

# 1. 総論

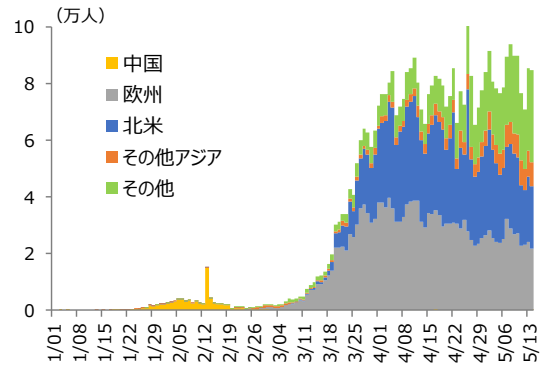
## (1) 世界経済の現況

### 新型コロナの感染は欧米、そして新興国へ拡大

19年12月に中国武漢で報告された新型コロナウイルス感染症（COVID-19）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。3月以降に欧州・米国で爆発的な増加をみせ、世界の1日当たりの新規感染者数（日次ベース）は8万人程度に達した。4月に入り、欧米の新規感染者数は鈍化したものの、新興国では新規感染者数が拡大している（図表1-1）。

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。新型コロナウイルスの感染拡大は、以下の3つのルートを通じて経済に波及する。

図表 1-1 世界の新規感染者数



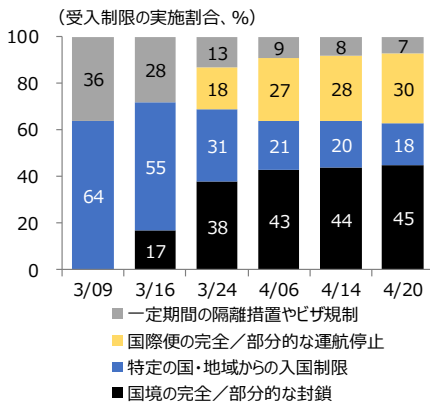
注：直近は5月14日。

出所：European Centre for Disease Prevention and Control  
より三菱総合研究所作成

### ① 人・モノの動きの世界的な制約

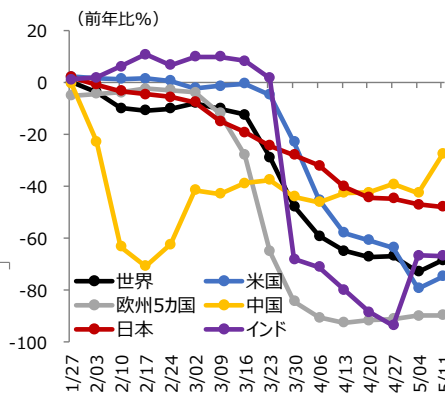
中国の移動制限は順次解除されつつあるが、世界的には、欧州各国、米国、インドなどを中心に強い外出制限状態が続いている。国境を超える人の移動への制約も強く、国境の封鎖に踏み切る国も増えている（図表1-2）。各国の運輸サービスが大幅な落ち込みをみせており、3月の世界のコンテナ入港数（RWI/ISL Container Throughput Index）は前年比▲4.4%となったほか、航空定期便は世界全体で▲70%程度減少している（図表1-3）。生産や物流の停止により、輸出も大幅に減少しており（図表1-4）、グローバルサプライチェーンの寸断による供給制約も深刻化している。

図表 1-2 入国規制



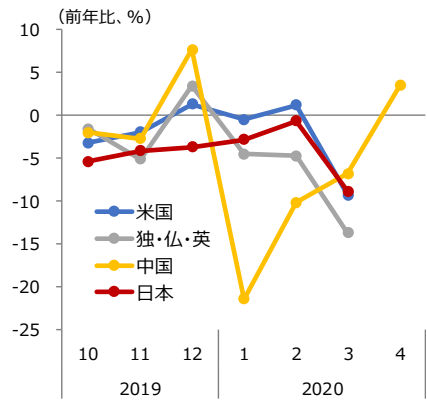
注：世界217の目的地別の集計  
出所：UNWTOより三菱総合研究所作成

図表 1-3 航空定期便運行（週次）



注：直近は5月11日。  
出所：OAGより三菱総合研究所作成

図表 1-4 輸出（月次）

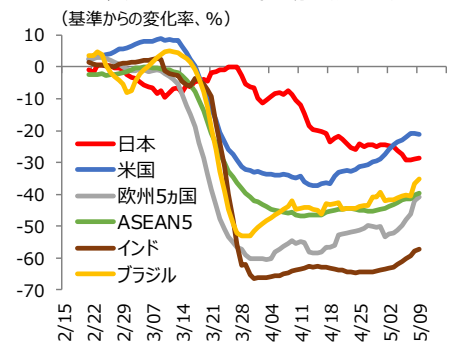


出所：CEICより三菱総合研究所作成

### ② 各国国内の経済活動抑制

3月半ば以降、旅行やスポーツ観戦、映画、外食など不要不急の消費を避ける動きが強まり、欧州やインドでは、外出行動の抑制率が50%以上となった。4月半ば以降に外出規制は緩和されつつあるが、依然として高い抑制率が続いている（図表1-5）。映画興行収入は、ほぼすべての国でゼロに落ち込んだ（図表1-6）。小売売上高は、ネット販売など非店舗販売や、飲食料品・ドラッグストアなどの売上は伸びているものの、外食や娯楽サービスの売上が落ち込み、全体としては大幅な減少となった（図表1-7）。売上の「瞬間蒸発」を受けて企業の資金繰りが悪化、倒産や失業が各国で顕現化しつつある。雇用の流動性の高い米国では失業率が2月の3.5%から4月には14.7%まで跳ね上がった（図表1-8）。雇用・所得環境の悪

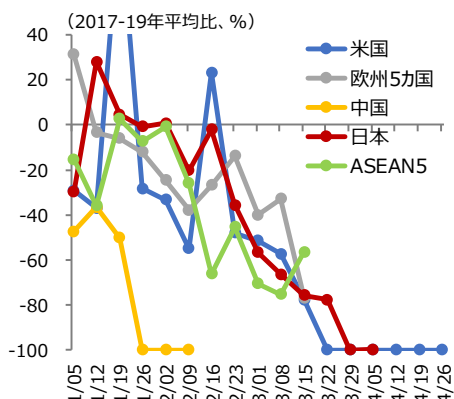
図表 1-5 外出行動（週次）



注：小売・娯楽、食料品・薬局、公園、駅、仕事場の5項目の平均。直近は5月9日。  
出所：Google「COVID-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

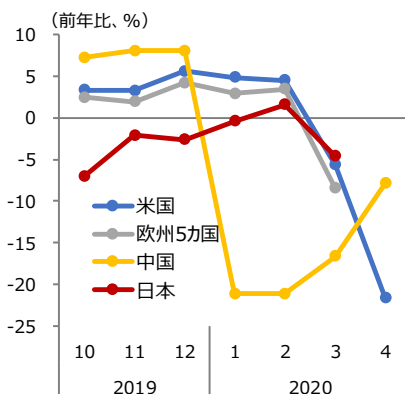
化は、一段の消費下振れ要因となる。また、先行きの経営環境が見通せないなかで、企業の設備投資スタンスも慎重化している。

図表 1-6 映画興行収入（週次）



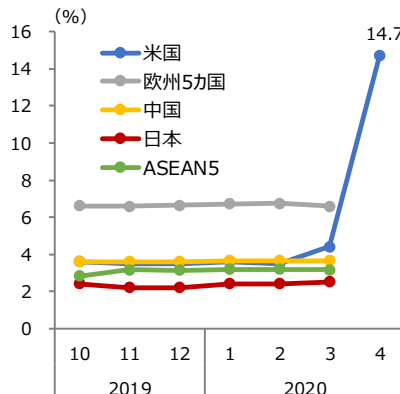
注：直近は4月26日。グラフの表示のないところは欠損値。  
出所：IMDb より三菱総合研究所作成

図表 1-7 小売売上高（月次）



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 1-8 失業率（月次）



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

### ③ 国際金融市場の不安定化

景気や企業業績への懸念が高まり、3月には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た（図表 1-9）。また、原油価格は需給バランスの悪化に投機的な動きも加わり、WTI 原油先物価格は4月に一時マイナス40ドルを記録、その後も20-30ドル程度という低水準で推移している（図表 1-10）。原油安による損失拡大を受けて、原油を運用資産に組み込むファンドでは清算の動きも出ており、他の金融資産の売り圧力にもつながっている。

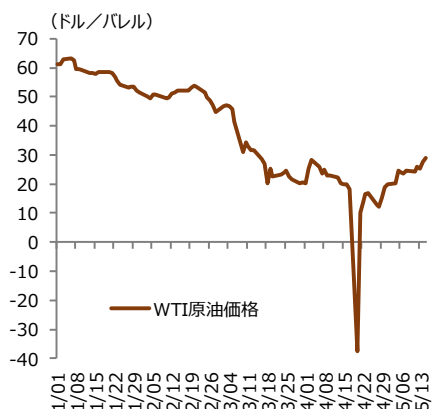
資金調達コストにも影響は波及した。企業の資金繰り懸念から、CDS や低格付社債のスプレッドも拡大した（図表 1-11）。投資家や企業が手元の流動性を確保するために短期での資金運用ニーズが高まっており、TED スプレッド（銀行間取引金利－米国3カ月物 T-bill 利回り）は3月に急上昇、金融機関の短期資金確保にもストレスが加わった（図表 1-12）。こうした状況を受けて、3月半ばから4月にかけて、FRB や ECB など各国中銀が大規模な流動性供給や企業金融支援を打ち出したことなどから、金融市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつあるが、コロナ危機前と比べれば資金調達コストは高い状況にある。感染拡大が長期化すれば、再び金融市場が不安定化する可能性があるが、米国・欧州・日本がともにゼロ金利になるなど政策発動余地は縮小しており、後述する金融危機に陥るリスクは高まっている。

図表 1-9 MRI リスク回避度指数



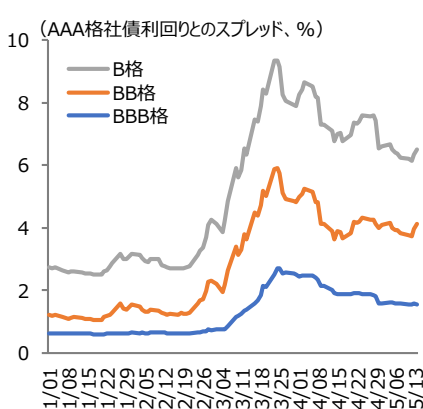
注：リスク回避指数は、①新興国株式、②先進国株式、③商品、④新興国為替、⑤新興国債券、⑥先進国為替、⑦先進国債券の価格変動（前週差）を標準化し、⑥、⑦の平均変化率から①～⑤の平均変化率を引いたものを MRI-RA Index の変化分として作成。直近は5月15日。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-10 原油価格



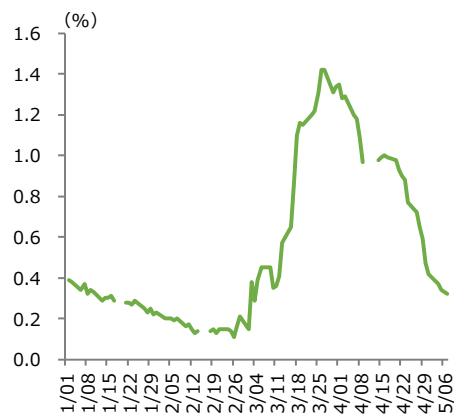
注：直近は5月15日。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-11 米国社債の利回り差



注：直近は5月14日。  
出所：FRED より三菱総合研究所作成

図表 1-12 TED スプレッド



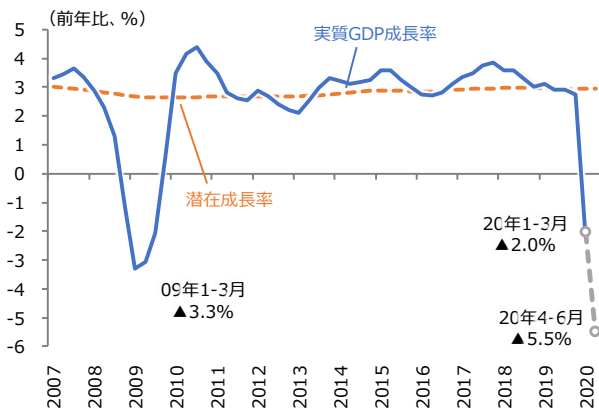
注：直近は5月7日。  
出所：FRED より三菱総合研究所作成

## 世界経済は景気後退局面へ

20年1-3月期の世界経済成長率は、前年比▲2%程度と11年ぶりのマイナス成長となった（図表1-13）。中国経済が同▲6.8%のマイナス成長となったほか、米国が前期比▲1.2%、欧州（主要5カ国平均）が同▲3.6%、日本が同▲0.9%といずれも経済規模が縮小した。

ただし、新型コロナウイルス感染症が欧米経済に深刻な打撃を与え始めたのは3月以降だ。世界経済の下振れ圧力は、1-3月期よりも4-6月期のほうが大きくなることが確実であり、前年比で▲5%近いマイナス成長となると予測する。世界金融危機時の減少幅（同▲3.3%）を上回る見込みだ。世界経済は20年1-3月期以降に景気後退局面に入ったとみている。

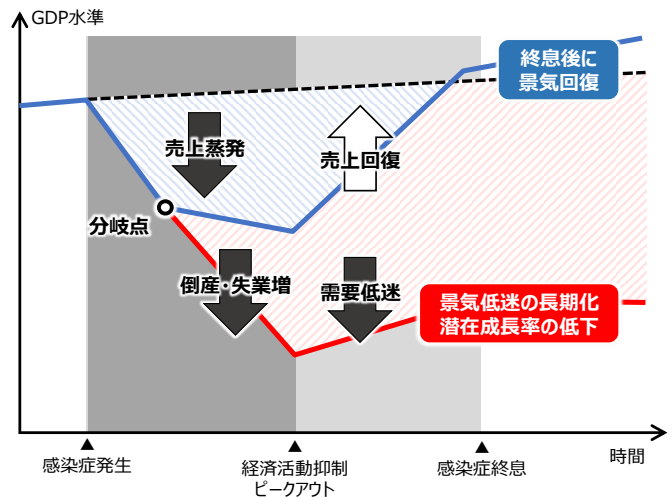
図表 1-13 世界経済の実質 GDP 成長率



注：各国の実質 GDP 成長率および潜在成長率をドル建て名目 GDP ウェイトで加重平均。米国、ユーロ圏、日本、英国、中国、台湾、韓国、シンガポール、香港、ASEAN5、インド、ブラジルの34カ国の合計。直近は20年1-3月。

出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-14 感染拡大の封じ込めと経済対策の成否が経済の分岐点に



出所：三菱総合研究所

## 感染拡大の封じ込めと経済対策の成否がコロナ危機後の経済を左右

循環的な景気後退局面とは異なり、パンデミックによる景気後退への最良の対処法は、感染拡大を短期で封じ込めることである。ただし、一定期間、人の移動や接触を強く制限し社会的距離を確保することは、経済的に大きな犠牲を伴う。①感染拡大を短期で封じ込めるための強力な感染症拡大防止策とともに、②その間の企業の資金繰りや雇用を支える経済対策をセットで講じることが重要だ。②が不十分であれば、感染終息後に経済を回復軌道に戻すことが困難になる。現在はその分岐点にある（図表1-14）。

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1-15）。財政政策では、①医療体制の整備、②企業支援、③失業者や休職者への支援、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2.9兆ドルとGDP比14%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企業の資金繰り支援、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、企業の資金繰り支援や金融危機回避を目的に、総額2.3兆ドルの資金供給措置を発表した。中小企業などに対する銀行の融資能力を高める取り組みのほか、社債市場安定化のために投機的格付（BB格以下）社債も資産買入れ対象に加える異例の措置に踏み切った。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 1-15 新型コロナウイルス感染拡大への主要国の主な政策対応

		財政政策	金融政策	
米国	規模	・2.8兆ドル(GDP比13%)	利下げ	・FRB、政策金利目標を0.5%引き下げ(3/3) ・政策金利目標を1.0%引き下げ、0.00~0.25%に(3/15)
	医療体制の整備	・病院支援(1,400億ドル)		
	家計向け給付	・現金給付：大人1人1,200ドル(所得制限あり)、子供1人500ドル(2,500億ドル) ・失業給付：週600ドルを加算、給付期間は6ヵ月から9ヵ月に延長(2,500億ドル)	量的緩和	・FRB、米国債を最低5,000億ドル、住宅ローン担保証券を同2,000億ドル購入へ(3/15) ・上記資産の買い入れを無制限に(3/23)
	大企業支援	・企業倒産防止のための保証枠(5,100億ドル) ・航空会社支援(500億ドル)		
	中小企業支援 ・休業補償	・給与保障プログラム：雇用維持を前提に中小企業などの6月末までの給与支払いなどを肩代わり(6,600億ドル)	資金繰り支援	・FRB、10年ぶりCP購入を再開(3/17) ・投資適格債に限定した社債購入開始(3/23) ・最大2.3兆ドルの緊急資金供給策(4/9) 社債の購入対象を低格付債(ハイイールド債)に拡大 6,000億ドルを上限に一般企業に間接融資 ・公的住宅金融機関による支払延滞の住宅ローン債権を買い取り
	税・社会保険料の減免	・法人税や所得税の申告期限延期、徴税猶予		
ドイツ	規模	・7,570億ユーロ(GDP比23%)	量的緩和	・ECB、年末までに1,200億ユーロの資産を追加購入(3/12) ・年末までに7,500億ユーロの資産を追加購入(3/18) ・債券購入に伴う発行体制限の撤廃(3/25)
	医療体制の整備	・医療機器、病院設備、ワクチン研究開発への支出		
	家計向け給付	・短期労働者への補助金拡大 ・低所得の親のための育児給付の拡大	資金繰り支援	・ECB、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(3/12) ・「TLTRO3」の最低金利を、中銀預金金利より0.5%低い水準(最低マイナス1%、6月~)に引き下げ(4/30)
	企業支援	・無制限の信用供与 ・「経済安定ファンド」を設立、うち企業の債務保証(最大4,000億ユーロ)、企業への出資(1,000億ユーロ)など ・中小企業(最大10人の従業員と自営業者)向け支援(500億ユーロ) ・ドイツ復興金融公庫(KfW)による中小企業向け融資に政府保証100%を設定		
英国	規模	・3,500億ポンド(GDP比16%)	利下げ	・英中銀、政策金利を0.5%引き下げ(3/11) ・政策金利を過去最低の0.1%に引き下げ(3/19)
	医療体制の整備	・NHSなど医療体制の強化など(300億ポンド) ・法定疾病手当(SSP)の支給		
	家計向け給付	・個人事業主への雇用支援手当の支給、中小企業への病休手当還付など(70億ポンド)	量的緩和	・英中銀、国債や社債などの買い入れを再開、残高の上限を2,000億ポンド増額して総額6,450億ポンドに(3/19)
	企業支援	・企業向け緊急融資(3,300億ポンドの信用供与枠) ・休業従業員給与の8割補填(月上限2,500ポンド、3ヵ月間)		
	税・社会保険料の減免	・VATの支払猶予(6月30日まで)		
中国	規模	・2.6兆人民元(GDP比2.5%)	利下げ	・中国人民銀行、最優貸出金利(LPR)の1年物を0.1%引き下げ、4.05%に(2/20) ・預金準備率を0.5~1.0%引き下げ(3/13) ・LPR1年物を0.2%下げ、3.85%に(4/20)
	医療体制の整備	・パンデミックの予防や抑制に向けた支出の増加 ・医療機器の製造拡大		
	企業支援	・特別国債の発行や専項債券(レベニュー債)の規模拡大 ・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 ・中国人民銀行による中小銀行向け融資・割引枠の1兆元拡大	市場への資金供給	・中国人民銀行、リバースレポにより1.7兆元の流動性を供給(2/3-4) ・7日物リバースレポを通じて金融システムに5,000億元を供給(3/30)
	税・社会保険料の減免	・中小・零細企業に2月より最大5ヵ月間、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 ・電気料金5%減額など、2月より6月まで公共料金の減免	資金繰り支援	・中国人民銀行、中小企業支援のため、新たに5000億元の貸付枠を設定(2/26) ・中小企業の利払い期限を最長6月30日まで延長(3/1)
日本	規模	・117.1兆円(GDP比21%)	量的緩和	・10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買い入れを実施 ・ETFおよびJ-REITの積極的な買い入れ
	医療体制の整備	・感染拡大防止策と医療提供体制の整備、および治療薬の開発(2.5兆円)		
	家計向け給付	・国民一人当たり10万円の特別定額給付金 ・子育て世帯への臨時特別給付金	資金繰り支援	・企業金融支援特別枠への導入 ・CP・社債などの買い入れの増額
	企業支援	・雇用調整助成金の対象拡大、助成率引き上げ ・政策金融機関による実質無利子・無担保の融資 ・信用保証の強化・拡充		
	税・社会保険料の減免	・収入減少者への社会保険料の減免 ・納税猶予、固定資産税の減免		

出所：各種資料より三菱総合研究所作成（20年5月15日現在）



## (2) 世界経済の見通し

### 経済見通しの前提となる3つのシナリオ

新型コロナウイルス感染症は、感染経路や潜伏期間、基本再生産数（何も対策を取らなかった場合の素の感染力）や実効再生産数（対策を講じた上での実際の感染力）について不明な点も多く、今後の感染拡大ペースや終息時期を見通すことは難しい。経済見通しは、感染拡大状況やそれに伴う経済活動抑制の程度や期間によって左右されることから、次の3つのシナリオで提示する（図表 1-16）。

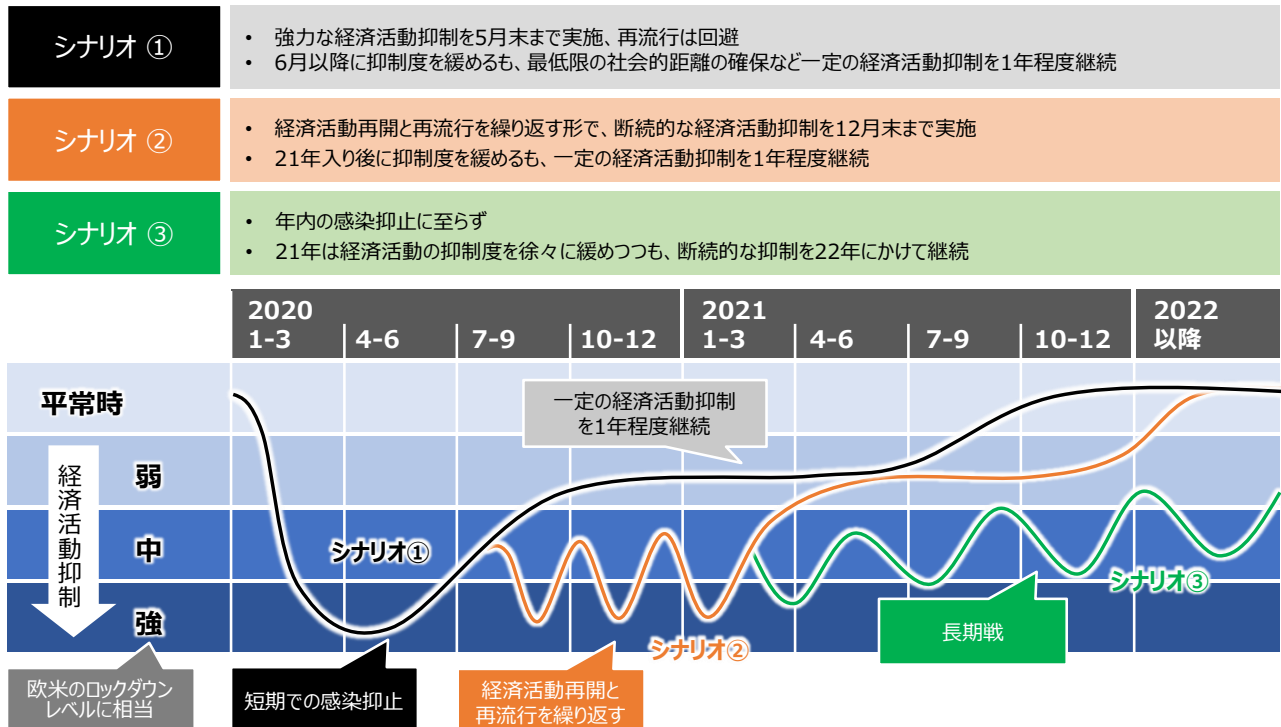
シナリオ①は、感染抑止のための強力な経済活動の抑制が5月末まで実施、再流行は回避される。6月以降に抑制度を緩めるも、最低限の社会的距離の確保など一定の経済活動抑制は1年程度継続される。経済的には直ちに完全に正常化することが望まれるが、再流行の懸念が拭えないことから、一定の経済活動の抑制は感染終息が見通せるまで継続される見込み。

シナリオ②は、経済活動再開と再流行を繰り返す形で、断続的な経済活動抑制を12月末まで実施。21年入り後に抑制度を緩めるも、シナリオ①と同様にそこから1年程度は一定の経済活動抑制を継続する。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は高い。先進国での流行が落ち着いたとしても、今後は相対的に医療体制などが脆弱な新興国・途上国での感染拡大が懸念されており、これが時間をおいて再び先進国での流行の火種となることも考えられる。世界全体での感染拡大が年内いっぱい長引く可能性は十分にある。

シナリオ③は、シナリオ②の取り組みにもかかわらず年内の感染抑え込みに失敗、21年は経済活動と感染拡大ペースの抑制のバランスを取りながら、抑制度は徐々に緩めつつも、22年にかけて断続的な経済活動の抑制が実施されるシナリオである。有効なワクチンや治療薬が出現しない場合、集団免疫を獲得するまで終息しない可能性がある。医療崩壊を防ぐため、断続的な経済活動の抑制が長期的に継続されると想定する。

シナリオ①が実現できることが望ましいが、6月以降の再流行が回避され、経済活動の段階的緩和がスムーズに進展すると想定するのはやや楽観的であろう。新興国・途上国も含めた世界的な感染拡大の現状を踏まえると、最悪のケースとしてシナリオ③も十分に想定しておく必要がある。ただし、最も実現する可能性が高いシナリオという観点では、各国の検査・医療体制整備や一定の経済活動抑制などにより、シナリオ①と②の中間が実現する可能性が高いとみている。

図表 1-16 経済見通しにかかる経済活動抑制の前提



出所：三菱総合研究所

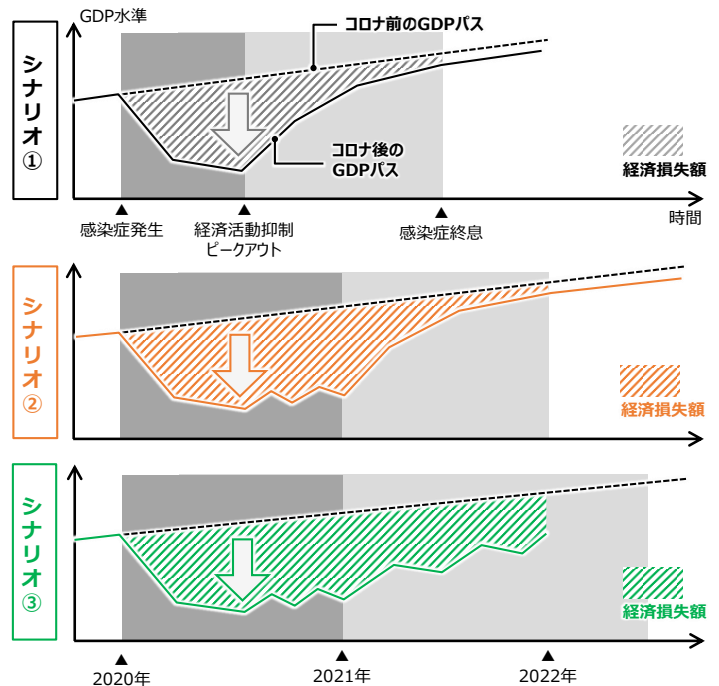
## 経済損失は世界で 800~1,300 兆円に上る見通し

経済見通しの算出にあたり、新型コロナウイルスの感染拡大による経済損失額をシナリオ別に算出した。ここでの経済損失額は、新型コロナウイルスの感染拡大によって、新型コロナウイルス感染がなければ本来達成していたであろう GDP 水準からの下押し額を累計したものである（図表 1-17、シャドープ部分）。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。

20 年～21 年に生じる経済損失額は、シナリオ①の場合、世界全体で 760 兆円（世界 GDP 比 8%）、シナリオ②では 1,120 兆円（同 12%）、シナリオ③では 1,310 兆円（同 13%）に上る（図表 1-18）。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、おおむね 470 兆円程度（同 7.5%）である。GDP 比で見るとシナリオ①と同程度となる。

4 月 6 日に公表した当社レポート<sup>1</sup>では、コロナ危機による世界の経済損失額を 200~440 兆円としていたが、今回これを 760~1,310 兆円へと大幅に下方修正した。修正要因は以下の 5 点である。①1-3 月期の各国 GDP 実績の予想比下振れ、②4-6 月期の各国 GDP 予測の大幅な下方修正、③7-9 月期以降の世界的経済活動の抑制制度の前提を強めに修正、④経済活動再開後の失業残存による下押し効果を織り込み、⑤新興国・途上国における感染拡大や原油安による産油国経済への下押し効果を織り込んだことがある。

図表 1-17 経済損失額の考え方



出所：三菱総合研究所

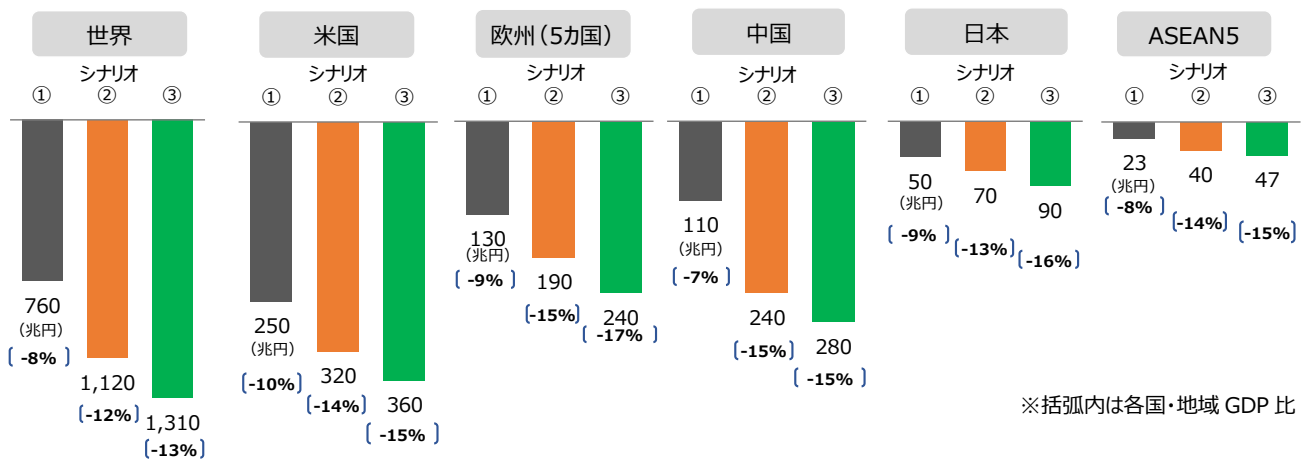
図表 1-18 コロナ危機によるシナリオ別の累積経済損失額

－ 実質 GDP の累積下振れ幅（2020-21 年の累計）－

シナリオ①：経済活動抑制を 20 年 6 月以降に緩和、再流行は回避 世界で約 **760** 兆円（GDP 比 8%）

シナリオ②：再流行を想定、経済活動抑制は 21 年入り後に緩和へ 世界で約 **1,120** 兆円（GDP 比 12%）

シナリオ③：感染抑止に失敗、21 年以降も断続的に経済活動抑制 世界で約 **1,310** 兆円（GDP 比 13%）



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

<sup>1</sup> 三菱総合研究所「新型コロナウイルス感染症の世界・日本経済への影響と経済対策提言」4 月 6 日公表

<https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/eooutlook/2020/20200406.html>

## 「社会的距離の確保」の定着で迫られる労働シフト

経済活動は、新型コロナウイルスの感染が終息すれば基本的には徐々に回復傾向をたどるとみられるが、感染拡大防止のために意識された「社会的距離の確保 (social distancing)」は、たとえ感染が短期で終息した場合でも、コロナ危機後の消費者や企業の行動変容として定着する可能性がある。

影響が大きいのがいわゆる「3密 (密集、密閉、密接)」に該当する業種であり、労働需要面/供給面の双方から変化が予想される。労働需要面では、不要不急の娯楽サービス (映画館、スポーツジム、カラオケなど) を中心に足もとで需要が激減しており、今後経済活動が再開される局面でも労働需要の戻りの遅れが懸念される。一方、労働供給面では、3密業種で働くことによる感染リスクが改めて意識されたことから、労働供給の減少要因となる。なかでも、医療・介護などの「エッセンシャル・サービス」分野で就労する労働者の供給確保が、ライフライン維持の観点からも大きな課題となっている。

では、3密業種で働く雇用者の割合はどの程度か。米国 O\*NET の職業特性データを用いて職業別の「3密指数」を計算<sup>2</sup>し、米国の雇用者に適用したところ、3密指数が高い雇用者は全体の20%程度となった (図表 1-19)。一方、3密指数が高い雇用者の職業内訳をみると、エッセンシャル・サービス<sup>3</sup>に属する割合が高い層と低い層に2分されることがみてとれる (図表 1-20)。エッセンシャル割合が高いのが医師、看護師、介護従事者といった医療・ヘルスケア関連職種、逆に低いのが飲食店接客員や販売店員、レジ係といった飲食・小売関連職種であり、双方が雇用全体の1割強のシェアを占めている。

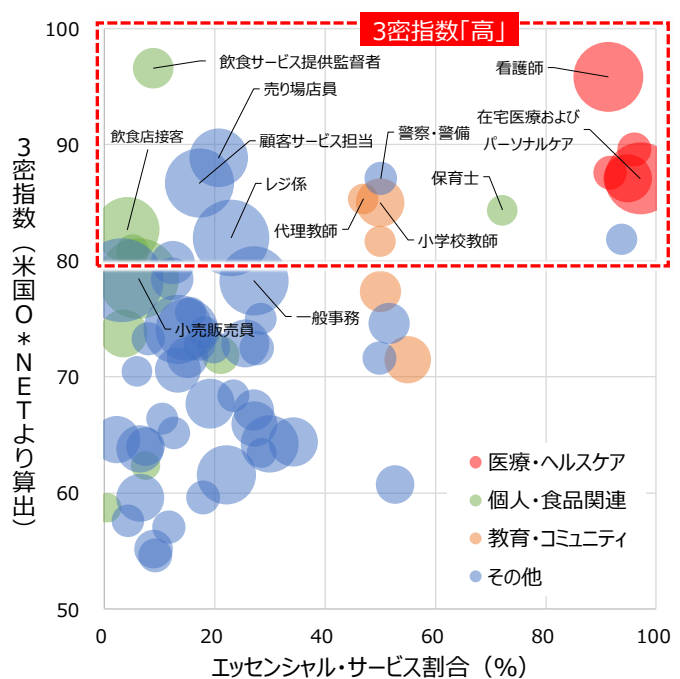
3密業種を巡る日本の状況は、製造業、建設業などの3密指数が低い産業の雇用シェアが高いこともあり、3密指数が高い雇用者の割合は14%と米国の7割程度の水準だ。しかし、900万人を超える雇用者が高い感染リスクの下での就業を迫られ、サービス需要の蒸発から失業リスクにさらされる現況は、米国やその他諸国と同様に深刻である。エッセンシャル・ワーカーに該当する雇用者は、社会的に不可欠な職種であることから、人手不足によるサービス供給量や質の低下は避けなければならない。職業上の感染リスクを徹底的に抑えるためデジタル技術などの活用や防護物資の安定供給とともに、感染リスクに応じた賃金の見直しなども必要となろう。エッセンシャル・ワーカーに該当しない雇用者は、「社会的距離の確保」から当該業種の集客数が制限される状況が定着すれば、大規模な労働シフトを余儀なくされる可能性も否定できない。

図表 1-19 産業別の3密指数別雇用者シェアおよびエッセンシャル・サービス割合 (米国、2019年)

産業分類	3密指数別就業者シェア (%)			エッセンシャルサービス割合 (%)	
	高(80-)	中(70-)	低(-70)		
A 農業・林業及び漁業	10	90		50	
B 鉱業及び採石業	23	77		43	
C 製造業	30	70		3	
D 電気・ガス		76	24	100	
E 水供給・下水処理	21	79		55	
F 建設業		53	47	18	
G 卸売・小売業	10	66	24	9	
H 運輸・保管業	7	43	50	40	
I 宿泊・飲食サービス業	3	92	5	8	
J 情報通信業	2	33	65	17	
K 金融・保険業	2	60	38	12	
L 不動産業		84	16	0	
M 専門・科学・技術サービス業	5	43	52	0	
N 管理・支援サービス業	6	53	41	0	
O 公務及び国防	29	45	27	50	
P 教育		53	33	14	
Q 保健衛生及び社会事業		64	31	5	100
R 芸術・娯楽・レクリエーション	37	51	12	0	
S その他のサービス業	32	48	21	0	
合計	20	50	30	30	

出所：米国 O\*NET、米国労務省統計他より三菱総合研究所推計

図表 1-20 3密指数別×エッセンシャル・サービス割合別の雇用者数 (米国、2019年)



出所：米国 O\*NET、米国労務省統計他より三菱総合研究所推計

<sup>2</sup> O\*NET は、米国労働省雇用訓練局が 1998 年に開設した職業情報の総合サイト。3密指数は、O\*NET の職業別定量データから「物理的近接性」「屋内での作業」「他者との接触」を異なるウェイトで合成して算出した。

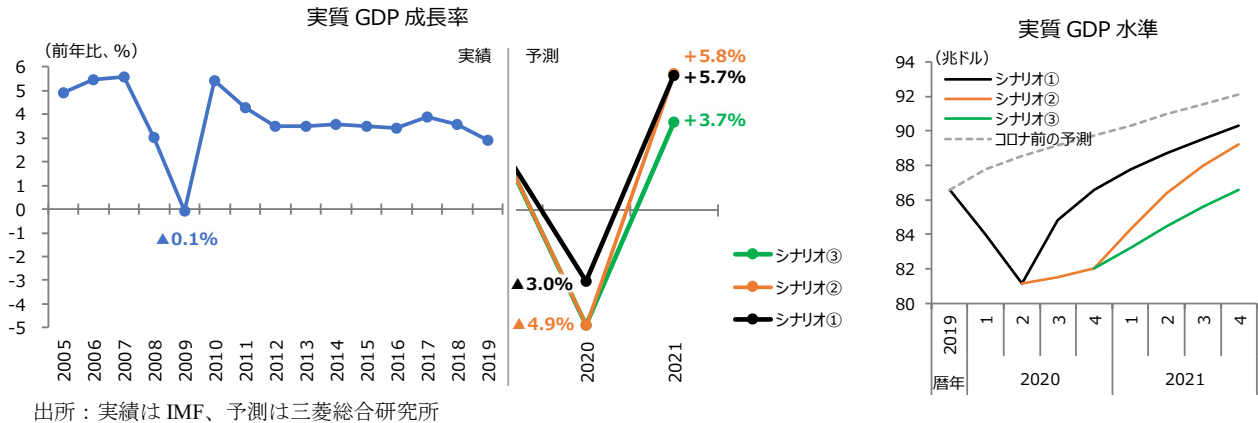
<sup>3</sup> ここでのエッセンシャル・サービスは、ILO 結社の自由委員会「決定と原則の概要」第 5 版が定めるエッセンシャル・サービスおよびそれに準ずる業種に拠る。医療・介護、電ガス水道、通信、防犯防災、公共交通、エネルギー、教育、建設、農業などが含まれるが、卸・小売は飲食料供給に関するセクター以外を対象外となっている。

## 20年の世界経済成長率は大幅なマイナス成長に

上記経済損失や雇用への影響を踏まえると、20年の世界経済の実質GDP成長率は、シナリオ①で前年比▲3.0%、再流行を想定したシナリオ②で同▲4.9%へとマイナス幅が拡大する見通し（図表 1-21）。シナリオ③は20年への影響はシナリオ②と同じであるものの、経済活動抑制が長期化することから、21年の成長率は同+4%程度とシナリオ①、②の同+6%程度に比べて低い伸びにとどまると見込む。

国・地域別にみると（図表 1-22）、シナリオ①は、米国が同▲4.7%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▲6.0%と大幅なマイナス成長が予想される。中国は同+0.6%が予想され、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。シナリオ②は、中国がマイナス成長に転じるほか、米国・欧州・日本のマイナス幅も一段と拡大する。

図表 1-21 世界経済の見通し



出所：実績はIMF、予測は三菱総合研究所

図表 1-22 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	新型コロナ前	新型コロナ後					
		シナリオ①		シナリオ②		シナリオ③	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>世界全体</b>	<b>2.7%</b>	▲3.0%	5.7%	▲4.9%	5.8%	▲4.9%	3.7%
米国	1.9%	▲4.7%	4.7%	▲6.1%	4.8%	▲6.1%	3.1%
欧州 (5カ国)	1.2%	▲6.0%	6.0%	▲8.9%	7.4%	▲8.9%	4.0%
中国	5.9%	0.6%	9.0%	▲3.2%	8.6%	▲3.2%	6.5%
日本 [暦年]	▲0.4%	▲4.9%	3.4%	▲6.5%	1.9%	▲6.5%	▲0.2%
[年度]	0.1%	▲4.5%	4.3%	▲7.1%	4.4%	▲7.4%	2.2%
ASEAN	4.9%	▲1.2%	9.0%	▲3.9%	8.7%	▲3.9%	6.4%
その他世界	2.7%	▲2.1%	4.7%	▲2.9%	4.8%	▲2.9%	3.0%

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

### (3) 先行きのリスク

上記見通しには含まれていないものの、先行きのリスクとして想定しておくべきは、①金融危機への発展と、②潜在成長率の低下である。

#### 金融危機への発展：世界全体で530兆円程度の追加的な経済損失発生へ

上記見通しは、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済の落ち込みを踏まえたものであるが、金融危機の発生は想定していない。ただし、経済活動が急速に収縮、資金繰りの悪化などから債務が拡大するなかで、世界的な金融システム不安に発展するリスクは高まりつつある。

金融危機への発展は、主に次の波及経路が想定される。第一に、金融資産価格の下落である。世界経済の収縮による企業業績の急激な悪化を受けて、3月には株価など金融資産価格が総じて下落した。金融機関では株式評価損が発生、後述する不良債権の増加と相まって自己資本比率の低下につながる。また、需要の蒸発を受けて資源の需給バランスも崩れており、4月にはWTI原油の先物価格が一時マイナスを記録した。資源開発企業の大幅減損、シェール開発など中小企業の破綻、産油国の財政悪化などを通じて金融市場を不安定化させる要素となる。



第二に、金融市場の流動性不足である。解約増加に対応するためのファンドによる換金売りや、企業や金融機関が手元の流動性を補填する動きが強まり、3月にはドル資金不足が生じた。こうした金融市場の流動性不足は、株価や資源など金融資産価格の一段の下落を招いたほか、有事のドル買いや換金売りを促し、例えば新型コロナウイルスの感染が広がっていない新興国からも資金を流出させた。ドル建て債務比率の高い新興国ほど債務返済負担が増している。

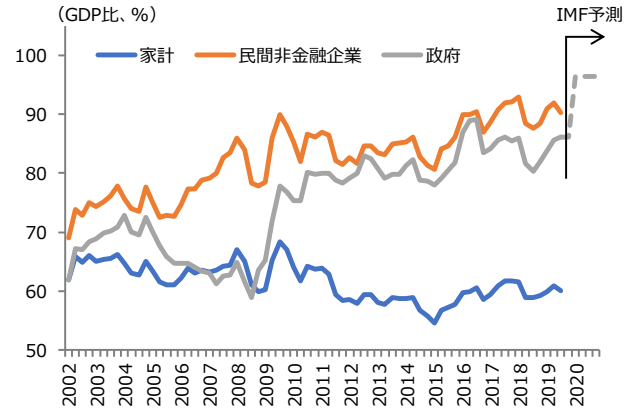
上記2つのルートについては、各国中央銀行の大規模な流動性供給等により、現時点では金融危機への発展は回避されており、株価も3月半ばをボトムに持ち直しつつある。しかしこれで安心できるわけではない。感染の終息はまだ見通せない状況であり、経済活動の抑制が長期化すれば、いずれ政策的な下支えも限界に達し、第三のルートである信用リスクの上昇と不良債権の増加につながる。

民間非金融部門と政府を合わせた債務残高（対GDP比）は、歴史的に高い水準にある（図表1-23）。ここにコロナ危機による経済収縮が加わり、債務は一段と拡大する見通しだ。IMFが4月6日に公表した「財政モニター」によると、20年の世界の政府債務残高はGDP比96.4%と、19年の83.3%から急増が見込まれる<sup>4</sup>。米国の政府債務残高は同131%と第二次世界大戦後の水準を上回る。経済活動の収縮により各主体の収入は減少しており、返済負担増加と返済能力低下の両面から信用力が低下する確率が高まっている。

また、民間部門では企業や個人の債務延滞や破産も、通常とは異なる確率で一度に大量に発生する可能性がある。その場合、これらの債権を証券化したローン担保証券（CLO）を保有する投資家や金融機関にも損失が拡大する。債務延滞や破産の急増や不良債権の増加は、市場全体の信用リスクの再評価につながり、足もとでは落ち着きを取り戻しつつある金融市場を再び不安定化させかねない。

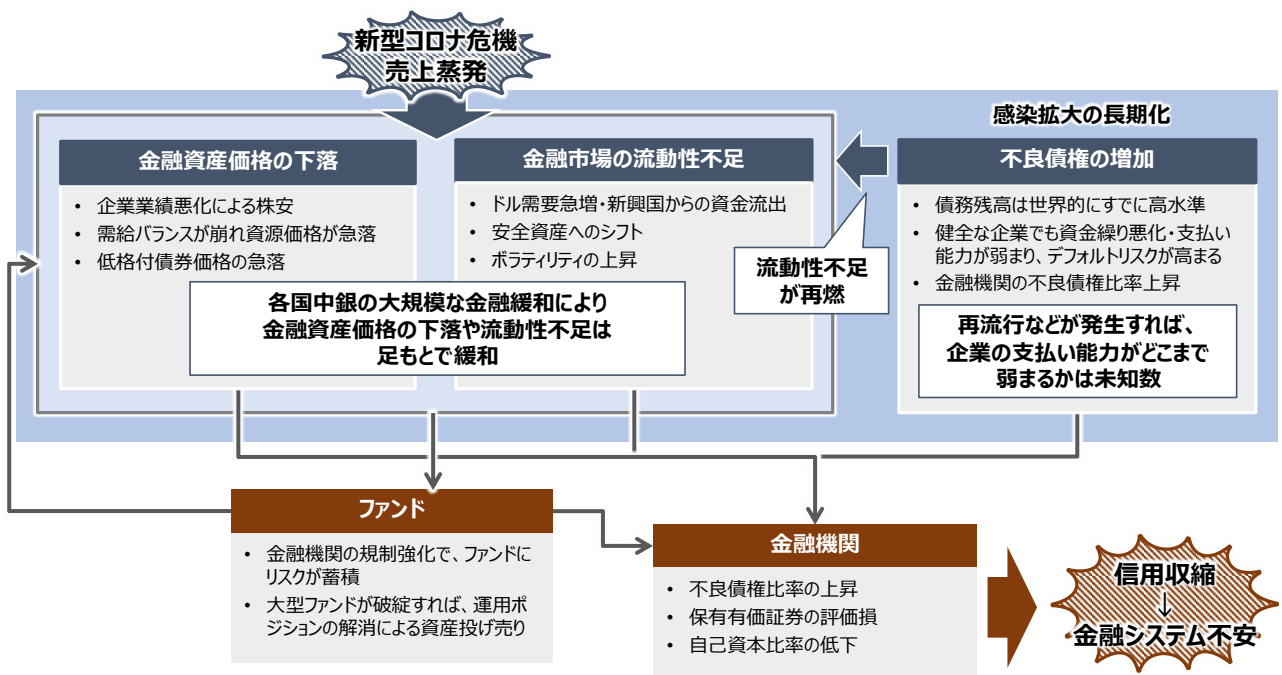
世界金融危機後に金融規制が強化された銀行セクターでは、金融危機前と比べ自己資本や流動性は十分確保されているとはいえ、世界金融危機時を上回る経済収縮のなかで、銀行・証券会社の損失が膨らむリスクはある。システムック・リスクへと発展すれば、急激な信用収縮を通じて経済を一段と下押しする（図表1-24）。

図表 1-23 世界の債務残高（部門別）



出所：BIS、IMF「Fiscal Monitor」より三菱総合研究所作成

図表 1-24 金融危機に陥るリスク



出所：三菱総合研究所

<sup>4</sup> この値は4/6時点のものであり、米国の2.8兆ドルの経済対策や日本の117兆円の経済対策は部分的にしか含まれておらず、20年の政府債務残高のGDP比はより高い値になるとみられる。

仮に、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5.5%）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、シナリオ①で計1,290兆円（世界GDP比13%）に上る。

### 潜在成長率の低下：10年単位での低迷再来か

世界金融危機を経験した欧米先進国の潜在成長率は2%程度から1%程度まで低下し、潜在成長率が回復するまでに10年近くを要した（図表1-25）。コロナ危機がきっかけとなり、下記の3つの要素を通じて、潜在成長率が中期的に低下する可能性がある。

第一に、人的資本の毀損である。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。加えて、人命の損失の影響も大きい。ワイオミング大学の研究によると<sup>5</sup>、経済活動が抑制度を緩め、感染拡大を許した場合、GDPに表れる経済的損失は小さく済むものの、人命の損失を含めたトータルでの社会的損失は大きくなる（図表1-26）。

第二に、イノベーションの断絶である。企業の業績悪化で真っ先に削られる可能性があるのが研究開発費だ。内部留保を多く抱える大企業は、今こそ中長期的な事業開発のための投資を積極化させ、終息後の事業拡大や生産性向上につなげるべきだ。一方で、体力のないベンチャー企業は特に資金繰りが厳しい。イノベーションの萌芽を途絶させないためにも、大企業や中小企業によるベンチャー企業への出資などオープンイノベーションを促進する税制拡充などイノベーションを途絶させない研究開発税制の強化が必要である。

第三に、債務の拡大である。前述のとおり、コロナ危機への緊急対応により、企業・家計・政府の債務残高は一段と高まっている。通常、債務の拡大は、それによって投資を行い将来の生産性を高めるために行われるが、今回のコロナ危機では、日々の資金繰りや企業活動・生活のための借り入れであるケースが多く、将来の生産性の上昇を伴わない。危機終息後も、本来は未来への投資に回すべき資金を過去の債務の返済に充てざるを得ず、中長期的な成長率の低下につながる恐れがある。

### (4) ポストコロナの国際情勢

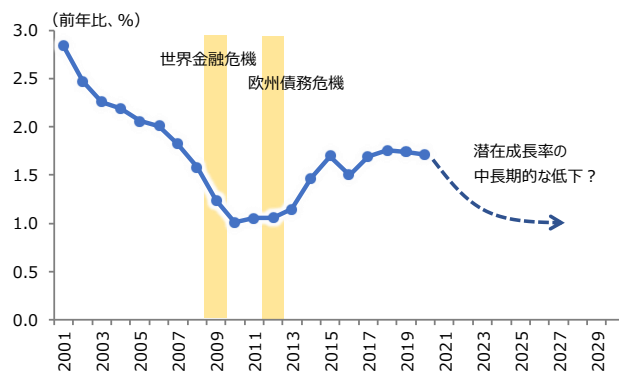
新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を経て、ポストコロナ時代の米中覇権争いの行方、権威主義と民主主義の対立などに関する議論が世界で繰り返されている。

### ポストコロナの国際秩序：世界の分断は一段と深まる

危機時こそ国際協調が求められるものの、08-09年の世界金融危機時とは異なり、世界をリードして危機に立ち向かう国が存在しないのが今回特徴的だ。米国が最大の感染国となるなかで米国にその余裕はなく意思も乏しい。「米国第一主義」を掲げるトランプ政権の就任以降、中国との通商対立のほか、関税や安全保障、気候変動政策などを巡って欧州など同盟国とも軋轢を生んでおり、国際的な協調を図るのは難しい状況にある。

そのようななか、トランプ大統領は4月14日、WHOの新型コロナウイルスへの対応が中国寄りだと

図表 1-25 欧米先進国の潜在成長率



出所：IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-26 経済活動抑制の有無による社会損失

	社会的距離の確保 施策なし		社会的距離の確保 施策あり
感染者数	2.87億人	>	1.88億人
死亡者数	218万人	>	94万人
① GDP損失	6.5兆ドル	<	13.7兆ドル
② 人命損失	21.8兆ドル	>	9.4兆ドル
①+②	28.3兆ドル	>	23.1兆ドル

出所：Thunstrom 他（2020）

<sup>5</sup> Thunstrom, Linda and Newbold, Stephen and Finnoff, David and Ashworth, Madison and Shogren, Jason F., The Benefits and Costs of Using Social Distancing to Flatten the Curve for COVID-19 (April 14, 2020). Forthcoming Journal of Benefit-Cost Analysis. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3561934>

批判し、資金拠出を当面の間停止すると表明した。危機時においても国際機関を軽視するトランプ流の手法は相変わらずといえるが、グテレス国連総長は「今は WHO などの人道組織の運営リソースを削減する時ではない」と発言するなど、多くの批判が出ている。こうした国際協調体制の欠如については、多くの海外有識者より憂慮の声が発せられている<sup>6</sup>。

米国の内向き化が一段と鮮明になるなかで、中国がそれにとって代わるのか、という議論が増えている<sup>7</sup>。中国はその権威主義体制により強硬的な措置によって新型コロナウイルス感染拡大の封じ込めに成功したとの見方も多い。また、世界各地にマスクなど大量の医療物資支援を積極的に行い、イタリアやセルビアなど一部の国から謝意も寄せられている。しかし、中国が地政学的に世界のリーダーたりえるかという観点では、否定的な意見が多い<sup>8</sup>。新型コロナウイルスの発生源が中国であり、初動の遅れや情報の透明性の欠如により感染を世界に拡大させた責任があるというのも一つの理由となっている。

20 年 11 月に米国大統領選を控え、トランプ政権の対中姿勢はますます硬化するであろう。新型コロナウイルス拡散の責任を問うため、米政権内では報復措置として訴訟を通じた損害賠償の請求や対中関税の引き上げなどが検討されている。仮に米国の外交ツールとして関税引上げが再び使われる場合、米中第一段階の合意は棚上げされ、新型コロナウイルス終息後においても世界貿易の回復には時間を要することになる。

一方、中国の習近平国家主席も二期目の任期が切れる 23 年 3 月以降の 10 年延長に向けて、対外的な妥協は許されない立場にある。したがって、米中対立が一層激化し、それに翻弄される世界という構図が続く可能性がある。

### 強まる経済安全保障の意識：保護主義化の大義名分となる恐れ

新型コロナウイルスの感染拡大の影響から、世界のビジネス環境が大きく変貌している。医薬品や食料品などの分野で自国優先的な輸出制限措置をとる国が増えているように、ポストコロナの時代、経済安全保障の観点から日本政府および日系企業に一層求められる。

ドイツは今回のコロナ危機対策の一つとして 6,000 億ユーロ規模の経済安定化基金を設立、うち 1,000 億ユーロを重要インフラ企業の買収防止に充てている。欧州では近年、中国企業による買収が増えてきたことから、ドイツ・フランスを中心に安全保障上の懸念が高まり、EU レベルで外資による EU 域内への直接投資の審査に関する規制導入を進めてきたところだ。欧州ソブリン債務危機の際、債務削減に向けて、例えばギリシャはピレウス港、ポルトガルは電力会社の民営化を余儀なくされ、中国企業を買収してきたことは記憶に新しい。今回のコロナ危機後、中国企業が「一帯一路」政策のもと、欧州を含む海外の企業を安価に買収する動きをみせる可能性は十分に考えられる。一方、欧州側もそれに備え、保護主義的スタンスをさらに強めている。欧州委員会のベステア上級副委員長（デジタル・競争担当）は 4 月 13 日、EU 加盟国は中国企業による買収に備え戦略企業の株式購入を進めるべきと発言している<sup>9</sup>。

投資を巡る中国への警戒心の高まりはアジアにも広がっている。インド政府は 4 月 18 日に出した通達で、中国を含む「国境を接する国」からインドへのすべての投資に対して政府承認を義務付けるよう変更を行った。これまでインドの有カスタートアップ企業にとって最大の投資家であった中国のアリババやテンセントなどは、今後規制対象となる。この通達が出された直後の 4 月 22 日、米フェイスブックがインド大手財閥リライアンス・インダストリーズ傘下の大手通信会社に 57 億ドル出資することを発表したことは注目される動きだ。また、日本でも同じく外資規制を強化する流れにある。19 年 11 月の外為法改正に伴う政省令や告示が 5 月 8 日に施行され、安全保障上、重要と指定する日本企業の株式を外国人投資家が取得する際に必要な事前届け出の基準を持ち株比率でこれまでの 10%以上から 1%以上に厳格化した。さらに 5 月 1 日、指定業種に医薬品・医療機器を加える新たな告示案を公表している。

<sup>6</sup> 例えば、米ピーターソン国際経済研究所は G20 の役割の重要性について、4 月 14 日にレポートを発表している。

<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/g20-not-only-should-can-be-meaningfully-useful-recovery-covid>（閲覧日 4 月 17 日）

<sup>7</sup> 英誌 The Economist (4 月 18 日号)では、「Is China winning?」という特集を組んでいる。

<sup>8</sup> 例えば、米誌 Foreign Affairs 'The Pandemic Won't Make China the World's Leader' April 15

[https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2020-04-07/pandemic-will-accelerate-history-rather-reshape-it?utm\\_medium=newsletters&utm\\_source=twofa&utm\\_campaign=The%20Pandemic%20Will%20Accelerate%20History%20Rather%20Than%20Reshape%20It&utm\\_content=20200410&utm\\_term=FA%20This%20Week%20-%2020112017](https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2020-04-07/pandemic-will-accelerate-history-rather-reshape-it?utm_medium=newsletters&utm_source=twofa&utm_campaign=The%20Pandemic%20Will%20Accelerate%20History%20Rather%20Than%20Reshape%20It&utm_content=20200410&utm_term=FA%20This%20Week%20-%2020112017)（閲覧日 4 月 17 日）

<sup>9</sup> 英紙 Financial Times 'Vestager urges stakebuilding to block Chinese takeovers' April 13

<https://www.ft.com/content/e14f24c7-e47a-4c22-8cf3-f629da62b0a7>（閲覧日 4 月 17 日）



今回の教訓を踏まえ、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、経済安全保障の観点から国内回帰を検討する企業が世界的に増えることが想定される。米政権内では、4カ国戦略対話（QSD: Quadrilateral Security Dialogue）の枠組みにある日本、インド、オーストラリアのほか、韓国、ベトナムなどとのサプライチェーンの再構築を目指す動きがみられている<sup>10</sup>。我が国でも4月7日に閣議決定された「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」で、「一国依存度が高い製品・部素材について生産拠点の国内回帰などを補助する（中小企業への補助率3分の2、大企業は2分の1など）」旨、明記された<sup>11</sup>。さらに、「我が国に供給する製品・部素材で、一国依存度が高いものについて、ASEAN諸国などへの生産設備の多元化を支援する（中小企業への補助率3分の2、大企業は2分の1など）」ことも示された。一方、中国が一大消費地であることも無視できず、企業には総合的な判断が求められる。

エネルギー・環境分野でも、エネルギー需要の減退などから、資源価格が大きく下落した。しかし、将来の資源争奪、資源価格の変動などに備えるためにも、エネルギー自給率の向上につながる再生可能エネルギーの大量導入や、エネルギー資源の有効活用につながるサーキュラーエコノミーの実現などは、日本にとっても環境問題と中長期的な経済安全保障の両面から一層重要になると考える。

### 民主主義の後退はあるのか：経済活動の自由と制約のバランスに変化

自由な経済活動を重視してきた欧米の民主主義国家において、中国による新型コロナウイルス感染拡大の封じ込め措置に注目し、権威主義的な統治手法を部分的にとり入れるかどうかの議論が生まれている。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。18年に一般データ保護規則（GDPR）を施行するなど、これまで個人情報保護について厳しいスタンスをとってきたEUでも、デジタルでの「個人監視」に対する拒否感は急速に弱まっている。フランスでは、新型コロナウイルス陽性と診断された人と濃厚接触した可能性を検知できるアプリを導入する予定だ。ベルギーでも感染リスクの高い人の追跡は外出規制措置解除のための重要な要素の一つとみなしており、5月4日より接触追跡のためのコールセンターを設置し、運用を開始した。

米外交シンクタンクである外交問題評議会のハース会長は、ポストコロナ世界がそれ以前の世界と根本的に異なる可能性は低いとしつつも、今回のパンデミックにより、人の移動の制限や経済的支援の提供など、国家はより大きな政府の役割が求められるようになり、過去15年みられてきた「民主主義の後退」を強める可能性がある<sup>12</sup>。また、財政協調に関して足並みが揃わないEUでは、イタリアなどの南欧・東欧諸国の一部が中国により接近し、EU内で遠心力が強まる可能性が出てこよう。以前より権威主義体制を志向するハンガリー・オルバン政権は3月30日、新型コロナウイルスの感染が終息するまで広範な緊急措置を命令できる権限を政府に与える法案を成立させた。人権団体やジャーナリストは同国の民主主義が危機にさらされているとして非難している。

### コロナ危機が経済社会の前向きな変革を加速させる要素も

他方、今回のパンデミックが経済社会の変革を加速させる前向きな要素もある。第一に社会のデジタル化（DX）の加速である。感染防止のための「社会的距離の確保（social distancing）」への社会的要請は、感染終息後も一定の定着が予想される。非接触型技術の社会実装やサービスのオンライン化などデジタルシフトを加速するであろう。コロナ危機を契機とするニューノーマルへの移行は、世界経済、ビジネスにとって大きな潮流の変化となる。

第二に、利益至上主義の修正である。19年にすでに、米経営者団体が株主資本主義からステークホルダー資本主義への移行を宣言し、投資家利益重視の米国型資本主義を修正する動きがみられたが、今回のパンデミックはそうした動きを強める可能性がある。異業種がマスクや人工呼吸器、防護服の緊急生産に乗り出し、大手金融機関が個人や中小企業への融資を積極化させる動きもみられる。政府や中央銀行による経済政策による限界もみえるなか、この難局を乗り切るために民間企業の力が問われる局面にある。投資基準としてESG（企業の社会的責任）の重視は既に浸透しているが、パンデミックを経てその重要性が一段と高まったとみられ、企業のガバナンスの面でもニューノーマルへの対応が求められる。

<sup>10</sup> 米紙 The Wall Street Journal ‘Meet the New Trade War. It’s Not the Same as the Old Trade War.’

<https://www.wsj.com/articles/meet-the-new-trade-war-its-not-the-same-as-the-old-trade-war-11588854324>（閲覧日5月11日）

<sup>11</sup> 内閣府「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」について

[https://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/2020/20200420\\_taisaku.pdf](https://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/2020/20200420_taisaku.pdf)（閲覧日5月13日）

<sup>12</sup> 米誌 Foreign Affairs ‘The Pandemic Will Accelerate History Rather Than Reshape It’ April 7

<https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2020-04-07/pandemic-will-accelerate-history-rather-reshape-it>（閲覧日4月17日）