

いとう・たかとし
50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融。兼政策研究大学院大特別教授



伊藤隆敏 コロンビア大学教授

超金融緩和と資産バブル ⑤

実体経済との乖離、限定的

21年に入ってから最高値を更新し続けている。日本でも2月には、日経平均株価が1990年以来となる3万円台を回復した。これは実体経済から乖離(かいり、Disconnected)した「ミニバブル」(英語ではFroth)なのだろうか。そしてそのミニバブルを膨らませているのは、日米の中央銀行による資産購入・流動性供給なのだろうか。もしそうだとすると、超緩和からの転

ポイント

- 米国では経済回復に伴い長期金利上昇へ
- 業種間の株価格差は市場の合理性を示す
- 中銀は市場との丁寧な意思疎通心がけよ

		TOPIX業種別指数の上昇率上位業種と下位業種									
		2020年3月16日	6月16日	9月16日	12月16日	21年3月16日					
上位5業種	1	情報・通信業	82.2	医薬品	109.0	その他製品	113.9	その他製品	124.0	海運業	157.2
	2	電気・ガス業	79.0	情報・通信業	102.3	情報・通信業	109.5	情報・通信業	122.9	情報・通信業	140.8
	3	食料品	79.0	その他製品	100.1	医薬品	107.0	電気機器	121.7	電気機器	134.5
	4	精密機器	78.2	食料品	99.3	精密機器	106.7	機 械	117.0	その他製品	126.3
	5	医薬品	77.1	小売業	99.0	サービス業	104.5	精密機器	115.3	機 械	125.4
下位5業種	29	ガラス・土石製品	65.7	石油・石炭製品	77.1	繊維製品	79.4	水産・農林業	83.4	石油・石炭製品	97.8
	30	非鉄金属	61.0	海運業	74.8	石油・石炭製品	78.1	銀行業	79.9	繊維製品	95.2
	31	鉄 鋼	58.2	鉄 鋼	73.1	鉄 鋼	74.0	石油・石炭製品	72.2	陸運業	94.3
	32	海運業	56.6	空運業	71.6	空運業	72.2	空運業	61.5	空運業	79.3
	33	鉛 業	51.2	鉛 業	63.4	鉛 業	53.6	鉛 業	53.0	鉛 業	72.5

(注) TOPIX業種別指数(33業種)の20年1月6日の値を100として指数化。20年3月16日はこの期間でTOPIX(総合)が最安値をつけた日。「その他製品」の中で時価総額が最大なのは任天堂

この心配を裏付けるような出来事が3月4日に起きた。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長が、金融政策の超緩和が出口に向かう際に債券市場が混乱しないか心配していると発言する一方、長期金利の上昇傾向を抑えるための具体的な手段を明示しなかった。それを受けて、長期金利が上昇し、株価も下落した。議長の発言の基礎には好調な米国経済が超緩和からの出口を早めるとの認識がある。1.9兆円(約200兆円)の景気対策が成立し、ワクチン接種もペースを上げていく。バイデン大統領は5月末までに米国の全成人分のワクチンを確保すると宣言した。秋以降は教育現場も対面授業に戻り、全面的な経済活動の再開の期待が高まる。これにより成長率もインフレ率も高くなることを考える専門家は多い。従ってその過程で長期金利が徐々に上昇するのは当然だ。一方、市場はFRBがもっと長い期間、長期金利の低位安定政策をとるのではないかと勝手に期待していた。その期待が裏切られたため市場の混乱を招い

換が始まると、金融市場が混乱し、それが実体経済の回復の妨げとなる心配はないのだろうか。

た。2013年のいわゆる「テーパー・タントラム(かんしゃく)」を想起させた。だが混乱は一日だけで収まり、その後は長期金利上昇の下でも株価は安定的に推移している。

急事態宣言が再発されたこともあり、足元の景気回復力は弱い。ワクチン接種も他の先進国に比べると遅れているので、コロナ危機が終わり普通の経済活動を取り戻す時期がみえない。そうなるまで超金融緩和は当面継続することになる。長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)やYCCを採用している日銀は米国のようなスピードで、長期金利が継続的に上昇することを容認しない。

ただし緊急事態宣言が解除されて経済活動が順調に回復する過程に入れば、長期金利も許容範囲でもう少し変動するようになるかもしれない。上場投資信託(ETF)購入については、リスクプレミアム(リスク相対の上乗せ金利)の上昇を抑えるという目的は既に達しているように見えるが、購入額の急激な減少は超金融緩和の終息と受け取られるリスクもある。

その後の回復は速かった。その一つの要因が非常に迅速な金融緩和と積極的な財政だったのは間違いない。感染拡大を防止しようとする外出制限やロックダウン、飲食店の営業時間短縮などの対策が講じられている。経済活動の停滞は外生的な災害と同じなので、迅速かつ巨額の対策を打つことについて政治的障害はなかった。1997年の日本の銀行危機や2008年の米国のサブプライム危機の際には、銀行の行動や銀行監督の不備を問う強い批判を背景に、財政や中銀による救済に対する政治的抵抗が強かったとは対照的だ。

を受け株価が急落したが、その後の回復は速かった。その一つの要因が非常に迅速な金融緩和と積極的な財政だったのは間違いない。感染拡大を防止しようとする外出制限やロックダウン、飲食店の営業時間短縮などの対策が講じられている。経済活動の停滞は外生的な災害と同じなので、迅速かつ巨額の対策を打つことについて政治的障害はなかった。1997年の日本の銀行危機や2008年の米国のサブプライム危機の際には、銀行の行動や銀行監督の不備を問う強い批判を背景に、財政や中銀による救済に対する政治的抵抗が強かったとは対照的だ。

もう一つの特徴は、コロナ感染による経済活動の制限の影響は業種により大きなばらつきがあり、株価動向にも表れていることだ。果敢にも生活が必要となる商品やサービスを提供する会社の業績は改善し、株価も先行的に上昇してきた。一方、活動制限で落ち込む飲食店、小売り、空運関連企業の業績は低迷が続く。TOPIX33業種指数それぞれについて、コロナの影響がなかった20年1月6日を基準として、その後の動きを20年3月16日(TOPIX)の直近の底値以降のPIIXの直近の底値以降の上昇率上位業種と下位業種の推移を3カ月ごとにみてみよう(表参照)。

動制限の影響で売り上げが極端に減少している業種が多い。この1年間、上昇率1位と最下位のポイント差は拡大傾向にある。こうした格差拡大に伴う回復過程はK字型回復と呼ばれる。K字型回復の程度は、むしろ巨大IT(情報技術)のGAFAMが存在する米国のほうが大きい。K字型回復はサブプライム危機世界金融危機からの回復過程ではみられなかった。K字型回復は、株式市場の反応が合理的であることを示している。たとえミニバブルがあるとしても、特定の業種にしか当てはまらないのではない。実体経済からの乖離という印象は必ずしも正しくない。

米国の長期金利が徐々に上昇する一方、日本の長期金利はYCCで上昇を抑えられる。そうすると円安につながる。円安は既に起きており、年初に1ドル110円台だったのが一時109円台を付けた。少なくとも短期的には日本の景気、株価には好影響のはずだ。前述したように、20年3月にはコロナ感染の急拡大

しかしワクチンや財政政策のおかげで景気が良くなり、金融緩和の程度が縮小に向かう(テーパリング)ことがはつきりすれば、長期金利が上昇するのは当然だ。上昇率上位の会社のうち、借入れを増やして成長を続けてきた会社の業績拡大がプレキがかかることは間違いない。実体経済との乖離は、実体経済の回復とコロナ禍での好業績銘柄の快進撃が止まることで、徐々に解消される。リスクがあるとなれば、何らかの理由で超金融緩和が予想よりも早く終わってしまうと市場参加者が急に方向を変え、債券価格や株価が大きく反応する可能性がある。3月4日に起きたことがより大規模に起きるケースだ。これを超える市場との丁寧なコミュニケーションが求められる。