

金融システムの「安全性」に過度に依存した株高

コロナ禍での株価の高騰は、大胆な金融緩和だけでなく、先制的な金融システムの安全性担保や個人の貯蓄増といった要因が重なって起きており、当面は実体経済の動向と相反する形で株価は推移しやすい状態が続こう。

足元の株高は金融システムの安全性担保が大前提

新型コロナウイルスによるパンデミック（世界的な感染拡大）が始まってから1年が過ぎた。各国・地域の実体経済はこの間、感染の広がりによって強く押し下げられた一方で、米国をはじめとする主要国の株式市場では史上最高値を更新するなど、奇妙な状態が続いている。

この一因としてしばしば指摘されるのが、量的緩和をはじめとする世界的な金融緩和である。この点は確かにその通りなのだが、株高などの先行きを考える上では、他の要因が複雑に絡み合っているようなことが起きている点を見逃すべきではない。

例えば今回のパンデミックでは、米国をはじめとして各国の政府・中央銀行が先制的かつ積極的に危機回避策を講じてきた。なかでも、米国の中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）は3月23日に企業の資金繰り安定に直接関与することを表明し、金融システム危機が顕在化する前にそれを回避する姿勢を鮮明にした。

こうした展開は、住宅バブルの崩壊が大手投資銀行や保険会社の破綻へとつながって金融システムが機能不全に陥るまで、米国をはじめとする世界各国の政府・中央銀行が状態の悪化を放置したリーマンショック時とは全く逆である。当時の中央銀行は、機能不全の深刻化に対処するために危機勃発後に後追い型で大量の資金供給や利下げを行ったが、金融システム内にカウンター・パーティー・リスクが残存している間はその効果は減衰され、株価も金融緩和にほとんど反応しなかった。

つまり、現在の株価の熱狂は、金融システムの安全性が政府・中央銀行によって担保されているなかで金融緩

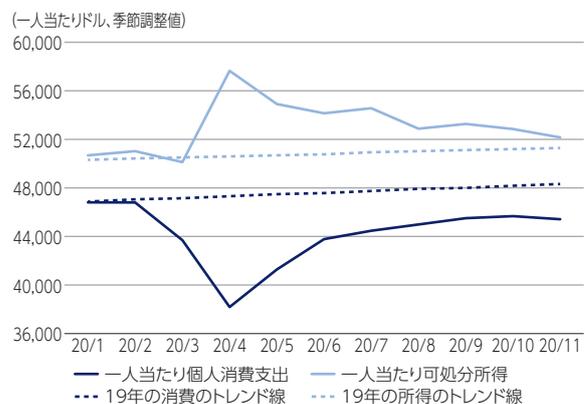
和が進んだからこそ起きていることになる。市場参加者から見れば、この状況は、実体経済が極めて深刻な状態にあるなかでもカウンター・パーティー・リスクがなく、極めて安価に運用や投機のための資金調達が可能になっているのである。

マクロ的な家計の貯蓄増も株高の要因に

このような前提の違いが特に今回、鮮明になっているのが米国の株式市場である。しかし同国ではそれだけではなく、株式取引手数料の無料化やマクロ的に見た家計貯蓄の大幅増を背景に、個人投資家が株式取引を活発化させていることも足元の株高の一因になっている。

実際、図表にあるように、米個人の昨年の可処分所得は、現金給付や失業保険給付によって2019年の増加ペースを大幅に上回る一方で、消費支出もロックダウン（都市封鎖）などによってサービスの消費が抑制されているため、やはり2019年の増加ペースを大きく下回っており、個人の貯蓄は大幅に増えている。

図表 米個人の一人当たり可処分所得と消費支出



(出所) U.S. Bureau of Economic Analysisのデータを基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 1月14日にバイデン次期大統領(当時)は、1人当たり1,400ドルの追加現金給付や失業給付特例加算の9月までの延長を含めた、総額1.9兆ドルに及ぶ新たな経済対策案を公表した。

さらに米国では、昨年12月下旬に総額9,000億ドルの追加経済対策が成立し、1人当たりで最大600ドルが追加で給付され、失業保険も週300ドルが今後も上乘せされることが決まった。それどころか、当時のトランプ大統領はこの法案の成立にあたって現金給付の少なさに不満を示しており、新政権を担う民主党も給付金の増額に前向きである¹⁾。そうしたことから、仮に今後の協議で給付の増額が実際に決まれば、米家計のマクロ的な貯蓄は2021年にかけてより一段と上積みされ、株式市場に回る原資もその分だけ増えることになる。

パンデミックの行方と逆行する株価

だが、これらの株価押し上げ要因はパンデミックの今後の展開によって大きく変わりうる。

仮に今年前半にかけて、ワクチンの効果の高さが証明されて人々のワクチンへの信頼性が向上するなど、感染拡大の制御がうまくいった場合には、2021年の景気回復ペースはかなり腰の据わったものになると考えられる。

しかし、こうした楽観的なシナリオでは、経済の正常化の進展に伴って金融緩和や財政出動を続ける必要性も薄れ、どこかの時点で各国・地域の長短金利が上昇する思惑が広がることになる。さらに、コロナ禍による消費の制約も次第に取れていくことで、サービス消費が急速に回復してだけでなく、政府からの給付金もなくなるため、貯蓄増という投資や投機の原資もその分だけ少なくなると考えられる。

すると、昨年、人類をあれだけ苦しめたコロナ禍が過ぎ去り、实体经济の本格的な回復が見られるなかで、株式市場だけは、これまでの高値を維持してくれた要因が

米国を中心に失われ、かなりの混乱に見舞われる危険性が出てくることになる。

その一方で、何らかの要因によるワクチン普及の遅れや変異したウイルスの広がりなどで昨年同様に感染の制御に苦戦する状態が続けば、实体经济の回復ペースもその分だけ遅くなってしまい、金融緩和や財政出動の拡大も続くことになるだろう。こうした経済の低迷は、各国家計にとっては、失業の増加や賃金の低迷といった所得の減少要因になるものの、個人への現金給付やサービス消費の抑制も同時に続くことになるため、貯蓄率の高さも相応に維持されうる。ということは、パンデミックで实体经济の回復がなかなか進まない方が、皮肉にも株高の原資が当面の間、補給され続けることになる。

ただし、長短金利が世界的に極めて低い状態が長く続くと、多少のリスクを負ってでも値動きや利回りの良い市場に資金を振り向けようとするだろう。そのため、経済の低迷が続くなかでのこれからの株高は、日を追うごとにさらにバブル色が増してくるようになるはずだ。

また、こうしたバブル的な株高が、かつてのように投機的な金融商品や取引の積み重ねによって助長されていることが明るみになった場合には、金融システムに介入する大義名分が政治的に失われかねない。すると、昨年とは違って政府・中央銀行の対応が後手に回りがちになり、コロナ禍による实体经济の低迷と金融システム不安が重なりうる危険性があることに留意しておきたい。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室
上級エコノミスト
専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp