

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員 伊藤 敬介 CMA・CIIA

2020年は、まさに激動の年であった。新型コロナウイルスによる大恐慌以来の失業率の高まりや景気低迷、原油先物価格のマイナス圏突入などの混乱が生じた一方、各国の未曾有の景気対策や中央銀行の資金投入を受けて、わが国も含めて世界的な株高となり、米国株が史上最高値を更新するなど、世界経済と金融市場のデカップリングも話題となった。

昨年はまた、これまでの常識や価値観が一変した年でもあった。新型コロナ対策でやむを得ず始めた在宅勤務が思った以上に機能することを多くの人が実感し、オフィスのあり方や出張の必要性、コミュニケーションの取り方などが変わりつつある。在宅勤務の弊害も指摘されるが、体力と時間を消耗する通勤から解放されるメリットは大きく、新型コロナ終息後も一定の在宅勤務継続を想定する企業経営者は多いのではないかと。

昨年は、企業経営上の課題が2000年代のような「効率性重視」から、「持続可能性重視」に大きく変わった年でもあった。サプライチェーンの多様化、働き方改革、ESGやSDGsに対する意識の高まりが、昨年の新型コロナの混乱を経て一層鮮明になったものと思われる。働き方改革はESG

の「S」(Social)に該当するが、足元ではESGの「E」(Environment)も目が離せない。米国ではバイデン氏がパリ協定復帰や2050年までの脱炭素社会実現を公約し、菅首相も2050年の脱炭素社会実現を所信表明で宣言、中国の習主席も国連総会で2060年までの脱炭素社会実現を宣言するなど、世界の二酸化炭素排出量の6割弱(注1)を占める米欧中日が脱炭素社会実現に向けて動き出しており、この移行コストや脱炭素技術からの収益機会は、企業経営者や投資家にとって無視できない状況になりつつある。

新型コロナウイルスの影響はまだ現在進行形であり、ワクチンの安全性が確認され、集団免疫が形成されるまでには時間を要する可能性があるが、同ウイルスが拡散し始めて1年が経過した現在、ここまでの事象から証券アナリストとして何を学び、アフターコロナの経済・金融市場を見据えてこの経験をどう生かすかを整理する価値はあるものと思われる。

そこで、本号ではコロナ禍の影響と将来への示唆を、「①金融・財政の観点」、「②投資家の観点」、「③企業経営者の観点」などから整理し、アフターコロナに向けた証券アナリストや資産運用業界

(注1) IEA [2020] “CO₂ Emissions from Fuel Combustion Statistics report”.

関係者へのインプリケーションを探るべく、特集テーマを「アフターコロナの経済・金融市場」として、以下の4本の論文を掲載する。

最初の高田論文「コロナショックと金融・財政政策の効果と課題—マクロ面で格差と金融不均衡、ミクロ面で事業構造改革—」は、「①金融・財政の観点」からコロナ禍の影響と将来への示唆をまとめた論文である。同論文では、コロナショックと1990年以降のバブル崩壊を対比し、コロナショックが「コロナ7業種」（陸運、小売、宿泊、飲食、生活関連、娯楽、医療福祉）を中心に深刻な資本問題をもたらしている一方、バブル崩壊時とは異なり資産価格は維持されているため、金融システム問題への波及は遮断されていること、ただし、日本銀行の株式ETFやREITの買取額倍増など、政府・日銀が行っている株式・不動産市場の支援策が、資産価格の高騰とそれに起因した格差拡大などの社会問題を引き起こし、金融不均衡を招く恐れがあることなどを指摘している。

1990年代のバブル崩壊時はバランスシートの左側、すなわち「資産デフレ」が出发点であったのに対し、今回のコロナショックが「ヒト・モノ・コト」の交流断絶による売上消失、すなわちバランスシートの右側の「資本の毀損」が出发点になっていること、そしてコロナショックへの対策には「コロナ7業種」を中心とした多数の中小零細企業に対する債務調整や資本援助が必要となるが、元来「コロナ7業種」は収益性が低く、持続的なビジネスモデルの構築に向けた事業構造改革も一緒に行う必要があること、などの指摘は本質的で分かりやすい。また、「国債は身代わり地蔵」、「ソブリン・ワールドカップ」など、絶妙なキャッチフレーズの活用も印象的な論文となっている。

続く中空論文「アフターコロナのESG投資」は、「②投資家の観点」からコロナ禍の影響と将来への示唆をまとめた論文である。気候変動、SDGsを意識したサステナブルファイナンスの流れがコロナ禍で一気に加速したこと、中でもESGとの親和性がもともと高かった株式投資の分野に加え、グリーンボンドやコロナ債を中心とした債券投資の分野におけるESGの広がりがコロナ禍で顕著になったこと、そしてこの流れを受けて企業側でもTCFDと平仄を合わせた非財務情報の開示が後押しされつつあること、などを同論文は指摘している。

また、ESGやSDGsに関して各国政府や中央銀行の関わり方も大きく変化しており、例えば、欧州ではグリーンプロジェクトの資金調達にグリーン国債を用いるケースが増えていること、各国の中央銀行・金融監督当局の有志連合であるNGFS (Network for Greening the Financial System) を中心に、気候変動と金融政策に対する理論武装が進みつつあること、なども指摘している。

そして、これらの動きを踏まえ、サステナブルファイナンス市場の一層の発展に向けて、(1)規制や税制を通じた当局の適切な誘導、(2)ESGスコア提供会社などのスコアの定着、(3)企業側のESG開示項目や開示方法の規格化、そして(4)アナリストによるESG的な要素考慮の定着、などが必要であることを指摘している。投資家にとって、ESGやサステナビリティの考慮は不可避である時代に突入しつつあることが実感される。

宮川論文「コロナ禍における企業経営—データと理論から得られる含意—」は、「③企業経営者の観点」からコロナ禍の影響と将来への示唆をまとめた論文である。新型コロナウイルスの感染動向が企業経営に重要な影響を与える中、実証分析

を通じて、(1)柔軟な働き方を中心とする企業内部の取り組み、(2)サプライチェーンネットワークを構成する企業クラスター単位の取り組み、そして(3)政府部門を含めたデータ利活用の取り組みなどの重要性を指摘し、日本におけるビジネスダイナミズムの現況を踏まえて、企業退出の増加が予想される中、日本経済全体のパフォーマンス向上に向けた展望を示している。

東京商工リサーチのアンケート結果を用いて、月々の企業トップライン（売上）の落ち込みが中小企業で特に顕著であったことを示し、持続化給付金の支給によって小規模事業者の事業継続確率が20%程度上昇した一方、雇用調整助成金の事業継続への貢献は統計的に有意な水準ではみられなかったこと、民間金融機関による積極的な融資や政府系金融機関による大規模な資金供給が、トップラインの落ち込みから企業ダイナミクスへの波及を遮断する効果をもたらしたこと、またリモートワークの本格導入など企業自身の努力によるコロナ禍への対応も、トップラインの悪化が企業ダイナミクスへ波及することを防ぐ効果を有した可能性に言及している。

サプライチェーンに含まれる各企業の稼働状況を互いに把握し、リモートワークの活用や取引クラスター内での企業間信用に関する手当、そして各企業が将来業績を可能な限り正確に見積もり、データに基づく意思決定を行うためにも、個々の企業が保有する業務上のデータを相互に活用できるような、企業と政府双方の取り組みが重要であること、などは印象的である。

最後の風神論文「アフターコロナの働き方改革—テレワークの効果と留意点—」も、「③企業経営者の観点」からコロナ禍の影響と将来への示唆をまとめた論文である。テレワークが通勤時間の

節約やストレスの減少、生活満足度の向上などを通じて生産性を向上させる可能性があること、ただし、長期的にはコミュニケーションの減少やそれに伴うイノベーション、職業訓練などの課題もあり、工夫が必要であること、テレワークなどの働き方は強制されるよりも労働者に選択の余地がある方が、満足度向上や生産性向上につながり得ること、またテレワークができなさそうな業種にも工夫の余地があり、売上高に影響を与える可能性があること、などを指摘している。

テレワークの効果はその導入目的によって大きく異なり、例えば、「生産性向上」「移動時間短縮」「非常時の事業継続」「オフィス費用削減」「優秀な人材確保」など、導入目的によって結果もまちまちである点を、独自の分析で実証している点は興味深い。また、テレワークの時間は週の約半分くらいまでは生産性の向上につながるが、テレワークの時間が長くなりすぎるとむしろ生産性は低下すること、通勤ストレスの低減や家事との両立など生活満足度の向上は生産性向上につながる一方、雑談を通じたイノベーションや先輩の横について技能習得するような職業訓練の観点からは、テレワークの運営に工夫が必要なこと、そして働き方は強制するのではなく、選択させる方が満足度や生産性の向上につながるなど、企業経営者、および企業と建設的なエンゲージメントを行う証券アナリストにとって大いに参考になるものと思われる。

コロナ禍を経て、世界経済と金融市場のデカップリング、テレワークの急速な浸透、持続可能性を重視した企業経営の重要性、ESGやSDGsの浸透、サプライチェーンマネジメントの再考など、これまでの常識や価値観が大きく変わり、コロナ禍によって世の中の10年分の変化が1年で起こ

る結果になったともいわれる。また、脱炭素社会に向けた動きが企業にとってコストにもビジネスチャンスにもなり得る中、証券アナリストにとっても、企業をどのように評価し、企業経営者とどのように建設的な対話をするかが問われていると

いえよう。アフターコロナの経済・金融市場に焦点を当てた本号の特集が、資産運用や企業経営に携わる様々な立場の方にとって、今後の判断尺度を再点検する上でのヒントとなれば幸いである。