

2020年4月21日 全9頁

日本経済見通し：2020年4月

「ウィズ・コロナ時代」の産業インプリケーション

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]

- グローバル金融市場は、3月下旬を底として一旦小康状態を取り戻した。最大の背景はFRBのなりふり構わぬ緊急対策による信用不安の緩和である。しかし対応の遅れが目立つ欧州の信用不安は未だ燻る。また、救済の対象に入らない低格付け企業や新興国の流動性懸念は残されたままだ。そして低格付け社債・国債の利回り上昇の再発リスクの多寡は、結局のところコロナ禍が実体経済に与える打撃の深さと長さに依存する。
- 実体経済に目を向けると、中国経済の局所的回復や、欧米におけるロックダウン措置の部分的な解除期待が浮上していることは確かに朗報だ。しかし中国の回復は未だ需要を伴っておらず、回復継続に向けた前途の困難さを予感させる。また、米国で既に発生している大量の失業が需要回復ペースを緩慢なものにとどめる可能性も高い。より本質的には、ロックダウン措置解除後に感染が再拡大するリスクや、南半球に広がったコロナ禍が感染拡大の第二波・第三波を発生させるリスクも色濃く残る。当面は、社会隔離による経済的打撃を伴う「ウィズ・コロナ時代」と向き合う覚悟が必要となろう。
- 日本経済に目を向けても、旅客輸送、宿泊、百貨店、外食、娯楽などの特定産業を中心として、社会隔離措置の打撃が顕在化している。他方、スーパーやEコマース、医薬品、通信サービス、ソフトウェア、電子機器の分野で代替需要と特需が発生していることも見逃されるべきではない。経済全体への打撃が続く中で、産業別にパフォーマンス格差が発生することも「ウィズ・コロナ時代」の特徴として指摘されよう。

「信用不安の緩和」により金融市場は小康状態へ

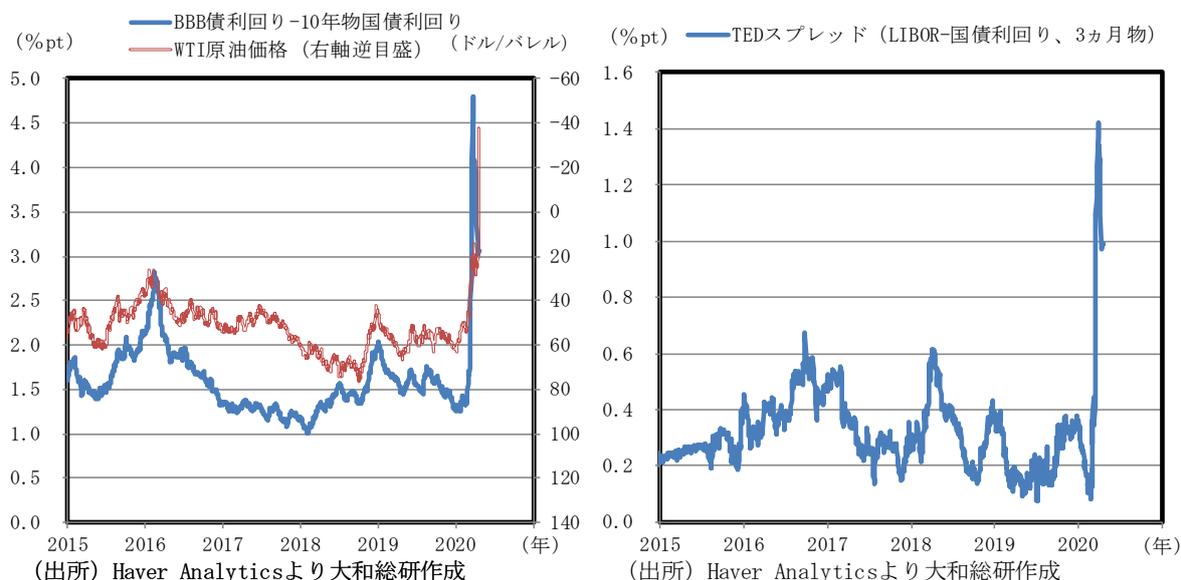
コロナ禍の拡大を背景として一時フリーフォールの様相を呈していたグローバルな資産市場は、3月下旬を底として一旦小康状態を取り戻している。

その背景の一つとして、実体経済に多少なりとも明るい兆しが見え始めているという事実は否定されるところではない。感染拡大の最初の震央となった中国では、感染収束を受けて経済活動の部分的回復が確認されている。加えて、遅れて感染拡大が幾何級数的に拡大した欧米においても、その加速ペースに鈍化の兆候が散見されるようになり、いわゆるロックダウンの解除が視野に入る国・都市も散見されるようになった。これらを根拠として、金融市場が織り込んだ最悪のシナリオすなわち、制御不能な世界的感染拡大と、それに伴う壊滅的な経済的打撃の実現—が修正されている、との見方も可能ではあるのだろう。

しかし後述するように、上記のいずれもが、コロナ禍以前の水準へと世界経済が近い将来に復元されることを予期させるような要因ではない。また、「スペイン風邪」の歴史的事例と同様に、感染拡大の第二波・第三波が経済活動を繰り返し低迷させるリスクも色濃く残されている。

それでもなお金融市場が落ち着きを取り戻している主因は、FRBを中心とした各国中央銀行の奮闘による、コロナ禍を端緒とした信用不安の緩和にあるとみるべきだろう。コロナ禍に伴う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を発端とする原油安が加わっている。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（**図表1左**）¹。

図表1： 米国の金融市場環境



¹ 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バブル崩壊前夜を上回る水準に達している。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。だからこそ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り得るのである。

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て、3月中旬には銀行間での資金供給にも動揺が確認された（**図表 1 右**）。これは典型的なクレジットクランチの始まりであり、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予感させた。

「禁じ手」の発動に踏み込む FRB の奮闘

こうした信用不安に対する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。例えば3月3日と15日の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。3月15日には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。

しかしFRBは豹変した。3月17日から23日にかけて、いわば「禁じ手」とも言える措置を発動している。決定された政策メニューは「米国債プライマリーディーラー向け貸出ファシリティの設定」「MMF向け貸出ファシリティの設定」「米国債とMBSの無制限購入」「ターム物資産担保証券ローンファシリティの再導入」「中小企業貸付支援計画の公表」など、多岐に亘るが、クレジット危機への対応という観点からは、①適格CP購入ファシリティの設定と②適格社債購入ファシリティの設定の二つが極めて重要である（**図表 2 着色部分**）。

図表 2： 主要中央銀行による緊急対策一覧

	FRB	ECB	BOE	日銀
利下げ	0.5%利下げ (1.5-1.75%→1.0-1.25%) (3/3) 1.0%利下げ (1.0-1.25%→0-0.25%) (3/15)	-	0.5%利下げ (0.75%→0.25%) (3/11)	-
量的緩和	米国債5,000億ドル、 MBS2,000億ドル追加購入 (3/15) 適格CP購入ファシリティ設定 (3/17) 米国債とMBSを無制限購入(3/23) 適格社債購入ファシリティ設定 (プライマリー、セカンダリー双方) (3/23)⇒規模強化+購入対象に 「墮天使」追加(4/9)	1,200億ユーロの民間資産等購入 (2020年末まで) (3/12) 7,500億ユーロの追加資産購入 (3/18)	中小企業向け貸出支援 (3/11) -	ETF(6兆円→12兆円)と J-REIT(900億円→1,800億円) 購入増加(3/16) 1兆円ずつCP・社債等購入の 追加枠を設定(3/16)
		-	-	企業金融支援特別オペの導入 (3/16)
流動性供給	米ドルスワップ取極を通じたドル流動性の供給を拡充(3/13)			
	預金準備率を0%へ引き下げ (3/15)	TLTRO3の条件緩和(3/12)	カウンターシクリカルバッファを 1%から0%に引き下げ (3/11)	-
	米国債プライマリーディーラー向け 貸出ファシリティ設定(3/17) MMF向け貸出ファシリティ設定 (3/18)	LTRO再開、条件緩和(3/12)	-	-
	ターム物資産担保証券ローン ファシリティ再導入(3/23) ⇒規模強化+対象拡大(4/9) 地方自治体流動性ファシリティ設立 (4/9)	-	-	-
	中小企業貸付支援計画を公表 (3/23)⇒創設(4/9) 給与保証プログラムローンファシ リティ創設(4/9)	-	-	-
		-	-	-

(出所) 各中央銀行資料より大和総研作成

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る措置だ。加えて特筆すべきは、これらの政策には上限額が実質的に設定されておらず、かわりに価格が設定されているということだ。①②ともに、既発行額と同等以上の購入を FRB がセカンダリー市場で行うことを可能としている。さらに、②に関しては新たな資金調達を必要とする企業の社債を FRB がプライマリー（新規発行）市場で購入することすら許容している。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 がいわば「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。

FRB による緊急対策は 4 月 9 日に再び強化され、上述したセーフティーネットはいわゆる「随天使（3 月 23 日以降に投資不適格に格下げされた企業の社債）」の救済にまで拡大されることになった。その他、「地方自治体流動性ファシリティの設立」「メインストリート企業向け融資ファシリティ（中小企業向け融資支援）」「給与保証プログラムローンファシリティ（小規模事業者向け融資支援）」なども追加的な措置として打ち出されている。

救済を受ける者、試練を受ける者

こうした FRB のなりふり構わぬ緊急対策により、信用懸念は一旦後退した。それでもなお、金融市場における懸念は残る。それは FRB をはじめとした各国中央銀行による救済措置の対象から取り残される者たちへの懸念である。

第一に、3月22日以前の時点で既に投資適格でなかった資産は基本的に救済の対象外となる。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が、逆に言えば低格付け社債の混乱は続く可能性が高い。

図表 3： 主要中央銀行による緊急対策の救済対象

	銀行間信用	政府信用(国債)	企業信用(社債)	
			投資適格	ジャンク
欧州	青色	青色	赤色	赤色
米国	青色	青色	青色	赤色
第三世界	赤色	赤色	赤色	赤色

(出所)各中央銀行資料より大和総研作成。青色部分が救済の対象、赤色部分が対象外。

第二に、米国以外の中央銀行—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—かわりに、明確な上限額が設定されている。また、②はいわば「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。毎度のことではあるが、主権国家の寄り合いにすぎないEU傘下組織における意思決定の遅れが経済に致命傷をもたらさう点には留意が必要だろう。

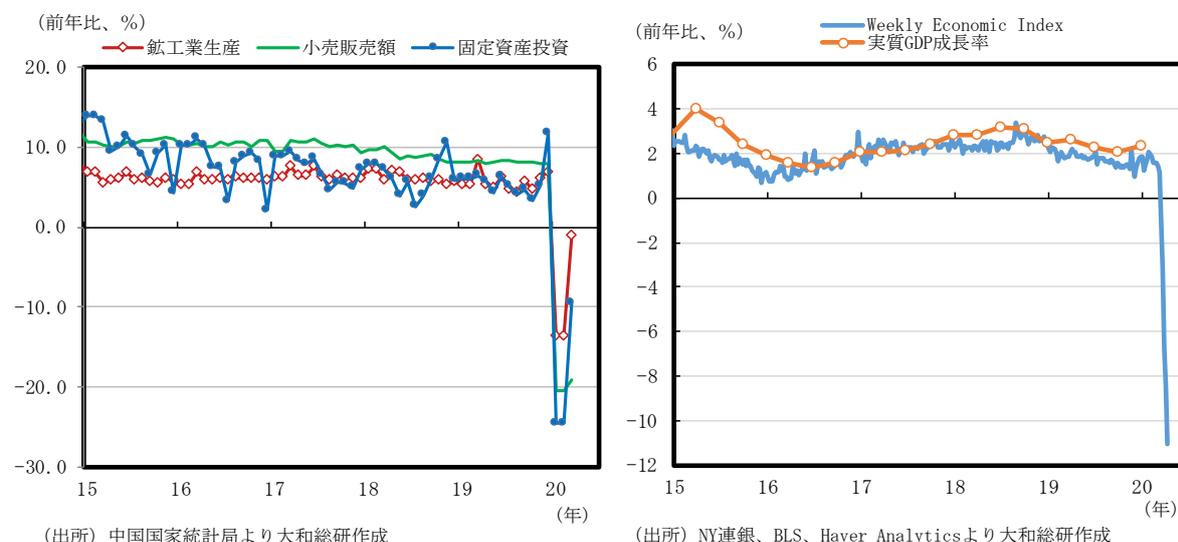
第三に、そもそも信用危機への対応手段が限られる新興国にとっての危機は未だ去っていない。FRBとのドルスワップ協定の対象となった国々では「ドル枯渇」の懸念は一旦後退しているものの、ドルスワップ単体で企業信用の問題を解決できるわけではないし、そもそもドルスワップの適応対象となっていない国が新興国の大半を占める。

第四に、上記全てと関連するが、低格付け社債・国債の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は、解消されたわけではない。結局のところ、今後信用不安が再発するか否かは、コロナ禍が実体経済に与える打撃の深さと長さに依存するということだ。

「儂い期待」と「多難な前途」の狭間に立つ実体経済

実体経済に目を向けると、冒頭でも触れたように、中国における経済活動が回復・正常化に向かいつつあることや、欧米におけるロックダウン措置の部分的な解除期待が浮上していることは確かに朗報だ。しかし中国の経済指標を確認すると、鉱工業生産等に代表される「供給側統計」では若干の回復が見られる一方で、小売販売額や固定資産投資等に代表される「需要側統計」は未だ極めて弱く、回復継続に向けた前途の困難さを予感させる。

図表4：中国経済（左）と米国経済（右）の現状



また、欧米を中心として世界の最終需要が低迷する中で、中国にとっての「外需」にも懸念が残る。そして肝心要の欧米に関して、仮にロックダウン措置の解除（感染の再拡大の回避）が成功したとしても、既に発生している天文学的規模の失業が、後の需要回復ペースを緩慢なものにとどめる可能性は極めて高い。

世界経済が「コロナ以前」の水準まで回帰する道程においては、差し当たり、未だ日程すら定まらない「全人代」における中国政府の景気対策や、インフラ投資等の景気浮揚策を中心とした米国トランプ政権による追加財政政策に縋らざるを得ない状況だと言えよう。

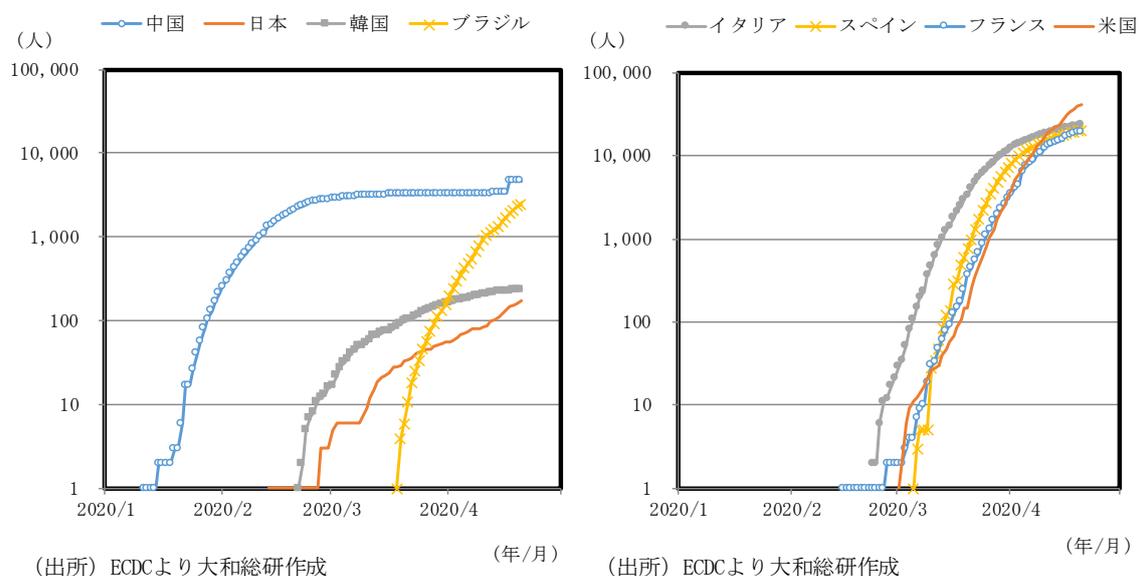
スペイン風邪のような「第二波・第三波」を回避できるのか

また、上述の議論はいずれも「ロックダウン措置の解除（感染の再拡大の回避）に成功した」ことを前提としている。現時点ではこの前提すら疑わしいと言わざるを得ない。まず、拙速なロックダウン措置の解除が再拡大をもたらす可能性は否定できない。

また、ブラジルなどの南半球諸国において感染拡大が確認されることも気がかりだ。結局のところ、世界全体で新型コロナウイルスが①根絶される、あるいは何らかの変異により毒性を失うか、②特效薬が開発されるか、③集団免疫の獲得に至るまで、コロナ禍が収束することは論理的に考え難い。この文脈において、南半球での感染拡大は明らかに①を困難なものとする凶報だ。そして③には多大な犠牲と時間が必要となる。②に関しては創薬進展への期待が一部に浮上しているが、未だ予断を許さない状況である。

以上を踏まえると、当面の間、医療崩壊を回避するための社会隔離措置を維持し、経済活動の縮小を甘受しながら時間をかけて②もしくは③を待つ、いわば「ウィズ・コロナ時代」と向き合う必要性が高まっていると言わざるを得ないだろう。

図表 5： 国別の累積死者数の推移（対数表示）

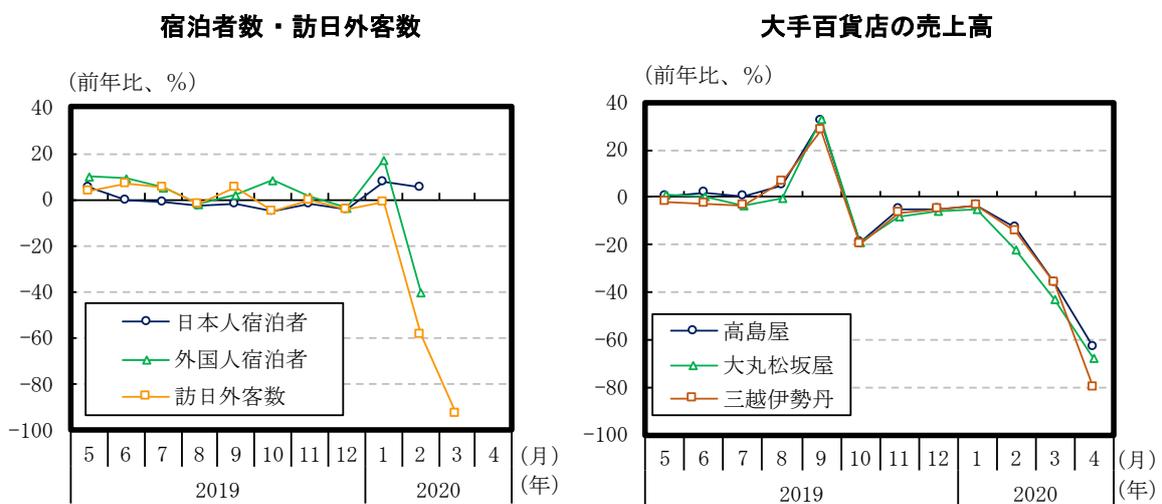


日本経済の現状と「ウィズ・コロナ時代」の産業インプリケーション

日本経済に目を向けると、特定産業を中心として、社会隔離措置の影響が顕在化している（**図表 6-7**）。例えば、訪日外客数は3月時点で前年同月比9割減、4月旅客機予約数は1日時点で国際線が同9割減程度、国内線が同6割減程度である。新幹線の4月前半の輸送量は同8割減程度と3月の同6割減程度からさらに減少幅が拡大した。大手百貨店の4月前半の売上は同6～8割減だった。緊急事態宣言の発出に伴い、4月下旬以降には更なる悪化が見込まれる。

また、クレジット決済データに基づいたJCB消費NOWによれば、外食や娯楽関連の消費額も3月時点で大幅な落ち込みが記録されている。

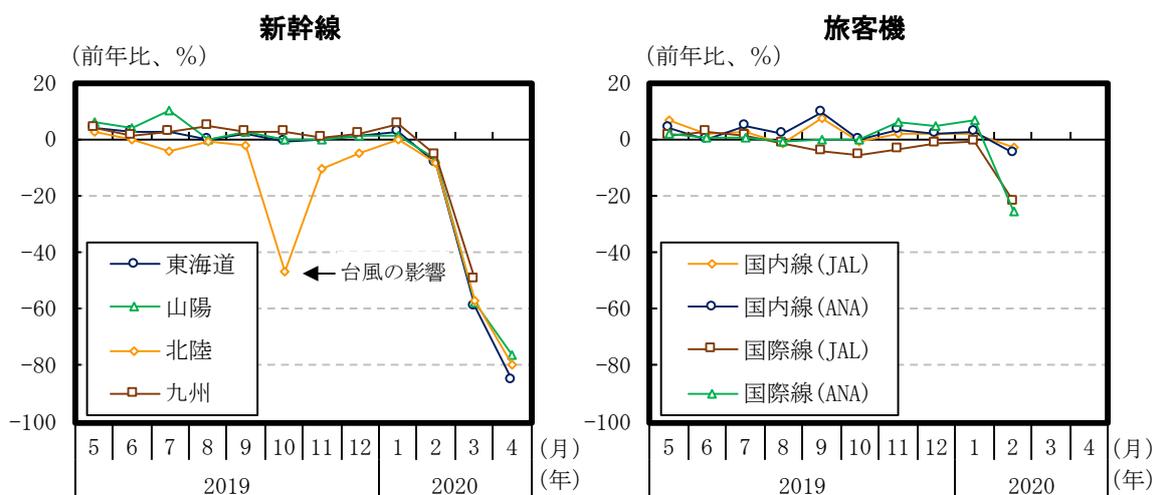
図表 6：宿泊者数・訪日外客数と大手百貨店の売上高



(注) 宿泊者は宿泊日数ベース。

(出所) 観光庁、日本政府観光局 (JNTO) 統計、各社資料より大和総研作成

図表 7：新幹線・旅客機の利用状況



(注1) 4月分は東海道新幹線は15日まで、山陽・北陸新幹線は7日までの数値。

(注2) JAL・ANAのデータはグループ会社を含む数値。

(出所) JR東海、JR西日本、JR九州、JAL、ANA資料より大和総研作成

他方、一部の業種においていわば「漁夫の利」が発生していることも看過されるべきでない。例えばスーパーやホームセンターの売上は「巣ごもり消費」の増加から高水準で推移している（図表 8）。JCB 消費 NOW によれば上述したカテゴリーに加えて「酒屋」「E コマース」「医薬品」「コンビニ」などのカテゴリーでも消費額が増加している。また、現時点で入手可能なデータは少ないが、リモートワーク等の推進に伴う通信サービス、ソフトウェア、電子機器等の需要が増大していることも想像に難くない。コロナ禍は「代替需要」と「特需」をも発生させている。

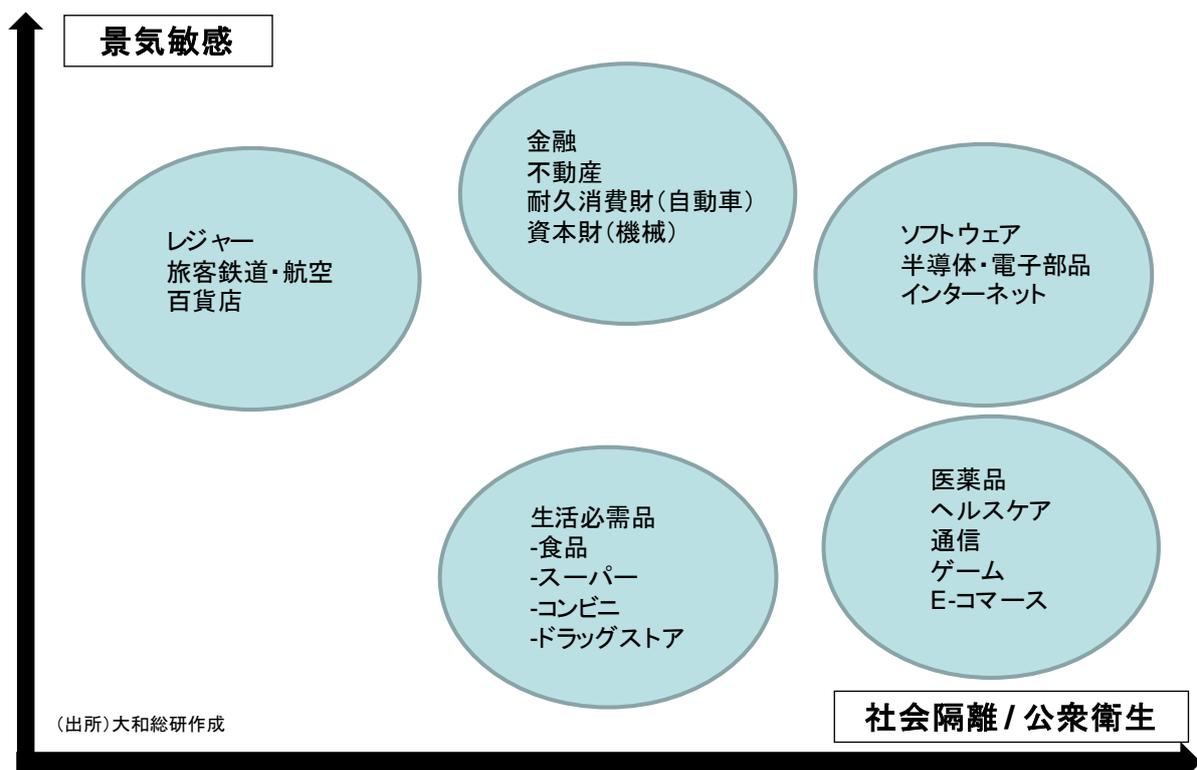
図表 8：スーパーマーケット・ホームセンターの売上高



(注) METI POS小売販売額指標の週次データ。消費税を除くベース。大和総研による季節調整値。

(出所) 経済産業省より大和総研作成

図表 9：「ウイズ・コロナ時代」の産業インプリケーション



日本経済見通し（2020年4月8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	-2.9	2.8	1.2	-3.2	2.5
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	-0.1	-4.0	2.7	0.7	-4.5	2.4
内需寄与度	0.1	-2.1	1.7	0.8	-2.7	1.6
外需寄与度	-0.2	-1.9	1.0	-0.2	-1.8	0.8
GDPデフレーター	0.8	1.1	0.1	0.6	1.3	0.1
全産業活動指数上昇率	-1.1	-4.7	2.8	-0.3	-5.4	2.5
鉱工業生産指数上昇率	-3.4	-6.7	3.3	-2.8	-7.4	2.3
第3次産業活動指数上昇率	-1.1	-6.3	2.9	0.5	-7.7	2.8
国内企業物価上昇率	-0.3	-5.4	0.5	0.2	-4.5	-0.8
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.6	-1.6	-0.5	0.7	-0.9	-1.0
失業率	2.3	3.4	2.7	2.4	3.3	2.8
10年物国債利回り	-0.12	0.00	0.00	-0.11	-0.02	0.00
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	1.2	1.7	6.5	0.6	1.2	6.0
経常収支（億ドル）	1,900	1,934	2,515	1,840	1,870	2,463
経常収支（兆円）	20.8	20.9	27.2	20.1	20.2	26.5
対名目GDP比率	3.8	3.9	4.9	3.6	3.8	4.8
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	-0.8 (-0.5)	-2.6 (-1.4)	2.2 (1.2)	0.2 (0.1)	-3.9 (-2.1)	2.5 (1.4)
民間住宅投資	1.1 (0.0)	-2.6 (-0.1)	-0.0 (-0.0)	2.0 (0.1)	-3.1 (-0.1)	-0.2 (-0.0)
民間設備投資	-0.8 (-0.1)	-6.1 (-1.0)	1.7 (0.3)	0.7 (0.1)	-6.3 (-1.0)	0.6 (0.1)
政府最終消費	2.6 (0.5)	1.9 (0.4)	0.9 (0.2)	1.9 (0.4)	2.2 (0.4)	1.2 (0.2)
公共投資	3.6 (0.2)	1.2 (0.1)	-0.3 (-0.0)	2.9 (0.1)	2.0 (0.1)	0.1 (0.0)
財貨・サービスの輸出	-2.2 (-0.4)	-20.1 (-3.4)	15.9 (2.3)	-1.8 (-0.3)	-18.9 (-3.3)	11.8 (1.7)
財貨・サービスの輸入	-0.9 (0.2)	-8.8 (1.6)	7.3 (-1.2)	-0.8 (0.1)	-9.0 (1.5)	6.3 (-0.9)
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	2.4	-1.8	4.8	3.0	-1.8	4.0
原油価格（WTI、\$/bbl）	54.7	25.0	25.0	57.0	30.2	25.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	1.8	-3.3	3.8	2.3	-3.0	3.1
米国の消費者物価上昇率	1.9	1.1	2.3	1.8	1.3	2.1
(3) 日本経済						
名目公共投資	5.2	1.7	0.2	4.5	2.9	0.5
為替レート（円/ドル）	108.7	107.5	107.5	109.0	107.9	107.5
（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