

パンデミックの本質はなにか ーコロナショックにマイナス金利政策は なぜ効かないと考えるのか

2020年6月1日

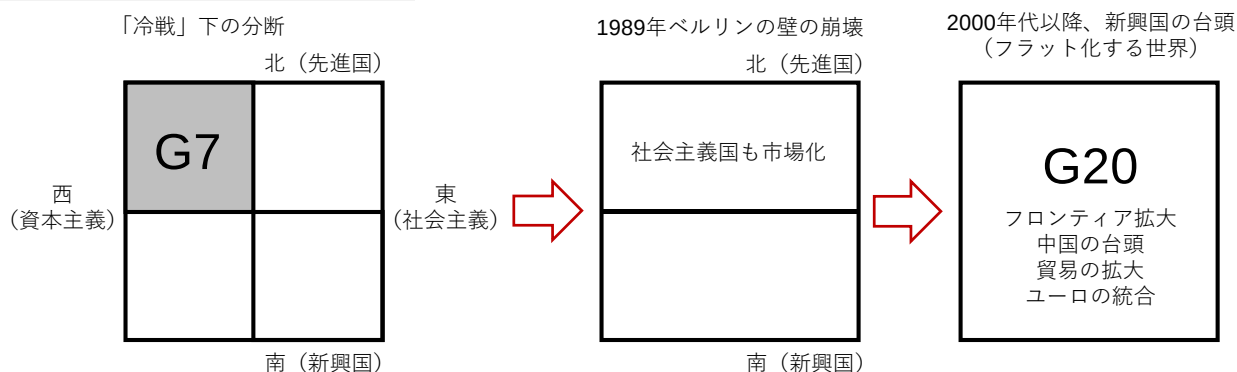
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■ コロナショックはグローバル化の潮流のなかで必然的に生じたリスク

パンデミック・リスクは
これまでの危機と違い
一部の地域に限定したものではない

以下の図表は以前、当TODAY（3/2）でも用いたものだが、1989年のベルリンの壁崩壊を経た世界のグローバル化の変遷であり、なかでも2000年代における中国中心のフロンティア拡大を示している。2000年代以降の中国を中心とした新興国の台頭は、グローバル化のなかで生じたものだった。しかし、グローバル化した環境で感染症が生じた時にはパンデミックとして世界に伝播する。今回のコロナショックは過去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といえる。これまで日本は様々な自然災害に遭遇してきた。ただし、それらは一定の地域に限定したものだった。基本的に自然災害は台風にしても地震でも被災する地域は限られる。しかし、今回のコロナショックは世界中に蔓延している点で大きく違うことを改めて認識する必要がある。

分断から世界中へのフロンティア拡大概念図



世界中に伝播不安

（作成）岡三証券

■コロナショックは、
グローバル化のなかで
初の大型感染

■今回は「踏み台」となる
地域や経済主体が不在

例えば、東日本大震災はあくまでも東日本でのことで、西日本は無風だった。1990年代に日本でバブルが崩壊しても世界中は右肩上がりの成長が続いた。2010年代に欧州債務危機が生じたが、それはあくまでも欧州の問題だった。比較的世界的に広がりを持つのはリーマンショックだが、当時、中国はショックを免れ世界の成長をけん引した。今回のように、世界中が減速に襲われるのがパンデミックの怖さである。

世界中の人が動く中で生じうる パンデミック

今回、コロナショックは、世界のグローバル化のなかで初の大型感染、パンデミック・リスクだ。すでに2003年のSARSもそうした不安を生じさせていたが、2000年代以降の新興国も含めたグローバル化、「The World Is Flat」（フラット化する世界）のなかで、一国における感染症が世界レベルの不安をもたらすリスクは従来のトレンドをはるかに超えるものだった。中国人観光客を中心に人が様々な目的で世界を行き来する状況も初めてだ。同時に、ユーロ地域ではシェンゲン協定の存在もあり、人が自由に行き来できる状況へと大きく変化した。クルーズ船のように何千人の単位で人が行き来するのは、昔なら、街ごと移動するかのようなものだ。日本をとっても、年間800万人に満たなかったインバウンド（訪日外客数）が2019年には3,200万人程度まで4倍近くに拡大したなかで生じた災害だ。

これまでの危機への対応は聖域となる 「踏み台」があった

これまで生じた危機への対策は、基本的に被災を免れた地域や経済主体がけん引する構造であった。すなわち、被災を免れた「聖域」が「踏み台」になって成長を支える構造にあった。しかし、今回、パンデミックとなって世界全体が感染したコロナショックでは、その「踏み台」となる地域や経済主体が不在である。同時に、先述のようなグローバル化が生じた状況における対応は、世界各国が協調して対応を行うことが基本となる。特に、パンデミックとなった感染症に対しては世界レベルでの協調的対応が不可欠となる。

世界に協調が生まれていない問題

しかし、今日の世界を見渡せば協調はなされず、「分断」の現実がある。感染症に対する国際的な協調は本来、国際機関であるWHOがその役割を担うべきだが、現実にはWHOへ

■リーマンショック後と同様に中国の内需拡大に期待も

の批判が強く十分な協調がとられている状況にない。経済面でも世界第一の米国と第二の中国の溝は一層深まった状況にある。しかもトランプ政権は大統領選の前に一層中国への批判を強める状況が予想される。ただし、世界的な感染症からの回復度合いを見れば、中国が最も進んでいるだけに、今回もリーマンショックの後のように、中国の内需拡大に期待する面があるだろう。中国は5月22日から全人代が開催され、経済回復に舵を切っている。リーマンショック後の「4兆元対策」のような期待はできないが、依然、一定の期待はあるだろう。

コロナショックに マイナス金利が効かないと考える理由

■「踏み台」が不在の中では
マイナス金利も効果は薄い

最近、コロナショックに対応してマイナス金利の観測が生じている。米国ではトランプ大統領がマイナス金利を求める動きを示している。また、英国でもマイナス金利を織り込む動きが市場で生じている。しかし、筆者の認識は、世界中の「踏み台」がないようなパンデミックに対してはマイナス金利政策は効果が薄いとの点にある。歴史を振り返れば、マイナス金利政策の先頭に立ったのはECBだが、欧州債務危機の後、財政拡大ができないなか、彼らがとったマイナス金利政策はユーロを下落させて世界のその他の地域を「踏み台」にする通貨戦争の性格を持っていた。その後、リーマンショックの後に米国も利下げしドル安に転じた中、日本が「踏み台」になって（犠牲を背負って）世界を中国と一緒に支える状況にあった。2016年に日本がマイナス金利に踏み出したのも明らかに通貨戦争への参戦であった。マイナス金利政策は国内の信用拡張等の本来の成果は薄く、実際の成果は通貨切り下げによる近隣窮乏化であった。しかも、国内では金融機関収支を圧迫する副作用が「リバーサルレート議論」として生じている。FRBのパウエル議長が慎重な姿勢を続けるのも以上のような認識が背景にあるためと考えられる。

コロナショックに対しては 財政の協調が重要に

■金融政策ではなく、協調的
な財政政策が望まれる

今次コロナショックのように、世界中に広がるパンデミックに対して、世界の中央銀行がマイナス金利を競い合う通貨戦争に踏み出すことは、歴史的に見て1930年代の近隣窮乏化政策の二の舞だ。世界が感染して「踏み台」が欠如した環境では、各国が金融政策ではなく、財政政策の拡大でもって協調することが望まれる政策となる。たとえ、金融政策であったとしても、金利政策や長期金利を引き下げる量的緩和でなく、あくまでも「質的緩和」としてクレジット市場でのリスクの吸収を行うことに意義がある。こうしたクレジット緩和は結局、財政政策に類似した対応になる。

■米国のマイナス金利導入が
日本にとってのリスクに

FRBはトランプの圧力に耐えられるか

4月のFOMC議事要旨ではFRBが中期ゾーンの金利に上限を設ける、事実上のイールドカーブコントロールを示唆するような議論がなされていたことが明らかになった。こうした動きは、第二次大戦後、1940年代の長期金利の「ペギング（釘付け）政策」とも関連があり、一定の効果をもたらすものだ。一方、パウエル議長がマイナス金利の導入に慎重な動きを示すのは妥当なことと筆者は考えている。ただし、先週の当TODAY（5/27）で議論したように、トランプ大統領の圧力から逃れることができるかはわからない。日本にとっても、米国が事実上マイナス金利に踏み切り、通貨戦争に参戦し、円高が進むのはリーマンショック後の二の舞でもあり回避したい動きである。今後の日本のリスクシナリオとして米国のマイナス金利を挙げる必要があるだろう。

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)