

2020年2月21日 全12頁

# 日本経済見通し：2020年2月

## 新型コロナ問題の本質 / 業績悪化懸念下でも株高現象の正体

経済調査部 シニアエコノミスト 小林 俊介  
エコノミスト 鈴木 雄大郎

### [要約]

- 新型肺炎が経済活動に与える打撃が復元可能な範囲にとどまるか、不可逆な規模となるかは、事態の収束速度に依存する。リスク回避的な経済主体を仮定すれば、不確実性の高まりはすなわち、経済活動を縮小均衡に導く可能性を高める。従って現時点では最終的な経済への打撃規模を予測することは不可能だ。事態の展開を見守りつつ、経済活動が縮小均衡に陥るのか否か、確率分布の変化を注視せざるを得ない。そこで本稿では、大胆な仮定を極力排除し、新型肺炎が日本経済に及ぼす影響について論点整理を試みる。
- 既に発生している1-3月期の中国における操業停止を受け、日本企業の現地法人売上が6,852億円程度減少し、営業利益は2,065億円、純利益は1,626億円減少する可能性がある。日本からの輸出は2,880億円減少し、国内生産も590億円減少する懸念が大きい。中国からの訪日外客が100万人減少すると旅行サービス受取額を2,000億円程度押し下げる。さらに日本人の消費および第三国向け需要の減退が加わる。こうした直接的影響に加え、二次的に雇用や設備投資を通じて影響が広がる乗数効果にも注意が必要だ。
- 内外需ともに景気回復の足取りが心許ない中で新型肺炎の影響が加わった結果として、当面の企業業績は下方修正を余儀なくされている。それにもかかわらず、米国を中心として世界の株式市場は底堅さを維持している。その背景は偏に、金融緩和の威力が発揮されているということに他ならない。この文脈において、景気が相対的に底堅く、かつ、新型肺炎の影響も相対的に軽微とみられる米国の金融政策動向には注意が必要だ。
- FRBパウエル議長は既に、7月以降に資産購入プログラムを縮小する方針を示している。このことは直ちに米国金融市場の混乱を意味するわけでは当然ない。しかし、FRBが流動性供給を縮小する時期を迎えてもなお景気回復の目途が立っていない国には、金融市場を通じて経済活動への下押し圧力が加わる可能性に注意しておく必要があるだろう。

## 新型コロナ問題の本質

2019年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲6.3%（前期比▲1.6%）と大幅なマイナス成長を記録した<sup>1</sup>。その主因は言わずもがな、消費増税前の駆け込み需要からの反動減であり、それ自体が先行きの厳しさを意味するものではない。また、10-12月期は台風により住宅投資の進捗が停滞した他、暖冬により衣料品等を中心に半耐久財の消費が下押しされるなど、天候要因が影響した部分も無視できない。過去の悪い実績だけを以て将来の日本経済を悲観する必要はない。

むしろ先行きの日本経済に関する懸念材料は、過去に発現してこなかった下押し要因だろう。例えば、消費増税の純粋な効果である負の所得効果は、キャッシュレス決済に対するポイント還元をはじめとする各種対策によって、一部緩和されてきた<sup>2</sup>。また、Windows7のサポート終了や五輪特需を受け、テレビやパソコン等の販売が未だ底堅さを保っている。これらの要因が剥落することを受け、先行きの消費の回復速度は部分的に抑制される可能性が高い。

また、外需に目を向けると、2019年前半まで底堅い推移を示してきた先進国向け輸出、とりわけ耐久財・資本財輸出が遅れて減少基調に転じ始めている点も気がかりだ。その主たる背景としては、二つの要因が挙げられよう。まず、2018年までは減税効果により循環的な景気減速が遅れた分、他の国々に遅れて米国でも調整が始まった。加えて、2018年以降に始まったグローバルな製造業の稼働率低下を背景として、資本財の需要が低迷している点も見逃せない。

こうした背景から、2020年の日本経済は、プラス成長を保てるか否かの低空飛行にとどまるという見通しが当社の従来予測であった<sup>3</sup>。そこに新たに加わったダウンサイドリスクが中国発の新型肺炎である。この問題に関して、最終的な経済への打撃規模を予見することは現時点で不可能だ。しかし無視するには大きすぎる問題である。そこで本稿では、大胆な仮定を極力排除し、新型肺炎が日本経済に及ぼす影響について、論点整理を試みたい。

### 「信頼に足る情報の欠如」こそが問題の本質

そもそも新型肺炎はなぜ、経済に与える影響が大きいとみられているのだろうか。頻繁に指摘されるように、今シーズンも猛威を振るっているインフルエンザなど他の感染症と比べて、新型肺炎による健康被害は現時点で必ずしも大きくないとも指摘されている。それでもなお、新型肺炎が恐れられ、経済への打撃も深刻化するとみられる根本的な背景は、同問題に関わる不確実性・不透明性があまりに大きいということに求められるだろう。

<sup>1</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介「[2019年10-12月期GDP一次速報 駆け込み需要の反動減で大幅マイナス成長（前期比▲1.6%、前期比年率▲6.3%）](#)」（大和総研レポート、2020年2月17日）

<sup>2</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄大郎「[徹底検証：消費増税と対策の影響分析 所得効果・代替効果と世代別影響・産業別影響を網羅的に精査](#)」（大和総研レポート、2019年9月18日）

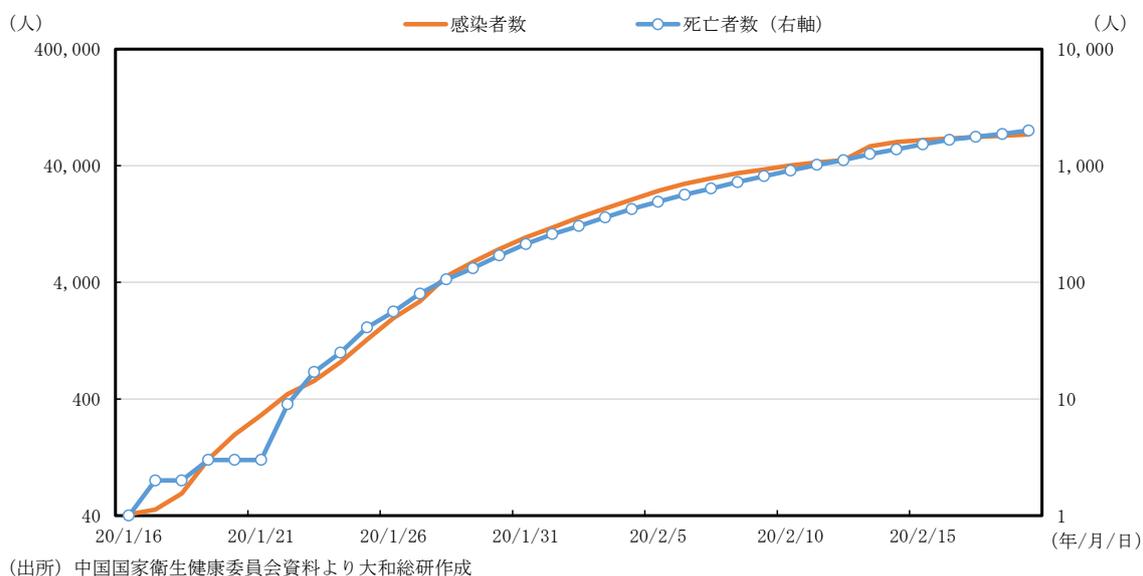
<sup>3</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄大郎「[2020年の日本経済見通し 成長再加速に向けて鍵を握る、グローバルな製造業の回復シナリオ](#)」（大和総研レポート、2019年12月19日）

第一に、同感染症は「新型」であり、対策が確立されていない。

第二に、日々公表される数値の信頼性に疑問符が付く。**図表 1** に示す通り、中国政府により公表される感染者数および死亡者数は、あまりにもスムーズなカーブを描き続けてきた。これが偶然の産物なのか、データの改ざんによるものか、あるいは検査のキャパシティに限界が存在することによるものなのか、原始的推計を行っている結果なのか、真相は不明だ。不明だからこそ、家計は警戒を強め、外出を控える結果として、消費活動が停滞する。

第三に、関連する議論となるが、収束の時期を見通すことが全くできない。だからこそ企業も極力保守的に事業計画を作り、リスク回避的な行動を取らざるを得ない。そして生産・投資・雇用活動が低迷する。

**図表 1： 中国における新型肺炎感染者数および死亡者数の時系列推移（対数目盛）**



### 経済的打撃に「二つの均衡点」

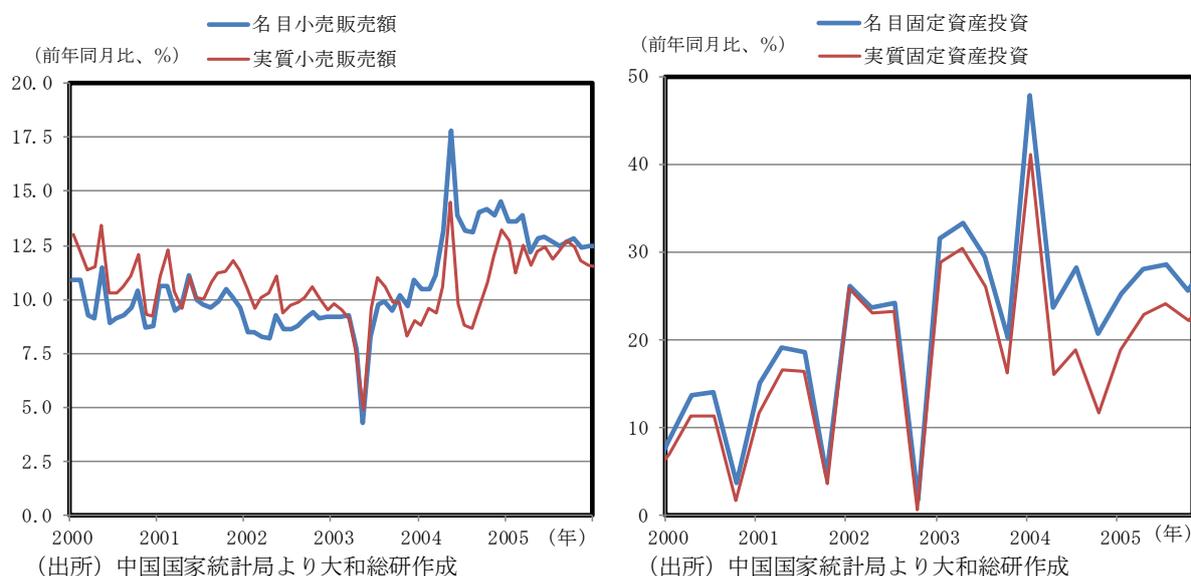
そして新型肺炎が経済活動に与える打撃が復元可能な範囲にとどまるのか、不可逆な規模となるのかは、事態の収束速度に依存する。

前者のシナリオは概ね以下のようなになる。まず、新型肺炎の感染拡大速度が低下に向かう。事態の沈静化を受けて、家計は消費の一時的な手控えにより増加した貯蓄を事後的に消費の上積みへ回す。企業は一時的に手控えた生産活動を活発化させ、在庫復元に注力する。設備投資や雇用も、従来計画通り実行される。実際、頻繁に引き合いに出される 2003 年の SARS 流行前後を振り返っても、中国における経済活動は、消費を中心として一時的に大きく落ち込んだものの、その後ペントアップデマンドの発現も手伝い成長率は再加速した。また、設備投資の落ち込みは全く確認されていない (**図表 2**)。ただし同様の回復を期待するためには、事態が早期に収束し、「家計の雇用・所得見通しが下振れしないこと」および「企業の将来キャッシュフロー見通しが下振れしないこと」の両方が前提条件として成立している必要がある。

その裏返しは後者のシナリオだ。事態の長期化に伴い、在庫払底による機会損失、資金繰りに伴う倒産増加、雇用・所得の喪失、消費低迷、設備投資意欲の減退などにより、経済活動が下方へレベルシフトしたまま再浮上できなくなる可能性も現時点では否定できない。リスク回避的な経済主体を仮定すれば、不確実性の高まりはすなわち、経済活動を縮小均衡に導く可能性を高めるという論理的帰結は、標準的な経済学の教えるところである。

こうした負の連鎖を防ぐ目的で、中国でも日本でも緊急つなぎ融資が行われており、確かに的を射た対策と言えるだろう。ただし、繰り返しになるが、経済への打撃を最小化するという文脈においても最重要の政策課題は感染拡大の収束であり、不透明性・不確実性の払拭である点は論をまたないだろう。

図表 2： SARS 発生前後における中国の小売売上と設備投資



### ボトムアップで考える日本経済・企業業績（業種別）への影響

前節までの議論を前提とすれば、新型肺炎が日本経済に与える影響について、大胆な前提に基づいたマクロアプローチでのトップダウン試算を行うことは極めて困難であり、また、危険である。第一に、現時点で事態の収束時期や経済的打撃の総規模を予見することは不可能だ。第二に、今回のケースは財政金融政策や関税などといったマクロの変数と異なり、影響が偏在する可能性が高い。

そこで本稿では次善の策として、既に発生している事象を積み上げ、日本経済に与える影響を整理したい。もっとも、このようなボトムアップアプローチの問題は、往々にして「補足漏れ」「ダブルカウント」が発生しやすいことにある。そこで本稿では一つのフレームワークとして「財／サービス」に関して、「中国内での供給／日本国内での供給／第三国内での供給」の面から、合計 $2 \times 3 = 6$  カテゴリーからのアプローチを試みる。

ただし、データの制約から、実際には**図表 3** に示す分析アプローチを採用する。まず、日本国外（中国および第三国）における財・サービス供給については「日本企業の海外現地法人の事業活動」からの分析を試みる。日本国内におけるサービス供給に与える影響については、性質の差異に鑑みて、「海外からのサービス料金受取」と、「日本人の消費」の両面に分けて議論する。上記に加えて、「日本での生産⇒輸出」の項目を加えた4項目から論点整理を行う。

**図表 3： 新型肺炎が日本経済・企業業績に与える影響の分析に用いるフレームワーク**

	GDPに与える影響		GNIに与える影響	
	日本国内	中国国内	第三国内	
財	日本での生産⇒輸出	海外現地法人の事業活動		
	訪日外客の消費等			
サービス	日本人のサービス消費等			

(出所) 大和総研作成

#### 日本企業の海外現地法人における事業活動への影響

まず、日本企業の在中国（含香港）現地法人の事業活動を確認すると、売上は54.8兆円、純利益は2.8兆円となっている（2017年度実績、以下同、**図表 4**）。業種別に見ると**輸送機械と卸売業が大宗を占める**。これに対し、既に発生している事象として、春節延長の影響により操業日数が大幅に低下したことは疑いの余地が少ない。多くの省で操業再開が1週間程度延期された結果として、営業日ベースでもカレンダーベースでも1-3月期の稼働日数は9%程度押し下げられることが確定している。もちろん操業再開後に多少の巻き返しが行われなくても言い切れないが、それでも1-3月通期でみた稼働率を完全に回復させることは困難を極めるだろう。

そこで仮に、1四半期の間、5%の操業停止が発生した場合の企業収益の影響を試算したものが**図表 4**だ。**売上の減少総額は6,852億円**となる。これに実績の原価率69.9%、法人税率21.2%を用いて利益への影響を試算すると、**営業利益は2,065億円、純利益は1,626億円減少**する試算結果が得られる。

加えて当然のことながら、日本の第三国現地法人の中国向け事業活動が鈍る影響を考える必要がある。サプライチェーンの混乱に伴い、中国と結びつきの強い国で二次的な影響が発生している可能性は極めて大きい。

こちらに関して前提を置くことは難しいが、例えば中国を除くアジア諸国においての1四半期の間、1%の操業停止が発生した場合の企業収益の影響を同様の手法で試算すると、**売上1,878億円、経常利益673億円、純利益482億円の下押し圧力**が加わることになる(図表5)。こちらも業種別に見ると**輸送機械と卸売業**が大宗を占める。

図表4：中国(含香港)における事業活動の概要と影響試算

中国(含香港)における日本企業現地法人の2017年度実績(単位:億円、%)								1四半期の売上が5%変化した場合の影響(単位:億円)				
	売上高	売上原価	原価率	当期純利益	法人税等	法人税率	日本からの輸入額		売上高	営業利益	当期純利益	日本からの輸入額
合計	548,167	382,970	69.9	28,138	7,592	21.2	230,360	合計	6,852	2,065	1,626	2,880
製造業	337,836	231,802	68.6	19,090	5,803	23.3	115,020	製造業	4,223	1,325	1,016	1,438
食料品	18,313	5,555	30.3	789	443	36.0	446	食料品	229	159	102	6
繊維	4,644	3,358	72.3	253	75	22.9	774	繊維	58	16	12	10
木材紙パ	2,973	2,398	80.6	334	35	9.4	962	木材紙パ	37	7	7	12
化学	11,206	7,880	70.3	593	211	26.2	7,291	化学	140	42	31	91
石油・石炭	5,903	917	15.5	-30	x	x	424	石油・石炭	74	62	x	5
窯業・土石	2,873	1,599	55.7	162	25	13.4	1,655	窯業・土石	36	16	14	21
鉄鋼	10,544	9,645	91.5	205	71	25.8	4,617	鉄鋼	132	11	8	58
非鉄金属	10,076	6,824	67.7	345	75	17.8	3,488	非鉄金属	126	41	33	44
金属製品	5,835	4,822	82.6	179	55	23.4	1,369	金属製品	73	13	10	17
はん用機械	12,405	10,138	81.7	692	188	21.4	2,025	はん用機械	155	28	22	25
生産用機械	9,759	7,062	72.4	647	124	16.1	4,836	生産用機械	122	34	28	60
業務用機械	11,128	7,829	70.4	250	111	30.7	1,490	業務用機械	139	41	29	19
電気機械	21,502	15,817	73.6	995	300	23.2	4,696	電気機械	269	71	55	59
情報通信機械	51,530	45,224	87.8	1,611	484	23.1	34,044	情報通信機械	644	79	61	426
輸送機械	143,238	90,631	63.3	11,146	3,416	23.5	42,984	輸送機械	1,790	658	503	537
その他の製造業	15,907	12,103	76.1	919	x	x	3,919	その他の製造業	199	48	x	49
非製造業	210,331	151,168	71.9	9,047	1,789	16.5	115,340	非製造業	2,629	740	617	1,442
農林漁業	249	212	85.4	16	2	12.4	37	農林漁業	3	0	0	0
鉱業	x	x	x	x	x	x	1	鉱業	x	x	x	x
建設業	1,560	1,012	64.9	32	10	23.8	132	建設業	19	7	5	2
情報通信業	2,296	1,488	64.8	77	23	23.1	424	情報通信業	29	10	8	5
運輸業	7,593	4,906	64.6	177	74	29.3	878	運輸業	95	34	24	11
卸売業	177,061	130,562	73.7	7,349	1,313	15.2	110,095	卸売業	2,213	581	493	1,376
小売業	8,933	6,192	69.3	35	40	53.5	1,372	小売業	112	34	16	17
サービス業	7,832	4,056	51.8	687	106	13.3	2,169	サービス業	98	47	41	27
その他の非製造業	x	x	x	x	222	x	233	その他の非製造業	x	x	x	x

(出所) 経済産業省より大和総研作成

図表5：アジア(除中国)における事業活動の概要と影響試算

アジア(除中国)における日本企業現地法人の2017年度実績(単位:億円、%)								1四半期の売上が1%変化した場合の影響(単位:億円)				
	売上高	売上原価	原価率	当期純利益	法人税等	法人税率	日本からの輸入額		売上高	営業利益	当期純利益	日本からの輸入額
合計	751,382	482,098	64.2	24,799	7,057	22.2	124,447	合計	1,878	673	482	311
製造業	436,289	294,164	67.4	16,361	5,220	24.2	65,664	製造業	1,091	355	242	164
食料品	11,116	6,656	59.9	638	199	23.8	208	食料品	28	11	8	1
繊維	4,722	3,751	79.4	196	40	17.0	460	繊維	12	2	2	1
木材紙パ	4,936	3,712	75.2	240	56	18.8	657	木材紙パ	12	3	2	2
化学	39,755	29,780	74.9	2,805	515	15.5	5,292	化学	99	25	20	13
石油・石炭	8,000	462	5.8	54	x	x	108	石油・石炭	20	19	x	0
窯業・土石	5,853	2,823	48.2	241	64	21.1	1,159	窯業・土石	15	8	6	3
鉄鋼	12,298	10,914	88.7	222	82	27.0	3,570	鉄鋼	31	3	2	9
非鉄金属	14,598	13,217	88.7	469	87	15.6	2,876	非鉄金属	37	4	3	7
金属製品	6,057	4,391	72.5	260	57	18.1	854	金属製品	15	4	3	2
はん用機械	9,328	7,909	84.8	332	109	24.8	1,371	はん用機械	23	4	2	3
生産用機械	12,370	9,249	74.8	902	163	15.3	3,022	生産用機械	31	8	6	8
業務用機械	8,955	4,351	48.6	298	52	14.9	615	業務用機械	22	12	10	2
電気機械	21,303	16,412	77.0	1,474	208	12.4	2,576	電気機械	53	12	11	6
情報通信機械	46,067	34,363	74.6	1,138	216	16.0	15,588	情報通信機械	115	29	24	39
輸送機械	215,745	134,871	62.5	6,404	3,177	33.2	25,430	輸送機械	539	202	102	64
その他の製造業	14,887	11,302	75.9	688	x	x	1,879	その他の製造業	37	9	x	5
非製造業	315,093	187,933	59.6	8,438	1,837	17.9	58,784	非製造業	788	318	249	147
農林漁業	206	112	54.2	-1	x	x	30	農林漁業	1	0	x	0
鉱業	x	x	x	x	x	x	x	鉱業	x	x	x	x
建設業	8,633	6,675	77.3	216	109	33.5	111	建設業	22	5	2	0
情報通信業	7,467	2,355	31.5	-37	33	-769.3	166	情報通信業	19	13	x	0
運輸業	8,691	4,620	53.2	164	74	31.1	706	運輸業	22	10	6	2
卸売業	239,924	154,367	64.3	6,184	1,194	16.2	55,253	卸売業	600	214	173	138
小売業	15,405	8,486	55.1	271	66	19.6	965	小売業	39	17	13	2
サービス業	25,945	7,654	29.5	337	143	29.8	1,376	サービス業	65	46	26	3
その他の非製造業	x	x	x	x	185	x	176	その他の非製造業	x	x	x	x

(出所) 経済産業省より大和総研作成

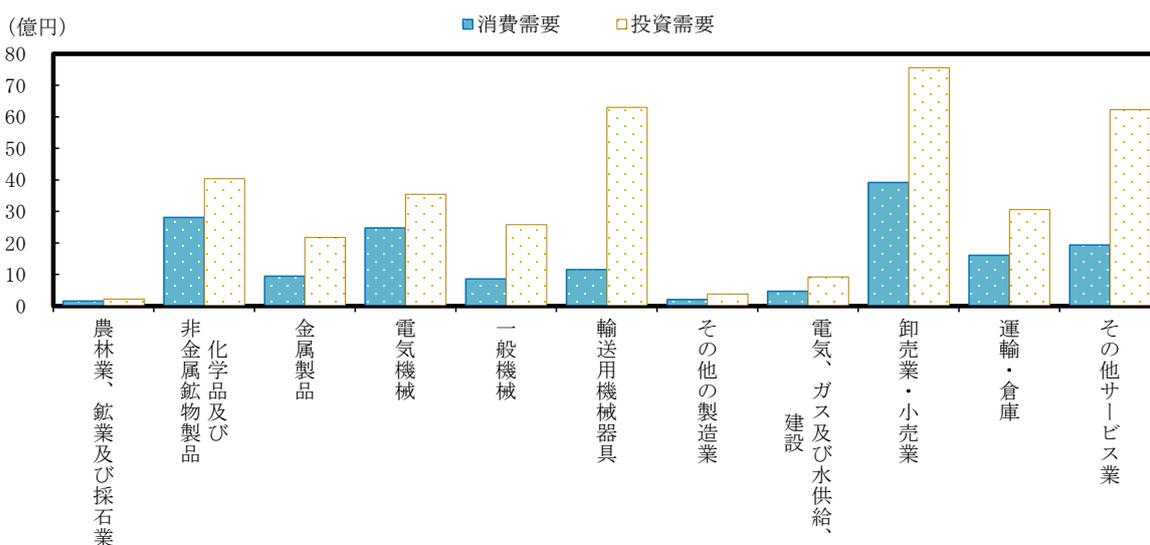
## 日本国内での生産活動に与える影響

次に、新型肺炎が輸出の減少を通じて日本国内の生産活動に与える影響を考えよう。まず、日本から中国に向けた輸出金額は 14.7 兆円である（2019 年実績、以下同、出所：貿易統計）。このうちどの程度が減少するかを特定するのは難しいが、前節で使用したアプローチを採用すると、日本企業の現地法人が日本から輸入する金額だけを試算しても **中国で 2,880 億円、中国を除くアジア諸国で 311 億円の減少**が懸念される（**図表 4-5**）。また業種別に確認すると、輸送機械と卸売業に加えて**情報通信機械に与える影響も大きくなる**という点は特筆に値するだろう。

ただしこのアプローチには二つの問題が存在する。第一に、輸出の減少額イコール日本国内生産の減少額ではない。部品や素材、機械などといった生産要素のうち、海外からの輸入に依存している部分を除外する必要がある。つまり、上述した金額は過大推計となる可能性がある。他方で、第二の問題として、中国での需要が減少した場合、アジア以外の第三国も含めて生産活動が停滞し、間接的に日本からの輸出が減少する影響を考える必要性も発生する。

以上の論点に鑑み、本節では OECD の TiVA データベースを利用して、付加価値輸出の概念を取り込んだ日本国内生産の減少額を試算する。試算に当たっては齋藤尚登「[中国：新型肺炎で成長率4%台へ落ち込みも SARSの教訓が示唆する早期制圧の重要性と終息後の戻りの速さ](#)」（大和総研レポート、2020年1月29日）を援用し、1四半期の間、中国の成長率が2%pt低下するケースを想定する。試算結果は**図表 6**に示す通りである。**国内生産への下押し圧力は総額で 590 億円**となった。業種ごとに規模を確認すると、先述のアプローチと同様に、**輸送用機械器具、卸売業・小売業を筆頭としつつ、化学品及び非金属鉱物製品、金属製品、電気機械、一般機械、その他サービス業などでも顕著な影響が発生する**という試算結果となった。

図表 6：日本の生産活動に与える影響（中国の需要が1四半期で2%＝年率0.5%低下した場合）



(注 1) 2015年の付加価値輸出構造を前提にした変化額。

(注 2) 1ドル＝110円で換算した金額。

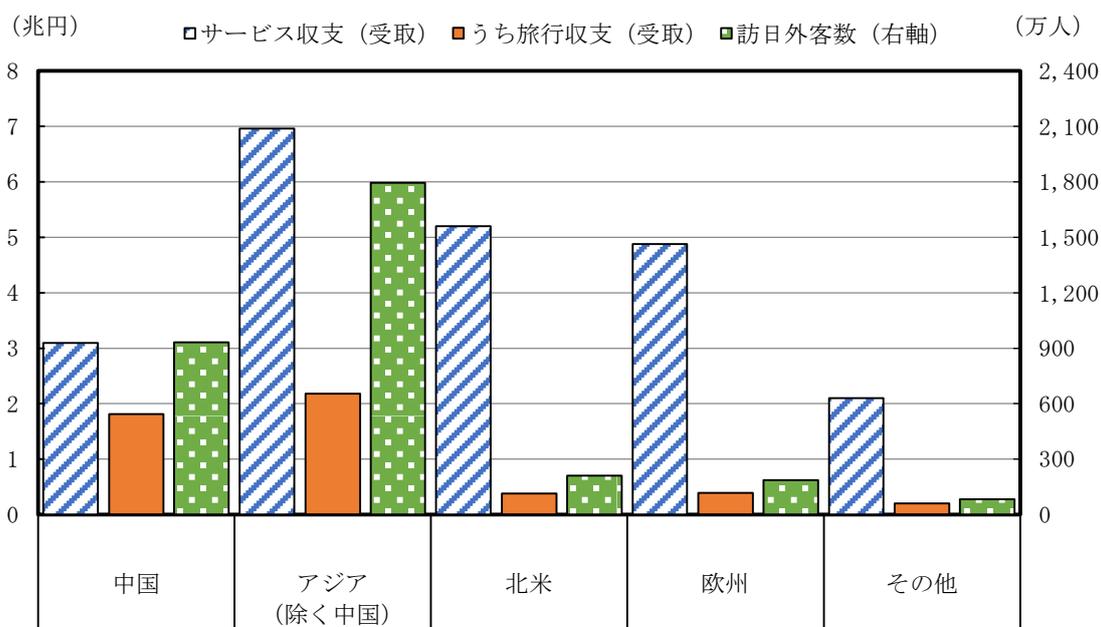
(出所) OECD統計より大和総研作成

## インバウンド需要に与える影響

続いて海外からのサービス料金受取に与える影響について検討する。まず実績値を確認すると、サービス受取金額は対全世界で22.3兆円、うち旅行サービスは5.0兆円、訪日外客数は3,214万人である（直近4四半期、2018年10月-2019年9月実績、以下同）。このうち、中国からのサービス受取金額は3.1兆円、うち旅行サービスは1.8兆円、訪日外客数は933万人であった。

この分野において壊滅的な被害が発生していることは疑いの余地が少ない。神田慶司・山口茜「[新型肺炎で日本経済はマイナス成長の恐れ 新型肺炎が拡大・長期化すると実質GDP成長率を1%pt以上押し下げ](#)」（大和総研レポート、2020年2月6日）では**中国人訪日外客が100万人減少した場合の影響を2,000億円程度と試算**している。団体客だけで既に40万人以上のキャンセルが発生したとも報道される中、100万人の訪日外客数減少は既に現実的な数値となった。加えて、「**中国人以外の訪日外客数**」や「**旅行以外のサービス料金受取**」にも**影響が及びつつあることを踏まえれば、最終的な影響が倍加される可能性も高い**だろう。

図表7：主要国・地域別 サービス受取額・旅行サービス受取額・訪日客数（直近4四半期実績）



(注) 数値は直近4四半期の合計（2018年10月-2019年9月）。  
 (出所) 財務省、日本銀行、観光庁統計より大和総研作成

## 日本人の消費に与える影響

最後に、日本人の消費に与える影響を考える必要がある。年間の民間消費額が約 300 兆円と極めて大きいことに鑑みても、同経路から日本経済が受ける影響は計り知れない。しかし消費に関しては残念ながら、現時点で入手可能なデータでは示唆に富んだ分析を行うことが難しい。レジャーや交通、百貨店や外食などといった分野で顕著な影響が出ているとの報道は枚挙に暇がないが、影響の全容を捉えるには集計データが不足している。SARS 流行時のケース等を参考にする案もあるが、当時の影響と今回の影響が同等である保証は全くない。他方で、敢えて漁夫の利を挙げるとすれば、衛生用品やテレワーク推進を目的としたソフトウェアの特需、e コマース消費の拡大等も考えられる。いずれにせよ、2 月分の消費関連統計が公表され次第、翌月以降のレポートで分析を進めたい。

なお、ここまでで列挙した 4 つの経路を通じた直接的な経済活動の下押しが長く続くほどに、雇用や設備投資を通じて二次的にその影響が倍加される可能性（いわゆる乗数効果）にも注意しておく必要がある。繰り返しになるが、乗数効果の発生有無は、事態の収束速度に依存する。事態の展開を見守りつつ、新型肺炎が経済活動に与える打撃が復元可能な範囲にとどまるのか、不可逆な規模となるのか、当面は確率分布の変化を注視せざるを得ない。

## 「業績悪化懸念下でも株高」現象の正体

前節でも指摘したように、もともと内外需ともに景気回復の足取りが心許ないところに新型肺炎の影響が加わった結果として、当面の企業業績は下方修正を余儀なくされている。また、業績見通しを考える上での不確実性が増していることも疑いの余地が小さいだろう。昨秋から金融市場で期待されてきた「適温経済」の三条件<sup>4</sup>—すなわち①景気回復、②金融緩和継続、③不確実性低減のうち、既に①と③の二条件が成立しなくなりつつある。

それにもかかわらず、米国を中心として世界の株式市場は底堅さを維持している。その背景は偏に、金融緩和の威力が発揮されているということに他ならない。日米欧の中央銀行が昨秋以降、量的金融緩和に転じていることは周知の通りだ。そこに加えて、中国政府による流動性供給も始まった。結果として、国債金利は言うまでもなく、社債スプレッドも、景気悪化懸念が顕在化している中にもかかわらずタイトな状況が続いている。世界中に溢れる流動性がリスク資産の価格を支える構図だ。

しかし景気や企業業績といった実態に見合わない金融資産価格の上昇はバブルを意味する。景気下支えの必要性が薄まるタイミングで、バブルのソフトランディングを目的として流動性供給の縮小が行われる可能性には、一定の注意を払っておく必要があるだろう。

<sup>4</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄太郎「[2020 年 世界経済のリスク分析 『適温経済』シナリオに潜む落とし穴を検証](#)」（大和総研レポート、2020 年 1 月 24 日）

この文脈において、景気が相対的に底堅く、かつ、新型コロナウイルスの影響も相対的に軽微とみられる米国の金融政策動向には注意が必要だ。図表 8 に示す通り、FRB は現在、保有資産の再増額を行っている。FRB は同政策の目標は短期金融市場への流動性供給であると主張している。また、同政策を 2020 年の少なくとも前半まで継続するとしてきた。逆に言えば、2020 年後半以降の政策変更余地が残るということになる。また、FRB が主張する通り、同政策の目的があくまでも流動性供給のみにあって、金利低下を通じた景気浮揚ではない、と字義通りに受け止めるならば、2018-19 年にかけて散発した短期金融市場の機能不全が再発しない限りにおいて、近い将来に保有資産増額の停止ないしはペースダウンが行われても不思議ではない。

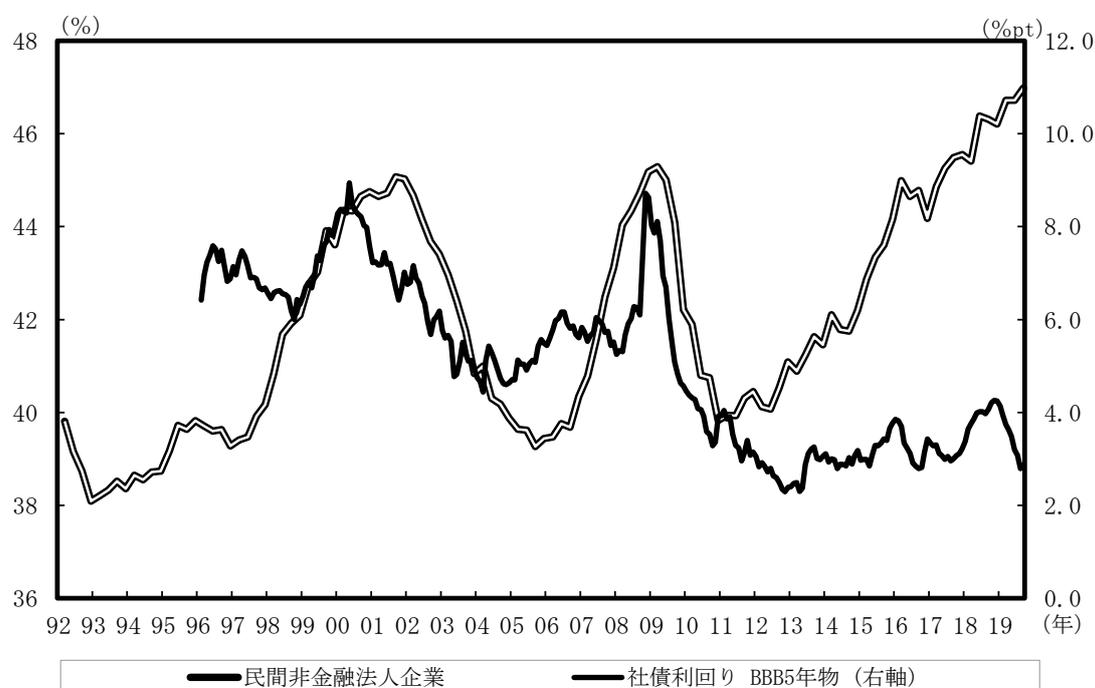
図表 8 : FRB による量的金融政策の詳細と推移

	総額	米国債	短期国債	MBS
2017年 10-12月	▲100億ドル	▲60億ドル	-	▲40億ドル
2018年 1-3月	▲200億ドル	▲120億ドル	-	▲80億ドル
4-6月	▲300億ドル	▲180億ドル	-	▲120億ドル
7-9月	▲400億ドル	▲240億ドル	-	▲160億ドル
10-12月	▲500億ドル	▲300億ドル	-	▲200億ドル
2019年 1月-4月	▲500億ドル	▲300億ドル	-	▲200億ドル
5月-7月	▲350億ドル	▲150億ドル	-	▲200億ドル
8月-10月 前半	ゼロ	+200億ドル	-	▲200億ドル
10月後半-	+300億ドル	+200億ドル	+300億ドル	▲200億ドル
11月-	+600億ドル	+200億ドル	+600億ドル	▲200億ドル

(注) 全て月額、最大値。

(出所) FRB資料より大和総研作成

図表 9 : 米国企業の債務残高対 GDP 比と社債金利<sup>5</sup>

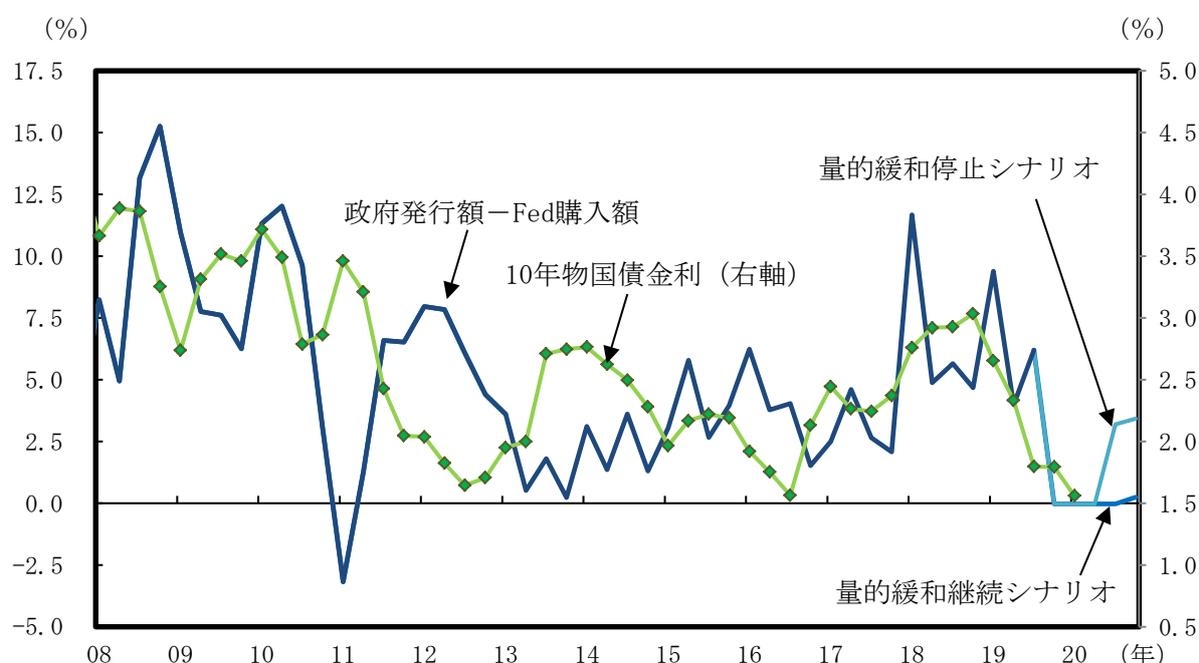


(出所) FRB、BEA、S&P、Haver Analyticsより大和総研作成

<sup>5</sup> 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない S&P が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

この点に関して、1月28-29日に行われたFOMC後の記者会見でパウエル議長は極めて重要な発言を行っている。曰く、納税時期に当たり資金需給が最もタイトになる4月までは準備預金の水準を十分維持しておかなければならない。また、十分な預金準備の目安として、「1.5兆ドル程度」と明言する場面が複数回あった。しかし2月7日に公表された金融政策報告書でも言及されている通り、準備預金は既に1.6兆ドルに到達している。従って、米国経済の堅調さが続く限りにおいて、2020年後半からFRBによる流動性の供給が縮小される可能性は高まっているとみるべきだろう。このことは直ちに米国金融市場の混乱を意味するわけでは当然ない。しかし、FRBが流動性供給を縮小する時期を迎えてもなお景気回復の目途が立っていない国に対しては、金融市場を通じて経済活動への下押し圧力が加わる可能性に注意しておく必要があるだろう。

図表10：米国債の純発行額（GDP比）と10年物国債金利の推移



(注) 2019年7月以降は、FRBとCBOの見通しより大和総研試算。

(出所) FRB、CBO、Haver Analyticsより大和総研作成

## 第204回日本経済予測（2020年2月21日）

	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)	2021年度 (予測)	2019暦年	2020暦年 (予測)	2021暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	1.2	1.1	1.2	1.3	0.8	1.2
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	0.4	0.4	0.7	0.7	-0.1	0.8
内需寄与度	0.6	0.3	0.7	0.9	0.0	0.7
外需寄与度	-0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.1	0.1
GDPデフレーター	0.8	0.7	0.4	0.6	0.9	0.4
全産業活動指数上昇率	-0.6	-0.1	0.8	-0.0	-0.8	0.9
鉱工業生産指数上昇率	-3.0	-0.6	1.7	-2.8	-1.9	1.7
第3次産業活動指数上昇率	0.0	0.1	0.6	0.5	-0.5	0.7
国内企業物価上昇率	0.1	0.1	0.7	0.2	0.1	0.6
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.6	0.2	0.4	0.7	0.3	0.3
失業率	2.3	2.5	2.5	2.3	2.5	2.5
10年物国債利回り	-0.11	-0.05	-0.05	-0.11	-0.05	-0.05
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	0.8	3.2	3.7	0.6	3.0	3.6
経常収支（億ドル）	1,853	1,980	2,040	1,840	1,952	2,023
経常収支（兆円）	20.3	21.9	22.5	20.1	21.4	22.2
対名目GDP比率	3.7	3.9	4.0	3.6	3.8	3.9
<b>2. 実質GDP成長率の内訳</b> (括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格)						
民間消費	-0.2 (-0.1)	0.1 (0.1)	0.6 (0.3)	0.1 (0.1)	-0.4 (-0.2)	0.7 (0.4)
民間住宅投資	1.3 (0.0)	-1.5 (-0.0)	0.1 (0.0)	1.9 (0.1)	-1.8 (-0.1)	-0.0 (-0.0)
民間設備投資	0.0 (0.0)	0.2 (0.0)	1.4 (0.2)	0.9 (0.2)	-0.9 (-0.1)	1.6 (0.2)
政府最終消費	2.5 (0.5)	1.1 (0.2)	1.0 (0.2)	1.9 (0.4)	1.6 (0.3)	1.0 (0.2)
公共投資	4.1 (0.2)	0.3 (0.0)	-0.8 (-0.0)	3.1 (0.2)	1.7 (0.1)	-0.8 (-0.0)
財貨・サービスの輸出	-1.8 (-0.3)	0.1 (0.0)	1.5 (0.3)	-1.8 (-0.3)	-1.1 (-0.2)	1.7 (0.3)
財貨・サービスの輸入	-0.4 (0.1)	-0.3 (0.1)	1.0 (-0.2)	-0.8 (0.1)	-0.5 (0.1)	1.0 (-0.2)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.9	3.0	3.3	3.0	3.0	3.2
原油価格（WTI、\$/bbl）	56.6	52.0	52.0	57.0	52.3	52.0
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	2.2	2.0	2.0	2.3	2.0	2.0
米国の消費者物価上昇率	2.0	2.0	2.0	1.8	2.1	1.9
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	5.7	1.4	0.0	4.7	3.1	0.0
為替レート（円/ドル）	108.9	109.7	109.7	109.0	109.7	109.7
（円/ユーロ）	120.9	119.0	119.0	122.2	119.3	119.0

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 格付業者について

#### <スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、2017年3月7日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、2018年4月16日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、2019年9月27日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上

0710-1511 02.02 2020.02