

新型コロナウイルスの感染拡大（13）

株価が示唆する企業への影響と求められる ESG の視点

村形 真樹子 Makiko Murakata

リスクマネジメント事業本部

コーポレート・リスクコンサルティング部 サステナビリティ推進グループ

上席コンサルタント

はじめに

2019年12月に中国湖北省武漢市で新型コロナウイルスの感染者が確認され、ウイルスが世界を駆け巡るようになって既に半年が経とうとしている。日本では、2020年4月7日に発令された緊急事態宣言も、5月25日には全国での解除が発表された。そうした中、コロナショックと言われ3月に急落した日経平均株価は足元では急速な回復が見られている。

しかし一方で、実態経済を見れば、大きく落ち込んだ生産・消費活動の回復には相応の時間を要するとの指摘もある。今後、第2波、第3波の不安が払拭できない状況下、先行する株価のように企業業績やマクロ経済のV字回復を期待するのはやはり楽観的に思われる。そうした不透明なマクロ環境下で企業に求められるものは何か。コロナ危機により様変わりしていくであろうニューノーマルな社会において企業はその「対応力」によって真価が問われることになる。

本レポートでは、株価の動向を整理しながら、アフターコロナの社会に向けて企業に求められる視点を探っていきたい。

1. 株式市場から見たコロナインパクト

1.1. 2000年以降の日経平均株価

図1に示したのが、2000年以降の日経平均株価の推移である。2000年以降、大きくは2つの下落局面が確認できる。1つは2000年のITバブル崩壊、2つめは2008年のリーマンショックである。今回のコロナショックは3つ目の下落局面となるのかと懸念されたが、2020年3月の急落以降、足元では大きく水準を戻している。ちなみに、2015～2016年にかけて、中国経済の後退から株式市場の調整局面が見られたが、これは2013年以降のアベノミクスによる上昇相場の中での現象と捉えている。

今回の新型コロナウイルスの感染拡大により、過去の感染症の事例も注目されたが、2002年11月に発症が確認されたSARS、2012年9月に確認されたMERSについて、いずれも株式市場におけるインパクトは限定的であった。表1は近年の感染症の事例をまとめたものだが、今回の新型コロナウイルスによる状況と比較すれば規模感の差は歴然である。



図1 日経平均株価の推移¹

表1 近年の感染症の概要²

名称	SARS	MERS	新型コロナウイルス感染症
	重症急性呼吸器症候群	中東呼吸器症候群	COVID-19
発症時期	2002年11月	2012年9月	2019年12月
発症場所	中国広東省	アラビア半島諸国	中国湖北省
感染者数(人)	8,098	2,494	7,521,616
死者数(人)	774	858	422,144
致死率(%)	9.6	34.4	5.6
(時点)	(2003/9月現在)	(2019/11月現在)	(2020/6/12現在)
終息宣言(WHO)	2003年7月	未	未
備考	中国で初めて感染が確認された2002年11月から数えて約8か月で終息。	韓国では2015年5月に感染患者が発症。2015年12月に韓国政府はWHOの基準に則り終息宣言を発表。	日本国内では17,332人が感染、922人が死亡。

¹ 筆者作成

² 厚生労働省、国立感染症研究所より筆者作成

1.2. 株式市場におけるコロナインパクト

次に、株式市場におけるコロナショックのインパクトを確認しておく。図2はPBR（株価純資産倍率）の推移を示したものである。PBRは現在の株価が企業の資産価値（解散価値）に対して割高か割安かを判断する目安となる指標（一般的にPBRが1倍以下であれば割安と判断される）の1つであるが、3月の急落局面では、リーマンショック時並みのPBR0.8倍近辺を付け、株式市場におけるコロナショックのインパクトは、リーマンショックに匹敵するものと捉えられた。

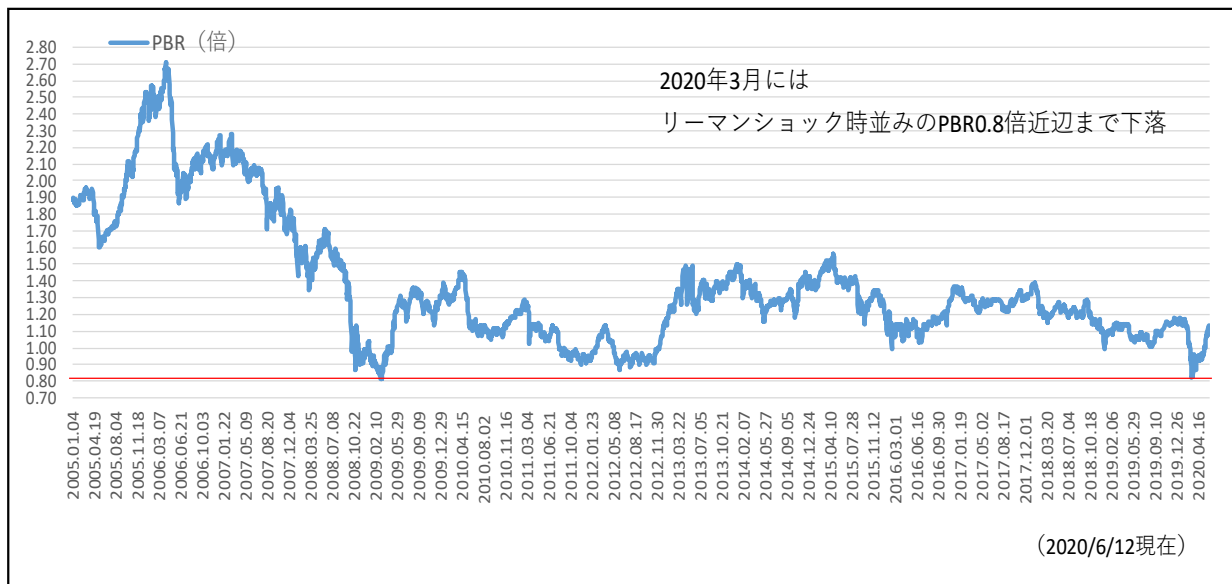


図2 日経平均PBR（株価純資産倍率）の推移³

図3は日経平均ボラティリティ・インデックスの推移である。日経平均ボラティリティ・インデックスは、投資家が日経平均株価の将来の変動をどのように想定しているかを表した指数であり、指数が高いほど、投資家が今後相場が大きく変動すると見込んでいることを意味している。通常、20を下回れば安定しているとみなされるが、コロナショック時は60超まで急上昇した。日経平均ボラティリティ・インデックスはVIX指数の1つである。VIX指数はアメリカのシカゴ・オプション取引所が作り出したボラティリティ・インデックス（Volatility Index）の略称で、別名「恐怖指数」とも呼ばれている。アメリカの代表的な株価指数であるS&P500を対象とするVIX指数を見ても、コロナショックで急騰し、リーマンショック時と概ね同水準をつけるなど、グローバルマーケットでも市場の混乱ぶりが窺えた。

³ 筆者作成

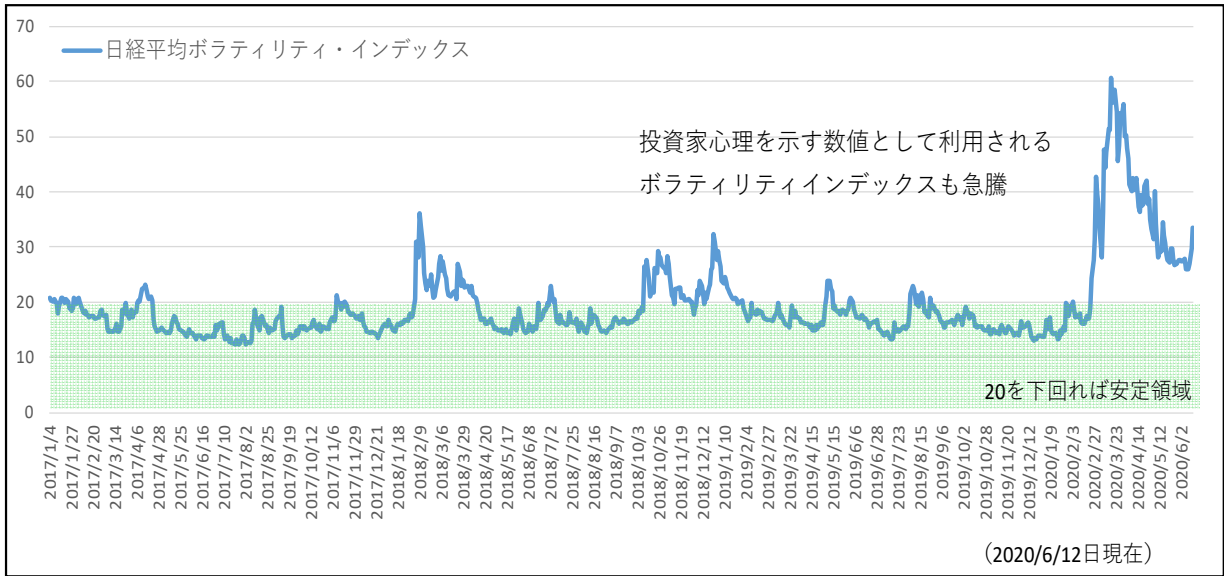


図3 日経平均ボラティリティ・インデックス⁴

図4は日経平均株価をリーマンショックにおける急落局面とコロナショックにおける急落局面を起点として、それぞれ指数化し比較したものだ。これを見ると、コロナショックは当初リーマンショックと同様の動きを示していたものの、およそ25日の経過後、起点から30%程度の下落を見せたのち回復に転じている。一方、リーマンショックでは起点から38日かけて45%程度下落してボトムをつけ、その後、急落前の水準への回復においても数年を要した。

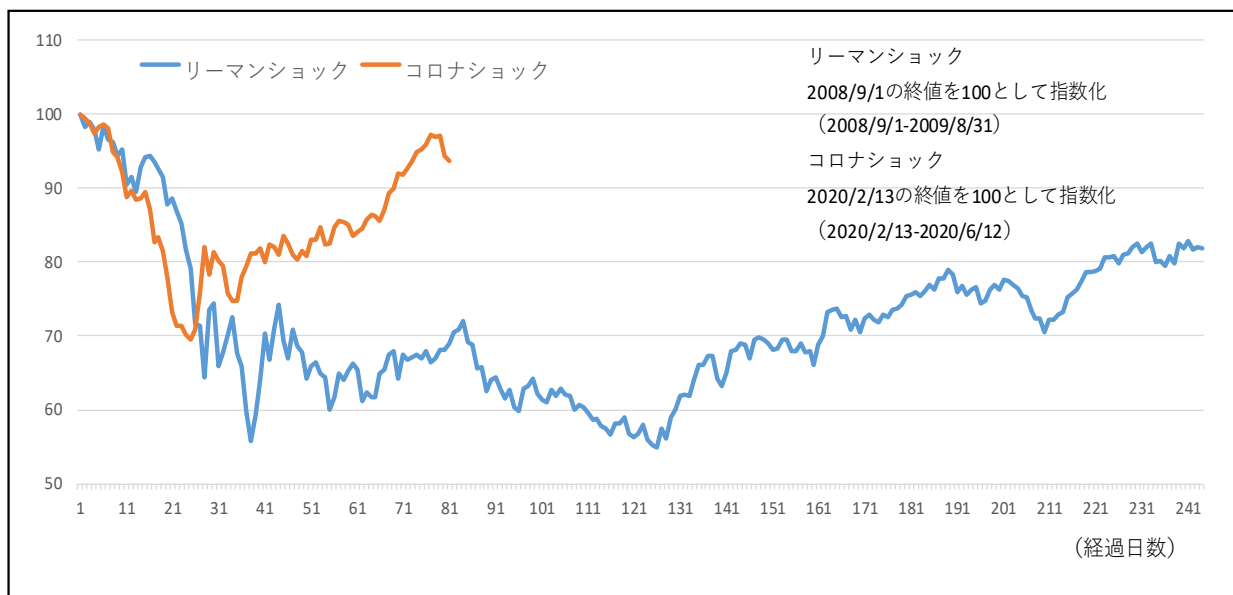


図4 日経平均株価：コロナショックとリーマンショックとの比較⁵

⁴ 筆者作成

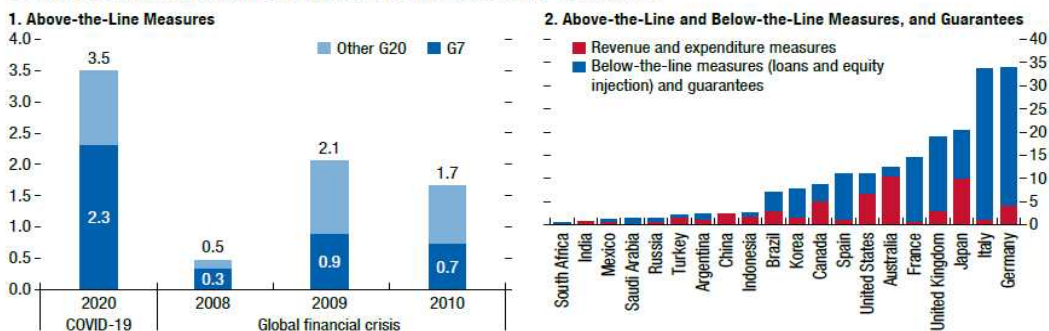
⁵ 筆者作成

このように、株式市場におけるショックのインパクトだけを捉えれば、コロナショックの水準は概ねリーマンショック並みと言えるだろう。しかし、株価の下落幅や回復に向けてのスピード感は、リーマンショックに比べてその痛手は軽傷にも見える。この動きはグローバルの株式市場でも同様だ。ここで見逃してはならないのが、日本を含めた各国の大規模な財政政策と金融政策である。

IMF（国際通貨基金）によれば、今回のコロナ危機に対する世界主要国の財政出動は、G7 で見れば既にリーマンショック時（2008～2010年）の3年分を上回る規模となっており、各国の危機感の強さが窺える（図5参照）。

Figure 1.1. G20 Fiscal Response to the COVID-19 Pandemic and the Global Financial Crisis
(Percent of G20 GDP, left panel; percent of national GDP, right panel)

Countries are providing sizable fiscal support in response to the COVID-19 pandemic.



Sources: IMF 2009a; IMF 2009b; national authorities; and IMF staff estimates as of April 8, 2020.
Note: Panel 1 includes above-the-line spending and revenue measures only, weighted by GDP in PPP-adjusted current US dollars. Panel 2 adds below-the-line measures (loans, equity injections) and government guarantees to revenue and expenditure measures adopted in 2020. These are presented in the same panel for ease of reference but are not additive; see Box 1.1 and Special Feature Online Annex 1.1. The decomposition between loans and guarantees is based on available information as of April 8, 2020. G7 = Group of Seven; G20 = Group of Twenty; PPP = purchasing power parity.

図5（参考）IMFによる世界主要国の財政出動⁶

また、各国の中央銀行による量的緩和も株式市場を下支えしている。日本でよく指摘されるのが、日本銀行によるETF（上場投資信託）の買い入れだ。図6は今年に入ってからの日銀によるETF購入額の推移（2020年1～5月）だが、3月、4月は大きく買い入れ額を増加させ、株価の底割れを防ぐことに貢献した。

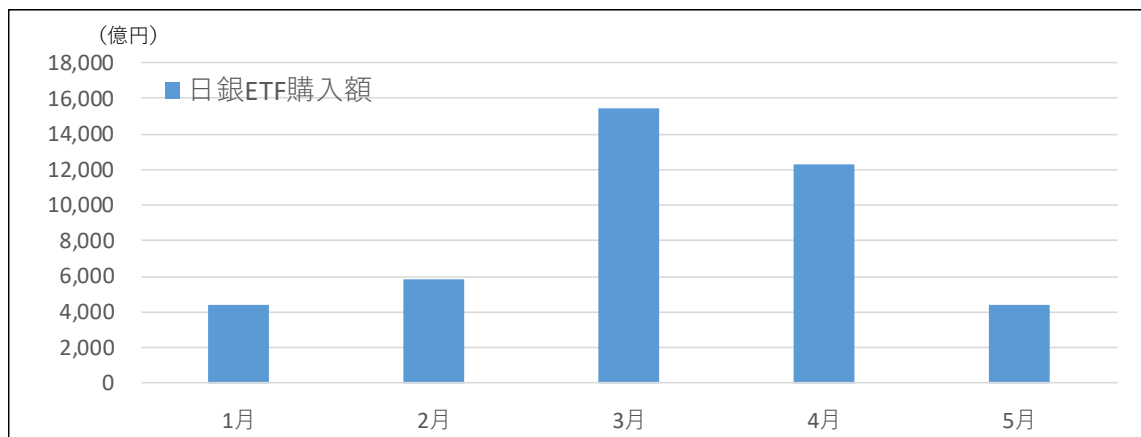


図6（参考）日本銀行のETF購入額の推移（2020年1～5月）⁷

⁶ IMF 「FISCALMONITOR Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic 2020APR」 2020, p2, p127

⁷ 日銀 HP 「指数連動型上場投資信託受益権（ETF）および不動産投資法人投資口（J-REIT）の買入結果ならびにETFの貸付結果」より筆者作成

一方で、6月8日に発表された世界銀行による「世界経済見通し 2020年6月版」では2020年の世界経済成長率は5.2%減と戦後最悪の景気後退となる見通しであることが示された（図7参照）。世界銀行のアイハン・コーゼ局長は「世界経済の成長見通しはすでに、過去に類を見ない速度と規模で下方修正されている。過去の世界的な景気後退の経験からすると、成長見通しは近い将来、さらに引き下げられる可能性がある。」と懸念を呈している。

表2（参考）世界銀行による経済成長見通し⁸

TABLE 1.1 Real GDP¹
(Percent change from previous year)

	2017	2018	2019e	2020f	2021f	Percentage point differences from January 2020 projections	
						2020f	2021f
World	3.3	3.0	2.4	-5.2	4.2	-7.7	1.6
Advanced economies	2.5	2.1	1.6	-7.0	3.9	-8.4	2.4
United States	2.4	2.9	2.3	-6.1	4.0	-7.9	2.3
Euro Area	2.5	1.9	1.2	-9.1	4.5	-10.1	3.2
Japan	2.2	0.3	0.7	-6.1	2.5	-6.8	1.9

2. コロナ禍での社会動向と企業への影響

2.1. 停滞する経済活動

次に、日本における足元の経済動向を確認する。図8は総務省が発表する家計調査でみた消費支出の動向で、自粛要請が出た2月から4月にかけての主な項目について、支出の対前年比を示したものである。特に全国緊急事態宣言が発表された4月で見れば、消費支出全体で対前年比11%減、外食や被服履物、交通費などは半減以下、宿泊料に至ってはほぼゼロとなった。一方で在宅勤務の増加と相まって水道光熱費や通信費は増加するなど、全国民の「人との接触を極力減らす」努力が窺える。

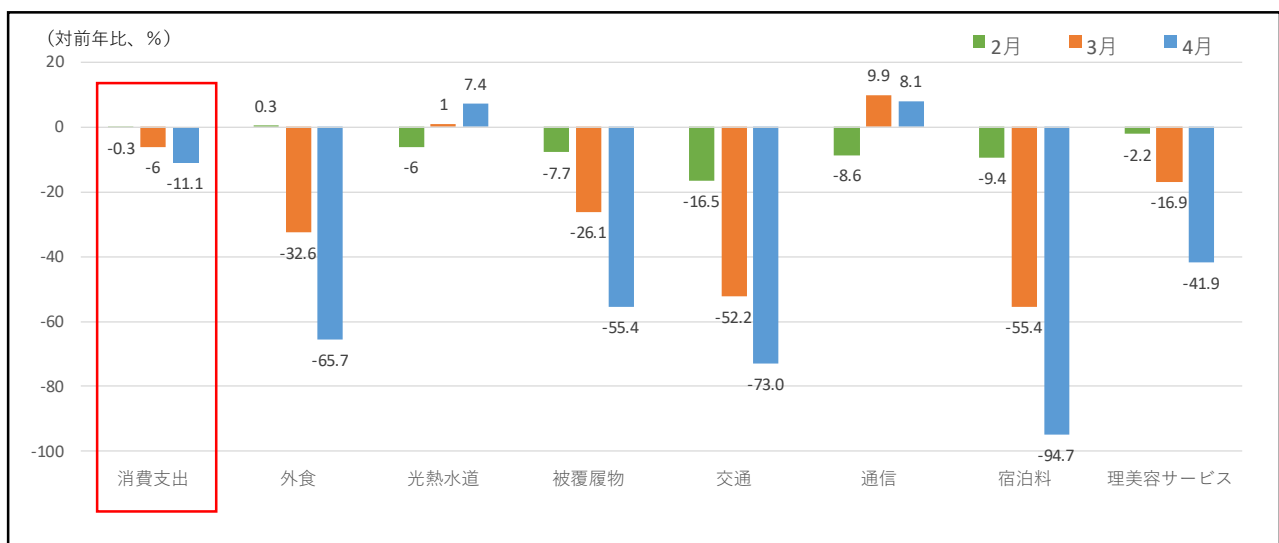


図8 家計調査：2月、3月、4月（2020年）の主な消費支出の対前年比⁹

⁸ WORLD BANK GROUP 「Global Economic Prospect 2020 June」 2020, p4, p214

⁹ 総務省統計局「家計調査」より筆者作成

次に生産面に関して、図9は鈹工業生産指数の推移を示したものである。2月は前月比0.3%減の低下となったが、3月は前月比3.7%減、4月に至っては、季節調整済指数87.1、前月比9.1%減と抜きこんでた低さとなった。

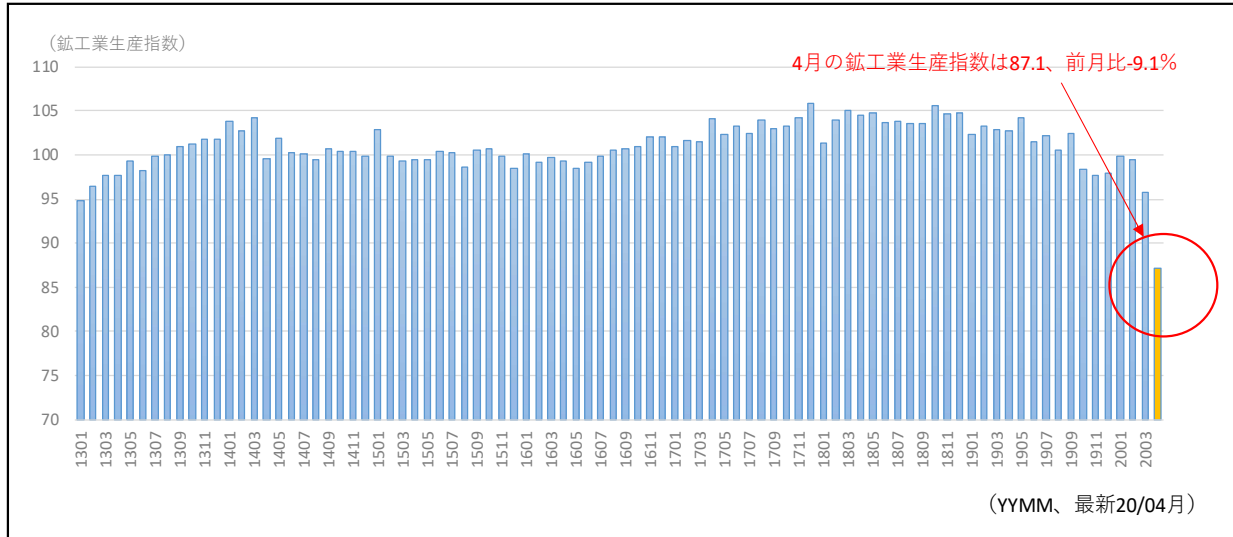


図9 鈹工業生産指数の推移¹⁰

また、労働需要に目を転じれば、有効求人倍率は足元で大きく低下している。2019年12月の1.57倍から2020年4月では1.32倍となった。また、2009年7月をピークに低下基調にあった失業率も2019年12月の2.2%を底に、2020年1,2月は2.4%、3月2.5%、4月2.6%と上昇に転じている(図10)。

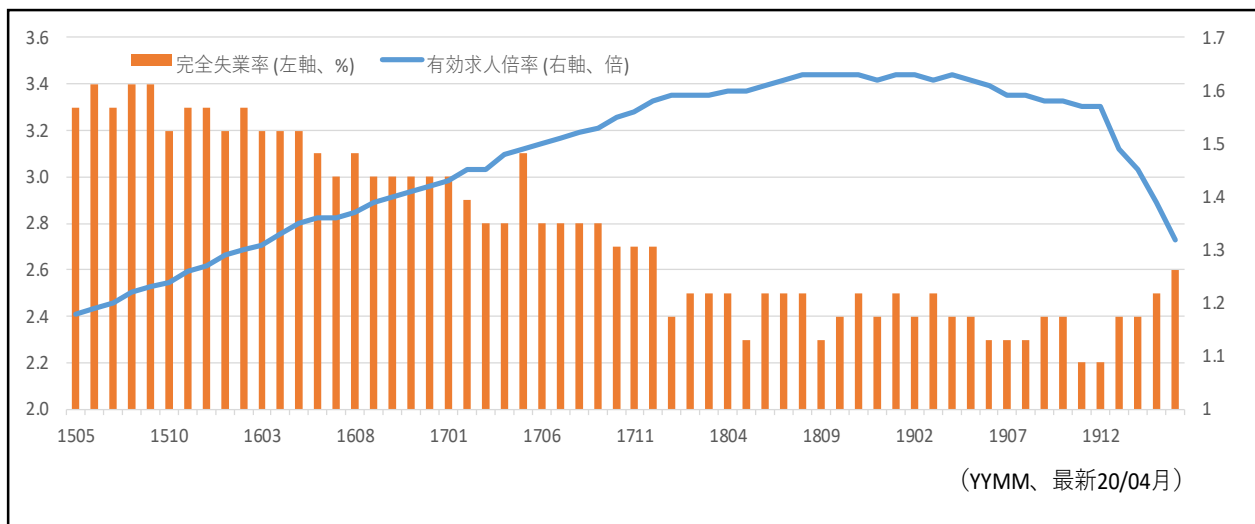


図10 完全失業率と有効求人倍率の推移¹¹

¹⁰ 経済産業省「鈹工業生産指数」より筆者作成

¹¹ 厚生労働省「一般職業紹介状況(職業安定業務統計)」、総務省統計局「労働力調査」より筆者作成

2.2. コロナ禍の企業の動向とアフターコロナに向けた視点

図11は日経平均株価の下落が始まる直前を100として指数化した主要業種の株価動向である(表3参照)。原油安によるコスト減が期待されるガス業がベストパフォーマーであった。小売やサービスではネットビジネス関連の銘柄が株価をけん引している。一方、旅客需要の大幅な減少やそれに伴う財務悪化が懸念された空運や原油安による業績悪化が懸念される鉱業はマーケットを大きくアンダーパフォームした。また、在宅勤務の拡大、巣ごもり生活の影響により需要が低迷した鉄道・バスも日経平均株価に劣後するパフォーマンスとなっている。

表3 業種別日経平均株価のパフォーマンス上位・下位¹²

<2/3~6/12のパフォーマンス>

上位			下位		
順位	業種	対象企業数	順位	業種	対象企業数
1	ガス	3	1	鉱業	3
2	輸送機器	3	2	空運	3
3	小売	25	3	造船	3
4	サービス	51	4	その他金融	12
5	商社	18	5	海運	3

(注) 対象企業数は日経500種平均株価(業種別日経平均株価)の構成銘柄数

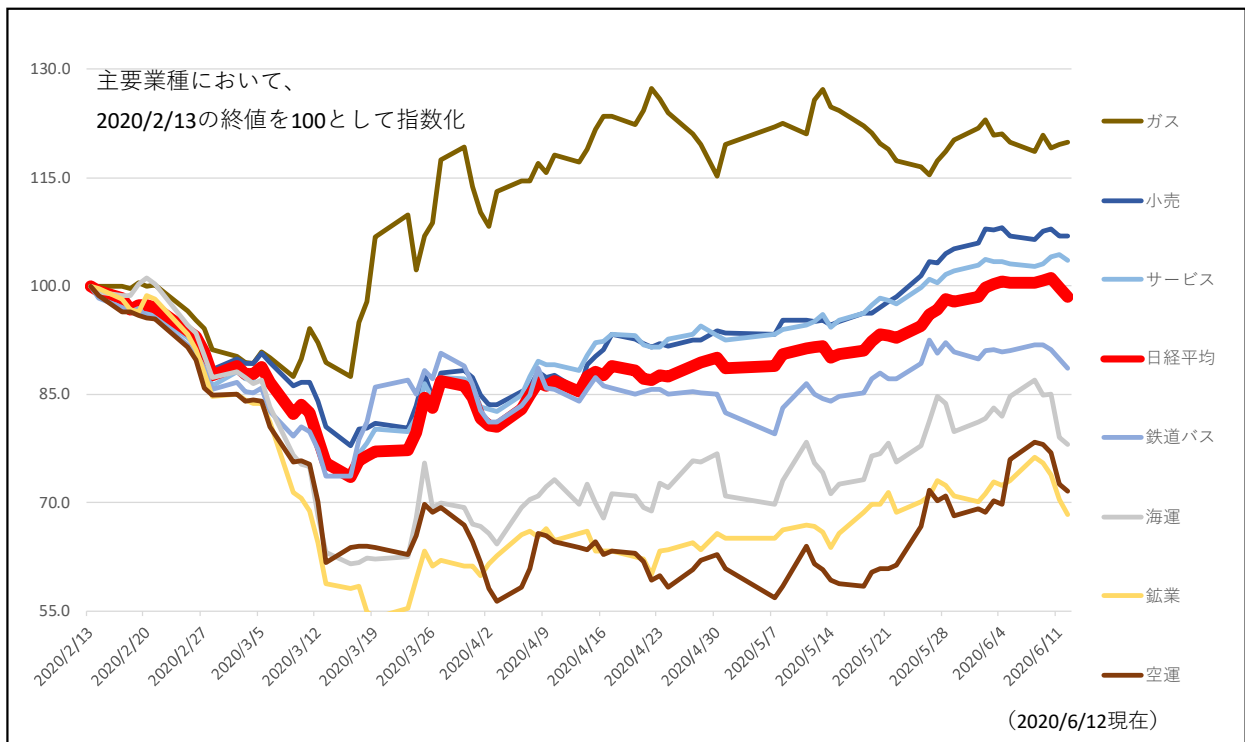


図11 業種別日経平均株価の推移¹³

¹² 筆者作成

¹³ 筆者作成

株価は基本的には企業業績・企業価値と連動する。足元の業種別株価の推移を見れば、短期的にはコロナ禍における企業業績を反映したものと映る。それでは、今後、中長期の視点で企業がその「価値」を高めていくためには何が必要となってくるのであろうか。コロナ禍により「戦後最悪」の景気後退となり得るマクロ環境の中、企業はその「対応力」が試されることとなろう。ここで、アフターコロナにおけるニューノーマルな社会のキーワードを3つ提示したい。「非接触」、「無人化」、「衛生・健康」である。これらの視点を持ったビジネスモデルの再構築が必要となると考えられる。

具体的には、「非接触」であれば、例えばオンラインビジネスやテレワークが挙げられる。オンラインビジネスは、飲食、学習、医療と今後も様々な分野で広がりを見せていくことだろう。一方、テレワークの常態化は労務管理や情報セキュリティなどリスクマネジメントへの対応も必要となろう。

「無人化」は工場や生産現場における自動化が1つのポイントとなる。中国では無人デリバリーの開発実施の動きもみられている。先行投資は必要となるが、中長期的に見れば生産性の改善に繋がることが予想される。一方で無人化が進めば、従業員の雇用問題が生じる。従業員のシェアリングビジネスも今後進んでいくかもしれない。

「衛生・健康」に関しては、関連商品・サービスの提供が注目される。また在宅勤務などによる従業員へのメンタルヘルスケアも重要性が高まろう。

そして、忘れてはならないのが、コロナ禍で企業のサステナビリティが注目され、一段と関心が高まる ESG の視点である。足元における株価の選別でも、温室効果ガスのインパクトが大きいと見なされる空運業などが敬遠されるといった報道が日本経済新聞などで見られ、投資家の ESG 重視の姿勢が一段と強まっていることを感じる。次章において、アフターコロナに向けての ESG の視点を整理したい。

3. 求められる ESG の視点

コロナ禍において、長期目線での企業の持続可能性（サステナビリティ）への注目度が高まっている。株式市場では、各国の金融緩和による流動性の高まりから「Safe Haven（資金の安全な避難場所）」としての ESG 投資が加速する動きも見られる。各紙面でも取り上げられている IIF（国際金融協会）¹⁴による ESG 型 ETF への資金流入額の増加もその証左の1つだろう。すなわち、ESG 経営に積極的に取り組む企業は中長期で見てもコロナ禍における企業価値の毀損が少ないとして市場の信頼性が高いということだ。

企業の ESG への取り組みに関して、コロナ禍において、脱炭素など環境面への取り組みや、従業員の健康・安全、雇用やサプライチェーンの維持といった社会課題への関心が強まる傾向が見られる。欧州連合（EU）を中心に議論が進められている「グリーンリカバリー」¹⁵は、代替エネルギーの開発や温室効果ガスの排出抑制など環境保護につながる分野への投資を増やし、コロナ後の経済復興と脱炭素社会への移行を両立させようという考え方である。人間が未知のウイルスに感染しやすくなった背景に環境破壊や地球温暖化があるとの専門家の指摘もあり、アフターコロナの世界をクリーンな世界へ転換していこうとするのは大きな流れである。こうした流れにより、これまで以上に、地球温暖化、生物多様性、水資源、廃棄物処理などといった環境負荷低減への取り組みが企業に求められるだろう。また、これまで「E（環境）」や「G（ガバナンス）」

¹⁴Institute of International Finance, 70 カ国以上 450 超の会員を擁す金融業界における国際的な協会。

¹⁵2020年4月14日に欧州議会により立ち上げられた新型コロナウイルス感染後の欧州経済の回復を官民連携で推進する非公式のアライアンス。提唱者は欧州議会の環境・健康委員会議長を務めるフランス選出のパスカール・カフィン（Pascal Canfin）氏。

に対してやや注目度が低かった「S（社会）」に関してもコロナ禍により再認識されている。在宅勤務の拡大は働き方の多様化を生み、企業は、従業員の労務管理や健康管理に一段と配慮する必要性に迫られている。テレワークに関しては、様々な問題点が議論されているが、人事評価システムを含む社員のモチベーション維持やメンタルヘルスケア、情報漏洩や社内規定違反といった内部不正などへの対応策が企業には求められてこよう。さらに、コロナ禍で傷を受けた国際的なサプライチェーンの再構築も必要だ。安価な労働力を求めた児童労働や強制労働といった人権侵害におけるリスク対応や下請け業者の保護は引き続き重要な視点であり、これらのステークホルダーとのコミュニケーションは一層重要視されよう。一方で、コロナ前において投資家の注目度が最も高かったのが「G（ガバナンス）」である。企業の経営者には今後、ニューノーマルな社会に向けての経営のかじ取りが求められる。上記「E」や「S」で求められる視点もそれらの1つだ。自然災害やパンデミックは今後もいつやってくるかわからない。予測不能な市場環境を乗り切る強靱なガバナンス体制は企業のサステナビリティを左右する重要な視点である。

4. おわりに

今回のパンデミックで、我々は認識の抜本的な変化を余儀なくされよう。地球環境の変化、自然災害、パンデミックなど、これまで多くの専門家はその危機に警鐘を鳴らしてきた。それでも我々はどこか他人事で、そのうちそのうちと対策を先延ばししてきた感が否めない。今回のコロナ危機により、国家や企業、ひいては我々自身も大きな代償を払うことになった。我々は、地球環境（E）の中の社会（S）に存在し、国家や企業という形でそれらを統治（G）している。短期主義からの脱却が今まさに迫られている。「怠惰のつけは高くつく」という今回のパンデミックで学んだことをしっかりと心に受け止めたいものである。

執筆者紹介

村形 真樹子 Makiko Murakata

リスクマネジメント事業本部 コーポレート・リスクコンサルティング部 サステナビリティ推進グループ
上席コンサルタント

SOMPOリスクマネジメントについて

SOMPOリスクマネジメント株式会社は、損害保険ジャパン株式会社を中核とするSOMPOホールディングスのグループ会社です。「リスクマネジメント事業」「サイバーセキュリティ事業」を展開し、全社的リスクマネジメント(ERM)、事業継続(BCM・BCP)、サイバー攻撃対策などのソリューション・サービスを提供しています。

本レポートに関するお問い合わせ先

SOMPOリスクマネジメント株式会社

総合企画部 広報担当

〒160-0023 東京都新宿区西新宿 1-24-1 エステック情報ビル

TEL : 03-3349-3500 (2020年9月1日変更)