

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が見えるが、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。

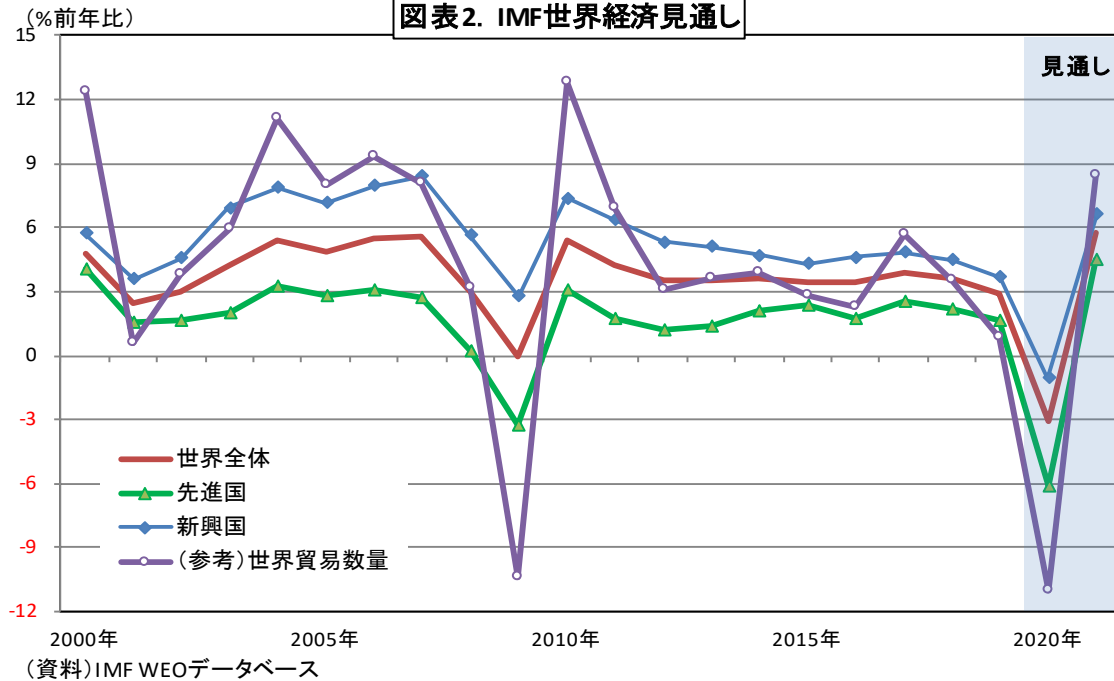
これを受けて、政府は 16 兆 8,057 億円の追加歳出を盛り込んだ補正予算案を編成、7 日に閣議決定した。GW 連休前に成立させる方針であったが、その後 16 日になって「生活に困っている世帯に対して 30 万円給付」という当初案について、「国民 1 人に一律 10 万円給付する」という公明党の要求を受け入れ、方針変更することとなった。これにより、現金給付の総額は 4 兆円から 13 兆円近くまで膨らみ、緊急経済対策の規模は 117.1 兆円（うち財政支出は 48.4 兆円）、補正予算案の追加歳出は 25 兆 6,914 億円となり、赤字国債の追加発行は 23 兆 3,624 億円となった。

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



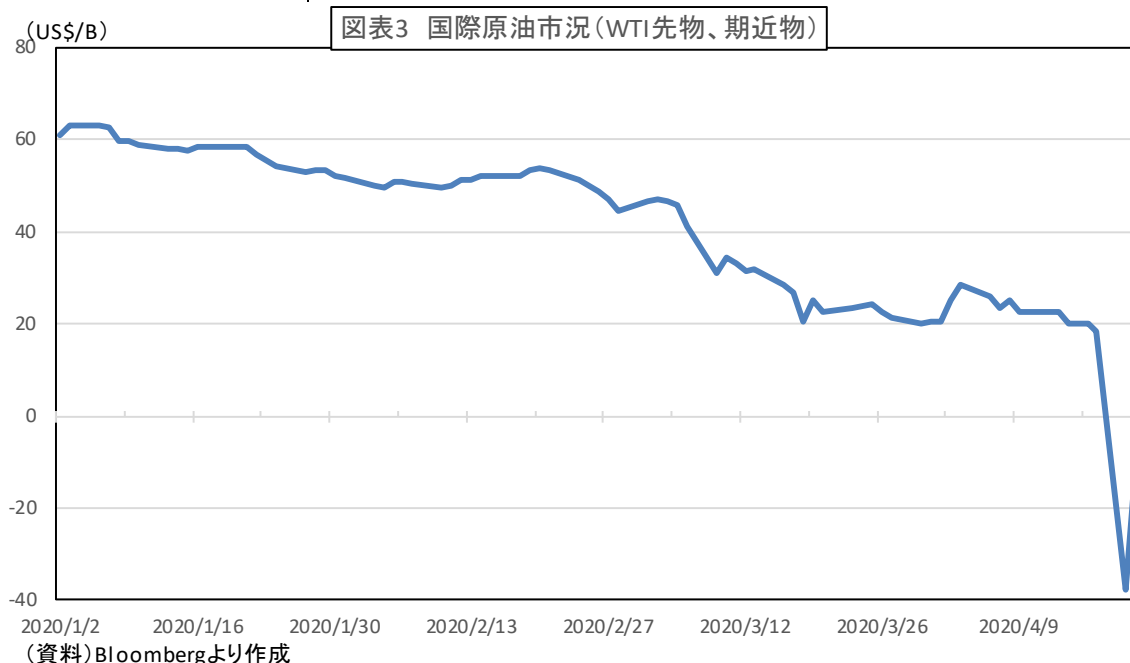
IMF は大恐慌以来最悪の景気悪化を予想

パンデミック化した新型コロナウイルスの影響で、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。

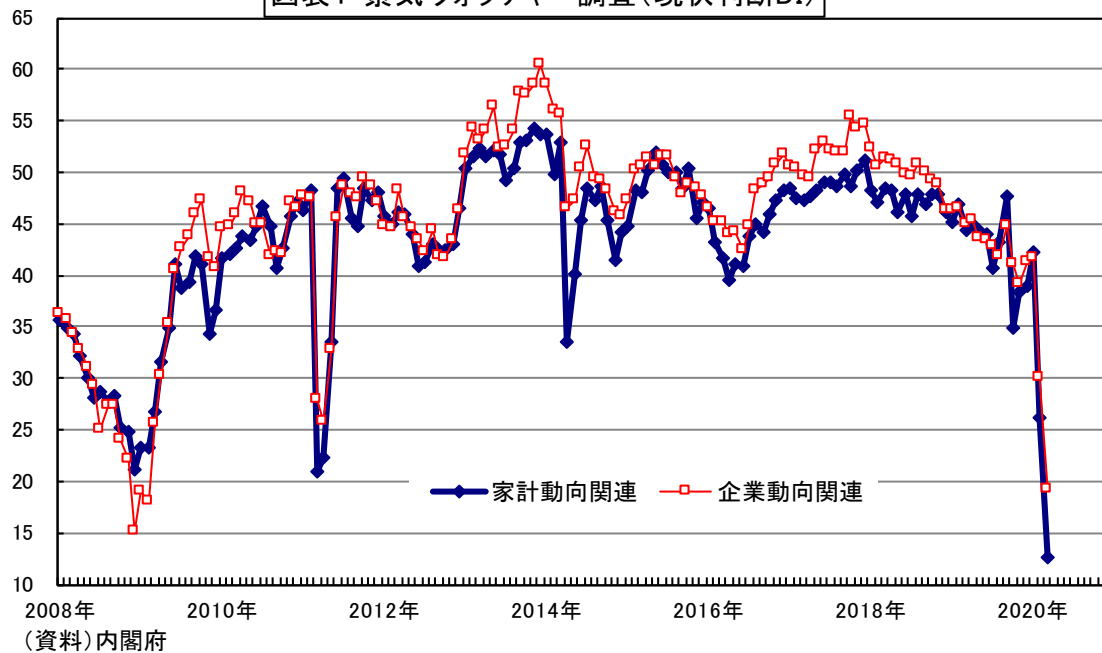


輸出が収縮した 3 月の貿易統計

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、新型コロナウイルス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

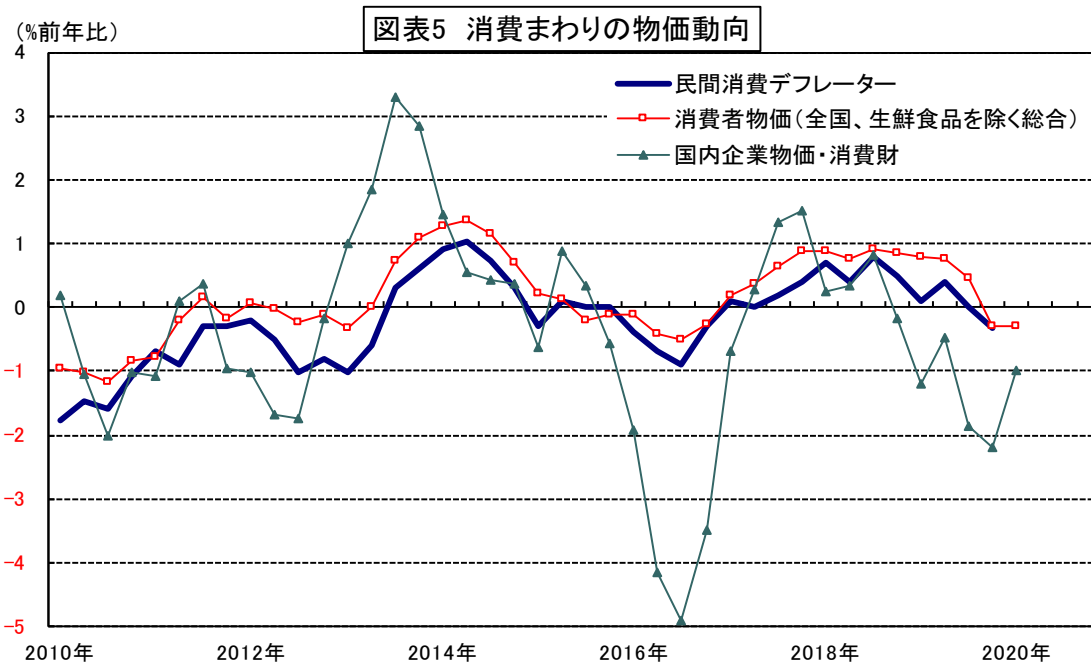
短観（3月調査）では、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは▲8と5期連続の悪化で、7年ぶりの「悪化」超（＝マイナス）に転じた半面、同・非製造業では8と3期連続の悪化ながらも、「良い」超を維持した。回答基準日は3月11日で、それまでに7割の回答があったとされており、20年度の業績見通し（売上高：前年度比0.1%、経常利益：同▲2.5%）、設備投資計画（土地投資額を含む、同▲0.1%）もそれほど悪いものではなく、日増しに深刻さを増していった3月下旬以降の動向は反映されていないと思われる。なお、先行きは大企業・非製造業も「悪化」超に転じる見通しであった

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。

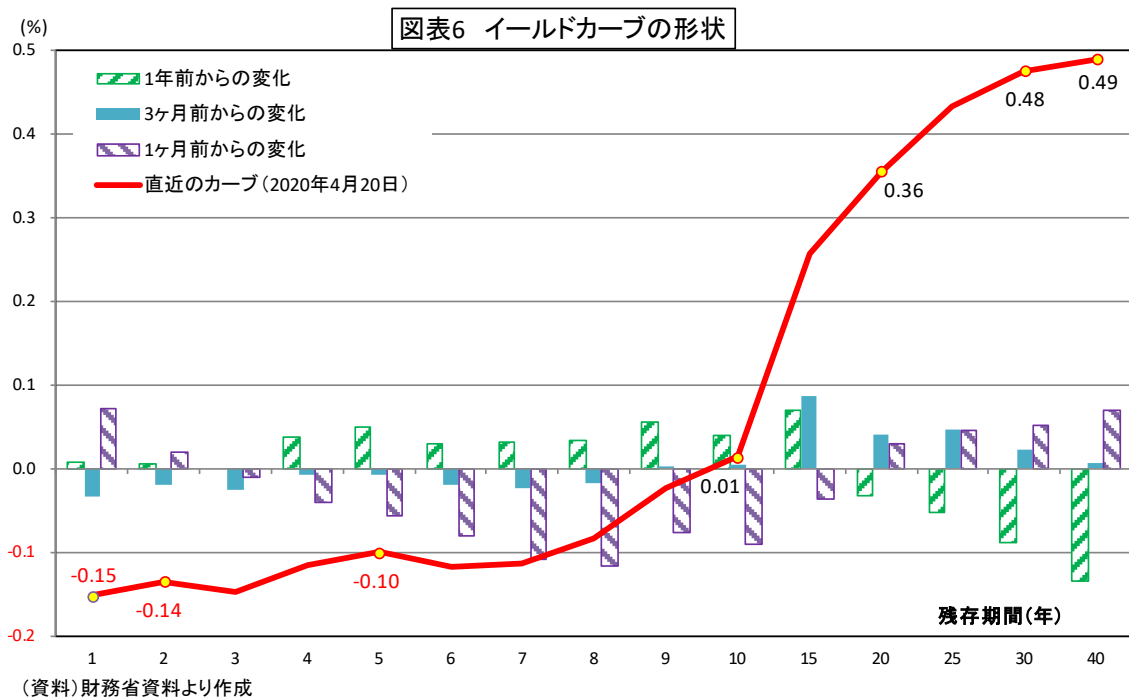
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

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

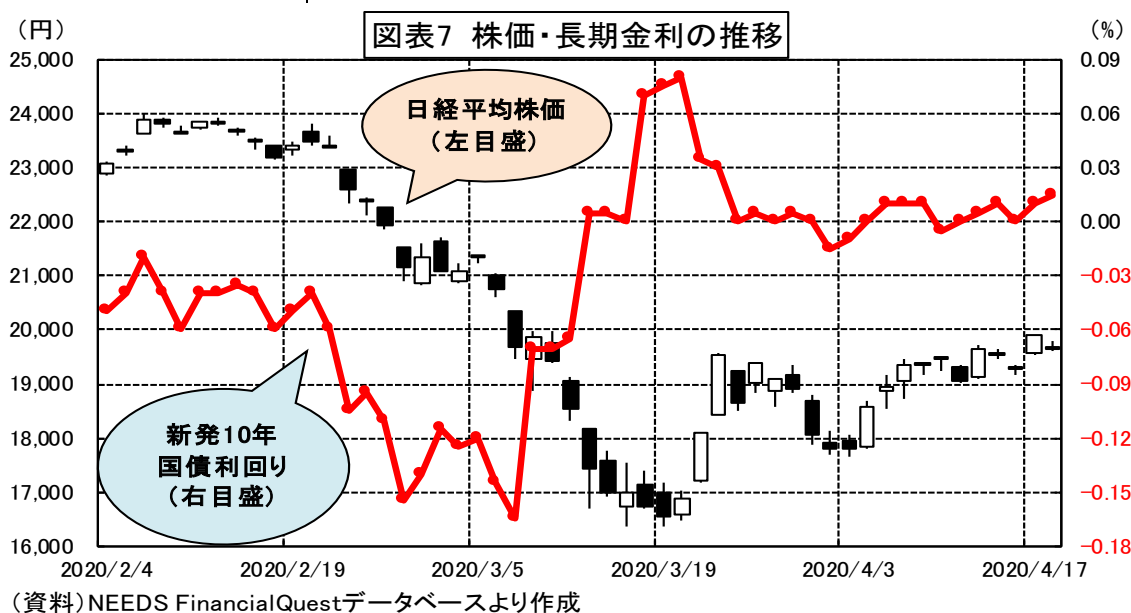
**感染拡大に歯止め
がかかるまで本格
的な株価回復は難
しい**

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。



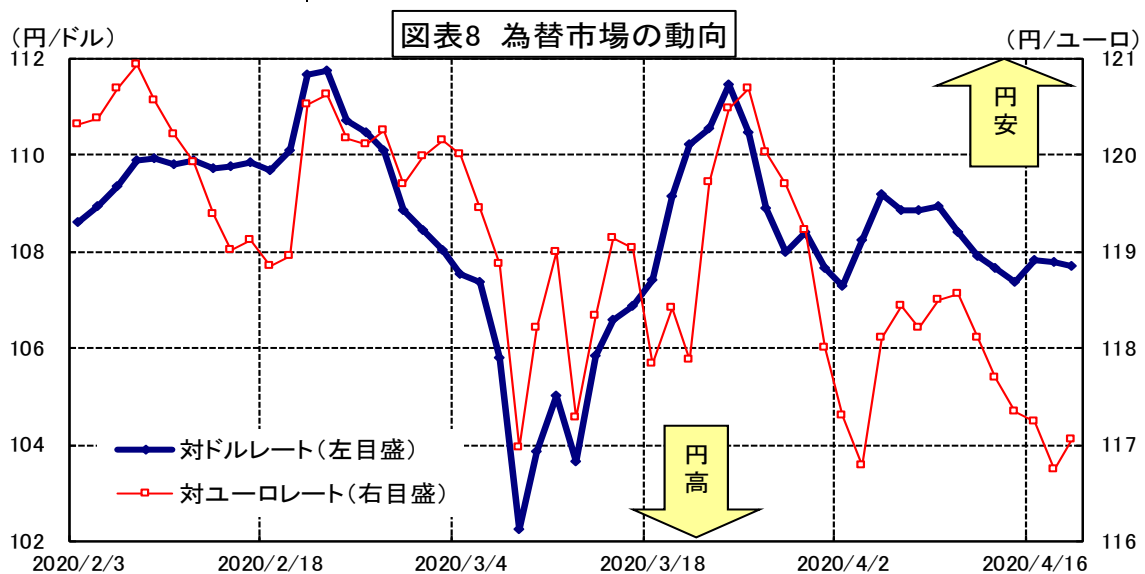
緩やかながらも円 高気味に推移

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)