

COVID19下の実体経済と株式市場のディスコネクト

信金中金月報掲載論文編集委員
勝 悦子
(明治大学 政治経済学部教授)

株式市場が好調である。S&P500株価指数は、感染者数が急激に増えアメリカ主要都市がロックダウンした3月に暴落を続け、同月23日には本年の底値をつけて本年ピークの2月19日から約34%下落した。しかし4月以降は一転して急上昇し6月8日には本年ピークに近い水準まで戻した。また、NASDAQ指数は、2月19日に9,838.37をつけ、その後3月23日には6,631.42まで下げたが6月23日には10,221.85の最高値をつけた。わが国においても、日経平均株価指数は、本年1月の24,084円のピークから、3月19日には16,553円の本年最安値を記録したが、その後急回復し6月8日に23,000円台まで戻した。

これとは対照的に経済の実態は非常に厳しい。アメリカでは4月の失業率が14.7%と史上最高水準を記録し、5月も13.3%と高水準に留まった。都市封鎖の影響で需要の消失が顕著となり、実質GDP成長率は2020年1-3月期に年率5.0%のマイナス成長となり、4-6月期には需要の消失から年率マイナス40%以上にまで達する記録的な数値になると予想されている。日本では、消費増税に伴う2019年10-12月期のマイナス7.2%（年率換算）から2020年1-3月期はマイナス2.2%と落ち込み幅は軽減したが、民間エコノミスト予想では4-6月期は年率マイナス20%程度と、こちらも記録的な落ち込みになると予想される。こうした状況でIMFは6月25日、世界経済見通しを改訂し、本年のGDPはユーロ圏でマイナス10.2%、アメリカがマイナス8%、日本もマイナス5.8%と、4月の見通しから早くも下方修正した。

今回の危機を2008年の世界金融危機と比較すると、今回は金融システムそのものが崩壊し全産業に広く影響が及ぶのに対し、今回は、非接触が原則のもと都市封鎖の影響から、外食産業、旅行産業などのサービス産業、それも中小企業や個人事業主に大きな影響が出た。一方で、医療、テック産業ではむしろ需要は増大し、産業間で大きなばらつきがあることも特徴である。労働者の中では、非正規労働の女性、マイノリティ、高齢者などが大きなダメージを受け、それが所得格差をさらに押し広げる形となった。

各国政府はこれに対して未曾有のマクロ経済政策を採っている。財政面では、個人や中小企業への所得補填、企業融資資金供与等を中心に、記録的な規模の財政出動を行っている。加えて中央銀行も過去に類を見ない政策を採ったが、目を引くのがFRBの金融政策である。企業や個人の資金繰り悪化に対応するため3月23日に2.3兆ドルの緊急融資プログラムを公表すると同時に市場下支えのための証券購入の増額等も決定した。この日を契機に株価は軒並み上昇に転じた。

この緊急融資プログラムのうちMSLB(メインストリート融資制度)は、米財務省が出資してSPV(特別目的会社)を作り、民間銀行の事業会社融資の95%を買い取るというもので、連銀が民間企業へ直接融資を行うのは大恐慌以来となる。個別企業の社債購入やCP、ETFの購入も含め、信用リスクまでとるこうした異例の金融政策は、リスクプレミアムを減退させ、市場のセンチメントを大きく好転させた。こうしたFRBの大胆な金融政策により、信用度の低いジャンクボンドや新興国株価も急速に回復したと言ってよい。

このように、実体経済がかなり悪いなかで株価だけが好調に推移する「ディスコネクト」については様々な要因が指摘されている。Wall Street Journal紙等によれば、第一に、マーケットリーダーが強いことである。すなわちS&P指数の約2割を占めるGAF Aおよびマイクロソフトを含めた大手テクノロジー企業5社の株価が、前述したようなコロナ下のデジタル化の一層の推進のなかで20~30%強大きく値を上げた。

第二に、倒産した企業が散見される一方、すでに本年上半期の企業収益の落ち込みは織り込まれ、2021年以降どうなるかに投資家の関心が移っていること。本年の収益の落ち込みが発射台なので、来年以降はプラスの伸びになると予想される。

第三に、マーガレット・サッチャー元首相が唱えたTINA(There is no alternative)である。TINAはサッチャー元首相のスローガンで、市場経済以外に選択肢はないというものだったが、今回は株以外に選択肢がない。FRBが社債市場でのオペレーションを強化した結果、社債市場は正常化したが高格付け債券のイールドは低下し、株式配当が優位にある。

第四に、V字型回復に投資家がかけていることである。様々なデータ、例えばスターバックスアプリのダウンロード数、open tableの予約数等を駆使すれば経済がどこまで正常化したか観測できるが、彼らは4-6月期がボトムであることを確信している。

しかしながら一方で、6月末に公表されたIMFの『国際金融安定性報告書』では、このディスコネクト自体が新たなリスクになりうることを指摘している。同報告書によれば、マーケットバリュエーションでは、株価、社債などの価格が理論値から大きく乖離しており、今後、感染第二波の到来、中央銀行支援の継続性、貿易戦争の再燃、そして所得格差拡大から生じる社会不安の増大などが、資産価格調整のトリガーになりうるとしている。

このように、現在の株高局面は過分に投資家のリスク選好に依存しており、非常にもろいものでもある。今後本格的に第二波が訪れれば、これまで融資してきた銀行、それを肩代わりする財政のリスクは高まる。折しもFRBが公表したストレステストでは、それぞれの景気悪化シナリオで貸倒れ損失が跳ね上がり、自己資本比率が低下するとの結果となった。前述したように、FRBのMSLBが銀行の負担を肩代わりするのは確かであり、また、BIS自己資本比率規制の運用緩和もなされた。しかし過去10年にわたる個人、企業の債務残高の積み上がりの最中に今回のパンデミックが起きた訳で、金融不安が具現化する懸念は引き続き残っている。今後のFRBや日銀の、金融政策と金融秩序維持の両面での手腕が大きく問われるところである。