

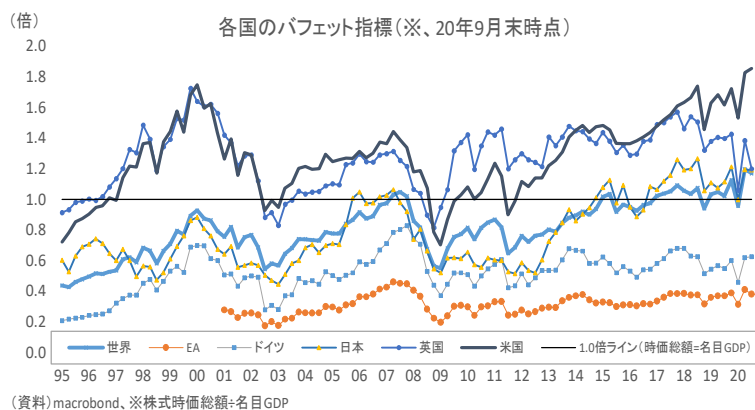
みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 21 日)

2021 年も続く「金融市場と実体経済の乖離」

「金融市場と実体経済の乖離」は 2020 年の金融市場の主要テーマの 1 つに違いなく、2021 年もこの傾向が継続するのかどうかは株に限らず、その他資産市場にとっても重要なポイント。既に米国のバフェット指標は 2 倍に届く状況。だが、こうした動きはリーマンショック直後、すなわち過去 12 年の傾向である。過去 12 年に共通する要因があるとすれば、「低金利」くらいしか思い浮かばない。運用難の結果の株高をニューノーマル(新常態)と割り切るべき。なお、「一体、誰が買っているのか」という照会を多く受けるが、例えば本邦の公的年金の状況などを踏まえる限り、国民 1 人 1 人が株に賭けつつある状況とも言え、恐らく世界的にも似たようなものだろう。2021 年も基本的には株価の騰勢が続くと考えられるが、金利動向に応じた大幅な調整には警戒したい。インフレ期待の動向が示唆的だが、実体経済の改善に応じた名目金利上昇を受けて株価が断続的に動揺する展開は不可避。それをバブルと呼ぶかどうかは本質的に重要ではない。どの道止められない政策対応の可否を議論しても詮無きことだろう。

～米国の株式時価総額は米経済の2倍に～

昨日は日本経済新聞が『世界株式時価総額 100 兆ドル超 GDP2 割上回る、緩和マネー過熱も』と題し、実体経済情勢とは無関係に騰勢を強める株高に警鐘を鳴らす記事を掲載していた。「金融市場と実体経済の乖離」は 2020 年の金融市場の主要テーマの 1 つに違いなく、2021 年もこの傾向が継続するのかどうかは株に限らず、その他資産市場にとっても重要なポイントだと考えられる。既に本欄では繰り返し取り扱っている論点ではあるが、改めて事実確認をしておきたい。記事で指摘される「株価と GDP の乖離」を一瞥して把握するには名目 GDP に対する株式時価総額の比率、いわゆるバフェット指標を見るのが早い。図示されるように、同指標はコロナ禍においても世界中で安定ないし上昇傾向にある。とりわけ目立つのが米国で今年 9 月末時点でニューヨーク証券取引所(NYSE)とナスダック総合指数(NASDAQ)の合計時価総額は米国の名目 GDP(約 21 兆ドル)の概ね 2 倍にまで膨らんでいる。これまでにない水準である。



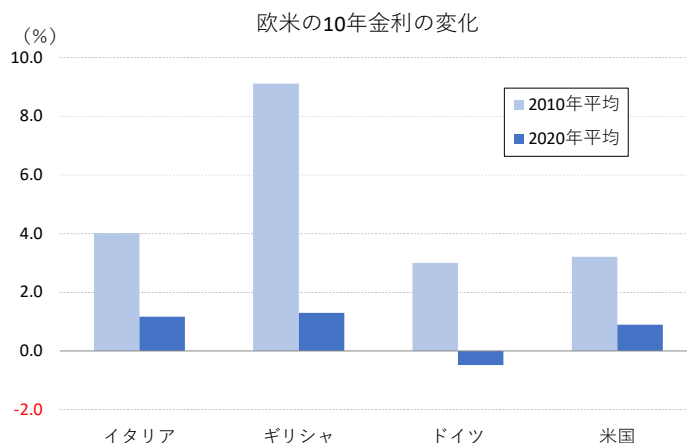
既に本欄では繰り返し取り扱っている論点ではあるが、改めて事実確認をしておきたい。記事で指摘される「株価と GDP の乖離」を一瞥して把握するには名目 GDP に対する株式時価総額の比率、いわゆるバフェット指標を見るのが早い。図示されるように、同指標はコロナ禍においても世界中で安定ないし上昇傾向にある。とりわけ目立つのが米国で今年 9 月末時点でニューヨーク証券取引所(NYSE)とナスダック総合指数(NASDAQ)の合計時価総額は米国の名目 GDP(約 21 兆ドル)の概ね 2 倍にまで膨らんでいる。これまでにない水準である。

～「実体経済との乖離」は 12 年前から始まっている～

もちろん、株価はストックデータ、GDP はフローデータなので、この比率を取ること自体に議論の

余地はあるが、「今までになかったこと」が起きているのは確かである。同時に、バフェット指標の上昇基調が今に始まったものではなく、リーマンショック直後から始まった動きであることにも目を向ける必要がある。この傾向は米国だけではなく世界的に見てもそうだし、成長率が劣後する日本もそうだった。リーマンショックから 12 年の月日が経っている。とすれば、「過去 12 年に通じて指摘できる何か」が株価の騰勢に寄与していると考えられる。その「何か」はほぼ間違いなく「低金利」だろう。これは「金利(割引率)が低ければ、理論的な株価は高くなる」という事実は元より、「世界から金利が消滅したことで運用難が極まり、結果として株価が高くなった」という表現の方が正確に思える。

例えば、過去 10 年で長期金利の指標となる 10 年国債利回りを取り巻く状況は激変した。足許、米国が 1% を割り込んで久しいが、欧州にやれば問題児の筆頭だったギリシャが 0.6% 台、イタリアでも 0.5% 台と一段と低い。もはや米国に利回りが無いから南欧にまで触手を伸ばすという判断をしても、利回りはさらに消滅しているという現状がある。欧州債務危機の最悪期(2010～12 年)においてギリシャ 10 年金利が優に 30% を超えていた(ちなみに 2 年金利は 100% 超ということもあった)ことをどれだけの人が覚えているだろうか。リーマンショック後、世界の資産価格の基準となるべき無リスク金利(国債金利)が消滅に向かっており、その傍らで株価が騰勢を強めてきたというのが客観的事実としてある。



(資料)macrobond, 2020年は12月18日まで。

やはり「定期的にインカムを生む金融資産が株(の配当金)くらいしかない」という状況が、実体経済の状況を度外視した株高の主因と推測される。ちなみに、コロナショックが起きる前から、「株の債券化」というフレーズはクレジット市場を見ている市場参加者の間では使われていた。金融市場では様々な事象についてニューノーマル(新常態)という言葉に当て嵌めるのが好きだが、筆者は「金融市場と実体経済の乖離」こそがニューノーマルの筆頭だと思う。

～「一体、誰が買っているのか」問題～

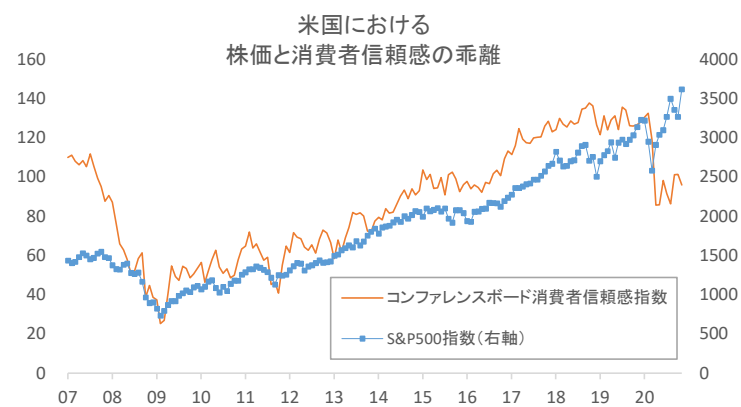
こうした状況下、最も受ける照会の 1 つが「一体、誰が買っているのか」というものである。一言で答えようがないが、例えば現在、我が国の公的年金(厚生年金・国民年金)を運用・管理する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の基本ポートフォリオ(資産構成割合の方針)の 50% は国内外の株式である(それぞれ 25% ずつ)。株式という資産クラスに関しては±11% ポイントの乖離許容幅が設定されているので最大でポートフォリオの 60% 超が株式という状況があり得る。日本の公的年金の運用がこのような設定になのだから、「一体、誰が買っているのか」という問いに対する答えとして「皆さんも買っていると思います」というのはさほどの外れではないだろう。

ちなみに上記の GPIF のポートフォリオ構成は 2020 年度からの 5 年間で規定するものだが、リーマンショック前の 5 年間(2006～09 年度)に関して言えば、国内外株式への配分比率は 20% だった。過去 10 年で世界最大の機関投資家とも言われる GPIF の基本ポートフォリオにおいて株式へ

の配分比率が 2.5 倍になったことの影響は計り知れない。もちろん、GPIF のポートフォリオ構成は政治情勢も含めたその時々諸要因を加味したものになるだろうが、やはり金融危機を挟んで金利が消滅した結果として配分を「変更せざるを得なかった」という事情も大いにあると考えられる。低金利は世界的現象ゆえ、このような動きは GPIF に限ったことではなく、利回りを要求されている世界中の機関投資家の間で起きていると考えるのが自然だ。事実、そのように運用方針を修正することでしか結果が出せなかったはずである。こうした動きと冒頭で紹介したバフェット指標の上昇基調の間に何の関係もないということはやはり考えにくいだろう。特に年金基金のようなプレイヤーは短期的な市場動向で資産構成割合を変更することをせず、決められた基本ポートフォリオ構成に沿って淡々と運用を進めていく。「金融市場と実体経済の乖離」を引き起こしている張本人となる可能性は非常に高いように思える。もちろん、基本ポートフォリオを定めてそれを長期間維持していくことが長期的に見れば効率的かつ理想的な結果をもたらすというのは理論的にも正しい考え方である。

～2021 年は金利上昇に伴い大幅な調整ありき～

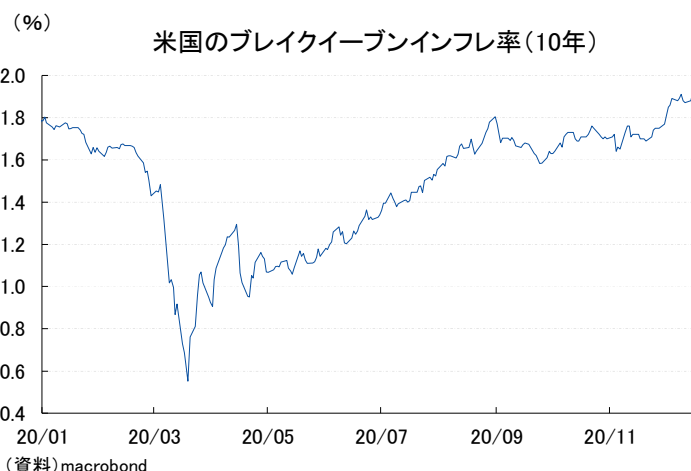
2021 年も基本的には株価の騰勢は続くと考えられるが、金利動向に応じた大幅な調整には警戒すべきである。上述してきたように、実体経済から乖離した株高の根幹に金利の低位安定があるのだとすれば、その上昇は相当嫌気される筋合いにある。実際、前回、FRB が正常化を進める過程では 10 年金利が 2.5%、3.0% と節目に差し掛かるたびに大きな調整を迎えた。まして、現状



(資料) macrobond

のように実体経済が全くフォローしてこない「砂上の楼閣」のごとき現状であれば尚更である。現状、株高に従って改善が期待された米国の消費者マインドは腰折れたままである(図)。実体経済からの援護射撃は殆どない情勢であり、低金利が拠り所になっている印象はかなり強い。

2021 年、米金利はある程度は上がる
と考えられる。2021 年中に FRB が正常化プロセスに着手することはあり得ないが、景気情勢が「今」と「来春」で改善しないということもまた、あり得ないはずである。インフレ期待(10 年ブレイクイーブンインフレ率、BEI、図)が既にコロナ以前の水準を視野に捉えているのは、そうした未来を見据えているのだろう。フィッシャー効果も踏まえれば、名目金利もこれをフォローしてくることが予想される。



(資料) macrobond

その時の株価はひとまず試練を迎えるはずだ。世界の政治・経済情勢を絶望的なムードが支配し

た 2020 年と異なり、2021 年は薄日が差し込む中、遅々たる歩みながらも日常を取り戻そうという年になるはずである。上下どちらかはさておき、2020 年のような直線的な相場になるとは考えにくい。

1 年を通じてみれば、2021 年も株は(それしか買うものがない中で)「上昇した」という着地になりそうだが、大幅な調整が断続的に入る中で「いよいよバブルがはじけたか」という懸念が話題になる時間帯も出てくると思われる。だが、世界の資本コストである FF 金利について「2023 年末までゼロ金利」が約束されている以上、株は上を目指し続けるという基本認識はぶれずに持っておきたい。一方で、分かりにくいのはそれと実体経済の情勢は関係がないということである。それをバブルと呼ぶかどうかは本質的に重要な議論ではない。というのも、仮にバブルと断定できても、現時点で「だから潰せ」という政策判断はできないからだ。2021 年も「金融市場と実体経済の乖離」は解消されず、これをニューノーマルとした上で、財政・金融政策は現状維持(もしくは強化)を続けるはずだ。

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12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕様～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実惑する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナスイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版