

景気減速なのになぜ株価は回復するのか、 これはバブルなのか

2020年6月3日

－中小企業の景況感と大企業中心の株価は二極化に

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

コロナショックの目途がないなかの 株価の戻りはバブルなのか

先週から東京圏の緊急事態宣言も漸く解除になったが、引き続きコロナショックの不安が続いている。また、収束までには、依然、不確実性があるだろう。そうした中、株価は3月を底に回復が続き、日経平均は半値戻しを越し22,000円台の水準にまで戻っている。一方、2020年4－6月期のGDPは二桁のマイナス成長率が確実視される状況にある。このような景気減速のなかでの株価の回復は単にバブルだとの見方は根強い。そこで今回は、株価が比較的堅調である背景を考えることにする。結論的に申し上げれば、今回のコロナショックは「コロナ7業種」とされる中小企業を直撃した問題であり、その企業群は大企業中心の株式市場の銘柄とは異なる範疇にあることを認識する必要がある。従って、中小企業を中心とした景況感の減退と大企業中心の株式市場は二極化が生じやすい。ただし、景況感の停滞が長期化した場合、大企業も含めた株式市場の銘柄群にも波及するネガティブ・フィードバックの不安もあるだけに、過度な二極化は持続的ではないと認識すべきだ。

■過度な株価と景況感の乖離
は持続的でない可能性も

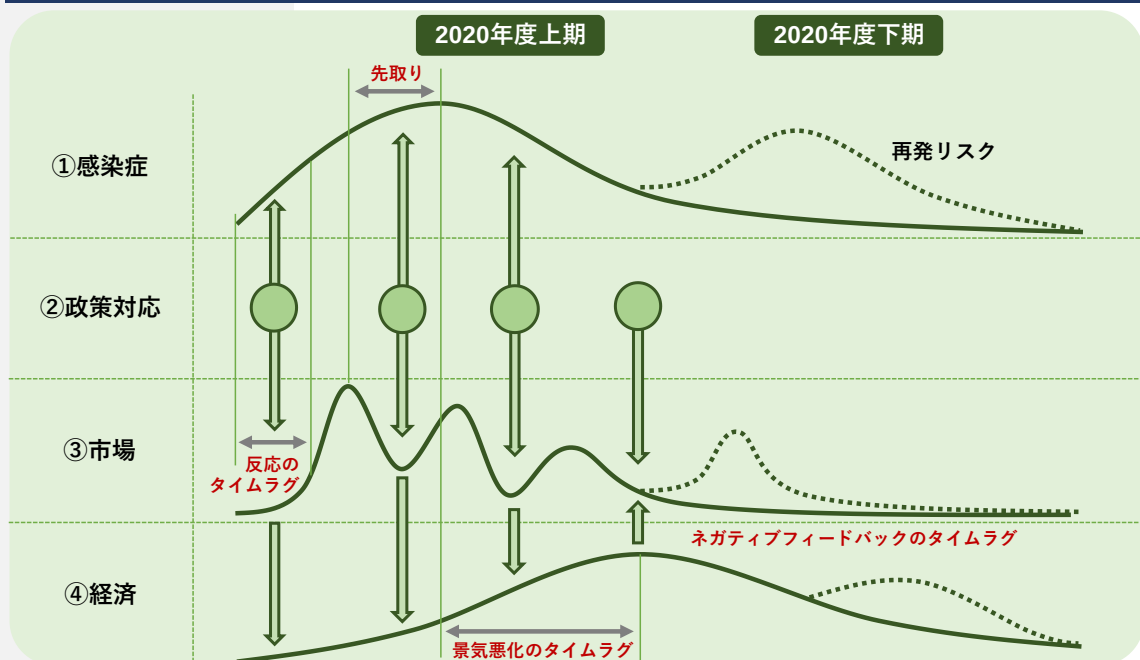
コロナショックの時間軸を振り返る

4月の当TODAY（4/24）でコロナショックに対応した時間軸を議論した。そこでは次ページの図表に示されるように、コロナショックに関する4つの時間軸、①感染症の状況、②政策対応、③市場動向、最後に④経済状況の順序に注目した。同時に、以上の時間軸には4つの重要なタイムラグ、①感染症が生じてから市場が反応するまでのタイムラグ、②感染症のピーク前に市場が先取りするタイムラグ、③感染症から実体経済に影響がでるまでのタイムラグ、④景況感から市場に対するネガティブ・フィードバック、を念頭に置く必要もあるとした。従って、市場参加者としては、感染症の状況を見極めつつ、政策対応を確認しながら市場の動きを展望する必

■4つの時間軸と4つのタイムラグを念頭に置く必要

がある。また、引き続き2020年度全体を展望し一定のリスクシナリオも用意しながらの対応が必要になる。

コロナショックに伴う4つの時間軸と4つのタイムラグ



(作成) 岡三証券

■ 株式市場は感染症回復までのタイムラグを先取りした可能性

市場の先取りが生じた4・5月

まず、感染症の目途の前に市場が先取りするタイムラグを念頭に置く必要がある。今のところコロナ感染は3月末から4月にかけて危惧されたオーバーシュートの抑え込みが成功した可能性が高い。今後、特効薬の対応も注目されるなか、株式市場では日本企業が再評価された点に注目する必要がある。今回の株価の上昇は、先の4つのタイムラグのなかでは感染症回復までの市場の先取り（先述の②）とも考えられる。また、昨日の当TODAY（6/2）で議論したように、日本企業のように一定のキャッシュを保有し安定的な財務行動を行う動きが再評価された面もある。また、「日本モデル」として日本のコロナ対応が世界から再評価されていることもあり、3月、4月と大幅に売り越していた海外勢の先物の買戻しが生じた面も大きい。

バブル崩壊は株式市場を直撃した

最近のコロナショック後の株価の回復は、バブル崩壊との対比で考えることができる。今回はバランスシートの右側、資本の毀損が起点（企業が売上減少等に伴う損失から資本を失うことが今回の出発点）となるが、「コロナ7業種」のなかで株式市場に含まれる企業は限定されている。バブル崩壊

では不動産を中心とした資産デフレの影響がいわゆる「バブル3業種」（建設・不動産・卸小売）問題につながり、これらの企業群はまさに株式市場の中核であり、同時に大手金融機関の問題となった。すなわち、バブル崩壊では株式市場そのものを直撃した。

バランスシート調整の比較		
	バブル崩壊	コロナショック
バランスシート問題	資産価格の消失 株・不動産中心の資産デフレ	売上消失で資本減
業種	資産デフレの直撃 不動産・建設・卸小売 (3業種中心の大手企業) 比較的大手金融機関	経済活動停止の直撃 小売・飲食・宿泊等 中小企業中心 比較的小金融機関
責任論	生じやすい (バブル責任論)	生じにくい (自然災害のようなもの)

(作成) 岡三証券

■ 中小企業中心に倒産リスク
が時間差で高まる懸念も

コロナショックでは中小企業を中心に 景況感の回復は遅れ、市場は一進一退

一方、今回のコロナショックのような急速な需要消失に対し、多くの中小企業には大きなストレスが生じ資本不足に陥る可能性がある。従って、実体経済は中小企業の影響を受けて回復が鈍く、中小企業を中心として下期も含めて倒産リスクの高まりが時間差をもって生じる可能性がある。金融や政策のサポートもあり、株式市場を中心に市場は先取りで回復が生じやすいが、経済自体の回復実感はなかなか伴わない二極化が今回の特徴だ。株式市場の構成要素である上場企業・大企業を中心とした企業群は比較的堅調さを保っても、中小企業を中心とした景況感の回復は遅い格差が生じやすい。以上のような実体経済悪化のタイムラグから、第4のタイムラグとしてネガティブ・フィードバックとして生じる不安がある。さらに、下期に向けて感染症が再燃した時に生じるリスクもある。

金融緩和のなか緊急避難のCDB戦略から 徐々にLED戦略に戻りだした面も

これまで「金利水没」のなかでの対応策として「LED戦略」を紹介してきた。LED戦略とは、金利水没下の運用戦略3つの次元の頭文字で、LはLong（長期）、EはExternal（海外）、DはDiversified（多様）である。一方、今年2月以降、

■投資家のリスク回避姿勢が和らぎ、「CDB戦略」を緩める動きに

コロナショックへの恐怖からリスク資産を回避する「質への逃避」が生じ、キャッシュや債券へのフローが進んだ。こうした「嵐」が起こったような運用環境では、一時的に「防波堤」に退避してキャッシュ化や債券を重視した行動となりやすい。それは、以下の図表でも示されるLED戦略の対比で、LEDの逆の動き、緊急避難的な「CDB戦略」だ。4・5月の動きは、緊急避難的なCDB戦略から恐る恐るLED戦略に戻りだした面もある。

LED戦略とCDB戦略		
	LED戦略 「平時の対応、攻めの対応」	CDB戦略 「有事対応（ステイホーム）、 守りの対応」
Long – Cash	長期 Long	キャッシュ Cash
External – Domestic	海外 External、グローバル化	自国回帰 Domestic、 ドメスティック回帰
Diversified – Basic	多様化 Diversified、 株・不動産	基本 Basic、 債券（おコメ）回帰

（作成）岡三証券

平時に戻ればLED戦略に向くが、 従来とは異なるLED戦略を考える必要も

中長期的視点に立ってポートフォリオを構築するには、基本となる「LED戦略」で長期的視野に立った分散が重要になる。従来からの投資の常識である「無リスク資産」が消失し、待機資金として金利・インカムを生む運用手段もない。しかも、超低金利状態は長期化が必至なだけに、嵐が収まれば世界の投資マネーは何らかの形でインカムを確保せざるを得ない。「ステイホーム経済」では緊急避難的に「CDB戦略」になるが「CDB戦略」はあくまでも守りの戦略になり、収益確保の攻めの戦略にはなりにくい。平時なら「LED戦略」に戻ることになり、その動きが4・5月にかけて生じたと振り返ることもできる。金融緩和が一段と進んでいるだけに、戻り相場では思わぬ水準まで買戻し圧力で上昇する可能性もある。ただし、LED戦略で本格的上昇基調に戻るかというとそうでもないだろう。コロナショックの後の新常態は従来とは異なり、期待収益率が切り下がる状況、LED戦略の方向でも無理なレバレッジはかけない新たな戦略、一定の制約付きのLED戦略にならざるを得ないのではないのか。今年度は市場の回復はあっても、あくまでも一進一退を繰り返すと覚悟する必要があるだろう。

■制限付きの「LED戦略」がコロナショック後の新常態となりうる

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)