

2020年3月11日

# 「新型コロナ版ディスインターミディエーション」 「見えざる恐怖」が「見えざる手」を壊す

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

## 市場機能の分断が引き起こした人災

■ 飢饉は自然災害というよりもむしろ人災

■ 中国最大の飢饉も市場機能が棄損したことに伴う人災

■ 2020年は中国国難60周年サイクルの年との見方も

■ 市場機能の毀損への留意が必要に

今から35年前、筆者が英国オックスフォード大学に留学したころの開発経済のコースで最も印象深かったのは、アマルティア・セン教授の講義だった。セン教授はその後、1998年にアジアで初のノーベル経済学賞を受賞している。セン教授は出身地ベンガル（現バングラデシュ）で起きた大飢饉（1943年）を体験、そのなかから「飢饉は自然災害で起こるというよりも、むしろ内乱等で市場機能が喪失し物流断絶による人災で発生する」と議論していたのが印象的だった。市場機能の重要性を示す重要なメッセージであった。

同様に、中国の現代史で最大の飢饉が生じたのは今から丁度60年前の1960年前後とされ、正確な数字は把握されていないものの3,000万人以上の餓死者がでたとされる。1960年の中国の大飢饉も自然災害によるものではないといわれる。1958年に毛沢東が主導した大躍進政策によって市場メカニズムを否定するような原始共産主義的な政策がとられ、農村地域での物流等の経済活動を断絶したことに伴う人災、失政によるものとの見方だ。これも市場機能が棄損したことによる悲劇であった。余談ではあるが、中国について市場では「中国国難60年周期」として、その前の1900年の義和団事件、1840年のアヘン戦争を挙げて、「庚子（かのえね）」の年に国難が繰り返されたことに注目する見方もある。

以上に示されたように、経済において市場機能がもたらす物流や分配の重要性は開発経済学においては肝要な概念であるが、それは先進国の金融等でも重要である。金融危機が生じたとき、金融市場では市場機能が機能しなくなるような現象を、我々は過去のリーマンショック等で幾度となく体験してきた。今回の新型コロナウィルスがもたらす市場機能の棄損に留意が必要になっている。

## 「新型コロナ版ディスインターミディエーション」の恐怖

今回、新型コロナウイルスがもたらす動きは新たな市場機能の分断を生じさせるもの、「新型コロナ版ディスインターミディエーション」とも考えられる。

ここで、以下のように、

ディスインターミディエーション (disintermediation)

= 「ディス」 + 「インターミディエーション」

(断絶)

(仲介)

dis

intermediation

ディスインターミディエーションとは、「ディス」+「インターミディエーション」で「仲介」の「断絶」を指す用語である。金融の教科書では預金者が預金を銀行から引き揚げて自由金利商品にシフトすることに伴い、銀行の信用仲介機能が抑制されることを指す。今回、新型コロナウイルスに伴って生じている現象は、様々な人の行き来の断絶や人との接触や会合等が広範囲にわたり抑制され、経済活動が低下していることにある。

その結果、市場メカニズムが断絶される「新型コロナ版ディスインターミディエーション」の恐れがあるというのが筆者の見立てである。新型コロナウイルスによる直接的な経済損失は直接的な感染者の方々の被害を合わせても他の疾病と比較して特段大きいものではない。しかし、「ヒト・モノ・コト」などの交流が断絶し、「新型コロナ版ディスインターミディエーション」による副作用、さらにそれが信用抑制の連鎖につながることで大きな影響を及ぼすことになる。

■ 新型コロナウイルスに伴う副作用に注意を要しよう

## 交流・接触が断絶されることによる市場機能分断

今回の新型コロナウイルス問題の特徴はグローバル化にあったと当TODAY (3/2) でも何度か議論してきた。国境での検疫強化で国家間の人の流れが分断される状況は過去30年近く続いたグローバル化の流れの大きな断絶だ。グローバルな会議は開催が滞り、それに伴って国際間の貿易、交流、通運等に大きな影響が生じうる。

国内に目を向ければ、様々な組織内での交流が断絶され、また、プライベートな世界でも交流・イベントや会食等に制限が生じる。こうした中で本来生じうる情報の共有が信用活動や経済活動の源になるが、そうした市場機能が断絶される

■ 30年近く続いたグローバル化の流れに大きな断絶も

恐れがある。勿論、今日の科学技術の向上でテレワーク等のITを活用した動きで補完される面はあるものの、必ずしも十分ではない面もあるだろう。

## 新型コロナウイルスの「見えざる恐怖」が「見えざる手」を断絶させる

アダムスミスは代表的著作である『国富論』のなかで「神の見えざる手（invisible hand）」による市場メカニズムを通じた公益の増大を主張したが、今回の「新型コロナ版ディスインターミディエーション」ではそうした「見えざる手」の機能を否定するようなものだ。同時に、「ナイトの不確実性」から生じる恐怖に伴うリスクプレミアム拡大は取引主体の情報の非対称性を強めることで「新型コロナ版ディスインターミディエーション」といった信用の断絶を招いてしまう。すなわち、「見えざる恐怖」が「見えざる手」のもたらず市場メカニズムを棄損させる不安である。

■「見えざる手」の機能が棄損している状況

## 金利水没は資本主義の死、政府機能が必要に

筆者が用いる「水没マップ」で、金利水没下では信用活動が十分に機能しなくなる「資本主義の死」を意味する。今回、米国も「水没」すれば、世界的な水没状態となって、世界の金融市場が「新型コロナ版ディスインターミディエーション」に陥る不安が生じる。

市場機能の低下する「新型コロナ版ディスインターミディエーション」では政府機能が期待される。具体的には、株式を中心に金融市場で投資家が資本制約やリスク管理上の観点で売りが売りを呼ぶことに伴う一方方向のリスクを食い止めること、信用の断絶を政府機能で食い止める必要が生じる。そうした観点から、クレジット市場では日銀によるETF購入、REIT購入等の対応、財政面では直接的な財政支援や無利子融資等、平時ではバラマキに見える対応での市場機能維持が必要になる。しかも、今回は世界レベルの協調で財政機能も含めて対応する必要がある。

■混乱、信用断絶への対処では政府機能が重要な役割に

## 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は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)