

2021年のテクニカルストラテジー

コロナ禍転じて福となる

～晴れた日に38915円が見える。ただ解散時期次第で2通り～

暦年展望資料

年間波動編

パンデミック後は長期株高。高バリュエーション相場
景気循環は株高示唆。早期解散なら30000円も
追い込まれ解散ならジリ貧、元高圧力の巻き添え注意

高圧経済編

金融緩和は長期化。米住宅や消費、自動車株に注目
インフラ投資の力点は電力設投に。風力発電や水素も

菅ノミクス編

「第三の道」は中小企業改革が左右。地域金融に商機
北京冬季五輪でゲレンデに訪日中国人。札幌五輪招致？

覇権とイノベーション編

中国経済圏拡大。自動車需要に世界はなびく
半導体が戦略物資。東アジアに世界がなびく

未来と過去の資料編

干支と相場

2020年の相場回顧、コロナ関連出来事記録
2021年以降の超長期スケジュール、未来技術年表
イエレン2016年「高圧経済政策構想論文」全訳



エクイティ調査部 兼 投資情報部
木野内 栄治 吉田 亮平 平川 美智

コロナ禍転じて福となる

～晴れた日に38915円が見える。ただ解散時期次第で2通り～

コロナ禍転じて福となる可能性あり。パンデミックの後は長期株高

今回の暦年展望資料は、新型コロナウイルス感染症流行の影響から始めたい。まず、感染症の犠牲になった方やそのご家族、社会的にも事業や就労、就活等に困窮した全ての方にお見舞いを申し上げたい。ただ、過去の感染症流行後は長期的な株高が観測される。例えば、スペイン風邪の発祥地の一つであった米国の株は、それまでの長期停滞相場から上放れて11年後に大天井を形成するまでに5倍に上昇した。SARSの発祥地であった中国の株や、香港かぜ後の香港株も特筆すべき上昇となった【第1章】。

こうしたパンデミックの後は長期的に金融緩和とバイアスが残ったことがひとつの背景だ。今回は米国で長期緩和が予想されるので、米株を牽引役とする世界的な株高が長期間期待できるだろう。

なお、筆者は業績の裏付けがないバブルとの評には同意しない。株価は遠い将来までの企業業績を内包するものであって、足もとの一時的で異常な企業利益の影響は実はそれほど大きくないと考えられる。

菅ノミクスで労働生産性向上。菅政権は早期解散を行えば本格政権に

パンデミックは金融緩和だけでなく社会変革を急速に進める原動力にもなり得る。菅ノミクスのメニューを見ていくと、安倍政権では十分ではなかった労働生産性の向上に資する可能性が出てきた(後述)。ただし、菅政権が長期本格政権となるかはまだ判らない。2021年9月には自民党前総裁の残任期間を終え、改めて総裁選を戦わないとならないからだ。10月に衆議院任期を控え、場合によっては菅総理で総選挙を戦えるか否かといった議論が出てきかねない。

菅政権のポイントは早期解散に踏み切れるか否かだと思ふ。2021年は公明党が重視するとされる都議会選挙が6～7月ごろに行われるので、その前後の解散は難しい。2月を迷走と追い込まれ解散が懸念されよう。過去に衆院任期8ヵ月を切って解散した場合、自民党は勝ったことがほとんどない【第2章】。今回ならば2月よりも後の選挙だと先行きが怪しくなる。早期の解散総選挙に踏み切れるか否かはコロナ感染の度合いにも左右される。菅政権が長期本格政権となり得るか否かは予断を許さない。

追い込まれ解散だと元高圧力の巻き添えでジリ貧も

2021年は菅政権の政治力が為替市場を通じて日本に大きな影響を及ぼすと筆者は見ている。分析としては、2021年はドル安・円安の共存、ユーロ高場面で、2022年からは円高になり得ると思ふ【第3章】。ただし、米国が金融緩和を強化する方向の中で、円高が前倒しになってもおかしくない。

そうした微妙な中で、米民主党政権は黒字国に通貨高圧力をかける傾向があり、今回は中国に人民元高を要求するだろう。その時に菅政権が米国の盟友たる本格長期政権とみなされていれば、巻き添えの円高は懸念されない【次頁図黒線イメージ】。

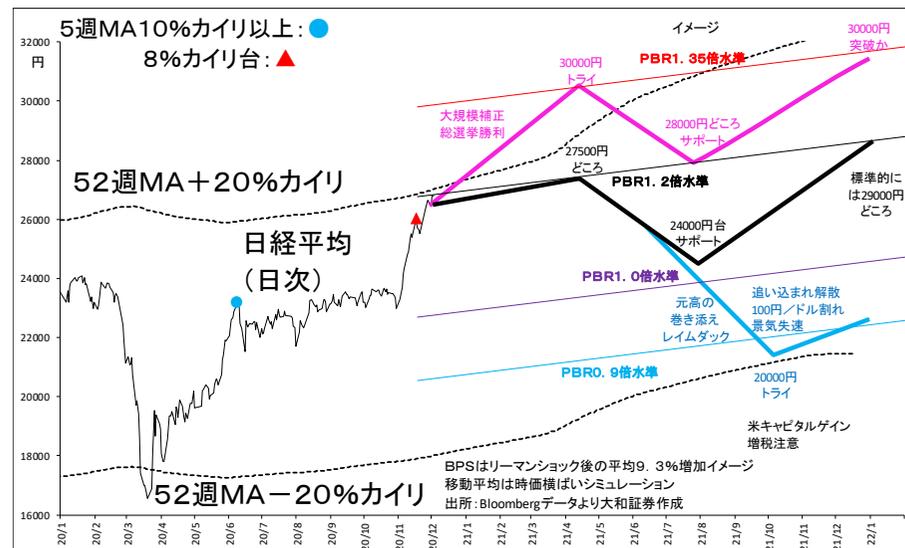
中でも、早期解散に踏み切っていれば、経験的にはPBR1.35倍で日経平均は30000円トライ、波動的にも3000円以上の上昇でやはり30000円トライと期待できる【次頁図ピンク線イメージ】。

一方、菅政権が短期政権とみなされると、巻き添えの円高を回避できない場合もあり得る。菅政権がレイムダック化すると黒田日銀総裁の神通力にも影響する。世界的には3年サイクルの景気循環が上向きになってきており、2021年は上昇トレンドと考えているが、人民元高円高の悪影響で日中景気が停滞するケースも考えられる【次頁図青線イメージ】。夏頃からの円高の成り行きには注意したい【第2章】。

米国は金融と財政の一体化へ。米国住宅を起点とし、米国消費、自動車に注目

グローバル景気は米中が牽引しよう。米国では金融と財政の一体化が進むと思ふ。積極的な財政支出をFRBが国債買入れで支える協調政策で、1940年代に実施した金利の釘付け政策の再現【第4章】。2016年にイエレンFRB議長(当時)が熱弁した高圧経済政策構想がベースにあると言える【第14章】。イエレン氏も指摘するように、金融環境はホームエクイティローンに大きな影響がある。低金利が継続すると住宅ローンの借り換えが進む。コロナ禍でも米国住宅価格指数は史上最高値を更新しており、ローン借り換え時にキャッシュ・アウト(現金引き出し)することが可能だ。その金額がかなり大きく、2021年の米国消費を支える可能性が高い。米国での売り上げが多い米国ブランド銘柄に注目だ。

また、米国ではリモートワークに適した一戸建てが人気。米国の住宅建設でメリットを受ける日本企業もある【次々頁図左上部】。コロナ対策の通勤用なのか米国では中古車価格が上昇。これはその後には新車販売が増加する先行サインだ。そもそも米国では自動車の買い替えサイクルが到来している。別途中国で日本勢が得意なハイブリッド車の優遇策が始まることから自動車株にも注目したい【第5章】。



中国は2022年の共産党大会に向け景気浮揚。非鉄や設備投資、中国株連動株にも注目

中国に関しては、コロナ禍を抑え込んだことで経済活動は正常化に向かっている。対中宥和策をとり得る米民主党政権誕生と、RCEP首脳合意などで中国は経済覇権にまた一歩近づいたと思ふ【第9章】。サイクル的には2022年秋の共産党大会にむけ景気浮揚が進もう。この5年サイクルは非鉄金属や中国株にも観測され、連動しやすい銘柄群にも注目だ【次頁図右上部】。特に、元高圧力下では内需拡大・消費活性化が見込まれ、製造業よりもEC関連の設備投資が活発化しよう。また、円建てで見た中国内需株の評価が高まろう。自動車販売も好調で、リチウム電池関連にも注目だ。

経済覇権の戦略物資は半導体、東アジアは引っ張りだこか。4Gの電子部品品物は息が長かった

ただし、中国は半導体の自給率が低い。このままで経済覇権を握れるとは言えない。半導体製造装置や半導体部材は日本勢も強く、米中両国から見たら戦略物資に見えるだろう。短期的には障壁があるかもしれないが、トータルでは東アジアにはビジネスチャンスが多いだろう【次頁図左下部】。

2021年を考えると、5Gは通信インフラ投資からスマホ販売に焦点が移ってくる場面だ。4Gスマホの販売拡大期では電子部品株が広範に3年間物色された。アップル関連株なども堅調だろう【第10章】。

なお、今回はファーウェイがスマホ市場から後退する中で、シェア争いの各社増産が発生。いずれ、一時的には在庫も懸念されるが、ファーウェイは世界シェア1・2位を争う販売台数があったことから、その買い替え需要は良いビジネスチャンスで、シェア争奪戦はしばらく続くだろう。

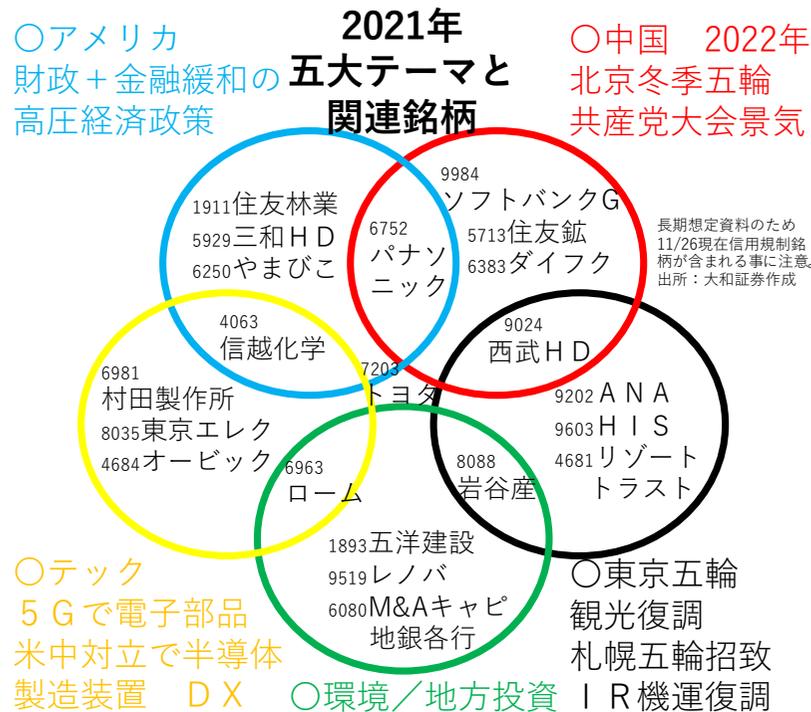
菅ノミクス① 五輪を機に観光復活の可能性あり。イベント招致を通して社会インフラの再構築に

国内景気の内では、筆者は観光の復活に期待している。たしかに、今はそうしたムードでない。しかし、五輪招致活動期間中も社会は冷めていたが招致成功と共に沸き返った。五輪本番も終わってみれば誇れる大会になると思う。余韻を惜しむように、五輪に続くパラリンピック会場が満杯になると思う。また、日本の全人口分のワクチンが五輪前に手に入る可能性もある。そして中国ではコロナは封じ込められている。五輪を機に戻ってくる訪日外国人は中国人が先頭だろう。さらに2022年は北京で冬季五輪が開催される。ウインターリゾート大国の内でも日本は選ばれよう【次頁図右下部】。

東京大会では札幌でも競技が開催され、観光の恩恵が再確認されると思う。2030年冬季五輪招致熱が復活し、同様に全国でカジノを含むIR招致熱が再度盛り上がる可能性もある。五輪やIR招致をきっかけに、社会インフラの更新投資が集中的に顕在化し、脱デフレを後押しする可能性も大きい【第6章】。

次頁に続く

この資料は、ミーティング等における投資情報の提供活動に際し補助的資料として作成したもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。ご利用に際しては、末尾の開示事項の記載をご覧ください。



菅ノミクス② グリーンリカバリーは風力が目玉。送電網の再構築の実施と水素も話題に

国内景気の面では電力設備投資に注目だ。送電網も高度経済成長期に構築され、現在老朽化が問題となっている。また原発に容量が割り当てられ、再生可能エネルギー普及の阻害要因にもなっていた。この様に電力設備は物理的にも社会の要請からも時代遅れになってきた。

一方、今回の菅総理は問題解決型であり、官邸内のパワーバランスが変わったことから、グリーンリカバリーのかたちで遅れを一挙に取り戻す可能性が出てきた。洋上風力発電は建設業やいざれ造船業にも大きなメリットがあり得る **(上図中央下部)**。

また、東京五輪は水素社会の祭典でもある。水素で聖火が灯され、選手村はその後の開発で水素発電網となる予定だ。すでに複数の水素供給スタンドが開設されており、会場周辺の都バスは燃料電池車が増えてきた。さらに大会運営には多くの最先端車両が投入される。水素のミライがやってくる **[第7章]**。

菅ノミクス③ アベノミクス継承だけでは限界。第三の道が有効

さて、マクロ政策に戻りたい。実はアベノミクスは限界に達していた。人手不足の時期に、女性活躍や高齢者活躍政策は経営者にプラスだったが、労働参加率は主要先進国G7の中でトップに達したものの労働投入量やGDPはもう増えにくい。労働者側の発想で賃金を上げることや定年を伸ばすだけでは、企業に負担が増えてしまう。金融緩和と共に、企業にも労働者にもメリットが出る第三の道が必要だ。

海外の例でも、1960年代に日本にGDPで抜かれた欧州各国経済は長期低迷期となり、1990年代以降の日本に似ている。当時の株式は米国でも「株式の死」と揶揄されるなど欧米株は長期低迷期だった。

その長期低迷期から脱するのに、英サッチャリズムや米レーガンミクスが有効だった。ただし、その後を継いだメジャー政権やブッシュ父政権は短命政権で株式市場もさえなかった。結局、その後のクリントン政権やブレア政権の第三の道で経済も株価も再浮上した。菅政権はどちらだろうか **[第8章]**。

中小企業改革は日本経済に効果的。地域金融に商機

菅総理が目指す中小企業や地域金融機関の生産性を向上させる政策は第三の道となり得る。日本の労働者は7割が中小規模企業に勤め、付加価値は5割を占めるので、この分野の改革は大きな影響がある。日本の中小企業はかなり優遇されているが、それゆえに中小企業にとどまり成長しない誘因となってしまっている。主婦がパートを制限する、いわゆる103万円の壁と同じだ。そこで中小企業のメリットはそのままに、中小企業の定義を拡大する議論が出てきた。労働生産性の向上には規模の経済が有効に働くことが判っている。中小企業の合併にも優遇策が講じられる方向だ。

同じ文脈で地域金融機関にも、生産性を高めたり合併したりすると日銀が特別付利を与える政策や、合併地銀にシステム負担を補助する政策が打ち出された。インセンティブを与える太陽政策だ。株式市場としては地銀に注目だ **(前頁図中央下部)**。

中小企業に関しても合併がお得だと感じる太陽政策となり得るだろう。折しも中小企業の経営者は70歳代が多く事業承継が増える時期だ。実は2019年の消費増税時に実施した激変緩和措置の多くが2021年に終わる。いずれコロナ時の資金返済もやってくる。経営判断次第では労働生産性が向上するだろう。

またデジタル庁の設置で地方自治体にもデジタルの波が押し寄せ、中小企業もデジタル対応が不可欠となる。やはり労働生産性は向上しよう。菅総理が目指す地方重視の政策は第三の道となり得る。2021年に菅政権が長期本格政権となり得るか否かは、日本経済の先行きに大きなポイントになるだろう。

新規の将来予定が少ないのはやや心配。丑(うし)つまずき?

さて、我々は将来の日程が記載されたニュースを毎日蓄積し、中でも相場にとって重要と思われる日程を毎年超長期スケジュールとして掲載している。ところが、今回はコロナ禍にあって新たに計画・発表されるニュースフローがやや減少している。新たな重要計画が出てくれば随時紹介したい **[第13章]**。

2021年は丑(うし)年。丑年の日経平均は開所来の平均で▲6.3%と十二支中の最下位 **[第11章]**。ほとんどの丑年が景気循環の山の年だからだ。ただし、景気は2020年の一年間で山谷を経過した可能性も高い。やはり、3年サイクルの方向の見定めが必要な年で、この点の情報発信も続けたい。

当然、コロナ情勢も重要だ。この冊子では2020年のコロナ関連の出来事を整理してある **[第12章]**。我々はコロナ禍や2020年相場を忘れず、そして2021年に皆様の運用パフォーマンスに貢献できるように、早く・深く・独自の情報発信を続けたいと思う。引き続き、ご指導ご鞭撻ご支援をお願いしたい。

もくじ

[第1章]	パンデミック後は世界長期株高。株式バリュエーション高止まりへ	… 6
[第2章]	景気回復・上昇サイクルも、解散時期次第で年間波動は様変わり	… 1 8
[第3章]	円独歩安、翌年ドル安か。人民元高圧力の巻き添えで早期円高も	… 3 0
[第4章]	金融緩和は長期化。財政政策との一体化が進み、高压経済政策へ	… 4 2
[第5章]	米住宅価格上昇が消費牽引。コロナで自動車特需。米国プレイ銘柄	… 5 4
[第6章]	菅ノミクス①インフラ再構築。東京五輪、観光、札幌五輪招致も	… 6 6
[第7章]	菅ノミクス②グリーンリカバリー。送電網、風力発電、水素社会も	… 8 0
[第8章]	菅ノミクス③アベノミクスは限界だった。短期政権か第三の道か	… 9 2
[第9章]	覇権争い。米国の宥和策で中国に勢いか。自動車・非鉄で求心力	… 1 0 6
[第10章]	半導体が技術覇権のキー・ファクター。5Gの波、拡大継続	… 1 1 8
[第11章]	丑(うし)つまずき、辛(かのと)は辛い。金融政策、紛争の年	… 1 2 8
[第12章]	2020年の相場回顧、コロナ関連出来事記録	… 1 3 2
[第13章]	2021年のスケジュールと超長期スケジュール、未来科学技術年表	… 1 3 6
[第14章]	2016年のイエレン高压経済政策構想「論文」全訳	… 1 4 3

第1章 パンデミック後は世界長期株高。株式バリュエーション高止まりへ

(1) パンデミックの後は長期株高。長期の金融緩和姿勢が一つの背景

今回の暦年展望資料は、新型コロナウイルス感染症流行の影響から始めたい。まず、感染症の犠牲になった方やそのご家族、社会的にも事業や就労等に困窮した方々にお見舞いを申し上げたい。ただ、過去の感染症流行後は長期的株高（この頁と次頁）。政策金利が市中金利等比べて低位に抑えられた緩和姿勢が背景で（上下図下段）今回は米国中心だ（次々頁、第4章）。米株を牽引役に世界株高に。

(図表 1-1.1) スペイン風邪発祥の米国は緩和姿勢で長期株高。自動車産業集積地での流行は今回と類似



(図表 1-1.2) SARS流行の中国は緩和姿勢で株高



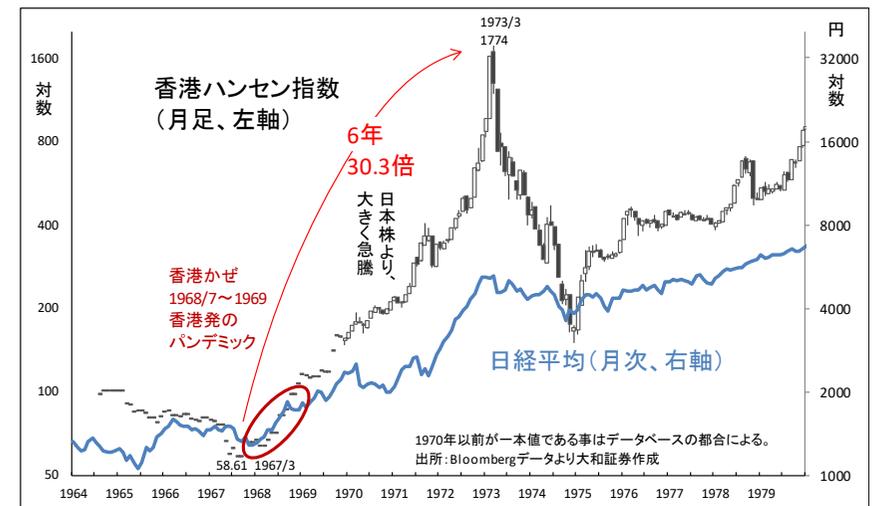
(2) 社会の改革が進む効果も。コロナ禍の禍（わざわい）転じて福となる可能性あり。菅政権に期待

新型インフルエンザが猛威を振るったメキシコの株価は、米株より早く高値更新（上図）。香港かぜ流行後の香港も株価急騰（下図）。単なるバブルでなく、感染症を機に社会変革が進む面もあると思う。感染症の発生地に関わらず、改革が進むことが重要だ。第6～8章で菅ノミクスに重点を置いて考える。日本株高に繋がる可能性も大いにある。2021年はコロナ禍の禍（わざわい）転じて福となすを望む。

(図表 1-2.1) 新型インフルエンザが猛威を振るったメキシコの株価は、米株より早く高値更新



(図表 1-2.2) 香港かぜ後の香港株は急騰。感染症は社会を変革する効果も

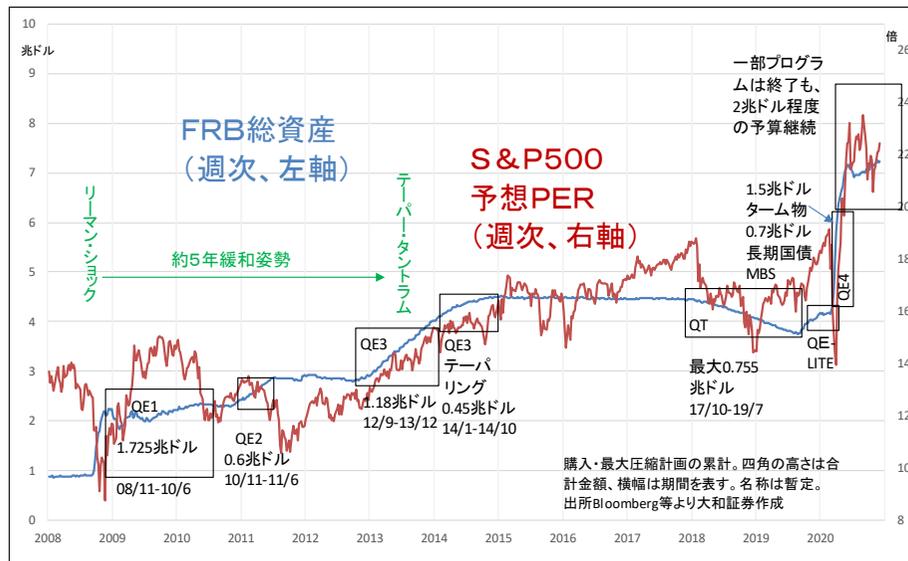


テレワークやリモート会議など、社会経済活動は大きく変わった。デジタル庁設立で中小企業にもデジタルの波が押し寄せ、新たな成長の可能性が出てこよう（第8章）。変革を受け入れるマインドは、感染症とは関係が薄い再生可能エネルギー推進／石炭発電後退も（第7章）。

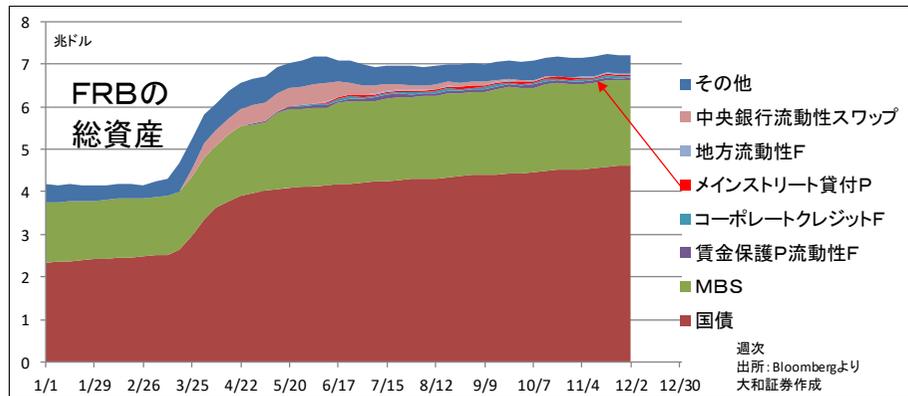
(3) FRBの量的金融緩和(QE)が進みPERは一段と上昇へ

経験的には米株PERは量的緩和(QE)度合いを表すFRBの総資産と連動(上図)。FRBは資産拡大も表明しており、PERは更に上昇し得る。ところがFRBの総資産は伸びていない。大手行が貸出プログラム等に後ろ向きだからだ(下図下記事、次頁)。その分QE強化にバイアスがかかり、PER高・株高となり得る。財政政策に比重が置かれ、金融と一体化する素地があるとみる(第4章)。

(図表 1-3.1) 米株PERはFRBの総資産と連動。PERは一段と上昇し得る



(図表 1-3.2) FRBの総資産が緩慢なのは大手行が貸出プログラム等に積極的でないから

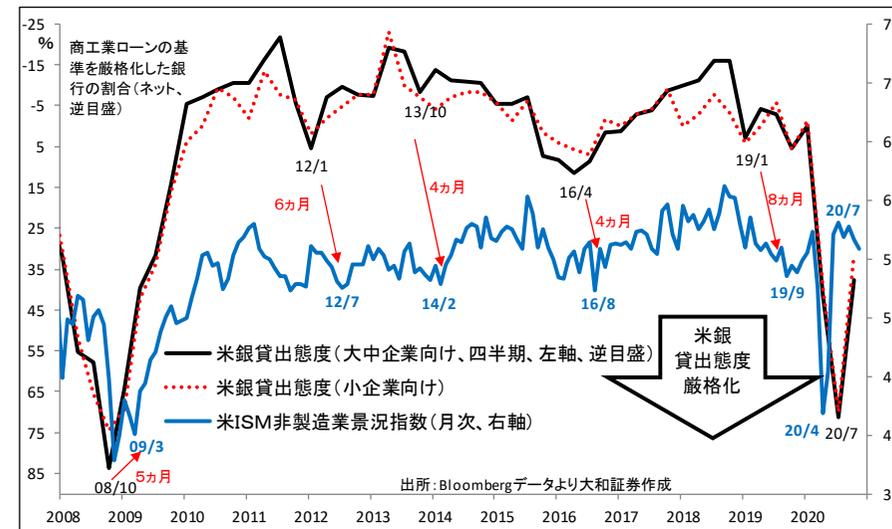


「ボストン連銀総裁、苦しいのはこれから-企業支援敬遠で大手銀行批判」 2020年9月24日 ブルームバーグ記事より抜粋。赤傍線は筆者。連邦準備制度理事会(FRB)が設定した最大6000億ドル(約63兆円)規模の中小企業支援プログラム、「メインストリート貸し付けプログラム(MSLP)」があまり活用されていないことに関し、同総裁は**大手銀行を非難した**。これら大手行は**総じて参加を選けてきた**とし、関与が比較的低いことに関する説明を求めた。

(4) 民主党政権では銀行規制強化。その分、現在の見通しよりもQE等が長く続く可能性大

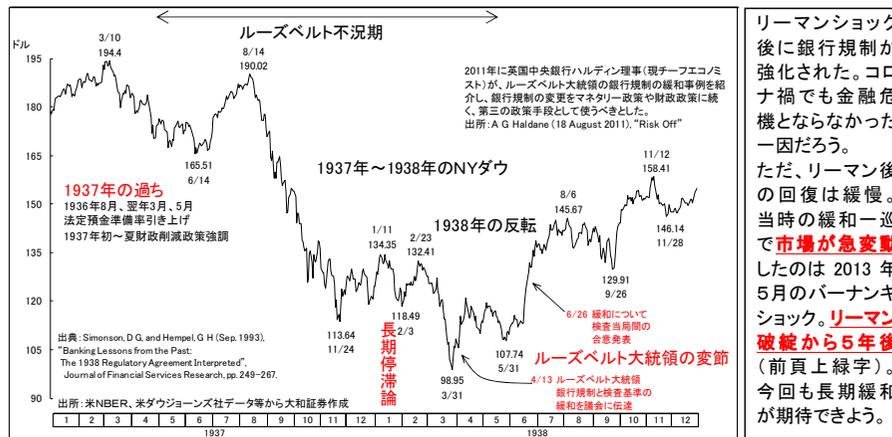
米銀は貸出態度を厳格化(上図)、金融規制強化を公約する民主党誕生に身構えた(上記記事)。リーマンショック後に似ている。当時のQE一巡はリーマンショック後の約5年後(下右コメント)。現在、FRBは2023年末まではゼロ金利継続としているが、もっと長くなるだろう。もちろん、銀行規制強化懸念が払拭されれば緩和効果が高まる(下図)。いずれにしても米株のPERは上昇しやすい。

(図表 1-4.1) 金融規制強化を警戒し米銀貸出態度厳格化



民主党系FRB理事ブレインード氏、一定の配当等が認められた際、「大手銀行が資本を枯渇させることに青信号を与えることは支持できません。景気回復過程で信用供与をタイト化したり資本を再構築したりする必要が生じるリスクを高めます。この政策はリーマンショックの重要な教訓を学んでおらず、私は支持することができません」と強硬。政権交代でこうした姿勢に転じることが示唆された。2020/6/25FRBより大和証券作成

(図表 1-4.2) 規制の効果は大きい。リーマンショック後の規制強化時は、QE一巡まで5年の歳月

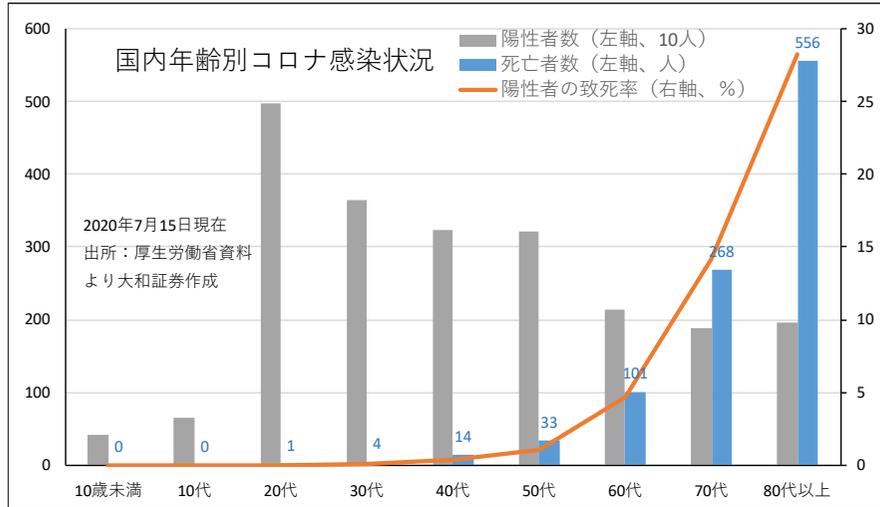


リーマンショック後に銀行規制が強化された。コロナ禍でも金融危機とならなかった一因だろう。ただ、リーマン後の回復は緩慢。当時の緩和と一巡で**市場が急変動**したのは2013年5月のバーナンキショック。**リーマン破綻から5年後**(前頁上緑字)。今回も長期緩和が期待できよう。

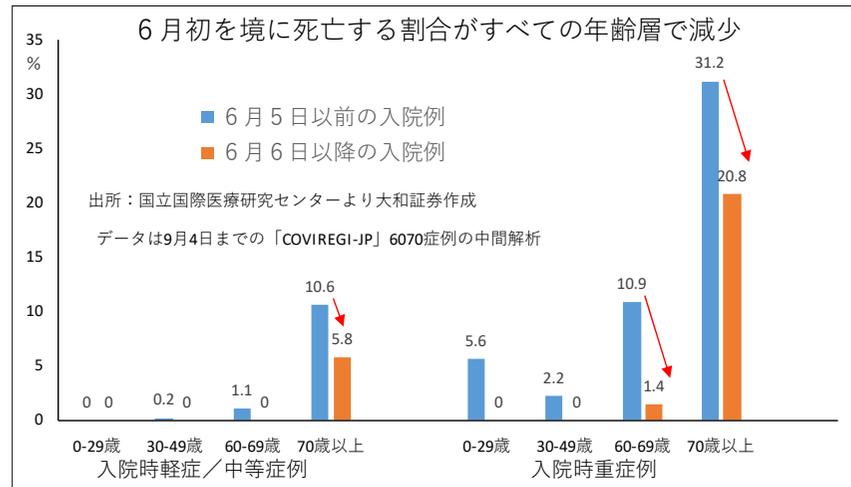
(5) 感染症対策と経済活動の活発化の両立は可能

ここからはコロナ感染症に関するデータを見る。まず、コロナ感染症は死に至る病気で、特に高齢者の死亡率が高い(上図)。早朝に買い物を済ませる等の感染対策は不可欠だ。ただ、若年層の罹患率は低く、全国の保護者が出勤できなくなる一斉休校などの必要性は小さい。また、現役世代のリスクも大きくはない。よって、一定の経済活発化とコロナ感染防止の両立は可能だろう。

(図表 1-5) 若年層の罹患率は低く、現役層のリスクも小さい。経済活発化は可能に



(図表 1-6.1) 全ての年齢層で春に比べ夏以降に致死率低下。ただし、高齢者のリスクは高い



新型コロナウイルスに関しましては、厚生労働省等の最新の情報をご確認ください。

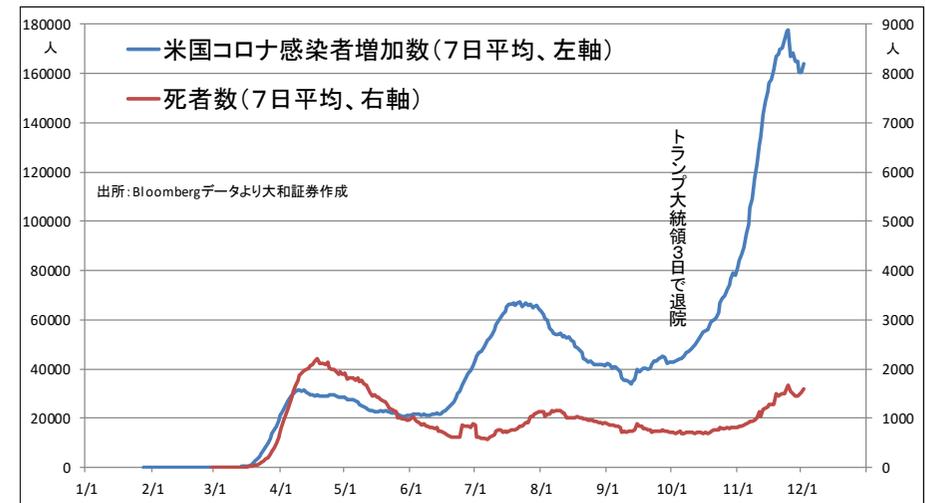
(6) コロナ感染症の治療効果は向上。徐々に致死率は低下してきた

2020夏以降に全ての年齢層で死亡率が低下(前頁下)。承認・推奨される薬が増えており(上図)、治療の効果が向上。トランプ米大統領が服用したのはまた別の薬で、この様に新たな薬や手法が増えよう。ただし、繰り返すが、コロナ感染症は致死性の病気で、特に高齢者の致死率は依然高いので注意(前頁上下)。また感染爆発ではそもそも治療ができないので感染対策が求められるのは言うまでもない。

(図表 1-6.2) 致死率は低下、治療効果向上



(図表 1-6.3) 米国ではトランプ大統領が3日で退院

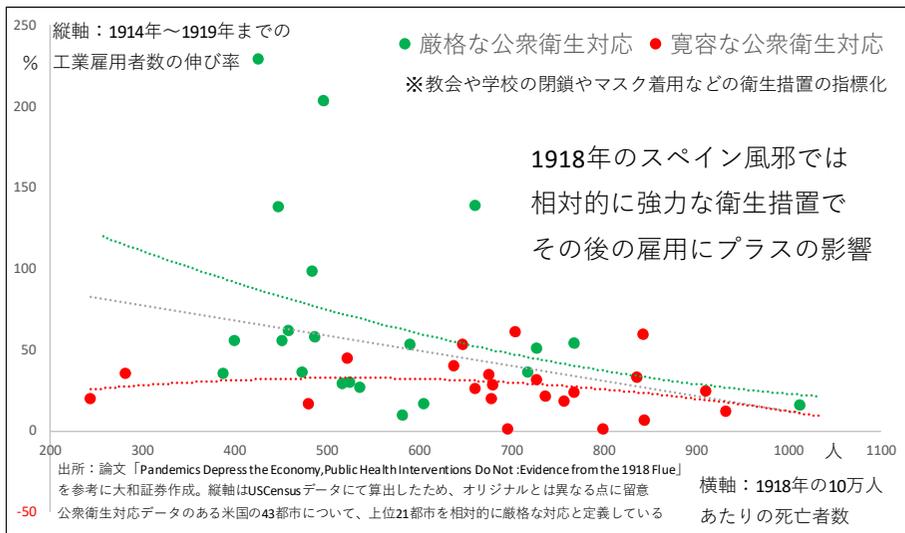


新型コロナウイルスに関しましては、厚生労働省等の最新の情報をご確認ください。

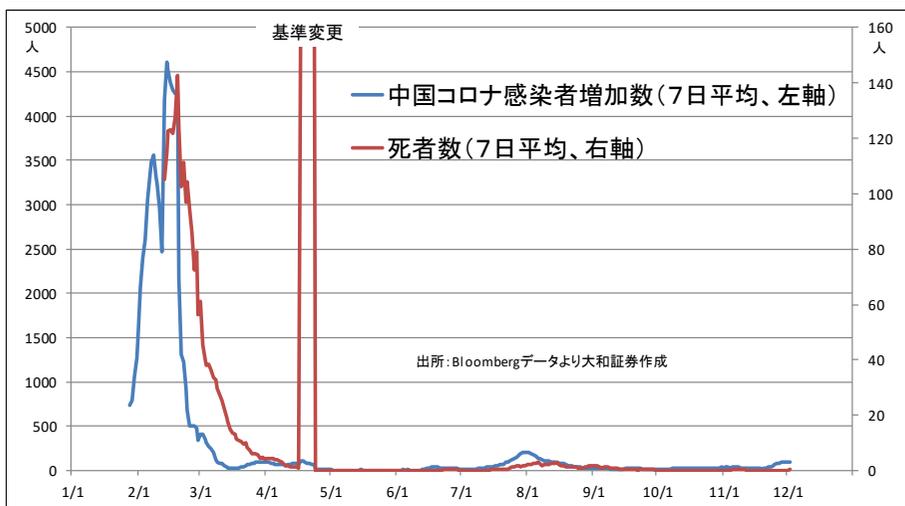
(7) 感染防止を徹底すると経済活動は活発化。中国が好例。ワクチン開発で経済活性化

1918年のスペイン風邪の場面では、厳しい社会統制を行った都市は、その後の雇用増加が顕著(上図)。現代では中国が徹底した感染予防をしており(下図)、中国の成長率は2020年にプラス成長、2021年は8%と高い成長の見込みだ。ただし、こうした厳しい社会統制はワクチンが開発される前の時代の現象。ワクチンが開発されれば、経済活動と感染予防の両立ができ、世界的な経済成長が期待できよう。

(図表 1-7.1) スペイン風邪では、厳しい社会統制を行った米国の都市はその後経済活発化



(図表 1-7.2) 中国はコロナ克服で経済活発化



新型コロナウイルスに関しましては、厚生労働省等の最新の情報をご確認ください。

(8) 感染爆発はまずい。ただ、ワクチンを医療従事者や高齢者等が接種できれば医療崩壊を予防

欧米では感染爆発。治療法向上でも、医療崩壊で治療ができなければ救えない。感染爆発はまずい。ただ、ワクチンは2021年初前後に利用できる可能性大(図表)。全人類に行き渡る前でも、医療従事者が接種できれば医療崩壊防止に効果あり。また、高齢者等の接種が進めば、やはり医療キャパシティの負担が軽減できる。日本は多くのワクチン供与を受ける(下記事)。それまでは感染防止に努めたい。

(図表 1-8.1) ワクチンの効果は大きい。医療従事者や高齢者等が接種できれば、医療崩壊を予防

コロナワクチンに関する状況(海外開動) <主なもの>			
	進捗状況	生産・供給見通し	日本国内の状況
A	ファイザー社(米) ※mRNAワクチン 2020年7月に3万人規模での第2/3相試験を開始。 95%に有効。	2020年中に100万人規模〜 2021年に数億人規模を目指す。	ワクチン開発に成功した場合、日本に2021年6月末までに1.2億回分を供給する基本合意。 日本国内でも第1/2相試験を開始。
B	アストラゼネカ社 オックスフォード大(英) ※ウイルスベクターワクチン 第1相試験完了。英で第2/3相試験を開始。2020年8月に米で第3相試験(3万人規模)を開始。 平均70%に有効。接種方法次第では80%に有効とも。精査中。	全世界に20億人分を計画。米に3億人分。英に1億人分。欧州に4億人分。新興国に10億人分を供給予定としている。	ワクチン開発に成功した場合、日本に1.2億回分、うち3000万回分は2021年3月までに供給する基本合意。 海外からの原薬供給のほか、国内での原薬製造をJCRファーマと提携。充填等を国内4社と提携。厚労省が国内での原薬製造及び製剤化等の体制整備に162.3億円を補助(生産体制等緊急整備事業)。 日本国内でも第1/2相試験を8月下旬より開始。
C	モデルナ社(米) ※mRNAワクチン 第2相試験を進捗。2020年7月に3万人規模で米で第3相試験開始。 94.5%の有効性。	全世界に5〜10億回分/年の供給を計画。 生産ラインの完成が2020年12月になると報道あり。	武田薬品工業による国内での流通のもと来年上半年に4000万回分、来年第3四半期に1000万回分の供給を受けることについて契約を締結。 AMED(2年度二次公募)で武田薬品工業を採択。
D	ジョンソン&ジョンソン社(ヤンセン社)(米) ※ウイルスベクターワクチン 2020年9月に第3相試験を開始。	2021年から大量供給(順次、世界で年10億人規模)を目指す。	日本国内でも第1相試験を9月1日より開始。
E	サノフィ社(仏) ※組換えタンパクワクチン、mRNAワクチン 組換えタンパクワクチンに関して2020年第4四半期に米で第1相試験開始を目指す。mRNAワクチンに関しては2021年初頭に第1相試験開始を目指す。	組換えタンパクワクチンに関して、上手くいけば2021年下半年に実用化の見込みと発表。	
F	ノババックス社(米) ※組換えタンパクワクチン 2020年9月に第3相試験を開始(英国)。	2020年遅く1億回分/年の生産が目標。	武田薬品工業が原薬から製造し販売予定。武田薬品工業が1年間で2.5億回分を超える生産能力を構築すると発表。 生産体制に厚労省が武田薬品工業に301.4億円を補助(生産体制等緊急整備事業)。 AMED(2年度二次公募)で武田薬品工業を採択。

コロナワクチン開発の進捗状況(国内開発) <主なもの>				
	進捗情報	取り組み状況	目標(時期は開発者からの聞き取り)	生産体制の見通し
①	塩野義製薬 感染研/UMNファーマ ※組換えタンパクワクチン ウイルスのタンパク質(抗原)を遺伝子組換え技術で作成し人に投与	動物を用いた試験で新型コロナウイルスに対する抗体価の上昇を確認	最短で2020年内の臨床試験開始の意向。	21年末までに3000万人分の生産体制構築を目標。生産体制等緊急整備事業で223億円を補助
②	第一三共 東大医科研 ※mRNAワクチン ウイルスのmRNAを人に投与人体の中でウイルスのタンパク質(抗原)が合成される	動物を用いた試験で新型コロナウイルスに対する抗体価の上昇を確認	最短で2021年3月から臨床試験開始の意向。	生産体制等緊急整備事業で60.3億円を補助
③	アンジェス 阪大/タカラバイオ ※DNAワクチン ウイルスのDNAを人に投与人体の中で、DNAからmRNAを介して、ウイルスのタンパク質(抗原)が合成される	第1/2相試験を開始済み(大阪市立大、大阪大)	次の臨床試験を2020年内に開始の意向。	タカラバイオ・AGC・カネカ等が生産予定。生産体制等緊急整備事業で93.8億円を補助
④	KM/バイオロジクス 東大医科研/感染研/基礎研 ※不活化ワクチン 不活化したウイルスを人に投与(従来型のワクチン)	動物を用いた試験で新型コロナウイルスに対する抗体価の上昇を確認	最短で2020年11月から臨床試験開始の意向。	生産体制等緊急整備事業で60.9億円を補助
⑤	IDファーマ 感染研 ※ウイルスベクターワクチン コロナウイルスの遺伝情報をセンダイウイルスに載せ、経鼻または注射で投与するワクチン人体の中でウイルスのタンパク質(抗原)が合成される	動物を用いた有効性評価を実施中	最短で2021年3月から臨床試験開始の意向。	

(図表 1-8.2) 日本は人口を上回るワクチン契約。ただし、全ての開発が成功するか等は不明

日本は英アストラゼネカ (AZN LN) から6000万人分(2021/3までに1500万人分)、米ファイザー (PFE) から2021/6までに6000万人分供給で基本合意。米モデルナ (MRNA) から2500万人分(21/6までに2000万人分、21/9までに500万人分)供給契約。

出所: NHKより大和証券作成

新型コロナウイルスに関しましては、厚生労働省等の最新の情報をご確認ください。

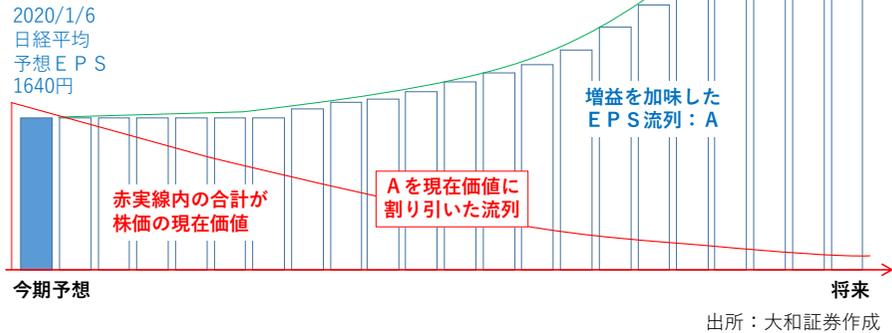
(9) 「株高に業績の裏付けがない論」は誤り。将来の企業利益は棄損していない

ここからは企業業績を考える。コロナ後の株高は「業績の裏付けがないバブル」と評される。しかし、株式価値は将来の企業利益流列を（上図棒グラフイメージ）、現在価値に割り引いた合計（同赤線下の面積）。単純化した例：P E R 20 倍なら 20 年先までの一株当たり利益合計）。足もとの企業利益が 30% 失われたとしても（下図左棒グラフイメージ）、それは合計の僅かだ（上記例：30%/20 年で 1.5%）。

(図表 1-9.1) 税引き後一株利益の流列を現在価値に割り引いた合計が株式価値

将来EPS（一株当たり利益）の
現在価値で見た理論株価

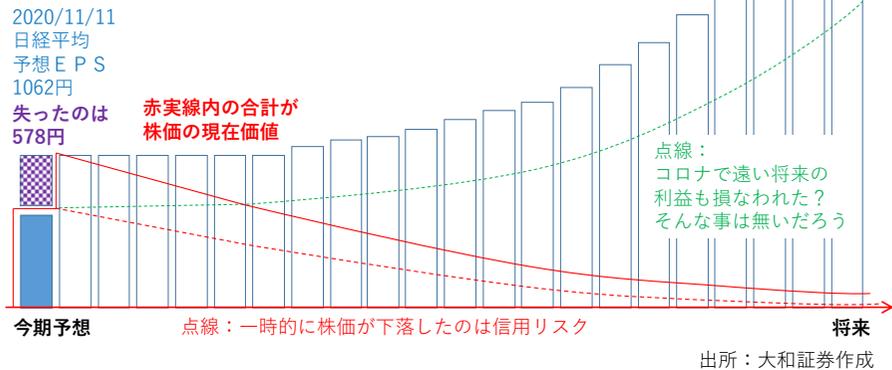
(コロナ前イメージ)



(図表 1-9.2) コロナで失われたのは足もとの僅かな金額。「株高に業績の裏付けがない論」は誤り

将来EPS（一株当たり利益）の
現在価値で見た理論株価

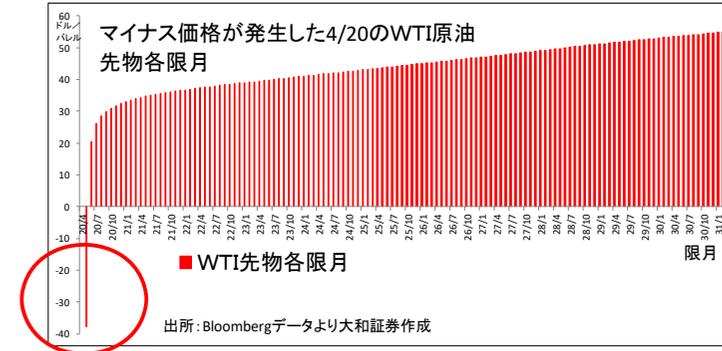
(コロナ後イメージ)



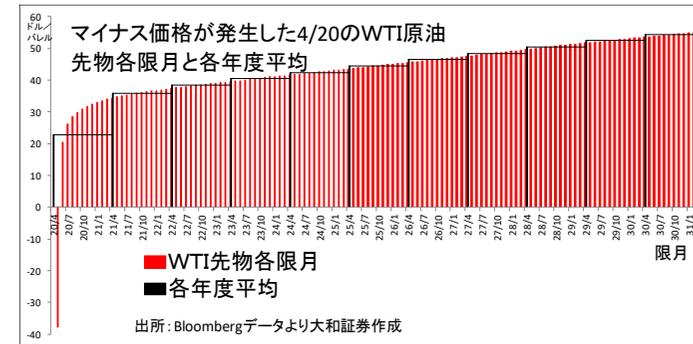
(10) マイナス原油時でも将来価値は一定の正常値を示していた

2020年4月のWTI原油直近限月のマイナス価格は驚きだった（上図）。しかし、その時ですら期先は平常だった（上図赤棒細グラフ）。年度平均をみると（中図黒棒太棒グラフ）足もとの年度だけが落ち込んだことが理解できる（下図）。前頁の議論を補強しよう。なお、変動費を圧縮できる企業利益と異なり、かえってGDPには負の履歴効果と呼ばれる悪影響も（第4章）。その分、景気刺激策継続へ。

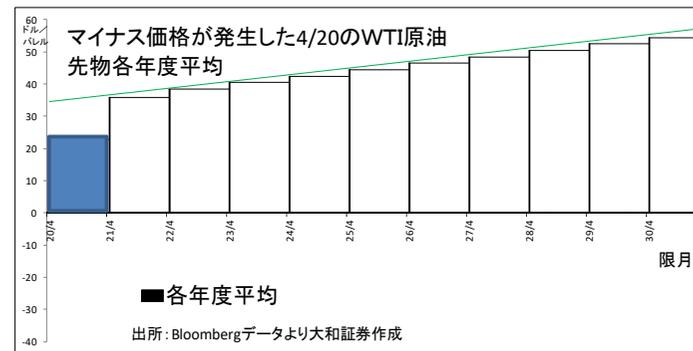
(図表 1-10.1) 2020年4月のマイナス原油は驚き



(図表 1-10.2) マイナス原油の際でも将来の原油価格は正常。足もとの年度が落ち込んだ



(図表 1-10.3) コロナで失ったのは今年度が主。前頁下図と見比べたし



(11) 株価理論は足もとの増益率が続く前提。直近の異常値である業績をもとに「割高」は理論を逸脱

ここからは再度株式バリュエーションを考えたい。下記は理論株価の数式。実は遠い将来の企業利益を予想することは難しく、株価理論では足もとの増益率が今後も続く事を前提に構築されている(緑字)。そうした前提を忘れてしまい、「株高に業績の裏付けがない論」や「コロナバブル論」を唱えるのは誤りだ。むしろ、高いPER自体が足もとの一株当たり利益が異常であることを証明していると思う。

(図表 1-11) 理論式は利益が一定に伸びる前提。コロナ禍の異常な足もとと業績で株式価値は判断できず

株式価値が将来の税引後利益流列を現在価値に割り引いた合計だとすると、

VE: 株式価値、E: 一株当たり税引利益、r: 割引率、P_n: 将来株価

$$VE = \frac{E_1}{1+r} + \frac{E_2}{(1+r)^2} + \frac{E_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

ここで一定率に成長を続けると仮定すると、g: 成長率

E_t = E₁ · (1 + g)^{t-1} を上式に導入すると、

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{E_1 (1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

lim_{n→∞} VE = 株価とすると、一般に 0 ≤ $\frac{1+g}{1+r}$ < 1 なので、

$$\lim_{n \rightarrow \infty} VE = E_1 \cdot \frac{1}{r-g}$$

(なお、 $\frac{1+g}{1+r} \geq 1$ ならば P_n → ∞ 成長株はバリュエーションが高くても、それには目をつぶって買って良いことになる。低金利下ではグロース株が選好される理論的な根拠)

更に、割引率はリスクフリー金利にリスクプレミアムを加えたものと考えると、

$$P_0 = E_1 \cdot \frac{1}{r_f + r_p - g}$$

r_f: リスクフリー金利

r_p: リスクプレミアム

よって、予想 PER = $\frac{1}{r_f + r_p - g}$

株式益回りはPERの逆数。またイールド・スプレッド=長期国債利回り-株式益回りなので、イールド・スプレッドは

$$= r_f - (r_f + r_p - g)$$

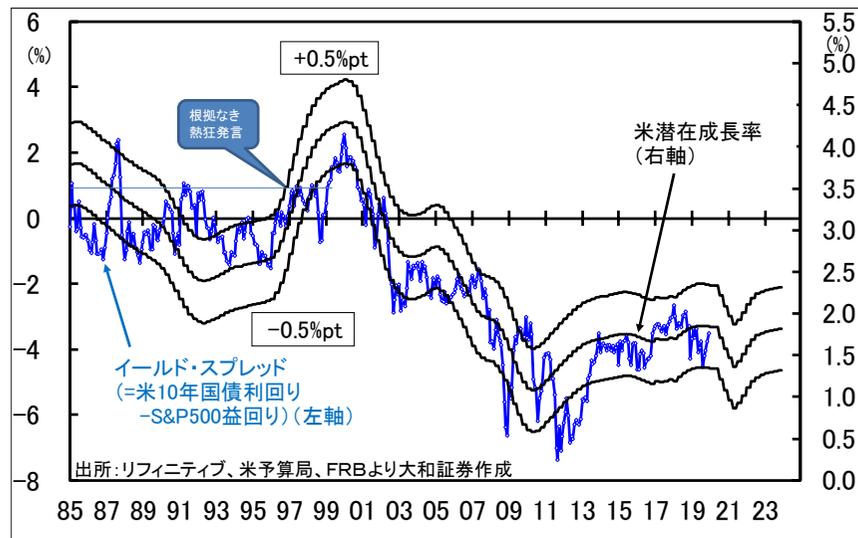
$$= g - r_p$$

つまり、次頁のイールド・スプレッドは、期待成長率からリスクプレミアムを引いたものに等しい。(リスクプレミアムが一定のもとで) 期待成長率の代理変数となり得る潜在成長率が高まれば、イールド・スプレッドは拡大することになる。

(12) 低金利継続下での潜在成長率の向上はPERの大幅な上昇を促す

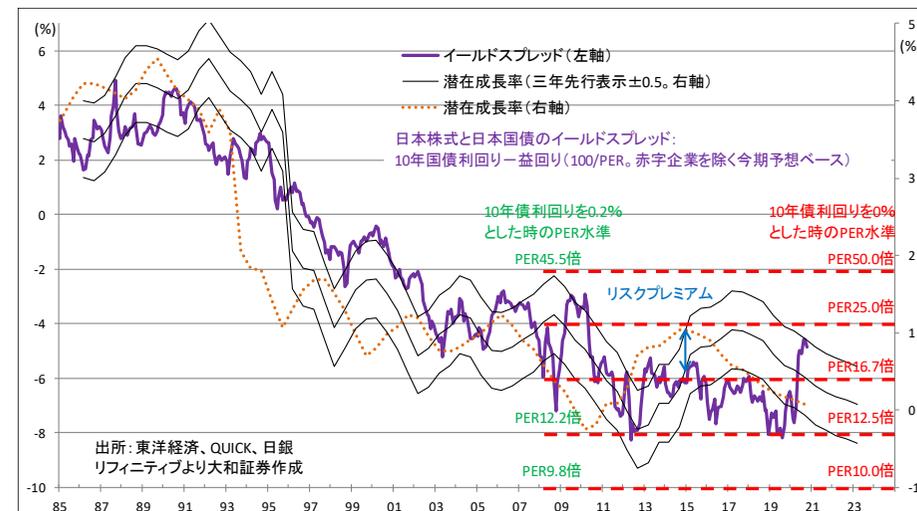
第4章では潜在成長率を引き上げる施策が期待できることを示すが、ここでは理論的にも実証的にも潜在成長率の回復が、大きな株価上昇要因となることを説明する。イールド・スプレッドは潜在成長率と連動する(上図、及び前頁下赤字)。特に、潜在成長率が回復しても、連れて金利を上げないのなら効果は大。わずかなイールド・スプレッドの回復で大きなPERの上昇になりやすい(下図)。

(図表 1-12.1) 潜在成長率は米国のイールド・スプレッドと連動。FEDモデルとも呼ばれる



F R Bによる株式益回りと国債利回りの連動性に関する検証に関しては以下を参照されたい。
<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july/reportsection2.htm>

(図表 1-12.2) 潜在成長率、イールド・スプレッドの僅かな改善でPERは大幅に上昇



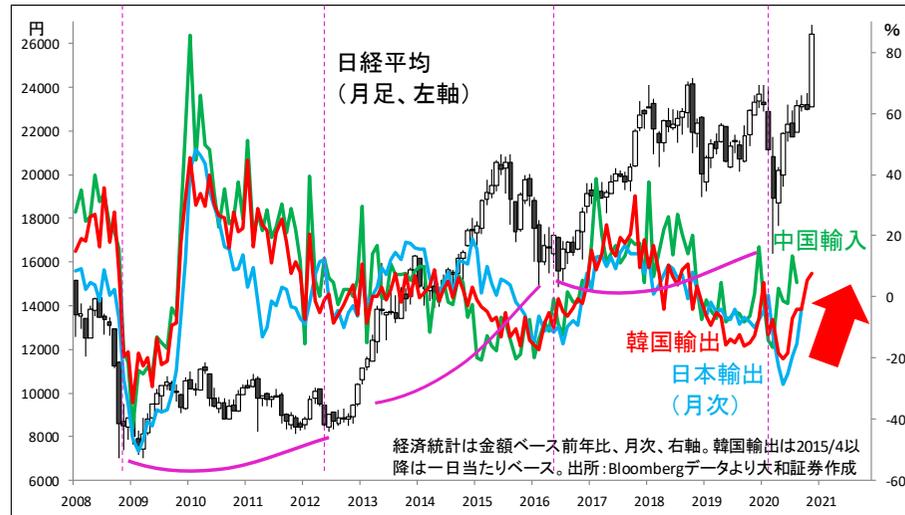
日本株のバリュエーションは過去の潜在成長率に引きずられる適切な傾向あり。

第2章 景気回復・上昇サイクルも、解散時期次第で年間波動は様変わり

(1) 世界景気や株価の3年サイクルは上向き。日本の景気も自動車の挽回生産中心に回復基調に

この章では株式の相場想定を行う。まず年間トレンドの点では、株価・景気の3年程度サイクルが上昇局面に入ったと判断できることが重要。先行性がある韓国の輸出は大きく伸び始め、日本の輸出も持ち直してきた。国内生産をみても自動車中心にコロナ禍で換業を抑えていた分の挽回生産が強まった。トヨタの生産計画をもとにシミュレーションすると、鉱工業生産は回復へ向かうと考えられる(下図)。

(図表 2-1.1) 世界景気や株価の3年サイクルは、2021年に上向き場面へ



(図表 2-1.2) 挽回生産で景況感持ち直し。うっ憤晴らしのリベンジ消費も支えに



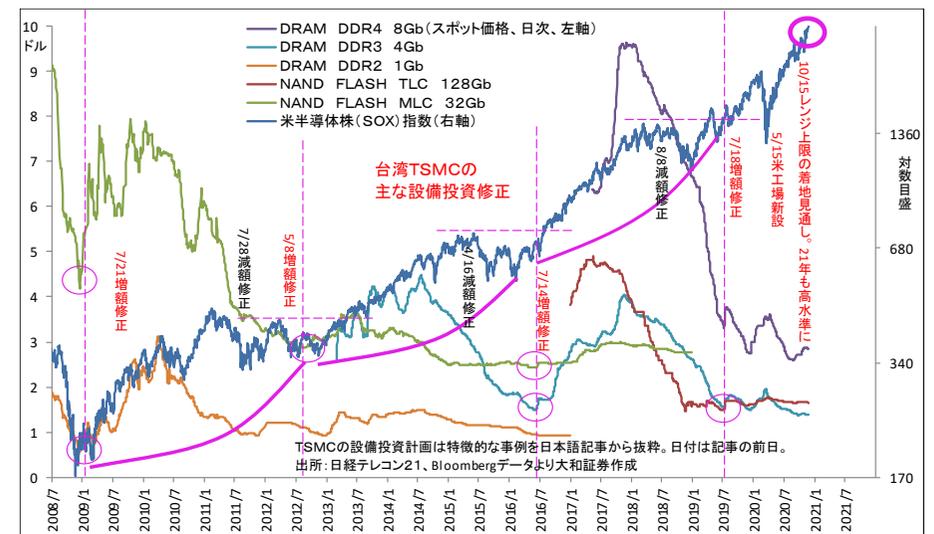
(2) 産業別には電機セクターが好調、日本株・日本景気への好影響は大きい

産業別に見ると電子部品デバイス工業の在庫率がピークアウト(上図下段は逆目盛り)。世界的な5G投資や対応スマホ販売が牽引役だ。電子部品部門は相対的に日本勢が強く、日本株に影響が大きい。また、半導体最大手・台湾TSMC(2330 TT)は、高水準の設備投資を継続する見込み。同社の設備投資増強は米半導体株(SOX)指数の買いサインだ。半導体製造装置部門も日本勢は強くメリット大。

(図表 2-2.1) 電子部品デバイス工業の在庫サイクルは底入れ。日本株に好影響



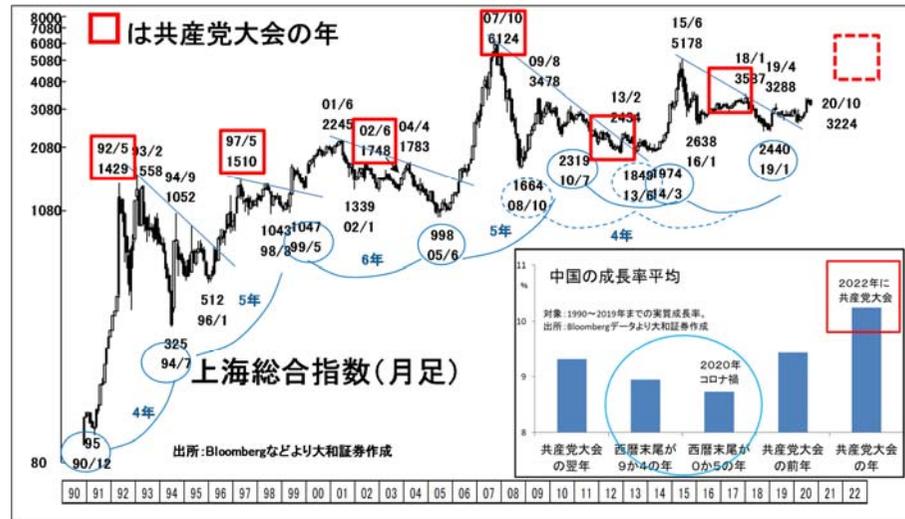
(図表 2-2.2) 台湾TSMCの設備投資好調。半導体製造装置株中心に半導体株堅調に



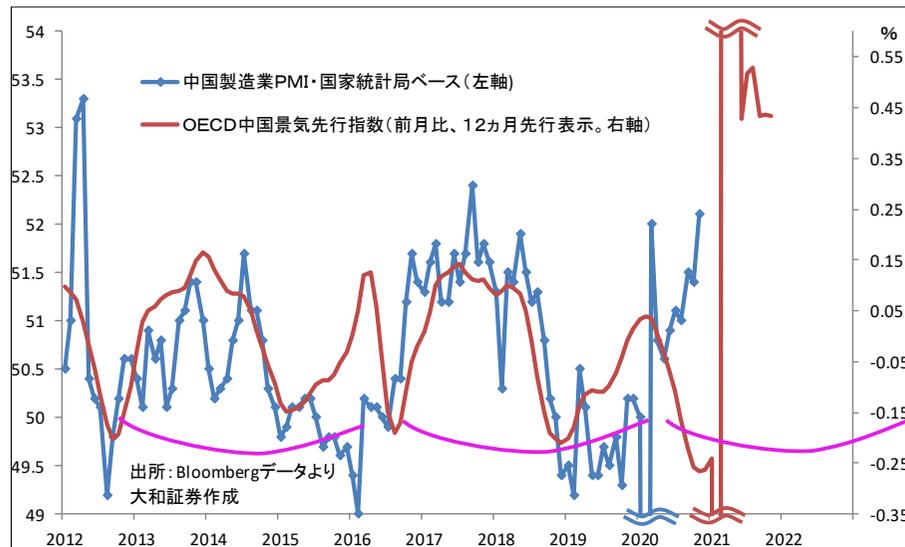
(3) 中国政治サイクルは5年。共産党大会や北京冬季五輪が開催される2022年に向けて好調に

次に海外の政治サイクルをみる。中国はコロナ禍を克服し（前章）プラス成長継続の見込み。中国株はボトム間が5年程度（上図株価○印）、共産党大会の年（同□印）に天井を打ちやすい5年サイクル。GDPの平均値でても2022年共産党大会の年（北京冬季五輪も開催）に向けて成長率改善へ（上図棒グラフ）。OECD景気先行指数も2021年の中国景気の改善を示唆している（下図）。

(図表 2-3.1) 中国株は5年サイクル。2022年共産党大会開催の年に向けて活況に



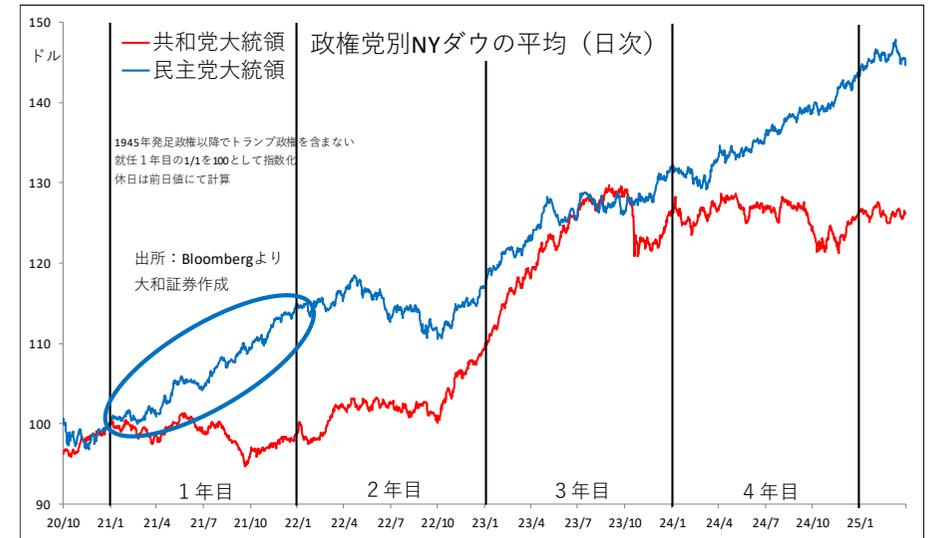
(図表 2-3.2) 中国景況感はハイテクに引きずられて3年サイクル。先行指標が好況示唆



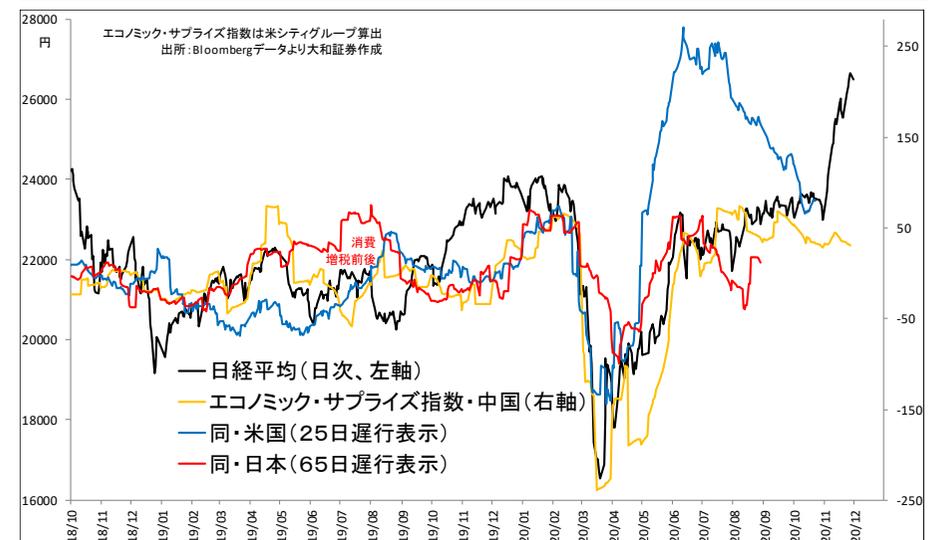
(4) 米国大統領が民主党なら任期4年の1年目は株高場面に。大きな予算がサポート

米国では大統領任期4年の1年目は、民主党政権だと株高（上図青線左）傾向で共和党政権だと株安（同赤線）傾向。前者は大きな政府志向が要因で、今回はコロナ対策でいずれにしても大きな予算に。2021年は米株高に期待。なお、経済統計が予想より上振れたかを示す米シティGのエコノミック・サブライズ指数は、中国→米国→日本と波及する傾向（下図）。中国の好調のメリットを米国も受けよう。

(図表 2-4.1) 民主党政権1年目は株高。今回はどうであっても財政支出が要望され株高に



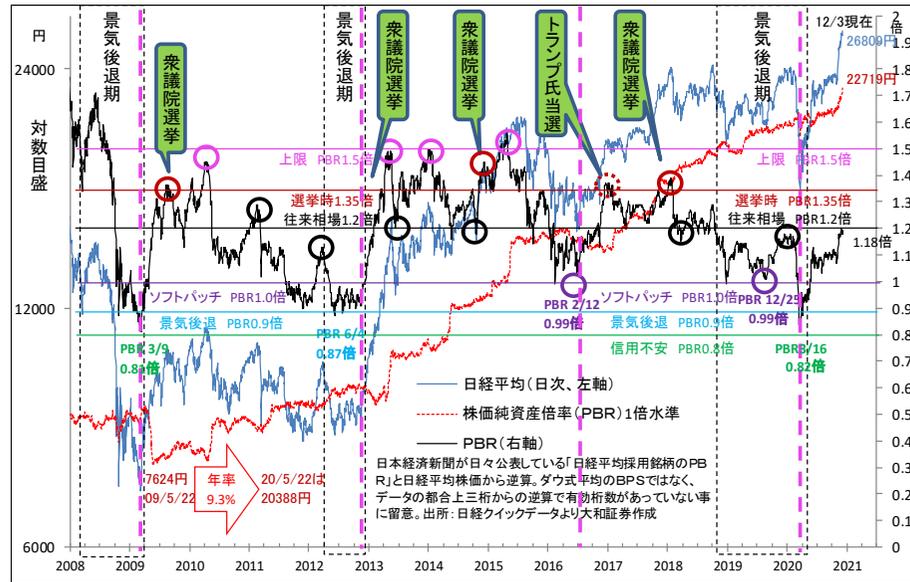
(図表 2-4.2) 経済統計の上振れは中国→米国→日本の順。米中を見ておけば間違い少ない



(5) PBR 1.2倍はフシ。解散総選挙勝利ならPBR 1.35倍上限のレンジへ

ここから株価水準と解散総選挙の影響を考える。日経平均採用銘柄加重PBRは景気後退となると1倍を割るなど水準に信頼性大(上図)。通常のレンジ上限は1.2倍(26000円台)程度。ただ、3年サイクル上向き時に解散総選挙勝利等となると1.35倍(約30000円)程度が期待できる。2021年は10月に衆議院任期があるので(下表)、選挙で勝つことを前提にバリュエーションが高まる場面と想定。

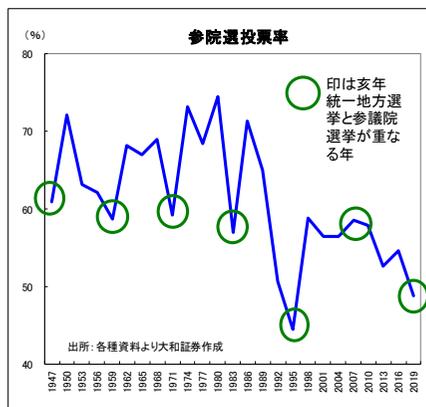
(図表 2-5) PBRは信頼性高い。通常は1.2倍、選挙勝利となると1.35倍以上も



(図表 2-6.1) 地方選挙と国政選挙が重なると選挙停滞。都議会選前後は避けて早期解散か

20年	2021年									
12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
通常国会						都議会選?	東京オリリンピック	東京オリリンピック	自民党総裁任期	衆議院任期
	予算成立					(任期7/22)			10/31	11/21

出所: 大和証券作成



(6) 早期解散か追い込まれ解散かのどちらか。早期解散なら勝利、本格政権視で大きな株高に

2021年は東京都議会選挙を公明党が重視し(前頁下表)、前後での解散を嫌うだろう。例えば、統一地方選挙と参議院選挙が重なる年は参議院選挙の投票率が下がる(同右図)。よって、早期解散か任期満了解散が見込まれる。菅総理が頼りにする選挙プランナーは早期の解散なら自民党は単独で過半数を優に超えると予想(上表)。1年限りの自民党総裁でなく本格政権とみなされ大きな株高に(下図)。

(図表 2-6.2) 早期解散なら自民単独過半数を大きく超える予想。タイミングは2、4、5、9月?

選挙プランナー三浦博史氏による

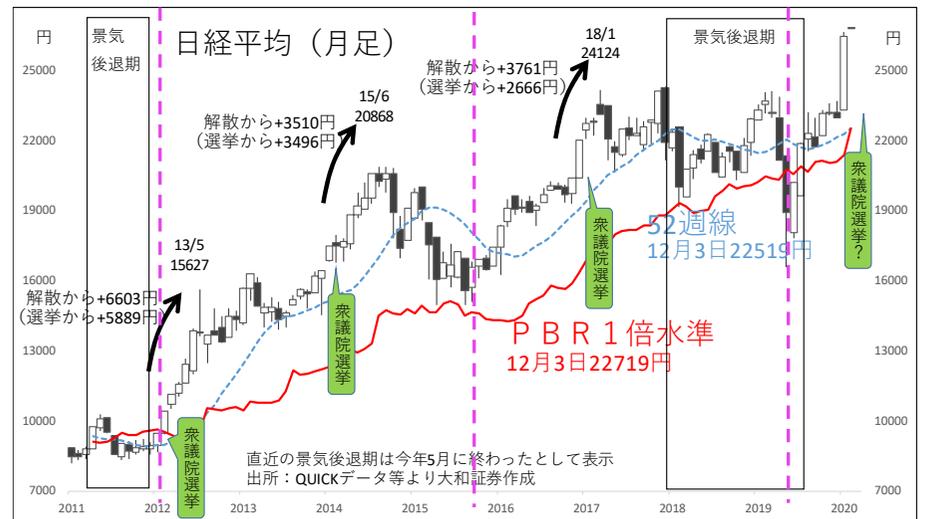
次期衆院選の党派別獲得議席予測

党派	現有議席			獲得議席数予測			
	合計	小選挙区	比例区	合計	小選挙区	比例区	増減
自民党	284	218	66	273	202	71	-11
公明党	29	8	21	31	9	22	2
与党計	313	226	87	304	211	93	-9
立憲民主党	107	46	61	96	56	40	-11
国民民主党	7	6	1	10	6	4	3
共産党	12	1	11	15	1	14	3
日本維新の会	10	3	7	30	8	22	20
社民党	2	1	1	2	1	1	±0
希望の党	2	0	2	0	0	0	-2
れいわ新選組	0	0	0	2	0	2	2
N国党	1	1	0	0	0	0	-1
野党計	141	58	83	155	72	83	14
無所属	11	5	6	6	6	-	-5
欠員	0	0	0	0	0	0	±0
合計	465	289	176	465	289	176	±0

現有議席は9/25現在。正副議長は所属政党に含む
出所: サンデー毎日(10/11号)より大和証券作成

「解散総選挙は？」2020年11月27日 三浦氏ブログより抜粋。赤傍線は筆者。解散総選挙ですが、否応なしに来年の秋には実施されるわけですから選択肢は限られています。まあ①来年の補正予算成立後②本予算成立後③オリパラ開催後の3つだといわれていますね。7月という方もいますが、公明党の反対云々以前にオリパラ開催直前の総選挙はさすがにないでしょう。ということで、**2、4、5、9月の選択肢の中から**ということになりそうです。

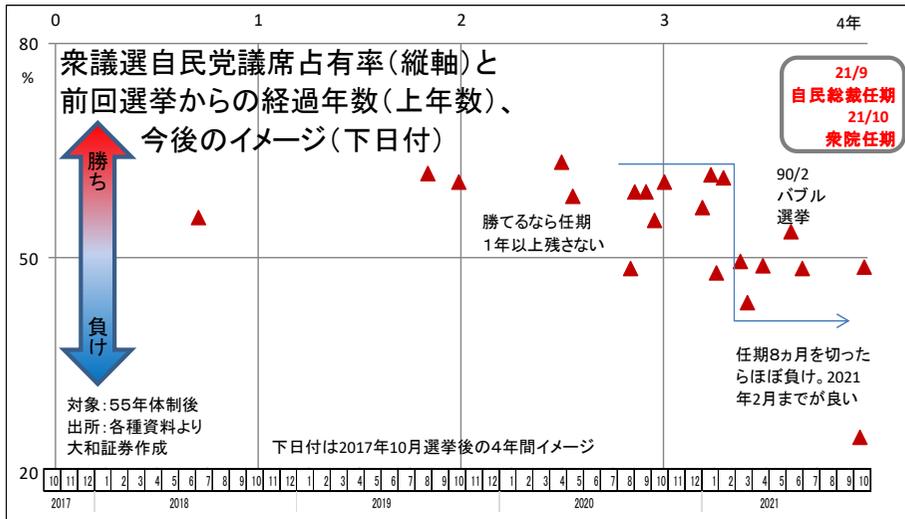
(図表 2-6.3) 本格政権視されると、3500円~3700円程度の大幅高も



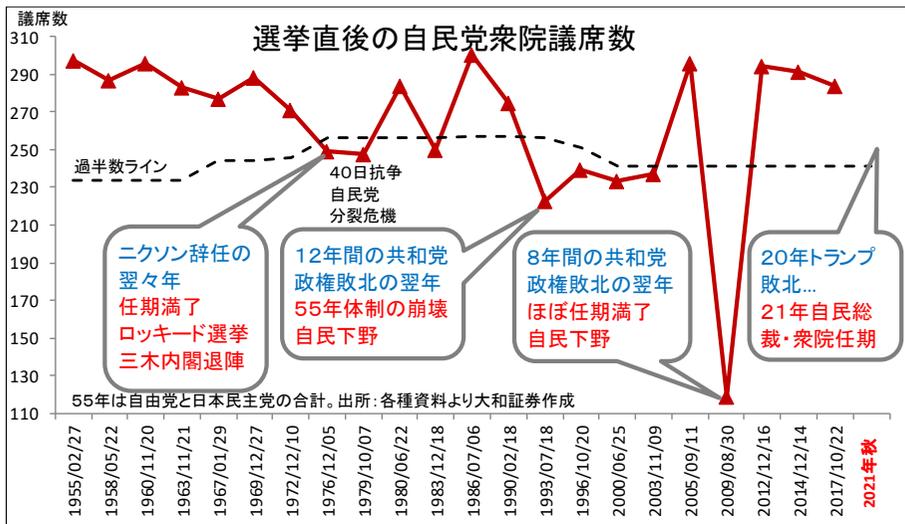
(7) 任期満了選挙は勝ちにくい。トランプドミノにも注意

55年体制以降の総選挙で任期8ヵ月を切ると自民党はほぼ勝ったことがない(上図)。今回なら2月よりも後の選挙だと勝ち目が小さく、菅政権は早期解散が必要。一方で国会答弁等に不安も指摘され、2月を過ぎて解散の動きが無ければギリ貧のケースも。なお、米国で共和党が政権を失った後には自民党に逆風が吹くことが多いので(下図)、任期満了選挙ならば株価バリュエーションは高まりにくい。

(図表 2-7.1) 任期8ヵ月を切ってからだと総選挙でほぼ勝ったことがない



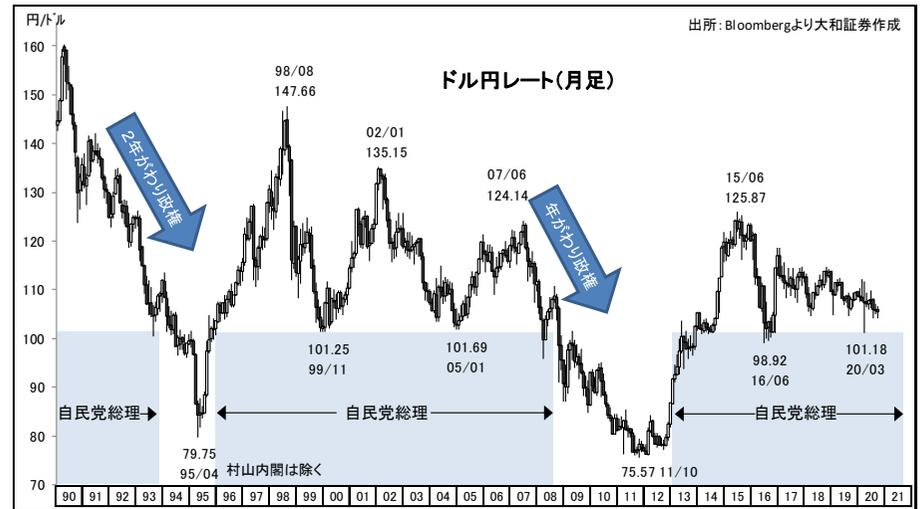
(図表 2-7.2) 米共和党政権が倒れた後の総選挙で自民党は惨敗。トランプドミノ効果があるか



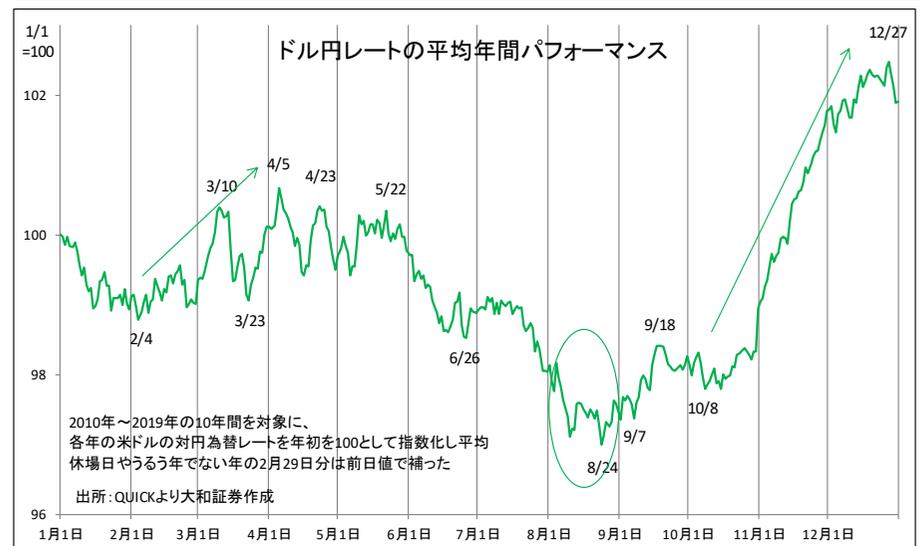
(8) 菅政権がギリ貧となると日銀総裁の神通力後退。元高圧力の巻き添え回避できず。円高リスク

非自民総理場合は為替市場で100円/ドル割れ(上図)。事前の自民総裁が毎年変わる頃から円高(同矢印部)。菅政権が本格政権視されないと日銀総裁の為替市場での神通力に悪影響。レイムダック化だ。米民主党特有の人民元高圧力下で、その巻き添えも防ぎきれない。季節的にも任期満了を待つと注意が必要(下図)。世界が3年サイクルの好況でも円高不況が選挙に悪影響を与えるスパイラル現象も。

(図表 2-8.1) 自民政権がギリ貧場面は円高。非自民首相だと100円/ドル割れ



(図表 2-8.2) ドル円レートの季節性は秋に不安。秋まで選挙を待つと為替市場も菅政権の敵に?

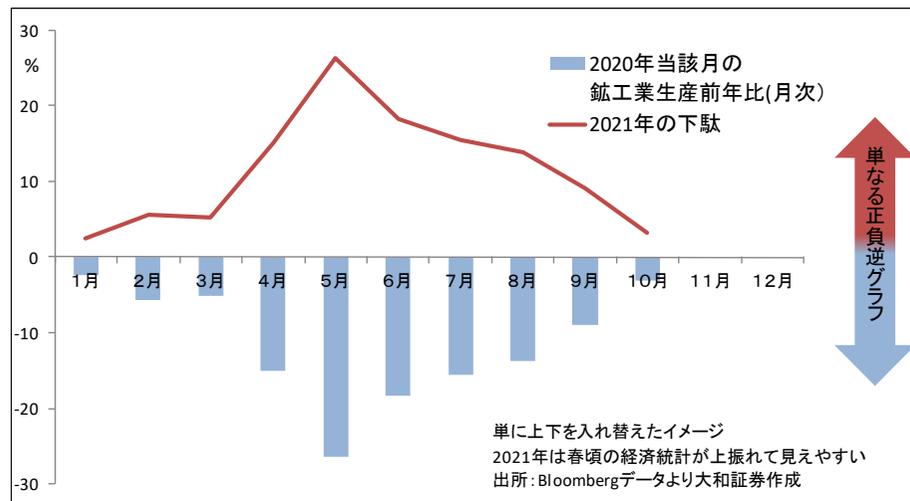


今後の景気回復やコロナワクチン、オリパラも政権にプラスと思う。ただし円高不況となると問題。

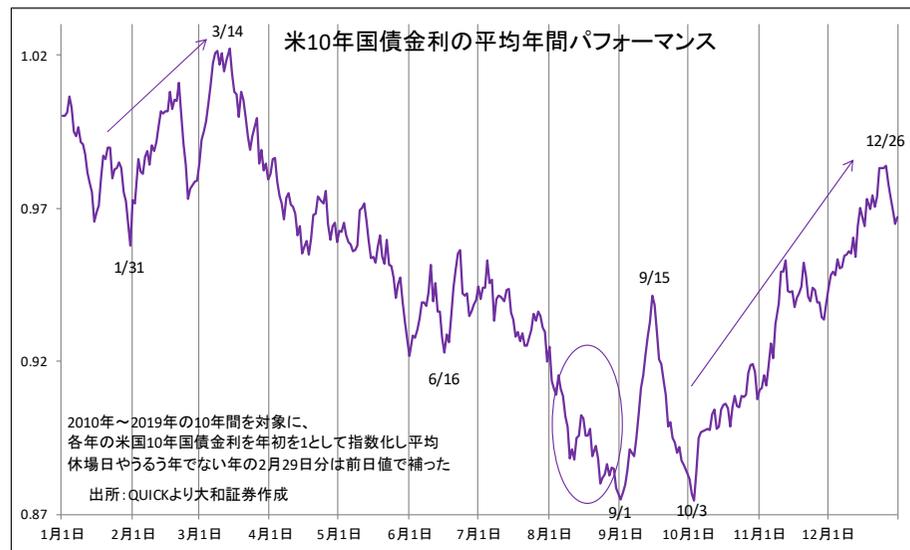
(9) 2021年の前年比ベースの経済統計はパンデミックの「裏」が出る。結果的に季節性が強い年に

2021年は経済統計などを前年のパンデミック時と比較する場面が多くなる。緊急事態が発出されたのは春なので、2021年は春頃の統計が前年比でかなり良く見えるはずだ（上図）。2020年終盤に感染が再拡大し行動制限を実施した欧州景気などは、2021年終盤に改善して見えよう。米債利回りの例年の季節性は概ねこうした影響と同じだ（下図）。2021年は季節性が強く出る年になるだろう。

(図表 2-9.1) パンデミックの影響を受け、前年比でみる経済統計は2021年春に大幅改善へ



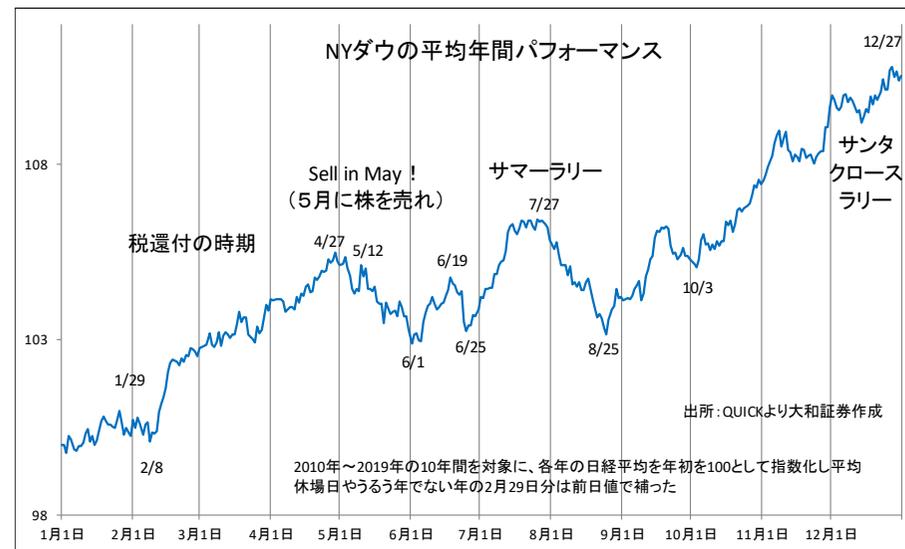
(図表 2-9.2) 米債の季節性はパンデミックの影響とほぼ同じ。他の市場も季節性が強まる年に



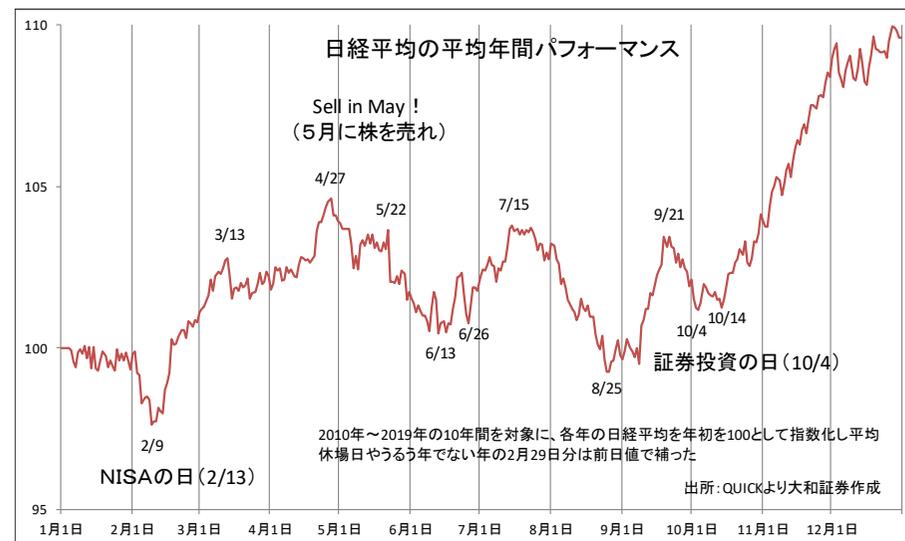
(10) 日米株価はセルインメイか

日米の株価指数の季節性を見ると、「セルインメイ（5月に売り抜ける）」との相場格言が明確だ。2021年も春に一旦の佳境があろう。この季節性の背景は税還付だが、2020年は春から定額給付金などが実施された。そうした統計は4・5月分ごろから前年比較で悪化して見え始める。よって、2021年は例年以上に春以降は株式の一般場面に注意したい。以上、例年以上にN字波動の季節性が強くなろう。

(図表 2-10.1) 米株の季節性。セルインメイとの相場格言が鮮明



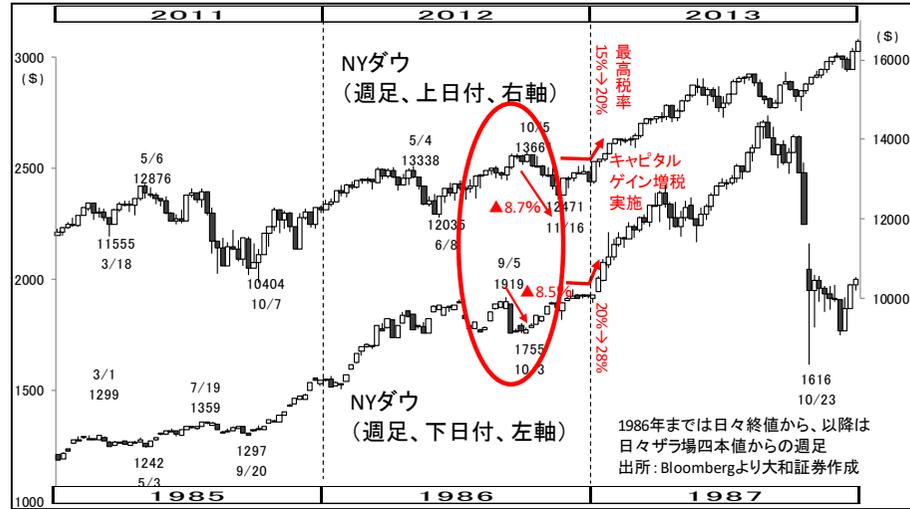
(図表 2-10.2) 日本株の季節性。NISAの日と証券投資の日が良い投資機会に？



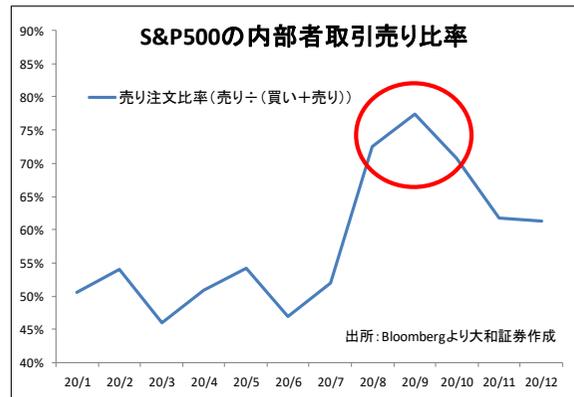
(11) 米国ではキャピタルゲイン増税に留意。2021年秋に急落後に年が変わるまで戻らない懸念

バイデン氏はキャピタルゲイン増税を公約。過去の増税前年は秋に利合いと思われる米株安だった(上図)。2021年も同様のことが懸念されるだけでなく、今回想定される増税は最高税率20%→39.6%と過去よりも影響が大きいだらう。決算発表後の僅かな期間しか売買機会がない企業経営者の自社株売買は2020年選挙前に一旦売り越した(下図)。2021年も動向次第では、秋急落・年内停滞も。

(図表 2-11.1) キャピタルゲイン増税前の秋は株安。年明けまで停滞



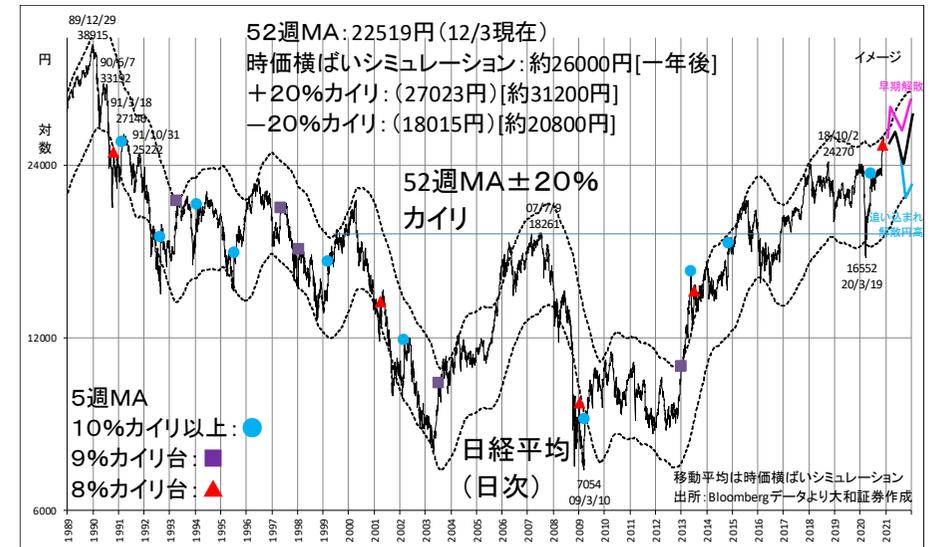
(図表 2-11.2) 企業経営者は2020年選挙前に自社株売り。2021年も富裕層動向をはかるポイントに



(12 その①) 相場想定テクニカル編(次頁上図)

テクニカルには52週カイリが上向きで上昇トレンド。同±20%レンジが上下限(次頁上図)。早期解散なら春に上限トライ、本格政権視により元高の巻き添えは懸念されないし、ファンダメンタルズを支えに米キャピタルゲイン増税の悪影響も軽微に(同ピンクN字)。一方、追い込まれ解散だと本格政権視されずにレイムダック化し円高懸念も。3年サイクルの好況を相殺し秋に20000円トライも(同青N字)。目先は5週カイリが10%に乗せるか否かがシグナルに。長期的には2003年、2009年の二点底のネックラインブランク完了。同幅の倍返しで29468円、同率だと47273円と38915円が見えてくる。

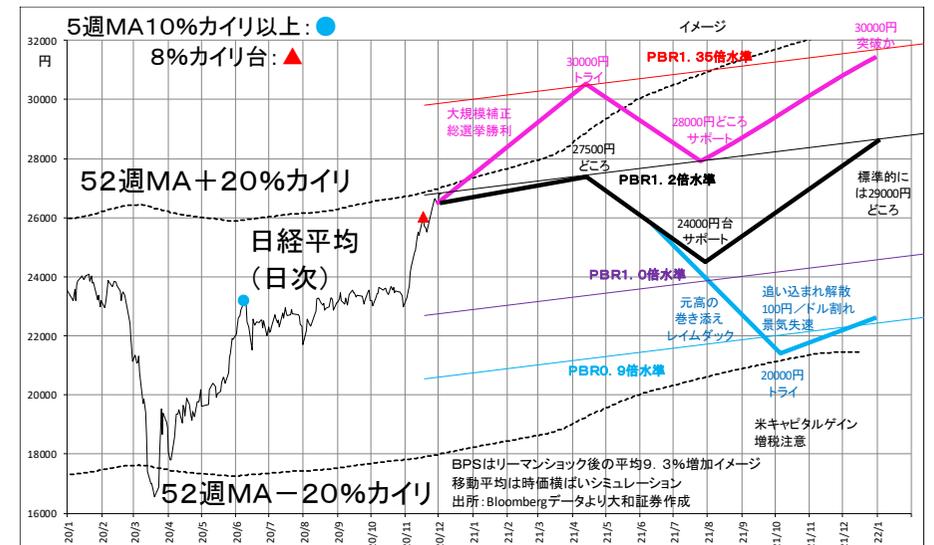
(図表 2-12.1) テクニカル上の相場想定。右肩上がりのN字波動想定



(12 その②) 相場想定マクロ・バリュエーション編

3年景気サイクル上昇期で2021年はトレンド上向き、季節性強くN字波動想定。菅政権が早期解散に踏み切れば、本格政権視でPBR1.35倍:30000円に春トライ。一方、任期満了近い選挙だと、春の高値はPBR1.2倍程度で27500円程度。その後は100円/ドルを割れる円高で景気再後退、PBR0.9倍で20000円トライの懸念も。米株は政策次第では秋に急落・年内停滞の懸念も。

(図表 2-12.2) バリュエーション上の相場想定。早期解散 or 追い込まれ解散で様変わり

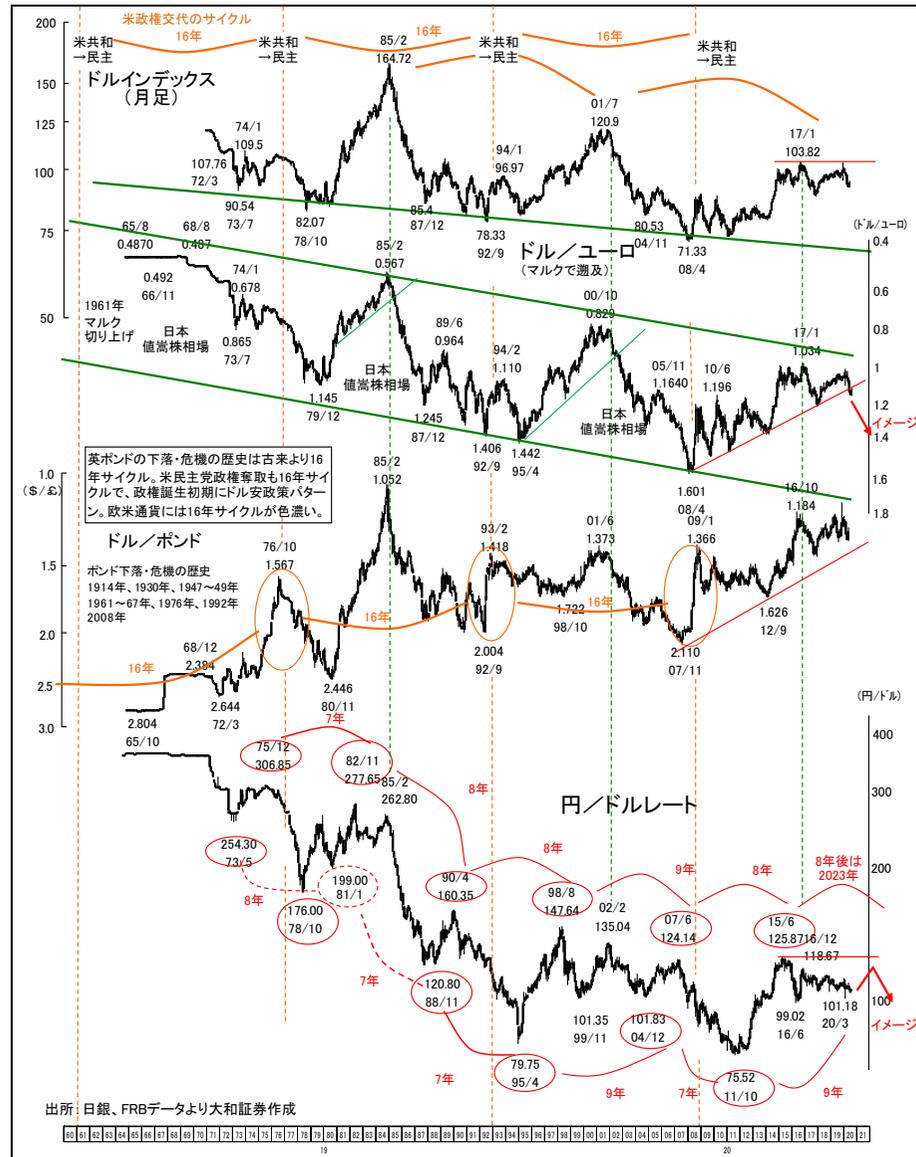


第3章 円独歩安、翌年ドル安か。人民元高圧力の巻き添えで早期円高も

(1) 欧州通貨高、ドル安・円安局面

ここでは為替市場を考えるため、まずはサイクルを見たい。欧米通貨には16年サイクルが観測され、ドル高は2017年の水準接近でピークを打った模様だ(図右上赤水平線)。ドルは対欧州通貨でトレンド下割れ待ち(二・三段目右赤斜線)、欧州通貨が高い時間帯だ。ドル円は2020年に8年サイクルで円高の終了時期。2023年までに2015年のドル高値水準をトライするイメージとなる(右下イメージ)。

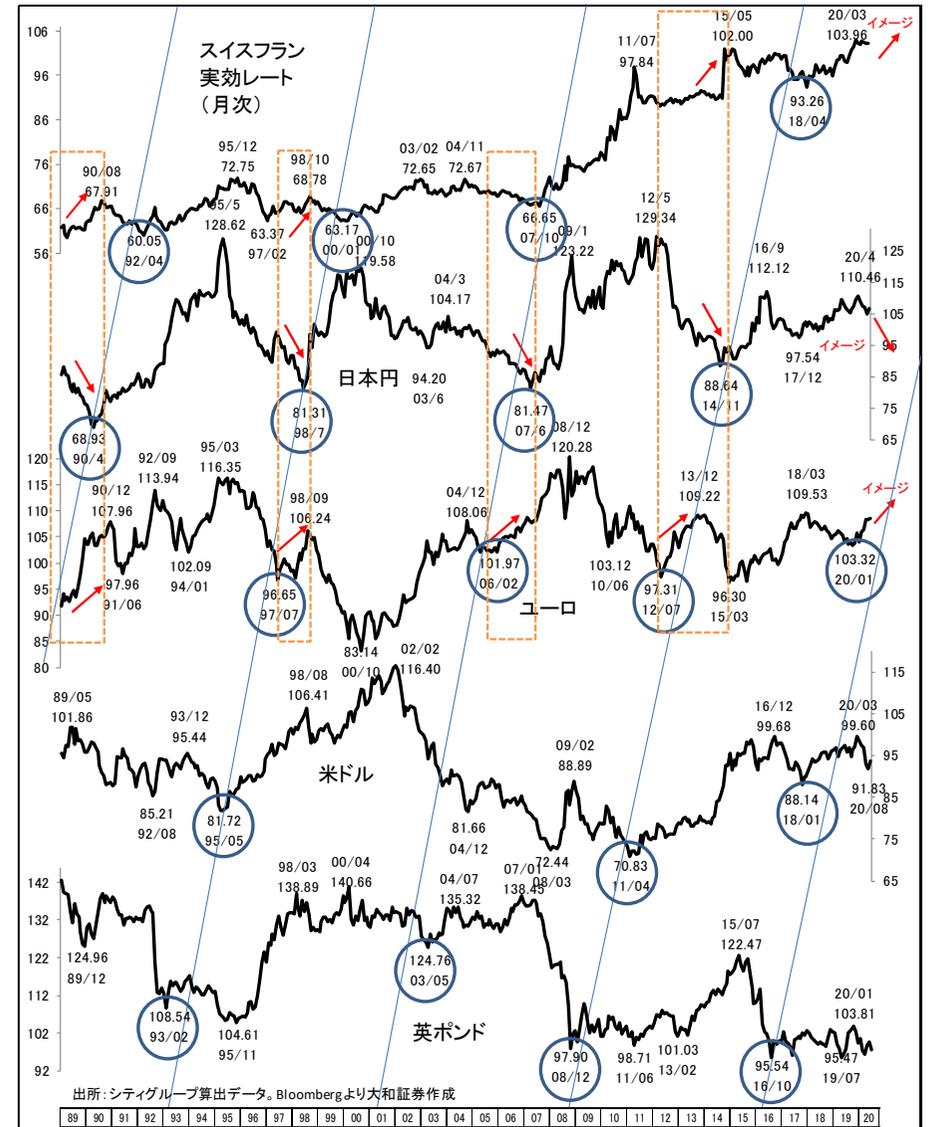
(図表3-1) 欧州通貨高のサイクル入待ち。ドルも円も安い局面に



(2) 各国実効レートは循環。ユーロ安が確認できれば円独歩安の順番

実効レートで見ると、各国通貨は1~2年のずれを伴いながら順次底入れをしてきた(○印)。歴史的にユーロが底入ると(三段目)、円が1~2年後に底入れしやすい(二段目)。円が底入れすると、スイスフランが安くなりやすいが、今のところスイスフランは堅調だ(一段目右)。近年、スイスフランとユーロは連動しやすく、両者共に強くなることを確認できれば、円安が明確となり得る状況だ。

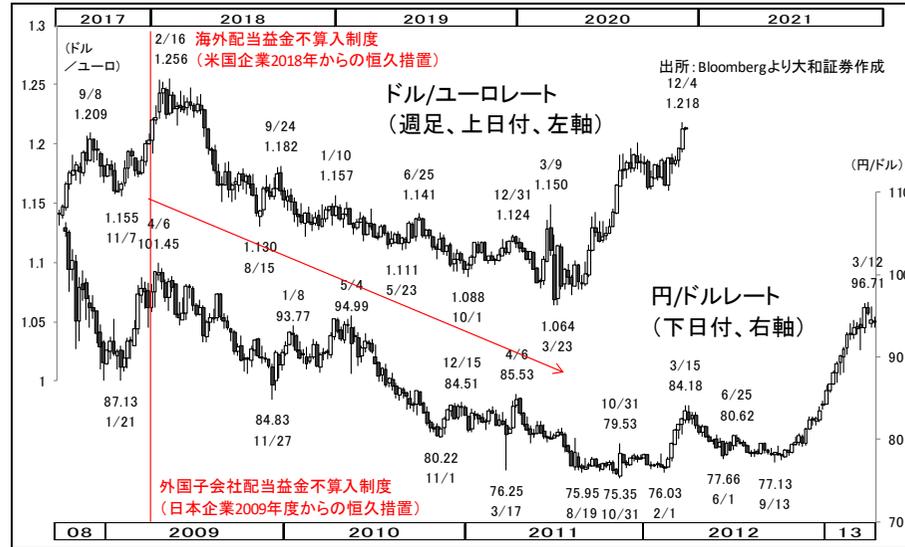
(図表3-2) ユーロ底入れが確認できれば(三段目○印)、円安の順番に



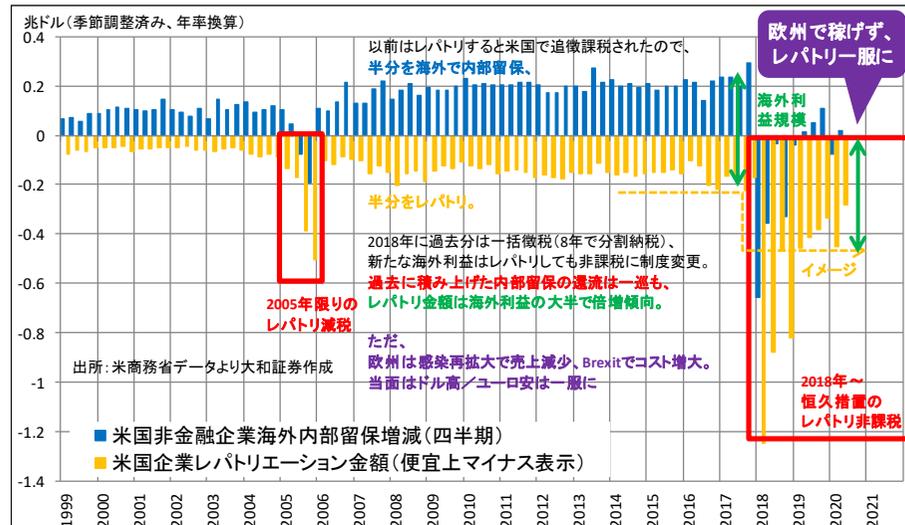
(3) トランプ・レパトリ減税でドル高/ユーロ安も、ロックダウンで欧州利益とレパトリ縮小

欧州通貨をみたい。米国企業は海外剰余金を主にユーロ圏でプール。米国のレパトリ促進策により2018年からドル高/ユーロ安で、ほぼ同じ制度を開始した2009年度以降のドル円相場に類似(上図)。現在は毎期の海外利益規模のレパトリに落ち着いた(下図)。欧州ではコロナ再感染で利益規模が減少、レパトリによるユーロ安/ドル高トレンドは終了しやすい。円安の順番と考えられる。

(図表 3-3.1) 恒久的なレパトリ促進策で自国通貨高。近年のドル高/ユーロ安の背景



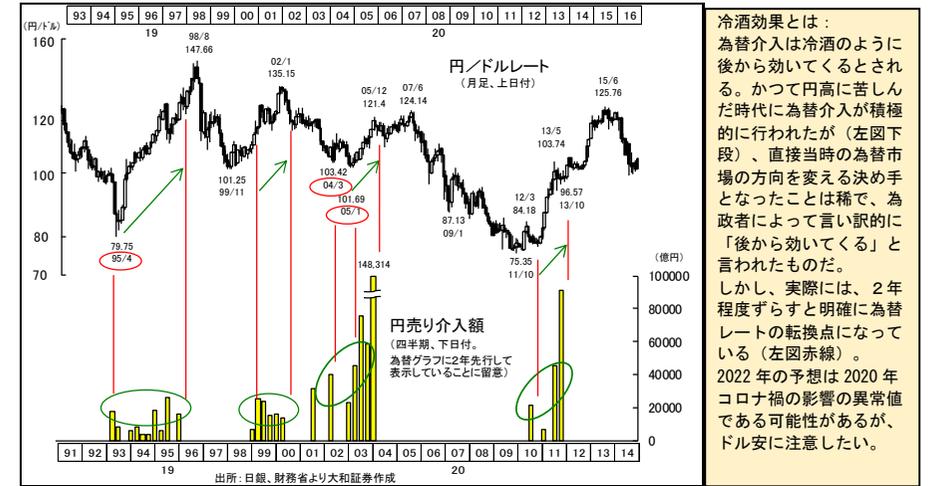
(図表 3-3.2) 過去分のレパトリは一巡、毎期の利益規模が重要。欧州ロックダウンでレパトリ少なく



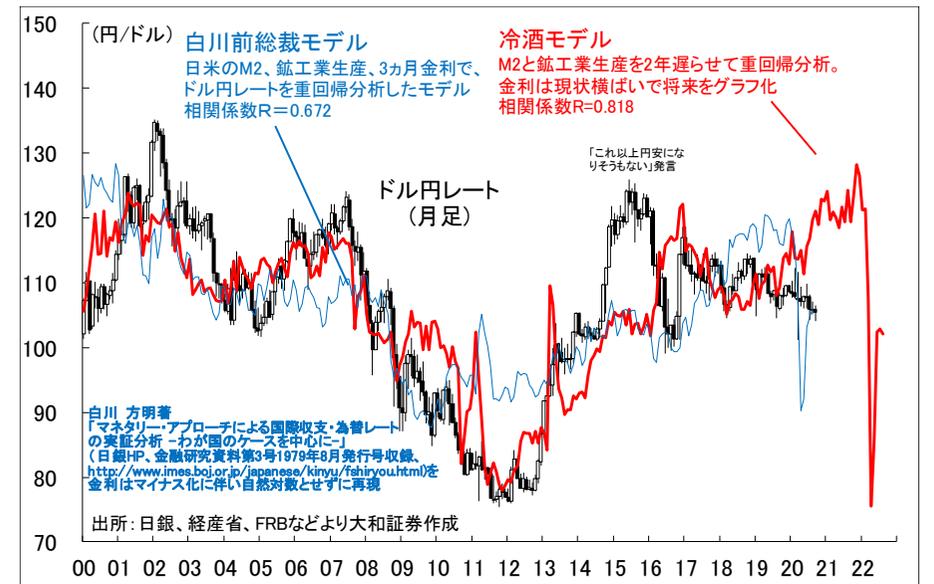
(4) 資金余剰は2年後の為替レートに効く傾向。この「冷酒モデル」は当面円安、その後の円高示唆

ここでは筆者の円安後ドル安イメージを図示するため「冷酒モデル」をみる。為替介入は冷酒のように後から効いてくるとされ、実際2年ずらすと為替レートと連動(上図)。白川前日銀総裁が若き日のマネタリズム的为替モデルも、マーシャルのkにあたる資金剰余変数を2年遅らせると説明力大(下図)。2021年は円安も、2020年のFRBの積極緩和姿勢が2022年からのドル安に効く事を示唆している。

(図表 3-4.1) 為替介入は2年後の為替レートの転換点と一致。資金余剰は2年遅らせて考えるべき



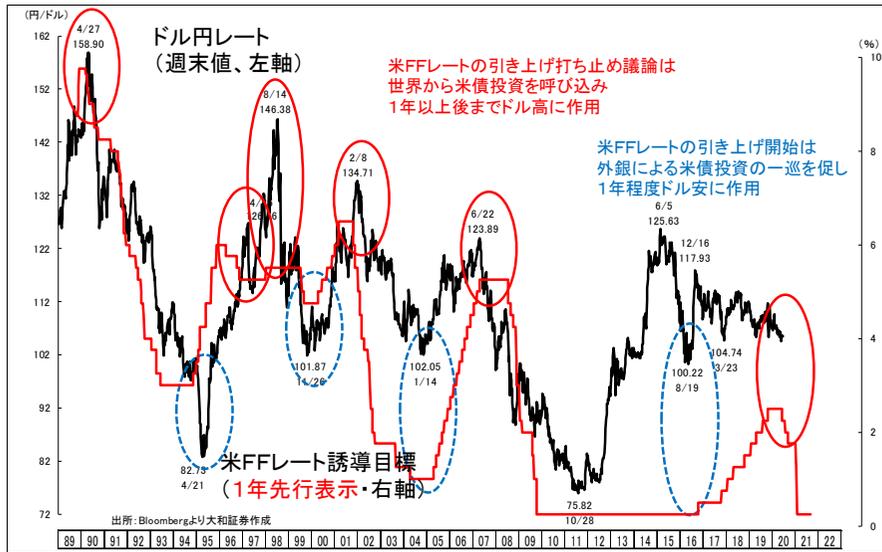
(図表 3-4.2) 「冷酒モデル」は「白川モデル」より説明力大。2021年は円安、2022年はドル安に注意



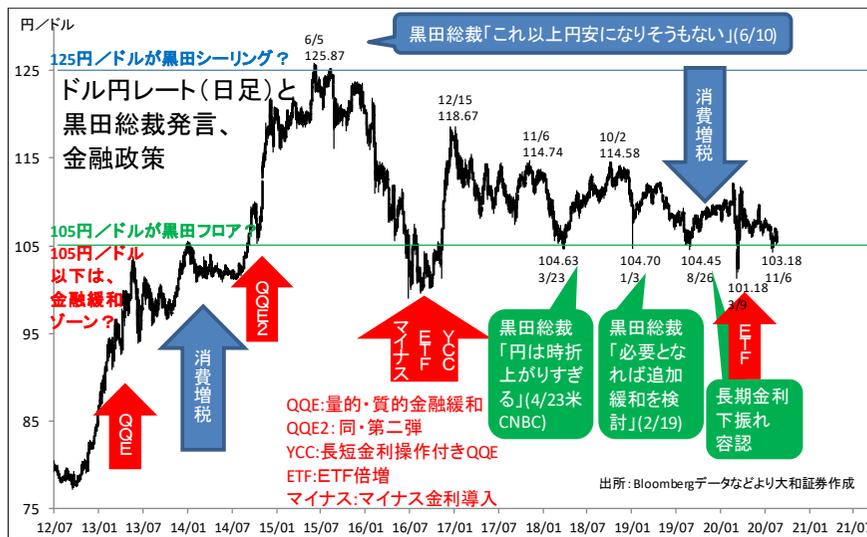
(5) 黒田日銀総裁の神通力が大事。ポートフォリオリバランス効果が維持できるか否か

ここでは菅政権要因をみる。異次元緩和を受け運用資産は海外に向かった。ただし、海外中銀も積極的な姿勢に転じ、きっかけ次第で資金回帰・円高の懸念あり（上図）。黒田総裁は 105~125 円/ドルを適正と考えているフシがある（下図吹き出し）。今後 105 円/ドル近傍をキープしないと資金は大きく動く可能性も。総裁の神通力は後ろ盾の菅内閣の本格政権視も影響しよう（第2章8節参照）。

(図表 3-5.1) Fレートが引き下げ終わると1年程度は米債の利食い場。資金回帰となりやすい状況



(図表 3-5.2) 105 円/ドルが「黒田フロア」。黒田総裁の神通力が大事。菅総理の本格政権化も大切



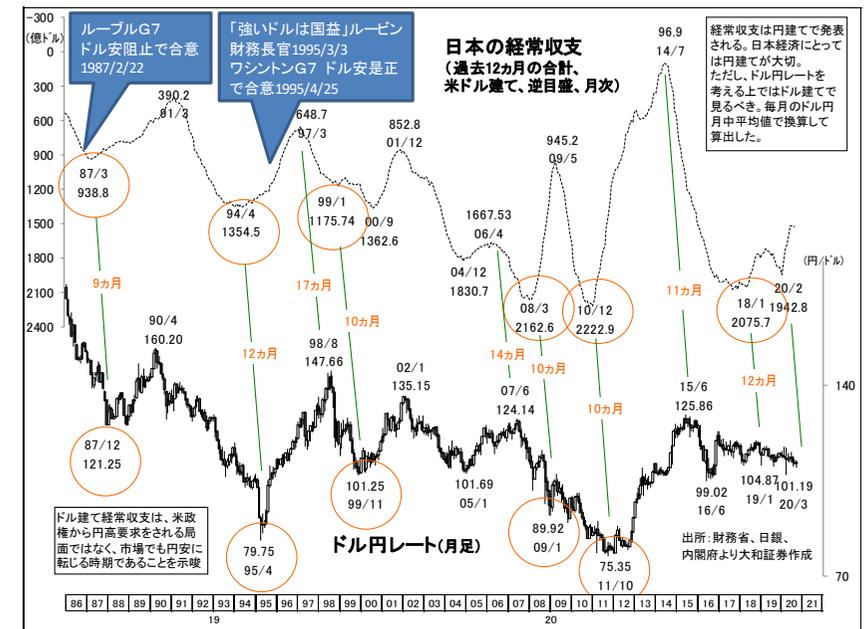
(6) 米民主党政権下で元高圧力。元高の巻き添え回避に菅本格政権視が必要。経常収支は円安示唆

米民主党は貿易不均衡国に通貨高圧力（上図青棒）。日本の経常収支は過去に米国がドル高促進策を要求した場面同様で（下図吹き出し）、関係性も円安示唆。バイデン氏の尖閣発言で、オバマ2期目同様に対円ではなく元高圧力と判断。ただ、元高の巻き添えを回避するためには、菅政権が米政権の盟友たる長期政権視必要（図表2-8.1）。早期解散で総選挙を勝利しないと2022年のドル安が早く到来か。

(図表 3-6.1) 米民主党政権は通貨高圧力。尖閣発言で元高圧力と判断。円は巻き添えに注意



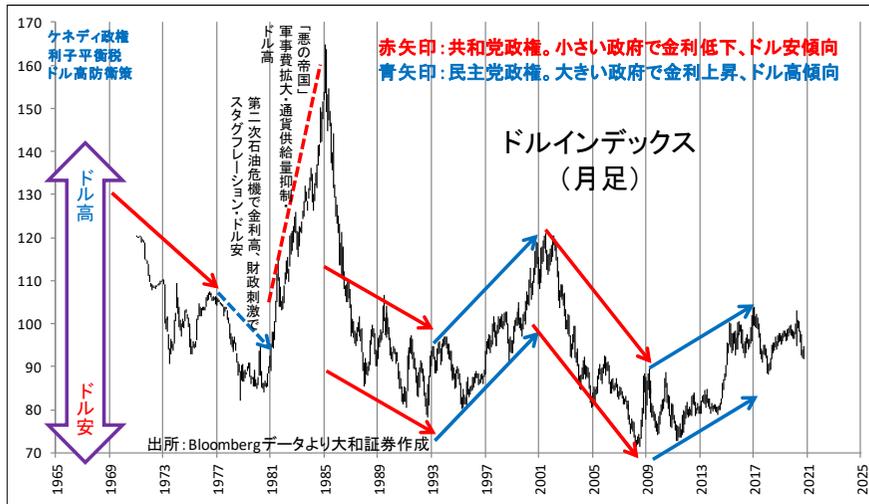
(図表 3-6.2) 経常収支は円安示唆。米国発のドル安は正政策場面と同じ局面で、円高誘導は考えにくい



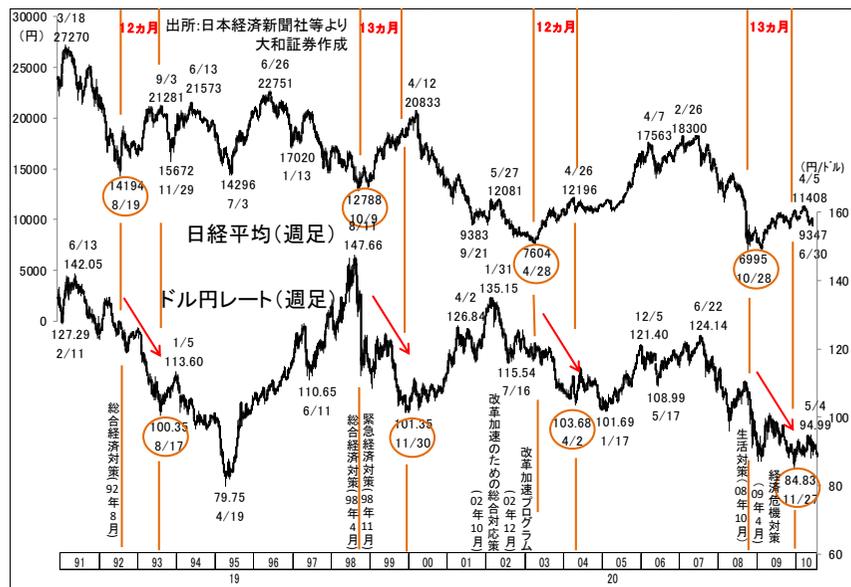
(7) 財政出動＝通貨高の法則（マンデル＝フレミング・モデル）に注目が集まる

ここからはマクロ系ヘッジファンが信奉するマンデル＝フレミング・モデルを考えたい。コロナ禍では財政政策が重要で、財政出動を行うと債券需給の面で債券が売られ、景気の間でも金利が上がり得る。大きな政府を志向する米民主党下ではドル高となりやすい（上図青矢印、赤矢印は共和党）。日本のバブル崩壊直後の例では、株価が底入るほどの景気刺激策が行われると1年程度円高になった（下図）。

（図表 3-7.1）大きな政府志向の米民主党下ではドル高、小さな政府志向の共和党政権下ではドル安



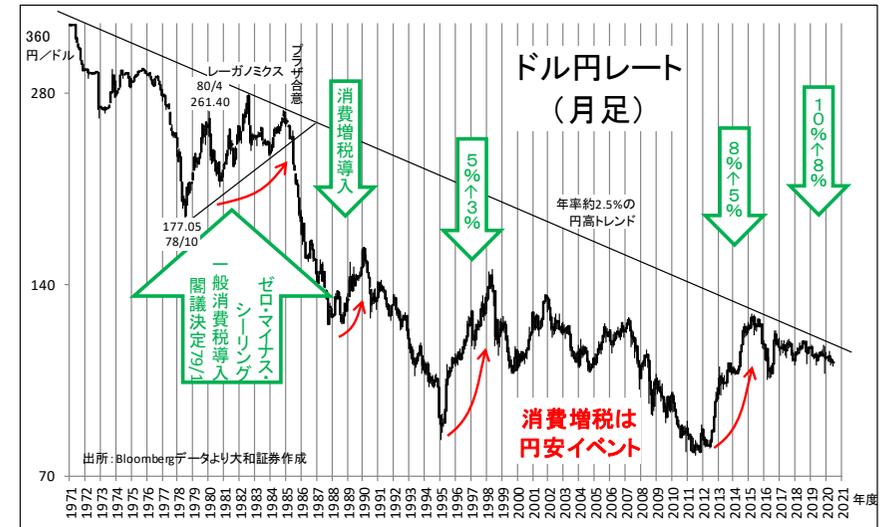
（図表 3-7.2）積極的な景気刺激策では1年程度通貨高。マクロ系ヘッジファンが信奉する法則



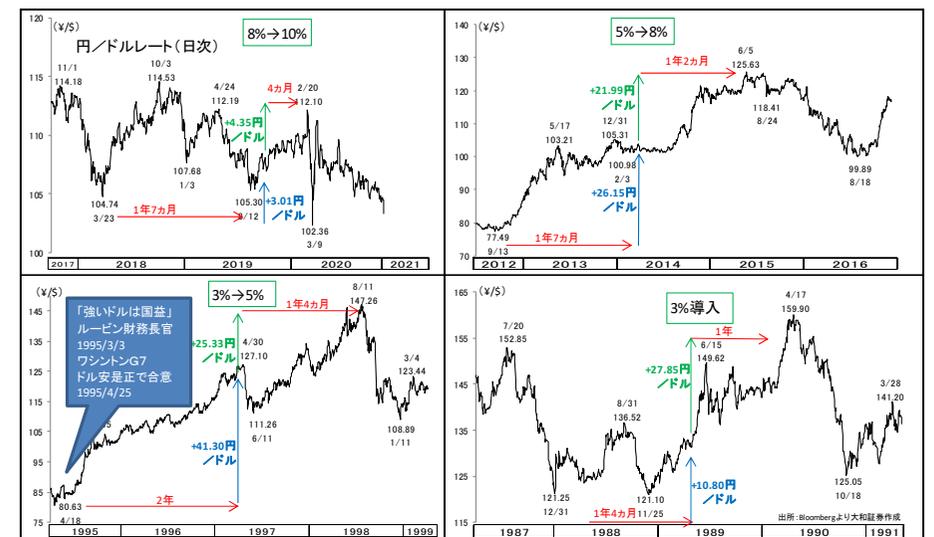
(8) YCC下ではマンデル＝フレミング・モデルが効かず、各国財政出動下では円は独歩安へ

マンデル＝フレミング・モデルは財政健全化でも機能し、消費増税前後等は円安だ（上下図赤矢印）。こうした理解のもと、日本の消費増税に対する不満が聞こえてこないのは、米政権に円高要求がない証だろう。さて、消費増税の円安効果はYCC下では機能しなかった（下図左上）。各国が財政支出を強いらられる中で、まずYCC下の円は独歩安になり、米国のYCC導入となるとドル安になりやすい。

（図表 3-8.1）1978年12月に大平内閣が一般消費税の80年度導入を打ち出した時や消費増税時は円安



（図表 3-8.2）YCC（イルドカーブ・コントロール）下では消費増税＝円安の法則が効かない（左上）

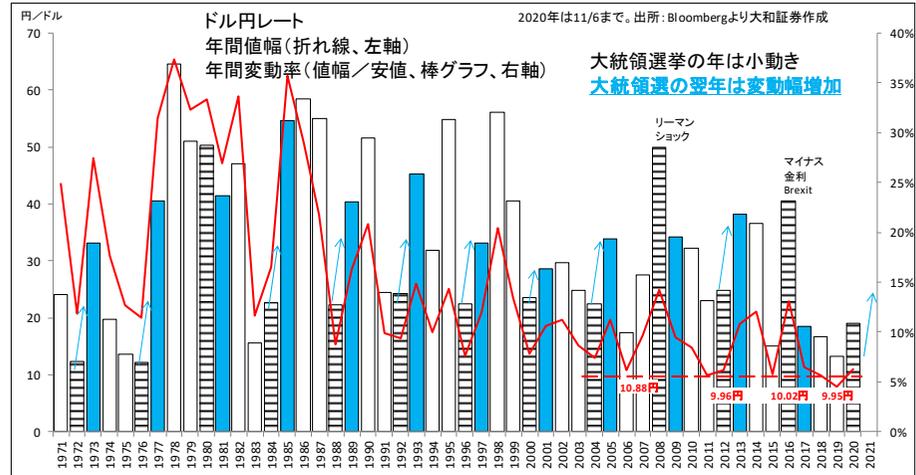


消費増税の円安効果を知っていて、2019年の消費増税に文句を言わなかったのは円高意向が無い証か。

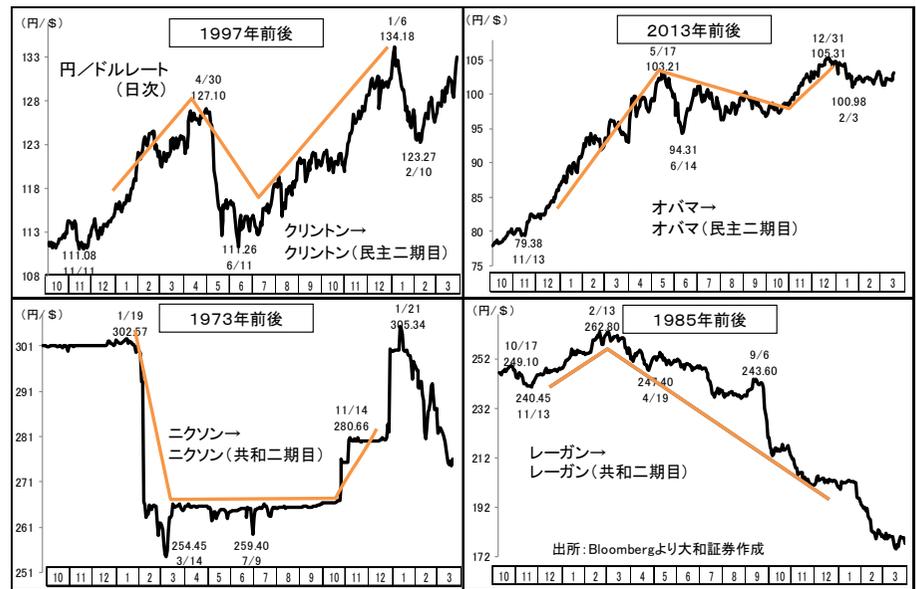
(9) 新政権の政策を見定め、大統領選挙の年は通貨の変動小さく。二期目の1年目は政党の志向通り

ここでは米党派と為替を細かく見たい。日銀YCCと共にドル円相場の変動は小さく、特に大統領選挙の年は小動きだ(上図縮棒グラフ)。しかし翌年は異なる(同青グラフ)。二期目の1年目では図表3-7.1で見た党派色が強い(下図)。ところが、一期目の1年目は前政権下の予算・制度に縛られるからか逆の傾向が強い(次頁上)。YCC下の円以外に対しては、ドルは2021年に軟調が予想される。

(図表3-9.1) 新政権の政策を見定め、大統領選挙の年は通貨の変動小さく、政権1年目は変動大きく



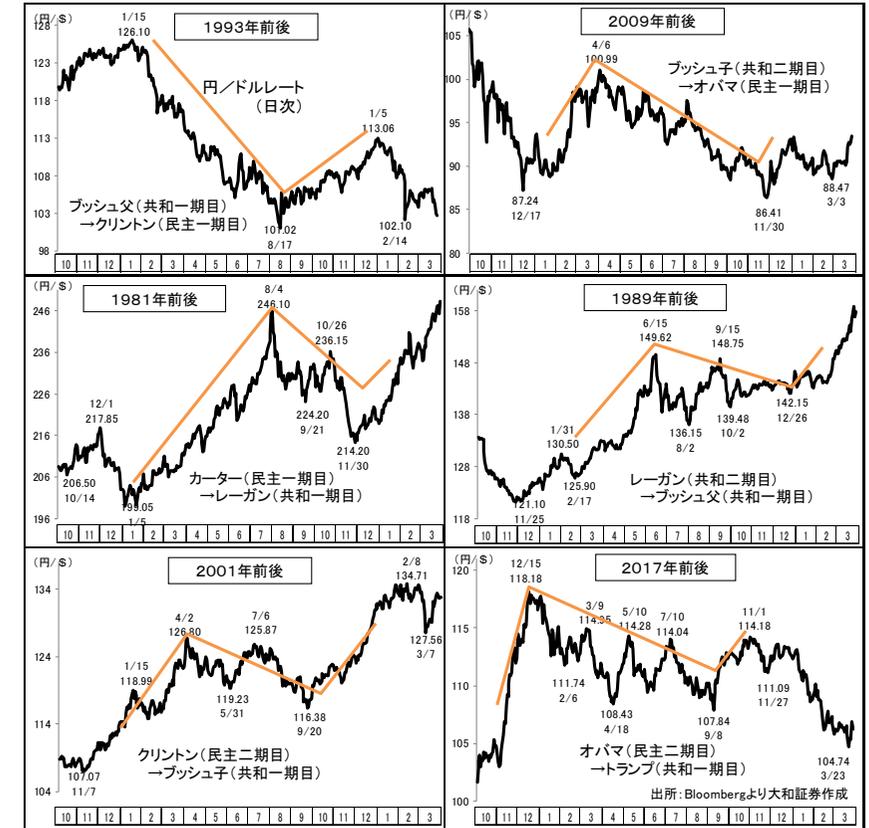
(図表3-9.2) 政権二期目の1年目は民主党ならドル高(上段) 共和党ならドル安(下段)と党派色通り



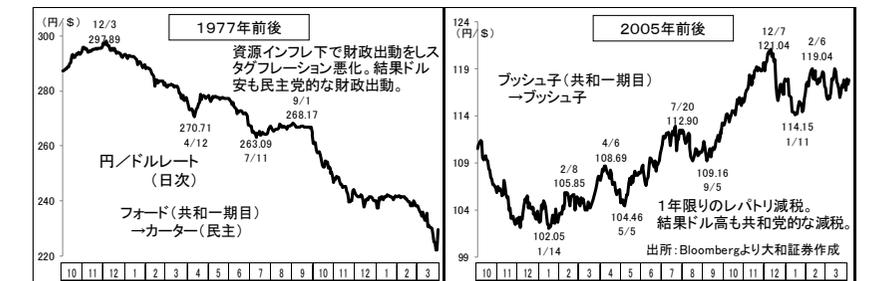
(10) 米政権1年目は党派色と逆に。2021年は対円以外にはドル安気味に

一期目の1年目は民主党でもドル安(上図上段) 共和党でもドル高(同中下段)。図表3-7.1で見た党派色と逆なのは前政権下での予算や税制等に縛られるからか。2021年は上院共和党主導の小さな予算の影響でドル安気味に。一方政権の対外姿勢は早々に表面化、民主党政権では1年目から当時貿易不均衡を抱えていた日本に円高圧力(上図上段、図表3-6.1)。2021年は人民元高/ドル安が予想される。

(図表3-10.1) 一期目の1年目は前政権の予算や制度に縛られ党派色とは逆傾向



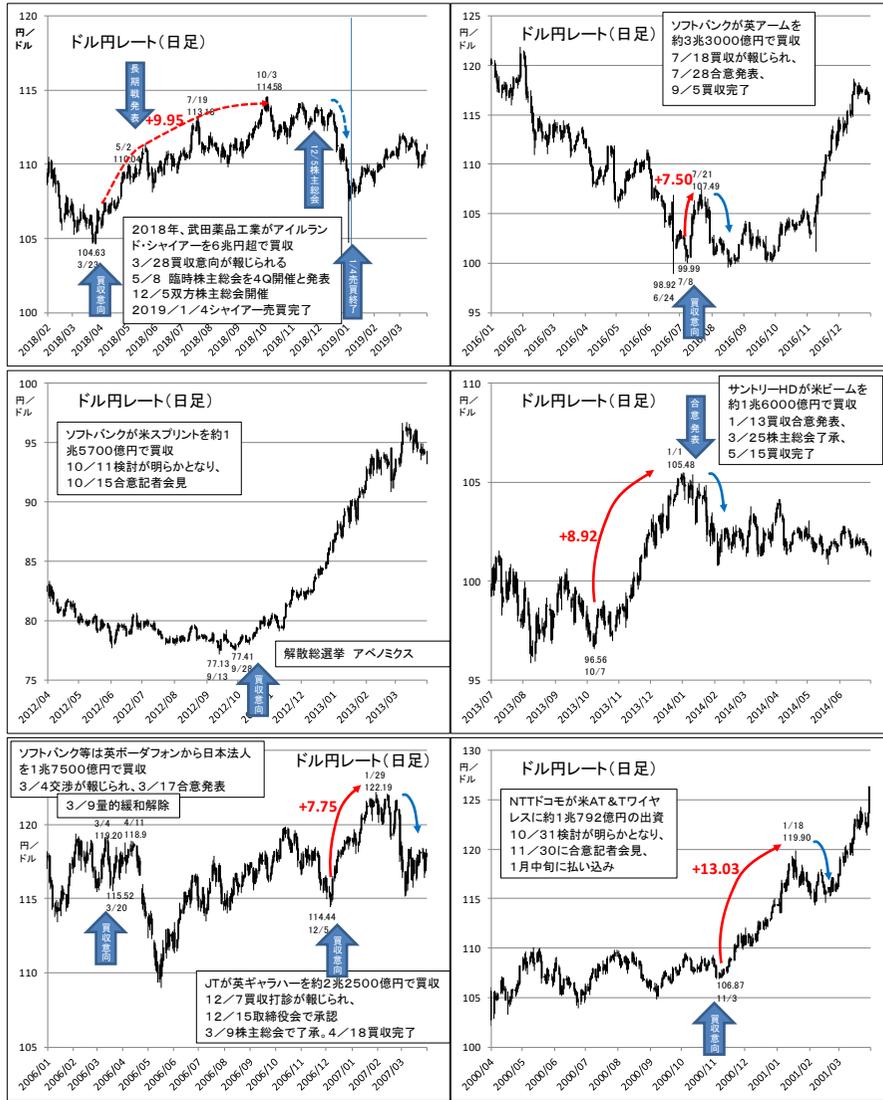
(図表3-10.2) 左ドル安は財政拡大でスタグフレーション、右ドル高はレバトリ減税と政策は党派色



(11) 対外M&Aは為替市場に影響。2021年は1-3月に期待

ここでは対外M&Aをみたい。過去の大型案件では買収意向から完了までの短い期間で7~13円/ドル程度の大きな影響。一層の大型化に伴い長期化する傾向も。足もとはセブン&アイHDが2021年1-3月取得予定で米スピードウェイの買収を進めている。取得価格210億ドルと巨額だが、必要な為替手当てに時間をかけ、また全額が為替市場を通じる訳でない。それでも1-3月には円安ドル高と予想。

(図表 3-11) M&Aは通常短期戦。過去の対外M&Aは大きな円安効果



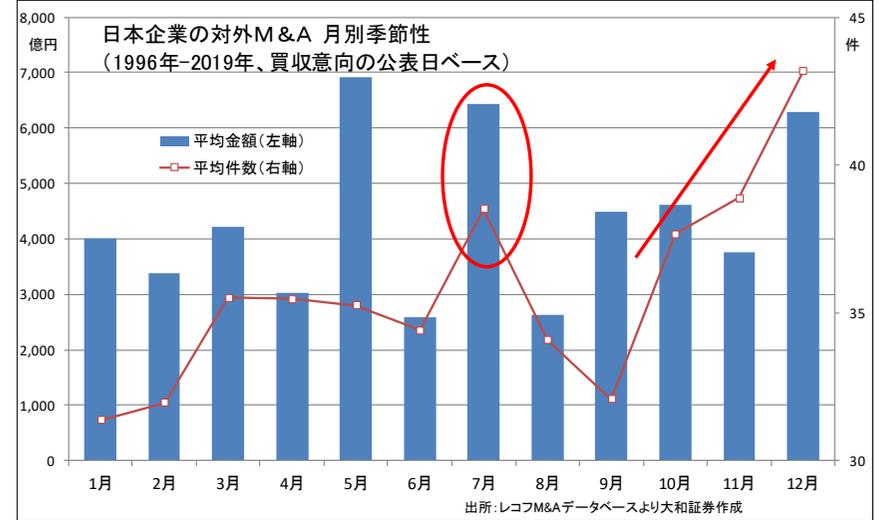
日本企業による海外企業への主な買収・出資案件。出所：各種資料とBloombergデータより大和証券作成
2015年1月20日の伊藤忠とタイ・チャロンによる中国中信集団子会社資本参加(約1兆2000億円)は日本企業単独ではなかったために割愛
2011年5月19日の武田薬品によるスイス・ナイロメッド買収(約1兆1000億円)は東日本大震災後のレバリ等の混乱がドル円レートに支配的と見られることから割愛

(12) 対外M&Aはコロナ禍で減少もペントアップ・デマンド期待。FOMCに向け円高ドル安

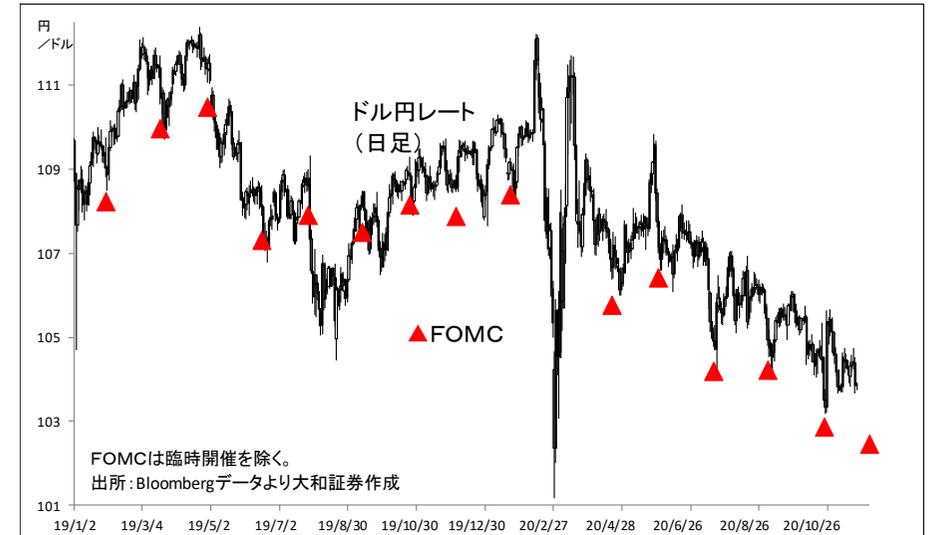
対外M&Aは人の往来難で停滞。しかし、政策的にM&Aが促進されており機運は強い。対外案件も回復が期待できる。対外M&Aの発表は季節性があり(上図)、今後その影響が強まろう(図表 2-8.2)。

また、FOMC過ぎまでドル安となる傾向(下図)。詳細には10日前のブラックアウト期間にはリスクオフの円高傾向、FOMCからはリスクオンドル安傾向だ。必ずしも円高で日本株安ではない。

(図表 3-12.1) 年終盤に對外M&Aは増加しやすい。1-3月期に円安になりやすい



(図表 3-12.2) FOMCに向けては円高/ドル安。必ずしも日本株の悪材料とならない



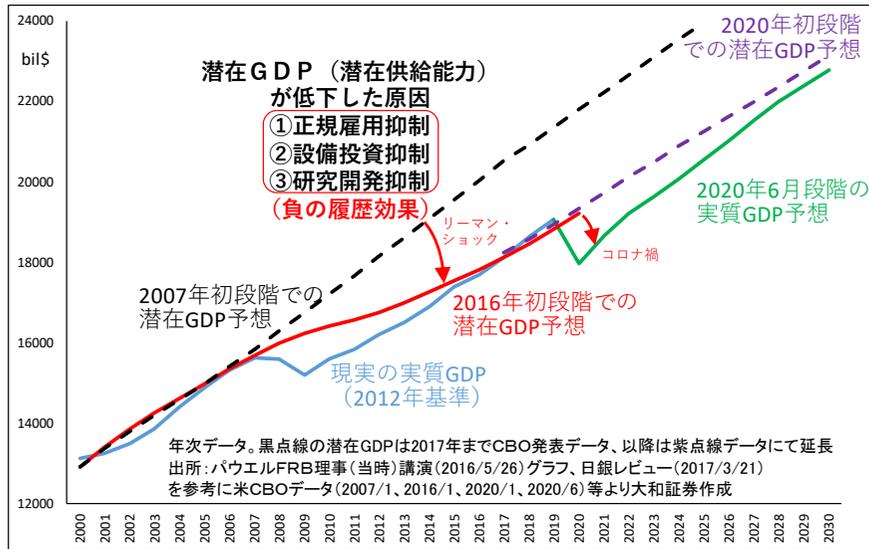
2021年のFOMC最終日は、1/27、3/17、4/28、6/16、7/28、9/22、11/3、12/15

第4章 金融緩和は長期化。財政政策との一体化が進み、高圧経済政策へ

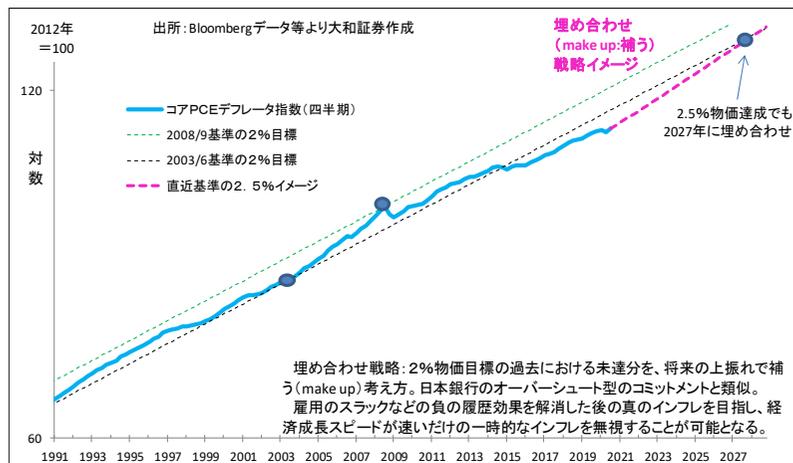
(1) FRBは真の経済成長の限界より現状はかなり低いと認識

この章では2021年に米国で財政政策との一体化が進み、潜在成長率を引き上げる可能性を示す。パウエルFRB議長は従前の潜在GDP軌道に比べ（上図左黒破線）、実際のGDPが下ブレたことで、その後の見かけ上の供給能力（潜在GDP）の低下を問題視（同赤線）。こうした下振れを修復するため、ソフトな平均物価目標を導入した。厳密な目標達成で計算すると長い間の緩和が示唆される（下図）。

(図表 4-1.1) GDPは下振れ。元の路線（成長制約の上限≒インフレ）まで未活用の経済成長の資源有



(図表 4-1.2) FRBはソフトな平均物価目標導入。厳格な計算だと緩和の道りは長い

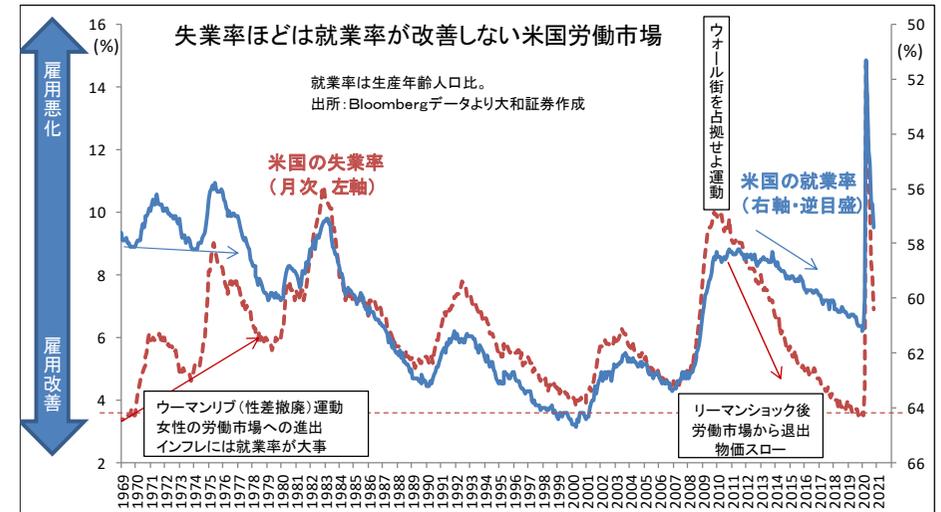


平均物価目標は2種類：FRBが2020年夏に導入を表明したのはソフトな平均物価目標。ある程度当局者に裁量の余地がある。オリジナルの厳密な意味での平均物価目標は、埋め合わせ（make-up）戦略として知られ、過去の物価目標の未達分を埋め合わせるもの（下図）。発想は下ブレた負の履歴を修復することにある。

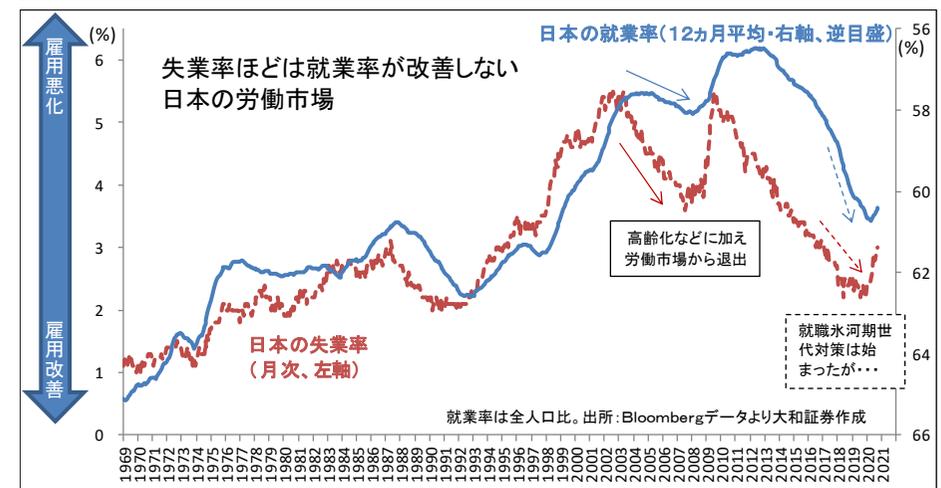
(2) 供給能力低下の要因は、例えば雇用のスラック・就職氷河期世代の誕生

供給能力（潜在GDP）とは、例えば失業率が限界まで低下し、それ以上は成長できない水準。コロナ前に失業率が相当低下し（上図赤点線）、現実のGDPが供給能力を上回った（前頁上図赤線を水色線が上回った）。しかし、インフレにはならず。実は就業率は失業率ほど改善しておらず（上図青線）、雇用にはスラック（たるみ）や就職氷河期世代等が存在。こうした人々が職に就くまでインフレは遠い。

(図表 4-2.1) コロナ前でも失業率が改善したほどは就業率が改善しなかった。雇用にはスラック・たるみ



(図表 4-2.2) 日本では就職氷河期として認識。テンポラリーな仕事が多く、賃金インフレになりにくい

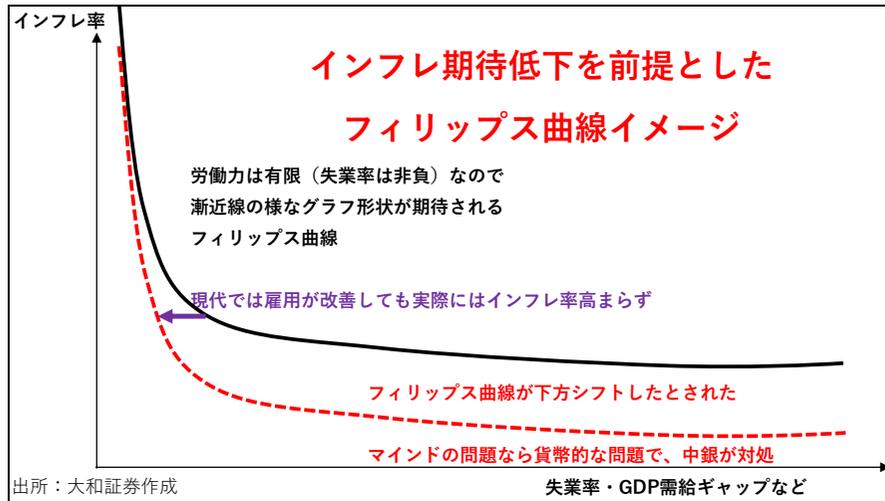


負の履歴効果：リーマンショック直後に正規雇用の機会を得られなかった世代が、当初ウォール街を占拠せよ運動を活発にしていたが、やがて就労を諦めた。また、企業が研究開発や設備投資を節約することも供給能力の低下要因（前頁上図）。投資余力は企業の内部留保として蓄積されている。これらを負の履歴効果と呼ぶ。

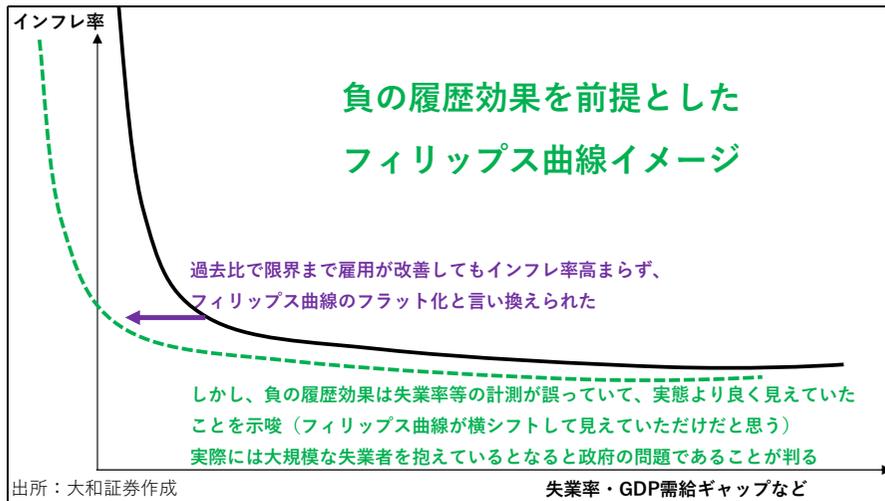
(3) マインドや貨幣的な問題だけではなく、実際の就職先を増やす政府の役割が重要に

失業率とインフレ率は逆相関（フィリップス曲線）。以前は下方シフトしたとされ、マインドや貨幣的な問題とされた（上図）。しかし、近年はフラット化したとされる（下記事）。かなり失業率が下がったのに、インフレにならなかったためだ。実は観測される失業率が実態より低いので、フィリップス曲線は横シフトして見えていただけだ。こう考えると、就職先を作る財政支出の役割が浮かび上がる。

(図表 4-3.1) フィリップス曲線の下方シフトならインフレになってははず。マインドだけでない



(図表 4-3.2) 観測される失業率は改善しすぎ。現実にはフィリップス曲線の横シフト。財政出動も必要

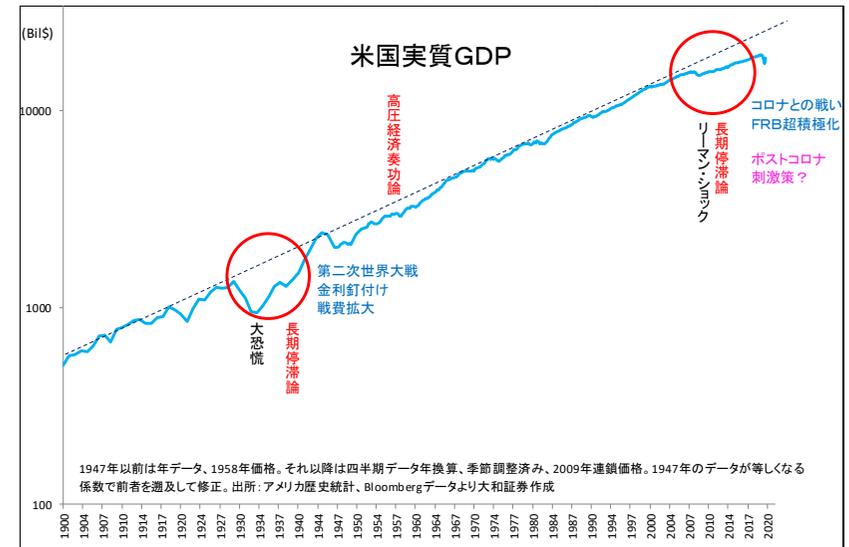


日銀レビュー2016年5月25日のタイトルと要旨冒頭抜粋:「米欧諸国におけるフィリップス曲線のフラット化」「米欧諸国では、近年、需給ギャップが着実に縮小する一方、インフレ率はなかなか加速しない状況が続いている。こうした状況は「フィリップス曲線のフラット化」と呼ばれ、その背景に関する議論が活発に行われている。

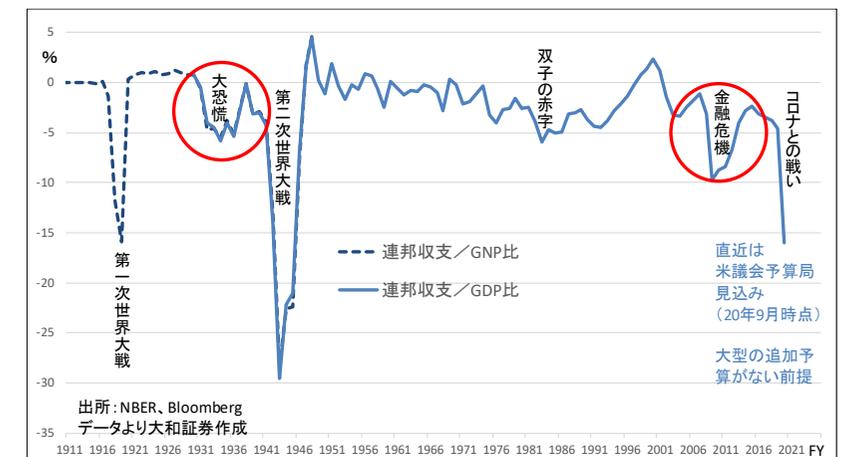
(4) GDPの下振れや財政支出は大恐慌以降と類似

こうした事象が大恐慌後に長期停滞論として問題提起され、現代でもリバイバルしている。共にGDPが大きく下ブレした後だった（上図）。当時はその後に太平洋戦争が戦費という財政支出を要求し、現代もコロナ感染症が財政支出を迫っている（下図）。太平洋戦争当時と同じような金融と財政政策の一体化が想定される（次頁）。さもないと、新たな就職氷河期が誕生する危機感を米当局は持っている。

(図表 4-4.1) GDPの下振れは大恐慌以来。長期停滞論が問題提起されている



(図表 4-4.2) 財政赤字水準も高水準。太平洋戦争時と同様に、財政政策と金融政策の一体化が進む素地

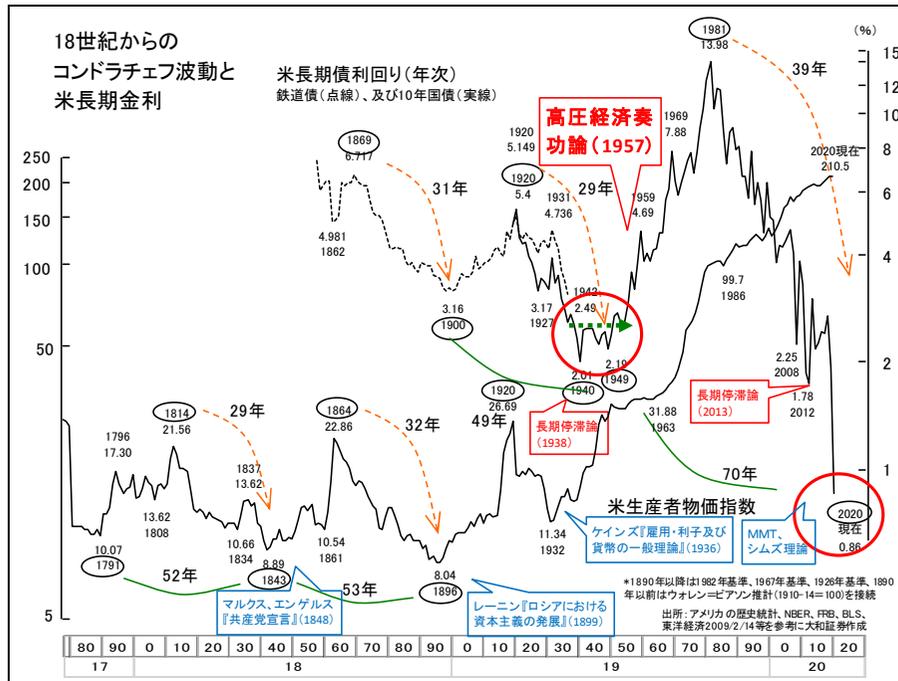


長期停滞論: 最初はアメリカのケインズと呼ばれたアルヴィン・ハンセン全米経済学会長が提唱。その通りにならなかったとマネタリストのバーナンキ氏は切り捨てるが、ハンセン氏の一番弟子ポール・サミュエルソン氏の甥のローレンス・サマーズ教授が現代に再提唱。同氏は民主党クリントン政権時の財務長官。ケインジアン復権か。

(5) 大恐慌後は金利の釘付け政策。長期金利安定がFRBの第三のマンデート

大恐慌後に長期停滞論台頭、その後の太平洋戦争下では金利の釘付け政策=金融政策と財政政策の一体化実施(上図左赤○印部)。連邦準備法では長期金利の安定も責務となっているので(下記赤字)、政府が積極的に財政出動して長期金利が上昇した場合、それを抑え込むYCCが可能。パウエルFRB議長は積極的な財政出動を要請しており、それが叶えばYCCでサポートする可能性が高い。

(図表 4-5.1) 大恐慌後の太平洋戦争時に金利の釘付け政策。金融と財政の一体化



(図表 4-5.2) FRBは実はトリプルマンデート。財政出動で長期金利が上がればYCCに乗り出せる

Federal Reserve Act Section 2A. Monetary policy objectives
The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates. 出所:FRBホームページ

連邦準備法 セクション 2A 金融政策の目的
連邦準備制度理事会および連邦公開市場委員会は、最大の雇用、物価の安定、長期金利の安定という目標を有効に達成するために必要な米国内需の長期的な生産拡大能力に見合った量的通貨・金融指標の長期的な伸びを維持するものとする。 訳は日銀調査月報:1977年12月号より。 赤傍線は大和証券

FRB当局者は「長期金利の安定」目標を嫌い、デュアル・マンデートとうそぶく。しかし、パウエル氏は法律家。コロナ禍では連邦準備法 13 条 3 項をたてに信用緩和も押し通した。なぜかFRB議長の席には必要な人がいつも座っている。同氏は他国と異なり積極的な財政出動を公言。法律家の彼に慣習やグレーゾーンはないのだから。

(6) 各国で金融と財政の一体化。YCCと財政ファイナンスは異なるが出口が重要

金融と財政の一体化は各国中銀で既に進んでいる(上表)。ただし、出口を中銀の判断で自由に実施できるなら、財政ファイナンスではない(下記上段赤字)。YCCのデメリットをFOMCでも議論、太平洋戦争時の金利の釘付け政策をやめる際に迅速に行動できず、その後のインフレ退治に手を焼いた(下記中下段)。中銀がサポートする資金を利用する政治家が信用できるかが先ずは重要だ。

(図表 4-6.1) 各国中銀は財政政策との一体化を進める

各国中銀は異例の対応で政府の経済対策を支える	
英国	政府が一時的に資金不足に陥った場合、英中銀が短期の資金を直接貸出す仕組みを拡充
インドネシア	財政赤字をGDPの3%以内に抑える財政規律ルールを一時緩和するにあわせ、中銀による国債の直接購入を解禁
フィリピン	3カ月での買い戻しを条件に中銀による国債の直接購入を容認。3カ月の延長が可能
ミャンマー	経済対策に現文民政権下で抑制していた中銀の国債購入を拡大する方針を盛り込む
インド	財政赤字が想定から0.5%分悪化すれば、中銀による国債の直接購入を可能に

出所: 日本経済新聞社より大和証券作成

(図表 4-6.2) YCCは出口が大変。信頼できる政府・議会が必要

2020/7/29 両宮副総裁発言。ブルームバーグニュースより抜粋。赤傍線は筆者
・今回のような緊急事態への対応、政府・中銀の連携が効果的
・日銀の国債買入はポリシーミックス、財政ファイナンスでない
・いずれ利上げ必要になった場合、財政の事情は勘案しない
・大規模緩和が財政ファイナンスかは正常化時に議論すべき

「パウエル議長はアクセル緩めず、FOMCは22年末までゼロ金利見込む」ブルームバーグ
2020年6月11日より抜粋。赤傍線は筆者。イールドカーブ・コントロール(YCC)については、FOMCがフリーフィンギングを受けたことを明らかにした。その上で記者団に対し、YCCに関する議論は今後の会合で継続されると述べた。

「セントルイス連銀総裁、FOMCでのYCC採用見通しに懐疑的」ブルームバーグ 2020年6月24日より抜粋。赤傍線は筆者。「米国では第2次大戦中と戦後にYCCを導入し、そこからの脱却で非常に苦勞し、最終的に悔やまれる結果となった」とブラード氏。「これが、この方向に進むことで心配される点の一つだ」と説明した。

金融と財政の一体化は正常化が難しい:FRBは金利の釘付け政策をやめる際、財務省とのアコード締結と引き換えに時のメイクFRB議長のクビを差し出す騒ぎとなった。金融財政の一体政策を行って評価が高い日本の高橋是清は、緊縮財政に転じると2.26事件で実際に殺害されてしまった。YCCは信頼できる政治体制が必要。

(7) 4年前ヒラリー・クリントン落選で霧散した高圧経済政策構想が再始動する兆し

実は4年前にも金融と財政の一体化を検討。時のイエレンFRB議長は専門の労働経済学を駆使した迫力のスピーチを行った(第14章全訳)。ブレイナード理事を財務長官に送り込み、高圧経済政策(下コラム)を推進すると取り沙汰された(上記記事)。共和党政権となり霧散したが、今度は当のイエレン氏が財務長官で、ブレイナード氏はFRBで重用されよう(下記記事)。高圧経済政策構想が再始動へ。

(図表4-7.1) ヒラリー・クリントン氏当選確実とされた4年前、イエレン議長は高圧経済政策を示唆

「高圧経済」政策、唯一の危機打開策となり得る＝米FRB議長「ロイター」2016年10月15日より抜粋。赤傍線は筆者。[ポストン 14日 ロイター] - イエレン米連邦準備理事会(FRB)議長は14日、**経済危機による損失の修復を図るには「高圧経済(high-pressure economy)」政策が唯一の方策となり得る**、との考えを示した。金利や当面の金融政策に関する直接的な言及はなかった。議長は昼食会での講演で、力強い総需要と労働市場の逼迫を伴う高圧経済が一時的に続くことで、**経済損失を埋め合わせるための様々な手段が見い出せると語った**。さらに、労働市場の引き締めにより、労働市場への参加者のほか転職者が増加し、これにより一段と効果的で生産的な職業の適合性が得られる可能性があるとの考えを示した。また、危機により経済が癒えることのないダメージを受け、**財政・金融当局が対応の仕方を変える必要**が出てきている可能性もあると指摘。

「**ブレイナードFRB理事**：政策論議に国際的思考吹き込む先見の明」2016/5/16ブルームバーグより抜粋。赤傍線は筆者。一連の講演でブレイナード理事は、特に政策金利がゼロ付近にある世界の主要国経済をより緊密に結び付けている金融・経済のリンクに関する新たな秩序に注意を促した。このリンクを米当局が過小評価して利上げを早まれば、金融市場の反発を招き撤退を余儀なくさせられると同理事は警告した。ハーバード大学の博士号を持つ54歳の同理事は、民主党が11月の大統領選挙で政権を維持できれば**将来の米財務長官**もしくはFRB議長に就く可能性もある。

(図表4-7.2) 立場は入れ替わっても4年前と同じ構図。パウエル議長もYCCに踏み出す姿勢

「バイデン体制、経済は女性主導「イエレン長官」発表」2020年12月1日日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。【ワシントン=河浪武史】米大統領選で当選を確実にしたバイデン前副大統領(民主)は30日、**次期財務長官にジャネット・イエレン米連邦準備理事会(FRB)前議長(74)を指名すると発表した**。

「**バイデン氏関係者**、ブレイナード理事にFRBにとどまるよう要請」2020年11月24日ブルームバーグ記事より抜粋。赤傍線は筆者。トランプ大統領は現在のFRBメンバーの大半を自身で指名してきた。ブレイナード氏はそうした中、オバマ前大統領に指名された唯一の民主党系メンバーで、**2022年にパウエル議長の任期が終了した際には、後任として筆頭候補となる可能性**がある。

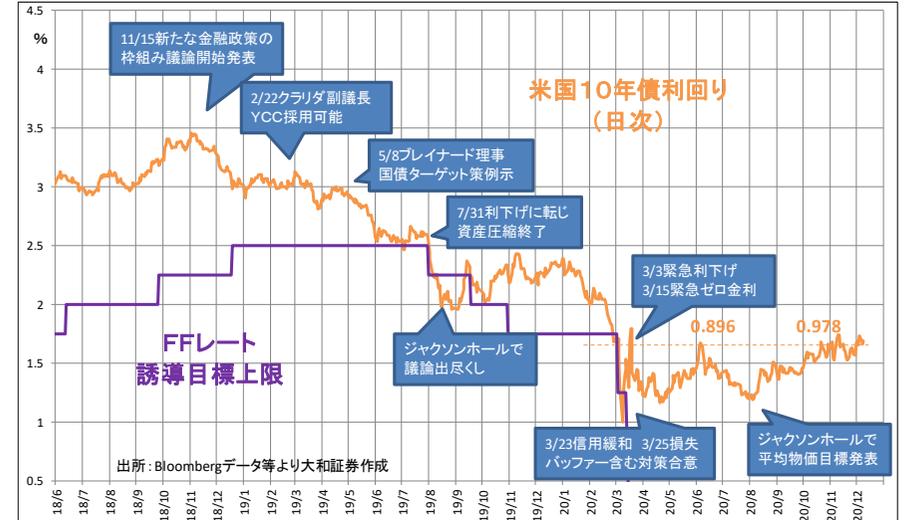
「**FRB議長**「生涯で最も厳しい景気悪化」会見要旨 2020/7/30日本経済新聞HPより抜粋。赤傍線は筆者。「事実上無制限といえる信用や流動性支援を通じて、経済を支える方法がある。フォワードガイダンス(将来の指針)も調整できる。**特定の期間、一定の水準に金利を保つ**か、ある経済的な目標達成まで維持するという方法がある。どれにも長所があり、まだ決めていない」

高圧経済：供給能力を上回る需要がある(図表4-1.1 赤線を水色線が上回った)状態。負の履歴効果を払拭し得る。なお、日本では高度経済成長期を指すこともある。最もポピュラーな有斐閣の経済辞典では第三版(1998年)まで後者を掲載、第四版(2002年)では前者の説明に置き換わり、最新の第五版(2013年)では両方の記載。

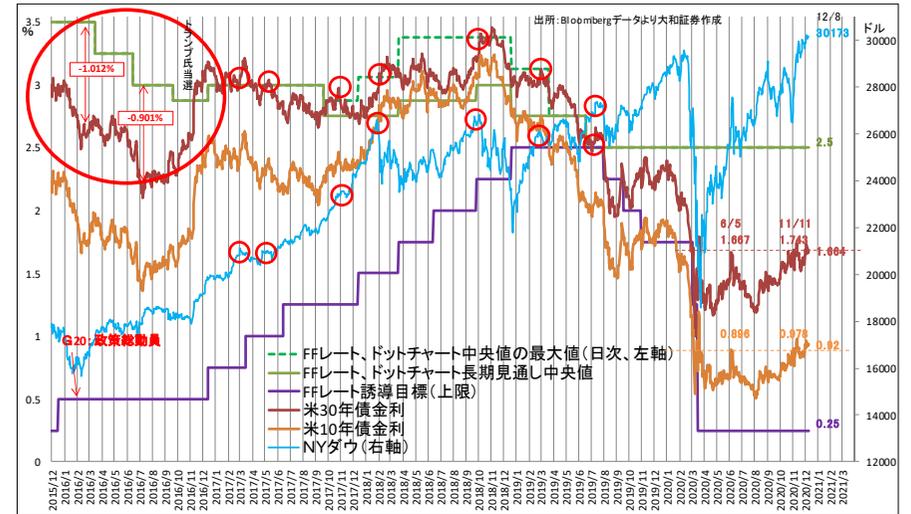
(8) FRBは長期金利を低位にコントロール可能だろう

これまでYCC議論によって米長期金利は押下げられてきた(上図吹き出し)。また、米長期金利はFOMC参加者によるFFレートの長期的見通しが一つのメドで、利上げ局面では30年債利回りの概ね上限。2016年は1%程度下の水準(下図左部)で、足もと長期金利はコロナ禍の上限を突破してきたが限定的だろう。連邦銀行法の下、ツイストオペやYCC等で長期金利もFRBがコントロールしよう。

(図表4-8.1) YCC導入等の議論によって長期金利は低下。インフレ期待が高まっても長期金利安定に



(図表4-8.2) ドットチャート上のFFレートの長期的見通しが30年債の上限。通常は1%低い水準

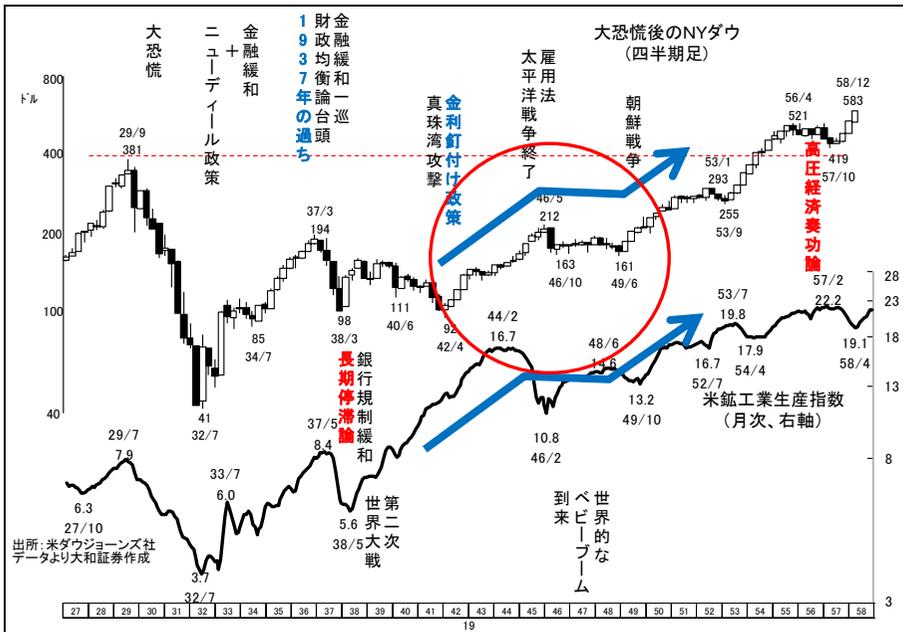


FRB高官の任期：銀行監督担当クオールズ副議長 2021/10(理事は32/1)、パウエル議長 22/5(理事は28/1)、金融政策担当クラリダ副議長 22/9(理事は22/1)、ブレイナード理事 26/1、ウォラー理事 30/1、ボウマン理事 34/1

(9) ポイントは実質金利か。財政と金融の一体化、YCC下では財政出動時に株高

1940年代は金利の釘付け政策を実施（上図○印）。株価や鉱工業生産はN字で、太平洋戦争が終わった場面で横這い。前出のハンセン教授も同じ結論（下記上段）。アベノミクスも財政出動を積極的に行った2013年の株価パフォーマンスが良かった。2021年も米国の財政出動に期待。ポイントは実質金利の低下だ（次章）。なおデフレの原因は当時も同じ議論（下記下段）。時代が違っても参考になる。

(図表 4-9.1) 財政と金融の一体化の状況では財政出動時に株高



(図表 4-9.2) 全米経済学会長の立場で長期停滞論を提議したハンセン博士も財政出動の好影響を指摘

ハンセン博士による長期停滞を脱した分析では、高圧経済が奏功

「高圧経済への転換」との題の節において、「この転換は西ヨーロッパやアメリカを、低雇用の停滞経済から高雇用の、繁栄的で機動的な経済に変えてしまった」。

「アメリカ経済は圧力をかけられて動いていた。最初は(第二次世界)戦争、それから(戦時中の)繰延需要、それから朝鮮動乱、つづいて冷戦」。(A・H・ハンセン「アメリカの経済」(1958年(原本は1957年)上原敬士・伊藤政吉訳、東洋経済)より抜粋。()内、赤傍線は筆者)。

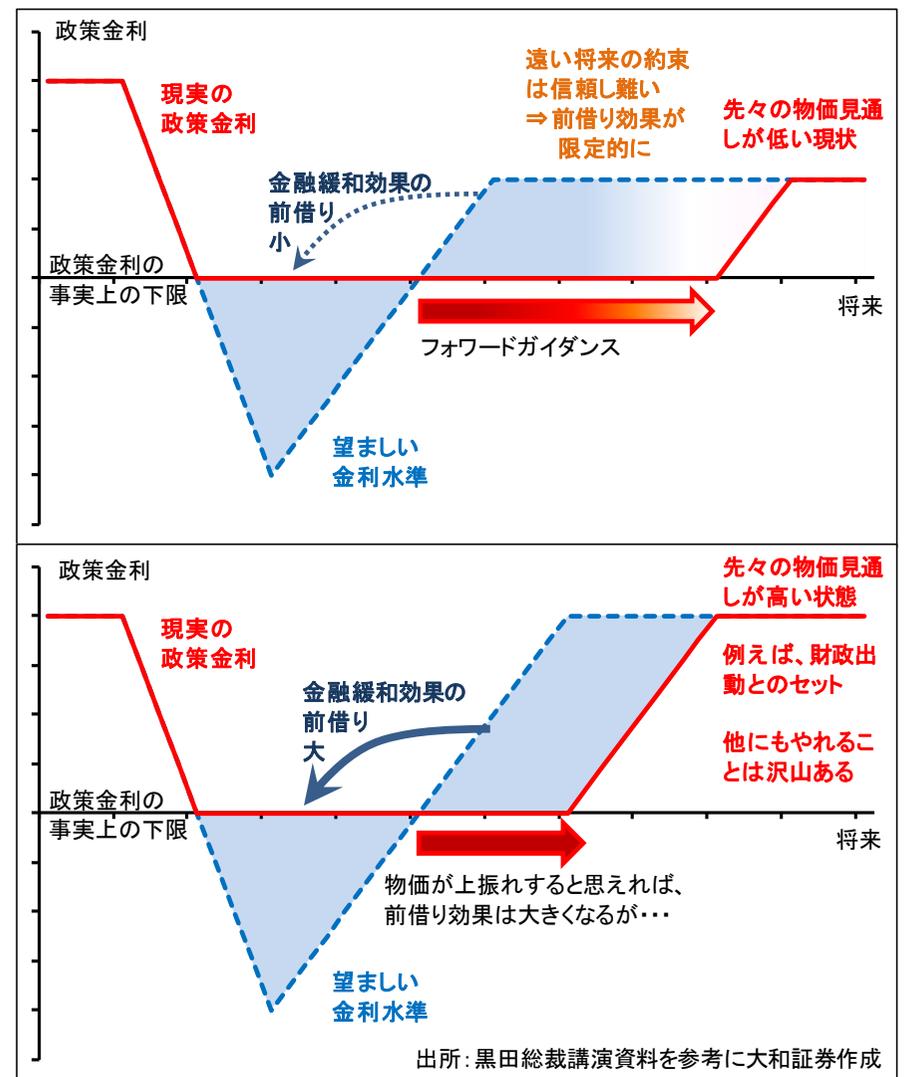
ハンセン博士による長期停滞論の4つの支柱は現在とそっくり

1. 個人並みの法人貯蓄の増加。
2. 人口増加率の低減。
3. 地理的フロンティアの消失。
4. 資本節約的な発明の増加。(ベンジャミン・ヘンギス「長期停滞論の概念と核心」『所得・雇用及び公共政策上巻』(A・H・ハンセン記念論文集 1952年有斐閣)より筆者抜粋)

(10) フォワードガイダンスには限界がある。財政出動でフォワードガイダンスの効果を確かにする

金利を望ましい水準まで下げられない場合、将来の低金利を約束するフォワードガイダンスによって、先々の緩和効果を前借できるとされる。しかし、遠い将来の効果を信じる人は少ない。金融工学で言えば現在価値に割り引いた効果が小さい(上図)。一方、財政出動は将来の効果を大きくし、前借期間が短く済み現在価値が大きい。フォワードガイダンスだけでYCCは達成できるが、財政出動が効果的。

(図表 4-10) フォワードガイダンスには限界がある(上段)。財政出動で効果を大きくする(下段)



金融政策と財政政策を迅速かつ積極的に行えば、景気後退から早く脱することが可能で、新たな負の履歴効果を作らないで済むとイエレン新財務長官は指摘している(第14章赤字部)。

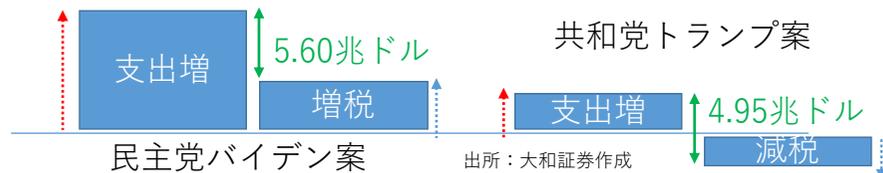
(11) バイデン氏とトランプ氏の大規模な財政赤字公約が時代の要請。ただ手法は異なる

改めて、バイデン氏とトランプ氏の2020年選挙の公約を集計すると、共に10年間で5兆ドル前後の財政赤字増を主張(下表赤字)。両者共に過去の大統領選挙を上回る大量得票を得た。社会が財政出動を望んでいた証だ。ただ、バイデン案は増税+支出増、トランプ案は減税+支出増の組み合わせ(下図)。前者の方が金融政策と相性が良い事が(次頁上)、イエレン氏らが民主党政権を待った理由でもあろう。

(図表 4-11) バイデン氏とトランプ氏の政策を改めて比較

大統領候補の公約。2021年~2030年の影響 (兆ドル)		
項目	バイデン氏の提案	トランプ氏の提案
歳出項目	育児・教育費	学校選択の提供 0.05
	育児・未就学児支援 0.50	育児税控除増と就学前教育 0.10
	幼稚園~高等学校資金増加 0.60	
	高等教育支出支援 1.60	
	2.70	0.15
医療関連	医療保険適用拡大 1.90	処方薬と高額請求のカット -0.15
	高齢者長期ケア支援 0.60	医療保険改革 ±0.00
	地方医療・メンタルヘルス・オピオイド資金増加 0.30	
	医療コスト削減 -0.45	
	医療プランからの還元 -0.30	
	2.05	-0.15
社会保障・年金	社会保障の拡大 0.40	NA
	低所得高齢者、障害者保障 0.70	
	自動401kプラン促進等 0.05	
		1.15
インフラ投資	環境インフラ整備と開発費 3.00	インフラ投資(5G等含む) 2.00
	住宅取得支援 0.75	宇宙空間におけるプレゼンス拡大 0.65
	有給休暇取得支援 0.55	黒人所有ビジネス、職業訓練支援 0.05
	その他国内支出 0.15	
		4.45
国土安全保障	アフガニスタン中東撤退 -0.55	長期戦終了と軍の帰還 -0.55
	国境管理改革 -0.20	軍事力増強支援 0.50
		退役軍人支出 0.40
		不法移民受け入れ州支援終了 -0.05
	-0.75	0.30
	9.60	3.00
歳入項目	法人増税 1.80	給与減税など個人の税負担軽減 -1.25
	キャピタルゲイン増税(0.38~0.5)を含む個人増税 1.40	メイドインアメリカ税優遇等 -0.05
	社会保障給与増税 0.90	投資優遇低所得地域への拡大 -0.05
	総資産500億ドル超の金融機関からリスクファイア徴取 0.10	重要産業の国内回帰に一括償却許可 -0.35
	徴税厳格化 0.10	
	4.30	-1.7
国債利払い	-0.30	-0.25
	4.00	-1.95
財政への影響	5.60	4.95

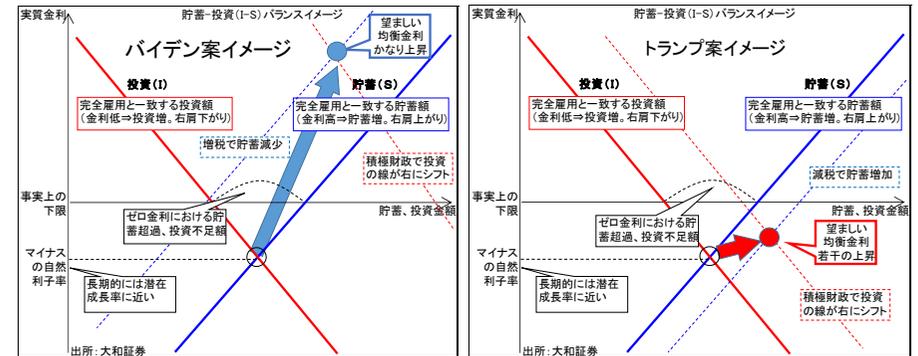
出所: 超党派の「責任ある連邦予算委員会 (The Committee for a Responsible Federal Budget)」HPより大和証券作成



(12) 民主党的な増税+支出増の組み合わせだと均衡金利を引き上げ。減税+支出増だと効果限定的

貯蓄と投資金額は(各図横軸)は、金利の動きには逆に反応。X字に交差した図になる(各図実線)。増税は貯蓄を減らし、減税は貯蓄金額を増やす(左右図青点線の相違を確認のこと)。民主党的な政策の方が交点を引き上げ(左図青○印)、金融政策に好都合。なお、トランプ案/バイデン案でも財政赤字額は同程度で、国債発行による民間貯蓄の減少は考慮せず。どちらでも財政出動をする効果はある。

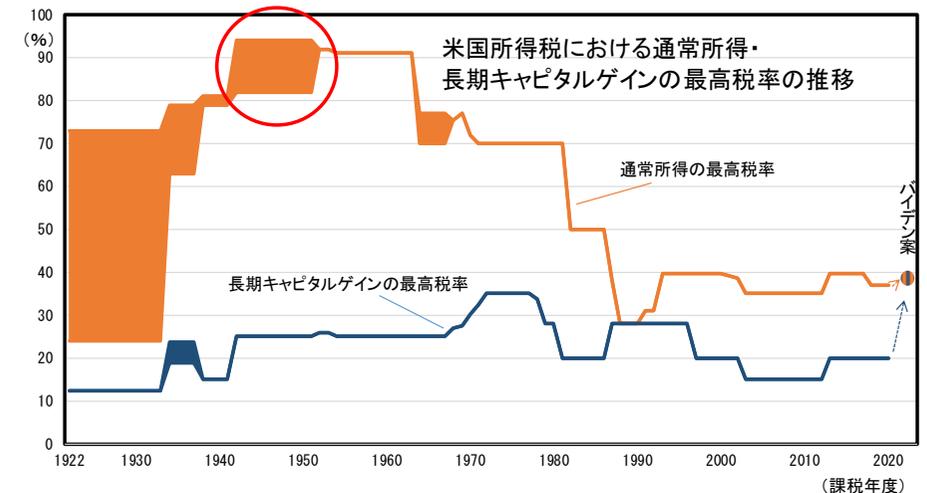
(図表 4-12) 民主党的な増税+支出増の組み合わせだと望ましい金利水準が上がりやすい(左)



(13) 1940年代の金利の釘付け政策時は所得税最高税率94%! 民主党の富裕層増税は大幅に

民間が支出を抑制するなら、増税によって貯蓄を国庫に移転させ、財政支出増強が経済活性化策となり得る。ただし、広く一般から増税を行うと広く支出が減退してしまうので、増税は貯蓄性向の高い超富裕層に限られる。実際、金利の釘付け政策が行われた1940年代の米国では所得税最高税率は94%。今回も米民主党の富裕層増税は大幅になり得る。実際、バイデン案のキャピタルゲイン税率は過去最高。

(図表 4-13) 金利の釘付け政策時は所得税最高税率94%。キャピタルゲイン税率案は歴史的

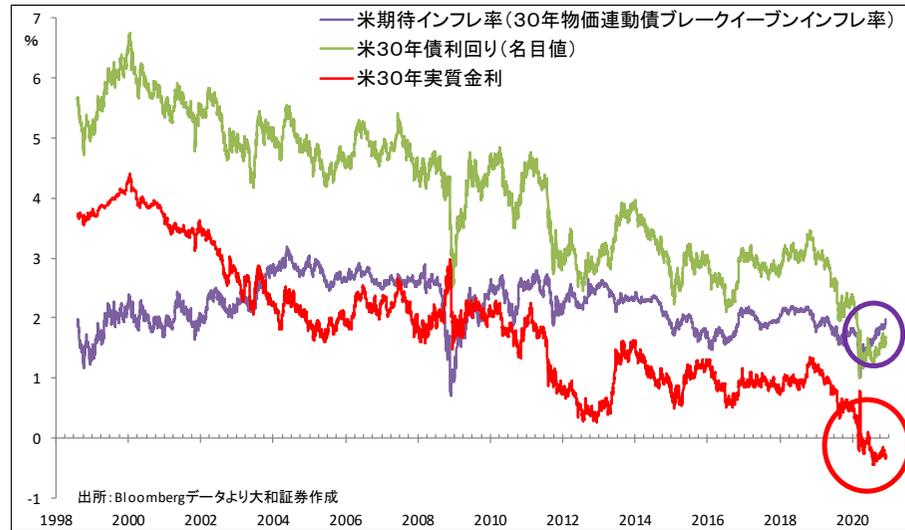


第5章 米住宅価格上昇が消費牽引。コロナで自動車特需。米国プレイ銘柄

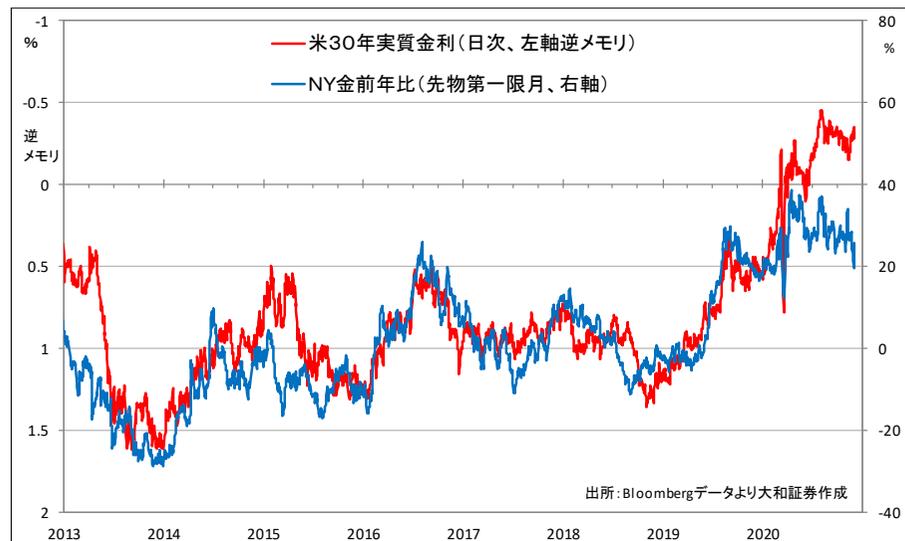
(1) 米国実質金利の低下は金価格などドル建て資産価格に大きな影響

ここでは米国低金利メリットを考える。名目金利が急低下しても、物価連動債が内包するインフレ期待はやや上昇。つまり、実質金利は名目金利以上に低下しており、30年物価連動債で計測される実質金利は初めてマイナス域に突入した(上図)。実質金利を逆目盛りにすると、金価格の変化率を良く説明しており(下図)、実質金利のマイナス化はドル建て資産価格には大きな影響を与えることが判る。

(図表 5-1.1) 物価連動債で計測される米30年実質金利は初のマイナス圏



(図表 5-1.2) 実質金利は金価格の動向に強い影響、ドル建て資産に大きな影響がある



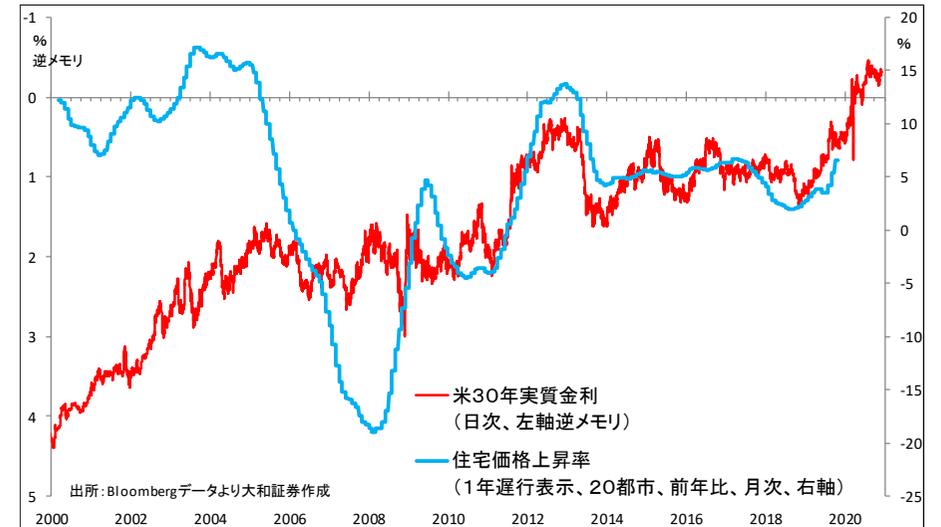
(2) 実施金利低下は米株高を示唆。2021年の米住宅価格は上昇へ

米実質金利低下は米国株価にも好影響があるようだ(上図)。また、1年程度のラグを置いて米国の住宅価格にも好影響があることがわかる(下図)。実質金利のマイナス化は住宅ローンの負担の減少を通じて住宅取得の可能性を高める(次頁)。2021年の米国経済は住宅取得に伴う周辺消費の増加や、株価と不動産価格上昇による資産効果が一つの起点となろう(イエレン氏も重視している。第14章)。

(図表 5-2.1) 実質金利低下は米国株価に好影響



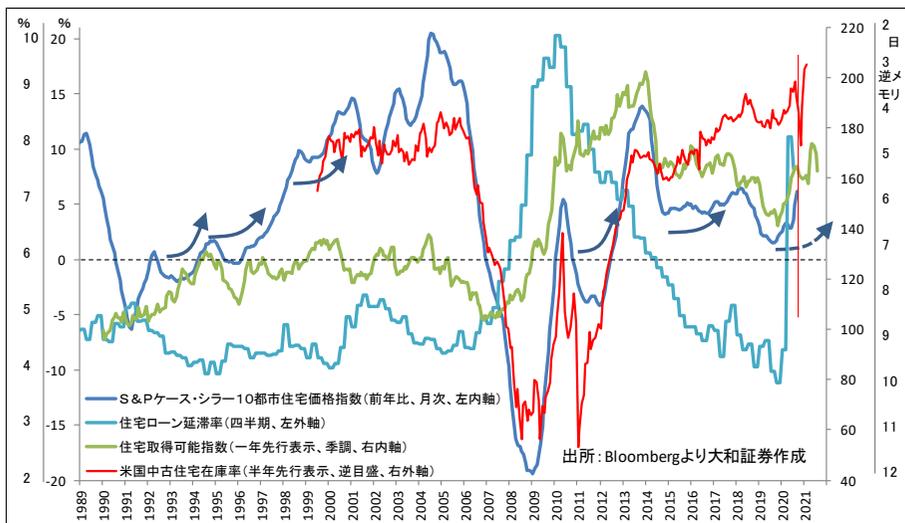
(図表 5-2.2) 実質金利低下は一年遅れて米国住宅価格に好影響。2021年は住宅価格上昇の資産効果大



(3) 購入可能指数改善、中古住宅在庫タイト化。返済延滞も米国住宅関連株は堅調

住宅取得可能指数は住宅価格上昇を示唆（上図緑線）。中古住宅の在庫減少も住宅価格を引き上げる（赤線は逆目盛り）。米国住宅市場から収益をあげている銘柄を紹介したい（下表、次頁）。なお、コロナ禍で住宅ローン延滞増加。ただ、今回は特例の返済猶予で信用スコアにも悪影響なく、復職でき住宅価格が上昇していれば、ローン借り換えに伴うキャッシュ・アウトが一定の救いとなり得る（次々頁）。

(図表 5-3.1) 低金利でアフォーダビリティ改善、在庫タイトで住宅価格は上昇しやすい



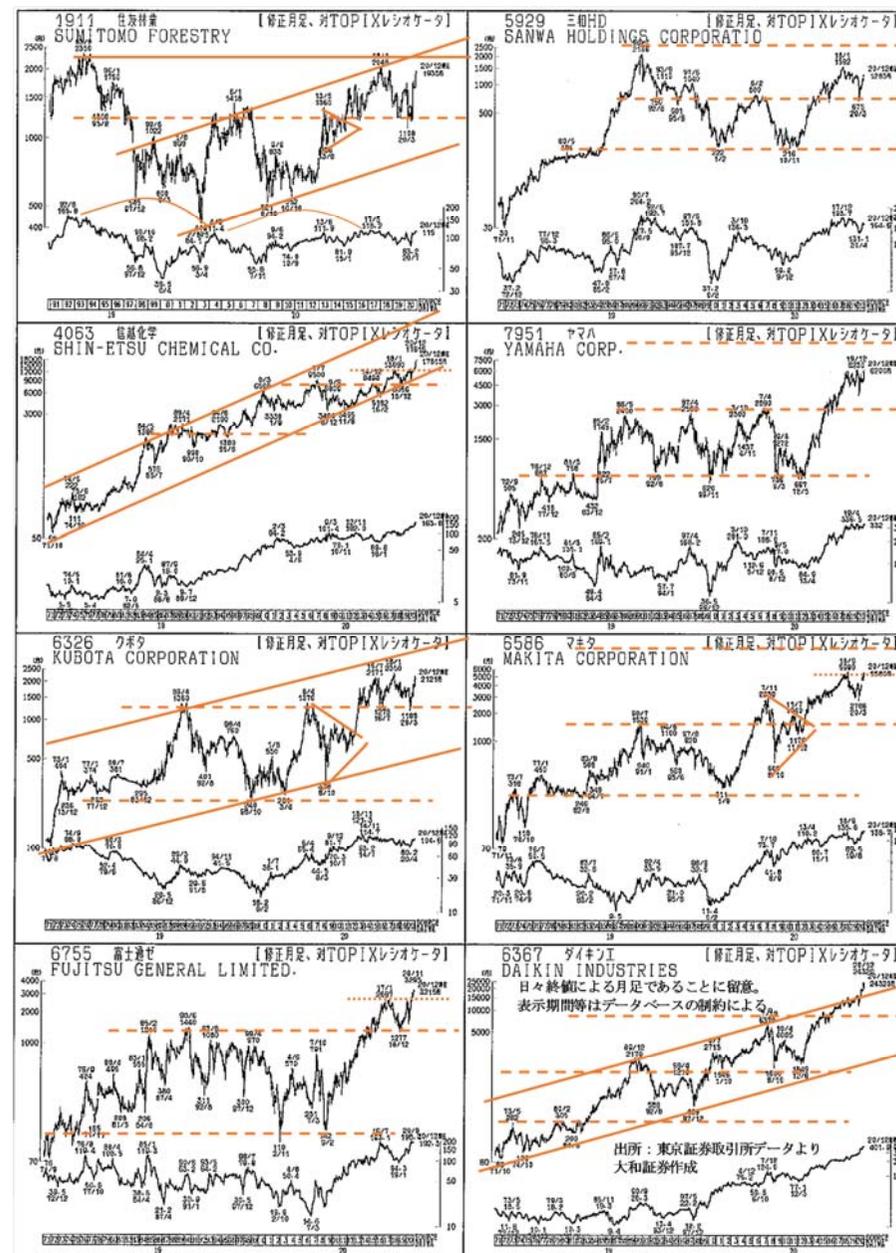
(図表 5-3.2) 米国住宅関連銘柄リスト

主な米国住宅関連銘柄

銘柄名	コード	備考
住友林業	1911	米ハウジングが稼ぎ頭
アルファC o	3434	住宅用ロックも
信越化学	4063	建材に用いる塩ビ世界一
ブリヂストン	5108	売却意向も、ファイアストンが建材
三和HD	5929	シャッター
リンナイ	5947	米国でタンクレス給湯器を現地生産
やまびこ	6250	米国で芝刈り機上位
クボタ	6326	住宅工事関連の小型建機
竹内製作所	6432	高機能小型パワーショベル
ダイキン	6367	エアコン世界首位級。換気機能が人気
マキタ	6586	電動工具。造園工具部門も
アイホン	6718	インターホン
富通ゼネ	6755	エアコン大手
ヤマハ	7951	海外楽器事業は北米が最大
野村HD	8604	モーゲージ証券組成大手

出所：会社四季報などから大和証券作成

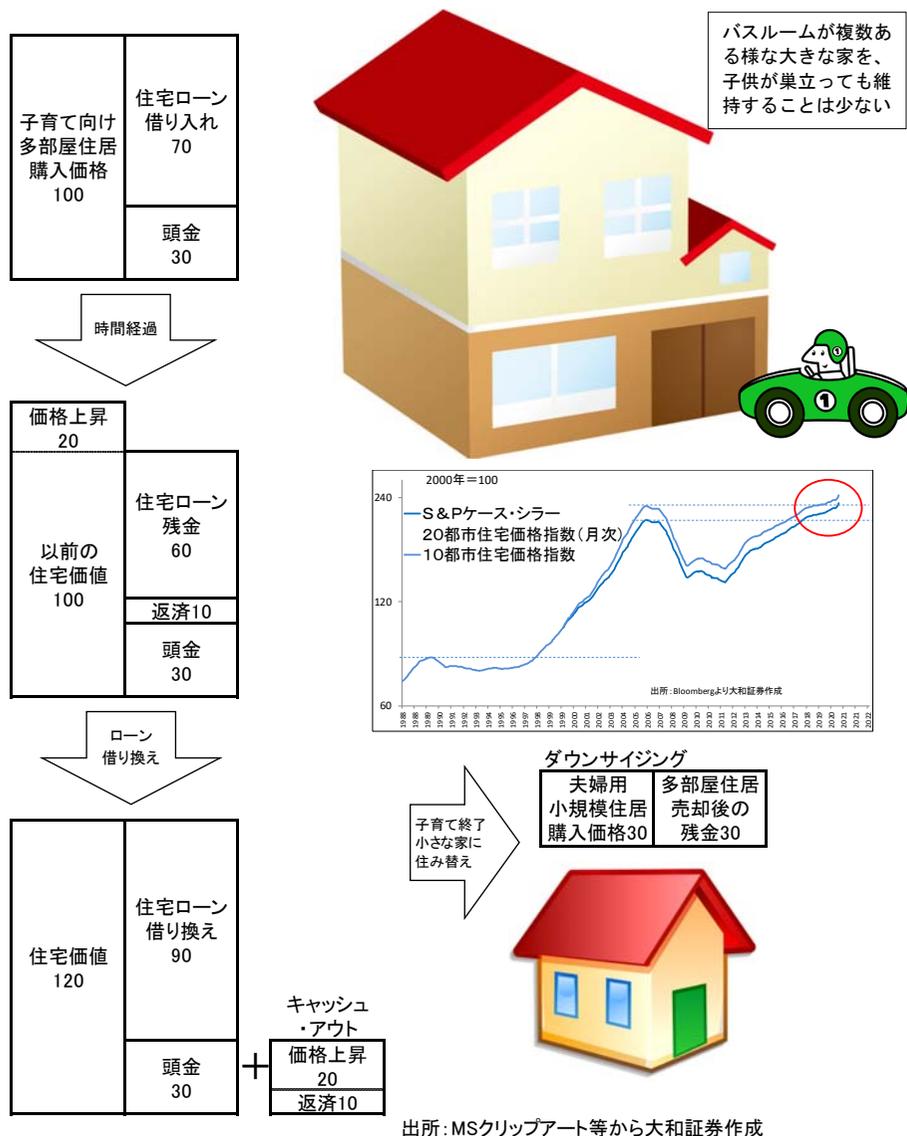
(図表 5-3.3) 米国住宅関連銘柄チャート



(4) 米国での住宅ローン借り換えの仕組み。キャッシュ・アウト（現金引き出し）の効果は大きい

現在、米住宅価格は史上最高値で（中段右グラフ）、含み益がある（中段左バランスシートイメージ）。米国では住宅価値を再査定して改めて融資可能額を算出し、ローン残高を超える借り換えを行うことが一般的（左下）。多くの子供が巣立った後に、小さな家にダウンスジングするので、大きな家のローンを完済するつもりはなく、途中益出しに抵抗感も少ない。用途は自動車購入やリフォーム、学費等に。

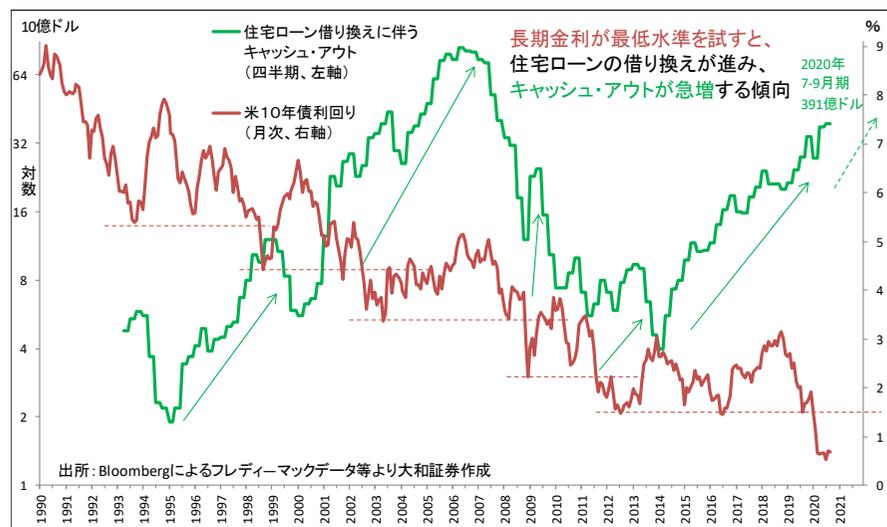
（図表 5-4）住宅価格上昇で子育て用の大きな住居の住宅ローンからキャッシュ・アウト



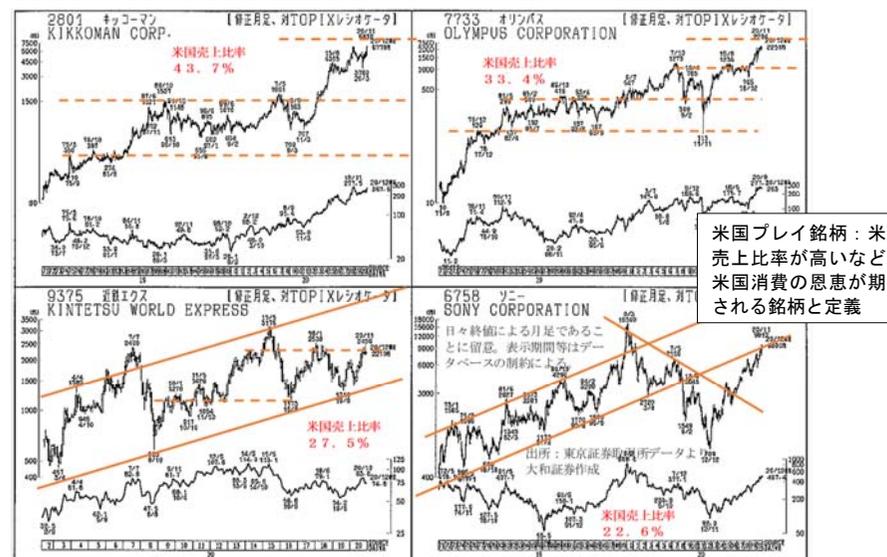
(5) 住宅ローン借り換えに伴うキャッシュ・アウト（現金引き出し）は巨額

名目長期金利が数年来の安値を更新すると（上図水平点線割れ時）、住宅ローンの借り換えが進む。米国ではローン借り換え時にキャッシュ・アウト（現金引き出し）することが一般的で（前頁）、金額が大きいことから（上図）2021年の米国消費を支えよう。ローン延滞にも一定の救いに。米国でシェアが高い企業は堅調なことが多い（下図）。リストは次頁を参照のこと。

（図表 5-5.1）長期金利が数年来の低水準となると、住宅ローンからのキャッシュ・アウトが増加



（図表 5-5.2）米国でシェアが高い銘柄チャート。堅調な銘柄が多い（次頁リストより）



(6) 米国売上比率が高いなど、米国消費の恩恵が期待される「米国プレイ銘柄」に注目

ここでは米売上比率が高い銘柄を米国プレイ銘柄と名付けてリストアップしたい。米国企業向けの貸出態度が厳格化し、住宅ローン延滞が増えても、米金利低下を支えに住宅ローンからのキャッシュ・アウトによって米国住宅関連や消費は期待できる。別途、自動車関連株は図表 5-10.3 で紹介したい。なお、生産地次第では為替面や対中関係等の問題もあり得る。個々に吟味が必要なのは言うまでもない。

(図表 5-6) 米国売上比率の高い米国プレイ銘柄リスト① (時価総額 600 億円以上)

コード	銘柄名	米国比率	コード	銘柄名	米国比率	コード	銘柄名	米国比率	コード	銘柄名	米国比率
7270	SUBARU	72.2%	5101	浜ゴム	26.9%	8411	みずほ	20.3%	4005	住友化	16.8%
7267	ホンダ	54.7%	6472	NTN	26.8%	7272	ヤマハ 発	20.3%	6908	イソ電子	16.7%
4506	大日住薬	53.1%	7752	リコー	26.6%	6113	アマダ	20.0%	4568	第一三共	16.6%
5105	TOYOTIRE	50.8%	7013	IHI	26.2%	5713	住友鋳	19.9%	3591	ワコールHD	16.5%
4502	武田	48.5%	6367	ダイキン	26.1%	7762	シチスン	19.9%	6770	アルプスアル	16.5%
7201	日産自	47.5%	9697	カフコン	25.6%	7250	太平洋	19.8%	4541	日医工	16.4%
5108	ブリヂストン	47.0%	7261	マツダ	25.5%	8306	三菱UFJ	19.7%	1802	大林組	16.4%
6432	竹内製作	44.7%	6284	ASB機械	25.3%	4680	ラウトワン	19.6%	6305	日立建	16.3%
2801	キョーマン	43.7%	6965	朴ノクス	25.3%	5333	ガイシ	19.5%	4151	協和キリン	16.3%
7974	任天堂	43.2%	7012	川重	25.2%	6754	アンリツ	19.4%	5233	太平洋セメント	16.2%
4587	ペプシ	42.8%	8766	東京海上	25.0%	3076	あいHD	19.3%	6652	IDEC	16.2%
3382	7&I-HD	41.9%	6448	ブラザー	24.9%	6752	ハナソニック	19.3%	7735	スクリン	16.1%
8002	丸紅	40.7%	4633	サカイクス	24.8%	6465	ホシザキ	19.2%	3569	セーレン	16.0%
6301	コマツ	38.9%	7220	武蔵精密	24.7%	4996	気アイ化	19.2%	9201	JAL	16.0%
7296	エフ・シー・シー	37.2%	6954	ファナック	24.6%	6258	平田機工	19.2%	6471	日精工	15.9%
8595	ジャコ G	35.4%	5741	UACJ	24.5%	4530	久光薬	18.7%	6302	住友重	15.8%
6326	クボタ	35.4%	4091	日本酸素	24.0%	8410	セブン銀行	18.6%	7966	リテック	15.7%
5970	ジーテクト	35.1%	8591	オリックス	23.6%	7915	NISSHA	18.5%	4755	楽天	15.6%
7203	トヨタ	34.8%	6103	オークマ	23.5%	7951	ヤマハ	18.4%	2802	味の素	15.5%
7313	TSC	34.7%	6869	シスメックス	23.5%	4901	富士フイルム	18.3%	6856	堀場製	15.5%
4503	アステラス薬	34.1%	4974	幼ナバイオ	23.2%	8035	東レ	18.3%	7839	SHOEI	15.5%
7731	ニコン	34.0%	6371	橋本チ	23.1%	6240	ヤマシフィルタ	18.3%	7211	三菱自	15.4%
7733	オリンパス	33.4%	4523	エーザイ	23.1%	5975	東プレ	18.2%	7011	三菱重	15.4%
5301	東海力	33.1%	6323	ローゼ	23.0%	6902	デンソー	18.2%	6674	GSユアサ	15.4%
7105	三菱ロジ	31.9%	7276	小糸製	22.7%	6506	安川電	18.0%	5991	ニッパツ	15.3%
7732	トプコン	30.7%	6758	ソニー	22.6%	4368	扶桑化学	18.0%	7988	ニフコ	15.1%
4543	テルモ	30.4%	4704	トレント	22.4%	6376	日機装	17.9%	6473	ジェイテクト	15.1%
6201	豊田織機	30.2%	6594	日電産	22.3%	5463	丸一管	17.9%	6981	村田製	15.0%
1911	住友林	30.1%	4063	信越化	21.7%	8604	野村HD	17.8%	5214	日電硝	14.9%
4044	セブシ	29.1%	6923	スチール電	21.7%	2531	宝HD	17.8%	6995	東海理化	14.9%
6135	牧野フ	28.8%	6395	タダノ	21.6%	8053	住友商	17.8%	6861	キーエンス	14.8%
7751	キヤノン	28.6%	6383	ダイフク	21.5%	6920	レーザーテック	17.6%	6951	日電子	14.6%
4578	大塚HD	28.6%	6481	THK	21.3%	5110	住友ゴム	17.5%	7741	HOYA	14.5%
6724	エプソン	28.0%	7864	フジシール	21.2%	6592	マブチ	17.5%	8086	ニプロ	14.5%
4528	小野薬	27.9%	4555	沢井製薬	21.0%	9202	ANA	17.4%	9303	住友倉	14.5%
5486	日立金	27.8%	5344	MARUWA	20.9%	9613	NTTデータ	17.4%	8316	三井住友	14.4%
5334	特殊陶	27.8%	6925	ウソ電	20.8%	6971	京セラ	17.3%	9684	スクエHD	14.3%
4902	コカ・コーラ	27.7%	7747	アサヒテック	20.7%	3405	クラレ	17.2%	2875	東洋水産	14.3%
7718	スター精	27.6%	5803	フジクラ	20.7%	7867	幼ナミー	17.1%	2897	日清食HD	14.1%
9375	近鉄エクス	27.5%	7282	豊田合	20.6%	7278	エクセディ	17.1%	6406	フジテック	14.0%
7846	ハイロット	27.0%	6098	リクルートHD	20.5%	5988	ハイオックス	17.0%	9766	ゴミ HD	14.0%
5929	三和HD	26.9%	7936	アックス	20.4%	6141	DMG森精	17.0%	6755	富通ゼネ	13.9%

主にBloombergによる各社地域別データにて作成。市場は全て東証一部。2020/11/10時点の時価総額600億円以上 出所: Bloomberg、各社有価証券報告書より大和証券作成
当リストは中長期の保存版を企図しているため、2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい

(7) 小型株は東証改革で人気がないが、米国で活躍する米国プレイ銘柄も

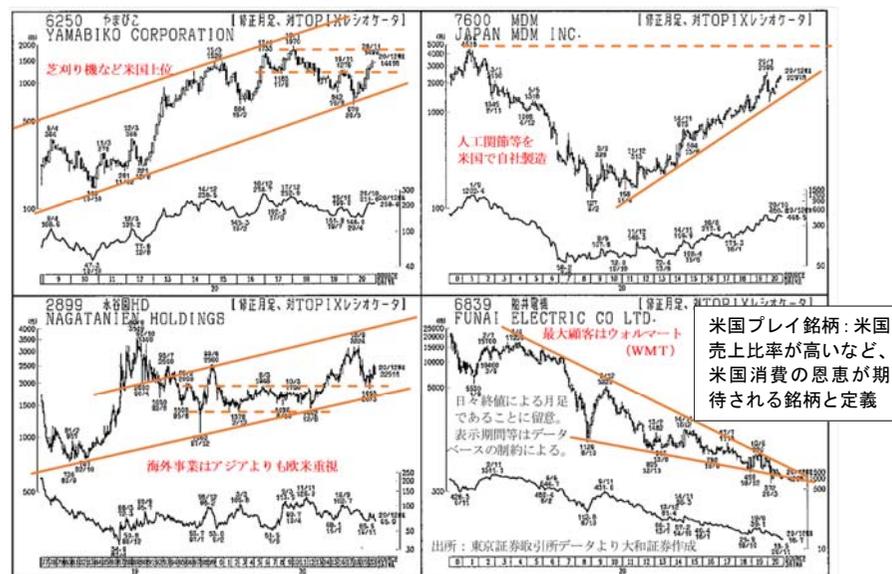
金融庁・東証は市場構造の在り方等の検討を進めており、現在の東証一部の中でも小型株は指定替え相当の扱いが懸念されている。結果、小型株指数は総じてパフォーマンスが悪い。しかし、米国売上比率が高い銘柄は多い(上表)。自動車メーカーと共に米国進出した自動車部品株が目立つが、中では米国で独自に活躍する米国プレイ銘柄も存在しており注目できる(下図)。

(図表 5-7.1) 米国売上比率の高い米国プレイ銘柄リスト② (時価総額 600 億円未満)

コード	銘柄名	米国比率	コード	銘柄名	米国比率	コード	銘柄名	米国比率	コード	銘柄名	米国比率
4653	ダイオース	60.1%	6584	三桜工	31.0%	6277	ホカワミクロ	21.1%	6718	アイホン	16.4%
9260	Wismetac	60.0%	5949	ユニプレス	30.0%	7241	フタバ	20.9%	6262	ペガサス	16.2%
6839	船井電機	54.2%	7266	今仙電機	29.0%	7745	A&D	20.5%	6999	KOA	16.2%
6250	やまびこ	51.1%	6789	ローランド DG	28.5%	6464	ツバキカシマ	20.2%	9110	ユニテド海	16.2%
5726	大阪チタ	48.7%	2174	GCA	27.3%	6820	アコム	20.2%	6358	酒井重	15.9%
6409	キトー	46.5%	4548	生化学	25.7%	5202	板硝子	20.1%	4531	有機薬	15.9%
7256	河西工	43.8%	5852	アルステイ	25.4%	4410	ハルマ化成G	19.5%	6482	ユール精機	15.6%
7294	ヨロズ	42.6%	6517	デンヨー	25.3%	5959	岡部	19.4%	7239	タチエス	15.4%
7408	シャムコ	42.5%	3434	アルファCo	24.9%	7280	ミツバ	19.2%	3501	住江織	15.4%
7122	近畿車	41.3%	6803	ティアック	24.1%	6961	エンフラス	18.7%	6205	OKK	15.1%
7600	日本MDM	39.6%	2982	ADワックスG	24.1%	2899	永谷園HD	18.6%	6794	フォスタ電	15.1%
7238	曙ブレーキ	39.3%	3896	阿波製紙	23.8%	4620	藤倉化	18.5%	3639	ホルテーン	15.0%
6418	金銭機	37.6%	4977	ニッパツ	23.7%	7942	JSP	18.3%	2183	リニカル	14.8%
7212	エフテック	35.1%	7715	長野計器	23.1%	6445	蛇の目	17.6%	6638	Mimaki	14.7%
6798	SMK	35.1%	7236	ティアド	23.1%	6616	トックスゼミ	17.6%	7999	MUTOHO-HD	14.5%
4231	タガホリ	35.1%	5727	邦チタウム	22.1%	6941	山一電	16.9%	7594	マルカ	14.4%
4249	森六	33.5%	6632	JVCKW	22.0%	6351	鶴見製	16.7%	6237	イキホフ	14.3%
6272	レオン自機	32.4%	6904	原田工業	21.8%	7628	オーハンテック	16.6%	6118	アイダ	14.3%
7291	日テック	32.1%	5013	ユニロ化	21.4%	6817	スミタコーホ	16.6%	5632	菱製鋼	14.0%
6815	ユニオンHD	31.1%	7709	クボテック	21.2%	6333	帝国電機	16.5%	4914	高砂香	14.0%

主にBloombergによる各社地域別データにて作成。市場は全て東証一部。2020/11/10時点の時価総額600億円未満 出所: Bloomberg、各社有価証券報告書より大和証券作成
当リストは中長期の保存版を企図しているため、2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい

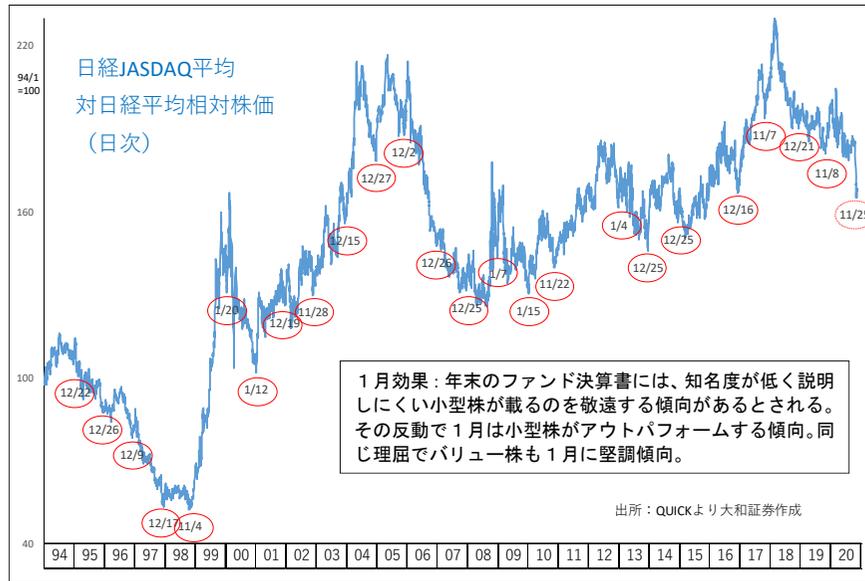
(図表 5-7.2) 小型株には米国で活躍する米国プレイ銘柄も多い



(8) 年末はフロンティア株の押し目買い戦略が有効に。フロンティア市場の米国プレイ銘柄

JASDAQ市場等は個人投資家の影響が大きく節税目的の損出確定売りで年末までアンダーパフォームしやすい(上図)。一方で、年初にフロンティア株が上昇しやすいことは1月効果として知られている。実質無利息無担保融資等もフロンティア市場にはプラスになる。ここではフロンティア市場での米国プレイ銘柄をリストアップした(下表)。

(図表 5-8.1) フロンティア市場は節税目的の損出し売り等で年末さえないが、年明けの1月効果に期待



(図表 5-8.2) 米国売上比率の高い米国プレイ銘柄リスト③ (フロンティア市場)

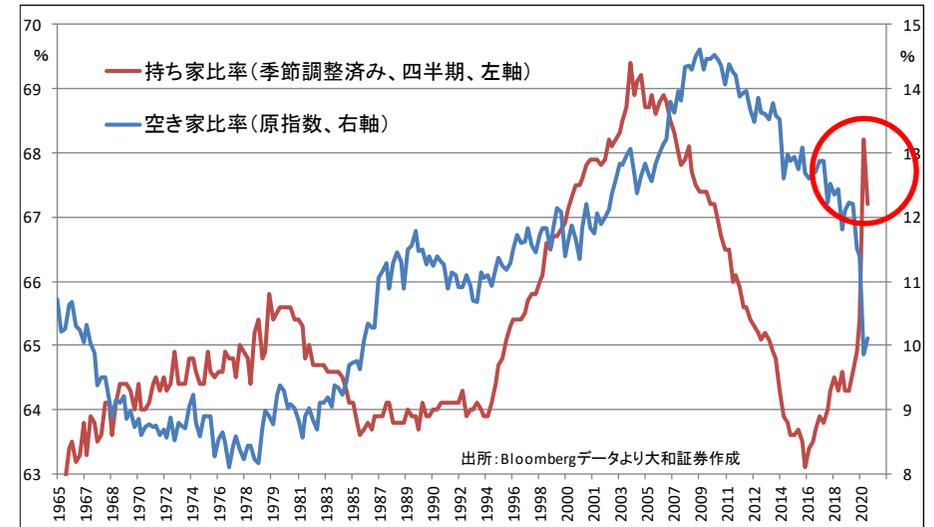
コード	銘柄名	市場	時価総額 (億円)	米国比率	コード	銘柄名	市場	時価総額 (億円)	米国比率
4572	カルナバイオサイエンス	JQG	160	86.1%	3068	WDI	JQS	93	26.6%
4235	ウルトラファブリックス・ホールディングス	JQS	62	76.3%	7218	田中精密工業	JQS	57	26.4%
6416	桂川電機	JQS	9	65.2%	6890	フェローテックホールディングス	JQS	400	26.4%
3990	UUUM	M	374	60.8%	2160	ジーエヌアイグループ	M	891	24.2%
6255	エヌ・ビー・シー	M	111	60.1%	7298	八千代工業	JQS	126	23.3%
2158	FRONTEO	M	302	49.9%	6628	オンキヨーホームエンターテイメント	JQS	30	22.7%
3851	日本一ソフトウェア	JQS	51	45.1%	7094	NexTone	M	284	22.6%
4579	ラクオリア創業	JQG	204	44.7%	7217	テイン	JQS	40	19.8%
3680	ホットリンク	M	79	44.6%	6239	ナガオカ	JQS	51	19.7%
6659	メディアリンクス	JQS	27	42.0%	6159	ミクロン精密	JQS	84	19.3%
6190	フェニックスバイオ	M	22	41.7%	3966	ユーザベース	M	1,166	19.0%
9610	ウィルソン・ラーニング ワールドワイド	JQS	8	39.8%	7716	ナカニシ	JQS	1,885	18.8%
3913	sMedio	M	25	38.9%	6408	小倉クラッチ	JQS	38	18.1%
4978	リプロセル	JQG	265	38.1%	4816	東映アニメーション	JQS	2,915	16.7%
6736	サン電子	JQS	522	37.5%	6324	ハーモニックドライブ・システムズ	JQS	7,166	16.6%
4565	ソーせいグループ	M	1,187	36.8%	3723	日本ファルコム	M	134	16.3%
7865	ピープル	JQS	46	33.2%	8072	日本出版貿易	JQS	9	15.9%
7229	ユタカ技研	JQS	236	29.8%	6664	オプトエレクトロニクス	JQS	26	15.3%
6943	NKKスイッチズ	JQS	33	29.1%	7707	プレジジョン・システム・サイエンス	M	298	15.2%
6694	ズーム	JQS	40	28.1%	6061	ユニバーサル園芸社	JQS	94	14.9%

注1 Bloombergによる各社の地域別データより作成。時価総額は2020/11/18時点。市場は、JQSがシマックスファンド、JQGがシマックスグループ、Mが東証マーズ 出所: bloomberg、各社有価証券報告書より大和証券作成
当リストは中長期の保存額を念のため、2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい

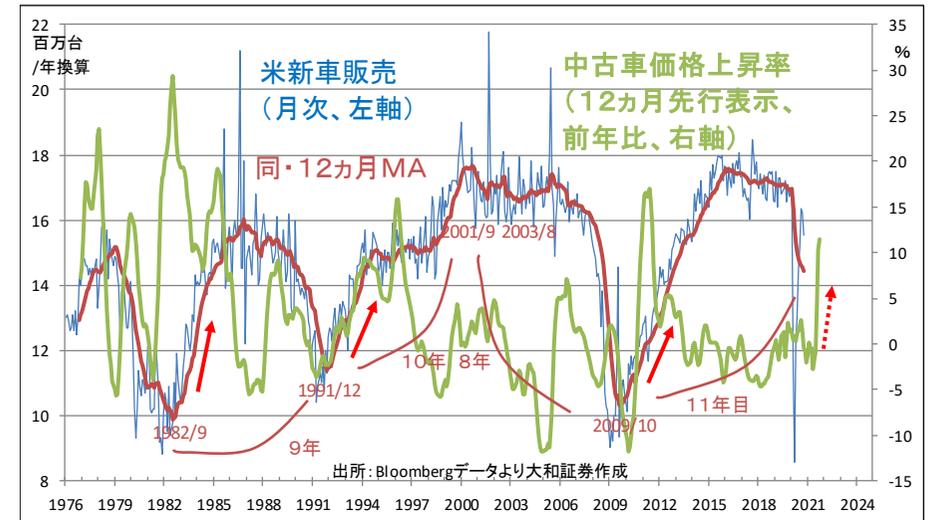
(9) コロナ禍の新たな生活様式で、住宅や自動車需要が堅調

米国では急速に持ち家比率が上昇(上図)。仕事場に近い都心の賃貸アパートでなく、在宅ワーク用に広い面積があり、三密を避けることができる郊外の戸建てが人気。筆者はコロナを克服すれば都心回帰の方に経済合理性があると思うが、2021年は中古住宅の在庫減少(上図)で住宅価格が上昇へ。車通勤用に中古車価格が上昇、遅れて新車販売の復調に期待。買い替え需要も到来へ(下図)。

(図表 5-9.1) 持ち家比率が急上昇。在庫減少で住宅価格上昇へ



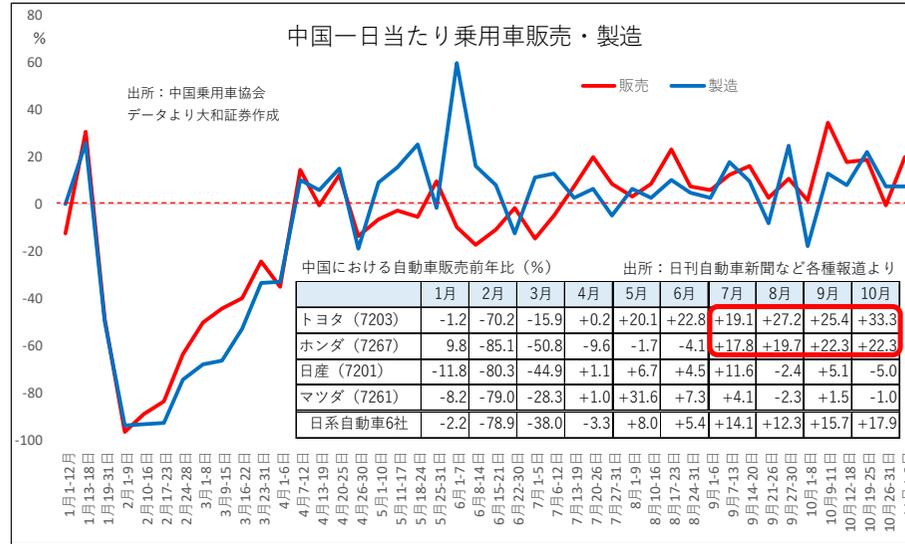
(図表 5-9.2) 新しい生活様式の中で中古自動車人気。買い替え需要もあり2021年は米自動車復調へ



(10) 中国でも自動車好調。ハイブリッド自動車も販売促進が進もう

やや脱線するがコロナ禍にあって中国でも自動車が好調。販売生産は早々に前年並みに戻った(上図)。中でもハイブリッド車(HV)に強い日本勢は好調(上図内表)。中国は2021年1月からHVを低燃費車として優遇する公算で(下記記事)、2035年までに販売する車の半分以上をHVにする計画だ(下図表)。好調な中国自動車市場で日本車のメリットに期待(次頁)。リチウム関連は図表9-11.1参照)。

(図表 5-10.1) 中国自動車市場は早々に戻った。中でもHVに強い日本車好調



(図表 5-10.2) 中国ではハイブリッド車(HV)を優遇する公算

「中国、環境車優遇にHVも 日本勢に追い風」2020/6/23 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。【北京=多部田俊輔】中国政府がハイブリッド車(HV)を「低燃費車」と位置づけて優遇する政策を最終的に決めたことが22日、分かった。2021年1月から実施する。これまではガソリン車と同一視してきた。電気自動車の販売低迷を受けて、環境対策の加速にはHVなどの普及が必要だと判断した。22日に発表した管理規則の修正では、ガソリン車の中に「低燃費車」を新たに設定した。この規制上、通常のガソリン車の0.2~0.5台分と見なす。HV1台を造った場合に必要となる新エネ車の台数は、ガソリン車を造った場合の2~5割で済む計算だ。

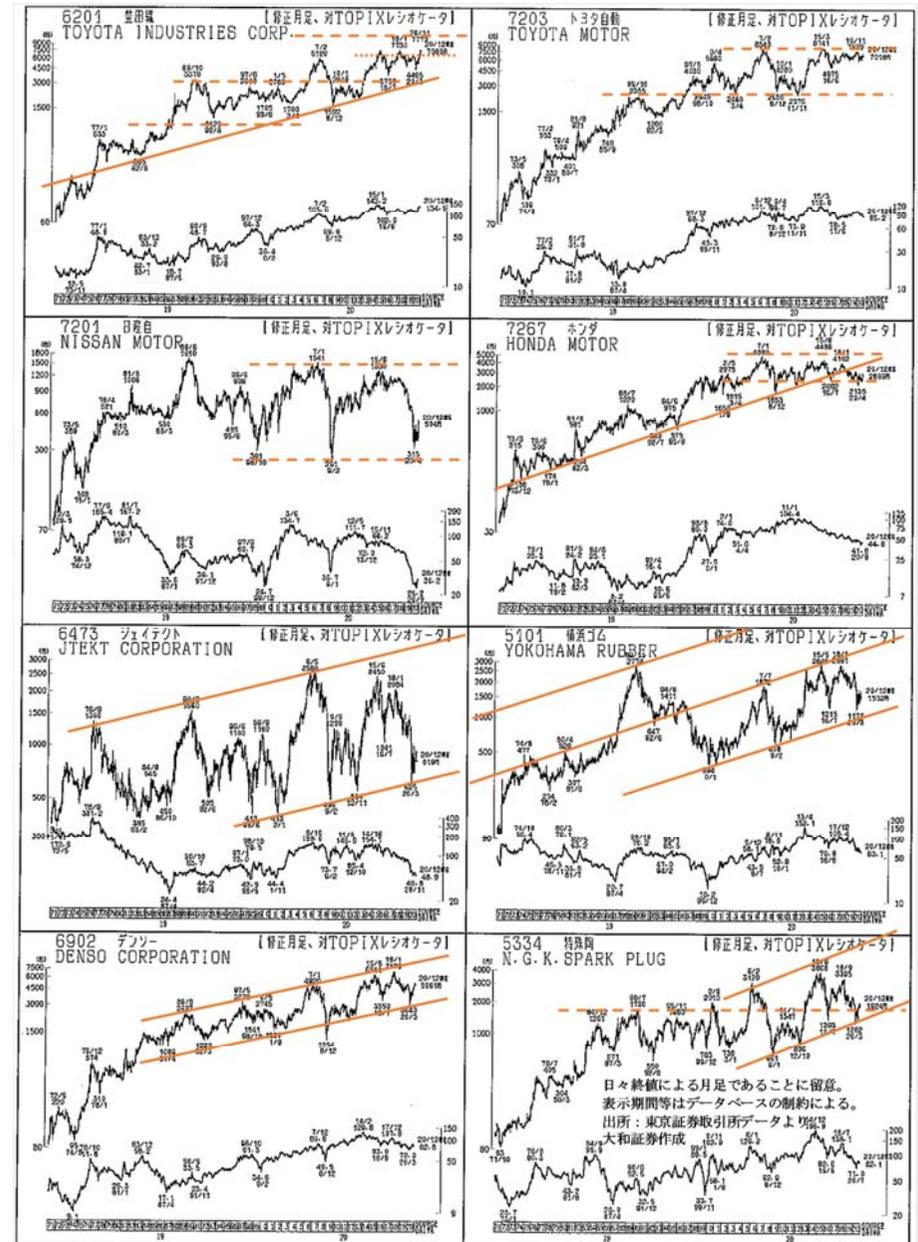
中国政府は新エネ車に加えHV優遇

	2019年現状	2025年	2030年	2035年
ガソリン車		40%	15%	0%
HV	95%	40%	45%	50%
E Vなど新エネ車	5%	20%	40%	50%

出所：中国「省エネルギー・新エネルギー車技術ロードマップ2.0」、日本経済新聞より大和証券作成

なお、中国が日本勢の得意なHV優遇に舵を切ったのは、膨大な内需を満たすためと、海外企業のサプライチェーンを自国に依存させる双循環の考えがあると思われる。日本勢は当面優遇されるだろう。第9章後半参照。

(図表 5-10.3) 自動車関連株チャート

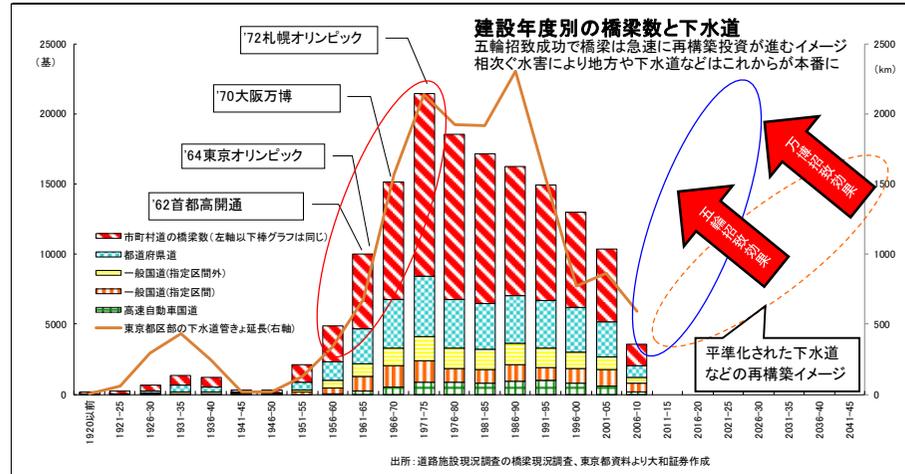


第6章 菅ノミクス①インフラ再構築。東京五輪、観光、札幌五輪招致も

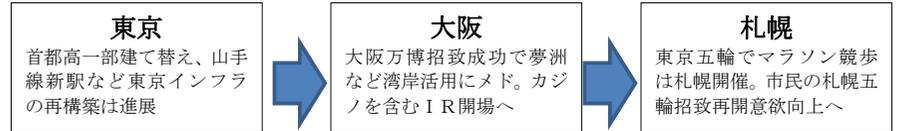
(1) 高度経済成長期に構築した社会インフラの再構築が進む。大阪IRから札幌五輪招致も

ここからは日本のインフラ投資とそれに連動しやすい五輪等や観光をみたい。鉄筋コンクリートは半世紀程度風雨に晒されるとアルカリ成分が抜けて鉄筋が錆び老化が急速に進む。実際、1964年の東京五輪前に構築した首都高速は一部建て替え(下画像左)。インフラ再構築のために五輪、万博、IR等の招致が利用される面も(上図矢印)。よって、高度経済成長期頃の再現の可能性がある(下画像)。

(図表 6-1.1) 高度経済成長期頃のインフラ建設多く、今後も建て替えは増加。50-60年サイクル示現へ



(図表 6-1.2) 1960年代構築の首都高の一部建て替え。東京五輪⇒大阪万博。札幌五輪招致再挑戦も

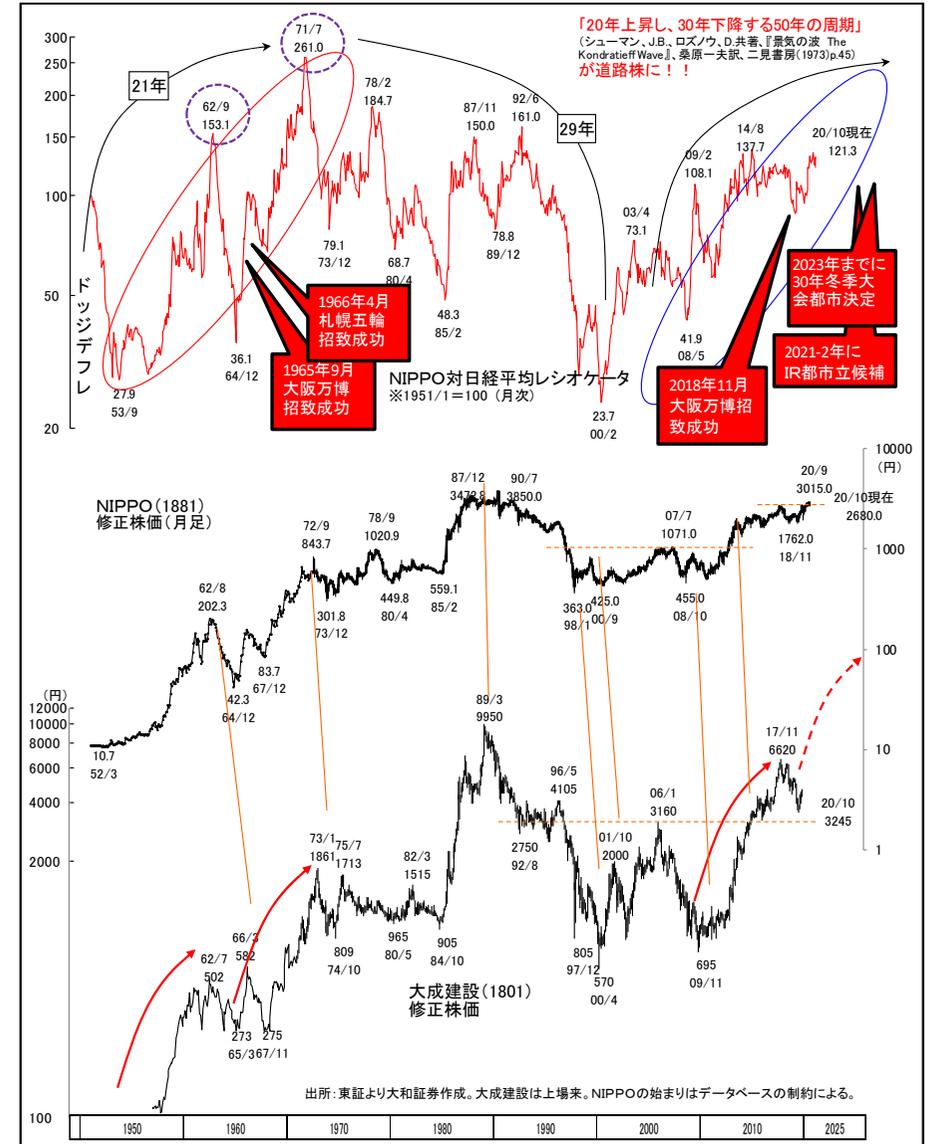


高度経済成長期頃に構築したインフラ構築の再構築の起爆剤に。

(2) 建設株にコンドラチェフ波動。札幌五輪招致、カジノを含む統合型リゾート・IR建設で再騰へ

建設株の相対株価に物価の大循環である50年程度のコンドラチェフ波動示現(上段)。1964年の東京五輪に向けて一旦下落したが、大阪万博・札幌冬季五輪招致成功で再度上昇。2025年大阪万博に続き、2021年マラソン競技開催で札幌も2030年五輪招致機運が高まるだろう。IR関係はずれ込んでいるが、2021年10月~2022年4月に各都市が立候補をする公算。建設株の再騰が見込めるだろう。

(図表 6-2) 建設株には社会インフラの老化によるコンドラチェフサイクルが明確。建設株再騰へ



(3) 資本ストックの再構築サイクルは約50年。五輪招致、I R招致は自然

ここではインフラ投資と脱デフレの関係をみる。資本ストックの再構築サイクルは50年程度で五輪招致と密接に連動(上表下段及び赤字)。ロンドン五輪は1908年、1948年、2012年、ロサンゼルス五輪は1932年、1984年、2028年と平均50年サイクルだ。イベント招致で社会インフラの再構築の起爆剤にするのは自然な流れで、日本各地でI R誘致等が期待できる。国土強靱化も継続しよう(下記事)。

(図表 6-3.1) 資本ストックの再構築サイクルは50年程度。老朽化対策や五輪招致は自然な流れ

資本ストックにかかわる長期循環の転換点(Colin Clark) (年)

		上昇局面	下降局面	上昇局面	下降局面	上昇局面
		の末期	の末期	の末期	の末期	の末期
イギリス	構築物	1880	1896 五輪は12年後	1904	1936 五輪は12年後	1972
	設備	1878	1895	1906	1948	1972
アメリカ	構築物	—	—	1910	1950	1970
	設備	—	—	1907	1945	1970
スウェーデン	構築物	1880	1900 五輪は12年後	1923	1948	1970
	設備	1878	1896	1906	1920	1970
日本	構築物	—	1894	1914	1955 五輪は9年後	1971
	設備	—	1894	1914	1955	1971

出所: Colin Clark, "Is There a Long Cycle?", *Banca Nazionale Lavoro Quarterly Review*, Sept.1984 『世界経済の長期ダイナミクス』篠原三代平1991年より。五輪は筆者追加

上記、長期循環の転換点(Colin Clark)の平均 (年)

平均	1879	1894.8	1910.5	1944.3	1970.8
----	------	--------	--------	--------	--------

約50年間

出所: 上記『世界経済の長期ダイナミクス』篠原三代平1991年より大和証券集計

(図表 6-3.2) 自然災害は毎年のように起きている。国土強靱化も推進継続

「防災・減災、5年で12兆円 国土強靱化で政府・与党」2020/11/17 日本経済新聞より抜粋。政府・与党は防災・減災のための「国土強靱(きょうじん)化」について、2021年度からは事業規模で12兆円程度の5カ年計画とする調整に入った。現在は18~20年度の3カ年で7兆円の計画で進めており、来年度以降も年平均でほぼ同じ規模を維持する。

(4) コンドラチェフの波は資本ストック再構築のタイミングと一致。物価底入れに財政出動は有効

物価の大循環でもあるコンドラチェフの波の谷~谷は50年サイクルだ(下段)。そのボトムは年々資本ストックの底の平均と一致(この頁と前頁上表のそれぞれ下部ピンク部はほぼ同じ)。老朽化対策はおのずと必要な賢い支出となり、財政出動が脱デフレに有効である事を示唆している。五輪、万博、I R等の招致やインフラ投資がデフレ脱却には有効であると理解できる。

(図表 6-4) コンドラチェフの波の底は資本ストックの底と一致。現在の財政支出はデフレ脱却に有効

長期波動の転換点比較 (年)

氏名 (出版年)	第1波		第2波		第3波		第4波	
	谷	山	谷	山	谷	山	谷	山
N.D.コンドラチェフ (1926)	1790 前後	1810 ~17	1844 ~51	1870 ~75	1890 ~96	1914 ~20	—	—
D.S.ヴォルフ (1929)	—	1825	1849 ~50	1873 ~74	1896	1913	—	—
V.C.ワントループ (1936)	1792	1815	1842	1873	1895	1913	—	—
J.シュンペーター (1939)	1787	1813 ~14	1842 ~43	1869 ~70	1897 ~98	1924 ~25	—	—
C.クラーク (1944)	—	—	1850	1875	1900	1929	*1945	*1970
L.H.デュブリーズ (1947,1978)	1789 ~92	1808 ~14	1846 ~51	1872 ~73	1895 ~96	1920	1939 ~46	1974
J.ブーヴィエル (1974)	—	—	1840	1865	1897	1913	—	—
S.アミン (1975)	1815	1840	1850	1870	1890	1914	1948	1967
W.W.ロストウ (1978)	1790	1815	1848	1873	1896	1920	1935	1951
E.マンデル (1980)	—	1826	1847	1873	1893	1913	1939	1966
T.クチンスキー (1980)	—	—	1850	1866	1896	1913	1951	1969
J.J.ファン・ダイ (1983)	—	—	1845	1872	1892	1929	1948	1973
N.H.メイガー (1987)	1789	1814	1843	1864	1896	1920	1949	1973

(注) ※クラークの第4波のデータは戦後の論文で追加したことを示す。

(資料) 市川泰次郎編[5] p.8. より作成、ただしメイガーはMager,N.H.[85]による。

出所: 『日本と世界の景気循環』田原昭四1998年より

上記、長期波動の転換点の平均 (年)

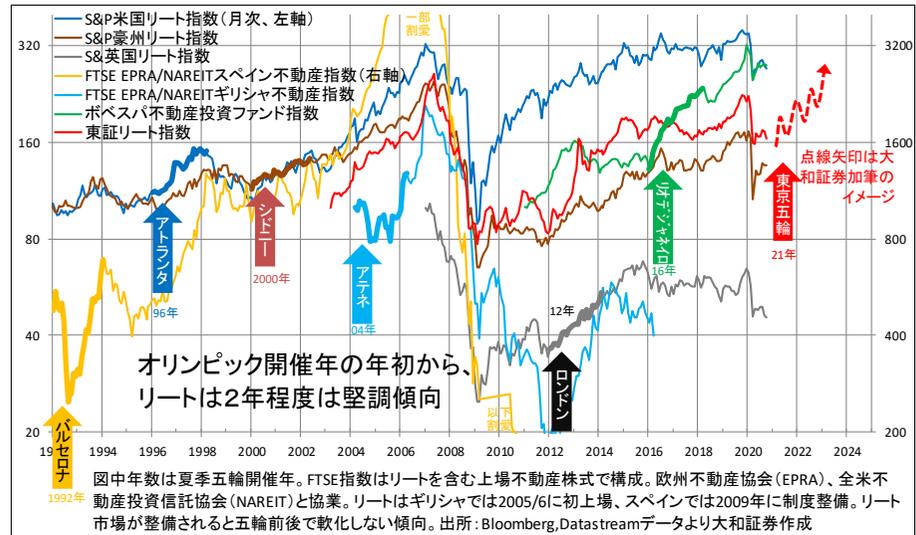
平均	1793.4	1819.2	1846.4	1870.7	1895.2	1918.4	1944.7	1967.9
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

出所: 上記『日本と世界の景気循環』田原昭四1998年より大和証券集計

(5) 五輪開催翌々年3月まではリート堅調。仮に無観客でも「ショーケース（宣伝）効果」に期待

五輪開催後は翌々年第1四半期頃まで開催国のリートは堅調となる傾向がある（上図太線）。再整備された街の世界に見せる「ショーケース」効果だ。2021年の東京五輪が例え無観客であったとしても、その後のコロナ克服後に日本へのインバウンドを増幅させよう。また、日本人は東京五輪を観戦できる機会も多いだろう。スポーツの力は偉大だ。今は想像できない素晴らしい高揚感が日本を包むと思う。

(図表 6-5.1) 五輪開催後は翌々年第1四半期頃まで堅調傾向（特にリート市場が整備後の国は）



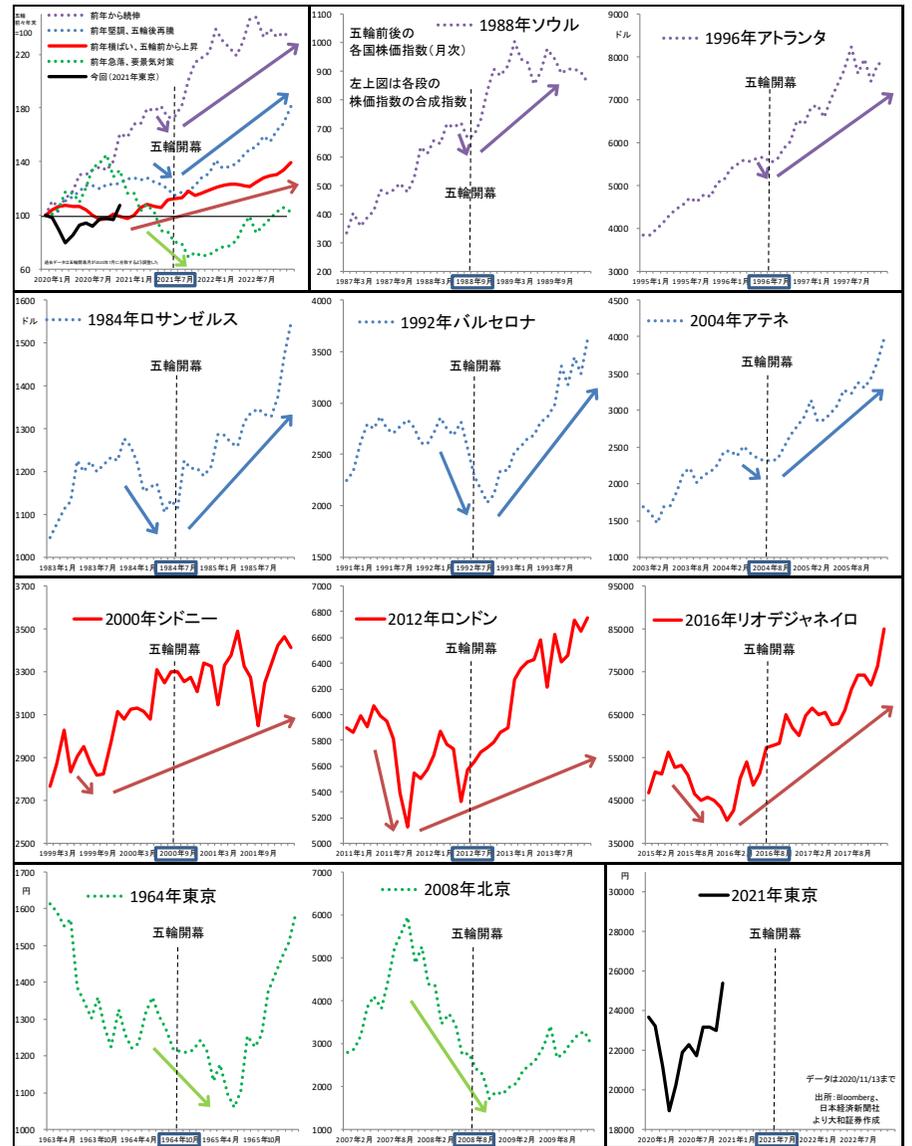
(図表 6-5.2) スポーツの力は偉大。2021年東京大会も終わってみたいらしい大会になろう



(6) 日本の五輪開催では悪い事が多かったが、世界では異なる。2021年大会後に日本を見直す動きに

五輪東京大会は1964年に証券不況、2020年はコロナ、1940年は戦争で返上、72年札幌の翌年に相場暴落、98年長野直後にロシア危機と、日本は五輪と相性が悪い。しかし、近年夏季五輪頃の相場が酷いのは僅かで、韓国株はソウル大会前から飛躍（上段）、ギリシャ株等は大会後に再度見直され（二段目）、英株などは開催年から堅調だった（三段目）。海外投資家は2021年大会の後に、日本を見直すことに。

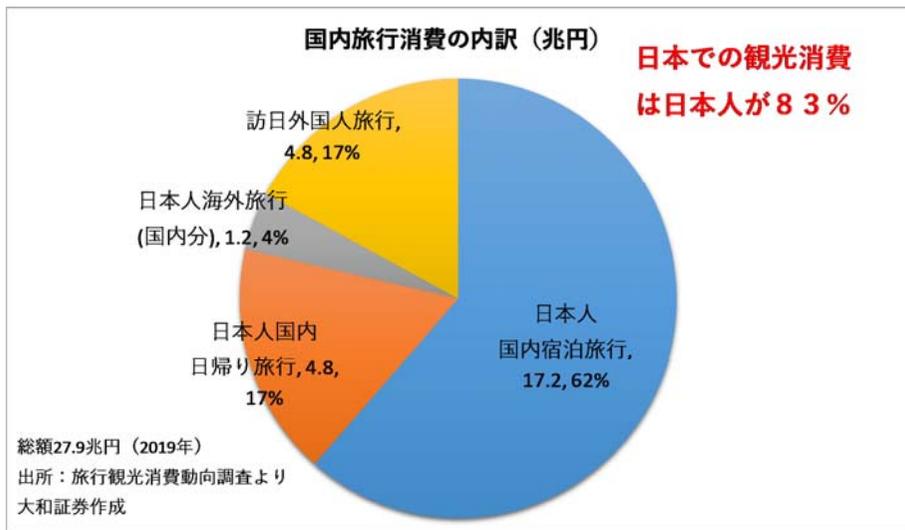
(図表 6-6) 近年の五輪開催前後の株価は4分類。日本人の経験とは異なり、悪いケースは稀



(7) 日本人が国内観光の主力。GoToトラベル事業に五輪開催で観光業は復調しよう

ここからは観光をみる。五輪などのイベントは社会インフラの再構築だけでなく観光にもメリット大。インバウンドは不透明だが（下記下段）の国内観光消費に占める割合は約17%と限定的（上図）。2021年の東京五輪によって日本人による観光消費は大きく回復する可能性も。また、GoToトラベル事業が延長実施方向で議論（下記上段）。長期間サポートされる可能性も出てきている（下記下段）。

（図表 6-7.1）国内観光消費は日本人が主力。五輪で国内観光は盛り上がる可能性大



（図表 6-7.2）大型連休まではGoToトラベルが観光業を支える。長期に及ぶ可能性も

「GoToトラベル6月まで 経済対策案、中小事業転換に1億円」2020/12/4 日本経済新聞より抜粋。赤青傍線は筆者。政府が来週に決める追加の経済対策案が4日、分かった。観光需要喚起策「Go To トラベル」の期限を2021年6月末まで延長する。新型コロナウイルス禍で事業転換や事業再編に乗り出す **中堅・中小企業の設備投資費用などに最大1億円を補助**する。

「3次補正「真水で30兆円を」 自民・世耕氏」2020/11/6 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。自民党の世耕弘成参院幹事長は6日の記者会見で、追加経済対策を裏付ける政府の2020年度第3次補正予算案に関し「30兆円ぐらいの真水があってもいい」と述べた。「財源を気にして経済の基盤を壊したら、**コロナが収束した後に経済が立ち直れない状況になる。経済の基盤を守ることに徹するべきだ**」とも語った。

「海外からの観客、14日間待機の免除検討 東京五輪」2020/11/12 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。2021年夏の東京五輪・パラリンピックで政府や大会組織委員会などは12日、**海外からの観客について14日間の待機措置を免除する**方向で検討を進めることで一致した。新型コロナウイルスの感染が国内や欧米で再拡大するなか、観客数の上限は冬場の感染状況などを見極めつつ21年春までに決める方針だ。

(8) 観光関連銘柄リスト。GoToトラベル事業のメリット大。としまえん閉園は陰の極か

以下に観光関連銘柄をリストアップした。GoTo事業で旅行会社はそれなりに息をついたし、ホテル業界はラグジュアリークラスから人気となった。観光に対するペントアップ・デマンドやうっ憤晴らしのリベンジ消費が観測される。また、2020年はとしまえん遊園地が閉園した。近隣で育った筆者は個人的にはとても寂しいが、パターンとしては陰の極であり、残存者メリットが期待できる状況と思う。

（図表 6-8）観光関連銘柄リスト

主な旅行、ホテル、テーマパーク運営関連銘柄

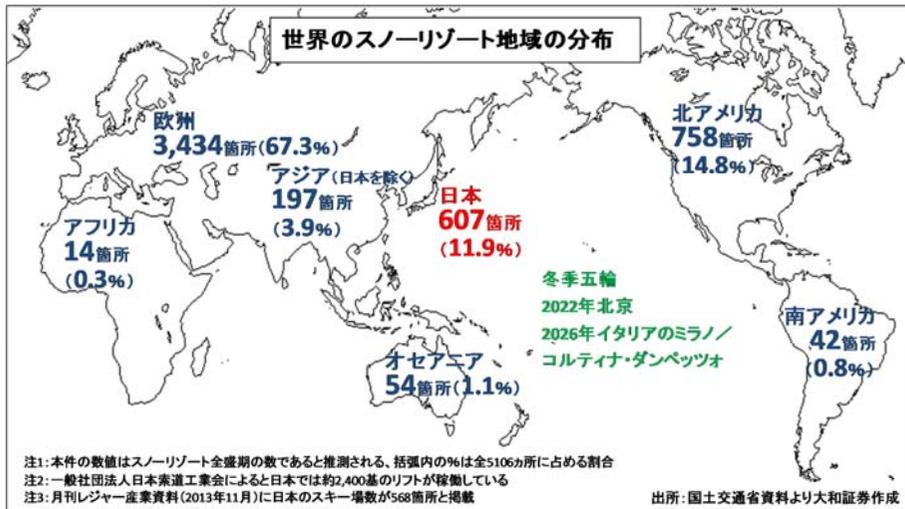
銘柄名	コード	特徴
KNT-CTホールディングス	9726	近鉄系、国内比率高い。クラブツーリズムも
エイチ・アイ・エス	9603	海外旅行が8割超。ハウステンボス、変なホテル運営も
阪急阪神HD	9042	新聞広告活用の阪急交通社を傘下。阪急阪神ホテルズ等運営
東武鉄道	9001	スポーツ旅行に強みのトップツアーズを傘下。スカイツリーも
JR東日本	9020	旅行最大手JTBに21%出資。メトロポリタンホテル等運営も
JR東海	9022	JTBに12%出資。傘下のJT東海ツアーズは国内旅行が大半
JR西日本	9021	傘下に赤い風船 日本旅行。ヴィアインホテル等運営も
名鉄	9048	傘下の名鉄観光サービスは内外観光に加え国際貨物も
日本航空	9201	傘下にJALバック
ANA	9202	傘下にANAスカイホリデー、ANAハローツアー
帝国ホテル	9708二部	1890年開業の老舗。海外顧客ウェイト高い
リゾートトラスト	4681	会員制リゾートホテルで首位
藤田観光	9722	椿山荘、小涌園、ワシントン、グレイスリーなど。婚礼も
ワシントンホテル	4691二部	ワシントンホテルプラザなど。藤田観光とは別会社
ロイヤルホテル	9713二部	リーガロイヤルホテル。関西財界が出資する名門
共立メンテナンス	9616	ドーミーイン運営
グリーンズ	6547	三重県地盤。米チョイスのFCとコンフォート、グリーンズ
星野リゾート・リート	3287	星野リゾートがスポンサー。星のや、リゾートレー等に投資
三井不動産	8801	三井ガーデン、ザセレストイン等。帝国Hに33%、OLCに9%出資
三菱地所	8802	ロイヤルパークホテル運営。ホテルオークラに6%出資
東急	9005	東急ホテルズ、東急エクセル、東急REI
近鉄グループHD	9041	近鉄・都ホテル運営。志摩スペイン村も
京王電鉄	9008	京王プラザ、京王プレッソイン、京王プレリア運営
相鉄HD	9003	相鉄フレッサイン、サンルート運営
サントリーBF	2587	親会社がバレスホテルに17%、ロイヤルホテルに10%出資
OLC	4661	ディズニー、ブライトン、ミリアルリゾートホテルズ等も
東京ドーム	9681	東京ドームシティアトラクションズ。よみうりランドに7%出資
よみうりランド	9671	グッジョバ!! など。競馬場賃貸も。日テレHDが14%出資
富士急行	9010	富士急ハイランド運営
西武HD	9024	西武園ゆうえんち、八景島シーパラダイス。としまえんは衣替え
東京都競馬	9672	東京サマーランド運営
常磐興産	9675	スバリゾートハワイアンズ運営
サンリオ	8136	ビューロランド、大分ハーモニーランド（屋外型）も運営

二部は東証二部。このリストはできるだけ網羅することを目的とするため、11/26現在で信用規制銘柄等が含まれることに注意された。出所：会社四季報業界地図を参考に大和証券作成

(9) 北京冬季五輪で中国人にスノーリゾートブーム。インバウンドは北海道から

ここでは将来のインバウンドを考える。中国はコロナを克服したので、日本は中国人には早期に門戸を開こう。特に2022年は北京冬季五輪と共にウィンタースポーツ熱が期待できる。スキーなど戸外なら感染不安も小さい。そうした中で日本はスノーリゾートが整備されている(上図)。インバウンドの復活は北海道からとなりそうだ。観光の復調は2030年五輪招致活動活発化に繋がろう(下表)。

(図表 6-9.1) 日本はスノーリゾート大国。2022年北京冬季五輪で熱視線。札幌五輪招致機運に



(図表 6-9.2) 北海道関連銘柄。北海道の空港は一括運営民営化された

主な北海道関連銘柄、札幌五輪関連銘柄

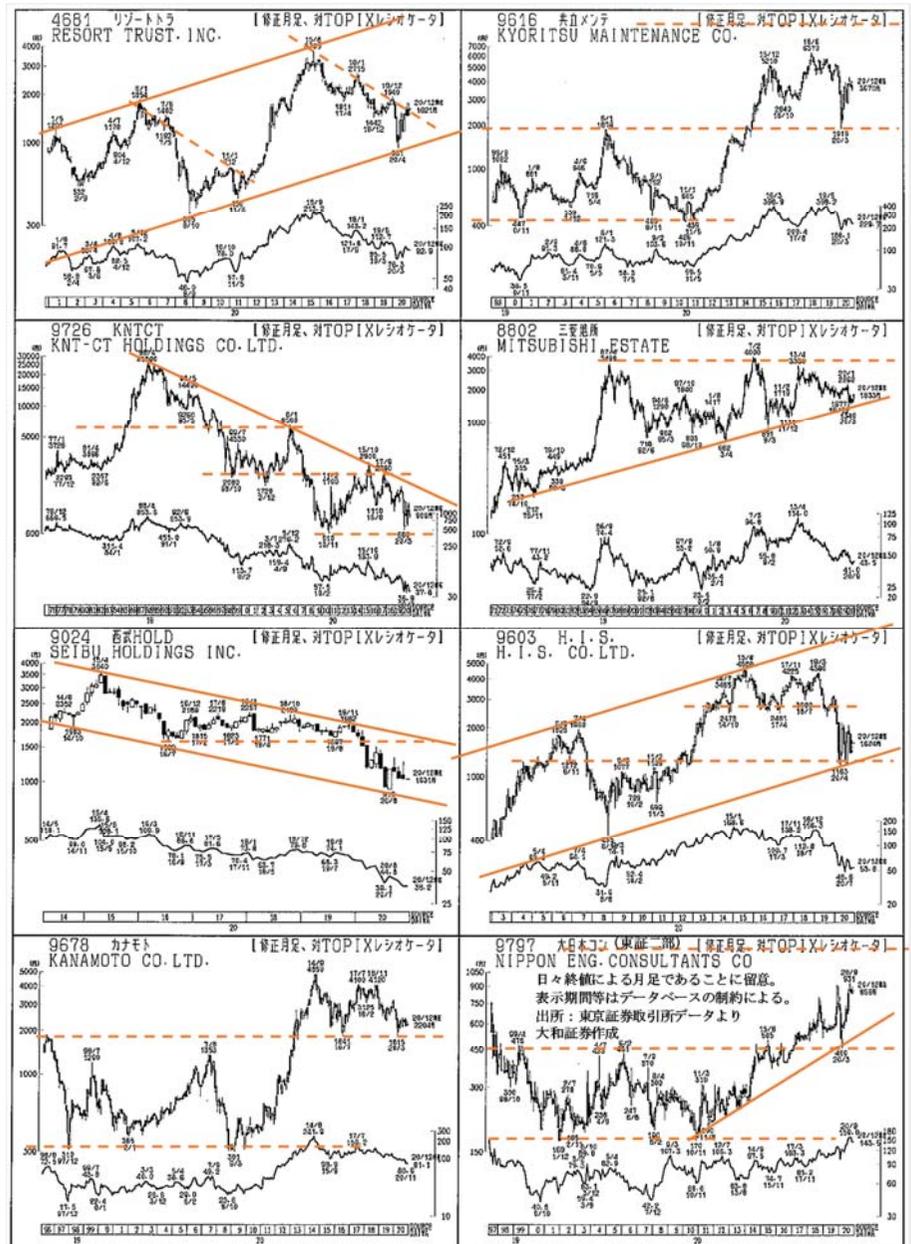
銘柄名	コード	取引所	概要
北弘電社	1734	札幌	屋内電設工事
北海道電工	1832	札幌	北海道電力傘下
土屋HD	1840	二部	北海道地盤の住宅メーカー
専スピリッツ	2222	二部	小樽洋菓子舗ルタオ販売
雪印メグミルク	2270	二部	乳製品
サッポロHD	2501	二部	サッポロビール園を運営
北海道ココカラ	2573	二部	飲料
北雄ランキー	2747	JQS	札幌中心にスーパー展開
アルベン	3028	二部	スポーツ用品
DCM	3050	二部	北海道でもホームセンター運営
星野リゾート・リート	3287	東証	星野リゾートがトマムスキー場を運営
東急不動産HD	3289	東証	傘下にニセコヒラフスキー場
ツルハHD	3391	東証	ドラッグストア
サッドHD	3544	東証	北海道地盤のドラッグストア
ステイカルシス	4350	東証	調剤薬局、薬局向け情報仲介
キラ	7461	JQS	住宅資材の卸小売
イオン北海道	7512	東証	北海道地盤スーパーマーケット
ヒマヤ	7514	東証	スポーツ用品
ノリサキ産業	8085	二部	三菱電機代理店
クワザHD	8104	東証	建材・土木資材商社
ほくほくフィナンシャルG	8377	東証	傘下に北海道銀と北陸銀行
北洋銀行	8524	東証	拓殖道内事業吸収、札幌銀と合併
太平洋興発	8835	東証	北海道・首都圏で不動産業
西武HD	9024	東証	富良野で、スキー場・ホテル
北海道中央バス	9085	札幌	傘下にニセコスキー場、道内ホテルも
JAL	9201	東証	空運大手
ANA	9202	東証	空運大手
北海道電力	9509	東証	電力
北海道ガス	9534	東証	札幌、小樽、函館地域で営業
アルンHD	9627	東証	調剤薬局
ナガワ	9663	東証	現場ユニットハウス、建機レンタル
カナモト	9678	東証	建機レンタル
札幌臨床検査センター	9776	JQS	調剤薬局を道内展開
大日本コンサルタント	9797	二部	建設コンサルタント、札幌同業と提携
アークス	9948	東証	食品スーパー

銘柄名	コード	備考
北海道空港	73HD(4676)	JAL、ANA等が株主
三菱地所	9005	
日本政策投資銀行		
北洋銀行	8524	
北海道銀行		ほくほく(8377)傘下
北海道電力	9509	
サンクイビル	73HD(4676)	傘下
JAL	9201	
ANA	9202	
三井不動産	8801	
三菱商事	8058	
岩田地場建設		北海道最大のゼネコン
道新サービスセンター		北海道広告観光会社
電通G	4324	
大成コンセッション		大成建設(1801)傘下
損害保険ジャパン日本興和		SOMPOホールディングス(8630)傘下

当リストは中長期の保有額を企図しているため、2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい。
 出所: 北海道エアポートHP、QUICK等より大和証券作成

「ソルトレークの五輪招致、34年に変更か 30年は札幌高評価で」2020年2月13日 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。IOCは昨年、原則7年前に開催地を決めていた規定を撤廃。新設の「将来開催地委員会」が候補地を継続的に調査する。30年大会の決定時期は未定だが、**早ければ来年に決まるとの見方**もある。

(図表 6-9.3) 観光・札幌関連銘柄チャート



(10) 東京五輪、札幌での五輪競技開催の経済効果を見て、日本各地ではIR誘致再始動へ

繰り返しになるが、五輪などのイベント招致は観光だけでなく社会インフラの再整備の原動力になり得る。G o T o 事業やウインターリゾート等への熱視線を受け、IR（カジノを含む統合型リゾート）招致は再び勢いを取り戻す可能性大。特にこれからのカジノや国際会議場は感染対策が十分でないとならない。換気や会議場スペース、全てドアの自動ドア化など、新規設備はむしろ差別化ができると思う。

(図表 6-10.1) シンガポールのカジノを含む統合型リゾート（IR）。奇抜な建物だけで集客効果あり



出所：筆者撮影

(図表 6-10.2) IR統合型リゾート誘致を多くの自治体が検討。投資額は巨額

候補地	場所	投資額	備考
大阪府大阪市	夢洲	9,300億円	最有力候補、2025年開催予定の万博との相乗効果に期待
神奈川県横浜市	山下ふ頭	約6,200億円～1兆3,000億円	2019年8月22日に誘致正式表明も、地元の反対が多いことが課題
長崎県佐世保市	ハウステンボス内	約3,200億円～5,500億円	海外観光客誘致に有利、地域住民も賛成派が多い
和歌山県和歌山市	和歌山マリーナシティ	2,799億円	2019年9月27日に県議会が「IR誘致に関する決議」を可決
愛知県常滑市	中部国際空港セントレア	-	愛知県は常滑市への誘致を検討、名古屋市と対立
愛知県名古屋市の	市中心部 or 金城ふ頭周辺	-	候補地が絞り切れておらず、スタートが出遅れ
東京都	臨海副都心青海地区	-	国土交通省のIR意向調査に“検討中”と回答

出所：各種報道等より大和証券建設担当寺岡アナリスト作成

M I C E とは、企業等の会議 (Meeting)、企業等の行う報奨・研修旅行 (インセンティブ旅行、Incentive Travel)、国際機関、学会等が行う国際会議 (Convention)、展示会・見本市、イベント (Exhibition/Event) の頭文字のことであり、多くの集客が見込まれるビジネスイベントなどの総称。筆者は毎秋ハイテク見本市を視察に行く。今年はオンライン開催でセミナーは聴講しやすかったが、登録来場者数は大きく減少した。一堂に集う効果は大きい。M I C E 会場設置を含む IR 招致は遠からず勢いを取り戻そう。

(11) 菅ノミクスは観光に加え農業改革にも注力

ここからは菅ノミクスの一部をみる。菅総理はふるさと納税や訪日外国人の観光ビザの緩和など地方活性化に腐心してきた。実家は稲作より差別化しやすいイチゴ農家であったことから、高校に進学もでき大学も卒業した。農家でも工夫次第で稼げると感じているはずだ。実際、農業改革を進めると自民党総裁立候補パンフレットに明記した。関連銘柄に注目したい。

(図表 6-11.1) 菅総理の公約：農業改革関連銘柄

主な農業改革関連銘柄

銘柄名	コード	特徴
クボタ	6326	国内農機最大手、農機の自動走行などロボット化も推進
ス井関農機	6310	コンバイン・田植え機、農機のロボット化も推進
マ丸山製作所	6316	防除機の大手で農家向け7割、液体散布用ドローンも
丨オプティム	3694	ドローン農業散布やハウス管理などの農業IoT生産システム
トネポン	7985 二部	熱機器主力、ハウス環境の見える化など農業ICTクラウドサービス
農セラク	6199	SI企業、農業IoTによる生産者支援システムも
業大和コンピューター	3816JQS	スマホを使った農作業管理システムなど
オイシックス・ラ・大地	3182	安全に配慮した青果物のネット通販、大地を守る会などを統合
農住友化学	4005	農薬関連の総合力では外資メジャーに対抗できる日系企業
日本農薬	4997	農薬専業大手で国内は全農販路、害虫雑草診断アプリも
・クミアイ化学工業	4996	全農系で農薬専業トップクラス
飼石原産業	4028	海外での農薬事業が柱、欧州で競合撤退による残存者利益享受
料フィード・ワン	2060	飼料業界でJA全農に次ぐ業界2位、三井物産 (8031) が筆頭株主
中部飼料	2053	独立系飼料、伊藤忠商事 (8001) グループと提携

二部は東証二部、JQSはジャスダックスタンダード

出所：会社四季報業界地図、会社四季報CD-ROMなどを参考に大和証券作成

(図表 6-11.2) 菅総理の生まれ故郷は秋田の山間部

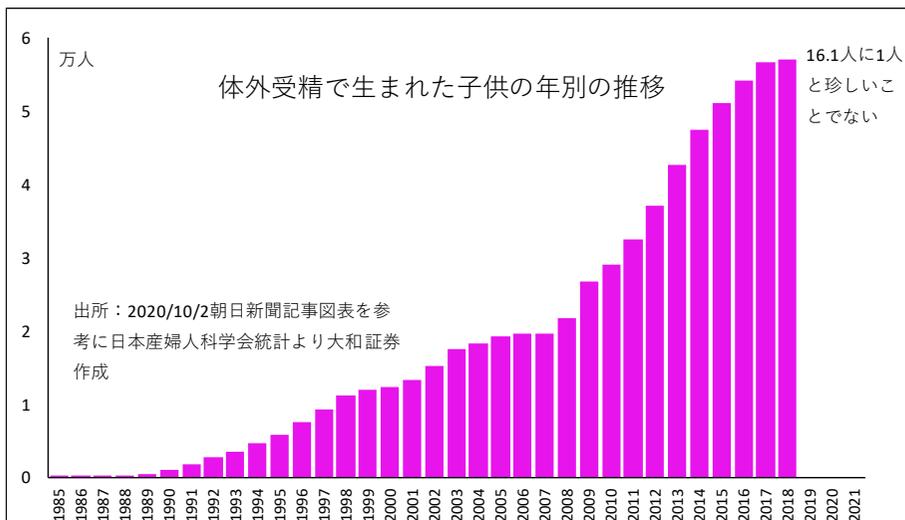


出所：筆者撮影

(12) 菅ノミクスは不妊治療にも力点

体外受精で生まれた子どもは年々増加し珍しいことではなく、市場規模は大きく成長している(上図)。しかし、不妊治療は一部保険適用外で負担が大きい。加えて、コロナ禍にあって新生児は一層減少する懸念がある。不妊治療の助成だけでなく早期の保険適用が期待される。菅総理の自民党総裁立候補プラットフォームにも明記されており、関連銘柄に注目(下表)。

(図表 6-12.1) 不妊治療は珍しいことではないのに一部保険適用外で負担が重い。助成・保険適用へ



(図表 6-12.2) 菅総理の公約：少子化対策関連銘柄

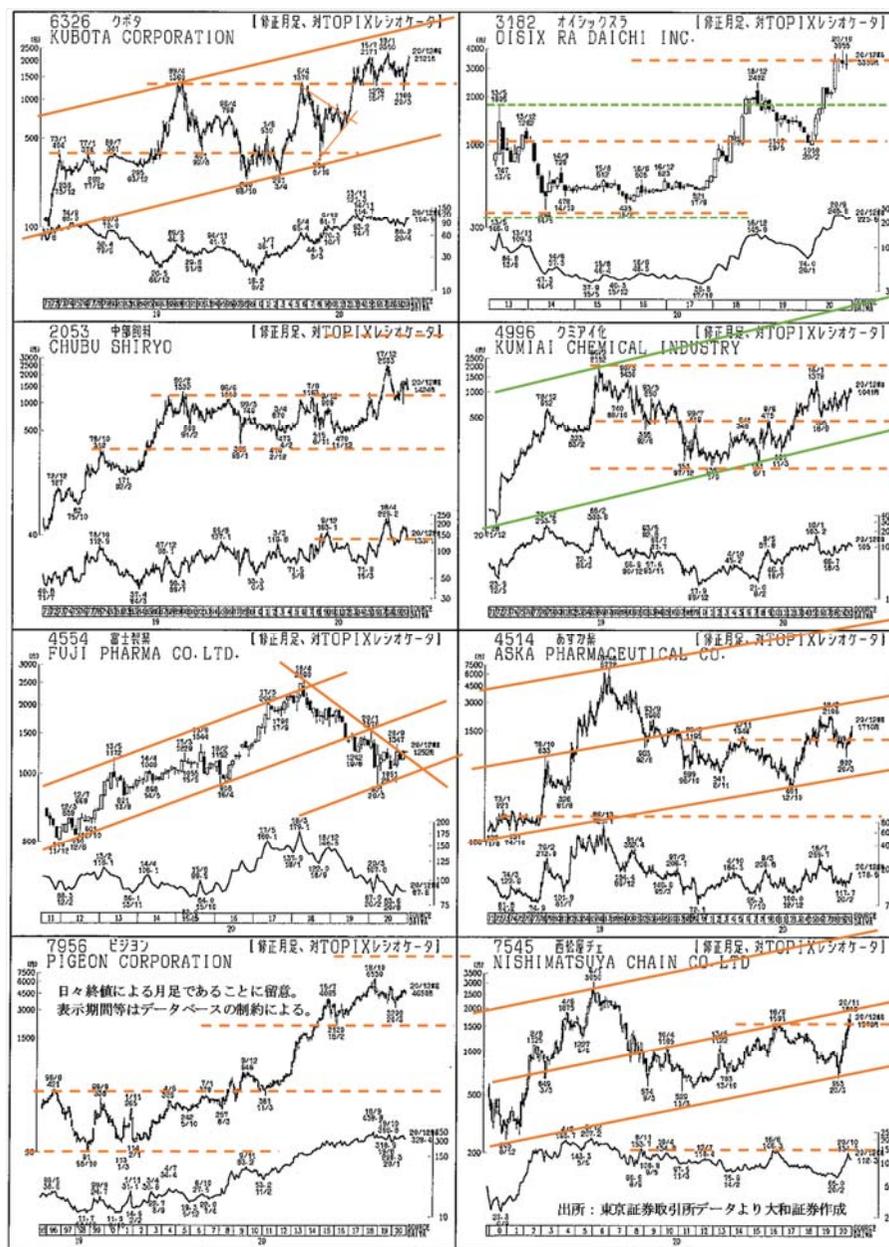
主な少子化対策関連銘柄

銘柄名	コード	特徴
不妊治療	あすか製薬 4514	不妊治療薬など婦人科系に強い
不妊治療	富士製薬工業 4554	不妊治療薬も扱う後発薬メーカー、黄体ホルモン分泌薬など
治療	セルソース 4880	再生医療関連、不妊治療向けの細胞加工も行う
治療	ミズホメディー 4595	体外検査用医薬品の製造販売、妊娠検査薬など
育児用品	花王 4452	トイレタリー国内首位、紙おむつ「メリーズ」
育児用品	ユニ・チャーム 8113	紙おむつ「ムーニーズ」
育児用品	ピジョン 7956	育児用品で国内トップ、哺乳瓶発祥、小物に強い
育児用品	西松屋チェーン 7545	子供服等小売り、ロードサイドの大型店を展開
育児用品	しまむら 8227	子供服等小売り、ベビー・子供用品店舗「バースデイ」も展開
保育	J Pホールディングス 2749	保育最大手、保育所ブランドは「アスク」など
保育	グローバルキッズ 6189	保育所グローバルキッズを展開
教育	ベネッセHD 9783	幼児教育教材「こどもちゃれんじ」など、保育所運営も
教育	リソー教育 4714	名門幼稚園・小学校受験のバイオニア「伸芽会」に100%出資
教育	幼児活動研究会 2152	JQS 全国の幼稚園・保育園で体育指導を行う

二部は東証二部、マザはマザーズ、JQSはジャスダックスタンダード

出所：会社四季報業界地図、会社四季報CD-ROMなどを参考に大和証券作成

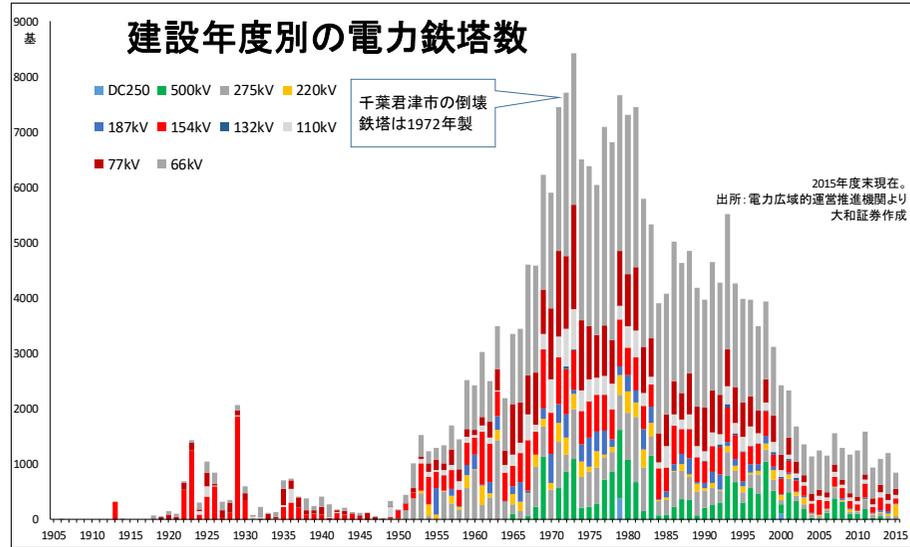
(図表 6-12.3) 農業・子育て関連銘柄チャート



第7章 菅ノミクス②グリーンリカバリー。送電網、風力発電、水素社会も
 (1) 鉄塔も1970年代の構築が多い(図表6-1.1と比較された)。再エネ利用促進で連系線複雑化

ここではインフラ再構築の一環で送配電網、風力、水素関連を考える。多くの送電鉄塔の土台も鉄筋コンクリートで老朽化時期(上図)。加えて、送電線のキャパシティは既存の原発電などにも割り当てられ、再生可能エネルギー利用拡大の障害となる等、新しい社会の要請等にも時代遅れとなった。そこでまず地域をまたぐ連系線を拡充する計画だ(下図)。再エネが利用しやすい送電網の構築が始まった。

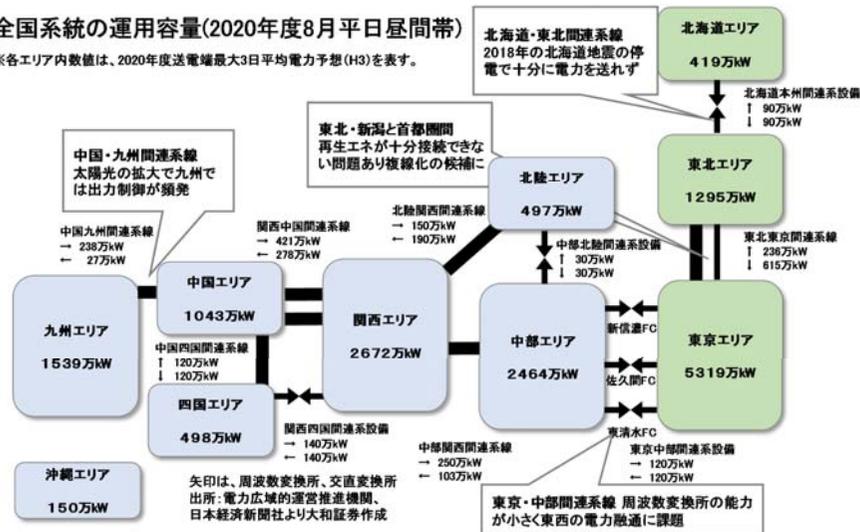
(図表7-1.1) 1970年代構築の鉄塔が倒壊。電線網は老朽化が進んでいる。更新需要有り



(図表7-1.2) 地域間で電力を融通する連系線を複雑化方針。再生可能エネルギー利用促進にも効果

全国系統の運用容量(2020年度8月平日昼間帯)

※各エリア内数値は、2020年度送電端最大3日平均電力予想(H3)を表す。



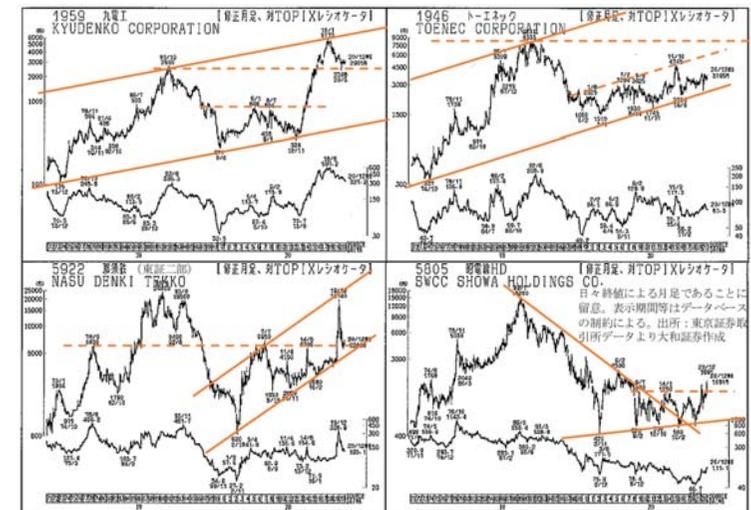
(2) 電線網再構築関連銘柄リスト。連系線には各エリアの電力設備投資関連株にメリット

電線網の再構築関連銘柄リストを紹介する。まず連系線の複雑化等には各エリアの電力設投企業にメリットが期待できる。電線などは統合が進み残存者メリットも。設備更新がバージョンアップし、電線の地中化(共同溝の構築)なども期待できよう。また東京電力管内は設備修繕投資が相対的に遅れている可能性があるが、いずれパレントアップ・デマンドは顕在化しよう。

(図表7-2.1) 電線網再構築関連銘柄リスト

テーマ	コード	市場	銘柄名	備考
連系線	9513		電源開発	北海道・本州間、東西間周波数変換など電力連系事業も
	1934		ユアテック	東北電力系の総合電気工事
	1938		日本リーテック	総合電気工事、JR東と密接
	1939		四電工	電気空調工事、四国電力系
	1941		中電工	電気工事、中国電力系
	1942		関電工	電気工事最大手、東京電力系
	1944		きんでん	電設工事首位級、関西電力系
	1946		トエネック	電気工事大手、中部電力子会社
	1949		住友電設	架空導電設備も、住友電気系
	1959		九電工	九州と首都圏にも展開、九州電力系
鉄塔等	6989		北陸電気工業	電力設投、北陸電力子会社
	1960		東証2部 サンテック	電気工事大手、独立系
	1832		札幌 北海電気工事	大規模風力発電向け送電線工事
	1921		巴コーポレーション	体育館などに強い。電力鉄塔にも実績
	5269		日本コンクリート工業	グループで国内コンクリート柱シェア7割
	5333		日本碍子	碍子のシェア世界一
電線	5922		東証2部 那須電機鉄工	電力鉄塔の代表格
	5939		JQS 大谷工業	鉄塔の設計、北陸電力と密接
	5983		JQS イワフチ	架線用金具で首位
	5801		古河電気工業	電線御三家の一角
	5802		住友電気工業	電線首位
共同溝	5803		フジクラ	電線御三家の一角
	5805		昭和電線ホールディングス	電力用などインフラ系に強み、東芝発祥
	4204		積水化学工業	共同溝向けフレキシブルパイプ
	5262		日本ヒューム	コンクリート2次製品
	5268		東証2部 旭コンクリート工業	コンクリート2次製品
	5287		東証2部 イトヨーギョー	コンクリート2次製品
	5290		東証2部 ベルテクスコーポレーション	ゼニス羽田HDを子会社に
				JQSIはジャスダック・スタンダード、市場空白は東証1部。出所: 会社四季報などから大和証券作成

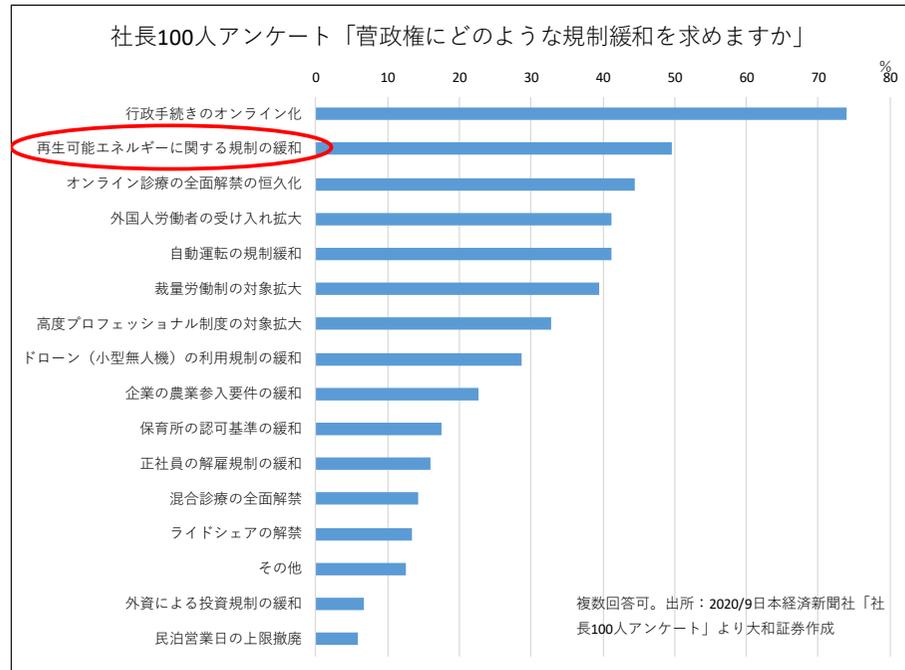
(図表7-2.2) 電線網再構築関連銘柄チャート



(3) 再生可能エネルギーは宝の山？企業経営者の参入意欲は強い。規制改革が期待できる

ここからは風力発電をみる。企業経営者へのアンケートでは再生可能エネルギーに関する規制緩和の要望が多い(上図)。収益性が期待できる宝の山なのだろうか。ただし、規制も多い(下図)。こうした分野で要望を実現するのが菅総理の流儀にあっていて、実際、要望第1位の行政のオンライン化や3位のオンライン診療(上図)などは実現する方向だ。再エネの規制緩和も進むことが期待できよう。

(図表 7-3.1) 再生可能エネルギーの規制緩和と要望が強い。その他の要望同様に再エネも規制緩和へ



(図表 7-3.2) 現状、再生可能エネルギー利用には規制が多い

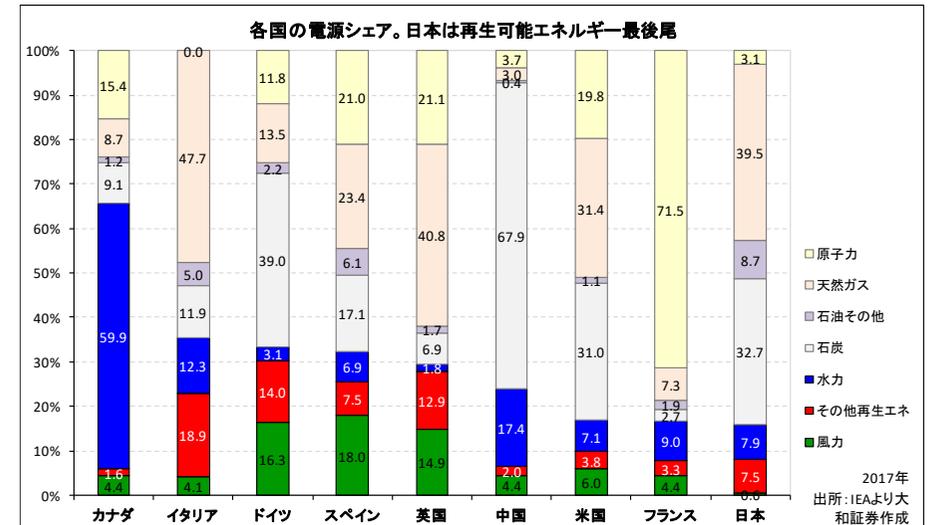
再生エネへの要望と規制改革の対象			
洋上風力発電	一般海域の自主的な利用を認める	再生エネ海域利用法	陸上風力発電
	部品の運搬で外国籍船も活用する	船舶法	送電網
太陽光発電	荒廃した農地を転用しパネルを設置可能に	農地法、農業振興地域法	送電網
	土地造成が不要な場所に設置できるようにする	自治体ごとの設置規制	送電網

出所：日本経済新聞社Web版より大和証券作成

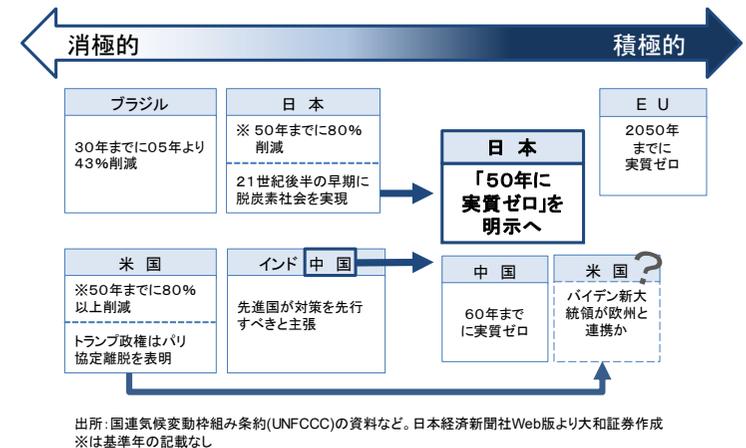
(4) 他国に比べ風力利用が停滞。カーボンニュートラル目標に向け、他国同様風力利用が目玉に

各種の規制の結果か日本では他国に比べ風力発電の利用実績が極端に少ない(上図)。一方、他の経済大国同様の2050年カーボンニュートラル目標を打ち出した(下図、下記事)。現状、再生可能エネルギー利用実績で最後尾に位置している日本は、少なくとも他国と同じ程度には風力を利用しないとならないだろう。風力発電の規制を緩和するだけでなく、むしろ促進をしていくことが十分予想される。

(図表 7-4.1) 日本は風力発電の利用実績が極端に少ない。今後補充へ



(図表 7-4.2) 日本は他の経済大国並みにカーボンニュートラル目標を掲げた。他国並みに風力利用へ

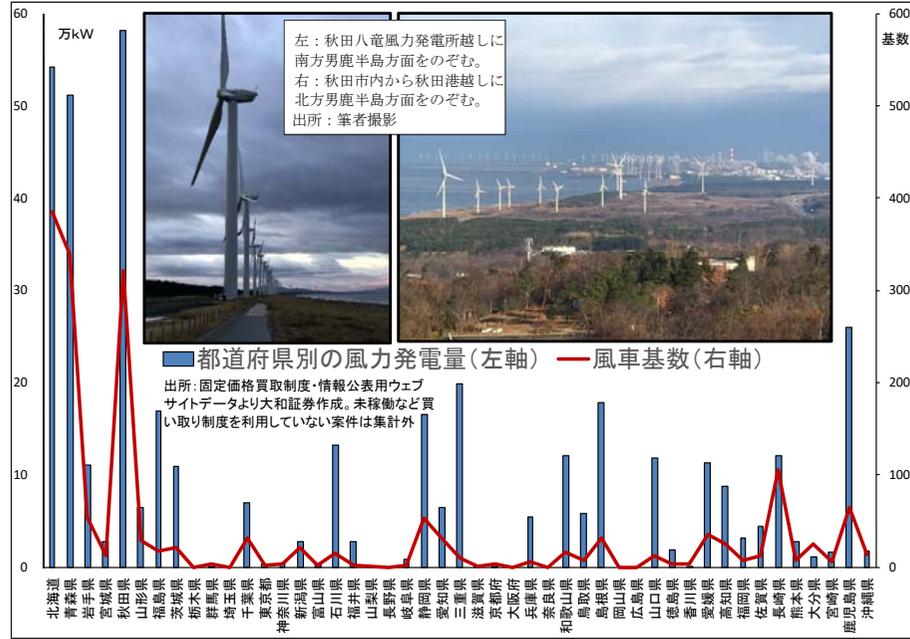


「新車、全て電動車に 30年代半ば目標」EVやHV 経産省「脱ガソリン」促す」2020/12/3 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。経済産業省は2030年代半ばに国内の新車販売を全てハイブリッド車(HV)や電気自動車(EV)などの電動車に切り替える目標を設ける方向で調整に入った。ガソリンだけで動く車の販売をなくす。

(5) 風力は地上設置の適地は限られる。今後、着床洋上風力発電が主流に。いずれ浮体式も

風力発電設備は風通しと共に見通しが良いところに設置され、遠くからも良く目立つ。しかし、実は商業的には北海道や東北の一部、鹿児島などに集中している(上図)。陸上で風況の良い適地は多くはない。そこで水深30メートル以内の秋田沖に注目が集まっている(下表)。着床式の洋上風力発電は欧州でも一般的だ。さらに浮体式洋上風力発電も開発が進むだろう。

(図表 7-5.1) 既存の風力発電施設は北海道や東北の一部、鹿児島など一部の地域に限られる



(図表 7-5.2) 着床式風力発電の適地である秋田沖の参入表明相次ぐ

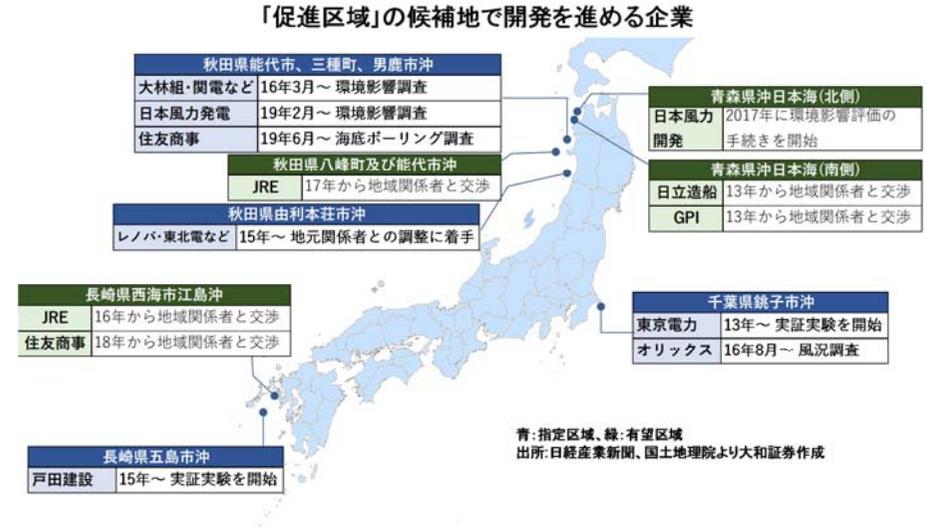
対象海域	参入を表明した事業者	最大出力(万kW)	最大風車数(基)
能代市、三種町および男鹿半島 (2020年7月に促進地域指定)	秋田県北部洋上風力合資会社 (大林組(1802)、関西電力(9503)など)	44.8	56
	中部電力(9502)、三菱商事パワー(8058子会社)	48	60
	共同事業者(住友商事(8053)、ウェンティ・ジャパンなど)	54	50
	日本風力開発 (八峰町沖含む)	72.2	172
由利本荘市沖 (2020年7月に促進地域指定)	秋田由利本荘洋上風力合資会社 (レノバ(9519)、東北電力(9506)など)	83.32	88
	RWEリニューアブルズジャパン合同会社、九電みらいエナ ジー(9508子会社)	70規模	検討中
	中部電力(9502)、三菱商事パワー(8058子会社)、ウェ ンティ・ジャパン	84	105
	日本風力開発	78	83
八峰町、能代市沖(有望区域)	ジャパン・リニューアブル・エナジー	18	45
潟上市、秋田市沖 (準備段階に進んでいる区域)	ウェンティ・ジャパン、エコ・パワー(コスタHD(5021)子 会社)、三菱商事パワー(8058子会社)	50	84
秋田港、能代港 (県の公募事業。2022年稼働開始予定)	秋田洋上風力発電 (丸紅(8002)、大林組(1802)など)	14	秋田港13 能代港20

出所：2020/7/2河北新聞より大和証券作成

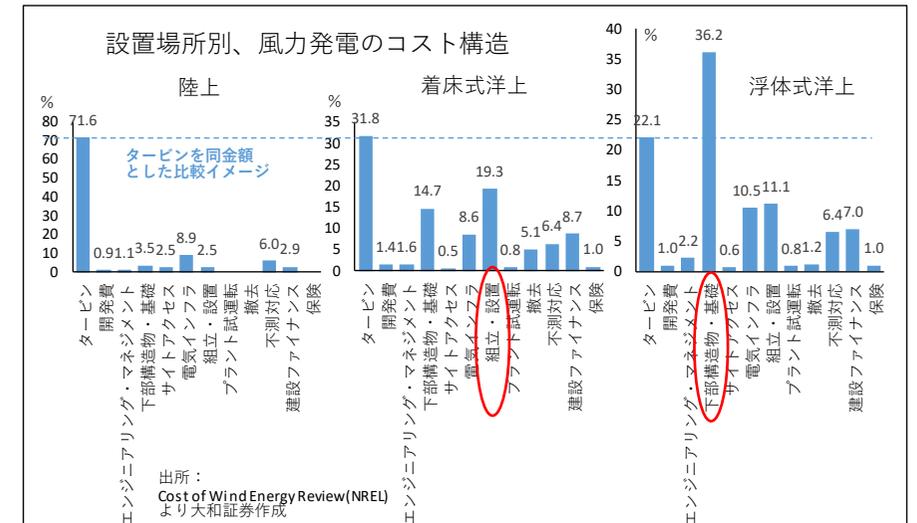
(6) 風力発電の促進地域に参入意欲高まる。建設業者にメリットが大きい。浮体式なら造船も

経済産業省は洋上風力発電に適している設置適地を促進区域として指定している(上図)。多くの企業が事業化のために動いている。ただ、発電事業者はビジネスを獲得できるか否か、All or Nothingだ。むしろ、安定的なメリットが期待できるのは建設業者だ。洋上風力は陸上型と比べ組立・設置コストが高い(下図中赤枠欄)。さらに、洋上の浮体式だと造船業にメリットが出てくる(下図右赤枠欄)。

(図表 7-6.1) 経済産業省は洋上風力発電の促進地域を指定。事業化のために参入意欲高まる



(図表 7-6.2) 洋上風力発電はまずは着床式で建設業、浮体式なら造船業にメリット



(7) 洋上風力発電関連銘柄リスト。建設業者はSE P船建造に意欲大

ここでは風力発電メリット銘柄を紹介する。組立設置のためには海底油田の洋上施設のようなプラットフォームが必要。そこで建設各社はSE P船(Self-Elevating Platform:自己昇降式作業船)を建造。船の四隅から海底に脚を下ろすことができ、複数基の風車を積み込むことも可能な大型・高効率の自航船だ。風車に関しては、海外勢が席卷も提携している日本勢も一部残っている。部品等は日本勢も強い。

(図表 7-7.1) 洋上風力発電関連銘柄リスト

	銘柄	コード	備考
組立設置	五洋建設	1893	185億円を投じ鹿島建設と共同でSE P船建造、65%を出資
	鹿島建設	1812	185億円を投じ五洋建設と共同でSE P船建造、30%を出資
	清水建設	1803	500億円を投じ洋上風力発電所建設(SE P)船建造
	東亜建設工業	1885	大林組と共同でSE P船建造。大型化で完成延伸
下部構造	大林組	1802	東亜建設工業と共同でSE P船建造。秋田洋上風力発電会社に参画
	三菱重工	7011	世界最大手デンマーク社と合併設立
	日立造船	7004	陸上風力発電機器で実績。安価な洋上浮体式開発。JMUにも1.16%出資
構造	JFEHD	5411	傘下合弁会社ジャパマリンユナイテッド(JMU)が福島沖の実証実験に参画
	JHI	7013	JMUに49.42%出資。同社は浮体式洋上風力発電機器を開発している
蓄電池等	日本ガイシ	5333	NAS電池で九州電力と実証実験。危険物取扱
	住友電気工業	5802	レドックスフロー電池で北海道電力と実証実験
	G Sユアサ	6674	世界最大級のリチウムイオン電池を北海道電力から受注。危険物取扱
	古河電気工業	5801	150億円を投じ海底ケーブルの生産能力を増倍
	ウエストHD	1407JQS	蓄電池の製造販売を行う。バッテリーバリエーションも実現
発電機	日本精工	6471	風力発電機用の大型ベアリングを手掛ける。ベアリング国内最大手
	NTN	6472	風力発電機用の大型ベアリングを手掛ける。ベアリング大手三社の一角
	タカキタ	6325	風力発電機用の大型ベアリングを手掛ける。主力は飼料系農機
	オーネックス	5987JQS	風力発電機用の大型ベアリングを手掛ける。主力は金属熱処理加工
材料	東レ	3402	炭素繊維複合材で世界首位。風力発電の風車の羽にも使われる
	三ツ星ベルト	5192	伝動ベルト大手。風車の力を伝達するのに利用される
パワーストック	駒井ハルテック	5915	風車製造を手掛ける。鉄骨・橋梁の大手
	三菱電機	6503	絶縁ゲート型バイポーラトランジスタ(IGBT)に強み。再生エネルギーの最適化製品も
	富士電機	6504	シリコンカーバイド(SiC)パワー半導体の開発に注力
	日立	6501	傘下「日立パワーデバイス」でパワー半導体を手掛ける
半導体	ローム	6963	シリコンカーバイド(SiC)パワー半導体を成長戦略に位置づけ。ドイツ子会社も
	サンケン電気	6707	素材開発に強み。ガリウムナイトライド(GaN)とSiCの双方を研究開発
	新電元工業	6844	ダイオードに強み。ホンダ(7267)が10%超を出資
	豊田通商	8015	風力発電国内1位のユラスエナジーHDに6割出資
風力発電	東京電力HD	9501	風力発電国内1位のユラスエナジーHDに4割出資。銚子沖で着床式実証実験
	Jパワー	9513	風力発電国内2位
	コスモエネHD	5021	傘下の企業が風力発電国内3位。秋田洋上風力発電会社にも参画
	中部電力	9502	風力発電国内大手。秋田洋上風力発電会社にも参画
再エネ企業	丸紅	8002	秋田洋上風力発電会社の筆頭株主
	東北電力	9506	傘下の企業を通じ秋田洋上風力発電会社にも参画
	関西電力	9503	秋田洋上風力発電会社にも参画
	秋田銀行	8343	秋田洋上風力発電会社にも参画
拡大意欲	三谷商事	8066二部	茨城県で洋上風力発電に参画
	戸田建設	1860	長崎県五島市沖で浮体式洋上風力発電実証実験
	北海道瓦斯	9534	北海道で風力発電参入。21年度稼働予定。同社の火力発電所の隣接地に風車設置
	レノバ	9519	再生エネルギー企業。多角展開で太陽光・バイオマス、風力発電も手掛ける
その他	イーレックス	9517	再生可能エネルギー企業。バイオマス発電所を保有し、電力小売りも行
	エフオン	9514	再生可能エネルギー企業。4機のバイオマス発電所を保有
	オリックス	8591	1000億円を投じる風力発電計画で、銚子沖での事業性調査を行う
	三菱商事	8058	中部電力と銚子沖での事業性調査
その他	住友商事	8053	欧州各国で複数の洋上風力発電プロジェクトに参画
	JR東日本	9020	秋田県沖の洋上風力事業で住友商事とコンソーシアム
	国際帝石	1605	秋田県沖の洋上風力事業で住友商事とコンソーシアム
	住石HD	1514	東日本地区の採石事業で風力発電工事に出力量が堅調に推移
その他	アジアパイルHD	5288	子会社がベトナムでの風力発電企業に出資、ベトナムで基礎工事を手掛ける
	応用地質	9755	洋上風力発電における海底地盤調査を担う。地質調査首位
	モリタHD	6455	北欧子会社のフロント社が風力発電向けの高所作業車を手掛ける
	北海道電工	1832礼	大規模風力発電向け送電線工事を手掛ける

二部は東証二部、JQSは東証JASDAQスタンダード、礼は札幌証券取引所、出所：会社四季報などより大和証券作成



五洋建設、鹿島等が建造中のSE P船イメージ
出所：鹿島リソースより

「脱炭素投資に税優遇 政府与党、研究開発支援で基金も」2020/11/13
日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。

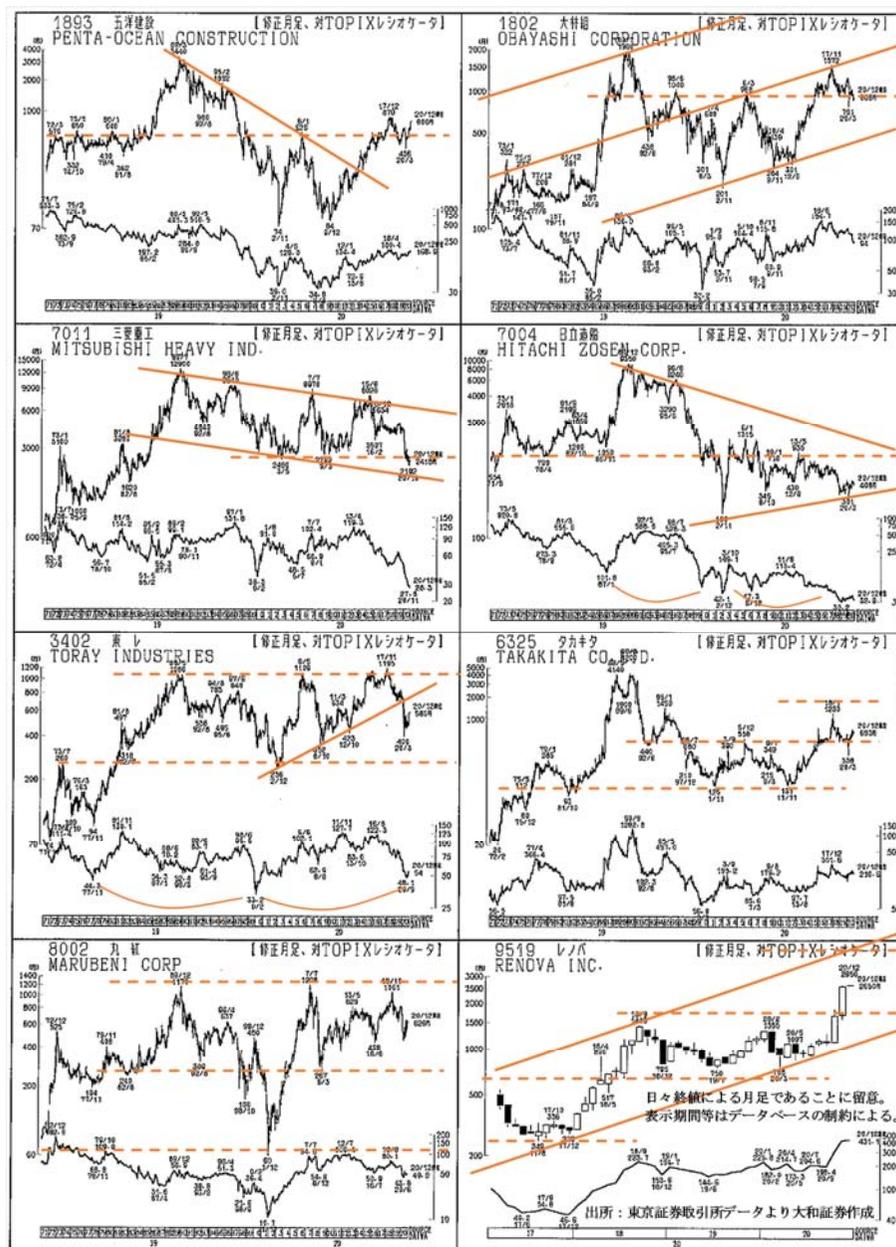
3分野が候補だ。

生産体制の増強を促し、風力発電の普及と日本企業の競争力向上をはかる。

リチウムイオン電池は送配電網と連携して電力需給を制御する際の蓄電池にも使える。

電圧の制御に使うパワー半導体も念頭にある。

(図表 7-7.2) 風力関連チャート

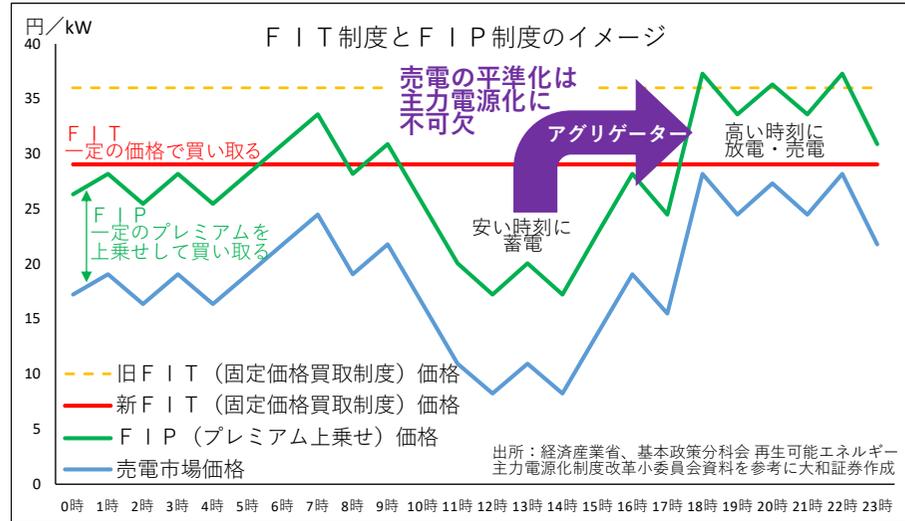


日々終値による月足であることに留意。
表示期間等はデータベースの制約による。
出所：東京証券取引所データより大和証券作成

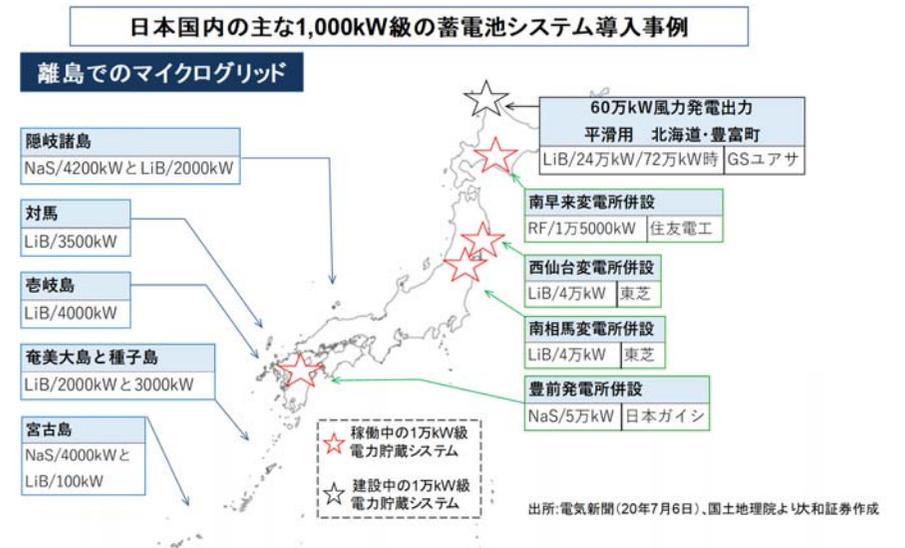
(8) F I T固定価格買取からF I P固定プレミアム上乗せ制度に。再エネの主力電源化に

再エネではF I T（固定価格買取制度）が定着。しかし、電力余剰で売電価格が安い時ほどメリットがあった（上図中央青赤線の差が大）。今後は一定のプレミアムを売電市場価格等の上乗せするF I P制度にかわる。安い時間に蓄電し高い時に売電するアグリゲーター業が、不安定な再生可能エネルギーを安定供給させる役割を担う。全国で大規模な蓄電検証が進んでおり蓄電も重要になってくる（下図）。

(図表 7-8.1) F I T⇒F I Pへ。再エネの主力電源化の本気度が表れている



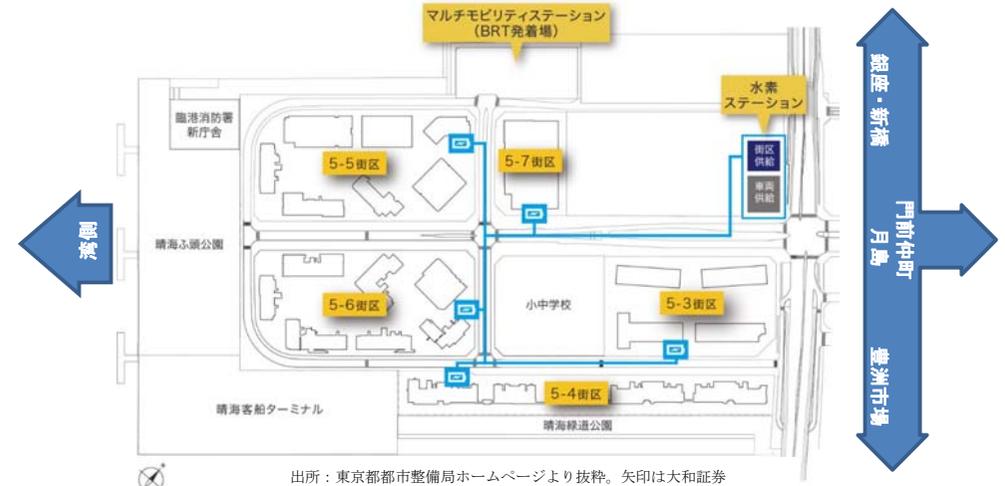
(図表 7-8.2) 大規模蓄電施設の実証実験が進む。蓄電技術がこれから重要に



(9) 東京五輪は水素など再エネの祭典。湾岸エリアは水素バスが多数走るミライがやってくる

ここからは水素関連をみる。再エネによるグリーン水素が注目される。2021年東京五輪ではトヨタが燃料電池車やEVをオフィシャルカーとして大量に供給。既に五輪会場付近には水素ステーションの設置が進み、湾岸エリアの都バスの多くは水素バスだ。水素や燃料電池車のミライがやってくる。また、大会後の晴海の選手村は燃料電池で発電（上図）。他にも水素プロジェクトは複数存在する（下表）。

(図表 7-9.1) 大会後の晴海の選手村は街ごと水素の燃料電池発電プロジェクト。五輪は再エネの祭典に



(図表 7-9.2) 水素プロジェクトは多数。関連銘柄に注目

実証プロジェクト	概要	主な参加企業
水素活用	選手村地区エネルギー整備計画	五輪選手村を水素タウンに再整備。燃料バス利用も
北九州水素タウン構想	製鉄所の副生水素をパイプラインで家庭に供給し、燃料電池を利用する	三井不動産レジデンシャル(8801子会社)、三菱地所レジデンス(8802子会社)、野村不動産(3231子会社)、住友不動産(8830)、住友商事(8053)、東急不動産(3289子会社)、東京建物(8804)、NTT都市開発(9432関連会社)、日鉄興和不動産(日本製鉄(5401)等子会社)、大和ハウス工業(1925)、三井不動産(8801)、東ガス(9531)、ENEOS(5020)、パナソニック(6752)
関西国際空港スマート変換構想	空港施設に水素エネルギー供給、FCV導入	トヨタ(7203)、岩谷産業(8088)、豊田自動織機(6201)
宮城県富谷市「低炭素水素」サプライチェーンの構築	風力発電で水素を製造・貯蔵し、利用する	トヨタ(7203)、岩谷産業(8088)、豊田自動織機(6201)、日本環境技研(6504)
福島新エネ社会構想	太陽光発電で水素製造、水素吸蔵合金で貯蔵	日立製作所(6501)、丸紅(8002)
長崎県五島市浮体式洋上風力発電	風力発電で水素を製造	東北電力(9506)、岩谷産業(8088)
山梨県米倉山水素エネルギー社会実現に向けたP2Gシステムの技術検証	太陽光発電と水素貯蔵で客室の電力を自給自足	川重(7012)、大林組(1802)
山梨県米倉山水素エネルギー社会実現に向けたP2Gシステムの技術検証	太陽光発電の余剰電力を使って水素を製造	戸田建設(1860)、日立製作所(6501)
仙台市茂庭浄水場「電力・水素複合エネルギー貯蔵システム」	太陽光発電の余剰電力を使って水素を製造	ハウステンボス(エフ・7415(9603)子会社)、鹿島建設(1812)、住友林業(1911)
北海道苫前町での余剰電力の水素交換などによる安定化・貯蔵・利用技術	太陽光発電の余剰電力で水素製造、MCHに変換	東レ(3402)、東京電力HD(9501)、東光高岳(6617)
液体水素の輸送貯蔵機器大型化及び受け入れ基地機器に関する開発	太陽光発電の余剰電力で水素製造、MCHに変換	前川製作所、神鋼環境ソリューション(6299*2部)、日本ケミコン(6997)
有機ハイドライドによるサプライチェーン	ブルネイの天然ガスで水素製造、MCHで運搬	川重(7012)、東京貿易エンジニアリング、荏原製作所(6361)、IH I(7013)、トーヨーカネット(6369)、中北製作所(6496*2部)、キッツ(6498)

*2部は東証一部、銘柄コードなしは非上場、その他は東証一部。当リストは中長期の保有を企図しているため2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい。略語解説「P2G Power to Gasの略で、水に電気を流して水素を作ること。余剰電力を用いて水素を製造し、不安定な再生可能エネルギーを蓄電する役割が期待される「MCH」メタルシロホキサン略で、トルエンなどが水素を取り込んだ化合物を意味する。ガソリンと同様の取り扱いなので、既存設備を活用しやすい「FCV」Fuel Cell Vehicleの略で燃料電池車のこと。出所：「日本の国家戦略「水素エネルギー」で飛躍するビジネス」各社HPなどより大和証券作成

(10) 水素関連銘柄リスト。燃料電池は日本勢に一日の長、銘柄は多岐にわたる

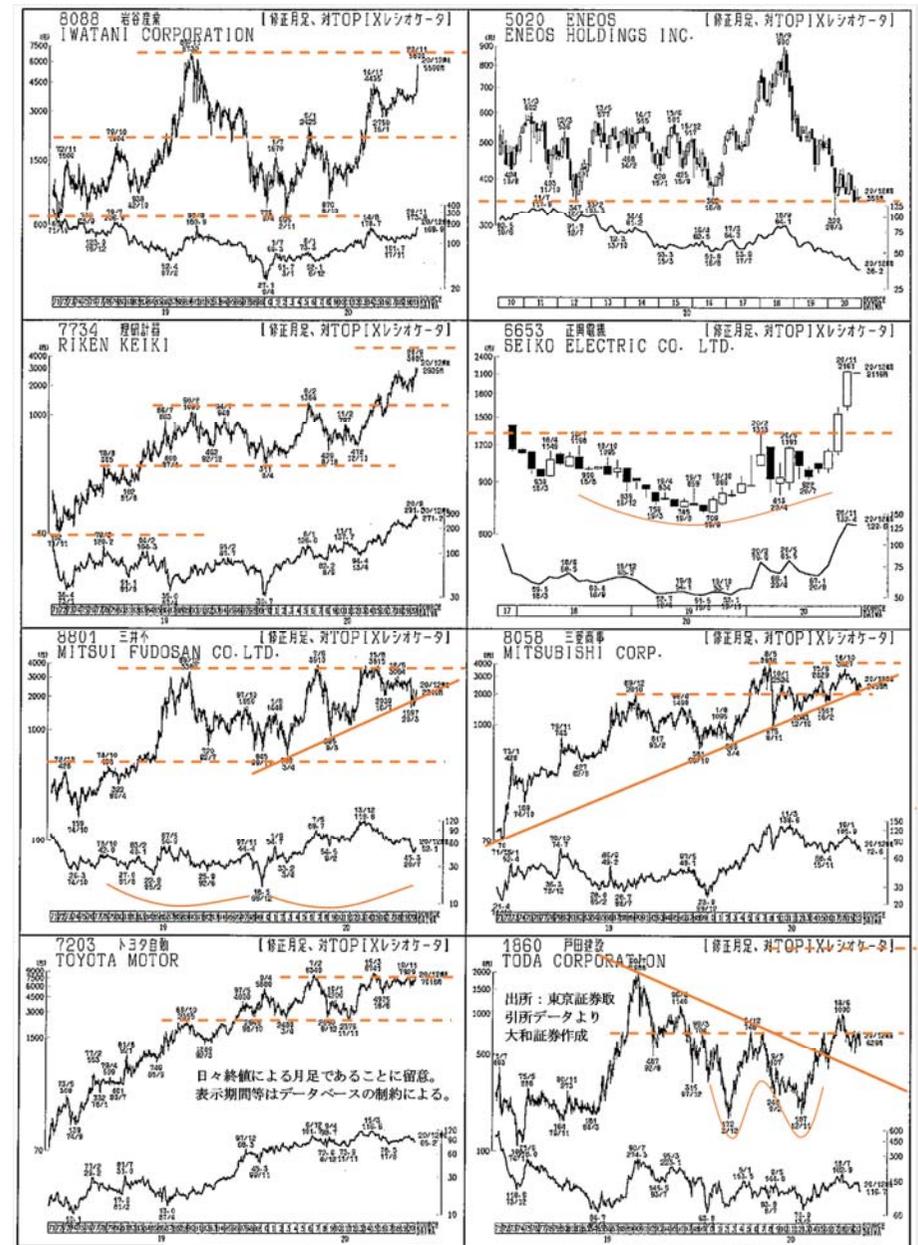
ここでは水素関連銘柄を可能な限り網羅した。あまり見かけないリストかもしれないが、燃料電池は日本勢に一日の長がある（水素ではないが家庭のエネファームも燃料電池）。結果、銘柄も多岐にわたる。再生可能エネルギーで作ったグリーン水素を、燃料電池で利用する水素社会が期待される。水素の利用範囲が広がった先には、高温ガス炉など革新的な技術の利用などもあるだろう。

(図表 7-10.1) 水素関連銘柄リスト

分類	概要	主な銘柄	
燃料電池自動車 (FCV)	燃料電池車の製造。燃料電池は水素と酸素を反応させ、電気と熱と水を生成する	トヨタ(7203)、ホンダ(7267)、日産自(7201)、豊田自動織機(6201)、三菱ロジスネクスト(7105)	
燃料電池自動車関連	PEFC①電解質膜材料	PEFCは電解質に固体高分子膜が使われている燃料電池。常温で作動する	A G C(5201)、旭化成(3407)、J S R(4185)、ニッポン高度紙工業(3891)*QS、凸版印刷(7911)
	PEFC②触媒層	主に白金が使われる。使用量を減らしたり、別の触媒を用いる研究開発も	田中貴金属工業、石福金属興業、キャタラー、エヌ・イーケムキャット、日清紡HD(3105)、帝人(3401)
	PEFC③ガス拡散層	水素の電極への供給や生成水排出などの多機能部材。カーボンペーパーやカーボンクロスが使われる	東レ(3402)、帝人(3401)、三菱HD(4188)、日本バイリーン
	PEFC④セパレータ	燃料電池は「スタック」という積層構造。各セルの間に挟んで燃料ガスと空気を遮断する板状の部材	日清紡ケミカル(日清紡HD(3105)子会社)、昭和電工(4004)、東海カーボン(5301)、FJコンポジット、日本製鉄(5401)、神戸鋼(5406)、I3紡織(3116)、エノモト(6928)、フタバ(9964)*QS、サイベックコーポレーション
SOFC部材	SOFCは電解質に安定化ジルコニアが使われている燃料電池。作動温度は千度程度と高温	第一稀元素化学工業(4082)、日本触媒(4114)、住友金属鉱山(6713)、ガイシ(5333)、日本特殊陶業(5334)、T O T O(5332)	
車載水素タンク	高圧水素を貯蔵するための燃料タンク	東レ(3402)、ミズノテクニクス(ミズノ(8022)子会社)、宇部興産(4208)、JFEコンパ(5907)*2部	
高圧バルブ	充填時や発電中に高圧水素をタンクから出し入れするための止弁	ジェイテクト(6473)、ハマィ(6497)*QS	
水素ステーション	設置方法による分類は①その場で水素を製造する「オンサイト方式」、②外部搬入する「オフサイト方式」、③大型トレーラーによる「移動式」の3種類	Eneos(5020)、岩谷産業(8088)、日本移動式水素ステーションサービス(豊田通商(8015)関連会社)、日本エア・リキード、東ガス(9531)、巴商会	
水素ステーション関連	水素製造装置	都市ガスなどを改変して水素を製造する。オンサイト方式向けの設備	三菱化学機(6331)、大ガス(9532)、日立造船(7004)
	圧縮機	製造した水素を圧縮する。全方式で必要	神戸鋼(5406)、加地テック(6391)*2部、日立製作所(6501)
	蓄圧器	高圧水素の貯蔵装置。全方式で必要	日本製鋼所(5631)、サムテック、八千代工業(7298)*QS、中国工業(5974)*2部
	ブレイクアラーム	充填前の水素を冷却する装置。全ての方式で必要	神戸鋼(5406)、WELCON、オリオン機械、伸和コントロールズ
	ディスペンサー	流量や圧力を制御して水素供給する装置。全方式で必要	タツノ、トキコンシステムソリューションズ、日本酸素(4091)
	ディスペンサー構成部品	充填用ノズル、充填口のレギュレーター、樹脂にワイヤを巻き付けたホース、流量計など	日東工業(6151)、アリテック(6108)、横浜ゴム(5101)、大阪ラセン工業、高石工業、長野計器(7715)、オーベル(7727)
	その他	その他の水素ステーション関連共通部品・製品	フジキン、キップ(6498)、理研計器(7734)、新コスモ電機(6824)*QS
パッケージ型ステーション	主要機材をコンパクト化した小型ステーション。初期ニーズに対応しやすい	神戸鋼(5406)、日本酸素(4091)、エーテック、ホンダ(7267)、日本製鋼所(5631)、キップ(6498)、鈴木商館、ヤマト・H 2 Energy Japan	
家庭用燃料電池	電力と熱を同時に生産し供給するシステム。業界統一で「エネファーム」の名称を用いる	パナソニック(6752)、アイシン精機(7259)、長府製作所(5946)、リンナイ(5947)、ノーリツ(5943)	
業務・産業用燃料電池	店舗・オフィスビル・工場などで使用する大型燃料電池	富士電機(6504)、京セラ(6971)、三浦工業(6005)、デンソー(6902)、日立造船(7004)、三菱パワー(三菱重工業(7011)子会社)	
水素発電(大型ガスタービン)	水素を燃焼させ燃焼ガスでタービンを回転させる発電事業用の大型設備	三菱パワー(三菱重工業(7011)子会社)、川重(7012)、I H I(7013)	
水素製造	製造・販売	水素の製造方法は多様で現在は製造工程での副産物として水素を製造するケースが多い	Eneos(5020)、トクヤマ(4043)、昭和電工(4004)、日本酸素(4091)、エア・ウォーター(4088)、岩谷産業(8088)
	水電解装置	水を電気分解して水素を作る装置。アルカリ水電解法と固体高分子形水電解法が商用化されている	旭化成(3407)、神鋼環境ソリューション(6299)*2部、日立造船(7004)、GS7*(6674)、A G C(5201)
	バイオガスから水素製造	バイオガスを加熱してガス化する方法と微生物を利用する方法がある。実証段階	三菱化学機(6331)、エア・ウォーター(4088)、鹿島建設(1812)、ジャパンプルーエナジー、正興電機製作所(6653)
	人口光合成	太陽エネルギーと光触媒で水を分解して水素を製造する方法。基礎研究段階	豊田中央研究所(トヨタ(7203)関連会社)、パナソニック(6752)、三菱HD(4188)、T O T O(5332)
水素の輸送・貯蔵	高圧ガス	水素は体積当たりのエネルギー密度が低いの、高圧で圧縮して輸送するのが一般的	Eneos(5020)、JFEコンパ(5907)*2部、サムテック、高圧ガス工業(4097)、関東高圧容器製作所、高圧昭和ポンペ
	液化水素	水素はマイナス253度に冷却すると液体に。圧縮水素より体積が小さく、大量輸送に向く	岩谷産業(8088)、川重(7012)、昭和電工(4004)、エア・ウォーター(4088)、鈴木商館
	有機ハイドライド (MCH)	水素を他の物質に変換して貯蔵・輸送する方法。トルエンに化合させるとガソリンと同じ扱いができる	千代田化工建設(6366)*2部、フレイン・エナジー
	アンモニア	アンモニアを分解すると水素を取り出せる。アンモニアは既に大量製造しており有望。基礎研究段階	昭和電工(4004)、澤藤電機(6901)
	水素吸蔵合金	水素を吸収して放出できる合金。重量の問題もあり、基礎研究段階	日本重化学工業、中央電気工業、三徳、日本製鋼所(5631)、バイオコック技研

*2部は東証一部、*QSはジャスダックススタンダード、銘柄コードなしは非上場、その他は東証一部。当リストは中長期の保有を企図しているため2020/11/26現在で信用規制銘柄等が変更されていることに注意されたい。略語解説「FCV」 Fuel Cell Vehicleの略で燃料電池車のこと「PEFC」 Polymer Electrolyte Fuel Cellの略で、電解質に固体高分子を用いた燃料電池のこと「SOFC」 Solid Oxide Fuel Cellの略で、電解質に固体電解質を用いた燃料電池のこと「MCH」メチルシクロヘキサンのことで、トルエンなどが水素を取り込んだ化合物を意味する
出所：「日本の国家戦略「水素エネルギー」で開拓するビジネス」、各社HPなどより大和証券作成

(図表 7-10.2) 水素関連銘柄チャート

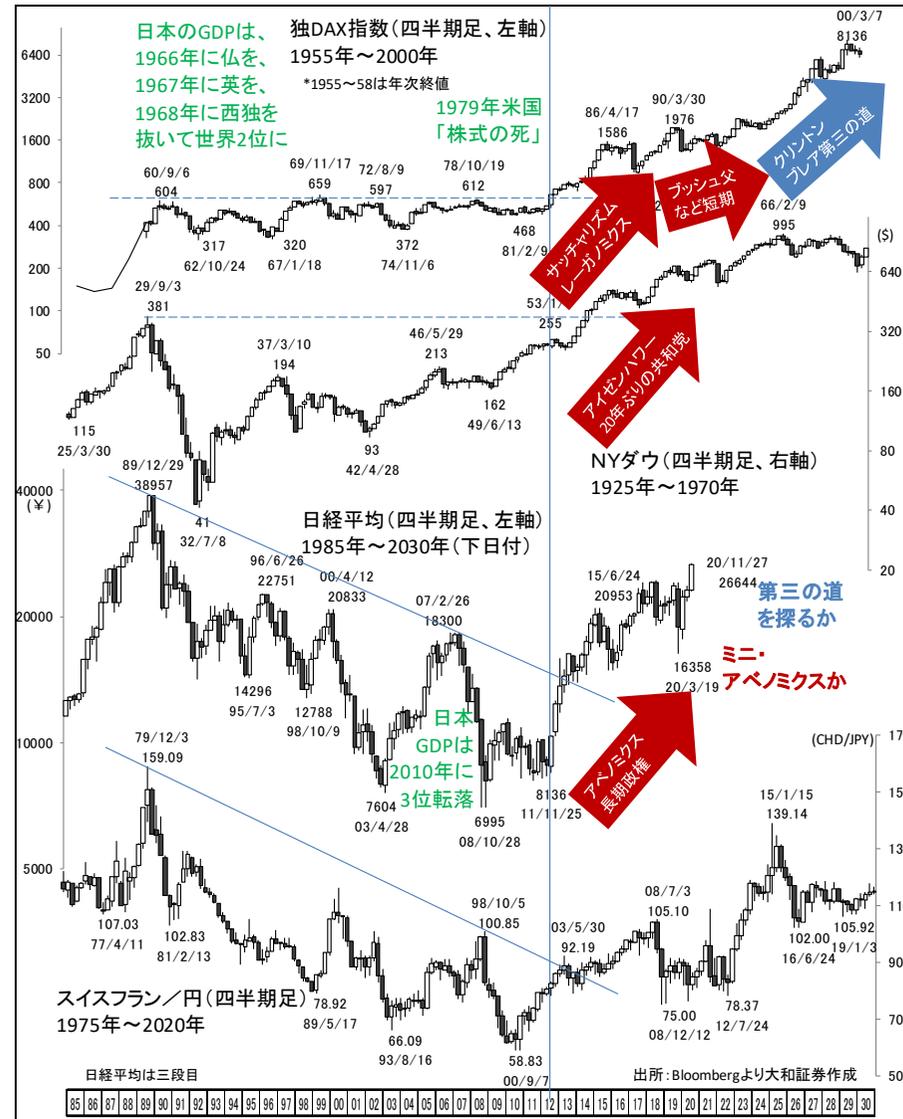


第8章 菅ノミクス③ アベノミクスは限界だった。短期政権か第三の道か

(1) 「株式の死」から脱出した長期政権後が参考に

ここではアベノミクス後の政策を考える。GDP世界3位に転落したドイツ株（一段目）や欧州株、「株式の死」と揶揄された米株は、サッチャーやレーガンの長期政権時に上放れた。アベノミクスで長期下落傾向を脱した日本の状況に似ている。ただ、後継者は短命政権で、クリントンやブレアなどの第三の道模索時に再騰。菅政権がアベノミクス継承だけでなく、第三の道を目指すかは日本株に重要。

(図表 8-1) 長期低迷相場もいずれは終わる。1970年代の「株式の死」から脱出した欧米が参考に

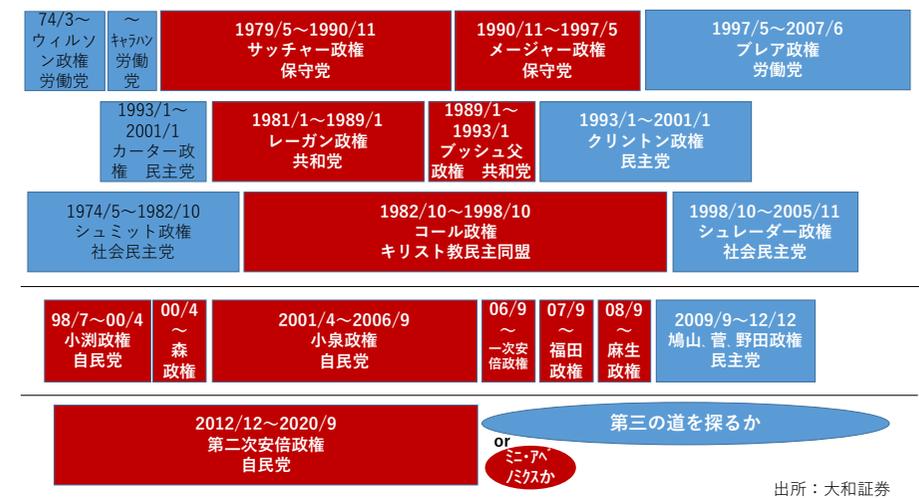


スイスフランに大きな意味はない。以前から紹介したかったのが掲載した。長期低迷相場もいずれ終了。

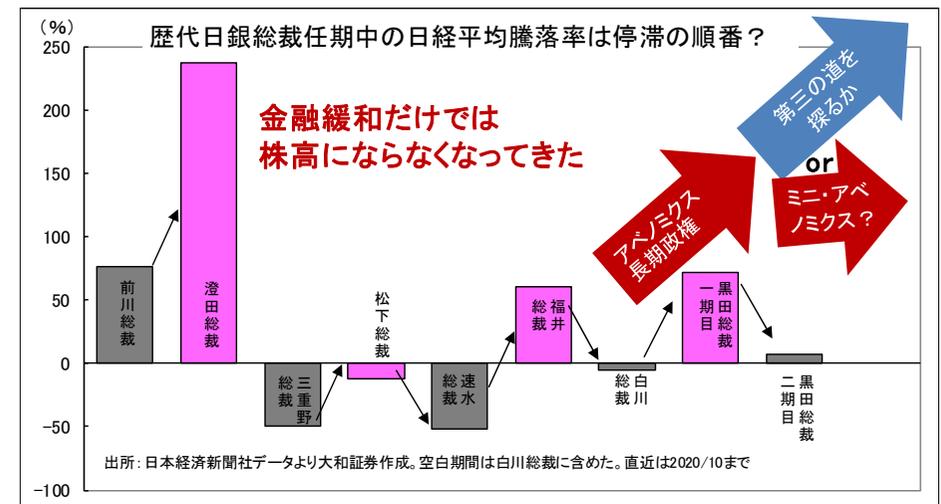
(2) 「株式の死」脱出した長期政権後。ブッシュ父等短命政権かブレア等長期政権か。第三の道が必要

長期低迷相場を脱出した英サッチャーや米レーガン政権は大企業寄りの長期政権。しかし後継者のメジャーやブッシュ政権は相対的に短期。与野党逆転後のブレアやクリントン政権が本格政権となった。株式の死等からの脱出には相当な労力が必要で、政策も偏らざるを得ない。その延長は無理が祟るのだろう。例えば金融政策では日本株は上昇しなくなってきた(下図)。菅政権も第三の道を探る必要に。

(図表 8-2.1) サッチャー政権やレーガン政権の後は短命政権。菅政権は短命か第三の道を探るか



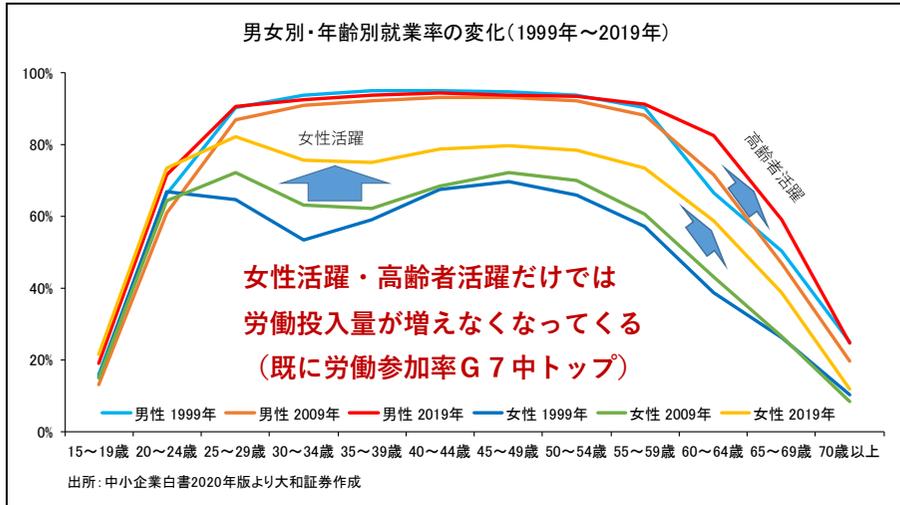
(図表 8-2.2) 金融緩和だけでは株式は上昇しなくなった。アベノミクスは一旦限界に



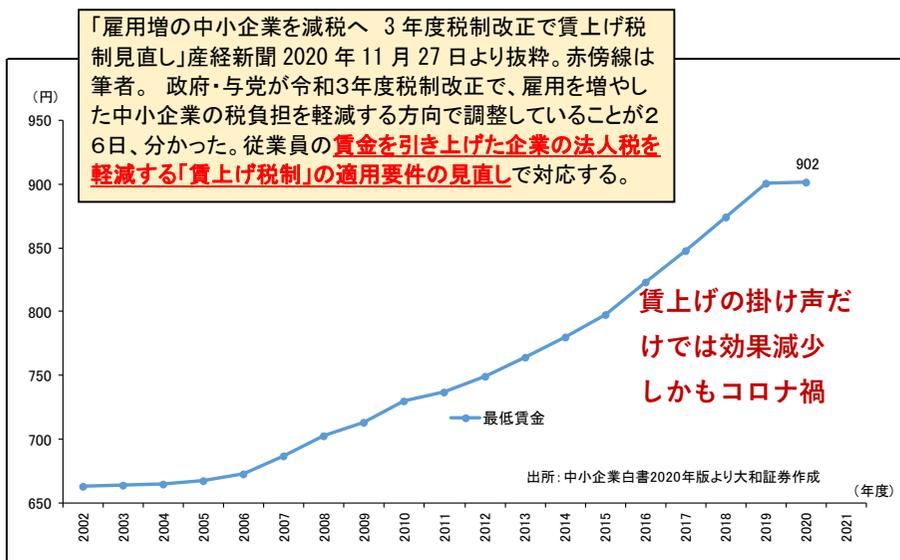
(3) M字カーブほぼ解消で労働投入量は限界、最低賃金引き上げもかなわずアベノミクス限界に

アベノミクスの女性・高齢者活躍推進で、例えば女性の就業率は米国を超えた。子育て年齢期に就業率が下がるM字カーブもほぼ解消（上図）。アベノミクスの継続だけでは労働投入量は限界。安倍政権は最低賃金の引き上げも促進したが、コロナ禍にあってこれも一旦頓挫（下図）。アベノミクスは限界。菅政権が第三の道を探るか否かは、政権が短命か否かだけでなく、日本の経済成長や株価にも重要だ。

(図表 8-3.1) M字カーブ解消で労働投入量は女性活躍だけでは増えにくい。アベノミクス限界に



(図表 8-3.2) 最低賃金引き上げもコロナ禍でかなわず。アベノミクス限界に



(4) 労働者の稼ぐ力の改善が不可欠。しかし、研究開発投資等は中小企業には難しい

労働投入量が増えないとGDPは成長しにくい。最低賃金が増えないと消費が過半を占めるGDPは増えにくい(上図)。菅総理は地方重視で最低賃金を引き上げたいが、それだけでは企業利益を損なう。第三の道が必要で、賃金と同時に労働者の稼ぐ力=労働生産性の改善が求められる。ただ、不可欠である研究開発投資などはコロナ禍で中小企業には難しい(下図)。規模の経済効果が有効策だ(次頁)。

(図表 8-4.1) 労働投入量が増えない中、最低賃金の上昇は労働者の稼ぐ力の改善にかかってくる

・ GDP 成長 = 労働投入増加量 × 労働生産性

M字カーブ解消 & 人口減少で増えない

コロナもあり アベノミクス限界

労働者の稼ぐ力を改善する「第三の道」

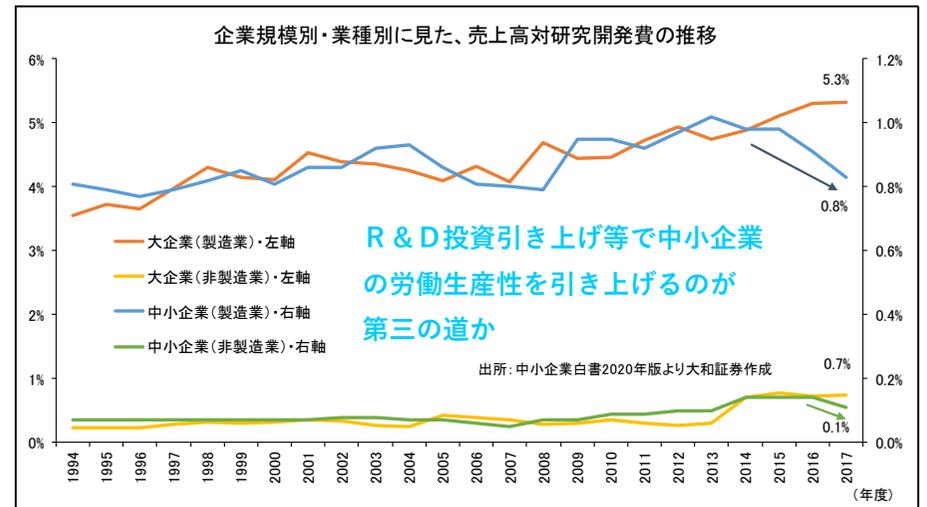
消費性向が高い低賃金者の賃金を上げられなかった

・ GDP の過半を占める消費 = 賃金 × 消費性向

・ 労働生産性には、規模・集積の経済が効く

出所: 大和証券

(図表 8-4.2) 労働者の稼ぐ力には企業の研究開発投資などが必要だが、中小企業は難しい

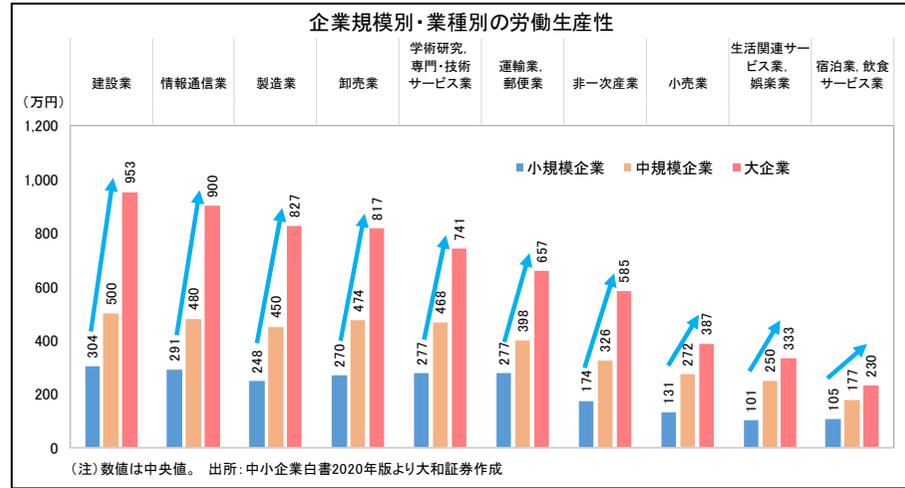


・ 大企業の売上対研究開発費は中小企業の約7倍

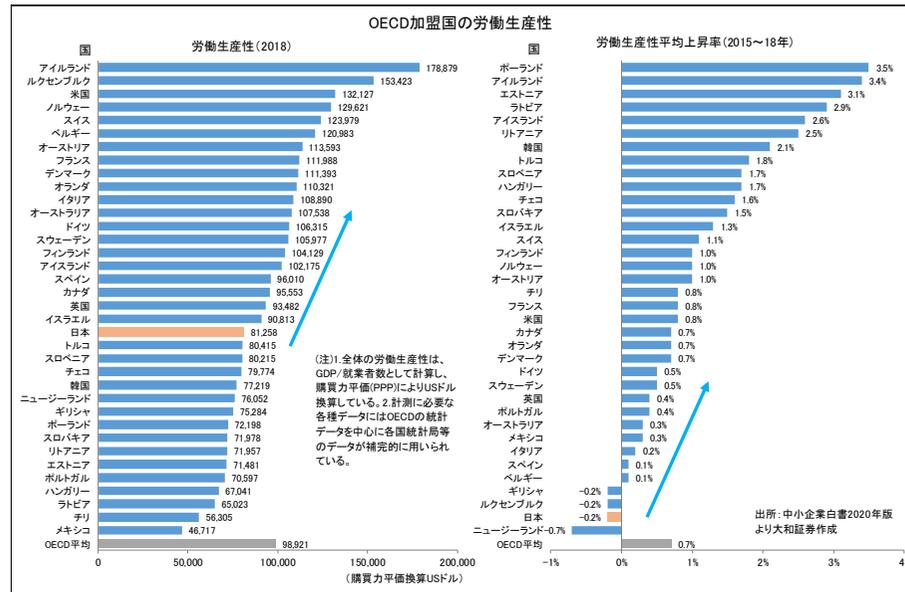
(5) 企業は大きくなれば労働生産性が向上する。労働者の稼ぐ力は引き上げられる

研究開発投資などが中小企業に難しいのは、その果実が大規模に収穫しにくいから。同じ開発費でも大企業なら例えば多くの営業マンの売上を押し上げ得る。実際、労働生産性は規模の大きな企業が高い(上図)。決して、日本の労働生産性は高くないので(下左図)、技術を海外から導入すれば、労働生産性は改善し得る。規模を大きくすれば海外企業との提携等も現実味が出てくる。

(図表 8-5.1) 規模を大きくすれば労働生産性は高くなる



(図表 8-5.2) 海外企業との提携等で労働生産性は向上し得る。大企業に有利



(6) 中小企業を大きく再定義する議論始まる。労働者の稼ぐ力の改善は日本経済に大きな力

中小企業は優遇(上表)。主婦が扶養家族に留まるために一定以上働かない103万円の壁と似ている。政府の成長戦略会議ではこの中小企業のメリットをそのままに、中小企業の定義を拡大する案が出てきた(下図吹き出し)。中小企業が自然体で大きくなるだけでなく、合併するなど選択的に。規模の経済効果が働き、労働生産性が改善する道が開ける。日本経済への影響も大きい(下図円グラフ)。

(図表 8-6.1) 中小企業は優遇されており、大きくならない負のインセンティブが働いている

名称	概要
法人税率の軽減	中小法人は、法人税率を23.2%→19%に軽減(21年3月までは15%)
欠損金の繰越控除	赤字が出た場合、10年後まで繰り越し法人税の負担を軽減
欠損金の繰戻還付	赤字が出た場合、前年の法人税の還付
実際費課税の特例	五千円/人より高額の飲食費でも、800万円まで全額損金算入可能
登録免許税・不動産取得税の特例	M&Aで不動産の権利移転等で生じる場合、登録免許税・不動産取得税を軽減
中小企業技術基盤強化税制(研究開発税制)	試験研究費の一定割合を税額控除。オープンイノベーション型は恒久措置(総額型は21年3月実施まで)
事業承継税制	スムーズな事業承継を促進。一部10年間限定
消費税の特例	課税売上高が1000万円以下で納税免除。5000万円以下でみなし仕入れ率適用

中小企業、経営者、個人事業主がうけている主な優遇策

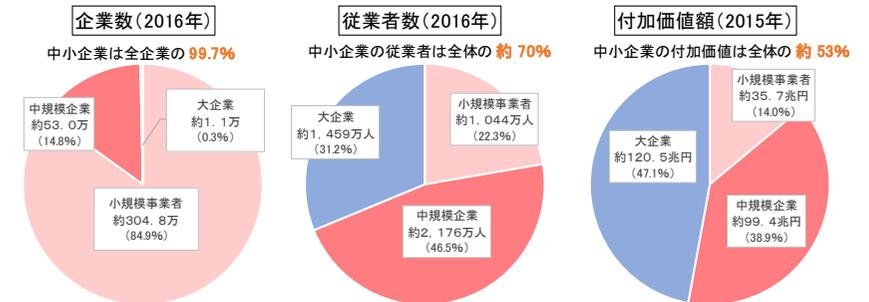
税制は随時変更が検討されているので最新情報をご自身でご確認ください。
出所: 中小企業庁、中小企業税制パンフレット(令和元年度版)より大和証券作成

(図表 8-6.2) 中小企業の定義を拡大する議論始まる。日本経済への影響は大きい

中小企業基本法上の中小企業の定義

	中小企業	うち 500人に	うち 小規模事業者
業種	資本金 または 従業員	従業員	従業員
製造業 その他	3億円以下	300人以下	20人以下
卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下
小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下

出所: 中小企業白書2020年版より大和証券作成

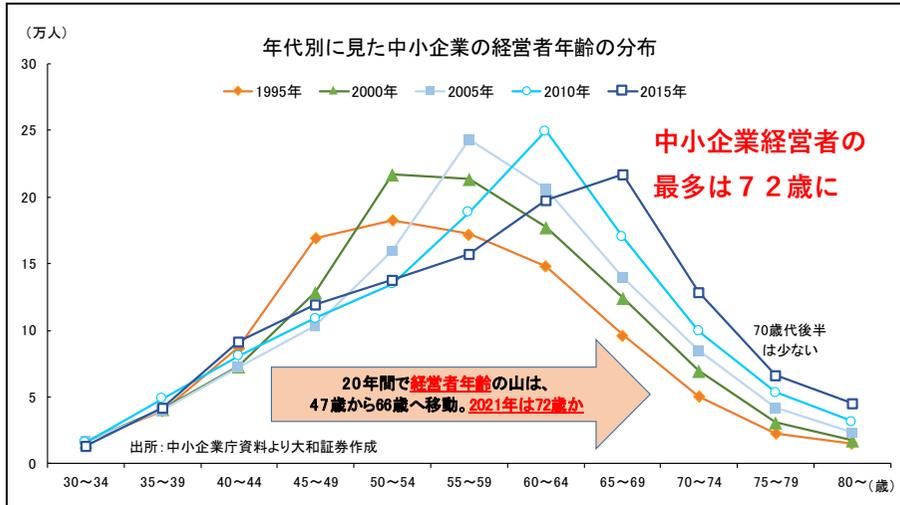


出所: 中小企業白書2020年版より大和証券作成

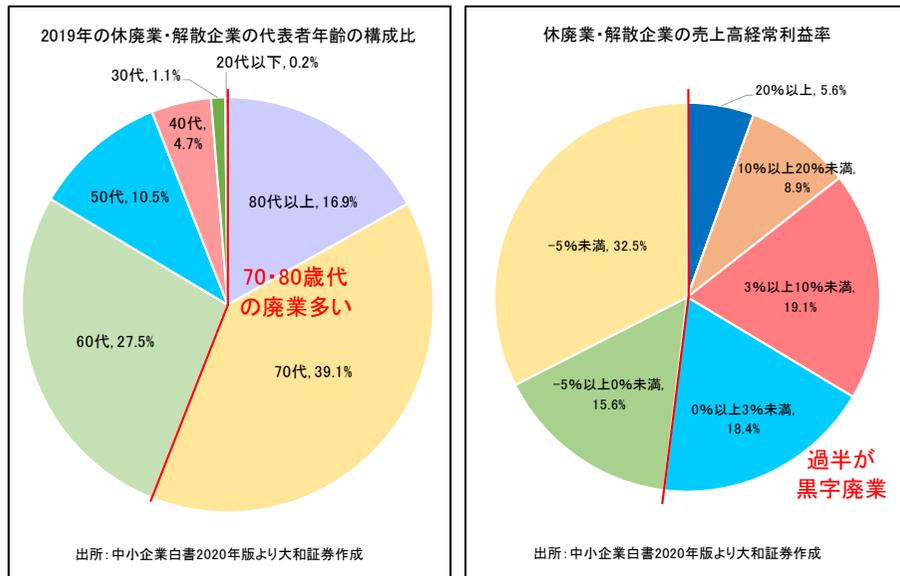
(7) 中小企業経営者は引退時期、黒字廃業も多く、事業売却拡大の素地有り

中小企業経営者には団塊の世代が多い(上図)。人口が多く何かと競争が激しかったため優秀で合理的な方が多いと思う。ただし、そろそろ引退を考える時期に来た(下左図)。現在、廃業する企業には黒字企業も多い。優秀で合理的な経営者なら事業売却も選択肢に入るだろう。既にM&Aは増加の一方で同族承継は減少傾向だ(次頁下図矢印)。今後この傾向に拍車がかかるだろう。

(図表 8-7.1) 中小企業経営者は高齢化。そろそろ70歳代前半



(図表 8-7.2) 中小企業経営者は引退のころ。黒字廃業ではなく事業売却は選択肢に



(8) 消費税対策で導入された激変緩和措置が2021年度に次々終了。中小企業経営は判断を迫られる

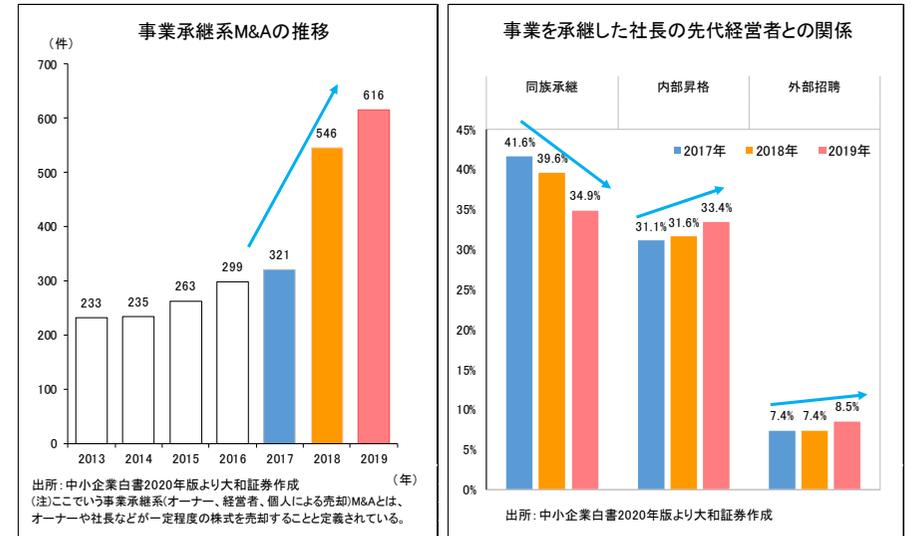
経営者の高齢化に加え、2021年には会社を大きくするか経営権を譲るか等の判断を迫られるバイアスがかかりやすい。まずコロナ禍での短期借り入れの返済時期がくる。また2019年の消費増税時に多くの激変緩和措置が導入されたが、それが次々と終了する(上表)。メリット享受するために積極的な施策に出るなら、労働生産性は向上しやすい。事業売却に進むなら結果的に労働者にはプラスとなり得る。

(図表 8-8) 消費税対策で導入された激変緩和措置が終了。大きくなるか事業売却かの判断に迫られよう

名称	概要
生産性向上特別措置法による支援	生産性革命の実現を図る企業の設備投資の固定資産税を優遇
中小企業経営強化税制	経営力向上を図る企業の設備投資を即時償却10% (中堅7%) の税額控除
中小企業投資促進税制	生産性を高めるような設備投資に、取得価額の30%の特別償却又は7%の税額控除
商業・サービス業・農林水産業活性化税制	商業・サービス業の基盤強化を図る投資に、取得価額の30%の特別償却又は7%の税額控除
コネクテッド・インダストリーズ税制	攻めのITへの投資に対して30%の特別償却又は3% (賃上げを伴う場合は5%) の税額控除
地域未来投資促進税制	地域経済を牽引する企業の投資を、特別償却(20-40%) または税額控除(2-4%)
中小企業防災・減災投資促進税制	災害への事前対策の強化投資を、取得価額の20%の特別償却
中小企業技術基盤強化税制(研究開発税制)	試験研究費の一定割合を税額控除(総額型は21年3月実施まで) (オープンイノベーション型は恒久措置)
所得拡大促進税制	1.5%以上の賃上げは、増加額の15%分を税額控除。2.5%以上の高い賃上げ等は、25%の税額控除
法人税率の軽減	中小企業の法人税率を21年3月まで15%に(23.2%→19%に軽減が本則) ※2年延長の報道あり

税制は随時変更が検討されているので最新情報をご自身でご確認ください。
出所: 中小企業庁、中小企業税制パンフレット(令和元年度版)等より大和証券作成

(図表 8-7.3) M&Aは増加/同族承継は減少傾向。今後加速へ

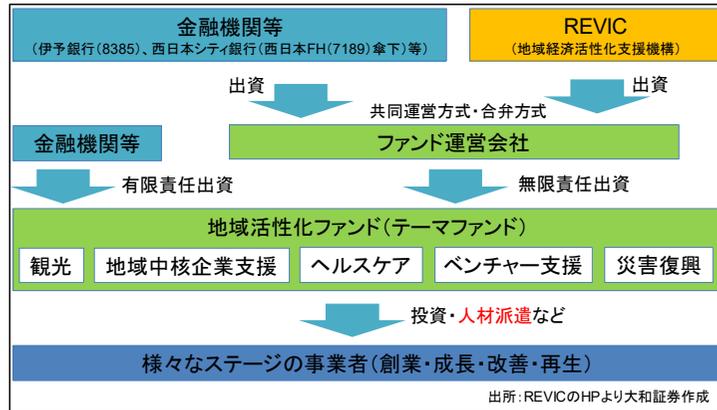


「中小のM&A 法人税軽減 政府・与党検討、再編促す」2020/11/14 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。政府・与党は中小企業によるM&A(合併・買収)の税制優遇を検討する。買収時の取得金額の一部を損金算入することを認め、法人税を軽減する案を軸に調整する。競争力の強化につながる再編を後押しする。

(9) 銀行員を中小企業の経営者として送り込む取り組みが拡大

ここからは地域金融を見る。地域経済活性化支援機構（REVIC）と共同・合弁で地域活性化ファンドに資金供給（上図）。人材面でも財務に明るい銀行員や、MBA等を取得した若い経営人材をマッチングする事業が拡大（上記記事）。地銀にとって役務収益はまだ小さいが（次頁下図）、貸出業務等の本業でも重要なパートナーとしての立場が期待できる。政府による事業承継推進の原動力となろう（下図）。

(図表 8-9.1) 金融機関は地域活性化に資金出資。経営人材サポートも広がる



「大手行の人材派遣、来春に本格始動 中小向け、登録1万人めざす」2020/12/9 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。政府が検討してきた大手銀行などの人材を地方の中小企業に派遣する仕組みが2021年春にも本格的に動き出す。経営や財務に詳しい人材をリスト化し、中小企業の要望に応じて紹介する。中小企業に転職した人材の給与の一部を補助するため20年度第3次補正予算案に約30億円を計上する。数年で約1万人の人材登録をめざす。

(図表 8-9.2) 政府は第三者による事業承継を10年間集中的に取り組む

事業承継税制の概要	
個人版事業承継税制	法人版事業承継税制
相続税・贈与税の猶予・免除制度	相続税・贈与税の猶予・免除制度
2019年1月～2028年12月までに行われた贈与・相続が対象	2018年1月～2027年12月までに行われた贈与・相続が対象
100%	猶予割合 100%
土地、建物、機械、器具備品等	対象資産 非上場株式
承継円滑化法認定、事業継続要件等	要件 承継円滑化法認定、事業継続要件等

事業承継・集約・活性化支援資金制度の概要	
項目	概要
貸付対象者	安定的な経営権の確保等により、事業の承継・集約を行う方など
貸付用途	事業承継・集約に必要な設備資金および運転資金
貸付限度額	中小企業事業：7億2000万円。国民生活事業：7200万円（内運転資金4800万円）
貸付利率	基準利率、特別利率
貸付期間	設備資金：20年以内。運転資金：7～8年以内
取扱金融機関	(株)日本政策金融公庫（中小企業事業及び国民生活事業）

出所: 中小企業庁より大和証券作成

黒字廃業を回避するための第三者承継支援総合パッケージ（10年間の集中実施）

10年間で60万の第三者承継の実現を目指す（2019/12梶山経産大臣発表）

全小規模事業者数は304.8万。5分の1の小規模事業者が、合併あるいは経営人材に

⇒地域金融機関への好影響に期待

(10) 日銀の「地域金融強化のための特別当座預金制度」は好材料① 北風政策ではなく太陽政策に

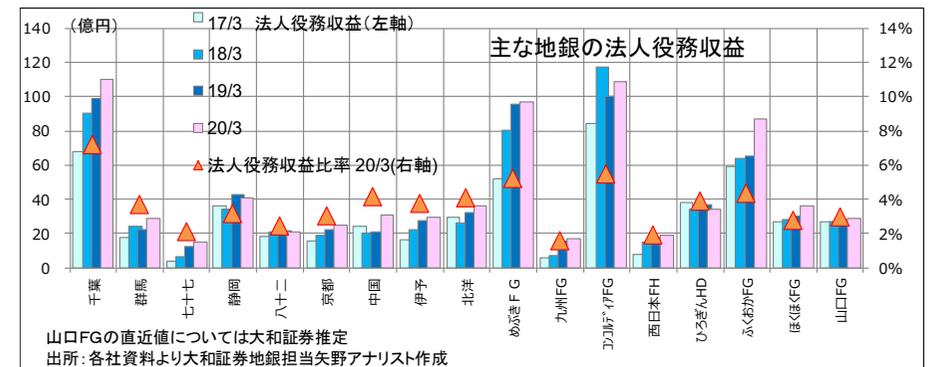
日銀が「地域金融強化のための特別当座預金制度」を打ち出した。一定の経費削減か経営統合等をした地域金融機関の当座預金に付利を上乗せするもの。経費削減が可能で付利を受けられるとすると、第一地銀で経常利益を9%前後引き上げる効果がある（上表）。実質的なマイナス金利の修正であり、低金利で長年収益獲得に苦しんでいる地域金融機関にとっては大きな好材料だ。

(図表 8-10) 日銀の新制度の第一地銀全体収益への影響は大きい

地方銀行64行単体の損益計算書合算		2019年度(単位:億円)
業務純益	OHR(Over Head Ratio):	9,761
コア業務純益	経費/コア業務粗利益=	9,962
コア業務粗利益	22939/32902=69.72%	
資金利益	(日銀は物件費から減価償却費を除く)	32,902
資金運用収益		28,377
貸出金利息(貸付金利息-金融機関貸付金利息+手形割引料)		31,349
有価証券利息配当金		22,811
資金調達費用		7,876
役員取引等利益		▲2,973
その他業務利益(トレーディング業務利益を含み、国債等債券関係損益を除く)		4,327
経費		▲197
人件費		▲22,939
物件費		▲11,361
国債等債券関係損益(国債等債券売却益+同償還益-同売却損-同償還損-同償却)		▲10,032
一般貸倒引当金繰入額		614
臨時損益		▲815
不良債権処理額		▲1,149
個別貸倒引当金繰入額		▲2,018
貸出金償却		▲1,314
株式等関係損益(株式等売却益-同売却損-同償却)		▲508
貸倒引当金戻入益		749
償却債権取立益		11
その他臨時損益(金銭の信託運用損益-退職給付費用(臨時費用処理分)等)		191
経常利益	OHR1%改善は経費が330億円減るか、利益が480億円増えるか。やや乱暴だが実現可能なら経常利益を3.82~5.57%引き上げ。日銀の地域金融強化のための特別当座預金制度利息は400~500億円。第一地銀が8割とすると、経常利益を3.72~4.65%引き上げ。合計で7.54~10.22%の増益効果	▲83
特別損益		▲8,610
法人税等		▲412
当期純利益		▲2,270
		5,926

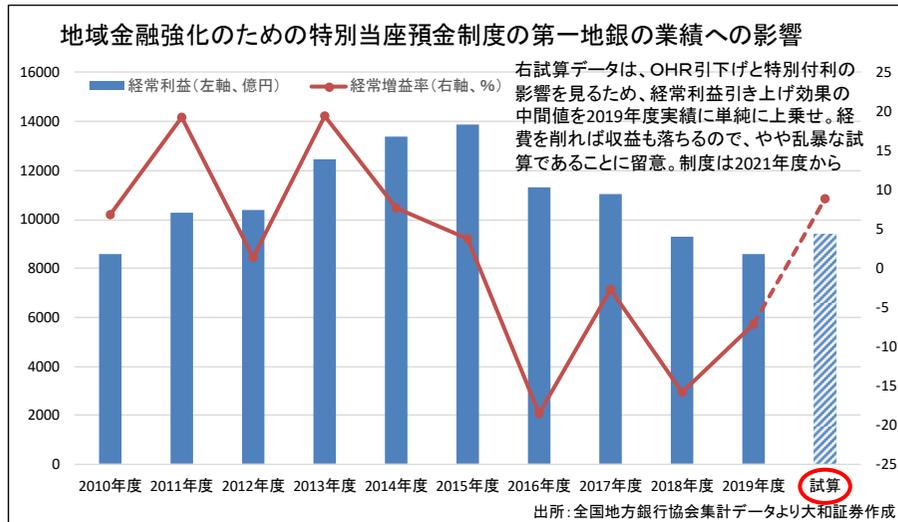
出所: 全国地方銀行協会集計データより大和証券作成

(図表 8-9.3) M&A手数料など役務収益はまだ小さいが、経営関与で重要なパートナーに

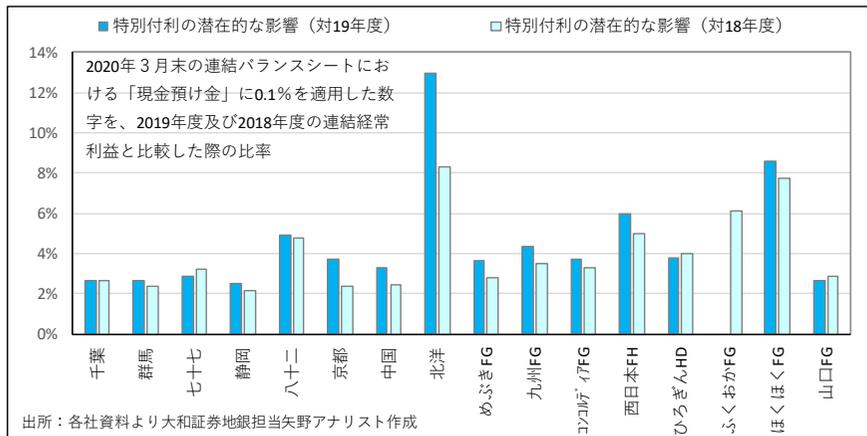


(11) 日銀の「地域金融強化のための特別当座預金制度」は好材料② 北風政策ではなく太陽政策に
 前頁上の日銀施策は長年低収益に苦しんだ地域金融機関に好材料(上図)。ただ、一層の経費圧縮も
 難しく、他に経営進路を示さなければ経営統合が選択肢だが、その場合補助金も(下記事)。大手地銀
 にとっても、相対的に小さい地銀を統合するインセンティブができた。この地銀にやさしい太陽政策的
 な手法は中小企業のM&A等にも貫かれよう。地域企業の大型化が進み労働生産性の改善が期待できる。

(図表 8-11.1) 日銀の新制度の第一地銀全体収益への影響は大きい

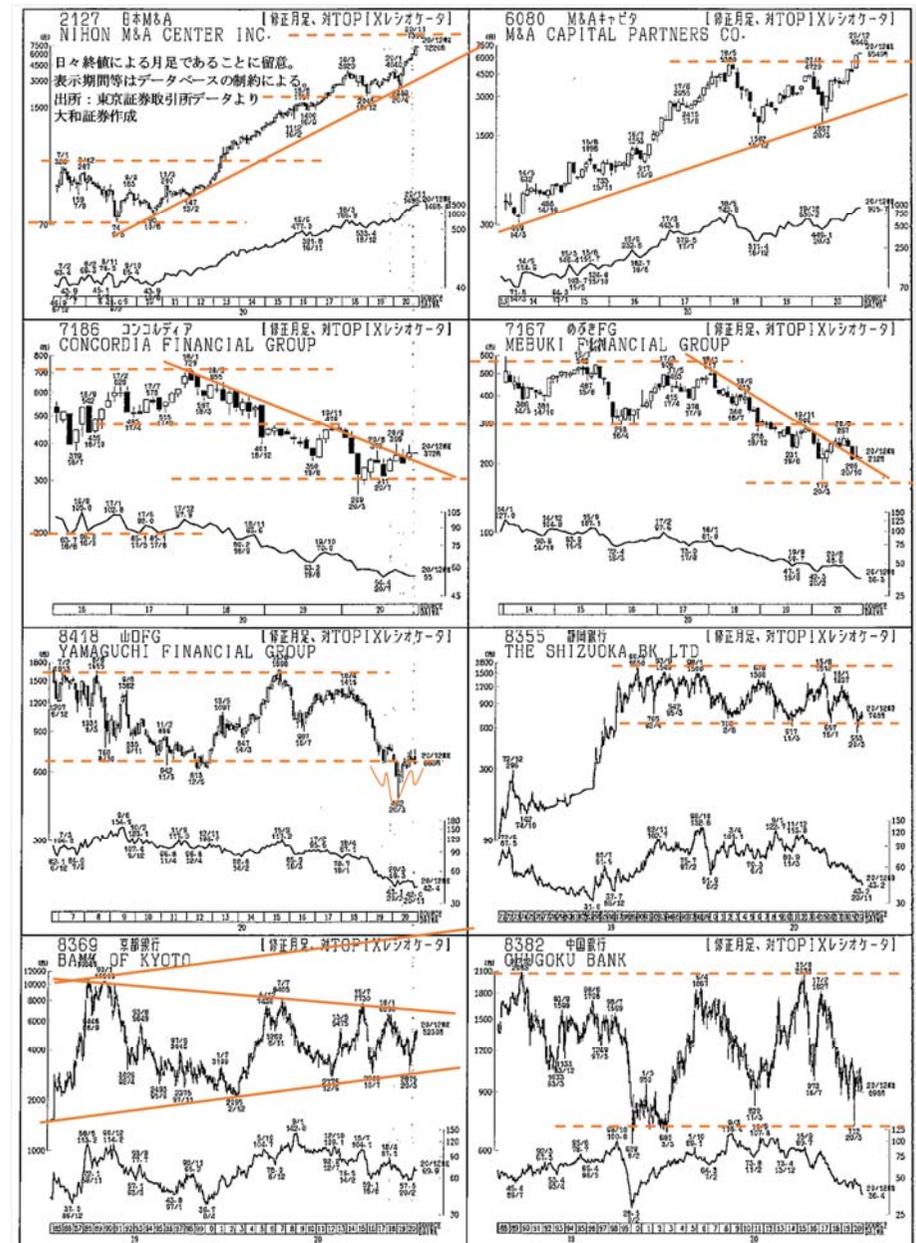


(図表 8-11.2) 日銀付利の影響が大きい地銀。システム統合に補助金



「地銀再編へ補助金 政府、システム統合費用を支援」2020/11/12 日本経済新聞より抜粋。
 赤傍線は筆者。政府は地域金融機関の再編を促すための補助金を2021年夏にも創設する。
 地銀や信金が合併・経営統合に踏み切った場合は、国がシステム統合などの費用の一部を
 負担する。統合1件あたり最大で30億円程度になる見通しだ。

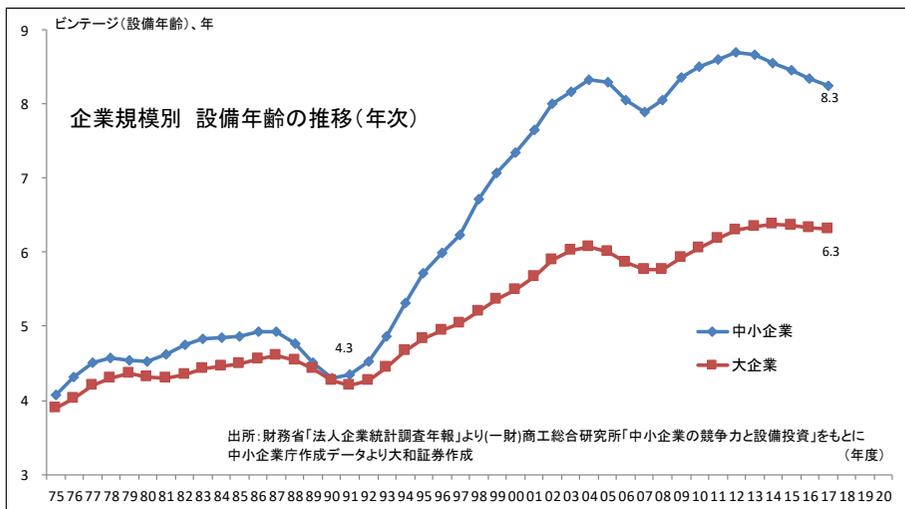
(図表 8-11.3) 地銀、M&A関連銘柄チャート



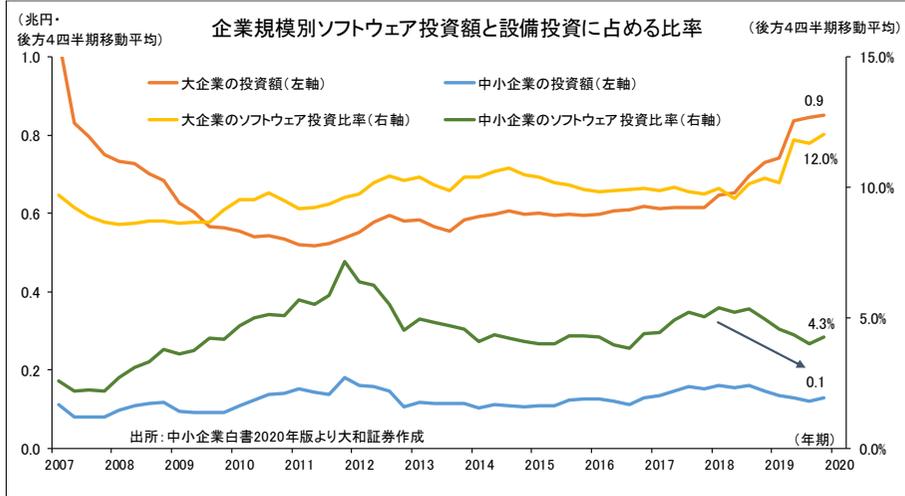
(12) 中小企業の設備は古くソフトウェア投資減少

ここではデジタルガバメントの効果を考えたい。中小企業の設備の高齢化は著しい(上図)。中でもソフトウェア投資に関しては中小企業の余力が少ない(下図)。これでは労働生産性が上がらず、労働投入量が増加しないなかで(M字カーブ改善限界等)、経済成長は衰える。一方、政府のデジタルガバメント推進によって、中小企業のソフト投資は増加し得る。デジタル人材育成も進む。

(図表 8-12.1) 中小企業の設備は老朽化。古い設備のままでは労働生産性は向上しにくい



(図表 8-12.2) デジタル投資が縮小も、デジタルガバメントで中小企業もデジタル対応に



(13) デジタル関連はデータセンターとパッケージソフト

デジタルガバメントではデータを国内管理する国産データセンターに注目できる(上表)。多くは旧電電公社関連企業だ。また中小企業のソフトウェアは政府と繋がる標準化の必要があり、そもそもオーダーメイドソフトを発注するほどの規模はない。結果的にパッケージでソフトを提供しているIT企業に一層メリットが期待できる(下図)。以上で菅総理の第三の道が開かれる可能性を説明できたと思う。

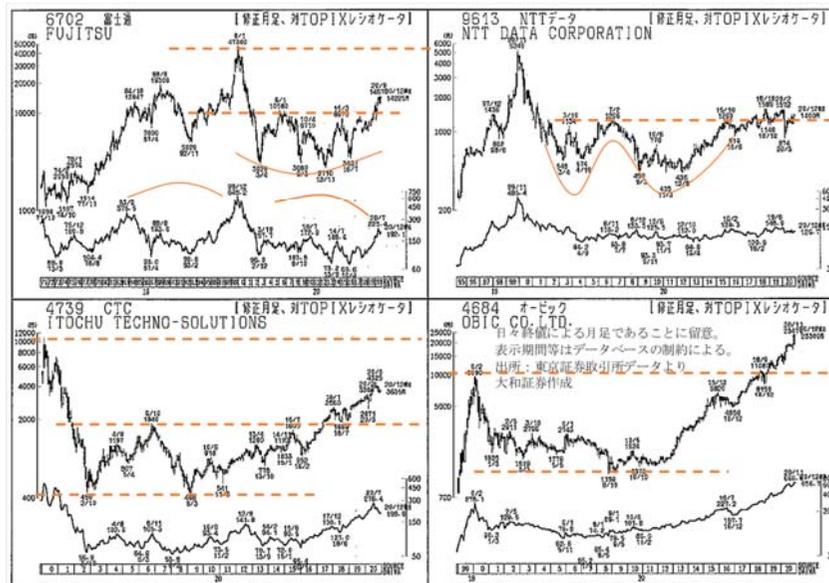
(図表 8-13.1) デジタルガバメントで国産データセンターに期待

データセンターサービス総床面積ランキング

No.	サービス名称等	総床面積	運営会社(コード)等
1	富士通データセンターサービス	271,000m ²	富士通(6702)
2	アット東京	203,000m ²	セコム(9735)、東京電力HD(9501)、TIS(3626) 子会社合併
3	NTTコミュニケーションズ Nexcenter	143,000m ²	NTT(9432)系
4	エイニクス・ジャパン	88,412m ²	米エイニクス(EQIX US)
5	netXDC	81,900m ²	SCSK(9719)
6	CTCデータセンター	81,000m ²	CTC(4739)
6	NTT東日本データセンター	81,000m ²	NTT(9432)系
8	データセンターサービス	80,000m ²	TIS(3626)
9	IDCフロンティア	72,600m ²	ソフトバンク(9434)系
10	京阪神ビルディングIDC	70,000m ²	京阪神ビルディング(8818)
11	MCデジタル・リアルティ	52,562m ²	三菱商事(8058)、米デジタルRT(DLR US)合併
12	TELEHOUSE	49,000m ²	KDDI(9433)
13	ARTERIA ComSpaceデータセンター	43,600m ²	アルテリア(4423)
14	NTTコムウェア データセンター	41,000m ²	NTT(9432)系
15	NTT西日本データセンター	39,600m ²	NTT(9432)系
16	DataCenter	35,595m ²	ソフトバンク(9434)
17	USEN GATE 02 ビジネスIDC	35,000m ²	USENNEXT(9418)
18	セキュアデータセンター	30,000m ²	セコム(9735)系
19	Coltデータセンターサービス	26,000m ²	英コルトG(COLT LN)
20	アイネットクラウドデータセンター	21,920m ²	アイネット(9600)

出所:データセンターなんでもランキングmonthly(2020年10月)より大和証券作成
当リストは中長期の保存版を企画しているため、2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい

(図表 8-13.2) 高収益なパッケージソフト会社(2018年暦年展望参照)が中小企業向けにもメリット大

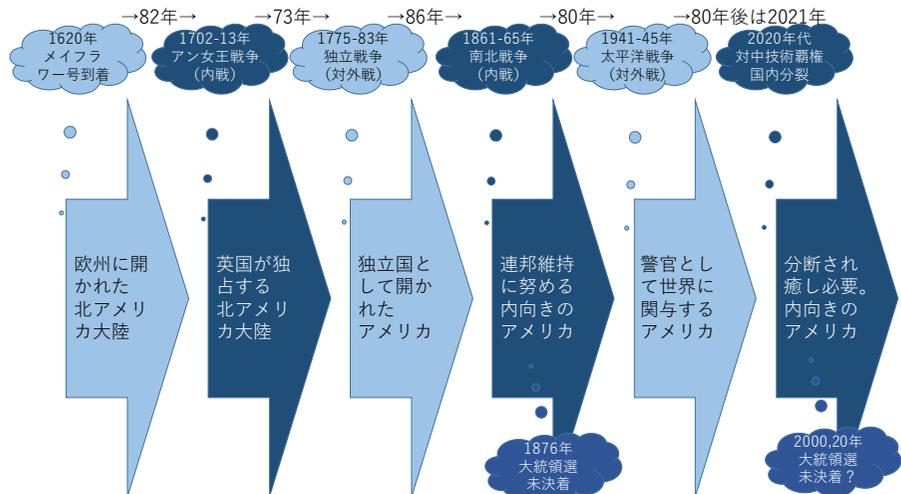


第9章 覇権争い。米国の宥和策で中国に勢いか。自動車・非鉄で求心力

(1) サイクルは米国が内向きになり、覇権が変わる過渡期を示唆

この章と次章で経済覇権をみる。米国に80年程度の戦争サイクル到来。現在は米国内で争う内向きの時期(上図)。欧米史観では覇権は100年サイクルで、米国覇権終焉の頃(下表見出し赤字)。3、4節。中国史観では西欧が産業革命で大分岐(下図赤四角)を果たすまでは中国が世界の半分を牛耳っていた(下表見出し赤字)。新たな大分岐につながる技術革新を中国が起こすかも重要(次章)。

(図表 9-1.1) 米国に80年の戦争サイクル。内戦と対外戦が交互で、今後国内が分断され内向き時代に



メイフラワー号：アメリカ入植の象徴
アン女王戦争：英仏の米国内での戦争
出所：『2020-2030アメリカ大分断』ジョージ・フリードマンを参考に大和証券作成

(図表 9-1.2) 欧米史観では100年サイクルで覇権交代。中国史観では大分岐で中国は覇権を失った

東洋的覇権国	チンギス汗帝国 (シルクロード貿易) (1206~1271元建國)	西洋的覇権国	四洋(元)時代 (シルクロード貿易) (1271~1368明建國)	明時代 (朝貢貿易・海のシルクロード) (1368~1662(後金) 建國1616)	清時代 (朝貢貿易) (1616~1912)	大分岐	米国 (ハック、アフリカ) (1919~)
期間	65年	97年	113年	116年	104年	102年	100年経過
覇権戦争名	約70年間にわたる征伐	チンギス・ハンの息子ら	トリアゴ(1381) (東ローマ帝国等層層外交)	イタリア戦役 (西葡世界分割) シムルカルデン戦争	オランダ独立戦争 (王制協定) 30年戦争	スペイン継承戦争 (英・仏デタント) 7年戦争	第1次世界大戦 第2次世界大戦 第3次世界大戦 冷戦
秩序の正統性・継承等	圧倒的な武力威嚇	チンギス・ハンの息子ら	トルゴシラス条約 (1494)(法意の勘合外交)	休戦協定(1609) (海軍の自由)主要 ウェストアリア条約	ユトレヒト条約 (1713)	パリロウアン会議 (1814~15)	ヴェルサイユ条約 (1919)
制度上の革新	遠征技術による遠隔地への武力行使	国家間による緩やかな連合	コロンブス(航海) ハートナー(造船) 十人委員会 私的銀行 レバティ(商債)	大航海・貿易の組織化 管領制、兵制、造船 アムステルダム銀行	東インド会社 東印度(運河、造船) アムステルダム銀行	重商主義 イングランド銀行、 国債発行 産業革命・産業革命	IMF・GATT (WTO) 体制 株指止業 非植民地化、国連
衰退の契機	モンゴル帝国の分裂	明建國(1368) チムール(中東)勢力の増大	インド結核 新大陸発見 トルゴの進出 私のイタリア進出	宗教戦争、異教徒排斥 対仏戦争・アルマダ敗北 (ポルトガル併合)	英国革命 対仏、対仏戦争 産業化の失敗	英独建國戦争 ロシア革命	ソビエト連邦の崩壊 中国の台頭 職制の改訂?
チューリップサイクル (覇権国更迭後の投資の事例)				チューリップ投資機 1637年	英国における南海泡 破産事件1720年 フランスにおけるミ シシビ計画投機1719 年	英国における中米米 バブル崩壊1825年	金ひか時代・狂騒相 1929年
動力技術	人力馬	人力馬	動物人力等 ・ガリオン船	風力等 ・ガリオン船	風力等 ・フライオン船	石炭等 ・蒸気機関	石油等 ・内燃機関等

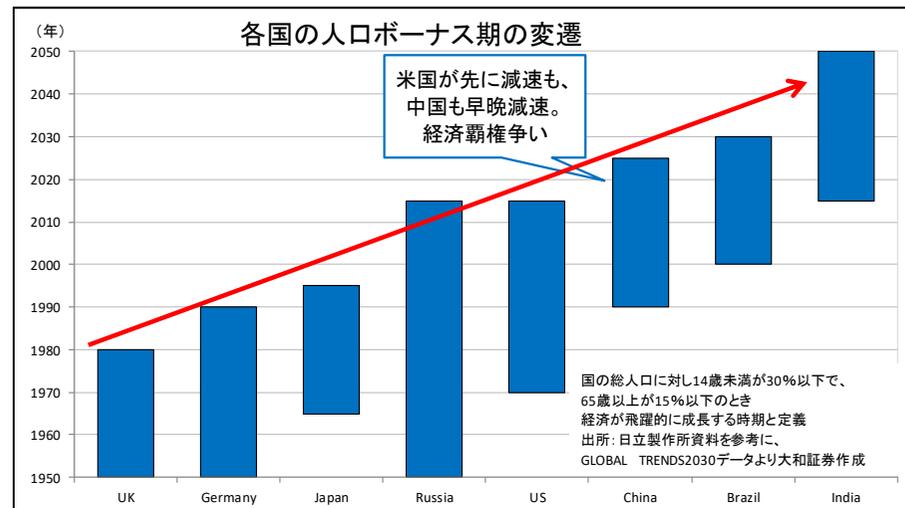
出所：西洋部分は『マネーセンターの興亡』高橋博隆氏を参考に大和証券作成

大分岐：産業革命までは欧州とアジアは農業生産性や生活水準に大した違いはなかった。しかし、石炭とアメリカ新大陸という偶発的な要素が、木材不足や人口増加などマルサスの法則にしたがって経済水準の天井を引き上げ、最終的に欧州がアジアから「大分岐」して成長に向かうことができたという議論。ケネス・ポメランツが大家。

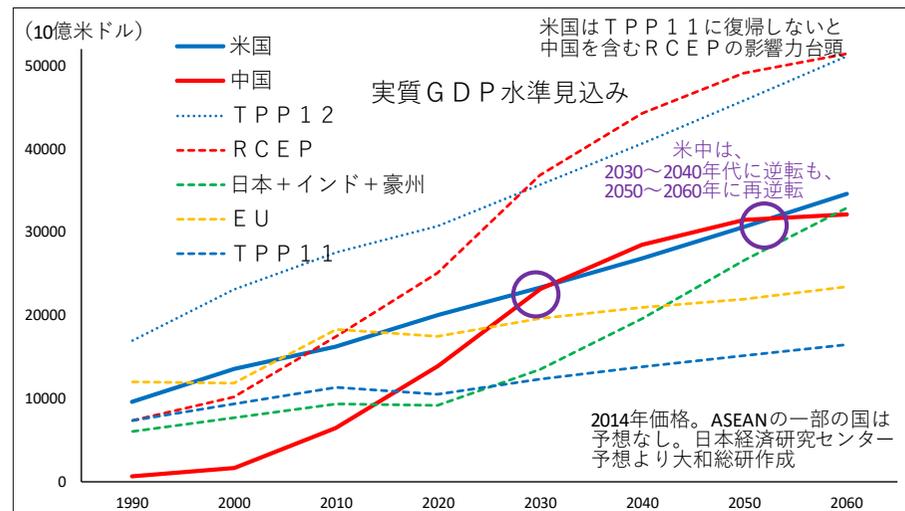
(2) 中国は米国経済に追いつく。ただし人口ボーナス時期が短く再逆転も。覇権争いが続く時代に

人口動態で高度経済成長時期は予想可能。現在は米国の人口ボーナス時期が終わり中国の経済成長が速い(上図)。中国GDPは2028年頃に米国に追いつく。ただし、中国も急速に高齢化に向かい再逆転も(下図○印)。米中の経済覇権争いは長く続く。なお、米国はTPP11に復帰しないと中国を含むRCEPの影響力が強まる(下図点線、7、8節参照)。一方インドは有望で取り込みたい。

(図表 9-2.1) 米国の人口ボーナス時期は終了。今は中国成長率が早い時期。ただし中国の高齢化も近い



(図表 9-2.2) 米中GDPは2028年頃に逆転も2050年代に再逆転と経済覇権争い時代。インドは魅力的



人口ボーナス：人口に占める働く人の割合が上昇し、経済成長が促進されることを指す。逆に、高齢化・少子化などで現役世代が減り、経済成長を妨げることを人口オーナスという。

(5) 米民主党政権は継続しやすい。対外的にタカ派でなく戦略的忍耐が多い

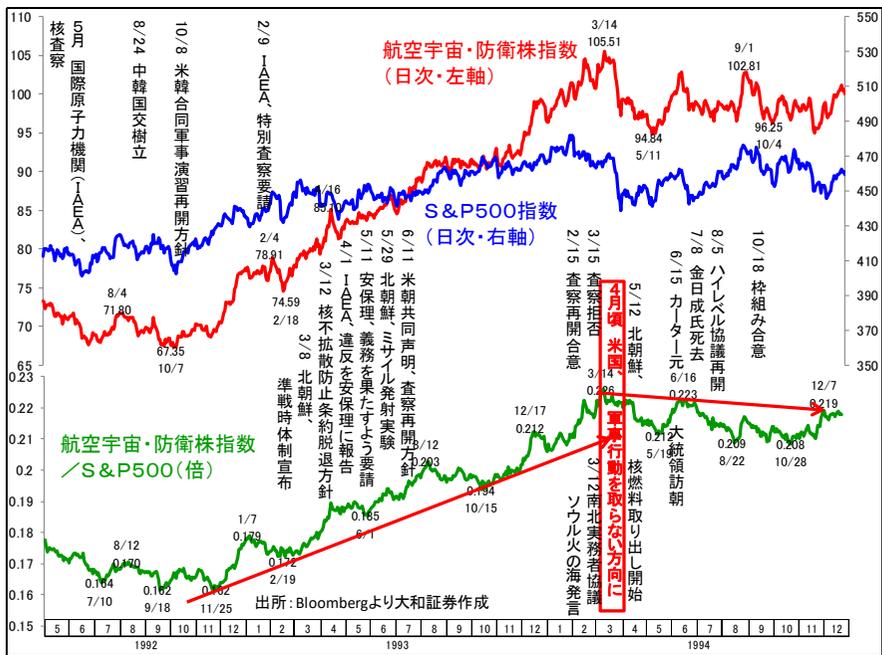
ここでは地政学的な危機のチェックポイントを見る。経済危機が起きると、直後から 20~25 年後まで左派政権が台頭 (上表)。リーマンショック後の米民主党政権は断続的に 2028 年までは続く。米民主党は戦略的忍耐が多い。例えばクリントン政権時代の北朝鮮核危機では爆撃計画まであったが、カーター元大統領訪朝でおさまった。その後、北朝鮮は事実上の核保有国に。米民主党は内向きだ。

(図表 9-5.1) 経済危機の直後から 20-25 年は左派政権が継続しやすい

市場経済	左派政権	誕生～終了の期間
1929年NY大恐慌	1933年～1952年: ルーズベルト～トルーマン民主党政権	20年
1990年日本のバブル崩壊	1993年: 細川内閣～、2009年～2012年: 鳩山～菅～野田民主党内閣	20年
1997年アジア通貨危機	1998年～2008年: 金大中～盧武鉉政権、2017年～2022年: 文在寅政権	25年(暫定)
2000年ITバブル崩壊等	2000年～2008年: 陳水扁、2016年～2024年: 蔡英文民主進歩党政権	24年(暫定)
2000年高値のITバブル崩壊	2001年～2010年: ブレア・ゴードン労働党政権	10年(不満はBrexitに)
2008年リーマン・ショック	2009年～2016年: オバマ民主党政権、2021～2028年までバイデン・ハリスだと米民主党20年目まで	

大恐慌以降のケースでは戦時中であったことや、有力なポピュリスト候補が死亡するなど、左派政権が一貫して継続。それ以外は保守政権に一旦戻ることも多く、その場合、右の期間は2度目の終了を示す。英国は労働党政権が10年しか続かなかったが、Brexitは労働者保護政策だ。金融危機等の後に国民の不満は20~25年程度継続する模様。なお、台湾、韓国暫定的に24、25年とした。出所: 各種資料より大和証券作成

(図表 9-5.2) 1994年に北朝鮮核危機の展開。4月に沙汰やみ。米民主党は内向き。防衛株がサインに



(図表 9-5.3) 1994年に北朝鮮爆撃計画。当時日本国民は知らされていなかった。米民主党は内向き

細川内閣時代に「米朝は北朝鮮の核関連施設を爆撃する計画を立案した。米国は日本政府も危機感を共有すべきだと事あるごとに対応を促してきた」という。しかし、その後「94年4月ころ、米国のプレッシャーがふと緩んだ」(外務省には「米国が直ちに作戦を実行する状況ではなくなった」という情報が入ってきた)(細川内閣での通商産業大臣、羽田内閣での官房長官でもあった熊谷弘氏、2012/4/12 日本経済新聞より、赤傍線は筆者)

(6) 防衛株は良い指標に。中国には人民元圧力も

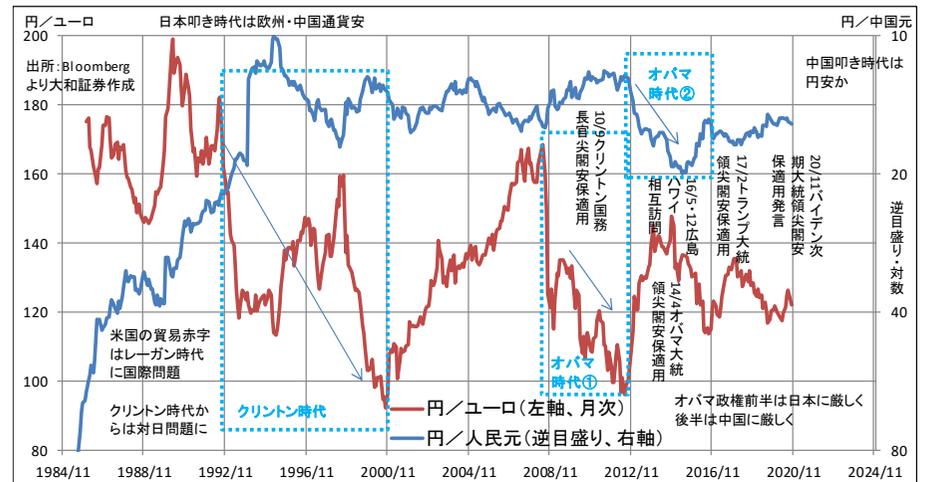
2017年も核戦争の懸念あり(上記記事)。防衛株は1994年と同様に良いインディケーターだった。米民主党は内向きなので、もうこうしたことはないと思うがチェックポイントだ。一方、例えば在韓米軍が撤退すれば中国は勞せず出てこよう。さて、米民主党は貿易黒字を蓄えた国に対し、通貨高圧力をつける傾向大(下図)。尖閣諸島の日米安保適用を明言しており、中国人民幣元への圧力が予想される。

(図表 9-6.1) 防衛株は軍事行動の可能性を示すサインに



「米、北朝鮮に核兵器で報復案か 著名記者が明らかに」2020/9/15 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。【ワシントン=中村亮】米著名ジャーナリストのボブ・ウッドワード氏は15日発売の新著で、北朝鮮の有事を想定した米軍と韓国軍の「作戦計画5027」で、北朝鮮からの攻撃に報復する案を策定していたと明らかにした。米戦略軍は「作戦計画5027」の再検討を進め、核兵器使用の可能性を排除していなかったとみられる。新著では北朝鮮に対して核兵器80発で報復するとも読み取れる記述もある。

(図表 3-6.1 再掲) 米民主党政権は黒字国通貨叩き。尖閣諸島を日米安保範囲と公言し元高に

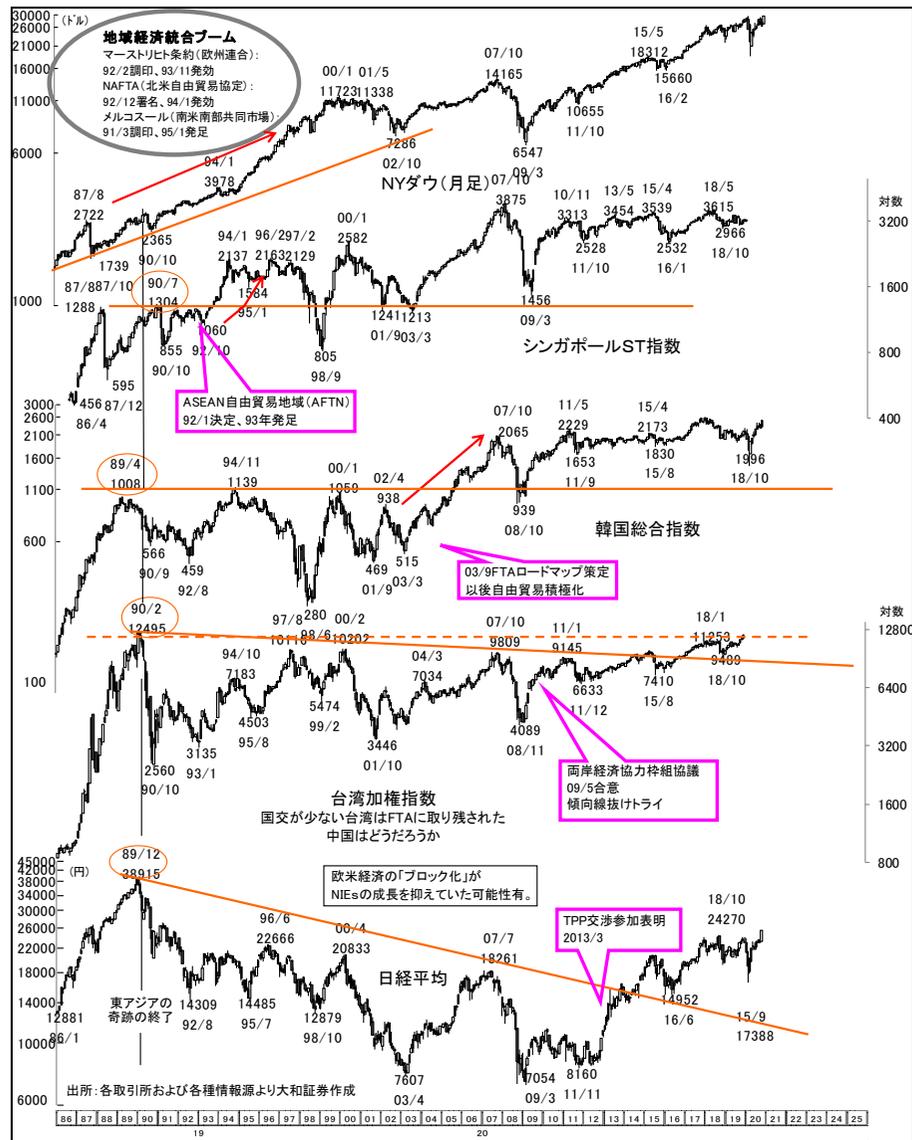


オバマ時代①では円高。元高に狙いが変わる頃から日米関係改善。このオバマ時代②をバイデン氏は継承している模様だ。当時のキャロライン・ケネディ駐日大使がキーマンとされる。

(7) 供給能力維持にはFTAも重要。中国は自由貿易協定を拡大する方向に

ここでは供給先拡大をみる。東アジアの奇跡と呼ばれた頃に、欧州、北米、南米はそれぞれ地域の経済統合に進み（下図左上）、アジア株は揃って大天井。需要地の自由貿易協定が、アジア勢からの供給を妨げた可能性。逆に、各国が独自の自由貿易協定策定に向かうと、株価はダウントレンドを上抜けた（ピンク吹き出し）。自由貿易協定は自由貿易に名を借りた外交戦略・保護主義の面も（次頁上下記事）。

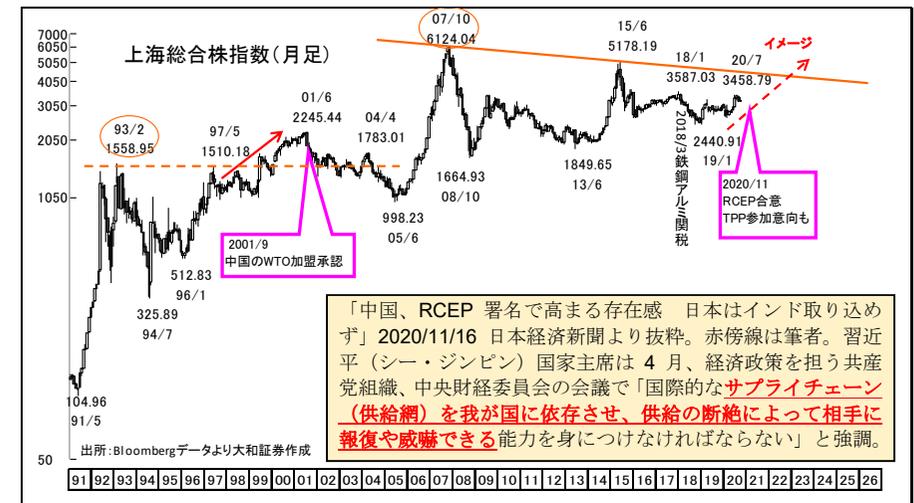
(図表 9-7) NAFTA等で東アジアの奇跡は終了。中国はRCEPで需要地開拓が



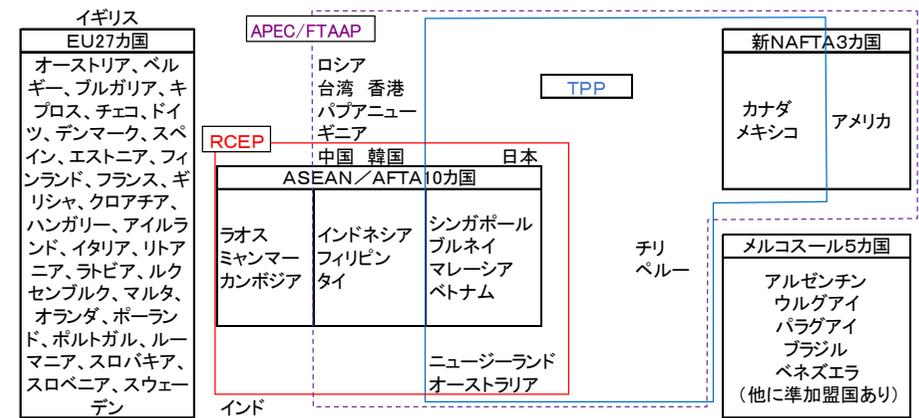
(8) 米政治空白時期に東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) 合意。中国頭領、米国後退も

中国株もWTO加盟で一旦高値抜け（上図左）。更に米大統領選後の政治空白を突いてかRCEP合意、TPP参加意向も。中国の供給力の捌け口となると共に、巨大な中国市場を梃子に地域での発言力が強まる（上記記事）。インド太平洋構想等をRCEPで分断した面も（下図）。各国株の歴史からは（前頁）、中国株も2007年（現代中国発展の奇跡）からの上値抵抗線を上抜ける事もあり得よう（上図）。

(図表 9-8.1) 中国株も2007年からのダウントレンドをRCEPで上抜けることになり得る



(図表 9-8.2) RCEPは中国の影響力強める。TPPやインド太平洋構想を分断する効果も

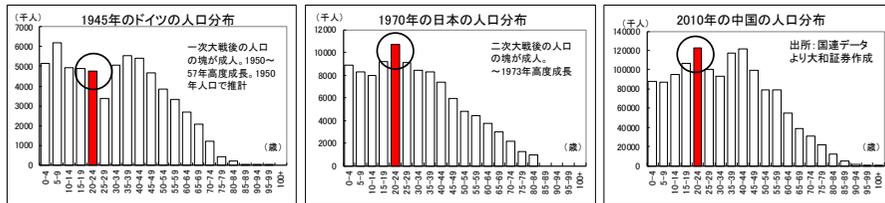


世銀ですら以下の様に指摘している。「地域貿易ブロックの興隆は、巧妙な保護主義的措置とよりむき出しの保護主義的措置をもたらすのではないかと懸念する向きがある。例えば、**EC、NAFTAともに、域内企業は、既に域外の競争相手の市場アクセスを制限する規制を導入しようとして働きかけている。**」(世界銀行、『東アジアの奇跡、経済成長と政府の役割』、白鳥正喜監訳、海外経済協力基金開発問題研究会訳、東洋経済新報社 (1994)、p.347より引用。赤字傍線は筆者)。

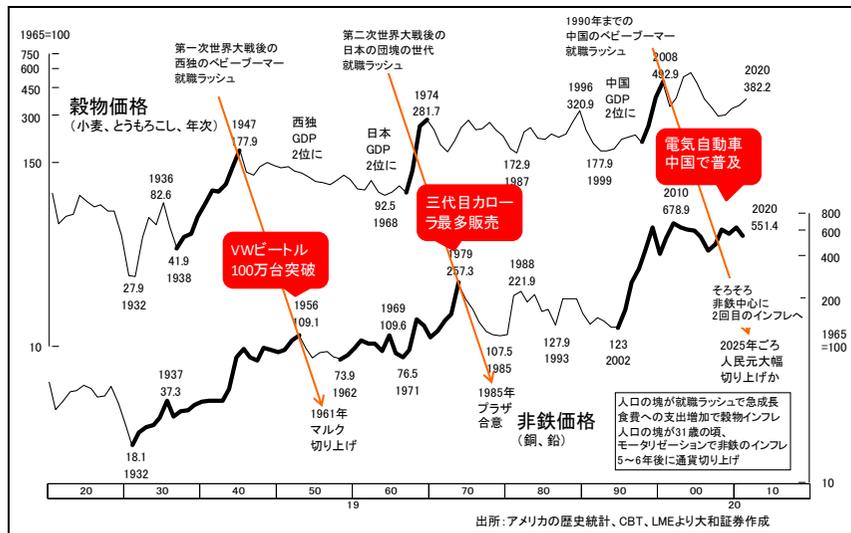
(9) 中国の年齢構成は高度経済成長の頃の日本とも類似。マイカーブームが中国経済の吸引力

次に中国の需要の中でも自動車需要の吸引力をみる。まずGDP 2位に躍進する国々は新卒に人口の塊（上図）。その時期に穀物インフレ（中図上段）。その後人口の塊が31歳の頃にマイカーブームで非鉄のインフレ（同下段）。現代の中国でも自動車需要が外国勢を引き寄せる魅力（自動車販売は米国1705万台に対し中国2576万台。2019年）。HV優遇は日本勢の取り込みの面も感じる（図表5-10.2）。

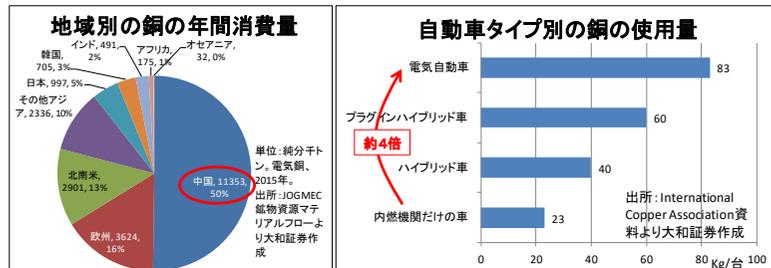
(図表 9-9.1) GDP 2位に躍り出る時は、人口の塊が労働市場に参入する時期



(図表 9-9.2) 初めは穀物インフレ。その後マイカーブームを反映して非鉄インフレに



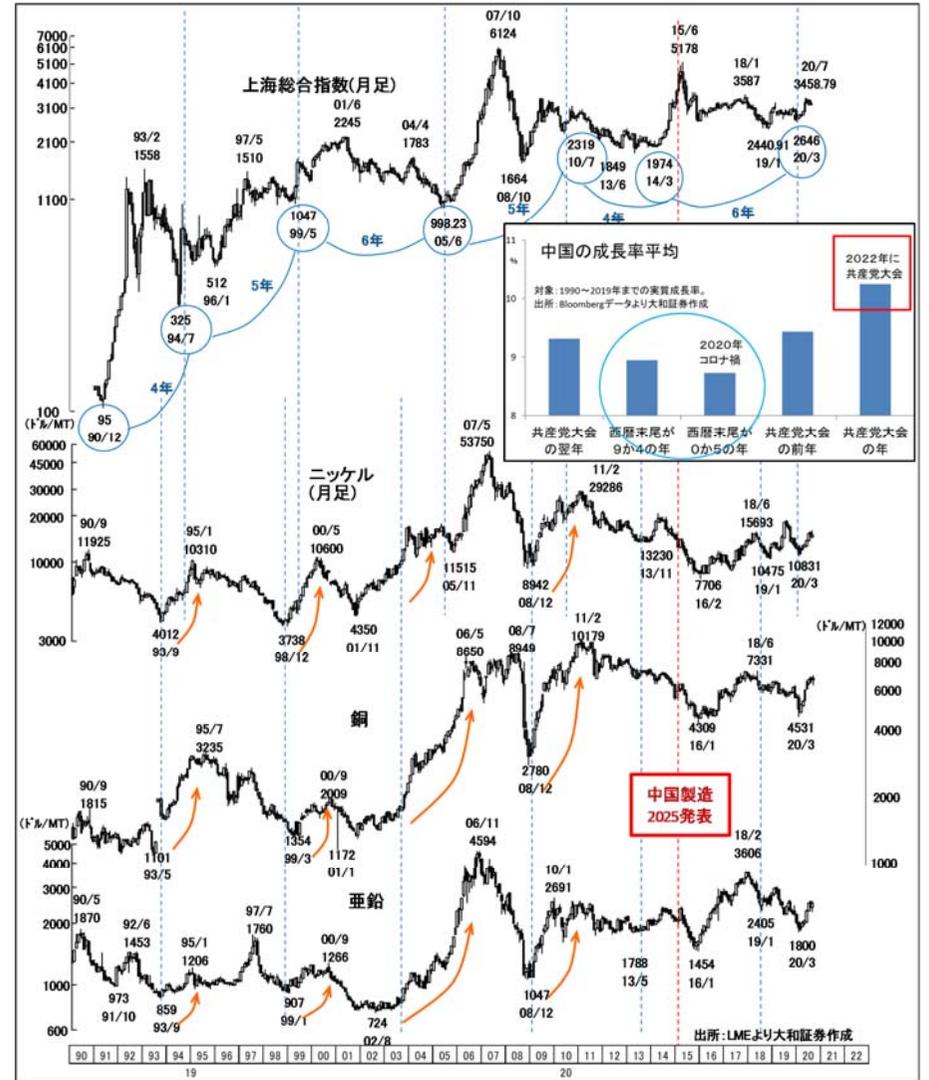
(図表 9-10.1) 新エネルギー車は非鉄の消費が大きい



(10) 非鉄市況と中国株は5年サイクルで上昇基調に。RCEPだけでなく多くの資源国の吸引力に

新エネルギー車は非鉄の利用が多く（前頁下）、非鉄資源にも恩恵大。非鉄は西暦末尾が3と8の年前後に底値の5年サイクル（二段目以下）。背景は中国の政治サイクルと見られ、4と9の年かその翌年に底値が多い中国株（一段目）に先行。中国製造2025やコロナ禍でサイクル変調も、2021年は非鉄と中国株が上昇しやすい時期。RCEPだけでなく多くの資源国がなびく可能性大。

(図表 9-10.2) 5年サイクルの非鉄市況と中国株は共に上昇しやすい時期



(11) 中国自動車市場で特色あるのがリチウム電池

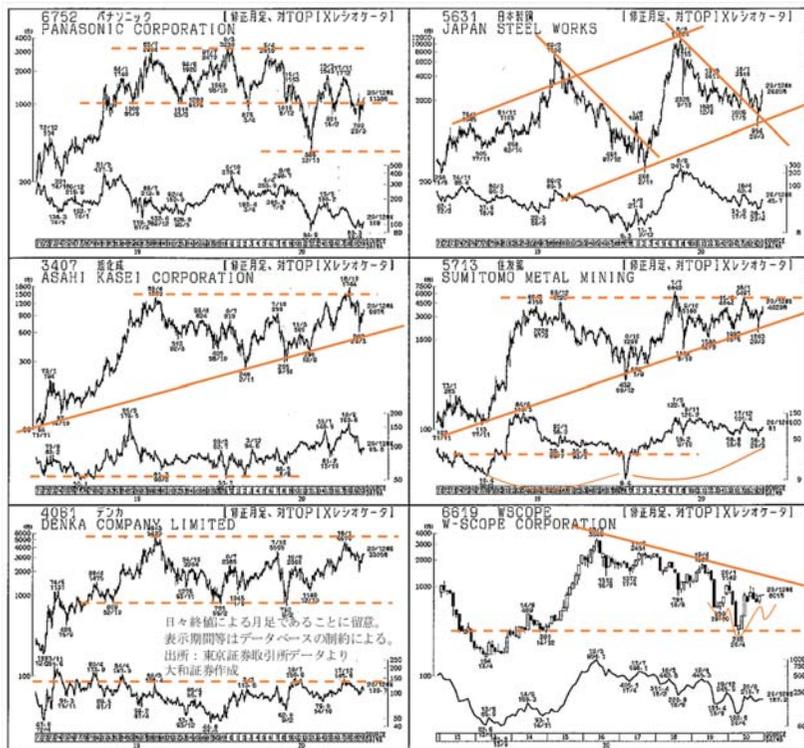
中国向け輸出では半導体関連・電子部品は次章で取り上げる。また、自動車・自動車部品に関しては第5章で紹介した。ここでは中国が力を入れているEV関連の中から、日本勢が相対的に強いリチウム電池関連株を紹介(上表)。最終製品や製造装置に強みも(下図上段)。日米共にグリーン・ニューディールに力を入れることから、中国関連株としてだけでなく、物色の矛先が向かう機会が多いだろう。

(図表 9-11.1) 主要リチウム電池関連の日本株リスト

完成車 (OEM)	欧州系	中華系	TESLA (中国)	TESLA (米国)	日系	車載LIB以外の用途
	LG Chem Samsung SDI 他	CATL BYD 他	LG Chem	-	Panasonic Toyota, GSY 他	
LiBセルの 主要サプライヤ						
旭化成 (3407)	メイン	供給	-	-	供給	民生用LIB、ESS用LIB
東レ (3402)	供給	-	-	メイン(原反)	供給	電動工具用LIB
住友化学 (4005)	-	-	-	メイン(塗布)	-	電動工具用LIB
宇部興産 (4208)	実績あり	-	-	-	メイン	-
ダブル・スコープ (6619)	供給	供給	-	-	-	民生用LIB
電解液						
三菱ケミカルHD (4188)	供給	-	-	メイン	メイン	電動工具用LIB
負極材						
昭和電工 (4004) / 日立化成	実績あり	-	-	供給	供給	産業用LIB
正極材						
住友金属鉱山 (5713)	-	-	-	メイン	供給	電動工具用LIB
正極添加剤						
デンカ (4061)	供給	供給	供給	メイン	供給	洋上風力発電ケーブル被覆材
放熱微粒子						
デンカ (4061)	供給	供給	供給	メイン	供給	パワー半導体・5G基地局基板

関係は例えば欧州系のセパレータは旭化成がメインという意味。旭化成のメイン供給先が欧州系というわけではない。出所：大和証券化学担当梅村アナリスト作成

(図表 9-11.2) 主要リチウム電池関連の日本株チャート



(12) 中国企業はADR市場から鞍替え等で上場活発、市場活性化が不可欠。中国株連動株も注目

米中摩擦や中国企業の不祥事を受け、中国株は米国預託証券市場(ADR)から締め出されかねない情勢だ。現在、中国ADR企業の中国市場への鞍替え・重複上場が盛んに行なわれている(上図)。米新政権下でも懸念は残ろう。P/O等の消化のためには市場の活性化が必要で、P/O案件に合わせて株高傾向が観測される。今後も中国株高が推進されると思う。中国株式連動株に注目したい(下表)。

(図表 9-12.1) 中国企業のADRが中国市場への鞍替え等活発。市場活性化が不可欠に



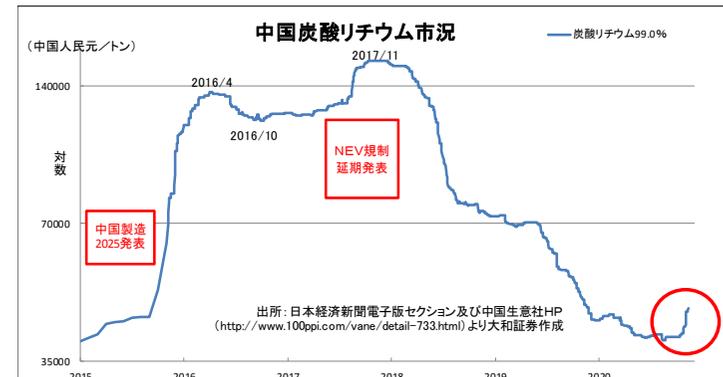
(図表 9-12.2) 中国株連動の日本株リスト

上海総合指数に対する感応度の高いTOPIX500銘柄一覧

銘柄	感応度	銘柄	感応度	銘柄	感応度	銘柄	感応度		
ソフトバンク(9984)	1.22	アドバンテ(6857)	0.89	日立建(6305)	0.80	ジェイテクト(6473)	0.76	三菱ガス(4182)	0.72
ルネサス(6723)	1.04	レーザーク(6920)	0.88	TDK(6762)	0.80	コマツ(6301)	0.74	ファナック(6954)	0.72
安川電(6506)	1.00	シャープ(6753)	0.88	オークマ(6103)	0.80	NTN(6472)	0.74	ダイフク(6383)	0.72
三井金(5706)	0.97	DMG森精(6141)	0.87	日製鋼(5631)	0.80	ヤマハ発(7272)	0.74	テスコ(6146)	0.72
住友鉱(5713)	0.93	THK(6481)	0.84	東レ(8035)	0.79	ガンホー(7276)	0.73	村田製(6981)	0.71
スクリーン(7735)	0.92	いすゞ(7202)	0.84	GMOFG(3769)	0.78	横河電(6841)	0.73	小糸製(7276)	0.71
アルプスAL(6770)	0.92	アイシン精(7259)	0.83	ZOZO(3092)	0.78	商船三井(9104)	0.73	ネットワン(7518)	0.71
日揮HD(1963)	0.91	ナフテコ(6268)	0.83	不二越(6474)	0.77	荏原(6361)	0.72	豊田合(7282)	0.70
太陽誘電(6976)	0.90	SUMCO(3436)	0.82	堀場製(6856)	0.76	日野自(7205)	0.72	トプコン(7732)	0.70

2018/10~2020/10、10日前比でTOPIX500銘柄の決定係数上位150銘柄。出所：QUICKより大和証券作成
当リストは中長期の保存版を企画しているため、2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意された

(図表 9-11.3) リチウム価格反転上昇

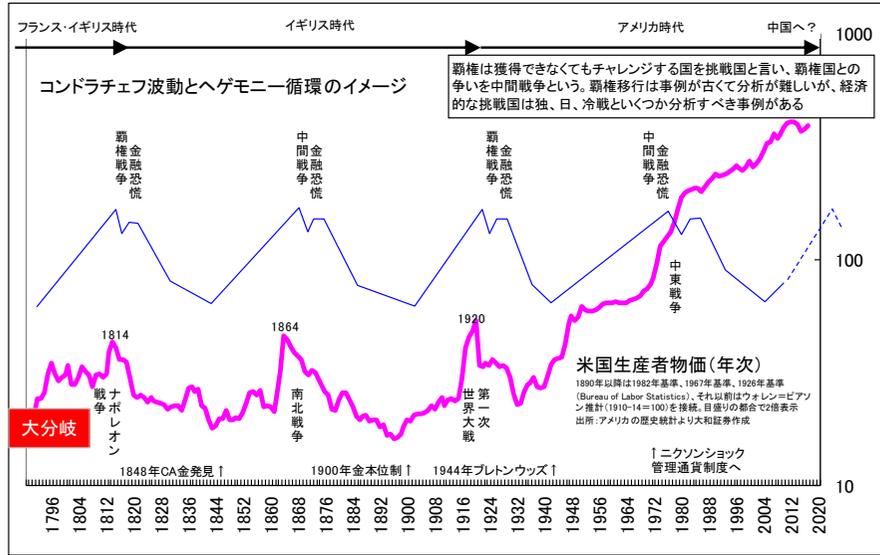


第10章 半導体が技術覇権のキー・ファクター。5Gの波、拡大継続

(1) 需要を喚起し独占的に供給し得るのは、これまで無かったプロダクト・イノベーション財

ここでは技術覇権争いを考える。物価の大循環（コンドラチェフの波）のピーク圏で、過去は覇権が交代（上図）。やはり供給能力が重要。経済覇権に必要なのは、需要を喚起し独占的に供給するプロダクト・イノベーション財（下表）。一方、人工知能や産業用ロボット等のプロセスを合理化する財は、例えば人手という従来手法があるのでサービスの独占提供や経済覇権につなげにくい。

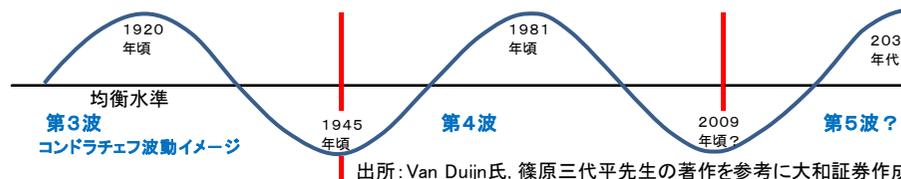
(図表 10-1.1) 物価の大循環（コンドラチェフの波）のピーク圏で覇権交代。供給能力が覇権の決め手



(図表 10-1.2) 経済覇権に必要な財は、需要を喚起し独占的に供給するプロダクト・イノベーション財

コンドラチェフ波動の局面相違、革新性向上(上段)、象徴的な事例(下段)

革新のタイプ	不況局面	回復局面	繁栄局面	後退局面	不況局面	回復局面	繁栄局面
プロダクト・イノベーション (新産業)	+	++++	++	+	+	++++	++
プロセス・イノベーション (基礎諸部門)	+	++	+++	++	+	++	+++
プロダクト・イノベーション (既存産業)	+++	+++	+	+	+++	+++	+
プロセス・イノベーション (既存産業)	+++	+	++	++	+++	+	++

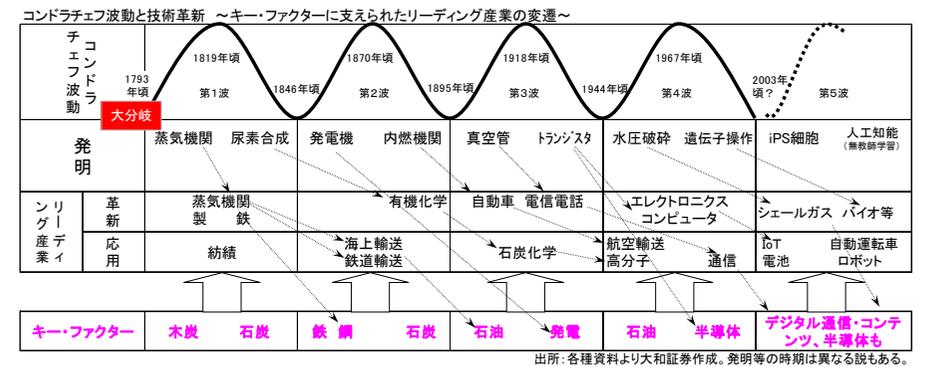


出所: Van Duijn氏、篠原三代平先生の著作を参考に大和証券作成

(2) イノベーションにはキー・ファクターが必要。米中技術覇権には半導体が戦略物資

イノベーションには継続的に価格が下落しほぼ無限に提供される財が不可欠（上中図表ピンク字）。森林面積に比例する木材でなく、石炭利用によって英国は大分岐と呼ばれる経済成長。現代の中国の問題は、半導体の自給率（下図赤線）や、さらに中国資本による生産シェア（同円グラフ）が小さいこと。半導体が中国の技術覇権にむけてのキー・ファクター、米国にとっての戦略物資となる。

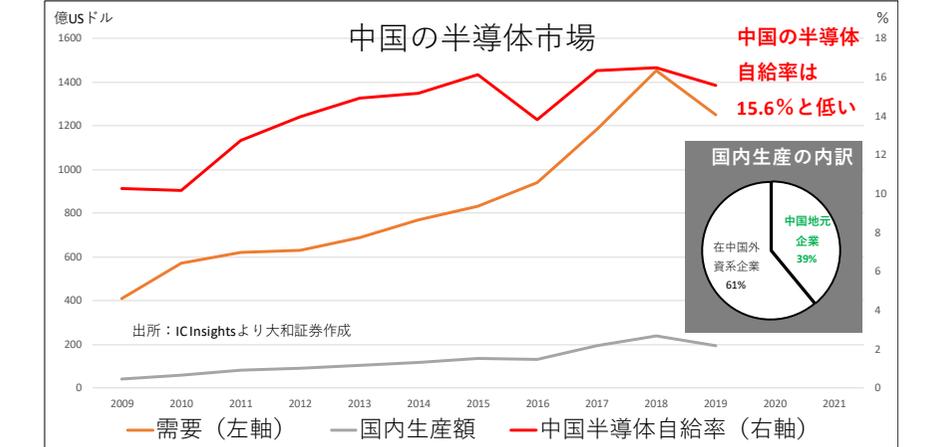
(図表 10-2.1) イノベーション・技術革新は、従来技術で安く提供されるキー・ファクターが支える



(図表 10-2.2) 経済学でのイノベーションの捉え方。キー・ファクターが重要に

キー・ファクターとは: 出所: 大和証券作成
イノベーションには、**継続的に価格が下落しほぼ無限に提供される財**の利用が欠かせない。経済学者ペレスやフリーマンはこうした財を技術パラダイムのキー・ファクターと呼んだ。かつては、安価な石炭・鉄鋼・石油などがキー・ファクターとなり、蒸気機関・鉄道・自動車などのイノベーションを支えた。近年の電機産業を支えたキー・ファクターは、半導体の性能向上に比した価格の下落であった。現代では、デジタル化で高度利用が可能となった電波がキー・ファクターとなっており、それを利用するモバイル端末に新たなビジネスチャンスが豊富に示現している。加えて、コンテンツが豊富に利用できるようになった。人工知能にはコンテンツを利用した自律型の深層学習技術が進展したことが大きい。これらは中国が進展している。一方、中国は半導体自給率が低い。自前で作る半導体がキー・ファクター、戦略物資と言えよう。

(図表 10-2.3) 中国の半導体自給率や中国資本のシェアは低い。米中技術覇権のキー・ファクターに



(3) 半導体生産は台湾・韓国が強いが、製造装置・部材は日本勢も

半導体の盟主は米インテル (INTC) から台湾 TSMC (2330 TT) 社に移行中。TSMCは受託生産業 (下右記事)。同社の設備投資計画は世界中のハイテク企業の生産計画を反映するので、結果的に米半導体株 (SOX) 指数の良い売り/買いサイン (上図黒/赤縦書き)。半導体製造装置 (下左表) や部材は日本勢も強い (下左表)。日台韓 (次頁下図) 次第で技術覇権が決まる面もあろう。

(図表 2-2.2 再掲) 台湾 TSMC の設備投資計画は強く、3年サイクルは上向きに



(図表 10-3.1) 半導体製造装置は日本勢も強い。TSMCは世界中のハイテク企業の生産計画を知る

世界の半導体製造装置ランキング (mil \$)		
No.	会社名 (コード)	売上高
1	米アブライドマテリアルズ (AMAT)	13468.2
2	オランダ A S M L (ASML NA)	12769.6
3	東京エレクトロン (8035)	9551.5
4	米ラムリサーチ (LAM)	9549.4
5	米 K L A (KLAC)	4665.4
6	アドバンテスト (6857)	2469.6
7	スクリーン (7735)	2200.2
8	米テラダイン (TER)	1553.0
9	日立ハイテク	1532.6
10	オランダ A S M インターナショナル (ASM NA)	1260.9
11	ニコン (7731)	1200.3
12	KOKUSAI ELECTRIC	1137.3
13	ダイフク (6383)	1107.2
14	香港 A S M パシフィックテクノロジー (522 HK)	893.6
15	キャノン (7751)	692.2
上記 15 社合計		64051.0
世界半導体製造装置売上高		77204.2

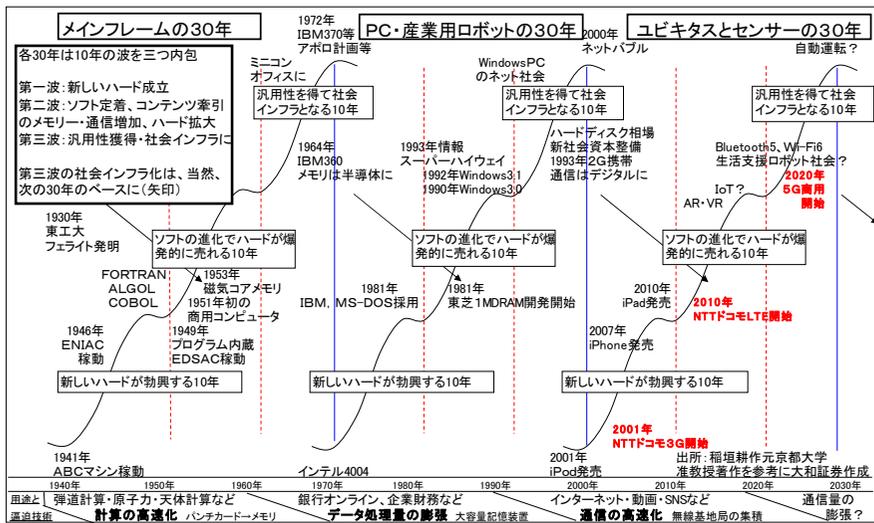
出所: VLSI Research より大和証券作成

「TSMC、36%増益、7~9月、ファウエイから大量受注」2020/10/16 日本経済新聞より抜粋。赤傍線は筆者。【台北=中村裕】台湾積体回路製造 (TSMC) が15日発表した2020年7~9月期決算は、四半期ベースで過去最高となった。9月中旬に米国から制裁が強化された主力のファウエイについては9月まで続いた特需が今後は完全になくなる。ただ、**アップル**向けで好調が続くほか、**米アドバンスト・マイクロ・デバイス (AMD)** や **米クアルコム** など **世界の半導体大手から受注が殺到**しており、むしろ販売は大きく伸びる。

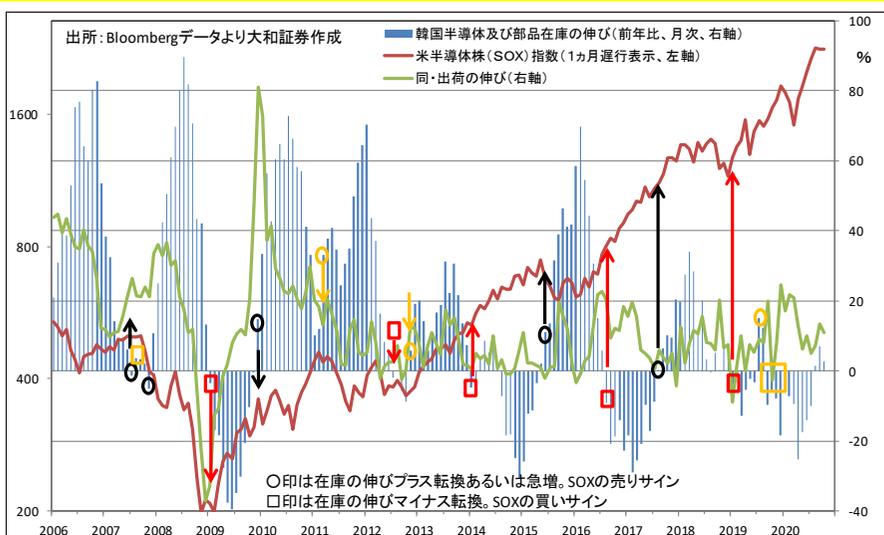
(4) ユビキタス社会の完成にスマホと5Gの活躍の場は広がる

メインフレームやPC等のコンピューターに10年おきに役割を変える30年サイクルがある (上図)。現代に当てはめると、スマホが汎用性を得て社会のインフラとなる時代に (同右三段目)。例えばスマホ決済などが加速 (通信は電波のデジタル利用がキー・ファクター)。5G社会は自動運転に不可欠なインフラ。5Gの点では中国が技術覇権に向け進展。日本の電子部品株等には活躍の場がある。

(図表 10-4) コンピューターに10年毎に役割を変えるサイクル。スマホが社会インフラになる時代に



(図表 10-3.2) 韓国半導体在庫の増減転換は売/買サイン。直近は意図した在庫と思うが今後チェック

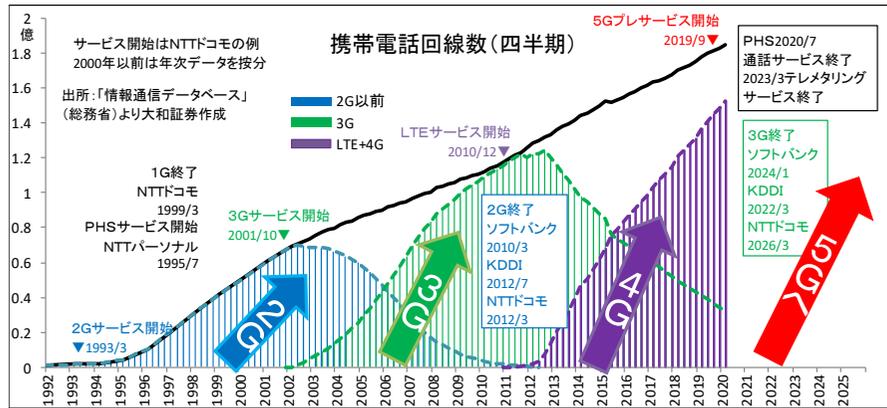


韓国も半導体には極めて重要。在庫の増加/減少転換が売り/買いサインに。直近は意図した在庫か。

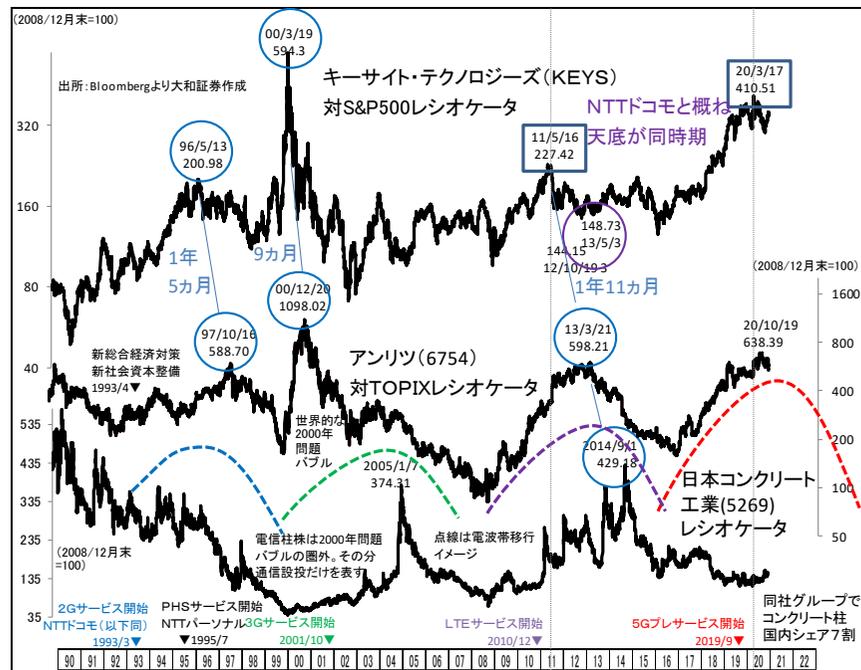
(5) 5G物色は広範に広がる可能性大

スマホ等の通信規格は約10年周期(上図)、準じた波が日本の通信関連株に示現(図下部イメージ参照)。通信系計測器は米キーサイト・テクノロジー(KEYS)と非上場の独社、アンリツ(6754)でほぼ独占。伝統的に欧米社がRF測定等の川上分野に強い一方、アンリツはプロトコル検査など川下分野に強い。株価も米社が1年程度先行する傾向だ(下図)。2021年は広範な銘柄に物色拡大継続へ。

(図表 10-5.1) 移動体通信規格は10年周期。2020年は第五世代・5G規格開始の大きな波が到来



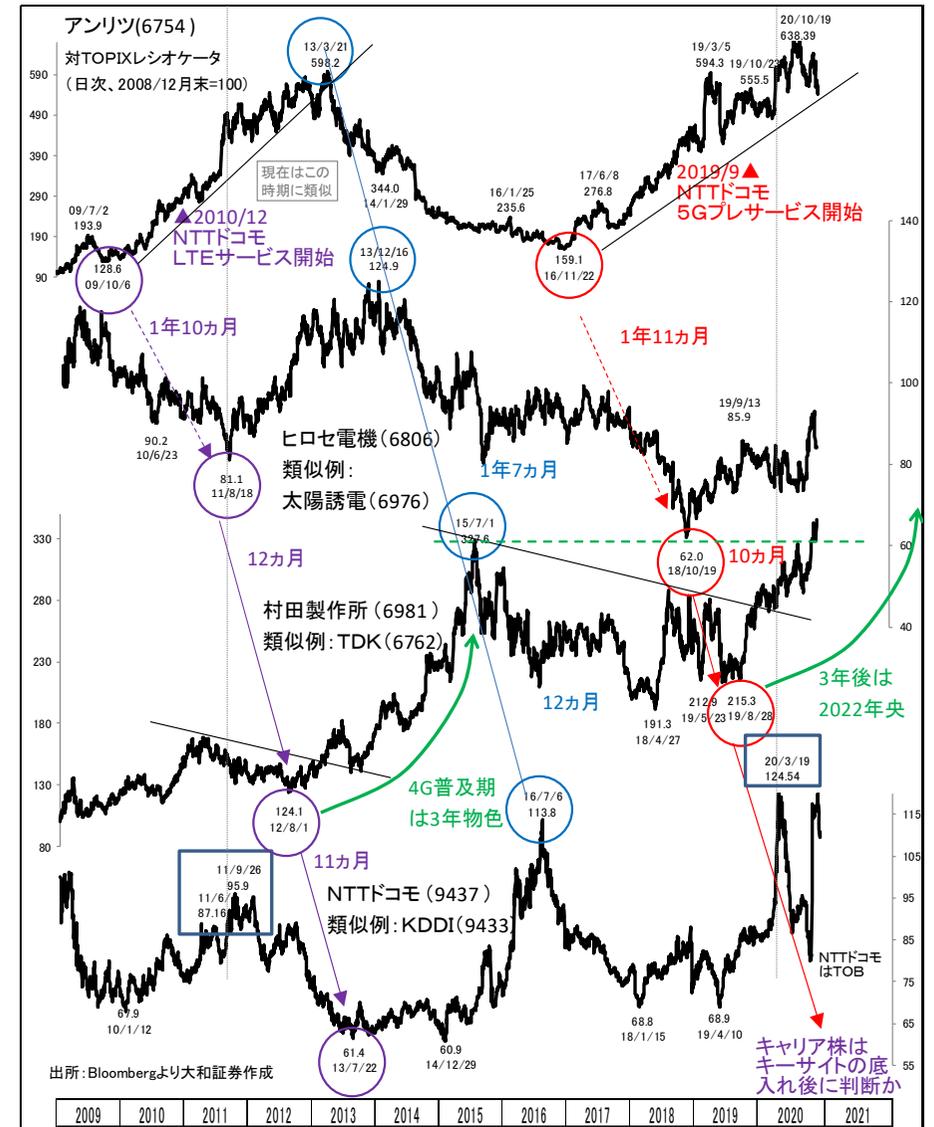
(図表 10-5.2) 通信株に通信規格の世代交代の波。キーサイトの一巡感は運行するアンリツの佳境示唆



(6) 引き続き大型電子部品株活躍か。通信の底入れはキーサイト・テクノロジーの底入れ後

4G時代の日本株の物色の広がり、アンリツ→相対的に小型で材料に敏感なヒロセ電機→村田製作所等の総合電子部品株と拡大。2021年も総合電子部品株に期待できる時期だ。一方通信株は設備投資負担が大きいのか管理誕生の前からピークアウト(最下段四角印)。過去もキーサイト・テクノロジーのピークは概ね一致しており(前頁下口印)、同社のボトム(同紫○印)確認後に日本の通信株検討。

(図表 10-6) 引き続き総合電子部品株に期待。通信の底入れはキーサイト・テクノロジーの底入れ後



(7) 5G関連銘柄リスト。2021年は電子部品全般に好影響。ゲームは別途佳境越えか

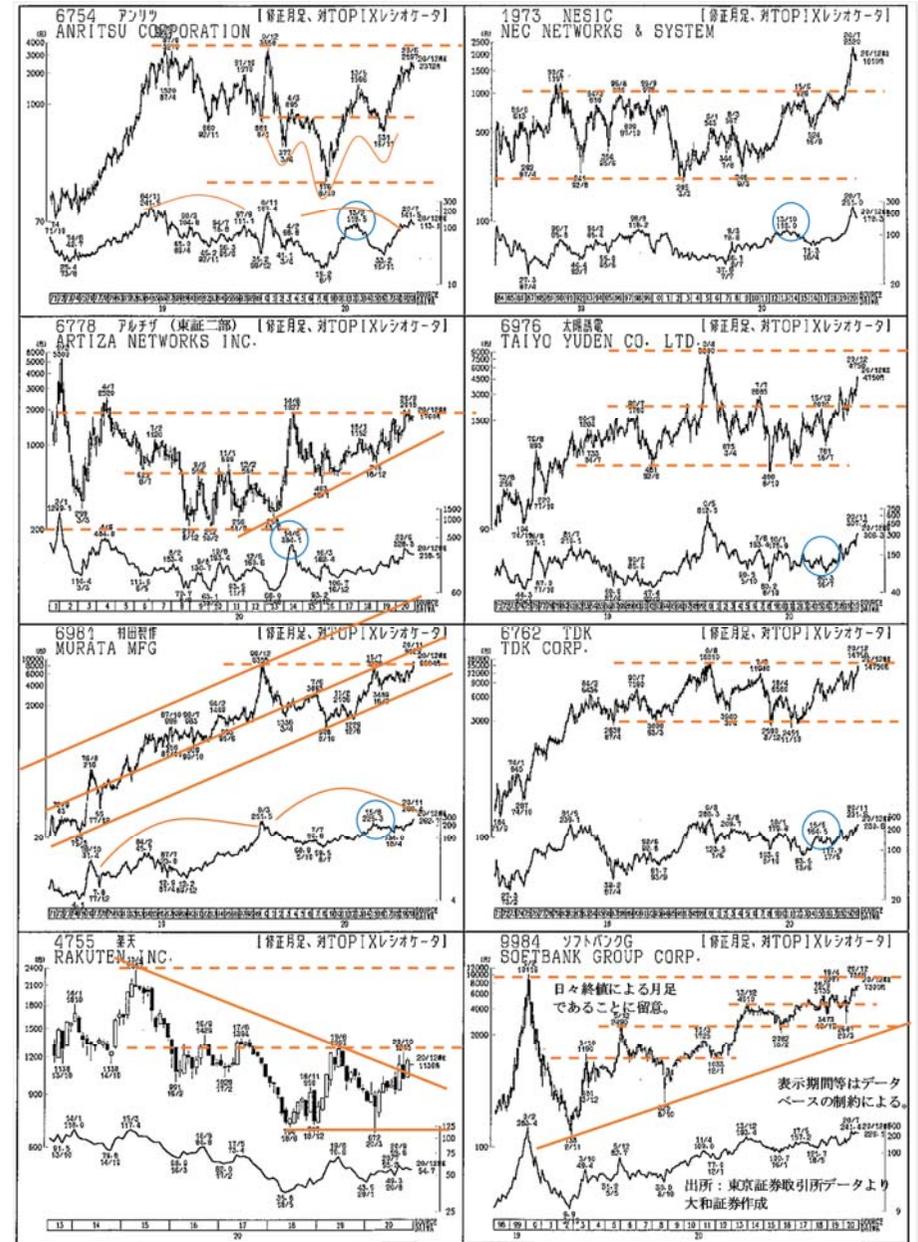
ここでは5G関連銘柄をリストアップ。従前から会社四季報等で言及があった銘柄を広範囲に網羅。ただ、物色に順番があり、2021年も3列目半ばまでを想定。一方、通信キャリアは投資負担が大きい時期で、自動運転等の好影響に時間が必要。また、4列目半ばのゲームは7年サイクルや巣ごもり需要一巡で、目先佳境の可能性も。7年後はクラウドゲームでスマホがゲームの社会でもインフラに。

(図表 10-7.1) 5G関連銘柄リスト。電子部品株中心に

区分	コード	銘柄略称	市場	区分	コード	銘柄略称	市場	区分	コード	銘柄略称	市場	区分	コード	銘柄略称	市場				
計測器	6754	アンリツ		基地局設置等	1946	トエネック		製造装置	2146	UT GROUP		企業向け5Gサービス	6532	ベイカルト					
	8151	東陽テック			1949	住電設			6134	FUJII			6771	池上通					
	6778	アルチザ	東2		1950	日本電設			6340	渋谷工			8068	菱洋エレクトロ					
	6838	多摩川HD	JQS		1951	協立シオ			6569	日総工産			9450	アパハ-GT					
	7500	西川計測	JQS		1973	NESIC			7510	たけびし			9613	NTTデータ					
基地局	6701	NEC		4223	アルテア		9744	メテック		3776	フロバントク	JQS	画像活用	4736	日本ラッド	JQS			
	6702	富士通		5232	住友セメ	M	3653	モルフォ	M	6852	テックアパ	JQS		メディア	3849	N.T.L.	札ア		
	6752	ハナソニック		5269	日本コン		2715	エレマテック		2331	ALSOK				ゲーム	2331	ALSOK		
	8593	三菱Uリス		5801	古河電		3878	巴川紙		2413	エムスリ					建設現場	7733	オリパス	
	4485	JTOWER	M	5802	住友電		4078	堺化学		7733	オリパス						自動運転	9735	セコム
4739	CTC		5809	タツ線		4272	日化薬		2667	イメージン	JQS	5G企業向け	4324					電通G	
製造装置	6235	オプトラン		7673	ダイコム		4462	石原ケカル		4971	メック			キャリア通信				4676	フジHD
	7518	ネットワン		2375	キクワクス	東2	4626	太陽HD		4975	JCU				アプリ・機器			7911	凸版印
	7718	スター精		5922	那須鉄	東2	4626	太陽HD		5706	三井金					5G企業向け		9404	日テレHD
	9749	富士ソフト		5983	イワブチ	JQS	4704	トント		9602	東宝						素材等	9605	東映
	3842	ネクストジェン	JQG	6777	santec	JQS	4971	メック		9605	東映		設置地等					3659	ネクソン
3110	日東紡	JQS	6822	大井電機	JQS	4975	JCU		4728	トーセ		設置地等		4728				トーセ	
3402	東レ		7746	岡本硝子	JQS	6640	I-PEX		4763	クラックハ				設置地等	4763			クラックハ	
3405	クラレ		1979	大気社		6727	ワコム		4812	ISID					設置地等	4812		ISID	
4005	住友化		6146	デスコ		6753	シャープ		7832	ハンナAHD						設置地等	7832	ハンナAHD	
4041	日曹達		6258	平田機工		6758	ソニー		7974	任天堂			設置地等				7974	任天堂	
4061	デンカ		6278	ユニオンツール		6762	TDK		9468	KADOKAWA		設置地等					9468	KADOKAWA	
4202	ダイセル		6383	ダイブク		6938	双信電		9684	スクエニHD				設置地等			9684	スクエニHD	
4204	積水化		6504	富士電機		6981	村田製		9697	カゴコン					設置地等		9697	カゴコン	
4208	宇部興		6516	山洋電		7240	NOK		9766	コガHD						設置地等	9766	コガHD	
4980	テックセリアス		6622	ダイヘン		7912	大日印		3698	CRI-MW	M		設置地等				3698	CRI-MW	M
5201	AGC		6857	アドバンテ		4966	上村工業	東2	3793	ドリコム	M	設置地等					3793	ドリコム	M
5214	日電硝		6871	マイクロニクス		6832	アイ電子	東2	1801	大成建				設置地等			1801	大成建	
5333	ガイシ		6920	レーザーテック		6881	キョウデン	東2	1802	大林組					設置地等		1802	大林組	
5334	特殊陶		7729	東京精		6882	三社電機	東2	1803	清水建						設置地等	1803	清水建	
5344	MARUWA		8035	東ユク		5724	アサカ理研	JQS	1805	飛鳥建			設置地等				1805	飛鳥建	
5713	住友鉱		8074	ユアサ商		6898	トヨタ電機	JQS	1812	鹿島		設置地等					1812	鹿島	
5714	DOWA		6627	テラプロ	M	7826	フルヤ金属	JQS	6301	コマツ				設置地等			6301	コマツ	
6143	ソニック		6145	NITTOKU	JQS	4755	楽天		2432	DeNA					設置地等		2432	DeNA	
6506	安川電		6518	三相電機	JQS	9432	NTT		6594	日電産						設置地等	6594	日電産	
6706	電気興		7472	鳥羽洋行	JQS	9433	KDDI		6800	ヨコオ			設置地等				6800	ヨコオ	
6779	日電波		3436	SUMCO		9434	ソフトバンク		6814	古野電		設置地等					6814	古野電	
6806	ヒト電		4043	トクヤマ		9984	ソフトバンク		6902	デンソー				設置地等			6902	デンソー	
6807	航空電		4063	信越化		2317	システナ		6904	原田工業					設置地等		6904	原田工業	
6866	日置電		4186	応化工		3815	大有機	M	7201	日産自						設置地等	7201	日産自	
6971	京セラ		4187	大有機	M	6038	イーダ	M	7203	トヨタ			設置地等				7203	トヨタ	
6976	太陽誘電		4203	住友ベ		6634	ネクスG	JQS	7267	ホンダ		設置地等					7267	ホンダ	
6997	日ケミコン		4369	トリカミカル		6736	サン電子	JQS	9062	日通				設置地等			9062	日通	
6999	KOA		4631	DIC		3625	テックファーム	JQG	9474	ゼンリン					設置地等		9474	ゼンリン	
8012	長瀬産		6055	Jマテリアル		2327	NSSOL		3906	ALBERT	M					設置地等	3906	ALBERT	M
5781	東邦金	東2	6875	カチップス		3697	SHIFT		4667	アイサンテクト	JQS		設置地等				4667	アイサンテクト	JQS
6618	大泉製	M	6963	ローム		3837	アドソル					設置地等							
6834	精工技研	JQS	6966	三井ハ行		6088	シガマックス							設置地等					
1417	ミナトHD		7433	伯東		6113	アマダ								設置地等				
1721	コムスHD		4115	本州化	東2	6141	DMG森精									設置地等			
1944	きんでん		5809	日鋳造	東2								設置地等						

市場空間は東証一部、東2は東証二部、JQSはジャスダックスタンダード、JQGはジャスダックグロース、Mは東証マザーズ、札アは札幌アンビシャス。当リストは中長期の保存版を企画しているため、2020/11/26現在で適用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい。出所：「2020年層年展望資料」、東洋経済四季報2020年4集号、QI/CRより大和証券作成

(図表 10-7.2) 5G関連銘柄チャート



(8) アップルサプライヤーリストの確認。電子部品株を中心に

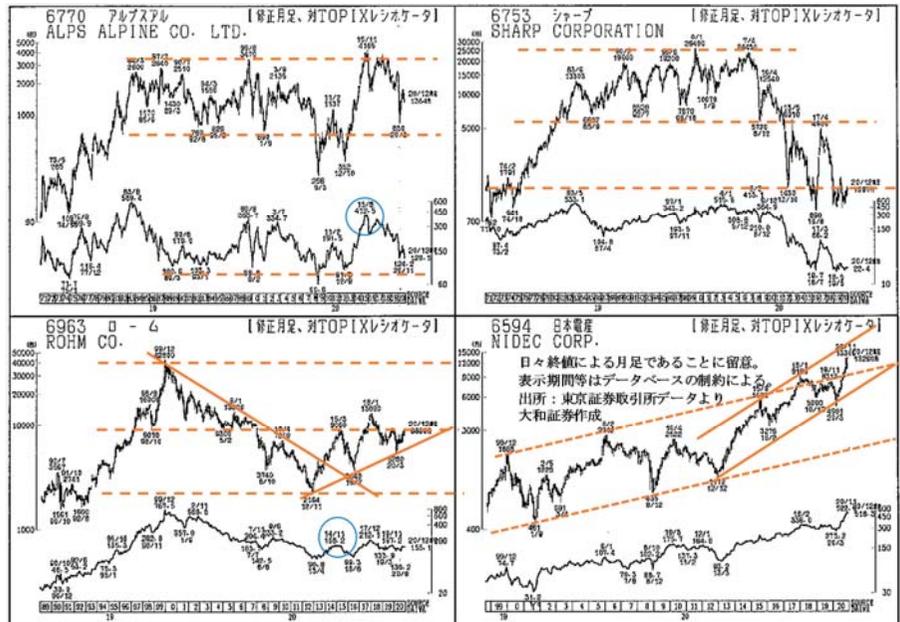
ここではアップル社のサプライヤーリストに掲載されている日本株をリストアップした。折に触れ注目されよう。なお、中国ファーウェイ社がスマホ市場から後退することをシェア獲得の好機と捉え、スマホ各社は増産体制だ。いずれ意図せざる在庫増加の懸念があるが、アップル社のCEOはグローバルな在庫マネジメントには長けているとされる。頁の構成上次頁に半導体チャートを掲載する。

(図表 10-8.1) アップル社サプライヤーリスト掲載の日本株

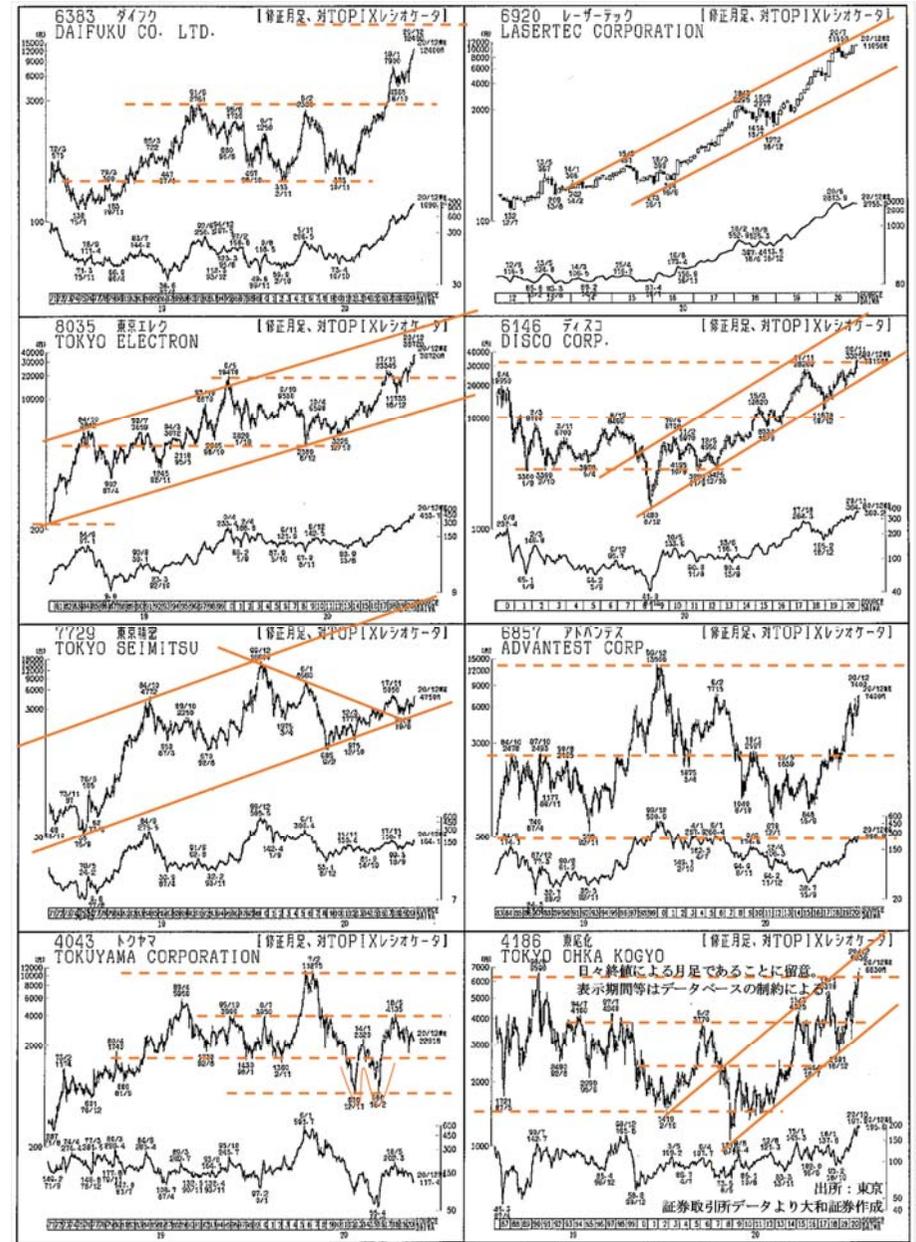
コード	銘柄名	特徴	コード	銘柄名	特徴
4005	住友化学	偏光フィルム・接触センサー	6752	パナソニック	大手家電
4062	イビデン	ビルドアップ基盤	6753	シャープ	液晶パネル
4204	横水化学	液晶向け部材	6758	ソニー	画像センサー
4980	デクセリアルズ	接合・光学部材	6762	TDK	バッテリー
5020	ENEOSホールディングス	圧延鋼箔世界首位	6770	アルプスアルパイン	レンズ等の駆動
5201	AGC	ディスプレイガラス基板	6798	SMK	コネクタ
5703	日本軽金属ホールディングス	傘下東陽理化学掲載。PC躯体	6806	ヒロセ電機	コネクタ専業
5741	UACJ	アルミパーツ	6807	日本航空電子工業	コネクタ
5802	住友電工	光ファイバー	6817	スミダコーポレーション	アンテナコイル
5803	フジクラ	フレキシブル基盤	6963	ローム	パワー半導体
6479	ミネベアミツミ	液晶用バックライト	6971	京セラ	液晶パネル、バッテリー
6501	日立製作所	総合電機	6976	太陽誘電	積層セラミックコンデンサ
6502*	東芝	総合電機	6981	村田製作所	同上、樹脂多層基板
6594	日本電産	HDD等	6988	日東電工	有機EL部材
6723	ルネサスエレクトロニクス	半導体大手	7240	NOK	フレキシブル基盤
6740	ジャパンディスプレイ	液晶パネル	7915	NISSHA	タッチパネル

*東芝は東証二部市場上場。Apple社への納入品目は必ずしも明らかでない。出所：2020/10/12現在Apple社HPサプライヤーリストより大和証券作成
当リストは中長期の保存版を企図しているため、2020/11/26現在で信用規制銘柄等が含まれていることに注意されたい

(図表 10-8.2) アップル関連株チャート



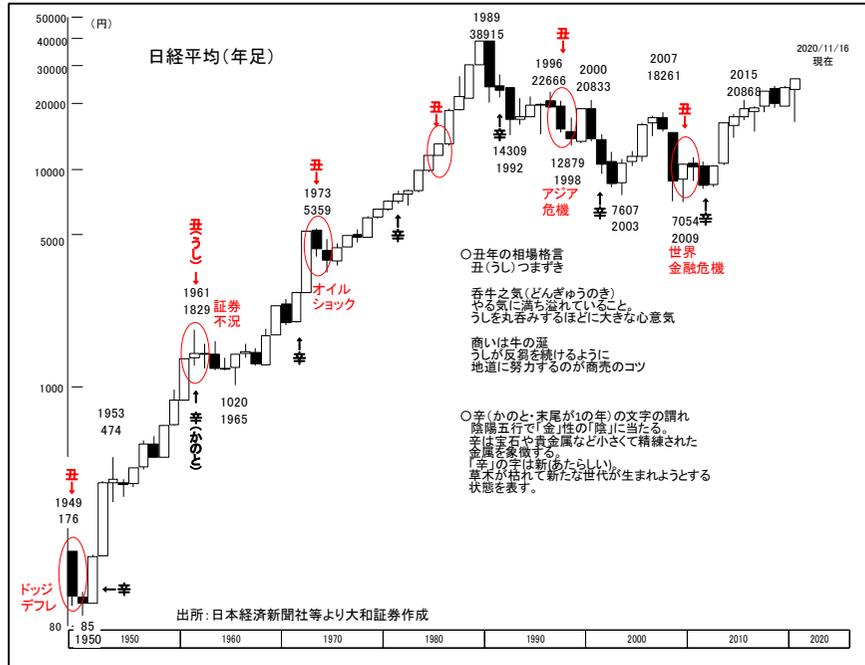
(図表 10-8.3) 半導体関連チャート (頁の構成の都合上ここに掲載。解説は2~4節を参照)



第11章 丑(うし) つまずき、辛(かのと) は辛い。金融政策、紛争の年

(1) 丑(うし) つまずき、景気の山。ただし、2020年に年足は下ひげを手繰り、既に景気底入れか
相場は記憶のゲーム。まず干支に関連付けて整理する。丑年の日経平均は開所来平均が▲6.3%と十二支中最下位。ほとんどの丑年が景気循環の山(下表、赤字は丑年・傍線は山)。年足は丑年の前年は大陽線か大陰線が多く、前者の場合には翌年の丑年相場は酷い。ただ、2020年は下ひげを手繰っており、一年で景気の間谷を経過した可能性も高い。3年サイクルの方向の見定めが必要な年に(第2章参照)。

(図表 11-1.1) 丑年相場はゲンが悪い。ドッジデフレ、証券不況、石油危機、アジア・世界金融危機



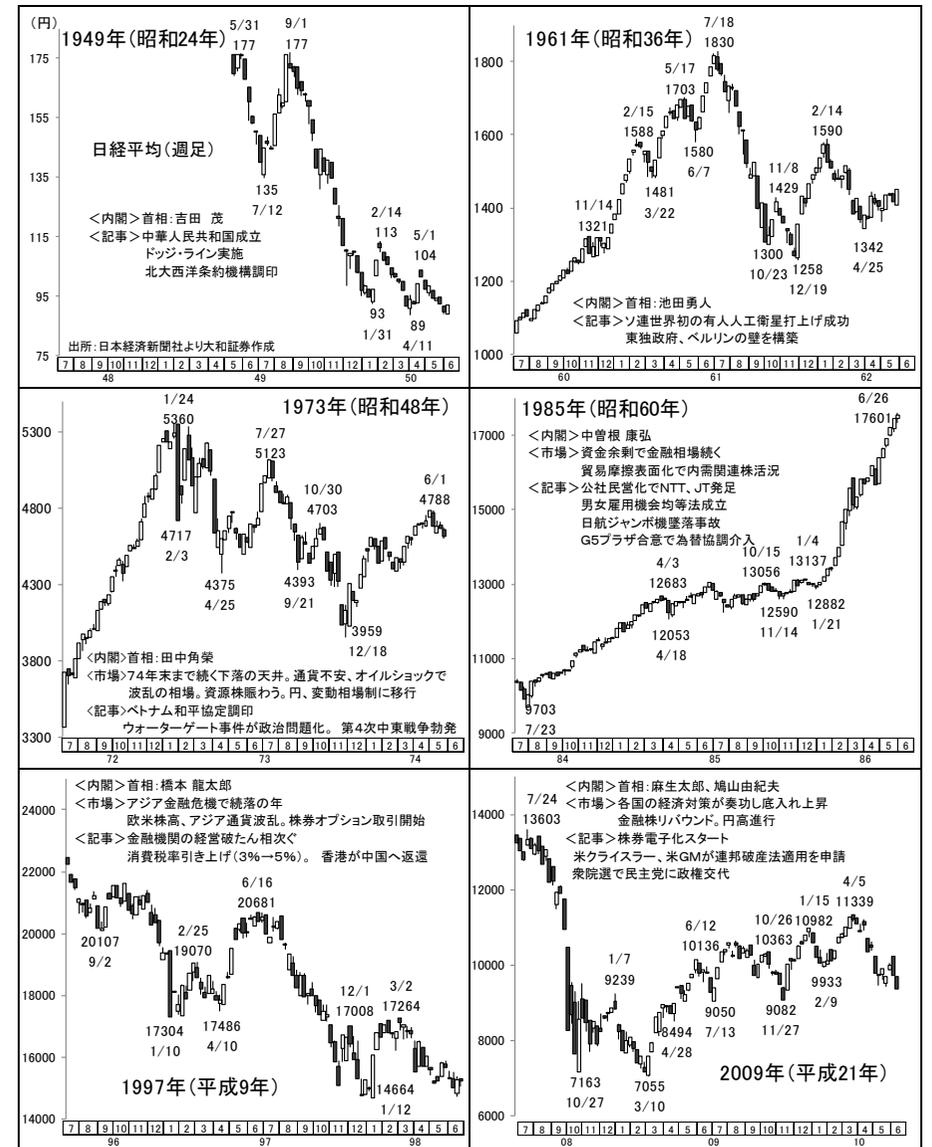
(図表 11-1.2) 丑年は景気の山であることが多い。今回は2020年に景気の間谷を経過したことに期待

戦後日本のジューガー循環と景気の基準日付(赤字は丑年、傍線は景気の間谷)

循環名	特徴	ジューガー		ジューガー以外の		ジューガー		ジューガーの谷間日柄
		の谷	景気の間谷	の山	景気の間谷	の山	景気の間谷	
ブレ循環	戦後復興	-	-	1951/6	1952/4	1954/1	1954/11	10年11ヵ月
第1循環	重化学工業化	1954/11	1957/6	1958/6	<u>1961/12</u>	1962/10	1964/10	1965/10
第2循環	インフレ昂進	1965/10	-	-	1970/7	1971/12	<u>1973/11</u>	1975/3
第3循環	インフレ調整・ME化	1975/3	1977/1	1977/10	1980/2	-	-	1983/2
第4循環	円高・バブルと崩壊	1983/2	<u>1985/6</u>	1986/11	1991/2	-	-	1993/10
第5循環	平成大不況	1993/10	<u>1997/5</u>	1999/1	2000/10	-	-	2002/1
第6循環	実感なき好況	2002/1	-	-	2008/2	-	-	<u>2009/3</u>
第7循環	ポスト金融危機	2009/3	2012/3	2012/11	2018/10	-	-	2020/5?
第8循環	ポストコロナ禍	2020/5?	-	-	-	-	-	平均9年4ヵ月?

ME:MicroElectronization. 出所: 岩下有司『景気循環の経済学-10年周期の解明-』等を参考に大和証券作成

(図表 11-1.3) 丑年相場の年間波動と出来事。ショックや危機が多く波乱停滯相場



○その他の丑(うし)年

1901年(明治34年) <内閣>首相: 伊藤博文、西園寺公望、桂太郎 <記事>官営八幡製鉄が操業開始
1913年(大正2年) <内閣>首相: 桂太郎、山本権兵衛 <記事>大正政変 軍部大臣現役武官制撤廃
1925年(大正14年) <内閣>首相: 加藤高明 <記事>普通選挙法成立 治安維持法公布
1937年(昭和12年) <内閣>首相: 廣田弘毅、林銑十郎、近衛文麿 <記事>日中戦争勃発 バリ万博

(2) 辛(かのと、西暦末尾が1の年)は米国のストック調整の時期で金融政策に特色。紛争が多い
 十干で見ると辛(かのと)の年の日経平均は1991年以降全敗。10年程度の設備投資サイクルが近年米国にサヤ寄せしたので(上表と図表11-1.2を見比べて)、近年のパターンが継続する懸念あり。コロナ禍の不良債権問題視ならストック調整に。一方、参考になる米国を含め辛に金融政策の大変動(下年表。第4章参照)。出来事は満州事変、真珠湾攻撃、湾岸戦争、世界同時テロと紛争が多い年(次頁)。

(図表11-2.1) 米国の設備投資循環は10年サイクル。米国の辛(かのと、西暦末尾が1の年)も参考に

循環名	特徴	戦後アメリカのジグラー循環と景気の基準日付					ジグラーの谷間日柄
		ジグラーの谷	ジグラー以外の景気		ジグラーの山	ジグラーの谷	
プレ循環	復員景気	-	1945/2	1945/10	1948/11	1949/10	8年6か月
第1循環	朝鮮戦争	1949/10	1953/7	1954/5	1957/8	1958/4	
第2循環	ベトナム戦争	1958/4	1960/4	1961/2	1969/12	1970/11	12年7か月
第3循環	オイルショック	1970/11	1973/11	1975/3	1980/1	1982/11	12年
第4循環	レーガノミクス	1982/11	-	-	1990/7	1991/3	8年4か月
第5循環	湾岸戦争 ITバブル	1991/3	-	-	2001/3	2001/11	10年8か月
第6循環	アフガン イラク戦争	2001/11	-	-	2007/12	2009/6	7年7か月
第7循環	ポスト金融危機	2009/6	-	-	2020/2	2020/4?	10年10か月?
第8循環	ポストコロナ禍	2020/4?	-	-	-	-	平均 10年1か月?

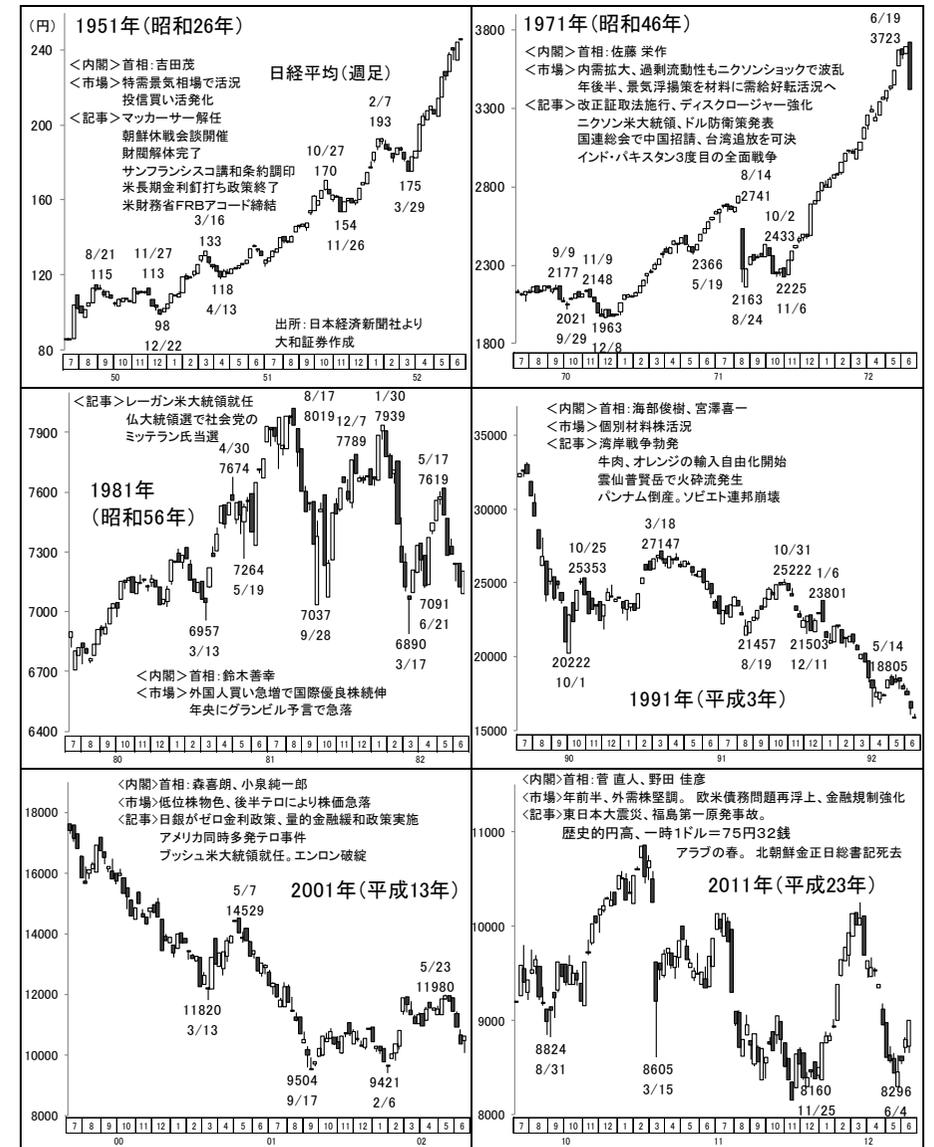
出所: 岩下有司『景気循環の経済学-10年周期の解明-』等を参考に大和証券作成

(図表11-2.2) 辛は金融政策や市場にエポックメイキングな出来事。余談: テカムセの呪いは解けた?

- 1931年 米フーバー大統領モロトリアム宣言。高橋財政開始、英国金本位制停止を決定
- 1941年 米長期金利打ち政策合意
- 1951年 米長期金利打ち政策終了、アコード締結
- 1961年 金融政策引き締め 証券不況へ
- 1971年 ニクソンショック
- 1991年 バブルつぶし政策転換
- 2001年 量的金融緩和、ゼロ金利復活
- 2011年 日銀ETF購入(購入開始は2010年12月)

辛(かのと、西暦末尾が1の年)のこぼれ話
 テカムセの呪い: 20の倍数の年に選出された米大統領は、在職中に不幸にあうジグクス。末尾が1の年に多い。
 1840年選出: ウィリアム・H・ハリソン(1811年テカムセ酋長を殺害)、1841年4月4日に肺炎で死去
 1860年選出: エイブラハム・リンカーン、1865年4月14日に暗殺、15日に死去
 1880年選出: ジェームズ・ガーフィールド、1881年7月2日に暗殺、9月19日に死去
 1900年選出: ウィリアム・マッキンリー、1901年9月6日に暗殺、14日に死去
 1920年選出: ウォレン・ハーディング、1923年8月2日に心臓発作で死去
 1940年選出: フランクリン・ルーズベルト、1945年4月12日に脳溢血で死去
 1960年選出: ジョン・F・ケネディ、1963年11月22日に暗殺、同日死去
 1980年選出: ロナルド・レーガン、1981年3月30日に暗殺未遂も、任期満了
 2000年選出: ジョージ・W・ブッシュ、2002年1月13日にプレッツェルを喉に詰まらせ失神・昏倒も、任期満了

(図表11-2.3) 辛(かのと、西暦末尾が1の年)。昔は堅調も近年軟調。紛争が多い年。61年は前々頁



○その他の辛(かのと・末尾が1の年)
 1911年 日米通商航海条約調印(関税自主権回復) 武昌蜂起(辛亥革命の始まり) 日韓併合進む
 1921年 国有財産法・借地法・借家法公布、日本でメートル法公布、原敬首相が東京駅で暗殺
 1931年 米フーバー大統領モロトリアム宣言、独で金融恐慌発生、満州事変、英国金本位制停止を決定
 1941年 日ソ中立条約調印、真珠湾攻撃、太平洋戦争開戦、米長期金利打ち政策合意

第13章 2021年のスケジュールと超長期スケジュール、未来科学技術年表

(1) 未来科学技術開発年表①

将来の日程が記載されているニュースを蓄積し、重要日程を長期スケジュールとして掲載(次々頁)。ただ今回はコロナ禍にあつて新たに計画・発表されるニュースフローがやや減少、将来が見通せない。そこで、まず科学技術予想年表を掲載する。7分野に関し、重要な科学技術、日本が競争力を持っている科学技術トップ5について、技術的実現時期と社会的実現時期を載せた。夢の技術はもうそこにある。

<健康・医療・生命科学分野>重要度の高い上位5件 *科学技術:科学技術的实现時期(年) 社会:社会的实现時期(年)

科学技術*	社会*	科学技術トピック
2026	2028	病変部位の迅速識別能力の向上と早期発見が可能となる、非侵襲診断機器(画像など)のコンパクト化とAI導入
2027	2029	血液による、がんや認知症の早期診断・病態モニタリング
2028	2030	老化に伴う運動機能低下の予防・治療法
2028	2030	遠隔で、認知症などの治療や介護が可能になる超分散ホスピタルシステム(自宅、クリニック、拠点病院との地域ネットワーク)
2032	2035	アルツハイマー病等の神経変性疾患の発症前バイオマーカーに基づく、発症予防および治療に有効な疾患修飾療法

日本の競争力が高い上位5件

科学技術	社会	科学技術トピック
2028	2029	iPS細胞等の幹細胞から樹立された細胞等を活用した、動物モデルに代替する、感染症治療薬を開発するための効果・副作用試験法
2028	2030	生体中での機能を再現可能な多能性幹細胞由来の人工臓器やオルガノイドを使った、薬効・安全性評価技術
2029	2030	がん、自己免疫疾患、アレルギー疾患に対する免疫系を基盤とした治療およびその効果予測
2029	2032	細胞移植や遺伝子治療による、中枢神経回路網の機能不全(パーキンソン病、筋萎縮性側索硬化症(ALS)、脊髄損傷等)に対する治療法
2030	2033	生体内に内在する幹細胞、あるいは移植された幹細胞の機能を制御することによる再生医療技術

<農林水産・食品・バイオテクノロジー分野>重要度の高い上位5件(太字は重要かつ日本が競争力を持つトピック)

科学技術	社会	科学技術トピック
2026	2029	人間を代替する農業ロボット
2027	2028	食品ロスの低減に向けたフードバリューチェーンのモニタリング・解析技術
2028	2030	人工衛星・気象観測データ等を活用したリアルタイムの高空間・長時間解像度気象予測と災害リスク評価システム
2028	2031	地球温暖化が農林水産資源に与える影響評価に基づく資源変動予測・管理技術
2031	2033	土砂災害等を未然に防ぐ森林管理技術

日本の競争力が高い上位5件(重要かつ日本が競争力を持つトピックは上表に太字で記載)

科学技術	社会	科学技術トピック
2025	2026	食品生産ラインにおける有機物(毛髪など)の混入検出のための識別技術
2026	2027	冷凍せずに生鮮食品の鮮度と品質を維持するための短期保蔵技術
2026	2028	農林水産物の品質(成分・物性・熟度)を生産現場で非破壊でリアルタイムに定量分析するシステム
2027	2029	高齢社会を意識したフードミックスの考え方に基づく多様な機能性食品

<宇宙・海洋・地球・科学基盤分野>重要度の高い上位5件(太字は重要かつ日本が競争力を持つトピック)

科学技術	社会	科学技術トピック
2024	2024	日本国内での軌X線向け高輝度放射光施設整備およびその利用
2026	2027	自動車の自動運転や農業の無人化・自動化等を可能とするため、人工衛星により、リアルタイムに誤差数cm程度の正確な位置情報を提供する高精度精密測位技術(原子時計の性能向上を含む)
2027	2029	高解像度シミュレーションとデータ同化により、100m以下の空間分解能で数時間後の局地豪雨、竜巻、降雹、降雪等を予測する技術
2027	2029	機能性材料(電子材料・磁性材料・触媒材料・電池材料)において、その機能発現機構解明および機能制御に不可欠な情報である局所構造・電子状態を、ナノメータスケール・フェムト秒オーダーで観測する技術
2031	2033	日本国内の全活火山に対し、次に噴火しそうな、もしくはしそうな活火山を見出すための切迫度評価

日本の競争力が高い上位5件(重要かつ日本が競争力を持つトピックは上表に太字で記載)

科学技術	社会	科学技術トピック
2027	2028	超低速ミュオンを生成・制御し、ナノメータスケールで深さ分解して磁気状態を解明する技術
2030	2033	地球上のどこでも18桁の精度での時間測定が実現し、地殻・地下水の変動やマグマだまりの移動の計測(ジオイド計測)が可能となる、光ファイバーを使用した光格子時計のネットワーク
2032	2033	ニュートリノのマヨラナ性の解明
2033	-	宇宙における物質・反物質の非対称性の起源の解明

出所:文部科学省 科学技術・学術政策研究所 第11回科学技術予想調査(700以上の科学技術トピックに対し5000人以上の専門家からアンケート調査)より大和証券作成

(2) 未来科学技術開発年表②

<ICT・アナリティクス・サービス分野>重要度の高い上位5件(太字は重要かつ日本が競争力を持つトピック) *科学技術:科学技術的实现時期(年) 社会:社会的实现時期(年)

科学技術*	社会*	科学技術トピック
2025	2027	ヒトが点検を行うとコスト高になったり、危険が伴ったりする、建物・インフラ点検を代替するロボット点検化技術
2027	2028	大容量・超信頼・超低遅延・超多数端末通信の複数を同時に実現する有無線移動通信技術
2028	2029	重要インフラ、自動車などの制御システムや個人用IoT機器・サービスに対し不正な侵入を防止する技術(不正な通信の実現確率を事実上無視できる程度に低減する技術)
2028	2030	自立した生活が可能となる、高齢者や軽度障がい者の認知機能や運動機能を支援するロボット機器と、ロボット機器や近距離を低速で移動するロボットの自動運転技術
2029	2031	農業の生産性、人手不足・担い手不足の解消を抜本的に改善するAI、IoT、ロボット等技術

日本の競争力が高い上位5件(重要かつ日本が競争力を持つトピックは上表に太字で記載)

科学技術	社会	科学技術トピック
2027	2028	マルチコアファイバ・シリコンフォトニクスなどの、革新的に大容量かつ高密度收容可能な光通信技術
2027	2029	平時にはネットワークの輻輳緩和や耐故障性向上に資し、災害時には緊急通信を優先的にサービス可能、あるいは、スクラッチから迅速に構築可能な柔軟な情報通信技術
2028	2029	現在用いられているものより電力性能比が大幅(100倍程度)に改善されたスーパーコンピュータ(並列化による大規模計算機システム)

<マテリアル・デバイス・プロセス分野>重要度の高い上位5件(太字は重要かつ日本が競争力を持つトピック)

科学技術	社会	科学技術トピック
2028	2029	インフラ構造物の内部の劣化状況をリアルタイムに診断する技術
2028	2031	体内情報(薬物動態、癌マーカー、感染、その他血液成分)をモニタリングするウェアラブルデバイス
2029	2033	生体外で生体組織を培養するシステムおよびバイオマテリアル
2030	2032	エネルギー密度1kWh/kg以上、出力密度1kW/kg以上(自動車なら現行の大きさ・重量で航続距離が500kmに相当)の性能をもつ高容量高出力電池
2033	2036	変換効率50%を超える太陽電池

日本の競争力が高い上位5件(重要かつ日本が競争力を持つトピックは上表に太字で記載)

科学技術	社会	科学技術トピック
2029	2033	炭化ケイ素(SiC)、窒化ガリウム(GaN)を更に超える電力・動力用高効率パワー半導体
2030	2034	超大橋など大規模構造物に利用できる、軽量高強度・高耐食・長寿命の炭素系構造材料および、そのリサイクル技術
2032	2033	水素社会を目指して、貴金属使用量が触媒劣化を考慮した上で、対2018年比で10分の1以下となる燃料電池

<都市・建築・土木・交通分野>重要度の高い上位5件(太字は重要かつ日本が競争力を持つトピック)

科学技術	社会	科学技術トピック
2025	2026	インフラの点検・診断の信頼性向上や負担軽減を図るために、現場で利用可能な非破壊検査技術
2025	2028	高齢者や視覚障がい者が安心して自由に行動できる情報を提供するナビゲーションシステム
2026	2028	IoT機器を活用した大規模地震災害時のリアルタイム被害把握・拡大予測システム
2027	2028	詳細な都市計画を可能にする精度の高い災害ハザードマップの作成技術
2028	2031	超高齢社会において、高齢者が単独で安心してドアからドアの移動ができる、地区から広域に至るシームレスな交通システム

日本の競争力が高い上位5件(重要かつ日本が競争力を持つトピックは上表に太字で記載)

科学技術	社会	科学技術トピック
2025	2026	線状降水帯・グリフ豪雨を詳細に把握できる高性能レーダ
2026	2028	高層ビル・免震ビルの長時間長周期地震動に対する応答制御
2027	2029	アクティブ騒音制御等を用いて、新幹線の時速360kmでの連続走行時に騒音の環境基準(住宅地で70dB(A)以下)を満たす技術
2034	2037	アクティブな振動制御を大スケール・大出力で実現するとともに、波形レベルの早期地震警報を実現して、フィードフォワードを含めた最適な制御を行い、被害をゼロにする地震時ゼロ被害構造物

<環境・資源・エネルギー分野>重要度の高い上位5件(太字は重要かつ日本が競争力を持つトピック)

科学技術	社会	科学技術トピック
2028	2029	線状降水帯・グリフ豪雨による都市洪水、高潮、地盤沈下等の人口密集地における統合的水管理技術
2028	2031	小型電子機器類、廃棄物・下水汚泥焼却灰からレアメタルを合理的に回収・利用する技術
2029	2032	電気自動車のための交換不要な長寿命かつ低コストの二次電池(寿命15年・コスト0.5万円/kWh以下)
2030	2031	放射線物質で汚染された水や土壌を健康に影響を及ぼさない程度に除染する技術
2030	2033	系統連系安定化のための長寿命かつ低コストのMW規模二次電池(寿命20年以上、コスト1.5万円/kWh以下)

日本の競争力が高い上位5件(重要かつ日本が競争力を持つトピックは上表に太字で記載)

科学技術	社会	科学技術トピック
2029	2031	エネルギー効率が50%の自動車エンジン

出所:文部科学省 科学技術・学術政策研究所 第11回科学技術予想調査(700以上の科学技術トピックに対し5000人以上の専門家からアンケート調査)より大和証券作成

(3) 2021年のスケジュールと超長期スケジュール①

年月	予定されている出来事
21年1月1日	日英EPAの発効を目指す
21年1月5日	米連邦議会上院選挙、ジョージア州の決選投票。共和党は100議席のうち非改選を含めて50議席、民主党は48議席を固めた。残る2議席を争う
21年1月16日	大学入試センター試験の後継となる「大学入学共通テスト」実施(～17日)。英語の民間試験の導入は制度上の不備があるなどの理由で導入見送り
21年1月20日	米大統領就任式
21年1月20日	日銀金融政策決定会合(経済物価展望レポート)(～21日)
21年1月21日	ECB理事会
21年1月26日	米FOMC(～27日)
21年1月	中国はハイブリッド車(HV)を「低燃費車」と位置づけて優遇する。21年1月から実施
21年1月	北朝鮮、党大会開催。新たな国家経済発展5ヵ年計画を提示する
21年1月	ベトナム共産党大会。5年に一度開催。グエン・フー・チョン書記長の続投が焦点に
21年1月	改正育児・介護休業法が施行。介護休暇などが時間単位で取得できるように
21年1月	延期となっている映画「シン・エヴァンゲリオン劇場版」公開
21年1月	住宅棟として高さ日本一(220m)となる「虎ノ門ヒルズ レジデンスタワー」竣工
21年2月4日	ユニバーサルスタジオ・ジャパン(USJ)に任天堂エリアが開業
21年2月11日	中国春節休み(～17日)
21年2月13日	NISAの日
21年2月末まで	全米で1億人がコロナワクチンを摂取できる見通し
21年3月11日	ECB理事会
21年3月12日	メジャーSQ
21年3月16日	米FOMC(～17日)
21年3月18日	日銀金融政策決定会合(～19日)
21年3月25日	東京五輪の聖火リレーが福島からスタート
21年3月29日	3月権利付最終日
21年3月	マイナンバーカードが健康保険証の代用として利用可能に。21年3月から順次開始
21年3月	サステナブルプロジェクト「Loop(ループ)」始動。大手メーカー等22社が参加し容器のリユースに取り組み。頑丈でデザイン性のある容器を取り入れることで消費を喚起
21年3月	大阪に球技専用スタジアム「桜スタジアム」が完成
21年3月	仏高級グルメブランドのファッションは世界で2軒目のホテル「フォション ホテル 京都」を開業
21年春	政府は送電網を複数化して増強するに当たり、21年春までに電力会社と計画を策定。再生可能エネルギー拡大の妨げとなっている送電網の弱さを解消を急ぐ
21年春	JR東日本が終電時間を16～37分程度繰り上げを実施
21年春	横浜市に日本初の都市型ロープウェイが開業
21年春	北京に世界最大規模の「ユニバーサルスタジオ」がプレオープン。アジアではUSJ(日本)、USS(シンガポール)に次ぎ3目
21年4月7日	韓国ソウル市長補欠選挙。次期大統領選挙(22年)の前哨戦
21年4月13日	イスラム世界ラマダン入り(この頃)
21年4月22日	ECB理事会
21年4月26日	日銀金融政策決定会合(経済物価展望レポート)(～27日)
21年4月27日	米FOMC(～28日)
21年4月	70歳までの就業機会の確保を目指す「雇用保険法等改正法」が施行
21年4月	ソニーが社名を「ソニーグループ」に変更
21年4月	ジャパンネット銀行が社名を「PayPay銀行」に変更
21年5月12日	イスラム世界ラマダン明け(この頃)
21年5月13日	世界経済フォーラム(通称ダボス会議)(～16日)。コロナ感染対策で開催地をスイスからシンガポールに移して開催
21年5月	スコットランド議会選挙。独立派のスコットランド民族党(SNP)を率いるスタージョン首相は、英国からの独立を問う住民投票の再実施に向けた計画をすすめる
21年6月10日	ECB理事会

(4) 2021年のスケジュールと超長期スケジュール②

年月	予定されている出来事
21年6月11日	メジャーSQ
21年6月15日	米FOMC(～16日)
21年6月17日	日銀金融政策決定会合(～18日)
21年前半	菅首相は「21年前半までに(コロナワクチンを無料接種で)全国民に提供できる量を確保する」と表明
21年7月1日	中国共産党創立100周年。17年の共産党大会で習国家主席が掲げた「二つの100年」では21年までに国民経済を発展させ、種々の制度をさらに改善することを目指す
21年7月6日	トランプ米政権は、21年7月6日に世界保健機関(WHO)から脱退すると表明している
21年7月15日	日銀金融政策決定会合(経済物価展望レポート)(～16日)
21年7月22日	ECB理事会
21年7月22日	東京都議会議員任期満了
21年7月23日	東京オリンピック(～8月8日)
21年7月27日	米FOMC(～28日)
21年8月24日	東京パラリンピック開幕(～9月5日)
21年8月上旬	中国北戴河会議
21年8月下旬	米ジャクソンホールで金融シンポジウム
21年9月5日	香港立法会(議会)選挙
21年9月9日	ECB理事会
21年9月10日	メジャーSQ
21年9月21日	日銀金融政策決定会合(～22日)
21年9月21日	米FOMC(～22日)
21年9月26日	ドイツ総選挙。メルケル首相は首相職を21年の任期限りで引退する意向を表明している
21年9月28日	9月権利付最終日
21年9月30日	自民党総裁任期満了
21年9月	厚生労働省は医療機関による診療報酬の請求内容が適切かどうかを審査するシステムを全国で統一する。菅政権が進める政府のデジタル化の一環として改定に取り組み
21年秋まで	政府は「デジタル庁」を新設する方針。各省庁にある関連組織を一元化、強力な司令塔機能を持たせる。行政手続きの遅さや連携不足に対応
21年度上期	新500円貨幣を発行。偽造防止のために2色を組み合わせたデザイン
21年10月1日	政府はカジノを含む統合型リゾート施設(IR)について、地方自治体からの認定申請を当初の申請受付期間から9カ月延期し、21年10月1日～22年4月28日に改める案を発表
21年10月1日	中国国慶節休み(～7日頃)
21年10月1日	ドバイ国際博覧会(～22年3月31日)
21年10月4日	証券投資の日
21年10月17日	「東京マラソン2021」開催。コロナの影響で春から秋にスライド
21年10月21日	17年選出の衆議院議員の任期満了
21年10月27日	日銀金融政策決定会合(経済物価展望レポート)(～28日)
21年10月28日	ECB理事会
21年10月30日	G20サミット、イタリア首都ローマで開催(～31日)
21年11月1日	第26回国連気候変動枠組条約締約国会議(COP26)開催(～12日)。当初の予定から1年延期で開催
21年11月2日	米FOMC(～3日)
21年11月	国産新型乗用車に自動ブレーキ搭載が義務化される
21年12月10日	メジャーSQ
21年12月14日	米FOMC(～15日)
21年12月16日	日銀金融政策決定会合(～17日)
21年12月16日	ECB理事会
21年12月	英金融当局は多くの金融取引の基準金利として用いられているLIBOR(ロンドン銀行間取引金利)を廃止する方針。指標金利として重視される3カ月物などドルLIBORの一部については、終了時期を一年半先延ばしすることを検討
21年	環太平洋経済連携協定(TPP)、議長国は日本

(5) 2021年のスケジュールと超長期スケジュール③

年月	予定されている出来事
21年	G7サミット、議長国は英国
21年	政府は個人のマイナンバーと預貯金口座を連動させる(義務付けはせず選択制にする見通し)。コロナ禍で10万円の現金給付に時間がかかった。このときの反省を踏まえ、法整備を急ぎデジタル化を加速させる
21年	東京ディズニーリゾートに「トイ・ストーリー」テーマのホテル開業
21年	経済協力開発機構(OECD)はデジタル経済に対応した新たな国際課税ルールの合意を目指す
21年	米圏はインターネットでのデータのやりとりへ使った新たな暗号の標準化技術を決める。今後実現が見込まれる高性能量子コンピューターでも解読が難しいものを選び、国際基準を揃え
21年	EUIは使い捨てプラスチック製品の流通を21年までに禁止する
21年	英国は初のグリーンボンド(環境債)を発行。企業には気候変動影響情報の開示を義務化(25年までに完全実施)
21年	イラン大統領選挙(5~6月?)。20年2月に行われた議会選挙では保守強硬派が圧勝。現職、ロウハニ大統領を支持する勢力が大敗
21年	ロシア下院議会選挙
21年度	日銀は、デジタル通貨の実証実験を開始。デジタル通貨の準備で先行する中国に日米欧は警戒
21年度	金融庁は約1800種類ある銀行や保険、証券会社などからの申請や届け出を21年度中に全てオンライン化する
22年2月4日	中国・北京冬季オリンピック(2月4日~20日)・パラリンピック(3月4日~13日)開催予定。中国で初となる冬季五輪開催
22年2月	中国人民銀行(中央銀行)は「デジタル人民元」の発行を北京冬季五輪(22年2月)までに目指す
22年3月9日	韓国大統領選挙
22年4月1日	東京証券取引所、新市場区分への一斉移行日。東証が3市場に
22年4月1日	成人年齢を20歳から18歳に引き下げ、女性の結婚年齢は18歳に引き上げ
22年4月	政府は60~64歳で満額の年金を受け取る人を増やす制度改正を実施する方針。働くシニアの年金が減額される基準が上がる
22年9月10日	第19回アジア競技大会(~25日中国杭州)
22年秋	日本証券取引所グループは、デリバティブ(金融派生商品)の祝日取引を始める。株価指数先物・オプション、商品先物・オプションが対象
22年秋	愛・地球博記念公園にスタジオジブリのテーマパーク「ジブリパーク」が開業予定。05年に開かれた愛知万博長久手会場跡を整備
22年秋	長崎新幹線(九州新幹線西九州ルート)の武雄温泉~長崎間開業の見通し
22年11月21日	サッカーFIFAワールドカップ(W杯)カタールで開催予定(~12月18日)
22年	中国共産党大会。党大会で「党主席制」を復活させ、習近平国家主席が就任する見通しとの報道も
22年	全国銀行協会はスマホ決済アプリを使いQRコードで納税ができるようにする。住民税や固定資産税、自動車税が対象
22年	新卒採用22年問題。新卒の大半を占める22歳人口が22年頃を境に減少基調に入る
22年	都市部に農地「生産緑地」を残す目的で導入された税制優遇の期限。1992年に導入され22年には全体の約8割の農地が30年の期限を迎える
22年	日本ラグビー協会が、現行のトップリーグに代わる新リーグを設立
22年	ドイツは原発を全て停止する計画。欧州では原発依存度を低下させる取り組みが広がっている
22年度	政府はドローン(小型無人機)の商用ルールを整備し、所有者や使用者、機種などの登録制度を創設する
22年度	オリエントランドは東京ディズニーシーに新エリア「ファンタジースプリングス」の開業を目指す。「アナと雪の女王」「塔の上のラプンツェル」などの世界を再現
22年度	臨海部と都心をつ結ぶ幹線道路「環状2号(環2)」が全線開通。五輪会場と都心をつ結ぶ豊洲~築地間は暫定開通している
23年1月1日	EUIは環境規制の緩い国からの輸入品に対し、事実上の関税を課す「国境炭素税」を導入する計画。21年前半に具体案をまとめ、遅くとも23年1月1日までに適用する
23年1月10日	マイクロソフトによるWindows 8.1の延長サポートが終了。以降はセキュリティ更新プログラムの提供が行われなくなる
23年3月	日本ハムはプロ野球北海道日本ハムファイターズの新球場開業を目指す
23年3月	PHSサービスが完全終了。サービス提供から28年で歴史に幕
23年春	北陸新幹線は、金沢~敦賀(福井県)間の開業が23年春から遅れる見通し。今後は大阪までの早期全線整備に期待がかかる
23年4月	黒田日銀総裁任期満了
23年	IOCが冬季五輪30年大会の開催都市を決定する時期。ただ、7年前に決定する規定を撤廃したので前倒しの可能性も。札幌市が招致を目指す
23年	米ウーバーテクノロジは小型飛行機を使った「空飛ぶタクシー」の商用化を目指す
23年度	政府は自治体が設置している全国約20万基の番号機を国内通信4社に開放。「5G」の基地局として利用できるようにする
23年度	新名神高速道路が全線開通予定。既存の高速道路などの渋滞緩和や、大規模災害時の補完ルートとして期待されている
24年度上期	1万円、5千円、千円の新紙幣(日本銀行券)が発行される
24年	政府は「5G」の基盤となる光ファイバー回線を全国的に維持する負担金制度をつくる。高速ネット環境を整備するために、携帯電話を含むネット利用者から広く薄く負担金を徴収する

(6) 2021年のスケジュールと超長期スケジュール④

年月	予定されている出来事
24年	政府は「少額投資非課税制度(NISA)」の一つである「一般NISA」を刷新する方針。24年から安定的な資産形成を促す「積み立て型」を加える。超高齢化社会に備えるため、今後も制度の見直しを続ける
24年	大阪府・市・経済3団体は北花区夢洲(ゆめま)にカジノを含む統合型リゾート(IR)の部分開業を目指す(当初予定より遅くなる可能性も)。25年には大阪万博も開催
24年	米国主導の「アルテミス計画」、アポロ計画以来となる宇宙飛行士の月面着陸を実現する。日本もこの計画に参加を決めている
24年	フランス・パリ夏季オリンピック(7月26日~8月11日)・パラリンピック(8月28日~9月8日)開催予定。パリの開催は1924年以来100年ぶり3度目
24年	フィリピンのガスタドが24年にも枯渇する見込み。フィリピンで初となる液化天然ガス(LNG)の輸入基地の建設計画が進む
24年	インドネシアはボルネオ東部の新首都に移転開始を目指す。現在の首都ジャカルタは人口が過密で、洪水・地震などの災害が多い
24年度	大学入学共通テストで、新たな英語試験を導入予定
24年度	政府は「森林環境税」を導入する方針。1人当たり年間1000円を個人住民税に上乗せして徴収
25年3月	政府は圏央道の全線開通を目指す。財政投融資を活用し、未開通区間の整備を加速
25年	国際博覧会(万博)が大阪で開催(5月3日~11月3日予定)。テーマは「いのち輝く未来社会のデザイン」
25年	超高齢化が進む「2025年問題」。日本の総人口の2割弱にあたる約2,200万人が75歳以上となる
25年	中国政府は25年までの5か年計画で、再生可能エネルギーの消費目標を引き上げる。長期目標の「二酸化炭素排出量の実質ゼロ」達成への布石と位置づけ
25年	中国政府は新車販売の半分を条件付きの自動運転車にする。中国ネット大手の百度(バイドゥ)や配車アプリ最大の滴滴出行(ディディ)が開発を加速
25年	英国は気候変動が財務や事業に与える影響に関する情報の開示を企業に義務づけ、25年までの完全実施をめざす
25年までに	「中国製造2025」。中国は25年までに世界の製造強国入りする計画
25年度	経済産業省はドローンの国際規格を策定し国際標準化機構(ISO)の承認を目指す。日本が主導することで国内企業の市場開拓を後押し
26年	英国は日本車の輸入関税を日本とEUの協定に準じて段階的に下げ26年に撤廃
26年	イタリア・ミラノとトルティナ・ダッベンツォ(共同開催)冬季オリンピック(2月6~22日)・パラリンピック(3月6~15日)開催予定。欧州での開催は3大会ぶり
26年度	マナプランカード(マイナカード)と運転免許証を統合予定。行政のデジタル化を進める官首相の指示を受け、26年度より前倒しへ
27年	リニア中央新幹線、27年開業が延期。品川~名古屋間を40分程度で結ぶ計画
28年	AMラジオ局がAM放送を廃止し、FMラジオ局へ転換することが可能になる見通し。AM放送は遠くに電波を飛ばせるが設備維持費が高つくことや、都市部での経路が混雑
28年	米国・ロサンゼルス夏季オリンピック・パラリンピック開催予定。ロスの開催は1984年以来44年ぶり3度目
29年夏頃	JR東日本は東京駅と羽田空港を結ぶ新路線「羽田空港アクセス線」の開業を目指す方針
30年	政府はポスト5G(6G)の総合戦略を官民でつくる方針。「5G」の10倍以上の通信速度を実現へ。世界で開発競争が進む
30年	政府は水素の安定調達に向け、豪州・ルネイトとの生産や輸送に関する実証事業を経て、30年ごろに30万トンの輸入量を確保し、商用化を目指す
30年	経産省は人工知能(AI)やあらゆるモブがネットにつながる「IoT」など最先端の情報技術を担う人材が、30年に55万人不足する恐れがあると試算
30年	固定価格買い取り制度で急速に普及が進んだ太陽光パネルが、30年ごろから耐用年数を超え大量廃棄が見込まれる。政府はパネルのリサイクルを利用者などに義務付ける方針
30年	【成長戦略】観光立国。訪日外国人人数を6000万人に増やす。観光を日本の基幹産業へ成長させ「観光先進国」を実現する。コロナ禍でも目標維持
30年	【成長戦略】労働生産性2%アップ。企業間のビッグデータ共有を促進する
30年	【成長戦略】健康でいられる年齢を5年延ばす。病院のカルテなどの情報を様々な医療機関で使えるシステム作りをする
30年	【成長戦略】公共データ開放などで地域活性化。公共データの民間開放による新たなビジネス創出や社会課題の解決に役立てる
30年	札幌市は冬季五輪開催を目指す。開催都市決定は23年かそれ以前の可能性
30年	EUIは30年の自動車の二酸化炭素の排出量を21年比で37.5%削減する方針
30年	英政府はガソリン車とディーゼル車の新車販売を30年から禁止する方針。規制目標を当初の40年から35年に前倒しする方針を表明していたが、さらに早める
30年度	北海道新幹線は、新函館北斗~札幌間を開業予定。当初計画より5年前倒しの方針
35年	中国は21年からの新たな5か年計画で、35年に「1人当たりGDPを中等先進国並みにする」との目標を掲げた
35年	中国は新車販売のすべてを環境対応車にすることを検討。5割を電気自動車(EV)を柱とする新エネルギー車、残りを占めるガソリン車はすべてハイブリッド車(HV)にする
35年	米カリフォルニア州は35年までに、州内で販売される全ての新車を、排ガスを排出しない「ゼロエミッション車」に義務づけへ
30年代半ば	政府はガソリン車の新車販売を30年代半ばに禁止する見通し。各国で販売禁止の動きが広がる中、禁止時期を示していない日本は出遅れが指摘されている
36年	ロシアで改選投票が行われプーチン大統領が最長で36年まで現職にとどまることが可能となった
37年	JR東海のリニア中央新幹線が全線開通予定。品川~大阪間を67分で結ぶ計画。大阪への延伸時期を45年から最大8年前倒しする方針
40年	政府は東京・日本橋の真上の走る首都高速道路の地下化事業に着手。40年完成を見込む

(7) 2021年のスケジュールと超長期スケジュール⑤

年月	予定されている出来事
40年	政府の試算では、高齢化の進展で40年の社会保障給付費は約190兆円と18年度から6割増える見込み
40年	厚労省公表の就業者の長期推計によると、40年には就業者に占める65歳以上の割合が2割近くになる。働く5人に1人が高齢者に
40年	日本の所有者不明地の規模が約720万ヘクタール(北海道本島に匹敵)になる。政府は、一定条件のもとで所有権を放棄させることを可能にする制度を検討
40年	現状の温暖化ガスの排出ペースが続くと、40年ごろ世界の気温が産業革命前に比べて1.5度上昇すると予測。関連の気候変動に関する政府間パネル(IPCC)が予測をまとめた。
45年	AIの知能が人間を上回ると予測されている。AIの知能が人間を上回るタイミングは「シンギュラリティ(技術的特異点)」と呼ばれている
46年	北陸新幹線延伸ルート(敦賀-大阪)が全線開業予定(31年春に開業の前倒しを模索)。延伸ルートは敦賀から福井・小浜を通り京都府南部の新駅を経て新大阪に至る。
47年	中国による香港の「一国二制度」適用期限。1997年7月に英国から返還された香港に対し、中国本土とは異なる制度を適用。中国は外交・防衛を除く分野で高度の自治を50年間維持するとしている
49年	中国建国100年。17年の共産党大会で習国家主席が掲げた「二つの100年」では49年までに富裕で民主的な社会主義国家を建設、中等先進国の水準に達することを目指す
50年	政府は温暖化ガスの排出量を50年に実質ゼロを目指す
50年	EUIは二酸化炭素など温暖化ガスの排出を50年までに実質ゼロの達成を狙う
50年	G20大阪サミット(19年)で、国際的に問題となっている海洋プラスチックごみ(廃プラ)は、50年までに流出をゼロにする目標を導入
50年	中国国务院(中央政府)はスポーツを通じた国民の健康増進や国際社会での影響力拡大を目指した「体育強国建設綱要」で、50年には健康やスポーツの総合的な実力で世界先進レベルに到達することを目指す

出所：日本経済新聞社、共同通信社、Bloomberg等各種情報ベンダーを参考に大和証券作成 注)スケジュールは常に流動的であり急遽変更されることもあります。また新聞記事などから作成しており、予定変更がニュースとならない可能性もあります。ご了承の上、ご覧下さい。

第14章 2016年のイエレン高圧経済政策構想「論文」全訳

イエレン前FRB議長やブレイナードFRB理事が米財務長官候補と報じられている。2016年にも、イエレンFRB議長(当時)が、ブレイナードFRB理事を財務長官に送り込み、ヒラリー・クリントン大統領と共に高圧経済政策を推進すると取り沙汰された。当時はトランプ大統領当選で霧散したが、足もと再び高圧経済政策構想が台頭する可能性がでてきた。

そこで当時高圧経済の効能を論じたイエレン講演(2016年10月14日)が重要な意味を持つ。そこでここに全訳を紹介する。

金融危機やデフレに際し、労働参加を諦める人が増え、設備投資が停滞し、研究開発費が押さえられることなどで見かけ上の供給能力が低下する(低圧経済状態)。その見かけ上の供給能力を上回る水準に需要を押し上げることで、労働参加率が向上し設備投資が促され、研究開発の促進も期待されるのが高圧経済だ。

講演録は注釈や参考文献が極めて多く、通常の講演録ではなく、もはや論文と言うべき体裁だ。本人が「the paper」と呼んでいるだけでなく、労働経済学の専門家として、FOMCメンバー等への強烈なメッセージになっている可能性が感じられた。よって、この章のタイトルは「論文」とした。

日本のデフレ脱却を考える際にも、履歴効果や高圧経済の効能に重要な示唆があるだろう。また異質性の議論はパンデミックの今になって、一層重要性を増したように思う。まことに僥越だが筆者が重要と思う部分に下線を入れ、筆者の意見も挿入した(最も重要と思うところは赤字にした)。

なお、精訳に際しては、大和総研 主任研究員 長内智氏にチェックをお願いした。感謝したい。それでも誤訳がある場合は無論筆者の責任である。

くお知らせ)以下のイエレン「論文」は論文だからこそ読みにくいかもかもしれない。その場合はロイターコラム拙稿「[イエレン氏「高圧経済」論、16年講演が示唆する政策展開](#)」を検索の上ご高覧頂きたい。

以下全訳。

「危機後のマクロ経済リサーチ」

【ポスト連銀主催 60 回年次経済カンファレンス「捉えどころのない『大』回復：原因と将来の景気循環のダイナミクスへのインプリケーション」における講演】

ジャネット・イエレンFRB議長 ポストン、マサチューセッツに於いて 2016年10月14日

極端な経済事象は、経済がどのように機能しているかとの既存の見解にしばしば疑問を呈し、経済学者共通の理解・知識の欠点を明らかにしてきました。よく知られている2つの例を挙げると、大恐慌と1970年代のスタグフレーションは、経済現象についての新しい考え方を生み出しました(ケインジアンと新自由主義。訳者注)。最近では、金融危機(リーマンショック。訳者注)とその余波が、同様の転換点になっている可能性を指摘できます。今日、私は過去数年間の出来事により明らかになった経済学者の経済に対する理解の限界を複数の角度から考察するとともに、専門家が答えを出そうとトライすることを私が望んでいる重要な質問をいくつか提案したいと思います。これらの質問のいくつかは新しいものではありませんが、近年の出来事が、それをより緊急に取り組むべき課題としました。ちょうど都合よく、このカンファレンスのために用意された論文で取り上げるものもあります。連邦準備制度理事会や他の経済政策立案者の仕事では、これらの疑問に対する回答を追求することが不可欠であり、実際、Fedは回答を見つけるための継続的な研究に取り組んでいます。

需要が総供給に及ぼす影響

私が提起したい最初の質問は、総供給と総需要の区別に関係します。総需要の変化が総供給に大きく継続的な影響を与える状況はありますか？

大不況(2007/12~2009/6、リーマンショック前後。訳者注)の前に、大部分のエコノミストはおそらくこの質問に条件付きの「いいえ」と答えたでしょう。彼らは、長期的な経済成長は、総供給によって一義的には決定されるというロバート・ソローの成長理論に広く同意していたことでしょう。それは、

経済が供給できる財とサービスの総量は、主に労働や資本、既存の技術によって決定されるという経済モデルです。対照的に、総需要は、ほとんど外的に供給が決定した長期的な基調の周りで、短期的な変動をもたらすものと説明されてきました¹。この結論は、大部分の先進国経済の経済水準が、景気後退前のトレンドに戻らなかったことに鑑み、再検討される必要があります。この危機後の経験は、総需要の変化が、供給量すなわち潜在的な生産量（潜在 GDP）に大きな影響を与える可能性があることを示唆しています²。

総需要の恒常的不足が経済の供給側に悪影響を及ぼすという考え方（一般に履歴効果：ヒステリシスと呼ばれる効果）は新しいものではありません。例えば、1980年代半ばには欧州の労働市場のパフォーマンスに関して、その可能性が議論されました³。しかし、今回の危機以来、多くの先進国で経済成長の長引く減速が見られたことで、この話題への関心は高まっています。近年の国際比較による研究のいくつかは、深刻で長引く不況が、こうした長期的な影響（履歴効果：ヒステリシス）を及ぼしていることを示しています⁴。それは、その大部分が総需要へのショックから生じたように見える景気後退についても同様です。米国の経験に関して、潜在的な生産量（潜在 GDP）が、危機以前の軌道に基づいて予想されるものより7%下回っていると推計する研究があり、その供給側の下振れの多くが深刻な不況と遅い景気回復に伴う影響に起因していると主張しています⁵。とりわけ、その研究では、今回の危機を機に、米国は移民の減少と労働参加率の低下の結果として、僅かながらも労働供給の減少を経験したことが示されました（日本の就職氷河期世代の誕生と同じで負の履歴効果の一つ。訳者注）。それは循環的要因や人口動態要因によって十分に説明できず、さらには、推計された労働生産性成長率の著しい低下によっても説明できないものでした。後者は、危機以来、異常に遅い経済の資本蓄積ペースを反映していると思われ、さらに推測にはなりますが、研究開発投資の急激な減少と近年の新規起業ペースの遅れが反映されていると思われ⁶（負の履歴効果の一つとして、企業が設備投資や研究開発投資を怠る面もある。訳者注）。

深刻なリセッションの後に、実際にある程度の履歴効果：ヒステリシスが見られることを前提にするならば、当然次に問われるのは、力強い総需要と逼迫した労働市場という『高圧経済』を当面維持することによって、こうした供給サイドの悪影響を反転させることが可能かという問題です。我々は、これが起こりうる妥当な経路を明らかに指摘できます。特に将来の見通しをめぐる先行き不安が低下した場合、企業売上高の増加は、設備投資の増加を通じて、ほぼ確実に経済の生産能力を底上げします。そのうえ、労働市場が逼迫すれば、戻込みしていた潜在労働者が市場に復帰し、より効率的で生産的な職業のマッチングに繋がりが得る転職を促進するかもしれません⁷（高圧経済を推進すると、就労を諦めた就職氷河期世代が就労の機会を得られるだけでなく、既存の全ての就労者がより良いポストに転職できる機会が増加し得る。訳者注）。最後に、より推測的ではありますが、強い需要は、とりわけ、研究開発投資を促し、新規で革新的な事業を開始するインセンティブを高めることによって、潜在的に大きな生産性向上をもたらす可能性があります（企業が手元現金を使って設備投資や研究開発投資を行うことが負の履歴効果の払拭となり得る。訳者注）。

履歴効果：ヒステリシスと、それらが逆転する可能性は、金融政策と財政政策の実施に重要な意味を持つ可能性があります（次のくぐりて金融と財政の一体化を意味することが判る。訳者注）。例えば、

¹ Solow (1997)参照。

² あるいは Summers (2014)がセイの法則を反転して指摘した「需要の欠如が供給不足を生むのは本当ですか？」(p. 37)。

³ Blanchard and Summers (1986) が議論しているように、当時の問題は、欧州経済における長期均衡または「自然」失業率が、過去の高い失業実績によって永続的に引き上げられたかどうかであった。

⁴例えば以下を参照。Cerra and Saxena (2008); Howard, Martin, and Wilson (2011); Martin, Nunyan, and Wilson (2014); and Blanchard, Cerutti, and Summers (2015)。

⁵ Reifschneider, Wascher, and Wilcox (2015)参照。

⁶ しかし、Fernald (2015) は、米国の潜在的 GDP 成長率の見通しの低下の多くは、2007 - 09 年の景気後退の前に始まったと主張している。

⁷ 高圧経済の利点についての早期の議論については、Okun (1973) を参照のこと。重要なのは、Akerlof, Rose, Yellen (1988) が指摘したように、これらのメリットのすべてが測定されたアウトプットとして現れるわけではないが、それでも福祉向上である。

履歴効果：ヒステリシスは、景気後退に対応して政策立案者が迅速かつ積極的に行動することがより重要であると示唆しているように思われます（例えば受動的なオーバーシュート型のコミットメントではなく、能動的なインフレ期待を引き上げる財政出動との組み合わせ。訳者注）。その様に行動すれば、景気後退の深さと持続性を低下させることができ、それによって後に続く供給側の被害が限定されるからです（就職氷河期世代等の負の履歴効果が発生しないで済む。訳者注）。さらに、力強い経済状況が供給側の被ったダメージを一部回復させることができる場合、政策立案者は景気回復局面において、供給が需要にほとんど依存しないとの伝統的な考えの下での政策に比べ、より緩和的な政策運営を目指す可能性があります（平均物価目標、埋め合わせ戦略を採用し得る。財政と金融の一体化状態は短期的ではなく、長期的戦略となり得ると考えられる。訳者注）。

しかし、総供給に対する総需要の影響をより深く理解するためには、さらなる研究が必要です⁸。経済政策の観点からは、緩和的な金融政策スタンスを長期間維持すると、金融不安のリスクを高めたり物価の安定を損なったりすることによって、便益（ベネフィット）を上回る費用（コスト）を払う可能性があることを心に留めておく必要があります。より一般的には、そのような戦略を追求することのベネフィットと潜在的なコストは定量化するのが未だ難しく、他の政策によって経済の供給側の被害に対処する方が適切かもしれません。

異質性

私の 2 番目の質問は、経済主体の幅広いグループ内の個人差が経済全体の結果に影響を与えるかどうか、特にそのような異質性が総需要にどのような影響を与えるかについてです。

多くのマクロ経済学者は、個々の主体（例えば家計または企業）のグループが、グループ全体の行動を代表とする単一の「代表的な」代理人・エージェントとして扱われるモデルを用いて分析を行います。例えば、マクロモデルでは、多数の異なる家計の行動をモデル化して、それらを集計するのではなく、単一の「平均的な」家計の行動がすべての家計を集計した行動を記述できると想定しています。

金融危機の前に、これらのいわゆる代表的なエージェント・モデルは、多くのマクロ経済問題を分析するための支配的なパラダイムでした。しかし、個々の家計に着目するアプローチは、大不況（2007/12～2009/6。リーマンショック。訳者注）の複数の重要な側面を理解するために必要なようです。1つの例として、消費に対する住宅エクイティの逆資産効果について考えましょう（米国では住宅価格が値上がりすると、住宅ローンを借り換えることで以前よりも多くの借入れを行うことが可能で、それが広く行われている。つまり、住宅価格の値上がり分を住みながら現金化できる。訳者注）。一般的に、家計は富の減少に対応して支出を削減しますが、住宅価格の下落によって実際に家計の持分がマイナスに転じた多くの世帯は、借入れ能力が著しく低下するため、支出をさらに激減させる可能性があります。このような展開は、住宅エクイティ（総じて堅調にプラスにとどまっている）と経済関係の消費支出との間の関係をシフトさせるでしょう。マクロ的な関係におけるそのようなシフトは、個々の家計のミクロデータおよびミクロモデルを使用しなければ理解または予測することが困難です。（このパラグラフの今日的な含意として、前出の高圧経済を当面維持すると、住宅を起点に米国経済が良くなることも示唆されると思う。また、パンデミック下における安定雇用者、不安定な雇用者が混在する消費主体を別々に分析する発想につながり、後者が復職するまで金融緩和を続けることに繋がる。訳者注）。

より一般的には、家計や企業の異質性の影響を研究することは、景気後退の深刻さと景気回復の遅さをよりよく説明するのに役立つでしょう。家計行動に関して、最近の研究では、家計の異質性が負のショックの影響を増幅させる可能性を明らかにしています。その結果は、ほとんど純資産のない家計が景気後退期に貯蓄を急激に増加させることによるものでした⁹。企業行動に関しては、資金制約が、中小

⁸ 例えば、1990年代の経験は、逆ヒステリシスが可能かどうかについての天然のケーススタディを提供するように思われるかもしれない。残念ながら、この期間における労働市場のほとんどの研究はこの問題に直接言及していない。ただし、Holzer, Raphael, and Stoll (2006) は、これらの期間において、雇用者の熟練度の低い労働者に対する雇用意欲の変化を調査している。Katz and Krueger (1999年)とBlinder (2001)との私自身の研究は、米国経済が1990年代後半に急速な成長、低失業率、低インフレを同時に経験できた理由について多少関連する問題を探求している。

⁹ Krueger, Mitman, and Perri (2016)参照。

企業の雇用や新規企業の創業に大きな悪影響を及ぼしたことが示されました。これは、大不況の長期化の説明と、それに続く回復ペースの遅さの要因の一部であるかもしれません¹⁰。より一般的には、成長しようとする大企業が中小企業よりもクレジットへのアクセスが良い場合は、投資と雇用の全体的な伸びは、様々なタイプのビジネスにおける売上の分布に一部依存する可能性があります。これらの問題を定量的にモデル化するには、異質なエージェントに基づく分析フレームワークを使用する必要があります。

財政政策と金融政策の変化が経済にどのような影響を与えるのかについての経済学者の理解にとって、家計と企業が異質成分から成り立っているという認識が役に立つかもしれません。例えば、金融政策の波及メカニズムに関する単純な教科書的なモデルでは、中央銀行は主に実質金利の変化を通じて消費と投資に影響を及ぼします。ここで異質性が考慮されると、他の重要なチャネルが出現します。例えば、多くの家計や企業の支出は、金融政策が間接的にしか影響しない要因である労働収入、事業の売上高、担保価値の変動などの信用へのアクセスに非常に反応しやすく見えます。異質なエージェントを使用した金融政策モデルをより詳細に研究することは、金融政策の波及メカニズムのこれらの側面について新たな洞察を導くのに役立ちます（やはり、金融緩和にもホームエクイティローン等を通じた住宅価格の資産効果分析が重要であることを述べている。訳者注）。

経済学の専門家は、これらの問題が重要であることを長い間認識してきたが、金融危機前において、その影響は非常に限られた範囲でしかマクロモデルに組み込まれていませんでした¹¹。連邦準備理事会（FRB）のエコノミストの研究を含め¹²、現在、異質性に基づくマクロ経済的影響がより重視されていることを嬉しく思います。それにもかかわらず、異質性と総需要との間の様々な関係は、実証的にも理論的にもまだよく理解されていません。より広く見れば、金融政策のツールは一般的に分配面の目標を達成するにはあまり適していません。しかし、政策当局者は、マクロ経済の変化が社会の様々なグループに及ぼす影響について理解し、監視することが重要です。

実体経済への金融的つながり

私の3番目の質問は、金融政策とマクロ経済の重要な問題であり、この会議ではあまり直接的に取り上げられていません。金融セクターはどのように広範な経済と相互作用しているのでしょうか？

住宅バブルやその後の出来事に照らして、政策立案者は金融危機にどのような事象が関係しているかを明確に理解する必要があります。過度のレバレッジ拡大と不動産やその他の担保の価値との関係はどのようなもので、それに続くデレバレッジのプロセスを妨げる要因、または促進する要因は何ですか？金融危機による経済低迷は、家計のバランスシートに大きな被害をもたらすかどうかなど、その危機の特徴に左右されますか？金融機関同士の相互関係に見られる特質と程度は、金融システムと経済全体を通じてストレスの伝播と増幅にどのように影響しますか？最後に、そして最も重要なのは、将来の危機の頻度と深刻度を減らすために、金融政策と金融監督の面で何ができるのでしょうか？

これらの質問の領域はこの会議のテーマを超えているものの、密接に関係する問題もいくつか含まれています。私が先ほど指摘した、個々の家計と企業の違いを考慮に入れることが重要な分野である、支出と全体の経済活動に対するバランスシートの条件と利子以外の信用条件の影響について考えて見ま

¹⁰ 企業雇用における資金制約の役割については、Siemer (2014) を参照。Chodorow-Reich (2014) ; Duygan-Bump, Levkov, Montoriot-Garriga (2015) などがある。Khan and Thomas (2013) では、企業間の異質性と信用度の摩擦を考慮した一般均衡モデルによる研究が行われている。マクロ経済動学における参入と退出の役割については、Clementi and Palazzo (2016) 、Gourio, Messer, Siemer (2016) を参照。

¹¹ 所得と富の異質性とマクロ経済との関係に関する初期の量的研究については、Krusell and Smith (1998) を参照。

¹² Guvenen (2011) は、異質性を伴うマクロ経済学に関するいくつかの論点をレビューしている。分布と集計結果との間の相互作用の概要については、Quadri and Rios-Rull (2015) の研究を参照のこと。最近の不均質エージェントを用いたモデルにおける金融政策の効果については、Kaplan, Moll, Violante (2016) ; Gornemann, Kuester, and Nakajima (2016); Auclert (2016) ; Sterk and Tenreiro (2016) を参照。

しょう。このトピックスに関する研究は当面続けられており、金融危機を受けて大きく拡張されています¹³。しかし、私は、保険引受基準やその他の与信枠の決定要因の変化が、消費支出、住宅需要と住宅価格、企業設備投資（特に中小企業の場合）、および新規起業に影響を及ぼす金利と相互作用する方法についてもっと多く学ぶべきだと思います¹⁴。例えば、住宅バブルの崩壊以来、私たちが観察してきた個人貯蓄率の持続的な上昇は、主に貸し手によるよりも慎重な引受基準への持続的なシフトの結果であるか？家計がバランスシートの修復を終えるか、将来の雇用と所得の見通しについてより自信を持てるようになると、それは最終的に一時的なものだったと考えられるのでしょうか？¹⁵この後者の質問への答えは、より長期的な正常または中立的な金利水準に関係し、それゆえ通貨政策の実施にも重要な意味を持つ可能性があります。（このパラグラフにおいても、前出の高圧経済を当面維持すると、住宅を起点に米国経済が良くなることも示唆されると思う。訳者注）

インフレ動向

私の4つ目の質問は、通貨政策の核心をつきます：何が、インフレを決定しますか？

私の見解では、金融危機前の中央銀行のエコノミストや他の人たちが使用していたインフレ動向を考えるための標準的な枠組みは、今日でも概念的に有用です。この枠組みの簡単な説明は¹⁶、次の通りです。インフレは1990年代半ば以来本質的に一定の基本トレンド（にアンカリングされた。訳者注）を特徴としています。以前は、この傾向は過去のインフレやその他の経済情勢の影響を受けて時間の経過とともに変化していたようです。理論と証拠によれば、この傾向は、金融政策によって左右されるインフレ期待に強く影響されていることを示唆しています。特に、近年の様々な予想インフレ率の指標に見られる著しい安定性は、1980年代初頭以降、連邦準備制度理事会がインフレ率を引き下げ、さらにインフレ率を低水準で安定させる努力を絶えず続けてきた成果によるものだと思います。この政策の結果であるインフレ期待の安定化（アンカリング）は、エネルギー価格の変動やその他の特殊要因の一時的な影響を受けて、実際のインフレが変動することに大きく左右されるものではありません。加えて、インフレ率は、企業の限界費用の指標となる可能性のある資源（リソース）の利用率が持続的に高くな

¹³ このトピックに関する初期の研究の例については、Bernanke and Gertler (1989) を参照のこと。その他の重要な危機以前の研究としては、Bernanke and others (1999a) による金融加速モデルの開発、Kashyap and Stein (2000) と Peek, Rosengren, および Tootell (2003) による銀行バランスシートチャネル、銀行ローンの供給ショックの影響が挙げられます。マナタリー・トランスミッション・メカニズムにおける銀行の役割の最近の要約については、Peek and Rosengren (2013) を参照。Chiany, Sraer, Thesmer (2012) は、企業投資のための不動産の担保チャネルの証拠を提供している。Mian, Rao, Sufi (2013) が消費に及ぼす家計のバランスシートの影響を調べた。

¹⁴ より多くの実証的研究は、信用状態の変化から生じる支出効果を、金利の動きから生じる支出効果から切り分けるのに有用であろう。後者の見積もりはしばしば前者を組み込む可能性が高いからである。経済全体の経験的モデルのほとんどは、利子以外の信用要因が消費と投資に与える影響を明示的にコントロールしていない。その結果、推定された金利効果は、これらの要因が金利と相関する範囲でこれらの要因の影響を部分的に反映することになる。これが当てはまると思われる理由はたくさんある。金利の動きは、企業のキャッシュフローとその担保の価値に影響を及ぼす。より高い金利は、家計が収入の大部分を債務返済に押しつけること、支払い対収入の限度ルールのために融資を受けることをより困難にすることによって、消費者支出および特に住宅投資に悪影響を及ぼす。これらの影響の証拠は、短期金利の比較的小さな変化が与信コストの大きな動きと相関していることを示す Gertler and Karadi (2015) によって提供されている。このような相関関係や相互作用は、いくつかのタイプの支出が名目金利の動きと実際の金利よりも相関しているように見える理由を説明するだろう。この点についての証拠については、Fair (2004, 第3章) を参照のこと。最後に、緩和された貸出基準、低金利、およびその他の要因が米国および海外の住宅バブルに相対的に寄与していることは、未解決の問題である。Agnello and Shucknecht (2011) は、金融政策が重要な役割を果たしている国際横断的な証拠を提示している。一方、Dokko ら (2011) は、最新のエピソードでは金融政策はマイナーな影響であったと主張している。

¹⁵ 大後退時の消費を促進するためのレバレッジと住宅ショックの役割を評価するには、Mian, Rao, Sufi (2013) を参照のこと。Justiniano, Primiceri, Tambalotti (2015) の研究は、債務オーバーハングだけでは大後退後の緩やかな回復を説明できないことを示唆している。

¹⁶ より広範な議論については、Yellen (2015) を参照のこと。

ったり低くなったりする程度に依存して、基調的な傾向を上回ったり下回ったりする傾向があります¹⁷。

インフレ・プロセスを考えるこの一般的な枠組みは有用なままですが、大不況とそれに続く遅い景気回復を受けて、いくつかの定量的な特徴に関する疑問（フィリップス曲線の疑い。記者注）が生じた。例えば、近年の労働市場がインフレ率に及ぼす影響度は、金融危機の前に一般的に考えられていたものよりも弱いと思われる。景気後退の最中にインフレ率が低下したものの、失業率の上昇ペースの速さに比べて、インフレ率の低下ペースはかなり緩やかなものでした。同様に、労働市場が徐々に回復する中で、賃金と物価の上昇ペースは相対的に緩やかなものに留まりました。この感応度の低下は、何らかの形で景気後退によって引き起こされたのか、それともそれ以前から生じていたものなのか、さらに単に極限条件下で明らかにされたものなのかは不明です¹⁸。いずれにしても、原因は不明です。感応度の低下は、グローバルゼーション、もしくは企業の限界費用や価格設定力のための国内活動における循環的スイングの重要性を低下させた生産活動における無形資本のウェイトの上昇といった、経済の構造変化を反映したものなのでしょうか？あるいは、これまで十分に立証されてきたように企業が従業員の名目賃金を引き下げることにに対して抵抗的であることや、あるいは企業の賃金を引き下げる権限が限定的なものであることなどを反映していると思われる。これは、景気後退期およびその後のインフレーションの比較的緩やかな動きを説明するのに役立ちます¹⁹。

インフレ過程の特性に関する我々の知識のもう一つの欠陥は、期待に関係しています。多くの理論モデルは、実際のインフレは短期的なインフレ期待に最も密接に関連していることを示唆していますが、実証分析な問題として、長期のインフレ期待の指標の方が実際のデータをより良く説明しているようです²⁰。消費者、企業、投資家のうち、どの主体の期待が賃金と価格設定に最も関連しているという問題は未解決であり、経済理論は明確な解決策を示していません。より一般的には、期待がインフレに影響を及ぼす正確な経路については、さらなる研究が必要です²¹。

おそらく最も重要なのは、インフレ期待がどのように形成され、金融政策がどのようにインフレ期待に影響を与えるかについてももっと知る必要があるということです。最終的に、実際のインフレ率と予想

¹⁷ 経済学の文献では、このインフレ過程の一般的な記述は、期待修正フィリップス曲線と呼ばれている。最も簡単な形では、フィリップス曲線はインフレを予想インフレ率と経済における資源利用度と関連付ける。しかし実際には、インフレ率を説明するモデルにエネルギーや輸入品の相対価格の変化などの供給ショックに関する変数も含まれている。フィリップス曲線の2つのよく知られた変形モデルは、伝統的な「加速度主義」モデルと、いわゆるニュー・ケインジアン型フィリップス曲線だ。前者は過去のインフレ率の移動平均をインフレ期待の近似値として利用し、後者はインフレ期待が「合理的」で経済全体の構造モデルの予測値と整合的なものであると仮定している。いずれのタイプのフィリップス曲線の支持者たちは、自分たちのより適切なモデルが、金融危機の最中とその後におけるインフレ動向を説明できると主張している。例えば、Gordon (2013) は加速主義モデルを支持する証拠を示し、Del Negro、Giannoni、Schorfheide (2015) はニュー・ケインズモデルを主張する。

¹⁸ 時間の経過とともにインフレと資源利用の対応がどのように変化したかの証拠については、Blanchard (2016) を参照。興味深いことに、同研究は、この感応度が危機前にはじめて減少し始めたことを示唆している。

¹⁹ 名目賃金の下方硬直性の潜在的なマクロ経済効果に関する早期の研究については、Akerlof、Dickens、and Perry (1996) を参照されたい。近年、Daly and Hobijn (2014) は、企業が名目賃金を引き下げることに抵抗または賃金の引き下げが不可能（またはその両方）な場合に、労働利用と賃金インフレ率の関係に重要な非線形性が生じるモデルを開発した。最後に、Fallick、Lettau、Wascher (2015) は、近年の名目賃金の下方硬直性の証拠をレビュー（再考）し、時間とともに労働市場のストレスとどのように相互作用したかを探る。

²⁰ 具体的には、サーベイに基づく長期的なインフレ期待の指標は、インフレの長期トレンドの推定値と広く相関している。Clark and Davig (2008) を参照のこと。インフレ予測の文脈において関連する点を作った Faust and Wright(2013)も参照のこと。

²¹ Mavroeidis、Plagborg-Moller、and Stock (2014) が網羅的な調査で結論づけたように、ニュー・ケインジアンインフレ方程式の実証分析に基づく推定値は、「政策分析のために有用となる結論に関して、インフレーション・プロセスにおける期待の役割を十分かつ正確に特定することができない」（p. 172）を参照のこと。

インフレ率の両方が、中央銀行の明示的もしくは暗黙的なインフレ目標に関連してくるのです²²。しかし、この（インフレ期待を安定化させる。記者注）アンカリング・プロセスはどのように起こりますか？中央銀行は、インフレ期待が完全に適合されるまで実際のインフレ率を何年もインフレ目標値の近傍で固定させる必要がありますか？政策立案者は、インフレ目標を将来的に実現すると発表するだけで、インフレ期待に直接的かつ迅速に影響を与えることができますか？それとも、インフレ期待を変化させる上で、政策立案者のインフレ目標についての明確なコミュニケーション、その目標実現に向けたコミットメントを示すための具体的な政策運営、さらには実際の金融政策の有効性を実証するための複数の成果、などを組み合わせることが重要ですか？歴史的な経験から、国民のインフレ期待を変えるのは迅速かつ容易にはできないことが示唆されていますが、上記の可能性のうちどれが正しいかは明らかになっていません²³。（このパラグラフにおいて、平均物価目標など受動的な政策では十分でなく、財政的な支援の必要性につながる可能性があると思う。記者注）

多くの国で名目短期金利が実効的な最低水準またはそれに近い水準にある中、期待形成に関する幅広い問題がより一層重要視されています。このような状況下で、多くの中央銀行は、将来の金利やインフレの期待に働きかける効果を直接狙った政策を採用するなど、経済を刺激するための追加的な政策手段を模索してきました。そのような政策の例として、日本銀行が2013年にインフレ目標を公式に上方修正した様に、FOMCも2011年から2014までFF金利のより確度の高い将来パスについて、過去に例がないほど明確かつ広範なガイダンスを示してきました。さらに、世界経済が歴史的な低金利を今後も継続する可能性を踏まえると、将来の不況期においては、短期金利の引き下げだけでは十分な対応とはならず、期待形成に働きかけるための追加的な政策が再び必要となる可能性があります²⁴（フォワードガイダンスに一定の効果を確認つつ、例示の期間の行動として資産購入（一時的な金融と財政の一体化）の同時実施の必要性を指摘していると思う。記者注）。

これらの理由のために、私は研究者がインフレ動向と、その金融政策との相互作用に関する理解の改善に取り組むことを願っています。

国際的なつながり

講演を終える前に、より多くの研究が必要なもう一つの分野について言及したいと思います。米国の金融政策の変化が海外の金融経済情勢に及ぼす影響と、逆に、それらの海外要因が米国にどうフィードバックするという経路についてです。もちろん、大恐慌以来、国を跨ぐ金融政策の波及効果は学問的な研究テーマとなっており、この話題に関する体系的な分析の多くは1960年代初頭に遡ります²⁵。しかし、この問題は、大不況の非伝統的な金融政策の出現や、近年の主要先進国の中央銀行の金融政策に見られる相違を受けて、再び新たな関心テーマとなっています。

大まかに言って、ある国の金融政策運営は、3つの主なチャンネルを通じて他国経済に波及します。具体的には、為替レートの変化、一国の輸入を変える国内需要の変化、ポートフォリオ・リバランスなどのチャンネルを通じて海外の金融情勢にまで影響を及ぼす国内の金利や資産価格など国内金融情勢の変化、の3つです。米連邦準備理事会（FRB）のスタッフによる調査に基づく、米国の金融政策の他国への波及効果は全体としてプラスです。例えば、米国の景気を刺激するための金融緩和と政策は、ドル安（他国通貨高）の悪影響が米国の輸入増加や外国の金融情勢の緩和というプラス効果によって相殺されます²⁶。しかし、この問題は、次のような他の多くの関連する質問と同様に、解決されていません。米

²² 公的インフレ目標設定制度の文脈におけるインフレへの金融政策の理論的および経験的影響の議論については、Bernanke and others (1999b)を参照のこと。

²³ 米国の金融政策とサーベイに基づく長期的なインフレ期待の指標との関係については、Kiley (2008) を参照。彼の結果は、連邦準備制度理事会が長期的な期待を低水準で定着させるために長年を要したことを示唆している。同様の状況において、Bernanke and others (1999b)は、適合的なインフレーション・ターゲティングを採用した国々における政策効果を研究した結果、インフレ期待が「実際のインフレ率の低下に遅れた後にはのみ反応する」（p.298）と結論づけている。

²⁴ 私は最近の演説でこの可能性について議論した（Yellen、2016）。

²⁵ Mundell (1963) and Fleming (1962)を参照。

²⁶ Ammer、De Pooter、Erceg、Kamin (2016) を参照のこと。この件に関する最近の研究には、Fukuda、Kimura、Sudo、and Ugai (2013)（福田善之、木村有希、須藤直、鶴飼博史氏による。米国金融政策の引

国の金融政策運営は、先進国と新興国に異なる影響を及ぼしますか？伝統的な金融政策と非伝統的な金融政策による他国への波及効果は異なりますか？また、米国の金利や金融情勢は、海外の金融緩和策の影響をどの程度受けるのでしょうか？

結論

最後に、ボストン連邦準備銀行が今回の会議を開催し、経済の理解に欠かせない質問に対する研究と議論を促進していることを賞賛したいと思います。これらの質問に答えることは、健全な経済を促進するという連邦準備制度の取り組みに役立ちます。そして、今日、皆様方にお話しする機会を頂き、今回の重要な議論の一部を担えたことに感謝します。

References

- Agnello, Luca, and Ludger Schuknecht (2011). "Booms and Busts in Housing Markets: Determinants and Implications," *Journal of Housing Economics*, vol. 20 (September), pp. 171-90.
- Akerlof, George A., William T. Dickens, and George L. Perry (1996). "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1-76, www.brookings.edu/wp-content/uploads/1996/01/1996a_bpea_akerlof_dickens_perry_gordon_mankiw.pdf.
- Akerlof, George A., Andrew K. Rose, and Janet L. Yellen (1988). "Job Switching and Job Satisfaction in the U.S. Labor Market," *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 2, pp. 495-594, www.brookings.edu/wp-content/uploads/1988/06/1988b_bpea_akerlof_rose_yellen_ball_hall.pdf.
- Ammer, John, Michiel De Pooter, Christopher Ercog, and Steven Kamin (2016). "International Spillovers of Monetary Policy," IFDP Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, February 8, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2016/international-spillovers-of-monetary-policy-20160208.html>.
- Auclert, Adrien (2016). "Monetary Policy and the Redistribution Channel," unpublished paper, Stanford University, Department of Economics, January, http://web.stanford.edu/%7Eaaucclert/mp_redistribution.pdf.
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler (1989). "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, vol. 79 (March), pp. 14-31.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist (1999a). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in John B. Taylor and Michael Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C. Amsterdam: Elsevier, pp. 1341-93.
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen (1999b). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Blanchard, Olivier (2016). "The Phillips Curve: Back to the '60s?" *American Economic Review*, vol. 106 (May), pp. 31-34.

き締めは、1990年代には多くの国々の国内生産を減少させていたが、2000年代になるとこの負の波及効果が弱まっているとした。訳者注); Georgiadis (2015); Glick と Leduc (2015); Ilzetski and Jin (2013) などがある。

- Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti, and Lawrence Summers (2015). "Inflation and Activity--Two Explorations and Their Monetary Policy Implications," IMF Working Paper WP/15/230. Washington: International Monetary Fund, November, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15230.pdf>.
- Blanchard, Olivier J., and Lawrence H. Summers (1986). "Hysteresis and the European Unemployment Problem," in Stanley Fischer, ed., *NBER Macroeconomics Annual 1986*, vol. 1. Cambridge, Mass.: MIT Press, pp. 15-90, www.nber.org/chapters/c4245.
- Blinder, Alan S., and Janet L. Yellen (2001). *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*. New York: Century Foundation Press.
- Cerra, Valerie, and Sweta Chaman Saxena (2008). "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," *American Economic Review*, vol. 98 (March), pp. 439-57.
- Chaney, Thomas, David Sraer, and David Thesmar (2012). "The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment," *American Economic Review*, vol. 102 (October), pp. 2381-409.
- Chodorow-Reich, Gabriel (2014). "The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008-9 Financial Crisis," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129 (February), pp. 1-59.
- Clark, Todd E., and Troy Davig (2008). "An Empirical Assessment of the Relationships among Inflation and Short- and Long-Term Expectations," Research Working Paper RWP 08-05. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, November, <https://www.kansascityfed.org/publicat/reswkpap/pdf/rwp08-05.pdf>.
- Clementi, Gian Luca, and Bernardino Palazzo (2016). "Entry, Exit, Firm Dynamics, and Aggregate Fluctuations," *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8 (July), pp. 1-41.
- Daly, Mary C., and Bart Hobijn (2014). "Downward Nominal Rigidities Bend the Phillips Curve," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46 (October), pp. 51-93.
- Del Negro, Marco, Marc P. Giannoni, and Frank Schorfheide (2015). "Inflation in the Great Recession and New Keynesian Models," *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7 (January), pp. 168-96.
- Dokko, Jane, Brian M. Doyle, Michael T. Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim, and Skander Van Den Heuvel (2011). "Monetary Policy and the Global Housing Bubble," *Economic Policy*, vol. 26 (April), pp. 237-87.
- Duygan-Bump, Burcu, Alexey Levkov, and Judit Montoriol-Garriga (2015). "Financing Constraints and Unemployment: Evidence from the Great Recession," *Journal of Monetary Economics*, vol. 75 (October), pp. 89-105.
- Fair, Ray C. (2004). *Estimating How the Macroeconomy Works*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Fallick, Bruce C., Michael Lettau, and William L. Wascher (2016). "Downward Nominal Wage Rigidity in the United States during and after the Great Recession," *Finance and Economics Discussion Series 2016-001*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, January, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2016.001>.
- Faust, Jon, and Jonathan H. Wright (2013). "Forecasting Inflation," in Graham Elliott and Allan Timmermann, eds., *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2A. Amsterdam: Elsevier, pp. 3-56.
- Fernald, John G. (2015). "Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession," in Jonathan A. Parker and Michael Woodford, eds., *NBER Macroeconomics Annual 2014*, vol. 29. Chicago: University of Chicago Press, pp. 1-51.
- Fleming, J. Marcus (1962). "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates," *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 9 (November), pp. 369-80.
- Fukuda, Yoshiyuki, Yuki Kimura, Nao Sudo, and Hiroshi Ugai (2013). "Cross-Country Transmission Effect of the U.S. Monetary Shock under Global Integration," Bank of Japan Working Paper Series 13-E-16. Tokyo: BOJ, November, www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2013/data/wp13e16.pdf.

- Georgiadis, Georgios (2015). "Determinants of Global Spillovers from U.S. Monetary Policy," ECB Working Paper Series 1854. Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, September, www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1854.en.pdf.
- Gertler, Mark, and Peter Karadi (2015). "Monetary Policy Surprises, Credit Costs, and Economic Activity," *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7 (January), pp. 44-76.
- Glick, Reuven, and Sylvain Leduc (2015). "Unconventional Monetary Policy and the Dollar: Conventional Signs, Unconventional Magnitudes," Working Paper Series 2015-18. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, November, www.frbsf.org/economic-research/files/wp2015-18.pdf.
- Gordon, Robert J. (2013). "The Phillips Curve Is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery," NBER Working Paper Series 19390. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, August, www.nber.org/papers/w19390.pdf.
- Gornemann, Nils, Keith Kuester, and Makoto Nakajima (2016). "Doves for the Rich, Hawks for the Poor? Distributional Consequences of Monetary Policy," *International Finance Discussion Papers* 1167. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov/econresdata/ifdp/2016/files/ifdp1167.pdf.
- Gourio, Francois, Todd Messer, and Michael Siemer (2016). "Firm Entry and Macroeconomic Dynamics: A State-Level Analysis," *American Economic Review*, vol. 106 (May), pp. 214-18.
- Guvenen, Fatih (2011). "Macroeconomics with Heterogeneity: A Practical Guide," Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, vol. 97 (Third Quarter), pp. 255-326, https://www.richmondfed.org/-/media/richmondfedorg/publications/research/economic_quarterly/2011/q3/pdf/guvenen.pdf.
- Holzer, Harry J., Steven Raphael, and Michael A. Stoll (2006). "Employers in the Boom: How Did the Hiring of Less-Skilled Workers Change during the 1990s?" *Review of Economics and Statistics*, vol. 88 (May), pp. 283-99.
- Howard, Greg, Robert Martin, and Beth Anne Wilson (2011). "Are Recoveries from Banking and Financial Crises Really So Different?" *International Finance Discussion Papers* 1037. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, November, <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1037/ifdp1037.pdf>.
- Ilzetski, Ethan, and Keyu Jin (2013). "The Puzzling Change in the International Transmission of U.S. Macroeconomic Policy Shocks," working paper. London: London School of Economics, February, <http://personal.lse.ac.uk/ilzetski/index.htm/Research/Puzzling.pdf>.
- Justiniano, Alejandro, Giorgio Primiceri, and Andrea Tambalotti (2015). "Household Leveraging and Deleveraging," *Review of Economic Dynamics*, vol. 18 (January), pp. 3-20.
- Kaplan, Greg, Benjamin Moll, and Giovanni L. Violante (2016). "Monetary Policy According to HANK," NBER Working Paper Series 21897. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, January, www.nber.org/papers/w21897.pdf.
- Kashyap, Anil K., and Jeremy C. Stein (2000). "What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?" *American Economic Review*, vol. 90 (June), pp. 407-28.
- Katz, Lawrence F., and Alan B. Krueger (1999). "The High-Pressure U.S. Labor Market of the 1990s," *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1-87, https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1999/01/1999a_bpea_katz.pdf.
- Khan, Aubhik, and Julia K. Thomas (2013). "Credit Shocks and Aggregate Fluctuations in an Economy with Production Heterogeneity," *Journal of Political Economy*, vol. 121 (December), pp. 1055-107.
- Kiley, Michael T. (2008). "Monetary Policy Actions and Long-Run Inflation Expectations," *Finance and Economics Discussion Series* 2008-03. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, February, <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200803/200803pap.pdf>.
- Krueger, Dirk, Kurt Mitman, and Fabrizio Perri (2016). "Macroeconomics and Household Heterogeneity," CEPR Discussion Paper 11038. London: Centre for Economic Policy Research, June.

- Krusell, Per, and Anthony A. Smith, Jr. (1998). "Income and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy," *Journal of Political Economy*, vol. 106 (October), pp. 867-96.
- Martin, Robert F., Teyanna Munyan, and Beth Anne Wilson (2015). "Potential Output and Recessions: Are We Fooling Ourselves?" *International Finance Discussion Papers* 1145. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, September, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/ifdp/2015/files/ifdp1145.pdf>.
- Mavroeidis, Sophocles, Mikkel Plagborg-Moller, and James H. Stock (2014). "Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve," *Journal of Economic Literature*, vol. 52 (March), pp. 124-88.
- Mian, Atif, Kamalesh Rao, and Amir Sufi (2013). "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128 (November), pp. 1687-726.
- Mundell, Robert A. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29 (November), pp. 475-85.
- Okun, Arthur M. (1973). "Upward Mobility in a High-Pressure Economy," *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 207-52.
- Parker, Jonathan A., Nicholas S. Souleles, David S. Johnson, and Robert McClelland (2013). "Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008," *American Economic Review*, vol. 103 (October), pp. 2530-53.
- Peek, Joe, and Eric S. Rosengren (2013). "The Role of Banks in the Transmission of Monetary Policy," *Public Policy Discussion Papers* 13-5. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, September, <https://www.bostonfed.org/publications/public-policy-discussion-paper/2013/the-role-of-banks-in-the-transmission-of-monetary-policy.aspx>.
- Peek, Joe, Eric S. Rosengren, and Geoffrey M.B. Tootell (2003). "Identifying the Macroeconomic Effects of Loan Supply Shocks," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35 (December), pp. 931-46.
- Quadrini, Vincenzo, and Jose-Victor Rios-Rull (2015). "Inequality in Macroeconomics," in Anthony B. Atkinson and Francois Bourguignon, eds., *Handbook of Income Distribution*, vol. 2B. Amsterdam: Elsevier, pp. 1229-302.
- Reifschneider, Dave, William Wascher, and David W. Wilcox (2015). "Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy," *IMF Economic Review*, vol. 63 (May), pp. 71-109.
- Siemer, Michael (2014). "Firm Entry and Employment Dynamics in the Great Recession," *Finance and Economics Discussion Series* 2014-56. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August, <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2014/201456/201456pap.pdf>.
- Solow, Robert M. (1997). "Is There a Core of Usable Macroeconomics We Should All Believe In?" *American Economic Review*, vol. 87 (May), pp. 230-32.
- Sterk, Vincent, and Silvana Tenreyro (2016). "The Transmission of Monetary Policy through Redistributions and Durable Purchases," *CEP Working Paper* 2016/1. Zurich: Council on Economic Policies, January, <https://www.cepweb.org/wp-content/uploads/CEP-WP-2016-1-Transmission-of-Monetary-Policy-through-Redistributions-and-Durable-Purchases.pdf>.
- Summers, Laurence H. (2014). "Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis,'" in Coen Teulings and Richard Baldwin, eds., *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*. London: Centre for Economic Policy Research, pp. 27-38.
- Yellen, Janet L. (2015). "Inflation Dynamics and Monetary Policy," speech delivered at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts at Amherst, Amherst, Mass., September 24, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm>.
- Yellen, Janet L. (2016). "The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future," speech delivered at "Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyoming, August 26, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm.

開示事項

【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後 12 ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

- 1 (買い) =15%以上上回る
- 2 (アウトパフォーム) =5%～15%上回る
- 3 (中立) =±5%未満
- 4 (アンダーパフォーム) =5%～15%下回る
- 5 (売り) =15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：STOXX Europe 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200 指数

【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行なっている、または行なう場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、㈱大和証券グループ本社の子会社です。

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計 5%超保有しているとして大量保有報告を行なっている会社は以下の通りです。（2020 年 11 月 30 日現在）

シード平和(1739) ドーン(2303) アルコニックス(3036) サムティ(3244) ファンドクリエーショングループ(3266) ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人(3278) ケー・エフ・シー(3420) ケネディクス商業リート投資法人(3453) ヘルスクア&メディカル投資法人(3455) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) ザイマックス・リート投資法人(3488) エニゴモ(3665) ブイキューブ(3681) 日本一ソフトウェア(3851) データセクション(3905) ラサ工業(4022) 田岡化学工業(4113) 旭有機材(4216) 第一工業製薬(4461) 日本色材工業研究所(4920) 東京鐵鋼(5445) 東邦亜鉛(5707) 日本伸銅(5753) 昭和電線ホールディングス(5805) イトクロ(6049) シグマクス(6088) カワタ(6292) インターネットインフィニティ(6545) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575) TDK(6762) アドバンテスト(6857) IMAGICA GROUP(6879) 太陽誘電(6976) コプロ・ホールディングス(7059) アストマックス(7162) GMOフィナンシャルホールディングス(7177) クレディセゾン(8253) マネーパートナーズグループ(8732) プレミア投資法人(8956) ケネディクス・オフィス投資法人(8972) 大和証券オフィス投資法人(8976) 大和証券リビング投資法人(8986) ジャパンエクセレント投資法人(8987) ワイヤレスゲート(9419) 帝国ホテル(9708) ファーストリテイリング(9983) (銘柄コード順)

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、2019 年 12 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

雪国まいたけ(1375) 大豊建設(1822) E・J ホールディングス(2153) アサヒグループホールディングス(2502) カワニシホールディングス(2689) SOSILA物流リート投資法人(2979) 日本アコモデーションファンド投資法人(3226) 産業ファンド投資法人(3249) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) 三菱地所物流リート投資法人(3481) 伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人(3493) GMO ベバボ(3633) スタメン(4019) GMOフィナンシャルゲート(4051) Sun Asterisk(4053) コペリ(4167) ヤブリ(4168) 恵和(4251) B A S E(4477) コマースOnlineホールディングス(4496) モーニングスター(4765) ヴィス(5071) 日本インシュレーション(5368) S A N E I(6230) ジモティー(7082) ウェルスナビ(7342) グッドパッチ(7351) Retty(7356) ポピンズホールディングス(7358) 日本ビルファンド投資法人(8951) 大和ハウスリート投資法人(8984) 大和証券リビング投資法人(8986) 日本航空(9201) U S E N - N E X T H O L D I N G S(9418) ソフトバンク株式会社(9434) アイ・エス・ビー(9702) (銘柄コード順)

【目標株価について】

目標株価は、アナリストによる当該企業の業績予想をもとに算出しています。目標株価に達しないリスク要因は、当該企業の業績動向の急激な変化や、想定を超えたマクロ環境の変化等です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

【個別銘柄に関するその他の開示事項】

1) 2016 年 4 月 26 日、大和証券(以下、当社)及び当社の親会社である株式会社大和証券グループ本社(以下、大和証券グループ本社)とGMOフィナンシャルホールディングス株式会社(以下、GMOフィナンシャルHD)及び同子会社のGMOクリック証券株式会社(以下、GMOクリック証券)は、4 社の間で、業務提携に関する基本合意書を締結しました。大和証券グループ本社は、GMOフィナンシャルHD株式の発行済株式総数の約9.3%を保有しています(2017 年 12 月末時点)が、大和証券グループ本社は、業務提携の進捗および成果等を踏まえ、将来的にはGMOフィナンシャルHD株式を本件取得との合計で発行済株式総数の20%を目標に追加取得する可能性があります。

- 2) 下記の不動産投資信託の資産運用会社である大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社は、大和証券グループ本社の子会社です。大和証券オフィス投資法人(8976)、大和証券リビング投資法人(8986)。
- 3) サムティ・レジデンシャル投資法人は2019 年 9 月 10 日付で株式会社大和証券グループ本社の連結子会社となりました。

- 4) 株式会社大和証券グループ本社は、2019 年 5 月 30 日付でサムティ株式会社と資本業務提携契約を締結し、2019 年 6 月 14 日時点でサムティ株式会社の発行済株式総数の 16.95%及び新株予約権付社債(額面 100 億円)を保有しています。当該新株予約権がすべて行使された場合、保有割合は 27.28%になります。

- 5) 大和証券グループ本社とクレディセゾンは、2019 年 9 月 5 日付で資本業務提携契約を締結しました。大和証券グループ本社は、クレディセゾンの普通株式について、2019 年 7 月 31 日現在の発行済株式総数(自己株式を除く)の 5.01%を上限に取得する予定です。

【㈱大和証券グループ本社の現地法人等が主幹事等を担当した会社について】

㈱大和証券グループ本社の現地法人等(*)は、2019 年 12 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し(普通社債を除く)にあたり主幹事会社等を担当しています。

Smooere International Holdings Limited (6969 HK)

*ここでの現地法人等とは以下の 1 つまたは複数を指します。

- ・大和証券キャピタル・マーケット香港リミテッド
- ・大和証券キャピタル・マーケット・シンガポール・リミテッド
- ・大和証券キャピタル・マーケット・オーストラリア・リミテッド
- ・大和証券キャピタル・マーケット・インドア・プライベート・リミテッド
- ・大和キャセイ・キャピタル・マーケット・カンパニー・リミテッド
- ・大和証券キャピタル・マーケット韓国リミテッド

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

・株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗(支店担当者)経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%(但し、最低 2,750 円)の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料(税込)に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。

- ・株式等の売買等にあたっては、価格等の変動(裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます)による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかには為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- ・信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- ・債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価(購入対価・売却対価)のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただけます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- ・取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- ・外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 108 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、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会