

したが、申し上げたことはおおむね政策の骨格として取り入れていただきました。詳細は後で御説明しますが、三段階に分けた政策対応に加えて長期戦をにらんで、感染症に対するレジリエンス、耐性の強い社会をつくっていかなくてはいけないということ。感染症の拡大の防止と、社会・経済活動の持続性を両立していくことが非常に大きなポイントです。

三点目としては、ポストコロナで大きく八つのグローバルな構造変化が起きてきますが、その中で日本はどう対応するかについてです。

最後に、株式市場です。株式市場が少し楽観的な材料を織り込み過ぎているように感じていますので、感染が拡大する中で、将来的にむしろ反落のリスクが出てくるのではないかということですね。

以上、四点について、実際のデータを使っても

う少し詳しくお話しさせていただきたいと思えます。

なお、たまたまですが、本日のテーマによく似たタイトルの「ポストコロナの経済学」を先日出版いたしました。おかげさまで、先週、日本橋丸善で、ビジネス書一位を頂戴いたしました。こちらも機会がございましたら御笑覧ください。

一、新型コロナウイルスの影響

(感染症とグローバルゼーション)

さて、感染症とグローバルゼーションは歴史的にみるとセットで進行してきています。この問題は恐らく長期化する可能性が高く、かつ「ウィズコロナ」という言い方がありますが、感染症を完全に制圧することはできないので、どうやれば感染症と共存できるのか。そのような社会のあり方

を探っていくことが本質的に重要なポイントだと考えています。

古くはシルクロードの時代、五世紀〜八世紀に天然痘がインドから世界へと広がります。そして、仏教と同時期にこの天然痘は日本に渡ってきて、聖武天皇がその治癒を願って東大寺の大仏などを建てます。

また、モンゴル帝国の時代の一四世紀には、ペストが流行して、これによって農奴解放が行われて封建制が終わります。教会の権威も失墜し、中世が終わって主権国家を中心とした近代が成立します。

さらに、一六世紀の大航海時代には天然痘がスペインから新大陸に伝わって、これによってインカ帝国やアステカ帝国が滅亡の憂き目に遭います。

そして、東インド会社の一九世紀〜二〇世紀

は、コレラがインドから世界へと広まりました。

日本ではいろいろな学説がありますが、一つの考え方としては、コレラを伝えてきた外国人に対する排外運動的な意識から、尊王攘夷思想が高まって倒幕へとつながったという見方もあります。

最後に、第一次世界大戦の二〇世紀初頭、スペイン風邪で四〇〇〇〜五〇〇〇万人の方が亡くなっています。戦争で亡くなったのは九〇〇万人でした。

このように、感染症の拡大はさまざまな局面で歴史の非常に大きな転換点であり、とりわけ中世から近代への移行の転換点になっていることを学び取る必要があります。

(経済への影響・三つのシナリオ)

それでは、一点目の経済に対する影響ですが、私どもは三つのシナリオを想定しています。

まず、①短期の収束シナリオで、六月ぐらいでめどが立つ前提です。これはすでに現実的ではありませんが、多くの国際機関はおおむね短期の収束にのっとったシナリオを前提としました。

このときの日本の二〇二〇年度のGDPは五・一％程度の落ち込みです。

これに対して、②長期化シナリオは、来年までずれ込んでいくシナリオで、九・四％程度の落ち込みです。

そして、③長期化した上に金融危機を併発するシナリオです。貸し渋りなどが起きる最悪のケースで、一六・三％程度落ちます。額にして八〇兆円程度のGDPに対する下押し圧力が働く見通しです。

この三つのシナリオでは、今まで①が暫定的な前提でしたが、今は徐々に②の蓋然性が高まってきています。

この①と②のシナリオで、コロナが全くなかったときの二〇二〇年の日本のGDPに対して、下押し圧力がどれぐらい出るかというシミュレーションをしてみました。

①の短期の収束で終わったとしても六・二％。そして、②の長期化であれば九・二％とみています。リーマン・ショックの後の暦年の経済成長率がマイナス五・四％ですから、今終わったとしても、下押し圧力はリーマン・ショックのときを凌駕する、極めて大幅なマイナスの影響が懸念されます。

最も大きい下押し圧力は、世界経済の悪化です。次に大きいのは、自粛や緊急事態宣言による個人消費の抑制。三番目がインバウンドの減少です。

今後長期化してくればリーマン・ショックの二倍ぐらいの下押し圧力が働くということです。

短期収束の前提で今年度の成長率をみると、マ
イナス五・一%、来年度もプラス二・九%にとど
まる予測です。

短期で終わったときはある程度成長率は戻りま
すが、もとの水準には戻りません。長期化すれ
ば、戻る力すら働きません。以前は国際機関など
も短期の前提でみていましたが、方向としては少
しずつ長期の蓋然性が生じているという認識で
す。

(リーマン・ショックとの大きな違い)

次は、一つ目の論点の大きなポイントである
リーマン・ショックと新型コロナウイルスの比較
です。

まず、ヒト・モノ・カネで言えば、リーマン・
ショックはおカネの流れが止まったのに対して、
新型コロナウイルスは、ヒトとモノの流れが止

まっています。

もう一つ重要な点は、リーマン・ショックは、
いわゆるトリクルダウンのようなものでスピード
はゆっくりでした。最初に海外の金融機関の経営
が悪くなって、海外経済、日本の輸出、日本企業
の収益の順で悪化し、最後は個人の所得が悪く
なって個人消費に波及するというメカニズムでし
た。ところが、今回はスピードが極めて速いので
す。特に、運輸、観光、外食などは、すでに九割
減という壊滅的な打撃を受けています。スピード
が全く違います。

もう一つ、前回のリーマン・ショックのとき
は、悪くなったのは企業部門、つまり輸出と設備
投資が中心です。その年の日本のGDPは五・
四%落ちましたが、寄与度でみると、五・四%の
中で四・九%分は企業部門の輸出と設備投資で、
残りのわずか〇・五%がその他の部門、個人消費

については微減でした。

今回は、海外経済が悪くなって輸出が総崩れ、企業部門も総崩れです。また、自粛や緊急事態宣言で個人消費も全然だめな状況で、中身としては今回のほうがかなり厳しいです。

あえて、今回がリーマン・ショックよりもましな点を挙げると、バーゼルⅢやボルカールールなどによって、金融部門の検査がかなり進んだため、リーマン・ショックのときと比べれば、相対的には金融システムは健全です。ここは不幸中の幸いといえます。

他方で、悪い点は五点もあります。

一点目は、政策対応の余地が非常に少ないことです。特にマクロ政策が、不況のために非常に効きにくくなっています。アメリカの中央銀行が利下げをしても感染症は止まりませんし、サプライチェーンの問題も利下げによつては解決しませ

ん。中央銀行のパウエル議長御自身が、政策が効きにくいと言っています。

加えて、リーマン・ショック後は、中国が四兆元、五七兆円ぐらいのお金を出して、世界を救ったわけですが、今、中国は震源地でもあり、財政状況が悪くなっているのです。当時のような大盤振る舞いは難しい状況です。また、財政状況は各国、軒並み悪くなって、アメリカも金利がゼロなので、政策の発動余地も小さいところが、まず第一の悪材料です。

二点目は、財政悪化のリスクです。リーマン・ショックはある種の人災です。つまり、突き詰めれば、人間の強欲さやリスク管理の甘さなど、人間に何らかの原因があつて起きています。しかし今回は、少なくとも表面だけをみれば、かなり天災の色彩が強いです。そうなると、特に日本のような同調圧力が強い国では、青天井に財政を出す

ことに歯止めがかかりにくく、費用対効果を無視した大盤振る舞いによって、結果的には、将来に大きな禍根を残すというリスクがあります。

三点目が、サプライチェーンへの打撃です。今回は需要サイドと供給サイドの両サイドのショックなので、これによって局所的なスタグフレーション（不況下の物価高）が起きてくるリスクが、とりわけ中長期的な観点から存在します。

四点目としては、グローバルな過剰債務です。

これも非常に深刻な問題で、特に世界中の企業が一本調子で今、借金漬けの状況になっています。特に新興国が非常に厳しい状況で、そこから金融システムの毀損や潜在成長力の低下につながるリスクがあります。

最後は、感染症の拡大は生命科学の話で、いつ歯止めがかかるのか不透明なことです。いつワクチンができるかは、人知を超えた部分なわけで

す。

総じてみると、量的な面だけではなくて、質的な面を考えて、やはり今回のコロナショックのほうがリーマン・ショックよりもはるかに悪性の不況であって、言ってみれば、世界大恐慌以来、戦後の中では最悪の不況であるという認識を根底のところまで持つ必要があるのではないかと思います。

（各種データが示すコロナの影響）

ここからは、やや細かいデータについて、結論だけ御説明させていただきます。

最初は、Stringency 指数です。これは、各国政府による感染拡大防止策の厳しさを指数化したものです。各国の規制の厳しさと各国の景気（GDP）の落ち方の関係をみると、日本のように法律で強制せずに、個人の自主性に任せて非常に緩

やかな抑制をした国は、景気の落ち方自体は小さくなっています。これに対して、中国など強制的に一気に止めた国の景気はかなりの落ち込み方をしています。

ただ、この後の動きとしては、厳しく強制的に止めた都市のほうがバウンドは早く、日本のように緩やかに止めた国は、緊急事態宣言を止めたとしても、一気に景気が戻る形にはなりにくい特性があります。

次に、食料や被服などの基礎的な支出と外食・宿泊、娯楽・交通などの選択的な支出の推移をみてみます。コロナ発生後、基礎的な支出はほとんど減らず横ばいですが、不要不急の選択的な支出が相当落ちていきます。計算では、緊急事態宣言を一カ月間出すと、消費は四・五兆円落ちます。ですから、一年間続けると、五十四兆円落ちる計算です。宣言解除後の今も、恐らく個人消費はまだ

自粛的な状況なので、月間ベースでみれば三兆円程度の抑制の圧力がまだ働いてくる可能性があると考えられます。

次は、政府の緊急経済対策とGDPの押し上げ効果です。政府は、一三三兆円の二回の対策によつて、GDPが五・三%上がると計算しています。しかし、この対策の中身を見ると、土地の取得なども相当含まれているので、真水ベースで考えると、恐らく約一・一%とみています。民間予測も私どもと大体同じぐらいの数字ですから、この程度の下支え効果しか期待できないと考えています。

また、雇用ですが、長期化シナリオで、来年までずれ込んだときに、自然体で何もしないと、雇用量数は約三百万人減り、失業率は六・七%まで上がるとみています。やはり雇用対策は引き続き万全の対策を打っていくことが必要といえます。

最後は、訪日中国人の影響です。昨年、中国からは一〇〇〇万人近く訪日しています。産業連関

表などを使って計算すると、訪日中国人が一〇〇万人減ると、日本のGDPに対しては二五〇〇億円程度の下押し圧力がかかります。もし中国人が全く来ないとすると、GDPベースでみて二・五兆円ぐらいの下押しになります。都道府県別の影響では、静岡県が一番厳しくて、奈良県、愛知県、山梨県も中国人に対する経済依存度が高いので、地域経済に対してマイナスの影響が働くことになります。

ここまで申し上げたことのポイントは、リーマン・ショックと比べて、量的な面だけではなくて質的な面で見てもかなり悪性の不況であって、来年にずれ込むようであれば、リーマンのときの二倍、もし金融システムに飛び火をするようであれば、リーマンのときの三倍以上の下押し圧力が懸

念されるということです。

二、新型コロナウイルスへの政策対応

(政策提言の全体像)

冒頭お話ししました、三月末の自由民主党の会合で提言いたしました政策の最も重要なポイントは、政府や安倍政権が国民の生命と暮らしをしっかり守るというメッセージを迅速に出すことです。

そして、感染症が拡大している限りはこの問題は収束しないので、医療にしっかりとお金をかけて、医療崩壊を防ぐことが非常に大きなポイントです。その上で、三つのステージに分けた政策を打っていく必要があります。

第一ステージは、感染症が拡大している間は生

生活保障に重点を置き、雇用を守り、中小企業を倒産させないということです。この第一ステージでの生活保障で一番好ましいのは、現金を給付することです。違うものでやるにしても、商品券のような、なるべく現金と性質が近いものによって生活の保障を迅速に行うということが必要です。

第二ステージは、まさに今話題になっているGotoキャンペーンのように、感染症の収束にある程度めどが立ってきたところで、本格的な需要喚起策を打って、国内観光や地方創生などを促していくことです。より消費に回りやすいような商品券やクーポン券、減税などが好ましいです。

個人的には、今のGotoキャンペーンはやや見切り発車的に、相当無理のある形で始めてしまったと考えています。べき論としては、もう少し待って、一度落ちついたところで万全の状況で行うべきではないかと考えます。

第三ステージはプロアクティブ（攻め）な政策です。Society5.0を推進することによってリモートな社会、テレワーク、オンライン診療、オンライン授業、インターネット選挙などを推進します。さらには、危機管理を強化してサプライチェーンを再構築することによって、将来的には産業構造の新陳代謝が起きて、企業の新陳代謝も促進すると考えています。

これらを手順を踏みながら、しっかりとパッケージとして行っていくことが必要です。

（感染症対策と経済対策のバランス）

最近、私が強調しているポイントの一つが、亡くなられる方には二通りあるということです。一つは感染症、もう一つは経済苦による死亡です。政府がやらなくてはいけないことは、医療の専門家だけの話を聞いて、感染症による死亡だけを最

小化するのではなくて、経済苦での死亡との両方をトータルでみて、国民の尊い命を守れるかどうかを総合的に判断することです。

有名な生物学者の福岡伸一先生が、一つの思考実験として、例えば二週間、全ての家族が大量の食物と飲み物を持ち込んで家の中に閉じこもった場合を挙げられています。そこでコロナに感染すると、残念ながら亡くなられる方も当然出るわけですが、それがあつたとしても二週間経てば、理論上は世界からこの病気を根絶することは可能だということなのです。

ただ、それをしてしまえば、経済活動は全く回らなくなるし、ライフラインのものも動かなくなる可能性があります。経済の悪化と感染症の拡大防止はどこで折り合いをつけてバランスをとっていくかが政府の仕事なのであって、緊急事態宣言のときは経済を傷めつけ過ぎて、感染症に

よる死亡だけにウエートを置き過ぎたのではないかと思っています。

自殺者数と失業率には比較的強い相関があります。非常に残念なことに、1%の失業率上昇で自殺者が一八〇〇人ぐらい出てきます。

一カ月間、緊急事態宣言を行うと失業率は1・2%上がります。ということは、この一八〇〇人に一・二を掛けると、二一六〇人です。一カ月間、緊急事態宣言をやると、理屈上は二一六〇人の方が自殺されてもおかしくないわけです。それだけのことをやっているということを政府は肝に銘じた上で、感染症の拡大防止と経済・社会活動の持続性のバランスをしっかりとっていく必要があるのです。つまり、トータルでみたときに、亡くなられる方をどうやれば減らすことができるかが大事なわけです。

例えば経済対策という面では、もし一年間、緊

急事態宣言をやると消費は五四兆円落ちますから、これを全部補填すると、国家予算の半年分ぐらいが飛んでしまいます。しかも感染症の拡大がとまらない限りは、ざるに水を注ぐようなもので、永遠に痛み止めを続けなくてはいけなくなります。

ですから、一三三兆円の対策の中の数兆円をワクチンの開発や治療薬の開発、もしくは保健所やクラスター班の増強に向けます。クラスター班は、もともと三〇人ぐらいで、今一〇〇人ぐらいに増やしていますが、恐らくは数十億円単位のお金です。大事なのは、わずか数兆円のお金を医療崩壊防止に向けることによって、年間で五四兆円の消費減に歯止めをかけることができるということです。特定の地域や業種に対してピンポイントで問題を潰していく。そのかわり、全体の経済を回していくような政治の知恵が求められていると

考えています。

また、検査体制の整備による医療崩壊の防止も必要です。PCR検査は中国と比べれば一〇〇分の一ですし、少し前まで日独は同じぐらいだったのが、ドイツは約五倍に拡大しています。

さらに、今は全国ベースのコロナのデータベースがないので、それぞれの地域が独自にいろいろなデータを集めています。これを一元管理し、その上で民間に開放して、ITなどの民間の知恵を活用しながら解決を図ることも必要です。

そして、大事なのは感染症を制圧することではなくて、オンライン診療の拡大などによって、感染症と共存できる耐性が強いレジリエンスのある社会をつくっていくことです。

また最大のポイントは、感染者の数ではなくて、いかに死者の数を減らせるかです。そのあたりを含めて、全体的にバランスのとれた政策

を図っていくことがカギになってきます。

三、ポストコロナ時代に想定される八つの構造変化

(八つの構造変化)

次は三つ目の論点です。ポストコロナの時代には大きく八つのグローバルな構造変化が想定されます。

一点目が、新自由主義・グローバル資本主義からSDGsを重視したステークホルダー型の資本主義への転換です。

二点目として、パンデミックの逆進性（格差拡大）です。アメリカでは人種によって、黒人と白人で死亡率が二倍ぐらい違います。パンデミックの逆進性という問題から、社会がかなり不安定化して、反グローバリズムやナショナリズム的な動

きが強まってくるのが懸念されます。

三点目は、米中対立の激化で、資本主義と共産主義の最終決戦です。新年の討論会でも申し上げたかもしれませんが、ブレア元首相が「History is back」と言っています。

これは何かというと、フランシス・フクヤマが『歴史の終わり』という本で、共産主義と資本主義の戦いの中で、共産主義が敗退し、ソ連が崩壊したことで一度歴史が終わったと宣言しています。これに対するアンチテーゼとして、ブレア元首相が、もう一回、中国が息を吹き返して「History is back (もう一回歴史が戻ってきた)」と言ったわけです。

そもそも、共産主義がだめになったのには、大きく二つの理由があります。一つはモラルハザードです。要するに、働いても働かなくても結果が同じなのであれば、皆怠けるようになってモラル

ハザードが起きました。二点目としては、共産主義では、中央エリートの能力は市場よりも高いと考えていたのですが、実際には市場のほうが先々の需要を読む力があるかに強くて、中央エリートの需要の読み違いが相次いだことです。この二つの致命的な欠陥によって共産主義が敗退して、一度歴史は終わったかにみえました。ところが、AIやITのような技術進歩によって、もう一度、共産主義が息を吹き返しています。

まずモラルハザードの問題は、今、中国は一四億人の顔認証を完成し、二億台と言われているカメラで監視しているので、怠ける人がいなくなっています。例えばUberバイツのような宅配でも、昔はつまみ食いばかりでしたが、今つまみ食いをすると、一生仕事を失ってしまいます。それから、結婚やお金を借りるなどさまざまな局面で、悪い履歴があると不利になります。このよう

な徹底的な監視社会をつくることによって、怠ける人がいなくなったということが一点目です。

二つ目の需要の読み違いについては、ビッグデータの活用によって克服されました。もともと共産主義、社会主義は、データを中心としたデータ資本主義というかデータイズムの経済のあり方と非常に親和的な特性を持っています。この二つの理由から「History is back」で、もう一度中国が立ち上がってきて、これから共産主義と資本主義の最終決戦が行われることになります。

四点目は、グローバルなサプライチェーンの再構築です。今までのサプライチェーンは、平時の経済状況、例えば為替のコストやこの国の生産コストは何ドルだという極めてナイーブな生産関数からはじいたサプライチェーンでした。これからは、やはり有事、例えばパンデミックもそうですし、日本でいえば首都直下型の地震や南海トラフ

地震などです。それから経済だけではなくて、エコノミック・ステイトクラフトといわれる国防まで、平時だけではなく有事も視野に入れて、サプライチェーンのグローバルな組みかえが必要になってきます。

五点目が、グローバルな過剰債務の問題です。特に新興国が非常に深刻で、金融システムの問題や潜在成長率の低下が懸念されます。

六点目として、財政収支の悪化（大きな政府）です。今回の問題は人災ではなくて天災という色彩が強いわけですから、同調圧力があって、大盤振る舞いすることに誰も反対しません。その結果起きていることは、財政政策と金融政策の境目が融合し非常に曖昧になっていることです。例えば国民の血税を使ったり資源を配分するのは、中央銀行ではなくて、民主的に選ばれた政府が行う仕事です。このような民主主義の原理原則から考え

ても、これから非常に深刻な問題が起きてきます。

七点目は、産業構造の激変です。テクノロジー、ジー、医薬品、水、衛生、食料、再エネ、教育、このようなサステナビリティにつながったり非接触型の分野は比較的好調です。一方で、運輸、外食、レジャー、エンターテインメント、ホテル、シェアリングエコノミーは接触型で苦戦が予想されます。また、エネルギーや商業用不動産も、バランシートがかなり重く苦戦が予想されます。不動産については、リモートワークが進むと地方の不動産は上がっても、都市部の不動産は恐らく上がりにくいので、下値不安を抱えた状況が出てくるとみています。

八点目としては、地方創生の千載一遇のチャンスが生じることです。今まで人類の社会は、数千年の単位で中央集権型のあり方を目指してきました

たが、これが分散型のネットワークに移行するとみえています。

この八つの構造変化を念頭に置いた上で、これから日本の政府も企業も個人も、どのように生きていくかをしっかり考えていくことが必要です。

（これからの資本主義と日本の立ち位置）

この八つの中で、特にポイントになるところを御説明します。

まず資本主義の大きな流れを極めて単純化して言うと、株主が強いか、労働者・従業員が強いか、言葉をかえれば、お金が大事か、ヒトが大事かです。このお金が大事か、ヒトが大事かで、過去数百年、資本主義は揺れ動いてきました。

つまり一九七〇年代末のいわゆる新自由主義から、レーガン・サッチャリズム、グローバル資本主義時代へ、さらに振られて、株主の近視眼的な利

益だけが過度に重視される非常にバランスの悪い資本主義になりました。

恐らくこれから揺り戻しが起きてきます。なぜかというところ、現象面でみれば、今マイナス金利の状況です。マイナス金利ということは、相対的にみて、今ほど歴史的にお金の価値が落ちている時代はないということです。それよりもはるかに重要な点は、これからAI（人工知能）が出てくると、ほとんどの単純労働は機械に代替されてしまいますが、AIや機械ができない人間ならではの能力がこれからの資本主義の最終的な付加価値の源泉になってくることです。

その一つが、対人関係能力です。一般的に看護師の仕事は残る一方で、医師の仕事は徐々に機械に代替されるとみられています。

もう一つが、価値判断能力です。例えば自動運転車が、右に行くと一人の人を殺してしまい、左

に行くとき五〇人の人に瀕死の重傷を負わせてしまおうというときに右を選ぶか、左を選ぶか。これはAIには判断できないわけで、人間の哲学や判断が問われてきます。

加えて、例えばハンドルの遊びのような、ある種のいいかげんさの能力もあります。物事を抽象化するというのは、多くのものを捨てて、何かを感覚的に拾い上げているわけです。抽象化には、人間ならではのいいかげんさというか、ハンドルの遊びのような要素があります。

仮にAIが人類の社会を運営していたとすれば、AIはロジカルで理屈を変えないので、恐らく人類社会は相当早い段階で滅んでいったと思います。ところが、人間は感情的に移ろいますし、またいいかげんですから、アドホックにルールを変えて、生存本能があることによって生き残ってきたわけです。そのAIができない、人間ならではの

の対人関係能力、価値判断能力、ある種のハンドルの遊びのようないいかげんさが、これからの新たな資本主義では、付加価値の源泉になっていくと考えられます。

もう一つ大事なことは、株主と従業員の関係です。今までは両者は、対立の構造にあって、従業員に使うお金は後ろ向きのコストでした。これからは、例えば、なでしこ銘柄、健康経営銘柄といった社員が働きやすい会社をつくると、その会社には良い人材が集まり、就職ランキングも上がって、収益も上がり、株価も高くなるという、株主と従業員の利害が一致する新しい資本主義へと入っていきます。

これを日本と西洋で比較してみます。単純化して言えば、西洋は一神教、そして事実上の身分制（エリート主義）です。それから、哲学的にもデカルトで、これは、自然は大きな機械だと考

えて、いずれは自然を全て解明して征服できるといふ不遜な考え方です。一方、日本は多神教であり、より平等な社会であつてエリート主義でもありません。また、主客一体の、より実践的な性格を持つて自然と一体化するような考え方を尊ぶわけです。つまり、これまでの資本主義は比較的西洋と親和的で、日本は負け組だったわけです。もちろん、日本も直さなくてはいけないところはたくさんありますが、もともとの日本文化は、ポストコロナの資本主義のあり方と非常に親和的な性格を持っています。これから特に日本が労働市場の徹底的な改革をして、新たな資本主義のモデルをつくることができれば、もう一度、資本主義のフロントランナーに躍り出るような潜在的な力を秘めているといえます。

(警戒すべき国々)

世界の企業も家計も借金漬けです。民間の非金融機関は、リーマン・ショック後も一本調子で借金が増えていきます。また、政府も借金が非常に増えていて、特に新興国は借金が非常に厳しい状況です。

貸し渋りがGDPに与える影響を具体的にみると、世界大恐慌並みにレバレッジが五〇%縮んだ場合、ヨーロッパでは、GDPは一四・六%落ちます。日本も六・九%落ちますから、金融危機が万が一起きると、グローバルにみて本当に壊滅的な打撃を受けるわけです。これに対して、それを阻止するような手だてを早めに打つていくことが必要です。

コロナの感染者数をグローバルにみると、先進国はある程度小康状態ですが、新興国は非常に深刻な状況で、特にブラジルなどが非常に厳しく

なっています。

新興国の債務のリスクで、一番厳しいのがアルゼンチン、それからエジプト、トルコ、南アフリカの順です。

一週間の人口比の新規感染者数をみると、カタール、エジプト、コロンビア、インド、ロシア、ナイジェリアが多く、しかも、これらの国々は医療体制も非常に脆弱です。

また、違う角度で、もし原油がもう一回安くなると、サウジアラビア、ブラジル、ロシアという国々が厳しくなります。

このようにいろいろな角度から、特に注意すべき国は、ブラジル、ロシア、トルコ、南アフリカの四カ国で、常に慎重に見極める必要があります。

新興国で債務問題が起きたとき、どの国がそうした新興国に対して貸し込んでいるか。先進国も

ある程度は貸し込んでいますが、もう一カ国警戒すべきは、特にこれらの国々に貸し込んでいるスペインです。新興国のリスクがスペインに飛び火をして、スペインからさらに先進国に飛び火をする可能性がありますので、結節点としては、スペインを相当しつかりと見ておく必要があります。

(ポストコロナの成長産業)

産業構造では、非接触型のテクノロジーや、安全や命にかかわる医薬品、水、衛生、食料、再エネ、そしてSDGs的な観点から教育などの産業が、ポストコロナの世の中で伸びていくとみえます。

より具体的には、フィンテック的な分野、三密を避ける意味で空間のリノベーションや空調などの業種が伸びます。

もう一つ強調したいのは、サブスクリプション

モデルです。これはコロナの前から流行していたビジネスモデルですが、単純にモノを売るのではなく、提供する会社のセンスや目きき力が問われるということです。金融でいえば、ラップ口座はサブスクリプションと根っここの部分では同じようなものだと思います。

そして、バーチャルリアリティーです。私がシリコンバレーでベンチャー企業を視察したとき、彼らが言うのは、例えばニュース現場のにおいや音も含めて、一時間後ぐらいにバーチャルリアリティーによって追体験できるような世の中が来るということ です。

また、買い物や旅行は、極めて高級でぜいたくな空間を使ったリアルのもと、あとは全然お金を使わないバーチャルなものに二極化していきいます。あらゆるものが二極化していくので、そのあたりを含めたマーケティングやビジネスモデル

の構築が必要になります。

他方で苦戦が予想されるのは、接触型や需要が減ったりバランスシートが重くなる産業です。

一〇〇〇年ぐらいの時間軸で考えると、中央集権型から分散型のネットワークへ移行しています。今まで、都市への集中、密度の向上、密閉、それから産業資本主義的な、郊外から中央に働きに行くような社会をつくってきたわけです。これが地方への分散、密度の低下、開放、そして今、自民党が打ち出しているデジタルな田園都市構想へと移行していくこととなります。大平内閣の田園都市構想には非常に多くの学ぶ点があります。デジタルな形で職住一体の世の中をつくっていく地方創生の千載一遇のチャンスが出てきたということ です。

四、金融市場の展望

最後に、日本の株式市場ですが、決して極端に割高だとは言いい切れない位置にいます。過去に売られ過ぎたのは一九七四年のオイルショック、二〇〇三年の日本の金融危機、そして二〇〇九年のリーマン・ショックから民主党政権下の三年間で、大局的にみれば、今はずっと売られ過ぎの陰の極のところから少し戻ってきた状況です。

世界の感染死者数の増減と株価の関係をみると、アメリカの株でも世界株でもほとんど同じ動きで、感染者数が若干先行するという傾向がありました。

ところが、今この両者の関係が少し拡大して、感染者は結構厳しい状況ですが、株価自体が少し前倒しで、楽観的な見方で上がっています。私は

今の株価はグローバルにみて楽観的過ぎて、これから第二波、第三波が来る中で、むしろ少し上値が重くなってくる可能性をみておく必要があると考えています。

特にアメリカの市場は、少し行き過ぎの状況です。ノーベル賞学者シラー氏のシラーPERで過去一〇〇年以上の推移をみると、今回のコロナが起きる前の時点で、一番割高だったのがITバブルのとき、二番目に割高だったのは、一九二九年の世界大恐慌と今回で、コロナをきっかけにして一度崩れて、ある程度妥当とされる二五倍ぐらいまで調整しましたが、直近のデータでは、もう一回上がって、また三〇倍のところまで戻っています。もちろん、IT関連は強く、その他は弱いという二極化した状態が続くにしても、これから第二波が拡大する中では、どちらかといえば株価がこのまま一本調子で上がるのではなくて、むしろ

反落する可能性をみておく必要があると考ええます。

小林喜光経済同友会前代表幹事から勧められて、カミュの『ペスト』を読みました。そこで言われているのは、ペストと戦う唯一の方法は誠実さであり、一人一人の人間が自分のできる範囲で自分の目先のことをしっかりやっていくことの積み重ねだということです。

今日もそのような気持ちでお話をさせていただきました。どこまで自分に与えられた役割を果たすことができたかは心もとないところですが、これで私のお話を一度区切らせていただきます。

御清聴ありがとうございます。(拍手)

○増井理事長 大変幅広く、文明論まで含めた、コロナの影響の全体像をお話いただきました。

若干時間がございますので、御質問等ございま

すでしょうか。

○質問者A エコノミストでいらっしやるので一つ質問させていただきたいのですが、今回のコロナショックとそれに対する対策が需給ギャップに与える影響あるいは自然利子率に与える影響をどうお考えでしょうか。例えば前回のスペイン風邪と比べ死者が少ないので、供給サイドは傷が比較的小さいのではないかと考えると、需要抑制策が効き過ぎて、非常にデフレ的になってしまっているかもしれないと思うのですがいかがでしょうか。

○熊谷 確かに死者が少ないというのはあると思いますが、他方でこれから懸念されるのは金融システムの毀損です。それに対する悪影響から全体の成長が押し下げられる部分を相当警戒しなくてはいけないと思っています。

例えば負債の残高とGDPは比較的似通った動

きをしますが、レバレッジや貸出残高によって経済自体に対してかなりの影響を持ちます。

そのあたりを考えると、金融システムが傷むことによって、GDPの実力に対する下押しの圧力も出てくることを考えなくてはいけないかもしれません。

もう一つ、例えばスペイン風邪のときにどのくらい自然利子率、潜在成長率が下がったかという研究もありますが、明らかにそのことによって少し断層が生じるような形で、単純に労働者が減っただけの要因ではなくて、国民の経済に対する態度などさまざまなものが、供給サイドの面を含めて変わってしまうことによって、かなりの下押し圧力がかかっています。

実は、今お尋ねを受けた潜在成長率がどのくらい下がるかについては、ピンポイントで数字を出せないか、いろいろと試算しています。いずれに

しても、現時点での中間的な結論としては、恐らく金融システムの毀損によって大分下押し圧力がかかること。それから人口が減らなかつたとしても、結果的には自然利子率が相当下がっていますので、そこは現時点で数字では申し上げることはできませんが、恐らくはかなり、それこそ〇・五とか一というオーダーで、グローバルにみて下押し圧力がかかってくる可能性があるのではないかと考えています。

○増井理事長 そのほかにございますでしょうか。——ほぼお時間になりましたので、このあたりで今日のお話を終えたいと思います。

最後に、本日の資料の中に、当研究所の最新刊『中国債券市場の未来』の案内を入れております。私どもが初めてIMFと共同出版した本で、相当力を入れてつくりました。ご関心のある向きはぜひお読みいただければと思います。

今日は大変幅広く、しかも、コロナ現下の一番重要な事項についてお話をいただきました。熊谷さん、本当にありがとうございました。（拍手）

（くまがい みつまる・大和総研専務取締役調査本部長
チーフエコノミスト）

（本稿は、令和二年七月二十一日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

熊谷亮丸氏

略 歴

【学歴・職歴】

1966年生まれ。1989年東京大学法学部卒業後、日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行調査部などを経て、2005年メリルリンチ日本証券・チーフ債券ストラテジスト。2007年株式会社大和総研・シニアエコノミスト。2010年同社・チーフエコノミスト。2014年同社・執行役員チーフエコノミスト。2015年同社・執行役員調査本部副本部長チーフエコノミスト。2017年同社・常務執行役員調査本部副本部長チーフエコノミスト。2018年同社・常務取締役調査本部副本部長チーフエコノミスト。2020年より現職。

【外部委員・役職】

政府税制調査会 特別委員（2020年～）、内閣官房「特定複合観光施設区域整備推進会議」委員（2017年～）、総務省「情報通信審議会」委員（2015年～）、総務省「独立行政法人統計センター役員選考委員会」委員（2019年）、総務省「速報性のある包括的な消費関連指標の在り方に関する研究会」委員（2016年～2017年）、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」有識者委員（2013年）などの公職を歴任。

経済同友会 幹事（2018年～）、経済情勢調査会委員長、政策審議会委員（2019年～）。同「中国委員会」副委員長（2017年～）、「Japan 20検討PT」副委員長（2017～2018年）、「欧州・ロシア委員会」副委員長（2018年）等を歴任。株式会社財界研究所「財界賞・経営者賞」選考委員会 選考委員（2011年～）。大阪経済大学客員教授（2013年～2016年）。

【著書等】

『ポストコロナの経済学～8つの構造変化の中で日本人はどう生きるべきか？～』（日経BP）、『この1冊でわかる 世界経済の新常識2020』（日経BP社。監修・共著）、『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』（日本経済新聞出版社・共著）、『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』（KADOKAWA。監修・共著）、『この1冊でわかる 世界経済入門』（日経BP社。監修・共著）など多数。

各種アナリストランキングで、エコノミスト、為替アナリストとして、合計7回、1位を獲得。現在、テレビ東京「ワールドビジネスサテライト」レギュラーコメンテーターとして活躍中。NHK「日曜討論」「ニュース7」「ニュースウオッチ9」「NHKスペシャル」、読売テレビ「ウェークアップ!ぶらす」、テレビ朝日「報道ステーション」などにも、頻繁に出演。