

2020年の証券市場を振り返る

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年日本経済研究センターに出
向、2013年4月から現職。

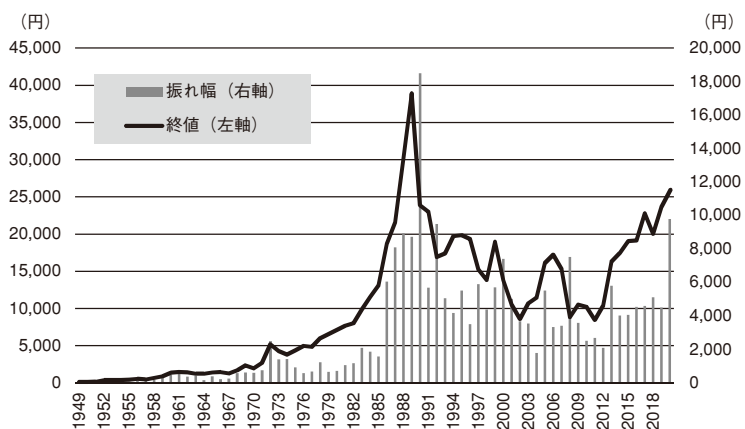
2020年の東京株式相場は大きく揺れた。日経平均株価の年間高値と安値の差は11月24日現在で9,612円と、1990年の1万8,491円以来の水準に広がった（図表1）。新型コロナウイルスの感染症の拡大を受けて悲観一色になった後、世界的な金融緩和に支えられ、歴史的な戻り相場を演じた。もっともハイテク株が人気化する一方で、株主数が多い日本の代表的な大型株はL字型の回復にとどまるなど、銘柄間格差も大きかった。NTTによるNTTドコモの完全子会社化など、事業の将来をにらんだ大型M&A（合併・買収）が増えたのも、2020年の特徴だ。

〈3月安値までの下落率は31%に〉

米国によるイラン革命防衛隊司令官の殺害を嫌気して、日経平均は1月6日に451円安の2万3,204円と、大発会としては歴代4位の下げ幅で始まった。その後は米国が中国を為替操作国の指定から外すなど米中の緊張緩和を背景に徐々に持ち直し、1月20日には2万4,083円まで上昇した。ところが、1月23日に中国当局が武漢につながる交通網を遮断し、市民らに「武漢を離れてはならない」と都市封鎖（ロックダウン）を通告。隣国のことだけに、東京市場にも警戒感が伝わった。

この日の日経平均は235円安の2万3,795円。その後も1月末までは感染症の広がりへの警戒感から上値の重い状態が続き、予想変動率の大きさを示すボラティリティー指数も上

(図表1) 長期の日経平均の推移と年間振れ幅



(注) 2020年は11月24日現在

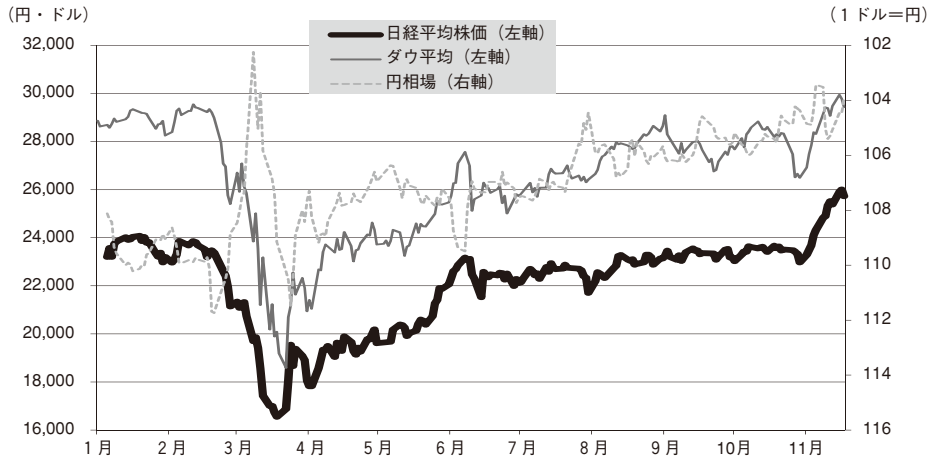
昇した。1月末の終値は2019年12月末比451円安の2万3,205円となった。株価が前月末比で下落したのは2019年8月以来、5カ月ぶりだった。

2月は米ダウ工業株30種平均が12日にこの時点で過去最高の2万9,551ドルまで上昇したため、日経平均も半ばまでは堅調に推移した。潮目が変わったきっかけは2月17日に米アップルが「新型肺炎の感染拡大がスマートフォン『iPhone』の生産に響き、1～3月期の売上高が予想に届かない」と発表したことだった。日経平均は第4週(25～28日)に2,243円安と、週間としてはリーマン・ショック直後の2008年10月第2週(6～10日)に記録した2,661円安以来の下げ幅を記録。月間の下げ幅も2,062円と、世界の株安に歩調を合わせて大きく下げた。

3月もさらに下げた。感染症がアジアだけでなく、欧米にも急速に広がり、3月11日には世界保健機関(WHO)のテドロス事務局長がパンデミック(世界的大流行)を宣言した。トランプ米大統領がこの日夜、英国を除く欧州からの外国人の入国禁止を発表し、翌3月12日の米ダウ平均は2,352ドル安とその時点で過去最大の下落幅を記録した。その後、3月16日にもダウ平均は2,997ドル安と下落幅の記録を更新した。

日経平均は3月9日と13日に1,000円を超える急落を演じた。この両日を含む3月第2週(9～13日)の下落幅は3,318円と週間としては過去最大を記録した。日経平均は翌週も下げ、19日に1万6,552円と2016年11月9日以来3年4カ月ぶりの水準まで下げた。1月20日に付けた高値2万4,083円からの下落率は31.3%に達し、投資家は不安感でいっぱいになった。日経平均ボラティリティー指数は3月16日に60.67と、2011年3月の東日本大震災直後以来の水準まで上昇した(図表2)。

(図表 2) 2020年の日米株式相場と円相場



(注) 11月18日まで

〈底入れから上昇に転じる〉

日銀は3月18～19日に予定していた金融政策決定会合を16日に前倒しで開催し、追加の金融緩和に踏み切った。3月15日に米連邦準備理事会（FRB）が緊急利下げを実施したのに、足並みをそろえた。決定内容は（1）円資金と米ドル資金の潤沢な供給（2）民間企業債務を担保とする新たなオペの導入とコマーシャルペーパー（CP）・社債の買い入れ増額による企業金融の支援（3）上場投資信託（ETF）と上場不動産投信（J-REIT）の積極的な買い入れ、を柱とする市場安定化策だった。

実際、FRBなど各国中央銀行と連携して実施したドル資金の潤沢な供給は、邦銀の米ドル調達コストの安定に結びついた。3月には営業日が21日あったが、ETFを買い入れたのは11日（全営業日に12億円ずつ買い入れている設備・人材ETFを除く）にのぼった。1日の買い入れ額は日銀会合前の6回各1,002億円から、会合後の5回各2,004億円（1回は1,204億円）に倍増し、株式相場を支える姿勢を明確にした。

振り返れば、11月23日に全世界で5,800万人を超えた新型コロナウイルスの感染者数は、3月19日現在では20万9,839人にすぎなかった。日本での感染者数もわずか873人だった。感染症が世界に広がり、経済活動に深刻な影響を与えたのは、「その後」の話だが、世界の株式相場は早期収束への期待と、金融緩和策が生み出す過剰マネーの流入を背景に、3月下旬からいち早く上昇に転じた。

世界の主要指数の年初来安値は米ダウ平均が3月23日に付けた1万8,591ドル、英

FTSE100も3月23日に付けた4,993だった。独DAXは3月18日に付けた8,441で底入れした。中国は感染症の急速な拡大を3月上旬に封じ込めたので、株価の反転は自然だろうが、上海総合指数は3月23日の2,660を境に上昇に転じた。

日経平均も3月19日に底を入れた後、24日には歴代10位の1,204円高、翌25日には歴代5位の1,454円高と急速に戻した。ただ、3月2日から19日までの14営業日で4,590円下落していたので、月間では3カ月連続の陰線となった。

日本では安倍晋三首相（当時）が2月27日に全国の小中学校に臨時休校を要請するなど、感染症の拡大に徐々に警戒感が高まっていった。ただ、まだこの時点では感染者数の広がりにはかなりの地域差があり、安倍首相も3月14日の記者会見では「緊急事態を宣言する状況ではない」「東京五輪2020については感染拡大を乗り越え、無事、予定通り開催したい」と述べていた。

コロナ禍が「初期消火」では終わりそうもないとの見方を国民が共有し始めたのは、3月24日に安倍首相と国際オリンピック委員会（IOC）のバッハ会長が五輪の1年延期で合意したり、3月25日にタレントの志村けんさんが重度の肺炎で入院（3月30日に死去）したことがわかったりした後だ。3月23～25日に東京都で合計74人の感染が確認されたことを受け、25日に小池百合子都知事が「感染爆発の重大局面にある」と危機感を表明、都民に対し、在宅勤務と週末の不要不急の外出自粛を要請した。

〈ウィズコロナの回復相場〉

世界の株式相場は3月下旬から回復局面に入ったが、感染拡大のペースは勢いを増し、世界の小売業や航空会社の経営破綻も出始めるなかで、株高に違和感を持つ市場参加者も多かった。需要が蒸発し、政府からの給付金や、政策金融も含む資金繰り融資で何とか命脈を保っている企業も多かったからだ。米国では失業者数が急増した。株高は未曾有の金融緩和策が支えているだけで、「必ず二番底が来る」と語る専門家もいた。

この雰囲気は世界に共通するが、日経平均を振り返ると4月は6.7%高、5月は8.3%高、6月は1.9%高と株式相場は着実に回復軌道をたどった。7月中旬から再び新型コロナウイルスの感染者数が増加したため、経済活動が停滞するとの警戒感から、7月の日経平均は2.6%下落したが、8月には6.6%高と再び回復基調を取り戻した。9月は0.1%高、米大統領選を控えた10月は0.9%安となった。

日本には世界的なプラットフォームと呼べる企業がないので、実感がわからないが、米国のGAFA（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン・ドット・コム）やネットフリックスには世界から投資資金が集まった。仕事も余暇もソーシャル・ディスタンス（社

会的距離)の確保が要請されるなかで、在宅勤務などのリモートワークが脚光を浴び、ハイテク製品への需要が高まるとの見方が広がったためだ。

なかでもアップルは9月2日に前年末比89.2%高の137.98ドルまで買われ、時価総額も2兆ドルを優に上回る約2兆3,600億ドルまで膨らませた。アマゾンも同日に前年末比92.2%高の3,552.25ドルの高値を付けた。時価総額は約1兆7,800億ドルになった。GAF Aではないが、電気自動車メーカーのテスラも8月31日に前年末の6倍の502.49ドルまで買われ、時価総額を約4,700億ドルまで膨らませた。トヨタ自動車の2.3倍にもなった。

日本企業も日本電産、信越化学工業、中外製薬、ユニ・チャーム、ファーストリテイリング、日本取引所グループ、野村総合研究所、SGHD、バンダイナムコホールディングス、キーエンス、テルモ、富士通ゼネラル、日清食品ホールディングス、あさひ、シマノ、東京エレクトロンなどが上場来高値を付けた。新型コロナウイルスとの共存を目指すウィズコロナの社会で、業績が拡大すると見込まれたためだ。

10月中旬からは米大統領選への警戒感もあり、株式相場は一進一退になった。米大統領選の両候補のデッドヒートで浮き彫りになった民主主義の限界が、暴動などのかたちで顕在化するのではないかとの危機感から、世界の投資家の間では10月末に向け、株式などのリスク資産の持ち高を落とす動きが広がった。

しかし、米大統領選では世論調査などから事前に予想された民主党のバイデン候補の地滑りの勝利は実現しなかったものの、開票が進むにつれてバイデン候補の優勢が明らかになり、世界の投資家は不透明感が除去された安心感から、再び株式に資金を向け始めた。投票日の11月3日から5日までの3日間のダウ平均の上昇幅は1,465ドル(5.4%)に達した。日経平均は11月4日、5日と大幅続伸し、5日終値は2万4,105円と1月20日に付けた年初来高値2万4,083円を上回った。

さらに11月6日も219円高の2万4,325円と続伸し、2018年10月2日の終値2万4,270円を上回って1991年11月以来29年ぶりの高値を付けた。気温が下がり、新型コロナウイルスの感染者数が増え始めたが、米製薬大手ファイザーが11月9日に「独ビオンテックと共同開発しているワクチンの大規模治験で90%を超える有効性が確認された」とする中間解析結果を発表し、世界の株式相場はコロナ制圧への期待感から、連日の大幅高となった。

ダウ平均は11月16日に470ドル高の2万9,950ドルと、2月12日に付けた終値ベースの最高値2万9,551ドルを大幅に更新した。11月11日に2万5,000円台に乗せた日経平均はその後も上昇が続き、11月17日に2万6,000円台に乗せた。11月24日現在の年初来の上昇率は10.6%。米ドル換算の上昇率は15%を超え、世界95市場中でベストテンに入った(図表3)。

(図表3) 主要国・地域の株価指数の年初来騰落率

| 順位 | 国・地域名 | ローカル指数 | 通貨騰落率 | 米ドル換算指数 |
|----|---------|---------|---------|---------|
| 1 | ネパール | 49.38 | ▲ 3.97 | 43.45 |
| 2 | デンマーク | 21.80 | 5.82 | 28.89 |
| 3 | ナイジェリア | 29.71 | ▲ 4.96 | 23.28 |
| 4 | 台湾 | 14.80 | 4.97 | 20.52 |
| 5 | 韓国 | 15.83 | 3.82 | 20.25 |
| 6 | スウェーデン | 8.50 | 8.57 | 17.80 |
| 7 | 中国・上海 | 9.74 | 6.10 | 16.44 |
| 8 | リトアニア | 8.90 | 5.55 | 14.94 |
| 9 | 日本 | 8.76 | 4.68 | 13.85 |
| 10 | ラトビア | 7.13 | 5.55 | 13.07 |
| 17 | ドイツ | ▲ 0.36 | 5.55 | 5.17 |
| 19 | 米国 | 3.15 | 0.00 | 3.15 |
| 20 | インド | 7.09 | ▲ 3.97 | 2.84 |
| 22 | オーストラリア | ▲ 1.12 | 3.76 | 2.61 |
| 23 | マレーシア | 1.01 | ▲ 0.09 | 0.91 |
| 24 | ベトナム | 1.30 | ▲ 0.65 | 0.64 |
| 30 | カナダ | ▲ 1.02 | ▲ 0.96 | ▲ 1.96 |
| 32 | フランス | ▲ 7.81 | 5.55 | ▲ 2.69 |
| 33 | イタリア | ▲ 8.01 | 5.55 | ▲ 2.91 |
| 41 | フィリピン | ▲ 9.77 | 5.09 | ▲ 5.18 |
| 42 | 香港 | ▲ 5.84 | 0.48 | ▲ 5.39 |
| 43 | メキシコ | 0.88 | ▲ 7.33 | ▲ 6.52 |
| 49 | アルゼンチン | 23.10 | ▲ 25.25 | ▲ 7.99 |
| 53 | 南アフリカ | 0.42 | ▲ 9.79 | ▲ 9.41 |
| 58 | スペイン | ▲ 16.42 | 5.55 | ▲ 11.78 |
| 61 | トルコ | 13.15 | ▲ 22.84 | ▲ 12.70 |
| 64 | シンガポール | ▲ 13.47 | 0.15 | ▲ 13.34 |
| 65 | インドネシア | ▲ 11.78 | ▲ 1.80 | ▲ 13.37 |
| 71 | タイ | ▲ 13.62 | ▲ 1.92 | ▲ 15.28 |
| 72 | 英国 | ▲ 15.34 | ▲ 0.18 | ▲ 15.50 |
| 77 | ロシア | ▲ 17.57 | 0.00 | ▲ 17.57 |
| 80 | ギリシャ | ▲ 22.75 | 5.55 | ▲ 18.46 |
| 90 | ブラジル | ▲ 8.24 | ▲ 25.07 | ▲ 31.25 |
| 94 | ケニア | ▲ 32.62 | ▲ 7.33 | ▲ 37.56 |
| 95 | ベネズエラ | 596.98 | ▲ 93.14 | ▲ 52.17 |

(注) 11月18日現在。単位%、▲は下落。95市場を米ドル換算指数の騰落率順に並べた。ロシアは株価指数自体が米ドル建て。イラン(10月末現在で首位)は直近のデータが得られないため、省いた

〈政策が支えた資金繰り〉

新型コロナウイルスの感染症の広がり、世界経済は1930年代の大恐慌以来の苦境局面に陥るとの見方も強かった。大恐慌時代のダウ平均は1929年9月3日の381ドル17セントから1932年7月8日の41ドル22セントまで89%も下落したから、2020年3月に株式相場が急落したときも、「もっと下がる」「一時的に反発しても二番底がある」との見方が支配的になった。

国際通貨基金(IMF)が四半期ごとにまとめている世界経済見通しも、6月時点では2020年の実質成長率について、「感染症の第2波が来ない」との前提でマイナス4.9%になるという厳しいもの。米国はマイナス8.0%、欧州はマイナス10.2%、日本はマイナス5.8

(図表4) 国際通貨基金 (IMF) の世界経済見通し

| | 2020年の見通し | | | | 2021年の見通し | | | | 2019年を100としたときに21年は |
|----------|-----------|-------|--------|--------|-----------|------|------|-------|---------------------|
| | 20/1 | 20/4 | 20/6 | 20/10 | 20/1 | 20/4 | 20/6 | 20/10 | 20/10 |
| 世界全体 | 3.3 | ▲ 3.0 | ▲ 4.9 | ▲ 4.4 | 3.4 | 5.8 | 5.4 | 5.2 | 100.6 |
| 米国 | 2.0 | ▲ 5.9 | ▲ 8.0 | ▲ 4.3 | 1.7 | 4.7 | 4.5 | 3.1 | 98.7 |
| ユーロ圏 | 1.3 | ▲ 7.5 | ▲ 10.2 | ▲ 8.3 | 1.4 | 4.7 | 6.0 | 5.2 | 96.5 |
| 日本 | 0.7 | ▲ 5.2 | ▲ 5.8 | ▲ 5.3 | 0.5 | 3.0 | 2.4 | 2.3 | 96.9 |
| 新興・途上国 | 4.4 | ▲ 1.0 | ▲ 3.0 | ▲ 3.3 | 4.6 | 6.6 | 5.9 | 6.0 | 102.5 |
| ロシア | 1.9 | ▲ 5.5 | ▲ 6.6 | ▲ 4.1 | 2.0 | 3.5 | 4.1 | 2.8 | 98.6 |
| 中国 | 6.0 | 1.2 | 1.0 | 1.9 | 5.8 | 9.2 | 8.2 | 8.2 | 110.3 |
| インド | 5.8 | 1.9 | ▲ 4.5 | ▲ 10.3 | 6.5 | 7.4 | 6.0 | 8.8 | 97.6 |
| ブラジル | 2.2 | ▲ 5.3 | ▲ 9.1 | ▲ 5.8 | 2.3 | 2.9 | 3.6 | 2.8 | 96.8 |
| ASEAN-5 | 4.8 | ▲ 0.6 | ▲ 2.0 | ▲ 3.4 | 5.1 | 7.8 | 6.2 | 6.2 | 102.6 |
| 中東・中央アジア | 2.8 | ▲ 2.8 | ▲ 4.7 | ▲ 4.1 | 3.2 | 4.0 | 3.3 | 3.0 | 98.8 |

(注) 単位%、▲はマイナス

%の成長を予想し、感染症をいち早く克服した中国もプラス1.0%の低成長にとどまると見ていた(図表4)。

こうした状況に対して、各国の政府は金融政策と財政政策を全開にして対応した。企業の資金繰り支援、雇用を維持した企業への補助金、仕事が減った個人の所得補填などを組み合わせ、経済活動が何とか回るように、あらゆる工夫をしたといってもいいだろう。中央銀行も金融緩和を維持するだけでなく、企業の社債やコマーシャル・ペーパー(CP)まで買い支え、不測の事態が起きないように対処した。

「需要の蒸発」で厳しい局面に陥った企業も多かったが、経営が破綻したところは意外と少ない。11月現在、世界の有力企業で破綻したのは米ニーマン・マーカス、米JCPニー、米ハーツレンタカー、米ブルックス・ブラザーズ、独ルフトハンザ、タイ国際航空などに限られている。日本の有力企業でもレナウンぐらいではないか。もちろん店舗の大量閉鎖や人員の削減に乗り出した企業は多いが、消費者心理を冷え込ませるような「大企業の破綻」は何とか回避できている。

世界大恐慌だけでなく、1990年に始まった日本のバブル崩壊、2008年のリーマン・ショックなどでも株式相場の調整は深く、長いものになった。今回、同様の局面が回避できているのは、政策当局の積極的なリスクテイクが支えているからだ。ただ、そのツケはいずれ出てくる可能性もある。日本を見ても、2020年度の一般会計の歳出は当初予算では約102.6兆円だったが、第2次補正予算を踏まえると、歳出合計は約60兆円増の160兆円に膨

らんだ。9月16日の菅義偉政権発足後、自民党内から、さらに30兆円規模の第3次補正予算を組むべきだとの声も出ている。

日銀も2019年末現在ですでに28兆3,000億円に膨らんでいた上場投資信託（ETF）の購入額（元本ベース）が、11月24日までに35兆円強にまで膨らんだ。時価ベースでは44兆円強に達するが、東証1部上場企業の合計時価総額約670兆円の6.6%を日銀がETFを通じて保有するという異常な状況である。

公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も約172兆円（9月末現在）の運用資産の4分の1に当たる約43兆円を日本株に振り向けている。「年金資産の運用であり、買い支えではない」との見方もあるかもしれないが、世界の株式時価総額の7%程度にすぎない日本株を、内外株式合計額の50%も買っているのは、公的年金に株式相場の下支え役を期待する政策意図が働いているからでもある。

日本だけの事象ではないが、金融市場の表面的な安定の背後で、政策当局が過剰なリスクテークをしている状況に、持続性があるのかどうかはわからない。特に日本はただでさえ政府債務残高の対名目GDP比率が約260%と世界で一番高い。安定の構図にほころびが見えたときに、金融市場が大混乱に陥り、国民に大きな苦しみが襲うのではないかという懸念は絶えない。

〈運用のプロ、迷いに迷う〉

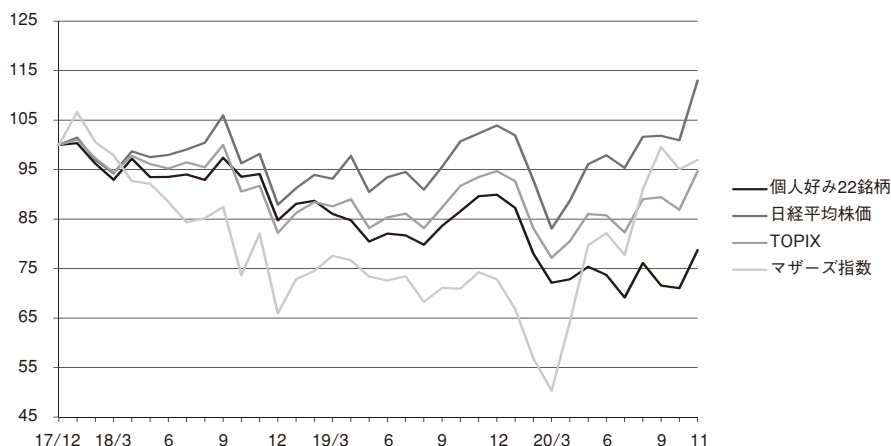
どんな時代にも株式市場では人気になって値上がりする銘柄と、物色の圏外に置かれる銘柄との「格差」があるが、2020年は特に一部の銘柄に人気が集中し、資産運用のプロを悩ませた。特段の注目を集めたのはハイテク株だ。時価総額が一時2兆ドルを超えたアップルなど、GAFA人気が世界のハイテク株相場をけん引した。

東京市場でも上場来高値を更新したハイテク銘柄が多かった。東京エレクトロンや信越化学工業などの大型ハイテク株だけでなく、3月19日に557.86と年初来で37.8%下落した東証マザーズ指数はその後、個人投資家の資金を集めて回復相場をリードし、10月14日には1,365.49と2006年8月24日以来の高値を付けた。

その一方で、銀行株やいわゆる重厚長大銘柄の値動きは鈍かった。個人の単元株主（100株以上を保有し、議決権を持つ株主）が30万人以上いる「個人好み銘柄」はみずほフィナンシャルグループを筆頭に22銘柄ある。これらの銘柄に等金額投資をした場合の時価の推移は2017年末を100とすると、2020年3月16日に65.23まで下落した。

その後、相場全体の回復にも支えられて持ち直したとはいえ、11月24日現在で79.59にすぎない。この間の上昇率は22.0%と、日経平均の58.1%や東証マザーズ指数の119.6%に

(図表5) 個人好み22銘柄の値動き



(注) 個人株主数の多い20銘柄の2017年末の株価を100として指数化し、平均をとった

比べて大差ができた(図表5)。

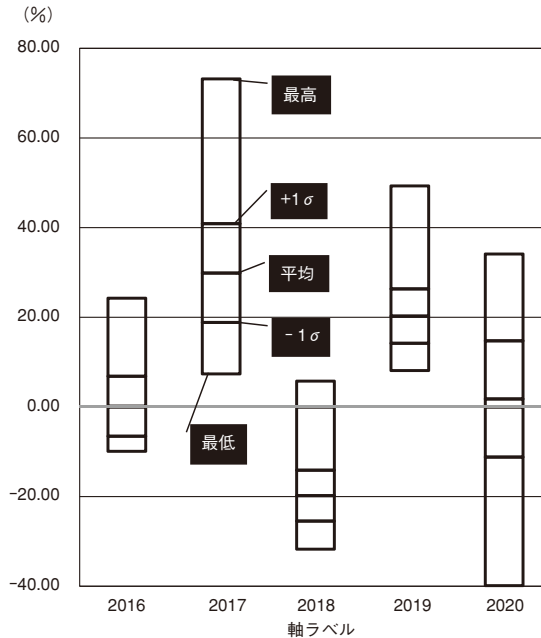
3月下旬以降の回復相場は、コロナ禍で实体经济に穴があいたといってもいい状態のなかでの株高だったから、機関投資家の運用担当者はついていくべきかどうか迷いに迷った。日本株のアクティブ投信の運用成績に大きな格差ができたのは、プロの判断がいかに分かれたかの証拠でもある。

2020年10月末までの1年間の分配金再投資ベースのリターンを集計したが、アクティブ運用の純資産総額上位100本(中小型株型を除く。ETFとラップ・SMA専用も除く)の平均値は1.78%、最高値は34.12%、最低値はマイナス39.86%、標準偏差は12.97だった。最高と最低の格差が大きかっただけでなく、全体の約3分の2の日本株投信の運用成績が「プラス14.75%からマイナス11.18%」という極めて広い範囲に散らばったことを意味している(図表6)。

アクティブ運用はプロが相場観を生かし、インデックス運用とはひと味違った成果を目指すのが目的だから、結果的に運用成績がばらついていても、直ちにいけないというわけではない。しかし、今回取り上げた100本の1年リターンの標準偏差は2016年が6.69、2017年が11.01、2018年が5.68、2019年が6.06だった。運用の巧拙の問題というよりも、たまたま取ったポジションが当たったかどうかを反映しているような印象もある。

投信の世界でもう1つ想定外のことが起きたのが、バランス型投信だった。内外の株式や債券に分散投資をし、安定した収益の確保を目指すのがバランス型投信の典型だと思われるが、昨今はゼロないしマイナス金利の国内債券でほとんど収益が確保できなくなった

(図表 6) 日本株アクティブ投信の運用成績の分布



(注) 対象はアクティブ運用の日本株投信（中小型株型、ETF、ラップ・SMA専用を除く）の純資産総額上位100本。2020年は10月末までの1年間の実績。 σ （シグマ）は標準偏差

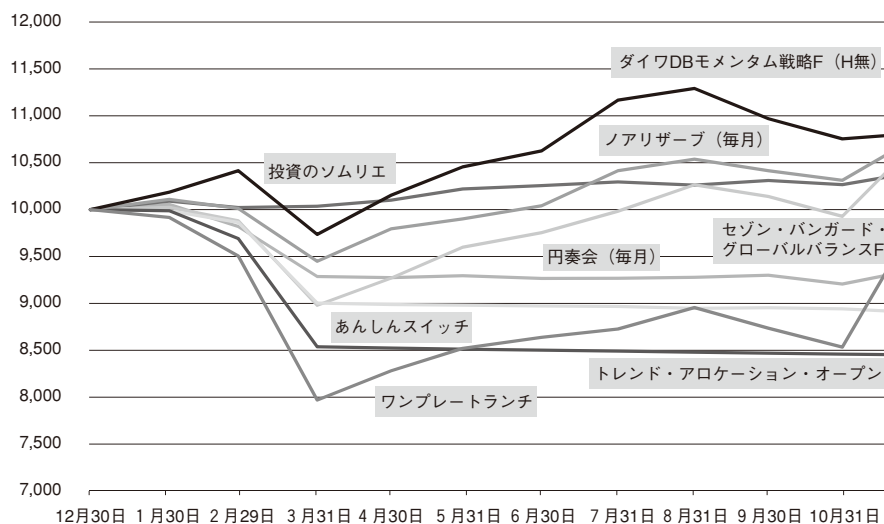
事態に対処するため、クオンツ運用を取り入れて資産の組み入れ比率を大きく動かし、確率の世界から収益を確保しようという傾向が強まっている。

この結果、バランス型投信という商品分類は、極めて多種多様な運用手法の商品を包含するようになってきている。運用成績も固定比率で株式と債券を保有するいわば伝統的なバランス型投信は3月の急落後、着実に回復する道のりをたどった。しかし、クオンツ運用の商品は今回の乱高下に直面してシグナルが適切だった商品はプラスの利回りが確保できた半面、シグナルが不適切だった商品は株式相場の回復に完全に乗り遅れた（図表7）。

基準価格が一定比率以上下落すると、投資家の資産を守るためにリスク資産での運用を停止する「ブレーキ付き」の投信もあり、3月の急落で運用が事実上止まり、基準価格が動かなくなった。一方で値上がり資産の組み入れ比率を高め、値下がり資産を外していく「モメンタム型」の投信のなかには、運用先の大半が金になった商品もあり、一時はかなりのプラスリターンを実現した。

ただ、クオンツ運用の場合、2020年の乱高下相場にうまく対処できたからといって、次

(図表7) 主なバランス型投信の2020年のパフォーマンス



(注) 2019年末=10,000とし、税引き前分配金再投資ベースの基準価格(月末、直近は11月18日)の推移をグラフ化

回の相場の乱高下を上手に乗り切れる保証はない。そもそも市場に投入されているクオンツ運用の投信は、リーマン・ショックなど過去の波乱局面が再現されても、シミュレーション上、乗り切れたためである。「ストレステストを実施済み」の商品といってもいい。それが2020年に大誤算に陥ったのは、確率に頼るシステム運用への過信が禁物なことを如実に示している。

〈将来を見据えて動く企業〉

航空会社や外食店チェーンなど資金繰りに追われる企業が目立った一方で、M&Aなどを通じて将来に向けての布石を打つ企業も多かった。レコフデータによると、2020年1～9月のM&Aの件数自体は2,686件と、前年同期の3,038件を11.6%下回った。コロナ下で停滞が続き、9年ぶりに1～9月期に減少したという。しかし、上場企業が子会社や事業を切り出して売却するカーブアウト系の案件は、前年同期を14.8%上回る294件を数え、親子上場の解消も目立った。

事業会社の再編ではここ数年、日立製作所グループの動向が注目されてきた。2009年に22社の上場子会社を抱えていたが、日立物流、日立国際電気、日立マクセル、日立キャピタルなどを他社や投資ファンドに売却するなどして相次いでグループから外し、2019年末

には日立化成、日立ハイテク、日立建機、日立金属の4社を残すだけとなっていた。

日立化成は2019年12月に昭和電工への売却を発表。予定よりもやや遅れたが、2020年4月に売却手続きを終えた。昭和電工は残存株主の保有株も買い取り、総額9,640億円を投じて6月23日に完全子会社化した。10月1日からは新社名「昭和電工マテリアルズ」のもとで事業をしている。検査機器などを手掛ける日立ハイテクは日立製作所がTOB（株式の公開買い付け）を実施して完全子会社化した。

日立建機には51%の出資をしているが、産業革新投資機構（JIC）やその他の投資ファンドに半数程度の保有株を売却し、連結子会社から外す方向と報道されている。日立金属は業績が不振なうえに品質不正問題を抱え、処理が難航していたが、11月中旬に売却に向けての入札手続きに入った。かつて「コングロマリットディスカウントの象徴」といわれていた日立製作所の「選択と集中」が最終章を迎えたようだ。

もう1つの動きは9月末からNTTドコモの完全子会社化に向けてTOBに取り組んできたNTTだ。TOBへの応募は11月16日に締め切られ、NTTの出資比率は91.46%に高まったため、残存株主に対する株式の売り渡し請求を通じて2020年中にも完全子会社化する可能性が高まった。

NTTドコモは1992年に巨艦NTTから分離された企業だが、情報通信分野での激しい国際競争に直面し、シェアも低下気味。NTTは6月25日に次世代通信規格「5G」や光通信技術での共同開発を進めるため、NECと資本業務提携をしたばかりだ。グループ力を再結集し、世界市場での勝ち残りの布石を敷こうとしている。

このほかセブン&アイ・ホールディングスは8月3日、米国でガソリンスタンド（GS）併設のコンビニエンスストアを運営する「スピードウェイ」を210億ドル（約2兆2,000億円）で買収すると発表した。

まだ資本提携には至っていないが、ホンダと米ゼネラル・モーターズ（GM）は9月3日、北米市場で戦略提携を進めると発表した。エンジンやプラットフォーム（車台）の共通化、部品の共同調達などに取り組むという。CASE（コネクテッド、自動運転、シェアリング、電動化）と呼ばれる自動車市場の大変化に直面し、既存事業のコストを下げ、投資余力を確保することが目的だ。

まだ将来を見据えた企業の一手が、停滞が続く日本株の見直し論議につながるかどうかはわからない。ただ、米国の著名投資家ウォーレン・バフェット氏が率いる保険会社バークシャー・ハザウェイは8月30日、約7,000億円を投じて日本の5大商社の株式を取得したと発表した。バフェット氏が日本株を本格的に買うのは初めてだ。投資の神様は日本の

(図表 8) 日本の運用手法ごとのサステナブル投資残高

| 運用手法 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------|---------|---------|---------|
| ESGインテグレーション | 42.966 | 121.512 | 177.544 |
| ポジティブ・スクリーニング | 6.693 | 6.425 | 11.685 |
| サステナビリティ・テーマ型投資 | 1.385 | | |
| インパクト・コミュニティ投資 | 0.373 | 2.015 | 3.454 |
| 議決権行使 | 55.008 | 132.035 | 187.435 |
| エンゲージメント | 88.037 | 140.755 | 218.614 |
| ネガティブ・スクリーニング | 14.310 | 17.328 | 132.232 |
| 国際規範に基づくスクリーニング | 23.909 | 31.604 | 25.561 |
| 単純合計 | 232.681 | 451.674 | 756.525 |
| 重複を除いた総額 | 136.596 | 231.952 | 336.040 |

(注) 単位兆円

(出所) NPO法人日本サステナブル投資フォーラム (JSIF)

商社株にどんな見どころがあると考えたのか、興味は尽きない。

〈ESG投資のブームと死角〉

2020年の東京市場でもう1つ進んだのが、ESG（環境・社会・ガバナンス）投資だ。安倍晋三前首相に代わり、9月16日に首相に就任した菅義偉氏は10月26日に召集された臨時国会で所信表明演説をし、温室効果ガスの排出を実質ゼロにするカーボンニュートラルを2050年までに達成するという新たな政策目標を打ち出した。「もはや、温暖化への対応は経済成長の制約でない」とも述べ、成長戦略と位置付けることも明らかにした。お金の流れも変わりつつある。

日本サステナブル投資フォーラムによると、日本に拠点がある43の機関投資家のサステナブル投資残高は2019年3月末現在で前年比45%増の336兆396億2,000万円になった。世界持続的投資連合（GSIA）がまとめている世界のESG投資額は2018年に2年前を34%上回る約30兆7,000億ドル（約3,200兆円）だった。日本は立ち遅れていたが、ここにきて急速に追いついている（図表8）。

金融庁は2020年3月にスチュワードシップ・コードを改定し、年金基金もESGを考慮するように求めた。これを受け、企業年金基金が相次いでESG投資に乗り出した。メガバンクや地方銀行は相次いでESG関連の事業には金利を優遇する制度を整えた。第一生命保険や日本生命保険は2021年からすべての運用資産についてESGの観点から審査をする方針を決めた。

個人マネーもESGに向けて動いている。7月に設定されたアセットマネジメントOneの「グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド（為替ヘッジなし）〈愛称：未来の世界

(ESG))」は、設定時に4,000億円近い資金を集めた。その後も毎月500億円以上の資金が流入し、10月末の純資産総額は6,583億円と一気に日本の追加型株式投信の第2位に躍り出た。

上場企業からもESG重視の経営姿勢の表明が相次いだ。「花王とライオン、洗剤の詰め替え容器リサイクルで連携」「東電、30年度にCO2排出量半減の目標」「三井物産、中国で排ガスからエコ燃料」「旭化成、工場用の自家発電で石炭火力ゼロに」「ユニ・チャーム、再生紙おむつ2022年発売」「三菱重工、初の環境債を発行」「JFE、CO2排出2割減へ1,000億円投資」「ANA、持続可能燃料を定期便に」「東芝、2030年度までに温暖化ガスの排出を半減」という具合だ。

ただ、まだ投資に関していえば、ESGの観点を取り入れることがリターンの押し上げにつながる保証はない。ESG投資が奏功したといった報告も相次ぐが、IT（情報技術）株ブームやバイオ株ブームと同様、特定の投資テーマが資金を集めている最中には、自然とパフォーマンスは良くなる。証券会社や運用会社は「息の長いテーマだから」といって資金集めに走るが、ブームが去った後には反動安を余儀なくされることも多い。足元のESG投資人気は、これまでのテーマ型投信のブームと何が違うのかは判然としない。

地球温暖化をもたらす事業の縮小・停止は重要なことかもしれないが、ダイベストメントと称して、こうした事業を手掛ける企業を投資対象から外してしまえば、当該企業が経営努力によって非ESG銘柄からESG銘柄に衣替えしていく過程で確保できる投資リターンを見逃してしまうことになる。年金基金など受託者責任を負った資金が、収益チャンスを犠牲にしていかどうかは、簡単には判断できない。

ガバナンスの観点でも、機関投資家に株主総会での議決権行使を求めるあまり、機関投資家は議決権行使の基準日に株式を自らの名義に戻さなければならなくなっている。基準日も含めて貸株に出していた場合と、基準日には口座に株式を戻す場合とを比べると、年間の貸株料収入は後者が前者のほぼ半分だ。

空売りのために株式を借りた投資ファンドなどは、基本的に借りた株に基づく議決権の行使はしないから、基準日に機関投資家が貸株を口座に戻してきちんと議決権を行使しないと、株主総会の定足数を満たせなくなる問題が起きるかもしれない。しかし、このために貸株料収入を失うのは、機関投資家に運用を委託した受益者（公的年金ならば一般国民）の立場からは釈然としないものもあるだろう。

世界のさまざまな立場の人々が経済や社会の持続的発展のために、許される限りの努力をしようという考え方が間違っているわけではない。しかし、大きな目標と具体的な行動との整合性は、もっと細かく詰めて議論する必要があるのではないだろうか。 ▮