

2020年3月18日 全12頁

日本経済見通し：2020年3月

コロナショックの主戦場は「需要崩壊」と「信用収縮」へ

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]

- 新型コロナウイルス感染はもはや世界的パンデミックの様相を呈している。その経済的打撃は、究極的には全ての国・地域の最終需要を数か月単位で消失させると想定せざるを得ない。また需要の減退が雇用・設備投資意欲の悪化を通じて長期的な潜在成長率を押し下げる「履歴効果」の発現も懸念される。世界経済・日本経済の成長経路は大幅な下方屈折に向かっている。
- こうした長期的見通しを踏まえながらも、敢えて足下の動きを整理すると、①地理的な感染拡大、②供給ショックから需要ショックへの移行、③クレジットクランチ懸念、の三点が特筆に値する。①②に関しては、総体として日本経済に与える打撃は「累増」という整理で問題ないだろうが、業種別に見ると短期的に優勝劣敗が生じる可能性が指摘される。例えば、過去の懸念は中国現地における製造業の稼働率低下に伴う素材・電機機器関連産業だったが、2月下旬以降、その震源地は日本国内のサービス消費関連産業に移行し、そして現在は欧米の最終需要—とりわけ資本財関連産業にシフトしている。
- ③に関しては、景気悪化に加えて減産合意不成立を受けた原油安が、社債利回りの上昇を経由して、リーマン・ショック以降累積されたレバレッジの逆回転を発生させている。対する各国中央銀行の奮闘が続いており、とりわけFRBによるCPへのプットオプション提供などは特筆すべきものだが、未だ金融不安への懸念は色濃く残る。低格付け社債市場の混乱拡大、およびECBの不十分といえる対応を受けた欧州発の金融不安の発現可能性には細心の注意を払っておく必要があるだろう。

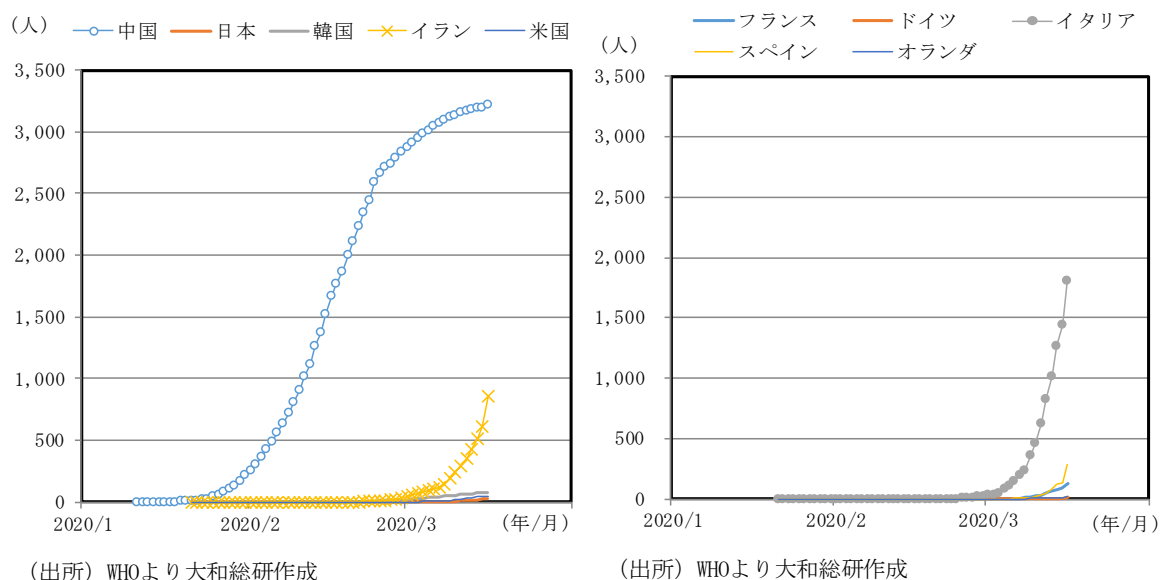
コロナショックの主戦場は「需要崩壊」と「信用収縮」へ

いわゆるコロナショックの拡大が続いている。現象面としては感染者数の増加、実体経済の悪化、金融市場の混乱が連鎖的に進展していることは言うに及ばないが、感染者確認から現在までの局面変化を単純化して整理すると、下記の三点に集約することができるだろう。

1. 感染の震源地は中国⇒日本を含むアジア⇒欧米へ

第一は、地理的な拡大である。2019 年末に中国で発生した今回の問題は、1 月下旬からは日本を含むアジア諸国に拡大し、2 月下旬以降は欧米に拡大している（図表 1）。その間に感染源となった中国では感染拡大ペースが鈍化していることは朗報だが、欧米における混乱は始まったばかりであり、今後の打撃が懸念されることは疑いの余地が少ない。また、今後を見通すと、南半球での感染拡大や、それを受けて翌シーズンにも北半球で感染拡大が再発する可能性は残されている。

図表 1： 国別の死亡者数の推移

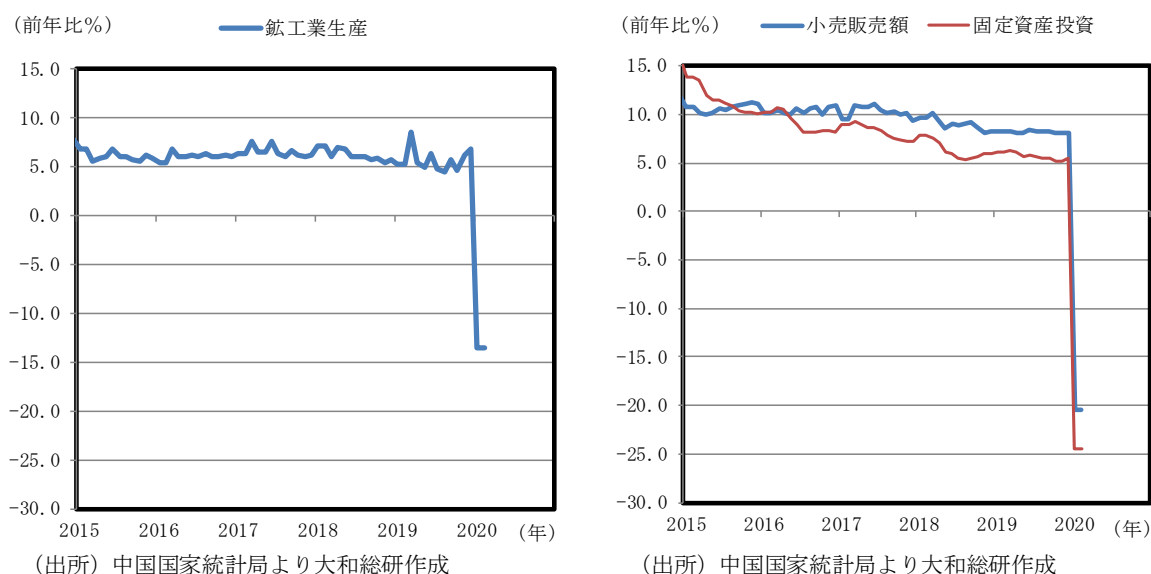


2. 供給サイドのみならず、需要サイドの問題へ

第二は、供給ショックから需要ショックへの移行である。中国での感染拡大は当初、同国内における製造業を中心としたサプライチェーンの問題として広く受け止められた。しかし今や感染の主戦場は日本および欧米といった最終需要地だ。この点において、もはや混乱収束後のペントアップデマンド発現シナリオを描くことは難しくなっている。また、先日公表された 1-2 月の中国経済統計によれば、供給側統計の代表格とも言える鉱工業生産（前年同期比▲13.5%）よりも需要側統計 — 例えば小売売上高（同▲20.5%）や固定資産投資（同▲24.5%） — の落ち込みが厳しく、上述した悲観論を強める結果となった（図表 2）。そして需要の減退が将来的な雇用・設備投資意欲の悪化を通じてグローバルに長期的な潜在成長率を押し下げる、所謂「履歴効果」を惹起する懸念すら台頭しかねない状況に発展しつつある。

上述したロジックを日本経済が受ける影響という観点で整理すると、乱暴な言い方をすれば、内需だろうが外需だろうが、あるいは外需の中で中国向けだろうが第三国向けだろうが、究極的には大差はないのかもしれない。感染が収束するまで、少なくとも数か月単位で最終需要が失われる。そして収束後も、履歴効果を通じて打撃は尾を引く。つまり世界各国の経済活動の水準が一定程度低下し、かつ、その後の回復ペースも鈍るということだ。そしてその「程度」は収束までに要する時間に依存するが、現時点でそれを予測することは不可能に近い。

図表 2： 中国の主要統計



一時的に発生する産業別の優勝劣敗

とは言え、ある程度の目測をつけておくことは無意味ではあるまい。まず外需から概観すると、2019 年実績で 76.9 兆円となった輸出が、混乱収束まで前年同月比で二桁のマイナスを記録しても何ら不思議ではない。その中で、上述したような地理的な変遷が生じる。かつて「サプライチェーンの混乱」という文脈で懸念されていた中国・アジアへの輸出は、「化学製品」や「原料別製品」といった素材、そして「電気機器」が占めるウェイトが相対的に大きい（図表 3）。これらの産業への懸念が大きかったのが 2 月以前ということだが、中国国内における製造拠点の稼働再開次第では、3 月以降に生産活動が多少持ち直しても不思議ではない。

図表 3： 主要国・地域向け輸出金額（2019 年実績）

	中国		アジア(除く中国)		米国		欧州	
	実額(兆円)	ウェイト	実額(兆円)	ウェイト	実額(兆円)	ウェイト	実額(兆円)	ウェイト
総額	14.7	100%	26.6	100%	15.3	100%	9.0	100%
食料品	0.1	1%	0.4	2%	0.1	1%	0.0	0%
原料品	0.2	2%	0.6	2%	0.1	1%	0.1	1%
鉱物性燃料	0.2	1%	0.5	2%	0.1	1%	0.1	1%
化学製品	2.5	17%	3.9	15%	1.1	7%	0.9	9%
原料別製品	1.7	11%	4.0	15%	1.0	6%	0.5	6%
一般機械	3.4	23%	4.6	17%	3.6	24%	2.0	23%
電気機器	3.0	21%	5.9	22%	2.0	13%	1.5	17%
輸送用機器	1.5	10%	2.4	9%	5.6	37%	2.5	27%
その他	2.0	14%	4.3	16%	1.6	11%	1.4	16%

(出所) 財務省より大和総研作成

むしろ今後懸念されるのは米国・欧州向け輸出の低迷だ。これらの国・地域向けの輸出に占めるウェイトが相対的に大きいのは「輸送用機器」や「一般機械」である。国・地域別で捉えた際に今後懸念されるのが欧米であることはすなわち、産業別でみれば前述した耐久財・資本財関連の業種への懸念が高まっていることを意味していると言えよう。

同様に、海外現地法人の事業活動（売上高 288 兆円、当期純利益 10.4 兆円）に与える影響を考えたい。図表 4-図表 7 は各国・地域における実績値、および、活動低下が企業収益に与えるインパクトを業種別に示したものだ。

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10%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	13,704	4,130	3,252	5,759
製 造 業	337,836	231,802	68.6	19,090	5,803	23.3	115,020	製 造 業	8,446	2,651	2,033	2,875
食 料 品	18,313	5,555	30.3	789	443	36.0	446	食 料 品	458	319	204	11
織 維	4,644	3,358	72.3	253	75	22.9	774	織 維	116	32	25	19
木材紙パ	2,973	2,398	80.6	334	35	9.4	962	木材紙パ	74	14	13	24
化 学	11,206	7,880	70.3	593	211	26.2	7,291	化 学	280	83	61	182
石油・石炭	5,903	917	15.5	-30	-	-	424	石油・石炭	148	125	-	11
窯業・土石	2,873	1,599	55.7	162	25	13.4	1,655	窯業・土石	72	32	28	41
鉄 鋼	10,544	9,645	91.5	205	71	25.8	4,617	鉄 鋼	264	22	17	115
非鉄金属	10,076	6,824	67.7	345	75	17.8	3,488	非鉄金属	252	81	67	87
金属製品	5,835	4,822	82.6	179	55	23.4	1,369	金属製品	146	25	19	34
はん用機械	12,405	10,138	81.7	692	188	21.4	2,025	はん用機械	310	57	45	51
生産用機械	9,759	7,062	72.4	647	124	16.1	4,836	生産用機械	244	67	57	121
業務用機械	11,128	7,829	70.4	250	111	30.7	1,490	業務用機械	278	82	57	37
電気機械	21,502	15,817	73.6	995	300	23.2	4,696	電気機械	538	142	109	117
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	1,288	158	121	851
輸送機械	143,238	90,631	63.3	11,146	3,416	23.5	42,984	輸送機械	3,581	1,315	1,007	1,075
その他の製造業	15,907	12,103	76.1	919	-	-	3,919	その他の製造業	398	95	-	98
非製造業	210,331	151,168	71.9	9,047	1,789	16.5	115,340	非製造業	5,258	1,479	1,235	2,884
農林漁業	249	212	85.4	16	2	12.4	37	農林漁業	6	1	1	1
鉱 業	-	-	-	-	-	-	1	鉱 業	-	-	-	-
建設業	1,560	1,012	64.9	32	10	23.8	132	建設業	39	14	10	3
情報通信業	2,296	1,488	64.8	77	23	23.1	424	情報通信業	57	20	16	11
運輸業	7,593	4,906	64.6	177	74	29.3	878	運輸業	190	67	47	22
卸売業	177,061	130,562	73.7	7,349	1,313	15.2	110,095	卸売業	4,427	1,162	986	2,752
小売業	8,933	6,192	69.3	35	40	53.5	1,372	小売業	223	69	32	34
サービス業	7,832	4,056	51.8	687	106	13.3	2,169	サービス業	196	94	82	54
その他の非製造業	-	-	-	-	222	-	233	その他の非製造業	-	-	-	-

(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10%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	18,785	6,732	4,816	311
製 造 業	436,289	294,164	67.4	16,361	5,220	24.2	65,664	製 造 業	10,907	3,553	2,420	164
食 料 品	11,116	6,656	59.9	638	199	23.8	208	食 料 品	278	111	77	1
織 維	4,722	3,751	79.4	196	40	17.0	460	織 維	118	24	19	1
木材紙パ	4,936	3,712	75.2	240	56	18.8	657	木材紙パ	123	31	24	2
化 学	39,755	29,780	74.9	2,805	515	15.5	5,292	化 学	994	249	204	13
石油・石炭	8,000	462	5.8	54	-	-	108	石油・石炭	200	188	-	0
窯業・土石	5,853	2,823	48.2	241	64	21.1	1,159	窯業・土石	146	76	56	3
鉄 鋼	12,298	10,914	88.7	222	82	27.0	3,570	鉄 鋼	307	35	22	9
非鉄金属	14,898	13,217	88.7	469	87	15.6	2,876	非鉄金属	372	42	34	7
金属製品	6,057	4,391	72.5	260	57	18.1	854	金属製品	151	42	32	2
はん用機械	9,328	7,909	84.8	332	109	24.8	1,371	はん用機械	233	35	24	3
生産用機械	12,370	9,249	74.8	902	163	15.3	3,022	生産用機械	309	78	64	8
業務用機械	8,955	4,351	48.6	298	52	14.9	615	業務用機械	224	115	95	2
電気機械	21,303	16,412	77.0	1,474	208	12.4	2,576	電気機械	533	122	105	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	1,152	293	237	39
輸送機械	215,745	134,871	62.5	6,404	3,177	33.2	25,430	輸送機械	5,394	2,022	1,019	64
その他の製造業	14,887	11,302	75.9	688	-	-	1,879	その他の製造業	372	90	-	5
非製造業	315,093	187,933	59.6	8,438	1,837	17.9	58,784	非製造業	7,877	3,179	2,487	147
農林漁業	206	112	54.2	-1	-	-	30	農林漁業	5	2	-	0
鉱 業	-	-	-	-	-	-	-	鉱 業	-	-	-	-
建設業	8,633	6,675	77.3	216	109	33.5	111	建設業	216	49	24	0
情報通信業	7,467	2,355	31.5	-37	33	-	166	情報通信業	187	128	-	0
運輸業	8,691	4,620	53.2	164	74	31.1	706	運輸業	217	102	56	2
卸売業	239,924	154,367	64.3	6,184	1,194	16.2	55,253	卸売業	5,998	2,139	1,726	138
小売業	15,405	8,486	55.1	271	66	19.6	965	小売業	385	173	131	2
サービス業	25,945	7,654	29.5	337	143	29.8	1,376	サービス業	649	457	263	3
その他の非製造業	-	-	-	-	185	-	176	その他の非製造業	-	-	-	0

(出所) 経済産業省より大和総研作成

いずれの国・地域においても「輸送機械」「卸売業」のインパクトが大きいという点では共通しており、感染の地域的拡大が業種別の優勝劣敗に与えるインパクトはそれほど大きくない（北米のみ、「サービス業」のウェイトが高い点は注意しておく必要はあろうが）。この意味では、欧米への感染拡大が現地法人の収益に与える影響は、純粋に規模が倍加されると整理できよう。

図表 6：北米における事業活動の概要と影響試算

北米における日本企業現地法人の2017年度実績(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
合 計	870,019	507,952	58.4	19,897	8,250	29.3	221,013
製 造 業	312,378	211,987	67.9	6,272	3,475	35.7	53,642
食 料 品	12,220	6,790	55.6	1,958	167	7.8	648
織 維	1,120	774	69.1	19	21	52.4	-
木材紙パ	1,291	1,769	137.0	20	31	60.5	67
化 学	27,231	13,025	47.8	1,044	746	41.7	5,346
石油・石炭	1,436	-	-	24	-	-	29
窯業・土石	-	3,324	-	99	61	38.0	223
鉄 鋼	5,662	4,858	85.8	274	55	16.7	311
非鉄金属	-	2,933	-	159	-	-	651
金属製品	-	1,290	-	68	38	36.0	330
はん用機械	6,498	5,473	84.2	186	113	37.9	1,313
生産用機械	14,309	11,618	81.2	869	169	16.3	3,262
業務用機械	3,621	1,776	49.0	125	48	27.9	-
電気機械	10,484	7,747	73.9	-18	108	-	2,976
情報通信機械	22,540	15,947	70.8	-573	517	-	7,807
輸送機械	172,280	130,000	75.5	1,803	1,223	40.4	28,590
その他の製造業	23,290	-	-	216	-	-	1,415
非製造業	557,641	295,964	53.1	13,625	4,775	26.0	167,371
農林漁業	-	130	-	18	7	27.3	0
鉱 業	-	-	-	-	-	-	-
建設業	6,368	5,573	87.5	-27	30	-	24
情報通信業	8,452	2,591	30.7	125	87	41.1	122
運 輸 業	4,089	3,149	77.0	70	73	50.8	65
卸 売 業	360,256	223,854	62.1	984	3,112	76.0	143,841
小 売 業	65,811	26,935	40.9	965	147	13.2	7,465
サービス業	75,222	10,635	14.1	4,844	768	13.7	15,854
その他の非製造業	-	-	-	-	425	-	1

(出所) 経済産業省より大和総研作成

1四半期の売上が10%変化した場合の影響(単位: 億円)				
	売上高	営業利益	当期純利益	日本からの輸入額
合 計	21,750	9,052	6,399	5,525
製 造 業	7,809	2,510	1,615	1,341
食 料 品	306	136	125	16
織 維	28	9	4	-
木材紙パ	32	-	-	2
化 学	681	355	207	134
石油・石炭	36	-	-	1
窯業・土石	-	-	-	6
鉄 鋼	142	20	17	8
非鉄金属	-	-	-	16
金属製品	-	-	-	8
はん用機械	162	26	16	33
生産用機械	358	67	56	82
業務用機械	91	46	33	-
電気機械	262	68	-	74
情報通信機械	563	165	-	195
輸送機械	4,307	1,057	630	715
その他の製造業	582	-	-	35
非製造業	13,941	6,542	4,844	4,184
農林漁業	-	-	-	0
鉱 業	-	-	-	-
建設業	159	20	-	1
情報通信業	211	147	86	3
運 輸 業	102	24	12	2
卸 売 業	9,006	3,410	819	3,596
小 売 業	1,645	972	843	187
サービス業	1,881	1,615	1,394	396
その他の非製造業	-	-	-	-

図表 7：欧州における事業活動の概要と影響試算

欧州における日本企業現地法人の2017年度実績(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
合 計	431,985	232,016	53.7	12,261	3,477	22.1	116,898
製 造 業	157,008	93,436	59.5	3,306	1,659	33.4	23,911
食 料 品	9,765	4,150	42.5	555	191	25.6	37
織 維	2,682	1,766	65.9	222	-	-	167
木材紙パ	814	695	85.3	114	6	5.3	-
化 学	17,974	11,409	63.5	1,033	316	23.4	2,310
石油・石炭	-	-	-	-	-	-	-
窯業・土石	7,866	3,656	46.5	71	127	64.0	818
鉄 鋼	6,235	4,311	69.1	125	-	-	15
非鉄金属	1,302	1,205	92.5	-	4	-	37
金属製品	2,332	577	24.7	-5	10	-	241
はん用機械	4,722	3,835	81.2	142	44	23.5	692
生産用機械	8,605	6,815	79.2	91	42	31.4	1,414
業務用機械	3,929	1,942	49.4	139	67	32.6	679
電気機械	6,850	4,787	69.9	215	108	33.4	1,572
情報通信機械	11,859	9,229	77.8	151	186	55.2	2,694
輸送機械	63,281	36,438	57.6	320	291	47.6	12,689
その他の製造業	8,792	2,622	29.8	105	132	55.8	545
非製造業	274,977	138,579	50.4	8,955	1,818	16.9	92,988
農林漁業	1,652	189	11.4	203	1	0.4	12
鉱 業	1,719	377	21.9	810	60	6.9	1
建設業	1,005	907	90.3	-6	9	-	4
情報通信業	13,835	7,570	54.7	160	137	46.1	11
運 輸 業	3,554	2,175	61.2	207	46	18.1	42
卸 売 業	224,862	110,395	49.1	2,114	1,040	33.0	89,989
小 売 業	7,241	5,426	74.9	233	54	18.7	1,027
サービス業	12,411	5,080	40.9	2,585	332	11.4	1,884
その他の非製造業	8,697	6,459	74.3	2,649	139	5.0	19

(出所) 経済産業省より大和総研作成

1四半期の売上が10%変化した場合の影響(単位: 億円)				
	売上高	営業利益	当期純利益	日本からの輸入額
合 計	10,800	4,999	3,895	2,922
製 造 業	3,925	1,589	1,058	598
食 料 品	244	140	104	1
織 維	67	23	-	4
木材紙パ	20	3	3	-
化 学	449	164	126	58
石油・石炭	-	-	-	-
窯業・土石	197	105	38	20
鉄 鋼	156	48	-	0
非鉄金属	33	2	-	1
金属製品	58	44	-	6
はん用機械	118	22	17	17
生産用機械	215	45	31	35
業務用機械	98	50	34	17
電気機械	171	52	34	39
情報通信機械	296	66	29	67
輸送機械	1,582	671	352	317
その他の製造業	220	154	-	14
非製造業	6,874	3,410	2,834	2,325
農林漁業	41	37	36	0
鉱 業	43	-	-	0
建設業	25	2	-	0
情報通信業	346	157	84	0
運 輸 業	89	34	28	1
卸 売 業	5,622	2,862	1,918	2,250
小 売 業	181	45	37	26
サービス業	310	183	162	47
その他の非製造業	217	-	-	0

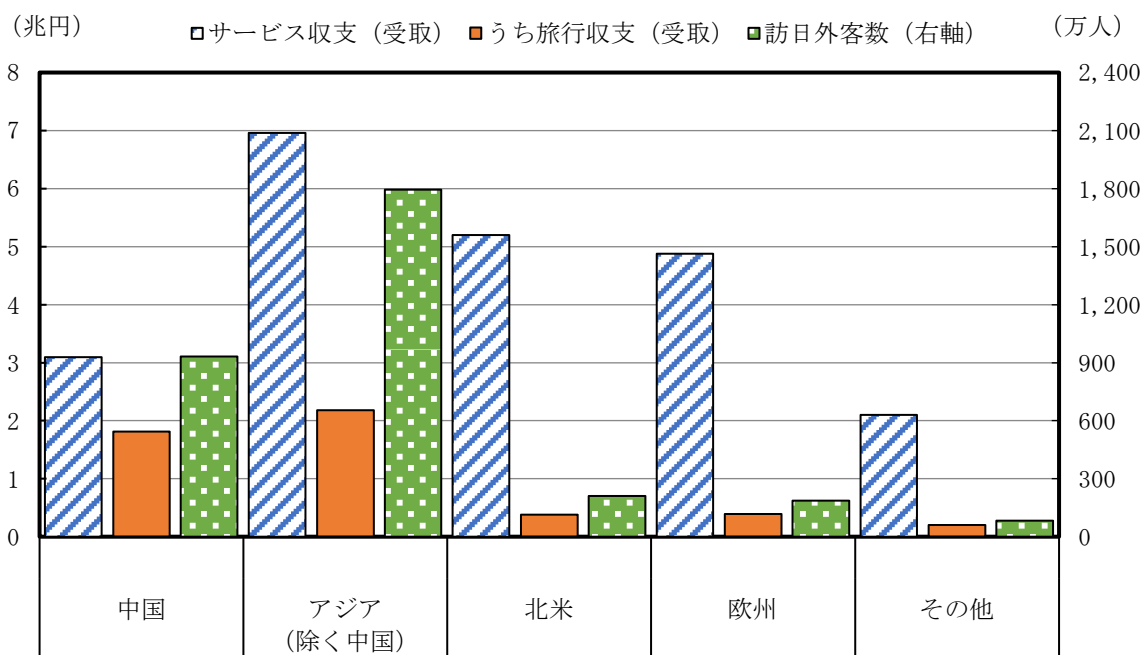
インバウンド消費減退の問題は買物代から広範なサービス消費へ

コロナ禍の地理的な変遷に伴い、インバウンド需要が受ける影響も大なり小なり変わってくる。感染拡大初期に懸念されたのは中国からの旅行者減少であったが、今や世界中ほぼ全ての国・地域からの渡航者は当面、激減を余儀なくされている。日本の海外からの旅行サービス受取は5.0兆円（直近4四半期、2018年10月-2019年9月実績）であるが、これは少なくとも今後数か月に亘って大幅な低迷を余儀なくされることになる。

ただし、入国元によって支出のウェイトが大きく異なる。中国人旅行者の一人当たり消費は2019年実績値で21.3万円と訪日外客平均の15.8万円より顕著に高いが、このうち「買物代」が占める金額が10.9万円（平均は5.3万円）と極めて高い。すなわち、中国人旅行者減少の最大の懸念は百貨店などの減収にあったと言える。しかし上述したように問題もはや中国人旅行者の減少ではなくなっている。この意味で、より広範な支出先－「宿泊費」「飲食費」「交通費」などが受ける影響が相対的に厳しくなってくる。

現時点で入手可能な情報を列挙すると、大手百貨店の2月の売上高は総じて前年同月比▲20%内外の着地となった。2月の国際線旅客数は、日本航空・全日本空輸ともに前年同月比で▲20%を超える減少を記録している。

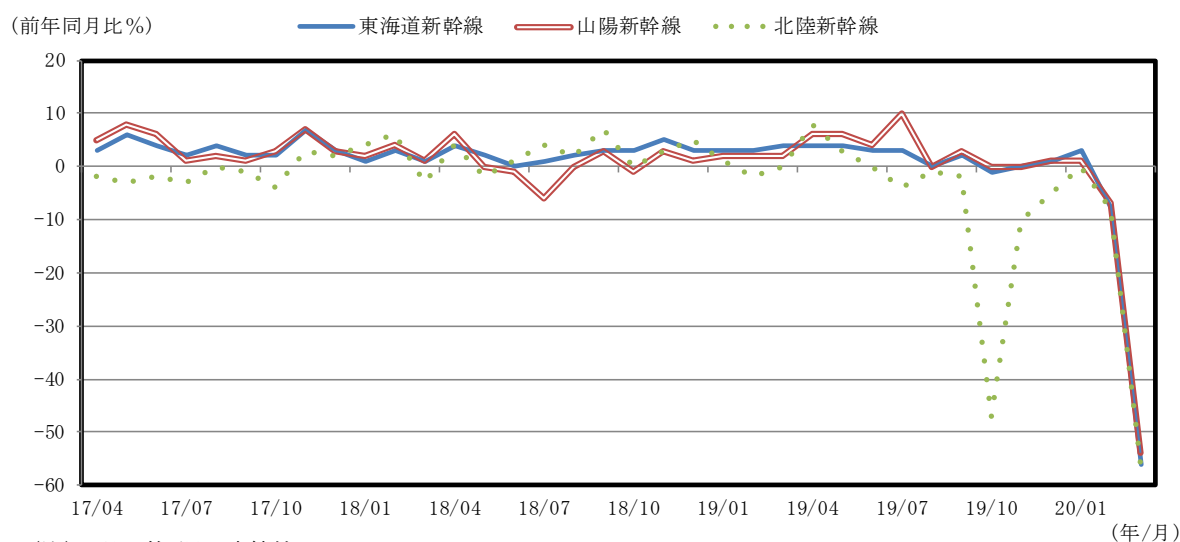
図表8：主要国・地域別 サービス受取額・旅行サービス受取額・訪日客数（直近4四半期実績）



（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

しかし運輸産業への打撃という文脈においてより衝撃的なのは3月第1週の新幹線旅客数の減少だ（図表9）。既に2月から前年同月比で顕著なマイナスが確認されていたが、3月に入ってから現時点で情報を入手可能な東海道・山陽・北陸新幹線の全てで第1週の旅客数が半減以下となっている。これは偏にインバウンド需要の減退によるものというよりは、2月下旬から発令されている日本人の「自粛要請」の影響を受けたものと見做すことができるだろう。

図表9：新幹線利用旅客数の推移



(注) 3月は第1週の実績値

(出所) JR各社ウェブサイトより大和総研作成

日本人の消費マインドは東日本大震災時並みの低水準

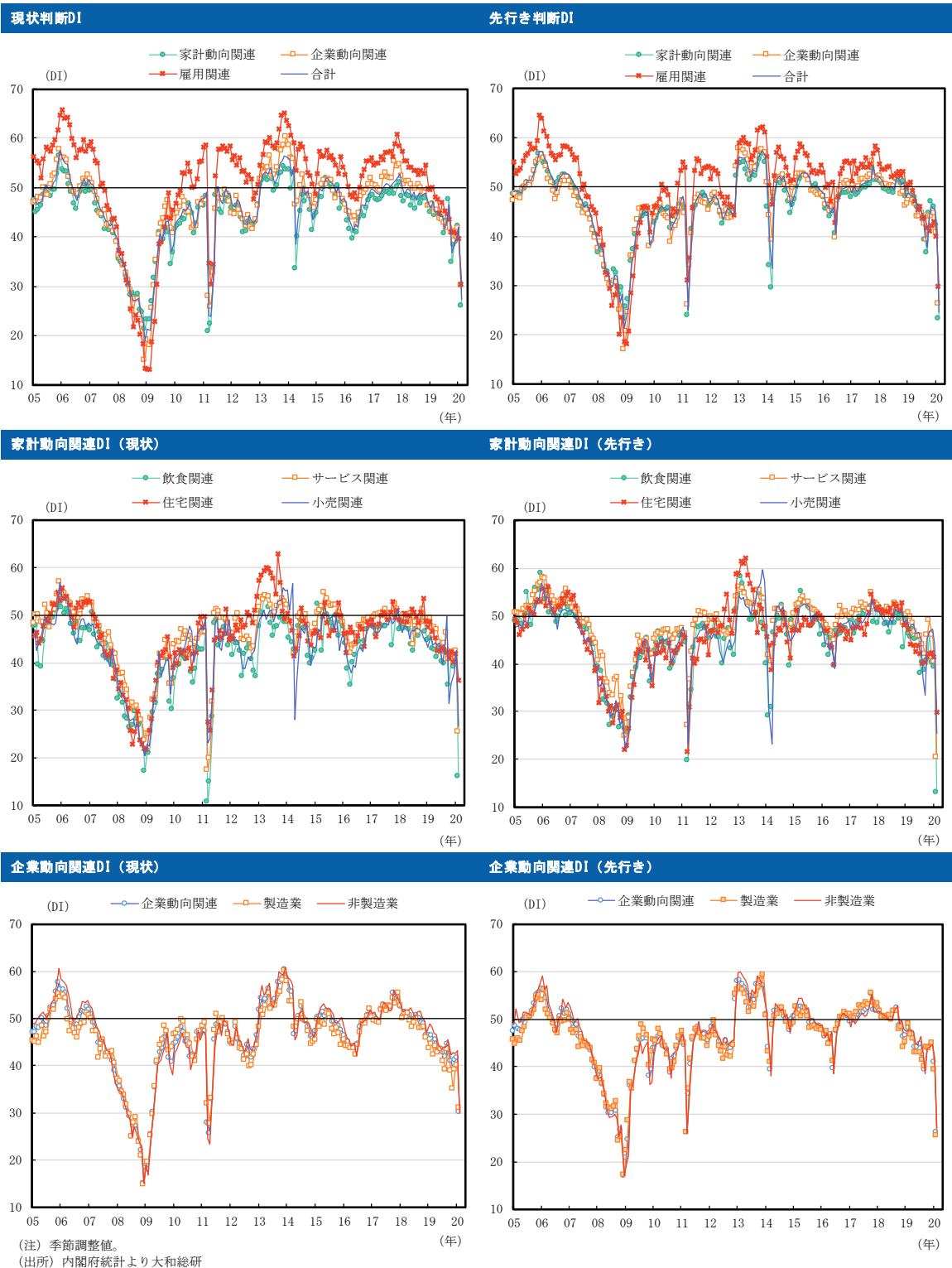
上述した新幹線の例は象徴的すぎるかもしれないが、日本人の消費マインドが急激に悪化していることは事実だ。2020年2月の景気ウォッチャー調査（図表10、調査時期は2月25-29日）を確認すると、現状判断DIは27.4、先行き判断DIが24.6まで急低下している。この水準は、東日本大震災直後に調査された2011年3月の水準（現状判断DIは24.0、先行き判断DIは25.1）とほぼ同等となる。

敢えて大震災時との相違を挙げるとすれば、現状判断よりも先行き判断の方が厳しい点が注目されよう。この傾向は家計動向関連のうち飲食関連やサービス関連、そして企業動向関連全般に確認される。特徴的な判断理由を確認すると、直接的な影響経路は上述した通りであるが、それらに加え「新型コロナウイルスの感染がいつ落ち着くのか、全く不透明である」「新型コロナウイルス問題がいつ収束するかが不透明」である点なども景況感の低下につながっていることが示唆される。

このことを踏まえて今後を見通すと、外食・旅行・その他を含め年間100兆円内外の規模を有するレジャー市場が、感染拡大収束の目途が立つまで、少なくとも数か月単位で大幅な縮小を余儀なくされることは確定的なものとなりつつある。

以上の議論を大雑把にまとめると、感染の地理的な変遷を受けて一時的な優勝劣敗が生じるものの、究極的には広義の輸出（財輸出、サービス輸出、所得受取）約 100 兆円に加え、レジャー関連消費約 100 兆円を合わせた合計約 200 兆円が、感染収束まで当面は顕著な打撃を受けることはもはや不可避だ。そしてこの打撃が雇用・設備投資意欲の悪化を通じて乗数的に日本経済の成長経路を下方屈折させる可能性が極めて高くなっていると言わざるを得まい。

図表 10：景気ウォッチャー調査の推移



3. 実体経済の問題からクレジットクライシス懸念へ

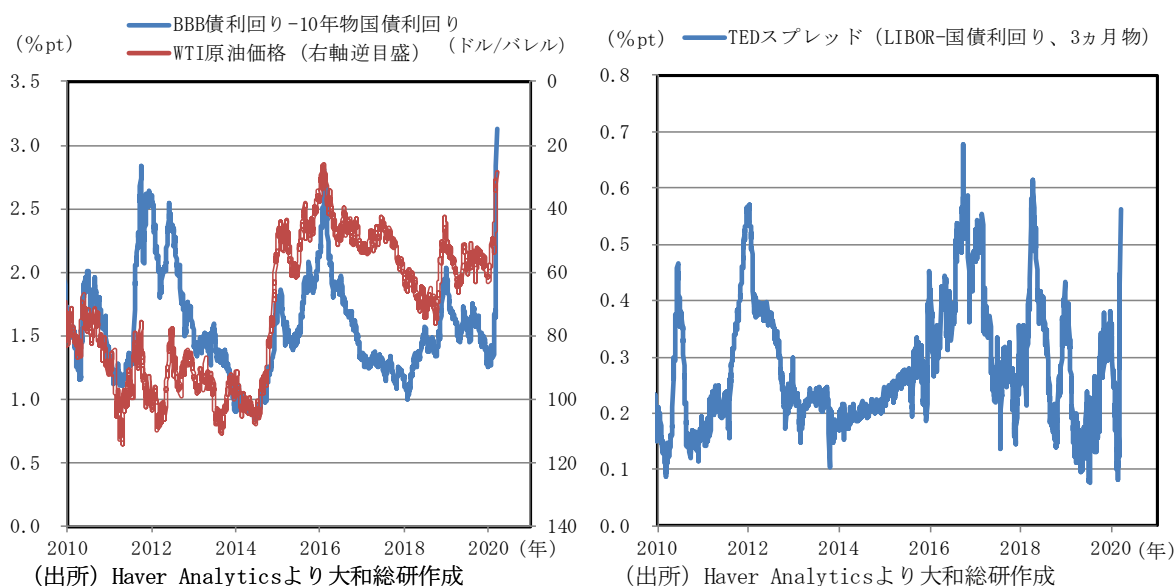
第三は、実体経済と金融市場のスパイラル的な悪化だ。景気の悪化が社債利回りを高めることは自明の理だが、今回はそこに減産合意の不成立に伴う原油安が加わっている（図表 11 左）。これがシェール業者等の発行したハイイールド債利回りの上昇（価格の下落）に拍車を掛けた。

社債利回りの上昇は、米国を中心とした金融市場にとって致命的な急所である。過去を振り返ると、リーマン・ショック以降に続けられてきた超低金利政策の帰結として、企業の財務レバレッジは高まり続けた。例えば米国企業の債務を GDP 比で確認すると、既にリーマン・ショック前夜や IT バブル崩壊前夜の水準から上放れしている（図表 12）。これは社債発行によりファイナンスされた自社株買いの結果でもあり、その裏側で株価上昇に伴う資産効果の発現が実体経済を押し上げてきた部分も無視できない。社債利回りの上昇は、このバブル均衡を逆回転に向かわせるトリガーとなる。

さらに、キャピタルロス懸念の広がり、あるいは、カウンターパーティーリスクの高まりを受け、3 月第 2 週には銀行間での資金供給にも動揺が確認された（図表 11 右）。これは典型的なクレジットクライシスの始まりであり、同問題の深刻化はリーマン・ショックのような信用収縮をもたらす可能性がある。だからこそ FRB をはじめ各国の中央銀行は危機の封じ込めに躍起となっているわけだ。外国債券への投資を増やしてきた日本にとっても対岸の火事ではない。

中央銀行による対応を振り返ると、初動は的を射ていなかったと言わざるを得ない。FRB による緊急利下げは、中長期的な景気に対して一定の効果がないわけではないだろうが、目先の信用収縮の問題を癒すものではなかった。次に資産購入プログラムの逐次追加が決定され、これは流動性供給という観点からは一定の意味を持ったと解釈されるが、クレジットの緩和という観点からは効果が限定的であったとみられる（MBS の購入再開は特定分野での信用緩和に役立ったとみられるが、今回の震源地である社債市場への緩和効果は迂遠である）。

図表 11：米国の金融市場環境

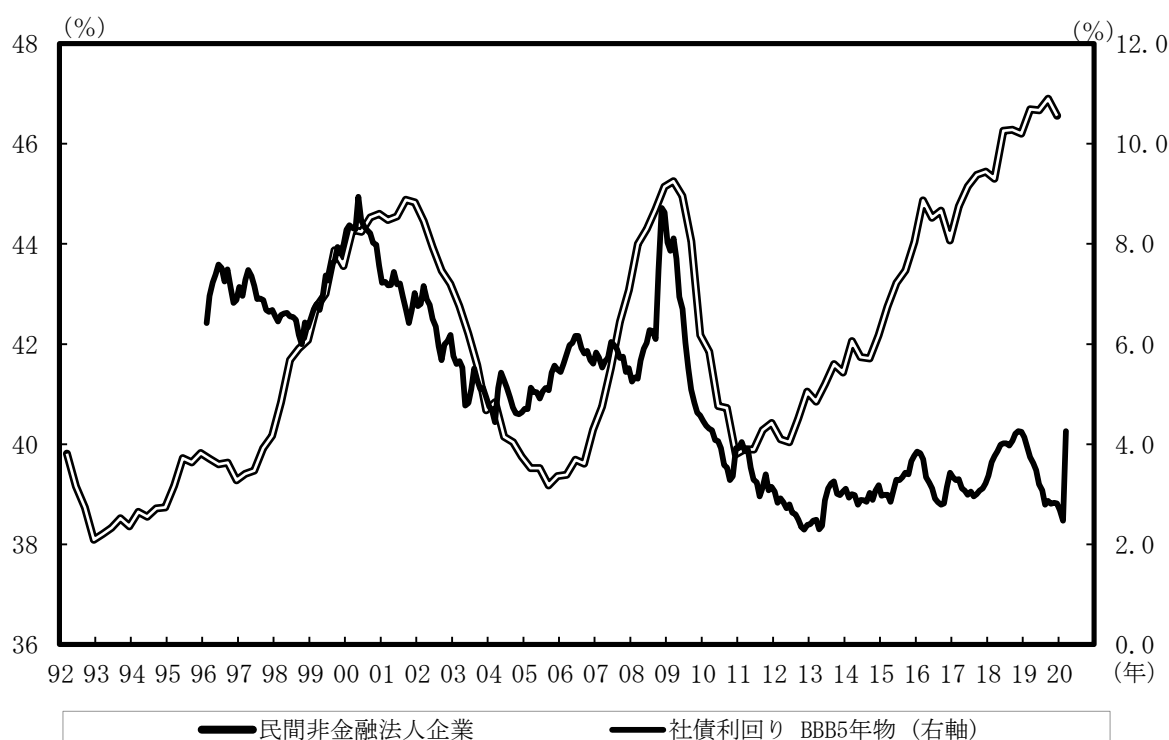


そして3月17日、FRBは遂に切り札を切った。すなわち①CP（コマーシャルペーパー）の購入、②プライマリーディーラー向けの信用ファシリティ供与、そして③銀行資本・流動性バッファーへの要件緩和である。これらはまさに前述した信用収縮・流動性枯渇の問題を狙い撃ちにすする措置である。加えて特筆すべきは、①②に関しては実質的に上限額が設定されていない¹—かわりに価格が設定されている—ということだ。すなわち、論理的には無制限の資金を投入し、対象資産に対してFRBがプットオプションを提供することを決定したことになる。

もちろん、残された懸念がないわけではない。第一に、今回の対象資産は基本的に高格付け資産が中心となる。これは当然モラルハザードの発生やバブルの再発といった将来のコストを抑制する意味があるのだろうが、逆に言えば低格付け社債の混乱は続く可能性が残る。

第二に、これと関連するが、そもそも社債利回り上昇の根本的な背景である、コロナ禍を背景とした景気悪化や、減産合意不成立を受けた原油価格の低迷は、解消されたわけではない。後者に関しては、5月9日に行われる憲法改正の是非を問う国民投票に先駆け、拡張予算を執行したいロシアの思惑も存在しているのではないかと指摘もある。コロナ禍の継続とともに、今後数か月単位で原油価格の低迷が続く可能性が高い。

図表 12：米国企業の債務残高対 GDP 比と社債金利²



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

¹ ①に関しては2019年3月19日から2020年3月19日の間の発行残高の最大値が上限。また、格付けの要件は設定されている。

² 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。

第三に、米国以外の中央銀行ーとりわけ、ECB に FRB ほどの切迫感が見られない。もちろん、ECB も①流動性供給の拡充、②TLTRO の要件緩和、③民間債券を中心とした資産購入などを決定してはいる。①は銀行間信用の問題を緩和するだろうし、③は信用収縮を緩和する効果を持つだろう。しかしこれらの措置では不十分である可能性が残る。FRB と異なり、③には価格が設定されていないーかわりに明確な上限額が設定されている。また、②は言わば「押し紐」だ。信用収縮が生じている最中に金融機関に資金を注入したところで、貸し出しが増えることはない。決定会合後にラガルド総裁が「スプレッド縮小は ECB の役割ではない」との発言を行っていることも含め、ECB の対応が後手に回るリスクは拭えない。

以上をまとめると、金融市場の観点から今後注意しておくべきポイントは、「コロナ禍を背景とした景気悪化や、減産合意不成立を受けた原油価格の低迷」、それらを背景とした「低格付け社債市場の混乱拡大」、および「ECB の不十分な対応を受けた欧州発の金融不安」の発現可能性に集約されるだろう。

第204回日本経済予測（改訂版）（2020年3月9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)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	0.7	1.3	1.3	1.2	0.2	1.7
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	-0.1	0.1	0.8	0.7	-1.1	1.2
内需寄与度	-0.0	-0.1	0.7	0.8	-1.3	1.1
外需寄与度	-0.1	0.2	0.1	-0.2	0.2	0.0
GDPデフレーター	0.9	1.2	0.5	0.6	1.3	0.6
全産業活動指数上昇率	-1.5	-0.9	0.8	-0.3	-3.0	1.5
鉱工業生産指数上昇率	-3.3	-1.3	1.8	-2.8	-3.0	1.9
第3次産業活動指数上昇率	-1.1	-0.7	0.6	0.5	-3.0	1.5
国内企業物価上昇率	-0.1	-1.6	0.8	0.2	-1.5	0.3
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.6	-0.1	0.4	0.7	0.1	0.2
失業率	2.3	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5
10年物国債利回り	-0.13	-0.16	-0.16	-0.11	-0.15	-0.16
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	1.6	7.2	7.7	0.6	6.7	7.5
経常収支（億ドル）	1,956	2,665	2,723	1,840	2,584	2,698
経常収支（兆円）	21.4	28.2	28.8	20.1	27.3	28.3
対名目GDP比率	3.9	5.0	5.1	3.6	4.9	5.0
2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格）						
民間消費	-1.0 (-0.5)	-0.1 (-0.1)	0.8 (0.4)	0.2 (0.1)	-2.0 (-1.1)	1.5 (0.8)
民間住宅投資	1.4 (0.0)	-1.5 (-0.0)	0.1 (0.0)	2.0 (0.1)	-1.8 (-0.1)	-0.0 (-0.0)
民間設備投資	-0.8 (-0.1)	-1.4 (-0.2)	1.4 (0.2)	0.7 (0.1)	-2.8 (-0.4)	1.4 (0.2)
政府最終消費	2.6 (0.5)	1.2 (0.2)	1.0 (0.2)	1.9 (0.4)	1.7 (0.3)	1.0 (0.2)
公共投資	3.7 (0.2)	0.7 (0.0)	-0.8 (-0.0)	2.9 (0.1)	1.8 (0.1)	-0.6 (-0.0)
財貨・サービスの輸出	-2.2 (-0.4)	1.0 (0.2)	1.6 (0.3)	-1.8 (-0.3)	-1.1 (-0.2)	2.3 (0.4)
財貨・サービスの輸入	-1.6 (0.3)	0.0 (-0.0)	1.2 (-0.2)	-0.8 (0.1)	-2.3 (0.4)	2.3 (-0.3)
3. 主な前提条件						
（1）世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.7	3.1	3.3	3.0	2.8	3.2
原油価格（WTI、\$/bbl）	55.6	40.0	40.0	57.0	42.3	40.0
（2）米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	2.2	1.9	2.0	2.3	1.9	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
（3）日本経済						
名目公共投資	5.4	1.8	0.0	4.5	3.2	0.2
為替レート（円／ドル）	108.5	105.0	105.0	109.0	105.8	105.0
（円／ユーロ）	120.8	118.0	118.0	122.2	118.4	118.0

（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、意義及び境界について

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はありません。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.moodys.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、意義及び境界について

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、意義及び境界について

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、意義及び境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