

## 時論

### コロナ禍の株高、流動性は七難を隠し続けるのか

2020年10-12月の日米のGDP成長率が相次いで公表された。景気の水準をコロナ前(2019年10-12月期)と比較すると、日本が約▲1%、米国が▲2%まで回復してきた。1-3月期は再び下振れが見込まれているので、一本調子の回復とはいかないであろうが、コロナ前水準への回帰が視野に入ってきた。

1月に公表されたIMFの世界経済見通しでも、ワクチンの普及と財政支援が前提となるが2021年の世界経済は前年比5.5%の成長が予測されており、2021年にコロナ前の水準への回帰が見込まれている。しかし、各国別の状況を見ると2021年にコロナ前の水準を回復出来るのは先進国では米国のみで、新興国でも中国、インド、ASEAN諸国など一部の国・地域に留まっている。一方、フランス、イタリア、イギリス、メキシコは2022年でもコロナ前の水準を下回るという厳しい見通しとなっている。

コロナ禍での景気は、強弱が明確に二分化するK字型と言われていたが、時間の経過とともに、様々なカテゴリーで二分化が鮮明となっている。

コロナ禍の影響を大きく受けた業種をBEACH業種と称することがある。BEACHとは、B:旅行・イベントなどのブッキング、E:エンターテインメント、外食、A:エアライン、C:カジノ・クルーズ船、H:ホテルなどであるが、BEACH業種での需要喪失状態が長期化する一方で、ハイテク企業などを中心に史上最高益を更新する企業が相次いでおり、どちらに焦点を当てるかによって景気認識は大きく異なってくる。

日本の財政収支における、歳入と歳出の乖離拡大を「ワニの口」と呼ぶが、K字型経済の下で新たな「ワニの口」が開き始めている。

これは地域間でも生じている。東京一極集中と言われるように、わが国の経済は人口や様々な社会・経済機能が集中する大都市圏を中心として成長を続けてきた。国土面積0.5%程度の東京に人口の10%以上が集中し、GDPの約20%、国税収入の約40%を生み出してきた。ポジティブに評価すれば、日本は極めて効率の良い経済構造にあると言えるが、裏返せば超過密な社会・経済構造という事であり、感染増加に対して大都市圏が最も脆弱な地域となっている。有効求人倍率が直近で最も高かった2018年12月(1.73倍)と足元の2021年12月(1.13倍)で比較すると、2018年にベスト10入りしていた東京、愛知、大阪の三大都市がコロナ禍の中で姿を消し、2021年のワースト10の6県が三大都市圏の都道府県が占めている。地方で再び人手不足感が強まり始める一方、都市部では尚もコロナ禍の停滞が続いている。

金融市場においても二分化が進んでいる。

日経平均が約30年振りに30,000円を回復した。本来であれば将来期待を反映するはずの株式市場が、コロナ禍という先行き不透明な中で上昇を続けて来たことにバブルを指摘する声も増えている。しかし、NT倍率(日経平均/TOPIX)が30年前を大きく上回っており、日経平均の上昇をけん引しているのは、ワニの口の上あごにいる一部の値がさ株や大型株であると考え

られる。好業績の企業が多いので必ずしもバブル的な上昇とは言えないが、やや行き過ぎた感  
は否めないであろう。

金融市場に「流動性は七難隠す」という格言があるが、足元で生じている株価の上昇は、危  
機対策として世界中で供給された大量の流動性が株式市場を押し上げていることはほぼ間違  
いないであろう。特に、コロナ禍においては、ロックダウンや外出自粛など支出の蛇口を占める  
政策を打ちながら、国民の不安解消を重視した流動性供給を行ったので、通常の景気刺激策  
よりも、貯蓄や投資に回る資金が増加したことは想像に難くない。実際にマネーの流通量は  
GDP など実体経済の成長率を大きく上回っており、生産や消費などの実体経済以外に流れた  
マネーの急増を示している。

マネーが流れ込んでいるのは株式市場だけではない、ビットコインなどの仮想通貨でも市場  
の急騰が続いている。また、コロナ禍の景気停滞化で上昇が続くコモディティ市場も恩恵を受  
けているのかもしれない。行き場を失ったマネーのトリクルダウンが、金融市場で広範囲に発生  
しているともいえよう。

経済の二分化が進む中においては政策のコンセンサスを見出すのが難しい。

感染予防と経済成長の両立というフレーズを耳にすることが多いが、大きな打撃を受けてい  
ない経済主体にとっての優先事項はコロナの早期収束だが、コロナの打撃を受けた経済主体  
にとっては経済の早期稼働が優先事項となる。相反する二つの要望を満たすために、政策の  
規模は肥大しがちで、かつ一律給付のような非効率な政策が取られることになる。

コロナ禍のような非常事態時に、経済政策によって景気を下支えすることは必要な政策であ  
り、危機の初期時には効率性よりも広範囲なセーフティネットの整備が重要である。先行きの不  
透明感が払拭されない中で金融引締めや財政緊縮に舵を切り替える必要はないが、財政政  
策にせよ金融政策にせよ無制限に刺激拡大策を続けることは出来ないのも、いずれかの時点  
で政策の崖がやってくることを、そろそろ考える局面に入っているのではないか。

急激な円高による経済へのショックを緩和するために実施した大規模な金融緩和が、後の  
不動産バブルを発生させた日本、IT バブル崩壊後の金融緩和が後のサブプライム問題を引き  
起こした米国の経験を見ても、結果論ではあるが危機の最終局面での緩和や追加対策は振り  
返ってみると不要な政策であったと総括されることも多く、後々の調整を深くする要因ともなっ  
てきた。

金融市場は上昇よりも下落のスピードが速く、経済へのダメージも大きい、膨張したマネーが  
逆流し始めると金融市場の環境悪化を通じて、実体経済の落ち込みを加速させることになる。  
足元で進みつつあるワクチンの普及が経済・社会の正常化を早め、そのことが政策の崖への  
誘因となるかもしれないし、足元で上昇の動きがみられる長期金利は既に市場への警告を発し  
ているのかもしれない。コロナ禍での厳しい経済環境が続く今だからこそ、更なる危機を回避し、  
崖のダメージを極力緩和するため、健全な警戒感を持ち、局面変化に応じて早い段階から小  
刻みなシフトチェンジを始めることが必要である。

(調査部 審議役 上席研究員 寺坂 昭弘 : Terasaka\_Akihiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を  
目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。