

2020年7月6日

## 積極的感染防止戦略による経済活動の正常化を ー鎖国状態を解くために必要なストレステストを

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■攻めの感染防止対策の実施は、経済社会活動の正常化につながる

### 積極的感染防止戦略による 経済社会活動の正常化を

先月、6月18日に「積極的感染防止戦略による経済社会活動の正常化を」とした提言が日本記者クラブで発表され、筆者もその賛同者の一人として名を連ねている。ここでのポイントは以下の通りである。

#### 提言のポイント（出所）「積極的感染防止戦略による経済社会活動の正常化に向けた緊急提言」

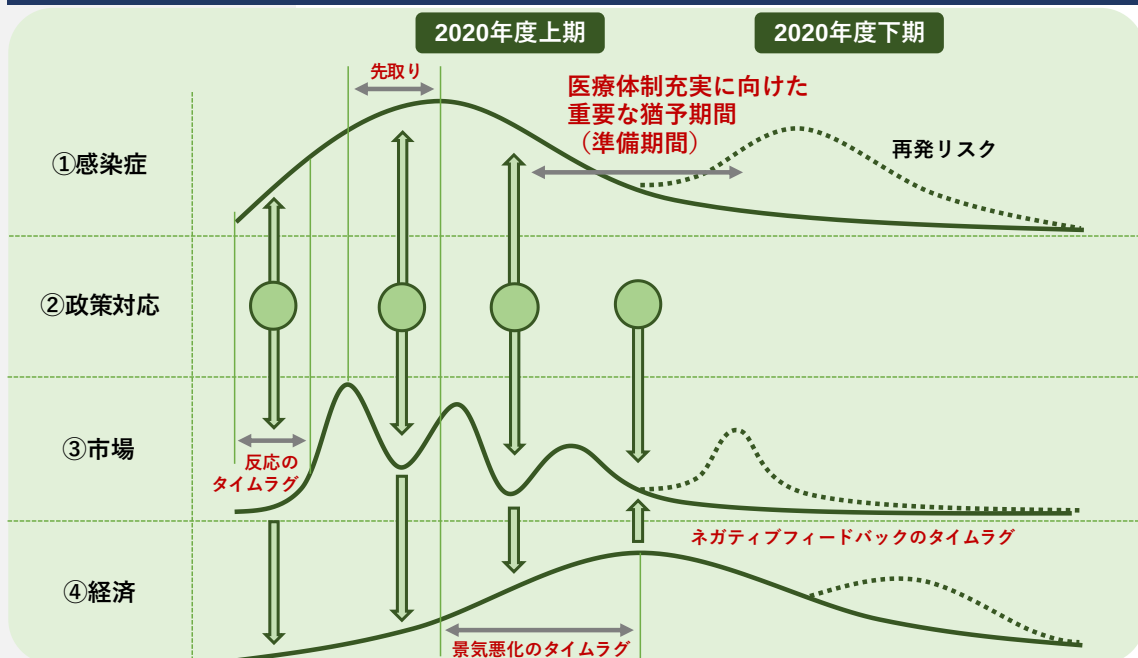
- 緊急事態宣言解除後も、危機は去ったわけではない。一時の安堵感から対策強化の手を緩めれば、自粛や休業を繰り返すことになる。それを避けるには、医療提供体制の機動的増強と、検査＋接触者調査＋治療・療養のための体制の大幅増強による「積極的感染防止戦略」に転換すべきである。これによって、今もっとも必要な「安心感」が生まれる
- 自粛や休業を繰り返す「受け身」の対応を続けて、経済社会活動の萎縮が続けば、失業や自殺者も増え、人々の不満が爆発する事態も懸念される。「積極戦略」にはコストがかかるが、「受け身」の対応のコストはさらに大きい。中長期的には「積極戦略」の方が経済社会の正常化も早まる。
- 刻々得られる科学的知見を活かして、感染症のリスクを広く国民に正確に説明するとともに、リスクに応じた重点的な取り組みを進化させるべきである。有症者と幅広い接触者、医療・介護・障害福祉施設、海外からの入国者等について優先的に検査を実施すべきである。
- インフルエンザのピーク時には1日10万～30万人の患者が発生することにもかんがみ、第二波に備え、9月末までに1日10万件、11月末までに1日20万件の検査と必要な診察ができるよう検査・医療体制を予め整備すべきである。「鎖国」回避のためにも検査体制の増強は不可欠である。
- このような時間軸（いつまでに何をするか）、数量目標（施設整備・設備増強・人材育成の目安となる数値）、ロジスティックス（非医療界を含む国内外から人材と資源を調達する仕組み）を明記した検査と医療の増強計画を公表し、実行状況を示していくことで、第二波への備えを確立し、人々の不安を軽減するべきである。
- こうした透明性は国民・企業の協力と安心を得る上で大切な前提である。協力と安心があればこそ、人々の行動は活発になり、経済社会は正常化に近づくのである。

## コロナショックの時間軸では猶予期間、重要な備えの時期

コロナショックに関する4つの時間軸の視点から考えると、以下の図表に示されるように、①感染症の状況、②政策対応、③市場動向、最後に④経済状況の順序で生じやすい。従って、市場参加者としては、感染症の状況を見極めつつ、政策対応を確認しながら先取りする市場の動きを展望する必要がある。現在の状況は、感染症の目途をある程度付けつつも、再発リスクが発生するまでの貴重な猶予期間との位置付けだ。従って、比較的落ち着いた時期に、どこまでの準備を行えるかが重要だ。また、足元で東京では新規感染者が増加していることもあり、今後も悪化状況が生じうる不安定な段階にあることも認識する必要がある。

■ 貴重な猶予期間にどの程度準備を行えるかが重要に

### コロナショックに伴う4つの時間軸



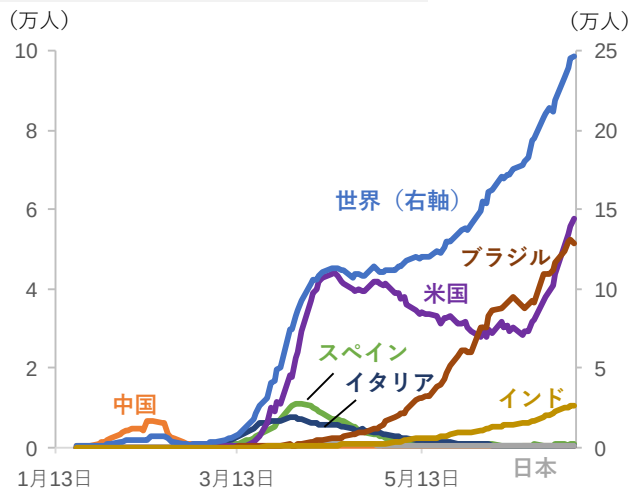
(作成) 岡三証券

## 「ジャパン・パラドックス」に安住してはいけない

次ページの図表は、コロナの感染が生じる状況を地域ごとに振り返ったものだ。日本については、自粛を中心とした比較的、法的強制力の低い対応であったが、海外に比べても結果として感染症の数、なかでも死亡者数を他国比でかなりの低水準に止めた点は「ジャパン・パラドックス」として評価されている。これだけ低水準に止めた要因は医学的にも解明されていない。ただし、これを成功体験として現在の状況に安住してはいけないというのが今回の提言の発想にある。

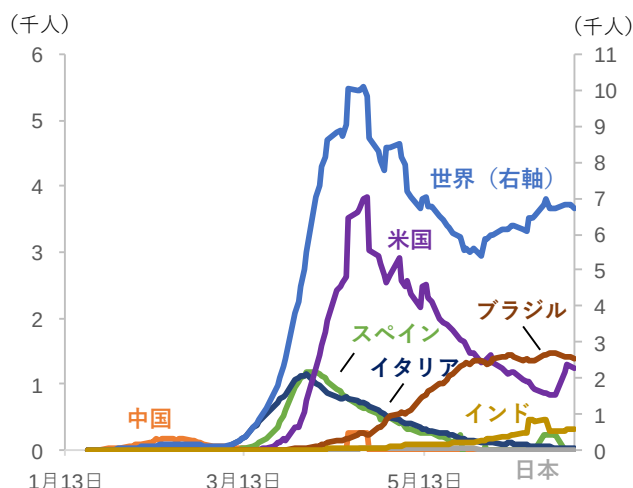
■ 日本は自粛を中心とした対応で感染者数等を低水準に止めることに成功

## 新型コロナ・新規感染者数の推移



(出所) Refinitiv、直近は7月2日 ※1週間移動平均

## 新型コロナ・死亡者数の推移



(出所) Refinitiv、直近は7月2日 ※1週間移動平均

## ストップ・アンド・ゴーを繰り返すことの不確実性・リスクプレミアム

確かに、今回、自粛だけで感染症を止めていることは、大きな成果であったが、今後も、先の図表の時間軸に示された再発リスクでの対応に、同じように、自粛で経済に麻酔をかける、「ストップ・アンド・ゴー」の対応の繰り返しには問題も多い。すなわち、経済活動を行うにも不確実性の高さに対してリスクプレミアムを抱くことになる。そもそも、今回のコロナショックの問題は「ナイトの不確実性」として、確率分布もわからない、お化けが飛び出すような恐怖に対して経済主体が極めて高いリスクプレミアムを抱くことによる経済・投資活動への制約である。これまでのような自粛を中心とした「受け身」の対応ではなく、今回の提言では、医療提供体制の増強と、検査+接触者調査+治療・療養のための体制の大幅増強による「積極的感染防止戦略」への転換とし、具体的には以下の図表にあるように、検査を1日20万件の体制整備を求めるものとなっている。

■不確実性を抑えるためにも積極的な感染防止戦略への転換が必要に

## 検査体制の目標

| 段階       | 目標とする水準 |
|----------|---------|
| 現状       | 2-3万件/日 |
| 今年9月末まで  | 10万件/日  |
| 今年11月末まで | 20万件/日  |

## (参考) 他国の検査数

| 国名             | 検査数    | 日本の人口比での水準 |
|----------------|--------|------------|
| 米国<br>(検査数)    | 40万件/日 | 15万件/日     |
| ドイツ<br>(検査能力)  | 15万件/日 | 23万件/日     |
| 英国<br>(検査能力目標) | 20万件/日 | 35万件/日     |

(出所) 「積極的感染防止戦略による経済社会活動の正常化に向けた緊急提言」

## 「積極戦略」の方が経済社会の正常化も早い

以上の「積極戦略」にはコストがかかるが、「受け身」の対応コストはさらに大きく、中長期的には「積極戦略」の方が経済社会の正常化も早まるとしている。

筆者は、当TODAY（5/19）の緊急提言では3つの柱を示した。それらは、「新アベノミクス3本の矢」として、第1にマクロ政策での資産デフレ回避、第2に、資本の充実策、第3に、本格的な感染症対策と新たな産業分野への成長戦略とした。今回のコロナショックには先に示した総合的な「積極的感染防止策」が不可欠になる。今回の提言は以上の「新アベノミクス3本の矢」の第3の矢の観点からも重要になる。

■新アベノミクス3本の矢の観点からも今回の提言は重要な位置付け

## 日本は事実上の「鎖国状態」

今回の提言での検査体制は、今後の「鎖国状態」から脱する通行手形、事実上のビザとなる。今回、感染症を抑えただけでは、事実上の「鎖国状態」は変わらない。今後、海外との行き来を拡大するには、最低限、検査体制を拡大して認証を示すことが不可欠になる。今日の日本の環境は、日本の医療のキャパシティを所与として、その制約のなかでの医療崩壊の回避を第一目的としているように見える。そこではキャパシティを超えることにつながる検査を制約し、活動の自粛を行って経済を止めるとの発想につながる。それは、あくまでも医療の供給者側の論理であり、そもそも本末転倒の議論でもある。新たな日本の経済インフラに対処していくには医療体制自体の拡大が不可欠になる。また、こうした認証制度の拡充は海外との関係に止まらない。国内での活動の活発化にも必要になる。

■経済活発化のためには医療体制自体の拡大が不可欠

## コロナ版ディスインターミディエーションの回避には

当TODAY（3/11）では「コロナ版ディスインターミディエーション」として、コロナでの感染不安から、様々な人的交流や仲介の断絶が生じ、その結果、経済活動が停滞するリスクを議論した。そこでは、コロナショックの見えない恐怖がアダムスミスの「見えざる手」の機能を殺してしまうとして警鐘を鳴らした。以上のような状況下、「コロナ版ディスインターミディエーション」を正常化させるには、断絶した関係を再び仲介する「鍵」が必要となり、その機能を検査による認証が担う。

今日の風潮ではとかく、若者を中心に不要不急の名の下に経済活動を戒める「空気」がある。自粛を重視し既存の医療

■断絶を回避する「鍵」が検査による認証となろう

体制を維持させることは若者世代の負担の下に比較的高齢の世代を守る側面もあり、世代間の利害対立をもたらすことにもつながりうる。先の提言で示された9月・11月に向けた検査体制の目途は先の図表の猶予期間における対応の目途であり、同時に2021年を展望した新たな体制を展望するものでもある。

## コロナ版ストレステストを

経済主体間の有する情報の非対称性の存在から疑心暗鬼が高まり「コロナ版ディスインターミディエーション」として経済活動が停滞する状況にある。そうした環境では、認証制度による情報の非対称性を低下させることが重要になる。米国ではリーマンショック後の経済危機ではストレステストが行われて金融機関の健全性を担保して市場の正常化が実現した。日本でもバブル崩壊後の危機時は金融機関への特別検査で市場での信頼を確保した。同様に、「コロナ版ディスインターミディエーション」を脱するには、国内でも人との接触への信頼を確保すべく検査・認証体制の拡充「コロナ版ストレステスト」の実施が重要になる。

今日の状況は自粛との背中合わせの中で、皆が疑心暗鬼になって活動に対するもやもや感が生じた状況で「心の自粛モード」も生じうる状況だ。こうした状況下、「気の回復」を実現して前向きに向かうにも医療体制の充実が望まれる。足元も東京を中心に新規感染者数増加の兆しがあるなか、積極的な感染防止戦略を強化する必要性が増している。

■国内でも人との接触への信頼を確保すべく、検査・認証体制が求められる



## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)