

パンデミックの意味と来年の相場展望

世界的なパンデミックは社会活動に様々な影響を及ぼしている。金融市場や為替市場も例外ではない。パンデミックの影響を考慮せずに今後の市場を語ることはできない。

特筆すべきは政策的には主要な中央銀行の量的緩和政策の強化と政府の財政支出の拡大だ。市場的には信用度の低い資産の増加、リスクプレミアムの低下、長期のボラティリティーの低下などがある。

ただよく見ればこれらの政策や市場の変化はパンデミックが発生する前から傾向としてあった。パンデミックはそうした傾向を加速した。その結果本来ならば時間をかけて修正されるはずのシステムが短時間で集中的に変更を強いられた。その影響は何か。

市場には二人のオオカミ少年がいる。一人は中国の崩壊を叫ぶ。中国が成長を加速するたびにバブルだと軽んじ、膨張する債務をクラッシュの契機と捉え持続性に疑問を呈した。もう一人はインフレ到来を唱える。超金融緩和政策が続く中でインフレが目の前に迫っていることを説いた。ここ 20 年間に渡り度々聞こえた声だが、中国の崩壊もインフレの到来も一度もなかった。

二つの問題が絵空事と言うわけではない。問題は確かに存在した。だがノーマルな時間の経過の中でシステムの修正が繰り返されたため、問題が顕在化されなかったのだ。だが今回パンデミックで時間が圧縮され集中的な修正が図られた。

その結果、オオカミ少年の現実性の色が濃くなる可能性が出てきた。特にインフレ到来の問題の方だ。米国の長期金利の動向を見ると、10 年の米国債の金利は現在 1% 未満だが上昇気味だ。財政赤字は膨張する一方だ。その上ワクチンの普及で景気回復期待が高まれば、長期金利の上昇圧力は増す。

一方短期金利を見ると、政策金利のフェドファンドは事実上ゼロ金利水準が来年を超えて続くと思われる。FOMC のメンバーも金融市場の参加者も同じ見方だ。だが長期金利の上昇に引きずられて市場参加者の短期金利の見方も上昇方向に変化する状況が生まれる場合、FOMC の見方も変わる可能性がある。

こうした市場環境の変化の中で起こる変動は激しいものになる。債券は暴落する。特に信用格付けの低い債券の下落はきつい。流動性の問題も不可避になる。

為替では長期金利の上昇が続く中でドル上昇の可能性が生まれる。だがインフレが高進すると米国からの資金の流出が増加する。そこでドル安に転じる。その場合ドルは安全通貨の地位を失い、下落に拍車がかかる可能性がある。ドル安が続く中でドルの過剰流動性の問題が顕在化し、ドル基軸通貨体制が揺らぐ。

こうした劇的なシナリオは現実的に見えないかもしれない。だが昨年パンデミックはもっと現実的な展望ではなかった。現実が想像を超えるのも覚悟しなければならない時代なのだ。