

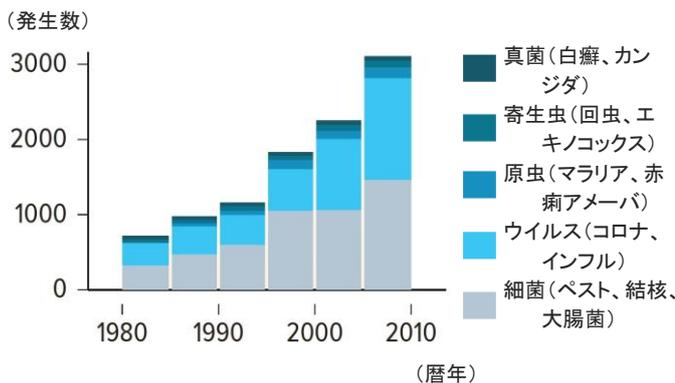
# 新型コロナウイルスの経済インパクトをどう考えるか

経済調査室

## 1. 過去のパンデミックと新型コロナウイルス

- 人類は長年にわたり感染症と闘ってきたが、世界の感染症発生数は増加傾向にある(図表1-1)。この背景としては、開発に伴う野生生物との接点の増加、家畜の飼育拡大、都市化に伴う感染機会の増加、グローバル化による感染の拡大、温暖化による病原体の活動活発化など、様々な要因が指摘されている。
- 感染症は、発展途上国を中心に被害が大きくなる傾向があるものの、医学の発展や公衆衛生の向上により、かつてに比べて死者数は減少してきた(図表1-2)。ただし、WHOでは、今後10年間にパンデミック(世界的な感染爆発)により百万人超の死者が出る可能性を指摘していた。
- 新型コロナウイルスは8割が軽症で済むため隔離が難しい。中国では、春節大移動の時期に重なったこともあり、感染者数、死者数ともにSARSを上回り、その後は欧米でも急速に感染が広がった。過去に猛威を振った感染症と比べても、死者数は2009年の新型インフルに並び、把握された致死率は流行当初の2%から上昇した。気温が上昇する夏にかけて終息するとの見方もあったが、現在は感染第二波の到来や、免疫獲得が難しいといった指摘もみられる。100年前のパンデミックであるスペイン風邪(新型インフルと同じH1N1型)の場合、3年ほどかけて世界人口の1/4が感染し、その1割が死亡しており、新型コロナについても感染の拡大、長期化の懸念が徐々に強まっている(図表1-3)。

図表1-1 世界の原因別感染症発生数



(備考) Smith et al. (2014) "Global Rise in Human Infectious Disease Outbreaks"

図表1-2 過去のパンデミック

分類	主な例	発生時期	死者数
ペスト	ユスティニアヌスのペスト	540~750	2~5千万
	黒死病	14世紀半ば	1~1.2億
天然痘	天平の疫病(日本)	735~737	100~200万
	アメリカ大陸の大流行	15世紀	7千万
インフルエンザ	スペイン風邪	1918~20	5千万
	アジア風邪	1956~58	100~400万
	香港風邪	1968~69	100~400万
新興感染症	エイズ	1985~	年間80万
	SARS	2002~03	774
	09年新型インフル	2009~10	10~40万
再興感染症	結核		年間150万
	マラリア		年間40万

(備考) 1.各種資料によりDBJ作成 2.新興・再興は1970年以降

図表1-3 新型コロナウイルスと過去に流行した感染症の比較

	新型コロナウイルス (Covid-19、4/19現在)	SARS (重症急性呼吸器症候群)	09年新型インフル (swine flu、H1N1)	MERS (中東呼吸器症候群)	スペイン風邪 (H1N1インフル)
発生時期	19年12月上旬~	02年11月~03年7月	09年4月~10年3月	12年~現在	1918年~20年
感染者数 (うち中国、日本)	224万 (84,201、10,361)	8,096 (5,327、0)	2,600万 (13万、約200万)	2,500 (ほぼゼロ)	5億 (一、2,380万)
死者数 (うち中国、日本)	15.3万 (4,642、161)	774 (349、0)	10~40万 (793、198)	約850 (ゼロ)	5千万 (数百万、39万)
致死率	6.8%	9.6%	1%	34%	10%
Ro値(患者一人からの感染数、はしかは12~18)	1.5~2.5	2~5	2	0.7	—
感染地域	中国を起点に全世界	中国南部を中心に29カ国・地域	米国を中心に全世界	8割以上サウジ 15年韓国	欧米を中心に全世界
経過と終息	新規感染ピークは中国2月初、欧米は4月も、ほかでは見通せず	4ヵ月で約1.5千人。ピークは03年5月初頃 気温上昇に伴い終息	2ヵ月で世界的に流行 09年冬を経て終息	発生2年後に急増 その後徐々に減少	第1波1918年春 第2波1918年秋 第3波1919年初
経済損失	5.5兆 <sup>ドル</sup> 20年成長率 3.3→▲3.0%	180億 <sup>ドル</sup> (うち中国61億 <sup>ドル</sup> 、GDP比0.5%)	数百~千億 <sup>ドル</sup> か	韓国80億 <sup>ドル</sup> (GDP比0.6%)	経済より人口や社会への影響が大きい

(備考) 1.各種資料によりDBJ作成 2.経済損失は新型コロナはIMF、SARSはAsian Development Bank(ADB)、09年インフルは世界銀行、ADBによりDBJ試算、MERSは内閣府資料

## 2. 新型コロナの感染収束は未だ見通せず

- 中国では、新型コロナウイルスの震源地とされる武漢を1/23に封鎖し、新規感染は2月上旬をピークに収束に向かった。欧米では、3月に入って感染が急拡大し、各国は都市封鎖(ロックダウン)などの厳しい活動制限を行ったが、約1ヵ月を経て、新規感染のピークが近いとの見方が出ている。中小商店などを中心に制限を緩める国がある一方、感染再拡大のリスクは大きいとして、制限を延長する国もある(図表2-1左、2-2、2-3)。
- さらに、世界の人口約80億人の3/4を占めるその他の地域では、早くに感染が広がったイランではピークアウトしているが、今後の感染拡大が予想されている(図表2-1右)。医療体制や経済的なセーフティネットの不足により、深刻な影響が生じることが懸念される。二次感染、免疫獲得への懸念などもあり、世界的な感染収束は未だ見通せる状況にはなく、その間は、どの国においても一定の活動制限、懸念が残ることとなる。
- 日本では、国内侵入を踏まえて、2月には医療崩壊の防止を第一に、患者の増加スピードを抑える方針が示された。その後の感染増加は緩慢であったが、3月下旬から感染が急増し、4/7の緊急事態宣言に至った。

図表2-1 各国の新規感染発生状況



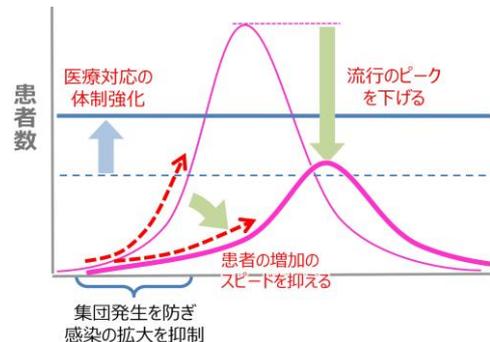
(備考) 1.WHOによりDBJ作成 2.中国は香港、マカオ、台湾を含む  
3.欧州は英、独、仏、伊、西、澳、典(スウェーデン) 4.3日間の移動平均

図表2-2 各国の活動制限の状況

中国	1/23 武漢封鎖 4/8 解禁
デンマーク	3/11 休校、集会禁止、飲食店休業 4/15 学校再開
オーストリア	3/16 都市封鎖 4/14 小店舗再開(5/1~大型店、中旬~ホテルなど)
イタリア	1/31 非常事態宣言 3/10 外出制限 3/12 店舗閉鎖 4/14 一部制限解除、都市封鎖は5/3まで延長
ドイツ	3/22 店舗閉鎖、教会等の集会禁止 4/20 小店舗再開 5/4学校一部再開
米国	3/13 非常事態宣言 外出禁止: 加州(3/19)、NY州(3/23)など45州 4/16 経済活動再開の指針 4/20 一部州で部分再開
フランス	3/17 外出制限(~5/11に延長)
英国	3/23 外出制限(~5月上旬に延長)
日本	3/2 全国で休校 4/7 緊急事態宣言(~5/6)、4/16に全国を対象拡大
インド	3/23 ムンバイなどで都市封鎖、3/25より全土封鎖 感染拡大で期限を4/14から5/3に延期
韓国	3/22 活動自粛、感染ピーク越えも4/19まで延長
スウェーデン	3/22 自粛を求めるも都市封鎖はせず

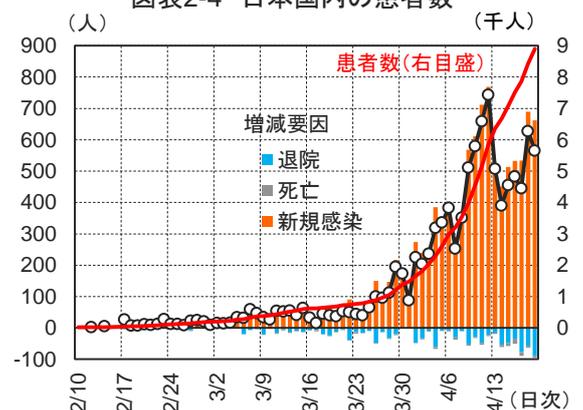
(備考) 各国政府発表などによりDBJ作成

図表2-3 日本政府の対策の目的



(備考) 厚生労働省資料(2/23)の一部を抽出

図表2-4 日本国内の患者数



(備考) 厚生労働省資料によりDBJ作成

### 3. 新型コロナの経済インパクトの特徴

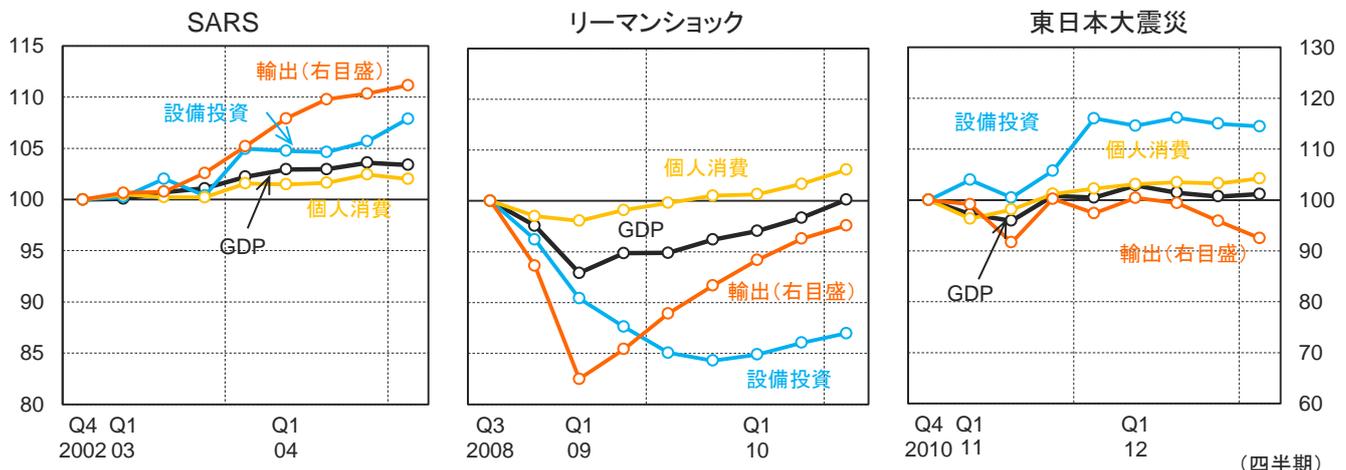
- 新型コロナの経済インパクトを過去のショックと比べると(図表3-1)、当初は中国の経済混乱により、輸入が困難となり、東日本大震災と同様、サプライチェーンの障害による自動車などの生産停止が生じた。
- ただし、感染が欧米、次いで国内で拡大したことで、影響は需給両面かつ国内外に全面的に広がった。需要面では、都市封鎖による活動制限により、リーマンショックのような輸出・製造業部門を中心とする落ち込みではなく、観光、旅客、高額品や娯楽などの消費といった内需に真っ先に影響した。また、供給面でも、中国は生産再開を進めるものの、資材不足が世界的に広がったほか、出勤や商談の停止も障害となっている。
- 金融面では、欧米を中心に3月に動揺が広がった。決済機能などの金融システムの問題には至っていないものの、ファンドなどの投資解約によりドル現金の需要が急増し、株とともに国債、金まで売られる展開となった。各国中央銀行のドル資金供給や、金融資産の買い支えにより問題は一旦収束したが、この間、ドル・円レートは、リスク回避で一時的に101円台まで円高となった後、ドル選好で111円に戻すなど、大きく振れた。
- 過去のショックにおける需要項目の動きをみると、SARSの経済影響は限られたが、リーマンショックの大きさ、深さが目立つ(図表3-2)。外需の落ち込みが大きく、底入れ後も設備投資は1年以上にわたり減少した。また、東日本大震災では、製造業が供給制約に直面したほか、円高進行で輸出が減少したほか、電力不足やマイナド悪化により消費が落ち込んだ。今回は、消費の減少が最初に顕在化するとみられるが、世界的に経済が落ち込んでおり、輸出、設備投資にどの程度影響が広がるかが次の論点となろう。

図表3-1 過去のショックにおける需要、供給、金融面への影響

	供給	需要	金融(影響最大時)		
SARS (03年春に懸念)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 【海外】中国からの輸入減少</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 海外渡航・消費の自粛</li> <li>➢ 【海外】インバウンド減少</li> <li>➢ 【海外】中国中心に外需減少</li> </ul>	株 長期金利 為替	日本 ▲11% 日本 0.71% 1ドル116.7円	米国 ▲14% 米国 3.57%
リーマンショック (08年9月)		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 【海外】世界的に外需減速</li> <li>➢ 逆資産効果による消費抑制</li> <li>➢ 設備投資が大きく減少</li> </ul>	株 長期金利 為替	日本 ▲49% 日本 1.17% 1ドル88.3円	米国 ▲52% 米国 2.20%
東日本大震災 (11年3月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 電力不足(計画停電、営業時間の短縮などの使用制限)</li> <li>➢ サプライチェーンの寸断・停滞(部品不足による生産障害)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 放射能汚染によるイベント・外出の自粛</li> <li>➢ 【海外】訪日、日本製品の需要減少</li> <li>➢ 事後:復旧・復興需要</li> </ul>	株 長期金利 為替	日本 ▲22% 日本 0.98% 1ドル76.4円	米国 ▲14% 米国 1.72%
新型コロナ (19年12月~)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 【海外】中国からの輸入減少</li> <li>➢ 外出自粛・在宅勤務で事業停滞</li> <li>➢ 休校に伴う保護者休業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 政府要請もありイベント・集会、サービス施設の休業</li> <li>➢ 感染リスクによる外出の自粛</li> <li>➢ 【海外】インバウンド減少</li> <li>➢ 【海外】外需減少</li> </ul>	株 長期金利 為替	日本 ▲29% 日本 ▲0.17% 1ドル102.2円	米国 ▲34% 米国 0.54% (4/17まで)

(備考) 1.DBJ作成 2. 日本株はTOPIX、米国株はS&P500

図表3-2 過去のショックにおける項目別の動き(影響前=100)

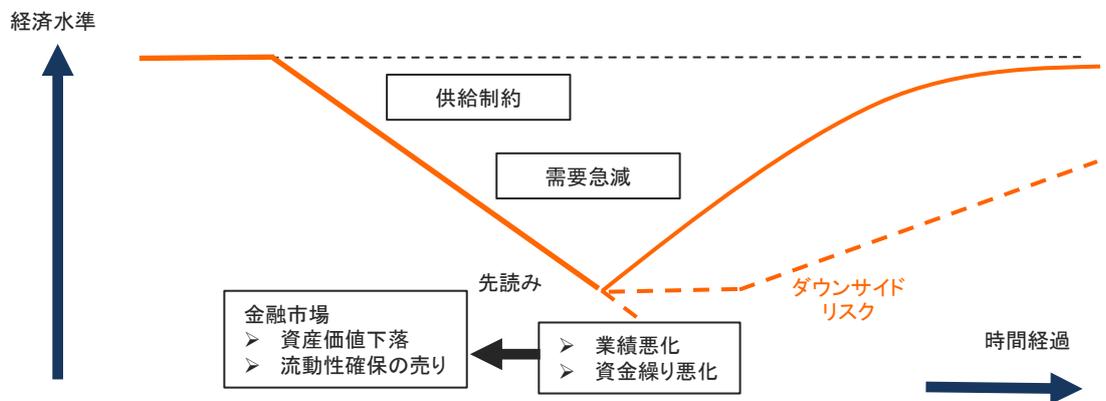


(備考) 内閣府によりDBJ作成

4. コロナ・ショックに大規模な政策対応

- コロナ・ショックに対して、各国ではGDP比で1~2割にも及ぶ大規模な政策対応が打ち出されているが、その規模は、金融政策を含むもの、また政府財源以外を含む事業規模のもあり、単純な比較は難しい。ここでは、対策を大きく四つに分類し、経済の悪化、底入れ、回復という局面に沿ってそれぞれの役割を考える(図表4)。まず、感染症そのものへの対策としては、入国管理から国内の移動制限、治療のための資機材の確保、医療従事者の感染対策、ワクチン開発まで幅広く、感染を終息させるために不可欠なものとなる。
- 残る三つが経済政策となるが、まず急速な経済の落ち込みによる倒産や事業撤退、解雇などを防止するための資金繰り支援がある。国民生活の安定そのものが目的であるが、一時的なショックによる経済基盤の毀損を防ぎ、復旧期の景気回復、さらには長期的な成長力を維持するためにも重要となる。企業向けの緊急融資や休業給付、労働面では、失業保険のほか、雇用調整助成金やドイツのクルツアルバイトのような雇用維持のための企業補助がある。また、活動制限によって生じる所得減少に対する支援もここに分類される。
- 次に、金融安定化策である。米国を中心に3月下旬にかけて金融市場が大きく動揺し、米FRBは3/3に続く3/15の緊急利下げでゼロ金利(0~0.25%)に引き下げ、同時に量的緩和の再開、各国中銀へのドル資金供給を決定した。その後も、CPや社債など、金融商品の買い支え策を講じており、平時における「金融緩和による需要創出」ではなく、金融市場の機能不全防止を目的とするものとなっている。
- 最後に、需要創出策である。ただし、今回の景気悪化の局面では、供給制約がある中で需要創出策を発動すればインフレを招きかねず、そもそも感染封じ込めのための需要抑制が目的であるため、公共工事や家計補助などの需要創出の効果は限られる。この政策の出番は、主に底入れ後であり、復旧に向けて改めて対策が検討される可能性がある。なお、国民一人10万円の給付が決まったが、これは需要創出策というより、緊急事態下の家計への資金繰り支援を迅速に行う手段と考えられる。

図表4 新型コロナウイルスによる経済・金融ショックの局面と経済対策の役割



		悪化局面	底近辺	回復局面
感染症対策	移動制限	[Policy Impact Bar]		
	都市封鎖			
	治療体制整備	[Policy Impact Bar]		
	ワクチン開発			
資金繰り支援	企業への融資・債務保証	年度末需要	企業体力の消耗でニーズ増加	
	家計への失業手当・休業支援	[Policy Impact Bar]		
金融の安定	中銀オペ	[Policy Impact Bar]		
	ドル資金供給			
	量的緩和	[Policy Impact Bar]		
	CP、MMF支援			
需要創出	金利引き下げ	活動制限・自粛で効果限定的	底入れ、回復の後押し	
	減税・給付金	[Policy Impact Bar]		
	補助・ポイント	[Policy Impact Bar]		

(備考)DBJ作成

## 5. 新型コロナを受けた世界経済の見通し

- 世界経済についての各機関の予測は、感染拡大地域が中国から欧米にシフトしたことで、下方修正が続き、リーマン危機後の09年マイナス0.1%を下回るとの見方が強まっている(図表5-1)。最悪期を脱する底の時期は20年4~6月期との見方が大勢だが、その後の回復は単純なV字よりも、復旧の遅いU字型、さらには当面低迷するL字型など、影響が長引くと指摘が出ている。コロナ以前の経済水準を回復する正常化の時期も、21年以降にずれ込むとの見方が多くなっている。
- 4月に公表されたIMFの世界経済見通しは、感染や経済インパクトが急速に深まる中で、事前にマイナス成長への修正を示唆していたが、2020年は主要機関の予測を下回る3%の減少となった(図表5-2)。1月時点からの引き下げ幅は、観光、旅客運輸などのウエートの高い先進国で大きい。資源価格の下落や、感染による医療、経済混乱が深まることから、資源国での下押しも大きくなっている。
- また、IMFはベースケースに加えて、3つのリスク・ケースを挙げた(図表5-3)。感染を抑えるまでの期間が1.5倍に長期化するケース(①)、21年に感染拡大の第二波が起こるケース(②)、そして二つの要因が重なる最悪ケース(③)である。こうした場合、企業破綻による資本ストックの毀損や失業の発生が拡大するほか、生産性の向上も鈍る。いずれのケースも、21年以降は緩やかに持ち直し、19年水準には21~22年に回復すると見込むが、1月時点の成長経路には回帰しない。最悪ケースの場合には、トレンドからの乖離は21年で11%まで開き、24年でも8%までしか縮小しない。

図表5-1 海外機関による世界経済の見通し

機関	底の時期	戻り方	正常化の時期	20年世界経済成長率
OECD(3/2)	3月	緩やかに(U字)	—	2.4%
Oxford Economics(3月改訂版)	4~6月期	V字回復	21年初	0.0% (米国▲0.2%)
IIF(3/24)	4~6月期	L字形	—	▲1.5%
Goldman Sachs(3/24)	5/6月	U字回復	21年末	▲1.0% (中国3.0%)
Morgan Stanley(3/25)	5/6月	—	—	0.3%
IHS Markit(3/27)	7~9月期	製造業など:V字 サービス業(航空など):U字	22年後半以降	▲2.8% (中国2.0%、 米国▲5.4%)
World Bank(3/30)	—	財政金融政策により後遺症なし	(東アジア:21年末)	(中国2.3%)
ドイツ銀行(3/31)	4~6月期	何らかの影響は残る	—	(米国▲4.2%)
ADB(4/3)	4~6月期	—	—	1.0%

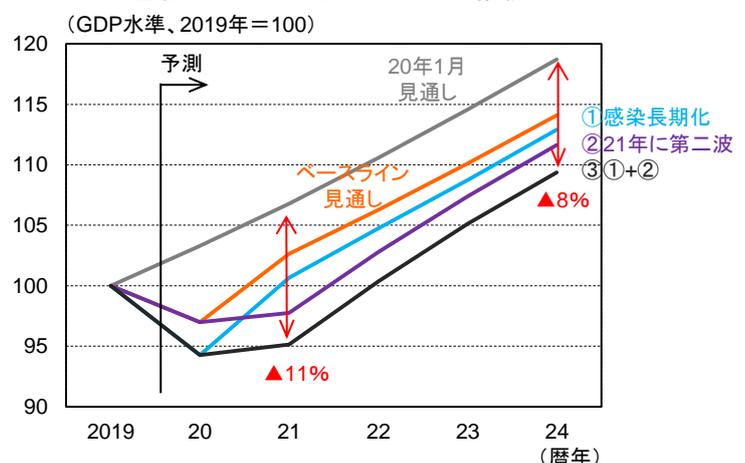
(備考)各機関資料などによりDBJ作成

図表5-2 IMF世界経済見通し(20年4月)

	2019	2020	2021
世界	2.9	▲3.0 (3.3)	5.8 (3.4)
先進国	1.7	▲6.1 (1.6)	4.5 (1.6)
米国	2.3	▲5.9 (2.0)	4.7 (1.7)
欧州	1.6	▲7.0 (1.6)	4.7 (1.7)
日本	0.7	▲5.2 (0.7)	3.0 (0.5)
新興国	3.7	▲1.0 (4.4)	6.6 (4.6)
中国	6.1	1.2 (6.0)	9.2 (5.8)
インド	4.2	1.9 (5.8)	7.4 (6.5)
ASEAN	4.8	▲0.6 (4.8)	7.8 (5.1)
ロシア	1.3	▲5.5 (1.9)	3.5 (2.0)
ブラジル	1.1	▲5.3 (2.2)	2.9 (2.3)

(備考)1.IMF 2.( )内は20年1月時点  
3.欧州は英国含む、ASEANは主要5ヵ国

図表5-3 シナリオ別のGDPの推移

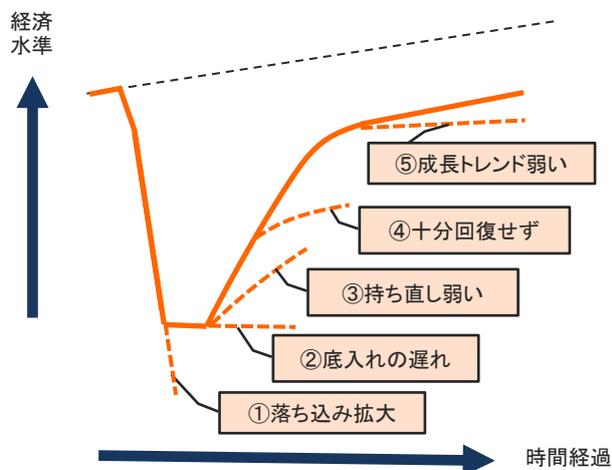


(備考)1.IMF  
2.1月見通しとベースラインの22年以降は19年10月見通しの伸び率で延長

6. 今後のリスクとポスト・コロナの議論

- 現在のベースライン・シナリオでは、経済が4~6月期に底をつけ、コロナ前のトレンドに及ばない程度に比較的速やかに回復した後、新たな成長トレンドに乗って回復すると考えられるが、ダウンスайд・リスクが数多く存在する(図表6-1)。まず、感染をめぐる不確実性は高く、IMFがリスク・シナリオを想定するように、経済の落ち込みが深まり、加えて持ち直しまでの期間が長期化する可能性がある。
- 二つ目に、企業破綻や失業の発生、金融仲介機能の低下など、感染によるショックで経済基盤が損なわれれば、感染収束後の経済持ち直しの動きが弱まる。各国政府は政策投入を惜しまないが、長期化すれば、先進国では、政府債務の増大や中銀の国債購入による財政ファイナンスが、新興国では財源確保そのものが問題になると考えられる。
- 三つ目に、感染収束後のポスト・コロナの世界を巡る議論が始まっている(図表6-2)。既に、在宅勤務やeコマースの活用など、イノベーションを活用した消費や労働の変化が広がっている。また、ショック再来に備えて、企業のサプライチェーン再編、家計の資金運用や就職の保守化、自給・備蓄の強化など、安定志向の強まりが予想される。特に、一国のリスクが急速に伝播するなど、グローバル化がもたらす脆弱性を嫌う動きが出る可能性が考えられる。
- また、「新型コロナウイルスとの戦い」といった表現が散見されるが、対コロナの総動員体制下を経て、政府・中銀への依存、企業再編による競争環境の弱まりなどが常態化する可能性がある。そこでは、安定の価値が再評価される一方、経済効率や、革新的なリスクテイクに対して慎重姿勢が強まる可能性がある。ポストコロナ期における経済復旧、その後の新たな成長過程を考えれば、リスクへの備えを社会全体としてのセーフティネットの構築で対応し、民間の経済活力を高める取り組みが重要となつてこよう。

図表6-1 新型コロナの感染収束・経済復旧に向けたリスク



(備考)DBJ作成

リスク	議論
感染長期化(スペイン風邪は2年要した) 左図①、②	感染防止は医療崩壊回避が目的。経済を優先し集団免疫政策に転じるか
初期ショックで経済体力低下、回復力も低下 左図①、②、③	財政支援の持続・拡大、事実上の財政ファイナンスが特に重債務国、新興国でどこまで可能か
ポストコロナの構造転換ショック 左図③、④、⑤	構造変革は短期的にショック、他方で安定復旧を過度に重視すれば経済活力を損ねかねず

図表6-2 ポスト・コロナで予想される現象

	生産活動(企業)	消費活動・社会生活(個人)
イノベーションの進展(デジタル化)	省人化・効率化	EC普及・サービスのモノ化 リモートワーク 郊外志向
効率より安定を志向	サプライチェーン再編・冗長性(現金・在庫)確保 設備投資慎重化	貿易・移民制限(反グローバル化) 食品・医療・エネルギーの強化、自給・備蓄 資産運用、就職
危機対応の定着	寡占化・非競争的産業構造	監視強化・私権制限 巨額の政府債務、金融緩和の常態化 結婚、出産、離婚の増加

(備考)DBJ作成

©Development Bank of Japan Inc.2020

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp