

太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

テーマ： マネーが示唆する 2021 年度の高成長とそれを織り込む市場

執筆者： いちよし証券株式会社 上席執行役員チーフエコノミスト 愛宕 伸康氏

要 旨 (以下の要旨は2分50秒でお読みいただけます。)

昨年(2020年)1月に国内で初の感染者が確認された新型コロナウイルスは、わが国に深刻なダメージを与え、目下第4波が押し寄せつつあります。しかし、こうした中でも日本経済は回復に向けて歩んでいるように窺われます。

本文では、コロナによる景気後退の特徴を踏まえたうえで、大規模なコロナ対策に伴う過剰流動性の影響と、コロナ収束後のわが国の成長率が上振れる可能性について、米国の株価下落リスクにも触れつつ、いちよし証券・上席執行役員チーフエコノミスト愛宕伸康氏に解説していただきます。

コロナ禍での景気対策は当局にとって困難を極める。感染予防のために経済活動を抑制すれば、多額の現金給付を講じても景気浮揚にはつながり難い一方、景気浮揚を優先すれば感染の再拡大につながりかねない。リーマンショック時に比べ、非製造業の落ち込みが著しく、資金繰りでは宿泊・飲食業が危機的な状況にあるなど、特定業種の傷みが激しいのが今回のコロナ不況の最大の特徴だ。そして、迅速さを優先し、大規模かつ一律の現金給付を行わざるを得なかった結果として、痛みの軽い部門や個人を中心に過剰流動性が発生し、それが様々なリスク資産、特に株式市場に流入して株価を大きく押し上げた、というのがもう一つの特徴である。

過剰流動性は、世の中に出回っているお金の量(マネーストック)を、経済活動を示す名目GDPで割った指数「マーシャルのK」(=マネーストック/名目GDP)で見ることができる。それがコロナショック後、日米ともに大きく跳ね上がっている。つまり、経済活動に見合う量をはるかに超えるお金が世の中に出回っていることを示しており、これが日米の株価を大きく押し上げたことは、筆者の統計的な検証からも明らかである。

ならば、感染が収束してマーシャルのKが落ち着けば株価は下落するのかということ、それは実体経済がどれだけ回復していくかにかかっている。マネーストックと名目GDPの間には平時における安定した関係があり、上振れたマーシャルのKは感染が収束すれば元の水準に戻っていく。マネーストックもコロナ前の伸びに戻ると考えれば、名目GDPがどうなるか逆算することができる。米国では10%、実質GDPは8%になる計算だ。つまり、それだけ強い成長を実現させるほどのお金が出回っていることを示しており、現に米国の2021年実質GDP成長率に対する市場見通しは、相当高い水準まで上振れつつある。

米国では、インフレ急騰とそれに伴う長期金利の上昇で株価が急落するのでは、との懸念が囁かれている。しかし、仮にインフレ率が2.5~3%程度になっても、長期金利は1.75~2%程度に収まる見通しだ。この程度の上昇なら、景気拡大が続く限り、株価のトレンドが下降に向かうことはない。日本の有名な金利ショック、すなわち大蔵省資金運用部の国債運用停止を背景とする1998年の「運用部ショック」、金融機関による過度な国債運用の巻き戻しを背景とする2003年の「VaRショック」においても、景気拡大を背景に日経平均株価は上昇した。

わが国の2021年度実質GDP成長率も高めになりそうだ。いちよし証券では、米国をはじめとする海外経済の回復や、良好な交易条件を映じた製造業をアンカー役として、4%台になると予想している。懸念は膨らんだ企業の借入金とその借り換え需要への対応、感染の再拡大だ。それを乗り切れば、中期的な景気拡大に本格的に移行していくとみている。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

テーマ： マネーが示唆する 2021 年度の高成長とそれを織り込む市場

いちよし証券株式会社 上席執行役員チーフエコノミスト 愛宕 伸康

はじめに

昨年1月16日に国内で初の感染が確認された新型コロナウイルスは、4月後半にかけて第1波、8月前半にかけて第2波、そして11月以降第3波となつて猛威を振るい、わが国経済に深刻なダメージをもたらした。ここにきて第4波の足音が大きくなりつつあるが、日本経済は徐々に回復に向けて動き始めている。

見通しを作成するに当たっては、最初にコロナによる景気後退の特徴を押さえておく必要がある。その上で、①コロナ対策が大規模にならざるを得なかったこと、②それにより発生した「過剰流動性」（簡単に言えば「金余り現象」）が市場に大きな影響を及ぼしていること、③コロナが収束していくに連れてこれまで実施されてきた対策の効果が顕在化し、成長率が予想以上に上振れる可能性があること、を説明する。最後に米国市場で話題となっている長期金利急騰の可能性とそれによる株価下落リスクについて、簡単に私見を述べてみたい。

1. コロナショックの特徴

政策当局にとってウィルス感染症による景気後退(パンデミック・リセッション)は、通常の景気対策が使えない、極めて厄介な代物である。感染を抑制するために人々の接触や移動を制限しなければならず、サービス業を中心に経済は致命的な打撃を被ることになるのだが、それに対処しようと景気対策を打てば、人の移動が活発化し、感染抑制に逆行することになる。現金給付にしても、倒産防止や失業者・低所得者の救済には有用だが、景気浮揚という観点からはほぼ無力に等しい。極端な言い方をすれば、そもそも物理的に経済活動が制限されているため貯蓄率が跳ね上がるだけである。

昨年の景気後退がどの程度深刻だったかについては、リーマンショックと比べてみるとイメージしやすい。図1<次頁>は、日本の実質GDPとその構成項目の一つである国内家計最終消費支出(実質)を、リーマンショック時と比較したものである。ショック後のボトムを起点(横軸のt)に、その1年前を100とする指数で比較している。これを見ると、実質GDPの落ち込み方はリーマンショック時と同程度だが、今回は消費の落ち込みが激しいことが分かる。従って、製造業の生産活動はリーマンショック時に比べてまだましな一方、非製造業の稼働率を示す第3次産業活動指数の落ち込み幅は今回の方が圧倒的に大きく、しかも業種によるバラツキが激しいのが今回の特徴である(図2<次頁>)。

図1 実質 GDP と最終消費のリーマンショックとの比較

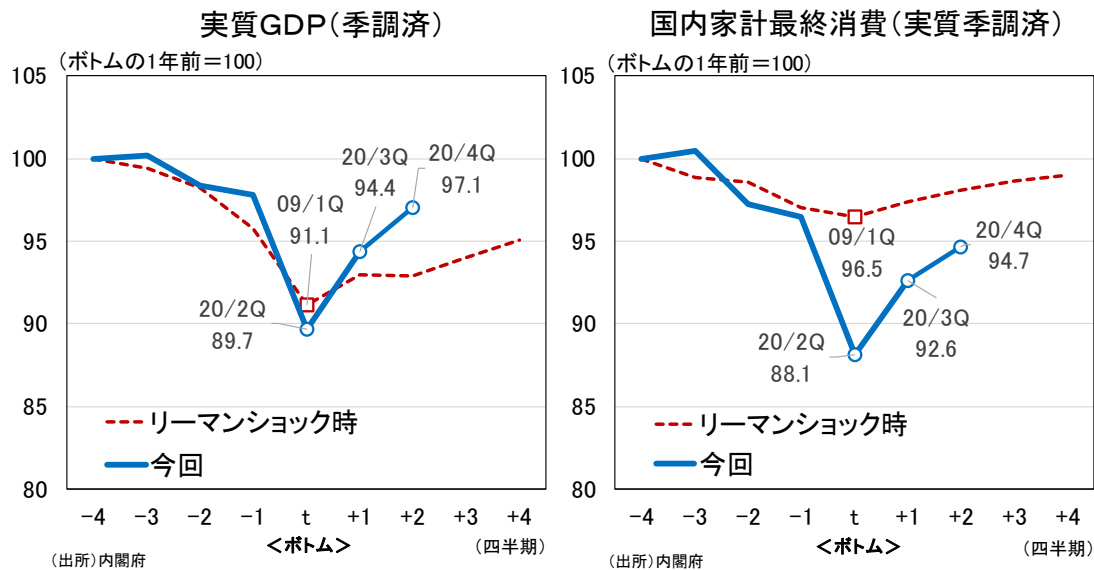
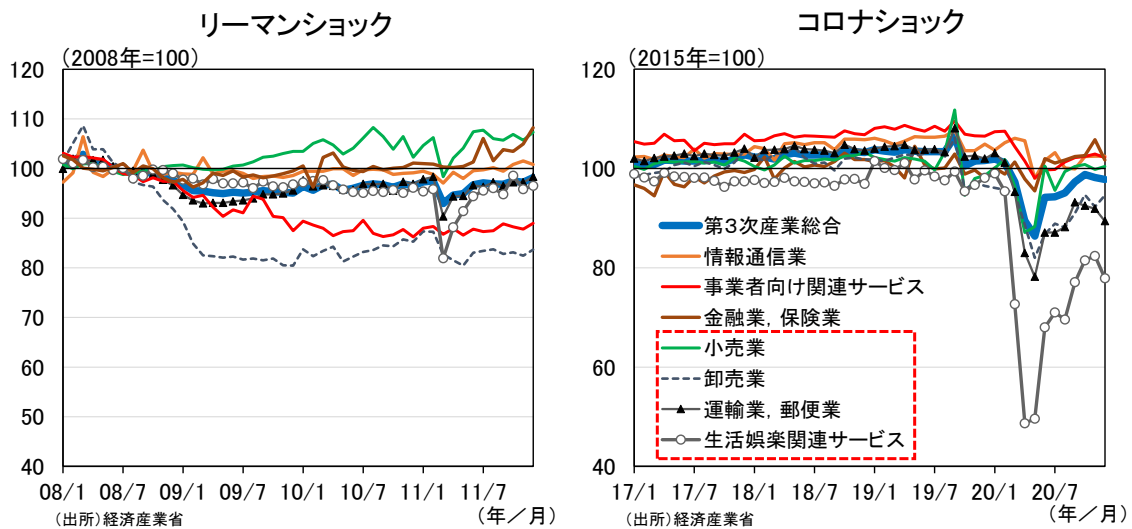
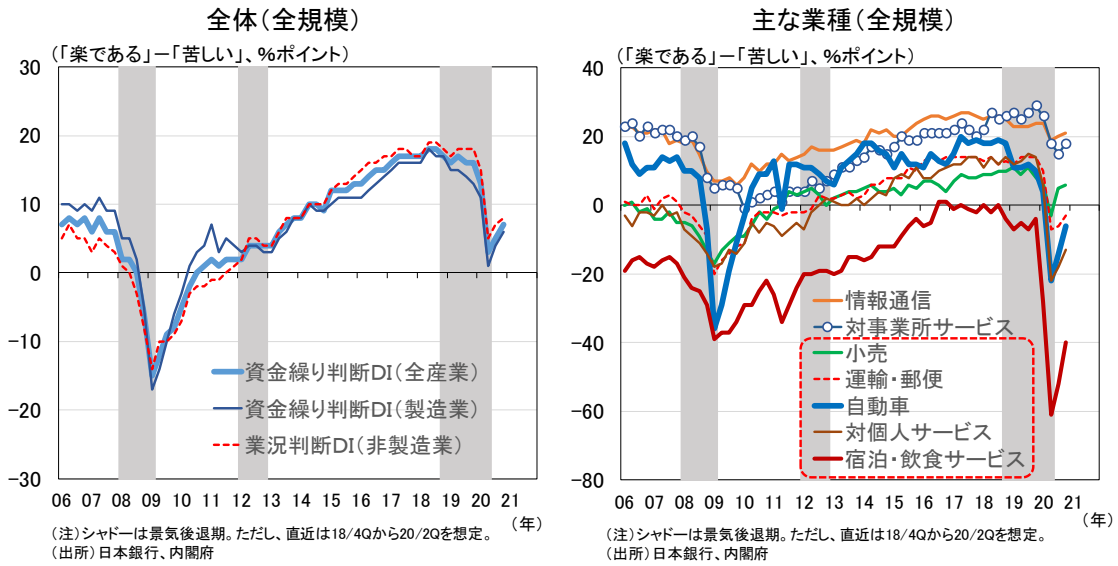


図2 第3次産業活動指数のリーマンショックとの比較



資金繰りについても同様のことが言える。日銀短観の資金繰り判断DIを見ると(図3<次頁>)、全産業では何とかプラスを維持しており、リーマンショックの時ほど深刻でないように見えるが、痛みの激しい「宿泊・飲食サービス」ではリーマンショックの時よりも遥かに資金繰りが悪化しており、危機的な状況となっている。こうした大きなバラツキは、いわゆるバラマキ型の経済対策を一律に行っても、本当に必要な業種や企業には足りない反面、さほど影響が深刻でない業種や企業には過剰となる可能性を示唆している。

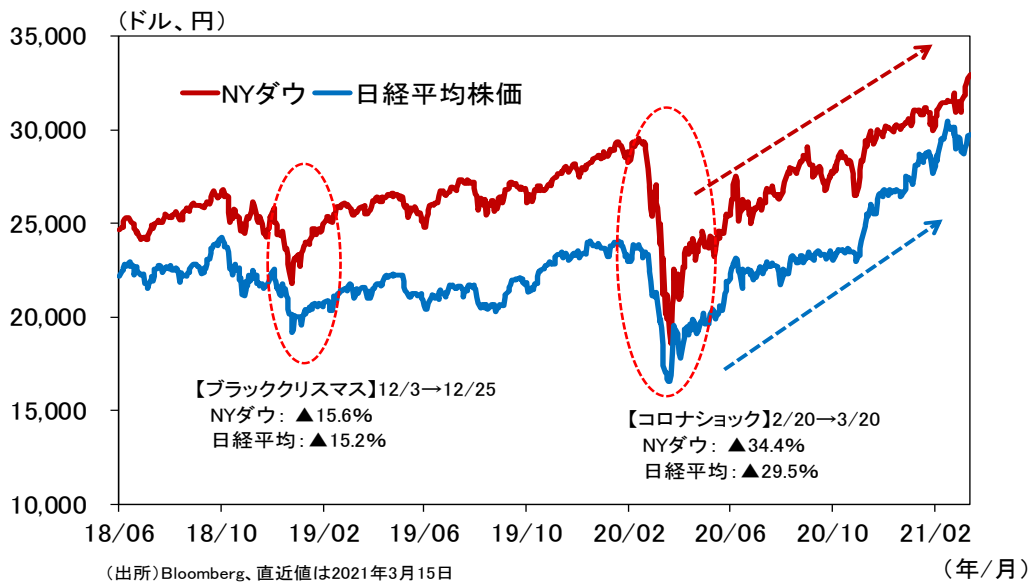
図3 日銀短観の資金繰り判断



2. 過剰流動性の市場に与える影響

現実の政策では、迅速さを優先させるため一律に資金を給付するしかなく、その結果大規模な対策にならざるを得なかった、というのが各国に共通した事情であろう。そのため必然的に過剰流動性が生じ、それが市場に流入したため、経済活動が再開する前から様々な資産価格が高騰したと考えられる。その典型が株価だ。昨年2月下旬、コロナショックで暴落した日米株価は、コロナ対策が打ち出された3月下旬に反転し、その後ほぼ一本調子で上昇してきた(図4)。もちろん、景気回復期待を反映している面もある。しかし、過剰流動性の影響が大きいことは以下の検証から明らかだ。

図4 日米株価の推移

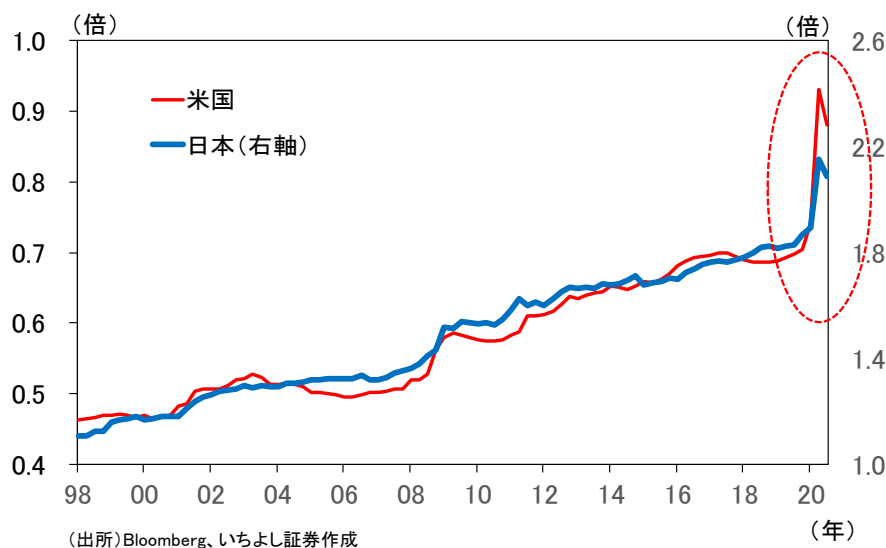


少し専門的になるが、過剰流動性はマーシャルの K で確認できる。マーシャルの K (英国の経済学者アルフレッド・マーシャルが考案) とは、金融機関を通じて世の中に出回っているお金の量を表すマネーストックを、経済活動を表す名目 GDP で割った倍率のことだ。

$$\text{マーシャルの K} = \frac{\text{マネーストック}}{\text{名目 GDP}}$$

貨幣需要が取引需要のみから成ると考えると、経済活動とお金の量との間には安定した一定の関係が存在することになる。そうであれば、実際にマーシャルの K をグラフにすると、滑らかなトレンドとして描けるはずだ。図5を見ると、足元を除けば概ねそうになっている。その足元の動きが今回のポイントだ。コロナショックが発生し大規模な対策が講じられた昨年4-6月期、マーシャルの K が日米とも大きく跳ね上がったのだが、これはつまり、それまでの経済活動とマネーとの安定した関係が一時的に崩れ、経済活動に見合わない量のマネーが出回っていることを示唆している。まさにこれが過剰流動性であり、データを詳しく検証すると、こうした過剰流動性が確かに株高につながっているのだ。

図5 日米の「マーシャルの K」



3. 大きく上振れる米国の2021年成長率

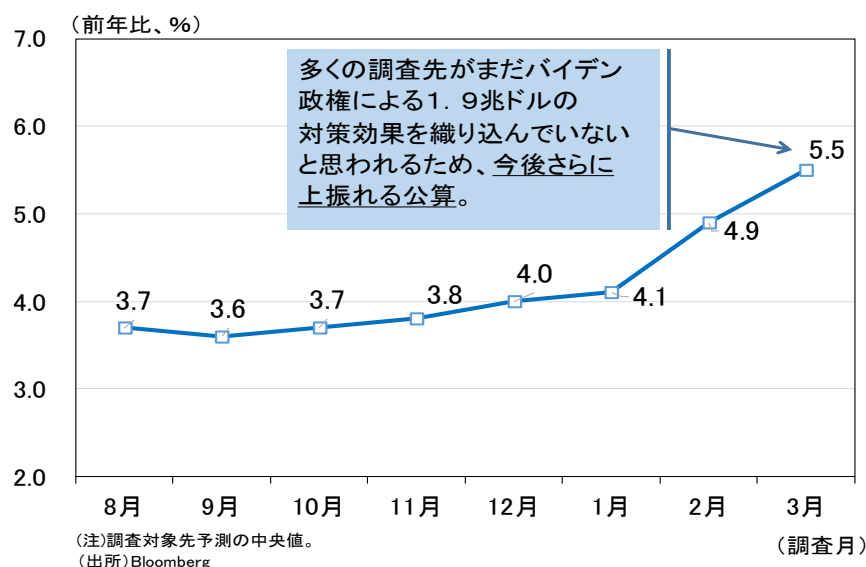
以上を前提にすると、今後経済が正常化に向かい過剰流動性が落ち着いていけば、株価は大きく下落することになるのだが、もう一つ考えなければならないことがある。というのも、上で見たマーシャルの K の跳ね上がりは、もちろん現在の過剰流動性を表している側面はあるが、同時に大規模なコロナ対策が今年を始めとする今後の成長率を予想以上に上振れさせる可能性も示唆している。面白い計算をしてみよう。

前述したとおり、世の中に出回っているお金の量と経済活動との間には安定した関係がある。その関係がコロナ後も基本的に変わらないとするなら、昨年跳ね上がったマーシャルの K はいずれ元のトレンドに戻ることになる。そこで、世界経済の先導役である米国に焦点を当て、米国のマーシャルの K が21年末に元のトレンドに戻ると仮定しよう。そうすると、分子であるマネーストックの値が分かれば、分母の名目 GDP を計算することが

可能だ。仮に、マネーストックがコロナ前の19年と同じ伸びに戻るなら、名目GDP成長率はなんと10%に、実質GDP成長率は8%になる計算だ。

もちろん、これは単なる数値計算に過ぎない。しかし、逆に言うと、そのくらい高い成長率を実現するほど大規模な対策が打たれたことを示している。実際、コロナの収束が明確化しつつある米国では、現地エコノミスト（資産運用会社ISIチーフエコノミスト：エド・ハイマン氏等）による21年実質成長率のコンセンサス見通しが大きく上振れつつある（図6）。3月調査ではまだ5.5%だが、これには先ごろ成立したバイデン政権による1.9兆ドルのコロナ対策が含まれておらず、コンセンサス見通しは今後さらに上振れる可能性が高い。現に、市場では7%台や8%台の見通しを打ち出すエコノミストもすでに現れており、上で紹介した8%が冗談ではなくなってきている。

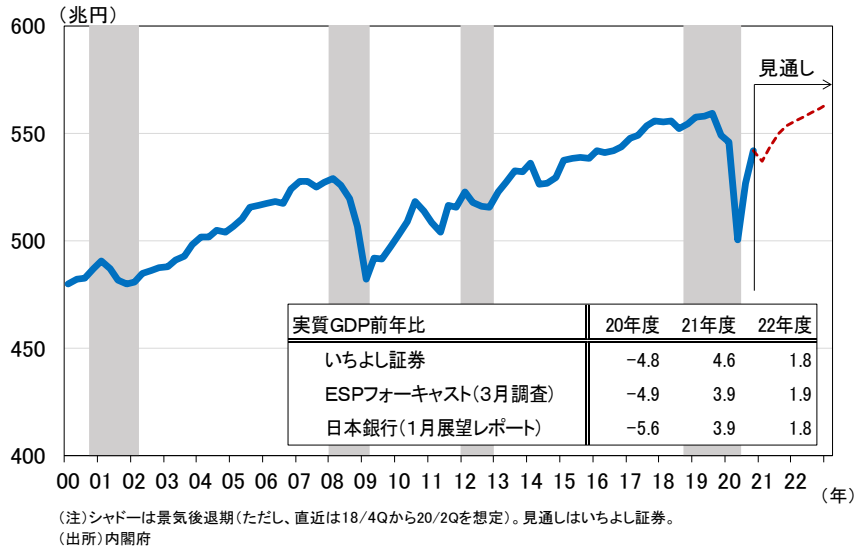
図6 米国の21年実質GDP成長率に対する市場のコンセンサス見通し



4. 21年度の日本経済見通し

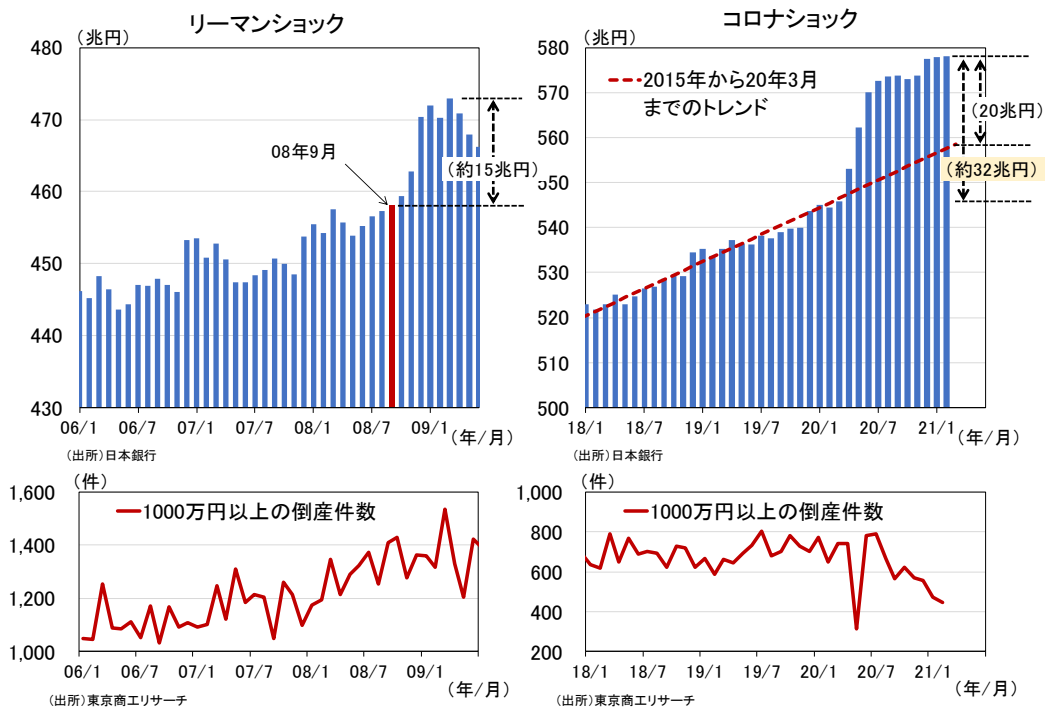
このように米国の成長率が予想以上の高さになると見られる中で、日本の景気も着実に回復していくと予想される。2度目の緊急事態宣言により今年1-3月期は小幅のマイナス成長を余儀なくされるが、4-6月期からプラス成長を回復し、21年度実質GDP成長率は4%台になるとみている（いちよし証券見通し、図7<次頁>）。アンカー役は製造業だ。海外経済の回復と良好な交易条件に支えられ、輸出の増加が景気回復をけん引するとみている。東京オリンピックも、予定通り開催されれば海外からの観戦者を制限する縮小開催とはいえ、ムードを明るくするだろう。

図7 日本経済の見通し



一方、当面のリスクは企業金融だ。というのは、企業の借入金がリーマンショック時と比べても格段に膨らんでいる(図8)。それによって今のところ倒産件数は抑制されているが、法人企業統計で確認すると、膨らんだ借入金の多くが短期借入であり、その借り換え需要が今後4-6月期にかけて嵩むと予想される。それが順調にロールされなければ倒産や失業の増加につながりかねず、政府・日銀にとっては、こうした企業金融面のマネージが当面の課題であることは間違いない。

図8 総貸出平残(銀行・信金計)と倒産件数



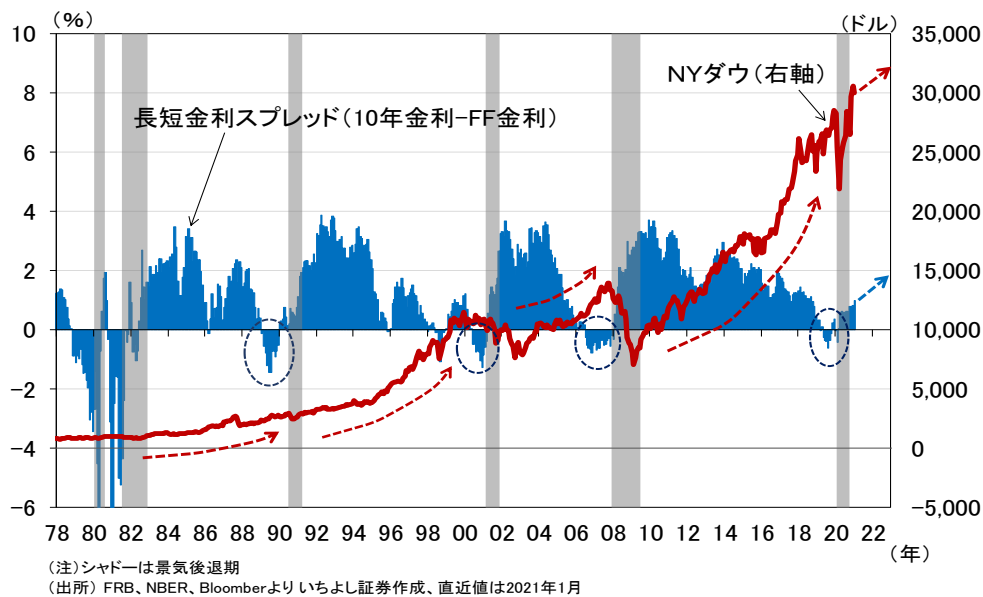
5. インフレ高騰の可能性と長期金利上昇の解釈

また最近では、米国市場において、インフレ急騰の可能性とそれに伴う長期金利の上昇が、株価の下落につながるのではないかと懸念する声が増えている。確かに、「やり過ぎ」とも言われる大規模なコロナ対策による景気の急回復で、市場の期待インフレ率は、すでに連邦準備理事会（FRB）が目標とする2%を上回り、長期金利はそうした見方を織り込みながら上昇している。

これに対し、筆者の推計では、仮にインフレ率が今後2.5%から3%程度まで上振れたとしても、米国の長期金利は大雑把に1.75%から2%に上昇する程度である。この程度の上昇であれば、株価や景気に大きな影響を及ぼすことにはならないだろう。なぜなら、そもそも景気が拡大を続ける限り、長期金利が上昇しても株価トレンドは上昇を続けてきた、というのが歴史的な事実だからである。

以下の図9は、米国の長期金利(10年)から短期金利の代表的な指標であるFF金利（フェデラル・ファンド・レート：米国の銀行が短期資金の過不足を調整する市場金利）を差し引いた長短金利スプレッドである。米国では景気後退の前にこの長短金利スプレッドがマイナスになるという経験則がある。これは、景気拡大の終盤で利上げが断続的に実施され短期金利が急速に上昇する結果、景気情勢等によって決まる長期金利を超えてしまい、その後に景気後退に陥っているからだ。こうしたことから、長短金利スプレッドは景気の先行指標として注目されている。

図9 米国の長短金利スプレッドと株価



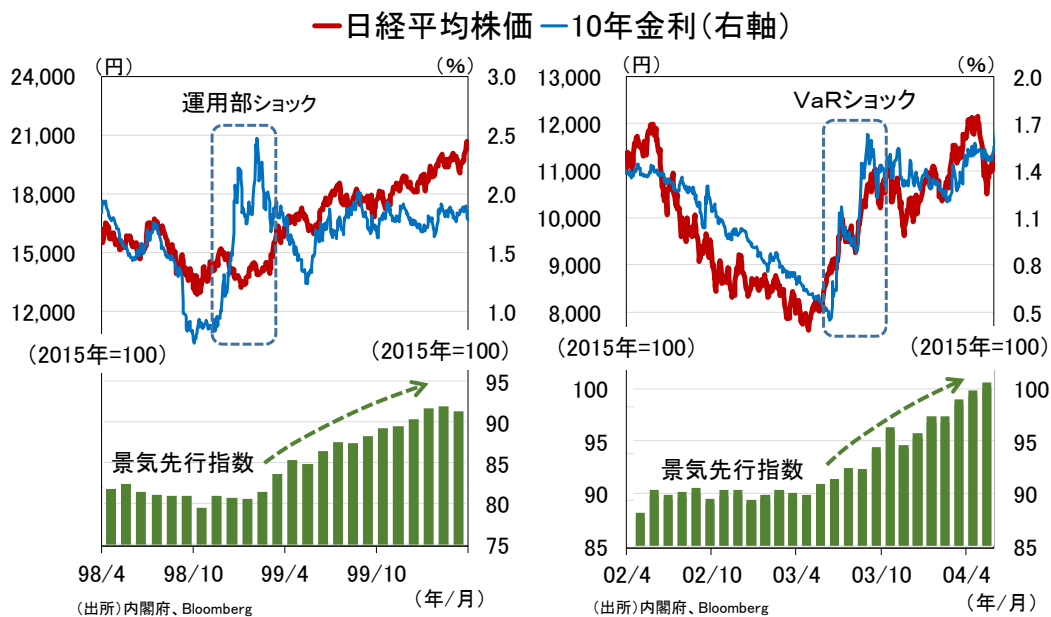
2018年12月3日、米国市場で2年金利が5年金利を上回ったことをきっかけに長短金利逆転への思惑が強まり、景気後退に対する懸念から株価が急落。ニューヨークダウは25日までの約20日間で15%を超える下げとなった。これがいわゆる「ブラッククリスマス」だ。しかしながら、現在は、景気循環上の立ち位置を考えると当時と逆の状況にあり、今後、長短金利スプレッドは景気拡大につれて緩やかにプラス幅を拡大していくと想定される。重要なのはファンダメンタルズであり、繰り返しになるが、景気拡大が続く限り株価の上昇トレンドは崩れない。ちなみに、金融引き締め時の株価動向を振り返ってみても、10%程度の振れは生じているものの、株価のトレンドは崩れていないことが確認できる（図10）。

図10 米国における金融引き締め時の株価動向



日本においても同様のことが言える。その典型例が有名な二つの金利ショック、すなわち1998年12月の「運用部ショック」と2003年6月の「VaRショック」である。前者は、当時の金融機関破綻対応で国債引受の余力がなくなった旧大蔵省資金運用部の国債運用停止によって、後者は金利変動幅が小さくなれば国債保有残高を積み増すという運用手法をとってきた金融機関による売りが嵩み、いずれも長期金利（10年）がゼロ%台から1%以上跳ね上がった。しかし、この金利ショック後においても日経平均株価は景気先行指数の改善とともに上昇している（図11）。両者に共通する重要なポイントが景気回復期待である。今回も景気拡大が続くと期待される下で、株価は多少の振れを伴いながらも上昇トレンドを辿っていくと考えられる。

図11 日本の金利ショックにおける株価推移



おわりに

以上の分析を踏まえ、改めて「今後経済が正常化に向かい、過剰流動性が落ち着いていけば株価は大きく下落するのか」という問題意識に立ち戻ると、結論はこうなる。すなわち、過剰流動性の影響もあってこれまで株価上昇が急ピッチだったことから、経済や金融政策が正常化に向かう過程で多少の調整は起こり得る。過去の経験から、おそらく10%程度の株価調整は覚悟しておくべきだろう。しかし、日本経済は高成長が期待される米国経済にも支えられ、景気拡大に移行していく。このため株価の上昇トレンド自体が崩れることはないだろう。

(本原稿は、2021年3月末時点で脱稿したものである)

以 上

執筆者紹介

愛宕 伸康(あたご のぶやす) 1965年 鳥取県生まれ

いちよし証券株式会社 上席執行役員 チーフエコノミスト

<学歴・職歴>

1991年 神戸大学大学院経済学研究科博士前期課程修了
1991年 日本銀行入行
2006年 日本銀行 政策委員会室 審議委員スタッフ
2010年 日本銀行 物価統計課長
2011年 日本経済研究センター主任研究員(短期予測主査)
2015年 日本銀行 人材開発課長
2015年 岡三証券株式会社 チーフエコノミスト
2020年 いちよし証券株式会社 上席執行役員 チーフエコノミスト