

2020年9月8日

## コロナショック、今後に向けたリスク要因はなにか －資産デフレとグローバルリスクへの波及を防げるか

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

### 影響は「コロナ7業種」に止まつたが、 想定しうる4段階リスク

次ページの図表2は企業のバランスシートの概念図である。当TODAYでは、コロナショックの特徴は、中小零細の「コロナ7業種」を中心とした資本の毀損が起点であるとしてきた。すなわち、中小零細企業を中心に売上げ減少等に伴う損失からバランスシートの右側、資本が毀損することによる倒産や廃業も含めた問題にあるとし、比較的中小零細企業に限定しているとの評価も行ってきた。一方、「コロナ7業種」に限らず、大企業も含めた広がりにまで派生するリスクとして、以前の当TODAY(6/2)では以下の4つを指摘した。

第1段階が、先行き期待低下から株式・不動産を中心に資産価格が下落、バランスシートの左の資産デフレ不安である。

第2段階は、世界的な需要の減少によってグローバルな大企業に波及する不安だ。そのリスクは第1段階のリスク要因である資産デフレによる減損リスクによっても加速される。なかでもM&Aを中心としたのれんの償却が広がるリスクも存在する。

第3段階は、中小企業の倒産不安に加えて、以上の第1段階の資産デフレ、第2段階の大企業の不安も加わって、金融システム問題につながる可能性がある。グローバル企業に不安が拡大すれば、大手銀行の負担が拡大するリスクも生じうる。

第4段階は、以上の不安から中小企業を中心とした倒産リスクが雇用問題につながり社会不安が幅広く生じる点にある。

以上から、今回のコロナショックは、「コロナ7業種」に限定した問題の広がりをいかに遮断するかが重要な課題とした。それから、3ヵ月が経過し、その後の評価が本論の目的だ。現段階では、「コロナ7業種」からの遮断ができていることが景況感の悪化を防いでいる。特に、資産価格下落を食い止めた点が大きく、大手企業への業績面での波及を防いでいる。ただし、その反面、資産価格堅調のもと、格差拡大の潜在的問題を抱えるだけに留意も必要であろう。

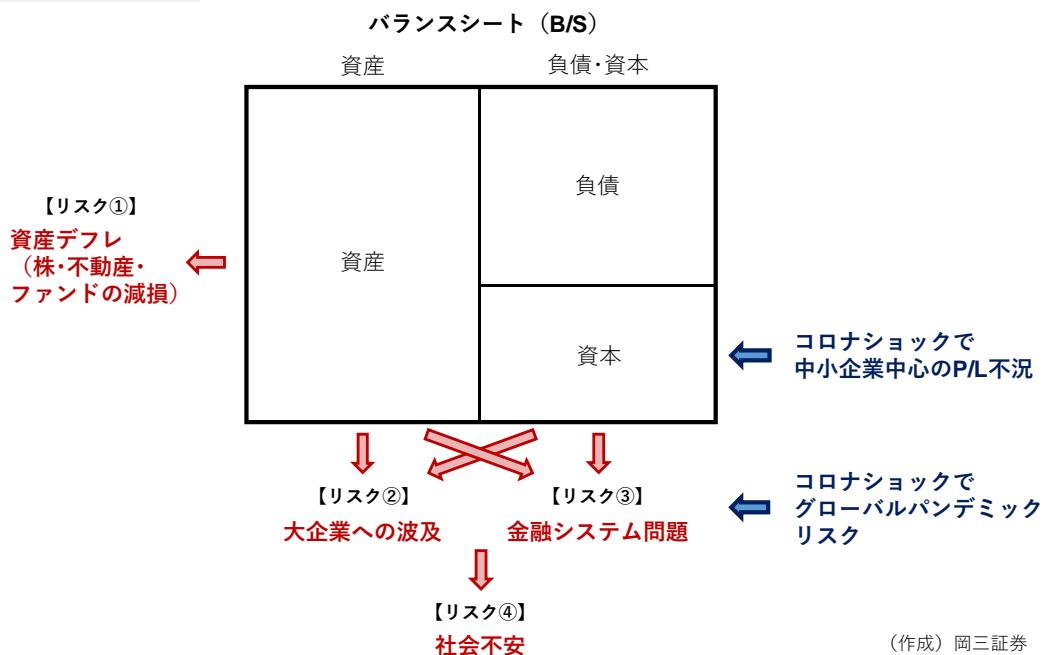
■資産デフレや減損処理、  
倒産、社会不安など  
潜在的なリスクは依然多い

■「コロナ7業種」に限定した問題に止まるかが重要に

図表1：4段階のリスク

1. 資産デフレ
2. グローバルな大企業への波及
3. 金融システム問題で大手銀行にも波及
4. 雇用不安から社会問題化

図表2：バランスシートからみた4段階のリスクシナリオ



## 「コロナ7業種」からの波及が限られる状況

■バブル崩壊の再来になることを回避することが重要

今回のコロナショックは中小零細企業を中心とした「コロナ7業種」を起点として、その波及をいかに遮断するかが重要になる。なかでも資産デフレとしてバブル崩壊の再来になることを極力回避することが重要だ。約10年前のリーマンショックでは金融の制約から大手グローバル企業への甚大な影響が生じていた。リーマンショックの時には市場性ファイナンスに依存したファンドの資金繰りが顕現化しただけに、今回も日本のみならずグローバルな視野でファンドを中心としたシャドーバンクの資金繰りには十分な配慮が必要になる。今回のコロナショックを受けた現時点ではそうした影響は限定されていると見られる。

日本のバブル崩壊、リーマンショックでは金融の制約から

資産価格が大幅に下落したことがグローバル企業に大きな影響を与えた。今回は、2020年3月以降、世界的規模での財政・金融政策が資産市場を下支えし、その後の大手企業を中心とした回復の大きな要因になったと考えられる。当時の主要金融当局はシャドーバンクを対象に対策を行っていたと考えられる。

## 3月・4月の世界的金融財政政策が波及を防いだ

仮に、今年3月にかけて米国を先頭に行われた大規模な金融財政政策のサポートがなかった場合、資産価格の下落が続き、今日の状況とは大きく様相が異なった可能性もある。それは、世界に金融面から波及したリーマンショックシナリオであり、資金繰りの観点からグローバルな大企業にも波及が生じ、その結果、金融システム問題が拡大した可能性もある。すなわち、金融の制約で大規模な資産価格の下落と大企業への波及、さらには、金融システムの不安へのネガティブ・フィードバックが生じたことになる。“Dash for cash”とされて国債のような安全資産とされるものまでも売却が進む混乱で金融システムの毀損も懸念される状況に陥っていたかもしれない。以上のリスクを春先の各国の早期な政策対応で回避した点が大きかった。

今後も、以上のリスクの連鎖を回避するには、引き続き、資産価値の維持を中心に世界的な金融財政政策の協調も必要になる。今後の状況も以上の波及経路を念頭に置きながらリスク管理を行う必要があるだろう。

## 依然残る構造問題

日本の過去半年を振り返れば、資産デフレを回避したこと加え、震源地である「コロナ7業種」についても、緊急融資、雇用調整給付金等の対応で倒産リスクを極力回避させた点が大きな安心感になっている。ただし、問題は以上の緊急融資による延命措置の持続性にあり、「コロナ7業種」について、その後、時間の経過とともに廃業や淘汰が生じる可能性がある。同時に、「コロナ7業種」について潜在的に存在する非効率性をそのまま維持されることへの是非もある。従って、今後、新たな産業構造へと誘導していく対応も本来は必要だろう。

## 出口が困難ななか、格差拡大に

これまで、「コロナ7業種」からの問題の拡大を遮断できてきたのは政策サポートも含め資産価格を維持してきた面が大きかった。同時に、今後もコロナ感染症の二次リスクも存

**■今後は格差拡大、社会不安の拡大に留意が必要**

在するなかでの不安を抑制するためには、金融面を中心としたサポートの継続が必要になる。コロナショックの不安が長期戦となるなか、金融緩和を中心とした出口を描くことができず、緩和期待が長期化することへの安心感、ユーフォリアが資産市場の金融不均衡を拡大させる面が世界規模で生じやすくなる。以上の、資産価格の優しい政策対応はコロナショックの波及を遮断する点では妥当であるが、その結果生じうる格差拡大や、社会的不安定さをもたらす要因となることに留意が必要だ。

## 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るようお願いします。
- ・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、債権順位に従つ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ありますが、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(亞洲)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(亞洲)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、資格も有しておりません。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：

本レポートは参考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、使用等をする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)