

《新型コロナシリーズ No.46》

## コロナ危機下のマーケットの急回復をどうみるか

調査部  
金融リサーチセンター

2020年9月17日  
No.2020-022

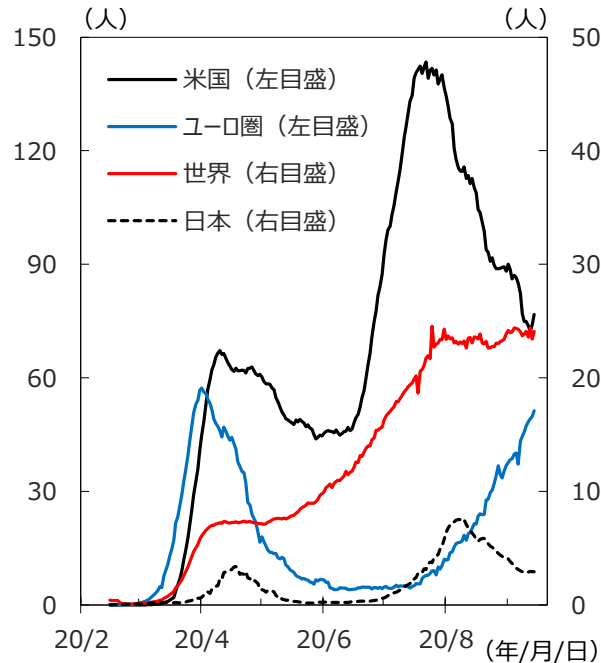
- ◆ コロナ禍を受けて、主要国の実質GDP成長率が戦後最大の落ち込みとなるなか、マーケットは、日米株価がコロナ前の水準まで戻すなど、急回復している。この背景として、以下の3点が挙げられる。
  - ① 主要中銀による迅速なスワップライン構築等により、金融システム不安を回避した
  - ② 各国政府がロックダウンと同時に迅速な経済対策を講じたため、悪影響の波及が抑制された
  - ③ 上記の結果、マーケットにおいて、深刻な経済減速は短期で終わるとの見方が早期に織り込まれた
- ◆ 足許では、大規模な金融緩和により積み上がった流動性がマーケットに流入しており、米国株式市場では、ブラックマンデー前やITバブル期などにみられた「企業収益が悪化する中での株高」が進行している。こうした動きを支えているのは、①実体経済の早期回復、②金融緩和の長期化、③コロナ禍を受けたIT産業の成長などに対するマーケットの「期待」である。
- ◆ 株価ボラティリティが高めで推移し、投資先の選別も行われている状況に鑑みれば、マーケットにも不安心理があることが窺われる。先行きの不確実性が高く、今後、感染の深刻化や企業倒産の増加による実体経済の回復の遅れ、IT産業の業績伸び悩み等により、現在のマーケットを支える期待が剥落すれば、マーケットが調整局面入りするリスクは高い。
- ◆ 一方で、FRBを始めとする主要中銀が、雇用悪化やデフレを警戒して過度な緩和を続けた場合、リーマン・ショック前のように、マーケットが調整されずにバブル膨張につながる恐れもある。
- ◆ これらの点を踏まえ、今後、市場関係者は、以下の3点に留意する必要がある。
  - ① 実体経済の先行きの不確実性が高いことを念頭に、マーケットの足許の動きや先行きを楽観せず、経済データ（特にハードデータ）や企業業績などの“実績”で逐次状況を確認すべき。
  - ② 金融当局が、実体経済の回復を急いでバブル膨張を黙認するのか、または、リーマン・ショックの教訓から過度な緩和を回避するのか、政策運営を注視すべき。
  - ③ 世界的に低金利環境が長期化すると見込まれるなか、利回りを追求するノンバンク等による過度なリスクテイクが、信用バブルの拡大につながらないか注意すべき。

# 1. マーケットの急回復

## (1) 実体経済が大幅減速する中で急回復したマーケット

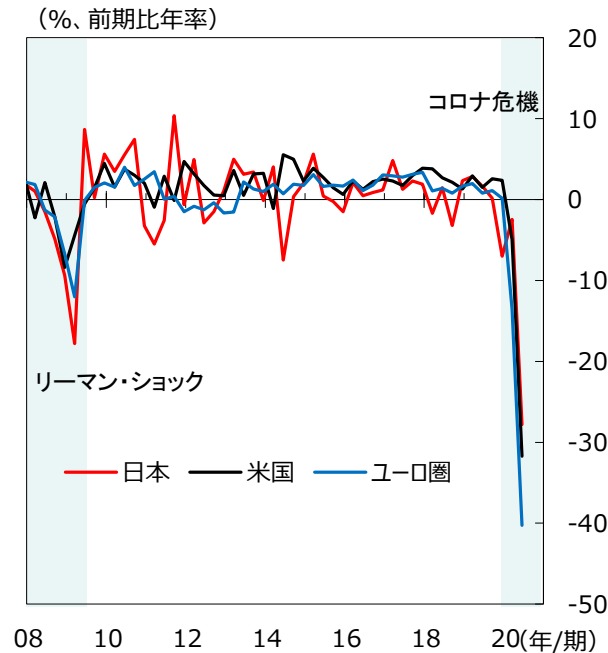
- 新型コロナウイルスの世界的感染拡大を受け、ロックダウン等の厳しい感染対策により経済活動が停止した結果、**主要国の2020年4～6月期実質GDPは軒並み戦後最大の落ち込みを記録した。**
- これに対し、マーケットは、**2月末以降一時的に混乱したものの短期で収束した。**主要国株価は3月末をボトムに反発し、日米株価は、6月までに感染拡大前の水準近くまで回復している。
- こうした**実体経済と乖離したマーケットの動きを懸念する声が高まっている。**

### 新規感染者数



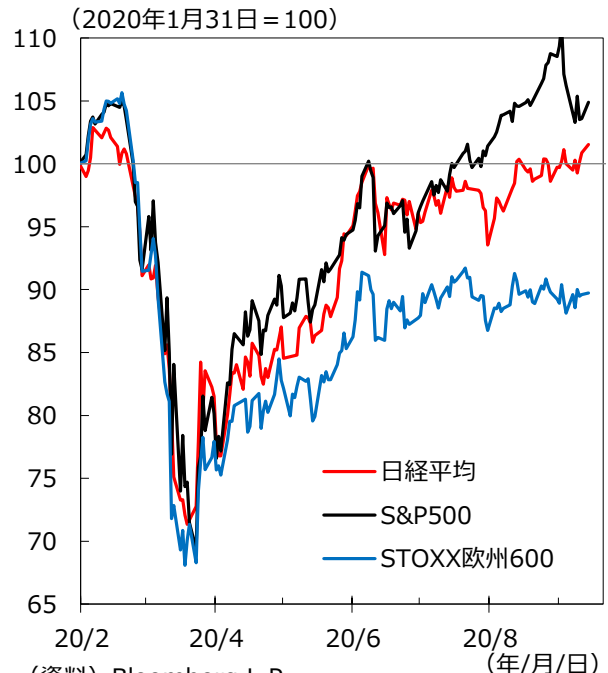
(資料) 国連、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
 (注) 新規感染者数：7日平均、人口10万人当たり

### 実質GDP成長率



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

### 株価指数



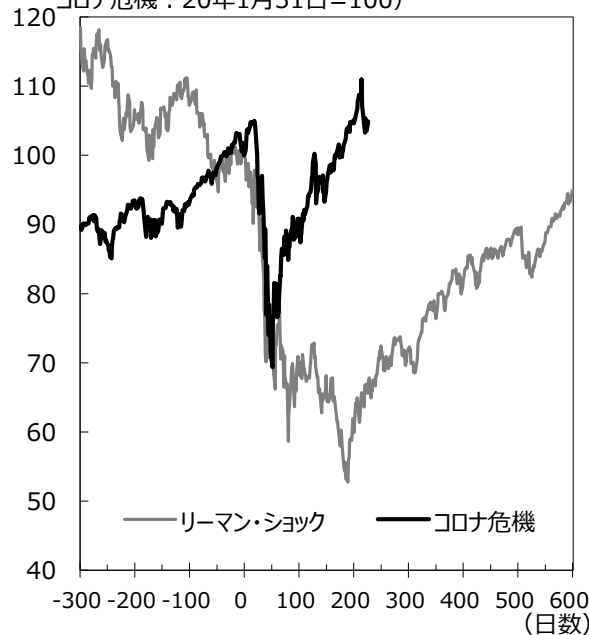
(資料) Bloomberg L.P.

## (2) リーマン・ショックとの比較

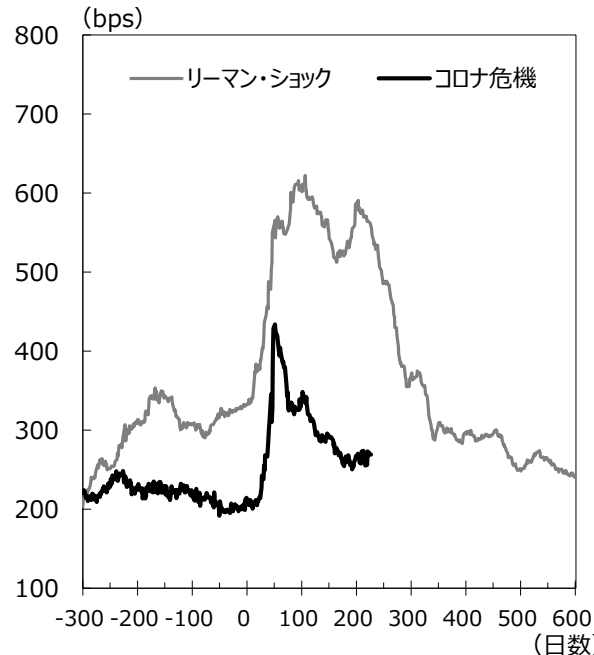
- 今回のコロナ危機をリーマン・ショックと比較すると、危機直後の実質GDPの落ち込み幅はリーマン・ショックを遥かに超えたものの、**マーケットの回復タイミングはリーマン・ショックに比べて極めて早い。**
- リーマン・ショック時の米国株価は、08年9月の急落後、半年にわたり下げ続け、**下落前水準への回復には2年以上を要した。**米国社債の信用スプレッドも1年近く高止まりしたままであった。今回の危機では、株価は既に危機前の水準に戻しているほか、信用スプレッドも大幅に縮小している。

### 米国株価 (S&P500)

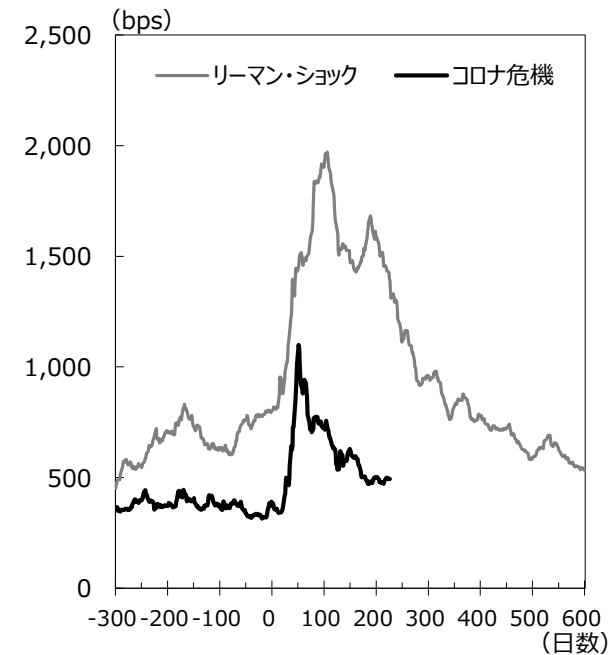
(リーマン・ショック : 08年8月29日=100、  
 コロナ危機 : 20年1月31日=100)



### 米国社債スプレッド (BBB格)



### 米国社債スプレッド (HY債)



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注) 日数：リーマン・ショックは08年9月1日、コロナ危機は20年2月1日を0日目とした日数

## 2. マーケットが急回復した背景

### (1) 概要

- マーケットが急回復した背景として、①金融システムが安定を維持したこと、②迅速な経済対策が実施されたこと、その結果、③深刻な景気減速は短期間で終わるとマーケットに織り込まれたことがある。

#### 背景

#### 概要

#### ①金融システムの安定維持 (金融システム不安の回避)

- 主要中銀の迅速な通貨スワップライン構築で米ドルの逼迫が短期で収束
- 金融機関は健全性を維持し、社債市場は中銀買い入れもあり安定

#### ②迅速な経済対策の実施 (悪影響の波及抑制)

- ロックダウンなどの感染対策の実施に合わせて、迅速に経済対策が講じられたことにより、実体経済への悪影響の波及を抑制

#### ③早期に短期的な経済ショック とマーケットが織り込み

- 5～6月にはロックダウンによる景気への影響度合いが明らかになり、深刻な景気減速は短期間で終わるとの見通しをマーケットが早期に織り込み

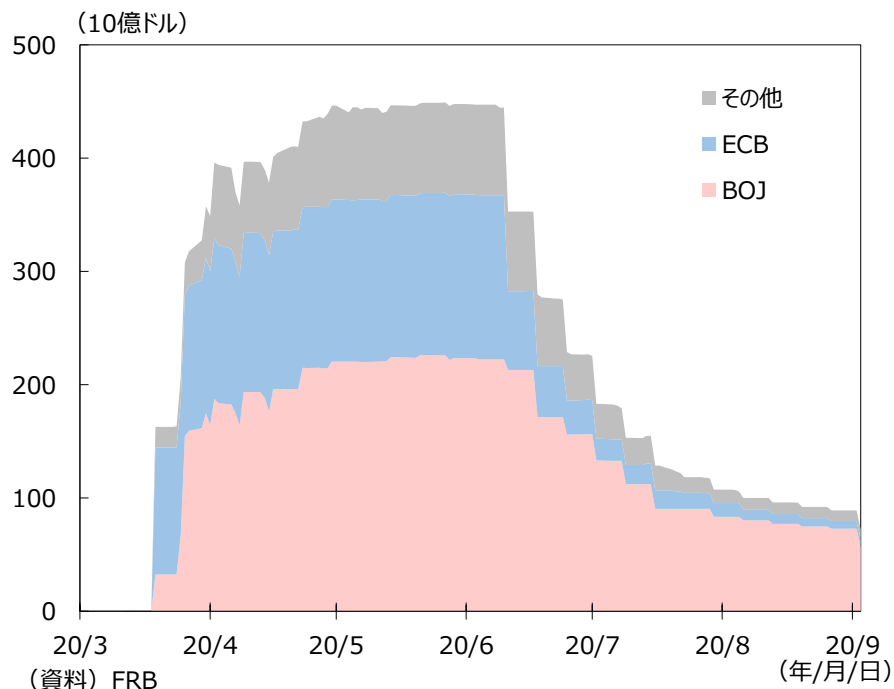
## (2) 3つの背景

### ①金融システムの安定維持（迅速な米ドル供給網の構築）

- コロナ感染拡大後のマーケットの混乱により、米ドルの需給が逼迫し、3月10日以降、ドルが急騰した。
- これを受けて、FRB、日銀、ECB等の主要6中銀は、3月15日、ドル・スワップ協定を通じた流動性供給を拡充し、19日には豪州、韓国、ブラジル等9中銀が新たに参加した。
- 米ドルの需給逼迫は他の資産の投げ売りや金融機関の破綻につながる事がリーマン・ショックで明らかになっており、今回はその教訓から米ドル供給網が迅速に構築されて金融システムの不安定化を回避した。

#### 米ドル相場（ドル指数）

#### 米ドル通貨スワップラインの利用残高



(注) ドル指数：主要6通貨に対するドル相場

次世代の国づくり

## (2) 3つの背景

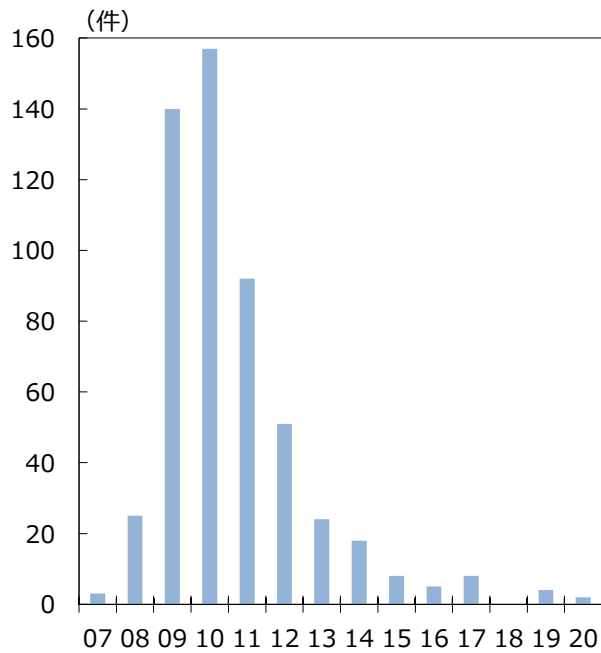
### ①金融システムの安定維持（金融機関の耐久力、社債市場の安定）

- リーマン・ショックでは金融機関の破綻急増で金融システムが不安定化した。コロナ危機では金融機関は健全性を維持しており、破綻は増加していない。これは、近年の自己資本強化に加えて、コロナ危機が良好な経済環境下での突発的ショックであったため、金融機関に耐久力があつたことが大きい。
- 一方、社債市場は、FRBによるHY債を含む社債購入プログラムの迅速な導入で混乱が短期収束した。
- 金融システム不安の回避で金融システムと実体経済が負の連鎖に陥る懸念が後退するとともに、後述の政府の資金繰り支援策と合わせて企業の危機対応資金の調達が進み、企業の資金繰り倒産を抑制した。

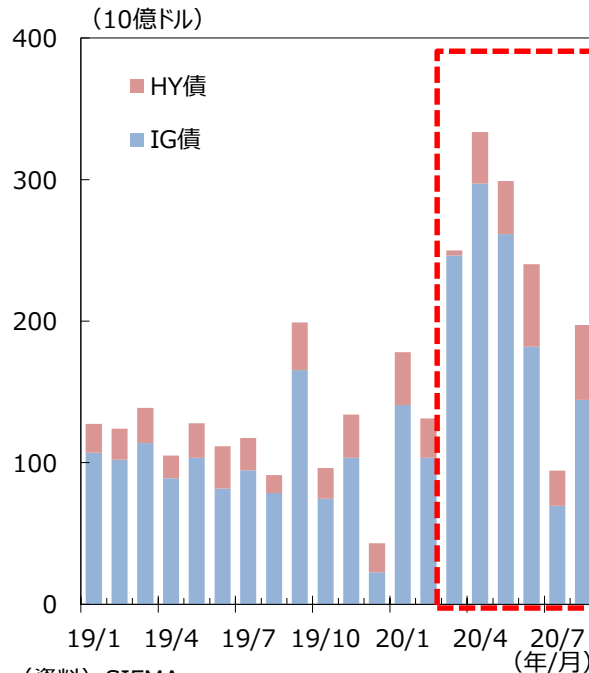
米国の金融機関破綻件数

米国社債新規発行

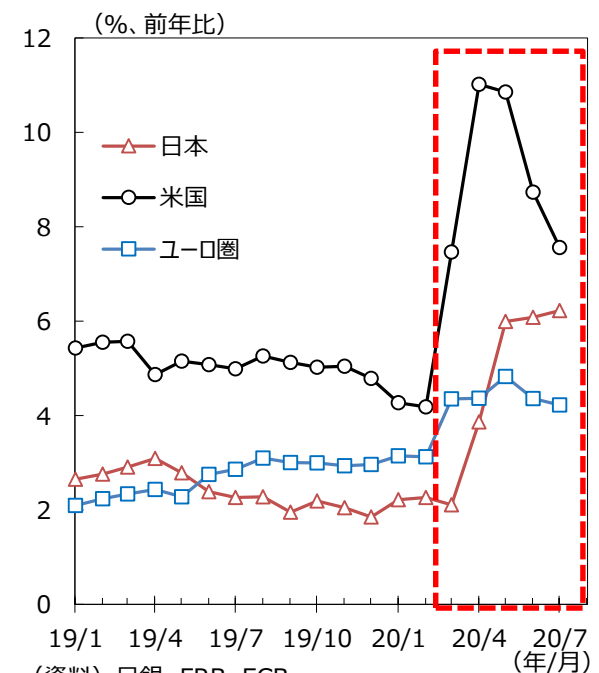
銀行貸出



(資料) Federal Deposit Insurance Corporation (年)  
(注) 2020年は8月まで



(資料) SIFMA



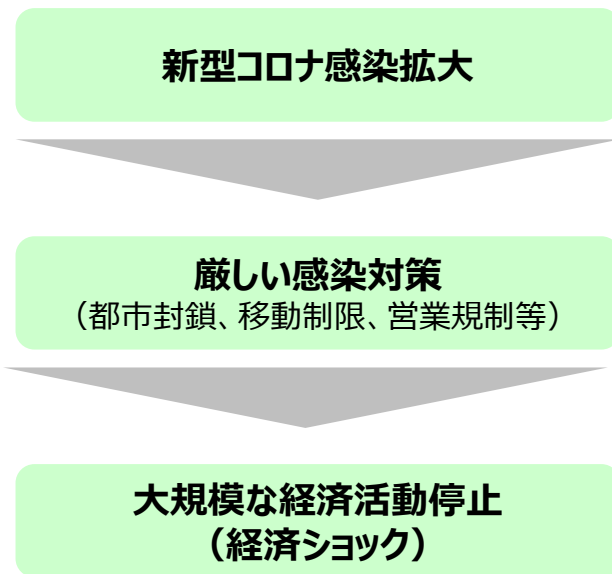
(資料) 日銀、FRB、ECB

## (2) 3つの背景

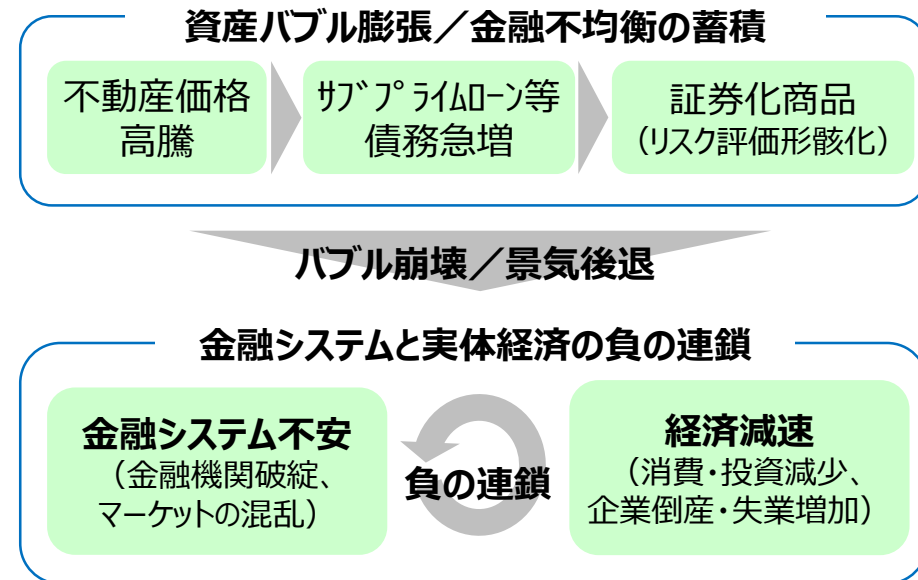
### ② 迅速な経済対策の実施

- リスクの所在が不明瞭だったリーマン・ショックと異なり、コロナ危機ではロックダウンなどの感染対策が実体経済に深刻な悪影響を及ぼすことから、政府は予め経済対策を検討のうえ、感染対策と合わせて実施することが可能であった。そのため、企業倒産などの増加前に資金繰り支援等が導入され、経済ショックの波及を抑制できた。
- また、今回の危機は、金融システムと実体経済の負の連鎖で対応が複雑化したリーマン・ショックと比べて、危機の波及ルートがシンプルで取るべき対応が明確であった。

#### コロナ危機の波及イメージ



#### リーマン・ショックの波及イメージ



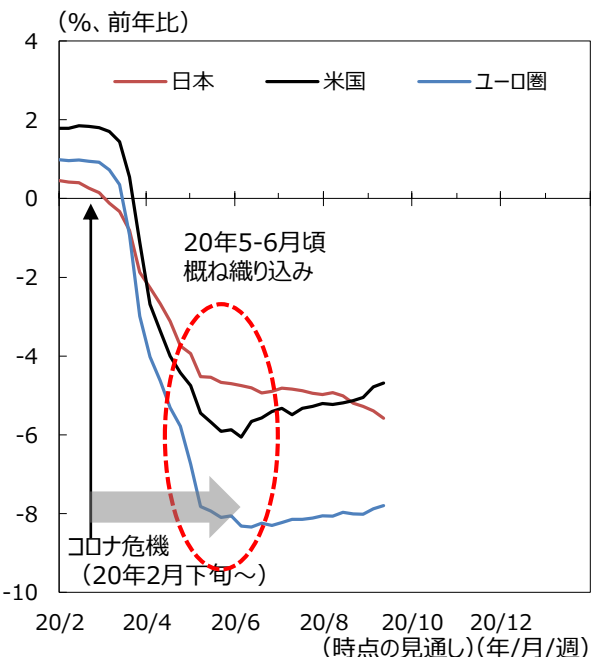


## (2) 3つの背景

### ③ 早期に短期的な経済ショックとマーケットが織り込み

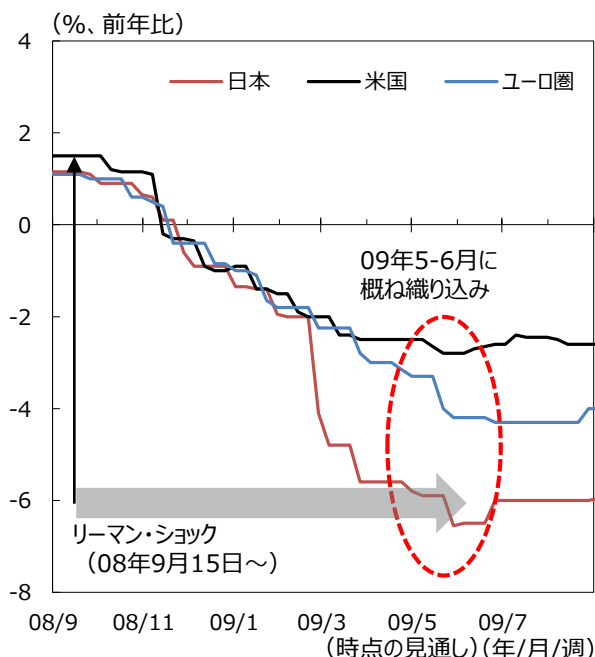
- コロナ危機のような経済活動の停滞はこれまで前例がなく、当初は実体経済への悪影響が見通し困難であったものの、5～6月にはロックダウンの経済への影響を示すデータが入手可能となった。
- 加えて、金融システム不安が回避され、迅速な経済対策で影響波及が抑えられたこともあり、感染自体が長期化しても、**深刻な経済減速は短期間で終わるとの見方がマーケットに織り込まれた。**
- 実際、長期化したリーマン・ショックと単純比較は難しいものの、3年累計成長率（予測）の比較では**日米欧にとってコロナ危機の経済影響はリーマン・ショックよりも小規模にとどまると見込まれている。**

20年経済成長見通しの推移



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注) Bloomberg L.P.調査・集計の市場予測

09年経済成長見通しの推移



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注) Bloomberg L.P.調査・集計の市場予測

3年累計の経済成長率

#### <20-22年の実質GDP成長見通し>

(%)	20年	21年	22年	3年累計
日本	▲5.3	2.5	1.6	▲1.4
米国	▲5.0	3.8	3.0	1.5
ユーロ圏	▲8.0	5.6	2.6	▲0.3

(注) 20年8月28日時点のBloomberg調査・集計の市場予測

#### (%) <08-10年の実質GDP成長率>

(%)	08年	09年	10年	3年累計
日本	▲1.1	▲5.4	4.2	▲2.5
米国	▲0.1	▲2.5	2.6	▲0.2
ユーロ圏	0.4	▲4.5	2.1	▲2.1

(資料) IMF、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

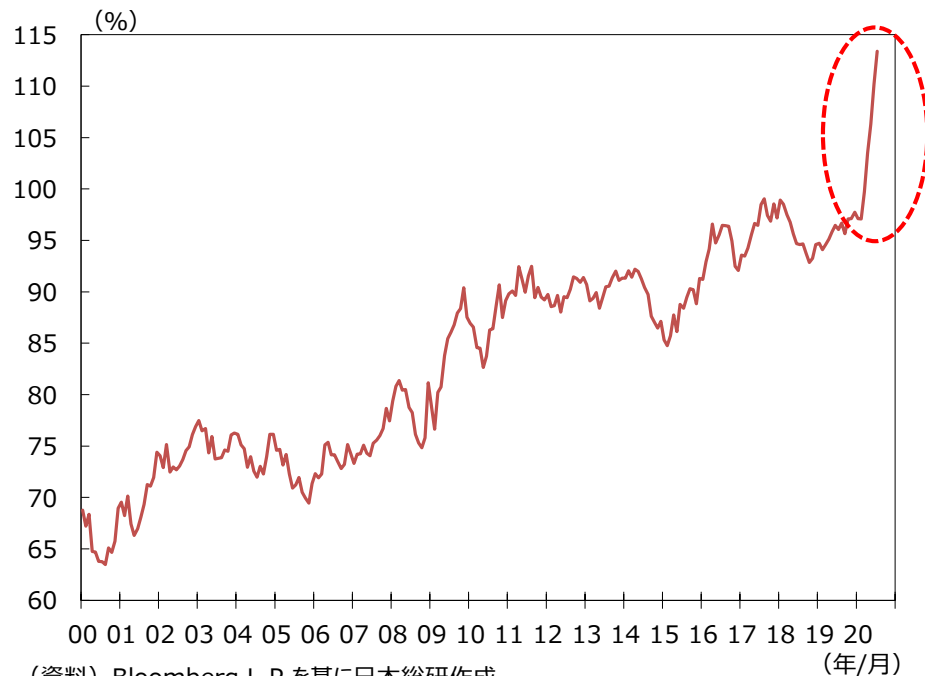
### 3. マーケットで強まる過熱感

#### (1) 過剰流動性の積み上がり、緩和マネーの流入

- 足許のマーケットの状況をもう少し詳しくみると、リーマン・ショック後の金融緩和によって過剰流動性が蓄積されてきたところに、**今回の大規模な金融緩和で更に流動性は積み上がっており**、マネースtock対名目GDP比（マーシャルのK）は足許で大きく上昇している。
- マーケットが早期正常化したことで、**緩和マネーがマーケットに流入**している。主要国の長期金利は過去最低水準で推移し、超長期債や社債の利回りなども大きく低下するなど利回り追求の動きもみられる。
- また、現金給付等で個人が受け取った資金の一部もマーケットに流入しているとされる。

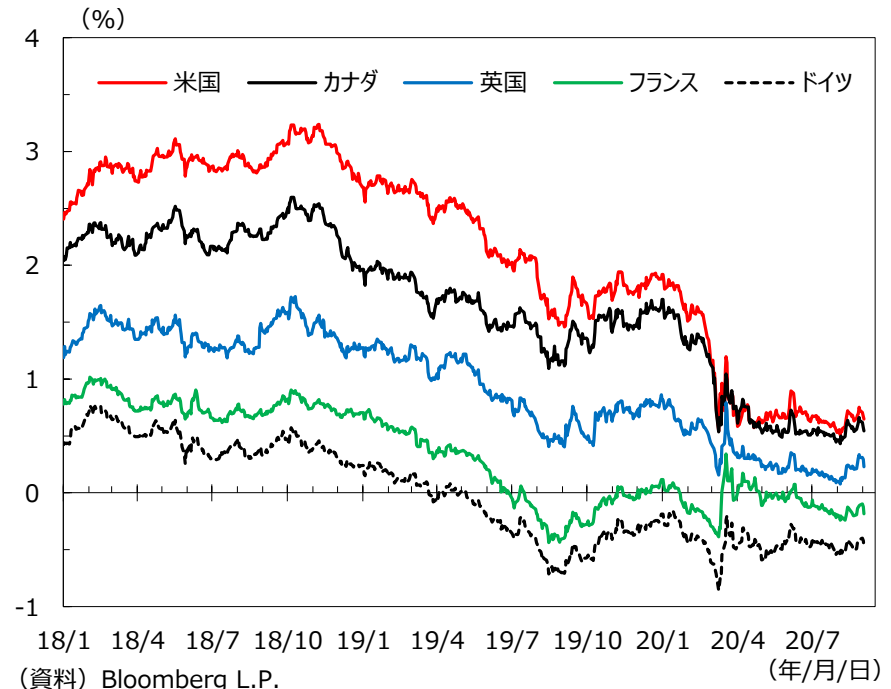
マーシャルのK（日米欧合計）

欧米諸国の10年債利回り



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注) マーシャルのK：マネースtockM2÷名目GDP（直近1年平均）



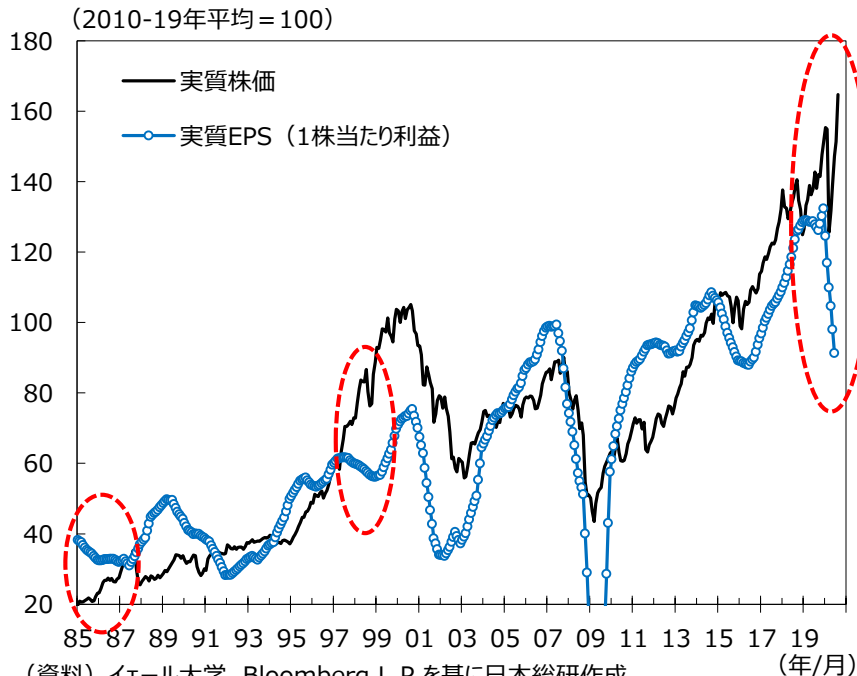
(資料) Bloomberg L.P.

## (2) “期待”に支えられたマーケット

- 次に、米国の株価と企業収益（1株当たり利益）の推移をみると、足許では、**企業収益が悪化する中で株価が上昇**している。マーケットは将来期待により変動するものであるが、直近の株高は明らかに**期待先行の動き**といえる。企業収益が悪化するなかで株高が続くのは、ブラックマンデー前やITバブル期以来となる。
- 現在、マーケットを支えているのは、①実体経済の早期回復への期待、②金融緩和の長期化への期待、③コロナ禍を受けたIT産業の成長への期待である。

### 米国の実質株価と実質企業収益(EPS)

### マーケットを支える3つの期待



(資料) イェール大学、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
 (注) 株価、EPSは長期比較のために消費者物価指数で実質化

#### 経済回復

- 市場予測では**経済ショックは短期にとどまり**、ロックダウン再開は想定していない。

#### 緩和長期化

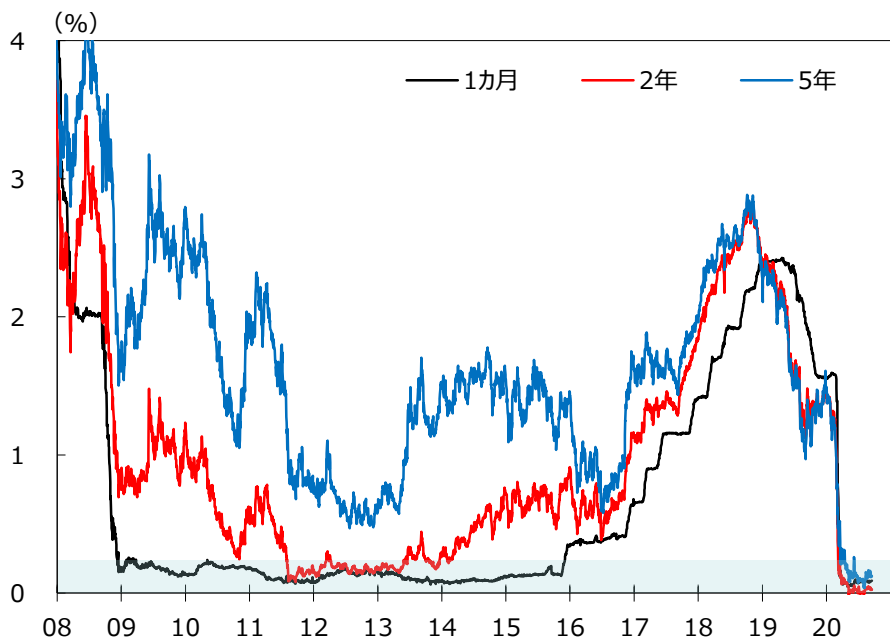
- マーケットは**長期にわたる強力な金融緩和継続**を織り込んでいる。

#### IT産業成長

- 業種別株価では**情報技術セクターが全体を牽引**している。

- 政策金利の市場予測を示すOISをみると、米国は長期のOISまで大幅低下しており、マーケットが金融緩和の長期化を期待している様子が窺える。リーマン・ショック後は時間をかけて緩和長期化が織り込まれたが、約7年のゼロ金利継続を経験したこともあり、今回の危機では長期の金融緩和が一気に織り込まれた。
- ユーロ圏においても、長期のOISが現在の預金ファシリティ金利（マイナス金利政策金利）水準にまで低下しており、米国と同様、金融緩和の長期化が織り込まれている。

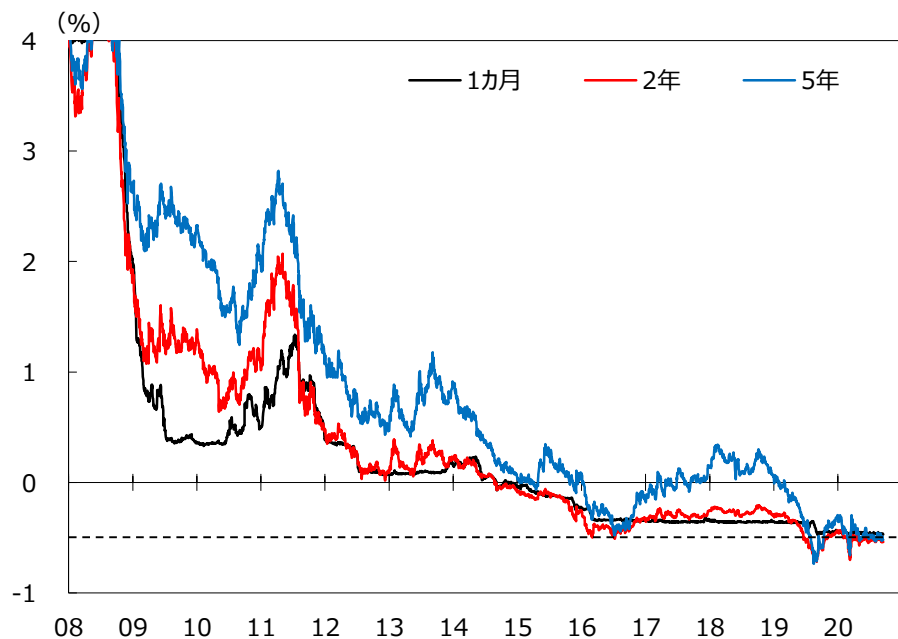
### 米国OIS



(資料) Bloomberg L.P. (注) 網掛けは現在のFF金利誘導目標レンジ

(注) OIS(Overnight Index Swap) : 固定金利と翌日物金利のスワップで、翌日物金利(政策金利)に対する市場予測を反映

### ユーロ圏OIS

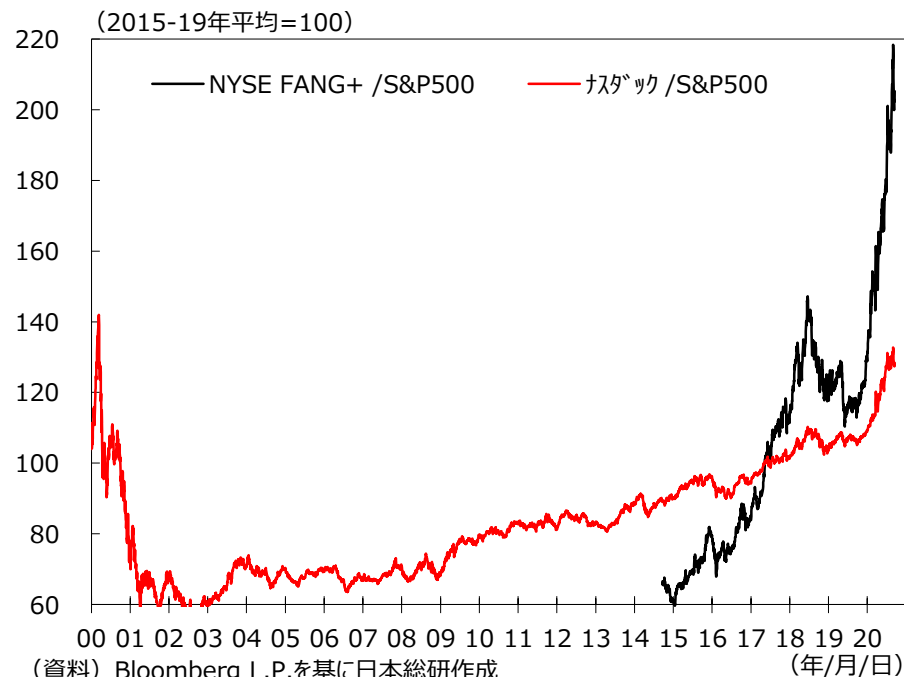


(資料) Bloomberg L.P. (注) 破線は現在の預金ファシリティ金利

- コロナ禍を受けた需要拡大期待からIT関連株価が一段と上昇している。NYSE FANG+やナスダックのS&P500からの乖離は更に拡大し、ナスダックのS&P500からの乖離幅はITバブル期に近づいている。
- S&P500における2月から8月までの時価総額増加の約8割が情報技術セクターの寄与であった。景気循環を調整した株価収益率であるCAPEレシオをみると、同セクターは約50倍に上昇しており、IT産業の成長期待が全体を牽引する形となっている。
- 最近では、個人投資家による積極的な投資もIT関連株の上昇に寄与している模様。

## テクノロジー株価指数のS&P500からの乖離

## S&P500業種別時価総額、CAPEレシオの変化



20年8月31日 時点	時価総額		CAPEレシオ	
	20年1月31日からの 変化率(業種別は寄与度)		20年1月31日 からの変化率	
S&P500	8.8%		32.2倍	+5.5%
情報技術	6.9%pt		49.7倍	+26.5%
一般消費財	2.9%pt		45.0倍	+26.4%
コミュニケーション	1.7%pt		36.8倍	+15.0%
ヘルスケア	1.3%pt		30.6倍	+7.7%
生活必需品	0.4%pt		25.5倍	+2.8%
素材	0.2%pt		22.4倍	+7.1%
不動産	▲ 0.2%pt		59.6倍	▲ 6.9%
資本財	▲ 0.3%pt		21.9倍	▲ 6.0%
公益事業	▲ 0.5%pt		20.6倍	▲ 14.4%
エネルギー	▲ 1.3%pt		8.4倍	▲ 35.3%
金融	▲ 2.2%pt		16.2倍	▲ 15.4%

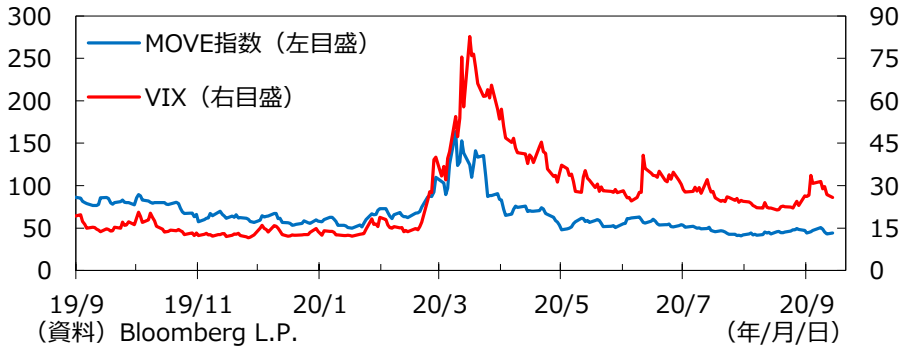
(資料) イェール大学、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
 (注) CAPEレシオ(景気循環調整後株価収益率)：実質株価÷10年平均実質EPS  
 S&P500はイェール大学、業種別はBloomberg L.P.

## (3) マーケットの不安心理

- もっともマーケットにも不安心理は存在している。株価ボラティリティは高めで推移し、一時的な調整も生じている。投資先の選別も明確に行われており、**マーケットも先行きを完全に楽観しているわけではない。**

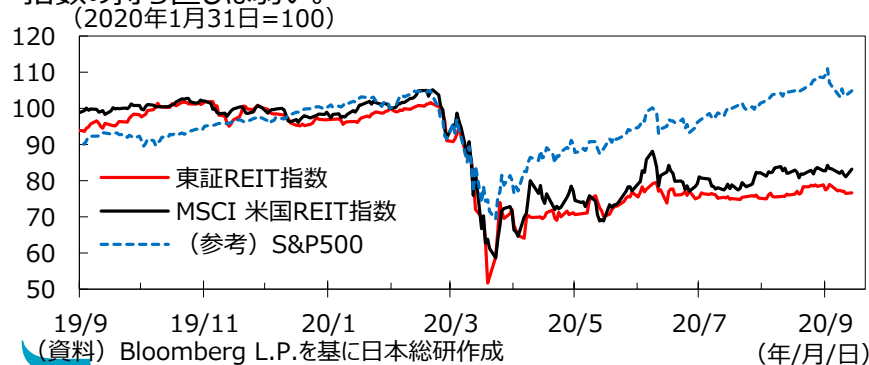
### 米国株・米国債ボラティリティ

- 米国債ボラティリティ (MOVE指数) が感染拡大前を下回る水準に低下する一方、米国株ボラティリティ (VIX) は高めで推移している。



### REIT指数

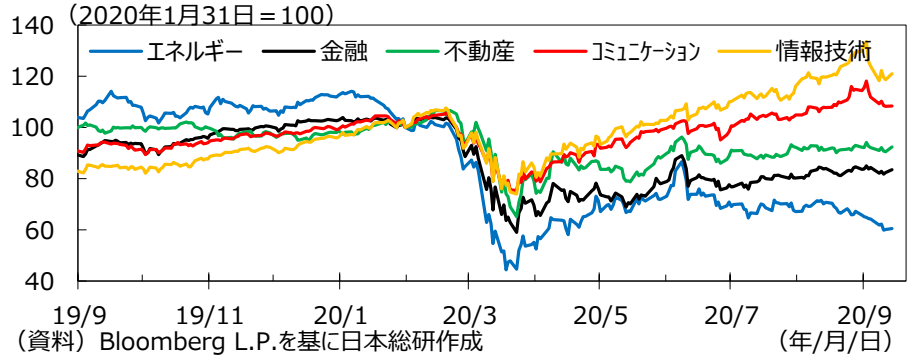
- 商業用不動産市場の先行き不透明感もあり、株価に比べてREIT指数の持ち直しは弱い。



次世代の国づくり

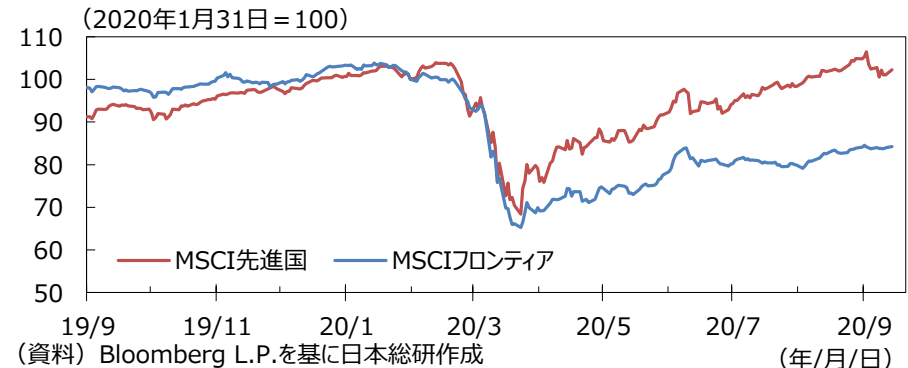
### 米国の業種別株価

- 業種別株価では、落ち込みからの持ち直しに大きな業種差が出ている。需要減少のエネルギーや金利低下影響を受ける金融等が低調である。



### フロンティア (途上国) 株価

- フロンティア株価は3月の下落から半分も持ち直していない。



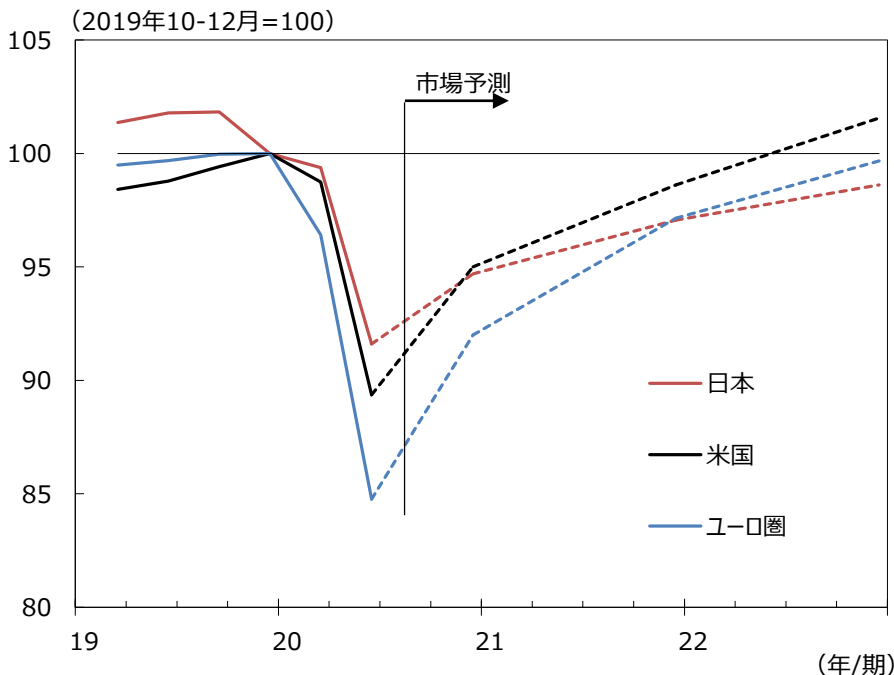
## 4. 先行きのリスク

### (1) マーケットの期待剥落

- 新型コロナウイルスの将来の感染状況やデジタル化等の新しい動きは先行きの不確実性が高い。そうした中で、足許のマーケットの価格形成は期待に依存しており、**期待剥落による調整リスクが高いといえる。**
- 実体経済が市場予測通りに推移しても回復ペースは緩慢であり、**マーケットに追いつくには年単位の時間を要する。**その間、**期待を維持できなくなると、マーケットが実体経済に合わせて調整されることになる。**

#### 実質GDP水準の見通し

#### 想定される期待剥落シナリオ（詳細は次項）



#### 経済回復

- 厳しい感染対策の再開
- 企業倒産の増加

#### 緩和長期化

- 金融政策の早期正常化観測
- 財政不安の高まり

#### IT産業成長

- IT産業の業績伸び悩み
- デジタル化の失速

(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

## 実体経済の回復期待の剥落

### <感染深刻化>

感染予測は困難で先行き不確実性が高い。感染深刻化でロックダウン等を余儀なくされると再び経済ショックが生じることになる。また人々に“対策疲れ”が広がると景気下振れリスクが高まる可能性がある。

### <企業倒産の増加>

企業の倒産は経済減速に遅行するため今後増加すると考えられる。また足許で倒産を抑制している政府支援が財源の問題等で縮小された場合、倒産が大幅に増加する恐れがある。企業倒産の増加は経済を下押しするだけでなく、金融システムにも悪影響を及ぼす。

## IT産業の成長期待の剥落

### <IT産業の業績伸び悩み>

IT産業の企業価値は実績対比で過大評価されおり、今後デジタル化が進んでも企業業績は株価ほど成長しない可能性がある。

### <デジタル化の失速>

幅広い業種でデジタル化が推進されているものの、早期に定着するかは不透明である。とくにワクチン・治療法確立等で早期に感染リスクが低下した場合、デジタル化が期待されたほど進まない可能性がある。

## 緩和的な金融環境の長期化期待の剥落

### <金融政策の早期正常化観測>

経済回復の加速等で期待インフレ率が上昇した場合、金融政策の早期正常化観測が高まり、金利が上昇に転じる可能性がある。

### <財政問題の深刻化>

政府債務が急増しており、財政の持続可能性が不安視された場合、金利上昇圧力が働く可能性がある。



## (2) バブル膨張、金融不均衡の蓄積

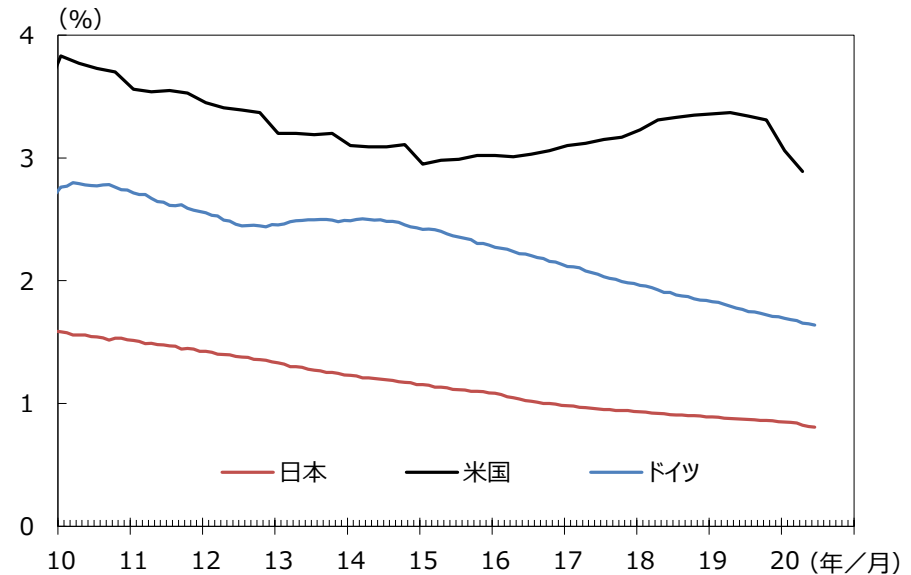
- 今後さらにマーケットが過熱感を強めた場合、**バブル膨張につながる恐れ**がある。
- FRBはこれまでも低インフレを理由に引き締め政策に消極的であったが、最近のインフレ上振れも許容する姿勢は、バブルを容認したかつてのFed Viewを彷彿とさせる。**FRBが雇用悪化やデフレを警戒するあまり過度な金融緩和を続けた場合、マーケットを過熱させ、バブルを助長することになる。**
- また、**世界的な低金利環境の長期化**は金融機関収益を低下させ、金融機関の耐久力を弱めるとともに、ハイリスク融資への傾斜など**過度なリスクテイクを促して、信用面からバブルを膨張させる恐れ**がある。
- 金融不均衡を伴うバブルの崩壊は、金融システム不安を引き起こし、深刻な経済減速につながるリスク大。

(注) Fed View: 資産バブルに対するFRB(Fed)の伝統的な政策スタンス。とくにITバブル後からリーマンショックに至る過程で活発に議論された。対立する考え方がBISのエコノミストらによるBIS View

Fed View / BIS View

銀行貸出利鞘（残高ベース）

Fed View	BIS View
<ul style="list-style-type: none"> <li>・バブルよりデフレを警戒。バブル崩壊には大胆な金融緩和で対応する。</li> <li>・引き締めは悪影響が大きく、バブルの判断が難しい資産価格上昇を理由には行わない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・物価のみでなく、金融システムの安定も考慮</li> <li>・金融不均衡の蓄積につながりやすい資産価格上昇には、予防的に引き締めを行うべき。</li> </ul>



(資料) 日銀、FRB、ECBを基に日本総研作成

(注) 米国: Net interest margin、ドイツ: Lending margin、日本: 預貸金金利差

## 5. まとめ

### ～今後の留意点

以上の分析を踏まえると、今後、市場関係者は、以下の3点に留意する必要がある。

#### **先行きの不確実性は高いため、経済統計や企業業績などの“実績”で状況を逐次確認すべき。**

- ✓ 先行きの不確実性は高く、マーケットの足許の動きや先行きを楽観せず、経済統計（特にハードデータ）や企業業績といった“実績”ベースで状況を逐次確認していく必要がある。
- ✓ また、期待先行で動いているマーケットには調整リスクが高いことに留意する必要がある。

#### **バブル膨張の黙認は先行きのリスクを拡大。今後の金融当局の政策運営を注視すべき。**

- ✓ 金融当局が景気回復を重視する場合、金融不均衡を伴うバブルを黙認してしまう可能性がある。バブル膨張は、その崩壊で金融システム不安と深刻な景気減速を引き起こす恐れがある。
- ✓ 一方で、リーマン・ショックの教訓から、当局が過度な緩和を回避し、マーケットの調整を許容する可能性もある。過去の教訓を活かせるか否か、今後の金融当局の政策運営を注視していく必要がある。

#### **低収益環境下でのノンバンク等の金融機関の動向には注意すべき。**

- ✓ リーマン・ショックは、サブプライムローン等における金融機関のモラルハザード（リスク評価形骸化）が一因であった。加えて、金融機関による証券化投資等の過度なリスクテイクが問題を深刻化させた。
- ✓ 今後の世界的な低金利環境の長期化により、金融機関の業況はこれまで以上に厳しいものとなる。ノンバンク等の金融機関が、利回りを追求するなかで過度なリスクテイクを行い、金融不均衡が蓄積される恐れがあるため、注意が必要である。

## 【ご照会先】

調査部 金融リサーチセンター 副主任研究員 大嶋 秀雄 ([oshima.hideo.j2@jri.co.jp](mailto:oshima.hideo.j2@jri.co.jp), 090-9109-8910)

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。