

# Blog #15 2021年を迎えて — 2020年株式市場総ざらい

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ

代表 伊藤 武

2021年01月04日

明けましておめでとうございます。

昨年の世界はコロナに明け暮れた一年間となってしまいました。ワクチン開発と普及に伴い2021年は正常な事態に復帰することを祈念します。

昨年は新型コロナウイルス発生で世界株式市場は崖ぶちに直面しました。ところがアメリカの主要株式指標は史上最高値で年を越すことになりました。代表的S&P500種株価指数1年間の年初スタート時点を100としてその軌跡を辿ってみましょう。

## 2020年1年間の米国株式市場軌跡

1月 1日： 100.00

2月3日： 99.73 — 中国武漢で発生したCovid19はこの日中国株式市場を直撃し9%の下落を演じ、アメリカでも感染懸念に伴い1月には約2%上昇したS&P500も年初来の額面割。

2月10日： 102.89 — 米国経済指標は良好で、景気の持続性を謳い株価は年初来の高値を更新。

2月24日： 99.02 — コロナ懸念から旅行関連株が急落。

2月27日： 91.43 — 高値から12%下落し、調整局面に突入。

3月 3日： 92.19 — 米FRBは緊急金利引き下げを発表。本来であれば株価の反騰が期待されるが、リスク回避の国債投資に走り10年国債利回りは初の1%割れとなる。

3月 9日： 84.31 — 景気後退懸念に加え、サウジアラビアとロシアの価格競争を背景に原油価格が30秒間で30%下落。S&P500は2008年12月以来の7.6%急落。

3月12日： 76.14 — 市場はパニック状態に陥る。米FRB及びECBは数兆ドル単位の資金供給を実施。一連の発表が市場不安を助長。ラガルドECB総裁はイタリア国

債支援の確約をせぬことによりイタリア国債は史上最大の下落を演じる。トランプ大統領はヨーロッパからの航空便国内乗り入れ禁止を発表。流動性危機が発生。

3月15日：73.24 — 米FRBは月曜日の市場寄り前日に緊急措置として政策金利をゼロに引き下げ。

3月23日：68.68 — 世界パニック状況下資金は基軸通貨の米ドルに殺到。米FRBは米国債の無制限購入を発表。

3月24日：70.75 — 金融のみならず米議会は大量のコロナ財政資金支援を可決し、市場は落ち着きを回復。金融危機は緩和し、民間債券市場も底入れする。

4月8日：85.63 — 米FRBは地方団体や中小企業を含む2.3兆ドルの緊急融資対策を講じ、市場は好感。

5月7日：88.44 — 4月後半米原油価格が40ドルに急落したものの、市場はコロナ禍益々有利に展開する巨大IT企業に注目しGAFに象徴される銘柄群は急反騰を演じる。NASDAQ指数は高値を更新。3600万人の失業者発表は最早市場マイナス要因とはならない展開。

6月8日：99.21 — ハイテク株に追随し、S&P500もほぼ年初来の下落を回復。企業収益の大幅減益や経済活動の停滞進行に反し、V字回復を期待し株価は悪材料を無視。

8月18日：104.05 — 8月の上昇基調はハイテク銘柄が中心となり、トップの5銘柄だけでS&P500種指数の25%を占めるに至る。

9月8日：102.27 — テスラ株がS&P指数銘柄として先送りとなったことにより株式市場は軽度の調整局面に突入。

10月12日：109.25 — 10月2日にトランプ大統領コロナ陽性が判明し、大統領選が不利と観察され市場は好感し反騰。

10月30日：101.09 — 大統領選挙戦が接戦となり不透明観が高まる。

11月5日：108.52 — 選挙結果は接戦ながらバイデン候補優勢が判明。トランプ大統領は不正投票を根拠に提訴し、今日に至り敗北を非認知。

11月16日：112.12 — S&P500種は最高値更新。

12月17日：114.26 — 選挙人投票306票対232票でバイデン氏勝利確定。

12月28日：115.47 — コロナワクチン実施開始に伴い市場好感。

12月31日：116.11 — 2021年を迎えて史上最高値更新。

### 株式市場反応の分析

Covid19が世紀のパンデミックとなり、その重要度と認識が浸透した時点で世界株式市場は瞬時にして、そしてほぼ例外なく30%強の下落を演じました。統計上確率

を換算できない経済破壊要因はブラックスワンと称され、今世紀に入り世界金融危機（リーマンショック）に続き2度目の惨事となりました。コロナ惨事の深刻さは歴然としています。世界株式市場はいわゆるベアマーケットに突入し、そのような事態では経済破壊要因を早期に修復することは出来ず、市場回復には経済実態と経緯を見守り、紆余曲折を経て市場回復と次のブルマーケットに展開するのが本来の経緯です。ところが市場の推移は従来の常識を覆しました。

＊ワクチン開発に伴う早期景気回復論 — 従来の不況とは異なりコロナに関しては、経済活動は人の動きに左右され、ロックダウンのように隔離されると経済活動は停止し、逆に人の動きが戻ると経済活動は瞬時に回復します。このトレードオフに対し十分な流動性供給と財政支援を提供すれば、行動復活に伴い景気も速やかな回復が期待されます。リーマンショック時のように経済要因の棄損を修復するのに時間を要したのと大きな相違点でしょう。現在世界は深刻な状況に置かれています。世界の感染者数は8500万人、死亡者数は180万人に達し、世界を蝕む疫病です。最悪状況のアメリカでは感染者数は2000万人、死亡者数は35万人となり、現時点で日々の感染者数と死亡者数は過去最大となり改善の目途は全く立っていません。ヨーロッパもしかりです。本来ワクチン開発には多大な研究と時間を要するのが常識ですが、人類の叡智によりコロナワクチンは1年未満で数社が開発に成功し、既に複数国医療当局の認可を経てワクチン投与が開始されています。ワクチンさえ普及すればコロナ問題は過ぎ去るとの観測です。コロナ後の世界経済回復はV字型を想定し、正常な経済体制に復帰することを株式市場は訴えています。しかし楽観視しても、停滞から2019年水準に経済体制が復帰するには最低2年間を要するでしょう。ワクチン開発によるコロナ退治のみでは最高値を更新続ける株式市場の説明はつきません。

＊無制限の金融緩和策 — リーマンショック以降の経済対策は基本的に金融政策に重点を置き、米FRBが率先して異次元金融量的緩和策を実施し、その後日銀とECBが追随し、野放図の流動性供給は常識となりました。上記に示した通り米FRBはコロナ危機以降政策金利をゼロに引き下げ、その後無制限の金融供給を公表しました。2008年時点で主要中央銀行の保有資産は4兆ドルであったのが、2020年3月には14.6兆ドルに拡大し、その7か月後の11月に21.8兆ドルに膨張しています。世界の発行債券の約1/3がマイナス金利となり、今やゼロ金利は世界の常識となってしまいました。お金の行き場がなくなり、配当利回りと収益利回りを提供する株式投資に殺到する事態となっています。

＊低インフレと低金利下の積極的財政政策 — リーマンショック後経済対策として積極的な財政出動を実施した後、景気立ち直り時点以降は財政規律を重んじる対策に転換が見られました。ところが金融政策一辺倒の経済政策下、景気の持続成長は鈍化し、経済の潜在成長率を恒常的に下回る事態となっています。積極財政を唱

える説が有力となり、今や財政赤字を無視した財政政策が主流となり、コロナ禍それは確実に定着するに至っています。

＊低金利下でのパラダイムシフト — 前回のブログで述べましたがローレンス・サマーズ博士は趨勢的経済停滞論を唱え、財政政策の積極的な採用を提唱しています。その根拠として主要国のGDP比財政赤字は2000年に6%であったのが2020年には109%と急拡大しているのに対し、実質金利は2000年に4.3%であったのが2020年はマイナス0.1%となり、同時に経済成長率は漸減が定着しています。バイデン新大統領に対する提言として財政出動論文をファーマン教授と共著で発表しています。ケルトン教授が中心となり提唱しているのがMMT（現代貨幣理論）であり、インフレと金利が上昇しない限り財政赤字は金利負担拡大が伴わず、赤字そのものの拡大は政策的に正当であると唱えています。サマーズ論文もそれに沿って財政赤字拡大に伴う金利負担は過去10年間で大幅に縮小し、今後の拡大も限定的と結論付けています。

＊株価水準の妥当性 — 適正株価水準の指標として長らくシラー博士のCAPEが採用されてきました。歴史的平均が16倍前後の株価収益率（PER）は単年度の予想収益を用いています。それに対しCAPEはインフレ調整済み10年間の実質PERを指標とし、長期的株価指数として最も普及している尺度です。CAPEの歴史的平均は16.8倍で、2020年迄の10年間平均は23～4倍で推移しました。それが2020年末には34倍に急拡大しています。当然株価に対する警戒観が高まります。ところがシラー博士自身が直近の論文で実質金利を用いたE C Y指数を発表しました。E C YはC A P E利回りから10年間実質金利を差し引いた数値です。現在のCAPE利回りは3%（CAPE34倍の100分率）で実質金利はマイナス1%ですので、ECYは4%となります。換算するとCAPEは25倍となり、歴史平均CAPE比較上ほぼ50%上乘せが妥当数値と換算されます。

＊株式市場の世界観 — 2020年3月コロナパニックに陥った株式市場は大暴落を演じました。ところがそれ以降はほぼ一本調子で上昇基調を保ち年末を迎えました。（1）株式市場の叡智と名付けましたが、株式市場の先見性として捉えました。2021年はアメリカの政権交代が実現します。ポピュリズム、保守原理主義と分断をもろに煽り、強権政治の象徴となったトランプ大統領は他国同類政治家の模倣となり、世界的にも分断を助長してきました。コロナ襲撃前は有利であったトランプ大統領の再選に赤信号が点滅はじめました。株式市場の流れを辿るとトランプ不利の状況下上昇基調が顕著となっています。（2）地球温暖化を筆頭に社会現象の是正目標を大きく掲げた年でもありました。それまでは一般的には聞きなれなかったSDGs（持続可能開発目標）、ESG（環境、社会、企業統治）、そして温暖化ガスゼロ目標等、コロナを発端に顕著に謳われるようになりました。（3）G A F Aに象徴される巨大IT企業群は過去数年来市場のリード役を果たしてきました。市場支配と税回避の観点からロッパ中心の規制措置対策とは裏腹にコロナ下、それ

らIT技術革新は益々優位性を発揮し、株式市場の躍進の中心となるに至っています。且つテスラ社のように電動自動車や宇宙開発は時代の先端を走る企業として絶賛されています。S&P500種指数は大型銘柄500社から構成されていますが、GAFAやテスラ6銘柄が指数時価総額の30%を占めるに至っています。換言すれば494銘柄はほぼ取り残されているのが現状です。

2021年を迎えて

昨年年初での世界株式市場観測としては、経済成長はやや鈍化するものの景気の持続性は保たれ、株式市場も割高感是否めなくとも一桁台の上昇が、アナリスト間のコンセンサス予想でした。このような世界観は日本も同様で一年間の日経平均予想は年末23000円程度の水準が最も多く見られました。もし世界で100年に一度の疫病が発生し、その年に8500万人が感染し180万人が死亡し、経済成長は2年間喪失し、失業率も戦後最大となり、企業収益も同様に大幅減益となることが事前に予見できたとしたら、世界株価が史上最高値で一年を終えると予測できた人はだれ一人いなかったでしょう。仮定にすぎませんが、株式市場の大幅下落予想が当然でしょう。日経平均は1980年代バブル崩壊後31年来の高値を更新しています。正常な景気状況で日経平均予想が23000円であったのが、コロナ禍での今年の予想では下落は少数で、一部は30000円を目標とするに至っています。

昨年株式市場暴落の時点で著者は一部の余資を株式に投入することを勧めました。しかし、歴史的に株式市場のベアマーケット突入後は、再度底値を試すことも多く、ほぼ中断なく回復した試しはありません。年の半ばに市場がある程度回復した時点では、リスク回避と資産保全の観点から、ポートフォリオの現金比率を20%から40%近辺まで引き上げることを推奨しました。コロナ惨禍では市場リスクが除去されたとは到底考えられませんでした。押し目買いを注目していましたが、そのような機会は全く到来せず年末を迎えることとなりました。

資産保全の観点から株式投資に対し防衛的な姿勢は決して間違っていないと信じています。しかし相場の動向は全く把握できませんでした。結果的に相場の流れについていくことが出来なかった一年となりました。コロナ禍は決して終止しておらず、今後も経済の下方リスクはむしろ高まっていると考えます。ワクチン開発と投与も早急には世界規模の普及と効果は望めないでしょう。2021年の後半には視野が見えるようになることを期待します。

2021年を迎えて、市場に対しては仕切り直しを必要としています。この一年間で観測されたことは、株式市場は歴史的に大きな構造的転換期を迎えたことです。ニューノーマルの対応を必要としています。市場観測者の見解は大きく分かれています。従来の常識から逸脱している現状はニューノーマルのもと明らかにパラダイムシフトが生じています。総合的判断として、2021年の市場は昨年の成果を観察する年となることを予測します。バイデン大統領就任以降の世界情勢や景気動向変化に市場は反応し、金融・財政政策の実質効果とその後の展望が市場支配要因となるこ

とを予測します。仕切り直しとは、市場に対し中立の立場から、原点に戻り観察を手掛ける所存です。

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。