)。

中国政府は1月下旬から始まった春節の海外旅行を全面的に禁止した。2019 年には 631 万人がこの時期に海外旅行に出かけていたので、キャンセルは相当な金額となり関連業界に打撃を与えた。

そして、2月に入ると事態が急変した。日本ではクルーズ旅行の途上だった外国籍の豪華客船のダイヤモンドプリンセスで感染者が出たことから、道義的に横浜港に受け入れて治療に当たったが、船内で大規模な集団感染が発生した。中国では人口が約 1,100 万人の武漢で都市封鎖が実施され野戦病院が作られた。都市封鎖や野戦病院という言葉は多くの戦後生まれの日本人には初めて聞く新奇な言葉で、この感染症の感染力の強さや致死率の高さは強い恐怖心を惹起した。

その後の展開は広く報道された通りだ。世界中の多くの国で都市封鎖、外出禁止令、学校の休校、野戦病院の建設、病院の集中治療室(ICU)に入れる人と入れない人を選別するトリアージ、などが実施された。日本でも新型コロナウイルス対策特別措置法(注2)に基づいて緊急事態宣言が発出され、外出や外食の自粛が要請された。この時点で新型コロナウイルスがSARSやMARSと類似の7番目のコロナウイルスであることは確認されていたが、ウイルスの性質自体はよくわかっていなかった。ただ、地方自治体が外出の自粛要請を出さなければならないほどに感染力が強く、また、有効な治療法がないために相当に致死率が高いことが懸念された。

(2) 先行き見通しの悲観論と楽観論

外 出の自粛要請により経済は、需要と供給が両面で大きな打撃を受け急激に落ち込んだ。この時点では、史上最悪の景気後退、更にはリーマンショックを凌駕する金融危機になる可能性が高いと恐れられた。当時のメディア情報は相当に悲観的なものばかりだった。

ところが、今から振り返ると、悲観的な予測は多くが外れた。米国経済は 2020 年2月にピークをつけて急激に悪化したものの、4月に底打ちして回復傾向に入った。まだ NBER(全米経済研究所)による正式な認定ではないものの、景気後退期間は2か月間と極めて短期間だった可能性が高い。株価も同様に、急落した後に急激に戻した。そして 2020 年 11 月にワクチン開発において、せいぜい 30-50%程度だと見られていた有効率が 90%以上というそれまでの常識を覆す実証研究の結果が発表されて、一気に楽観的な見方が広がった。米国はワクチン向け冷蔵輸送の体制整備が進められていたことから、2021 年4月中には集団免疫が確立されると予測されている(注3)。

すると今度は、史上最悪の景気後退とは正反対に、大きな景気拡大のブームと株価のバブルになるという見方まで台頭し始めた。わずか半年の間に地獄と天国ほどに見通しが正反対に変わった実例は、おそらく史上初めてではないか。

証券の価格は予測で動く。2020 年は予測の精度で投資パフォーマンスに大きな差異が出たと見られている。これだけの大きな悲観から楽観への振れの背後で一体何が起きていたのか。まだコロナ禍は終息したわけではないが、有効性の高いワクチン開発に目途がついたこともあり、ここでは中間的な総括を試みたい。

2. 米国が示した経済政策の手本

(1) バーナンキ・イエレン案

日 本ではコロナ禍で史上最悪の景気後退が来ると恐れられていた最中の 2020 年3月17日に「【経済学者による緊急提言】新型コロナウイルス対策をどのように進めるか? ―株価対策、生活支援の給付・融資、社会のオンライン化による感染抑止―(注4)」が公開された。日本で有名な経済学者が名を連ねた権威とも呼べるものだった。内容は、感染拡大防止のための医療のデジタル化推進、100 兆円を上限とする公的資金による株価買い支え、家計への無差別・無条件の公的融資、適正なスピードでの企業の退出(廃業、倒産)と新規参入を促す新陳代謝の政策、安倍政権がコロナ禍の前から重点的に推進すると表明していたデジタル化の促進、などを骨子としていた。

一方、米国ではバーナンキ、イエレン両元 FRB 議長が連名でコロナ禍に対応すべく経済政策の案を3月 18 日にフィナンシャル・タイムズ紙に寄稿した(注5)。日本の「経済学者による緊急提言」とは相当に違う内容だったが、米国でのその後の経済対策は、この寄稿が青写真になったと評価できる。ポイントは以下の通りだ。

- ① FRB は既に総数 11 で総額 2.6 兆ドルの基金(facility)を設立した。この金融システム対応は 2008 年のリーマンショックの時と表面的には同じだ。しかしコロナ禍の今回は、問題の本丸は金融システムではない。生産活動も消費活動も当面は低迷せざるを得ない。
- ② この状況で FRB の目的は何か。
- ③ コロナ禍が与える経済への悪影響が長期に残らないようにしなければならない。企業が破綻したり雇用関係が失われれば、コロナ禍が収まった後に経済が起動できなくなる。
- ④ 金融当局と金融機関が協力して、コロナ禍が収まった後に直ぐに経済が再起動できるよう信用を供与することが、FRBの第一の目的だ。
- ⑤ 財政政策も重要で FRB は側面支援する用意がある。既に多くの基金(facility)を設立した。
- ⑥ FRB の金融政策ではコロナウイルスを除去できない。しかし、FRB には、コロナ禍が収束した後に、経済が直ぐに起動できるよう経済への打撃を軽減することは可能だ。

この発想は、経済のディスオーガニゼーション回避を第一の目的にしていたと評価できる。ディスオーガニゼーションという言葉は、ソ連崩壊後にロシア経済が大きな混乱に陥って中々元の姿に戻れなかった現象を説明するもので、あえて日本語に訳せば「経済社会秩序喪失」だ。1998 年の日本の金融危機で北海道拓殖銀行や山一証券、更には多くのゼネコンや流通企業が破綻した際にも、一部の学者の間で使われた(注6)。

そして、ワクチンの開発にほぼ成功の目途がついたことで、このバーナンキ・イエレン案は、当初の想定の通り進められて、ほぼ成功しつつある。2020 年の株価の動きは、それを先取りしたものと見る事ができる。次にどこがどう当初の想定の通りだったのかを具体的にみる。

(2) 景気後退の特徴なき景気後退

通 常の景気後退には3つの特徴がある。①企業の破綻と雇用の喪失、②信用供与の滞り、平たく言えば貸し渋りと貸し剥がし、③株価や不動産価格の下落など資産価格の下落、だ。この3つは、相互に影響を与え合う形でネガティブなフィードバックループを形成する。そして、結果的に景気悪化は加速して深刻化する。

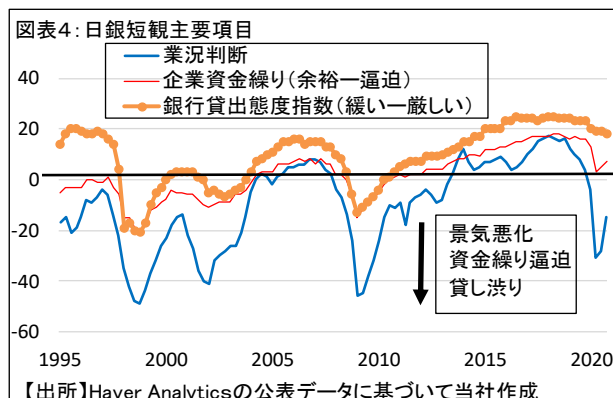
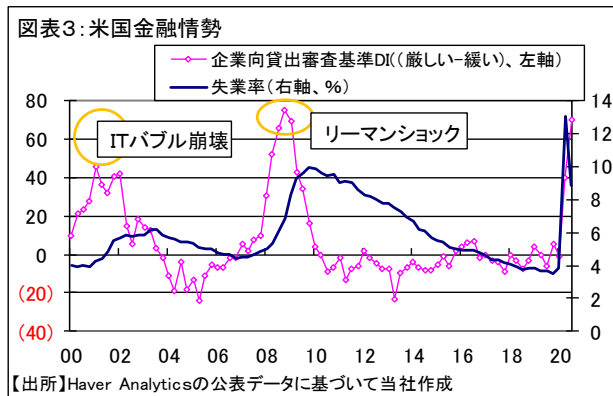
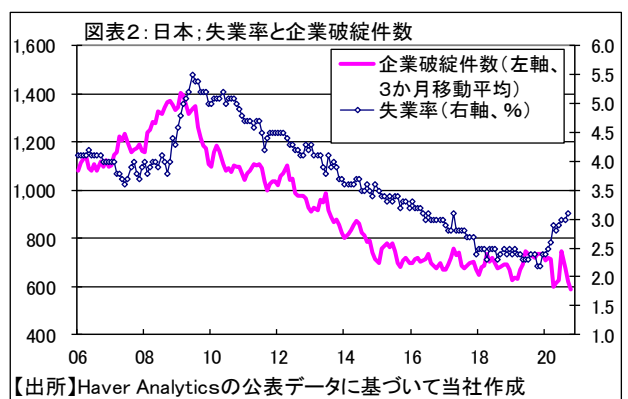
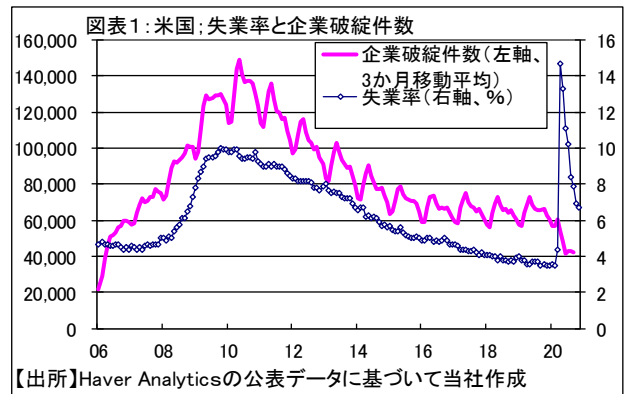
しかし、コロナ禍ではこの3つの特徴をすべて回避することに成功した。バーナンキ・イエレン案で重視された、経済が再起動するための条件を具体化したものと理解してよいだろう。

次にこの3点について日米の統計をもとにグラフで確認する。

まずは、①の企業破綻と雇用だ。図表1の米国では失業率が大きく跳ね上がって雇用は失われたが、多くは雇い戻し条件付きの一時的な解雇だ。これは米国ではごく一般的な慣行であり、問題視する必要はないだろう。

企業の破綻は、経済が好調だった 2020 年年初の水準とほぼ変わっていない。2019-2020 年にかけての失業率は 3.5%まで低下したが、これは 1969 年以来 50 年ぶりの低水準だった。図表2の日本でも失業率はやや上昇したが、非正規を中心とする短期的な雇用の喪失だった。しかし、倒産件数はバブル崩壊後の 1990 年以來の低水準を維持した。つまり、日米共に需要が戻ると、直ぐに供給を開始できる体制が維持されている。これは政策が奏功した結果だ。雇用の維持や企業の存続のための資金繰りに補助金を付けた効果が大きい。尚、日本では廃業が増加してはいるものの、「経営者保証のガイドライン」の効果は大きく、破綻とは状況も余波も全く異なる(注7)。

もし仮に、大規模な企業破綻が発生していたらどうなるか。コロナ禍が収束した後、需要の増加を見て起業家が会社設立を決意し、設立を登記して人材募集やオフィスの賃貸契約を始める。このように供給体制の起動がスムーズに進まないことがディスオーガニゼーションなのだが、この問題は回避できた可能性が高い。



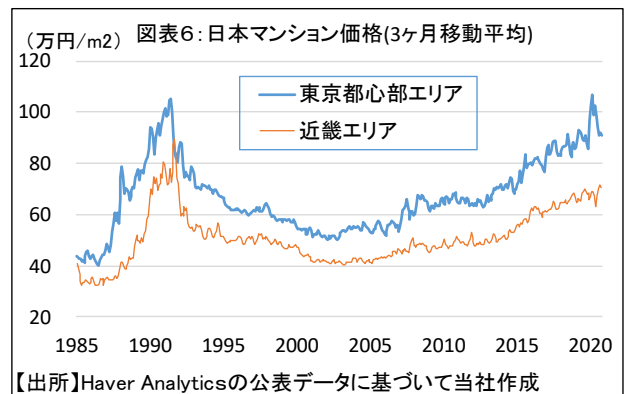
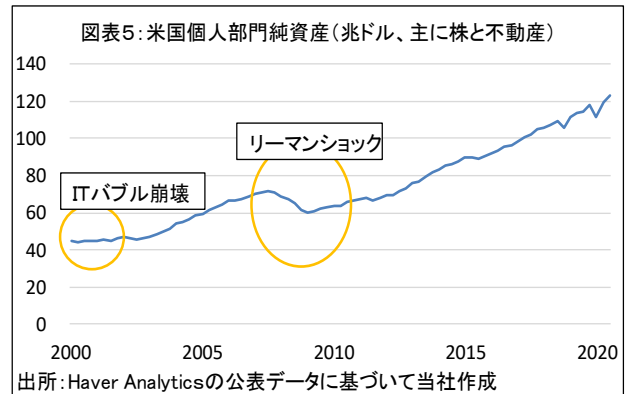
次に②の貸し渋りだ。図表3のFRBによる「貸付慣行に関するシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ」では、米国ではやや大きな貸し渋りが発生した。これは先のバーナンキ・イエレン案でも懸念が表明されていたが、収まるまで金融緩和を続ける意思をFRBが表明したこともあり、大きく改善に向かっている。他方、図表4の日本では貸し渋りは全く発生していない。景気の方角性は、日銀短観の業況判断指数で確認できるが、大きく悪化した。そして、通例では景気が悪化すると企業の収益状況が悪くなるため金融機関は与信態度を引き締める。しかし、今回のコロナ禍では、全く発生しておらず、与信態度はほぼ緩い状況を維持したままとなっている。

これらも政策が奏功した結果だ。日米ともに、中小企業向け貸し出しのリスクの相応部分は最終的には政府が負うスキームとなっている。大企業は、原理原則としては株式発行など自力での存続が求められた。しかし、それが難しい米国の航空会社は政府の支援を受けて存続している。

最後は資産価格だ。図表5は米国の個人部門の純資産残高で主に株式と不動産から成る。株式相場がコロナ禍前水準を回復して史上最高値圏にあることは周知の通りだ。住宅価格もコロナ禍以降の低金利でブームの様相を呈しており上昇が加速している。オフィス市況は、都市封鎖や在宅勤務の増加で春先に急落した後、BLM(黒人の命は大事)運動で一部に過激なデモや暴動があったものの、回復傾向に入っている。

一方、図表6の日本では、住宅価格に大きな変化はない。しかし、オフィス市況は、春先の米国と同じでやや下落している。ただ、買い手は価格の低下を期待する一方、売り手サイドに売り急ぐ動きがないことから、取引がほとんど成立せず、指標性に欠ける市場になっている。

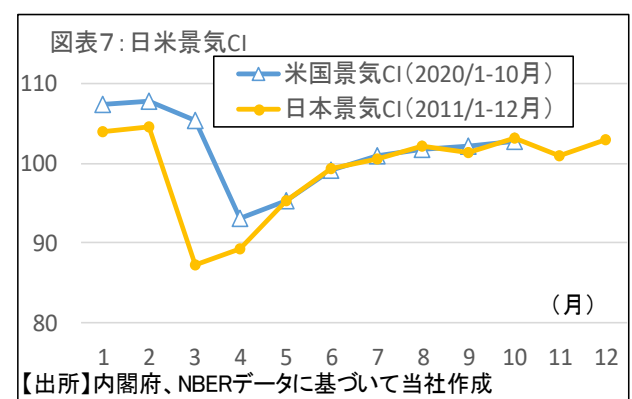
以上、①から③の結果として、米国のコロナ禍による景気後退は、深い谷ではあったものの、ごく短期間で終息した可能性が高い。世界中の多くの国でも米国と類似の展開となった。ただし、日本はコロナ禍の前から米中貿易戦争を受けた輸出の減少や2019年10月の消費税率引き上げによる消費の低迷があったことから、景気が山をつけたのは2018年10月と世界の動向とはかなり大きなずれがあった。しかし、景気の底打ちは4-6月頃と世界と軌を一にする動きとなった。



3. 景気のV字型回復と株価上昇

(1) 史上最短の景気後退

事 実関係として、米国ではNBER(全米経済研究所)が2020年6月に景気後退を認定した。2020年の2月をピークとして景気後退に入り、2009年から始まった景気拡大は128か月で終了した。通常の景気後退の基準は、前期比年率の実質GDP成長率が2四半期連続でのマイナスなので、かなり異例の認定だった。おそらく景気後退は、2月をピークとし4月をボトムとする2か月間と史上最短になる可能性が高い(図表7)。巨額の景気対策を正当化する政治的配慮があった可能性はあるだろう。尚、比較の意味で日本の東日本大震災は景気後退と認定されていないので、NBERの認定は後世に議論の余地を残しただろう。



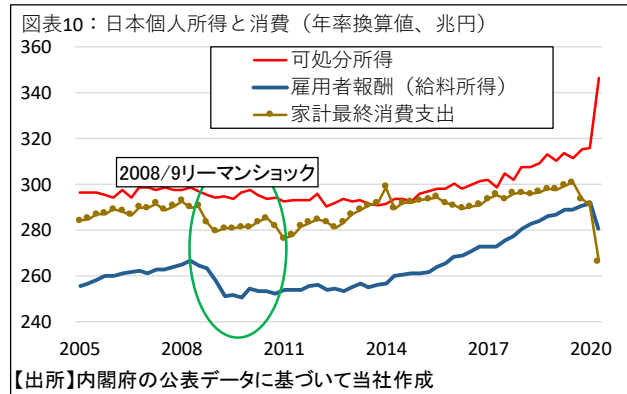
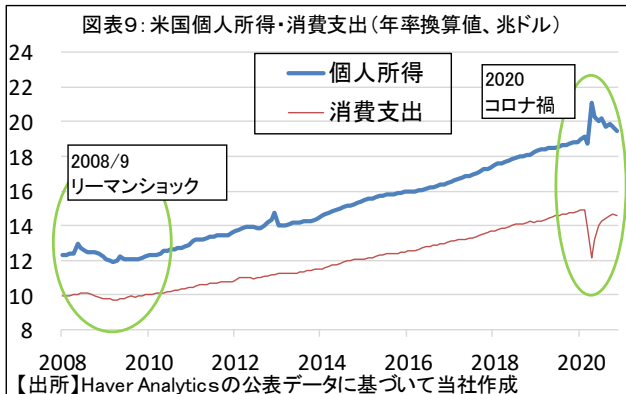
景気がV字型に回復した原動力は巨額の景気対策だ。景気対策は財政政策と金融政策に大別できる。財政政策は究極的には財政赤字の規模に集約される。図表8はIMFによる一般政府財政赤字GDP比率、そして、それを含むGDP成長率の見通しだ。景気対策が如何に巨大だったかがわかる。

図表8: 主要国GDP成長率と一般政府財政収支GDP比率(%)

暦年	日本			米国			ドイツ		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
GDP成長率	0.7	-5.3	2.3	2.2	-4.3	3.1	0.6	-6.0	4.2
一般政府財政収支GDP比率	-3.1	-13.9	-6.2	-4.1	-16.7	-6.9	2.1	-7.6	-2.7

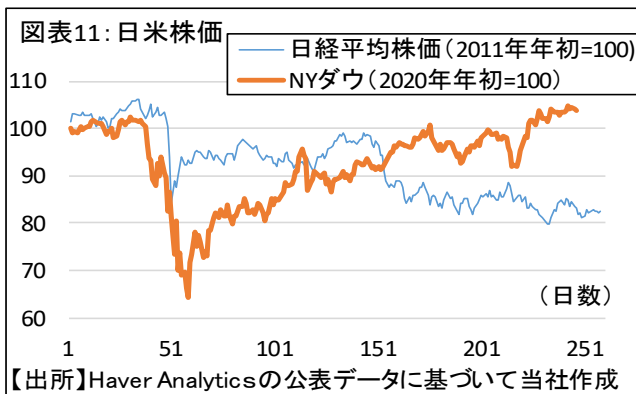
出所: IMFデータより当社作成

財政資金の主な使途は、企業向けでは破綻を防止する資金繰り支援だ。その成果は、企業破綻が低水準のまま維持されたことは既に確認した。個人向けは給付金だ。これも十分な規模だったことは、日米の所得統計で確認できる。図表9の米国では、貯蓄(個人所得-消費支出)が積み上がり、それを原資に売買手数料ゼロのロビンフットという新興の証券会社で新規に株式投資を始めるロビンフッターが米国で流行語となった。2021年には2020年12月に成立した景気対策で一人当たり600ドルの追加の給付が実施される。図表10の日本でも可処分所得が急増したが、やはり原因は政府による移転所得だった。



(2)相場格言「事故は買い(注8)」

株 式市場での相場展開は、相場格言にある「事故は買い、事件は売り」の教えの通りだった(図表11)。「事故は買い」は古くは2001年の911テロの時の米国株、2011年の311東日本大震災の時の日本株でも全く同じ現象が発生した。事故に遭遇すると、危機感からいわゆるでガエルにならず瞬時に対応を取る。しかも、コロナ禍では一刻を争う人命救助が優先されたため経済政策の規模が巨額だった。コロナウイルスとの戦いは一部で戦争に例えられたが、戦勝に向けて財源や借金返済時の苦労を気にせず巨額の国債を発行して戦費調達したことが奏功したと評価してよいだろう。米国株式は図のように景気回復と歩調を合わせる格好で順調に回復した。ただ、2011年の東日本大震災後の日本株は1ドル70円台の円高が発生したことで腰折れした。原因としては、震災復興予算が新税を新設して一部増税で賄われ、金融緩和も不十分だったことがあげられる。この民主党時代の誤った財政金融政策は、コロナ禍後の米国と比較すると実に対照的だ。ここでもコロナ禍を受けた米国の経済政策の的確さが確認できる。



ただし、米国をはじめ世界各国の対応は、逆にバブルを誘発するリスクがある。次に、バブル生成のリスクについて考察する。

4. 株価バブルのリスク

(1) バブル・リレー総論

米国では、様々な経済分野で自由化が進み現代の経済制度が確立された1990年以降、ざっと10年毎にバブルが発生しては崩壊することが繰り返されている。しかも、全て危機が発生して金融緩和を中心とする危機対応を実施したことがバブルにつながっている。ここで危機とバブルの歴史を振り返っておく。まずそれぞれの時代の各論に入る前に、米国の歴史的な全体像を俯瞰しておくため、先に株価と債務の増加をグラフで確認しておく。図表12と13にある通り経済がブームになると債務が増加してバブルが発生する。バブルが弾けると株価が下落して債務も減少する。この関係性が非常に明瞭に出ている。

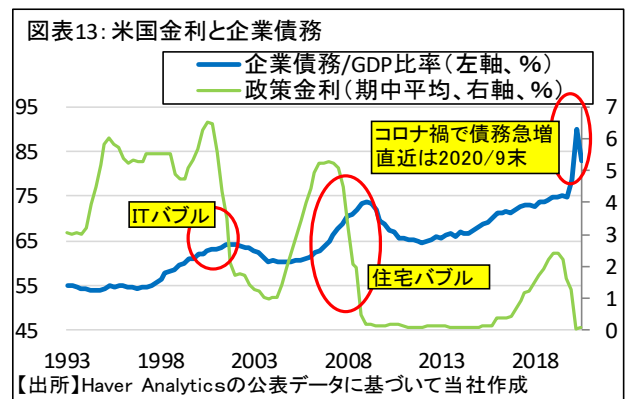
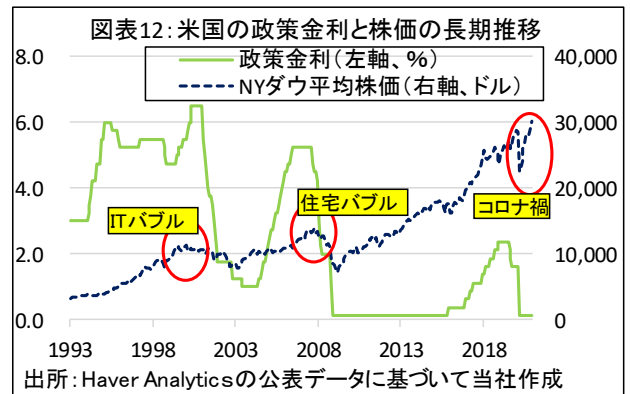
ここまで米国を中心に見たが、実は同じ時期に同じ資産で、世界中で同じようにバブルは生じている。貿易取引や資本取引の自由化が進展したことで、国境の壁はもはやないと言える。

大手運用機関の体制をみても、株式チームは世界中の株を比較して相対的に良好な株式を選択して投資する。不動産運用チームは世界中の不動産を比較して投資する。相対比較の意味は、割高の資産を売却して割安な資産を買うので、国際間で裁定が働くこととなり国境の意味は希薄化する。

では、なぜこのようなバブルがリレーのようにボタンタッチされていったのか。しかも、米国だけでなく、世界中で同じ時期に同じ資産で同じように価格が形成された。次に起点となった米国でのメカニズムをみてみよう。

(2) 米バブル・リレー各論

80年代終盤に米国では商業不動産でバブルが生じた。そして、バブル崩壊後の貸倒れの増加で日本の信用組合に相当するS&Lの預金保険が枯渇する事態となり、公的資金の注入、整理回収機構の設立、低金利政策が実施された。バブルが崩壊すると、公的資金の注入は政治サイドとしても不公平感などからなるべく少額としたい。そうすると、金融があるべき水準以上に緩和することになり易い。商業不動産のバブル崩壊を受け、90年代前半にFRBのグリーンスパン議長は、逆資産効果や負債デフレ圧力を「逆風100マイル」に例える名言を残している。「逆風100マイル」を乗り越えるために、この時代に初めて「実質ゼロ金利政策」と呼ばれる、政策金利から物価上昇率を差し引いた実質金利がゼロになる低金利政策が実施された。しかし、低金利政策は、これはこれでまた不均衡を誘発する。当時は米ドルと固定相場制度を採用する国がかなり多かった。国際金融のトリレンマがあるため、固定相場を維持するには基本的に金利も同一でなければならない。当時のメキシコは、米国と同じ低金利政策を採用したことで、1994年1月に発行したNAFTA(北米自由貿易協定、2018年9月にUSMCA



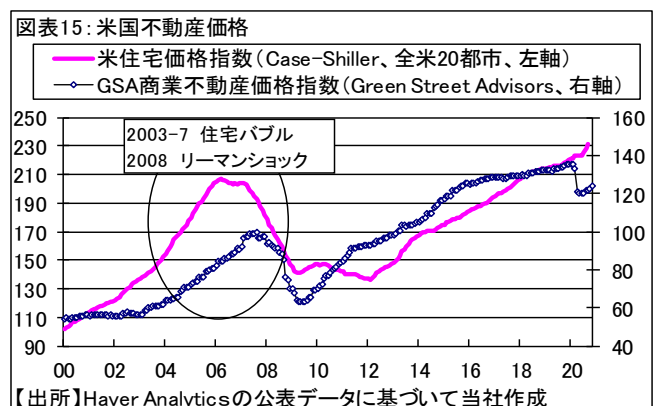
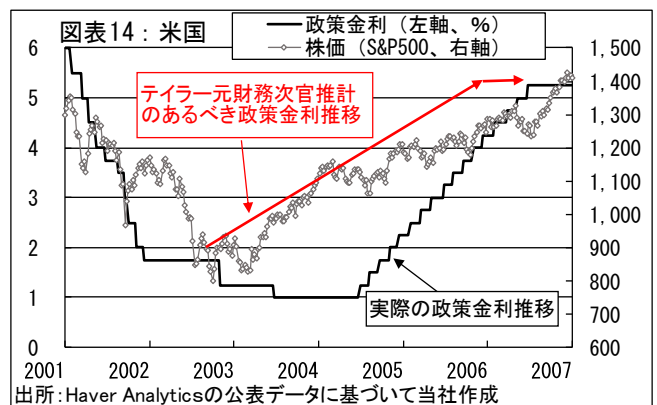
(米国・メキシコ・カナダ協定に置き換え))の後の直接投資ブームとなった。しかし、94 年以降の米国の利上げを受けて同じように利上げで追随しようとしたが、景気が悪化して通貨が暴落する通貨危機(通称テキーラ危機)を起こした。全く同じメカニズムで 1990 年代半ば頃にはアジア各国で直接投資ブームが発生したが、90 年代後半の米国の利上げを受け、97 年7月にタイから始まる通貨危機期に至った。このアジアの通貨危機は、98 年のロシアのデフォルト、99 年のブラジルの通貨危機へと世界中に拡散した。

世界に危機が拡散したことを受け、米国では 95-6 年、98-9 年に利下げが実施された。こうした利下げは、株価が急落すればグリーンズパン FRB 議長が救済してくれる、という意味で「グリーンズパン・プット」と呼ばれ、いつしか市場は当然視するようになった。そして、金融緩和は結局は 99-2000 年に IT バブルが生じる素地を作ることとなった。IT バブルは IT セクターの株価が猛烈に上がる二極化相場になりながら、2000 年に向け株価急騰は加速した。そして、2000-02 年に IT バブルの崩壊と不正会計で株価は大きな調整を余儀なくされた。そしてその後 2003-05 年にかけてまた大幅な金融緩和が実施された。当時は、FRB内には攻撃的にデフレを防止しなければ、日本のようにデフレが定着するという危機感があつたと見られている。FRB は 2002 年7月に「デフレ防止策について 1990 年代の日本の経験の教訓」と題する調査研究レポートを発表している(注9)。特に重要な論点は、インフレは後から是正することが可能だが、デフレは後から是正できないかもしれない、という点にある。従って、デフレは断固として阻止しなければならない、という政策遂行の結論に至る。この結論を実践したのが 2002-03 年の FRB の低金利政策だと見られる。政策金利の水準を決めるテイラー・ルールの提唱者でもあるテイラー財務次官が示した本来ならあるべき政策金利と比較すると、いかに長期に亘り低金利政策が実施されたかが分かる(図表 14)。

そして、この低金利政策で生じたのが住宅バブルだ。バブルの生成と崩壊の過程で NINJA ローン(所得、仕事、資産が何もない人への住宅ローン貸付)や証券化の過程での不相応な高格付けの付与など不適切な行為が大々的に発生した。その住宅バブルも、米国での利上げもあったが、元々が維持不可能なものであり、結局は崩壊した(図表 15)。

住宅バブルの生成と崩壊は、米国だけでなく日本や欧州など世界中で発生した。そしてまた、危機対応の低金利政策だ。バブル崩壊の規模が大きかったために、米国が大恐慌以来の量的緩和(QE)に踏み切るなど、異例の金融緩和となった。しかも、量的緩和は3度(QE1~3)にわたって実施された。また、欧州や日本では史上初となるマイナス金利政策が実施された。2019 年末時点で、プラスの金利が付くのは米国、英国、カナダ、豪州など一部の国だけで、日本や欧州のほとんどの国では政策金利も 10 年など長期の国債金利もマイナスだ。

そして、2020 年に入ってコロナ禍が発生した。FRB によるデフレ阻止の強い姿勢は、その後も一貫して続いていると見るべきだろう。



(3) 新たなバブルの可能性

2 020年の世界の株価は、3月中旬を底に約2か月間で40-50%も急騰した。その後は緩やかに上昇して、夏場にはコロナ禍前の水準を回復した。そして、11月にワクチン開発の成功が報道されると、さらに大きく上昇した。終わってみれば先進主要国の2020年年間の株価上昇率は、ややばらつきはあるものの10%前後となった。牽引したのは終始一貫して米国だった。

目の前の危機に対し過剰反応して危機対応をやり過ぎる傾向があることは既に見た。今回のコロナ禍についても、その兆しはないわけではなかった。1つは所得補償だ。既に日米の所得が給付金で大きく増加した姿を見たが、ここまで大きな給付が本当に必要だったのかどうかは議論の余地があるだろう。もう1つは金融緩和だ。FRBはコロナ対応の初期段階で11の基金(facility)で2.6兆ドルの最大資金供給枠を用意した。しかし、金融市場で危機が一段落した5月末にFRBが発表したデータでは、そのうち使用されたのは0.095兆ドルとわずか4%弱だった。基金は社債買入基金(CCF)、地方政府への貸付基金(MLF)、中小企業への貸付基金(PPPLF)などだが、金融の専門家でもわからなくなる程複雑だ。米国でも頭文字から「アルファベットのスープ」と揶揄されている。もともとは、使い勝手が悪いため政策対応として不十分との見立てがあったのだが、実際は逆で、本当にこれほどの規模の対策が必要なのか疑念の目が向けられ始めている。かつてECBの量的緩和をドイツ憲法裁判所は比例性原則(目的に対する手段の釣り合い度合)で違憲としたのと同じ考え方だ。ただ、コロナ禍はまだ終わったわけではない。ウイルスが強毒化する可能性やワクチンが効かない可能性もないわけではないので、軽々なことは言えない。しかし、過剰反応がバブルの芽を生んだ可能性が相応に高いのではないか。

今後さらにバブルの芽が膨らむリスクもある。11月下旬に次期財務長官としてイエレン前FRB議長の名前が取りざたされると、米国の金融市場は大いに歓迎する反応を示した。当時のイエレン議長は2016年に雇用回復を優先して物価の上振れを容認する新しい考え方を、「最適金融政策」や「リスクマネジメント」という言葉で表現し実践することで金融緩和の長期化に成功した(注10)。この考え方は現在のパウエル議長体制にも引き継がれ、戦後最長の128か月間と景気拡大を実現する形で現実に結果を残した。2019-2020年にかけて失業率は3.5%まで低下したが、これは1969年以来50年ぶりの低水準だった。物価の上振れを容認して雇用の拡大を優先する金融政策運営のスタンスは、2020年8月27日にFRBが正式に発表した「長期的目標と金融政策戦略に関する声明」に結実した。FRBには「雇用の最大化」と「物価の安定」の2つの責務が課されている。経済が激変する時代には労働者のスキルが陳腐化するのも早いと、物価に平均の概念を持ち込んで一時的な上振れを容認しつつ、不況で低下した労働参加率の回復による労働供給の増加を待つ労働者にやさしい金融政策運営だ。同時にこれは金融市場にはより優しい。市場参加者にはリーマンショック後の記憶が鮮明に蘇ったと考えられる。というのも、労働者のスキルの陳腐化のリスク、裏返せば新しい金融政策の有効性をパウエル議長が繰り返し表明するからだ。また、今後のFRBは金融引き締めにあたり、黒人の失業率の足かせもはめられる。簡単には現在の金融緩和の基調は変えることができないと見て良いのではないか。

(4) 債券利回りの低下が投資家のリスクテイクを助長

更にバブルを助長する可能性があるのが債券利回りだ。日本やユーロ圏など世界の多くの国で既にマイナスで、プラスが付くのは新興国と一部のアングロ・サクソン国家だけになっている。

投資家は、多くの場合、投資の意思決定において目標利回りを設定する。そして、リスク抑制しつつリターンを高くするため、資産配分を実施する。単純化すると債券と株式に資産を配分する。シンプルのため非常に分かりやすく、また一般的に広く普及している手法が6:4ポートフォリオだ。金融資産を債券に60%、株式に40%割り振る資産配分だ。

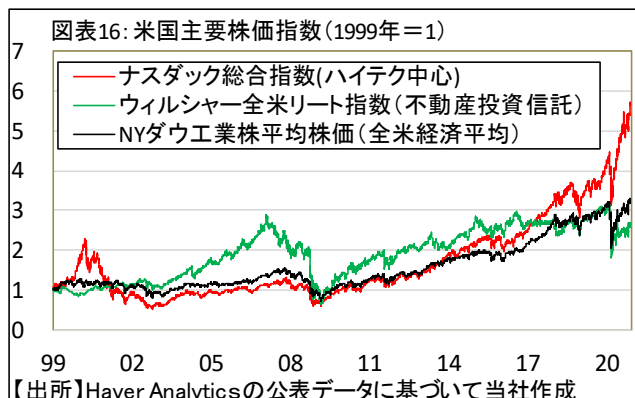
しかし、目標利回りを据え置いたまま、債券の期待リターンが下がるとポートフォリオはどう変化するか。より大きなリスクを株式への配分、たとえば 1:9 や 2:8 などの形でウェイトを増加させることで取るようになる。

実はこのメカニズムこそ、日本で 2000 年以降に年金基金が代行返上や解散した原因だ。日本の債券利回りは、債券先物の利回りが歴史的事実を前提に 6% に設定されていることが示すように、元々はこれ程高かった。しかし、2000 年前後にデフレ対応で低金利政策が実施されたことを受け 1% 以下へと低下した。しかし、年金基金などの投資家は簡単には目標利回りを引き下げられない。結果として、株式への資産配分を増加させる選択を実施した。こうした資産配分の変更による資金が株式市場に流れ、結果的に IT バブルを助長することとなった。そして、2000 年以降の IT バブル崩壊で株価が大きく下落したことを受け、財政状況が著しく悪化し、代行返上や解散に至った。日本は世界で最初に発生したと全く同じメカニズムで、全く同じことが発生する可能性が相応にあるだろう。

次に、総論としてのバブル生成より踏み込んで、バブルがどのセクターで発生するリスクがあるのかをみる。

(5) 二極化相場

あるセクターの株価が牽引して全体相場が上昇するものの、そのセクターの上昇率だけが突出する相場を二極化相場と呼ぶ。高い伸びと利益率が見込まれる新産業が現出した局面でよく見られる現象で、1900 年頃は鉄道、1960 年頃はコングロマリットだった。近年では、2000 年頃の IT 産業、2005 年頃の住宅など不動産産業があげられる。近年の例を米国の IT 株をナスダック、住宅など不動産業はリートを代理変数として見たのが図表 16 だ。NYダウは特定のセクターに偏在しないという意味で全米平均の位置づけだ。2000 年の IT バブルでは、ナスダックは NY ダウの 2.2 倍、2006 年の住宅バブルではウィルシャー全米リート指数は NY ダウの 2.1



倍にまで上昇した。足元では、コロナ禍の影響で、巣籠もり生活や非接触など新しい生活様式で強みが発揮される IT 関連銘柄が多いナスダックの上昇が際立っており、NY ダウの 1.7 倍まで上昇した。もう既に歴史上の二極化相場と比肩するほどの大相場になっている。ただ、多くの市場参加者にその認識はあまりないのは、明示的な人口に膾炙する名前が付いていないからだろう。敢えて命名すればプラットフォーム相場、ESG 相場、脱炭素相場だ。

近年のナスダックが牽引する二極化相場の特徴は、FAANG、GAFA、GAFAM、などネットフリックスが外れたり、マイクロソフトが入ったりはしても、プラットフォームとして事実上の独占企業が牽引していることだ。しかも、独占は米国だけではなく中国を除く世界中だ。また、次にプラットフォームになりうる候補銘柄として、配車のウーバー、民泊のエア BnB、シェアオフィスのワイワークなどに、直近はコロナ禍で逆風が吹いたとはいえ、次のプラットフォームとしてのプレミアムが付き、株価が極端に高くなると見込まれている。

また、2020 年の ESG 相場、脱炭素相場の代表例は米国電気自動車会社のテスラだ。2020 年に株価は 6 倍になった。米国バイデン政権は、発足する日に CO₂ など温室効果ガス排出量削減の国際協定である「パリ協定」に復帰し「環境正義」という概念を樹立して 100 日以内に世界を巻き込む「気候サミット」を開催し主要国に排出量の削減を約束させる方針だ。約束が未達の場合には罰金を課すなど約束に拘束力を持たせる強力な仕組みが導入される可能性が高い。

5. 経済正常化への道筋

(1) 新型コロナウイルス戦勝景気は来ない

コロナ禍を受け、戦争であるかのような政策対応が奏功したことは既にも書いた。マクロン仏大統領やトランプ大統領はコロナ禍を戦争にたとえたが、財政赤字と低金利政策という意味では全く同じ共通点を持っている。戦争で勝敗を分ける重要な鍵は資金調達額と低金利政策なのだが、コロナウイルスに打ち勝つため、各国政府は相当規模の財政赤字と、量的緩和(QE)など金融緩和策を実施した。そして、株価が増勢を強めていることから、米国では、1918-20年のスペイン風邪、その後の1920年代の狂騒の20年代(roaring twenties)を歴史のアナロジーとして想定するシナリオが支持を集め始めている。狂騒の20年代は、1929年の株価暴落に始まる大恐慌の前の空前の好景気で、長い歳月をかけて史上最大のバブルにまで膨張した。だが、このシナリオには、妥当な面とそうでない面の両面がある。

妥当なのは新産業の勃興だ。1920年代は、武器弾薬や兵士の移動など兵站を強化することが急務だったため自動車産業が勃興した。2020年代は授業や診療や勤務など幅広い分野で対面からオンラインへ、5G、DX、脱炭素だ。両時代とも株式市場で関連銘柄がブームの様相を呈したのは言うまでもない。

妥当でないのは賠償金だ。当時の戦争では敗戦国は戦勝国に賠償金を支払った。第一次世界大戦の賠償金は激烈で、敗戦国のドイツは名目GDPの2.5倍、今の日本なら1,400兆円の賠償金を課された。紙幣を乱発したドイツでは天文学的なインフレが発生し混沌とした社会情勢の中からヒトラーが生まれた。逆に戦勝国は巨額の賠償金を得て景気は一気にバブルとなった。戦勝国だった日本は最大の受益国で多くの「成金」が生まれ「大正バブル」が発生した。このように戦争に勝ち賠償金で景気が良くなることを戦勝景気と呼んだ。

対コロナ戦争は、この点が全く逆だ。ワクチン開発に成功してコロナ禍を克服しても賠償金は得られない。むしろ逆に、コロナ禍を耐え忍ぶ間に多くの国でGDP比15-30%もの債務が増加する見通しだ。債務の増加は、国家、企業、個人と広く分散するだろう。コロナ禍を克服した暁にはこの債務の返済が始まる。このパターンは、第一次世界大戦ではなく第二次世界大戦後の米国に近い。米国は第二次世界大戦の戦勝国だ。しかし、第一次世界大戦後のヒトラー出現の教訓もあり、敗戦国にほとんど賠償金を課さなかった。一方、戦争に勝つために巨額の戦費を調達したため財政状況は著しく悪化した。そして、戦後になって財政赤字の削減を始めた。当時の株価はミッドウェー海戦やノルマンデー上陸作戦など節目の戦闘で勝利するたびに上昇した。しかし、戦争終結の少し後の1946年がピークだった。物価で調整した実質株価がピークを越えたのは、財政再建が進んで戦争経済から平時の経済への移行がほぼ完了した1954年だった(詳細は後述)。

第二次世界大戦後の米国の経験は、コロナ禍が収束した後の経済や金融市場のシナリオとして再現される可能性がある。以下、当時の状況をグラフで確認しつつ詳しくみておきたい。

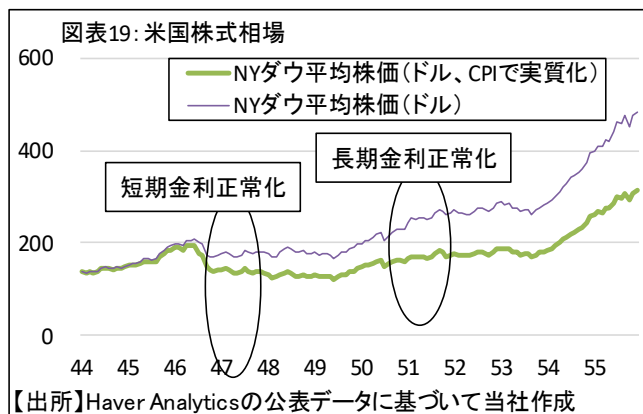
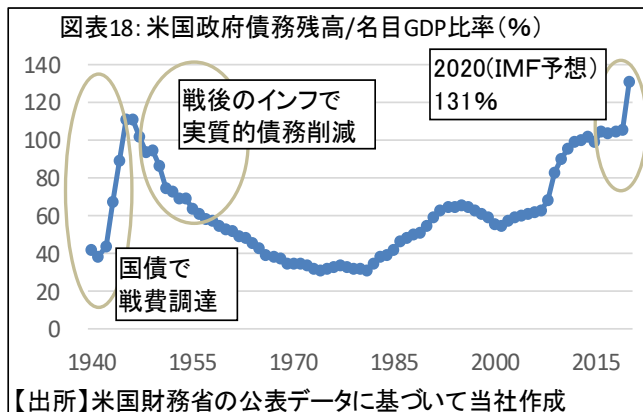
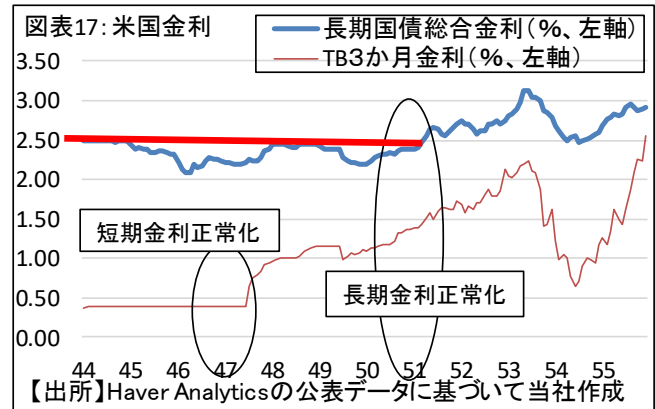
(2) 米国戦時下のYCC政策

2020年6月のFOMC議事録(注11)が公開され、FRBによる戦時下のイールド・カーブ・コントロール(YCC、コントロールの代わりにターゲット(YCT)と表記される場合もある)政策について言及があったことから、その顛末に注目が集まっている。コロナ禍への政策対応とはタブーなき金融緩和として共通点が多いことから、歴史に学ぶためにも顛末をまとめておきたい。

戦争では総資金調達額と金利水準の低さが勝敗を分ける重要な鍵となる。戦時体制下では中央銀行の独立性はなくなるので、国策として低金利政策が実施される。第二次世界大戦において米国は、戦費は国債でまかなわれ、金利はTB3か月レート固定化政策(1940-1947、0.25%)と10年国債金利固定化政策(1940-1951、2.5%)が実施された。

終戦は1945年なので、終戦後もしばらくは低金利政策が維持された。そして1951年に米国財務省とFRBがアコードと呼ばれる協定を結び、市場で形成される自由金利に戻ることが決定され、固定金利時代は終焉した。この間の金利水準を見ると、固定金利政策を廃止したとたんに金利が跳ね上がった様子がよくわかる。その背景は終戦後の物価の上昇だ。終戦の1945年に18.0だった消費者物価指数は1950年には24.1へと5年間に34%も上昇した。実質金利に換算すれば大幅なマイナスで、終戦で景気が良くなるどころか、逆にインフレにより相当に混乱したのだ。

以上が戦時下の米国YCC政策の顛末である。FRBは2020年6月のFOMCの議事録(注11)で中央銀行の独立性が制約されることに強い懸念を示しているが、ここで述べた歴史的事実を鑑みれば、コロナ禍への対応とは差異はあるものの、その副作用の大きさにリスク感覚が増幅されるのも当然だろう。



終戦後の激しいインフレは2つの現象を引き起こした。1つは財政赤字の実質的な改善だ。債務残高/名目GDPでみると、1945年の111%から1950年には86%まで大幅に改善した。米国が参戦した1941年には38%だったので、戦費の調達で大幅に悪化した財政事情が戦後のインフレで悪化分の1/3程度は帳消しになったことになる。もう1つは株価だ。激しいインフレの時代の株価は実質化しないと本当の価値はわからない。図表19で実質株価をみると、終戦直後の1946年こそ上昇したものの、高値を回復するのに8年もの長い歳月を要した。そこまで戦後直後の経済は混乱した。

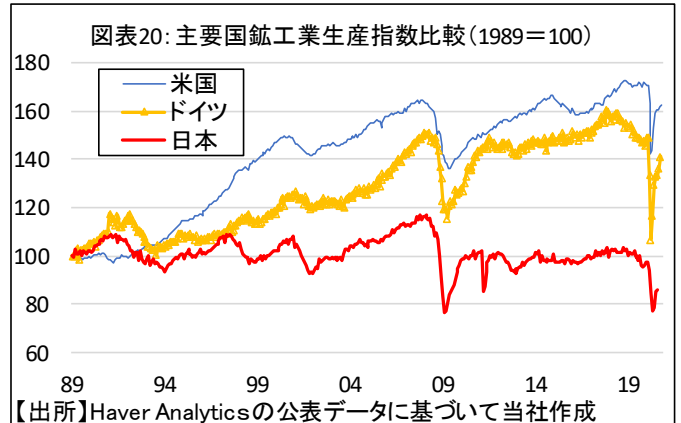
戦争経済から平時への移行が済むと、その後の経済は順調に拡大した。景気拡大に大きく寄与したのは、マーシャルプランによる戦後復興のためにインフラ建設、戦後の新しい生活様式を体現する郊外での住宅建設や高速道路建設、東西冷戦の元での朝鮮特需、などだった。当時の新しい時代に適応する経済成長の源泉が、2021年以降はグリーン・リカバリーになると位置づけられる。

(3) グリーン・リカバリー

米国では、早ければ4月中に集団免疫が成立すると見られている。その頃には米国でバイデン政権が発足して、脱炭素が世界中の産業政策の中心テーマになっている可能性が高い。EUは5,000億ユーロ、米国は2兆ドル、日本は当初予算から倍増して2兆円の予算が投入される。

元々、産業政策に巨額の予算を投入するのは、WTO のルールで厳しく制限されていた。しかし、コロナ禍を受け、苦境にある航空会社の財政資金での救済はワクチン開発のための補助金投入など、なし崩し的に容認されてきた。中国の巨額の産業補助金に対する無策も背景としては大きいだろう。この流れで、コロナ禍が収束した後に経済成長率が下方屈折しないよう各国政府は補助金を中心とする産業政策に注力する方向性が見えてきた。

2000 年以降、日本はものづくりに相当に注力した。しかし、現実には相当に劣勢だ。鉱工業生産指数で日本、米国、ドイツを比較すると、それが見て取れる。主因は電機産業で、2000 年前後のアナログからデジタルへの移行期に競争力を喪失した。もし今後の脱炭素で、自動車産業の競争力を喪失したら、更に劣化する可能性が高い。脱炭素の産業政策の優勝劣敗を分けるのは予算の自由度と危機感だろう。この国が直面する危機感から目を背けるべきではない。尚、経済産業省は 2010 年に自動車産業への依存度が高いのは問題だとして産業構造ビジョンで「ハケ岳構造（注 12）」を打ち出したが、なかなか実現できていない。



以上

(注1) SARS 感染が拡大したカナダ、ベトナム、台湾などは経験に学び明らかに状況に差異があった。

(注2) 内閣官房による解説は以下サイト。https://corona.go.jp/news/news_20200405_19.html

(注3) 生命科学の情報機関である英エアフィニティによる予測で詳細は以下サイト。<https://www.airfinity.com/>

(注4) 詳細は以下サイト。<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3361>

(注5) 「The Federal Reserve must reduce long-term damage from coronavirus」
<https://www.ft.com/content/01f267a2-686c-11ea-a3c9-lfe6fedcca75>

(注6) 詳細は参考文献(小林慶一郎・加藤創太(2001)『日本経済の罟』)

(注7) 詳細は以下の中小企業庁 HP。<https://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/keieihosyou/>

(注8) 相場格言は「事故は買い、事件は売り」だが、関係のない「事件は売り」は割愛した。

(注9) 「Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s」
<https://www.federalreserve.gov/PUBS/ifdp/2002/729/default.htm>

(注 10) 詳細は筆者執筆レポート「イエレン FRB 議長の「最適コントロール」復活宣言」(2016 年 4 月 22 日)
<https://www.resonabank.co.jp/nenkin/info/economist/pdf/160422.pdf>

(注11) 「Minutes of the Federal Open Market Committee, June 9-10, 2020」(2020 年 7 月 1 日)
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200701a.htm>

(注 12) 詳細は「産業構造ビジョン 2010(産業構造審議会産業競争力部会報告書)」
<https://www.meti.go.jp/committee/summary/0004660/index.html>

<本資料に関するご留意事項>

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しの「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。