

## Inside

- 02 ウィズコロナ・アフターコロナの働き方へ期待すること ● 久我 尚子
- 03 新型コロナと芸術支援 ● 吉本 光宏
- 04 コロナショック後の金融市場動向 ● 上野 剛志
- 06 新型コロナが顕在化させた不確実性の高まる世界 ● 佐久間 誠
- 08 「老後2,000万円」騒動から1年、コロナ襲来で「つみたて投資」はやめるべきか、続けるべきか ● 井出 真吾
- 10 新型コロナ 第2波襲来の脅威 ● 篠原 拓也
- 11 「8月の円高」への警戒が必要に ● 上野 剛志



RESEARCH

# ウィズコロナ・アフターコロナの働き方へ期待すること



くが なおこ

01年早稲田大学大学院理工学研究科修士課程修了(工学修士)。  
同年株式会社NTTドコモ入社。  
07年独立行政法人日本学術振興会特別研究員(統計科学)。  
10年ニッセイ基礎研究所、16年7月より現職。



生活研究部 主任研究員 久我 尚子  
kuga@nli-research.co.jp

## 1——新型コロナで進む在宅勤務シフト

ビフォーコロナと大きく変わったことの1つに「働き方」がある。

緊急事態宣言の発令による外出自粛を受けて、企業等ではテレワークによる在宅勤務へと大きく舵が切られた。

既に緊急事態宣言は解除され、経済活動は再開されたが、ウイルスとの戦いは続いている。また、そもそもテレワークをはじめとした柔軟な就労環境の整備は「働き方改革」で進められてきた流れだ。

緊急事態下では、突発的な対応となった企業も多いだろうが、今後、自社にとってのデジタル(テレワークで在宅勤務)とリアル(オフィスへ入社)の最適なバランスを模索しながら、在宅勤務を併用する働き方が定着していくと見られる。

## 2——在宅勤務の増加で成果主義へ

在宅勤務が増え、オフィスへの出社が減れば、勤務管理や評価制度の仕組みを見直す必要が生じる。従来、日本企業で見られてきた時間管理を土台とした形から、欧米の成果主義型へと移行していくことが考えられる。

在宅勤務環境が整えられ、成果主義型へと移行すると、働く時間や場所の制約が弱まり、働き方は多様化する。

つまり、成果を出せば、あるいは、あらかじめ決められたタスクをこなすのであれば、9時から17時までオフィスで働くといった一律の形ではなく、都合の良い時間に都合の良い場所で働くことが認められやすくなるだろう。

## 3——多様な人材の活躍が期待

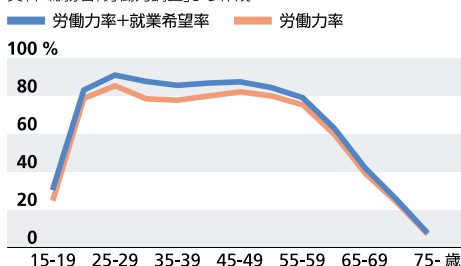
働き方が多様化すれば、労働市場で多様な人材が活躍できるのではないかと期待している。例えば、出産・育児などを理由に退職していた女性があげられる。

近年、「女性の活躍推進政策」として仕事と家庭の両立環境の整備が進められたことで、M字カーブの底上げが進んでいる。しかし、依然としてM字のへこみは存在しており、出産後に退職する女性も少なくない。

一方で、女性で働いていないが就業希望のある割合をM字カーブに足しこむと、実は、M字のへこみはおおむね解消する。[図表1]

[図表1] 女性の労働力率と就業希望率(2019年)

資料:総務省「労働力調査」より作成



働いていない理由は「出産・育児のため」(30.3%)や「適当な仕事がありそうにない」(27.7%)が多い。なお、「適当な仕事がありそうにない」理由について詳しく見ると、このうち4割は「勤務時間・賃金などが希望にあう仕事がありそうにない」というものだ。

緊急事態宣言下で、多くのオフィスワーカーが在宅勤務を主とする働き方となった。このような働き方であれば、仕事を辞めなくても続けられると感じた女性もいるのではないかと。また、介護との両立でも同様のことが考えられる。

## 4——働き方が変われば価値観も変容

働き方が変われば、働き手の価値観も変わる。そうなれば、長時間働けるほうが評価されやすいといった慣習も薄まり、男性の育休取得などにも影響を及ぼすのではないかと。

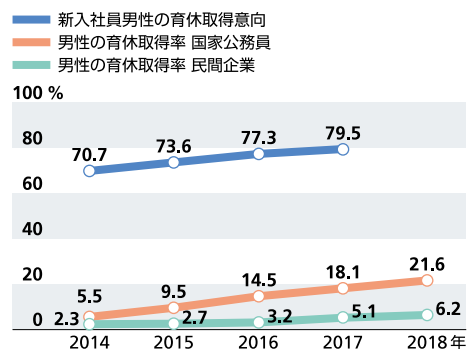
新入社員の男性の育休取得意向は2017年で約8割を示す[図表2]。一方で、男性の育休取得率は国家公務員でも2割にとどまる。調査対象層が異なるとはいえ、意向と実態には乖離があるようだ。

この背景には、組織にも個人にも、依然として「家事育児は女性が主としてやるもの」といった旧来型の価値観が根強く残っていることがあるのだろう。

新型コロナの感染拡大によって、雇用環境は甚大な負の影響を受けている。一方で、予期せずして、価値観が様変わりするような状況が訪れたことで、遅々として進まなかった変革が進むという正の側面もあるのではないかと。

[図表2] 新入社員の育休取得意向と男性の育休取得率

資料:育休取得意向は、取引財団法人日本生産性本部「新入社員の意識調査」、育休取得率は、国家公務員は人事院「仕事と家庭の両立支援関係制度の利用状況調査」、民間企業は厚生労働省「雇用均等基本調査」より作成





# 新型コロナと芸術支援

## 継続、再開の先にあるアートの可能性を信じて



社会研究部 研究理事 吉本 光宏  
mitch@nli-research.co.jp



よしもと・みつひろ  
89年ニッセイ基礎研究所。  
東京藝術大学非常勤講師、公益財団法人 企業メセナ協議会理事  
東京2020組織委員会文化・教育委員  
東京芸術文化評議会評議員 他多数。

政府が緊急事態宣言を解除し、東京都が休業要請を緩和したことから、中止や延期が続いていた文化イベント、休館状態にあった文化施設が再開に向けて動き始めている。しかし、3密状態で芸術を鑑賞する劇場や映画館、大型イベントなどは、直ぐに元どおりの運営ができる訳ではない。関係者は感染対策を徹底した再スタートの準備を進めながらも、様々な課題に直面しているはずだ。

新型コロナウイルスの感染拡大によって、文化関係者も大きな損失を受けた。その影響は、アーティストや芸術団体ばかりではない。照明や音響等の舞台技術者、文化施設のスタッフや制作者など幅広い層に広がっている。

4月以降、アーティストや芸術団体の窮状を支援するため、様々なクラウドファンディングが立ち上げられた。中でも「ミニシアター・エイド基金」には、1ヶ月間で約3万人から3億円を超える寄付が寄せられた。

文化イベントの中止・延期でとりわけ深刻な影響を受けたのは、フリーランスのアーティストや制作者、技術スタッフだろう。そうした人たちを救いたいと立ち上げられたのが「アーツ・ユナイテッド・ファンド(AUF)」だ。1人あたり20万円の支援を行うというもので、7月上旬に1,715件の応募から76件の採択が決まった。

企業メセナ協議会の「芸術・文化による災害復興支援ファンド(GBFund)」も、新型コロナウイルス感染症を対象災害に認定し、寄付を募っている。GBFundは、元々、2011年の東日本大震災の発生を受けて、「東日本大震災芸術・文化による復興支援ファンド」として創設されたも

のだが、災害に対する芸術・文化による支援を必要とするすべての地域に対応できる仕組みに発展していた。こうした動きとは別に、文化団体等に個別に億単位の支援を行った民間企業や財団もある。

新型コロナ禍における芸術文化への支援には3段階の対応が必要だ。①損失に対する緊急支援、②新型コロナへの対策を講じながら事業を再スタートさせるための支援、そして③ポストコロナの芸術のあるべき姿や新たな表現を模索する取組への支援、の3つである。

今、一番求められているのは、①のセーフティネット的な支援である。とにかく、芸術活動を継続するための支援が必要だ。一度活動が途絶えると再スタートは容易ではない。現在の文化の担い手、とりわけ若手芸術家が活動の継続を断念すれば、日本の文化的損失は極めて大きい。将来に禍根を残すことは必至だ。

次に必要なのが、ウィズコロナと言われる環境下で芸術活動や文化事業を再スタートさせるために必要な②の支援である。新型コロナウイルスの感染防止に必要な追加的経費をまかない、入場制限に伴う収入不足を補う支援について、知恵を絞り、準備する必要がある。これからはこの②の支援へのニーズが高まっていくだろう。

しかし、筆者が最も重要だと思うのは、③の長期的な支援である。新型コロナウイルスによって、これまでの社会の仕組みが大きく変わる中、芸術のあり方や社会的な役割にも、大きな変容と進化が求められている。そんな状況にあって、芸術は何を表現し、社会に何を訴えることができるのか。活動の自粛を余儀なくされ、自

宅に籠もって生き延びる術を模索しながらも、そう問い続けるアーティストは少なくないはずだ。

20世紀後半に急速に進展したグローバル리즘によって、日本をはじめとした先進国は経済的な恩恵に浴してきた。しかし、そのことが新型コロナウイルスの世界的パンデミックを加速させたことは間違いない。近年、世界の大国は自国第一主義に傾き、英国のEU離脱や米中の対立など、世界的な分断が進む中で、新型コロナウイルスは発生し、猛威を振るう。

国境を越える移動が厳しく制限される一方で、新型コロナウイルスに対処するには、国際的な連帯が求められている。「私たちの目の前には、自国を優先し各国との協力を阻む道を歩むか、グローバルに結束するのかという2つの選択肢がある」\*と警鐘を鳴らすのは歴史学者のハラリだ。

分断か連帯か――。それが問われる歴史的な転換点にアーティストはどう向き合うべきか。芸術活動が再スタートした先に、新型コロナウイルス後の社会のありようを深く問いかける作品、私たちに従来の価値観からの転換を迫るような表現が、必ずやアートの現場から生まれてくると信じたい。

GBFundの支援対象に「新型コロナウイルス感染症によって損失を受けた団体・個人」だけでなく、「新型コロナウイルス感染症により芸術文化活動が停滞する社会を平常化・活性化する目的で行われる芸術文化活動」が含まれているのはそのためだ。

まさしく、新型コロナ後の未来を見据えた芸術への支援、投資が求められている。

[\*]ユヴァル・ノア・ハラリ「全体主義的監視か市民の権利か」(日本経済新聞、2020年3月31日)

# コロナショック後の金融市場動向

## リーマンショック後とどう違う？

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
 tueno@nli-research.co.jp

(執筆時点7月16日)

### 1—— コロナショック後の市場動向

新型コロナウイルスの欧米への感染拡大を受けて、2月24日にダウ平均株価が1000ドル余り下落した。これを「コロナショック」と定義すると、現在はショック発生から20週間余り経過したことになる。コロナショック後の市場の動きについて、近年最大の世界的危機であったリーマンショック後の動向と比較しながら、振り返ってみる。

#### (1) 株価は急落後にV字回復

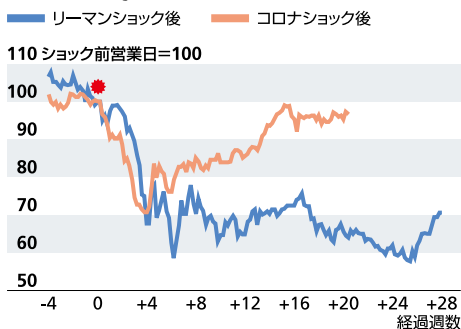
まず、日経平均株価の動きを振り返ると、コロナショック発生後は4週間にわたって急落し、一時は16552円とショック直前(23386円)からの下落率が約3割に達した。しかし、その後は上昇に転じ、持ち直しが続いた結果、足元ではショック直前の水準の9割超にまで回復している。

一方、リーマンショックの後には7週目に下落率が4割に達し、その後やや持ち直したものの、再び下落して2番底を付ける展開となった。株価が本格的な持ち直しに転じたのは、ショック発生から26週目にあたる2009年3月のことであった。

従って、コロナショック後の日経平均株価は、リーマンショック後よりも早期に底入れし、以降の回復ペースの速さも鮮明になっている。

なお、世界の中心的な株価であるダウ平均株価もコロナショック後はほぼ同様の展開を辿っている。日経平均株価ほどではないものの、急落後の回復ペースはリーマン後を上回り、V字に近い回復軌道を描いている。

[図表1] 日経平均株価(リーマンショック後VSコロナショック後)  
 注: 起点(0)はショック直前営業日(2008.9.12、2020.2.21)の終値  
 資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成



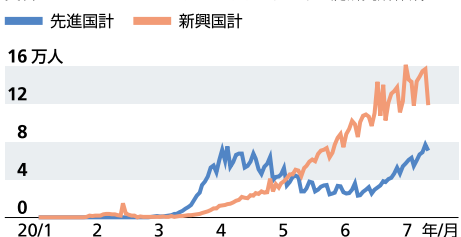
今回の世界経済の落ち込みはリーマンショック後を超えるとの見方が多い中で、内外の株価が急速に回復している理由は2つ考えられる。

一つは景気悪化の原因が可視化されていることだ。新型コロナ拡大に伴う景気の悪化の直接的な原因は、感染収束のために採られた各国政府による経済活動の制限措置である。裏返せば、制限が緩和されれば、景気が持ち直すことになる。実際、欧米などの先進国では4月以降に感染ペースが一旦鈍化したことを受けて制限措置が段階的に緩和に向かった。目に見える形で景気悪化の原因が緩和されたことが投資家の景気回復期待に繋がり、株価の持ち直しに寄与したと考えられる。

一方、リーマンショックは米国の住宅バブルが崩壊し、サブプライムローン証券化商品を通じて世界的に拡大した金融危機

[図表2] 新型コロナ 新規感染者数

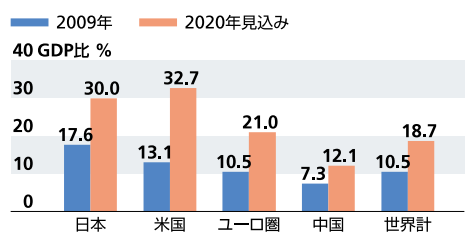
注: 先進国、新興国の区分はIMFの区分を使用  
 資料: Thomson Reuters データよりニッセイ基礎研究所作成



であったため、危機の動向や影響がつかみにくかった。

そして、もう一つの理由は主要国による大規模な財政出動と金融緩和だ。IMFによれば、今回、新型コロナ拡大を受けて各国政府は約11兆ドル規模の財政出動に踏み切っている。この結果、世界各国の今年の政府債務拡大幅(GDP比18.7%ポイント)は、リーマンショックを受けた2009年の倍近くになることが見込まれている。

[図表3] 各国政府債務の拡大幅(リーマンショック後VSコロナショック後)  
 資料: IMF "World Economic Outlook"のUpdate, June 2020とDatabase, October 2018よりニッセイ基礎研究所作成



また、新型コロナに伴う景気悪化への対応として、主要中央銀行も大規模な金融緩和を実行している。3月以降、FRBは利下げと無制限の量的緩和を実施、既に利下げ余地の乏しかったECBや日銀も量的・質的な大規模緩和に踏み切った。さらに、各国中銀は企業の資金繰り対策にも本腰を入れて対応している。この結果、各国中銀の総資産は急拡大しており、とりわけ世界の中心的存在であるFRBの総資産は1月末以降の5カ月間で2.9兆ドルも増加している(リーマンショック後の5カ月間の増加額は1.0兆ドル)。

こうした主要国による大規模な財政出動と金融緩和が比較的迅速に行われたことが景気回復期待や市場への資金流入期待を高め、内外株価の持ち直しに繋がったと考えられる。



うえのつよし

98年日本生命保険相互会社入社、  
01年同財務審査部配属、07年日本経済研究センターへ派遣、  
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、  
09年ニッセイ基礎研究所。

ちなみに、日本株については、日銀によるETF買入れの影響も無視できない。日銀はコロナショックが発生した今年2月から5月までの4カ月間で3.8兆円ものETFを買入れており、海外投資家による多額の売り（3.4兆円）を吸収した。ETF買入れはリーマンショック後の株価下落時には行われておらず、この差も株価回復ペースの差に繋がっている。

## (2)金利・ドル円の動きは限定的

### ①長期金利(10年国債利回り)

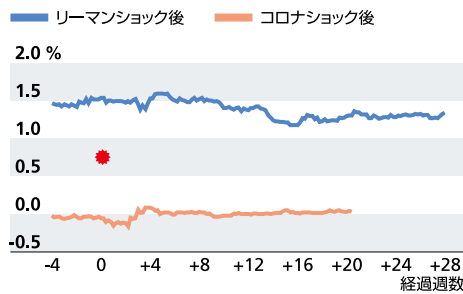
一方、コロナショック後の本邦長期金利は膠着しており、0.0%前後での推移が続いている。もともとマイナス金利政策が長期化していたことで、その副作用、とりわけ金融機関への悪影響が危惧される状況にあったため、日銀は今回、マイナス金利の深堀りを回避し、金利の低下が抑制された。また、日本政府による大規模な財政出動に伴う国債の増発も金利低下を妨げた。一方、国債の増発を踏まえて日銀が国債買入れを積極化する方針を示したことで、金利の上昇も抑制されている。

リーマンショック後には、日銀の利下げ(0.50%→0.10%)に伴って金利が低下していた。

なお、米長期金利はコロナショック後にFRBの緊急利下げ(実質ゼロ金利政策導入)によって1%程度低下したが、リーマンショック後の低下幅に比べると、限定的に留まっている。今回はショック前の金利水準が低かったうえ、既に1%を大きく割り込んでおり、金利の低下余地が限られているためだ。

[図表4]日本長期金利  
(リーマンショック後VSコロナショック後)

注:起点(0)はショック直前営業日(2008.9.12、2020.2.21)の終値  
資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成

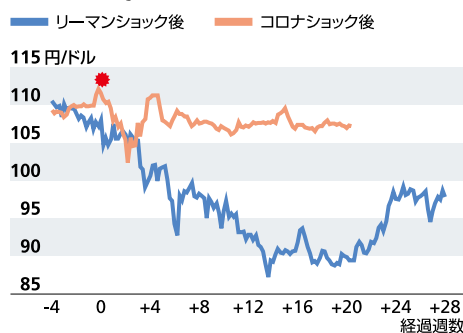


### ②ドル円レート

ドル円レートは、一時的に乱高下する場面があったものの、株価の動きに比べると安定的に推移している。足元の水準も1ドル107円付近と、コロナショック直前から5円弱の円高水準に留まっている。リーマンショック後には約20円もの大幅な円高ドル安が進んだだけに、違いが鮮明になっている。

[図表5]ドル円レート  
(リーマンショック後VSコロナショック後)

注:起点(0)はショック直前営業日(2008.9.12、2020.2.21)の終値  
資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成



リーマンショック後には米長期金利が大きく低下し、日米金利差が大幅に縮小したことが円高ドル安圧力となったが、今回は既述の通り、米金利の低下幅が小幅に留まったことでドル安圧力が緩和された。また、リーマンショック後に比べて内外株価の回復が早く、リスク回避的な円高圧力が

高まりにくかったこともドル円の底堅さに寄与した。双方向的な話になるが、円高が進まなかったことが株価の持ち直しに寄与した面もある。

## 2——まとめと今後のポイント

以上のとおり、リーマンショック後は、日米株価の低迷、金利の低下、円高ドル安の進行が顕著であったが、コロナショック後は、これまでのところ、株価は急速に回復し、金利とドル円の動きは限定的に留まっている。しかし、現在の金融市場、とりわけ株式市場が脆さを抱えている点には注意が必要だ。

日本や米国などの先進国では新型コロナの新規感染者数が4月から5月にかけて一旦減少したものの、6月以降は経済活動の段階的な再開を迫る形で再び増加している。特効薬やワクチンが存在しない以上、感染拡大が続いて医療体制が逼迫する事態に追い込まれれば、再び大規模な移動・外出制限といった経済活動への制限措置を余儀なくされる恐れがある。

新型コロナによる需要押し下げ圧力は極めて大きいため、主要国による大規模な財政出動と金融緩和でも、景気の落ち込みを全て穴埋めすることはできない。实体经济の回復が遅れ、先行して持ち直してきた株価との乖離がさらに鮮明になれば、株価は修正を余儀なくされるだろう。

今後、感染拡大に伴って内外で経済活動への制限が強まったり、そうでなくとも景気の回復が市場の期待通り進まなかったりすれば、内外株価は2番底に向かう可能性が高い。



# 新型コロナが顕在化させた不確実性の高まる世界

想定外の不確実性をもたらす世界の脆弱性とネットワーク化



金融研究部 准主任研究員 佐久間 誠  
msakuma@nli-research.co.jp

## 1——不確実性とは？

新型コロナウイルスのパンデミックにより、不確実性という概念が再び注目を集めている。不確実性が定義されたのは、スペイン風邪が流行した100年ほど前だ。米経済学者のフランク・ナイトが1921年の著書『Risk, Uncertainty and Profit (リスク、不確実性および利潤)』において、リスクと不確実性を区別した。双方とも不確かな事象を指すが、リスクは先験的または統計的に計量可能であるのに対し、不確実性は計量できない。換言すれば、リスクはその確率分布を求めることができ、将来の発生確率や期待リターンなどを推定することができるが、不確実性は確率分布がわからず、数量化が困難である。

2007年からの世界金融危機において注目を集めた不確実性の類型の一つが、ナシーム・ニコラス・タレブが2007年の『The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable (ブラック・スワン: 不確実性とリスクの本質)』で提示したブラック・スワン(黒い白鳥)である。ブラック・スワンは「予測ができない」、「めったに起こらない」、「起これば大きな影響を及

ぼす」事象だ。ブラック・スワンという名前は、豪州で黒い白鳥が発見されたことで、白鳥は白いものという、それまで長い間信じられてきた常識が覆された話に由来する。想定外の発見が、全ての白鳥が白い旧世界と黒い白鳥が存在する新世界を隔てる。つまり、ブラック・スワンが飛来した後は、ニューノーマル(新常态)が訪れるのである。

グレー・リノ(灰色のサイ)も重要な不確実性の類型の一つだ。ミシェル・ウッカーが2013年1月の世界経済フォーラムで提起した。グレー・リノはブラック・スワンと同様に大きな影響を及ぼすが、予測可能かつ蓋然性が高い点において異なる。この比喻は、サイは普段おとなしいものの、一旦暴走し始めると誰も手を付けられなくなることに由来する。また、サイの体は大きく、遠目でも発見することが可能だ。しかし、普段は遠くにいて小さく見えるため、その脅威を軽視しがちである。近くに来たときには手遅れで大惨事をもたらす。

今回のパンデミックが、ブラック・スワンとグレー・リノのいずれなのかについては議論が残る。ただし、いずれにしても不確実性は事前に計量することができない

ので、リスクリターンやコストを推定できない。そのため、不確実性に対処するためには、期待値や分散などに基づいた数理的判断ではなく、ジョン・メイナード・ケインズが説いたようにアニマル・スピリット<sup>\*1</sup>が求められる。

## 2——不確実性の高まる世界

2017年まで米ゼネラル・エレクトリックのCEOを務めたジェフ・イメルトが指摘するように<sup>\*2</sup>、近年、世界の不確実性は高まっている。その背景には、経済・社会・環境といった世界のシステムが脆弱化していること、また様々なネットワークの拡大や複雑化が進んでいることがあげられる。

新型コロナウイルス感染症は高齢者や持病のある感染者が重篤化しやすいとされる。不確実性も同様に、我々を取り巻くシステムが脆弱なほど、深刻化しやすい。また、新型コロナの感染がここまで拡大したのは、国際的な人の移動が増えるなど、ヒトのネットワークの拡大によるところが大きい。不確実性の多くも、ネットワークを通じて伝播し、増幅される。さらに、不確実性の未知の部分は、べき乗則に従い拡大するネットワークに潜むことが多い。ネットワークが拡大し、複雑化するほど、危機の影響は大きくなる。

### 1 | システムの脆弱化

経済や金融市場は過去と比較して脆弱化している。前回の世界金融危機の後、定着した経済のニューノーマルは「低成長・低金利・低インフレ」だ。多くの先進諸国で景気拡大が過去最長となるなか、賃金

[図表] 不確実性の概念  
出所: ニッセイ基礎研究所

	計量可能	計量不能		
		予測可能	予測不能	
			蓋然性-高	蓋然性-低
影響小	リスク	グレー・リノ	不確実性	ブラック・スワン
影響大				



さくま・まこと

06年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入行。  
13年国際石油開発帝石。15年ニッセイ基礎研究所(現職)。  
不動産証券化協会認定マスター。  
日本証券アナリスト協会検定会員。

や物価は伸びず、多くの中央銀行は2019年末においても金融政策を正常化できずにいた。ローレンス・サマーズは、この状況を長期停滞論という仮説を持って説明した<sup>\*3</sup>。過剰貯蓄により完全雇用に見合う自然利率がマイナスに落ち込んだため、金融政策により完全雇用に対応する経済成長を実現することは困難になり、経済が長期停滞に陥るといったものだ。金融緩和が過度に長期化すれば、金融危機に至る可能性が高まる。また、金融危機に陥っても、中央銀行の政策手段に限られる。さらに、経済成長率やインフレ率が低いために、マイナス成長・デフレまでのバッファがそもそも小さい。加えて、金融市場の肥大化により、バーナンキ元FRB議長が「犬の尻尾(金融経済)が頭(実物経済)を振り回す」<sup>\*4</sup>と述べた状況が続いていることも、経済の脆弱性の一因である。

民主主義システムも脆弱化している。ポピュリズムやナショナリズムが台頭し、内外で政治的な摩擦を引き起こしている。英国のEU離脱やトランプ大統領の誕生、各国で台頭する極右政党など、10年前には予想もできなかったことが次々に起きている。その背景には、格差拡大やグローバル化の波に乗れない層の不満、SNSなどのデジタル化が摩擦を増幅した一面もある。

環境活動家グレタ・トゥンベリが注目を集めるなど、地球温暖化により、地球環境も脆弱化している。専門家間で議論はあるものの、二酸化炭素などの温室効果ガスの排出によって地球温暖化が進んでいる。そして、地球規模で気候変動をもたらすなど、多大な影響を与える可能性がある。

## 2 | ネットワークの拡大・複雑化

新型コロナのパンデミックの背景には、ヒトのネットワークのグローバル化に加え、産業のサービス化などを受けて進んできた都市化トレンドもある。ヒトのネットワークにおけるハブである都市の人口密度が高まり、疫病への脆弱性を高めてしまった。

グローバルなサプライチェーンが拡大し、モノのネットワークも拡大・複雑化している。サプライチェーンの分散は必ずしも不確実性を高めるわけではない。一方、東日本大震災における自動車生産や今回のパンデミックでのマスク生産など、サプライチェーンのハブがボトルネックとなる事例もある。

デジタル化の進展に伴い、情報のネットワークが急速に拡大している。5Gの導入やAIなどのデジタル技術の進展により、今後IoT化がますます進むであろう。自動運転車やスマートシティなど、IoTは我々の生活を豊かに効率的にしていけることが期待されるが、その一方でコンピュータウイルスやサイバー攻撃の脅威は増大する。また技術革新による創造的破壊も不確実性の一つである。Amazon Effectと言われるように、欧米ではeコマースの拡大などにより、廃業や閉鎖に追い込まれた小売業や商業店舗も多い。

カネのネットワークも拡大し、複雑化している。金融市場のグローバル化と金融工学の発達により、世界中の様々な資産・商品が金融商品として取引できるようになった。また、非線形のペイオフを持つ、複雑な商品が増えている。人間ではなくアルゴリズムによる取引が増え、一つの情報や

取引が、瞬く間に世界中の金融商品に伝播する。その伝播は予測困難で、最終的に想定外の値動きをもたらすことがありうる。

これらのシステムの脆弱性、ネットワーク拡大・複雑化の一つの帰結として、今回の新型コロナのパンデミックと、その後の経済・社会情勢がある。世界を不確実に行っている根本的な原因の多くは、先進国などにおける少子高齢化、格差拡大、経済のサービス化、デジタル化など、長期的なトレンドに基づくものだ。我々を取り巻く環境が短期的に変化するとは期待しづらく、今後も金融・不動産市場は数多くの不確実性に見舞われるであろう。今回のような疫病の他にも、今後想定される不確実性は、金融危機、政治・地政学イベント、サイバー危機、気候変動・自然災害、デジタル化による創造的破壊など、多岐にわたる。加えて、未知の不確実性に遭遇する可能性もある。新型コロナウイルスがいみじくも示したのは、脆弱化したシステムと、より大きく複雑化したネットワークによって築かれた、不確実性の世界である。

[\*1] ケインズは、不確実性への対処について、「何か積極的な事をしようとする我々の意思決定の恐らく大半が、アニマル・スピリット―不活動よりも活動を欲する自発的衝動―の結果としてのみ行われるのであって、数量的確率を乗じた数量的利益の加重平均値の結果として行われるのではない」と述べている(酒井泰弘(2013)「ケインズとナイト―蓋然性と不確実性を中心として―」。CPR Discussion Paper Series, No. J-36, 2013/4, 滋賀大学経済学部リスク研究センター)

[\*2] Jeff Immelt. (2020). Lead Through a Crisis. LinkedIn, <https://www.linkedin.com/pulse/lead-through-crisis-jeff-immelt/> (参照 2020年5月15日)

[\*3] Lawrence H. Summers. (2016). Secular Stagnation and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Second Quarter 2016, 98(2), pp. 93-110.

[\*4] 水野和夫(2016)『資本主義の終焉と歴史の危機』集英社

# 「老後2,000万円」騒動から1年、コロナ襲来で「つみたて投資」はやめるべきか、続けるべきか



金融研究部 上席研究員 井出 真吾  
side@nli-research.co.jp

## 1——はじめに

去年6月の「老後2,000万円」騒動をきっかけに、つみたて投資を始めた人は多い。一念発起して投資家の仲間入りしたものの、1年も経たずにコロナ禍に見舞われ株価が急落。幸い、株価はV字回復したが、今後もつみたて投資を続けるべきか。

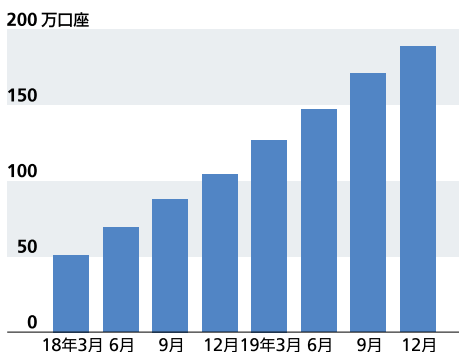
## 2—— つみたて投資を始めた人が急増

2019年6月、「老後資金として年金だけでは2,000万円ほど足りない」とした金融庁の報告書が物議を醸した。国会で大きく取り上げられたほか、メディア等でも政府批判が広まった。

この「騒動」を契機につみたてNISAの口座数は過去最大級の増加、その後も順調に増えている。

[図表1] つみたてNISAの口座数は増加が続く

注:各月末時点 資料:金融庁より筆者作成



## 3—— 投資を始めた矢先の株価乱高下

19年9月以降の世界的な株価上昇で日経平均は2万4,000円を超え、NYダウは史上初の3万ドルに迫った。投資を始めた人は「正解だった」と思っただろう。

ところが20年に入るとコロナ禍が金融市場を大きく揺さぶり、日経平均はピークから7,500円超も下落、NYダウに至っては1万1,000ドル近く急落した。せっかく積み立てた資産が3割以上も目減りするのを目の当たりにして「投資は危険だ。今のうちにやめようか」と思った人も少なくないだろう。

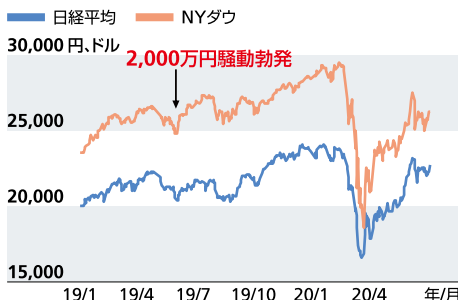
その後、各国政府や中央銀行による大規模な政策などを背景に株価は急速に回復した。それでも株価は急落前の9割程度の水準なので、株式投信を保有し続けた人の多くは含み損(元本割れ)の状態と思われる。

とはいえ、もし急落時に売却していたらもっと大きな損失を「確定」させ、「投資なんてコリゴリだ。2度とやるまい。」と思っただことだろう。

誤解を招かぬよう述べておくと、筆者は「急落時に投資をやめなかったから、株価反転の恩恵にあずかれた」なんてことを主張するつもりは毛頭無い。これほど急速な株価回復を予想できた人は少ないし、株価の戻りが鈍かった可能性もあるからだ。

[図表2] コロナ禍で株価が乱高下

資料: Refinitivより筆者作成



## 4—— 短期で儲けるのは至難の業

株式には「定価」というものが存在しない。理論的な適正価格は昔から多くの学者が研究してきたが、図表3のイメージ図のように、実際の株価は理論価格より高くなったり低くなったりを繰り返している。

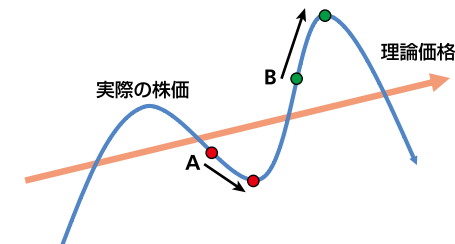
この短期的な値動きは主に投資家側の考えに基づく需給に左右される。たとえば図表3のAのときに、ある投資家が割安と考えて株式を買っても、多くの投資家が「もっと下がる」と考えれば株価は下がる。逆に、Bのときに売り時と判断して売却したものの、「もっと上がる」と思う投資家の方が多ければ実際の株価は上がる。

つまり、自分の投資判断が結果的に正しかったかどうかは、「自分以外の多数の投資家が決める」ということだ。これが株式投資の難しい点であり「株式投資は人気投票」と言われる理由だが、「皆がどう考えるか」を事前に知ることなどできないので、短期的な値動きで儲けるのは至難の業だ。

短期投資よりも確実性が高い方法が長期投資だ。以降でその理由を説明する。

[図表3] 理論株価と実際の株価(イメージ)

資料: 筆者作成







いで・しんご

93年日本生命保険相互会社入社。  
99年ニッセイ基礎研究所。18年より現職。  
日本証券アナリスト協会検定会員、日本ファイナンス学会。

## 5——大事なのは「手っ取り早く儲けよう」と思わないこと

筆者は一般の投資家にとって最も大事なことは、株価の短期的な上げ下げを追いかけたり乱高下に振り回されることなく、中長期的にじっくりと投資を“続ける”ことだと考えている。肝心なのは「手っ取り早く儲けよう」と思わないことだ。

株価は景気や企業業績、投資家が強気か弱気かなどで値上がりや値下がりやを繰り返すが、日経平均のようにたくさんの企業からなる株価指数は、長期的には緩やかな値上がりやが期待できる“仕組み”になっている。

「長期的に値上がりする仕組み」とは、どういうことか。一般に株価の“下値メド”とされるのが、「株価が1株あたり自己資本に相当する水準」で、これは企業の“解散価値”を意味するとされる。解散価値(=下値メド)より安い株式を全て買い占めて企業を解散すれば理論上は“濡れ手に粟”で儲かるので、下値メドを下回る状態は長くは続かないということだ。

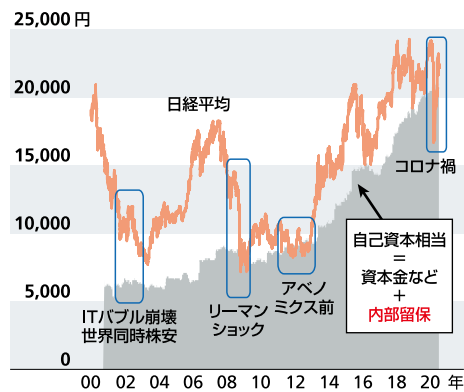
専門的な説明はさておき、日経平均の下値メド(図表4のシャドウ部分)は趨勢的に上昇してきた。

リーマンショック(2008年)やチャイナショック(2015年)のように多くの日本企業が最終赤字に陥ったときは下値メドの水準が少し下がったが、2000年に6,500円程度だった下値メドは直近で2万円を超えている。約20年間で3倍超に上昇、年率約6%で切り上がったことになる。

実際の株価は景気変動などに応じて値上がりや値下がりやを繰り返したが、下落局面では概ね下値メドの水準で下げ止まっ

た。さすがにコロナ禍のショックでは一時的に下値メドを超えて売り込まれたものの、すぐに反発した様子が確認できる。

〔図表4〕日経平均の“下値メド”は趨勢的に上昇した  
資料: QUICKより筆者作成



## 6——なぜ下値メドは切り上がるのか

今後も日経平均の下値メドは時間をかけて切り上がると考えられる。なぜなら、企業は稼いだ利益から配当などを支払った残りを自己資本に積み増すので(内部留保という)、その分だけ下値メドの水準が高くなる。2000年以降に下値メドが徐々に切り上がったのも同じメカニズムだ。

もちろん、リーマンショック時のように多くの日本企業が赤字に陥ることもあるだろう。その場合は赤字額分だけ自己資本が減り下値メドも切り下がる。赤字が続けば下値メドも下がり続けるが、多くの企業が何年間も赤字が続くような事態が起こるだろうか。

実際、現在はコロナ禍による企業業績への打撃が懸念されているが、20年度の業績予想を公表した企業について集計すると、コロナ禍の終息すら見えない中であっても、日経平均採用企業は全体として純利益(最終利益)で黒字を確保できる見込みだ。

19年度と比べて約14%の減益予想なので株価の大幅上昇こそ期待できないが、年度末には利益の一部を内部留保して下値メドが切り上がるはずだ。翌年以降も同様で、年によって利益の額は増減しても黒字である限り自己資本を積み増す。これが下値メドが趨勢的に切り上がるメカニズムだ。つまり、長期的には日経平均の緩やかな値上がりやを期待してよいと思う。

〔図表5〕コロナ禍でも黒字確保の見込み  
注: 3月決算企業のうち20年度の業績予想を公表済の企業(純利益ベース) 資料: QUICKより筆者作成

	2019年度	2020年度(予想)	増減率
日経平均採用(72社)	7.5兆円	6.4兆円	-14.1%
東証1部(610社)	12.5兆円	10.9兆円	-13.2%

セミナー等でよく聞かれるのは、「日本は少子高齢化が進んでいるのに、日経平均が長期的に上がると考えて大丈夫か」というものだ。確かに日本国内の経済は長期的に縮小する可能性が指摘されている。しかし、日本の上場企業の多くは海外で稼いでいるので過度な心配は無用だ

図表4で示したように過去20年間では下値メドが年率約6%で上昇した。この期間にはアベノミクス初期の好業績が含まれているうえ、世界経済が低成長時代に移ったことを考えると年率6%は難しくても、長期平均で3~5%の値上がりは期待してよいだろう。

もちろん世界中で経済が縮小すると考える人や手っ取り早く儲けたい人には株式等への長期投資は向かない。一方、つみたてNISA等を活用して長期で資産形成を目指す人は、短期的な株価の乱高下に惑わされることなく、どっしり構えて投資を続けるのが正しい選択だろう。

# 新型コロナ 第2波襲来の脅威

## 第1波を上回る大波は来るのか？



保険研究部 主席研究員 篠原 拓也  
tshino@nli-research.co.jp



しのはらたくや  
92年日本生命保険相互会社入社、14年ニッセイ基礎研究所  
日本アクチュアリー会正会員  
主な著書に「できる人は統計思考で判断する：  
「自分の頭で考える力」がつく35のレッスン」

新型コロナ感染拡大は、「ウィズコロナ」を模索する段階に入った。問題は「第2波」の襲来だろう。過去の事例などをもとに、考えてみたい。<sup>\*</sup>

### ◆第2波の被害が甚大だったケースも

参考になるのは、インフルエンザのパンデミックだ。コロナとインフルエンザはいずれも、肺炎を引き起こすRNAウイルスで、変異が起きやすい。飛沫感染と接触感染が主な感染経路。どちらも感染開始時に免疫保持者がおらず、世界中に急速に感染が拡大した。そこで、インフルエンザのパンデミック（20世紀に3回、21世紀に1回発生）を振り返ってみよう。

**【スペインかぜ】**1918年に、アメリカで流行開始。主に、春に第1波、秋に第2波、冬から翌年にかけて第3波が襲来した。このうち、第2波がもっとも大きく、世界中に破滅的な大惨事をもたらした。

**【アジアかぜ】**1957年に、感染が拡大。春に第1波、11月以降に第2波が襲来。このときも、第2波のほうが大きな被害をもたらした。夏季にも感染は続いていて、秋の学校再開とともに、それが拡大したものと考えられている。

**【香港かぜ】**1968～69年に第1波、1969～70年に第2波が起こった。アメリカとカナダでは、死亡者の大半が第1波で発生。ヨーロッパ、アジア諸国では、第2波で多く発生した。2つの波の間にウイルスの変異が発生して、地域ごとに感染率が違ったことが原因とみられている。

### ◆新型インフルエンザは感染の波に違い

2009年の【新型インフルエンザ】では、国によって感染の波の違いがみられた。

感染が開始したメキシコでは、春、夏、秋

の3回の波が到来。回を重ねるごとに、被害の規模は大きくなった。アメリカでは、波が2つあった。新規感染者は、6月のピーク後、一旦減少し、9月に増勢に転じた。10月の第2波のピーク時には、第1波のピークの2倍以上となった。

ヨーロッパ諸国でも、春から夏の第1波の後、秋にそれを上回る被害をもたらす第2波が襲来するパターンがみられた。

アジアでは、インドで、2009年9月、12月、2010年8月と3回の波があった。特に、3回目の波はWHOがパンデミック宣言を解除した後に起こった。中国では、感染の波は、2009年11月をピークとする1回だけだった。入国管理を徹底したことが、第2波を防いだと考えられている。

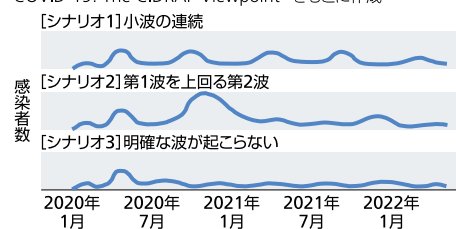
日本でも、波は、2009年11月がピークの1回だけだった。死亡者が少なく、「日本の奇跡」と言われた。背景として、国民皆保険制度の確立、公衆衛生の徹底、清潔な生活習慣（入浴や食事での箸の使用等）といった要因が指摘されている。

### ◆新型コロナ感染の「3つのシナリオ」

現在、専門家の間では、新型コロナの第2波襲来を現実視する見方が広がっている。4月に、ミネソタ大学が公表した今後の流行に関する報告書をみてみよう。

#### 【図表】感染の3つのシナリオ（イメージ）

※ ミネソタ大学感染症研究政策センターの報告書  
“COVID-19: The CIDRAP Viewpoint” をもとに作成



#### 【シナリオ1】小波の連続

現在の第1波の後に、少し小さな第2波

がやって来る。その後1～2年、こうした波が繰り返しやって来て、やがて小さくなっていくという。

#### 【シナリオ2】第1波を上回る第2波

スペインかぜやアジアかぜのように、2020年秋から冬に、第1波を上回る第2波が襲来する。そして、2021年以降も小さな波がやって来るという。

#### 【シナリオ3】明確な波が起こらない

第1波が収まった後、明らかな波は起こらずに、感染は徐々に小さくなる。各地域で感染の拡大と収束を繰り返しながら、流行が続いていくという。

報告書によると、3つのシナリオのどれになるかは見通せない。1年半～2年間は、感染の動向に備える必要がある。いずれ、パンデミックが弱くなり、他の季節性の感染症と同期してくる、とのことだ。

3つのうち、【シナリオ2】は何としても避けたいところだろう。大きな第2波の襲来は、生活や社会経済活動を止めてしまう。何回も小波が来る【シナリオ1】も、好ましくない。波が来るごとに、生活や社会経済活動に制限がかかってしまうからだ。やはり、明らかな波が起こらない【シナリオ3】が望ましいだろう。

4月に緊急事態宣言に至ったときを思い起こすと、3月以降、全国各地でクラスターが発生していた。今後、第2波が襲来する場合も、まずあちこちでクラスターが起こり、それが大きな流行につながっていくというパターンが考えられる。

今回の新型コロナでも、「日本の奇跡」が再現できるかどうか、これからが正念場と言えそうだが、いかがだろうか。

【\*】“Reviewing the History of Pandemic Influenza: Understanding Patterns of Emergence and Transmission” Patrick R. Saunders-Hastings and Daniel Krewski (Pathogens v.5(4), 2016 Dec, <https://www.mdpi.com/2076-0817/5/4/66>)

## 「8月の円高」への警戒が必要に

**今** 月のドル円は106円台後半～107円台後半での膠着した展開となり、足元も107円台前半で推移している。市場では内外での新型コロナウイルス感染拡大を受けたリスクオフ（回避）局面と、コロナワクチン開発への期待等によるリスクオン（選好）局面とが交錯しているが、こうした材料に対して、ともに低リスク通貨とされる円とドルが他通貨に対して同方向に動くことが多く、ドル円での動きが抑制されている。また、日銀、FRBともにひとまず危機対応策を出し尽くした感があり、当面大きな動きが見込まれないこともドル円の動意を削いでいる。

今後もしばらくこうした構図が続くとみられ、ドル円の方向感はいくつか出にくだろう。従って、3か月後の水準は現状程度と予想している。

ただし、目先は「8月の円高」に警戒が必要になる。理由はマチマチなうえ持続性にも欠けるが、8月のドル円（月次平均）は2016年以降昨年まで4年連続で円高ドル安に振れてきた。一種の経験則だが、市場参加者の円高への警戒がドル買い抑制を通じて自己実現的に円高に繋がる可能性もある。

ユーロ円は、今月に入り、リスク選好時の円売りユーロ買いや欧州復興基金への期待を受けて上昇し、足元は122円台後半にある。復興基金を巡る交渉は現在大詰めを迎えているが、合意に至れば、ユーロ高材料になるだろう。ただし、これまで長きにわたって織り込まれてきたテーマであるうえ、内容が当初から後退していることもあり、持続性は期待しづらい。むしろ、投機筋のユーロ買いポジションが溜まっているだけに、材料出尽くしによるユーロ売りが優勢になる可能性が高い。3か月後は現状比でややユーロ安と予想している。

長期金利は、国債増発やワクチン開発への期待等が金利上昇圧力になる一方で、日銀の積極的な国債買い入れ方針と感染第2波への警戒が抑制圧力となる形で、0.0%を若干上回る水準での推移が続いている。今後、国債増発や景気回復期待によって金利上昇圧力が高まったとしても、日銀は景気等への配慮から許容せず、国債買い入れ増額で吸収するだろう。3か月後の水準は現状比で横ばい圏とみている。



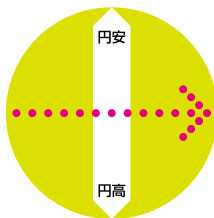
上席エコノミスト **上野 剛志**  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

1998年日本生命保険相互会社入社、  
2001年同財務審査部配属、  
2007年日本経済研究センターへ派遣、  
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、  
2009年ニッセイ基礎研究所。

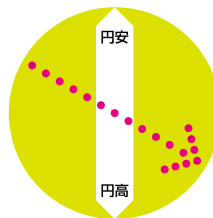


# Market Karte

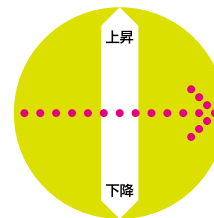
August 2020



ドル円・3か月後の見通し

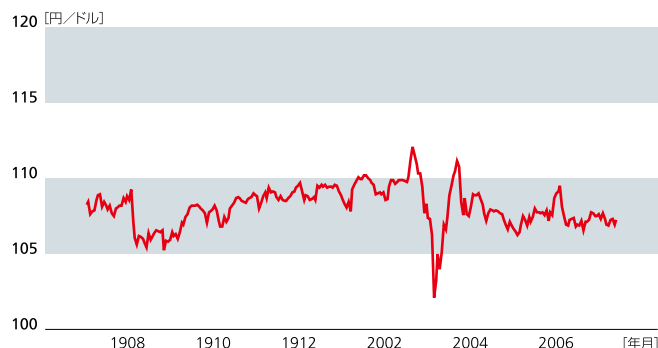


ユーロ円・3か月後の見通し

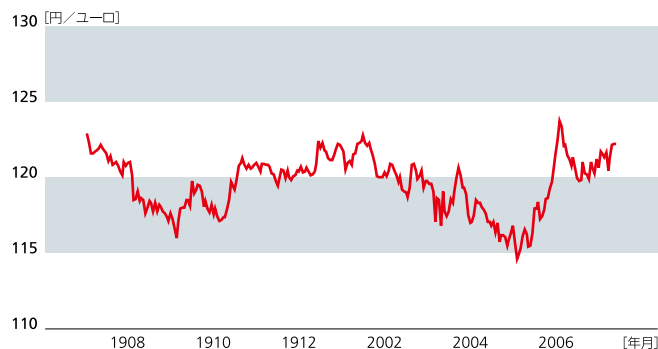


長期金利・3か月後の見通し

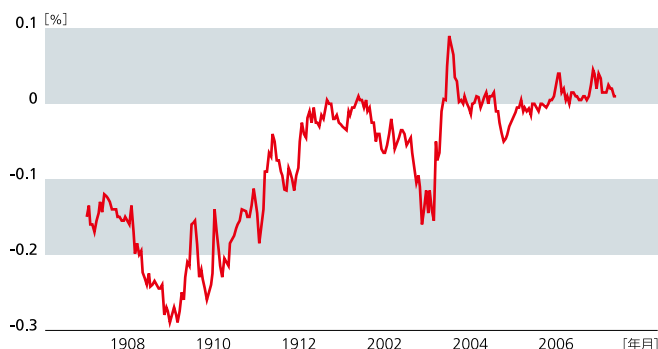
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会





## レポートアクセスランキング

- 1 **新型コロナウイルスと各国経済**  
—コロナ禍を上手く乗り切っているのはどの国か?  
49か国ランキング  
高山 武士 [基礎研レター | 2020/7/3号]
- 2 **プラチナはとうとう金の半値以下に**  
～コロナショックがダメ押し  
上野 剛志 [エコノミストレター | 2020/5/1号]
- 3 **新型コロナで増えた消費、減った消費**  
—巣ごもり・デジタルは増加、外出型消費は大幅減、シェアも明暗  
久我 尚子 [基礎研レター | 2020/5/13号]
- 4 **「東京都心部Aクラスビル市場」の現況と見通し**  
～新型コロナウイルスの感染拡大を踏まえて見通しを改定  
吉田 資 [不動産投資レポート | 2020/5/27号]
- 5 **2020-2021年度経済見通し**  
—20年1-3月期GDP2次速報後改定  
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2020/6/8号]

## コラムアクセスランキング

- 1 **ふるさと納税のウソ、ホント**  
—年間上限額を少し超える程度が「丁度いい」?  
高岡 和佳子 [研究員の眼 | 2020/6/26号]
- 2 **新型コロナ 第2波襲来の脅威**  
—第1波を上回る大波は来るのか?  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2020/6/23号]
- 3 **新型コロナで変わる生活時間、消費構造にも影響**  
—浮いた移動時間を何に使うのか  
久我 尚子 [研究員の眼 | 2020/5/25号]
- 4 **インドにバッタの大群侵入、  
蝗害がコロナに続く新たなリスクに**  
斎藤 誠 [研究員の眼 | 2020/7/14号]
- 5 **ウィズコロナ・アフターコロナの  
働き方へ期待すること**  
久我 尚子 [研究員の眼 | 2020/6/1号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づくランキングです。《アクセス集計期間20/6/22～20/7/19》

[www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)



変わる時代の確かな視点



表紙の眼  
・  
**二人のタヒチの女**  
ポール・ゴーギャン  
制作年：1899年  
所蔵：メトロポリタン美術館  
From Wikimedia Commons

## 国道の長さ(実延長)ベスト5 [8月10日は道の日]

Source : 国土交通省「道路統計年報2019」 Design : infogram©

