

コロナ禍でもマーケットの活況は続く

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

新型コロナがグローバルに拡散し、欧米ではロックダウン、日本は緊急事態宣言の発出で経済が大きな打撃を被っている。ところが、株式、不動産、商品など世界の市況は昨年春先に一時的な落ち込みはあったものの、その後は順調に回復し、株式に至っては欧米では史上最高値、日本でもバブル崩壊後の最高値を記録している。景気悪化、企業業績不振の中で株高が進行しているのは理屈に合わないと思える人も多いが、コロナ対策として実施された大規模な財政金融政策の結果、過剰マネーが供給されて株価を押し上げる「金融相場」の様相を呈しているようだ。

先ず景気について見てみよう。世界最大の感染者数（累計 2800 万人）と死亡者数（50 万人）を記録している米国の GDP は昨年 4～6 月期に▲ 31.4%（前期比年率）の記録的な落ち込みを記録したあと、7～9 月期は 33.4%と大きくリバウンドしたが、コロナ第 3 波の影響で 10～12 月期は 4.0%に減速した。前期比で 2 四半期連続の回復を見せたものの、10～12 月期を前年同期比で見ると▲ 2.5%と依然として水面下に止まっているのが実情である。

需要項目別に見ると個人消費と輸出が弱い。消費は 4～6 月期が▲ 33.2%の急落のあと、41.0%、2.5%と 2 四半期連続プラスの伸びを記録したが、10～12 月期の前年同期比は▲ 2.6%と依然としてマイナスである。特に財の消費が 7.0%と好調なのに比して、サービス消費はコロナの直撃を受けて▲ 6.8%のマイナスとなっている。ヒトの移動が制限されているので、ガソリン、大規模商業施設、飲食業、衣料品の売れ行きが悪さが目立つ。輸出は 4～6 月期▲ 64.4%

のあと、59.6%、22.0%と 2 四半期連続のプラスを見せたが、10～12 月期の前年同期比は▲ 11.0%とコロナ前の水準に遠く及ばない。その他では設備投資が 4～6 月期に▲ 27.2%の減少のあと、22.9%、13.8%と回復したが、10～12 月期の前年同期比は▲ 1.3%である。唯一、住宅投資が 4～6 月期▲ 35.6%のあと、63.0%、33.5%と大きく回復し、10～12 月期の前年同期比も 13.7%のプラスとなっている。

ユーロ圏や日本の景気も米国とほぼ似た動きを示している。ユーロ圏の GDP は 4～6 月期に▲ 11.7%（前期比）の落ち込みの後、7～9 月期は 12.4%と回復を見せたが、10～12 月期は▲ 0.7%と再びマイナス成長に戻ってしまった。前年同期比も▲ 5.1%と 7～9 月期の▲ 4.3%よりも落ち込み幅が大きくなっている。需要項目別に見てもコロナの影響が全般にわたっており、消費（小売売上高数量ベース）では繊維製品と自動車燃料が足を引っ張っている。設備投資など総固定資本形成や輸出も前年比マイナスが続いており不振である。

日本の GDP は 4～6 月期に▲ 29.3%（前期比年率）の後、7～9 月期は 22.7%、10～12 月期は 12.7%と 2 四半期連続のプラスを記録したが、前年同期比は▲ 1.2%と連続 5 四半期のマイナスになっており、コロナ前の水準には戻っていない。需要項目別では消費の前年同期比は▲ 2.4%であるが、特に衣服、交通、教養娯楽、外食などが不振である。設備投資の 10～12 月期の前年同期比は▲ 2.8%、輸出は▲ 6.2%、また、欧米と異なり住宅投資が▲ 8.7%と不振なものも日本の特徴である。いずれにせよ、ワクチン接種が広く国民に行き渡っ

て、コロナ感染が終息するまではグローバル景気の本格回復は望めない。

コロナによる経済への影響を緩和すべく日米欧ともに積極的な財政金融刺激策を実施している。財政面で米国は昨年トランプ政権下で家計への現金給付や企業向け融資を軸に3月に2.2兆ドル、4月に4850億ドルの対策を打ったが、バイデン政権では更に1.9兆ドルの追加刺激策を発動する方針だ。欧州は加盟国間協議が難航したが、懸案のコロナ共同債の発行と7500億ユーロの財政刺激策を成立させた。そして日本も家計向けの特別定額給付金、企業向けの持続化給付金、雇用調整助成金などで一次、二次、三次の経済対策を実行してきたが、その事業規模は308兆円、真水で85兆円の大規模な対策となっている。

次に日米欧中央銀行の金融政策を眺めてみよう。コロナ感染の初期、米連邦準備理事会（FRB）は2020年3月に米政府による非常事態宣言の発出と前後して、FF金利を2度にわたって計1.5%引き下げて0～0.25%レンジとし、実質ゼロ金利政策を復活させた。量的緩和政策としては国債を毎月800億ドル、住宅ローン担保証券を400億ドルの合計1200億ドルの購入を続けている。また、企業や雇用支援として、①政府の給与保護プログラム（PPP）を円滑にするためのPPP流動性基金、②コロナ前に財務健全だった中小企業向けの金融支援としてのメインストリート融資プログラム（MSLP）、③社債発行円滑化のための企業信用基金などを創設して経済を支えた。

欧州中央銀行（ECB）は3つある政策金利についてコロナ前の2019年9月に預金ファシリティ金利のみ0.1%引き下げて▲0.5%としたのが利下げの最後で、コロナ感染が発生して以降は主要レポ金利の0%、限界ファシリティ金利0.25%も含め、政策金利は変更されずに今日まできている。コロナ感染拡大でも金利の引き下げ余地がないというのがECBの実情である。一方、コロナで困窮している加盟国政府や企業支

援のためにパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を創設し、適格基準を緩和することで従来は対象でなかったギリシャ国債や非金融機関のCP買入れも実施し、現在その総枠は1兆8500億ドルにまで拡大されている。あと、量的緩和策としては毎月200億ユーロの資産購入プログラムの実施、更に銀行部門に対しては短期オペから長期オペ（TLTRO-III）を通じて潤沢に資金を供給している。

日銀は政策金利については2016年から長短金利操作、即ち短期の日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用し、10年物国債金利がゼロ%で推移するように長期国債の買入れを実施している。この長短金利の目標水準はコロナ感染が始まってからも変わっていない。これもECBと同じく金利の引き下げ余地がないからである。国債以外の資産買入れとしてはCPと社債購入については、コロナ前の残高枠はそれぞれ約2兆円、3兆円、そしてコロナ発生後に時限的にCP、社債の増額買入れを実施、これによる現在の残高上限はCP・社債の合計で15兆円まで引き上げられており、コロナ前の残高枠5兆円とを合計すると残高上限は20兆円となっている。またETF（上場投資信託）とJ-REIT（不動産投資信託）についてはコロナ対策として残高上限を倍増して、それぞれ12兆円、1800億円としている。

このように日米欧を比較すると政策金利は米国は引き下げたが、日欧は現状維持に止まっており、金利差はほぼなくなった。量的緩和を中銀バランスシートで見ると、米国はコロナ前の4兆ドルから7兆ドルへと75%の大幅増加、欧州は4.7兆ユーロから7兆ユーロへ50%の増加、日本は580兆円から700兆円へ20%の増加となっており、量的にもFRBの緩和がECBや日銀を上回っている。この中央銀行による金融緩和と財政面での家計への現金給付、企業向け融資が相乗効果を生んでマネーストックが大きく増加している。日米欧のM2で比較すると、米国はコロナ前の15.5兆ドルから19兆ドルへ

20%増加、ユーロ圏は12.5兆ユーロから13.7兆ユーロへ10%増加、日本は1040兆円から1130兆円へ9%の増加となっている。

このようにマネーストックが増加している一方で、GDPはコロナ感染の再拡大もあってコロナ前の水準に戻っていない。そこで、マネーストックと経済の関係を示すマーシャルのK(M2/名目GDP)は日米欧ともに過去10年の緩やかな上昇トレンドを上抜けてしまった。市中にはマネーが過剰に供給されているわけだが、2020年10～12月期の日米の設備投資(前年同期比)の動きを見ると米国は▲1.3%、日本は▲2.8%といずれも前年を下回っており、実物投資に関する資金需要が強くないことを示している。

勢い過剰マネーは投資家、ヘッジファンドなどを經由して資産市場や商品市場に向かうしかないのが実情だろう。株式市場を見ると、NYダウはロックダウンの影響で昨年2～3月に2万9千ドルから1万8千ドルまで急落した後、今日まで調整場面を経ながらも上昇トレンドを維持して、今年2月には3万1600ドルを突破するなど史上最高値を更新している。日経平均も同じく24000円から16000円に急落した後、11月以降は24000円の抵抗ラインを上抜けて、2月には30000円を突破してバブル崩壊後の最高値を付けている。DAX独株価指数は14000から8000に急落したが、そのあと緩やかに上昇トレンドを歩み、今年2月には14100を突破して史上最高値を記録している。いずれもコロナで急落した後に、緩やかな回復を続け、最高値をつけるパターンとなっている。

不動産市場(住宅価格)を見ると、やはり日米欧の金融緩和の程度に応じて上昇率が決まっているのが分かる。米国は前年比で10%、ユーロ圏は5%、日本はほぼ横ばいとなっている。商品市場ではゴールドはリスク回避に最適な商品ということで、既にコロナ前から米中貿易摩擦などを材料に上昇を続けていたが、コロナで更に水準を切り上げ、2020年初めの

1500ドルから8月には2074.88ドルの史上最高値を記録した。その後はスピード調整もあってか、1800ドル割れまで緩やかな下降トレンドを辿っている。

穀物市場を見ると、例えば大豆、とうもろこしは2012年にそれぞれ1795ドル、843ドルの高値をつけて以降、長らく低迷していたが、コロナ感染拡大とともに急騰し、大豆はコロナ前の800ドルから今年1月には1400ドルの大台を突破し、とうもろこしは300ドルから560ドルに急騰した。債券市場については金融緩和の影響で米長期国債がコロナ前の1.9%から一時0.5%まで急落したが、マイナス金利政策をとっている日欧は基本的に横ばいで長期国債が▲0.5%、日本の長期国債利回りは目標通りゼロ%近辺の動きに終始している。為替相場はドル金利低下を反映してドル円はコロナ前の112円から103円への円高、ドル・ユーロはコロナ前の1.10ドルから1.23ドルまでのユーロ高となった。

さて、今後の予想だが、日米欧ともにコロナ収束が見えるまで景気回復は緩やかにならざるを得ないので、金融政策はしばらく現状維持が続くと思われる。事実、パウエルFRB議長も「雇用の最大化に十分な進展がみられるまで現在の政策金利を維持し、量的緩和政策を続ける」と述べている。よって、株価は調整場を挟みながらも基本的には上昇トレンドが続くと予想される。不動産や商品市況は実需を無視した上昇には自ずと限界があるものの、金融緩和が続いている間は下がりにくいだろう。長期金利は日銀が長短金利操作を行っているので日本の長期金利は上がらないが、米長期金利はコロナ収束につれてコロナ前の水準に戻して行かだろう。よって、為替相場も日米の金利差拡大の結果、ドル高方向に動くと思われるが、金融政策の現状維持を前提とすれば、為替の変動は限定的だろう。総じてコロナの収束と金融緩和の出口戦略が視野に入ってくるまではマーケットの底堅さは続くものとみられる。