

2021年4月7日

なぜ2020年度は予想以上の回復になったか — 米中改善と資産効果

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

予想外の①米国、②中国、③資産価格

■日経平均3万円の背景には世界経済の回復とグローバルな政策対応があった

2021年度を迎えた。2020年度を振り返れば、1年前、期初である4月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なか、株式市場は3月にかけて大暴落、今後どうなるかという不安を前にしたスタートだった。しかし、その後の展開をみると、2020年度は大きなサプライズとなった。日米で株価が2020年2月の暴落前水準まで戻るだけでなく、日本では一時とはいえ日経平均が3万円に達するとはだれも思っていなかったに違いない。この背景には世界経済の回復とグローバルな政策対応があった。

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、から考える。

以下の図表は各国のサプライズインデックスである。米国では2020年4月のサプライズインデックスがボトムであった

各国のサプライズインデックス推移



(出所) Refinitiv、日次、直近は3月31日

■大統領選後の回復期待がマインドを改善させ、資本財投資の回復に寄与

水準から回復し、6月以降は一貫して経済指標が期待を上回る（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世界のマインドを支えた。反面、日本はプラスとマイナスが繰り返され、経済の回復感が欧米ほどはなかった。日本で意識される回復実感の薄さはこうした点がある。

予想外第1、米国経済にはバイデン効果も

米国経済の回復は2020年度上期から始まったが、2020年11月の大統領選以降、一段と回復力が増す「バイデン効果」が生じた。しかも、金融財政政策の「高圧経済」が引き続き後押しする状況にある。振り返れば、2016年も「トランプ効果」とされた大統領選後の回復期待が市場を支えたが、今回も政策面での効果がマインドを改善させ、それが以下の図表に示されるような資本財投資の回復につながっている。バイデン政権としては2022年秋の中間選挙までロケットスタートで支持を確保したいとの意識が当初予想を上回る規模での財政対策につながっていると考えられる。しかも、コロナショックで格差が懸念されるだけに一層、財政面の拡大につながりやすい特徴をもつ。

米国の資本財受注推移



(出所) 米国国勢調査局、月次、直近は21年1月

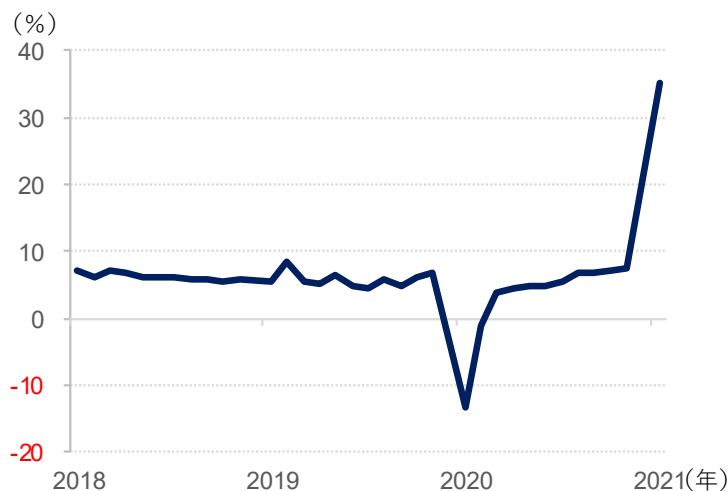
■欧米に先駆けて感染の出口に目途がついた中国ではマクロ政策を一段と強化

予想外第2、コロナ感染出口は中国先行

予想外要因、第2の中国については、過去1年、当TODAYでも繰り返し経済回復に注目してきた。2020年半ば以降、欧米で経済再開が生じたが、中国は常にその先を歩む状況にあった。欧米に先駆けて早期に感染の出口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経済活動を支援するスタンスが示された。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。足元でも、以下の図表に示されるように鉱工業生産額は前年の大きな落ち込みの反動以上に前年比で大幅な伸びとなっている。中国では景気回復に自信を持ち、政策は経済拡張から持続的成長へとシフトしつつある。同時に不動産の過熱に留意する状況に至っている。

中国の鉱工業生産額推移



(出所) 中国国家统计局、(作成) 岡三証券、前年同期比、直近は21年1-2月

■ 中国の回復は海外経済全般にも影響を与えた

中国の回復が海外貿易に波及

以上の中国の回復は海外経済全般にも影響を与えた。以下の図表は世界経済の物流の動きを反映するバルチック海運指数である。2020年初、コロナショックを受け大幅な下落が生じたものの、2020年6月を底に回復が示され、その後も高水準での推移が続いている。こうした動きは中国の製造業の回復に加え先述の米国の回復による面も大きい。

バルチック海運指数推移



(作成) 岡三証券、日足、直近は3月31日

■銅価格は中国の動向に敏感に影響を受けている

銅価格の上昇

中国の経済対策を受けて企業活動の回復も目立っている。以下の図表は中国の製造業の活動を反映しやすい銅価格の推移である。コロナショックで一旦大幅に下落したが、その後急速な回復が続いている。銅の需要の半分以上は中国が支えるとされている。原油価格も上昇が続き、資源価格は昨年の急落から大幅に値を戻す状況にある。

銅価格の推移



(作成) 岡三証券、日足、直近は3月31日

■米国では史上最高値更新、日本では30年ぶりの水準

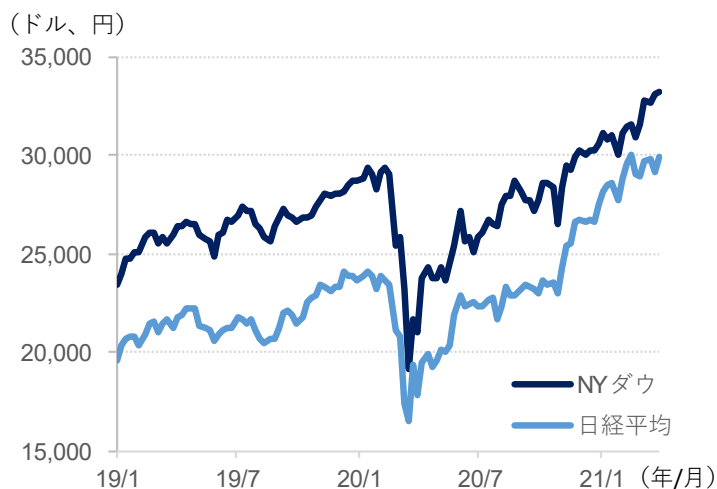
予想外第3、日米の資産価格

次頁の図表は日米の代表的な株価指数の推移である。2020年2月にはコロナショックで大きく調整したが、その後、大きな影響を受ける前の水準を取り戻し、株価は米国では史上最高値更新、日本では30年ぶりの高値水準になった。ショック以前の水準まで値を戻したのは金融財政政策によるサポートが大きかった。

日本のバブル崩壊やリーマンショックでは金融の制約から資産価格が大幅に下落したことがグローバル企業に大きな影響を与えた。今回は、2020年3月以降、世界的規模での金融財政政策に伴い資産市場が支えられたことがその後の回復の大きな要因になった。コロナショックでは直接的な経済の減速が生じたものの、バランスシート全般への波及を遮断した点が過去の危機との大きな違いだ。さらに、金融財政のサポートだけでなく、デジタル化進展や脱炭素化に向かう投資拡大の潮流が加わり、資産効果を支えたことが予想以上の回復の背景にあると考えられる。

■コロナショックはバランスシート全般への波及を遮断した点が過去の危機との大きな違い

2019年以降の日米の株式市場推移



(作成) 岡三証券、週足、直近は4月2日

大企業は予想以上の回復、株式市場のサポートに

■ 今後、断続的に業績見通しの上方修正が進むと展望

■ 大企業、なかでも製造業を中心にした回復期待が生じやすい

以上、米中を中心にした海外経済の予想以上の回復により、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等に伴う減損不安が薄れ、バランスシートからも安心感が生じている。先週発表の2021年3月の日銀短観の大企業製造業の改善は以上の状況を反映したものと考えられる。更に、足元では日銀短観の想定為替レート（20年度：106.66円/ドル）を超える円安が進んでいるだけに、輸出企業を中心に収益改善も進みやすい。

一方、同短観では中小の非製造業の回復はほとんどなく、「コロナ7業種」の動きを反映した二極化が示されている。「コロナ7業種」中心に景気回復感に乏しい状況が続く中、世の中の目を意識し大企業製造業を中心とした経営者は「自らが被った影響は軽微」とは言いにくい。以上の日本全体を包む「空気」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、今後、断続的に業績見通しの上方修正が進むと展望される。2020年度決算が4月中旬以降に発表されるが、以上のバイアスが存在することを市場参加者は念頭に置く必要がある。

以上、2020年度を振り返れば、米中を中心とした海外経済回復で外需の持ち直しに加え、国内要因として資産価格上昇による資産効果で大企業中心に企業に安心感が戻っている。今回のコロナショックは資産デフレが回避され日本全体としてマクロでのバランスシートが痛んでいないだけに、資本の余裕に伴うリスク許容度上昇が大企業やファンドを中心に生じやすい。その結果、大企業、なかでも製造業を中心にした回復期待が生じやすい。以上の要因は2021年度に向け、資産効果として押し上げ要因となる。

■大企業と「コロナ7業種」
中心に中小零細との格差が
拡大へ

二極化、「コロナ7業種」が「人質」で 高圧経済に

一方、コロナショックの直接的影響を被った「コロナ7業種」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、問題の先送りにすぎない以上、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一段と拡大させる面をもつ。その結果、大企業中心の株式市場は回復が続くが、厳しい状況の続く中小企業の存在で景気の回復実感は薄い二極化状況が続くだろう。以上の二極化は様々な次元、「コロナ7業種」を中心とした企業と大企業、地域経済と大都市圏、サービス業と製造業等、の格差を生じさせることに留意が必要だ。

同時に「コロナ7業種」の存在が「人質」となって金融・財政政策のサポート・高圧経済を続けさせることが、皮肉にも更なる格差をもたらすことになりやすい。今回、予想外の経済回復をもたらしたのは、逆説的にコロナショックそのものとも考えることもできる。

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(<https://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あります。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賃料をいただきます。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11月改訂)