



2020年3月10日

## 新型コロナウイルス鎮静化後のシナリオ

京都橋大学教授  
公益財団法人 国際通貨研究所 客員研究員  
佐久間 浩司

まだ感染がどこで収まるか見えない時にこういうことを書いても、あまり気に留まらないだろうが、その日が来た後の回復軌道について頭の整理をしておきたい。V字型になるのかL字型になるのか、どのような要素が違いをもたらすのかという議論である。

目下、経済先行きにも大変悲観的な見方が広がっている。悲観論者が注目するのは、今回の出来事が2つの未体験の要素を持っていることだろう。ひとつは、これだけサービス化が進んだ経済での出来ごとだということだ。海外、国内を問わず観光、エンターテインメント、レストランやカフェでの飲食は自粛ムードである。周辺産業まで含めると、経済の相当の範囲に渡って影響を受ける生産者がおり、GDP全体の落ち込みはさぞ大きくなるだろう。

もうひとつは、世界のどの地域でも同時に起きているということだ。第一次大戦時のスペイン風邪も世界規模だったが、100年以上も前のことである。現代人にとっては今回が初体験の世界規模の伝染病だ。これまでの経済の落ち込みは、どこの国で起こっても、他のどこかの国が好調であり景気回復をサポートした。通貨危機後のアジアの回復には、IT革命を背景に好調だった米国経済があった。グローバル金融危機で先進国が低迷した時には、途上国が全般的に好調であった。しかし、今回は世界全体である。しかも需要の面でも生産の面でも最重要な中国の被害が大きい。これらを考えると、どうしても悲観的な将来予測にならざるを得ない。

今後の悪化の展開は、第1フェーズがサービス業を中心とする世界規模の需要の落ち込みだ。世界中で外出自粛ムードの今(1-3月期)は間違いなくその時期だ。これが4-6月期にどこまで食い込むのか楽観できない。2四半期が完全に需要後退期になると、雇用減少と所得減少による二次的な需要減少の第2フェーズが本格的に始まる。景気後退が金融機関の深刻な資産劣化につながると第3フェーズとなる。この段階に進むと、金融仲介機能が低下して、さらに実体経済が落ち込むことになる。

望みは日々薄くなっているが、仮に第1フェーズでウイルスの広がりへのピークが見えてくれば、V字回復も不可能ではないだろう。生産者が在庫を多めに持つとか、生産拠点の分散を図るなど、効率よりリスク回避に比重を置いた経営が広がり潜在成長率が下

がるという見方もある。しかし、じきに競争激化の中で元の効率性重視に戻っていこう。ただ繰り返すが、このシナリオは日々可能性が小さくなっている。

もし、次の第2フェーズで伝染の勢いが止まったら、V字とまではいかないが、L字型のような長期低迷に陥ることも避けられるのではないだろうか。経済の正常化に向け、世界が同時に動き出すのである。重しがなくなって全体で浮揚するときの相乗効果は大きい。そもそも敵はウイルスであって人間ではない。特効薬開発という全人類的な安堵が広がったり、そこまでいかなくても不明だったことが解明されれば、人と人の間の不信感のような経済活動の障害は残らない。

中国への不信を言う向きがあるが、それは習近平政権誕生以来のもので、新たな悪材料ではない。新型コロナウイルスは、今は不明な点が多いので防衛反応が過剰になっている可能性があるが、解明された結果、やはりこれまでのインフルエンザ程度の脅威だとなれば、ここまで経済活動を自粛する方が、害が大きいという冷静な判断が生まれる。

グローバルな需要後退が大きすぎて、金融セクターの不良債権問題に発展する第3フェーズまでいくとどうなるだろうか。実はこれも、冷静に考えると日本のバブル崩壊後のデフレや、リーマンショック後の欧米経済ほどのことではないのではないだろうか。なぜならば、今回の需要落ち込みは、過剰債務や過剰投資の結果ではない。長い時間がかかる“過剰”の調整期は基本的に不要である。エンターテインメントの我慢が需要落ち込みの発端だ。もちろん、サプライチェーンの分断による製造業の生産の落ち込みもあるが、過去の立ち直りを見る限り、供給体制の再構築に見せる企業の力は強い。ウイルスという共通の悪魔が消えた時の、あるいは悪魔との共存に慣れた時の人間の力は強い。

唯一、恐れる下振れシナリオは、今回の中国の社会混乱が、国内での政権の正統性への疑念につながったり、過剰債務問題に飛び火してしまうことだ。特に後者が起こると、グローバルなデフレすら視野に入ってくる。論理的に飛躍があるので、あくまでリスクシナリオである。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。