

新型コロナウイルス感染症の流行と 金融資産累積の関係について

小林 陽 介

一、はじめに

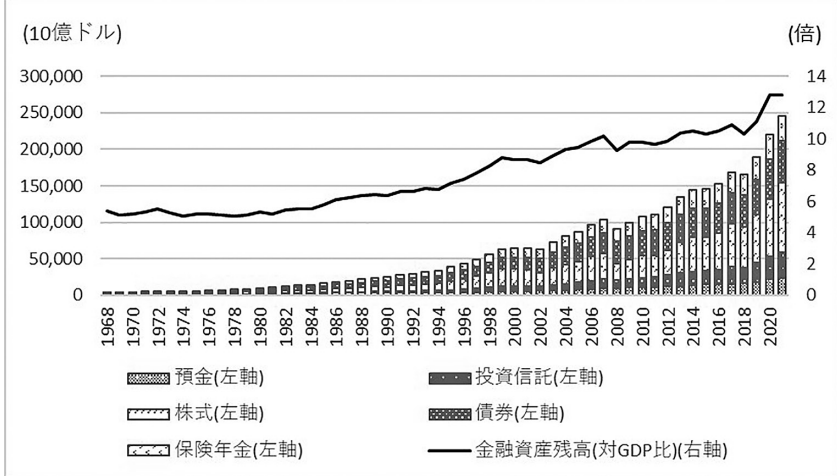
二〇二二年に入ってから世界的に株価の調整が進んでいる⁽¹⁾。本稿が主な対象とするアメリカに關していうと、S & P 500が六月に昨年末比で約

二〇%下落した。テック企業が多く上場するNASDAQにいたっては約三〇%下落し、弱気相場入りが意識されたことは記憶に新しい。こうした株価調整の背景には、二〇二一年のバイデン政権発足以降進展したインフレーションの昂進があ

る。当初、一時的と見られていたインフレの傾向は二〇二二年に入って以降さらに加速し、その影響が社会問題化した。こうした動きに対して、中央銀行FRBは金融引締め路線へと急旋回したが、それがもたらしうる景気減速への懸念がこの間の株価調整を規定していると思われる。

他方、二〇二一年までの動きを振り返ると、GAFAMをはじめ企業の株価は堅調に上昇してきた。また、この間に株式以外の金融資産も残高を伸ばし続けた。实体经济においては新型コロナウイルス感染症の流行に伴う行動制限やロックダウ

図表1 アメリカにおける金融資産残高(対GDP比)の推移(1968年～2021年)



〔出所〕 FRB および米商務省のデータより筆者作成。

ンが行われたにも関わらず、金融経済は成長を続けたのである。金融資産が実体経済から遊離して成長を続けるのはなぜであろうか。本稿では、アメリカ金融資本市場の歴史的展開を踏まえつつ、若干の検討を行うこととしたい。

二、金融資産残高の拡大傾向

アメリカにおいては、一九八〇年代以降、金融資産残高の長期的な拡大傾向が観察される。図表1の折れ線グラフは、対GDP比でみた金融資産残高の長期的な推移を示したものである。一九七〇年代末頃までは、金融資産残高は対GDP比で六倍前後と比較的安定して推移してきた。しかし、一九八〇年代以降、この比率は徐々に上昇するようになり、二〇〇〇年代半ばには一〇倍を超えるようになった。この間、GDPの成長を上回

る勢いで金融資産の累積が進んだのである。この傾向は、二〇〇八年のリーマンショック時に一時落ち込みを見せたが、その後もゆるやかな上昇が続いている。特に、新型コロナウイルス感染症が世界を襲った二〇二〇年には急上昇し、一三倍前後の水準にまで達している。

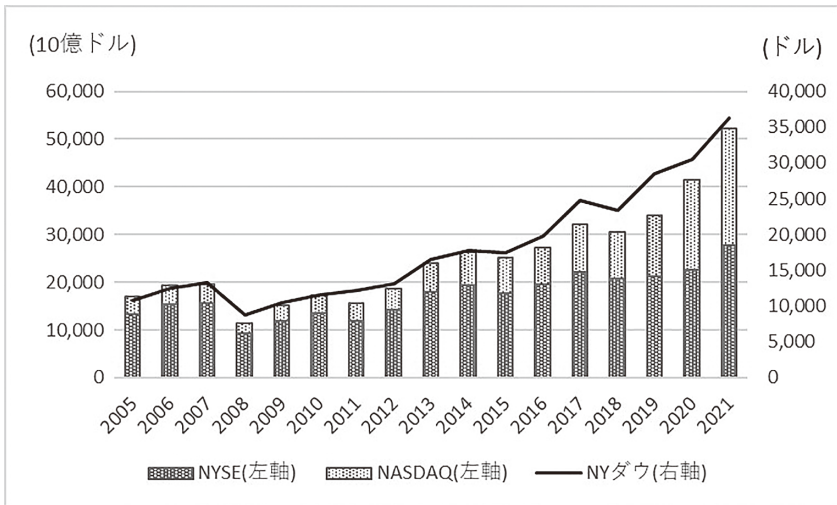
このように一九八〇年代以降、実体経済の成長を凌駕する勢いで金融資産の累積が進んだ。一部の研究者は、この傾向を「金融の肥大化」現象と呼び、先駆的に学問的な検討を加えてきた。近年では「経済の金融化 (Financialization)」現象の一部として位置づけられ、経済学者のみならず社会学者や政治学者、さらには経済地理学者なども巻き込んだ一大研究トピックとなっている。⁽²⁾

三、金融資産累積の要因

こうした金融資産の累積はどのような要因で進んだのであろうか。ここでは紙幅の制約から二〇〇〇年代以降を対象とし、代表的な金融資産である株式と債券について検討することとしたい。図表2では、二〇〇五年以降の株式時価総額の推移が示されている。⁽³⁾リーマンショックの影響を受けた二〇〇八年や米中間で激しい関税戦争が展開された二〇一八年など、一時的に減少した時期は見られるものの、全体としては長期継続的な上昇傾向が確認される。

図表3は、一九八〇年代以降の株式純発行額の推移を示している。実は、アメリカにおいては一九八〇年代以降、純発行額がマイナスを示す年が多くなっている。これは、新規に発行される株式

図表2 株式時価総額の推移 (2005年～2021年)

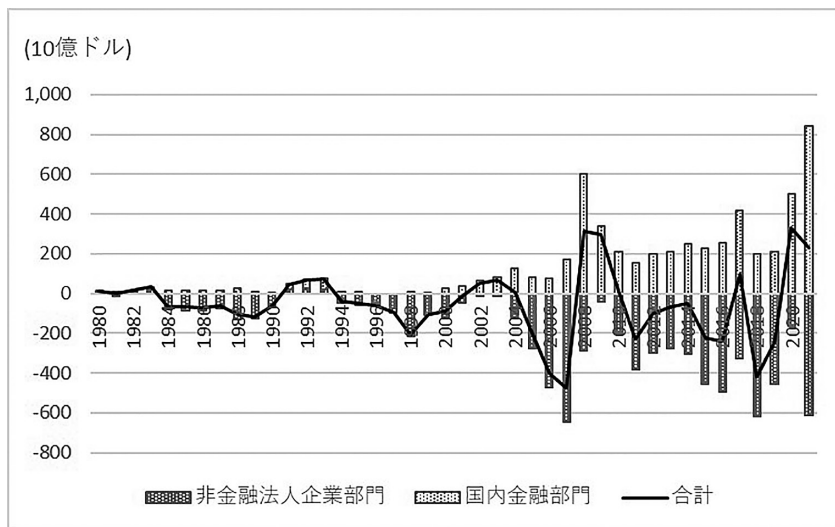


〔出所〕 SIFMA のデータより筆者作成。

の総額よりも自社株買いやM&Aによって消却される株式の総額の方が大きいことを示している。株式市場は、資金調達市場としての役割が低下し、近年ではむしろ消却額の方が多くなっているのである。

このように消却額が発行額を上回る状況にあつて、株式時価総額が増加し続けているのはなぜであろうか。その要因として指摘できるのが株価の上昇である。実際、この間、株価は長期継続的な拡大を見せた。例えば、NYダウは、一九九九年三月に初めて一万ドルを突破し、二〇一七年一月には二万ドルを突破した。この間、約一八年かかっている。そのNYダウは、WHOがパンデミックを宣言した二〇二〇年三月に急落したものの急回復し、二〇二〇年一月には三万ドルを突破した。そして、二〇二二年一月三日には過去最高値の三万六五八五・〇六ドルを記録したのであ

図表3 株式純発行額の推移 (1980年～2021年)

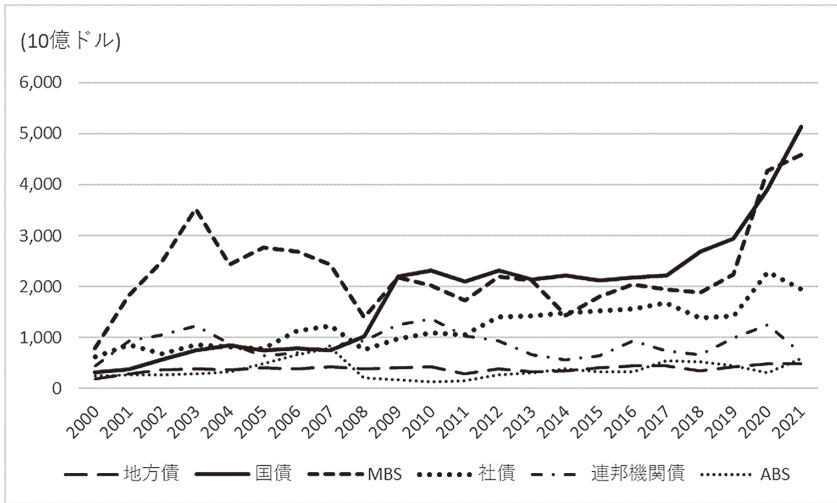


〔出所〕 FRB のデータより筆者作成。

る（終値ベース）。二万ドル突破から三万ドル突破までの期間は、わずか四年弱であった。この間の株価上昇がいかに急激であったかが伺える。

それでは、この間で急激に株価が上昇したのは、どのような要因によってであろうか。もちろん株価は様々な要因によって動くものであり、何か単一の要因に帰することができない点には注意が必要である。しかし、この間の株価を見る上で見逃せない要因の一つが低金利環境の長期にわたる継続である。特に、リーマンショック後、イエレン前FRB議長が利上げに転換するまで約七年にわたってゼロ金利政策が続いた。この間、長期金利も低下傾向が続き、歴史的な低水準にあったといわれる。今回のコロナショックにおいても、金融市場に動揺が見られるとFRBはすぐさまゼロ金利へと転換し、極めて迅速に対応した。中央銀行の低金利政策がこの間の株高を下支えしてい

図表4 債券発行額の推移(2000年～2021年)



〔出所〕 SIFMA のデータより筆者作成。

たのではないかと考えられる。

図表4では、二〇〇〇年以降の債券発行額の推移が示されている。まず国債発行額の推移が特徴的な動きを示している。二〇〇八年から二〇〇九年にかけて、金融危機への対応から国債発行額は顕著に増加した。その後、オバマ政権期において横ばい傾向が続くものの、二〇一七年からのトランプ政権期には増加傾向に転じた。注目されるのは、コロナ対応の中で二〇二〇年と二〇二一年に発行額が激増したことである。リーマンショックやコロナショックといった経済金融危機が契機となって、国債発行額は拡大したのである。

続いて、証券化商品(MBSおよびABS)を見ていこう。まず、二〇〇〇年代前半のMBS発行額の急増が注目される。当時は住宅価格が長期継続的な上昇を見せ、住宅ブームが発生していた。金融機関は住宅ローンの供給を拡大させた

が、これが証券化されてMBSとして投資家に大量販売されたのである。また、住宅ブームが継続する中で多様な証券化商品が生み出され、市場全体が拡大した。自動車ローン債権やクレジットカードローン債権を裏付けとした証券化商品（ABS）や企業向け債権を裏付けとした証券化商品（CDO）、さらにはABSを裏付けとした再証券化商品やCDSと呼ばれるデリバティブを絡めた証券化商品まで登場した。図表4からは、サブプライム危機が発生する二〇〇七年にかけて、そうした様々な証券化商品が含まれるABSの発行増加が確認できる。

リーマンショック後、MBSの発行はかつての勢いを失い、発行額は横ばい傾向が続いたが、二〇一九年から二〇二〇年にかけて発行額が再び激増した。その要因としてはコロナショックに対応する政府・中央銀行の政策があげられる。⁽⁴⁾ まず、

経済状況の悪化を受けてFRBは量的緩和を再開し、大量の資金供給を行った。二〇二〇年三月二三日には、国債やMBSを無制限に購入することまで表明したのである。また、ゼロ金利に転換する中で長期金利も低下し、これに伴って住宅ローン金利が歴史的水準にまで低下した。さらに、連邦政府が借入人に対して返済条件を緩和したことに加えて、ジニーメイ等を通じてMBS発行者への流動性補完などを実施した。これらの政策的対応により、コロナで急激な落ち込みを見せたアメリカ住宅市場は二〇二〇年五月からV字回復を遂げたのである。⁽⁵⁾ MBS発行額の急拡大には、こうした政策的支援の成果が反映されていると思われる。

最後に、社債についても見ていこう。リーマンショック後、社債の発行額は高水準で推移してきた。⁽⁶⁾ その要因の一つとして指摘されるのが、長期

に渡る低金利環境の継続である。先にも述べたように、FRBは約七年にわたってゼロ金利政策を続けてきた。この間、長期金利も歴史的水準にまで低下したが、企業にとっては低コストで社債が発行できる環境が長く続いたのである。

そして、コロナ禍の影響が現れる二〇一九年から二〇二〇年にかけて社債発行額はさらに急増した。ここにも中央銀行FRBの役割を見て取ることができる。WHOがパンデミックを宣言した二〇二〇年三月、世界の金融市場は動揺し、社債市場も機能不全に陥った。こうした市場の混乱を受けてFRBは、発行市場や流通市場から社債および社債ETFを買い取るという新たな資産購入の枠組みを発表した。その後も購入対象を墮天使債（投資不適格に格下げされた社債）にまで広げるなど、企業の資金繰りを下支えするという異例の対応にまで踏み込んだのである。結果として社債

市場は急回復し、過去最高を更新する水準で発行が急増した。コロナ禍においても社債市場が拡大を続けることができた背景には、「最後の買い手」としてFRBが控えていたという安心感の存在が指摘されよう。

四、まとめ

本稿では、今回のコロナショックを題材として、金融資産が実体経済から遊離して成長を続けるのはなぜであろうかという問題を考えてきた。本文中でも見てきたように、危機の最中にあって、政府・中央銀行の果たしてきた役割は注目値する。政府は財政を拡大させ、景気の下支えを行った。その中には住宅市場を支える諸政策も含まれる。景気が悪い中での財政拡大は財政赤字の拡大に帰結するが、未曾有の危機という認識が赤

字拡大への懸念に優越したのであろう。中央銀行は金融を緩和させ、低金利環境と潤沢な流動性を供給した。結果として、債券の発行額は急増し、株価も高騰した。

経済危機や金融危機が発生した場合、政府や中央銀行が対応に乗り出さざるを得ないのが現代経済の特徴である。もちろん、それらは危機への対応が主眼にあるのであって、金融資産の拡大を直接意図したものではない。しかし、結果としては金融資産残高の拡大に結びついてしまうのである。危機の発生は、政府・中央銀行の行動を媒介として、結果として金融資産の累積を招く。現代の金融化された経済には、そのような政治経済学的なメカニズムが存在するのではないか。本稿では仮説の提示にとどまらざるを得ないが、より詳細な検討については今後の課題としたい。

(注)

- (1) 本稿は二〇二二年八月上旬までの状況を踏まえて執筆されたものである。
- (2) 経済の金融化については、小倉「二〇一六」において学説面・現象面での包括的なサーベイが行われている。
- (3) リーマンショック後のアメリカ株式市場の動向については、小林「二〇二二」を参照。
- (4) コロナショック後のアメリカ住宅市場の動向については、小林・木村「二〇二〇」を参照。
- (5) なお、コロナ禍における在宅ワークの普及に伴い、郊外の住宅に対する需要の高まりも住宅市場回復の有力な要因として指摘される。
- (6) リーマンショック後のアメリカ社債市場の動向については、小林「二〇二二」を参照。

(参考文献)

- 小倉将志郎「二〇一六」『ファイナンシャル・金融化と金融機関行動』桜井書店。
- 小林正宏・木村孝博「二〇二〇」『コロナ感染拡大後の米住宅市場動向について』住宅金融支援機構『海外レポート』第一号。
- 小林陽介「二〇二二」『グローバル金融危機後の米国社債市場』

の構造変化」証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所。

小林陽介「二〇二二」「グローバル金融危機後の金融化の進展」米国籍株式市場の検討を中心に『経済志林』第八九巻第二号。

（こばやし ようすけ・東北学院大学経済学部経済学科
准教授・当研究所客員研究員）