

回復に時間がかかるコロナショック

2020年4月24日

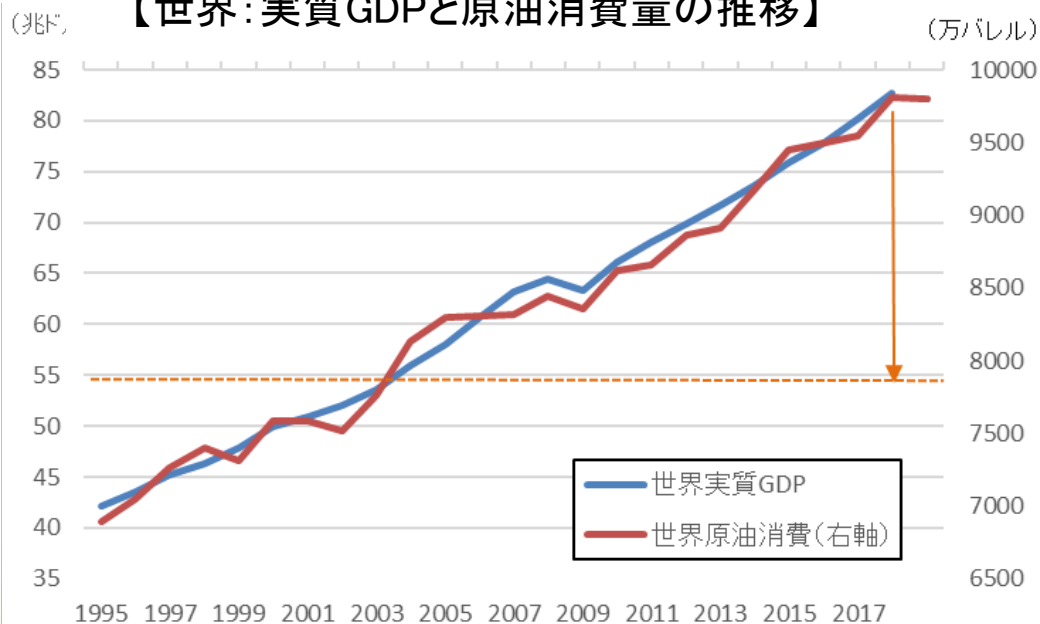
RIETI コンサルティングフェロー/新潟県立大学国際経済学部教授
中島厚志

1. 大恐慌後最悪のコロナショック

○ 新型コロナウイルスとロックダウンなどで主要国経済は大恐慌以来の不況へ

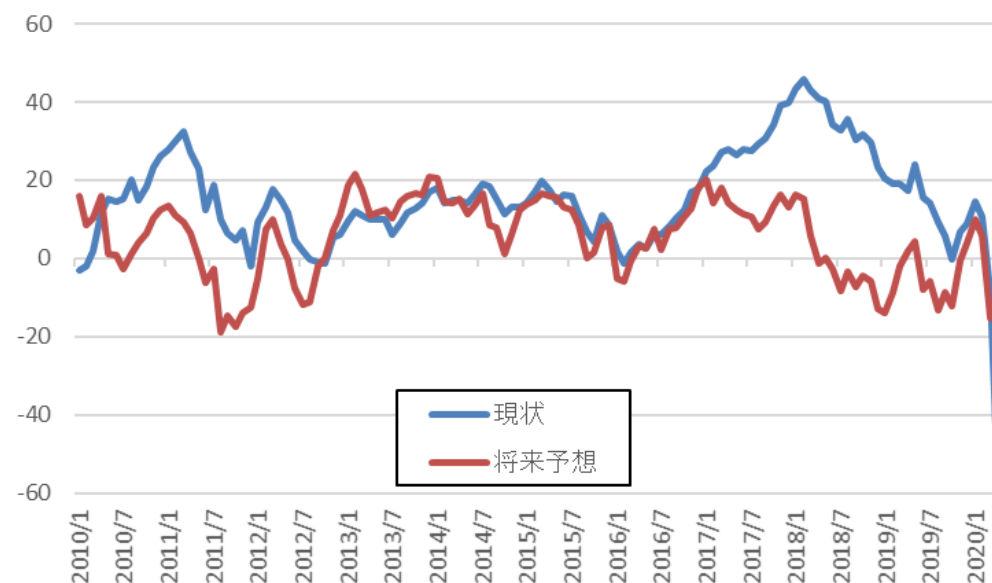
- ・ 原油消費は現在2000万バレル/日以上落ち込んでいるとされており、それは2003年の原油消費に相当。世界経済の成長率は原油消費量増加率よりも高いことから、世界GDPは2000年前後に戻ったとも推計される
- ・ 主要な世界経済に関するアンケート調査では最新となる4月のSentix投資家信頼感指数(4/6発表)は▲52.3と、2003/1の指数発表以来リーマンショック時(▲55.5、09/3)に次ぐ悪い数値。ただし、6か月先の見通しは下がりず

【世界：実質GDPと原油消費量の推移】



(注) 世界実質GDPは2010年基準でドルベース。原油消費量は日量。点線は、2018年から原油消費量が2000万バレル落ちた水準
(出所) 世界銀行、米エネルギー省

【世界：Sentix投資家信頼感指数】

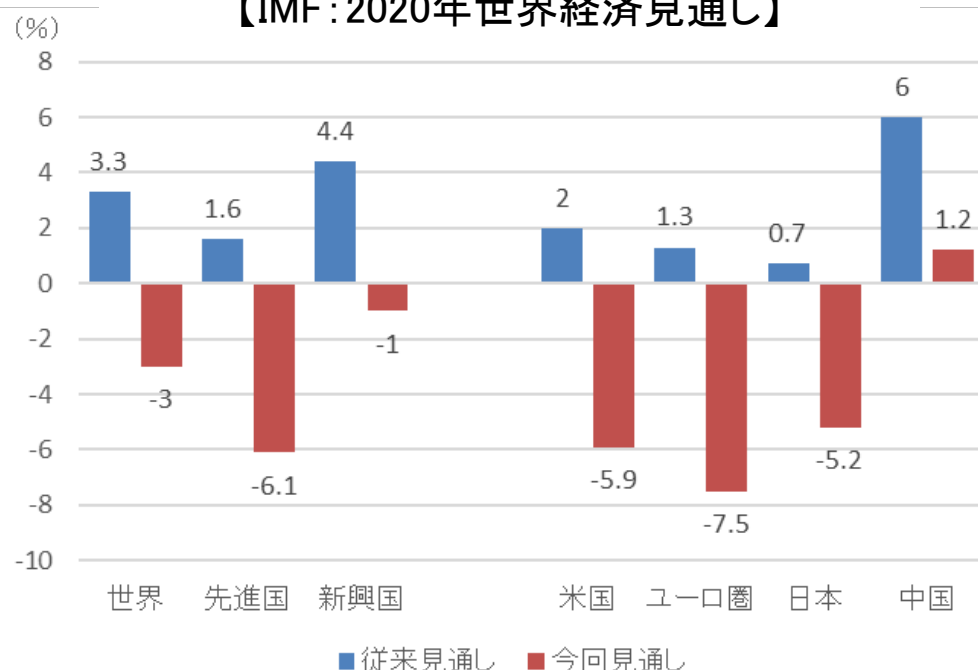


(注) Sentix投資家信頼感指数は、投資家(金融アナリストおよび金融機関)1600人にヒアリングし、DIでまとめたもの。将来予想は6か月先の見通し
(出所) Sentix

○ IMFは2020年の世界経済成長率をプラス3.3%からマイナス3%に下方修正

- ・ 現在原油消費は2000万バレル/日以上落ち込んでいるとされており、それは2003年の原油消費に相当。世界経済の成長率は原油消費量増加率よりも高いことから、世界GDPは2000年前後に戻ったとも推計される
- ・ 2020年の世界・主要国経済については、主要国際機関いずれもマイナス成長を見込んでおり、外出自粛などの対策は段階的な解除しかできず、その間外出自粛で毎月GDPの3～4%が失われるとの見方

【IMF: 2020年世界経済見通し】



(注) 従来見通しは2020/1時点、今回見通しは2020/4/14

(出所) IMF

国際機関の世界経済への見方

IMFゲオルギエフ専務理事

○(4/9)「感染症対策に十分な予算を投入できない新興国や貧困国に「高いリスクがある」。金融市場の混乱で、過去2か月の新興国市場からの資金流出は約1千億ドル(約10兆8千億円)に達し、「金融危機後の同期間の3倍を超えた」
「20年後半に感染を押さえ込めても、経済活動を停滞させる外出自粛などの対策は「段階的な解除」しかできず、21年に想定される景気回復は「部分的」なものにとどまる見通しが強い」

ECB(欧州中央銀行) ラガルド総裁

○(4/8)「2009年には、ユーロ圏の成長率はマイナス4.5%、フランスはマイナス2.9%となった。今回、エコノミストの見立てでは外出自粛で2020年の成長率はマイナス2～3%となり、数週間の外出自粛はGDPを3.5%～4%押し下げ、数か月にわたると9%～10%押し下げる」

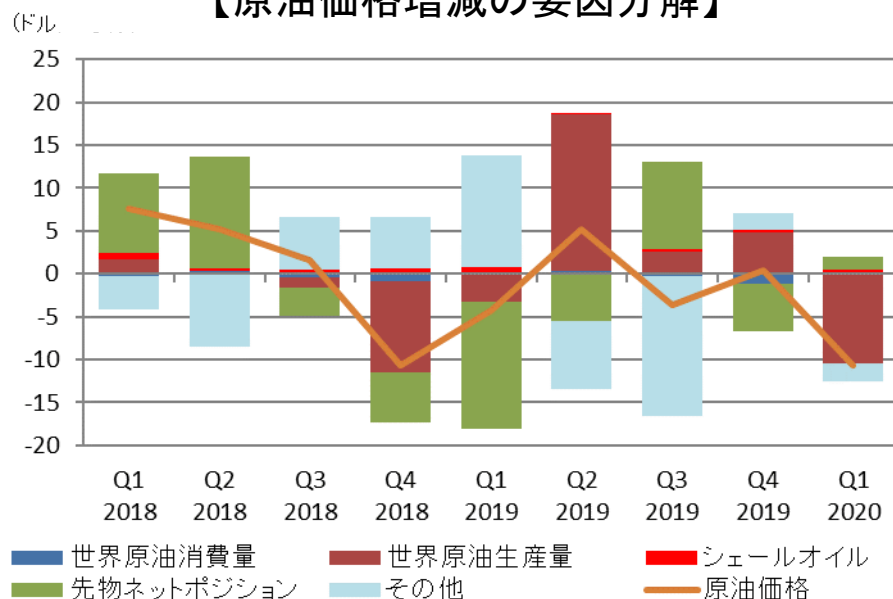
OECDグリア事務総長

○(4/1) 感染拡大を抑止できなければ、毎月GDPの2%が失われる。
2020年の世界経済見通しは3月初にはプラス1%超だったが、いまの見立てではマイナス5%かそれ以下だろう。」
「3か月収入がなければ、OECD諸国の世帯の1/3が貧困に陥る。」

○ 原油価格は2020年入り後は新型コロナの感染拡大と産油国間の生産調整不調で急落

- ・ 四半期ごとの原油価格増減要因をみると、2020年1Qの価格下落には需要を超えた原油生産がもつぱら寄与
- ・ 需給やシェールオイル生産等を組み込んだ推計では現状の原油価格は50ドル台で安定的であり、現状との30ドルほどの違いは主として新型コロナウイルスの感染拡大での需要減に生産調整が追いつかなかったものの。ただし、感染拡大が止まっても、世界経済の回復は低位から時間がかかる見込みであり、50ドル台の回復には数年はかかる見込み

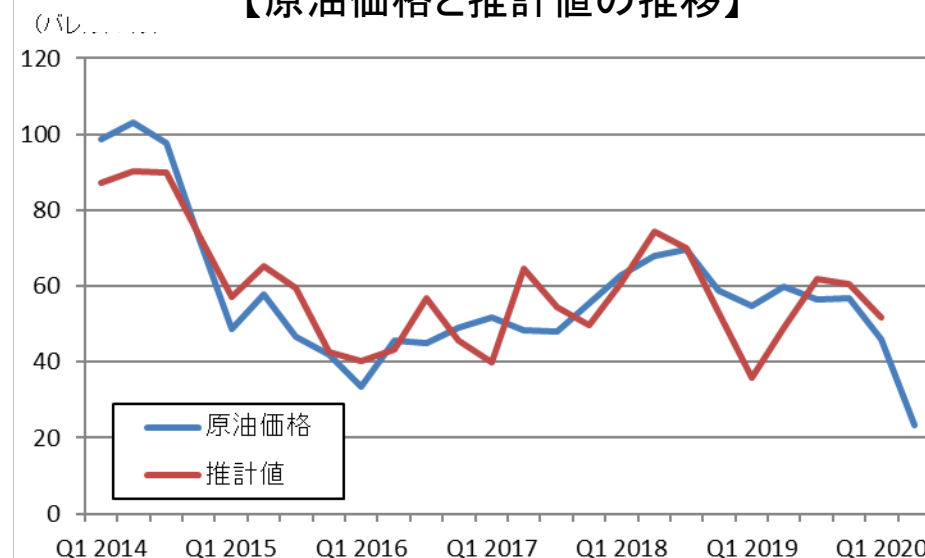
【原油価格増減の要因分解】



(注) 原油価格はWTI原油価格

(出所) 米エネルギー省、Thomson Reuters、NYMEX

【原油価格と推計値の推移】



(注) 原油価格はWTI原油価格。推計値は世界原油生産量・需要、シェールオイル生産量、原油先物大口投機玉ポジションを説明変数として回帰。推計期間は2014Q1～2020Q1
(出所) 米エネルギー省、Thomson Reuters、NYMEX

○ 米国経済は、3月以降劇的に悪化

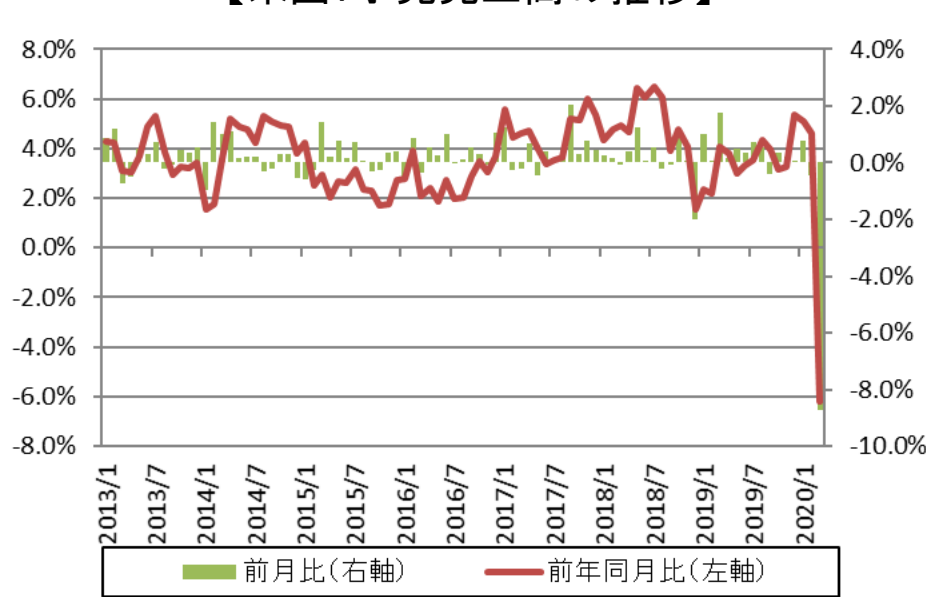
- ・米国の3月の経済指標はいずれも前例がないほどの大幅悪化。3月の鉱工業生産指数は前月比▲5.4%となり、1946年1月以来74年2カ月ぶりの低下
- ・4/15発表の小売売上高も前月比▲8.7%で、統計開始の1992年以来過去最大の下げ幅。減少が大きかったのは、衣料・装飾品店(▲50.5%)、自動車・関連部品(▲25.6%)、飲食サービス(▲26.5%)、ガソリンスタンド(▲17.2%)など。他方で、食料品店(+25.6%)やオンラインストア等無店舗小売(+3.1%)の売り上げは増加

【米国：鉱工業生産、輸出、設備稼働率の推移】



(注) 輸出は名目通関額、鉱工業生産は数量指数(2012=100)で前年同月比。設備稼働率は%
(出所) 米国Census Bureau、FRB

【米国：小売売上高の推移】

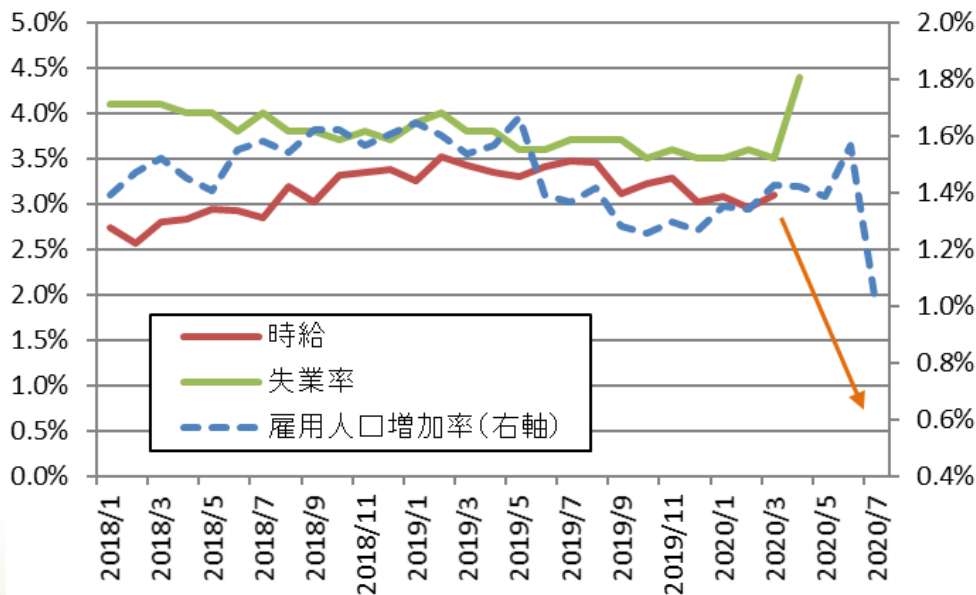


(注) 季調済
(出所) US Census Bureau

○ 感染拡大が止まっても回復は緩やか

- ・ 米国の3月の失業率は4.4%に上昇するとともに、雇用人口の増加に急ブレーキ。時給と雇用関連指標との相関は強く、失業率が10%を超える状況では賃金上昇も失われ、感染拡大収束後の景気回復はもっぱら景気対策に頼ることに。ちなみに、いままでの失業率と時給との弾性値から見ると、失業率が10%に跳ね上がれば時給は1割ほど下落する計算
- ・ 外出規制等で米景気はリセッション入りしているものの、米国消費の伸びの多くは所得増によって支えられており、雇用減と所得減のダブルパンチで本格的な消費回復には時間がかかる公算

【米国：賃金上昇率と雇用関連指標の推移】



(注) 前年同月比。賃金は時給。なお、失業率は1か月先行、雇用人口は4か月先行
(出所) 米国労働省

米国：失業率とCPI上昇が賃金に与える影響

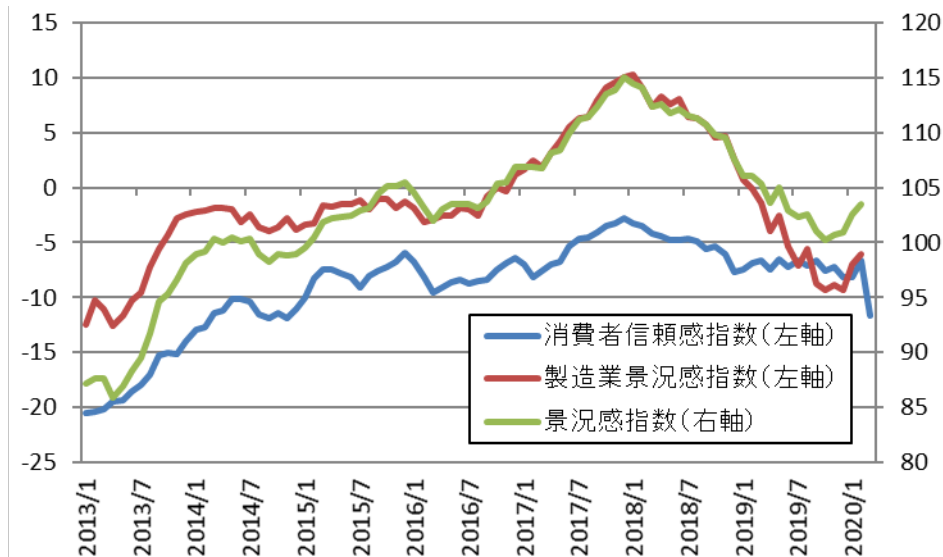
失業率	5%	10%	15%
CPI	0%	0%	0%
賃金	-3.1%	-9.7%	-13.3%

(注) $\ln(\text{時給}) = -0.109 \cdot \ln(\text{失業率}) + 0.996 \cdot \ln(\text{総合CPI})$ で推計
(出所) 米労働省

○ 欧州の企業景況感も劇的に悪化

- ・ 欧州の3月の消費者信頼感指数(▲11.6、2月は▲6.6)は、同指数の発表開始(1985/1)以来1か月での悪化幅は過去最大
- ・ ドイツでは、Ifoの3月の企業景況感(86.1)がギリシャ債務危機が発生した09/7(85)以来の最悪の数値

【ユーロ圏: 景況感指数】



(注) 景況感指数は消費者、製造業、サービス業等15項目より作成された指数
(出所) 欧州委員会

【ドイツ: 企業景況感の推移】

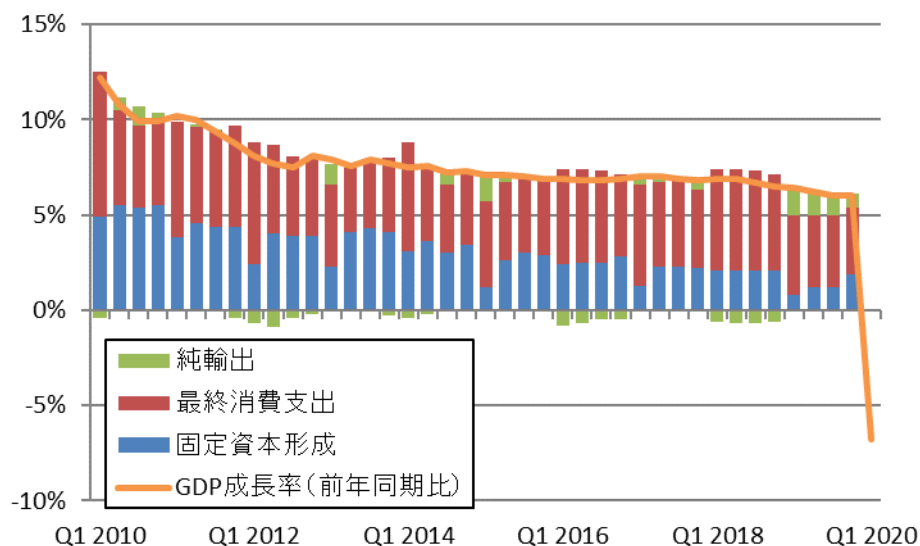


(出所) 独Ifo、ZEW

○ 中国の1-3月期実質経済成長率は前年同期比▲6.8%と、統計開始以来最低の成長率

- ・ 1-3月期の実質経済成長率は前年同期比で▲6.8%、前期比では▲9.8%となり、いままでなかった成長率。内訳の発表はないものの、消費、固定資本形成、外需いずれも大きなマイナスとなった公算
- ・ 他方、コロナウイルス感染拡大にもかかわらず主要都市の不動産価格は金融緩和に敏感に反応しており、引き続き大胆な金融緩和の余地は小

【中国：実質経済成長率（前年同期比）】



(出所) 中国国家统计局

【中国：不動産価格と翌日物金利】



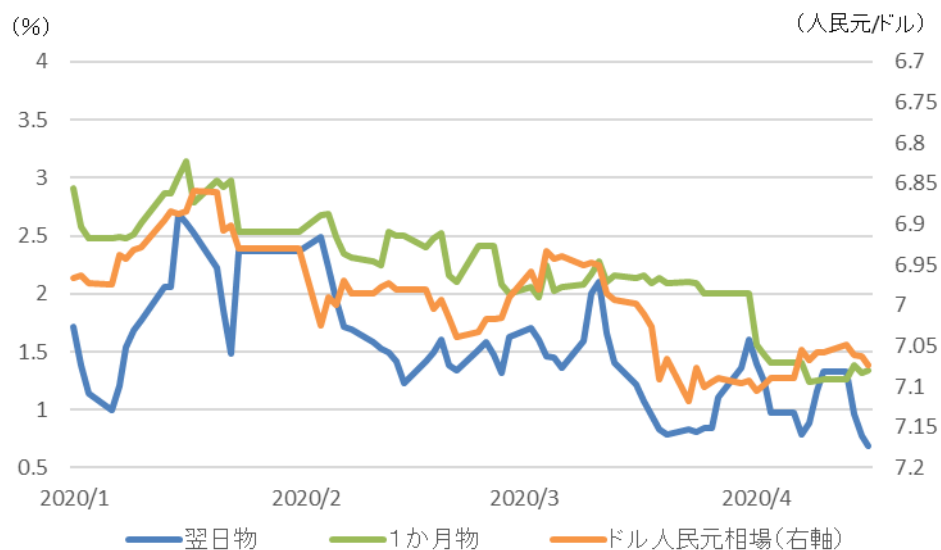
(注) 不動産価格平均値、前年同月比。5都市は北京、広州、上海、深圳、天津。ただし、20/2は天津データ未公表につき、天津を除く4都市平均。

(出所) 人民銀行、中国指数研究院

○ なお、人民元相場と上海株価は短期金利の低め誘導に反応

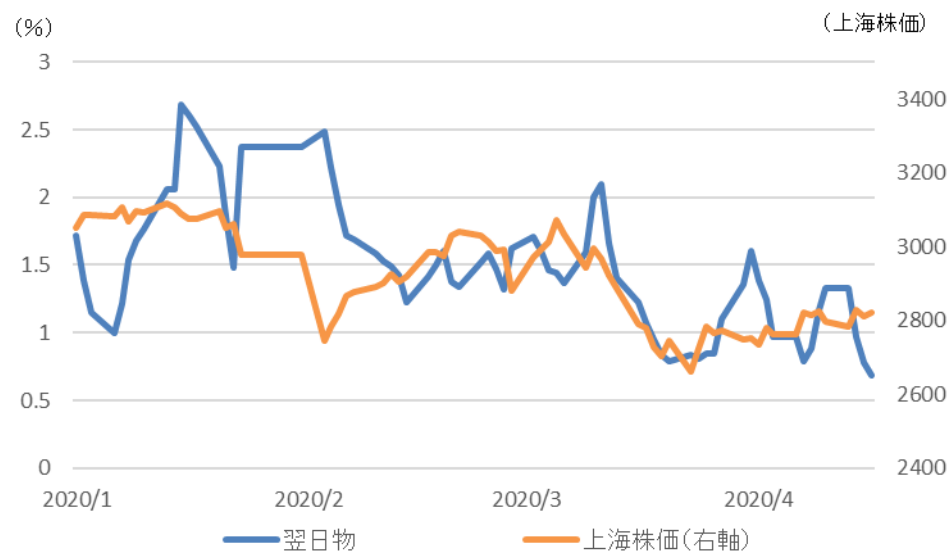
- ・ 人民元相場は政策金利の低め誘導に応じてやや人民元安の展開
- ・ また、上海株価も同様の動きで、とりわけ2月中旬以降相関が強まっていたものの、3月25日前後以降感染の収まりと経済活動活発化で株価は上昇に転じ、政策金利との相関はなくなった状況

【中国：人民銀行レポ金利とドル人民元相場】



(注)ドル人民元相場は下が人民元安
(出所) 中国人民銀行

【中国：人民銀行レポ金利と上海株価】



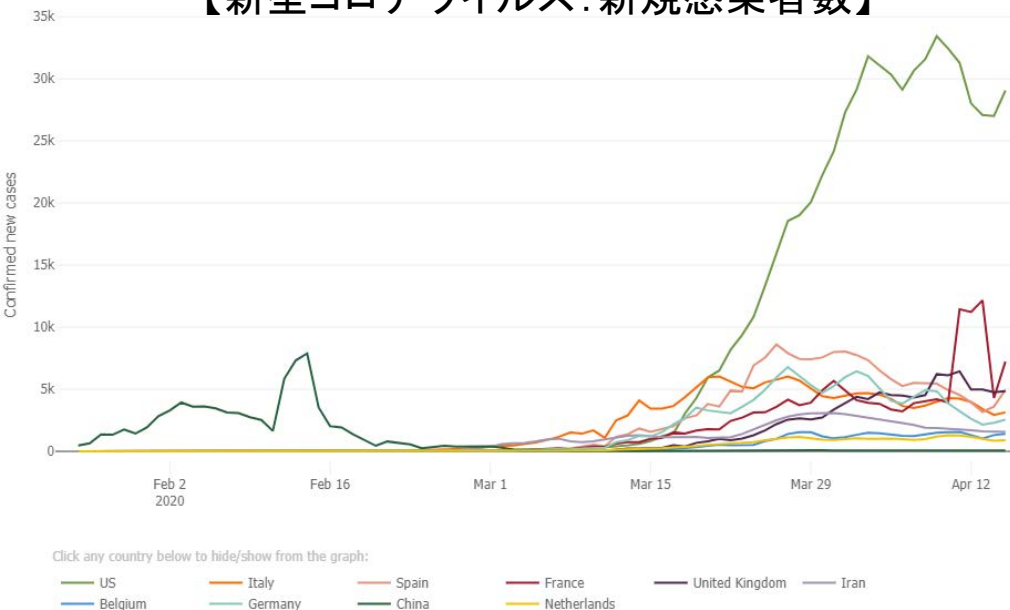
(出所) 中国人民銀行、上海証券取引所

2. 国毎に巧拙が出た感染拡大抑止

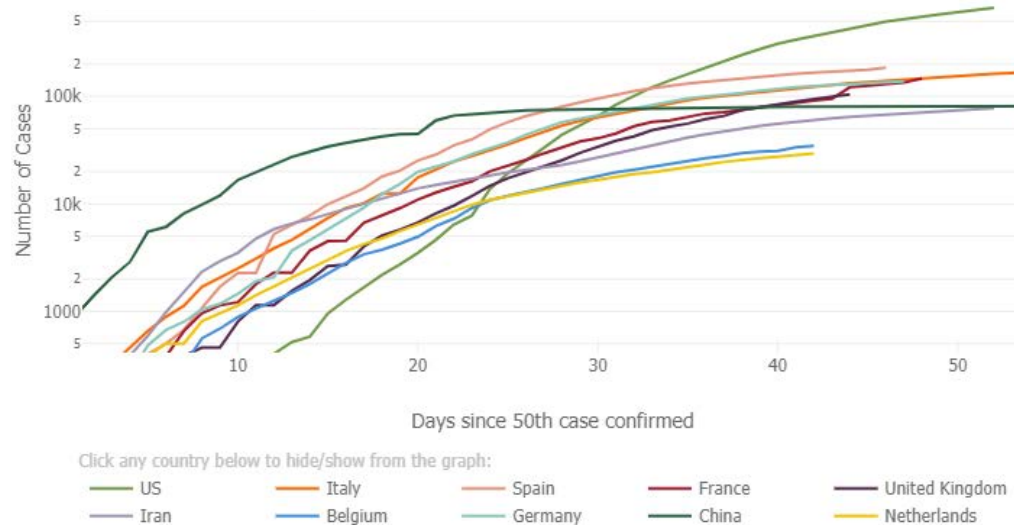
○ 欧米主要国の感染拡大ピッチは鈍化

- ・ 欧米主要国の感染者累計の増加は続くも、新規感染者数と感染者増加率では歯止めがかかりはじめている状況
- ・ 感染拡大が際立っていたイタリアやイランの新規感染者数の増加は頭打ちに。もっとも、米国、フランスとイギリスでは、累計感染者数の増加率は鈍化するもその度合いはイタリアに劣後。とくに、フランスで感染者数の増加割合が再び高まるような動きも

【新型コロナウイルス：新規感染者数】



【新型コロナウイルス：累計感染者数(対数)】



(注) 5日間移動平均。メモリのkは1000。対数の伸びは累計に対する伸び率を指す
(出所) 米ジョンズ・ホプキンス大学

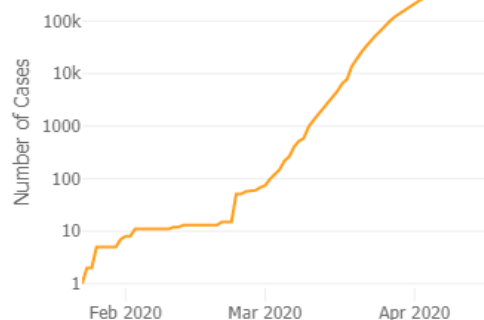
○ 欧州が米国に感染拡大抑止で歴然と先行

- ・ 米国は3/7にトランプ大統領が非常事態宣言を発出し、3/20にNY州クオモ知事が外出禁止令を発出したが、感染者が確認されてから2か月経った今も感染拡大止まらず。一方、ドイツは新規感染者数が着実に減少傾向にあり、欧州の先行は歴然

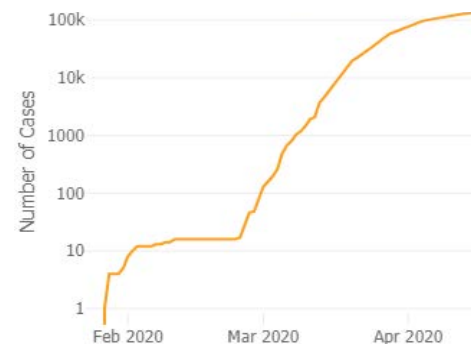
【新型コロナウイルス:新規感染者数と累積感染者数(対数)】



(米国:累積感染者数(対数))



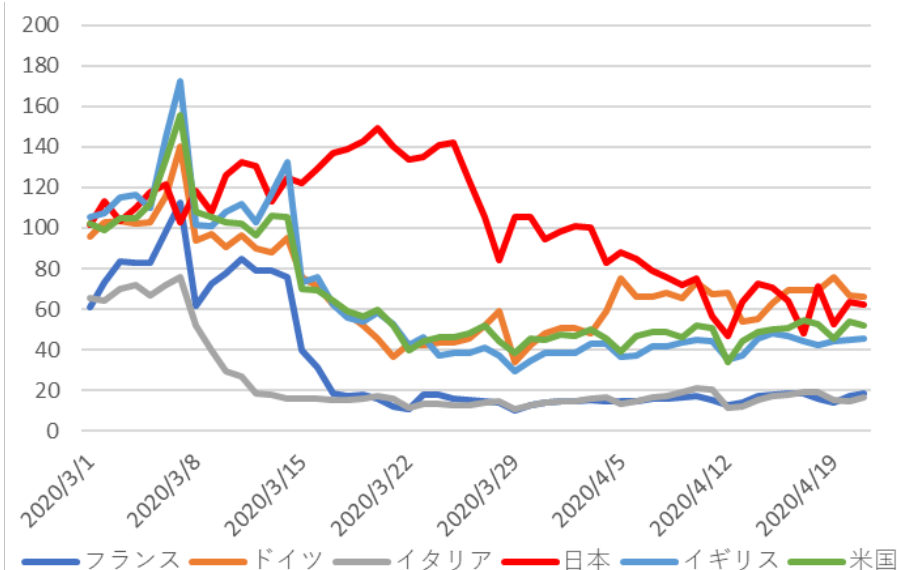
(ドイツ:累積感染者数(対数))



(注) 5日間移動平均。メモリのkは1000。対数の伸びは累計に対する伸び率を指す
(出所)米ジョン・ホプキンス大学

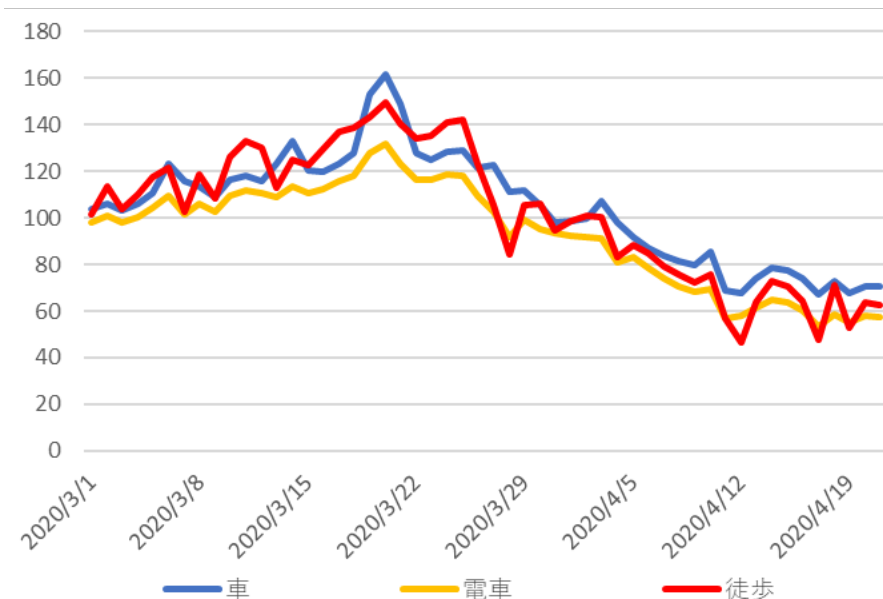
- 背景に、基本的には人の移動制限の強弱や措置の早さの差が存在。人の移動量はイタリア、フランスが大きく減少しており、日本は緩やか
- ・ アップルのスマホデータを活用した調査では、人の移動削減はイタリア、フランスで約8割、イギリス、米国が約5割に対して日本は約4割
- ・ 日本の場合、4/7の緊急事態宣言後に人の移動が一旦5割以上落ち込んだものの、その後横ばい状態
- ・ 現状では感染拡大を抑え込めず、今後さらに企業と個人への給付も出揃いつつあることから、早晩一段と強力な措置が出てこざるを得ない可能性

【主要国：人の移動量の推移】



(注)2020/1/13の移動量が100
(出所)Mobility Trends Reports

【日本：移動手段別の人の移動量の推移】



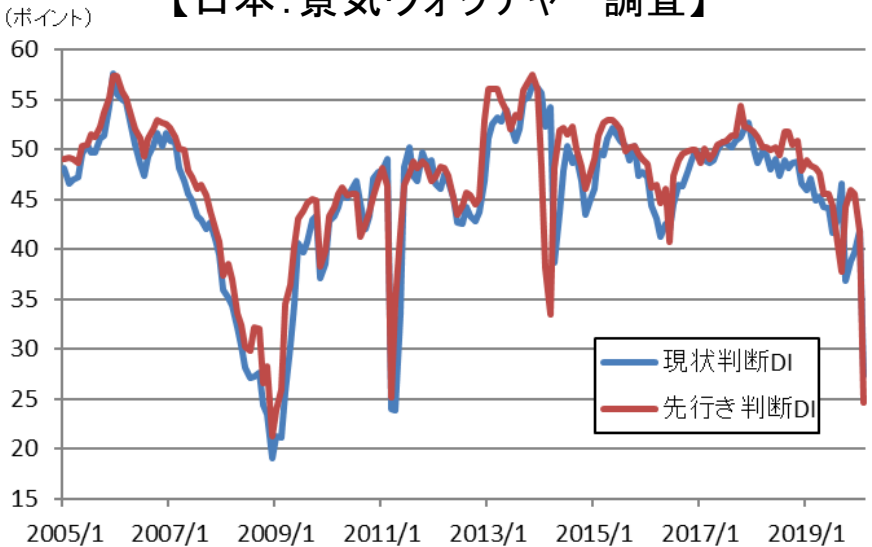
(注)2020/1/13の移動量が100
(出所)Mobility Trends Reports

3. 日本経済も戦後最大級の不況に

(◎良、○やや良、□不変、▲やや悪、×悪)

- 街角の景気判断は過去最低に急落
- 4/8発表の3月景気ウォッチャー調査は、現状判断DIが14.2で、リーマンショック時(19.0、08/12)を下回って調査開始(01/8)以来最低
 - 売上増となるスーパー等の一方、旅行客減少、中国から設備部品が入らない製造業、建設業など企業と雇用は急速に悪化しており、窓口には助成金、休業の相談が激増

【日本：景気ウォッチャー調査】



(注) 季調済。「景気ウォッチャー調査」は内閣府が毎月実施する景況感に関する調査で、3カ月前と比べたその時点の景気と、2～3カ月先の景気予測を調査。好不況中立水準は、50ポイント

(出所)内閣府

	分野	判断	特徴的な判断理由
現状	家計動向関連	□	・学校の休校や外食から内食への変更により、売上が大きく伸びている。ただし、ここ数か月、来客数は大きく変わらず推移していることから、現状の売上増は景気が上向いているためとは考えられない（北海道＝スーパー）。
		▲	・長引く新型コロナウイルスの影響で、海外からの観光客に加え、一般の来客も減っている。特に遅い時間帯の客が減っており、お菓子や総菜の販売は伸びているものの、来客数の減少による落ち込みはカバーできていない（近畿＝コンビニ）。
		×	・新型コロナウイルスの影響により、企業接待、異業種会合、社内送別会などが軒並みキャンセルとなり、料亭部門では来客数が前年比の約30%まで落ち込んでいる（北陸＝高級レストラン）。
	企業動向関連	▲	・新型コロナウイルスの影響により、海外旅行は壊滅的な状況である。国内でも、自粛の影響があり、集客が伸びていない（九州＝旅行代理店）。
	雇用関連	×	・特に、ホテル、飲食、観光業界の売上が激減しており、助成金若しくは休業等の相談が非常に増えてきている（甲信越＝職業安定所）。
先行き	家計動向関連	▲	・新型コロナウイルスの影響と、東京オリンピックの延期によるテレビなど映像関連の不振を見込んでいる（北陸＝家電量販店）。
		×	・新型コロナウイルスの収束も見えず、宴会部門の予約はほとんどがキャンセル状態である。この状況が2～3か月続けば、倒産もあり得る厳しい状況になってきている（北関東＝都市型ホテル）。
		×	・新型コロナウイルスの影響が日増しに大きくなっている。今後数か月で劇的に回復するとも思えず、営業時間や営業日の調整などを本格的に検討することになる（近畿＝百貨店）。
	企業動向関連	▲	・新型コロナウイルスの流行でアジア向けの輸出、輸入関連貨物がストップしている。中国向けは来月辺りから若干動き始める見込みであるが、その他の地域向けがいつ頃に回復するのか全く分からない（東北＝輸送業）。
	雇用関連	×	・東京オリンピックの延期により建築案件が更に先送りになり、当面鋼材消費の回復は期待できない（中国＝鉄鋼業）。
	雇用関連	▲	・新型コロナウイルス感染拡大の影響により、今後の業績が見通せない状況となっている。業績が悪化する兆しが生じれば、パート、アルバイト、契約社員の契約満了を視野に入れるようになるだけでなく、人材派遣などの利用も減少することになる（北海道＝人材派遣会社）。

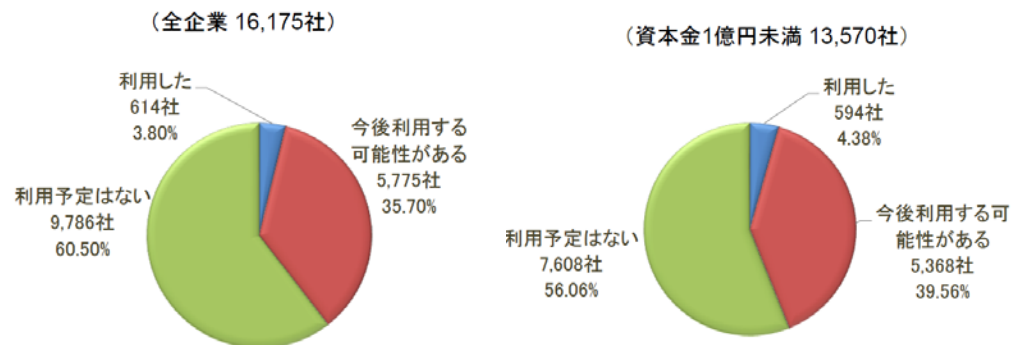
○ 企業業績は一気に悪化し、政府支援策の一層の充実と連鎖倒産防止への配慮がますます必要に

- ・東京商工リサーチが4/10に発表したアンケート調査では、3月の売上が75.0%の企業で前年割れで、中小企業の33.9%が20%以上の減収。さらに、資金繰りへの影響がある企業は47.2%
- ・「国内取引先が事業停止や倒産した」との回答は965社、「海外取引先が事業停止や倒産した」は808社で連鎖倒産の懸念も徐々に上昇。政府の緊急支援策を利用した企業は3.8%なるも、今後の利用可能性は35.7%

「すでに影響が出ている」と回答した企業の業種(降順・上位15業種)

順位	業種	構成比	回答数	回答母数
1	道路旅客運送業	100.00%	40	40
2	その他の生活関連サービス業 (旅行業、葬儀業、結婚式場業など)	99.12%	112	113
3	宿泊業	97.56%	80	82
4	飲食店	96.50%	138	143
5	娯楽業 (映画館、劇場、劇団など)	96.12%	99	103
6	織物・衣服・身の回り品小売業	96.05%	73	76
7	洗濯・理容・美容・浴場業	93.18%	41	44
8	学校教育	89.58%	86	96
9	繊維・衣服等卸売業	88.65%	164	185
10	その他の教育、学習支援業 (公民館、図書館、動物園など)	85.42%	41	48
11	各種商品卸売業	84.21%	112	133
12	協同組織金融業	82.35%	28	34
13	広告業	82.31%	107	130
14	飲食料品小売業	80.41%	78	97
15	医療業	80.00%	64	80

【日本：政府金融支援策利用の有無】



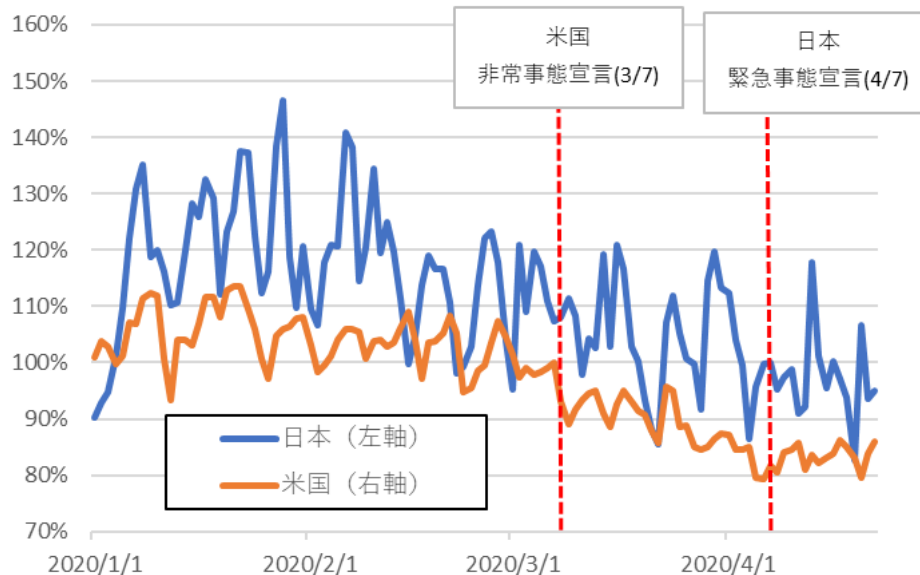
(注) 有効回答1万7,896社。政府金融支援策は、「新型コロナウイルス感染症特別貸付」や「セーフティネット貸付・保証」

(出所) 東京商工リサーチ「第3回新型コロナウイルスに関するアンケート」調査

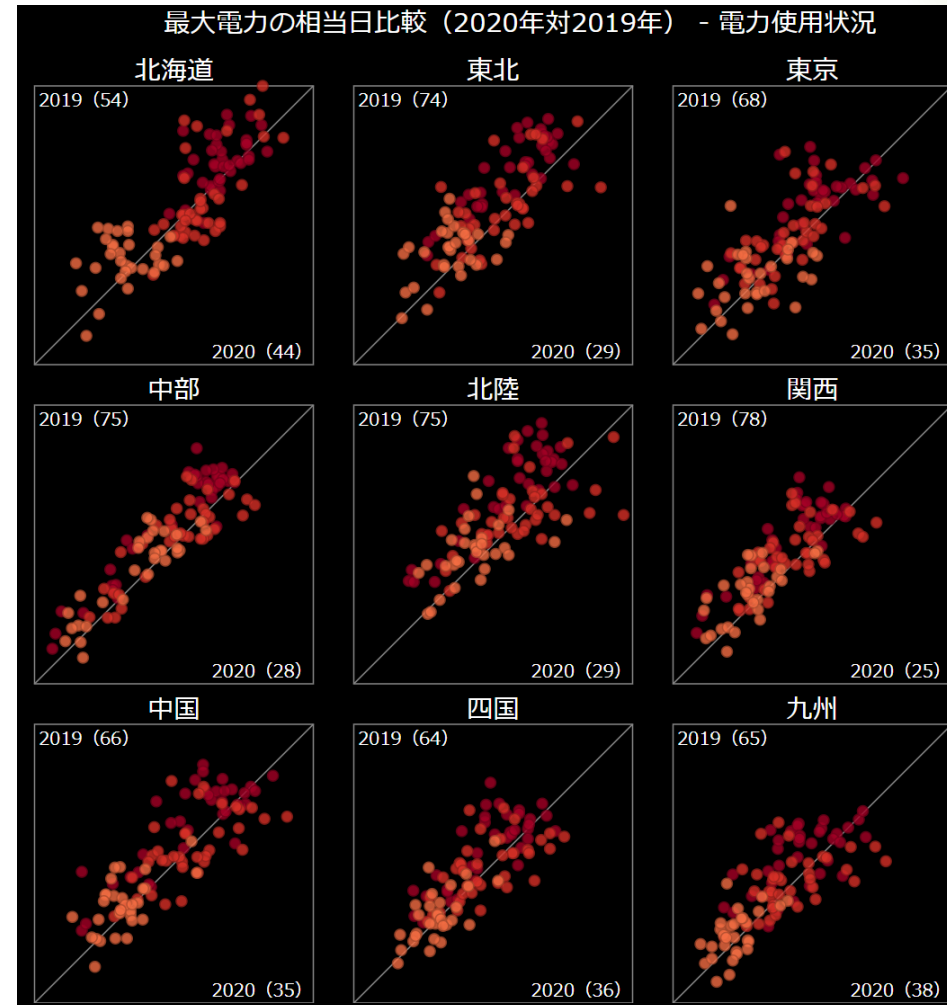
○ もっとも、日本の現状は経済と感染防止への対応がいずれも不十分

- ・ 東京電力管内の電力消費量は、気温や季節要因も大きいものの、緊急事態宣言(4/7)後も目立った減少せず
- ・ 米国NY州は非常事態宣言後2割近く減少しており、日本は経済活動は相応にあるものの人の移動が十分抑えられておらず、感染拡大抑止に時間がかかる可能性も

【東京とNY州：電力需要の推移】



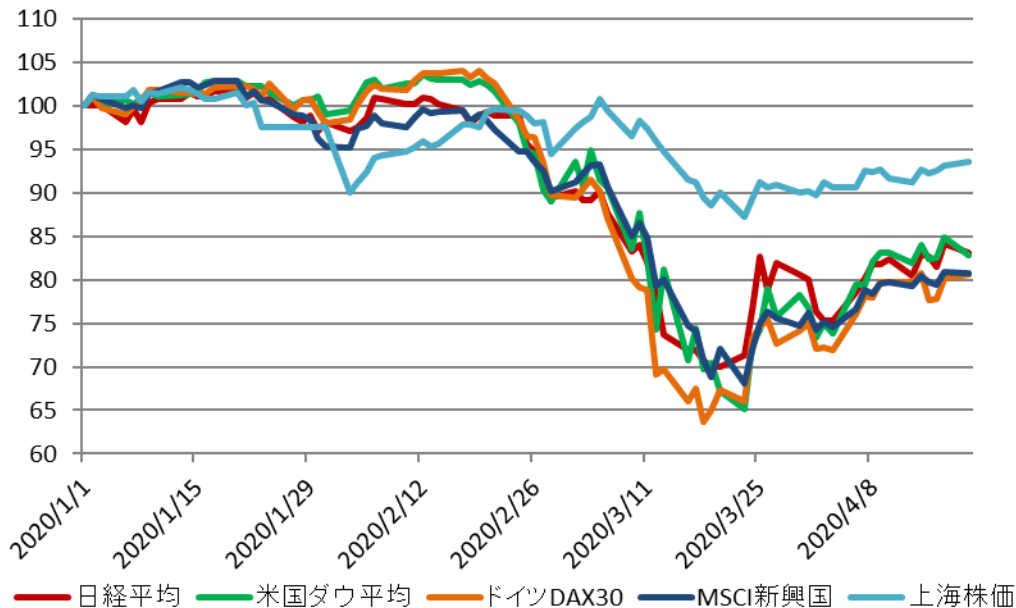
(注) 日本は2020/4/7=100%、米国は2020/3/7=100%
(出所) 東京電力、米エネルギー省



4. 取り敢えず落ち着きを取り戻した市場

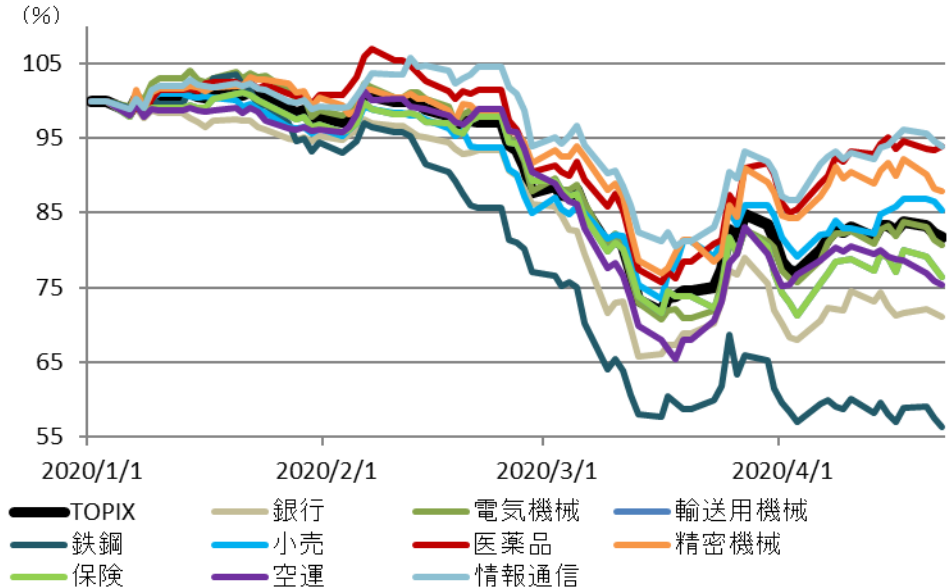
- 感染拡大は続いているものの、欧米での都市封鎖による感染拡大鈍化で株価は一旦底入れ
 - ・ 感染抑止の効果が上がりつつある中国に加えて、外出禁止措置など強力な感染抑止策や巨額の経済対策の表明で株価は世界的に反発するも、悪化が著しい経済指標などの発表で頭が重い展開
 - ・ TOPIXの業種別株価も反発するも、日本の感染拡大や円高進展などで全般的に上値が重い展開。ただし、上値は重いものの、感染治療の期待がかかる医薬品業界と5G投資やテレワークなどで需要が高まる情報通信業界は相対的に回復感が強い

【主要国・地域：株価の推移】



(注) 2020/1/1=100
(出所) Thomson Reuters

【日本：TOPIX業種別株価の推移】

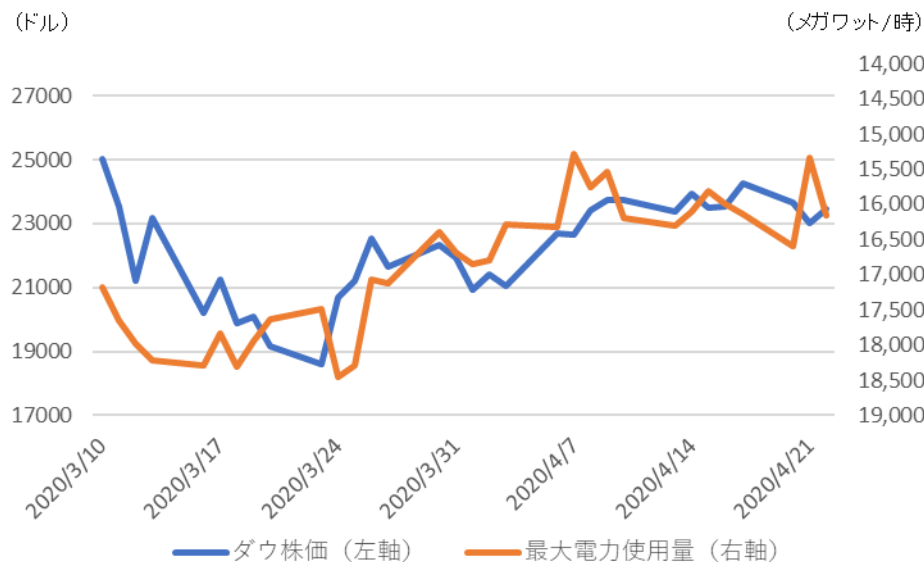


(注) 2020/1/1=100
(出所) 東証

○ 米株価はNY州の外出禁止令を好感するも、日本では株価と緊急事態宣言との逆相関乏しい

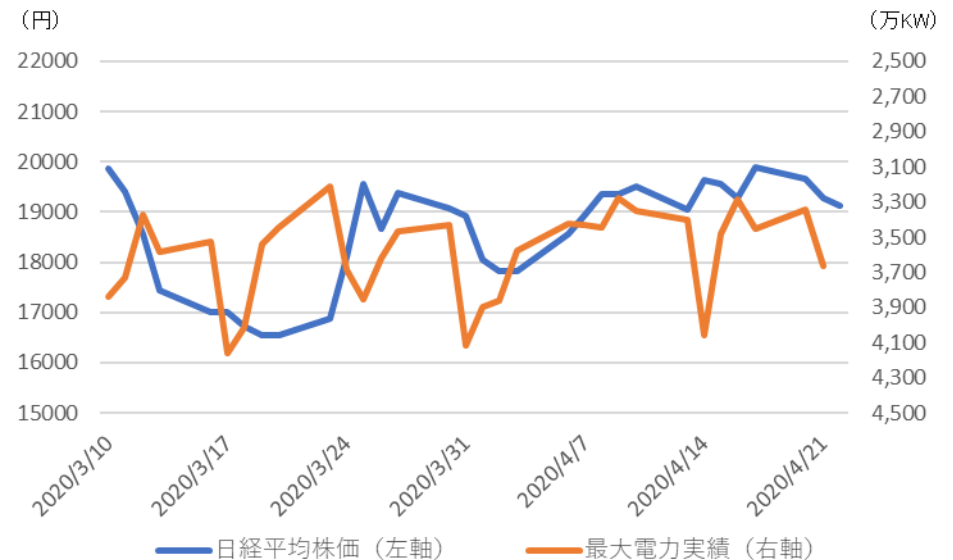
- ・ 米ダウ平均株価とNY州日次最大電力使用量を比較すると、3月20日のNY州クオモ知事の外出禁止令発出後有意に逆相関。ただし、4月16日のトランプ大統領の経済活動再開示唆の発言以降は順相関に回帰
- ・ 一方、東京電力日次最大電力実績を日経平均株価と比べると、米国ほどには逆相関は見え。ただし、有意な関係は見られないものの、緊急事態宣言発出の4月7日以降どちらかと言えば順相関が逆相関に変化しており、日本でも市場は外出自粛度合に反応しはじめている

【米国：米株価とNY州最大電力使用量】



(注) 電力使用量は1日先行
(出所) 米Dow Jones、エネルギー省

【日本：日経平均株価と東京電力最大電力実績】

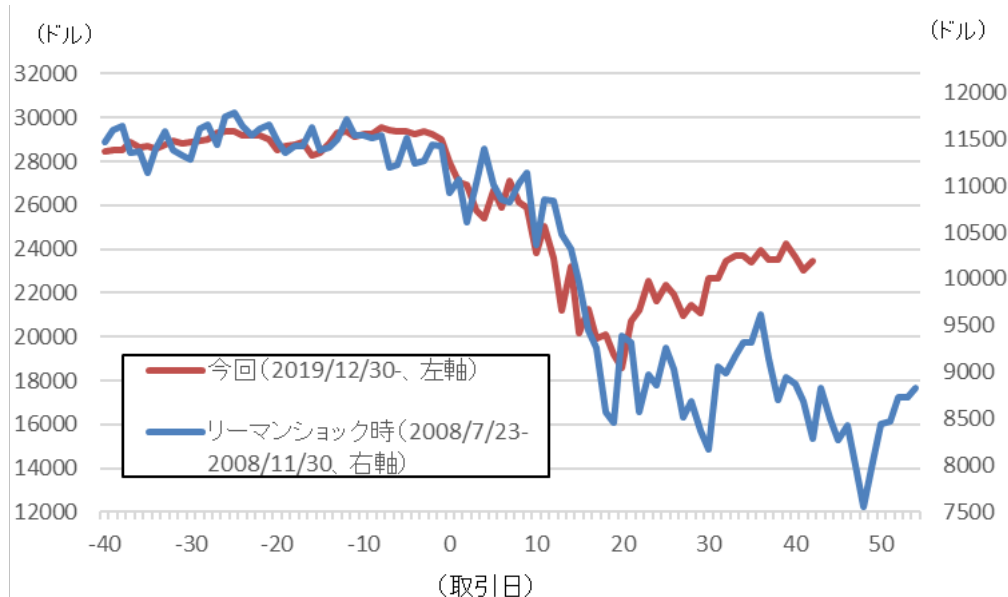


(注) 最大電力実績は1日先行
(出所) 東証

○ もっとも、米株価の底堅さにやや変調の兆しがあり、感染拡大抑止策が不十分となる場合には株価は再度下落する可能性

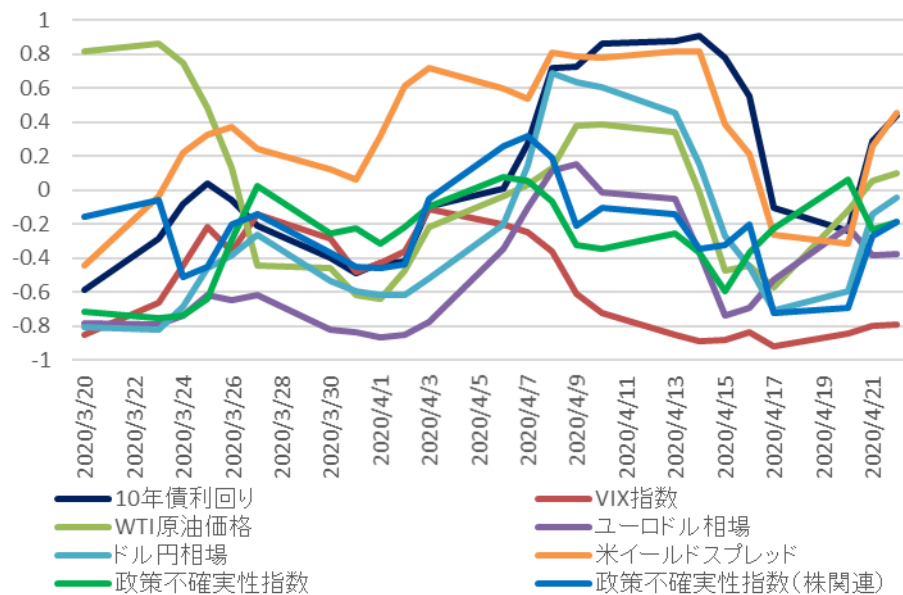
- ・ 米株価は大型経済対策などで反発し、感染拡大抑止で早期の景気回復につながる非常事態宣言や外出禁止令にプラスに反応してきたものの、前例のない経済悪化指標と原油価格急落で重い展開に
- ・ 米株価と関連指標の相関をみると、いままで安定的に推移してきた長短金利との順相関に変化が生じており、リスク(VIX指数)との逆相関も少し弱まる動き

【米ダウ平均株価：リーマンショック時と今回の推移】



(注)横軸は株価急落が最初に起きた日を0とし、前後の取引日をプラスマイナスで表したもの
(出所)ダウ・ジョーンズ

【米ダウ株価との相関係数】

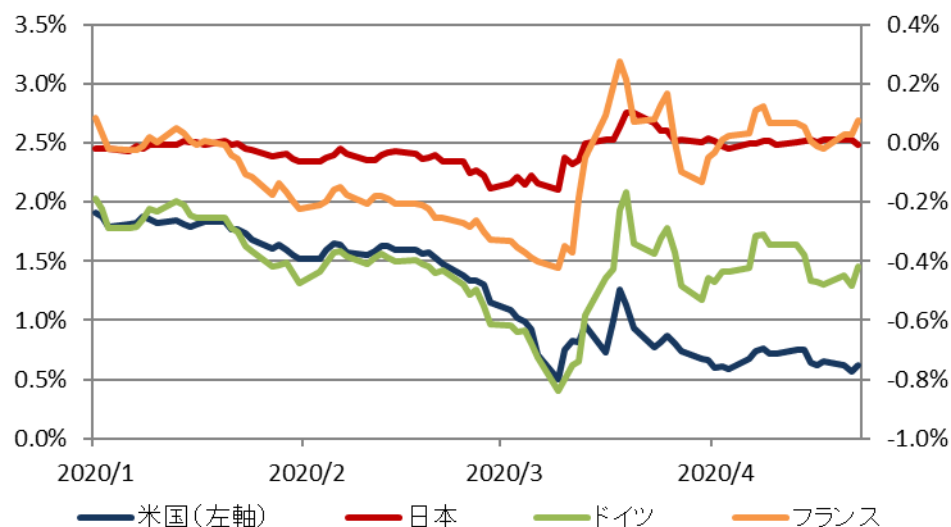


(注)米ダウ平均株価と該当指標との相関係数で、計測期間は当該日前10取引日間
(出所)米ダウ・ジョーンズ、Thomson Reuters、FRB、EPU

○ 感染拡大抑止の時期が後ずれしており、主要国金利はやや低下含みとなる見込み。世界的に感染拡大が止まらない上に原油価格急落など二次的な悪影響も顕在化し、ドル独歩高は継続

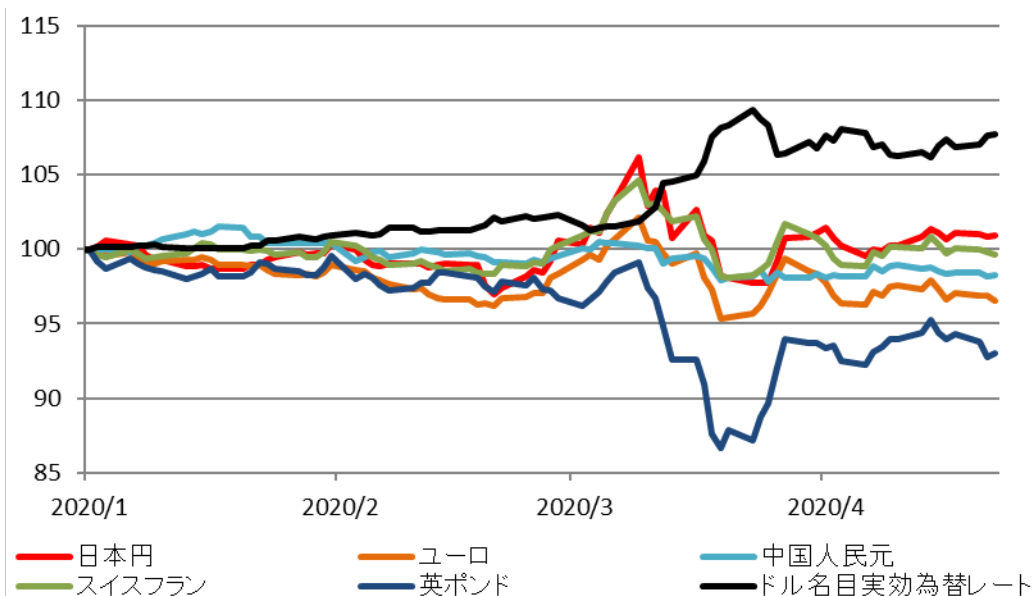
- ・ 主要国金利は、巨額の財政政策と景気悪化との綱引きの中で横ばい圏の推移。しかし、感染拡大抑止の巧拙で今後欧州金利にやや低下余地が生じる一方、感染拡大抑止が欧州より遅れている米国金利の低下はやや出遅れる見込み
- ・ 主要国為替相場は、米国での記録的な景気悪化はあるものの、世界的な感染拡大が止まらないことに加えて原油価格急落でのリスク高進もあり、ドル独歩高が持続。今後当面ドル強含みが続く見込み

【日本・米国・ドイツの長期金利の推移】



(注) 長期金利はいずれも10年物国債利回り
(出所) Thomson Reuters

【主要通貨：対ドル相場の推移】

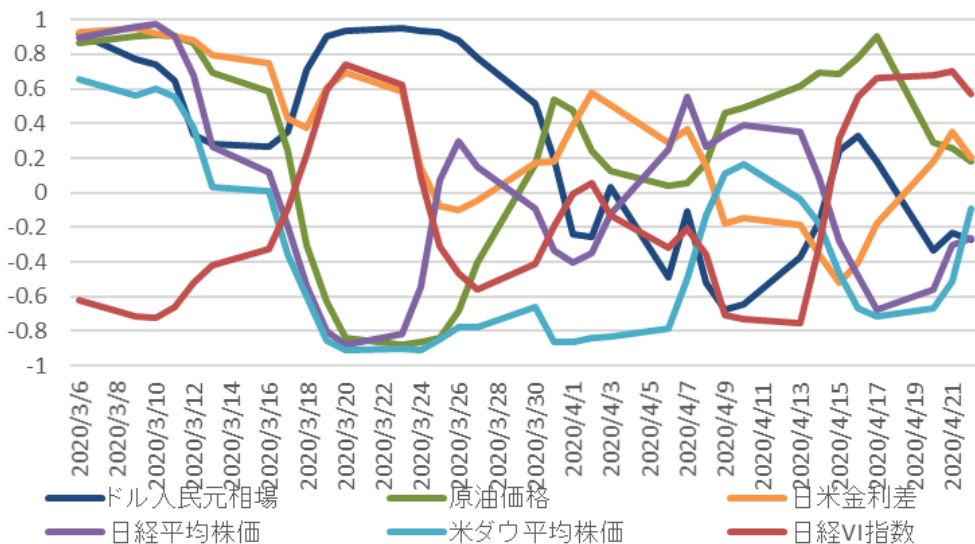


(注) 2020/1/1=100。下が対ドル安、上が対ドル高
(出所) WM/Reuters

○ ドル円相場は、ドル独歩高の修正と日本の感染拡大抑止の遅れとの間でやや不安定な展開

- ・ 現在、ドル円相場は米国の感染拡大抑止の遅れや記録的な景気悪化に反応して、リスク(VI指数)が高まると円高に動く展開。同様に、原油安で示される米国経済や世界経済の低迷も円高要因となっており、リスクオフ時の安全資産としての位置づけ。ただし、主要な関連指標との相関が薄れており、ドル円相場の動向の焦点が定まりにくい現状
- ・ なお、新興国通貨は全般的に弱含み。とりわけ、対外債務と感染拡大が大きいブラジル、南アフリカの下落は大。一方、ロシアルーブルは原油価格に左右される展開

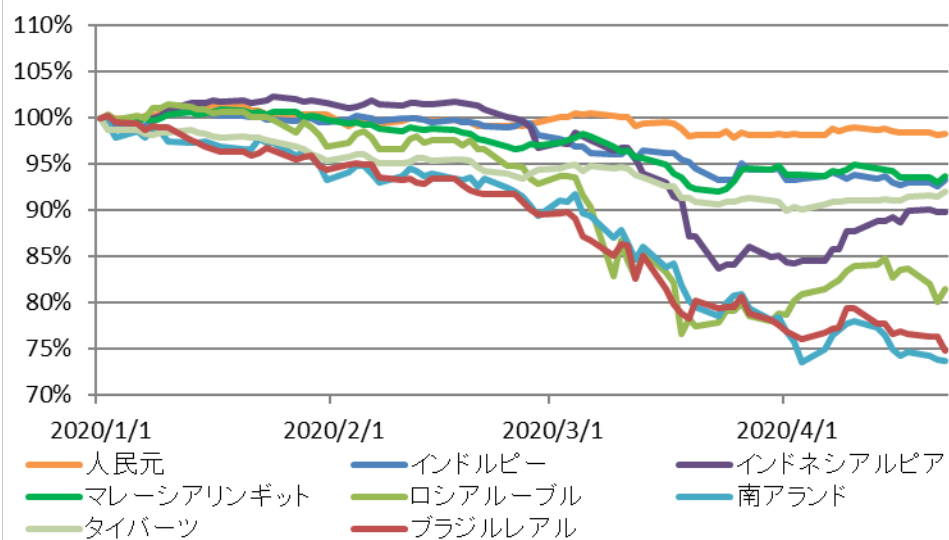
【ドル円相場との相関係数】



(注) 計測期間は当該日前10取引日間

(出所) 日銀、Thomson Reuters、人民銀行、日経、ダウ・ジョーンズ

【主要新興国通貨：対ドル騰落率】



(注) 2020/1/1=100

(出所) Thomson Reuters

