国内経済金融

内外経済に深刻な影響を及ぼした新型肺炎

～過去最大級の対応策に追われる各国政府・中央銀行～

南　武志

要旨

新型肺炎が世界的な感染拡大となる中、企業・家計のマインドが大きく悪化している。各国では封じ込め策として入国制限や外出規制などの封じ込め策を強化しつつあるが、同時に経済活動の一段の停滞が起きることは避けられない。国内経済は年率▲7.1%と大幅なマイナス成長となった 2019 年 10～12 月期に続き、中国経済が落ち込んだ足元 20 年 1～3 月期はもちろんのこと、欧米経済の悪化が本格化する 4～6 月期についてもマイナス成長となるとの見方が日増しに高まっている。

主要国の政府・中央銀行はこうした情勢の急変を受けて、景気下支えのため、大規模な財政・金融政策を打ち出しているが、なかなか市場の動揺を鎮静化できずにいる。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2020年 3月（実績）	2020年 6月（予想）	2020年 9月（予想）	2020年 12月（予想）	2021年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.039	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0060	0.00～0.05	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	20年債	(%)	0.305	0.15～0.40	0.15～0.40	0.15～0.40	0.20～0.50
	10年債	(%)	0.035	−0.15～0.10	−0.15～0.10	−0.15～0.10	−0.10～0.15
	5年債	(%)	−0.120	−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)	110.5	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	119.7	110～125	110～125	110～125	110～125
日経平均株価		(円)	18,092	18,000±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3月24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。

パンデミックと認定された新型肺炎

世界保健機関（WHO）は 3 月 11 日、新型コロナウィルス感染症（以下、新型肺炎）についてパンデミック相当との認識を示した。これまでも各国政府は感染が拡大している国からの入国を制限する措置などを講じてきたが、このパンデミック宣言を受けて、本格的な封じ込め策に乗り出した。特に、感染拡大が爆発的に広がりつつある欧米各国を中心に、国境閉鎖や外出規制などが強化されており、経済活動への悪影響の懸念が強まっている。

実際、足元の情勢ならびに見通しは時々刻々と悪化の一途をたどっている。国際通貨基金（IMF）のゲオルギエバ専務理事は 23 日、20 年の世界経済はリセッションに陥り、世界金融危機が起きた 09 年と同程度もしくはそれを超えるマイナス成長

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は不可避との認識を示している。

景気下支え策を迫られた各国の政府・中央銀行

政府はこれまで2度にわたって新型肺炎に関する緊急対策を策定したが、新年度入り後には本格的な緊急経済対策を策定する意向である。19年末に総額26兆円、財政支出13兆円超の経済対策を取りまとめたが、今回はそれを上回る30兆円超の規模となると報じられており、現金給付などが取り沙汰されている。一方で消費税率の引下げについては慎重論も多い。

海外でも同様に大型の経済対策が打ち出されており、米国では第1弾の83億ドル規模の対策に加え、第2弾として総額1,000億ドルの緊急支援策を打ち出した。さらに与野党間の意見の相違も大きく、難航しているものの、第3弾としてさらに大規模な経済対策の協議も進行中である。

主要国の中央銀行もまた、金融緩和を大幅に強化している。米連邦公開市場委員会（FOMC）は、3日に50bp、15日にはさらに100bpの利下げを決定、ゼロ金利政策を再開したほか、潤沢な資金供給によってバランスシートを過去最大規模にまで膨らませた。23日には国債・MBSについて市場機能を安定させるのに必要な量を購入すると、事実上無制限の量的緩和を発表した。イングランド銀行（BOE）も11日に50bp、19日にはさらに15bpの利下げと2,000億ポンドの資産買い入れを決定した。欧州中央銀行（ECB）は追加利下げこそ見送ったが、12日（20年末まで1,200億ユーロ分の資産買入れを追加実施、TLTROの拡充）、18日（7,500億ユーロ分の国債・社債買入れ）と、量的緩和の強化を決定した。こうした中、日本銀行は18～19日に開催予定の金融政策決定会合を16日正午から前倒しで開催、海外中銀の動きに歩調を合わせる行動をとった。

追加緩和に踏み切った日本銀行

日銀は、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、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。

このうち、①については、積極的な国債買入れなどのほか、後述の企業金融支援特別オペの導入やCP・社債等買入れの増額、ETF・J-REITの積極的な買い入れなどを活用するほか、米ドル資金についても主要国中銀と連携して流動性供給に万全

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

を期すとしている。

また、②については、民間企業債務を担保（20年2月末：約8兆円）に、最長1年の資金をゼロ金利で供給する新たなオペレーションを導入するほか、20年9月までの時限措置でCP・社債等をそれぞれ追加的に1兆円買い入れることとした。

③については、当面、ETFを年間約12兆円（現行6兆円）、J-REITを同じく約1,800億円（同900億円）に相当する残高ペースを上限に、積極的な買い入れを行うこととした。

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し、「当面、新型コロナウィ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。

今必要なのはセーフティネットの拡充

今回の新型コロナウィルスの特徴として、感染しても8割の人は軽症で、無症状の人も一定数存在することが指摘されている。また、約100年前に発生した「スペイン風邪（A/H1N1亜型インフルエンザ）」の際と同様、ワクチンや抗ウィルス薬がない状況でもある。さらに、東京都内では感染経路が不明なケースが増加傾向にあり、政府からの自粛要請に概ね従ってきた日本国内でさえも、今後、欧州のように感染者数が爆発的に拡大する懸念は拭えない。そのために打てる手立てとしては、集団感染を避けるために「密閉・密集・密接」の3条件が重ならないようにすること、さらに感染者の隔離と徹底した消毒、くらいしかないのが実情である。

医療崩壊を招かぬよう、爆発的な感染拡大は何としても阻止すべきであるが、半面、ある程度の経済活動を維持しなければ、経済の崩壊を招きかねず、慎重にバランスをとることが必要である。一方、一旦感染拡大が収束に向かったとしても、「スペイン風邪」、「アジア風邪（A/H2N2亜型インフルエンザ）」等パンデミックが起きた感染症では、第2波、第3波が襲っており、気が抜けない点にも留意が必要だ。

こういう状況の下、現時点で求められる経済政策は、刺激効

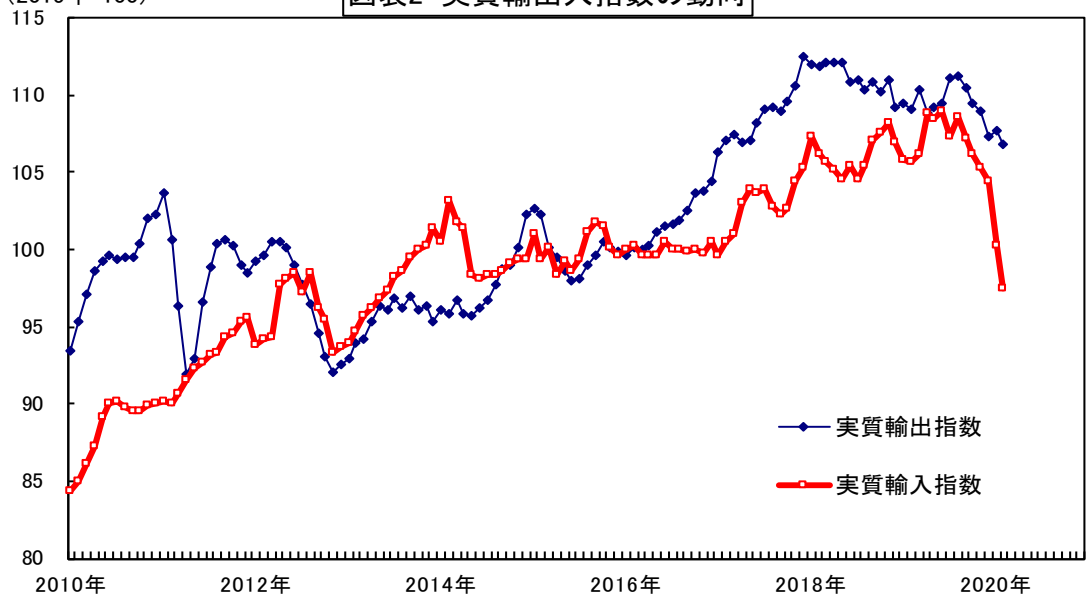
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

果を求めるより、安心感をもたらすものがまずは優先されるべきである。自粛ムードが長期化する様相を見せる中、雇用情勢や企業経営などが大幅に悪化する可能性が高く、それを可能な限り食い止めるような施策・制度を導入し、それらに必要かつ十分な資金が必要である。なお、政府・与党では法人税納付などを1年間猶予する案を検討しているとも報じられており、20年度は歳入欠陥が避けられない状況だ。そのため、赤字国債が大量に発行されることは不可避であろう。

また、日銀についても、企業の資金繰り支援をサポートし、信用不安の発生を未然に防ぐことに加え、国債増発などによる金利急騰が起きないように行動することが求められる。

ちなみに、08～09年の世界金融危機から立ち直る場面で、政府・中銀によって救済されたマーケットでは、財政悪化国の国債を投げ売りするといった、道義に反した「裏切り行為」が頻発した。今回もまた、こうした悲劇が繰り返されないとは限らない点に留意すべきだ。

図表2 実質輸出入指数の動向



(資料)日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。

2 月の中国からの輸入は前年比半減

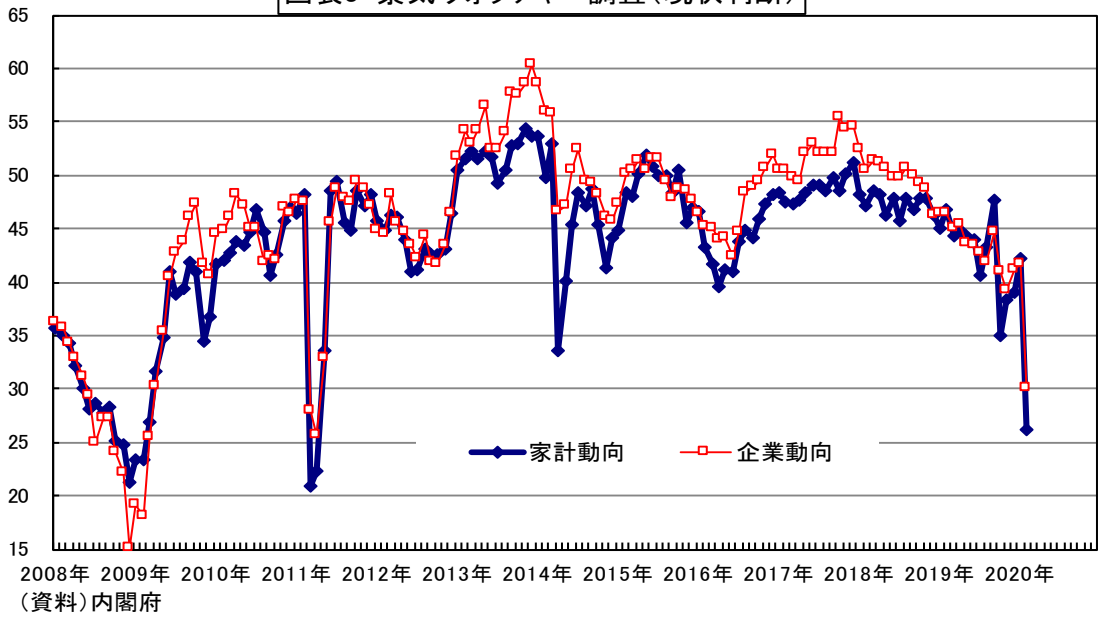
さて、中国が強権的な新型肺炎の封じ込め策を実施したことにより、中国国内の生産活動が著しく停滞し、2 月の貿易統計からは中国からの輸入が前年比▲47.1%と、ほぼ半減したことが明らかとなった（輸入額全体は同▲14.0%で、それに対する中国の寄与度は▲9.9 ポイント）。3 月に入り、中国の工場稼働率は徐々に高まりつつあると報じられているが、足元では世

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

界的に経済活動を縮小させる動きが強まっており、グローバルなサプライチェーンの寸断は長期化する可能性がある。

なお、2 月の実質輸出指数は前月比 4.2%と、旧正月要因で落ち込んだ 1 月分（同▲4.6%）からのリバウンドもみられたものの、3 月以降は世界的に需要水準が激減しているため、輸出の落ち込みが強まっていくのは必至である。

図表3 景気ウォッチャー調査（現状判断）



（資料）内閣府

企業・家計のマインドの悪化

現時点で入手できるハードデータ（1 月の生産、機械受注）からは、20 年初頭には世界経済の回復ペースが高まるとの期待の下、製造業を中心に持ち直しに転じる動きも散見された。消費税率引上げ直後に大きく落ち込んだ消費についても緩慢ではあるが、回復に向けた動きが見られた。しかし、状況は時々刻々と悪化しており、特に 3 月分以降の経済指標では本格的な悪化が見込まれる。

一方、ソフトデータは著しく悪化している。2 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▲14.5 ポイントの 27.4（4 ヶ月ぶりの低下）と、東日本大震災後（11 年 4 月：23.9）以来の水準まで急低下した（うち、家計動向：26.1、企業動向：30.1）。先行き判断 DI も同▲17.2 ポイントの 24.6 と 3 ヶ月連続の低下であった。3 月にかけて新型肺炎による景気悪化懸念が高まっており、さらに悪化する可能性が高いだろう。実際、3 月分の au じぶん銀行日本 PMI は製造業・サービス業とも大幅に落ち込んでいる。また、法人企業

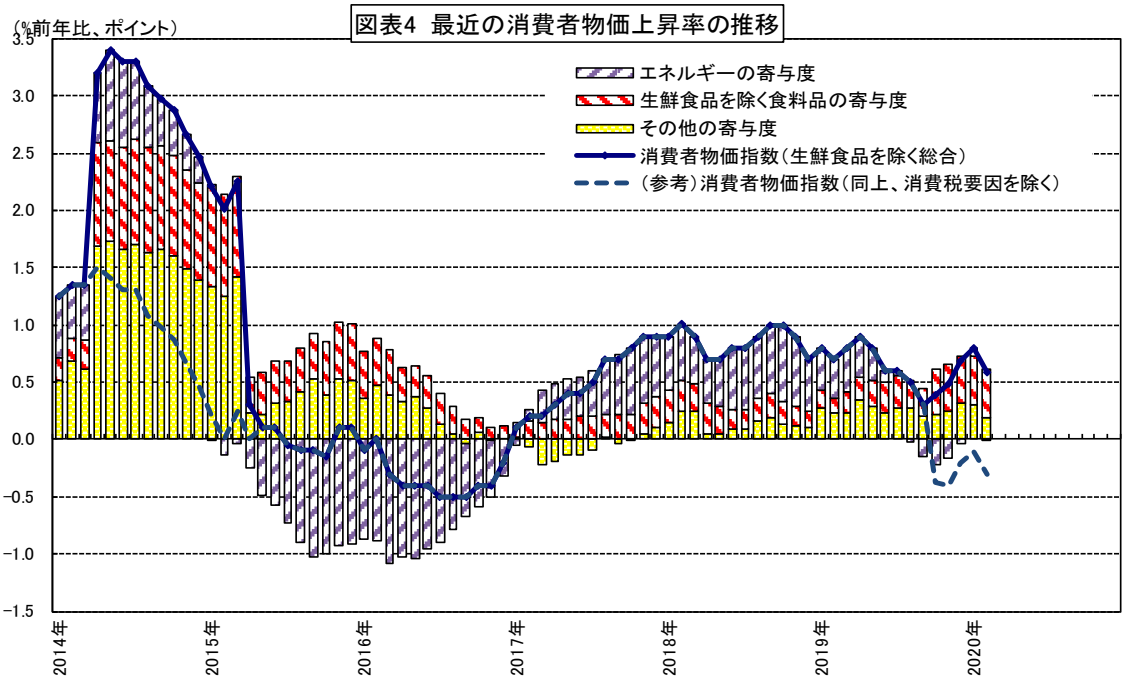
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

景気予測調査（1～3 月期）においても足元の景況感が大きく悪化したことが確認できる。4 月 1 日には日銀短観（3 月調査）が公表予定であるが、これまで底堅く推移してきた大企業・非製造業の景況感がどの程度悪化したのか注目される。

経済見通し：19、20 年度と 2 年続けてマイナス成長となる可能性も

前期比年率▲7.1%へ下方修正された 10～12 月期 GDP 第 2 次速報を受けて、当総研では経済見通しの改訂を行ったものの、2 月に策定した見通しと同様、東京五輪・パラリンピックの予定通りの開催に支障が出ないことを前提に、そこから逆算して新型肺炎の感染拡大は国内でも 4 月までに収束に向かうものと想定、その結果、19 年度は 0.2%成長、20 年度は▲0.3%成長と予測した。しかし、既にパンデミックが発生し、五輪・パラの 1 年延期が決定されるほど終息時期が見通せない状況であり、見通しも大きく下方修正せざるをえない。現時点では 19 年度がマイナス成長に陥るほか、20 年度の大幅マイナス成長も視野に入ったものと判断している。

図表4 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：相変わらず鈍い物価

2 月の全国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 0.6%と、5 ヶ月ぶりに上昇幅が鈍化した。電気・ガス代やガソリンが値下がりし、1 月に前年比プラスに転じたエネルギーが再び下落したことに加え、宿泊料・外国パック旅行費の前年比下落率が拡大したことが背景にある。なお、10 月からの消費税率引上げは物価上昇率を 0.9 ポ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

イント、教育無償化政策は同じく▲0.6 ポイント、それぞれ変動させたと推計されており、両要因を除くと物価上昇率の実勢は0%台前半と考えられる。

2月中旬以降、新型肺炎の影響でインバウンド需要が「蒸発」したほか、消費者の自粛ムードも強まっており、消費財・サービスに対する需要は明らかに落ちている。また、足元で急速に業績が悪化していることもあり、20年春闘での賃上げ、さらには夏季賞与も期待薄で、家計可処分所得は減少する可能性がある。さらに足元の原油急落を踏まえれば、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もあるだろう。

一方、世界的に封じ込め策を強化した結果、工場などの生産活動が縮小されるなどの事態も起きているが、これが長期化すれば輸入に依存する一部の日用品が品薄になり、不況下での値上げが起きる可能性もあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

新型肺炎の感染拡大が世界的な広がりを見せる中、投資家はリスク回避的な動きを強め、株価は暴落状態となった。一方、決算期末を控え、債券市場は益出しの売り圧力が強まっており、長期金利は3月中旬以降、プラス圏で推移している。また、世界的に「有事のドル」需要が極度に高まっており、ドル高圧力が高まっている。

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

リスク資産が暴落する中、益出し売りが殺到

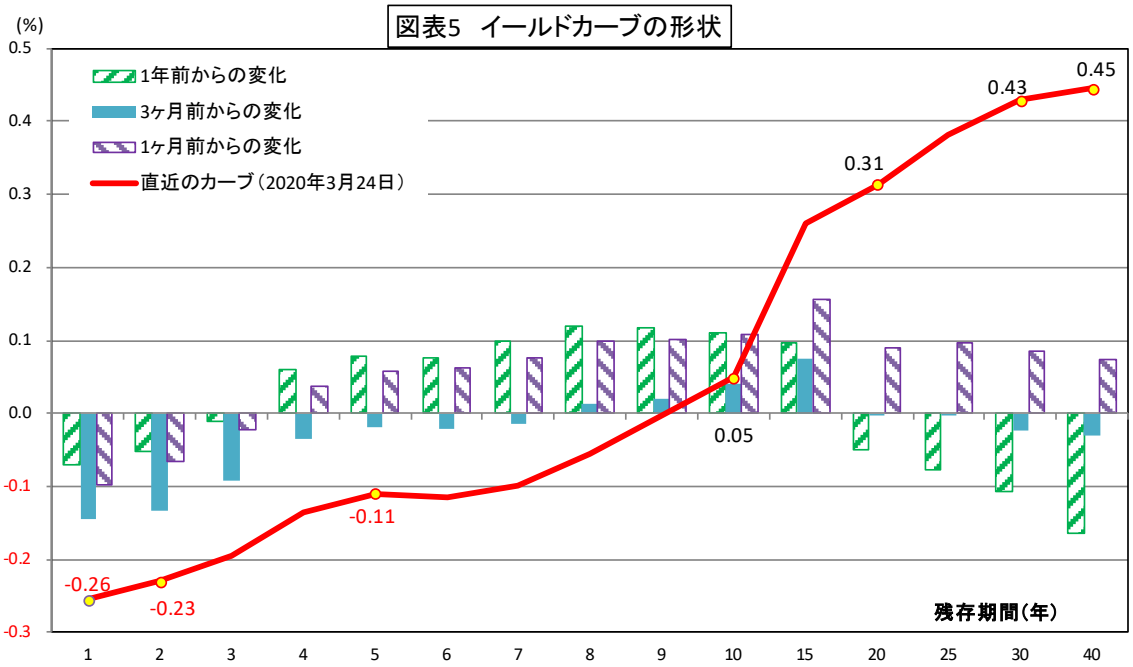
内外景気の悪化懸念を背景に、19年2月以降、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は再びマイナス圏に突入、特に米中摩擦が激化した8月には、日銀が設定する誘導目標の下限とされている▲0.2%を割り込んで推移した。しかし、9月以降は米中通商協議の進展期待から世界的なリスクオンの流れに伴い、金利のマイナス幅は縮小に転じ、12月中旬には一時9ヶ月ぶりにゼロ%まで上昇した。年明け直後の中東情勢緊迫化の際には金利低下圧力が一時強まったが、その後は再びゼロ%前後での展開に戻った。

新型肺炎の警戒が高まった1月下旬以降は再び金利水準が低下傾向をたどったが、3 月上旬には米国の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、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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て取れる。日銀は13日、17日、19日と予定外の国債買入れオペを実施、金利急騰を抑制する姿勢を見せたが、これまでのところ歯止めはかかっていない。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

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、新年度入り後は期末対策の売りは収まる可能性があるほか、潤沢な資金供給が継続される見込みであることから、金利上昇圧力はある程度緩和するものと思われる。しかし、新型肺炎対策の財源として大量の国債発行が見込まれることから、下げ渋る場面もあるだろう。当面、長期金利はゼロ%近傍ながらも時折激しく変動するだろう。

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

19年秋以降、米中通商協議の進展への期待や米国経済の底堅さが評価された結果、徐々にリスクオンが強まり、日経平均株価は上昇傾向を強めた。12月中旬には、米中通商協議が第一段階の合意に達したとの報道や保守党勝利となった英総選挙の結果などを受けて、1年2ヶ月ぶりに24,000円台を回復した。20年の年明け直後には米国・イランの緊張の高まりによって一時 23,000 円を割り込む場面もあったが、その後は急速に値を

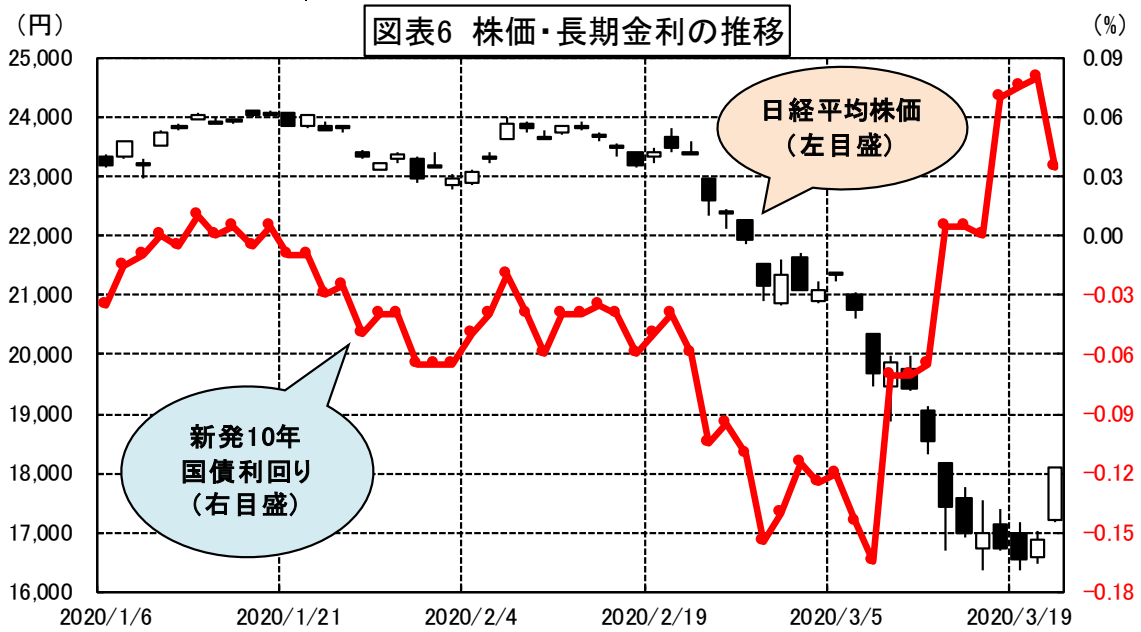
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

戻し、再び 24,000 円を回復した。2 月上旬にかけても新型肺炎への警戒感から株安となったが、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、それ以降は新型肺炎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 ヶ月間の下落率は 30%を記録した。

内外で大規模な景気下支え策が打たれつつあり、日銀も ETF 買入れを強化したことなどから、直近は底入れの動きもみられるが、新型肺炎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、株価の底値は見通しが不良である。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、以前の水準に戻るには時間がかかる可能性がある。しばらく軟調な地合いが続くだろう。

図表6 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

「有事のドル」需要が急増

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 月下旬には新型肺炎の国内での感染拡大への懸念から、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。2 月下旬以降は米国への感染

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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、110 円台を回復するなど、ドル高圧力が強まっている。

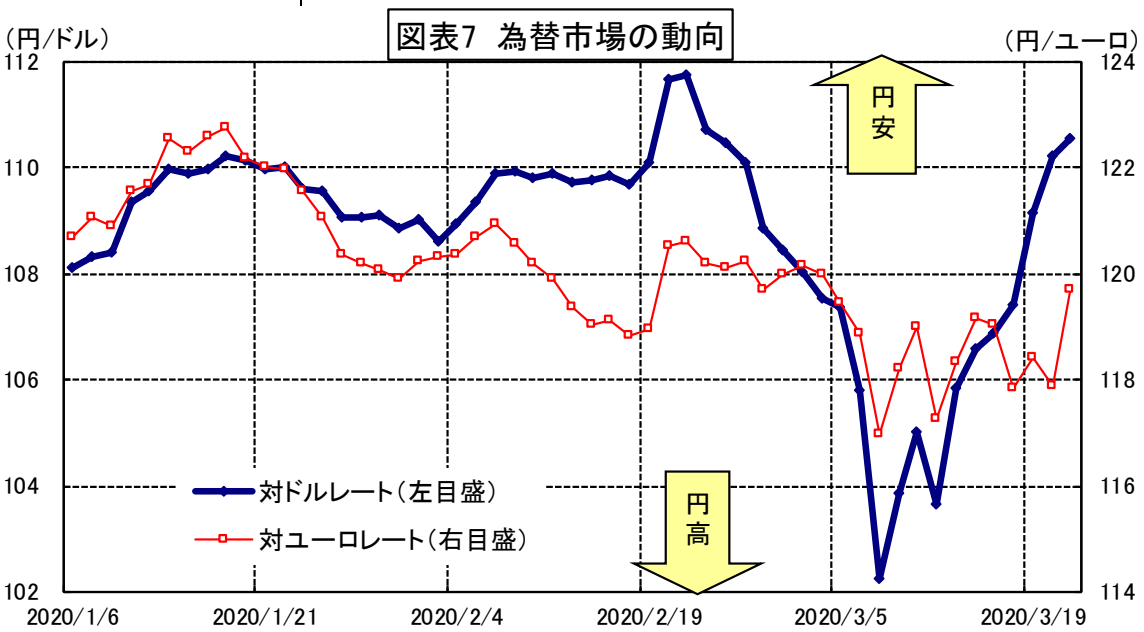
なお、日本円、ユーロは、直近こそ対米ドルでやや弱い動きとなっているが、実効レートはむしろ強含んでいる。一方、新興国は大量の資本流出に見舞われており、通貨には大きな下落圧力がかかっている。

先行きについても、新型肺炎への警戒感が日増しに強まる中、ドル・キャッシュ需要が高い状態はしばらく続くと思われることから、やや円安気味になりやすいと予想される。

ユーロ安気味に推移

対ユーロレートについても、9 月初めにかけて一時 1 ユーロ＝115 円台までユーロ安が進んだが、その後はリスクオンの流れが強まったことでユーロ高が進み、10 月半ば以降は概ね 120 円台での展開となった。一方、2 月入り後は、リスクオフが強まる中で、緩やかながらも円高ユーロ安気味の推移となった。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、ボラタイルな展開が続くものと思われる。

図表7 為替市場の動向



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

(20. 3. 24 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます