

当面の景気と株価のシナリオ整理

2020年6月3日

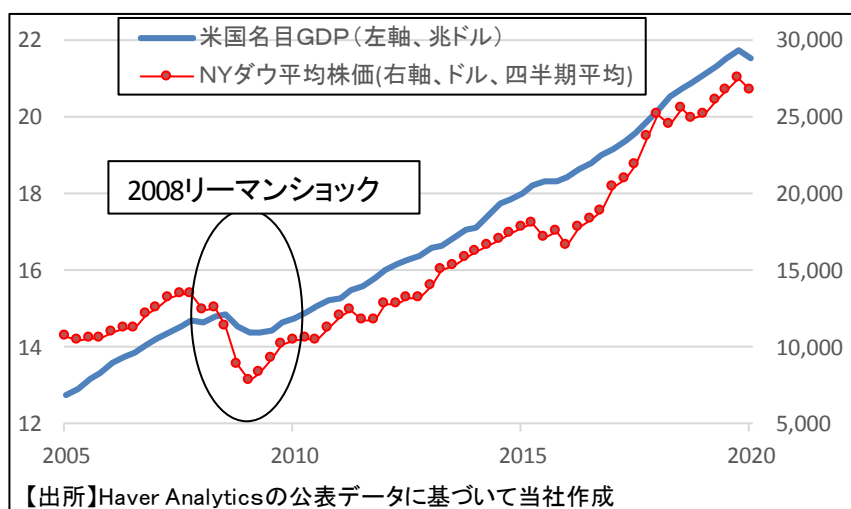
りそなアセットマネジメント 運用戦略部
チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

3月以降に多くの先進国で新型コロナウイルスの感染爆発が示現し、感染を封じ込めるために都市封鎖が実施されたことで、経済は近代以来としか表現のしようのない大きな落ち込みを示した。一方、景気対策も規模、中身、スピードの全てにおいて近代以来の対応が実施されたことに加え、都市封鎖が徐々に解除され始めたことから、景気の底打ち感が漂うなど明るい兆しも出ている。先進各国の株価は2月頃の高値から約30-40%急落したものの、半値戻しをやや超える水準にまで急激に戻した。各国毎に感染爆発や景気対策の内容に差異はあるものの、やはり、全ての面で米国が世界の鏡になっている。

今後の経済の見通しについて、IMFは4月に出した「世界経済見通し」で、都市封鎖が今年前半の1回をメインシナリオとしつつ、今年後半に2回目、さらに来年に3回目を想定する3つのパターンを示した。感染爆発を可能性として3回とみる根拠は、1918-19年のスペイン風邪の教訓と考えられている。企業は決算発表で業績見通しを示すのが慣例だが、2月決算以降では、約20%が増益見通し、約30%が減益見通しだが、その前提はIMFのメインシナリオである都市封鎖1回に沿ったものとなっている。一方、50%の企業は見通しを示していないが、これはIMFの示した3つのパターンのどれに決着するかで業績見通しの振れがあまりに大きいため、混乱を避ける意味で示さなかったと解釈すべきだろう。

GDPと株価は総じて連動する。三面等価の法則からGDP＝国民所得であり、その一定割合が企業収益であるからだ。いくらグローバル化が進んだとは言え、世界の景気は米国を起点に連動する。この関係性をグラフで確認したのが下の米国の図表だ。

先進国の株価は、名目GDPが物価上昇で2%、人口増加で1%、真の経済成長で1%、合計で約4%の半永久的な増加を前提として織り込む形で値付けがされている。したがって、2008年のリーマン・ショックのようにマイナス成長ともなれば、株価は大きく落ち込む。当時は、名目GDPが元の水準を奪還するのに7四半期を要した一方、株価は高値を奪還するのに21四半期を要した。直近は、四半期データなので2020年第一四半期（3月末）までのグラフだが、4-6月期の名目GDP（年率換算地）は前期比と比較して7-10%程度と20兆ドル程度にまで大幅に落ち込むと見られている。

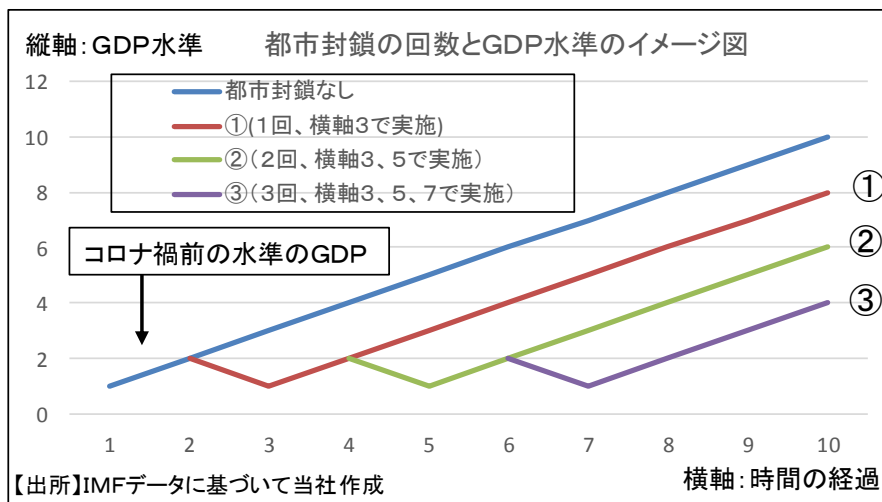


今後の株価は、これまで通りの景気と株価の連動性を前提に、景気がどう推移するか次第とみてよいだろう。IMFが4月に示した感染爆発が1回から3回のそれぞれについて、景気の推移をイメージ図にしたのが次ページの図表だ。都市封鎖の回数が、①は1回、②は2回、③は3回だ。都市封鎖の回数が

多いほど、景気回復が遅れることになる。しかし達観すれば、それぞれの違いは、経済水準と株価水準が元的水準を奪還するのに、かかる時間の差異だけにしかないとも言える。

長期の株式バリュー投資家として有名なウォーレン・バフェットは、危機になると投資家の関心は目先の動向に集中するが、10年先を見るべきだ、という内容の名言を残している。要するに、都市封鎖の回数にあまり拘泥しなくてよい、と言う意味だ。蓋しこれは長期投資家にとっては名言だろう。

足元の株価は、決算で見通しを示さなかった約50%の企業をあたかも中立とみなし、景気の大幅な落ち込みと比較すれば意外と企業の決算見通しは悪いわけではなく、増益企業が40%もあるという前提の値付けになっている。更に、米国がアポロ計画並みの国家プロジェクトと位置付けた新型コロナウイルス対応のワクチン開発のワープ・スピード（かつて子供向け漫画で流行した瞬間移動＝超高速の意）計画で米国企業が世界に先鞭をつける、そのためには多数の臨床事例が必要でトランプ大統領はもう二度と都市封鎖しないとまで宣言した、がお祭り騒ぎとも言える程に材料視されている。しかも、ワクチンの開発は米中覇権争いの主戦場の様相を呈しており、米国としては絶対に負けられない戦いだ。株式需給でも、相応の個人向け現金給付が株式投資に向かったことで、大規模な買い需要を喚起したデータが揃い始めた。これは日本だけではなく、米国ではもっと顕著だ。戦時体制に入った米国がどのような国家であるかは、第一次世界大戦以降の歴史の教訓が示す通りだ。陸軍幼年学校出身のトランプ大統領は、自分は戦時下の大統領だと表明したが、もはや目的達成のためには手段を択ばないだろう。



ただし、数か月先には決算見通しを公表しなかった企業の実態が明らかになる。「7割経済」下での売上状況、コロナ対応のコスト負担増加、コロナに感染した従業員への補償、医療保険料の高騰、など企業収益に甚大な悪影響が出る可能性はある。今年11月の米国大統領選挙では、医療制度が最大の争点になる可能性もある。これまでの株主資本主義が変容すれば、事情は大きく異なってくるだろう。

株価は常に楽観を織り込む性質がある。とは言えごく目先を別とすれば、実物経済との乖離が近代以来最大にまで広がっていることには、注意も必要だろう。

以上

本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します「投資信託目論見書（交付目論見書）」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。