お客さま用資料

岡三証券
OKASAN SECURITIES

TODAY

No. 84

2020年10月5日

なぜ上期は予想以上の回復になったのか
－下期のカギも金融緩和と構造改革

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

■上期の展開は多くの投資家にとってサプライズに

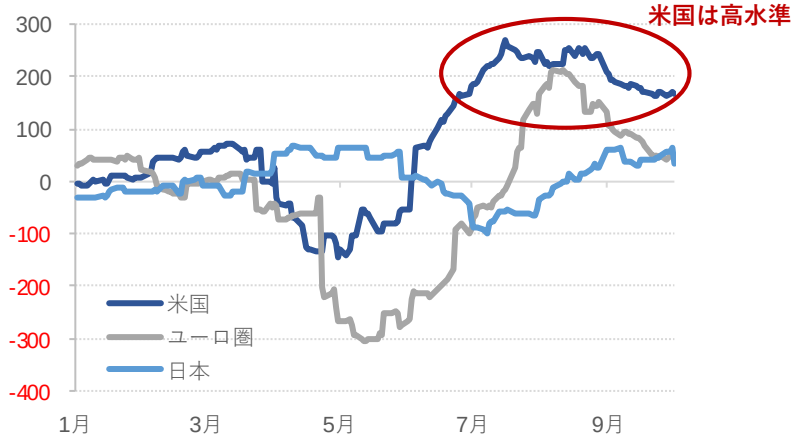
■米国の経済指標は市場予想を上回る状況が継続

サプライズインデックスの改善

先週から下期を迎えた。2020年度を振り返れば、半年前の4月の期初を迎えるに当たりかなり緊張感を持ったものだった。政府が緊急事態宣言を発する環境下、株式市場も3月にかけ大暴落となり、今後どうなるかという不安を前にしたスタートだった。それから見れば、上期の展開は大きなサプライズと言っていい。少なくとも株価が2月の暴落前の水準にまで戻るとはだれも思っていなかったに違いない。

本論では、こうした予想外の状況が生じた要因を以下の3点、①米国経済の改善、②中国経済の改善、③世界的な資産価格の堅調、から考えることにする。以下の図表は各国のサプライズインデックスだが、足元、米国の指標が市場予想を上回る状況が続くことがわかる。4月初、サプライズインデックスがボトムであった水準から、6月以降は一貫して期待を上回る（プラスの）状況が続いた。同様の状況は欧州にも当てはまり、欧米経済の回復が世界のマインドを支えたことになる。その反面、日本は上期中、プラスとマイナスが繰り返される状況で、経済の回復感があまり感じられなかった。

各国のサプライズインデックス（シティ）



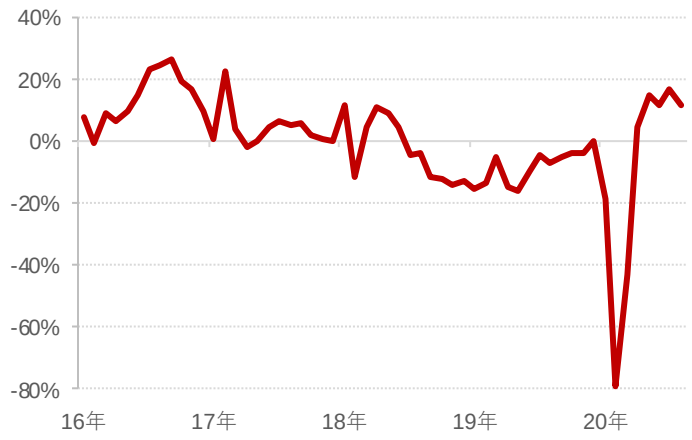
（出所）Refinitiv、直近は10月1日

コロナの感染の出口は中国が先行

■中国の自動車販売台数は予想以上の伸び率に

予想外要因、第2の中国については、当TODAY（7/7、8/18）でも取り上げたように経済の回復に注目してきた。6月以降、欧米では経済再開が生じていたが、中国はその先を歩む状況にあった。欧米に先駆けて早期に感染拡大に目途がついた中国ではマクロ政策を一段と強化して金融財政政策での後押しを支援するスタンスが示されていた。なかでも中国での自動車販売が予想以上の伸びを示したことにより、懸念が強かった世界の自動車産業、さらには製造業の景況感に大きくプラスに働いている。以下の図表に示されるように、中国の自動車販売が前年比プラスに戻ったことが大きな支えになった。

中国の自動車販売台数（前年比）



（出所）Refinitiv、直近は20年8月

影響が「コロナ7業種」に止まったことが予想以上の回復につながった

■コロナショックの本質は売上げ減少に伴う資本問題

当TODAYでは、コロナショックの特徴は、売上げ消失に伴うバランスシートの右側、資本の毀損が起点となる資本問題であり、その影響は「コロナ7業種」など比較的中小零細企業に限定されているとしてきた。一方で、「コロナ7業種」に止まらず、大企業も含めた範囲に派生するリスクとしては、以下の4つの段階を指摘してきた。

第1段階が、先行き期待低下から株式・不動産を中心に資産価格が下落、バランスシートの左の資産デフレ問題である。

第2段階は、世界的な需要の消失にともなう売上げ減少がグローバルな大企業に波及する不安。そのリスクは第1段階のリスク要因である資産デフレによる減損リスクによっても加速される。また、M&Aを中心としたのれんの償却が広がるリスクも存在する。

■上期を振り返ると、影響が「コロナ7業種」に止まったと評価できる

■次第に大企業の業績見通しの上方修正が進む可能性も

■リーマンショックと比べ、今回は資金面での不安が限定的となった

第3段階は、中小企業の倒産不安に加え、以上の第1段階の資産デフレ、第2段階の大企業の負担も加わり金融システム問題につながり、大手銀行の負担も拡大するリスク。

第4段階は、以上の不安から中小企業を中心とした倒産リスクが雇用問題につながり社会不安が幅広く生じる点にある。

上期を振り返ると「コロナ7業種」からの遮断、すなわち、以上の第1段以降のリスクに至ることにならなかった点が大きい。米中経済の予想以上の回復に加え、資産価格下落を食い止められたことで大手企業への業績面での波及を防いだ。

4段階のリスク
1. 資産デフレ
2. グローバルな大企業への波及
3. 金融システム問題で大手銀行にも波及
4. 雇用不安から社会問題化

大企業は予想以上の回復も

以上で示されたように、米中を中心に海外経済が予想以上の状況にあり、日本にとっては外需が戻りやすい環境にある。しかも、資産価格が維持されたことから、M&A等に伴う減損の不安が薄れ、バランスシート面からも安心感が生じている。

「コロナ7業種」中心にこれほど多くの国民が苦労している中で、世の中の目を意識して、大企業製造業が「自らの影響は軽微」とは言いにくいだろう。その結果、業績見通しも慎重な予想を続けることになると考えられるが、このままの状況が続けば、下期の決算に向かって、次第に業績見通しの上方修正が進むと展望される。

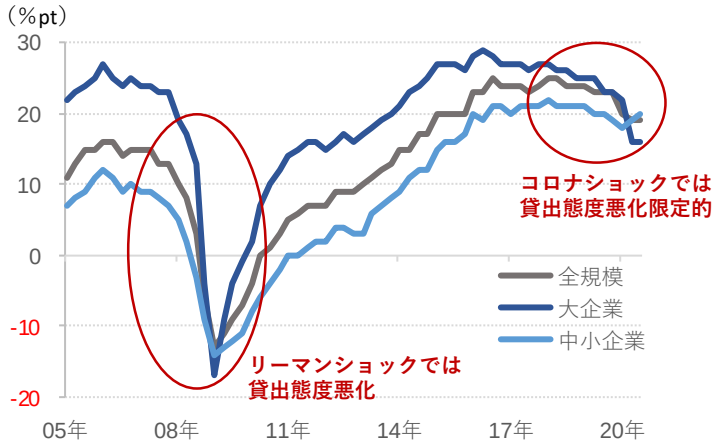
3月、4月の世界的資金繰り対策が決め手だった

仮に、今年3月・4月に米国を先頭にして行われた大規模な金融財政政策のサポートがなかった場合、資産価格下落や企業の資金繰りでの倒産が続き、今日の状況とは大きく様相が異なった可能性もある。それは、金融面から世界経済全体に波及したリーマンショックシナリオであり、資金繰りの観点からグローバルな大企業にも波及が生じ、金融システム問題に至った可能性もある。次ページの図表は、日銀短観での貸出態度をリーマンショック時と比べたものだ。リーマンショックで貸出態度が悪化したのと対照的に今回は資金面での不安が軽微に止まったのが特徴だ。

■新政権には「三位一体」の改革が求められよう

今後も、以上のリスクの連鎖を回避するには、資産価値の維持を中心に世界的な金融財政政策の協調も必要になる。以上の波及経路を念頭に置きながらリスク管理を行う必要があるだろう。

金融機関の貸出態度判断DI



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、直近は20年9月調査

残る課題は「コロナ7業種」中心の構造改革

上期を振り返れば、米中を中心とした世界経済の改善で外需が持ち直したこと、資産デフレを回避したことで大企業を中心に企業には安心感が戻っている。一方、震源地である「コロナ7業種」については、緊急融資、雇用調整給付金等の対応で当面の倒産リスクを回避しているものの、問題の先送り状態にある以上、時間の経過とともに廃業や淘汰が生じる可能性がある。今回のコロナショックは、大企業と「コロナ7業種」を中心とした中小零細との格差を拡大させた面をもつ。今後の課題、新政権の課題も、「コロナ7業種」中心に構造改革を行って持続性のある新たな産業構造へと誘導することにある。新政権の課題は、「コロナ7業種」、また地域経済、地域金融機関の改革を三位一体で行うことになると展望される。

従来、相場のアノマリーは「5月に売って、10月に買い戻せ」で、5月の春先に相場の天井、10月に相場のボトムが一般的だった。一方、今年はその逆で、上期がボトムで下期に天井を付ける可能性もある。そうしたシナリオを回避するには、日本が持続的に世界から投資資金を集める必要があり、新政権、スガノミクスでの構造改革のロードマップを示すことが重要だろう。

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：

〇金融商品は、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続料をいただきます。

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ありますが、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。

〇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。
〇2037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、資格も有しておりません。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、使用等をする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）