

みずほマーケット・トピック(2020年5月19日)

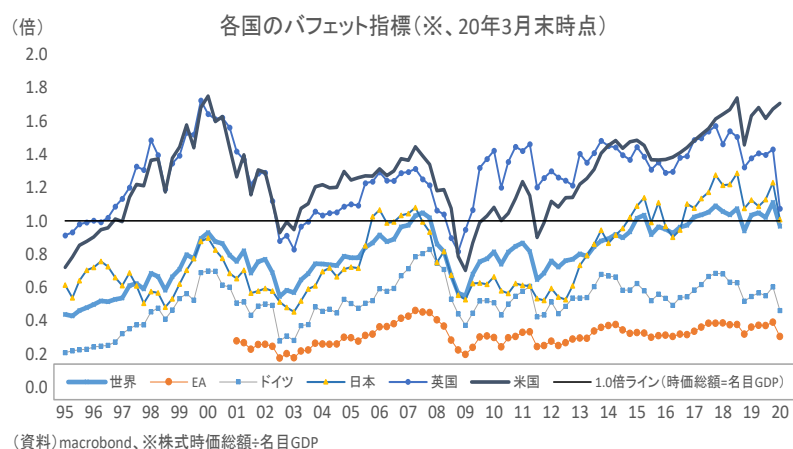
アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」

先週の本欄ではアフターコロナの世界につき、世界経済全体の貯蓄・投資(IS)バランスにおいて「民間部門の貯蓄過剰」が進むのではないかと議論した。恐らくその行きつくところは、中銀による過剰流動性が常態となる世界であり、いわゆる金融相場(ラフに言えばカネ余り相場)が出現しやすくなる世界である。近年、実体経済と比較して金融市場の好調が続くことに疑義が唱えられてきたが、アフターコロナではそれが当たり前になる可能性も。株式時価総額と名目GDPの比率(いわゆるバフェット指標)を見ると、3月の暴落を経ても、総じて「実体経済が負ったダメージほど金融市場はダメージを負っていない」という印象は強く、実体経済との格差を感じる。こうした状況はアフターコロナの世界では正常なことなのだろうか。論理的に考えれば、「民間部門の貯蓄過剰」が常態化することと、株高が続くことは一応繋がる。「金利はないが貯蓄はある」という運用環境が続けば、株式市場に目線は向かいやすい。これはコロナ前からある兆候だ。

～実体経済 vs. 金融経済～

先週の本欄では「アフターコロナの世界で経済・金融情勢はどうなるのか」をテーマに議論し、世界経済全体の貯蓄・投資(IS)バランスにおいて「民間部門の貯蓄過剰」が定着する一方、政府部門がこれを借り入れて使用する世界に移行する可能性を論じた。それは即ち、日本が「失われた20年」で経験した構造変化であり、その意味で「世界経済の日本化」が1つの方向性としてあり得るという立場であった。結果として政府債務の累積とこれを引き受ける中銀という日本化も進むはずであり、経済停滞の「身代わり地蔵」としての中銀バランスシートという目線も必要になると述べた。現在、経済規模以上のバランスシートを有するのは日銀だけであるが、現状を見る限り、欧米がこれを猛追してきているように思えてならない。

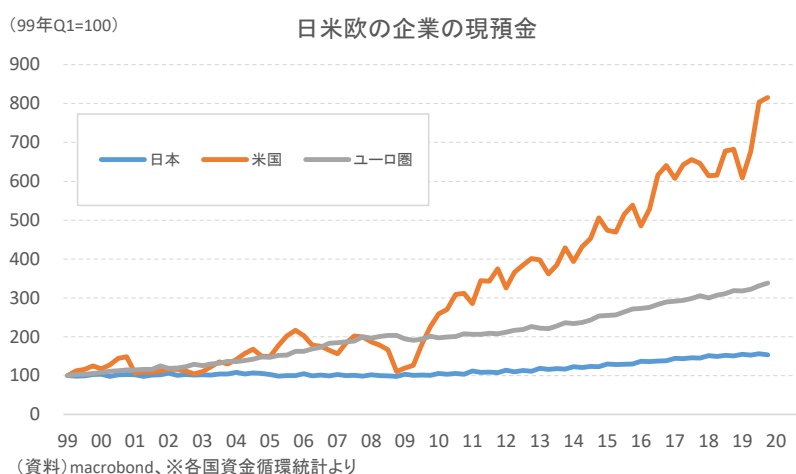
以上のような世界は結局のところ、中銀による過剰流動性が常態となる世界であり、いわゆる金融相場(ラフに言えばカネ余り相場)が出現しやすくなる世界だ。近年、実体経済と比較して金融市場の好調が続いていることに疑義が唱えられてきたが、アフターコロナではそれが当たり前になるのか注目である。この点、マクロ経済と株価の関係を論じる際に、株式時価総額と名目GDPの比率が簡易的に注目されることがある。同比率は米著名投資家ウォーレン・バフェット



氏が重視する投資尺度ゆえバフェット指標と呼ばれることもある。1.0 を超えると過熱感が指摘されることが多い。株式時価総額というストックの計数と GDP というフローの計数を比較することに議論の余地は残るが、現状を掴みやすい指標でもあるため筆者は定期的に観測している。前頁図は今年 3 月末時点の全世界並びに各国の株式時価総額と名目 GDP を使って計算してみたものだ。つまり、コロナショックを受けた大暴落は織り込み済みである。欧州以外は日本も含め 1.0 近辺で推移しており、米国に至っては 1.7 と未だに金融市場の勢いが実体経済に比べて非常に強い。総じて、「実体経済が負ったダメージほど金融市場はダメージを負っていない」という印象が抱かれる。本稿執筆時点でも株価は好調であり、明らかに実体経済との格差を感じるところだ。

～論理的に繋がる「民間部門の貯蓄過剰」と皮肉な株高～

こうした実体経済と金融市場の乖離はアフターコロナの世界では常態なのかもしれない。「民間部門の貯蓄過剰」が定着することと、株高が続くことは論理的に一応繋がる。「民間部門の貯蓄過剰」は企業部門の投資機会が消滅している状態を意味する。だとすれば、自社株買いや増配といった経営判断を取りやすくなるだろう。もしくは、企業買収に投じら



れる資金が蓄積しているとも考えられ、合従連衡 (M&A) が勢いづくかもしれない。マクロ経済全体で投資機会が減少する以上、これに応じて企業数が減ることに違和感はないだろう。企業数が減れば競争環境は緩和されるので、新規投資への意欲は一段と衰える可能性もあり、この点からも「民間部門の貯蓄過剰」の悪循環が強固になり得る。ちなみに、日米欧三極において企業部門の現預金は増加の一途を辿っており、アフターコロナの企業において、これらがこういった形式に投じられるのかは重要な論点だろう。なお、企業数の減少によって競争環境が緩和されれば恐らく企業収益は最終的に安定するのでこれも株高に寄与しよう。だが、実体経済で消費・投資が回っているわけではないので、政府・中銀による下支えは継続的に求められるはずだ。皮肉な株高である。

片や、投資家目線に立てば、「民間部門の貯蓄過剰」が定着する世界で金利は(中銀が購入するため)容易には上がらないことが予想される。だから理論的な株価のバリュエーションも高いままであるし、金利の無い世界だからこそ定期的に配当が見込める株を買う誘因が強くなるという面もある。近年、企業収益が悪化する中でも株価が堅調だった背景として、世界から利回りのある商品が消滅した結果、定期的なインカム(配当金)を期待できる株式に投資資金が向かったという指摘があった(いわゆる、「株の債券化」現象である)。同じ理由で不動産の上昇も説明できるし、ハイイールド債市場の活況も説明できるだろう。米国や英国でもマイナス金利政策の導入観測が浮上している中、「買うものが無いから株」という意思決定は取られやすいと推測する。

こうした状況は株価が個別企業の業績ではなくマクロの金融環境に左右されるという世界だ。こ

の点、為替市場が金利という伝統的な道標を失ったのと同様、株式市場も業績という伝統的な道標を失ったように思われる。過去の本欄では、為替(ドル/円)市場に関し、企業部門による対外直接投資の活発化が「売られたまま戻って来ない円」の割合を対外純資産残高の中で上昇させているという現実があると指摘した。それこそが「リスクオフ時に円が買い戻されない遠因である」という論調は今や為替市場では相応に市民権を得ているように感じられる。上述したように、企業の合従連衡が「民間部門の貯蓄過剰」の定着と共に進んでいくとすれば、元より自国市場が縮小傾向にある日本企業は生き残りを賭けて一段と対外直接投資を増やす必要性が出てくるのではないか。

そのように考えると、結局、動かなくなっている円相場や高止まりしている株価を解釈する出発点として「民間部門の貯蓄過剰」という動学的な構造変化があるということが見えてくる。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正當化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	週末版(明らになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会レビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という連～
2020年1月21日	ECB政策理事会レビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合レビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクrow型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会レビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か?～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版