

2020年4月3日 全33頁

<特別レポート>

コロナ・ショックと世界経済

新型コロナウイルスにどう立ち向かうか？

調査本部

[目次]

1. 新型コロナウイルスにどう立ち向かうか？ 2
(専務取締役 調査本部長 チーフエコノミスト 熊谷亮丸)
2. 世界同時不況の諸相 (経済調査部長 児玉卓) 4
3. 日本経済 (経済調査部 シニアエコノミスト 神田慶司、研究員 山口茜) 6
4. 米国経済 10
(経済調査部 シニアエコノミスト 橋本政彦、ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作大祐)
5. 欧州経済 (経済調査部 主席研究員 山崎加津子) 14
6. 中国経済 (経済調査部 主席研究員 齋藤尚登) 19
7. 新型コロナウイルスに対応した主要国・地域の企業金融支援 24
(政策調査部 主任研究員 土屋貴裕、研究員 武井聡子、金融調査部 研究員 中村文香、
ニューヨークリサーチセンター長 鳥毛拓馬、研究員 矢作大祐、ロンドンリサーチセンター長 近藤智也)

1. 新型コロナウイルスにどう立ち向かうか？

世界中が新型コロナウイルスの脅威に揺れている。安倍政権は、3月26日、新型コロナウイルス感染症の急激な拡大に備え、改正新型インフルエンザ等対策特別措置法（新型コロナ特措法）に基づく対策本部を設置した。

新型コロナウイルス感染症の拡大は、日本経済にリーマン・ショック以上の打撃を与える可能性がある。4～6月前後に、世界各地でウイルスの流行が収束に向かうという、大和総研のメインシナリオの下でも、日本の実質GDP（国内総生産）は、この問題が起きなかった時と比べて、21.7兆円（4.1%）程度、減少する。欧米での流行が2020年中続くというリスクシナリオでは、わが国の実質GDPは同じく40.4兆円（7.6%）程度、減少する。リーマン・ショック発生後の2009年の実質GDP成長率が▲5.4%であったことを勘案すると、今回の問題は、日本経済にリーマン・ショック以上の打撃を与えるリスクがあるといえよう。

3月26日、筆者は、自民党本部において、以下の様な政策提言を行った。

まず、何よりも重要なことは、政府が「国民の生命と暮らしを守る」という強いメッセージをスピーディに発することだ。そして、以下の3つの時間軸で、政策を整理する必要がある。

第一ステージでは、感染症の拡大防止に加えて、国民の生活保障に最大限注力すべきだ。この段階では、感染症の拡大防止こそが最大の経済対策となる。治療薬やワクチンの開発に関する国際的な協力体制を構築すると共に、わが国で「医療崩壊」を阻止することが肝要である。

経済対策という側面では、「雇用を守る」「中小企業を倒産させない」といったメッセージを発信して、国民の生活保障に力点を置かねばならない。具体的には、雇用助成金の拡充等に加えて、本当に困っている人に対象を絞った現金給付などが必要である。また、中小企業の資金繰り倒産を防ぐ意味で、無利子・無担保の融資を拡充すると共に、税金の支払い猶予・減免など、政策を総動員するべきだ。

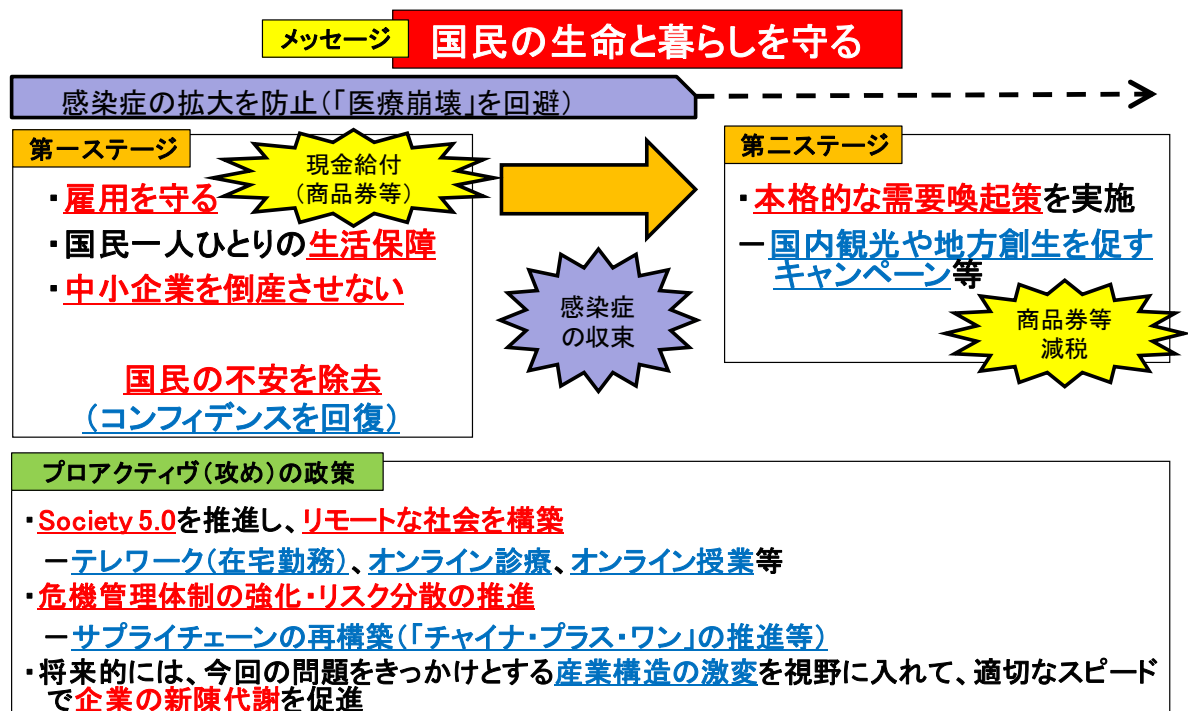
本格的な消費喚起策は、感染症の拡大に一定程度、歯止めがかかった、第二ステージで講じるのが望ましい。この段階では、商品券やクーポン券を発行して、旅行、運輸、外食といった産業を振興し、国内観光や地方創生を促すキャンペーン等を大々的に展開したい。

さらに、第三ステージでは、今回の問題を奇貨として、プロアクティブ（攻め）の政策に取り組むべきだ。

具体的には、テレワーク（在宅勤務）、オンライン診療、オンライン授業を助長すること等を通じて、Society 5.0を推進し、リモートな社会を構築する。また、サプライチェーンの再構築、「チャイナ・プラス・ワン」の推進といった、危機管理体制の強化やリスク分散を図る。将来的には、今回の問題をきっかけとする産業構造の激変を視野に入れて、企業の新陳代謝を促進するべきだ。

混迷の時代を迎えた今こそ、安倍政権の真価が問われている。

図表 1-1 政策提言の全体像



2. 世界同時不況の諸相

経済の底の深さを決める収束までの時間軸

新型コロナウイルスの拡散がもたらす世界経済収縮のマグニチュードは、いうまでもなく拡散収束までの時間軸に大きく依存する。各国政府は大規模な経済対策を策定しつつあるが、景気刺激は多分にコロナウイルス封じ込めとトレードオフの関係にあるため、本格的な需要創出策はウイルス拡散収束後とならざるを得ない。その意味からも収束までの時間軸が世界経済の先行きには死活的な重要性を持っている。しかし再びいうまでもないことだが、この点について明確な展望を持つことは事実上不可能である。SARS のようにさほど長期化せずに収束し（最初の感染者の発見から終息宣言まで8か月弱、WHO によるグローバル・アラートから終息宣言までは約4か月）、しかも再発が回避されるという見方もあれば、1918年のスペイン風邪のように感染流行の波が複数回押し寄せるという見方も存在する。

こうした中、我々に与えられた数少ない手がかりの一つが中国の経験である。周知のように新型コロナウイルスは武漢を中心とした中国・湖北省で発生し、春節に伴う人口大移動などにより中国全土に拡散した。そして同国を起点に、ウイルスは全世界に拡散している。しかし、いったんウイルスの封じ込めに失敗した中国では、2月の半ばには新規感染者数がピークアウト、以降激減している。完全な終息には至ったとはいえないものの、経済・社会は徐々に平時に戻りつつある。もちろん、そこでは個人的自由と社会的安定との相克に悩むことの少ない中国政府によるトップダウン的な拡散防止策が奏功したなどの事情もあろう。世界各国での拡散防止策が必ずしも一様ではないことも疑い得ない。しかし、今ではロックダウンやそれに準じた厳格な感染（接触）防止策を採用する都市・国が欧米を中心に非常に多くなっており、中国で行われた措置は必ずしも例外的なものではなくなっている。さらにごく足元では、イタリア、スペインなどの大流行国における感染拡大にピークアウトの兆しが表れている。これらを主たる拠り所として、本レポートでは新型コロナウイルスの世界的拡散が4-6月期にピークアウトし、それにつれて経済活動が正常化に向かい始める、そしてその過程において各国の経済対策が実を結び始めるという前提の下で経済見通しを作成している。

リーマン後を超える世界同時不況

予想されるのは、リーマン・ショック後の2009年を超える、厳しい世界同時不況である。先進国については2020年の成長率は2009年並みのマイナスに留まると予想されるが、近年、世界経済の停滞が続く中で独り勝ちの状態にあった米国が、特にその柱である個人消費の急減によってハードランディングを余儀なくされることが、世界同時不況の決定打となろう。

また、リーマン後との比較において際立つのが新興国の弱さである。一つには、2009年の世界経済は中国が発動した4兆元の景気対策によって一定程度支えられた。だが今回、その再現はない。第二に、多くの新興国でかつての中国、現在の欧米諸国同様の需要の急減に直面している。中国を除く新興国は、相対的にはコロナウイルスの拡散回避に成功している。しかし、拡散

した場合の医療的キャパシティ等の対処能力に対する懸念が強いことなどから、ロックダウンかそれに準じる拡散防止策を採用している国が増え続けている。これが需要を圧殺しており、2009年当時のような世界経済の下支え役となり得る国が減ってしまっている。

第三の悪材料は、コロナ・ショックが需要ショックであるとともに供給ショックでもあることである。人々が外出を控え、不要不急の支出を抑えることでレジャーや外食等のサービス、耐久財等の消費が激減する。これが需要ショックである。一方、人々が仕事に行かなくなり、工場が止まり、サプライチェーンが機能しなくなる。こちらが供給ショックである。全体としてみれば、需要も供給も減るわけだが、食料品を中心とした生活必需品への需要は大きくは減らない。その結果、各種財、サービスごとのばらつきを拡大させながらも、景気停滞下の物価上昇、いわゆるスタグフレーションが起きる可能性がある。これは先進国にとっても頭の痛い問題であるが、やはりそこでは、必需品への支出の比率が高い新興国の家計が主たる被害者となってしまう可能性が高いのである。

こうした要因に、リスク・オフに伴う資本流出、為替の減価をもたらす対外債務の実質的負担の膨張、および資源価格の下落による資源依存国の交易条件の悪化といった、危機下における新興国にとってのおなじみの悪材料が加わってくる。そもそも、新興国が中国、欧米に続くコロナウイルス拡散の第三の主戦場となる懸念もぬぐえないわけだが、そうした事態が回避されるとしても、ほとんどの主要新興国の2020年の成長率は2009年を大幅に下回ることとなる。

今回試算した対象国・地域は米国、ユーロ圏、英国、日本、中国、ロシア、ブラジル、インドであるが（名目GDPの合計の世界シェアは73%）、これらを合算した2020年の実質成長率は▲2.6%となり、世界経済の成長率を▲1.9%ポイント引き下げる。景気の底の深さはリーマン後の2009年（世界の実質成長率▲0.1%）を大きく超える恐れが強い。各国政府には、こうした世界的なハードランディングを想定しつつ、まずはウイルス拡散の封じ込めに注力するとともに、経済的にはセーフティネットの拡充を優先し、ウイルス拡散の収束後に大胆な需要喚起策を發動することを求めたい。さらにはコロナ・ショックというグローバルな危機が、各国の自国優先主義を加速させるのではなく、国際協調、協力の重要性を改めて認識させる契機となることを期待したい。

図表 2-1 主要国・地域の実質 GDP 見通し

	（％）								（前年比％）			
	2019年				2020年				2018年	2019年	2020年	2021年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12				
日本	2.2	2.3	0.1	-7.1	-4.3	-15.7	8.0	7.7	0.3	0.7	-3.9	2.3
米国	3.1	2.0	2.1	2.1	-3.5	-21.9	9.7	8.7	2.9	2.3	-3.0	3.1
ユーロ圏	1.8	0.6	1.2	0.5	-6.5	-19.6	4.6	3.8	1.9	1.2	-4.6	1.7
英国	2.6	-0.4	2.0	0.1	-4.5	-19.4	3.8	5.2	1.3	1.4	-4.1	2.2
中国	6.4	6.2	6.0	6.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.7	6.1	1.5	7.0
ブラジル	0.6	1.1	1.2	1.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.3	1.1	-4.9	2.2
インド	5.7	5.6	5.1	4.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.8	5.3	-4.0	4.0
ロシア	0.4	1.1	1.5	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.5	1.3	-5.0	1.5

（注）グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率（出所）各種統計より大和総研作成

3. 日本経済

新型コロナウイルスの感染拡大が日本経済に与える影響については、2020年2月初めから3月下旬にかけて複数のレポートで取り上げた。本章では、次章以降で示される最新の海外経済見通しや、南関東のロックダウン（都市封鎖）の可能性の高まり、東京オリンピック・パラリンピック競技大会の延期などを反映させる形で、3月19日公表の神田慶司、山口茜「[【3/19改訂】新型コロナ拡大による日本経済への影響度試算](#)」（以下、前回試算）を改訂する。

リスクシナリオでは南関東の「ロックダウン」を新たに想定

前回試算と同様、本章においても新型コロナウイルスの流行期間に関する2つのシナリオを設定した。このうち「メインシナリオ」は、中国では4月頃、日本では5月頃、欧米では6月頃に感染が収束すると想定されている。一方で長期化する「リスクシナリオ」では、2020年中の流行が見込まれている（中国のみメインシナリオと同じ）。

本章の試算では、リスクシナリオにおいて緊急事態が宣言され、南関東（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）が4月半ばから5月末までの1カ月半、ロックダウンされることを新たに想定した。日本のロックダウンは欧米とは異なり、人々の行動を法的に制限するものではない。それでも感染拡大への危機意識が高まり、外出を伴うサービス消費を中心に個人消費が一層抑制されると考えられる。

ロックダウンによる追加的な消費抑制額は南関東で1.4兆円程度

経済活動の自粛による個人消費への悪影響については、2月28日公表の神田慶司、山口茜、藤原翼「[新型コロナウイルス拡大を受けたイベント自粛等により、個人消費はどれだけ下振れするか？](#)」で検討した。具体的には、自粛の動きが見られた2011年3月11日の東日本大震災後の消費抑制額を推計した上で、不要不急の消費が含まれる「交通・余暇消費」¹の抑制額を震災時の1.5倍、それ以外の消費の抑制額を震災時並みと想定した。その結果、今回の消費抑制額は2020年2月から5月までの4カ月間で3.8兆円程度と試算された。

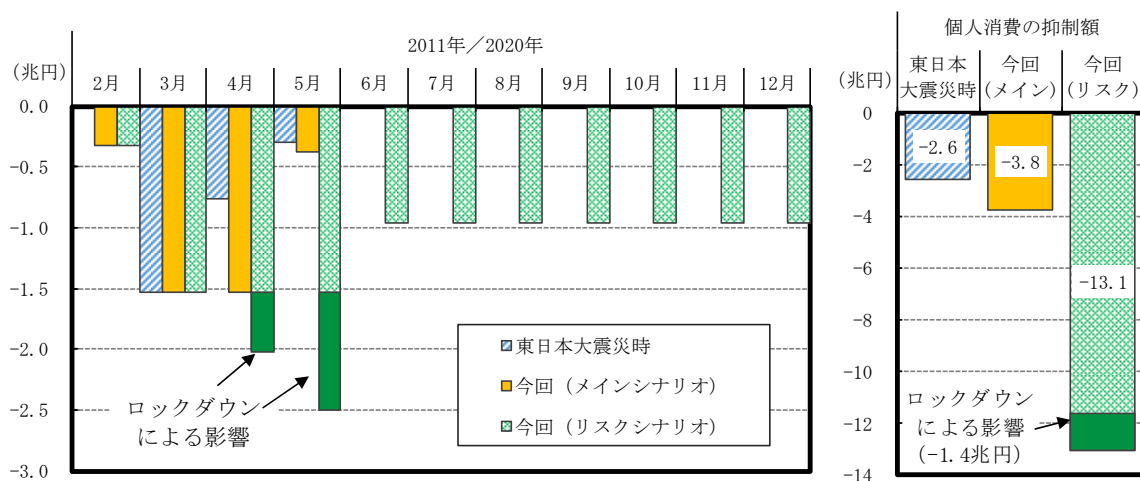
本章ではこのレポートとの整合性をとりつつ、南関東がロックダウンされた場合の個人消費への影響を試算する。まず、内閣府「県民経済計算」から得られる南関東の交通・余暇消費額をもとに、ロックダウン中の「外食・宿泊」への支出が9割減、「交通」と「娯楽・レジャー・文化」への支出が半減すると想定した（2016年度対比の減少額で1カ月半分）。「交通」と「娯楽・レジャー・文化」には自転車やテレビ、パソコン、書籍類、玩具・ゲームといった外出自粛の影響を受けにくい（支出が増加する可能性もある）品目が含まれるため、「外食・宿泊」よりも緩やかな減少を見込んでいる。他方、同期間の交通・余暇消費以外の分野は3月と同程度に消費

¹ 内閣府「国民経済計算」「県民経済計算」では、個人消費額が支出の目的別に12分野に整理されている。このうち「交通」「娯楽・レジャー・文化」「外食・宿泊」をまとめて「交通・余暇消費」と定義した。

が抑制されると想定した。

次に、前出の個人消費抑制額 3.8 兆円程度を都道府県別の消費額で案分し、ロックダウンされなくとも自粛されたと見込まれる消費抑制額を控除した。こうして得られたロックダウンによる追加的な消費抑制額は、南関東で 1.4 兆円程度（東京都では 0.6 兆円程度）と試算される²（図表 3-1）。

図表 3-1 経済活動の自粛と南関東がロックダウンされた場合の個人消費への影響



- (注1) 東日本大震災後の消費抑制額を2.6兆円程度と推計した上で、消費総合指数の推移から抑制額を各月に按分した。
(注2) 上記の2.6兆円程度を足元の消費水準を踏まえて調整し、交通・余暇消費とそれ以外に分けている。さらに交通・余暇消費の抑制額については全国的な活動自粛の広がりを踏まえ、東日本大震災時の1.5倍とした。
(注3) メインシナリオでは新型コロナウイルスの流行は5月頃に収束すると想定。
(注4) リスクシナリオでは新型コロナウイルスの流行が2020年中続くと想定。4月中旬～5月に南関東（東京・神奈川・千葉・埼玉）がロックダウンされ、その期間の「交通」「娯楽・レジャー・文化」消費が半減、「外食・宿泊」消費が9割減になると想定。
(出所) 内閣府統計等より大和総研作成

本章のメインシナリオは前回試算と同様、外出自粛等による個人消費抑制額を 3.8 兆円程度と想定している。一方、リスクシナリオではロックダウンが解除される 6 月以降も一定程度の自粛が行われ、個人消費は 2020 年末までに計 13.1 兆円程度抑制されると想定している（図表 3-1）。

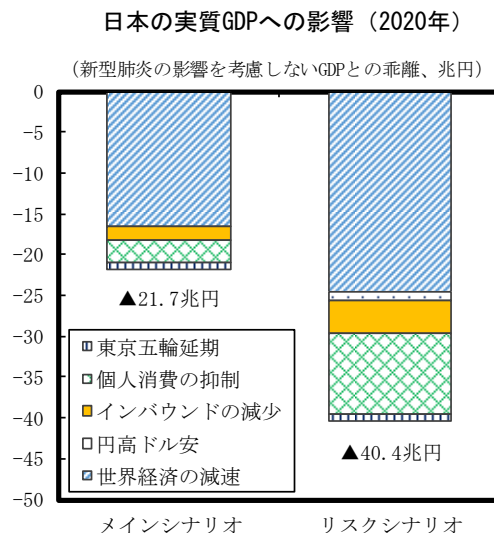
新型コロナによる実質 GDP への影響はメインシナリオでも▲21.7 兆円程度

次章以降で示される最新の海外経済見通しや、東京オリンピック・パラリンピック競技大会の延期の影響なども反映させ、新型コロナウイルスによる日本経済への影響を改訂した結果が図表 3-2 である。実質 GDP は、この問題が起きなかった時と比べて、メインシナリオで 21.7 兆円程度（前回試算では 13.2 兆円程度）、リスクシナリオで 40.4 兆円程度（同 31.1 兆円程度）減少する。

² 実際にロックダウンされると、家計だけでなく企業の経済活動も制約され、個人消費以外の需要にも悪影響を及ぼす可能性がある点には留意が必要である。

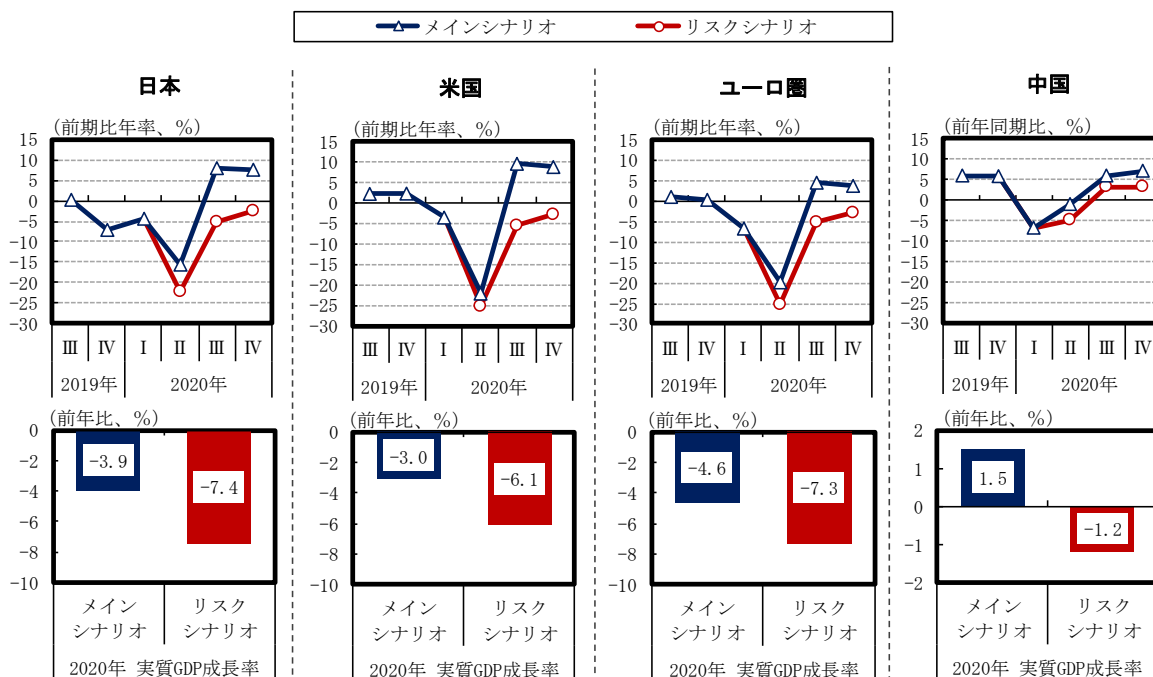
図表 3-2 新型コロナの影響に関する想定と日本の実質 GDP への影響度

	メインシナリオ	リスクシナリオ
新型肺炎の流行期間	日本：5月収束 米欧：6月収束 中国：4月収束	2020年中 (中国除く)
新型肺炎拡大による実質GDP成長率への影響(2020年)		
米国	▲5.0%pt	▲8.1%pt
ユーロ圏	▲5.6%pt	▲8.3%pt
中国	▲4.5%pt	▲7.2%pt
訪日外国人数 (2019年比)	▲1,100万人 (約▲30%)	▲2,500万人 (約▲80%)
為替レート	変化なし	5円の 円高ドル安



- (注1) 中国の景気減速による日本並びに世界経済への影響度は、Bing, Roth and Santabárbara, 2019, “GLOBAL IMPACT OF A SLOWDOWN IN CHINA”, Banco de España の推計結果に基づく。
(注2) 米欧の景気減速、円高ドル安、個人消費の抑制による影響は大和総研のマクロモデルに基づく。
(注3) 東京オリンピック・パラリンピック(東京五輪)延期の影響は、東京2020組織委員会の組織委員会予算V4と東京都の試算を基に0.8兆円程度と想定した。このうち大会関係費が約3,000億円、大会参加者・観戦者の消費支出が約2,000億円、大会に関連した家計消費支出の増加分が約3,000億円としている。
(出所) 各種統計、Bing et al. (2019)、東京2020組織委員会、東京都資料より大和総研作成

図表 3-3 日米欧中の実質 GDP 成長率見通し



- (注1) 米欧中のメインシナリオは大和総研の各国担当者の予想に基づく。
(注2) 新型肺炎の流行期間は、メインシナリオでは日本が5月頃収束、米欧が6月頃収束、中国が4月頃収束を想定。リスクシナリオでは中国以外で2020年中の流行を想定。
(出所) 各国統計より大和総研作成

メインシナリオにおいても、日本経済は当面、内外需ともに極めて厳しい状況が続く。図表 3-3 で示したように、日本の実質 GDP 成長率は 2020 年で▲3.9%の見込みである。欧米も同▲3～▲4%台のマイナス成長に陥り、プラス成長を維持する中国は前年(6.1%)を大幅に下回る見通しであることから、日本並びに世界の景気後退局面入りは避けられない情勢だ。

リーマン・ショック直後の 2009 年、日本の実質 GDP は前年比▲5.4%だった。仮にリスクシナリオが発現すれば、実質 GDP 成長率は 2019 年 10-12 月期から 5 四半期連続で前期比マイナスとなり、2020 年で▲7.4%と見込まれる(図表 3-3)。暦年ベースでは統計で遡ることができる 1956 年以降で最も大きなマイナス幅であり、日本経済はリーマン・ショック時を上回る打撃を受ける可能性がある。

当面の経済対策は国民の生活保障に注力すべき

緊急経済対策が近日中に策定されるが、本章の試算が示すように、日本経済の落ち込みは相当な深さになろう。安倍晋三首相が「リーマン・ショックの規模を上回る、かつてない規模」(3月28日記者会見³)の経済対策を指示したことは妥当である。

ただし、過去の景気後退局面とは異なり、今回の景気悪化は感染拡大を防ぐために経済活動が抑制されていることが主因である。ここで需要を大規模に喚起すれば、感染拡大リスクをかえって高めることになる。

1 章でも述べられているように、最優先すべきは感染の早期収束だ。感染拡大が一定程度、歯止めがかかるまでは国民の生活保障に最大限注力すべきである。具体的には、事業活動が困難になった企業への資金繰り支援や助成、税金の支払い猶予・減免、雇用調整助成金の拡充、家計の生活支援(現金給付など)、医療提供体制の整備などが挙げられる。こうした政策に加えて、テレワークやオンライン診療、オンライン授業など、リモートな社会の実現に向けた「攻めの政策」も重要だろう。

感染収束後は本格的な景気刺激策を実施すべきだが、時限的であっても消費税率の引き下げは避ける必要がある。確かに、国民的に関心が強い消費税率の引き下げはインパクトがあり、需要喚起効果が期待できるかもしれない。しかし、減税幅が大きいかほど導入時や終了時に大規模な需要変動が生じる。時限措置でも期限延長が繰り返されれば財政赤字が大幅に拡大し、全世代型社会保障の実現はさらに遠のくことになる。感染収束後の景気刺激策は、中長期的に望ましい政策の方向性と矛盾しない内容が求められる。

³ 首相官邸ウェブサイト (https://www.kantei.go.jp/jp/98_abe/statement/2020/0327kaiken.html)

4. 米国経済

ロックダウンを受け、米国経済は3月後半以降失速

新型コロナウイルス感染拡大の世界的中心地となった米国では、感染者数の急激な増加が続く、それと同時に急速な景気悪化に見舞われている。新型コロナウイルスの感染者が国内で急増し始める以前は、中国での感染拡大に伴う供給制約の問題などが徐々に顕在化しつつも、個人消費を中心とした内需を中心に米国経済は底堅い拡大基調が続いていた。しかし、3月に入って、状況は一変した。とりわけ景気悪化を決定的なものとしたのは、3月13日の非常事態宣言を受けて3月15日にCDC（米疾病予防管理センター）が発した、50人以上のイベントをキャンセルないし、8週間延期すべきとのガイダンス、および翌3月16日にトランプ大統領が発表した10人以上の集会や外食を15日間自粛するよう求めるガイドラインである。これらによって宿泊・外食業や娯楽業などでは営業縮小を余儀なくされたことに加え、多くの州や市などの自治体は自宅待機命令を発令し、消費者は半ば強制的に不要不急の支出を抑制せざるを得ない状況となった。

レストラン予約サイト大手のOpenTableが公表した日次ベースのレストランの来店者数を見ると⁴、3月半ばから急速に減少し、3月後半には全米合計で前年比▲100%、すなわち利用者が全くいない状況になっている。この数字はあくまでサイトに登録している飲食店のみを集計したものであるため幅を持ってみる必要があるものの、外食産業を取り巻く環境がいかに悲惨なものであるかを物語っている。また、民間調査機関による3月第4週のホテル稼働率は、史上最低水準の20%台へと急低下したことが報じられており、宿泊業でも壊滅的な打撃を受けていることが数字として明らかになり始めている。

そして、こうした一部サービス業における急速な業況の悪化は、即座に労働市場へも波及している。週次で公表される新規失業保険申請件数は、大統領による自粛要請が発表された直後の3月第3週（3月15日～21日）に、前週の10倍以上となる330.7万件、翌週にさらにそのおよそ2倍の664.8万件へと膨れ上がり、前代未聞の高水準となった。

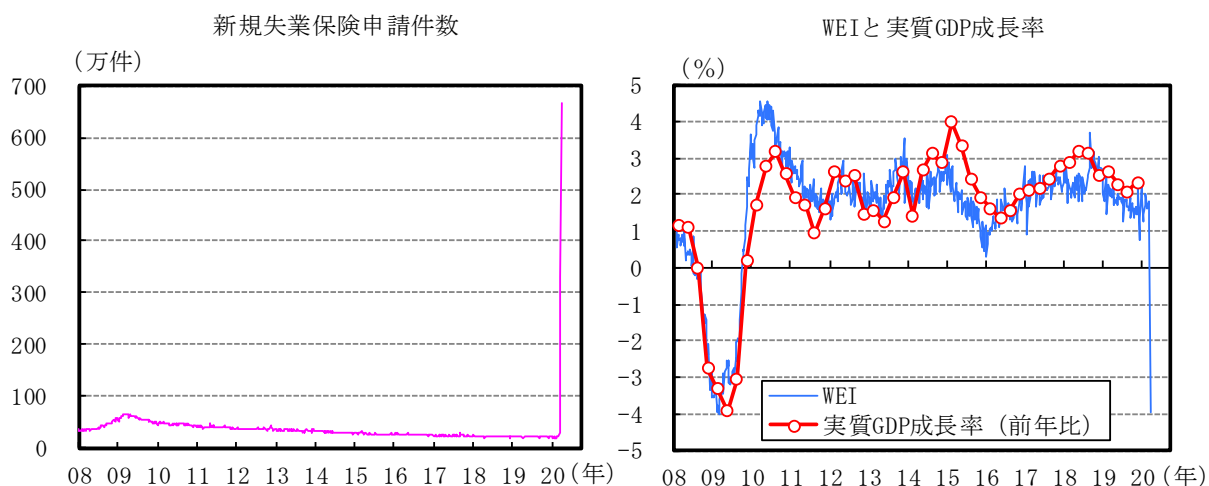
景気の早期把握のために、新規失業保険申請件数を含む7つの指標からNY連銀が試算したWeekly Economic Index (WEI) は、3月後半に急速に落ち込んでおり⁵、今後公表される、3月分の月次経済統計は大幅な落ち込みが見込まれる。また、既に公表されている経済統計からは米国経済が2月までは堅調に推移していたということが明らかになっているものの、3月後半からの急激な景気悪化によって、2020年1-3月期の実質GDPは、2014年以来、6年ぶりに前期比ベースで減少に転じた可能性が高い。

⁴ <https://www.opentable.com/state-of-industry>

⁵ WEIの詳細についてはNY連銀webサイト参照。

<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/03/monitoring-real-activity-in-real-time-the-weekly-economic-index.html>

図表 4-1 新規失業保険申請件数、WEI と実質 GDP 成長率



(注) 新規失業保険申請件数の最新値は2020年3月22~28日、WEIの最新値は2020年3月15~21日。

(出所) DOL、NY 連銀、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

自粛延長で4-6月期は過去最大のマイナス成長に

以上見てきたように、3月後半以降、米国の景気は急速に悪化することとなったが、4-6月期はさらに大きく落ち込むことが見込まれる。最大の要因は、当初15日間とされていたトランプ大統領による3月16日からの自粛要請が、米国内での新型コロナウイルスの感染拡大を理由に、4月末まで延長されたことである。すなわち、3月半ば以降からの一部サービス業における壊滅的な状況は少なくとも4月末までは継続することが確定的となった。個人消費のうち、外出規制の影響を特に強く受ける娯楽サービスおよび外食・宿泊の消費が全体に占める割合は1割強であり、GDP全体のおよそ7%程度を占める。これらの需要が1カ月分蒸発するインパクトは大きい。

加えて、外出規制が続くことによって、既に急速に増加している失業者数は、4月以降、一段と増加する可能性が高い。これまでは外出規制によるサービス消費の抑制が経済活動停滞の主な要因であった。しかし、失業者数の増加に歯止めがかからず、かつ復職までの期間が長くなることで、外出規制の影響を直接的に受けるサービスのみならず、より広い分野で個人消費は落ち込むと考えられる。米国経済の屋台骨である個人消費はこれまで、雇用者数の増加と相互に影響を及ぼす形で拡大基調を続けてきたが、そうした自律的な成長メカニズムは自粛をきっかけに逆回転に向かいつつある。

また、失業者数の急激な増加は、個人消費のみならず、これまで低金利に支えられて好調に推移してきた住宅投資にも大きな悪影響を及ぼすだろう。さらに、米国内のみに留まらず、新型コロナウイルスによって世界的に需要が急速に縮小する中、企業による設備投資も抑制されるとみられる。これらの事情に鑑み、大和総研では2020年4-6月期の実質GDPは、前期比年率▲20%台という、現行統計開始以来、最大の落ち込みを経験すると予想する。

2兆ドル規模の経済対策が、景気の持ち直しをサポート

だが、急激な景気悪化は無期限に続くわけではないだろう。自宅待機命令は州や市など、自治体ごとに実施されていることから、その解除も個別に実施されることが想定されるものの、トランプ大統領による自粛要請が解除されれば、米国全体の経済活動は正常化し、徐々に回復に向かうと考えられる。

そして、トランプ政権、および連邦議会によって矢継ぎ早に成立された一連の経済対策は、自粛要請が解除された後の経済の持ち直しをサポートする要因になると見込まれる。とりわけ、3月27日に成立した新型コロナウイルス対策第3弾、The Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act (CARES Act) は、総額2兆ドル超と過去最大の規模の経済対策となり、幅広く米国経済を下支えするだろう⁶。

CARES Act に関して、対策の内容を具体的に見ていくと、まず大きな目玉と言えるのは、家計への現金給付である。4月中を目途に、総所得75,000ドルまでの個人に対し、1人あたり最大1,200ドル（17才未満には500ドル）が給付される。その予算規模は2,900億ドルとなっており、これは2019年の家計可処分所得のおよそ1.8%に相当する。さらに、失業給付の拡充分2,600億ドルを加えれば、家計への所得支援は可処分所得の3.3%に上る。

図表 4-2 経済対策 (CARES Act) の主な内容と金額

内容	金額
家計への現金給付 (1人あたり最大1,200ドル、17歳以下は500ドル)	2,900億ドル
失業給付の拡充 (週600ドル加算)	2,600億ドル
個人減税	200億ドル
中小企業向け貸出・助成金	3,770億ドル
・中小企業庁 (SBA) による中小企業に対する信用保証付きローンの提供 ・一定期間の従業員雇用維持を条件に、ローンを給与等に充当した場合の返済免除	
大企業・地方政府向け貸出	5,100億ドル
・FRBが設立するファシリティを通じた企業・地方政府への資金提供 (4,540億ドル) ・旅客・貨物航空会社への融資 (290億ドル)	
企業減税	2,800億ドル
・支払利子の損金算入制限の緩和 ・2018-2020年の各年に発生した欠損金を5年間繰戻し可能に ・雇用主が負担したソーシャルセキュリティ税に対する還付可能な税控除を付与	
州・地方政府への援助	
医療関連支出の拡充	1,800億ドル
セーフティネット (フードスタンプ等) への支援	420億ドル
災害援助の拡充	450億ドル
教育関連支出の拡充	320億ドル
運輸業界支援	720億ドル
その他支出	250億ドル
合計	2.3兆ドル

(出所) Joint Committee on Taxation, Committee for a Responsible Federal Budget 資料より大和総研作成

⁶ 新型コロナウイルス対策の第1弾としては、3月6日に、ワクチンなどの研究開発費用や公共衛生機関への財政支援を含む、83億ドルの緊急補正予算法が成立した。また、対策第2弾として3月18日には、新型コロナウイルスの検査無償化や、ウイルスの影響で休暇を取得せざるを得ない雇用者の所得保証、低所得者向けの食料補助プログラムなどが盛り込まれた“Families First Coronavirus Response Act”が成立している。

もともと、足元の失業者数の急増に鑑みると、自粛・外出規制によって失われた雇用・所得を、経済対策によって完全に補うのは難しいとみられる。また、現金給付の一部は個人消費に回らず貯蓄になる可能性が高いこともあり、経済を押し上げる効果は給付金額よりも小さくなる可能性が高い。しかし、失業者数がかつてないペースで増加する中、経済対策によって所得の底割れが回避されることには大きな意味があると考えられる。

また、CARES Act には家計支援のみならず、企業への支援策も広範に含まれる。例えば、雇員数 500 人未満の中小企業に対しては、信用保証付きのローンを提供することに加え、雇用を維持することを条件にローンの一部の返済を免除する内容が盛り込まれた。大企業に対しては、とりわけ新型コロナウイルス感染拡大の影響で大きな損失を被っている航空業界に対して連邦政府が直接融資を実施するほか、FRB が設立するファシリティーに対して資金を提供することで、政府保証による資金供給を行う。

米国で失業者が非常に速いペースで増加している背景には、営業縮小を余儀なくされたサービス業における、レイオフによる一時帰休者の急増があるとみられる。したがって、自粛・外出規制が解除され、営業が再開されることになれば、そうした一時帰休者は速やかに職場に復帰することが期待される。だが、1 カ月半にわたる営業縮小の結果、営業再開が困難になり破綻に追い込まれる企業が多く現れることは想像に難しくなく、何の対策も講じられなければ一時帰休者の職場復帰が難しくなる可能性が高い。CARES Act に盛り込まれた企業支援策は、企業の破綻を一定程度抑制するとみられ、失業者の速やかな減少、景気の持ち直しに資すると考えられる。

現状、大和総研では、4-6 月期中に自粛・外出規制が解除されると想定しており、大幅なマイナス成長を見込みつつも、4-6 月期の間には景気は底打ち、持ち直しに向かうと予想している。また、7-9 月期には回復傾向がより鮮明となろう。4-6 月期の落ち込みの急激さゆえ、2020 年の実質 GDP 成長率は前年比▲3.0%とリーマン・ショック後の 2009 年に記録した▲2.5%をさらに下回ると見込むが、四半期ごとの動きで見れば、7-9 月には前期比ベースでプラス成長へと転換すると予想する。

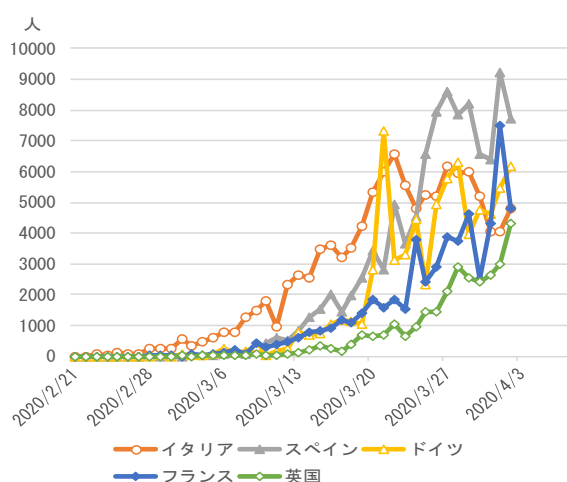
ただし、前提となる感染拡大の収束が想定以上に遅ければ、米国景気が底打ち・転換するタイミングもその分後ずれすることが避けられない。自粛・外出規制による経済活動の抑制が長引けば長引くほど、労働市場を中心としたダメージは広がることになり、経済対策による下支えも十分ではなくなる可能性が高い。結果として、自粛解除後の景気の持ち直しのペースも緩慢なものとなるだろう。米国はいまや世界で最も多くの新型コロナウイルスの感染者を抱える国となり、ホワイトハウスは、新型コロナウイルス感染症による死者数が最大 24 万人まで増加する可能性があるとの見方を示した。感染拡大を食い止めることが、米国社会において急務であるとともに、米国経済が回復へと向かうための最大の処方箋であることに疑いはない。

5. 欧州経済

3 月半ば以降に新型コロナウイルス感染が急拡大

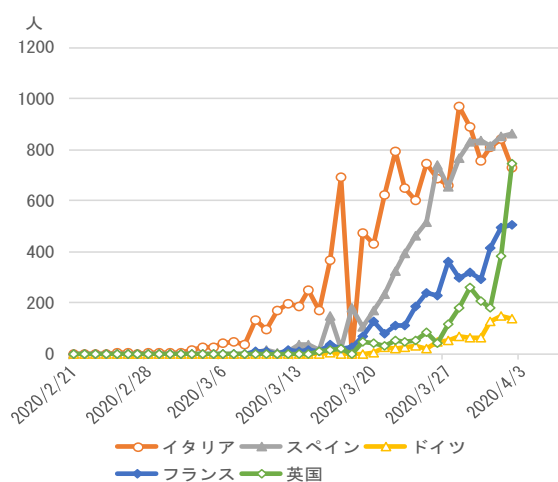
欧州における新型コロナウイルス感染は 3 月半ば以降に急速に拡大した。感染者数は 3 月 20 日に 10 万人を超えたあと、4 月 2 日には 50 万人を超えた。死亡者数も急増し、4 月 2 日に 3.3 万人を超えている。国別では 2 月下旬に感染拡大が顕在化したイタリアが最も深刻で、4 月 2 日の感染者数は 11 万人を超え、死亡者数は 1.3 万人を超えている。ただし、他の欧州諸国でも感染は急速に広がり、3 月 31 日時点の感染者数はスペインで 10.2 万人、ドイツで 7.3 万人、フランスで 5.6 万人に上る。英国の感染者数は 2.9 万人と相対的に少ないが、これは英国での感染拡大がイタリアからは半月、ドイツやフランスからは 1 週間ほど遅かったため、これから加速する可能性が高いとみられる。

図表 5-1 欧州主要国の新規感染者数



(出所) WHO データより大和総研作成

図表 5-2 欧州主要国の新規死亡者数



(出所) WHO データより大和総研作成

各国が相次いでロックダウン（都市封鎖）措置を導入

新型コロナウイルスの特効薬がまだない中で、感染の急拡大は各国の医療体制に多大な負荷をかけている。イタリアやスペインでは医療器具や病床の不足もさることながら、医療従事者の感染が深刻な問題である。感染拡大ペースを抑制するために、各国は人の移動や接触の機会を制限することを通じて感染を減らそうと取り組んでいる。具体的には大規模イベントの中止、学校の休校、そしてスーパー、ガソリンスタンド、銀行などを除く小売店や飲食店の営業停止などが実施されている。個人の外出は食料品などの買い物、医療機関の受診、通勤、子供の世話のためなどの理由がある場合に限られている。このような「ロックダウン（都市封鎖）」に最初に着手したのはイタリアで、当初は新型コロナウイルスの感染が集中していた北部の一部地域に限定した措置だったが、3 月 10 日に人の移動制限について、翌 11 日には小売店、飲食店の営業禁止措置について、対象をイタリア全土に拡大した。同様の移動制限や飲食店などの営業停止

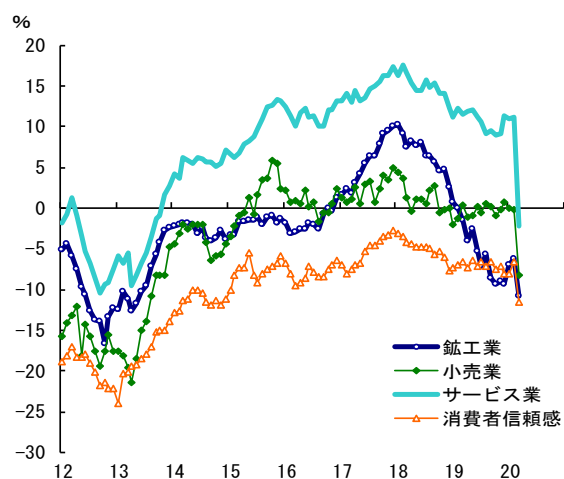
措置は、スペイン（14日）、フランス（15日）、ドイツ（16日）でも導入された。また、欧州の中で厳格な移動制限に消極的であった英国も、感染者数と死亡者数の急増を受けて、23日には買い物、通勤、医療機関の受診などを除く外出を原則禁止する厳しい制限措置へと転じた。

しかしながら、これらの移動制限や営業禁止措置が講じられたあとも、欧州における感染者数は急速に増加している。新型コロナウイルスの潜伏期間は2週間程度とみられるため、経済封鎖の効果を確認できるまで時間がかかるという事情もあるが、移動制限などが十分に守られていない面もあり、各国で不要不急の外出の取り締まりが強化された。さらに、イタリア政府は3月21日に一段と厳しい経済封鎖措置を講じることを決断した。3月25日までとっていた小売店や飲食店の営業停止措置を4月3日まで延長したのみならず、生活に必須でない工場やオフィスの稼働も4月3日まで停止する追加措置を発表した。26日にはスペインが同様に経済封鎖措置の強化を発表した。また、ロックダウンの期間を延長する動きはフランス（3月31日から4月15日に延長することを3月27日に決定）、ドイツ（4月6日から4月19日への延長を4月1日に決定）でも相次いでいる。

ロックダウンに伴い景気は急速に悪化

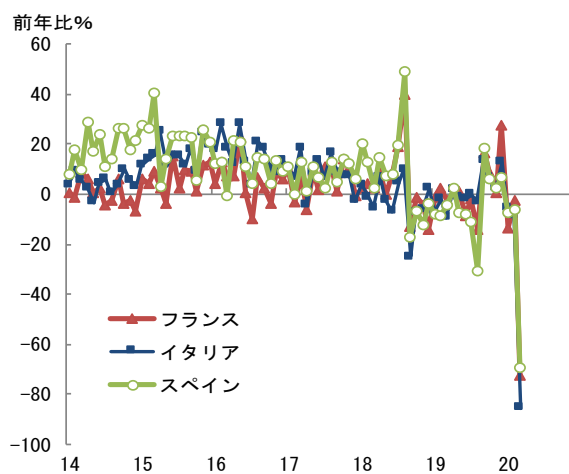
欧州におけるロックダウンは各国政府の決定事項で国ごとに温度差はあるが、新型コロナウイルス感染が拡大する中で、多くの国で生活をするのに必要最低限の消費以外が止まっている。著しい影響を受けているのは、飲食店、ホテル、旅行業、レジャーなどのサービス産業である。欧州委員会が発表しているユーロ圏の経済センチメント指標（ESI）は2月の103.4ポイントから3月は94.5ポイントに一気に悪化し、1カ月の変化幅としてはリーマン・ショック直後を上回った。構成項目である鉱工業、建設業、小売業、サービス業の企業景況感と消費者信頼感がそろって悪化しているが、中でもサービス業の景況感悪化がESIを大きく押し下げた。

図表 5-3 ユーロ圏の企業と消費者の景況感



（出所）欧州委員会データより大和総研作成

図表 5-4 3月の新車登録台数は急減



（出所）ACEA データより大和総研作成

一方、3月の鉱工業の景況感悪化はサービス業に比べれば限定的だが、食品や医療品などを除けばやはり大きな需要の落ち込みに直面している。4月1日に発表された3月の新車登録台数はイタリアでは前年比-85.4%、フランスでは同-72.2%、スペインでは同-69.3%と軒並み過去に例を見ない大幅な落ち込みを記録した。実のところ、欧州に拠点を置く自動車メーカー各社は3月下旬に相次いで工場の操業停止を決めていた。従業員の感染防止措置を講じるという理由もあったが、自動車需要の急速な落ち込みへの対応という側面が強かったと見受けられる。欧州各国のロックダウン措置は、当初は食料品、医薬品の生産はもちろん、その他の生産活動もできるだけ継続させることを意図していたが、需要急減に伴い、供給を止めて需給調整を図る必要性が高まっている。今後発表される経済指標は一段と悪化する可能性が高いだろう。

各国政府の景気支援策の重点は企業の資金繰り支援と家計の所得補助

欧州各国政府はロックダウンに伴う景気悪化の影響を抑えるため、さまざまな景気対策を発表している。それぞれの国の状況に応じた対策ではあるが、二つの大きな柱が共通している。一つは売上急減に直面する企業の資金繰りを支援する対策で、つなぎ資金のための低利の融資制度の拡充や、税や社会保険料の支払い猶予措置などが盛り込まれている。もう一つは所得減少に直面する家計に向けた対策で、休業に伴う所得減少の一部を政府が肩代わりする方策に加え、住宅ローンの支払い繰り延べなどが盛り込まれている。景気の急速な悪化に伴い、懸念されるのは失業者の急増だが、欧州各国はドイツの「短時間労働 (Kurzarbeit)」と呼ばれる制度を手本とし、雇用維持支援策の強化に取り組んでいる。「短時間労働」とは、稼働率が低下した企業が従業員に自宅待機や短時間労働を命じた場合、目減りした所得の一部（ドイツでは60%、他国では100%の場合もある）を政府が支払う仕組みである。企業にとっても熟練した従業員を手放さずに済むメリットあり、この制度のおかげでリーマン・ショック直後の急速な景気の落ち込みを経ても、ドイツの失業率は大幅な上昇を回避できたと評価されている。

3月24日にビデオ会議で開催されたユーロ圏財務相会合では、各国の財政出動がユーロ圏全体でGDP比2%規模と1週間前と比較して倍増し、また資金繰り支援のための債務保証や納税繰り延べ措置などは同13%超に拡大したと報告された。なお、EUは加盟各国に財政健全化を要請し、財政赤字をGDP比3%以内とすることを義務づけているが、3月17日の緊急EU首脳会議でこのルール適用を一時停止することが合意されており、財政支援策の拡充が優先されている。特筆すべきは財政健全化の順守を他の加盟国に厳しく課し、自らには財政収支黒字という目標を掲げてきたドイツが、7年ぶりに国債増発を決めたことである。補正予算のための財源確保と税収減の補填を目的に1,560億ユーロの国債を新規に発行することが議会で承認された。

金融政策も危機対応モード全開

危機対応モードを強化しているのは、金融政策を担当するECB（欧州中銀）やBOE（英中銀）も同様である。BOEは3月11日に英国政府の2020年度予算案の発表に合わせて50ベーシスポ

イントの緊急利下げを決めたが、19日にはさらに15ベーシスポイントの緊急利下げに踏み切り、政策金利は過去最低の0.10%となっている。また、従来別々に運用してきた国債と社債の資産買取枠を一本化した上で、2,000億ポンド増の6,450億ポンドとし、資産買取を再開させた。

ECBは3月12日の理事会で政策金利の引き下げは見送ったものの、民間向けの融資を拡大した銀行に対して政策金利を下回る金利で融資する仕組みを決定した。同時に量的緩和策を拡大させ、2020年末までに1,200億ユーロの追加の資産買取を決定した。しかしながら、新型コロナウイルス感染が南欧諸国を中心に急速に拡大し、ロックダウンに伴う急激な景気悪化が懸念される中でイタリア国債のスプレッドが急拡大したため、ECBは18日に「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）」を新たに導入し、7,500億ユーロの資産買取に着手することを決めた。PEPPを通じた資産買取では、ECBの独自ルールである「1発行体あたり、1銘柄あたりの購入上限は33%」、「加盟国の国債の購入割合は、ECBの資本金への拠出割合（キャピタルキー）に準じる」との規定は適用されないことが決まり、より柔軟な資産買取が可能となる。

以上の対応策に加え、3月16日にはECB、BOE、FRB（米連邦準備理事会）、日銀、スイス中銀、カナダ中銀の6つの中銀が米ドルスワップ協定を通じた流動性供給を拡充する策を公表した。

EU レベルでの政策協調はまだ成果なし

日米欧の中央銀行がドルの流動性確保のために迅速に協調したのとは異なり、財政政策に関する国際協調は、「協調」を旗印に欧州統合を進めてきたEU域内においてほとんど進んでいない。これまでのところ新型コロナウイルス感染拡大とそれに伴う景気悪化への対応策は各国レベルにとどまっている。EU予算はGDP比1%程度の規模しかなく、財政政策の主役は各国政府であることは事実だが、感染拡大が最も深刻なイタリアは2018年の公的債務残高がGDP比130%を超えており、今回の危機対策でこれが10~20%ポイント上昇すると懸念されており、EUレベルでのバックアップの仕組みを早期に合意することが望まれる。

EUレベルでの対応策について協議は行われているが、財政健全化ルールの一時停止を決めた以外は、まだまださまざまなアイデアが検討されている段階である。イタリア、スペイン、フランス、ベルギーなど9カ国はEUが共通債として「コロナ債」を発行し、調達した資金を医療制度支援、ワクチンの開発、景気対策などに活用することを提案している。これに対して、EU共通債の発行に消極的なオランダやドイツは、ユーロ圏債務危機で財政難に陥った加盟国を救済する目的で設立されたESM（欧州安定メカニズム）の活用を主張している。ESMは4,100億ユーロの融資能力があるのだが、ESMの支援を受けるためには欧州委員会には財政再建計画を提示し、その計画に従っているかどうかの監視を受けることが条件となるため、イタリアは新型コロナ対策に関してはこの条件の緩和を主張している。このほか、EIB（欧州投資銀行）債の発行などで調達した資金で各国の「短時間労働」の雇用維持支援策を資金面でバックアップする仕組みを作ることや、2021-2027年を対象となる次のEU多年次予算の配分を新型コロナ危機対応に配慮して見直すことなども提案されている。次の協議の機会は4月7日のユーロ圏財務相会合となる。まずはESMの活用など短期的に実現可能とみられる対策を感染拡大の抑制に用いることを優先

するべきと考えられる。

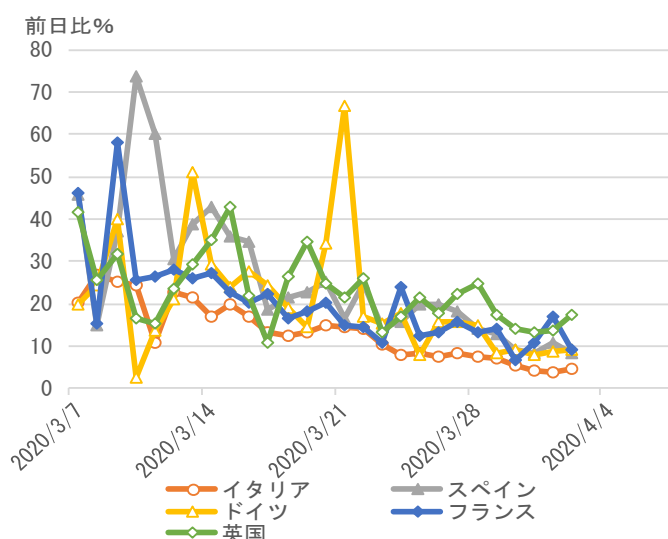
ユーロ圏と英国の成長率は瞬間風速ではリーマン・ショック後の景気後退を下回る

欧州経済に関して、2020年1月から2月にかけては中国における新型コロナウイルス感染拡大が外需やサプライチェーンに及ぼす悪影響が懸念されていたが、3月以降はそれが内需の大幅な落ち込みへの懸念に取って代わられている。ユーロ圏では3月半ば以降、英国でも3月下旬から経済活動は著しい停滞状態に陥っており、この状況は新型コロナウイルスの感染がピークアウトするまで継続する可能性が非常に高い。

今後の景気の行方は、当然ながら新型コロナウイルス感染拡大がいつまで続くのか、いつ、どのようにしてロックダウンを解除できるのかによって大きく異なってくる。欧州で真っ先に感染拡大が始まり、人の移動や接触の制限に動いたイタリアで、感染者数の増加ペースが徐々に低下する傾向が見られる。前日比の伸び率は3月24日に1桁台に鈍化したあと、4月2日には4.5%に減速している。1日あたりの新規の感染者数はまだ4,000人を超えており、予断は禁物だが、今後もこの減速傾向が継続するかが注目される。ちなみにスペイン、フランス、ドイツの感染者数も3月末に前日比1桁に鈍化した。日によって二桁に戻る日もある状況にある。

ユーロ圏、英国とも1-3月期のGDP成長率は共にマイナス成長に転じたと推測されるが、それに続く4-6月期は前期比年率で20%近い落ち込みとなり、瞬間風速ではリーマン・ショック直後の景気後退よりも大幅な落ち込みになると予想する。各国のロックダウン措置は4-6月期の後半に段階的に解除されると想定しているが、それに伴う消費の回復は緩やかなペースでしか進まないと予想される。2020年通年の成長率はユーロ圏が-4.6%、英国は-4.1%と予想する。

図表 5-5 欧州主要国の感染者数変化



(出所) WHO データより大和総研作成

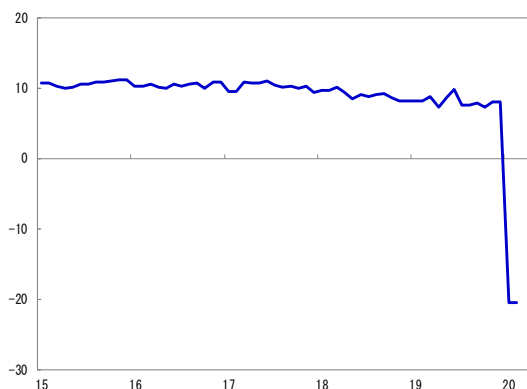
6. 中国経済

コロナ・ショックで2020年1月～2月の経済に壊滅的な悪影響

中国政府は2020年1月下旬以降、ヒトの移動を制限し、ヒトとの接触を回避する極めて厳格な感染拡大抑制策を実施し、経済は壊滅的な悪影響を受けた。国家統計局によると、1月～2月の小売売上は前年同期比20.5%減（以下、変化率は前年同期比、前年比）と、2019年の8.0%増から一転して大幅なマイナスとなった。特に裁量的な消費が大きく減少し、レストラン収入のほか、自動車、家具、家電、衣類などが30%以上のマイナスとなった。

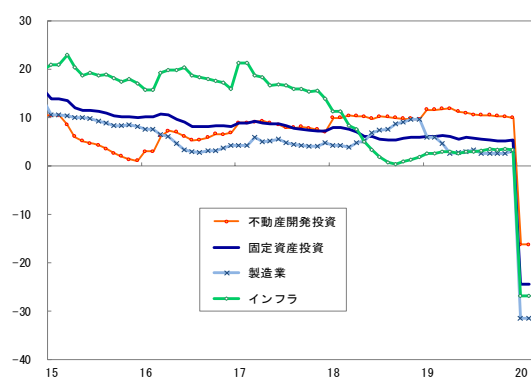
工場の再稼働や工場の再開も遅れ、1月～2月の鉱工業生産は13.5%減（2019年は5.7%増）、固定資産投資は24.5%減（同5.4%増）に落ち込んだ。また、通関統計によると、1月～2月の輸出（米ドル建て、以下同じ）は17.2%減に落ち込み、輸入は4.0%減、貿易収支は71億ドルの赤字となった。輸出の2桁減は、供給の制約によるところが大きかったと考えられる。

図表 6-1 小売売上の推移
(前年同月比) (単位: %)



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

図表 6-2 固定資産投資の推移
(1月から累計の前年同期比) (単位: %)



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

3月に入り明るい材料。最悪期脱するも4～6月はマイナス成長が続く可能性

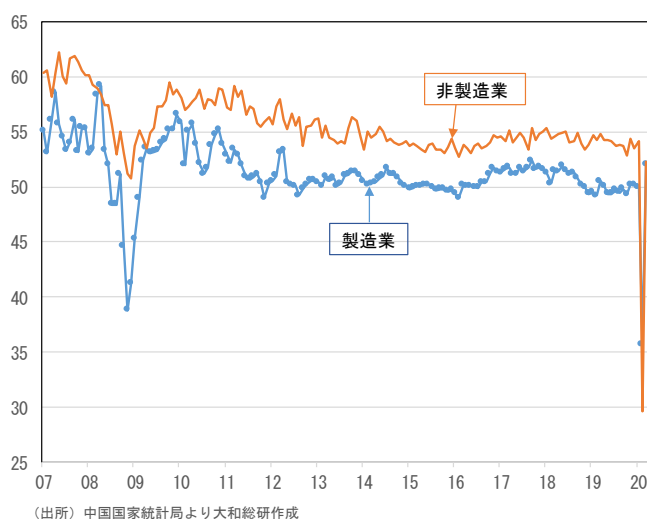
徹底的な新型肺炎拡大抑制策が奏功し、中国国内の1日（24時間）の新規感染者数は激減している。感染源とされる武漢市のある湖北省でさえ、3月16日以降は0人か1人が続くなど、国内の感染拡大はほぼ収束した。中国政府は1月23日に武漢市の空港や駅を閉鎖し、公共交通機関の運行を停止する強硬な措置を講じ、その後同様の措置が湖北省全域に拡大されたが、3月25日に武漢市を除く湖北省の道路交通規制が解除され、29日には武漢市以外の湖北省各空港の国内旅客便の運航が再開された。そして、4月8日にはいよいよ「武漢封鎖」が解除されることになった。

3月に入り、中国経済は正常化に向けて動き始めた。商務部によると、3月22日時点の卸売・小売業の業務再開率は、大型農産品卸売市場が97%、大型スーパーマーケットが96%、自由市場が94%、デパートが90%であった。中国自動車流通協会が全国の4S（販売・整備・部品・情

報サービスを提供する店舗) 8,569 店を調査した結果、3月24日時点の営業再開率は94.7%に達したという。さらに、工業・情報化部は3月28日時点で売上高2,000万元以上の工業企業の98.6%が操業を再開し、従業員の89.9% (中小企業は70%) が職場に復帰したと発表した。湖北省でも95%以上の工業企業が操業を再開し、従業員の職場復帰率はおよそ70%であるとした。

こうした状況下で3月31日に国家統計局が発表した3月の製造業購買担当者景気指数(PMI)は52.0、非製造業PMIは52.3となり、拡大と縮小の分岐点である50を上回った。過去最低となった2月のそれぞれ、35.7、29.6から劇的に改善したことになる。

図表 6-3 製造業・非製造業購買担当者景気指数 (PMI) の推移



中国経済が最悪期を脱したとみられることは、明るい材料である。しかし、工場や店舗などの再開率はあくまでも、再開できたか、できていないかの二択であり、実際の生産や売上の回復度合いを表すものではない。例えば、既述した自動車の4Sについて、来店客数はコロナ・ショック以前の61.7%にとどまっている。また、PMIは前月からのセンチメントの変化であり、「PMIの改善は、企業の生産・経営が、新型コロナウイルス肺炎蔓延以前の水準に戻ったことを意味しない」(国家統計局) ことはいうまでもない。

対外経済関係では、新型肺炎の世界的大流行と感染拡大抑制策が海外の需要減退を招くことになる。3月16日に中国以外の新型肺炎累積感染者数が初めて中国を上回ったことがニュースとなったが、わずか2週間前の話が昔話と思えるほど、中国以外の感染者は爆発的に増加している。今や中国の新規感染者数のほとんどが、海外からの帰国者によって占められており、中国外交部、国家移民管理局は、中国政府が発行したビザ、在留許可を得ている外国人の入国を3月28日より一時停止することを決定し、中国民用航空局は3月29日より外国・国内航空各社に中国を結ぶ国際線の運航を週1便に制限することを発表した。外交、ビジネス、儀礼などは例外とされるが、当面の間、海外とのヒトの往来は大幅に制限されよう。

新型肺炎は欧米を中心に猛威を振るっており、これらの国々でも厳格なヒトの移動制限やヒトとの接触回避といった措置が実施され、中国の1月~2月と同様かそれ以上の経済的ダメージ

を被る可能性が極めて高い。3月以降は、こうした国々の経済活動の萎縮により、世界的な需要減少は必至の状況であり、「世界の工場」と称される中国経済への悪影響も大きくなると懸念される。

大和総研は、2020年1月～3月の実質GDP成長率を▲7.0%程度と予想している。4月～6月については、新型肺炎拡大抑制策に伴う世界需要の減退や、中国国内の雇用悪化（2月末の全国都市失業率は6.2%と、2019年末の5.2%から大きく上昇）や所得減少による消費の戻りの鈍さが懸念され、マイナス幅は大きく縮小してもプラス成長への浮上は難しいであろう。中国経済の回復には、世界的な感染拡大の抑制、そして景気テコ入れ策の発動が鍵を握る。年後半の本格回復を想定しても2020年の実質GDP成長率は1.5%（2019年は6.1%）程度にとどまろう。2021年は7.0%程度と予想しているが、これは2020年がかつてない低成長にとどまる反動によるものである。

企業の大量倒産、金融危機回避のための流動性供給

新型肺炎の早期収束と景気安定を同時に実現することはできない。当然、中国が最優先したのは新型肺炎の早期収束であり、景気は失速した。これまでの経済政策運営は、企業の大量倒産や金融危機的な状況の発生を回避するための流動性供給に主眼が置かれている。中国政府は、年金・失業・労災保険の企業負担を期限付きで減免し（年間5,000億元、約7.5兆円の負担軽減）、各地方政府は金融機関に対して、経営難に直面する企業向けの貸出金利の減免、返済期間の猶予、貸出の増加などを要請した。中国人民銀行は3,000億元の特別再貸出と、中小銀行向けに5,000億元の再貸出・再割引を実施し、感染拡大抑制のための物資の生産・供給、農業、小型・零細企業をサポートするとしている。このほか、政策銀行（国家開発銀行、輸出入銀行、農業発展銀行）は3,500億元の特別貸出枠を設定し、小型・零細企業、民営企業、対外貿易、グローバル・サプライチェーンを担う企業向けの貸出を優遇金利にて行うとした。

中国人民銀行は3月16日に、インクルーシブ・ファイナンスの審査基準をクリアした銀行の預金準備率を0.5%ptから1.0%pt引き下げ、この基準に見合う株式制商業銀行については、追加で1.0%ptの引き下げを実施した。これにより合計で5,500億元の預金が解冻され貸出に回すことが可能になる。この資金は主に、景気失速により大きな影響を受けている小型・零細企業、民営企業に向けられる。

さらに、3月31日に李克強首相が主宰した国務院常務会議では、中小銀行向けの再貸出・再割引の枠を追加で1兆元増やすこと、中小銀行の預金準備率をさらに引き下げることを決定しており、近々実施される見込みである。ちなみに、これまで発表された企業向けの税金・費用減免、企業への流動性の供給措置を合計すると、主なものだけで5兆元（約75兆円、GDP比5%程度）規模となる。

注目される全人代での成長率目標の発表

新型肺炎拡大抑制の次は、景気テコ入れが最優先課題となる。新型肺炎蔓延により、3月5日

に開幕が予定されていた第13期全国人民代表大会（全人代）第3回会議は延期された。新たな開催時期は発表されていないが、新規感染者が激減していることからすると、4月中にも開催される可能性がある。毎年恒例の政府による成長率目標の発表が、いつにも増して注目されよう。

徹底的な新型肺炎感染拡大抑制策によって景気が失速する中で、今年は敢えて成長率目標に拘らない（現実的な目標設定とする）可能性がある。中国人民銀行貨幣政策委員会委員の馬駿氏は、2020年は政府成長率目標を設定しないことを提案し、その理由として、①今年是不確実性が大きいこと、②あまりに高い目標設定が行われる場合、最終的には「ばらまき」に頼らざるを得ないこと、を挙げた。

その一方で、2020年は2010年比でGDPを実質で2倍にする国民への公約の最終年でもあり、その達成には5.6%の実質成長が必要とされる。コロナ・ショックがなければ十分達成可能であったが、1月～3月の実質GDP成長率が大幅なマイナス成長となる可能性が高い中、これを実現するには相当な無理をする必要がある。仮に2020年の政府成長率目標が5.5%前後に設定されるようなことがあれば、収益率が低下しているインフラ投資などが大きく増加（債務が急増）し、将来的な不良債権化リスクは増大する懸念が高まろう。

景気テコ入れ策と中長期的に懸念される金融リスクの増大

今後、中国政府はどのようにして景気をテコ入れしていくのであろうか。

まず、金融緩和余地は大きい。中でも金融機関の貸出余力を増やす預金準備率の引き下げの重要度が増していこう。現時点で大手行の預金準備率は12.5%と高水準であり、引き下げ余地は大きい。

財政政策に関連して、中国政府は財政の健全性に鑑み、財政赤字のGDP比を3%以内に維持してきた。しかし、2020年は危機対応のため、これを上回ることを容認しよう。インフラ投資の原資のひとつとなる地方政府特別債券のネットの発行額は大幅に増やされる見通しである。2019年は前年予算比8,000億元増の2.15兆元が計画され、同年9月末までに全て発行されたが、2020年は3.5兆元～4.0兆元に増額されよう。

インフラ投資関連では、「新型インフラ投資」が焦点になる可能性がある。これは、第5世代移動通信システム（5G）ネットワークや、データセンター、高度道路交通システム、スマートグリッド、スマートシティなどへの投資であり、これだけで年内に1兆元程度の投資需要があるとみられている。

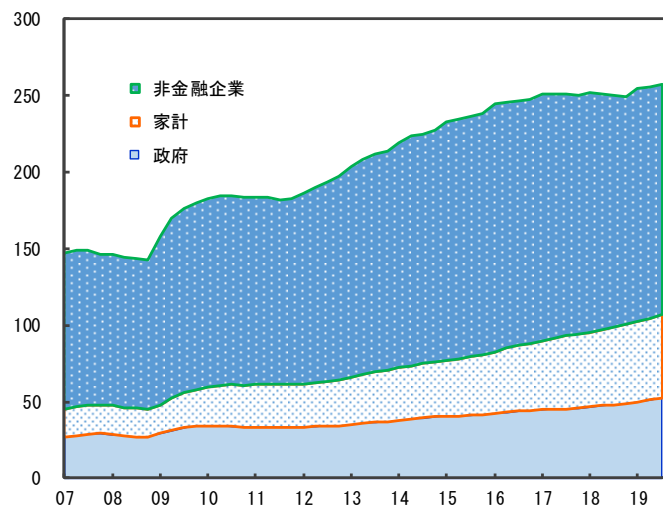
この他にも、2019年1月下旬に発表されたものの、まだ本格的に実施されていない政策が2つある。1つ目は自動車と家電購入に対する補助金政策である。国家発展改革委員会の試算では、省エネ家電、スマート家電の消費刺激策を全国展開すれば、3年間で7,000億元の消費刺激効果ができるとした。今後、自動車全般と家電向けの消費刺激策が本格的に実施されれば、当面の間、需要刺激効果が期待されることになろう。

2つ目は、公共サービスの増強であり、2022年までを対象に、義務教育のバランスのとれた発

展、貧困地区の県レベル医療衛生サービスの向上、母子健康サービスの強化、など27項目が重点に掲げられた。その中身は、県レベルでの学校建設や医療施設の建設など、いわゆる「ハコモノ」の建設加速を地方政府が主導して行うものとなっている。地方政府の資金不足から政策は本格的に実施されていないが、今後の景気テコ入れ策として、この政策が党・中央政府の肝いりで強力に推進される可能性がある。

やはり特に懸念すべきはインフラ投資への過度の依存である。料金徴収などによって、長期的な資金回収が期待できる交通インフラはまだしも、公共サービスの「ハコモノ」は収益性を期待しにくい。収益性が低下しているインフラ投資をさらに加速させることは、かねて指摘されてきた過剰債務問題の一段の深刻化を招き、中長期的には中国経済にさらなる影を落とす可能性が高い。今後の動向に注意が必要であろう。

図表 6-4 中国の部門別債務残高の GDP 比（単位：％）



（出所）国際決済銀行（BIS）統計より大和総研作成

7. 新型コロナウイルスに対応した主要国・地域の企業金融支援

7-1：企業金融支援策が必要となった背景

新型コロナウイルスの感染拡大が金融システムと世界経済にとって大きな脅威となっている。過去の金融危機との相違点は、異なる順番で問題が起きているということであろう。これまでの危機は金融システムに問題が生じる「金融危機」である場合が多く、ある主体の債務から資産価格、資金調達、そして実体経済へと問題が拡散する順番であった。

ところが、今般の新型コロナウイルスの問題は、公衆衛生上の観点から人々の移動に制約をかけて消費が低迷し、サプライチェーンの寸断等による生産の低迷が生じる、実体経済へのダメージが発端となる。消費と生産の低迷で企業の信用リスクへの意識が高まると、金融部門内部での懸念が高まる。金融部門から実体経済への資金の供給が滞ると、企業の資金繰りのさらなる悪化や資産価格の下落が生じ、再び金融部門の問題が大きくなる。発端は実体経済であれ、ひとたび金融システムに目詰まりが起きると、スパイラル的な悪化を懸念しなければならない。

リーマン・ショックの経験を踏まえた中央銀行は、金融システムに対して迅速に流動性供給を拡大させ、今のところは金融システムの機能は維持されている。しかし、問題の根幹である実体経済、とりわけ企業部門の低迷が続くと、信用リスクが顕在化して信用不安を高めることから、企業の資金繰りを支援する対応が悪循環を阻止するために必要となる。本稿では、各国・地域の中央銀行の施策を中心に、政府の主な企業金融支援策や規制面の対応について背景を述べ、次なる課題を展望したい。対象として、米国、日本、欧州、英国をとりあげる。

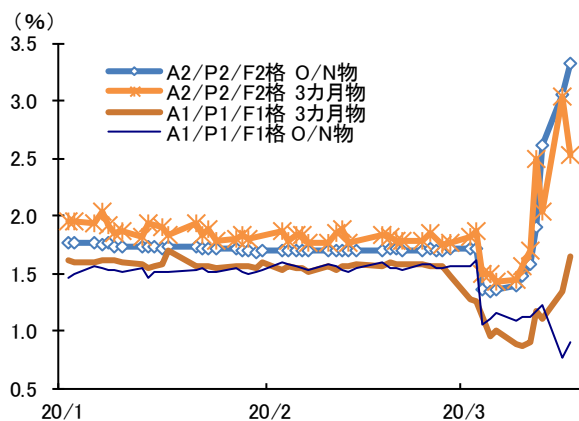
7-2：米国における企業金融支援策

FRBの施策は、①金融機関向けの流動性供給、②企業の資金繰り・信用緩和、③他国向けのドル資金供給、の3つに大別できる。無論、これらは相互に影響しあう部分があるため明確には分けることはできないが、②の役割を期待されていると思われる施策を中心に述べたい。

企業の資金調達的手段には、CP（コマーシャルペーパー）と社債が挙げられる。2020年3月9日以降、米国のCP市場で金利が大きく上昇した（図表7-1）。新規発行額を償還期間別にみると、相対的に格付けの低い企業において、1～4日間の短期の発行が増え、3ヵ月物など長めの期間のCP発行額は減少した。流動性リスクと信用リスクを警戒した投資家が敬遠し、企業が短い期間のCP発行で資金を借り換えている可能性が示唆される。また社債についてもクレジットスプレッドは低格付けを中心に拡大傾向にある（図表7-2）。

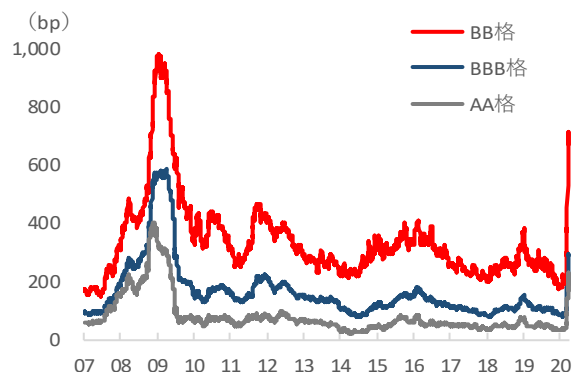
FRBは企業の資金繰り悪化に対応し、多くは、2008年前後の金融危機（以下、世界金融危機）時に用いられた措置の焼き直しであるが、社債の買入れは今回初めて導入された。また過去に導入経験のある措置も、ドッド・フランク法の成立等により、変更が加えられている。

図表 7-1 非金融部門 CP 金利



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

図表 7-2 クレジットスプレッド



(注1) 非金融部門。社債利回り（5年）の対国債スプレッド。

(注2) 2009/6/17以前は集計対象が異なり連続しない。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

FRBによるCP買入れ（CPFF）

2020年3月17日に、FRBは、コマーシャルペーパー・ファンディング・ファシリティ（CPFF）を設立すると発表した（財務長官の承認を得て、連邦準備法13条3項により設立された。以下に説明する各ファシリティも同様）。発行環境が悪化したCP発行体の資金繰りに対する懸念が高まっていたことが背景にある。具体的な仕組みは、NY連銀に創設される特別目的ビークル（SPV）が、主要な格付け機関によってA1、P1、F1以上（3月17日時点）に格付けされている、期間3カ月の米ドル建て無担保CPおよびABCP（資産担保CP）を、プライマリー・ディーラーを通じて一定の発行体から直接購入するというものである。SPVには、財務省が為替安定化基金（ESF）から信用補完のために100億ドルを供与する。

FRBがCPを買入れることで市場に安心感を与え、円滑な発行や借換えを促す狙いがあるとみられる。SPVは、FRBが延長する場合を除き、2021年3月16日までCPを購入する。

CPFFは、世界金融危機時に用いられた措置の焼き直しではあるが、内容は少し異なる。世界金融危機時には、FRBが個人や企業に信用を供与することが許可されていたため、FRBが単独で導入を決定し、損失が出た場合にはFRBが損失を被る仕組みであった。しかし危機後、FRBは供給した資金が毀損した場合、国民負担が増加するリスクを負った、との批判を受けた。今回はこうした批判を回避するため、財務省が関与する仕組みとしたものと思われる。

FRBによる社債買入れ（PMCCF、SMCCF）

3月23日に、FRBは、社債等の購入を行う2つの新しい仕組みの導入を発表した⁷。プライマリーマーケット企業債権ファシリティ（PMCCF）は、一定の発行体から期間4年以下の投資適格

⁷ 2020年3月23日にFRBから公表された対応策については、以下のレポートを参照。ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 社債等の購入に踏み切る」

https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200324_021411.html

社債を購入することや、適格な借入主体に貸付を行うことで、企業に対して資金供給のバックストップを提供する。セカンダリーマーケット企業債権ファシリティ（SMCCF）は、セカンダリーマーケットで残存期間 5 年以下の投資適格社債及び適格社債を対象とした ETF（上場投資信託）を購入する。いずれも 2020 年 9 月 29 日までを購入期間としているが、延長可能である。

社債買入れは世界金融危機時にも用いられなかった措置である。PMCCF、SMCCF ともに、購入対象を投資適格のうち最も低い格付である BBB-/Baa3 の社債等まで含んでいる点は、債券市場の安定化に大いに寄与すると考えられる。これまで導入されなかった背景には、社債の買入れは産業政策とみられる可能性があり、中央銀行が踏み込むことに慎重だったのではないかと推察される。今回の導入は、FRB の危機感のあらわれではないかと思われる。

CPFF などは信用緩和の手段として導入が期待されていたものの、先述のように、財務長官の事前承認が必要なため、FRB 単独で決定できず、導入が遅れたのではないかと推察される。

プライマリー・ディーラー向けの貸付

大手金融機関であるプライマリー・ディーラー向けの貸付が行われた背景の一つに、米国債市場の動揺がある。3 月 9 日頃から、直近に発行された米国債の銘柄と比較して、過去に発行された銘柄のビッド/アスクスプレッドが拡大しており、市場機能の低下が示唆されていた。

そこで FRB は、3 月 17 日に、プライマリー・ディーラー信用ファシリティ（PDCF）の設立を発表した。プライマリー・ディーラーに対して、NY 連銀が固定金利で貸付けを行い、米国債市場のマーケットメイク機能を支える仕組みである。資金供給の際の担保はレポオペ等に比べて拡大され、米国債など公開市場操作で担保となる金融資産に加えて、投資適格社債、国際機関証券、CP、地方債、住宅ローン担保証券（MBS）、資産担保証券（ABS）などである。貸付利率は、ディスカウント・ウィンドウのプライマリー・クレジットレート（2020 年 3 月 16 日時点で 0.25%）に等しい。2020 年 3 月 20 日から原則 6 ヶ月間実施され、取引期間は最大 90 日となる。

MMF 向けの貸付（MMLF）

3 月 18 日、FRB は MMF（マネーマーケットファンド）流動性ファシリティを設立すると発表した⁸。特定の資産を担保として、プライム MMF（民間債務へ投資するファンド）から資産を購入する金融機関に対しボストン連銀が資金を貸し出すものである。金融機関への貸付の際に担保の対象となるのは、米国債、政府支援企業（GSE）発行証券、ABCP、CP などである。また、3 月 20 日には、短期地方債も担保対象に追加された。実施期間は、延長される場合を除き、2020 年 9 月 30 日までとなっている。

導入の背景には、プライム MMF からの資金流出が関係している可能性がある。世界金融危機の際、米国で MMF が一部元本割れを起こして MMF から投資資金の引き揚げが生じた。投資資金の引き揚げに備えて、MMF は資産のキャッシュ比率を高めたが、MMF は CP 市場への主な資金供給源であったことから、資金調達が困難になった CP 発行体が保有資産を投げ売りし、危機が世

⁸ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200318a.htm>

界に拡大した面がある。こうした過去の経験から、今回のプライム MMF からの資金流出が CP 市場等の短期資金の枯渇へと連想が働くおそれがあったため、先手を打った措置とみられる。

銀行規制の一部緩和

銀行は規制当局の資本規制により、最低所要自己資本に上乗せした一定の資本バッファを備えることが求められる（資本保全バッファ、カウンターシクリカルバッファ等）。資本バッファには、経済的ショック時等に取り崩して貸出に回すことにより、経済状況を改善させることが期待されている。一方、銀行の自己資本が資本バッファの水準を下回ると、配当や役員への賞与などの利益処分が制限されるため、銀行にはその水準を下回らないようにするインセンティブが働き、企業への貸し渋り・貸し剥がしにつながる可能性もある。

FRB、通貨監督局 (OCC)、および連邦預金保険公社 (FDIC) は、3 月 17 日に米国銀行組織 (banking organization) に適用される資本規制のうち、適格留保利益 (eligible retained income) の定義を修正する暫定最終規則を公表⁹した。定義の修正により、銀行組織が資本バッファをより自由に使えるよう奨励し、企業や家計への貸付の増加を促進することを目的としている。

上述のような措置に加え、中小企業向けのさらなる支援策も検討されている。FRB による 3 月 23 日の発表では、米国中小企業庁からの信用補完を受け、“Main Street Business Lending Program” と呼ばれる中小企業向け貸付が検討されている。また、世界金融危機時に用いられた不良資産救済プログラム (TARP) を再導入し、個別企業の救済を行う選択肢も残されている。

7-3：日本における企業金融支援策

直接金融主体の米国では、FRB が企業の発行する CP や社債を直接買い取る対策を打ち出した一方、欧州や日本など間接金融型の経済では、中央銀行が民間銀行に低利融資等のインセンティブを付与することで、銀行を経由した資金が影響を受けている中小企業に行き渡る仕組みも導入している。これらの仕組みを比較したものが図表 7-3 である。

日本銀行による新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ

日本銀行は、2020 年 3 月 16 日における臨時の金融政策決定会合において、「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」の導入を決定した。企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持することを目的としており、適格担保を担保とし、1 年以内の貸付期間で 0% の固定金利により貸付を行うテンポラリー資金供給オペである。

欧州中央銀行 (ECB) やイングランド銀行 (BOE) の企業金融支援の仕組みと比較した類似点

⁹ <https://www.federalregister.gov/documents/2020/03/20/2020-06051/regulatory-capital-rule-eligible-retained-income>

なお、暫定最終規則とともに、FRB、OCC、FDIC は、銀行が資本と流動性バッファを使用することを奨励する共同声明も公表している。

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20200317a1.pdf>

は、オペに応じることや貸出を促すインセンティブが設けられている点である。例えば、日銀の今回のオペの貸付利率が固定金利であるが、補完当座預金制度上の「マクロ加算2倍措置」が設けられている。金融機関は同オペを利用することで、マイナス金利が適用される残高を減少させることが可能になる。ECBやBOEも後述するように、純貸出額の程度に合わせて適用金利が変わることで貸出を促す仕組みが組み込まれている。

ECBやBOEのスキームとの相違点としては、①貸付期間や実施期間が相対的に短いこと、②貸付限度額を算出するにあたっての基準が貸出残高等ではなく、金融機関が共通担保として差し入れている民間企業債務の担保価額相当額であること、などが挙げられよう。日本銀行により2008年から実施（現在廃止）された「企業金融支援特別オペレーション」と比べると、貸付期間の上限については今回のオペの方が長い。また、貸付利率についても前回は無担保コールレート（0/N物）の貸付期間中の平均値であったが、今回は0%の固定金利であり、金融機関にとって使い勝手がより良いものとなっている。

なお、3月24日に行われた初回の特別オペにおける貸付予定総額は約3.4兆円となり、前回の企業金融支援特別オペの初回実施額より実施額は大きい。また、都市銀行においては、本オペを通じて調達した資金を原資として、最長1年間の期間で貸し出すファンドが設立されている。

図表 7-3 日本銀行・ECB・BOEによる企業金融円滑化のための支援スキーム

	日本銀行	ECB	BOE
	新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ	貸出条件付き長期資金供給オペ (TLTRO3) (注1)	中小企業への貸出優遇付きターム・ファンディング・スキーム (TFSME)
主な導入目的	・ 企業金融の円滑確保 ・ 金融市場の安定の維持	・ 銀行貸出の支援 ・ 現行のTLTRO3の貸出条件緩和	・ 銀行等の資金調達コストの削減による貸出促進 ・ 中小企業の資金繰り支援
対象先	共通担保オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先	ユーロシステムの定例オペに参加可能な金融機関	金融政策枠組みに参加し、貸出制度の対象である銀行・住宅金融組合
貸付期間	1年以内	3年	4年
貸付利率	0% 補完当座預金制度上の「マクロ加算2倍措置」を適用	主要リファイナンス金利-25bp。貸出条件を満たせば、最大で預金ファシリティ金利-25bpまで引き下げ。	政策金利に手数料を加えたもの。参照期間に純貸出が増加した場合は手数料ゼロ。純貸出が1%減少することに手数料が5bp(上限は25bp)。
貸付限度額	各対象先が共通担保として差し入れている民間企業債務の担保価額相当額	2019年2月末時点の対象貸出残高（非金融企業向け貸出と住宅ローンを除く家計向け貸出の合計）の50%	2019年末のポンド建て非金融機関向け等の貸出の10% + その後の純貸出の増加分の貸出（純貸出額のうち、中小企業向けは5倍を乗じた額で算出）
実施期間（適用期間）	2020年9月30日まで	2020年6月～2021年6月	2020年4月～2021年4月

(注1) ECBのTLTRO3自体は、2019年9月より導入されており、上表の記述は、2020年6月以降の貸出条件の緩和を受けた内容を反映している。また、2020年3月12日に発表された包括的な金融政策パッケージには、条件を緩和したTLTROの次回実施時期（2020年6月）までのつなぎとして、貸出期間3カ月の長期資金供給オペ(LTRO)も含まれている。

(注2) BOEの当初貸付限度額は、2019年末のポンド建て非金融機関向け等の貸出残高の5%であったが、2020年3月19日に10%に引き上げることを発表。

(出所) 日本銀行、ECB、BOEより大和総研作成

日本政府による企業の資金繰り支援策

日本政府も3月10日に緊急対応策の第2弾を取りまとめており、企業の資金繰り支援策について決定している。例えば、中小企業などの資金繰り支援のため、融資や保証の枠を総額で1.6兆円規模に拡大している。そのほかにも、サプライチェーンの再構築支援のため、中堅企業や大企業による生産拠点の国内回帰等を後押しする金融措置の実施などを決定している。

7-4：欧州における企業金融支援策

欧州中央銀行による包括的な金融政策パッケージ

ECBは、金融市場の逼迫や銀行システムの流動性の枯渇に備え、2020年3月12日に、包括的な金融政策パッケージを発表した。緊急利下げに踏み切ったFRBやBOEとは異なり、ECBは政策金利を据え置いて、金融機関や民間企業の資金繰り改善策を提示した。

1. 金融政策パッケージ

- (1) 追加的な長期資金供給オペレーション (LTRO) の実施
- (2) 条件付き長期資金供給オペ (TLTRO3) の貸出条件緩和
- (3) 2020年末までの資産買入れ額に1,200億ユーロを上乗せ

2. 銀行規制の緩和

3. 臨時の資産購入プログラムによる7,500億ユーロの資産買入れ (3月18日発表)

1- (1) 追加的な長期資金供給オペレーション (LTRO)

資金供給オペとして、第一に、追加的な長期資金供給オペレーション (LTRO) の実施が決定された。貸出期間3ヵ月のLTROは、民間銀行向けの資金供給オペとして月1回のペースで実施されているが、週次でオペが実施されることとなった。オペの実施期間は、2020年3月から6月までの約3ヵ月で、満期日は全て6月24日に設定されている。より長期 (貸出期間3年) のTLTRO3が2020年6月に予定されていることから、それまでの「つなぎ」の役割が期待されている。貸付利率は、預金ファシリティ金利 (2020年3月12日時点で-0.5%) に固定される。

1- (2) 条件付き長期資金供給オペ (TLTRO3) の貸出条件緩和

資金供給オペの拡充策として、第二に、TLTRO3の貸出条件の緩和が公表された。特に資金繰りが悪化する中小企業を中心とした銀行貸出の支援が目的である (図表7-3)。

2019年9月に導入済みのTLTRO3の貸付期間は3年で、対象先は、ユーロシステムの定例オペに参加資格のある金融機関である。「貸出条件付き」とは、供給された資金が実体経済に貸出されることが条件となっており、TLTRO3では、銀行の貸出水準がベンチマークを上回った場合、貸付利率が優遇される。具体的には、貸付利率が25bp引き下げられて、「主要リファイナンス金利-25bp」に設定されたうえ、貸出条件を満たした場合、最大で「預金ファシリティ金利-25bp」まで優遇される。また、貸付限度額は、2019年2月末時点の対象貸出残高 (非金融企業向け貸

出と住宅ローンを除く家計向け貸出の合計)の30%から50%に引き上げられた。貸出条件の緩和は2020年6月～2021年6月実施のオペに適用される。

1- (3) 2020年末までの資産買入れ額に1,200億ユーロを上乗せ

パッケージでは、ECBによる資産買入れの増額も決定された。ECBは、2019年11月に資産購入プログラム(APP)を再開し、国債などの資産を月額200億ユーロ購入しているが、2020年末までに追加で1,200億ユーロを買い入れる。实体经济における資金繰りの悪化を抑制することが狙いで、追加分は民間部門資産の買入れが大部分を占める。APPは、利上げの直前まで継続され、満期を迎えた証券は利上げ開始後の一定期間及び流動性や金融調節の維持に必要とされる限り再投資される。

2. 銀行規制の緩和

3月12日に、ECB銀行監督委員会は、直接の監督対象である銀行が实体经济に対する与信を維持することを目的として、銀行の資本と流動性の要件を一時的に緩和することを発表した。加えて、個別の銀行に対する監督措置について、タイムテーブルや手続きなどの調整を検討中とし、全ての銀行に対する2020年のストレステスト実施も延期の意向が示された。

3. 臨時の資産購入プログラムによる7,500億ユーロの資産買入れ

さらに、3月18日、ECBはパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を新設し、2020年末までに7,500億ユーロの民間及び公的部門資産を臨時に買い入れることを発表した。買入れの対象は、APP適格の資産カテゴリーに加えて、ギリシャ国債と信用の質が十分な非金融機関のCPにも拡大されている。買入れは2020年末まで継続され、新型コロナウイルスによる危機が終了したと判断された時点で終了する。

ECBは、3月12日の定例理事会から一週間も経たないタイミングで追加策を打ち出したことになり、感染拡大による金融市場の不安定化という緊迫した状況を反映している。7,500億ユーロという規模は、定例理事会で追加した資産買入れ額(1,200億ユーロ)の6倍超である。また、ECBは声明文の中で、「(権限の範囲内で)必要なことはすべて実施する」と決意を示し、今後も必要なだけAPPの規模の拡大や内容の調整をしていくという。

増加の一途を辿る欧州各国政府の財政出動

政策の共通項は企業の存続と雇用の維持

欧州各国政府の対策は、医療関連の支出だけでなく、経済・社会活動への制限によって企業の突然死を回避することに重点が置かれている。融資や公的保証等によって資金の目詰まりを防ぎ、企業を存続させることが、ひいては、失業などの雇用不安緩和につながると思われる。

感染拡大が深刻なイタリアは、3月5日の刺激策に続いて、3月11日に250億ユーロ規模の経済対策を発表した。中身は、医療サービス向けに加えて、労働者の所得補填等や零細・中小企

業の資金繰り支援、影響が大きい産業の納税猶予などである。状況が深刻なだけに医療関連の比重が高く、企業向けの支援も従業員への給与等の補填の側面が強い。対策の規模は計 325 億ユーロ（2019 年名目 GDP 比 1.8%、以下同じ）に留まり、新たな措置は、議会の承認を経て 4 月になる見込みである。もっとも、イタリアの場合、追加支出を実現するためには、安定成長協定の一時的停止など EU による財政赤字拡大の容認が必要だった。

これに対して、スペインでは 3 月 12 日の 180 億ユーロの対策（納税猶予や観光セクターへのつなぎ融資）に続いて、3 月 17 日に、2,000 億ユーロ（GDP 比 16.1%、1,170 億ユーロは公的資金）規模の対策を発表した。企業の流動性支援としての公的な保証枠を設定した他、レイオフの要件を緩和して企業がレイオフしやすい環境を整えている。同時に、雇用者に対してはレイオフ期間の給付要件を緩和することで、バランスを取っている。一方、大幅な株価下落を受けて、EU 域外からスペインの戦略セクターの企業が買収されることを防ぐための規制を導入した。

フランスのマクロン大統領は、テレビ演説で外出制限を発表すると同時に、企業倒産を防ぐ様々な対策に言及した。それが具体的に示されたのが、翌 3 月 17 日発表された 450 億ユーロの経済対策である。内容は、企業の税金や社会保険料の支払い猶予、休業する従業員に企業が支払う手当の補填、そして売上が大幅に落ち込んだレストランや小売、観光産業への支援金等である。この他に、企業向けの新規融資に 3,000 億ユーロの公的保証を設け、企業の流動性確保を図っている。一連の対策を合計すると、GDP 比 14.3%の規模となる。

ドイツでも、対策の目的は企業の存続と雇用の維持である。ドイツ復興金融公庫による幅広い企業への融資導入（約 5,000 億ユーロ）に続いて、3 月 23 日には、7,500 億ユーロの大規模な経済対策（GDP 比 21.8%）を打ち出した。新規国債発行を伴う補正予算に加え、新たに設立する経済安定化基金を通じて、企業債務保証 4,000 億ユーロや企業の資本増強に総額 1,000 億ユーロ、復興金融公庫への信用供与最大 1,000 億ユーロが実施される。国による企業の資本増強は、株価下落によってドイツ企業が外国企業に買収されやすくなっている状況を懸念する声を反映したものとみられる。注目点は、連邦基本法で定められた国債の新規発行の限度（GDP 比 0.35%）を例外的に外す方針を決めたことである。健全財政にこだわってきたドイツ政府の方針転換は大きなインパクトがある一方、それだけ事態が深刻であることを象徴しているといえよう。

求められる EU 全体としての協調行動

企業支援や労働者・消費者対応など景気刺激策を次々と発表し、多くの国で GDP 比 1~2 割と総額が大きく膨らんでいるなか、経済面で相対的に脆弱なイタリアの規模の小ささが目立つ。危機前の財政状況の余裕度の違いが反映されていると考えられる。

一方、欧州の場合、リーマン・ショック後に生じた債務危機の再来を防ぐ手立てが重要になってこよう。多くの国が一連の経済対策の財源を国債発行で賄う予定であり、今後の景気次第では、経済対策の規模（国債発行額）は一段と膨らむ可能性がある。従って、国ごとの信用力の違いが金利差の拡大となって表面化する恐れが出てこよう。特に、感染拡大が深刻で経済・財政面で脆弱なイタリア等からは、EU 全体でカバーする債券（ユーロ共同債、コロナ債）の発行等を

求める声が上がっている。これまで財政規律を重視してきた EU は、緊急事態に対し、ルールの柔軟な運用を許容する方針だが、ギリシャ問題に端を発した債務危機を回避するためには、EU として危機への協調した行動が求められている。

7-5：英国における企業金融支援策

イングランド銀行：中小企業への貸出優遇付きターム・ファンディングスキーム（TFSME）

BOE は、3 月 10 日の緊急の金融政策委員会において、経済的なショックを和らげる広範なパッケージの一環として 50bp の緊急利下げなどに加え、中小企業への貸出優遇付きターム・ファンディングスキーム（Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs）の導入を決定した。銀行等は期間 4 年の資金を、政策金利とほぼ同様の条件で借り入れられる（図表 7-3）。狙いとしては、1）貸出金利の低下による金融政策の波及効果の維持・拡大、2）新型コロナウイルスの影響で資金繰りがより悪化する中小企業の支援、が掲げられている。

TFSME は、2016 年 9 月から実施されていたターム・ファンディング・スキーム（TFS）を概ね引き継いでいる。例えば、「政策金利＋手数料」で決定される貸付利率は、参照期間に純貸出が増加したか否かで変動する仕組みが踏襲されている。政策金利に上乗せされる手数料は参照期間の純貸出が増加すればゼロであり、純貸出額が 1%減少するごとに手数料が 5bp かかる（上限は 25bp）。また、4 年の貸付期間や対象先についても TFS と同様である。TFS との主な違いは金融機関が借り入れることができる上限額（対象先への貸付限度額）の算定方法である。貸出額の純増の程度を踏まえて手数料（罰則金利）を適用する仕組みや、ある時点の貸出残高を貸付限度額の算定に用いている点は ECB のスキームと類似する。

英国政府も中小企業向けの資金繰り支援スキーム（CBILS）を導入しており、TFSME は政府による資金繰り支援を補完するような仕組みと捉えることもできるだろう。この他に、BOE は複数回の利下げに加え、カウンターシクリカル資本バッファの引き下げ、CP の買入れ、国債・社債買入れの再開、条件付きタームレポファシリティーの実施を決定し、毎年実施しているストレステストを実施しないことなども決定した。

英国政府の施策

英国は、3 月半ばから、人々の行動制限によって感染拡大を封じ込める方向に大きく転換した。経済・社会活動に大きな影響を及ぼす施策に踏み切り、政府の経済対策も拡大している。

BOE が緊急利下げに踏み切った同日に公表された 2020 年度予算案には、新型コロナウイルス対策として 120 億ポンドが盛り込まれた（第一弾）。そして、方向転換した直後の 3 月 17 日には、3,500 億ポンドの経済対策を発表した（第二弾）。その中心は、金融機関の融資に対する公的保証枠 3,300 億ポンドであり、小売や観光、娯楽事業者等に対する 200 億ポンドの減税・助成金も含まれる。さらに第三弾として、3 月 20 日には、企業が雇用を維持すれば、休業状態になった従業員一人当たり給与の 80%相当（月 2,500 ポンドが上限）を補助金として企業に 3

ヵ月分支給する雇用維持政策を発表した。必要に応じて期間が延長される可能性があるため、予算規模が明確になっておらず、英国政府は国債発行で賄う予定である。第一弾と第二弾を合計した規模は GDP 比 16.3%に達しており、第三弾も加えれば約 2 割に膨らむとみられる。

最後に：次なる課題は信用リスクが高い企業向け資金供給

以上のように、金融システムの構造によって、各国・地域における政策対応の手段は異なるが、いずれも機動性に勝る中央銀行が、政府と協力しつつ企業向けに資金供給を増やそうとしている点はある程度共通していると言えるだろう。今後は、感染症問題の解決時期が見通せないことから、企業金融支援はさらに必要になる可能性がある。

問題が長引くと当面の資金繰りだけでなく、売上が低迷して資本不足への対応も必要となる。資本増強や債務の株式化などが想定されるが、裁量的な資源の再配分は財政政策の役割である。中央銀行にとって、供給した資金が毀損して国民負担の増加につながることは避けなければならない。残された課題は、信用リスクが高い企業向けの資金供給や資本不足への対応となる。資本の充実策には、例えば、2008 年前後の世界金融危機時に米国で用いられた TARP のような仕組みを導入するという選択肢も考えられるよう。

政府の施策には予算措置が必要なため時間がかかるが、十分な資本を備えていない中小企業等にとって、資本不足に陥るまでの時間的猶予はそれほどないはずだ。各国の金融システムの仕組みによって対応は異なるとしても、迅速な対応が求められることは同じだろう。