

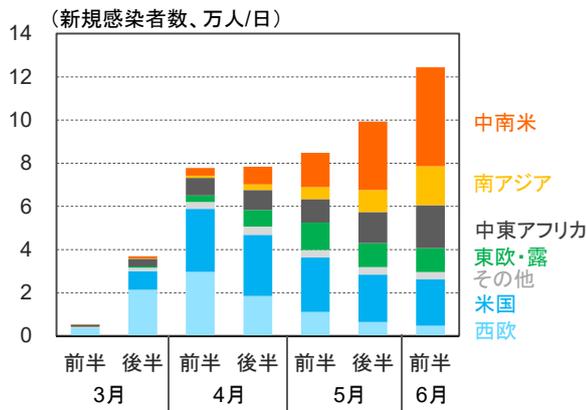
コロナ危機からの回復を巡る論点

経済調査室

1. 新興国の感染拡大は続くが、議論は活動再開による危機からの回復に

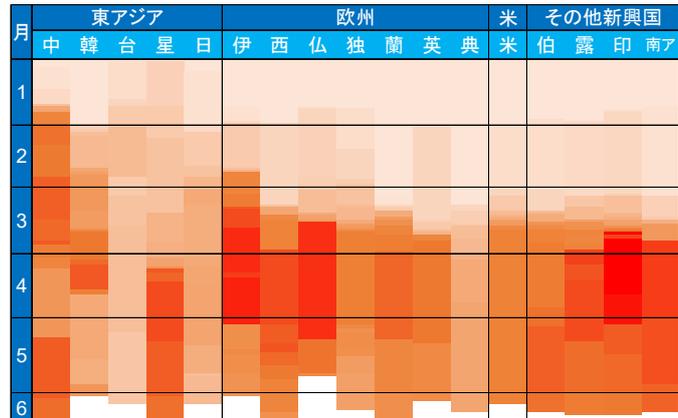
- 新型コロナウイルスの感染は、5月以降、欧米に続いて日本でもひとまず落ち着いた。世界的には中南米、南アジアなど、新興国を中心に感染拡大が続いており、一旦感染が収束した国でも、第2波に見舞われるリスクは残るが、ロックダウン(都市封鎖)のような大規模な活動制限を緩める動きが広がっている(図表1-1、1-2)。コロナ危機を巡る議論は、経済の落ち込みや対策から、回復のスピード、制約へと転じてきている。
- コロナ危機は、感染リスクを封じ込めるための意図的な活動抑制によって生じたものであり、金融・経済に原因がない以上、感染という要因が除去されれば、回復はリーマン危機より早いと期待される(図表1-3)。ただし、(1)新型コロナの流行は完全終息しておらず、感染リスクの残る「ウィズ・コロナ」下で、需要面がどの程度回復するか、(2)失業や企業破綻、金融の不安定化など、経済の傷みによる供給力の低下が起きていないか、さらに(3)生活様式やリスク認識など需要の構造変化が生じれば、供給側の調整コストを伴う、といった課題がある。
- 感染が再拡大すれば、活動制限が繰り返されるだけでなく、失業や企業破綻、金融の不安定化などの経済の傷みが一段と深まり、経済の落ち込みが一段と深まる可能性が生じる。また、回復後の新たな成長軌道は、停滞した時期の成長を取り戻すわけではなく、元のトレンドを下回り、コロナ危機を引き金に債務増大やデフレ、あるいは米中対立などのグローバル化の後退などが生じれば、経済の効率性やイノベーションを阻害し、成長は一段と弱まる。

図表1-1 世界の新規感染者数



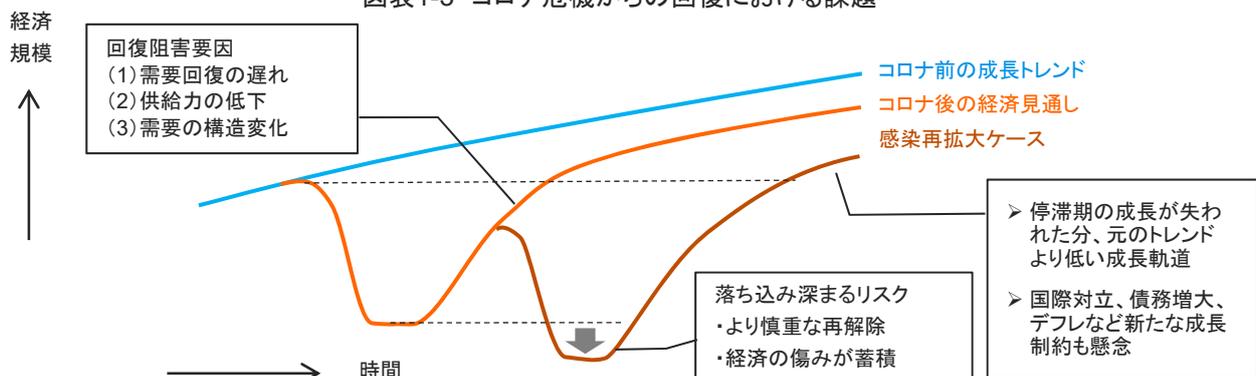
(備考) 1. WHOにより日本政策投資銀行作成
2. 日本、中国などはその他に含まれる

図表1-2 主要国の活動制限状況



(備考) 1. Hale, Thomas, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips and Beatriz Kira (2020), "Oxford COVID-19 Government Response Tracker," Blavatnik School of Government.
2. 赤色の濃さが制限の強さを表す

図表1-3 コロナ危機からの回復における課題

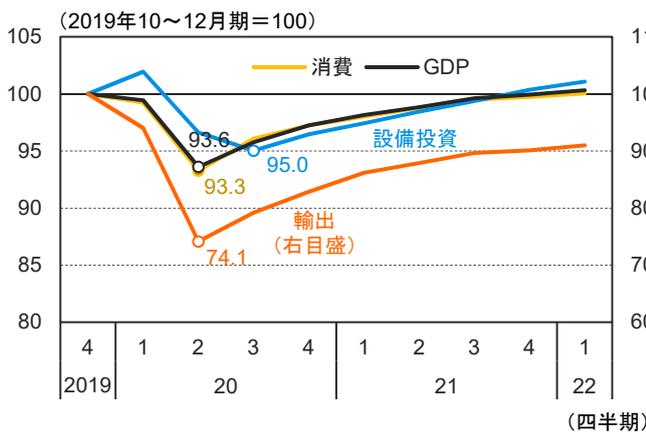


(備考) 日本政策投資銀行作成

2. 消費急減が特徴、海外経済の悪化による輸出減少が懸念

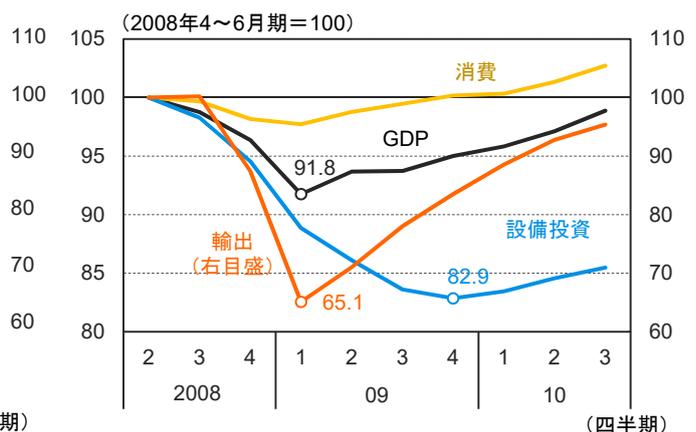
- 日本経済の見通しコンセンサスによれば、日本の実質GDPは4～6月期にかけて6%余り下落して底をつけ、1年後にはコロナ前の水準の98%まで回復する。外出自粛により家計の支出機会が制限されたことから、消費はGDP以上に減少し、戦後最悪のマイナス幅となる。また、感染は日本よりも欧米など海外で一層深刻だったことから、外需の落ち込み・停滞によって、輸出も大きく減少し、回復も遅れる(図表2-1)。
- 2008年9月に発生したリーマン危機においては、日本のGDPは3四半期かけて8%余り下落し、危機前の98%水準への回復には2年近くを要した。また、消費の減少は小幅だったが、外需減少と円高によって今回以上に輸出が大きく落ち込み、成長期待が低下したことで、設備投資は長期にわたり落ち込んだ(図表2-2)。
- 海外発だったリーマン危機では、輸出を通じて製造業が大きく打撃を受け、国内経済にショックが伝播した。今回は、旅行、外食などのサービス消費の落ち込みが特徴だが、財貿易もすでに10%以上落ち込んでいる。また、景気先行指標は、世界貿易が2割近く落ち込んだリーマン危機時を超えて悪化している(図表2-3)。世界貿易は、活動再開による持ち直し前に一段と落ち込む可能性が考えられる。
- 日本の輸出(貿易統計ベース)は、5月に前年比25%減少まで落ち込んだ。一足先に経済活動を再開した中国向けはやや持ち直しているが、欧州向けが同35%、米国向けは半分に落ち込んだ(図表2-4)。日本の輸出は、景気の影響を受けやすい高額な消費財である自動車や、設備投資関連財のウエートが高く、輸出が想定以上に景気の足を引っ張る可能性には注意が必要である。

図表2-1 今回の見通し



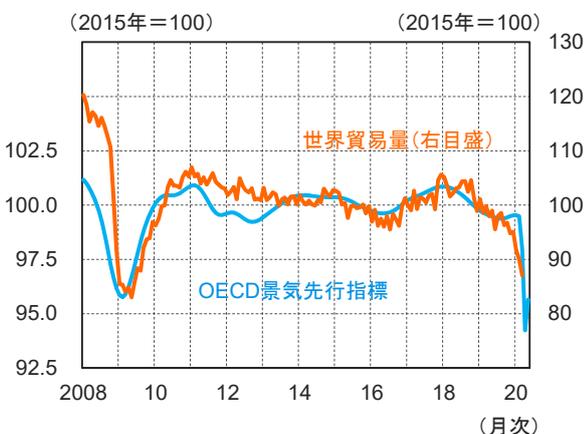
(備考) 1.内閣府 2.見通しはコンセンサス(18機関の予測をDBJ集計)

図表2-2 リーマン危機時の動き



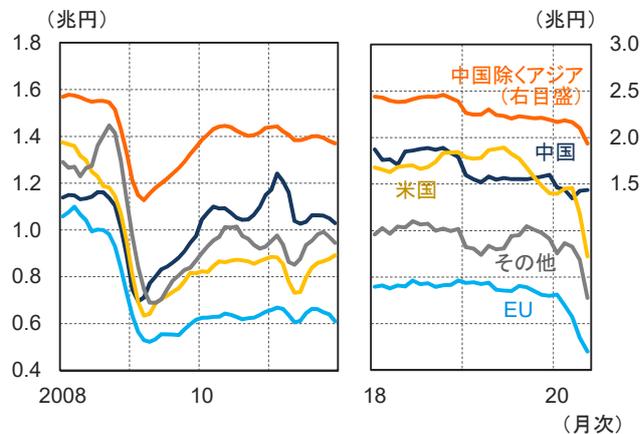
(備考)内閣府

図表2-3 世界貿易量と景気先行指標



(備考)オランダ経済政策分析局、OECD

図表2-4 日本の地域別輸出



(備考) 1.財務省
2.季節調整値(DBJ試算、3ヵ月後方移動平均)

3. 雇用悪化は世界的な懸念、国内では賃上げ率は7年ぶりの伸びに鈍化

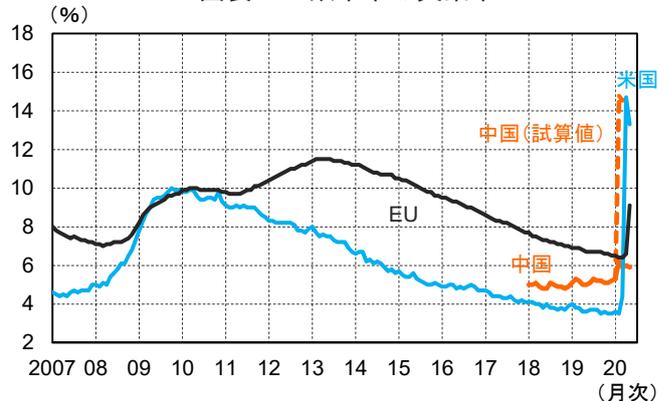
- コロナ危機は、需要減少という一時的なショックによって経済に様々な傷を与え、その後の回復・成長を阻害する可能性が懸念されている。最大の懸念が失業の増加である。世界労働機関(ILO)では、世界の総労働時間は小売、外食などを中心に4~6月期に10.7%減少し、フルタイム換算で3億人の雇用が失われると試算する。厳しいロックダウンを実施した欧米で影響が大きく、人口の多いアジアでは失業の規模ははるかに大きい。また、感染が拡大する新興国では、雇用対策も十分でなく、失業問題がより深刻になると考えられる(図表3-1)。
- 米国の失業率は4月に14.7%となり、50年ぶりの低水準から1か月で10%以上跳ね上がった。活動再開で5月に予想外に低下したことで、早期回復の楽観論も出ているが、4%台とされる均衡失業率への低下には数年を要するとみられている。欧州では、解雇規制や政策支援によって日本と同様のワークシェアリング型の雇用調整となっているが、失業率は3%近く上昇すると予想されている。中国の失業率は、公式には6%への小幅上昇となっているが、春節休暇で帰省後に戻らない出稼ぎ労働者が大規模に存在しており、これを含まれば、失業率は15%程度に高まる(図表3-2)。
- 日本でも失業率は夏場にかけて上昇するとみられるが、雇用調整助成金の拡充などにより企業も休業での対応が広がっており、経済活動の再開もあって、1.5%上昇したリーマン危機ほどは悪化しないとの見方がコンセンサスとなっている(図表3-3)。このように雇用の安定が確保される一方、今年の春闘賃上げ率は、経団連の集計では7年ぶりの低い伸びとなった(図表3-4)。多くの企業で非常事態前の3月に妥結しているが、米中摩擦などによる19年の景気減速に加え、新型コロナの先行き不透明感が影響したとみられる。中小企業での影響は一層大きいと考えられるほか、今年度の業績悪化を反映する来年度の賃上げにも期待しがたく、所得の伸び鈍化が消費回復の足かせになり、景気回復を遅らせることが懸念となってくる。

図表3-1 新型コロナによる世界の雇用への影響見通し

(19年Q4比)	総労働時間減(%)		フルタイム換算の雇用減少(万人)	
	20年Q1	20年Q2	20年Q1	20年Q2
北米	1.3	17.0	200	2,300
欧州(除く東欧)	4.3	14.2	700	2,200
東欧	1.7	12.0	200	1,300
中南米	1.9	10.9	400	2,600
アラブ諸国	2.1	10.3	100	600
アジア太平洋	6.5	10.0	11,500	17,500
アフリカ	1.7	9.5	600	3,500
世界	4.8	10.7	13,500	30,500

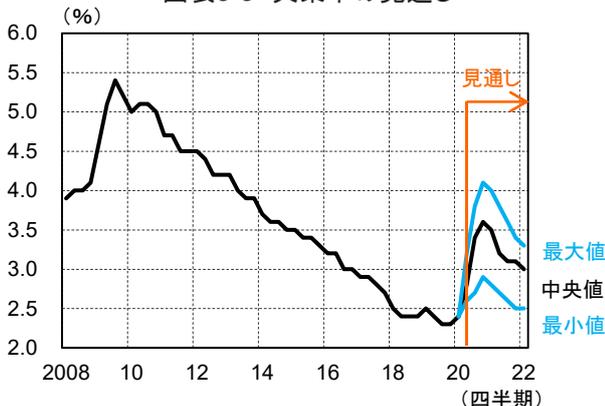
(備考) 1.国際労働機関(ILO)
2.労働時間は季節季調値

図表3-2 欧米中の失業率



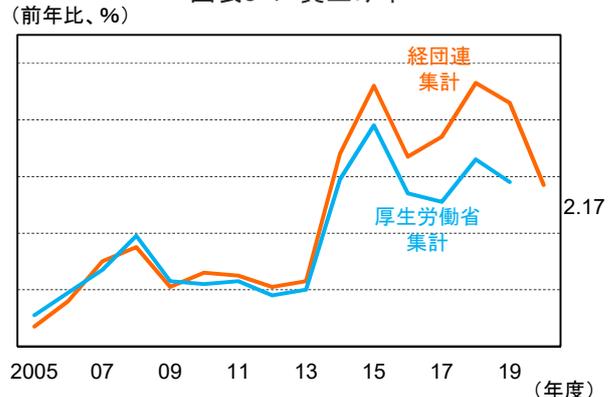
(備考) 1.各国統計機関により日本政策投資銀行作成
2.20年5月までのデータ。ただし、欧州5月はQ2予想値を表示
3.中国(試算値)は、都市に戻らなかった出稼ぎ労働者を失業者とみなした場合

図表3-3 失業率の見通し



(備考) 1.総務省 2.見通しコンセンサスは20年1~3月期2次速報後の見通しの中央値(15機関をDBJ集計)

図表3-4 賃上げ率



(備考) 厚生労働省、経団連

4. 各国中銀の大規模緩和で3月混乱を乗り越え、金融市場では楽観強まる

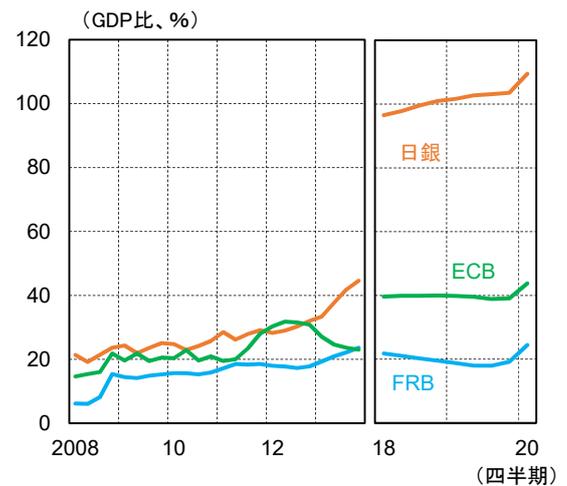
- 雇用と並んで、経済への影響が懸念されるのが金融の不安定化である。新型コロナの感染拡大によって、3月半ばにかけて投資引き揚げの動きが加速し、株などのリスク資産だけでなく、債券、金が売られ、ドルの流動性が低下した。これに対し、各国中銀は緊急利下げや量的緩和、ドル資金供給などを行い、沈静化に成功した。その後は、実体経済に影響が広がる中、市場への資金供給策に加え、企業や市中銀行向け資金供給を拡充してきた(図表4-1)。
- リーマン危機時には「非伝統的」といわれた量的・質的緩和を大規模に行ったことで、各国中銀のバランスシートは急拡大し、GDP比でも日欧は過去最大を更新し、米国でも15年以降の縮小から反転上昇した(図表4-2)。流動性の供給とともに、政府の大規模経済対策の財源となる国債の低利発行、大量消化を支えることになる。
- 金融市場では、3月半ばの混乱で株価は日米で3割程度下落したが、その後は、各国中銀・政府の対策、先進国での感染収束を受けて、急速に持ち直している(図表4-3)。こうした中、4月半ばにかけて過去最高値を更新した金価格は、頭打ちとなった。原油価格も、OPECプラスの減産交渉決裂、需要減少観測などで一時マイナスに落ち込んだが、足元では需要回復期待やOPECプラスの減産再合意、米シェール減産などを受けて回復している(図表4-4)。ただし、実体経済はようやく底が見えてきた段階にあり、株価はPER(株価収益率)の上昇に支えられた期待先行での株高となっている。6月には、米国での感染第2波懸念から下落するなど、割高感が出る中で、不安定化の動きもみられる。

図表4-1 コロナ危機を受けた金融政策

月	日本	米国	欧州
3	3/16 決定会合 ・ドル資金提供(協調) ・資金供給オペ拡大 ・CP・社債買入拡大 ・ETF・J-REIT買入増 ・新型コロナ対応金融支援特別オペ	3/3 FOMC 0.5%利下げ 3/15 FOMC ・1%利下げ、ゼロ金利に ・QE再開・ドル資金供給 3/17,18 FOMC ・PD、MMF向け資金供給 ・CP、社債購入 3/23 FOMC ・QE無制限化 ・ABSなど資金供給	3/11 BOE 0.5%利下げ 3/12 ECB ・TLTRO III担保基準緩和 ・QE拡大 3/18 ECB ・パンデミック緊急買入れプログラム(PEPP)
4	4/27 決定会合 ・国債買入上限撤廃 ・特別オペの拡充 ・CP・社債等の買入追加	4/9 ・レバロン、ジャンク債も購入 ・中小企業向け資金供給	4/30 ECB ・TLTRO III条件緩和
5	5/22 臨時会合 ・特別オペの拡充		

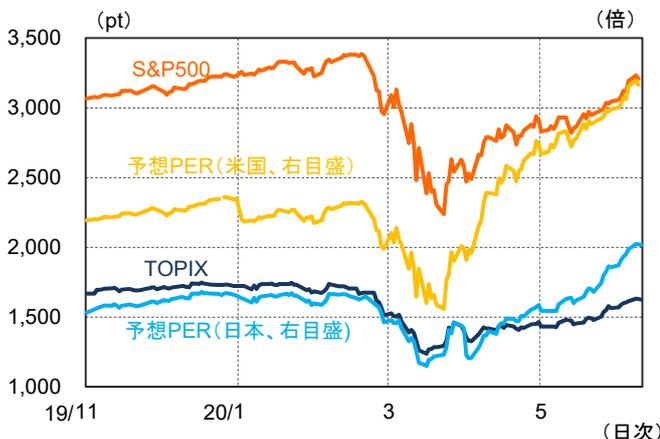
(備考) 1. 日本銀行、FRB、ECB、BOE
 2. 赤字は企業支援を目的とするもの

図表4-2 日米欧中銀のバランスシート



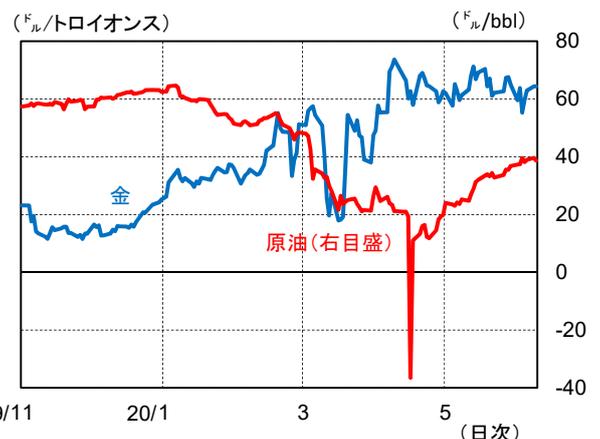
(備考) 各国中銀、内閣府、米商務省、Eurostat

図表4-3 株価と予想PER



(備考) S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、日本取引所グループ(株)東京証券取引所

図表4-4 金・WTI原油の先物価格



(備考) CMEグループ(NYMEX)

5. 金融システムのリスクは継続、日本でも企業の資金繰り支援体制を強化

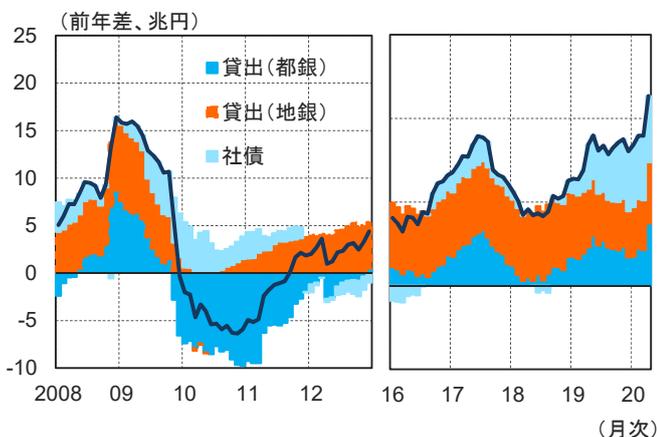
- 各国中銀が4、5月に公表した金融安定(Financial Stability)報告では、3月の市場混乱が一服し、金融機関も、リーマン危機後の規制強化や低金利・景気回復下で耐性を高めていると評価した(図表5-1)。
- 他方、長引く低金利環境下で、世界的にリターンを求める動きが続いたこともあって、債務は企業部門を中心に高水準となっており、コロナ危機による経済悪化による潜在的な調整圧力が高まっている。今後は、金融機関の貸出資産劣化、仲介機能の低下のほか、ミドル・ハイリスク投資の損失、ヘッジファンドなどのノンバンクの資金繰りといった点から金融システムの安定性が損なわれるリスクを注視している。
- 日本では、コロナ危機による企業資金繰り悪化に対して、銀行は政府・日銀と一体となって積極的な支援を行っている。また、リーマン危機で機能が低下した社債市場は、日銀の早期対応もあって比較的早く落ち着きを取り戻しており、低金利化で調達が旺盛だった昨年に続き、高水準の発行が続いている。貸出、社債を合計すると、前年比で15兆円超の資金調達が行われており、予備的な資金需要が高まる中でも、総じて金融機能は良好に保たれている(図表5-2)。
- ただし、早期正常化が見込めない中、企業の資金需要は増加が見込まれる。政府は、2次にわたる補正予算を組み、政府系機関の融資枠拡充に加え、民間金融機関にも、利子補給や信用協会の保証、協調融資などによる支援拡大を促すべく、現在の年間調達規模より一桁大きい140兆円の資金枠を確保した。その目的も、当面の資金繰り支援だけでなく、回復・復興に向けたリスクマネーの供給を含むものとなっている(図表5-3)。

図表5-1 主要中央銀行の金融安定報告

	日銀(4/21)	FRB(5/15)	ECB(5/26)	BOE(5/7)
3月市場動揺以降の動き	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券投資の大幅悪化は回避 国内貸出は増加、海外貸出も緩やかに増加 	<ul style="list-style-type: none"> 資産価格は落ち着くが脆弱性残る。商業用不動産は割高 企業のリスク悪化でHY債やレバローン苦境に 	<ul style="list-style-type: none"> 決済機能の混乱は回避 過剰債務がさらに増大 实体经济の悪化に伴い格下げ、資産価格下落リスク 	<ul style="list-style-type: none"> 現金確保の動き 安全資産も含め資産価格下落
金融機関	<ul style="list-style-type: none"> 政府・日銀の施策、企業の厚い内部留保などでストレス耐性は高い 	<ul style="list-style-type: none"> 大手行の財務体力十分 生保とヘッジファンドにリスク 	<ul style="list-style-type: none"> 損失負担力は改善した 経営悪化懸念も、当局支援・配当制限で支える 	<ul style="list-style-type: none"> 金融危機後の改革や金融緩和により財務体力は十分
リスク	<ul style="list-style-type: none"> 信用コストの上昇、有価証券投資損益の悪化 外貨調達の不安定化 	<ul style="list-style-type: none"> 感染自体を巡るリスク 欧州、中国、新興国の金融・財政 	<ul style="list-style-type: none"> 流動性問題が生じたノンバンク(投資ファンド、生保) 	<ul style="list-style-type: none"> 国内外の融資で貸倒発生のおそれ

(備考)各国中銀の報告により日本政策投資銀行作成

図表5-2 銀行貸出と社債の増加ペース



(備考) 1.日本銀行、日本証券業協会
2.20年4月の社債は日本政策投資銀行試算

図表5-3 経済対策における金融支援(投融資枠、概算)

	政府系	民間金融	合計
1次	21兆円	24兆円	45兆円
	<ul style="list-style-type: none"> 政府系による危機対応業務 民間金融機関を通じた無利子無担保融資 		
2次	60兆円	34兆円	94兆円
	<ul style="list-style-type: none"> 融資枠、劣後ローン、出資枠の拡大 金融機関への公的資金投入枠の準備 		
合計	約70兆円	約70兆円	約140兆円

(備考)財務省、経産省、各種報道により日本政策投資銀行試算

6. 国内金融システム、新興国の国際資金フローとも一定の耐性を備えるが、リスクは残る

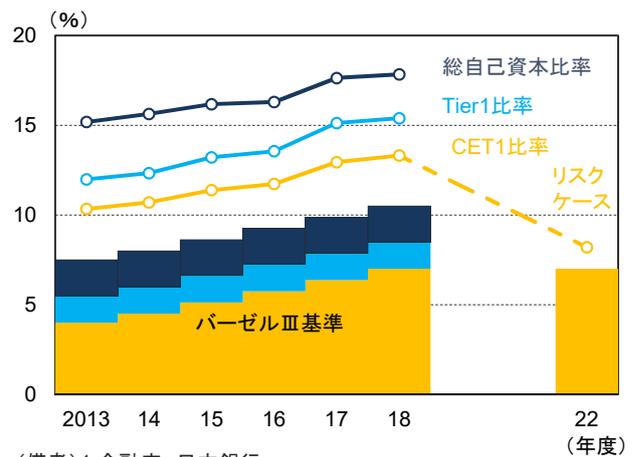
- 政府・日銀による企業の資金繰り支援策の着実な実施においては、前線に立つ金融機関の健全な経営が保たれることが欠かせない。大手行では、20/3期決算において貸倒引当金の繰入を増やしたが、景気回復が長期間続き、企業破綻も抑制されてきたことから、貸倒引当金残高はリーマン危機前を大きく下回っている(図表6-1)。また、当時と比べても、長短金利の低下が進んでおり、金融機関の収益力は低下している。
- それでも、日銀が4月に行ったストレステストでは、金融システムはショック耐性を備えていると評価した。リーマン危機並みの金融、経済の悪化を想定し、大手行の自己資本比率はCET1比率で8%に低下するが、バーゼルⅢが求める7%を上回った(図表6-2)。もちろん、感染第2波到来などで経済影響が拡大すれば、金融機能にはこの想定以上の負荷がかかり、一部の地域金融機関などで与信機能の低下が顕在化する可能性は高まる。
- 国際金融市場に目を転じると、3年半ばにかけてドル資金回収の動きが強まる中で、新興国ではリーマン危機時をはるかに上回る資金流出が生じた(図表6-3)。感染が新興国に広がったほか、原油価格の急落で資源国への逆風も強まった。米FRBの大規模な資金供給により過度な資金フローは抑制されたが、通貨は戻り切っていない(図表6-4)。新興国は、リーマン危機後も、経常収支の改善、外貨準備の蓄積、資金管理の見直しなどにより短期的な資金流出への抵抗力を高めてきたが、IT技術の発展もあり、急速な資金流出のリスクも高まっている。IMFはリーマン危機時の4倍にあたる1兆ドルの融資能力があると表明したが、条件交渉などに時間を要し、新たな混乱が生じる懸念が残っている。

図表6-1 大手行の貸倒引当金と経常利益



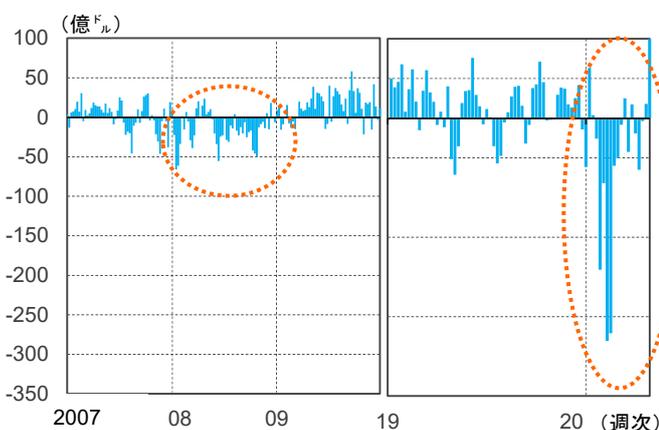
(備考) 1.3大メガバンク、リソな、三井住友TBの合計
2.各社IR資料

図表6-2 金融機関の自己資本比率推移



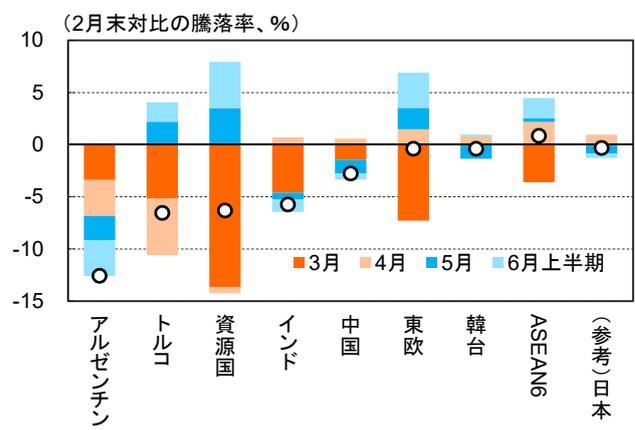
(備考) 1.金融庁、日本銀行
2.国際統一基準行のグループ連結ベース
3.バーゼルⅢ基準は、資本バッファー含む

図表6-3 主要新興国からの資金流出



(備考) 1.IIF(国際金融協会) 2.対象はBRICs、東南アジア諸国、メキシコ、トルコ、ハンガリー、ポーランド、サウジアラビア等

図表6-4 通貨の騰落率(対ドルレート)



(備考) 1. Thomson Reuters Datastreamにより日本政策投資銀行作成
2.資源国は伯、墨、南ア、露、東欧はチェコ、ウクライナ、ハンガリー、ポーランド

7. 新型コロナがもたらす二次的なリスクの高まりに注意が必要

- コロナ危機は先進国を中心に最悪期を脱し、経済活動再開を受けて、金融市場では楽観論も出ており、コロナ「後」の新たな世界への対応に向けた主張も相次いでいる。しかし、経済の急激な悪化による失業や企業破綻、金融機能の低下など、経済に生じた傷みによって、今後の回復力が低下し、あるいは感染第2波の到来への抵抗力が衰えるなど、二次的なリスクが高まっている点には注意が必要である(図表7-1)。
- 特に、短期的には、金融市場、貸出・決済などの金融システムは健全を維持しているが、イタリアなどの債務危機を懸念する声がある。また、短期的な危機対応としての大規模経済対策に反対する声は少ないが、政府、中央銀行のバランスシートは目一杯に拡大し、追加策の余地が縮小していることに加え、金融市場の不安定化やインフレ・リスクの増大など、中長期的な不安定要因についての指摘は少なくない。
- さらに、活動制限による不満、閉塞感が高まったほか、失業の発生で格差問題が顕在化したことで、政治・社会面での不安定化がみられており、新型コロナをきっかけに、米中対立、中東などの地政学リスクなど、従来から存在するリスクが強まる傾向がみられる(図表7-2)。経済と政治の悪循環をもたらす可能性も意識されてきている。

図表7-1 金融、政府債務などに関する識者の主張

ベン・バーナンキ (元FRB議長)	CNBC (3/26)	金融システムは07年よりはるかに健全であり、「急激で短い景気後退」 低金利の背景は金融政策でなく貯蓄余剰であり、当面付き合わざるを得ない
ケネス・ロゴフ (元IMFチーフエコノミスト)	Bloomberg (5/19)	今は資金拋出すべき。雨の時のための貯蓄をもつ富裕層増税による債務再編が必要 イタリア、スペイン発の債務危機に再び焦点が移る可能性がある
マーティン・ウルフ (FTチーフ経済解説委員)	Financial Times (5/6)	不況の中で債務負担が拡大すると、需要が圧迫される この債務の罨を避けるため、貯蓄率の高い富裕層の余剰資産の分配が必要
吉川洋 (立正大学教授)	日本経済新聞 (4/6)	企業金融の目詰まり解消や金融市場の機能維持のため大胆かつ迅速な施策が重要 政府は、財政出動と併せて、新しい財政健全化のシナリオを明確にする必要
ローレンス・サマーズ (元財務長官)	The American Interest(5/22)	30年1.3~1.4%の金利で借りられる瞬間を大きなチャンスと考えるべき 他方、金融緩和は永続せず、間違いにつながる。環境などインフラ整備が重要
カーメン・ラインハート (次期世銀チーフエコノミスト)	Bloomberg (5/19)	出し惜しみをしてはいけない。でも、フリーランチではない。金融市場は、財政懸念など による金利上昇やインフレ上昇の可能性はないと考えているが、心配だ
ジェレミー・シーゲル (ペンシルベニア大学教授)	Think Advisor (4/6)	債務拡大と通貨増発は再開後の経済を過熱させ「4.5%以上のインフレ」をもたらす
モハメド・エラリアン (アリアンツ主席経済adv)	CNBC (5/14)	ニューノーマル2.0(債務増加・生産性低下・需要低下)にしてはいけない 資産価格と実体経済のデカップリングがFRBにより長く維持されると信じられている

(備考)各種報道により日本政策投資銀行作成

図表7-2 予想される世界経済のリスク

		確率
1. コロナ第2波の到来	人々の活動再開やウイルス変異などにより、20年終わりに感染再拡大	↑
2. 米中“Decoupling(分断)”	米大統領選も背景に、コロナ対策、貿易合意履行などで対立激化	↑
3. 金融市場の歪み	世界的な大規模緩和で、株式などリスク市場が加熱し、調整リスク増す	↑
4. 新興国からの資金流出	コロナによる各国財政、経済の悪化で通貨売り圧力が上昇	↑
5. 中東などの地政学リスク	コロナによる不満増大、反政府勢力の台頭などで政情不安が増す	↑
6. 中国の「灰色のサイ」	回復で先行も、経済落ち込みで過剰債務などの構造問題は残る	↑
7. IT回復の遅れ	ITサイクル改善、テレワークや5Gの普及も追い風。車載需要は低迷	↓
8. その他	コロナ以外の感染症、大規模自然災害、テロ、ハードBrexit、蝗害	⇒

(備考)1.日本政策投資銀行作成 2.並び順は確率とインパクトを勘案した影響度、確率は19年11月と比べた変化

©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