

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 17 日)

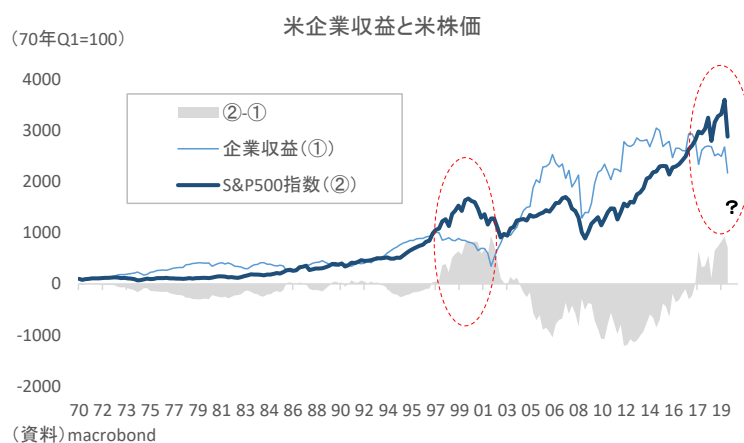
二番底はメインシナリオの 1 つとして見るべきか

株価の動きが不安定化している。元より「実体経済から乖離した株高」であることは多くが認識しているところであり、ショックに対する脆弱性の大きさは推して知るべし。企業収益と株価の伸びを過去半世紀にわたって見ると、株価の伸びが企業収益のそれをはっきりと超えて定着する局面は 17 年 10～12 月期から足許まで続いている。これと類似する局面は 97 年 4～6 月期から 03 年 10～12 月期の約 6 年半にも見られている。この間、IT バブルの生成と崩壊を経験したことは周知の通り。リーマンショック後の教訓を踏まえればここからの二番底が到来する可能性は高くないものの、今次局面においては OECD のように「第二波ありき」でメインシナリオを立てることも必要な情勢と考えられる。金利や物価の格差が消滅した世界において為替市場は殆ど動かなくなった。一方、企業収益を通じて実体経済と密接にリンクしている株式市場は激しい上下動がニューノーマルとして埋め込まれた印象。違和感と共に株価の水準は上がりそう。

～IT バブル以来の企業収益と株価の乖離～

先週後半には株価が大きな調整(NY ダウ平均株価は史上 4 番目に大きな下げ)を強いられ市場全体に緊張が走った。現状では何とか持ち直しているものの、元より「実体経済から乖離した株高」であることは市場参加者でなくとも認識しているところであり、ショックに対する脆弱性の大きさは推して知るべしであろう。こうした株高について本欄では筆者なりの見解を示してきた。アフターコロナの世界ではマクロ経済全体の貯蓄・投資(IS)バランスでは民間部門の貯蓄過剰と政府部門の貯蓄不足(すなわち債務増大)が進みやすく、これを尻ぬぐいするかのように中銀による国債購入が進みやすい。実体経済では期待収益の高い投資機会に乏しいため、金融商品、代表的には定期的にインカム(配当)も生む株式に資金が流れやすいとの仮説を示した。その結果として起きることが実体経済と金融市場の乖離であり、例えばバフェット指標(株式時価総額÷名目 GDP)の上振れなどにその兆候が現れやすく、事実、この傾向は米国で顕著であることも議論した。

バフェット指標ではマクロ経済全体の計数である名目 GDP を使用しているので、さらに企業部門の実態に寄せるという意味で GDP 統計における企業収益(税引き後)と株価の伸びを過去半世紀にわたって見たものが右図だ。株価の伸びが企業収益のそれをはっきりと超えて定着する局面が 2017 年 10～12 月期から足許まで続いている。これと類似する局面としては 1997



年4～6月期から2003年10～12月期の約6年半にも見られている。この間、ITバブルの生成と崩壊(そして9・11)を経験したことは周知の通りである。敢えて当時と現在の違いを見出すとすれば、当時は足許と比べれば企業収益の伸び鈍化は緩やかであり、その中で株価の伸びも頭打ちになっていた。しかし、現在直面しているのは企業収益の伸び「鈍化」というような生易しいものではなく、「急減」ないし短期的には「消滅」といったイメージに近い。現状の実体経済はそうした悲惨な企業収益を包含するものであるという認識が浸透していたにもかかわらず、株価が買われ続けてきたというのが従前の状況であり、今後、断続的に生じるであろう株価の急落も「ほら、見たことか」という感想と共に評価されることが多くなるのではないかと思われる。

～むしろ二番底はメインシナリオの1つ～

とはいえ、リーマンショック後の経験を糧にするのであれば、未曾有の経済対策が矢継ぎ早に打ち込まれることで実体経済も金融市場も顕著な二番底を見ない可能性もある(なお、実体経済の「一番底」は終わったわけではなく現在経験している最中であろう)。「慢性的な上昇」と「突然の急落」を繰り返すことで気づけば歴史的な高値を更新し続ける展開というのが危機後の金融市場の在り方であった。今回はどうだろうか。この点、国際機関で直近(6月10日)に見通しを公表したOECDを例にとると実体経済も金融市場も二番底をつけにくい可能性は大いにあり得る。

既報の通り、最新のOECD見通しは①感染が第一波で収束するシナリオ(Single-hit scenario)と②年末には第二波が到来するシナリオ(Double-hit scenario)が併存して示されている。ポイントはOECD自身が「見通しは2つのあり得るシナリオに焦点を当てている(The Outlook focuses on two equally probable scenarios)」と述べてこれらを示していることであり、①も②もメインシナリオという位置付けだ。先週後半に見たように、第二波懸念が本格的に意識されれば容赦なくリスク資産は叩き売られることになるのだから、OECD見通しに倣って株価を語るならば「急落もメインシナリオの1つ」という認識を抱くことになる。しかし、そこまでの「覚悟」が市場にあるとは思えず、緩和継続を当て込んだ金融相場の永続性に賭ける(賭けたい)向きが支配的であるように見える。

～銅価格もさほどアテにはならず～

「緩和継続を当て込んだ金融相場を期待する向きが支配的」なのだとすれば、市場の値動きに惑わされず、地道に実体経済の体温を推し量る努力をした方が現状を見誤らないだろう。この点、本欄では断続的に銅価格の動きに注目しているが、株価よりは参考になるとしても、やはり万能とは言えない。図示されるように銅価格は概ねコロナショック以前の姿を取り戻している。3月中旬頃から反



転しているのは「世界の工場」たる中国において経済活動が再開され、需要が復元され始めたことを反映したものだ。その後の上昇もパンデミックの渦中にあった欧米の経済再開を受けた需要を受

けた動きと読めるだろう。もちろん、銅市場も商品市況の一角であるため、値動き全てが実体経済と整合的だと考えるのは危ういが、広範な工業製品に用いられる銅価格の上昇が実体経済回復の結果であったことは一定の事実であろう。この点、この間に進んできた株価の上昇も完全に実体経済が乖離したものとも言い切れない面はある。

だが、こうした銅価格の動きも「第二波(≡経済活動の再停止)がない」という前提で評価せねばならないだろう。結局、「感染拡大が小康状態に入ること」と「実体経済がコロナショック以前に回帰すること」は全く別の話である。我々の日常生活に目を向ければ分かるように、緊急事態宣言が解除されても日常生活は完全には戻ってきていない。「緩やかに悪い状態が続く」というのが実感として抱くところであろう。片や、そのような実体経済とは異なり、金融市場は「一番極端なシナリオ」を織り込む。緊急事態宣言が解除されるなど、第一波が小康状態に入れば、「コロナなき世界」を前提にしたリスクテイクが進められる(それが現状の株高の根幹だろう)。だがあるタイミングで感染拡大に恐怖を抱き、それが虚実であると認識されると、先週目にしたような唐突な価格調整を迫られる。

金利や物価の著しい格差が消滅した世界において為替市場は理論通り、殆ど動かなくなった。一方、企業収益を通じて実体経済と密接にリンクしている株式市場は激しい上下動がニューノーマルとして埋め込まれた局面に入ってしまったように見える。上述したように、基本は「慢性的な上昇」と「突然の急落」を基本とする地合いが当面は続くと考えられ、株価水準自体は違和感と共に押し上げられ続けるというのが最も可能性が高いシナリオと見受けられる。もちろん、それが健全な状態と言えるかどうかは別の話ではある。

市場営業部・金融市場部
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6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
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」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化した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	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
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(明らかになった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～マスク外交と悔れず～
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政策理事会プレビュー～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	ボンド相場の現状と展望～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～「政熱経済」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～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