

潮 流

「コロナショック」をどうみるか

代表取締役専務 柳田 茂

新年度が始まって早一月を経ようとしているが、日本および世界は猖獗する新型コロナウイルスの猛威の前に、かつてない厳しい事態に直面している。

今回の「コロナショック」は、2008年に国際金融市場を震撼させたリーマンショックとよく対比されるが、経済の循環や政策の失敗に起因する景気後退とは全く異質な未知の疫病流行の事態である。このため、これまで世界がノウハウを積み上げてきた経済・金融政策だけでは解決できず、实体经济に与えるネガティブ・インパクトは遥かに深刻なものになる可能性が高いと危惧している。

今回、コロナウイルスは二重の意味で世界経済の核心を直撃した。一つは、グローバリゼーションである。現代の世界経済は、国や大陸を跨いで縦横に張り巡らされたネットワークやサプライチェーンを使って人やモノが常時移動することで経済活動が喚起され成長を続けてきたが、人の移動と交流を遮断せざるを得ない事態となり、この根幹の枠組みが崩れてしまった。

もう一つは、先進国の産業構造である。米国や日本・欧州等はいずれも産業の高度化が進み、個人消費がGDPの太宗を占めるに至っており、さらにその中身もモノからコトにシフトしていた。そうしたなか、現在取り得る対策は外食や懇親・イベント・エンターテインメントや旅行の制限・禁止など高度化した個人消費とサービス産業を否応なく抑えつけるものにならざるを得ず、先進各国は深刻なジレンマに直面している。

政府は4月7日に、過去最大規模となる「緊急経済対策」を閣議決定したが、今回の事態には従来の経済対策とは異なるアプローチが必要と思料される。

まず、問題の解決まで時間がかかる可能性が高いため、「V字回復を目指す短期集中型の対策」よりも「長期戦に備えた息の長い対策」を指向すべきである。特に、経済活動の自粛・制限が長期化しても国民が不安なく生活を持続できることが肝要であり、勤労者の雇用と所得を極力守るとともに、食料をはじめとする生活必需品について、生産現場から流通・小売りまでサプライチェーンを途切らせることのないように国が重点的な支援を行うべきと考える。

また、「コロナショック」後の経済・社会を見通した政策が必要である。今回、インバウンド消費や輸出などグローバル化に偏重した成長戦略に頼った経済の脆弱性が浮き彫りになった。今後は、地域循環型の足腰の強い経済・社会のあり方も指向するバランスの取れた政策に転換していくべきである。農林水産政策についても、食料安全保障と地域社会の持続可能性確保の視座をしっかりと持って、国内の生産基盤を維持・強化するための政策に取り組んでいくべきと考える。

「コロナショック」は、凄まじい破壊力をもってこれまで世界を支配してきたグローバリゼーションを大きく揺らし、企業や個人の行動スタイルを一変させた。今後人類には、感染症克服の戦いと同時に、皆が安心して暮らせる経済・社会のあり方を改めて考え、構築していくことが求められている。

リーマン・ショックを上回る収縮を見せる内外経済

～まだ見通せない経済正常化への道～

南 武志

要旨

新型コロナウイルス感染症がパンデミック化する中、世界経済はリーマン・ショックを上回り、大恐慌以来の落ち込みになるとの見方が強まっている。感染拡大がピークアウトしたかに見える中国では持ち直しに向けた兆しも見えるが、欧米各国では国境封鎖や外出規制などの封じ込め策を強化しており、経済活動が急激に収縮している。国内でも企業・家計のマインドは既に大きく悪化したが、緊急事態宣言が発令された4月以降は一段と景気が冷え込んだとみられる。政府・日本銀行は大規模な景気下支え策に乗り出しているが、20年度は一桁台半ばから後半のマイナス成長に陥るものとみられる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2020年				2021年
		4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.042	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0160	0.00～0.05	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	20年債 (%)	0.355	0.15～0.45	0.15～0.45	0.15～0.45	0.20～0.50
	10年債 (%)	0.015	-0.15～0.10	-0.15～0.10	-0.15～0.10	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.100	-0.25～-0.00	-0.25～-0.00	-0.25～-0.00	-0.20～-0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.0	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	117.1	110～125	110～125	110～125	110～125
日経平均株価 (円)		19,669	18,500±3,000	19,000±3,000	20,000±3,000	21,000±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2020年4月20日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

緊急事態宣言の発令と過去最大規模となった緊急経済対策を策定

2019年暮れに中国・武漢で発生したとみられる新型コロナウイルス感染症(以下、新型肺炎)は、20年に入ってから中国外に拡散、2月以降は世界的な感染拡大を見せた。当初、中国政府による強権的な対応を批判的に見ていた欧米諸国でも、爆発的な感染拡大と多数の死者発生に直面したことで、国境を封鎖し、主要都市で外出禁止令を出すなど異例の対応に迫られている。日本でも3月以降、外出自粛や小中高の休校・休業の要請などが出されていたが、4月7日に政府は7都府県を対象に緊急事態宣言を発令(16日夜には全国に範囲拡大)、安倍首相は人と人との接触を極力8割抑制するよう求めた。なお、これに先立つ3月24日には、今夏に開催予定であった東京五輪・パラリンピックを1年延期することが合意された。

さらに、政府は緊急事態宣言に合わせて、事業規模108.2兆

企業金融支援を模 索する日本銀行

円にも上る「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」を取りまとめた。感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発、雇用の維持と事業の継続、次の段階としての官民を挙げた経済活動の回復、強靱な経済構造の構築などから構成されており、当初、国・地方の歳出として 27.0 兆円程度、財政投融资として 12.5 兆円程度、合わせて 39.5 兆円規模の財政支出を伴う対策であった。

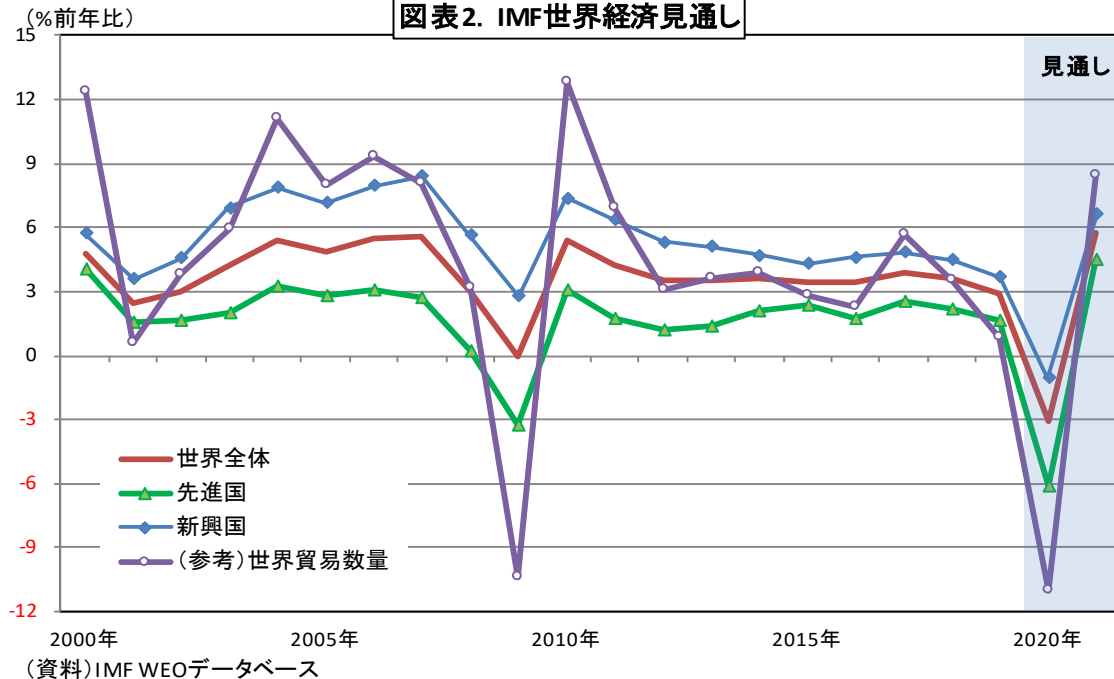
これを受けて、政府は 16 兆 8,057 億円の追加歳出を盛り込んだ補正予算案を編成、7 日に閣議決定した。GW 連休前に成立させる方針であったが、その後 16 日になって「生活に困っている世帯に対して 30 万円給付」という当初案について、「国民 1 人に一律 10 万円給付する」という公明党の要求を受け入れ、方針変更することとなった。これにより、現金給付の総額は 4 兆円から 13 兆円近くまで膨らみ、緊急経済対策の規模は 117.1 兆円（うち財政支出は 48.4 兆円）、補正予算案の追加歳出は 25 兆 6,914 億円となり、赤字国債の追加発行は 23 兆 3,624 億円となった。

日銀は 3 月 16 日、新型肺炎の感染拡大が経済活動を悪化させ、企業金融の一部で緩和度合いの低下が起きているとの認識から、金融政策決定会合を前倒しで開催、追加の金融緩和を決定した。具体的な緩和策は、①一層潤沢な資金供給の実施、②新たなオペレーションの導入を含めた企業金融支援のための措置、③ETF・J-REIT の積極的な買入れ、から構成されている。一方、イールドカーブ・コントロールについては、これまでの方針（短期政策金利を▲0.1%、長期金利の操作目標を 0%程度）から変更はなく、政策金利のフォワードガイダンスについても「「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とのこれまでの表記を踏襲、「当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」とした。

既に金融政策は、安定的な 2%の物価上昇率達成に向けたものというより、危機対応モードに移行しており、特に企業の資金繰り支援を一段と強化する必要性に迫られている。政府は今回の経済対策に新型肺炎によって経営危機に陥っている企業、事業者に対して実質無利子・無担保融資の提供を盛り込んでお

り、民間金融機関に対しても相応の協力を要請している。そのため、27～28日に開催予定の金融政策決定会合では、マイナス金利での民間金融機関向け貸出やCP・社債等の買入れ増額などで支援も一段と強化する可能性などが指摘されている。

図表2. IMF世界経済見通し



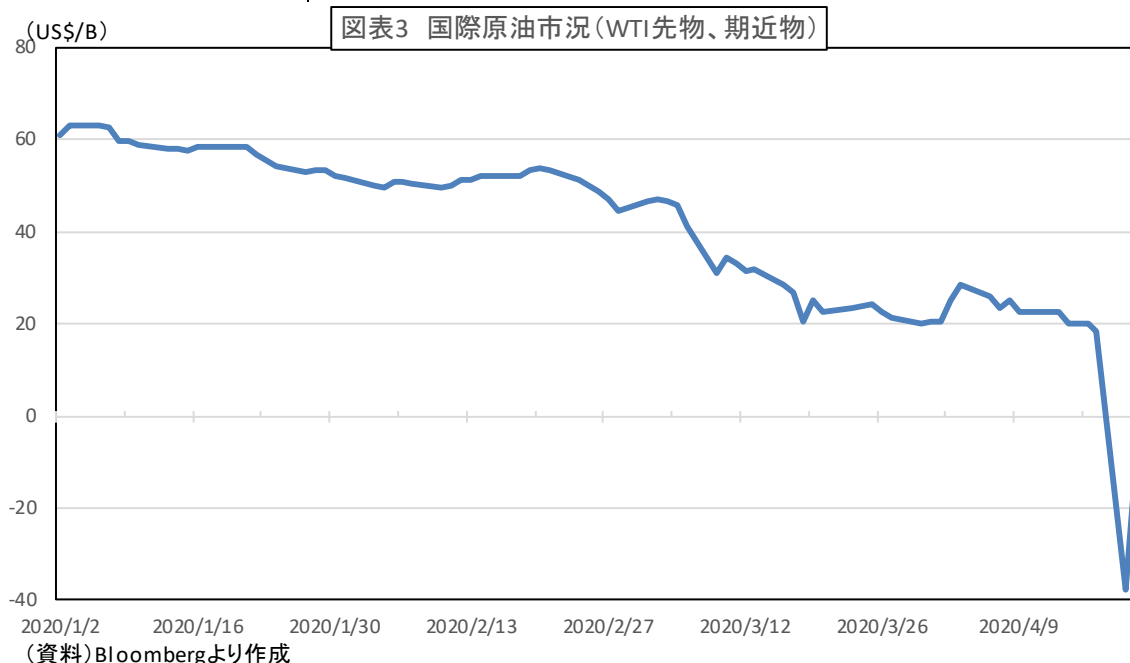
IMF は大恐慌以来最悪の景気悪化を予想

パンデミック化した新型肺炎の影響で、世界各地で需要の「蒸発」が発生している。こうした中、バーチャル形式での開催となった国際通貨基金（IMF）・世界銀行の合同春季会合に合わせて IMF は 4 月 14 日に世界経済見通しを公表、20 年の世界全体の成長率を▲3.0%と、1 月時点から▲6.3 ポイントの大幅な下方修正を行った。世界経済は 10 年前の世界金融危機当時（09 年：▲0.1%のマイナス成長）を上回る、大恐慌以来最悪の景気後退となる可能性が極めて高いとした。20 年後半にパンデミックが収束し、封じ込め策が徐々に解除されるという想定の下、21 年には政策支援もあって経済活動が正常化に向かい、世界全体は 5.8%成長へリバウンドが見られるとしているが、不確実性が極めて高いことも認めている。

再び原油の協調減産を開始する OPEC プラス

このように世界経済全体が急激な落ち込みを見せる中、17 年 1 月から継続実施してきた原油の協調減産は、4 月以降の方針を巡るサウジアラビアとロシアの対立から 3 月で一旦終了した。これまで目標を上回る減産に取り組んできたサウジアラビアが増産に転じる方針を示したことから、原油価格（WTI 先物、

期近物) が一時 20 ドル/バレルを割り込むなど、下落圧力を強めた。こうした状況が米エネルギー産業に悪影響を及ぼすとの懸念から、トランプ米大統領が仲介役を申し出るなど米国が積極的な関与を示したこともあり、石油輸出国機構 (OPEC) とロシアなど OPEC 非加盟の主要産油国で構成する「OPEC プラス」は 4 月 12 日に急遽、電話会談を開催、参加する 23 ヶ国合計が 5~6 月にかけて日量 970 万バレル (世界生産量の約 1 割) を協調減産することで合意した。一方、今回の景気悪化に伴って原油需要は日量 2,000 万バレルを超えたとの指摘もあるほか、世界一の産油国でもある米国は反トラスト法によりカルテルに参加しないこともあり、供給過剰状態が解消されるかは不透明である。20 日には貯蔵スペースの限界が意識され、WTI 先物価格が史上初のマイナスに下落する事態となった。次回の OPEC プラス会合は 6 月 10 日に開催予定であるが、さらなる減産が迫られている。

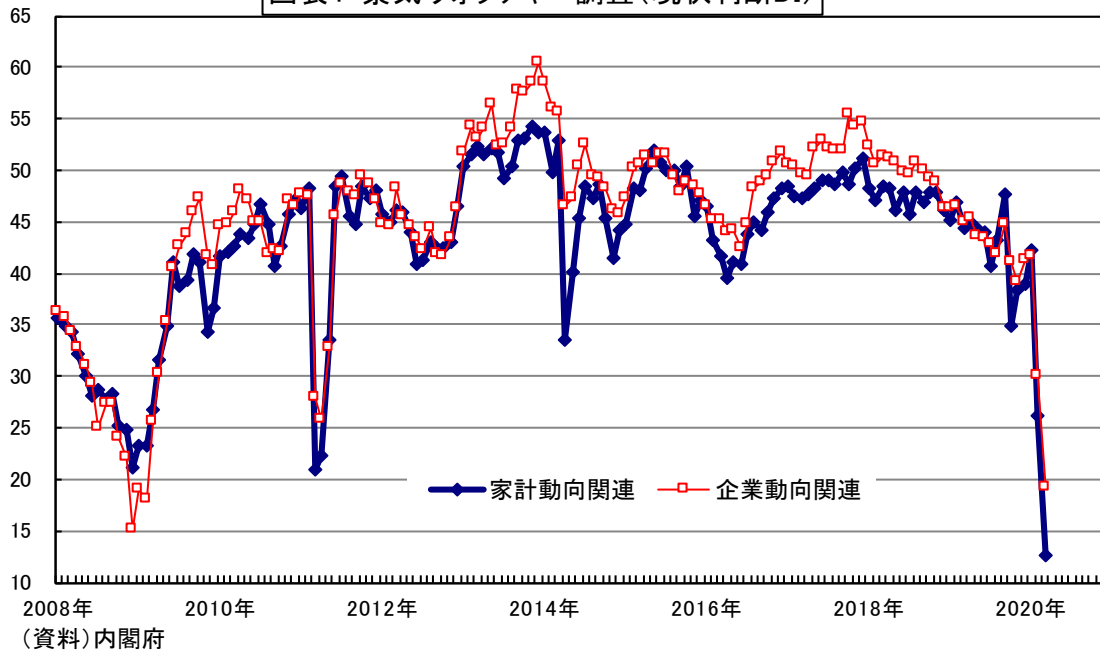


輸出が収縮した 3 月の貿易統計

このような世界経済の失速により、日本の輸出入にも多大な影響が出始めている。2 月の貿易統計では感染拡大の影響で中国からの輸入が半減 (前年比▲47.1%) するなど、サプライチェーン寸断の影響が出たことが確認できたが、3 月の貿易統計によれば中国からの輸入は同▲4.5%と、マイナス幅が大きく縮小したことが確認できた。しかしながら、新型コロナのパンデミック化により、中国以外の国・地域での経済活動が急減速

したこともあり、3月の実質輸出指数（日銀推計）は前月比▲3.4%と大きく低下、3年ぶりの水準まで落ち込んだ。持ち直しの局面にある中国も経済活動の正常化には程遠いほか、正常化を強めることに伴って感染拡大が再発する可能性もあるなど、世界的に貿易量が落ち込んだ状態は長期化する可能性が高い。

図表4 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



企業・家計のマイ ンドの悪化

一方、現時点で入手可能な2月分までのハードデータ（生産・機械受注など）に対しては、新型肺炎の影響はまだ本格的に出しておらず、むしろ世界経済の回復ペースが先行き高まるとのシナリオを前提に、持ち直しに転じる動きが見られた。消費税率引上げ直後に大きく落ち込んだ小売統計についても、インバウンド需要が多い百貨店販売は大きく落ち込んだものの、スーパー、コンビニエンスストア、ドラッグストアなどでは堅調な動きであった。とはいえ、自粛ムードが広がりつつあったこともあり、サービス消費は弱い動きだった（2月の第3次産業活動指数：広義対個人サービス業は前月比▲0.9%）。3月分以降の経済指標では本格的な悪化が見られるだろう。

一方、ソフトデータは2月以降、急激に悪化している。3月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI（方向性）は前月から▲13.2ポイントの14.2と、2000年の統計開始以来最低を更新した。特に、家計動向の落ち込みが激しく、消費マイ
ンドの悪化が見てとれる。一方、4月1日に発表された日銀

経済見通し：20年度は「リーマン・ショック」以上の悪化も

物価動向：相変わらず鈍い物価

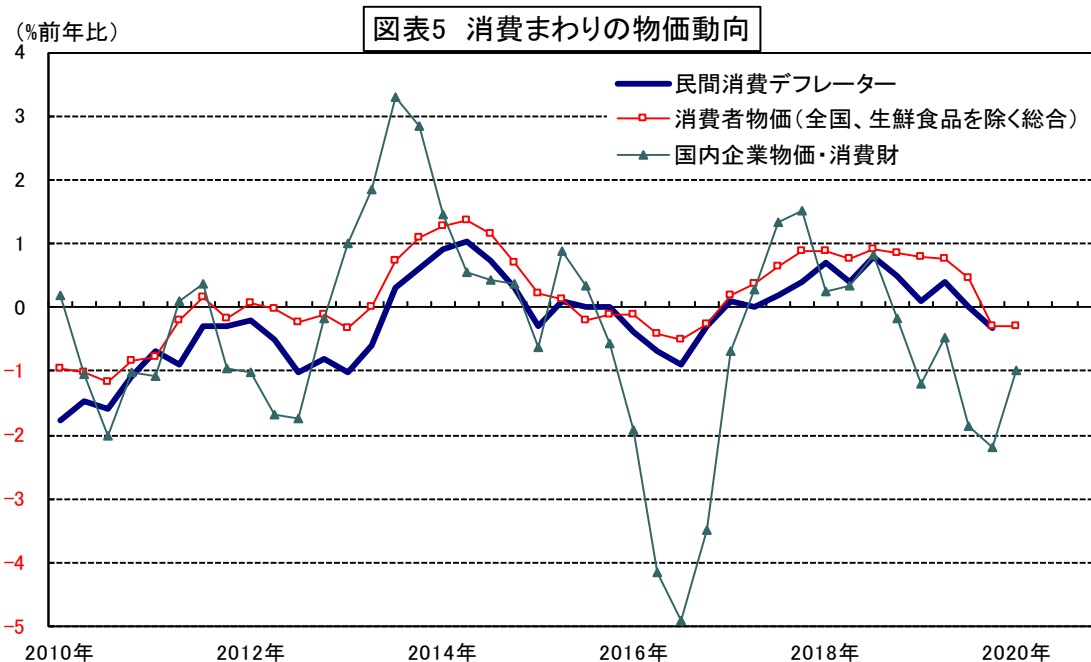
短観（3月調査）では、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは▲8と5期連続の悪化で、7年ぶりの「悪化」超（＝マイナス）に転じた半面、同・非製造業では8と3期連続の悪化ながらも、「良い」超を維持した。回答基準日は3月11日で、それまでに7割の回答があったとされており、20年度の業績見通し（売上高：前年度比0.1%、経常利益：同▲2.5%）、設備投資計画（土地投資額を含む、同▲0.1%）もそれほど悪いものではなく、日増しに深刻さを増していった3月下旬以降の動向は反映されていないと思われる。なお、先行きは大企業・非製造業も「悪化」超に転じる見通しであった

5月18日に公表予定の1～3月期のGDP第1次速報は、10～12月期が大幅なマイナス成長であったこともあり、他の主要国・地域と比べて悪化の度合いは小さいと思われるが、2四半期連続のマイナス成長は不可避であろう。また、緊急事態宣言が発令された4月以降は一段と経済活動が冷え込んでいるが、政府による外出自粛や出勤制限の要請には限界があるため、感染拡大はしばらく続き、終息までに時間を要するとみられることから、GW明けの緊急事態宣言の解除の可能性も小さく、4～6月期は大幅なマイナス成長が濃厚と思われる。

今後、新型コロナの感染拡大が沈静化に向かい、緊急事態宣言が解除されたとしても、経済正常化のペースは鈍い状態が続く可能性が高く、20年度は一桁台半ばから後半のマイナス成長になるものと予想する。

衛生用品、冷凍食品など一部で品薄となり、価格上昇もみられるが、全般的には消費マインドの冷え込みや不要不急な外出の自粛などによって、消費財・サービスに対する需要は大きく後退している。3月（中旬速報）の東京都都区部消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.4%と、3ヶ月連続で上昇幅が鈍化した。国際原油市況の急落によってエネルギーの下落傾向が強まっていることが主因である。また、3月の企業物価によれば、消費者物価のうち財の上流に位置する消費財の価格下落圧力が高まっていることも確認できる（消費財全体：前年比▲2.2%、うち国内品：同▲1.4%、輸入品：同▲4.3%）。特に、非耐久消費財の国内品や輸入消費財の下落圧力が高まっており、需要の大幅減退が反映されているとみられる。

4 月には高等教育の無償化政策（低所得世帯向け）が開始されたほか、景気悪化によって家計可処分所得の減少が濃厚である。また、足元の原油急落も踏まえれば、夏場にかけて物価上昇率が再びマイナスに転じる可能性は高い。一方、経済活動の停滞や感染拡大によって生産活動の縮小やスーパーなど小売店の閉鎖などが広がれば、不況下での価格上昇が起きる可能性にも留意しておきたい。



(資料)内閣府、総務省、日本銀行 (注)消費税要因を除くベース(当総研推計)。

金融市場：現状・見通し・注目点

リスク資産が暴落する中、益出し売りが殺到

新型コロナウイルスの感染拡大が世界的に広がったことから、3月中旬にかけて内外の金融資本市場はリスク回避的な動きが強まった。その後、3月下旬以降は主要国の政府・中銀が大規模な対策を打ち出したこともあり、市場の混乱には沈静化もみられる。しかし、新型コロナウイルスに関する情報に一喜一憂する展開が続くなど、不安定さを抱えたままである。

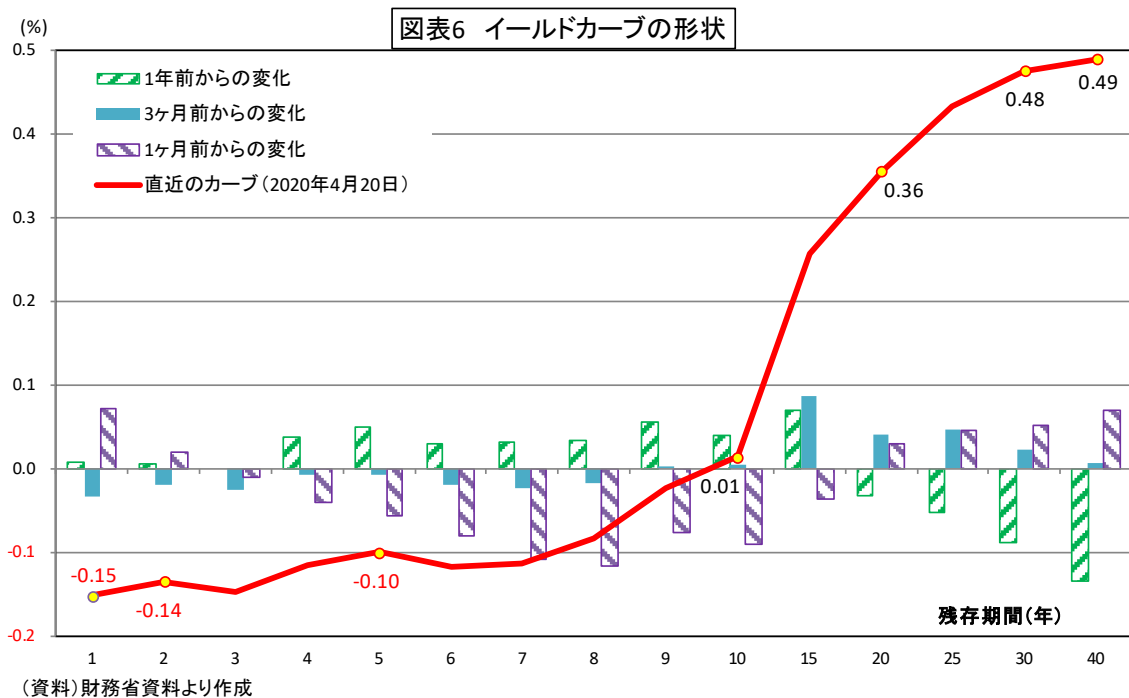
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

新型コロナウイルスの警戒が高まった1月下旬以降、リスク回避の動きが強まったことで長期金利（新発10年物国債利回り）は一旦低下圧力が高まり、3月上旬には米国連邦市場委員会（FOMC）の緊急利下げを受けた米長期金利の急低下につられて一時▲0.2%まで低下した。その後、米長期金利が反転したことや世

界的に株価が暴落する中、決算期末を控えた3月中旬以降は益出しやキャッシュ確保のための売り圧力が強まった結果、金利に上昇圧力が加わり、プラス圏に再浮上した。イールドカーブもやや歪な形状となるなど、パニック的な動きも見られた。

日銀は予定外の国債買入れオペを幾度か実施するなど、金利急騰を抑制する姿勢を見せたこと、さらには期末対策も一段落したことで、3月下旬以降は誘導水準であるゼロ%近傍での展開が続いているが、市場参加者も在宅勤務となっているところも多く、薄商い状態となっている。



**しばらく 0% 前後
ながらも変動の激
しい推移か**

先行きについては、日銀によって当面は潤沢な資金供給が継続される見込みであることから、一定の金利上昇抑制効果が働くと思われる。一方、新型肺炎対策の財源として国債の追加発行が予定されることで下げ渋る場面もあるだろう。当面、長期金利はゼロ%近傍での推移ながらも、何らかのイベントリスクには激しく変動するものと思われる。

② 株式市場

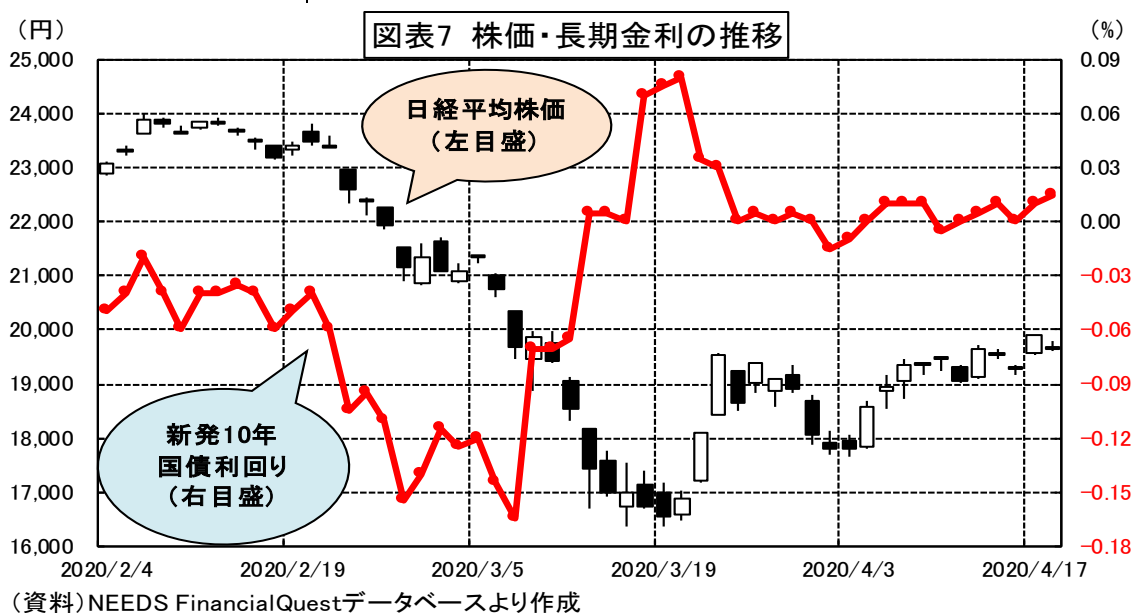
**感染拡大に歯止め
がかかるまで本格
的な株価回復は難
しい**

20年の年明け直後、米国・イランの緊張の高まりによって日経平均株価は一時 23,000 円を割り込む場面もあったが、その後は急速に値を戻し、再び 24,000 円を回復した。2月上旬にかけては新型肺炎への警戒感から株安となる場面もあったが、史上最高値を更新する米国株につられて再び値を戻すなど、2月

中旬までは総じて底堅い展開であった。

しかし、それ以降は新型コロナウイルスの感染拡大が世界規模となり、一気に景気の先行きへの警戒感が強まった結果、株価は暴落、16,000 円台まで下落するなど、1 ヶ月間で 30% の下落率を記録した。なお、3 月中旬以降は、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたこともあり、底入れの動きもみられているが、新型コロナウイルスの感染拡大に一定の歯止めがかかるまで、経済活動が停滞することは避けられず、大底を打ったかどうかは不明である。

感染のさらなる拡散、第 2 波の襲来なども警戒されており、いずれ経済活動は正常化に向かうにしても、元の水準に戻るには時間がかかるとみられ、しばらくは上値の重い展開が続くだろう。



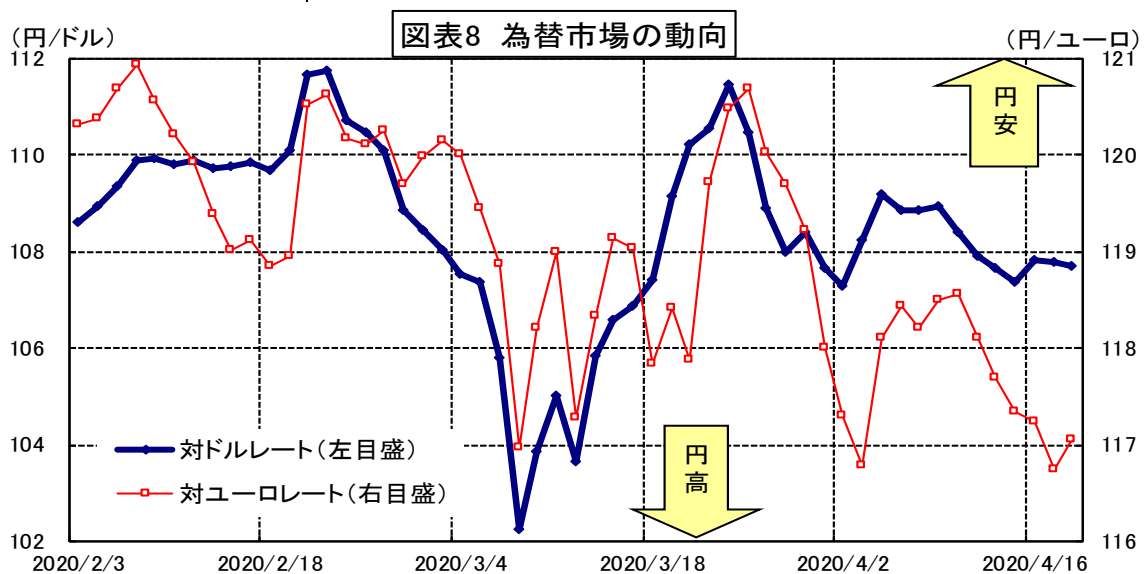
緩やかながらも円高気味に推移

③ 外国為替市場

19 年秋以降、米中通商協議が徐々に進展しているとの報道や独り勝ち状態の米国経済を受けて緩やかに円安が進んだ。2 月下旬には新型コロナウイルスの国内での感染拡大への懸念から、その当時は経済情勢が底堅いとされた米国に資金シフトする動きが見られ、112 円台まで円安が進む場面もあった。一方、2 月下旬以降は米国への感染も懸念され始めたことで再び円高が進行し、3 月 9 日には一時 101 円台となった。しかし、その後は世界的に株価暴落が続く中、「有事のドル」需要が著しく高まり、3 月下旬には 110 円台を回復するなど、ドル高圧力が強まった。

この1ヶ月は、米国で断続的に金融緩和措置が講じられていることもあり、緩やかながらも円高気味の推移となっている。なお、引き続き米ドル・ユーロ・日本円などは逃避先としてその他通貨と比べて強い状況である半面、新興国は大量の資本流出が警戒されており、通貨には大きな下落圧力がかかり続けている。

先行きについては、日米両国ともに金融政策に関して実効性のある追加措置の余地が小さくなっていることもあり、方向感の乏しい展開が続くだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

ユーロ安が進む

対ユーロレートについては、1月まで1ユーロ=120円前後で推移していたが、2月に入り、世界的にリスクオフが強まる中、直近に至るまで円高ユーロ安の展開となった。日欧の金融政策はいずれも追加的な緩和措置が乏しいこともあり、当面は方向感の乏しいものの、ボラタイルな展開が続くと思われる。

(20.4.20現在)

V 字回復シナリオは後退 ～債券、株式市場は小康状態～

佐古 佳史

要旨

都市封鎖（ロックダウン）が多くの州で行われたことから、足元の統計は軒並み悪化した
が、特に失業者の急増が際立っている。

トランプ政権は早期の経済活動再開を行いたい姿勢だが、より後ずれする可能性も考
えられはじめており、当初の V 字回復シナリオは後退したといえる。

3 月半ばにかけて大荒れの展開が続いた債券、株式市場は落ち着きを取り戻した。

米国経済は大幅減 速の見通し

新型コロナウイルスが世界的に猛威を振るっており、本稿執筆時点（4 月 21 日）では、米国の感染者が世界最多となっている。感染者の爆発的増加に歯止めをかけるため、人と人との接触を避けるべく都市封鎖（ロックダウン）が多くの州で行われ、約半数の米国民が行動を制限されていると推察される。無論、それによる経済の落ち込みもまた甚大である。

国際通貨基金（IMF）が 4 月 14 日に公表した世界経済見通しによると、20 年の世界経済成長率は▲3.0%（1 月時点から 6.3 ポイントの下方修正）と予測されている。米国についても同▲5.9%（同 7.9 ポイントの下方修正）と、19 年の同 2.3%と比較して大減速となる見通しである。これは、約 1.1 兆ドルの経済的損失に相当する。

大幅に悪化した 3 月の経済指標

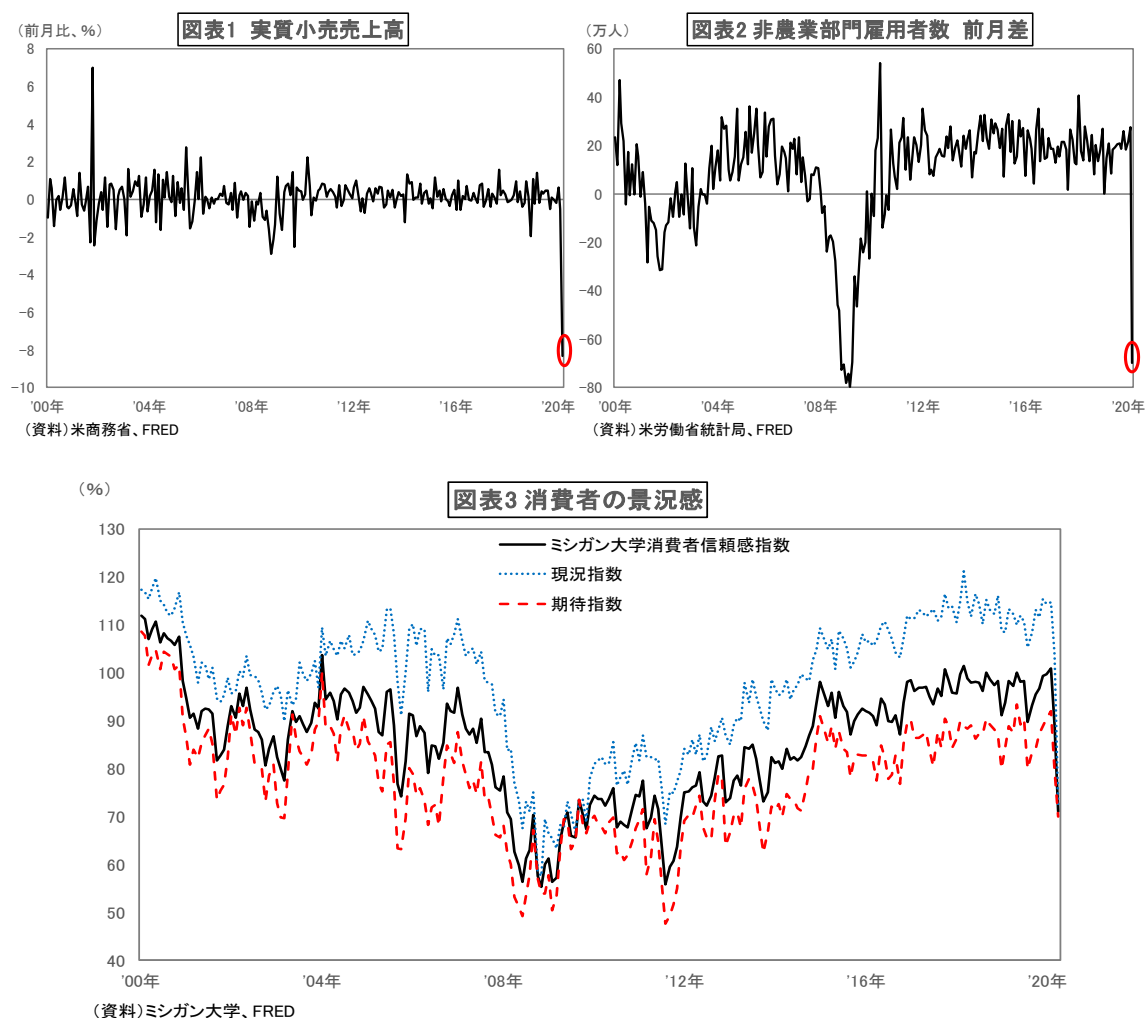
以下では、足元の経済指標を確認してみよう。個人消費については、3 月の実質小売売上高は前月比 8.3%の減少となった。都市封鎖の影響から消費が大幅に減速したことが読み取れる。

雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数も 3 月分は大きく減少し、2 月から 70.1 万人の減少となった。単月で見ても 08～09 年の世界金融危機時に匹敵する雇用の喪失といえるが、4 月は一段と悪化するのではないだろうか。また、新規失業保険申請件数からも、足元 4 週間の合計が 2,000 万件に上るなど、失業者の急増が確認できる。

例えば、ニューヨーク州は失業給付費として連邦政府に 40 億ドル相当の無利子融資を申請しており、給付が州単位の基金で賄いきれないほどに失業が深刻化していることがうかがえる。

一方で、失職者が労働市場から一旦退出して求職者数が減少したことから、3月の失業率は4.4%（2月は3.5%）と、雇用の減少に比べると上昇は緩やかなものにとどまった。

消費者マインドをみると、4月のミシガン大学調査（速報値）では、信頼感指数が71.0（現況指数72.4、期待指数70.0）と3月から18.1ポイント低下し、統計を取り始めて以来最大の低下幅を記録した。期待指数の低下が限定的なことから、新型肺炎の感染者と死者数が速やかにピークアウトし、経済活動が早期に再開できなければ、信頼感がさらに悪化する可能性が高いといえる。



これまでの政策 対応

トランプ政権と連邦議会は新型肺炎対策として、これまで大きく分けて3つの財政政策パッケージを発表している。

第1弾として、公衆衛生機関と中小企業への貸付支援のために83億ドルの緊急補正予算法が3月6日に成立した。第2弾として、税控除、失業給付、食料補助などを含む総額1,000億ドル規模の

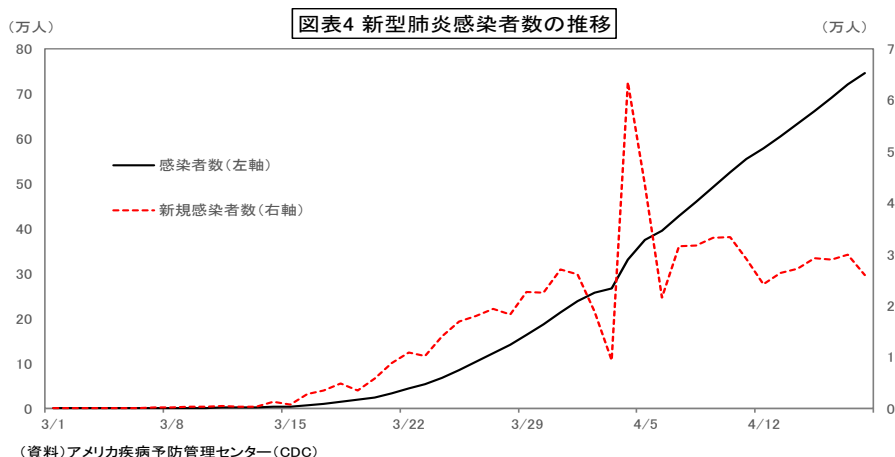
**景気の先行き：V
字回復の可能性
は後退**

支援策が18日に決定された。第3弾として、2.1兆ドル規模の景気支援策が27日に成立した。内訳は、貸付などが約8,000億ドル、生活支援などが約9,500億ドルとなっており、航空業界の救済なども含まれている。足元では第4弾として、中小企業の資金繰りと医療体制整備への支援として4,840億ドル相当の財政支出が追加される公算である。

また、FRBは4月9日、極めて異例ともいえる社債の直接買い取りや、財政ファイナンスとの批判を受けかねない州、地方政府への直接的な資金供給などを決定した。一方、短期金融市場のひっ迫度合いが和らいだとして、レポ取引による短期資金供給を14日から縮小している。なお、FRBによる一連の政策については、22日付のニューヨーク連銀レポート（The Fed's Response to COVID-19）にまとめられている。

本稿執筆時点では、米国内で新規感染者数がピークアウトした可能性が指摘され、経済活動の再開に向けた都市封鎖解除の手順が徐々に検討され始めているものの、中国やイタリアの例を見るまでもなく、経済への下押し圧力は継続する見通しである。

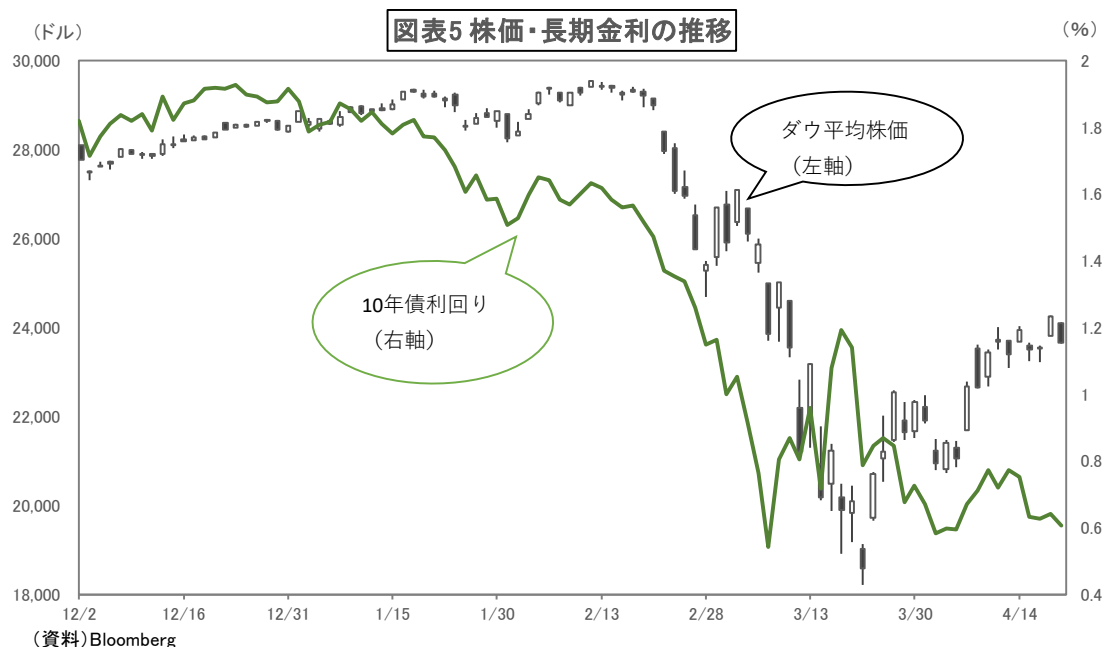
また、当初はいわゆるV字回復が広く想定されていたが、足元では都市封鎖の長期化や失業者の大量発生、企業・家計のバランスシート悪化などの問題がより深刻に受け止められるようになり、回復ペースの鈍さや回復時期の後ずれが意識されつつある。実際、IMFの世界経済見通しのメインシナリオでは新型肺炎の終息時期は20年下期と想定されている。また、ハーバード大の研究チームが外出規制などの措置を22年まで継続すべきと発表するなど、トランプ政権が目論む経済活動の早期再開には、相応のリスクが伴う状況にあるといえる。



長期金利：現状水準を中心としたレンジ相場を見込む

3 月半ばにかけてリスク資産の暴落から現金確保の動きが強まったことで、長期金利（10 年債利回り）は一時 1.2%まで上昇したが、その後は各国の中央銀行による協調的な介入もあり利回りは抑制された動きとなった。足元では 0.5~0.8%での推移となっている。

当面、都市封鎖が続くとの想定に基づき、先行きについても現状の 0.7%を中心とするレンジでの取引を見込む。ただし、経済活動再開が後ずれしたり、段階的に進められる可能性から、財政拡大による国債発行増への懸念は残るものの、金利が上昇する余地はほとんどないと思われる。



株式市場：戻りペースは緩やかと予想

ダウ平均は 3 月前半から半ばにかけて大きく調整したものの、足元ではこれまでに打ち出された財政、金融政策を好感して、再び上昇基調での推移となっている。こうした支援策は必要に応じて今後も継続される一方で、経済活動の早期再開は望み薄となっているなか業績見通しの下方修正は続いており、株価の戻りペースは緩やかなものにとどまると予想する。

(20. 4. 22 現在)

初めてマイナス成長に陥った 1～3 月期の中国経済

～2 四半期連続マイナス成長の可能性～

王 雷軒

要旨

新型コロナウイルスの影響を受けて 2020 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.8%と 92 年以降で初のマイナスとなった。3 月の経済指標は、大きく悪化した 2 月から持ち直したものの、総じて低調であり、本格的な回復にはなお時間がかかろう。

先行きについては、世界的な需要の減退に加えて中国国内の経済活動の本格的な回復に伴う感染の「第 2 波」が襲来するおそれもあり、2 四半期連続のマイナス成長になる可能性がある。

1～3 月期は前年比▲6.8%と初のマイナス成長

2020 年 1～2 月に実施された新型コロナウイルス感染拡大防止のための封じ込め策によって甚大な影響を受けた中国経済は、3 月になって持ち直しがみられたものの、消費や投資は低迷が続いている。

こうした中で発表された、20 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率（速報）は前年比▲6.8%と 19 年 10～12 月期（同 6.0%）から急落した。92 年から公表を始めた四半期ベースの GDP 統計で初のマイナス成長となった（図表 1）。前期比では▲9.8%、年率換算で▲33.8%であった。

産業別に成長率をみると、第 1 次産業（農業）、第 2 次産業（製造業）、第 3 次産業（サービス業）はそれぞれ前年比▲3.2%、▲9.6%、▲5.2%と 19 年 10～12 月期（同 3.4%、5.8%、6.6%）から大きく下振れした。

以下、3 月の主要経済指標の動向をまとめたうえで、今後の経済見通しや注目点を述べたい。

3 月の小売売上総額は前年比▲15.8%

まず、消費については、3 月の小売売上総額は前年比▲15.8%と 1～2 月期（同▲20.5%）から減少幅が縮小したものの、依然として大きく低迷している（図表 2）。物価変動を除いた実質ベースでの変動率も前年比▲18.1%と 1～2 月期（同▲23.7%）から減少幅が縮小するも、戻りの鈍さが改めて確認できた。

このうち、全体の 23.6%を占めるネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は前年比 5.9%と比較的底堅く推移し、消費の下支えとなっている。一方、3 月の家電製品販売、家具販売、飲

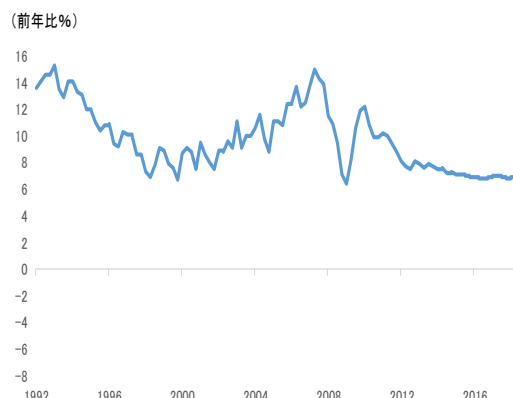
食業売上はそれぞれ同▲29.7%、同▲22.7%、同▲46.8%（1～2月期の同▲43.1%から悪化）と低迷した。

ただ、1～2月期の落ち込みについては、1月より2月の落ち込みが大きかったことから、3月は2月から一定の持ち直しを見せたと言えよう。

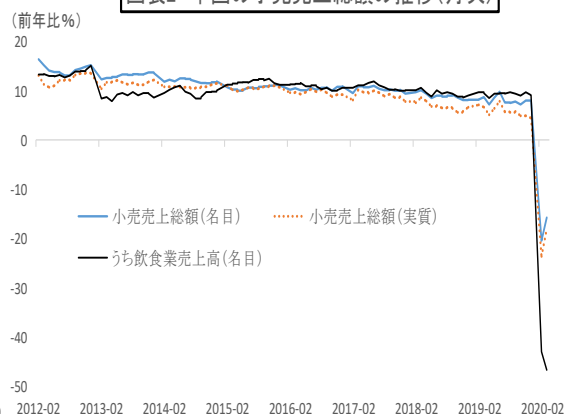
しかし、3月の都市部調査失業率は5.9%と2月（6.2%）から改善したものの、依然高止まりの状況にあるほか、1～3月期の一人当たりの可処分所得（実質）は前年比▲3.9%となるなど、雇用・所得をめぐる環境の厳しさが続いている。

一方、一部の地域では消費を促進するための「消費券」の配布や、自動車や家電製品などを対象とする販売促進策が実施されている。とはいえ、消費が前年比で増加に転じるにはしばらく時間がかかると思われる。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



図表2 中国の小売売上総額の推移(月次)



1～3 月期の固定資産 投資は前年比 ▲ 16.1%

また、投資についても、1～3月期の固定資産投資は前年比▲16.1%と、1～2月期（同▲24.5%）から減少幅が縮小したものの、依然として厳しい状況が続いている（図表3）。

このうち、設備投資は同▲25.2%であったほか、インフラ整備向け投資（電力を含む）も同▲16.4%と1～2月期（同▲26.9%）から大きく縮小したものの、減少幅が依然大きかった。一方、不動産開発投資は同▲7.7%と1～2月期（同▲16.3%）から減少が続いたものの、相対的にはその幅は小さかった。

1～3月期のインフラ整備向け投資の原資となる地方債（専項債）の発行額は1兆829億元と、19年実績（2.15兆元）のすでに5割を占めるほか、後述の通り、今後も増発される見込みで

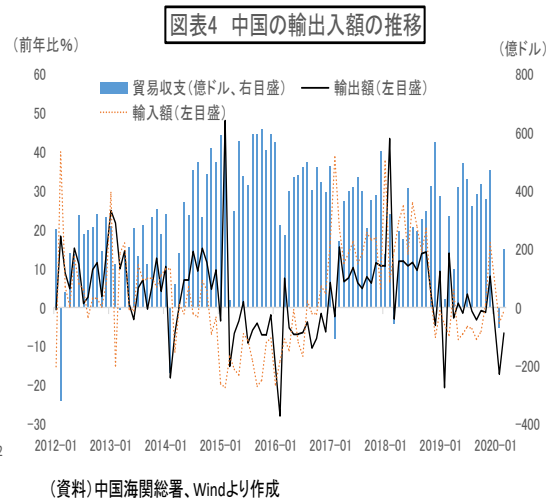
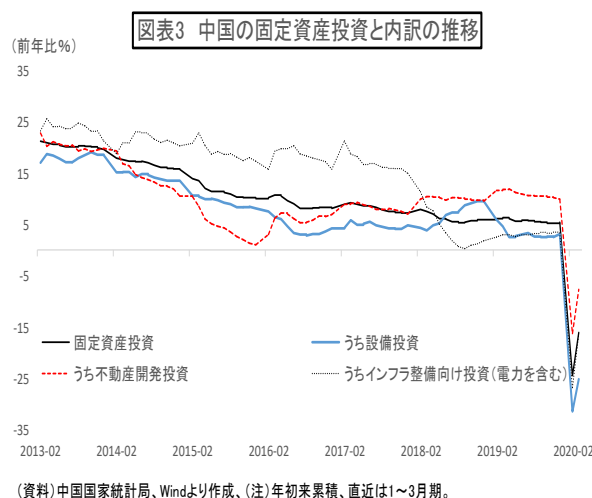
3月の輸出は前年比▲6.6%、先行きは期待できず

ある。

一方、新型コロナウイルスの感染拡大防止策が依然厳しく実施されていることで人々の移動はまだ制限されており、工事現場などで人手不足が発生している。これらを踏まえると、投資の先行きについても、減少幅は縮小するものの、増加に転じるにはしばらく時間がかかるだろう。

3月の輸出額（米ドルベース）は前年比▲6.6%と1～2月期（同▲17.2%）から減少幅が大きく縮小した。また、輸入額も同▲0.9%と1～2月期（同▲4.0%）から改善した（図表4）。輸出の大幅な改善の背景として、2月に新型コロナウイルスの影響で輸出できなかったものが3月にずれ込んだことが影響していると考えられる。

とはいえ、新型コロナウイルスの世界的な広がりを受けて世界経済の後退が回避できないなか、海外需要の大幅な減退を余儀なくされることから、輸出の先行きについても、当面回復は期待できない。



3月の鉱工業生産は底入れの動き

企業の操業再開などを受けて供給サイドの制約が解消されつつある。実際、3月の鉱工業生産（実質）は前年比▲1.1%と1～2月（同▲13.5%）から減少幅が縮小するなど、底入れの動きが見て取れる。

業種別では、サプライチェーンの寸断や販売不振の影響などを背景に自動車生産は前年比▲43.0%と大幅に下振れした一方、インフラ整備関連の鉄鋼や板ガラスに加え、半導体や医薬品などの生産は前年を上回るなど、比較的底堅い動きが見られ

予想される経済対策 の拡充・強化

た。

このように、新型コロナウイルスの感染拡大に収束が見えてきた中国では、経済活動の正常化に向けた動きが広がりつつあるが、3月の経済指標からは、本格的な回復にはなお時間がかかるとみられる。

中国政府は新型コロナウイルスに対処するための経済対策を進めているが、「尋常ではない状況」への対応として大胆かつ本格的な景気刺激策を打ち出す必要がある。実際、4月17日に開催された共産党中央政治局会議では、財政政策の拡充や強化、預金準備率の引下げや利下げなどの金融緩和が決まった。

財政政策については、具体的には、財政赤字のGDP対比の拡大、インフラ整備向け投資の原資となる地方債の発行額の大幅な増加、「新型コロナウイルス対処特別国債」の発行等の方針が改めて示された。

金融政策については、4月3日に中国人民銀行（中央銀行）が再び預金準備率の引下げを発表したほか、20日に銀行貸出金利の参照金利となるLPR（ローンプライムレート、1年物）も20ベースポイント低下したが、この会議を受けて今後もさらなる追加金融緩和が予想される。

2 四半期連続のマイナス成長の可能性

前述の通り、当面、海外需要に期待できないなか、中国経済の帰趨は経済対策によって国内需要（消費＋投資）をどの程度押し上げられることにかかっていると言えよう。

こうした経済対策（財政・金融政策）の効果が早急に顕在化すれば、4～6月期の実質GDP成長率はプラスに転じる可能性はある。ただ、海外需要の減退に加えて、経済活動の本格的な回復が再び感染拡大をもたらす可能性もあり、4～6月期の実質GDP成長率はマイナス幅は縮小するものの、2四半期連続でのマイナス成長が続く可能性が高いと思われる。

また、現時点では、年後半はある程度の回復が期待できるが、世界経済の停滞による成長下押しは回避できないことから、20年通年の成長率は前年比2～3%にとどまるだろう。

引き続き、世界的な感染拡大の防止状況、中国の経済対策に注目したい。

(20.4.20 現在)

新型肺炎による途上国の混乱と欧州経済への影響波及

～途上国の債務問題を通じた新型肺炎ショックの深刻化～

山口 勝義

要旨

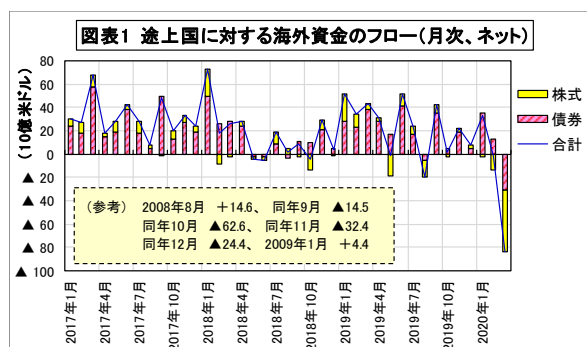
新型肺炎の感染拡大に当たり、先進各国は、生産と消費の突然の停止から、さらに債務危機や金融危機へ発展する最悪のシナリオを回避すべく政策の総動員に動いている。しかし一方で、途上国で債務問題が表面化し、欧州経済に大きな影響を及ぼす可能性がある。

はじめに

新型コロナウイルス感染症（Covid-19、以下「新型肺炎」と表記）の拡大が続く欧州では、サプライチェーンの寸断や、人の移動制限、また失職の懸念などを通じて、実体経済には供給側（生産）と需要側（消費）の両面から甚大な影響が及んでいる。これに対し欧州の当局者は、かつての危機時には見られなかった迅速な政策対応を行い、混乱の拡大阻止を図っている。

例えば欧州連合（EU）では、3月23日に財務相が「財政赤字をGDPの3%以下とする」などの財政規則を一時停止することで合意し、各国の機動的な財政出動を容認した^(注1)。また欧州中央銀行（ECB）は、3月12日の理事会で流動性供与や資産購入の拡大を決定し、続けて18日には緊急会議で、新たな資産買い取り制度である「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）」（7,500億ユーロ、2020年末期限）の導入を決めた。さらに25日には、PEPPについては国債の発行残高の3分の1までに抑える購入制限などを適用しないと発表し、同制度の実効性を確保した。

この結果、一時は急速に拡大していた高債務国とドイツなどの主要国との国債利回りのスプレッドは、かなり落ち着きを取り戻している。しかし一方で、これま



（資料）IIF のデータから農中総研作成

での政策対応の主眼は資金の流動性確保や業績悪化企業の支援を含めた危機時の緊急対策にあり、景気刺激という面では効果は限られている。また現実にも、ワクチンの開発などにより感染が収束に向かう時期は未だ見通し難く、サプライチェーンの再構築も容易に進むとは考えにくい。このため、世界経済が新型肺炎の影響を払拭し成長が回復に転じるには、まだかなりの時間を要するものと見込まれる。

そしてこの間には、医療体制が十分ではなく財政基盤も弱い新興・発展途上国（以下「途上国」と表記）において、先進国にも増して困難な状況が拡大する可能性がある。途上国に対する資金フローには既に警戒的な動きも現れており、新型肺炎を巡っては、今後、途上国の情勢が欧州経済のさらなる重荷として加わる可能性に注意が必要とみられる（図表1）。

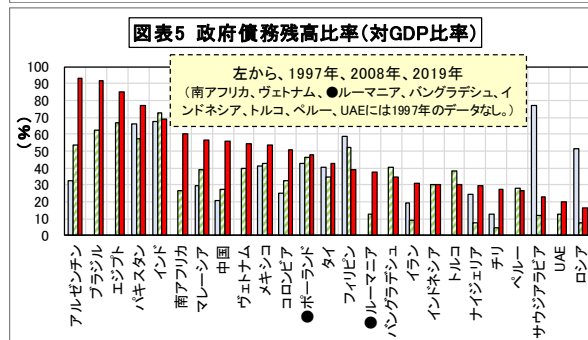
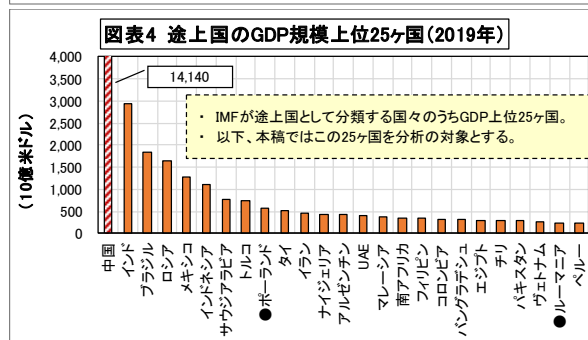
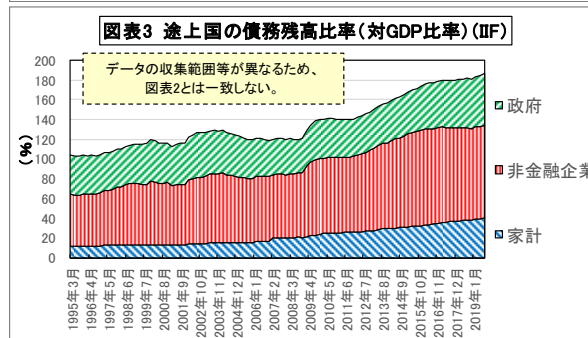
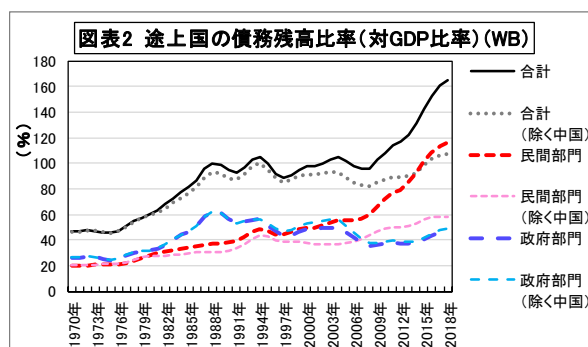
途上国における債務の積み上がり

この途上国の情勢については、世界保健機関（WHO）のテドロス事務局長が4月1日に、世界銀行（WB）や国際通貨基金（IMF）と連携して債務の救済を行う必要性を訴えたことで注目が集まっている^{（注2）}。しかしこれまでも、この途上国の債務の増大についてはWBやIMF、また国際金融協会（IIF）などが、繰り返し注意喚起を行ってきた。例えばWBは19年12月の報告書で、80年代の南米を中心とした債務危機とも対比しつつ、最近の大規模かつ急速な途上国における債務の積み上がりに対し警鐘を鳴らしている（図表2）^{（注3）}。

このように途上国を巡る問題は足元での資金流出に伴う資金繰り懸念に止まらず、焦点が、いずれ債務の返済能力に移る可能性がある。特にこうした状況が広く連鎖する場合には、これまで世界経済の成長を支えてきた途上国が大きな混乱に陥ることとなり、その影響が欧州経済にも及ぶものと考えられる。このため、その可能性を点検することが重要となる。

まず途上国における債務の全体的な動向を見れば、債務の増加は政府部門が中心であった先進国とは異なり、民間部門で顕著である点が特徴的である（図表3）。しかし各国個別には、政府部門においてもリスクの急速な増大が見られる国々が存在している点に注意が必要である。IMFが途上国として分類する国々のうちGDP上位25ヶ国を取り上げれば、アルゼンチンやブラジル、南アフリカなどの政府債務について、最近のリスクの著しい増加を確認することができる（図表4、5）^{（注4）}。

こうした途上国の債務の増大の背景では、ひとつには金融危機以降の世界的な大幅な金融緩和が働いている。利回りを



（資料）図表2はWBの、図表3はIIFの、図表4、5はIMFの、各データから農中総研作成

（注）図表4、5の●は、EU加盟国を示す。

求める資金が高リスク資産に大量に流入し、途上国でもリスクの蓄積が促されてきた。これに対し、足元の資金の激しい逆回転のみならず大幅な成長減速で途上国の債務負担が強まることで、リファイナンス・リスクが急速に高まる懸念がある。

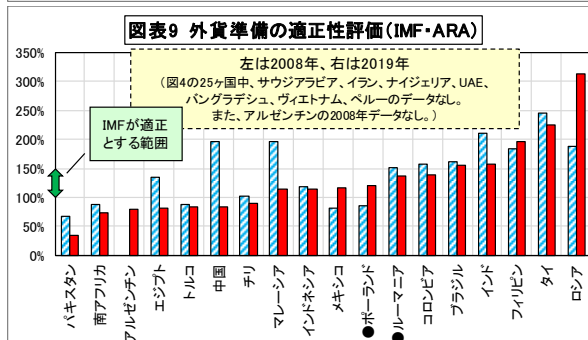
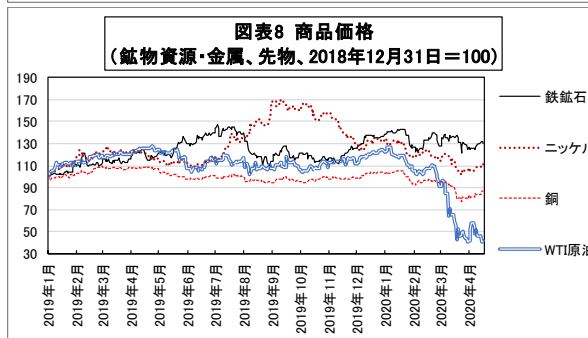
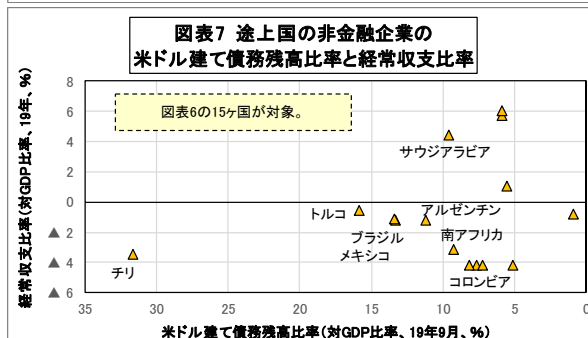
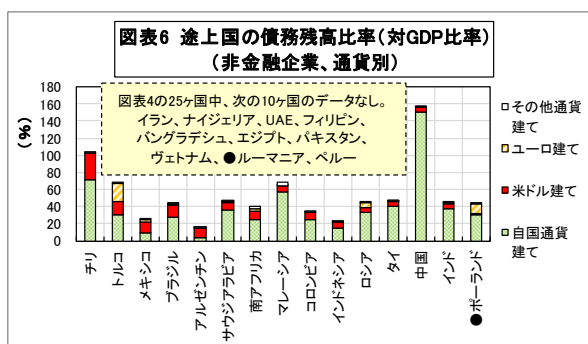
途上国の債務を巡る様々な懸念点

しかしながら、途上国の債務を巡り懸念されるのは、最近の債務残高の大規模かつ急速な積み上がりばかりではない。

第一には高い外貨建て債務比率がある。最近の調達難による米ドル高や、先行きの困難な情勢を織り込む途上国の自国通貨安は、米ドル建て債務者の負担を高めることに繋がる。先に見たように途上国では民間部門の債務の増大が著しいが、南米諸国やトルコを中心に、非金融企業の米ドル建て債務は相応の規模に達している（図表 6）。一方の政府部門については概ね自国通貨建て債務が太宗を占めてはいるものの、アルゼンチンやコロンビア、トルコ、サウジアラビアでは、米ドル建て債務残高の対 GDP 比率が 2 桁に達している（注 5）。次に第二としては、高債務の国々には経常収支赤字国が多く、これらの国々では海外資金の急速な流出の可能性という、ショックに対する脆弱性を抱える点が指摘される（図表 7）。

第三は資源価格の下落である。原油価格のみならず他の鉱物資源についても世界の景気後退に伴う需要減少で価格は弱含みで推移しており、資源輸出に依存する途上国ではその影響を免れることはできそうにない（図表 8）（注 6）。さらに第四には、危機時のバッファとなる外貨準備の水準がある。IMF による適正性評価（ARA）では、上記の国々の多くで近年、水準が低下するとともに適正とされる範囲を下回っている（図表 9）（注 7）。

以上のように、途上国の債務を巡っては様々な懸念点が積み重なっている。また IMF の支援力の拡充も課題であるが、加盟国の広い合意の下でこれが支障なく進められるかどうかは今のところ不透明



(資料) 図表 6、7 は IIF の、図表 8 は Bloomberg の、図表 9 は IMF の、各データから農中総研作成
(注) 図表 6、9 の●は、EU 加盟国を示す。

である。このため、各国の動向に注意が必要であるが、欧州の立場からすれば、経済関係が緊密であるトルコや、歴史的な経緯からスペインの銀行によるエクスポージャーが大きい南米諸国が、なかでも主要な注意先ということになる。

おわりに

先進国として新型肺炎ショックで必ず回避しなければならないのは、生産と消費の突然の停止のみでさえ経済には過重な負担であるうえに、さらには企業倒産の続発などで債務危機が引き起こされ、ひいては銀行の経営懸念の強まりにより金融危機に発展するシナリオである。

先進各国はこの最悪シナリオを回避すべく、揃って政策の総動員に動いている。しかしこうした注力の外側で、医療体制が脆弱な途上国において感染拡大が深刻化し、成長の下押しにより、債務問題が炙り出されてくる可能性がある。

仮に途上国で債務危機のレベルには至らず部分的な混乱に留まった場合にも、途上国経済の停滞で、先進国にとっては

(注1) ただし、共同債である、いわゆる「コロナ債」の発行については、3月26日のEU首脳会議で合意に至らなかった。その後4月7日、さらに9日の財務相会合を通じ総額5,400億ユーロの対策で合意したが、ここでも「コロナ債」の発行では進展はなかった。特にオランダから、強い反対があったと報じられている。

(注2) この他にも、例えば国連貿易開発会議(UNCTAD)は3月30日、通貨安や資源価格の下落などに見舞われている途上国に対し、新型肺炎の感染拡大に対処するため2兆5千億ドルの経済支援が必要であるとする報告書を発表した。次による。

- ・ UNCTAD (30 March 2020) "UN calls for \$2.5 trillion coronavirus crisis package for developing countries"
- ・ UNCTAD (30 March 2020) "The Covid-19 Shock to Developing Countries"

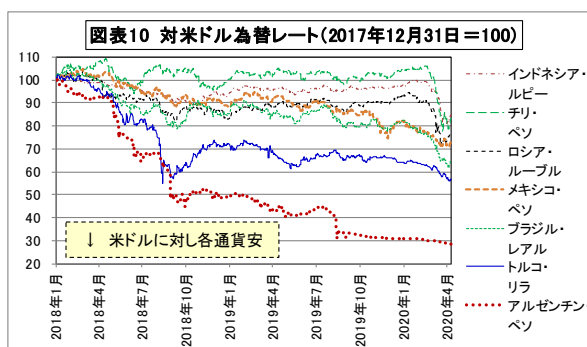
<https://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=2315>

(注3) 次による。

- ・ World Bank (December 19, 2019) "Global Waves of Debt, Causes and Consequences"
- <https://www.worldbank.org/en/events/2019/12/16/global-waves-of-debt-causes-and-consequences>

なお、80年代の債務危機は、70年代に資源価格の上昇や豊富な産油国資金を背景として大規模な借入れを行った途上国が、80年代に入り世界的な成長の減速や資源価格の下落、米国のインフレ対策としての高金利政策などにより行き詰まり、メキシコやブラジルなどが債務不履行に追い込まれたものである。

(注4) 図表5が比較対象とした08年は、リーマン・ショックの年に当たる。途上国は世界金融危機からの大



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

厳しい景気後退を強いられている最中に、新たな重荷が加わることになる。

既に市場では途上国からの資金流出が生じ、通貨安も進みつつある(図表1、10)。欧州自身の情勢ばかりではなく、欧州経済に思わぬ方向から新たなストレスが加わることがないのか、あわせて注意が必要になっている。(20.4.20現在)

きな影響は免れたが、当時に比べ財政状況が悪化している国が多いことになる。ちなみに97年は、タイを中心としてアジア通貨危機が始まった年である。なお、80年代の債務危機時の各国の債務の水準については、IMFのデータベースでは「N/A」とされている。

(注5) 政府部門でドル建て債務比率の高い国は、アルゼンチン53.9%(85.7%)やコロンビア14.6%(50.3%)、トルコ10.4%(35.0%)、サウジアラビア10.4%(21.8%)などの一部の国に留まっている(数値はドル建て債務残高の対GDP比率で、19年9月時点のIIFのデータ。なお()内は、同様にIIFのデータによる、全通貨合計の債務残高の対GDP比率)。図表6のこの他の国々では、ドル建ての政府債務残高の対GDP比率はせいぜい数%の水準である。

(注6) 本稿で対象とした25ヶ国のうち、図表8にかかる鉱物資源の主要輸出国は次のとおりである。サウジアラビア(原油)、UAE(原油)、チリ(銅鉱石)、ブラジル(鉄鉱石)、ペルー(銅鉱石)、インドネシア(銅鉱石、ニッケル鉱石)、フィリピン(ニッケル鉱石)、南アフリカ(鉄鉱石)、ロシア(原油、ニッケル鉱石)。

(注7) IMFによるAssessing Reserve Adequacy(ARA)では、途上国を対象として、輸入額や短期債務残高などに限定せずに、各国の潜在的なリスク、想定される波乱要因、経済の脆弱性について総合的に評価し、各国毎に妥当と考えられる外貨準備の水準を算定したうえで、これを実際の準備高と対比している。対比に当たっては、IMFは、外貨準備には機会費用(相対的に低い運用収益など)が伴うことから上限も設定し、妥当と考えられる外貨準備の水準の100～150%を適正な外貨準備の範囲としている。

平成期における対外バランスの変化①

南 武志

昭和後期から平成前期にかけて、日本の経常収支黒字や対米貿易黒字は政治問題化し、政府や輸出製造業、第一次産業は様々な対応に迫られた。しかし、振り返ってみると、日本の経常収支は依然として黒字基調であり、かつ米国の経常収支も赤字のままであり、一連の対応は収支均衡化にとってどれだけの意味があったのか、疑問が残る。

本稿では、平成期(1980年代後半～2010年代後半)における対外バランスについて複数回に分け、今回は経常収支を中心に振り返りつつ、今後の趨勢を展望してみたい。なお、経常収支の「裏」である金融収支を中心とした分析は次回②としたい。

国際収支統計の基本構図

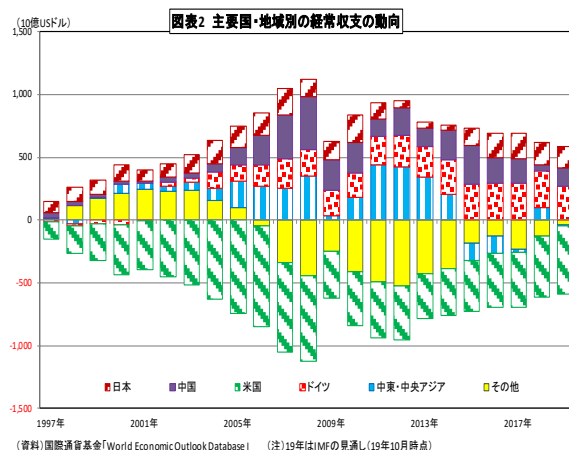
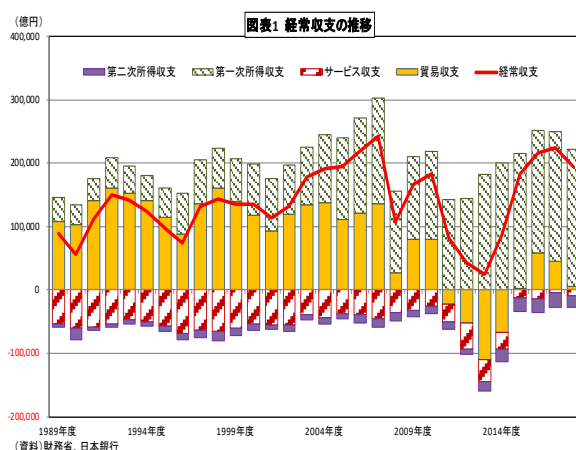
一国の一定期間における対外経済取引をすべて記録した統計として国際収支統計がある。複式簿記の原理に基づいて計上されることもあり、貸方と借方の合計は一致することになる。具体的に、財貨・サービスの輸出、所得の受取、資産の減少、負債の増加は貸方に、財貨・サービ

スの輸入、所得の支払、資産の増加、負債の減少は借方にそれぞれ計上する。

そのため、国際収支統計では「経常収支+資本移転等収支-金融収支+誤差脱漏=0」という関係がある。今回取り上げる「経常収支」は、金融資産にかかる居住者と非居住者間の債権・債務の移動を伴う取引を除く、居住者・非居住者間で債権・債務の移動を伴う全ての取引の収支状況を示したものである。内容としては、貿易収支、サービス収支、第1次所得収支、第2次所得収支などから成る。なお、貿易・サービス収支はGDP統計上の財貨・サービスの純輸出(外需)、第1次所得収支は同じく海外からの所得・純受取に相当するものである。

経常収支は黒字基調

まず、平成期の経常収支全体の動きを確認すると、上下に振れる期間もあるが、概ね年間10兆円台前半あたりで推移しているように見える。10兆円を割り込んだ年は円高が急激に進行した95年前後、同じく急激な円高に東日本大震災が重なった10年代前半である。逆に20兆円を



上回ったのは長い景気拡張期となった小泉政権後半の05年前後である。

一方、経常収支黒字の中身は大きく変化した。便宜上、平成期を10年毎に区切ると、平成前期において経常収支黒字はほぼ貿易収支黒字と見合っており、第一次所得収支の黒字はサービス収支の赤字でほぼ相殺されていた。平成中期は経常収支黒字の主因が貿易収支黒字から第一次所得収支黒字に徐々にシフトしていった。そして平成後期においては、経常収支黒字は第一次所得収支の黒字幅に左右されるようになった。また、中期・後期を通じて、サービス収支の赤字幅は緩やかに縮小する動きも見られた。

なお、国・地域別に経常収支の推移をみると、東日本大震災後の11～14年を除き、平成期の日本の経常収支黒字幅は世界第3位に入る大きさである。

貿易収支：黒字基調から均衡化へ

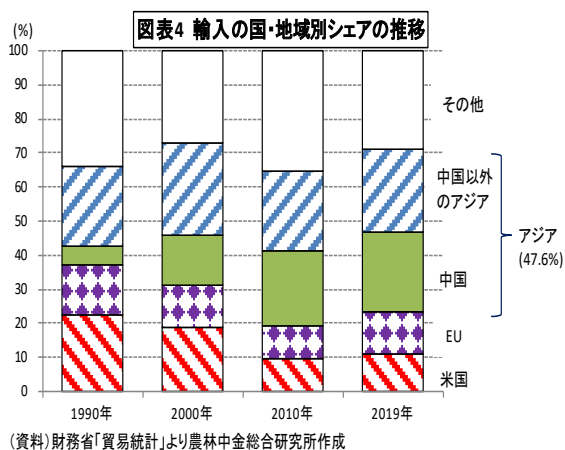
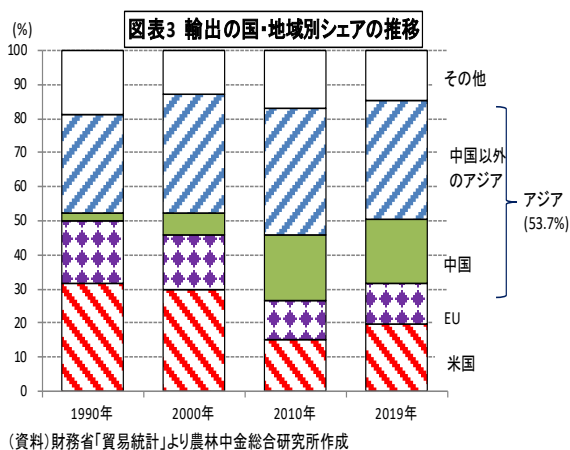
貿易収支は財貨の輸出入の収支を示すものであるが、前述の通り、平成期を通じて貿易収支は黒字基調から均衡基調にシフトしている。日本は経済発展に向けて、国内に乏しい原油、鉄鉱石などの鉱物資源や原材料を輸入し、それを加工した工業生産を輸出するという、「加工貿易」

を行ってきた。その結果、平成初期の時点ではフルセット型に近い産業構造であった。

しかし、80年代後半以降は為替レートの円高傾向が続いたほか、相対的に人件費の低かった中国・東南アジア諸国の経済発展に伴い、当該地域を中心とした海外への生産拠点シフトや対外直接投資が増加、日用品など汎用品の輸入が増加し、国内では付加価値の高い財の生産に特化する動きがみられた。このように国際分業を前提とした産業構造への変化がみられ、それが貿易構造の変化を生み出すこととなった。こうした動きを反映して、平成期を通じて成長著しい中国を含むアジアとの貿易が増加した。

ちなみに、生産拠点の海外シフトが貿易収支に与える効果として、

- ① 逆輸入効果…本来は国内で生産していた財を海外拠点で生産した財に切り替える、
- ② 輸出代替効果…日本から輸出していた財を海外拠点が代替生産、
- ③ 輸出誘発効果…海外拠点に対して資本財・生産財の輸出が増加、
- ④ 輸入転換効果…国内生産していた財を海外生産に切り替えることで、資源・エネルギーなどの輸入が減少、



などが挙げられるが、①②は収支の赤字化、③④は黒字化を促す。

サービス収支：旅行収支が黒字化

サービス収支は、輸送（国際貨物、旅客運賃の受取・支払）、旅行（訪日外国人旅行者・日本人海外旅行者の宿泊費、飲食費等の受取・支払）、金融（証券売買等に係る手数料等の受取・支払）、知的財産権等使用料（特許権、著作権等の使用料の受取・支払）など、国際的なサービス取引の収支を示したものである。

前述の通り、サービス収支は赤字幅を縮小させてきたが、その要因の一つに旅行収支の黒字化が挙げられる。12 年 12 月のアベノミクス始動とともに円安が進行したほか、成長戦略として観光立国の実現を目指したこともあり、15 年に訪日外国人数が出国日本人数を上回った。平成期を通じて訪日外国人旅行者数は約 11 倍となっている。

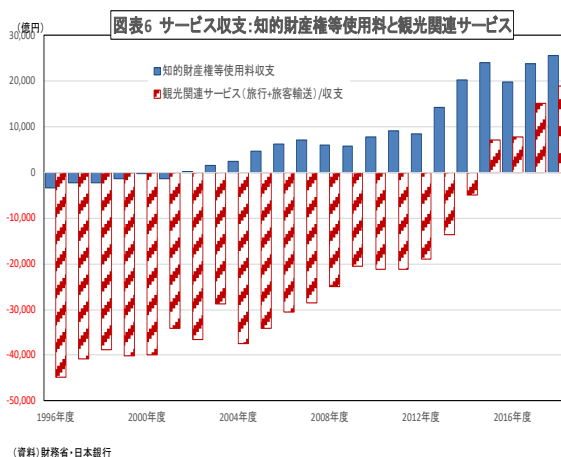
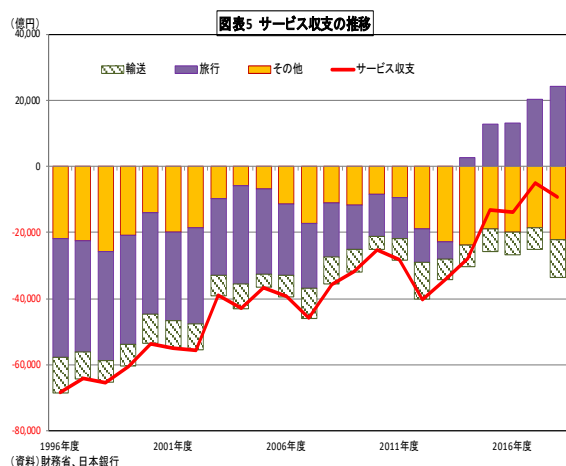
また、技術貿易の黒字化もサービス収支の赤字幅縮小に貢献している。日本が国際的な競争力や存在感を維持する上で、科学技術への継続的・積極的な投資が必須であるとして、80 年度版『科学技術白書』では科学技術立国の推進が掲げられ

た。平成前期までは知的財産権等使用料の収支は赤字であったが、平成中期には黒字に転じ、平成後期には 2 兆円台の黒字となっている。最近では、毎年のようにノーベル賞を受賞する日本人を輩出するなど、科学技術大国であるようにも見えなくもない。しかし、財政難や企業のリストラによって基礎研究や若手研究者支援のための支出削減、学生の理工系離れなどもあり、将来的に黒字を維持できるか懸念する声もある。

第一次所得収支：拡大する直接投資収益の受取

第一次所得収支とは、居住者と非居住者との間で行われた労働・資本など生産要素の取引によって生じた所得の取引を示すものである。具体的には、雇用者報酬、投資収益（直接投資収益、証券投資収益、貸付・借入や預金等に係る利子の受取・支払などのその他投資収益）などから構成される。

経常収支黒字は対外純資産として積み上がっていくが、日本は 70 年代以降、経常収支の黒字基調が続いたため、過去 30 年近くにわたって対外純資産残高は世界第 1 位（18 年末で 341 兆 5,560 億円）で



ある（なお、中国と香港を加えると第二位となる）。内訳は、対外資産として直接投資残高は181兆7,040億円、証券投資残高は450兆8,440億円であり、いずれも対外負債の直接投資残高、証券投資残高を大きく上回っており、投資収益収支も大幅黒字となっている。

なお、最近の傾向としては、直接投資収益の受取が膨らんでおり、これまでの対外直接投資の蓄積効果が出ているほか、収益率も証券投資収益率よりも高いことが背景にある。なお、対外直接投資の対象地域としては中国などアジアが最も多く、次いで北米、中南米と続く。一方、対外証券投資の対象地域としては、北米、欧州、中南米と続き、証券市場が相対的に未発達であるアジアの残高は大きくない。

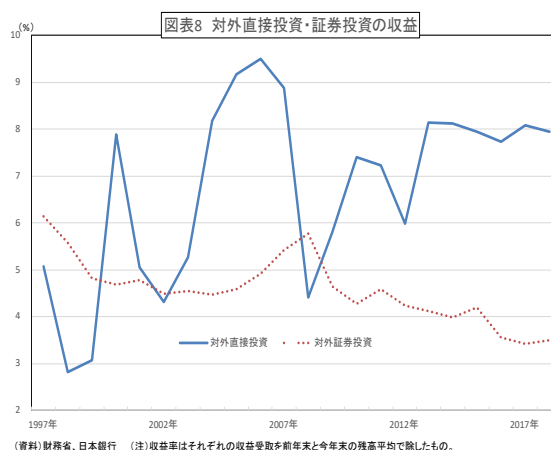
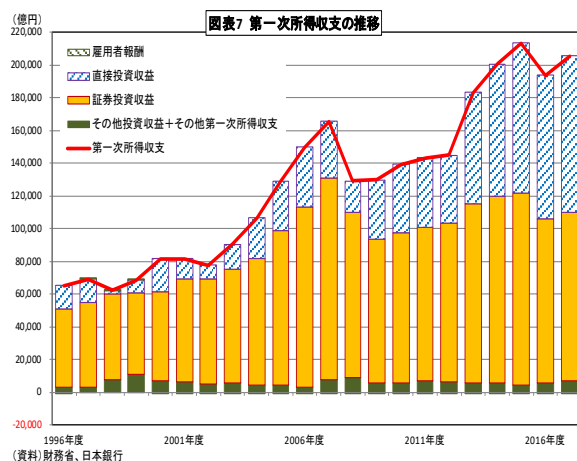
今後の展望

高齢化が進む中、家計貯蓄率はいずれマイナスになるとの想定が尤もらしく見えたこともあり、日本の経常収支はいずれ赤字になるとの見通しはある程度説得力もあったが、前述の通り、GDP比で3%程度の経常収支黒字が維持されているのが現状である。家計貯蓄率は低下気味にあるが、依然としてプラスを維持してい

るほか、法人企業部門が大幅な資金余剰となっており、民間貯蓄全体としても引き続き高水準である。

「経常収支≡（民間貯蓄－民間投資）＋財政収支」というマクロ恒等式には因果関係を求めることはできないが、いずれ日本企業の資金余剰も縮小に向かうのであれば、経常収支も黒字から赤字に転じる可能性は否定できない。問題は、それが国債消化と関連づけて議論される機会が多いことである。国内純貯蓄を上回る財政赤字が発生すれば、当然、海外投資家に国債購入を期待するしかない。しかしながら、財政規律の緩みが散見される中でも消去法的な国債購入を続けざるをえない国内投資家に比べ、日本の財政事情に対する視線は厳しいことは間違いない。

当面は、経済崩壊を避けるために財政支出増が避けられない状況であるが、コロナ終息後に無理のない、しかし着実な財政健全化戦略を構築できるか、注目される。



海外の話題

今の香港

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 浅田 健一

本題に入る前に、現在世界中で新型コロナウイルスの感染拡大が続いており、本読者の皆様およびご家族におかれましては、健康と安全を最優先で過ごされるよう祈念申し上げます。

香港で生活していると、最近日本国内で香港に関する記事が減ったこと、日本の新型コロナウイルス対策は香港より1～2か月遅れていると感じる。香港では1月中旬から感染者が出たものの、執筆時点(4月16日)で感染者数は1,017人、死者は4人と他国・地域と比べて少数に抑えられているからだ。直近5日の新規感染者数は1桁に減少。香港政府は入境制限、飲食店・各種施設等の一時閉鎖や制限、経済支援策を迅速かつ効果的に実施し、現時点では奏功している。2003年にSARS(重症急性呼吸器症候群)で辛い経験(複数の集団感染や300人を超える死者)をしているので、香港人は日本人と異なり過去の経験に裏付けされた行動ができている。

少し時計を戻すと、2019年の香港は、皆様ご存じの通り、6月以降逃亡犯条例改正案を巡る民主化運動(デモ)に翻弄された1年だった。11月24日に投票が行われた区議会選挙で民主派が大勝利した後はデモが小康状態となった。大晦日に心の中で2020年は政治・経済・社会すべてが回復し、本来の香港の姿に戻ることを期待していた。しかし、同じ日に、中国の武漢で発生した当時原因不明のウイルス性肺炎により香港で感染が疑われる人が21名出たと報道が出ていたのである。

2020年に入り、元旦に市民が約106万人参加した大規模デモが香港島の中心部で開催され、私の願いはたった1日でブレイク。1月6日には当事務所の現地採用職員からマスクを早急に確保したほうがいいとアドバイスを受けた。それを最初に聞いた時、本当に必要なの?と心の中で思ったが、彼らは過去の教訓を生かし、衛生用品の確保と保守的な行動を提言したのである。その結果、今では信じられないかもしれないが、その週内に東京と北京からマスクの支援を受けることができた。

その後、旧正月(1月25日～28日)の少し前から新型コロナウイルスの感染が広がり、街でマスクをつける人が増え始め、旧正月に開催予定だった各種イベント(花火大会、カーニバル等)は全て中止となった。政府は迅速に対応し、旧正月明けから学校休校(現在も継続)と公務員の自宅勤務(3月2日に一旦解除も3月23日から再開)を通知し、2月4日か

らは高速鉄道やフェリーを止め中国やマカオへの渡航を制限し、2月8日に中国からの入境者に14日間の隔離措置を導入した（現在は、非居住者は空路による入境禁止、香港居民は台湾とマカオからの入境を除き14日間の隔離措置に拡大）。また、この頃、スーパーでの食料品や衛生用品の買占め行動が発生した。さらに、3月19日に新規感染者数44人、3月27日に同65名と増加したことで、政府は公共の場で人が4人超集まることを禁止した他、飲食店・各種施設の一時閉鎖や制限を発表した。経済面では、永住権を持つ香港居民に対し1人10,000香港ドル（約14万円）を給付する他、企業向け各種補助金や政府保証による貸出スキームの拡充等総額2兆円以上の支援策を発表し、一部は支給が始まっている。日本人社会においては、帰任者の早期帰国または後倒し、新規駐在員のビザ発給の遅れや赴任時期の変更、駐在員および家族を日本に一時避難または滞在継続等、局面に応じて柔軟かつ苦渋の判断を迫られた方も相応にいる。

今後については、足元の状況がさらに1～2週間続き、新規感染者ゼロも出現してきたら、政府は飲食店・各種施設の営業再開・制限廃止、公務員の職場復帰、学校の授業再開等を段階的に実施すると思われる。SARSの時は市民生活の回復に約4か月かかったと聞く。香港ではまもなく4連休（4月30日～5月3日）を迎えるが、個人的にはそれまでに飲食店・各種施設の営業再開・制限廃止を願っている。ただ経済面では4月頭に財務長官が今後半年間改善する兆しが全くないと発言し、2年連続マイナス成長になる可能性が高い。

最後に気がかりなのは、デモの行方。デモは新型コロナウイルスで一時中断。市民は五大要求の完全実現を求めているが、政府は1項目（逃亡犯条例改正案の完全撤回）のみ応じただけである。先般、9月6日に立法会選挙（日本でいう国会議員の選挙）が実施されるとの報道が出た。6月以降、象徴的なデモの1周年が順次到来する。新型コロナウイルス終息後、市民がどう行動するかを注視している。