

Weekly エコノミスト・ レター

コロナショック後の金融市場動向 ～リーマンショック後とどう違う？

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. コロナショック後の日経平均株価の下落率は一時約3割に達したが、その後持ち直しが続き、足元ではショック直前の水準をほぼ回復している。リーマンショック後よりも早期に底入れし、回復ペースの速さも顕著だ。ダウ平均もほぼ同様の展開を辿っている。
2. 今回の世界経済の落ち込みはリーマンショック後を超えるとの見方が多い中で、内外の株価が急速に回復している理由の一つは景気悪化の原因が可視化されていることだ。先進国では4月入り後に感染ペースが鈍化し、経済の制限措置が段階的に緩和に向かった。目に見える形で景気悪化の原因が改善に向かったことが景気回復期待に繋がり、株価の急ピッチの持ち直しに寄与した。そして、もう一つは主要国による大規模な財政出動と金融緩和だ。これらが比較的迅速に行われたことが景気回復期待や資金流入期待を高め、株価の持ち直しに繋がった。日本株に関しては、リーマンショック後にはまだ導入されていなかった日銀によるETF買入れの影響も大きい。
3. 一方、コロナショック後の本邦長期金利の動きは限定的に留まっている。日銀はマイナス金利の深堀りを回避しており、市場でも深堀り観測が殆ど台頭しなかったため、金利低下が抑制された。また、大規模な財政出動に伴う国債増発は本来金利上昇要因となるが、日銀が国債買入れを増額する方針を明確化したことで、金利上昇も抑制されている。
4. ドル円レートは、一時的に乱高下する場面があったものの、概ね安定的に推移している。リーマンショック後には大幅な円高ドル安が進んでいた。リーマンショック後には、米金利が大きく低下したことが円高ドル安圧力となったが、今回は米金利の低下幅が小幅に留まっている。また、リーマンショック後に比べて内外株価の回復が早く、リスクオフの円高圧力が高まりにくかったこともドル円の底堅さに寄与している。
5. 以上のとおり、リーマンショック後は、株価の低迷、金利の低下、円高の進行が顕著であったが、コロナショック後は、これまでのところ、株価は急回復し、金利とドル円の動きは限定的に留まっている。ただし、現在の市場、とりわけ株式市場が脆さを抱えている点には注意が必要だ。新型コロナは未だ不明な部分が多いうえ、特効薬やワクチンも存在しない。今後内外で感染の第2波が到来し、再び経済活動の制限措置導入を余儀なくされる可能性もある。また、主要国による財政出動と金融緩和も、实体经济の落ち込みを完全に穴埋めすることはできない。実態経済の回復が遅れ、先行して持ち直してきた株価との乖離がますます鮮明になれば、株価が修正を余儀なくされるだろう。従って、内外株価が2番底に向かうリスクはまだ排除できない。

1. トピック：コロナショック後の金融市場動向

新型コロナウイルスの欧米への感染拡大を受けて、2月24日のNY市場でダウ平均株価が1000ドル余り下落した。これを「コロナショック」と定義すると、現在はショックの発生から3カ月強経過したことになる。コロナショック後のこれまでの市場の動きについて、近年最大の世界的危機であったリーマンショック¹後の市場動向と比較しながら、振り返ってみる。

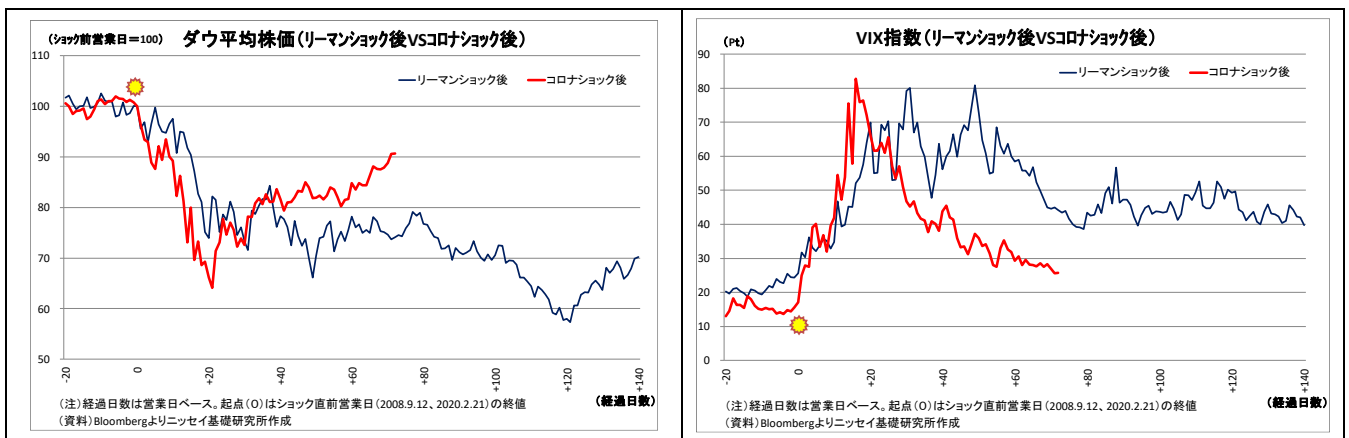
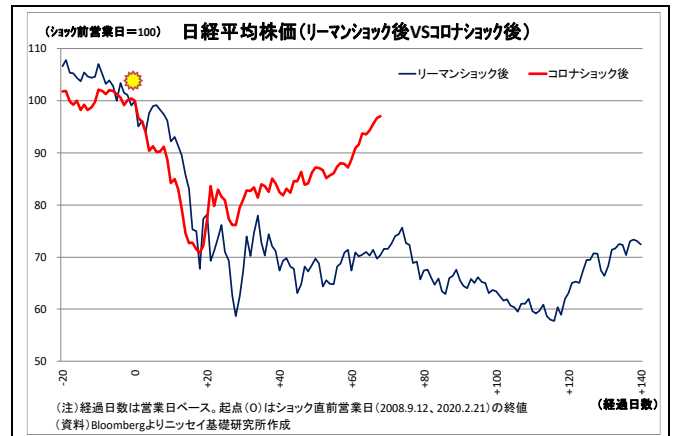
(株価は急落後にV字回復)

まず、日経平均株価の動きを振り返ると、コロナショック発生後は20日間弱(営業日ベース、以下同じ)にわたって大幅な下落が続き、一時は16552円とショック直前(23386円)からの下落率が約3割に達した。しかし、その後は上昇に転じ、持ち直しが続いた結果、足元ではショック直前の水準をほぼ回復している。

一方、リーマンショック後はショック発生から概ね30日後に下落率が4割に達し、その後やや持ち直したものの、再び下落基調となり2番底を付ける展開となった。株価が本格的な持ち直しに転じたのは、ショック発生から約120日後の2009年3月のことであった。

従って、コロナショック後の日経平均株価は、リーマンショック後よりも早期に底入れし、以降の回復ペースの速さも顕著ということになる。

なお、世界の中心的な株価であるダウ平均株価もコロナショック後はほぼ同様の展開を辿っている。日経平均株価ほどではないものの、急落後の回復ペースはリーマン後を上回り、V字に近い回復軌道を描いている。



これと関連して、米株式市場の警戒感を示すVIX指数の動きも興味深い。コロナショック後は一旦急上昇し、一時過去最高レベルに到達したものの、発生20日後以降は急低下を見せており、平時の水

¹ 2008年9月15日に米投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻したことを皮切りに発生した世界的な金融危機。

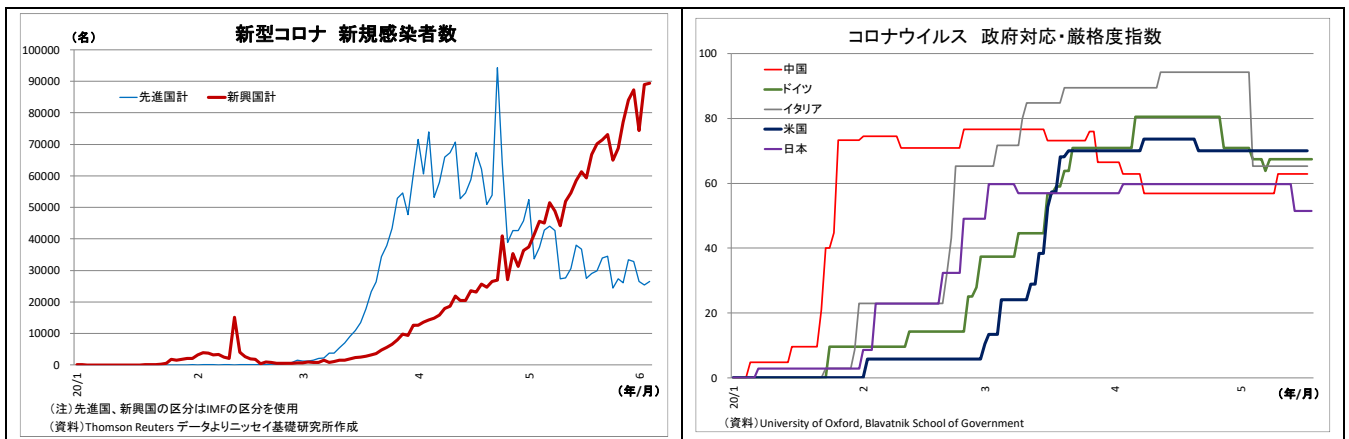
準である 20 ポイント以下に近付きつつある。V I X 指数の高止まりが長期化したリーマンショック後とは対照的な動きになっている。

今回の世界経済の落ち込みはリーマンショック後を超えるとの見方が多い中で、内外の株価が急速に回復している理由は2つ考えられる。

一つは景気悪化の原因が可視化されていることだ。新型コロナウイルス拡大に伴う景気の悪化は、感染を収束させるために採られた各国政府による経済活動の制限措置にある。裏返せば、新型コロナの感染拡大が収まれば、経済活動の制限が緩和され、景気が持ち直すことになる。

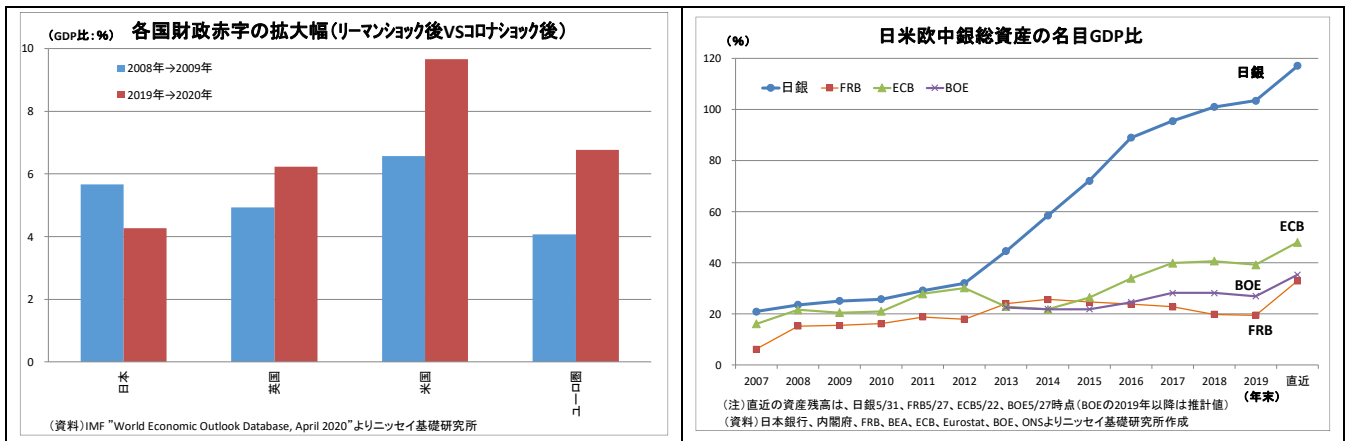
実際、欧米などの先進国では4月に入ってから新規感染ペースが鈍化し、それに伴って各国政府の制限措置が段階的に緩和に向かった。目に見える形で景気悪化の原因が改善に向かったことが投資家の景気回復期待に繋がり、株価の急ピッチの持ち直しに寄与したと考えられる。

一方、リーマンショックは、米国の住宅バブルが崩壊し、サブプライムローン証券化商品を通じて世界的に広がった金融危機であったため、その危機の影響や動向がつかみにくかった。



そして、もう一つの理由は主要国による大規模な財政出動と金融緩和だ。今回、新型コロナ拡大を受けて各国政府は生活保障や企業の資金繰り等のための大幅な財政出動に踏み切っている。IMFの4月時点の見通しによれば、欧米主要国の今年の財政赤字拡大幅（GDP比）はリーマンショックを受けた2009年の拡大幅を大きく上回っている。この1カ月余りで続々と追加の対策が上積みされているため、さらに拡大する可能性もある。

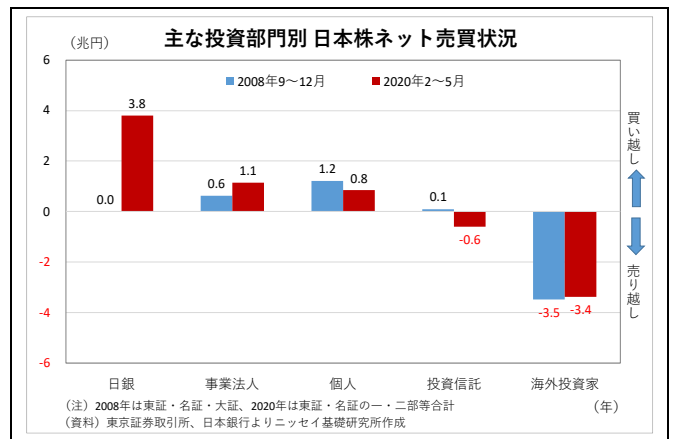
また、新型コロナに伴う景気悪化への対応として、主要中央銀行は大規模な金融緩和を実行している。3月以降、利下げ余地の残っていたFRBは利下げと無制限の量的緩和を実施、既に利下げ余地の乏しかったECBや日銀も量的・質的な大規模緩和に踏み切った。各中央銀行は企業の資金繰り対策にも本腰を入れて対応している。この結果、各国中銀の緩和スタンスを示す一つの尺度である中銀資産のGDP比は、各国ともにここ数カ月で大幅に上昇している。



こうした主要国による大規模な財政出動と金融緩和が比較的迅速に行われたことが景気回復期待や市場への資金流入期待を高め、内外株価の持ち直しに繋がったと考えられる。

ちなみに、日本株の持ち直しに関しては、日銀によるETF買入の影響も大きい。日銀は主要先進国で唯一ETFを買入れてきたが、3月の決定会合において「当面、従来の倍にあたる年12兆円増のペースを上限に積極的に買入れる」ことを決定し、実際に買入れ額を大幅に拡大した。

この結果、コロナショックが発生した今年2月から5月までの4カ月間のETF買入れ額は3.8兆円に達し、海外投資家による多額の売り(3.4兆円)を吸収した。ちなみに、日銀のETFの買入れは2010年12月に導入されたため、リーマンショック後の株価下落時には買入れが行われていない。この差もコロナ



ショック後とリーマンショック後の株価回復ペースの差に繋がっている可能性が高い。

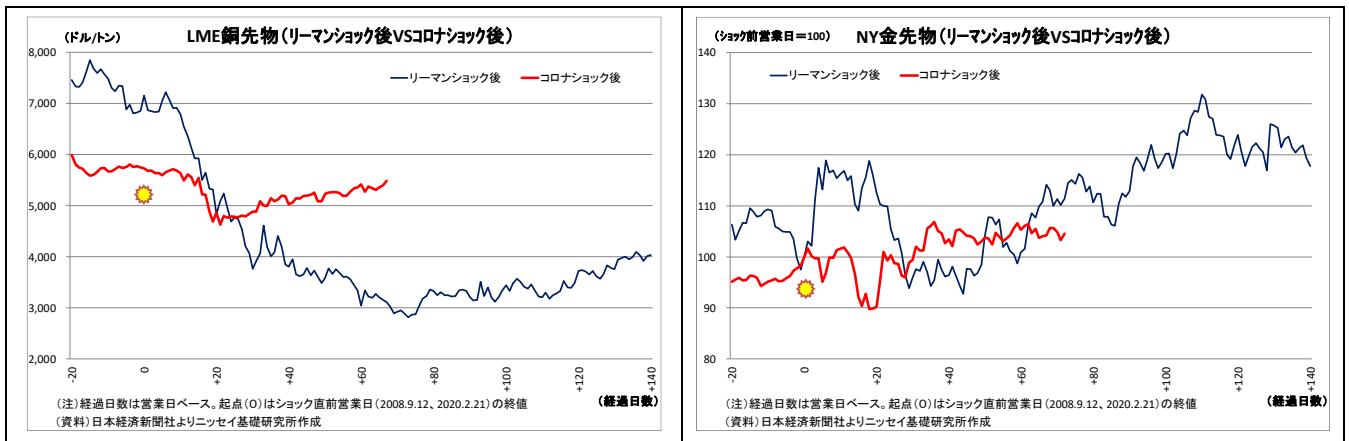
(コモディティも底打ち・回復傾向)

また、コモディティの多くもコロナショック後に価格が下落したが、春先以降は底打ちないし回復傾向にある。原油価格については、主要産油国による大規模協調減産という特殊要因があったが、銅やニッケルといった非鉄金属でも価格の持ち直しがみられる。コロナショック後の銅先物価格はリーマンショック後よりも早期に回復に転じている。

株価同様、先進国における新型コロナの感染鈍化とそれに伴う経済活動の制限措置緩和、各国の大規模な財政出動と金融緩和が原動力になったと考えられる。

なお、金相場はコロナショック以降、堅調に推移している。資金繰り懸念に伴う換金売りに押される場面があったものの、各国中央銀行による大規模な金融緩和や下振れリスクを警戒する投資家による根強い安全資産需要が追い風になっている²。

² 金相場の詳細については、「株高でも底堅い金相場～NY金1800ドルの壁突破なるか?」(2020-05-27 基礎研レター)をご参照。



(金利・ドル円の動きは限定的)

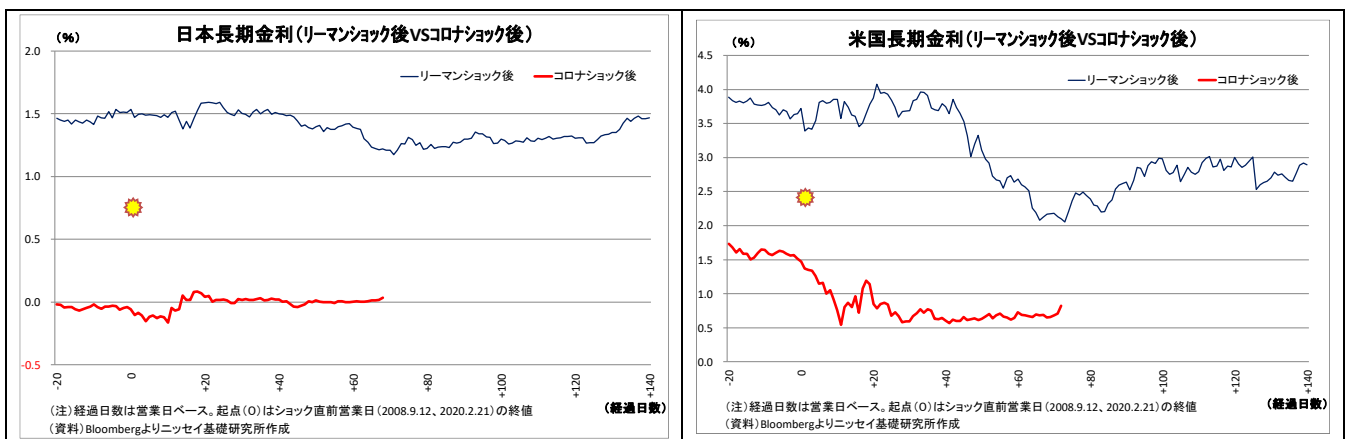
①日米長期金利(10年国債利回り)

一方、コロナショック後の本邦長期金利の動きはかなり限定的に留まっており、0.0%前後での推移が続いている。もともとマイナス金利政策が長期化していたことで、その副作用、とりわけ金融機関収益への悪影響が危惧される状況にあったため、日銀は今回、マイナス金利の深掘りを回避している。市場でも日銀のマイナス金利深掘り観測が殆ど台頭しなかったため、金利の低下が抑制された。また、日本政府による大規模な財政出動に伴う国債増発は本来金利上昇要因となるが、日銀が国債買入を増額する方針を明確化し、実際に増額したことで、金利の上昇も抑制されている。

リーマンショック後には、日銀の利下げ(0.50%→0.10%)に伴って金利がやや低下していた。

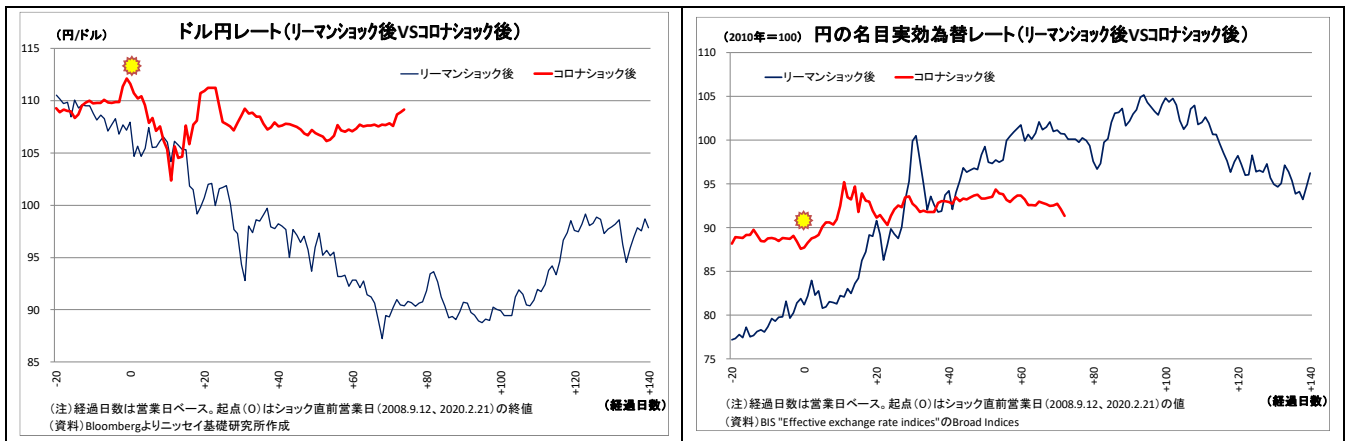
なお、米長期金利はコロナショック後に1%程度水準を切り下げている。FRBが3月に計1.50%の利下げを実施し、実質ゼロ金利政策を導入したためだ。

ただし、リーマンショック後の金利低下幅に比べると、今回の低下幅は限定的に留まっている。ショック前の金利水準が低かったうえ、FRB首脳部がマイナス金利の導入に否定的なスタンスを表明していることから、金利の低下余地が限られているためだ。



②ドル円レート

ドル円レートは、一時的に乱高下する場面があったものの、株価の動きに比べると安定的に推移している。足元的水準も1ドル109円台と、コロナショック直前の水準(111円台)と大差がない。リーマンショック後は大幅な円高ドル安が進んだだけに、違いが鮮明になっている。



リーマンショック後には、既述の通り、米金利が大きく低下したことが日米金利差縮小を通じて円高ドル安圧力となったが、今回は米金利の低下幅が小幅に留まったことでドル安圧力が緩和された。また、リーマンショック後に比べて内外株価の回復が早く、リスクオフ（回避）の円高圧力が高まりにくかったこともドル円の底堅さに寄与している。双方向的な話になるが、円高が進まなかったことが株価の持ち直しに寄与した面もある。

(まとめと今後のポイント)

以上のとおり、リーマンショック後は、日米株価の低迷、金利の低下、円高ドル安の進行が顕著であったが、コロナショック後は、これまでのところ、株価は急速に回復し、金利とドル円の動きは限定的に留まっている。足元では、全体的に市場のリスクオフ地合いが緩和しており、先行きへの楽観が台頭している。

しかしながら、現在の金融市場、とりわけ株式市場が脆さを抱えている点には注意が必要だ。

確かに先進国では新型コロナの感染が鈍化しているが、未だウイルスの性質や感染の仕組み等には不明な部分が多いうえ、特効薬やワクチンも存在しない。今後内外で感染の第2波が到来し、再び都市封鎖といった経済活動の制限措置を余儀なくされる可能性は排除できない。

また、主要国による大規模な財政出動と金融緩和も、実体経済の落ち込みを完全に穴埋めすることはできない。実体経済の回復が遅れ、先行して持ち直してきた株価との乖離がますます鮮明になれば、株価が修正を余儀なくされるだろう。

今後、もし感染の第2波が到来したり、実体経済の回復に遅れが生じたりすれば、内外の株価は2番底に向かう可能性が高い。

2. 日銀金融政策(5月): 臨時会合を開催、新資金供給オペを導入

(日銀) 新しい資金供給オペを導入

5月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったが、日銀は22日に臨時の会合を開催し、中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入を決定した。前回4月の会合において議長(総裁)から検討が指示され、骨子が公表されていたものを、次回6月の会合を待たずして前倒しで決定した。

内容は、政府の緊急経済対策における無利子・無担保融資等を実行した金融機関に対して、共通担保の範囲内でバックファイナンス的にゼロ金利での資金供給を行うものだ。3月に導入し4月に拡充した「新型コロナ対応金融支援特別オペ」と同様、インセンティブを高めるために、利用残高の2倍の金額を日銀当座預金のマクロ加算(ゼロ%金利適用部分)に加算するうえ、利用残高相当の日銀当座預金に対して0.1%の付利を行う仕組みとしている。資金供給の対象は約30兆円とされている。

また、これに加えて、3月に導入されたCP・社債等の追加買入れと「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の期限を従来の9月末から来年3月末へと半年間延長した。

ちなみに、長短金利操作やその他資産の買入れ方針に変更はなく、会合後の総裁会見も今回は開かれなかった。

(評価と今後の予想)

(評価) 企業の資金繰りが逼迫しているだけに、今回、資金繰り対策の追加を前倒しで決定したことは前向きに評価できる。また、内容に関しても、緊急経済対策における無利子・無担保融資やコロナ対応として信用保証協会による保証の認定を受けた融資のみならず、それに準じるプロパー融資が対象に加えられており、日銀の積極的な姿勢がうかがわれる。効果については、融資の実行役である金融機関の対応姿勢や能力に左右される面があるものの、付利やマクロ加算がインセンティブになる形で無利子・無担保融資等を一定程度後押しする効果は期待できる。

なお、CP・社債等の追加買入れと「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の期限を早々と半年延長したことも企業の資金繰りへの安心感を高めるという面で前向きに評価できる。経済の正常化には時間がかかるとの認識のもと、日銀が長期戦を覚悟したことを示唆している。

(予想) 新型コロナの影響で、今後も日本経済は極めて厳しい状況が続くとみられ、企業等の資金繰り難も続くと思込まれる。従って、日銀は今後もCP・社債の買入れ増額や資金供給手段の拡充など必要に応じて資金繰り対策を強化すると予想される。

なお、マイナス金利の深堀りについては、資金繰り対策の前面に立つ金融機関の体力を損なう恐れが強いため、日銀は慎重なスタンスとみられる。ただし、もし大幅な円高が進行する場合には、止む無く深堀りに踏み切る可能性も残されていると見ている。

対象となる融資	・緊急経済対策における 無利子・無担保融資 ・コロナ対応として 信用保証協会による保証の認定 を受けた融資 ・ プロパー融資 のうち、上記に準じる融資
条件	・担保は共通担保、期間は1年以内、利率は ゼロ%
対象先	・系統会員金融機関も利用可能
マクロ加算	・利用残高の 2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算
当座預金への付利	・利用残高相当額に対して +0.1%を付利

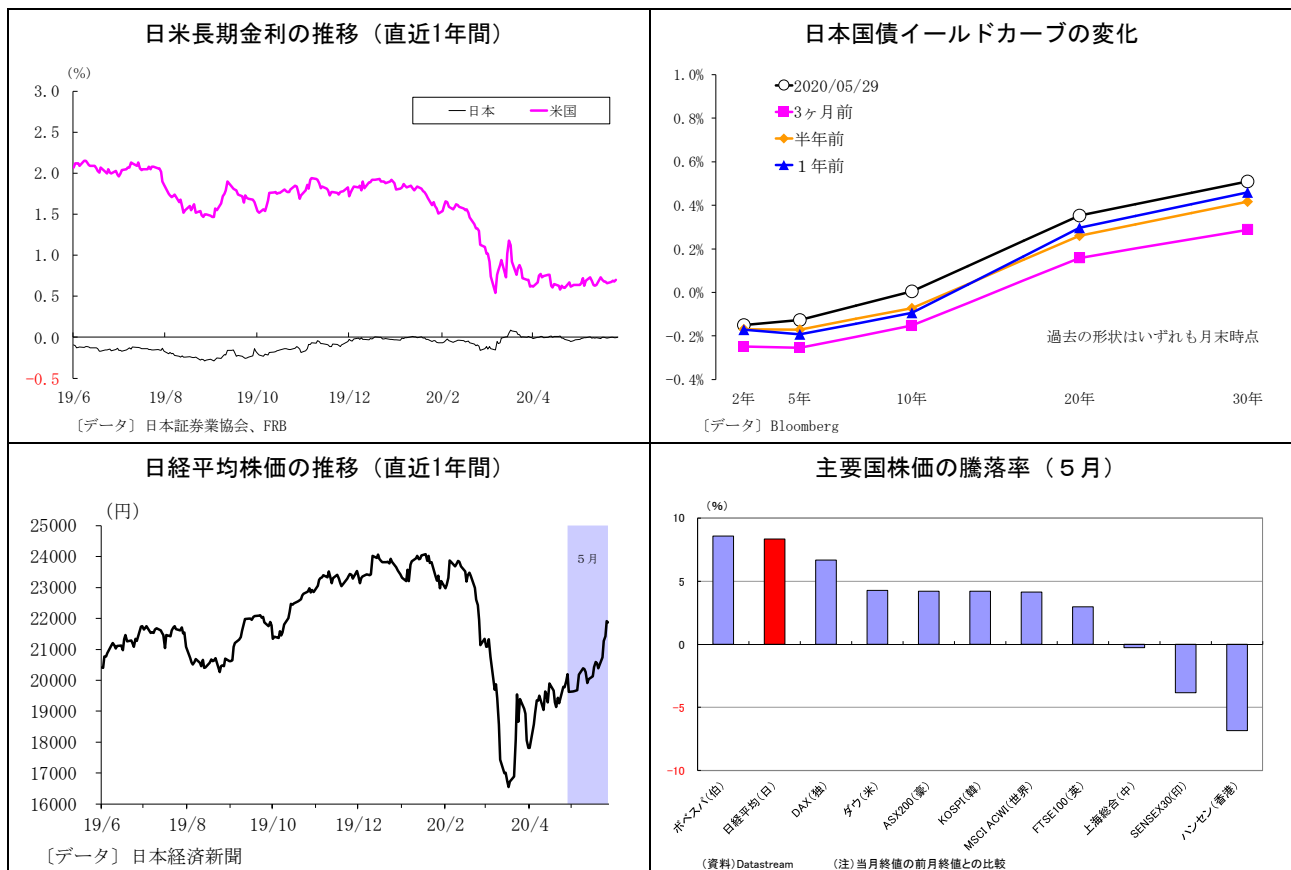
(資料) 日本銀行資料よりニッセイ基礎研究所作成

3. 金融市場（5月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

5月の動き 月初▲0.0%台前半でスタートし、月末は0.0%近辺に。

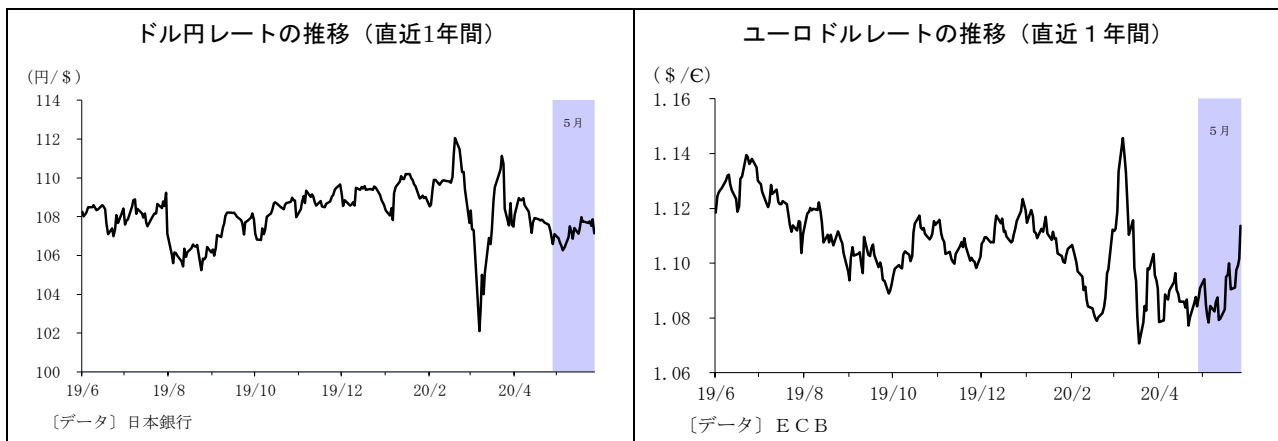
月初、緊急事態宣言延長を受けた国債増発懸念により金利はじわりと上昇し、11日には小幅ながらプラス圏に浮上。その後は、第2次補正予算編成に伴う国債増発観測やわが国を含む先進国での経済活動再開が金利の上昇圧力となる一方、新型コロナ・香港情勢を巡る米中対立や日銀の国債買入れ増額が抑制圧力となる形でせめぎ合いとなり、0.0%付近での極めて膠着した推移に。月末も0.0%付近で終了した。



（ドル円レート）

5月の動き 月初107円台前半でスタートし、月末も107円台前半に。

月初、新型コロナの責任を巡る米中の対立や独連邦憲法裁判所によるECB量的緩和の一部違憲判断を受けてリスクオフの円買いが進み、7日には106円台前半に。その後は欧米での経済活動再開を受けたリスクオンの円売りで12日には107円台を回復。しばらく米中対立やコロナ感染第2波への警戒が上値を抑えたものの、内外での経済活動再開期待から20日には108円付近に上昇した。月の終盤は107円台後半で推移したが、月末には香港を巡る米中対立の激化懸念が強まったことでやや円が買われ、107円台前半で終了した。



(ユーロドルレート)

5月の動き 月初1.09ドル台前半でスタートし、月末は1.11ドル台前半に。

月初、独連邦憲法裁判所による ECB 量的緩和の一部違憲判断を受けてユーロ圏の先行き懸念が強まり、7日には1.07ドル台後半に。その後は押し目買いも入り、しばらく1.08ドル台での推移が継続。月の後半に入ると独仏政府による EU の復興基金案発表を受けてユーロが持ち直し、19日には1.09ドル台を回復。月終盤には欧州委員会が復興計画を打ち出したことでさらに上昇し、月末は1.11ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表 (2020年6月5日現在)

		2020年				2021年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
アメリカ	FFレート (期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (平均)	1.4	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (独、平均)	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3
ドル円	(平均)	109	108	108	109	109	110
ユーロドル	(平均)	1.10	1.10	1.12	1.10	1.10	1.09
ユーロ円	(平均)	120	119	121	120	120	120

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保證するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。