

2020年4月1日

コロナショックへの緊急提言第2弾、 見落とされやすい2つの視点 －脱資産デフレ回帰のメッセージと「資本」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

コロナショックになったなかでの 緊急提言第2弾

1か月前の当TODAY（3/4）で今回のコロナ問題の不安の本質は「ナイトの不確実性」とグローバル化に伴うパンデミック感染にあるとしたうえで、その特質に沿った緊急提言を行った。1か月を経てコロナショックとされるまでの次元に至るなか、本レポートは緊急提言第2弾の位置付けで、現在、見落とされやすいと筆者が感じている点についてだ。ポイントは、以下の2つの論点、第1は、再び資産デフレに戻ることを回避する政府・当局の強いメッセージ。第2は、今次危機が「資本」の毀損に至ることを踏まえ、資本対策に向けた政府支援の仕組みだ。ここは量的な「マネー」拡大の次元で済む問題ではないことを認識する必要がある。

■量的な「マネー」拡大のみでは不十分と認識すべき

緊急提言の2つの論点

1. 資産デフレに回帰しないための政府の強いメッセージ
2. 本質が「資本」問題であることを踏まえた金融機能活用とその政府支援

1か月前の緊急提言を踏まえ、 市場対策と中小企業対策で具体化に

1か月前の4段階の緊急提言は次ページの通りだが、発想は現在も変わらない。ただし、今回は前回の議論のなかで、①「ナイトの不確実性」に伴う不安による市場対策として資産デフレへの対応強化、②「経済的マイナス」への対策として、中小企業を対象に「資本」を補う具体的な対応がポイン

■市場の不安を抑えつつ
中小企業向けに資本対策を

トである。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）・姿勢の重要性は変わらない。以下でそれぞれについて考えよう。

緊急対策第1弾は4段階の「素振り」（ソブリ）対応

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

「ナイトの不確実性」に対応した政府機能で市場サポート

この1か月余りストーリーラインとしてきた「ナイトの不確実性」とは確率分布もわからないお化けが飛び出すような恐怖を指す。今回の対応は、プロシクリカル性から売りが売りを呼ぶ恐慌のような状況において正常な市場機能が崩れる状況を遮断させるものだ。こうした危機対応では「deep pocket」（十分な懐）を有する政府が一旦リスクを抱え込む対応が重要になる。例えば、個別のディーラーのリスクをチーフディーラーが一旦引き取って出直しをさせれば新たな動きにつながる。一旦、リスクを抱え込む政府機能が不可欠で、政府が「ラストマン」となる姿勢が重要になる。

■ 売りが売りを呼ぶ恐慌への対応としては、政府が一旦リスクを抱え込むことが重要に

アベノミクスの7年の好循環は超円高・資産デフレの悪循環を断ち切ったこと

振り返れば、2012年末のアベノミクスから7年余の好循環は、それまでのバブル崩壊後の平成の「冬の時代」の象徴であった2要因、「超円高と株・不動産の資産デフレ」に伴う悪循環を断ち切ったことで、黒田日銀緩和の本質もそこにあった。政府当局は「脱デフレ」を掲げた対応を行ってきたが、その本質は消費者物価等のフローの物価指数よりも資産市場安定に意義があった。平成資産デフレ下、企業はバランスシートに「持たない経営」を行い資産・負債を圧縮する縮小均衡的対応がデフレスパイラルや資産運用への信任を毀損した。また、超円高のなか企業は人件費も含めたりストラを続けた。アベノミクスはその悪循環に対し超金融緩和を中心とした対応で円安・株高の好循環を実現させた。しかし、今回のコロナショックは以上の成果を振り出しに戻す危機に対峙している。

■ アベノミクスの成果が振り出しに戻るリスクも

■資産デフレを回避するとの政府の強いメッセージが必要

■縮小均衡の罠を回避することが重要に

■市場メカニズムの遮断から信用連鎖につながる悪循環

日銀の「脱資産デフレ」の姿勢とETF・REIT購入拡大

こうしたアベノミクスの危機に対しては、政府が断固とした姿勢を示し、資産デフレに戻ることはないとのメッセージを発することが市場対策として重要になる。同時に、日銀も広い意味で「物価の安定」の大前提が崩れることに対処して断固たる姿勢を示す必要もある。そうした観点から株式市場でのリスクプレミアム拡大を抑制するETF買い切り、REIT市場でのリスクプレミアム急拡大を断ち切るREIT買い切りの一層の拡充は重要である。なかでもREIT市場は決算前の減損回避や現金化に伴って極端な下落にあっただけに一層の対応の必要がある。

市場に向けて政府の強い姿勢を

昨日、当TODAY（3/31）で指摘したように、今回のコロナショックに対峙するなか、日本企業は過去の危機時と比較して自己資本比率等の安全性の観点から米国企業と比べ、財務的レジリエンスを有する。ただし、世界的な金融市場の変動環境にあって市場での価格メカニズムが崩れる状況から再び縮小均衡の罠に陥ることを回避すべく、政府当局が強い姿勢で市場に関与することが重要になる。そこで「資産デフレ回帰」を許さないとの第1のメッセージにつながる。

緊急提言第2弾の1つ目の論点

1. 資産デフレに回帰しないための政府の強いメッセージ

「コロナ版ディスインターミディエーション」で生体活動を止める「麻酔」が打たれている

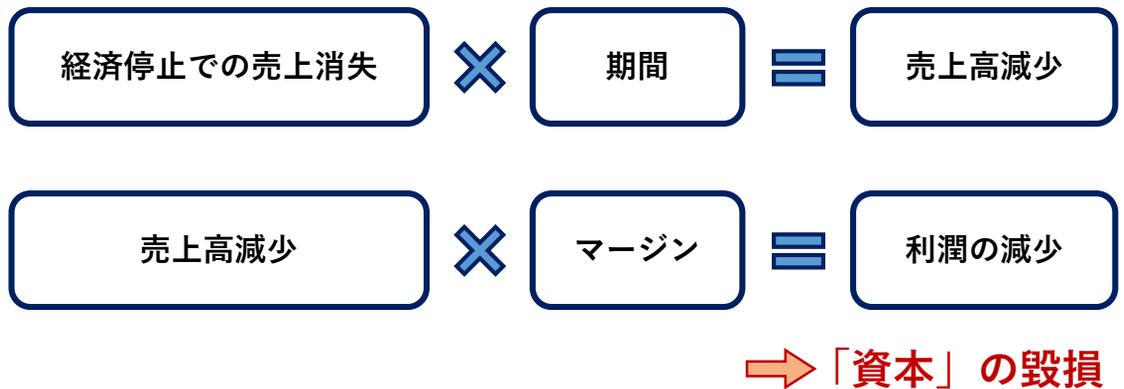
今回、コロナウイルスに伴って生じている現象は、様々な人の行き来の断絶と人との接触や会合等が広範囲にわたり抑制され経済活動が低下していることにある。その結果、市場メカニズムが断絶される「コロナ版ディスインターミディエーション」の恐れがある。コロナウイルスによる直接的な経済損失に加え、「ヒト・モノ・コト」などの交流が断絶し、「コロナ版ディスインターミディエーション」による副作用、さらにそれが信用連鎖につながる大きな影響を及ぼす。例えば、感染防止の「手術」のために、あえて体に「麻酔」をかけ生体反応を止める劇薬を処方しているに等しい。

特に、緊急事態宣言などで経済活動の自粛が要請されればなおさらである。そうした状況を直視したうえで、「人工的」蘇生装置を同時に用意する必要があるとの発想だ。

麻酔をかければ「資本」が棄損

今日の環境は具体的に経済活動を停止させ、その状況が続くことで売り上げを消失させる効果を持つ。さらに一定のマージンを掛け合わせることで本来得られる利潤がマイナスになることで「資本」の毀損につながる。

コロナショックでの資本消失の概念図



■ 結局は「資本」問題に帰結

今日の「コロナ版ディスインターミディエーション」で経済活動を抑制することは、いずれ「資本」問題に帰着する。今日、特に中小企業からの悲鳴は対面業務を中心とした産業での売り上げの減少にあり、議論される対策もそうした企業への緊急融資や流動性対策や金利減免、税金や一連の支払い猶予である。

金融機関を通じた資本性資金の供与を

各業態の救済に、売り上げの減少に伴う直接給付を行う選択肢も存在する。例えば、観光業であれば宿泊クーポン等の対応で、そうした対策を工夫する余地はある。また、補助金の形でサポートを行うことも考えられる。海外では政府の要請で業務を休止した事業者へ休業補償金の支払いも行われている。ただし、すべての産業に個別に売り上げ支援を行うのは容易ではない。一方、金融庁は円滑化法の実質復活を表明し、日銀は資金繰り支援策に踏み切り、政府系金融機関の政策融資も拡大しており、そうした対応は今後も必要になる。

■ 金融機能を活用した選別的な資本支援が必要に

ただし、ここでの提言は、以上の対策に加えて金融機能を活用した資本支援にある。すなわち、コロナショックで一時的に資本不足になる企業に対して金融機関が「目利き」を行ったうえで、資本性資金をあまねく企業に供給することだ。従来、多くの金融機関は「疑似資本」（融資ではあるが資本性を帯びた融資）を供給してきたが、そうした性格を強めるとともに、さらに資本性供給を進めることになる。ここでは各金融機関の目利きや事業性評価の観点からも問われるとも考えられる。

政府のファンドで金融機関経由での強力な企業への資本サポートを

- 政府保証を付したファンド経由による資本性資金の供給も一考に値しよう

ただし、各金融機関もこうした環境で資本性資金を供給することは大きなリスクを伴う。そこで政府が大きな規模でのファンド（例えば10兆円以上）を設定し、そこに政府保証を付して、今回のコロナショック対応の資本性資金供給への補償を政府が行うスキームもある。その財源は出資国債のように必要になった段階で財政支出を行うこともある。また、ファンドを活用し、政府系金融機関を通じた出資枠設定や、その枠内で各金融機関が政府系金融機関を通じ代理貸しや代理出資を行うやり方もある。同時に、政府系金融機関を中心に、返済が始まるまでの据え置き期間が2・3年先になる返済の猶予を確保する、より資本性の高いスキームも必要になる。全国の金融機関の金融仲介機能を活用した企業への資本注入が最も効率的なものになると考えられ、こうした時ほど、金融機関の「目利き力」も問われることになる。すなわち、全国の金融機関が資本供給により企業を全国あまねくサポートする体制を作り上げることだ。以下が第2のメッセージだ。

緊急提言第2弾の2つ目の論点

2. 本質が「資本」問題であることを踏まえた金融機能活用とその政府支援

グローバルな協調体制で2つの対応を

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る。グローバルな協力体制は第一歩が踏み出されたが、まだ、道のりは長い。象徴的には財政の対応であり、米国が2兆ドル対策をすでに決めたなか、世界的にGDPの1割程度を拠出する対応が起点となるだろう。先述のように、まず、世界規模で市場の混乱を封じ込め、資産デフレに陥ることを防ぎ、第2に、政府が「ラストマン」としてリスクを抱えるべく「資本」を拠出する対応だ。それは、事実上の一時国有化に近い

- グローバルで協調した素振りとは資本拠出の対応が求められる

姿になり、国が一時的に企業を支える姿勢を示すことになる。こうした有事に向けた対応で恐慌を回避することが今次局面での対応策と考えている。

持続性のある環境を維持させる資本対策

今回の発想は、前回の提言以来の「経済的マイナス」への対応にある。従って、個人に向けた現金支給等の対策も危機対応の選択肢に入る。また、売り上げを補う補助金の支給も重要となる。特に、急に失業につながるケース等に対応したものへの必要度は高い。ただし、それがすぐに消費拡大につながると考えるのも早計だ。今日、外出も抑制する経済に「麻酔」をかけるような状況で本来活発な消費拡大は容易でない。消費税引き下げも一定の消費インセンティブになりうるが、そもそも「家に居る」ことが求められる環境では十分な効果が生じにくい。それだけに、持続性のある経済環境を企業発で維持させるために、資本対策は重要となる。

■「家に居る」状況では消費刺激策の効果は限定的

2020年度をコロナ戦争と位置付けたトータルなサポート体制が必要に

こうした環境下、金融政策での「マネー」の拡大で流動性の確保はされても、「コロナ版ディスインターミディエーション」では「クレジット」が断絶されること、「資本」の毀損の問題が本質にある。こうした環境でクレジット市場を中心に金融機能の重要性を改めて認識したうえでの政府対応が必要になる。単に「マネー」の供給に止まらず、経済・信用機能を維持させる対応が必要になる。

■重要なのは「マネー」だけでなく「クレジット」・「資本」だ

本日から2020年度が始まる。東京五輪を1年延期しただけに、こうした対策を2020年度全体の視野をもって国が全面的にサポートする姿勢を示すことが先行き期待の維持につながると考えられる。2020年度をコロナ戦争と位置付けた上での当該年度のロスをカバーするトータルなサポート体制を示すくらいの姿勢が今日求められている。

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しません。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)