

2020年3月4日

# 新型肺炎への緊急提言、 本質は「ナイトの不確実性」への対応

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■ ナイトの不確実性とパンデミック感染の特質に沿った対策が必要

■ 恐怖がリスクプレミアムを高める要因に

## 国家の信任（ソブリン）に必要な グローバルな「素振り」（ソブリ）

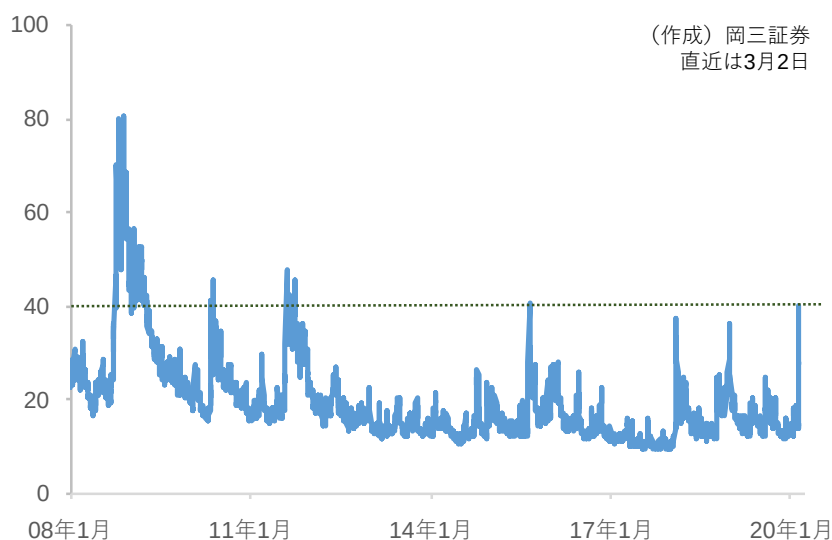
今週の当TODAY（3/2）で今回の新型肺炎問題の不安の本質は、「ナイトの不確実性」と過去30・40年にわたるグローバル化に伴うパンデミックの感染にあるとした。その結果、今回の対策も以上の2つの特質に沿ったものが必要というのが本日の論点であり、その趣旨に沿って筆者の提言を示した。そのポイントは、「ナイトの不確実性」に象徴される不安・恐怖に対しその不安を除去すべく、市場期待を大きく上回る姿勢を示すこと、グローバル化のなかでの国家の協調姿勢にある。国家の信任（Sovereign、ソブリン）を維持するには内外ともに合わさった「素振り」（ソブリ）が必要になる。

第一の論点である「ナイトの不確実性」は以下で示されるように、不確実性でも2種類あるなか、2番目に相応する。

1. 確率分布がわかる不確実性（例、サイコロ）
2. 確率分布がわからない不確実性  
（ナイトの不確実性）、（お化けが怖いようなもの）

今回、新型コロナウイルスが人類初のものとされるなか、確率分布も全く想定できず、お化けが出るかもしれない不安、それ以上に恐怖がリスクプレミアムを高め、その結果、経済活動を低下させる信用連鎖の分断をもたらす。すでに不安の高まりが次ページの図表のVIX指数に反映され、2015年のチャイナショック以来の水準まで高まっていた。今回、米国経済やクレジット市場の不安も指摘されるが、まだ、その兆しに過ぎない。問題の本質は、海外発の恐怖という心理的側面の連鎖にあった。

## VIX指数の推移



■ グローバル化の潮流のなかで必然的に生じたリスクに必要な国際協調

今回の問題の特徴は、今週の当TODAY (3/2) でも指摘したグローバル化が感染症時にはパンデミックとして世界に伝播する不安にあり、過去30年近いグローバル化の潮流のなかで必然的に生じたリスクであった。とすれば、今回の対応も一国レベルではなく国際的協調で行われる必要がある。同時に、国家的な協調による、先述の「ナイトの不確実性」に基づく恐怖への対処となる。

## 4段階の緊急提言

以上、「ナイトの不確実性」とグローバル化のなか、内外で国家の信任（ソブリン）を維持するにはグローバルで協調した国家の「素振り」（ソブリ）・姿勢が提言のポイントだ。

1. 不安の源である感染症への対応
2. 「ナイトの不確実性」への心理的対応
3. 経済的マイナスに対する保険的対応
4. グローバル化での協調姿勢

以上の趣旨に沿って、具体的には、

### 1. 感染症に対し、

まずは積極的な情報公開が必要で、ここでも国家で一体になって、また各国協調で対応するとの意思表示が重要となる。組織対応として感染症に関する国家的な対応本部設置や検査範囲を大幅に拡大し、不安心理を抑制することが必要になる。

■ 感染症に対し情報公開と国家は対応本部

■「ナイトの不確実性」へ  
期待を上回る対応が必要■経済的マイナスへ財政面の  
補償

## ■グローバルな協調体制

## 2.「ナイトの不確実性」への心理的不安に対して

不安が起因する情報の非対称性の除去、積極的な広報、相談デスク等がまず大事になる。市場への流動性と融資枠の設置も重要である。そこでは、「見せ金」でもいいので期待を大幅に上回る大幅な金融・財政政策の対応となる。「ソブリン（国家の信用）」には「ソブリ（素振り）」が不可欠で、国家として挙国一致での対応の姿勢の表示にある。

## 3.経済的マイナスに対する保険として

休業を余儀なくされる事業者への補償措置を財政で行うことが基本となる。緊急対策で財政措置の実施がポイントになるが、公共事業が困難ななか、商品券や宿泊も含めたクーポンの支給等による直接的支援策にウェイトがかかりやすい。

## 4.グローバルな協調体制の構築

今回の特性がグローバル化による光と影がもたらすパンデミック（感染）とすれば、その対応もグローバルにあり、そこでも国家協調の「素振り」（ソブリ）を示す必要がある。2月28日にはFRBのパウエル議長が声明を発し、3月2日には日銀の黒田総裁が談話を発したことは心理面には資するものがあつたと捉えられる。さらに3月3日にFRBが0.5%の緊急利下げを行ったのも「ナイトの不確実性」への対処として市場の期待をビートする点にあつた。今後もG7における協調緩和姿勢を示すことも重要になる。今回、欧州ではイタリアへの感染がひろがっているだけに、欧州も含めた地球規模の協調も議論になりやすい。

## 日米の政治的背景でG7への期待も

今回、政治的には日米が協調する大きな要因も存在する。米国はトランプ大統領の再選が絡む重要な時期にある。通常、選挙の年の年初来の株式市場の動きが現職大統領の命運を定めるとのジンクスを強く意識するトランプ大統領は積極的な対応に向かいやすい。日本では国家イベントの東京五輪・パラリンピック実現に向けた強い希求が存在するだけに、この1・2か月が両国にとって決定的な意味をもつ。それだけに、これまであまり機能してこなかったG7の協調を今年議長国である米国主導で行う可能性もあるだろう。

## 後からみれば不必要、問題はその持続性

以上の対応は、従来、平時における予定調和的な措置からみて過大やバラマキとみられやすい面もあり通常では不必要とされやすい。一方、「ナイトの不確実性」を伴う恐怖に対

■問題は持続性。緊急対応の  
正常化が重要に

しては、一見、やりすぎに見える対応も必要になるとのジレンマとなる。従って、後から振り返れば「やりすぎた」とされる政策になる宿命をもつ。

問題はその持続性だ。緊急避難的に対応した措置が、平時になっても続けられることで過度な金融拡張が生じうるリスクにある。筆者が以前から議論していたリスクもそこにあった。いずれ平時になった段階で、その緊急対応をいかに正常化させることも同時に求められることも念頭に置く必要がある。

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、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。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)