

2020年3月16日

コロナショック vs リーマンショック、 どちらも政府が出ないと止まらない

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

リーマンショック並みに達した市場不安

当TODAYでは、今回の新型肺炎問題の本質は、「ナイトの不確実性」と過去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てきた。今回、新型コロナウイルスが人類初のものとされるなか、「ナイトの不確実性」の特徴である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が、それ以上に恐怖にまでなった状況にある。その結果、リスクプレミアムが高まり、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VIX指数に反映され、すでに10年以上前のリーマンショック以来の水準まで高まっている。3月13日にトランプ大統領が非常事態を宣言し、新型コロナ対策の本格化に踏み出したこと、15日にFRBが緊急利下げを行い事実上のゼロ金利となり、量的緩和も再開するのは以上の危機に対応したものだ。今回はリーマンショックと比較した特質を考えることにあり、そこから導かれる対策を改めて展望することにある。

■リーマンショックとの違い
を踏まえた対策が重要に

現在、すでに「見えざる手」を マヒさせる劇薬が処方されている

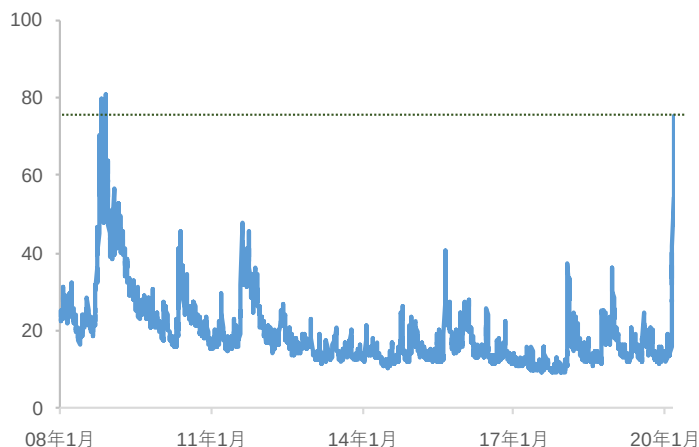
結論的に申し上げれば、リーマンショックは金融・クレジット市場の調整が実体経済に波及した複合的危機、今回は実体経済を棄損する動きが金融・クレジット市場に波及する複合不況になる。どちらも対策は、政府の財政を中心とした大幅な対策、しかもそれをグローバルな協調で行うことになる。ここではリーマンショック後になされた米国のTARP (the Troubled Asset Relief Program, 不良債権救済プログラム) のような包括的対応が必要になっている。いずれにしても、今回の状況は、当TODAY (3/11) で議論したように、「新型コロナ版ディスインターミディエーション」とした仲介・信用の断絶を招くことで「見えざる恐怖」が「見えざる手」のもたらす市場メカニズムをマヒさせる劇薬が処方され、経済活動に麻酔をかけるような状況にあることを認識したうえで対応が必要になる。

■グローバルで協調した財政
面での対応が求められる

■VIX指数はリーマンショック時とほぼ同水準まで上昇

■今回は実体経済の棄損が金融・クレジット市場に波及する複合不況

VIX指数（恐怖指数）

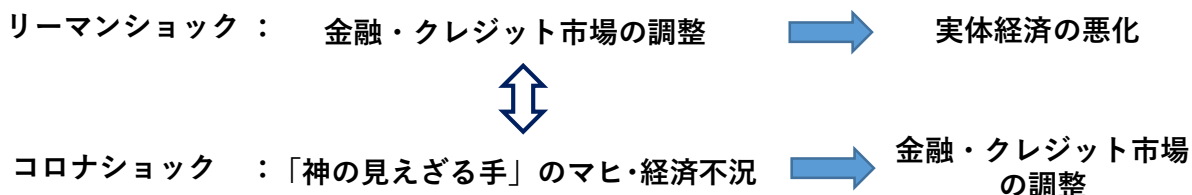


（作成）岡三証券、直近は3月12日

リーマンショックは金融の調整、 コロナショックは経済発の複合不況

2008年のリーマンショックはサブプライム問題を中心にクレジット市場での調整が資金繰り等を通じて世界規模で実体経済に波及した危機だった。一方、今回のコロナショックは物理的な断絶を人為的に作ることで市場メカニズム、「神の見えざる手」をマヒさせて実体経済を不況化させ、その影響が同時並行的に金融・クレジット市場に世界規模で波及する複合不況だ。

ここで、両社の比較をまとめれば、



このように異なるプロセスをとっている。ただし、どちらも実体経済と金融・クレジット市場が巻き込まれて生じる複合不況の様相を呈している。

経済に意図的に麻酔をかける対応を行っている認識する必要も

今回、感染症対策として様々な人と人との接触を避け、その結果イベント等中止することは不可欠な対応であること

■劇薬の副作用や信用連鎖を抑える対応が必要に

■クレジット市場への直接的な介入など含め、政府機能が期待される

■世界レベルで一見バラマキに見えるような協調的対応策も必要

は言うまでもない。さらに、今日、WTOがパンデミックであると表明した以上、国と国の間の人の行き来を制限する対応も不可避となる。ただし、そうした対応は、当TODAY(3/11)で議論したように、市場メカニズムが断絶され「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を勘案しても現段階では限定的だ。しかし、「ヒト・モノ・コト」などの交流が断絶し、「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、さらにそれが信用連鎖につながることで大きな影響を及ぼすことになる。すでに経済そのものを人為的に痛める劇薬が処方されていることを認識したうえで対応を行う必要が生じる。

市場機能のマヒは資本主義の死、政府機能が必要に

結局、市場機能の「神の見えざる手」をマヒさせて信用・仲介機能を分断させる対応は「資本主義の死」を意味する。ただし、そうした対応も一時的に不可避であるのは「麻酔をかけて手術」を行うのに等しい。一時的に生体機能を麻酔で止めて、その間に手術を行うことが求められるが、麻酔をかけ続けられれば本当に生命が戻らなくなる事故も生じうる。今日の経済金融市場の環境も同様だ。経済活動に麻酔をかけて生体活動をあえて低下させていることを認識したうえで対応することが必要である。そこでは政府機能が期待され、金融の機能を越えクレジット市場への直接的な介入や財政措置も必要になる。米国でリーマンショックのあとに行われたTARP（不良債権救済プログラム）は包括的に財政措置やクレジットへの対応を包括的に行ったものだった。

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。米国のようにシャドバンクのとりつけが生じうるだけに対策は急務だ。また、日本ではこれから期末を迎える時期だけに、よりその重要性が高い。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での市場機能維持が必要になる。期待が低下した状況では無利子でも借り手がなくなる事態も生じうるだけに、一定の経済機能の水準を維持するためには補助金に近い所得補償や売り上げ保障に近い直接的な支援も必要になる。平時ではバラマキに見える対応を世界レベルの協調で対応する必要がある。また、需要ショックが生じているだけに、世界を救う「ノアの箱舟」を担うエンジンの役目を世界のどこが担うかが今後の課題となる。リーマンショックの後には中国がその役目を果たしたが、今回は担い手が不在であるのが問題だ。

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)