

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第三小委員会委員 西 出 勝 正

2020年に全世界的な感染拡大をみた新型コロナウイルスは、2021年夏の時点で一部の国においてワクチン接種が進んだことで大規模集会の制限などの各種規制が緩和されつつある。このような国では実体経済の早期回復も見込まれる一方で、接種が進んでいない国では依然として厳しい状況が続くと予想されている。IMF（国際通貨基金）の経済成長率予測は各国におけるワクチン接種の進捗を先取りする形でおおむね回復を見込んでいるが、予想された経済回復を達成できるかどうかは依然として不透明であるといえよう（図表1）。

図表1 ワクチン接種率と2021暦年の経済成長率予測

(%)

	ワクチン接種率	2020年	2021年
日本	9.22	-4.8	3.3
米国	45.33	-3.5	6.4
英国	47.26	-9.9	5.3
中国	15.51	2.3	8.4
韓国	8.82	-1.0	3.6

（図表注）ワクチン接種率は2回の接種が完了した比率を表す。ワクチン接種率はNHK新型コロナウイルス特設サイト、経済成長率はIMFのそれぞれ2021年6月27日時点のデータを用いた。

（出所）NHKおよびIMFのデータを基に筆者作成

2020年から日本経済を始めとする全世界的な実体経済は依然として低迷している一方で、金融市場はやや異なる動きをみせていることは多くの報道から知られているところである。米国市場ではダウ平均株価が2020年3月20日に底値である19,173.98ドルを付けた後に上昇基調を維持しており、2021年6月の時点で34,000ドル前後で推移している。日本市場においても日経平均株価が2020年3月に16,552.83円を付けてから上昇に転じ、2021年6月の時点で29,000円前後まで回復した。これは過去30年で最も高い水準である。実体経済がマイナス成長であるのと対照的に世界的に株価が上昇しているのはコロナバブルであるとの指摘が一部の専門家からなされている。仮にここ1年間の株価上昇が実態の伴わないバブル現象であるとする、世界経済は景気回復傾向の中で大きな爆弾を抱えていることになる。

コロナ危機への対応としての各国政府による政策を起因とするリスクも無視し得ないであろう。低迷する経済活動のてこ入れとして各国政府は過去に例をみない財政出動を講じている。世界全体の公的債務残高は2020年において対世界GDP比で過去最高水準の101.5%に達すると見込まれている（注1）。また、先進国を始めとして多くの金融当局は低金利政策を採用するとともに国債購入

を始めとする量的緩和に積極的に取り組んでおり、一部の分析ではこの金融緩和が株価を押し上げているとの指摘もある。

拙著（西出 [2020]）（注2）では、以上の問題意識の下に事実や議論を整理する意味で、当時の主要金融市場の動向とコロナ危機を対象とする学術的結果に関するサーベイを実施した。しかしながら、執筆当時から1年が経過した現在でも新型コロナウイルス感染拡大が金融市場にどのような影響を与え、それが実体経済とどのように関連しているのかについて様々な主張や意見の相違があり合意が形成されたとは言い難い。

本特集では、2021年1月号における特集「アフターコロナの経済・金融市場」の続編として、コロナ禍における実体経済と金融市場との関連性や今後の見通しを、政策リスクや株価バブルという観点から四つの論文が議論している。

第一の黒田論文「コロナ危機と財政をめぐる課題」では、日本銀行による年間約80兆円の国債保有残高増の目途撤廃を起因とする買入政策が将来的に日本経済にもたらす影響を考察している。コロナ危機によって日本国の財政状況が以前にも増して厳しくなっている事実を各種データによって明らかにした後に、財政赤字が実体経済や国債市場に与え得る深刻なリスクについて議論している。地方を含めたわが国の公共部門財政が厳しいことは以前から多くの識者が主張していることではあるが、コロナ危機以降に財政赤字がさらに深刻になった状況を、「ワニの上あごがロケット発射のように完全に折れ」て赤字幅が拡大したとの指摘は大変興味深い。また、財政赤字を支え

ている日本国債について、デフレーションの短期化や流通市場における海外投資家の売買シェア上昇などによって消化リスクが高まっているとの議論は非常に説得力がある。日本経済の長期的かつ安定的な成長には健全な財政による政策運営が不可欠であるという黒田氏の以前からの主張はコロナ危機によってますます重要性を増してきており、本論文は同氏の面目躍如といえよう。

第二の木内論文「事実上の財政ファイナンスと積極金融緩和策による金融市場の歪み」では、主要各国での財政・金融緩和政策に伴う金融市場の過熱とその後にもたらす副作用の危険性について議論している。先進国だけでなく新興国を含めた国債買い入れ策という事実上の財政ファイナンスによって多くの国の中央銀行のバランスシートが膨張した結果、国債市場を始めとする金融市場に歪みが生じ、将来的な不安定化リスクを抱えているという点を、各種データを用いて明示したことは非常に意義深い。実質金利水準の観点から考えると米国の金融政策が先進国の中で突出した緩和度である点は、個人的にやや意外であった。米国の異例の緩和策により金融市場において過熱度が強まった結果が現在の株価上昇の状況であるとなると、比較的近い将来において金融面でのリスクが高まるとともに実体経済にも悪影響を与える可能性がある。金融リスクの高まりに加えていわゆる双子の赤字問題が再燃すると世界全体が経済的に大きな打撃を受けることも懸念される。金融面でのリスクを低減させるためには中央銀行と政府の協調による金融・財政の一体的正常化が不可欠であるとの結論に向けて、本論文では一貫性のあ

（注1） <https://www.imf.org/ja/News/Articles/2020/07/10/blog-fiscal-policies-for-a-transformed-world>

（注2） 西出勝正 [2020] 「新型コロナウイルスに対する金融市場の反応」、『証券アナリストジャーナル』第58巻第10号、2020年10月。

る議論が展開されている。

第三の市川論文「コロナ禍における政策支援と景気および株価の関係」では、米国における量的緩和政策が株価に与えた影響について多変量回帰モデルを用いた実証分析とそこから得られる示唆を与えている。分析の特徴として、2020年1月から2021年5月までの期間を、(1)コロナショック発生局面、(2)政策支援局面、(3)米大統領選挙局面、(4)ワクチン普及局面の4期間に分けた上で、各期間の政策効果を考察している点が挙げられる。2020年1月以降の米国経済は、第2四半期の大幅なマイナス成長とその反動としての第3四半期の大幅な回復（プラス成長）などGDP成長率も乱高下した感があり、政府や金融当局も各局面に応じた政策を実行してきた。したがって、各局面に分割して景気、株価に対する政策効果を考察することは極めて重要であるといえる。市川氏は分析結果を通じて、景気が冷え込む中で米国市場における株価が2020年第2四半期には早々と上昇に転じ、その後はトランプ政権による大型経済政策やFRBによる量的緩和政策によって高値を維持してきたとの解釈を与えている。また、ワクチン接種の進捗と経済活動の正常化によって将来的な安定成長に対する懸念が払拭されれば株価調整リスクも限定的で現在の水準を大幅に下回ることではないとの結論を示している。来る衆議院議員総選挙やワクチン接種の進展が見込まれるわが国の金融市場の動向を考える上で重要な示唆を与えているといえるだろう。

第四の鈴木論文「コロナ禍における株価形成の合理性」では、東京証券取引所に上場している日経平均・配当指数先物を用いて株価のファンダメンタルズ（基礎的価値）を推定し、現物である日

経平均株価との比較によって株価が合理的に形成されているか、言い換えれば基礎的条件に依拠しない株価バブルが生じていないかを分析している。株式の経済的価値を将来配当に対する請求権だと考えると、株価は将来配当のリスク調整後（リスク中立確率の下での）割引期待値に等しくなるはずである。株価のファンダメンタルズを推定する際に問題となるのが、このリスク調整の取り扱いである。鈴木氏は、市場取引によってすでにリスク調整がなされている配当指数先物を用いることで、この問題を回避することに成功している。分析結果として、2020年3月の株価急落以降に配当先物から推定される株価ファンダメンタルズと比較して日経平均株価が急上昇している事実が発見された。これは、将来配当（に対する投資家の予測）以外の要因によって株価が形成され、いわゆるコロナバブルといわれる状況の可能性を排除できないことを示唆している。

最後に、教科書的ではあるが実体経済と金融市場の関係性について簡単にまとめてみたい。金融市場の第一義的役割は資金貸借を通じた資金余剰主体から資金不足主体への資金融通であることはいうまでもない。それとともに、金融市場は多くの経済主体や投資家による市場参加と取引を通じて経済全体の将来見通しやリスクに対する態度などが反映されるという側面がある。すなわち、金融市場における各種指標は景気に対する先行指標として実体経済に対する投資家の評価を反映するものであり、金融市場に生じた歪みとは実体経済そのものに歪みがあると市場参加者が評価していることを意味する。実体経済の安定的な成長に金融市場の健全化が不可欠である大きな原因の一つがこの点にあるといえよう。西出〔2020〕でも議論したように、コロナ不況は供給ショックによ

る経済活動の休止に端を発したものであるが、これを需要ショックによる景気低迷へとシフトさせないためにも適切な財政・金融政策の運営が望まれる。

2020年の執筆以降、コロナ禍における実体経済と金融市場の動向に対する疑問を持ち続けた解

題者にとって、企画段階から本特集に関与することができたことは望外の喜びであった。本特集に掲載されている論文は各分野において第一線で活躍中の専門家4名による最新の考察であり、今後の金融市場・実体経済の動向分析に際して読者の皆様の参考になれば幸いである。