

# 1. コロナ危機の世界経済への影響

## (1) 世界経済の現況

### 新型コロナウイルスの感染は世界へ拡大

19年12月に中国武漢で報告された新型コロナウイルスへの感染は、中国国内にとどまらず、グローバルな人の移動を通じて世界に飛び火した。世界の新規感染者数（日次ベース）は、中国の新規感染者数が2月半ばにピークアウトしたことでいったん減少に転じたが、欧州や米国での感染拡大を受けて、2月後半以降に爆発的な増加をみせている（図表1-1）。1日あたりの新規感染者数は4月に入り7万人を超え、2月半ばの20倍以上の水準である。

有効なワクチンや治療薬がないまま、世界で同時多発的に感染拡大が進行していることから、一定期間、人の移動や接触を強く制限し、感染終息を待つしかない状況だ。いったん新規感染の増加が落ち着いた中国でも、海外からの帰国者による感染増加が起きており、再拡大が懸念されている。

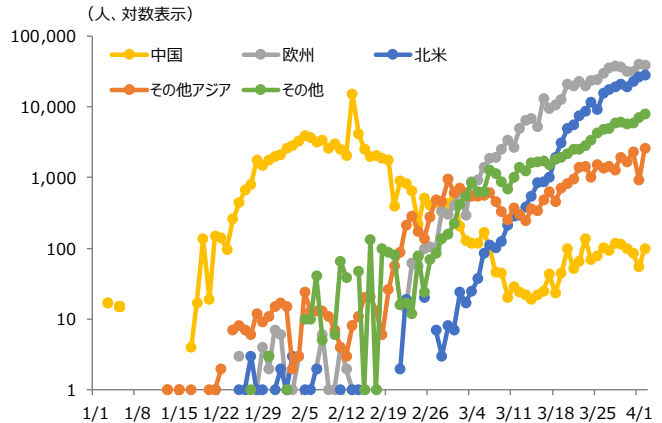
### 感染拡大は3つのルートを通じて経済に波及

新型コロナウイルスの感染拡大は、3つのルートを通じて経済に波及する（図表1-2）。第一に、人・モノの動きの世界的な遮断である。中国の移動制限は順次解除されつつあるが、世界的には、イタリア、英国、フランス、スペイン、米国の一部の州、インドなど、ロックダウン（強制的な外出禁止）の対象人口は急拡大、海外からの入国制限も広がっている。人の移動が制限されるなかで生産や物流も停止し、グローバルサプライチェーンの寸断による供給制約も深刻化している。

第二に、国内の経済活動抑制である。感染拡大を受け、旅行やスポーツ観戦、外食など不要不急の消費や人混みを避ける動きが強まっている。売上の「瞬間蒸発」を受けて企業の資金繰りが悪化、倒産や失業も増加しているほか、所得の減少や先行き不安から、消費マインドが大幅に悪化している。先行きの経営環境が見通せないなかで、企業の設備投資スタンスも慎重化している。

第三に、国際金融市場の不安定化である。景気や企業業績への懸念が高まり、株や商品などのリスク資産から米国債や現預金など安全資産に資金を移す動きが急速に強まっている。企業の資金繰り懸念から、CDSや社債の対国債スプレッドが拡大しているほか、ドル資金調達コストが08-09年の世界金融危機以来の水準に上昇した。各国で大規模な金融緩和や財政出動が打ち出されているが、現時点での効果は限定的だ。世界の民間債務対GDP比率は既に歴史的な高水準にあるなか、コロナ危機が加わり、世界金融危機への警戒感が強まっている。国際金融市場の不安定化は、逆資産効果や資金調達コスト上昇、資金調達難を通じて、世界経済を一段と悪化させる。

図表1-1 国・地域別の新規感染者数（日次）



注：直近は4月2日。  
出所：European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

図表1-2 新型コロナウイルスの経済波及メカニズム



出所：三菱総合研究所

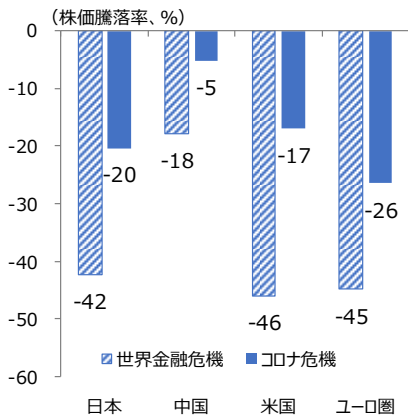
## 世界金融危機とはタイプの異なる危機

世界的な経済危機という意味で、今回のコロナ危機は、世界金融危機と比較されるが、その原因や波及ルートが異なることから、危機終息に向けた処方箋も異なる。

世界金融危機の原因は、米国住宅バブルの崩壊による巨額損失の発生を引き金とする金融システム不安である。米証券大手リーマン・ブラザーズの破綻などもあり、金融機関が流動性の確保に走ったことで資金の出し手がいなくなり、流動性が一気に蒸発した。クレジット市場が機能不全に陥ったことで健全な企業も資金調達困難になった。こうした金融市場の不安定化が、逆資産効果や企業の資金繰り悪化を通じて实体经济に波及し、世界的な景気後退を引き起こした。金融市場から实体经济への波及という順序だ。

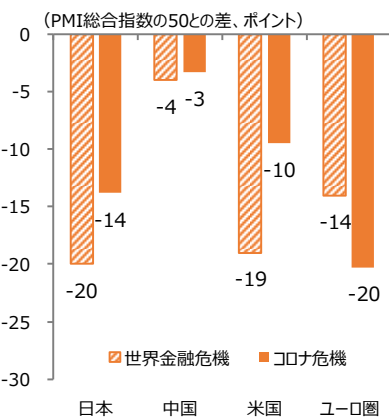
一方、コロナ危機の原因は、ウイルスへの感染を回避するために通常の経済活動ができなくなり、売上が一気に蒸発した点にある。政府によるロックダウンなどに加え、家計や企業による活動抑制が、世界的な景気後退への懸念を強め、株価に波及した。株価下落率は現時点では世界金融危機時の半分程度にとどまる一方で（図表 1-3）、企業マインドを示す PMI 総合指数は、総じて 3 月に急落し、ユーロ圏は世界金融危機時を下回る水準となっている（図表 1-4）。特に、小売や飲食・宿泊、運輸、娯楽などサービス業の PMI が大幅に悪化した。売上が瞬間蒸発したことで、雇用への影響も一気に顕在化している。米国の新規失業保険申請件数は 3 月 22-28 日の 1 週間で 665 万件を記録、世界金融危機時のピーク（66 万件）の 10 倍の申請が一気に顕在化した（図表 1-5）。

図表 1-3 株価の下落率



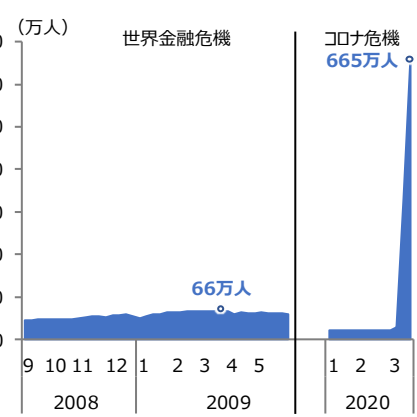
注：世界金融危機は 08 年 9 月 15 日から 09 年 3 月頃のボトムまでの騰落率。コロナ危機は 20 年初から 3/26 までの騰落率。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-4 PMI 総合指数の悪化幅



注：20 年 3 月時点。好不況の境目である 50 からの下回り幅を比較。  
出所：IHS Markit より三菱総合研究所作成

図表 1-5 米新規失業保険申請件数

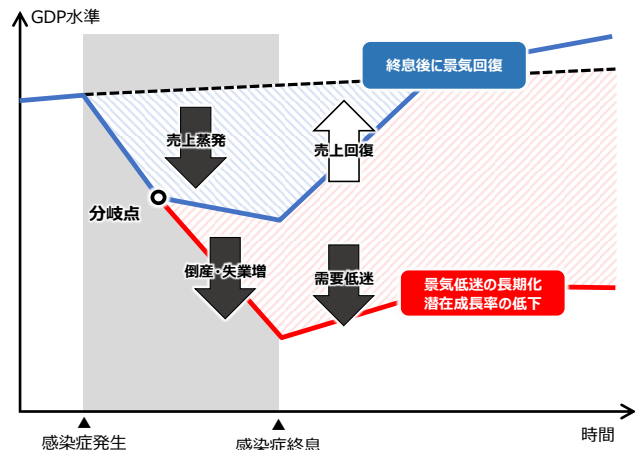


注：直近は 3 月 28 日  
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

原因が異なるがゆえに処方箋も異なる。世界金融危機の場合は、金融システム機能を正常化することが最優先課題となり、金融機関への公的資金注入や中央銀行による流動性供給が中心的役割を果たした。

一方、コロナ危機の場合は、感染抑止が最大の処方箋であるが、有効なワクチンや治療薬がないなかで、物理的に外出を控え、人と人との接触を回避する以外に決め手がない状況だ。感染回避の観点から、感染継続期に需要喚起策を取るとはむしろ状況を悪化させる。コロナ危機の場合は、外出規制などが制約となり需要が蒸発したが、潜在需要はあるため、この間の企業の資金繰りや雇用が維持できれば、感染終息後に経済を回復軌道に戻すことができる。ただし、感染拡大が長期化すれば、企業の倒産や失業の連鎖を招き、中長期的な成長率低下を招く恐れがある。現在はその分岐点ともいえ、前者のシナリオで危機を乗り切るためにも、企業の資金繰り支援と雇用支援の拡充が極めて重要だ（図表 1-6）。

図表 1-6 経済対策の成否が経済の分岐点に



出所：三菱総合研究所

## 各国とも政策総動員で対応

こうしたコロナ危機の特性を踏まえ、各国は政策総動員で対応している（図表 1-7）。財政政策では、①医療体制の整備、②資金繰り支援、③失業者や退職者への支援、④税や社会保険料の支払猶予／減免、などが柱となっている。これらに加え、米国では、家計への現金給付も盛り込まれており、財政出動は総額 2 兆ドルと GDP 比 10%程度に相当する規模に達している（世界金融危機時は 7 千億ドル）。

金融政策では、①利下げ、②量的緩和措置、③資金繰り支援、が柱となっている。米国は年初から 2 度に分けて計 1.5%ポイントの利下げを実施したほか、企業の資金繰りを支援するために CP（コマーシャル・ペーパー）の買い取りを 10 年ぶりに再開した。中国は中小企業の資金繰り支援を強化しており、債務の返済を 6 月末まで延期できる特例措置を講じた。

図表 1-7 米国・欧州・中国の財政政策および金融政策対応

	財政政策	金融政策
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>ワクチン開発など83億ドルの緊急補正予算成立（3月6日）</li> <li>新型コロナの検査無償化などを盛り込んだ100億ドル規模の経済対策が可決（3月16日）</li> <li>2兆ドル規模(GDP比約10%)の景気対策法が成立（3月27日） <ul style="list-style-type: none"> <li>家計への現金給付（2500億ドル） <ul style="list-style-type: none"> <li>* 大人1人1200ドル(所得制限あり)、子供500ドル</li> </ul> </li> <li>失業保険の拡充（2500億ドル） <ul style="list-style-type: none"> <li>* 週600ドルを加算、ギグワーカーやフリーランサーへも支給対象拡大</li> </ul> </li> <li>飲食・宿泊業等への支援（4250億ドル）</li> <li>航空会社支援（750億ドル）</li> <li>中小企業などへの特別融資枠（3500億ドル）</li> <li>州や地方自治体向け基金（1500億ドル）</li> <li>医療体制の整備（1400億ドル）</li> </ul> </li> </ul>	<p>&lt;FRB&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利目標を0.5%引き下げ（3月3日）</li> <li>政策金利目標を1.0%引き下げ、0.00～0.25%と事実上のゼロ金利へ（3月12日）</li> <li>今後数カ月で米国債を最低5000億ドル、住宅ローン担保証券を同2000億ドル購入（3月12日）</li> <li>10年ぶりCP購入発動（3月17日）</li> <li>国債と住宅ローン担保証券の買い上げを無制限とし、買い入れ対象を特定の社債や地方債に拡大（3月23日）</li> <li>大企業など事業会社に社債購入等を通じ直接資金を供給する緊急措置を発動（3月27日）</li> </ul>
	財政政策	金融政策
欧州	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏各国、GDP比1%分の財政出動を約束、企業の資金繰り支援に少なくともGDP比10%分の流動性を供給する方針で合意（3月16日）</li> <li>欧州理事会、ESMを活用した財政出動、ユーロ共同債について議論（3月26日）</li> </ul>	<p>&lt;ECB&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>現在マイナス0.5%の預金ファシリティ金利の一段の引き下げは見送り（3月12日）</li> <li>中小企業の資金繰り支援のため、資金供給策「TLTRO3」の条件緩和（3月12日）</li> <li>年末までに1200億ユーロの資産を追加購入（3月12日）</li> <li>年末までに7500億ユーロの資産を追加購入（3月18日）</li> <li>債券購入に伴う発行体制限の撤廃を発表（3月25日）</li> </ul>
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> <li>無制限の信用供与策を発表（3月13日）</li> <li>雇用所得維持支援など、総額1560億ユーロ（GDP比約4.5%）の経済対策。また、「経済安定ファンド」より、最大4000億ユーロを企業の債務保証、1000億ユーロを企業への出資、1000億ユーロをドイツ復興金融公庫に融資（3月23日）</li> </ul>	
フランス	<ul style="list-style-type: none"> <li>一時帰休制度、税・社会保険料の支払い延期など、総額450億ユーロ（GDP比約2%）の企業向け支援（3月18日）</li> </ul>	
イタリア	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用維持など、総額250億ユーロ（GDP比約1.4%）の経済対策（3月16日）</li> </ul>	
英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>医療体制の強化など、300億ポンド規模の対策を発表（3月11日）</li> <li>3300億ポンドの信用供与枠を設置など、総額3500億ポンド超（GDP比約16%）の経済対策を発表（3月17日）</li> <li>休業従業員給与の8割を補填する雇用支援策を発表（3月20日）</li> </ul>	<p>&lt;BOE&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利0.10%へ引き下げ</li> <li>2000億ポンドの量的緩和策（3月19日）</li> </ul>
	財政政策	金融政策
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>中小・零細企業に2月より最大5カ月間、社会保険料(養老年金保険、失業保険、労災保険)の企業負担分を減免（2月20日）</li> <li>電気料金5%減額など、2月より6月まで公共料金の減免（2月22日）</li> <li>増値税引き下げなど、中小・零細企業の生産・操業再開に向けた金融・税制の支援策を発表（2月25日）</li> <li>党中央政治局会議、特別国債の発行や専項債券（レバニュー債）の規模拡大、市場金利の引き下げ、企業の資金繰り支援、内需の拡大といった「マクロ政策パッケージ」の策定を決定（3月27日）</li> <li>国務院常務会議、各地の省級政府が発行する専項債券の起債前倒しを決定。さらに、中国人民銀行の中小銀行向け融資・割引枠の1兆元拡大、中小銀の預金準備率の一段の引き下げを決定（3月31日）</li> </ul>	<p>&lt;中国人民銀行&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中小企業支援のため、新たに5000億元の貸付枠を設定（2月26日）</li> <li>中小企業の利払い期限を最長6月30日まで延長（3月1日）</li> <li>中小企業向け融資を増やすため、預金準備率の0.5～1.0%引き下げを発表（3月13日）</li> <li>7日物リバースレボを通じて金融システムに5000億元を供給。7日物リバースレボ金利も2.4%から2.2%に引き下げ（3月30日）</li> </ul>

出所：各種資料より三菱総合研究所作成（2020年4月3日現在）

## (2) 世界経済の見通し

今後の感染拡大ペースや終息時期も不透明なため、世界経済・日本経済の見通しを複数のシナリオで提示する。本予測は、一定の前提に基づき試算したものであるが、日々状況は変化しており、今後の世界の感染拡大の深刻度や期間、各国の政策対応とその効果、金融市場の動向等により試算結果も変わるため、幅をもってみる必要がある。

シナリオ①は、感染抑止のための経済活動の抑制が6月末までピーク状態が続き、7月以降に徐々に正常化していくシナリオである。これは、経済活動の抑制レベルに関するシナリオであり、いわゆる「感染の終息」が6月末と想定しているわけではない。WHO（世界保健機関）の定義する感染の終息は、平均潜伏期間の2倍にあたる期間、新たな感染者が発生しないこととされ、経済活動抑制のピークアウト時点よりも先になるとみられる。

シナリオ②は、経済活動の抑制が12月末まで継続し、正常化が21年1月以降に後ずれするシナリオである。感染地域が世界に広がっており、一地域で感染が終息したとしても、他地域からのウイルスの侵入で、感染が再燃する可能性がある。世界全体での感染抑止が長引く可能性は十分にある。

シナリオ③は、経済活動の抑制がさらに長期化し、21年6月末まで継続するシナリオである。

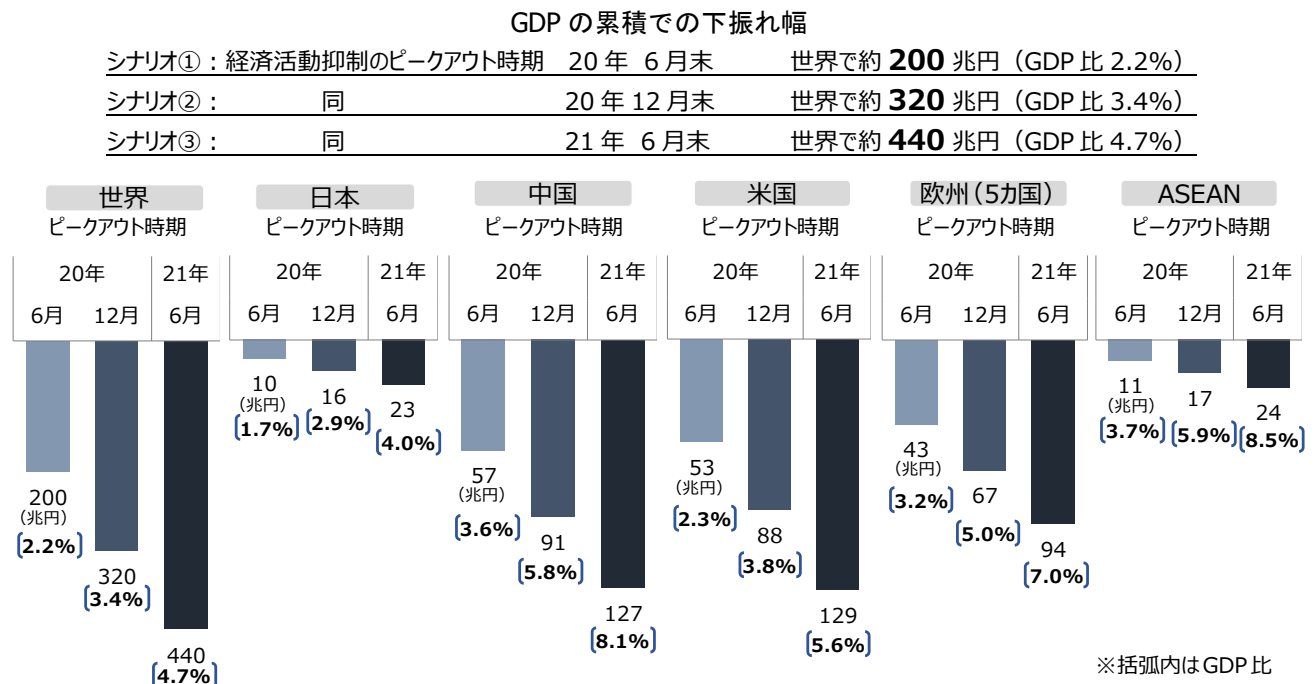
## コロナ危機による経済損失は世界で200~440兆円に上る見通し

上記のシナリオに基づき、世界経済の経済損失額（累積でのGDPの下押し額）を試算すると、シナリオ①の場合でも世界全体で200兆円（世界GDP比2.2%）、シナリオ②では320兆円（同3.4%）、シナリオ③では440兆円（同4.7%）に上る（図表1-8）。08-09年の世界金融危機時の経済損失額を同様に累積で試算すると、概ね470兆円程度（同7.5%）である。シナリオ③は、経済損失金額では世界金融危機に匹敵する（GDP比は下回る）。

リスクシナリオとして、世界的金融危機への発展を見込むと、08-09年の世界金融危機を上回る損失額となる。さらに日本でも、主要都市においてロックダウン（強制的な外出禁止）が実施される事態へ陥れば、経済損失は倍増する見込み（詳細はP.17参照）。

本試算では、国際産業連関表を使い、各国の内需減少や供給停止に加え、グローバルサプライチェーンの寸断による供給制約や外需の減少による影響を考慮した経済影響を試算したものである。試算にあたっては、感染拡大初期に2カ月程度外出制限・自粛等が大規模に実施され、その後は同程度の外出制限・自粛が続くと仮定し、マイナス効果は3月以降一定としている。よって、マイナス幅の拡大は、時期延長による累積効果を表す。また、各国の内需減少には、株安による逆資産効果も織り込んでいる。

図表 1-8 コロナ危機によるシナリオ別の累積経済損失額



注：数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。世界計には、その他の国が含まれることから、合計は一致しない。為替レートはIMFの2020年予測値を用いて円換算。

出所：三菱総合研究所作成

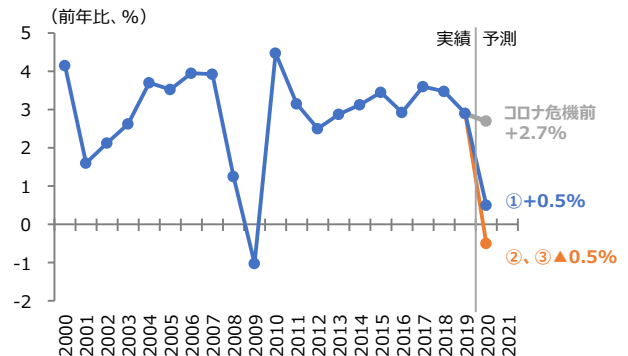
## 20年の世界経済成長率はマイナス成長に陥る可能性も

上記経済損失を踏まえると、20年の世界経済の実質 GDP 成長率は、コロナ危機発生前の予測値、前年比+2.7%から、シナリオ①で同+0.5%へ、シナリオ②で同▲0.5%へと低下する見通し（図表 1-9）。シナリオ②と③は 21 年への影響に違いがあるが、20 年の成長率はシナリオ②と③は同じになる。

国・地域別にみると（図表 1-10）、6 月末ピークアウトに基づく予測値（シナリオ①）でも、米国が同▲0.4%と 11 年ぶりにマイナス成長に陥るほか、欧州（主要 5 カ国平均）も同▲1.9%と大幅なマイナス成長が予想される。中国は同+2.3%とプラス成長は維持するものの、コロナ危機前に予想されていた 5%台後半の成長から大幅な減速となる。

経済活動の抑制が 12 月まで続けば（シナリオ②）、中国がほぼゼロ成長にまで落ち込むほか、米国・欧州・日本のマイナス幅も一段と拡大する。

図表 1-9 世界経済の成長率見通し



出所：三菱総合研究所

図表 1-10 シナリオ別の各国・地域の成長率見通し  
(20年の実質 GDP 成長率)

(前年比)	コロナ危機前	コロナ危機後		
		シナリオ①	シナリオ②	シナリオ③
世界全体	2.7%	0.5%	▲0.5%	
米国	1.9%	▲0.4%	▲1.7%	
欧州 (5カ国)	1.2%	▲1.9%	▲3.3%	
中国	5.9%	2.3%	0.4%	
日本	▲0.3%	▲2.0%	▲3.3%	
ASEAN	4.9%	1.2%	▲0.7%	
その他世界	2.7%	1.8%	1.6%	

	コロナ危機前	コロナ危機後		
		シナリオ①	シナリオ②	シナリオ③
2019年度	0.3%	▲0.3%	▲0.3%	▲0.3%
2020年度	0.0%	▲0.5%	▲1.7%	▲2.2%

注：数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の 5 カ国。  
出所：三菱総合研究所

## 世界的な金融危機に発展すれば、世界全体で 530 兆円程度の追加的な経済損失発生へ

上記試算はあくまでコロナ危機に伴う需要減など直接的な影響のみの分析だが、08-09 年のような世界的な金融危機に発展すれば、さらなる GDP の下押しが想定される。世界の民間企業債務の対 GDP が既に過去最高水準にあるなかで、中規模クラス以上の米国企業破綻、中国の不良債権問題の顕在化、欧州銀行経営難への警戒拡大などがトリガーとなり、債務調整が本格化する可能性がある。

世界金融危機後に金融規制が強化された銀行セクターでは、金融危機前と比べ流動性や自己資本は十分確保されている。また、直近では欧州中央銀行や日本銀行など主要 6 中銀と米国連邦制度準備理事会 (FRB) が通貨スワップ協定の枠組みを強化するとともに、外国の中銀が米国債を担保に短期的にドルを借り入れられるという新たな枠組みを構築するなど、世界へのドル供給を支える仕組みが拡充されている。一方、債務水準自体は GDP 比で見ても世界的にこれまで上昇を続けてきており、金融規制の対象外であるファンドや投信などにリスクが蓄積している可能性がある。今後、コロナ危機によりさらに債務が積み重なることで、既にドル資金不足に陥っている金融市場でシステミックリスクが発生する可能性もある。世界的なシステミックリスクの発生は、急激な信用収縮を通じて経済を大きく下押しする。

金融危機の様態は多岐にわたり、前回の世界金融危機のように世界の金融システムが危機に瀕することもあれば、金融機関を中心とした債務調整で収まることもある。ここでは民間企業債務が積み上がっている中国、米国、欧州において、08-09 年の世界金融危機時と同程度の金額の債務リストラクチャリングが起こると想定すると、金融危機発生による世界全体での累積 GDP 押し下げ幅は約 530 兆円 (約 5 兆ドル、世界 GDP 比 5.6%) に上ると推計される。上記のコロナ危機による経済損失に追加で生じる損失額として試算すれば、世界全体での累積 GDP 押し下げ幅は計 970 兆円 (約 9 兆ドル、世界 GDP 比

10.3%) に上る。なお、金融危機への発展時期を 20 年 7-9 月期と仮定する場合、上記 GDP 押し下げ幅のうち 3 割弱が 20 年に、残りが 21 年に現れると見込む。

## 米国経済：20 年は世界金融危機以来のマイナス成長へ

米国の累計感染者数は 4 月 3 日時点で 24.5 万人となり、世界最多となった。ロックダウン（強制的な外出禁止）は全米で統一的には実施されていないものの、感染拡大が深刻なニューヨーク州、カリフォルニア州、イリノイ州などで実施されている。これらの州の人口は全米の 2 割、経済規模では 3 割を占めることから、経済的な打撃は大きい。

イベントの中止や店舗・工場の休止も相次ぐ。大リーグや NBA など 50 兆円規模とされる米国スポーツ産業が、いずれも中止・延期となっているほか、百貨店や飲食店などの営業休止も相次ぐ。製造業でも米自動車大手ビッグスリーや日系メーカーも北米工場の一時停止を決めている。エネルギー産業も、WTI 原油価格が 20 ドルまで下落、ガソリン需要も大幅な落ち込みをみせており、大打撃を受けている。

企業活動の停止は、雇用へ直ちに波及する。図表 1-5 に示したように新規失業保険申請件数は 3 月下旬に跳ね上がっており、失業者は大幅に増加する見通しだ。失業保険の給付期間上限は州によって異なるが、概ね 26 週（約 6 カ月）となっている。今回の経済対策により、給付期間が最大で 39 週まで延長可能となったが、この間に感染が終息し雇用が回復しなければ、既に顕現化している株安による逆資産効果と合わせて、消費への深刻なダメージが予想される。

流動性の低下に伴い、企業の資金調達コストも上昇しており、社債の利回りスプレッドは 2 月下旬以降に急上昇、世界金融危機時に次ぐ水準にある（図表 1-11）。

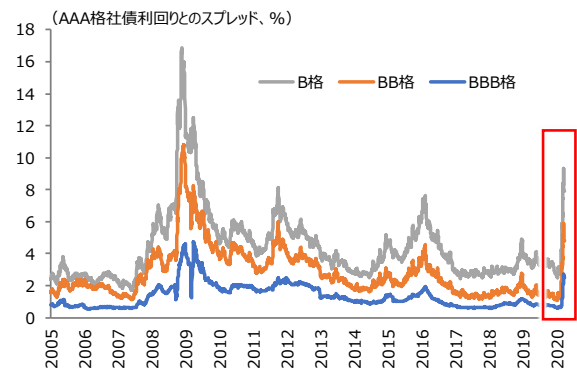
米国経済は 3 月以降大幅な落ち込みをみせていることから、4-6 月期の実質 GDP 成長率は、年率換算で 2 桁のマイナスとなる可能性が高い（図表 1-12）。感染拡大による経済活動の抑制が 7 月以降に徐々に正常化されていけば、7-9 月期に反動増が予想されるが、これを考慮したとしても、20 年の米国の成長率はシナリオ①で前年比▲0.4%、シナリオ②で▲1.7%と、いずれも 09 年以来のマイナス成長となる見込み。

11 月に予定されている大統領選への影響も懸念される。新型コロナウイルスの感染抑止に失敗すれば現職大統領に逆風となるほか、医療保険制度の見直しを唱える民主党候補に追い風となる。ただし、総じてみれば共和党に有利にはたらくとみている。民主党の予備選挙ではオハイオ州など 5 州が「公衆衛生上の危機」を理由に投票を延期しており、7 月に予定されていた党大会も 8 月に延期された。候補者選びが遅れば民主党には不利となる。外出規制で草の根運動の展開に制約が出る点も民主党には逆風となる。11 月の大統領選を年内に延期する場合は議会による合衆国法典改正が必要であり、さらに 21 年に延期する場合は憲法改正が必要となる。ただ、通常通り実施される場合でも、感染が終息していなければ、投票率が大幅に低下し、結果の正当性に疑問符がつく可能性もある。

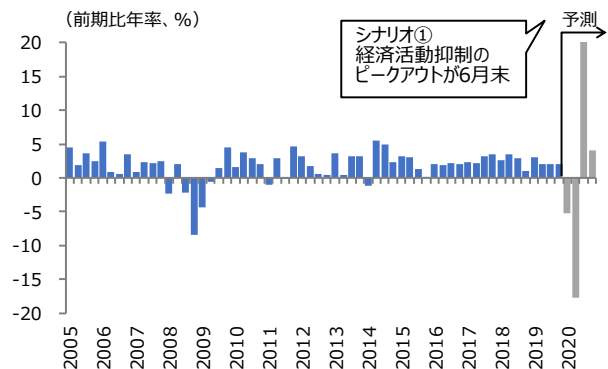
## 欧州経済：金融危機への波及に要警戒

WHO は 3 月 13 日、欧州がパンデミックの「震源地」になっているとの見解を示すなど、欧州で新型コロナウイルスの感染拡大が急激に進んでいる。特に感染死者数の多いイタリアでは 3 月 10 日、全土で移動を禁止したほか、ドイツ、フランス、スペイン、英国など欧州主要国も相次いで外出禁止などの厳しい移動制限を敷いている。さらに EU 首脳は 3 月 17 日、外国人の EU 域内への入国を 30 日間、原則禁止することで合意した。こうした前例のない移動制限措置は、特にユーロ圏 GDP 比 17%を占める卸売・小売・輸送業において深刻な需要の蒸発を招くなど、経済活動を大きく制約している。20 年 3 月のユーロ圏 PMI は、小売や飲食、娯楽などサービス業の PMI が 98 年 7 月の調査開始以来で最低の水準

図表 1-11 米国社債の利回りスプレッド



図表 1-12 米国の実質 GDP 成長率

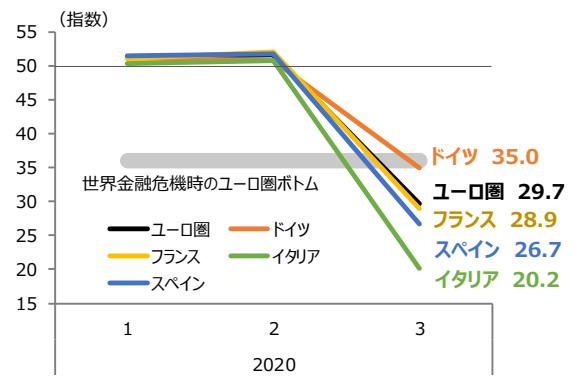


を記録したことなどから、総合指数は31.4と世界金融危機時を下回った（図表 1-13）。

欧州経済は、コロナ危機の発生前から、外需の減速などを主因に非常に弱い成長にとどまっていた。そこに、感染の拡大や移動制限措置等による消費や設備投資の大幅な落ち込みが加わることから、20年の欧州（主要5カ国）の成長率は、シナリオ①で前年比▲1.9%、シナリオ②で▲3.3%と予測する。

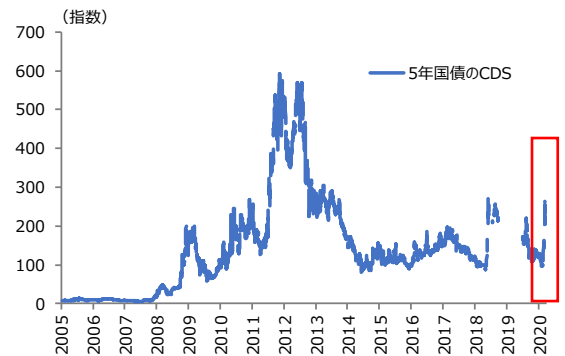
最大のリスク要因は、イタリア発の金融危機への波及である。もともと低成長下にあったイタリア経済において、新型コロナウイルスの感染拡大の影響から企業倒産が増大し、銀行セクターの収益圧迫につながることは避けられない。さらにイタリア政府は3月16日、雇用維持策など250億ユーロの経済政策を発表するも、巨額の公的債務を抱える同国では財政の悪化懸念から国債利回りに上昇圧力が高まりやすい環境にある。また、国の信用力を示す国債のCDSは、足もとで悪化傾向にある（図表 1-14）。イタリアでは財政余力が少ないなか、他のユーロ圏諸国からの支援が必要とされるが、財政協調に関してEU各国の足並みが揃っていない。3月26日に開かれたEU首脳会合（テレビ会議）では、欧州債務危機時に創設した欧州安定メカニズム（ESM）を活用した財政出動、「ユーロ共同債（通称：コロナ債）」の発行について議論されるも、ともに結論は持ち越しとなった。イタリア、スペインなど南欧諸国が提案したものの、ドイツ、オランダなど財政規律を重視する北部欧州諸国が反対しており、二週間以内にユーロ圏財務相会合にて具体的な提案をまとめることになった。欧州債務危機時のように、EUの意思決定の遅さにより対応が後手に回る場合、金融危機が発生、増幅されるおそれがある。

図表 1-13 ユーロ圏 PMI 総合指数



出所：IHS Markit より三菱総合研究所作成

図表 1-14 イタリアのソブリン CDS



注：直近値は3月17日。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

### 中国経済：感染者数の急拡大は収まるも、金融危機への波及に警戒

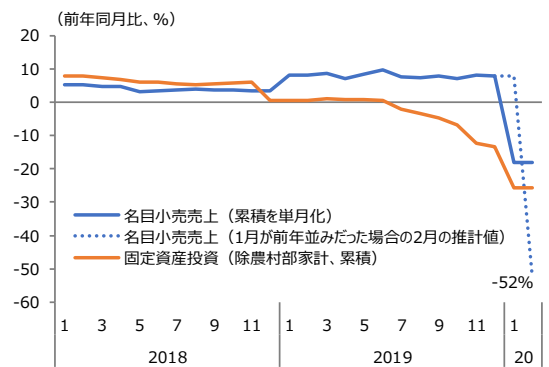
足もとで公表されている感染者数は減少に転じているものの、通常の経済活動に戻る道のりは遠い。中国では世界に先駆けて感染が進んだため、感染拡大に伴う経済影響も先んじて指標に表れている。

20年3月に公表された1-2月の小売売上高および固定資産投資は、1-2月累積（前年比）でそれぞれ▲20.5%、▲24.5%となった。コロナ危機に伴う経済影響が1月にはほぼ顕現化していなかったと仮定して推計すると、2月の小売売上高は前年同月比で▲50%前後の落ち込みとなる（図表 1-15）。

こうした状況下、中小企業の倒産増大が大きな懸念となっている。銀行による融資延長や延滞金利の減免、企業への社会保険料減免などさまざまな施策が省ごとに採られているが、資金余力がない中小企業では、既に倒産や失業者が増大している模様だ。コロナ危機後の倒産件数は公表されていないが、Baidu における「破産法」の検索件数は直近で顕著に上昇している（図表 1-16）。一方、足もとでは社債のデフォルト件数が非常に低い水準に抑えられている（図表 1-17）。これは準備率引き下げや中期流動性ファシリティ（MLF）などを介した中国人民銀行の流動性供給拡大の効果と考えられるが、今後、資金繰りに窮し倒産する企業が増え、デフォルト額も増加すると見込む。

政府は、金融・財政両面で対策を講じているが、金融政策面では、昨年来の米中貿易摩擦激化を背景にすでに緩和措置を多く行っているため、緩和余地はさほど残されていない。3月27日の中央政治局会議では、財政面で特別国債の発行やレベニュー債（地方政府がインフラなど特定の事業目的で発行する専項債券）の規模拡大が、金融政策では利下げや流動性支援が発表されたが、十分とはいえない。20年

図表 1-15 中国の名目小売売上と投資

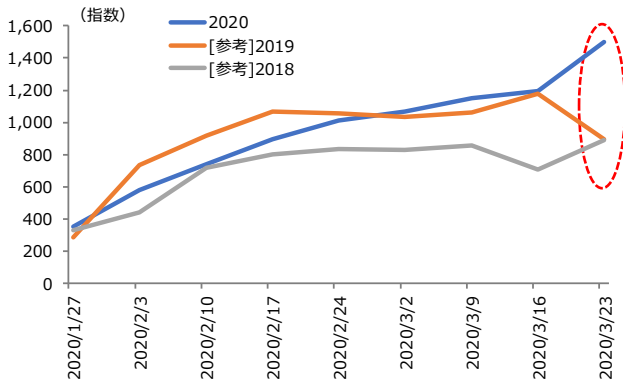


出所：CEIC より三菱総合研究所作成

の中国の成長率は、シナリオ①で前年比+2.3%、シナリオ②で+0.4%と予測する。

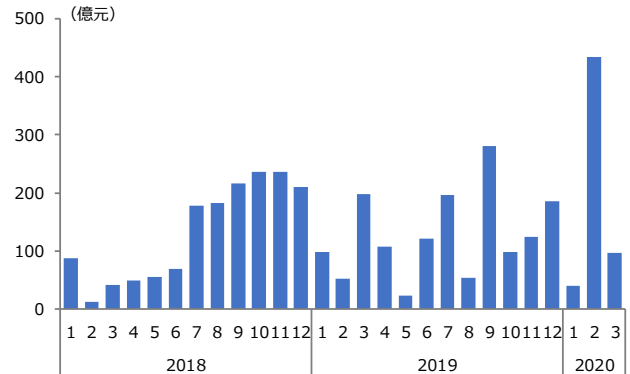
今後の最大の注目点は金融危機への波及だ。資金繰りに窮する企業数が一段と増加すれば、①社債デフォルト額の増大、②地方金融機関の経営破綻懸念の拡大につながる。特に地方金融機関の経営破綻懸念は19年にも幾度か問題となったが、コロナ危機に伴う経済影響により、状況は格段に悪化しているとみられる。不良債権問題が深刻化すれば、中国経済のみならず世界経済全体に甚大な影響を及ぼす。

図表 1-16 「破産法」検索件数



注：春節の時期を統一するため、18年2月12日の週、19年2月4日の週を20年1月27日の週と合致させた。  
出所：Baidu 指数より三菱総合研究所作成

図表 1-17 社債デフォルト額



注：20年2月のデフォルトのうち345億元は昨年末から破綻懸念のあった北京大学方正集団のデフォルト。3月30日までの合算。  
出所：Wind より三菱総合研究所作成

### 新興国経済（ASEAN・インド）：貿易や投資を介した影響大

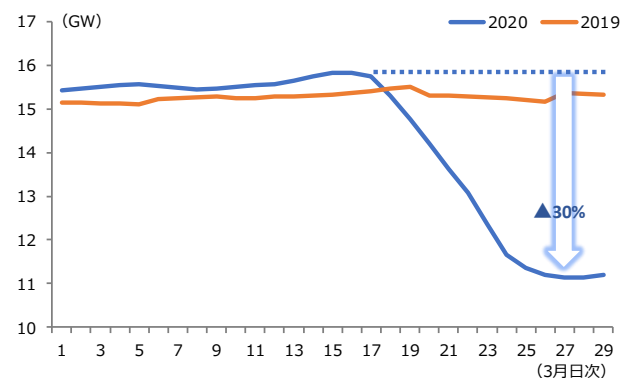
ASEANでも、外出禁止を含めた措置が拡大してきている。マレーシアでは3月18日から活動制限令（4月14日まで）を発令、タイでは3月26日に非常事態宣言（4月30日まで）を発令、ベトナムは4月1日から15日間の不要不急の外出自粛を国民に要請。特にマレーシアでは、軍も動員した厳しい活動制限が敷かれており、経済活動への影響が懸念される。マレーシアの電力使用量は3月17日と比較して直近で30%程度少なくなっており、中国と同程度の下押し効果が見込まれる（図表 1-18）。

フィリピンでは、ルソン島全域の外出制限に加え、マニラ首都圏の封鎖・夜間外出制限や、セブ州における学生・高齢者の24時間外出禁止令などが出されている。またインドネシアでも、ジャカルタで非常事態宣言発令が出されるなど、今後の動向が注目される。

ASEAN5の内需減少は国ごとに差があるものの、欧米および中国の内需減は各国の経済を大きく下押しする。20年のASEAN5の成長率は、シナリオ①で前年比+1.2%、シナリオ②で▲0.7%と予測する。

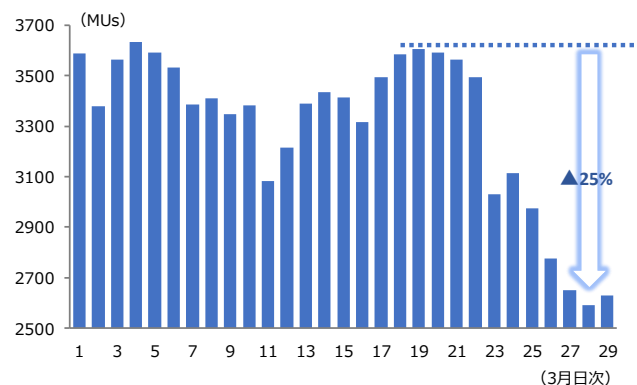
また、インドも3月25日から21日間の全土外出禁止措置を講じた。食品の製造・販売など生活に不可欠な業種を除き、ほぼすべての生産拠点、事業所、商業施設の閉鎖が求められている。この結果、電力需要は直前の週と比べて25%程度減少しており、経済活動も同程度下押しされていると見込まれる（図表 1-19）。インド経済は、19年時点ですでに減速が顕著となっていたが、ここにコロナ危機による経済下押し圧力が強まった形だ。金融機関の不良債権処理が道半ばのなかで、さらに債務が拡大することが予想され、同国でも金融危機へつながる懸念もある。

図表 1-18 マレーシアの電力需要



出所：GSO（マレーシア）より三菱総合研究所作成

図表 1-19 インドの電力需要



注：MUsは百万ユニット。1ユニット=1kWh。  
出所：Posoco（インド）より三菱総合研究所作成



### (3) コロナ終息後の世界

新型コロナウイルスの感染拡大が終息した場合でも、元の世界に戻れるとは限らない。世界金融危機がその後の世界経済に大きな爪痕を残したように、今回のコロナ危機は、①国内の分断と②世界の分断をさらに深める可能性がある。一方、今回の教訓を踏まえ、感染リスクを高めかねないフィジカルでの接触を見直す動きが強まるとみられ、③デジタル化を加速させる要因ともなる。

#### 各国国内の分断が一段と深まるリスク

世界金融危機から10年余りが経過するが、大規模な財政出動や金融緩和のもとで、世界のマクロ経済が回復した一方で、格差拡大など社会には大きな爪痕が残された。南欧や米国では、世界金融危機時の就業機会の喪失によって失業が長期化し、働き盛り世代の男性の就業率がいまだに世界金融危機前の水準を回復できていない。社会の格差が許容範囲を超えると、既存の政府や議会に代わる新しい政治を求めるうねりへと変化し、ポピュリズムの政策が支持される温床にもなる。コロナ危機が構造的失業の増加や一段の格差の拡大を招けば、国内の分断を強めかねない。

中国では、権威主義体制によりコロナ感染拡大の封じ込めに成功したとの意見が聞かれる一方、武漢での初動対応で警鐘を鳴らした人々を逮捕するなど言論統制を行ったことへの批判もあり、習近平政権が共産党内で求心力を保ち続けることができるのか、引き続き注目される。

さらに、企業収益の悪化によるイノベーションの断絶にも注意が必要だ。企業収益の悪化が深刻化すれば、研究開発投資やベンチャー企業への投資など、世界で新たな付加価値を生み出す事業への投資が絞られる可能性がある。経済全体のパイが大きくなると、低所得層に恩恵が届かず、社会の不安定化につながる。低金利、低成長、低インフレという「日本化」が世界の先進国で進みつつあり、今回の危機がその傾向に拍車をかけている。また、主要国の財政状況は軒並み厳しく、所得再分配機能が低下しているなかで、イノベーションの断絶は、国内の経済格差を一段と深める可能性がある。

#### 世界の分断が一段と深まるリスク

新型コロナウイルスの感染が国境を越えて世界に広がるなか、危機時こそ国際社会が結束し、協調した経済対策がとられるべきであるが、トランプ政権就任以降、国際協調体制にはほころびが生じている。

まず、近年通商対立を繰り返してきた米中両国は、20年1月に第一段階の合意に至ったばかりであるが、トランプ大統領が新型コロナウイルスを「中国ウイルス」と呼ぶ一方、中国当局からは米軍が感染症を中国に持ち込んだと発言するなど、米中間で非難の応酬が繰り返されている。これは、08-09年の世界金融危機時に米中が協力して財政出動などの対応を行ったことと対照的だとの指摘がある<sup>1</sup>。米国は中国駐在の外交官を大量に帰国させたとみられ、米中間の対話のパイプは一段と細くなっている。

こうしたなか、中国は、医療物資支援などを通じて「一帯一路」政策を推し進める動きをみせている。感染拡大が進むイタリアのほか、東欧、バルカン諸国などに向けて、中国は「健康シルクロード」という名のもとにマスクなど大量の医療物資支援を行っている。新型コロナウイルスの発生地となった中国の汚名返上の動きともいえるが、EUでは前述のようにイタリア、スペインなど南欧諸国と、ドイツ、オランダなど北部欧州諸国との対立が根強く残り、財政協調に関してEUの足並みが揃わず、南欧・東欧諸国が中国により接近する可能性もある。こうしたEU内で高まる遠心力に対して、ドイツやフランス、EU当局などの中国を牽制する動きについても地政学上、注目される。

また、コロナ危機の経験は、保護主義や自国第一主義を一層強める可能性がある。今回の教訓を踏まえ、ウイルス感染をもたらしたとされる野生動物の取引の問題を抱える中国など、特定の国に依存するサプライチェーンを見直し、国内回帰を検討する企業がさらに増えることが想定される。また、投資面でも規制を強化する動きがある。ドイツでは同国にあるワクチン開発のバイオベンチャー企業「キュアバク」を米国が買収する動きがあることを警戒。こうした動きを受けて、欧州委員会は3月25日、加盟国に医薬品やインフラなどの重要分野で外国投資の管理を強化するよう促す指針を公表した。このように、ヒトやモノの流れが以前よりも停滞し、地産地消型のサプライチェーン、経済のブロック化が進むなど、保護主義的風潮が強まる可能性がある。世界でブロック経済化が進み、軍事対立に発展した1939年と現在が似ている状況にあるとの指摘もある<sup>2</sup>。こうした流れに対して、世界成長の基盤となる自由貿易の推進に向けて、今まで以上に国際的な協調が求められよう。

さらに、今回の新型コロナウイルスの感染拡大を契機に、欧米などで東アジアに対する風評被害が聞

<sup>1</sup> U.S., China Trade Blame for Coronavirus, Hampering Global Economy Rescue (3月27日、The Wall Street Journal)

<sup>2</sup> ジム・ロジャーズ氏インタビュー記事 (日経ビジネス 2020年3月30日号、P.18-19)

かれる。欧米で感染拡大による死亡者、ならびに失業者がさらに急増することになれば、東アジア系の移民や旅行者、企業に対する風当たりが強くなる可能性がある。欧米で事業展開する日系企業にとっても留意すべき点だ。

### デジタル化を加速させる一因となる「社会的距離の確保」

今回の教訓を踏まえ、世帯外の人との社会的接触を最小限に抑えるような習慣は、新型コロナウイルスの終息後もある程度定着するとみられる。新型コロナウイルスの感染拡大防止のため、「社会的距離の確保 (social distancing)」が欧米を含む世界各地で推進されるようになった。これは、世界経済、ビジネスにとって大きな潮流の変化となる。

外出規制や出社禁止などを受けて、人々は普段フィジカルで当たり前のように行っていた生活を、デジタルでどう代替できるかを模索している。こうした経験は、デジタルとフィジカルをうまく組み合わせることで、より効率的かつ安全に生活ができることへの気づきにもなっているであろう。こうした消費者の意識の変化は、そのニーズを満たす新たなサービスが生まれる素地となる。米国で「シャットイン (家に閉じこもる) 経済<sup>3</sup>」と名付けられたサービス分野は、成長市場として注目される。

一方、今回の新型コロナウイルスの脅威を受けて、デジタル技術を用いた監視活動に対する社会の捉え方に変化が起こっていることも、今後のデジタル社会を展望する上で無視できない兆候だ。今回の感染症拡大局面では、自由な経済活動を行う上で「身体的安全性の確保」が果たす役割の重要性が再確認された。人々は、政府が効果的に感染症を封じ込める上で、位置情報や行動履歴、健康状態に関する個人情報これまで以上に提供しても良いと考え始めている<sup>4</sup>。しかし、中国政府が目指すような中央統制的なデジタル監視社会によって身体的安全性が確保された場合、そこでは果たして自由な経済活動が保障されるのか。デジタル化が加速するコロナ後の世界において、私たちは「経済的自由」「社会監視」「身体的安全性」の間の微妙なバランスを保つことを迫られることになる。コロナ終息後に社会経済が平常化した際、非常手段として実施された一連の監視強化策をいかに同時に終息させられるかが、注目すべきポイントとなろう。

<sup>3</sup> <https://medium.com/matter/the-shut-in-economy-ec3ec1294816> (閲覧日 4月3日)

<sup>4</sup> 欧州データ保護委員会 (EDPB) は、3月16日に COVID-19 の発生状況における個人情報の処理に関する声明を発表し、雇用主が COVID-19 のようなパンデミック発生下で、一定の法的根拠に則っており公衆衛生に関する公共利益に適用場合には、データ主体の同意なく個人情報を処理できることを確認している

([https://edpb.europa.eu/sites/edpb/files/files/file1/edpb\\_statement\\_2020\\_processingpersonaldataandcovid-19\\_en.pdf](https://edpb.europa.eu/sites/edpb/files/files/file1/edpb_statement_2020_processingpersonaldataandcovid-19_en.pdf)、閲覧日 3月31日)。