

KAMIYAMA Reports vol. 166

コロナ・ショックとリーマン・ショック の違い

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



ここがポイント！

- ✓ バブル崩壊とウイルス感染では景気回復が違うはず
- ✓ トレンドを変えない必要条件是財政出動
- ✓ 市場動向は不透明だが、正常化し始めれば回復は早いと予想

バブル崩壊とウイルス感染では景気回復が違うはず

リーマン・ショック： 金融市場でバブルが発生して崩壊した

- 個人がホームエクイティローンで借入額以上に値上がりした自宅を担保にお金を借りて消費した
- 借り入れをしてまで家を買わなくて良い人(返済能力が十分ではない人)が住宅ローンを利用した
- 金融機関の破綻を契機に問題が噴出して崩壊した

結果として、金融機関の破綻や危機が続き、特に米国では過剰債務を抱えた個人の需要(消費意欲)が一気に減退、経済全体として失業が増え、突然の変化に対応できなくなった。金融機関のリスク管理を強化する政策が実行された一方、失業増・危機が約2年続いた後、企業の淘汰と雇用・賃金・消費の回復までに約4~5年を要し、「失われた7年」と呼ばれるほどの長い道のりとなった。

コロナ・ショック： 健全な経済状態でウイルスという外的ショックを受けた

- バブル的要素は生産(過剰設備)面でも需要(個人や法人の過剰負債)面でも見当たらなかった
- 原因は経済ではなくウイルス蔓延とその防止策(外部ショック)にあった
- 政府が感染防止のために人々の行動を抑え込んだことで需要ショックが起きた

そもそもウイルス蔓延が続く期間を予想・想定することは難しい。ただし、直接的には政府の感染防止策が需要を抑え込んでいることは明確で、回復させるために各国政府が財政政策で対応することが当然となる。

もう一つの大きな違いは、リーマン・ショックの時よりもコロナ・ショックの方がインフレ期待が低い(米国長期金利はリーマン・ショック時は4%程度、今回は1%程度)ことだ。金利がもともと低い状態なので、金融政策(利下げ)は、前回と比較して今回のほうが、需要ショックに対して効きにくい。もともと金融バブル(金融機関に問題あり)だったリーマン・ショックと異なり、経済(需要)低迷の直接の原因がウイルスと政府の感染防止策にある上、低金利が続いていたことで、金融政策の限界が明確になりやすい環境であることだ。

トレンドを変えない必要条件是財政出動

このように、経済が突然受けたショックの原因と環境の違いが明確だとすれば、ショックからの反転のきっかけとして、金融政策より財政政策の規模とスピードに注目したい。FRB(米連邦準備制度理事会)や日本銀行の政策は、緊急事態(金融の目詰まり)回避的で、需要の押し上げ(設備投資を増やすなど)効果は小さそうだ。日銀のETFやREITの買い入れ増額も、市場心理の不必要な悪化を防ぐ副次的効果はあるが、経済へのインパクトは限定的となるだろう。

世界経済が米国の雇用拡大、賃金上昇、消費と貿易の拡大にけん引された成長トレンドにあったとすれば、今回のショックがもたらすであろう、市場で想定されている2~3四半期程度の「景気後退(マイナス成長)」は、技術的・サイクリ的なショックに過ぎないはずだ。今回の経済と金融市場の混乱解消の進展を占うポイントは、日・米・欧の財政政策

の規模とタイミングだ。まず、政府が不要不急の外出などを止めたことによる需要の減少で被害を受けた企業などに対して、目先の休業補償などが緊急対応策となるが、これは最低限必要な緊急措置として適切に行われる必要がある。重要なのは、その後も続くであろう消費減退を抑える財政支出だ。

主要国の緊急対策(計画)

米国	個人への現金給付、中小企業向けの融資枠、補助金や融資保証 など
日本	感染防止策と医療体制の整備、臨時休校に伴う課題への対応、貸付などの金融支援 など
イタリア	医療体制の拡充、一時帰休となった労働者への支援、中小企業向け融資の保証基金拡大 など
参考:IMF	新型コロナウイルス対策に取り組む加盟国に対して、IMFが持つ融資能力(1兆米ドル)を活用

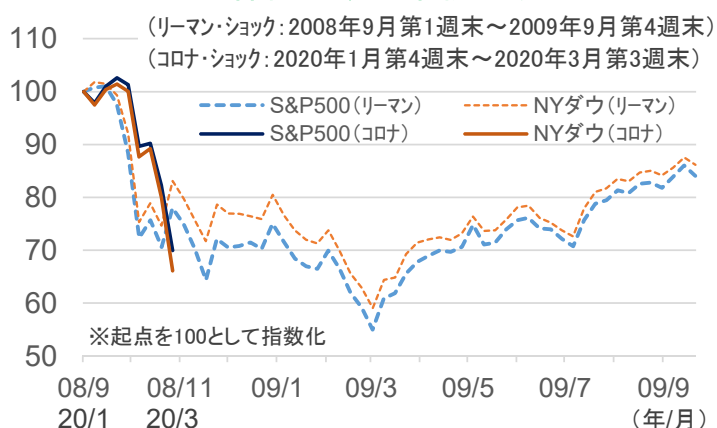
具体的には、「トランプ米政権は17日、新型コロナウイルスによる経済不安を抑えるため、総額1兆ドル(約107兆円)の景気刺激策の検討に入った」とされ、「米国民に小切手を直接送る施策を検討している」(ムニューシン財務長官)、給与税の免除や航空会社、宿泊業、航空機メーカー支援策などが盛り込まれるとの見通しだ。これは「2008年のリーマン・ショック直後の緊急対策を上回る規模」になるとも報道された(3月18日付日本経済新聞)。

日本では消費税率の短期引き下げの可能性も取り沙汰されている。そもそもすべての人にかかる消費税率を下げるより、その分のお金を低所得層に再分配したほうが貯蓄より消費に回りやすく格差是正につながるのだが、時間がかかりそうなので、緊急策としてあってもおかしくない。

市場動向は不透明だが、正常化し始めれば回復は早いと予想

株価の下げのめどと今後のシナリオを語ることは不可能への挑戦だが、現時点で市場で想定されている2四半期程度の消費低迷とその後の正常化を前提とすると、3月23日時点の日・米・欧の株価指数はおおむね悪材料を織り込んでみるとみられ、さらなる下げが長く続くとは考えにくい。今回のショックがリーマン・ショックより小さいという想定が変わるとすれば、欧米のウイルス問題の正常化に1年程度はかかるという懸念が強まるときだろう。

株価指数の推移比較



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

今後一時的に株価の下げがあるときは、(ウイルス収束の遅れがみられる場合を除き)財政政策催促相場となるだろう。米大統領選挙がある年に、(可能性は低い)与野党が歩み寄れないことなどがあれば、懸念が強まる恐れはある。一方で、無力扱いされがちな金融政策だが、市場を落ち着かせる効果はある。日本で、仮に年度末に株式やREITの投げ売りがあれば、日銀によるETFやREITの買い入れが、投資家の不安心理を和らげることになり、現金選好に伴う日米長期金利の最低水準からの底打ちも、財政拡大期待に支えられるものと変わるだろう。現段階では、世界経済は成長トレンドに戻っていくと想定している。

2020年4-6月にウイルス収束、7-9月に景気回復し、10-12月に経済が正常化することを前提として考えよう。まず、財政政策の効果が消費や企業売上に波及していけば、金利上昇要因となる。日・米の金融緩和後に長期金利が高止まりしているのは、現金選好(cash is king)とともに財政拡大への期待とも解釈できる。

仮に正常化がこの程度の期間であれば、不必要な金融収縮(例えば、貸しはがし)は想定できず、所得減はあっても一時的もしくは部分的に終わり、消費の回復(いわゆるペントアップ・デマンド)がすぐに見え始めるだろう。完全に元に戻るには時間がかかるだろうが、止まっていた消費や投資の回復は、正常化を早めることになる。

<KAMIYAMA View コーナー> www.nikkoam.com/products/column/

★KAMIYAMA Reports (レポート、投資の参考となるテーマを解説) ★KAMIYAMA Seconds! (動画、90秒でマーケットニュースをズバリ解説)
★投資ってなんだ!? (レポート、上手にお金に働いてもらう方法や投資の不安を解消するためのヒントなどをご紹介)

facebook www.facebook.com/nikkoam Twitter twitter.com/NikkoAMofficial

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108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、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会