

コロナショック後の新常态はなにか

-2021年の内外経済と市場を占う-

講師

岡三証券グローバル・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 氏



1 アベノミクスからスガノミクスに ～アベノミクス再加速も

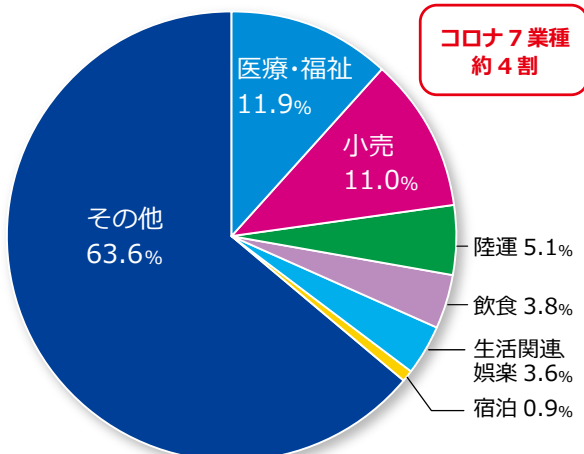
2020年は、想定外の年、まさかまさかの連続でした。21年を展望するに当たって、まずはアベノミクスの8年間を振り返ってみたいと思います。

憲政史上最長となった安倍政権は、バブル崩壊後の「雪の時代」（資産デフレと超円高）を転換させたことが大きな功績でした。また、緊密な日米関係を築いたことで、通商摩擦や為替円高を回避することができました。スガノミクスは、基本的にはアベ

ノミクス路線の踏襲と考えられますが、アベノミクスではやや掛け声倒れに終わった第三の矢（構造改革による成長戦略）を加速できるかがポイントになります。具体的には、コロナ対策、デジタル化推進、金融機能拡充、地方創生などの課題です。

コロナ危機発生後の世界経済ですが、足もとは、米国と中国の予想以上の回復が、世界を牽引しています。しかしながら、2021年までを見通すと、上は向くものの、回復感は鈍いと見込まれます。L字型、あるいは二極化が進むという意味でK字型になりそうです。

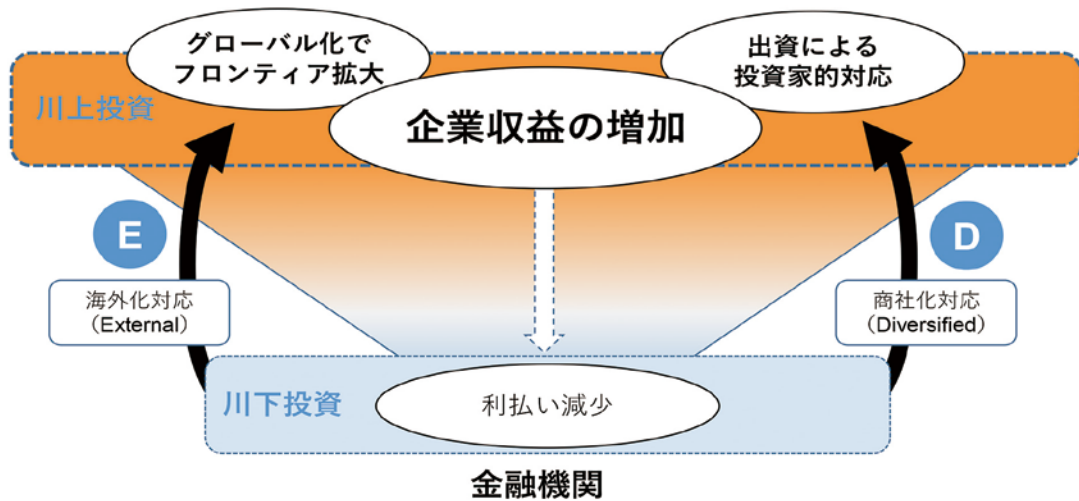
■ 「コロナ7業種」の雇用全体に占める割合



2 コロナショックはなにをもたらすか ～資産価格下落なき「危機」と二極化

コロナショックの本質は、売上の消失にともなう「資本の毀損」の問題と考えられます。バブル崩壊が「資産デフレ」であったことは出発点異なります。製造業であれば、積み上がった在庫の調整という対応が考えられますが、サービス業については、一旦失った売上を取り戻すことができません。したがって、本来すべき支援方法は、補助金か資本の供給ということになるのですが、現状は、緊急避難的に無利子・無担保ローンで対応しています。この過剰債務とも言える状況を、今後どういう形で戻してい

■ 川上投資へ向かう投融资活動



作成：岡三証券

くかが、コロナ対応の核心の問題と言えましょう。

なかでも深刻なのが、「コロナ7業種」(医療・福祉、小売、陸運、飲食、生活関連、娯楽、宿泊)です。これら業種が日本全体に占める割合は、雇用では約4割を占める一方、売上は2割、利益は1割にとどまります。つまり、生産性が低く、低賃金構造という意味で、もともと経済弱者が多い業種です。対面型サービスが主体の「コロナ7業種」は、コロナ発生後、大幅に雇用、売上、利益が減少しました。これら業種では、今後、債務の返済とともに、いかに生産性向上に向けた構造改革を進めるかが、重要な課題となります。

一方で、今回のコロナショックは、株価や不動産価格が下がらないという点で、従来とは違う危機だとも言えます。したがって、大企業を中心に比較的余裕がある資本を、国内で、また地域の中で、窮地にある「コロナ7業種」などにどう循環させていくか？これが金融セクターに課された重要な役割になっている訳です。

日米欧の中央銀行は、コロナの発生により金融緩和を一段と強化しました。こうした金融政策は、コロナが直撃した「コロナ7業種」をピンポイントで救う薬ではない一方、バブルの発生という副作用をもたらしているのも事実です。その結果として、

世界各国で、格差の問題が一段と深刻化していることには、注意が必要です。

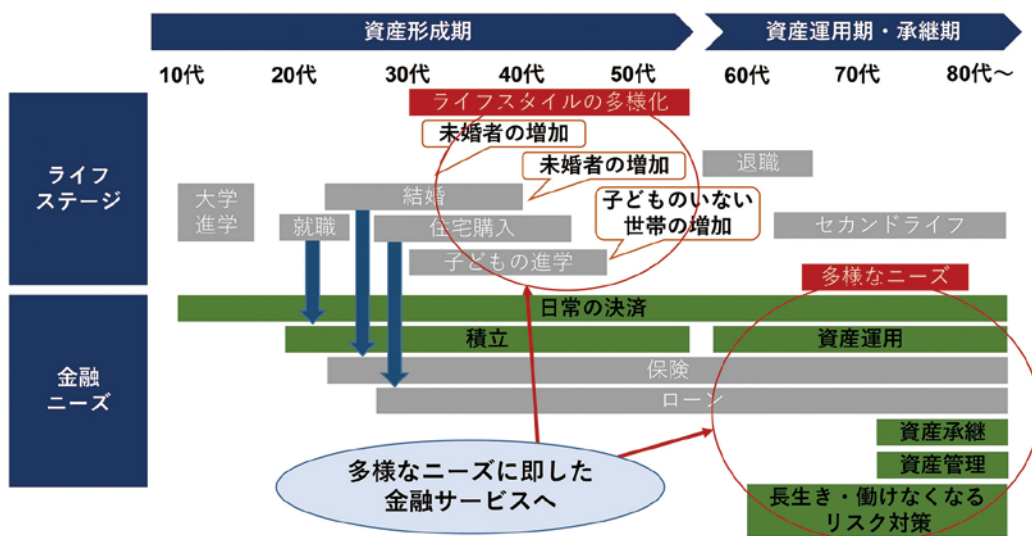
なお、コロナと株価の関係ですが、現在は居心地の良い状況にあると言えます。コロナ発生前の米国株式市場は、かなり割高な水準にあり、そろそろ調整局面に入るとの観測もありました。それが、コロナ危機に対する大規模な金融・財政政策の発動によって、株価は再び上昇し、史上最高値の水準を維持しています。皮肉にも、市場関係者からみれば、コロナは救世主だったとも言えるでしょう。

この先、コロナ感染が急拡大すれば、株式市場に悪影響を及ぼしますが、逆に、コロナ感染が終息しても、金融緩和政策の出口観測が浮上して株価を下落させるリスクが生じるということです。すぐに顕在化するとは思いませんが、コロナショックの両極端に株式市場へのリスクが存在していることは、念頭に置いておくべきでしょう。

3 コロナショックと市場環境 ～金利水没と、LED戦略、 CDB戦略、修正LED戦略

このような難しい状況の下で、投資家は、どのようなスタンスで市場に臨むのが良いのでしょうか？

■ 高齢者の多様なニーズと現役世代のライフスタイル多様化



作成：岡三証券

まずお伝えしたいことは、企業は、趨勢的にみて、結構儲かっているということです。この30年間で、企業収益は2倍以上になり、配当は5倍になりました。この間、支払利息は6分の1に低下しました。フランスの経済学者・ピケティは、「21世紀の資本論」の中で、資本の収益率が、経済成長ないし賃金・所得の伸びを上回っていることを明らかにしました。そして、これが世界的な格差拡大の主因であること、低金利政策がこれを助長していること、を指摘しました。このことは、マイナス金利政策が、政府と企業を勝ち組に、家計（預金者）と金融機関を負け組にしているということを意味しています。

世界中の金利がマイナスないしほぼゼロに水没する中で、近年の資産運用の基本は、長期（Long）、海外（External）、多様なリスク（Diversified）という「LED戦略」でした。それが、コロナが急拡大した2～3月頃は、キャッシュ（Cash）、自国回帰（Domestic）、債券（＝基本 Basic）という有事の「CDB戦略」に転換しました。その後、4月以降は、恐る恐るではありましたが、「長期化に回帰するも一定のキャッシュ水準を維持」、「海外に戻るも一定の国内比率を維持」、「期待水準を引き下げリスク抑制的な多様化戦略」という「修正LED戦略」

に一步一步移行し、今日に至っています。

金融機関に関しても、低金利によって利息収入が減少する中で、海外化や、出資も含めた投資家的な対応によって、企業収益拡大の恩恵を川上に遡って獲得する必要に迫られているということです。

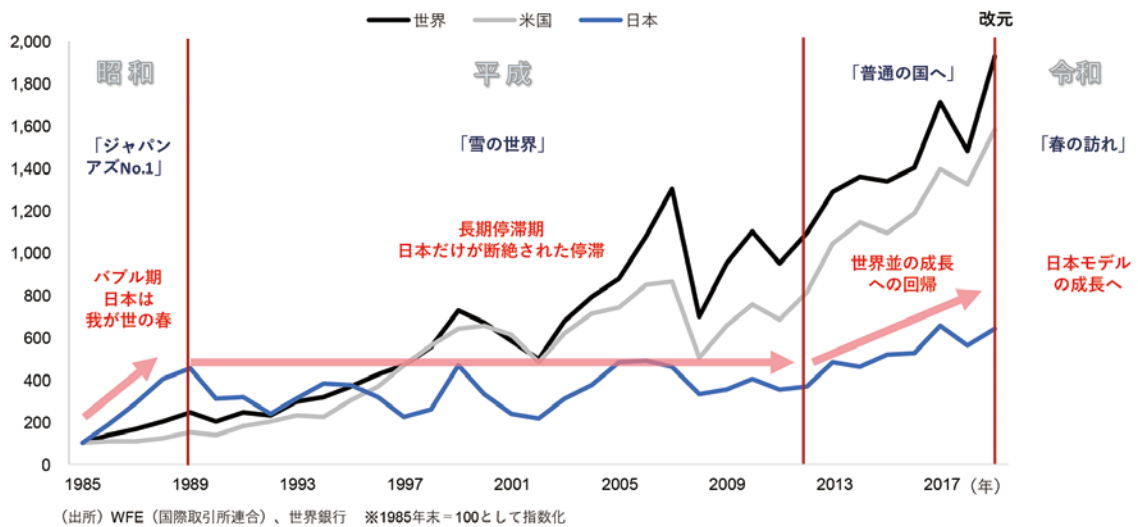
4 日本経済の課題と構造転換 ～高齢化時代の課題と資産運用

日本の将来を考えると、第一の課題は高齢化ではないかと思えます。高齢化を受けて、金融の役割も、老後の多様なニーズを満たすことに力が注がれるようになりました。また、多様化という意味では、単身世帯の増加などにみられる現役世代のライフスタイルの変化も見逃せません。

一方で、1990年代頃から、企業部門は資金余剰に転換しました。その結果、戦後長らく続いた、個人部門の資金余剰を企業部門の資金不足に振り向けるという商業銀行モデルは役割が後退しました。すなわち、長寿命化や現役世代のライフスタイルの変化を背景に、金融仲介の主な機能も、資産管理と信託が中心のモデルに変わってきたということです。

高齢化社会に向けて提言したいのは、高齢者になるにあたっての一定の心構えと備えを目的とし

■ 株式時価総額の推移



作成：岡三証券

た「高齢式」の実施です。40歳、60歳、定年などのタイミングで、健康や経済的側面などの研修を行ってみたいかがでしょうか？また、単身化という社会の変化の中で、地域における絆作り、いわばネットワークの形成ということも重要な論点になります。「かかりつけ金融機関」も地域の中で大切になると思います。

最後に、日本に「夜明け」は来るのか？ という話をしたいと思います。冒頭お話しした通り、バブル崩壊後は、日本だけが、世界から断絶された「雪の時代」でした。日本の金融資産は現預金を中心とした貯蓄に大きく偏っていますが、こうした長期停滞期には、それも合理性があったとも言えます。しかし、アベノミクスの下で、世界並みに成長する「普通の国」となり、ようやく普通の資産形成ができる時代になりました。そして、これからの令和の時代は、投資家的側面も有した日本モデルの成長で「春の訪れ」が期待されます。

日本モデルのキーワードは、「日本の総合商社化」です。最近、米国の著名な投資家・バフェットが日本の総合商社株に投資をしたことが話題になりましたが、まさに、国際的、長期的な観点に立ちつつ、企画・製造・流通といった実業的な活動を、国内に一定の足場を残しながら一定の投資活動を

行うということです。こうしたビジネスモデルは、日本にしかないユニークなものです。

そして、国民が、その果実を獲得するためには、利払いや賃金による還元ルートが期待しにくい中で、株式配当の形で受け取るという経路がいちばん有効だと考えられます。つまり、国民一億総株主という発想が必要になるという訳です。

2020年は波乱の年でしたが、今後も想定外を想定外として片付けられないような事態が次々起こる覚悟が必要です。そうした時代には、「健康」「経済」「絆」の3つを携えて生きていく、ということが大切だと思っています。

※文責：ぶぎん地域経済研究所

※本講演会はオンラインで開催しました

講師プロフィール

1958年生まれ。82年 東京大学経済学部卒、日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。86年 オックスフォード大学修士課程修了（開発経済学）。99年 興銀証券（現みずほ証券）市場営業グループ投資戦略部長。11年4月 みずほ証券執行役員グローバル・リサーチ本部副本部長。同年7月 みずほ総合研究所常務執行役員。19年4月 同副理事長。20年1月より現職。

主な著書

「異次元緩和と脱出」（日本経済新聞出版社、17年）、「2020年消える金融」（日本経済新聞出版社、17年）、「これだけは知っておきたい国際金融」（金融財政事情研究会、15年）、「国債暴落－日本は生き残れるのか」（中央公論新社、13年）、など多数。