

2021年までの世界経済見通し：コロナ・ショックで景気後退局面入り

新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大、各国政府はその抑制を優先するため、景気の悪化を厭わず経済活動への制限を強めている。中国では感染拡大がひとまずピークアウトし経済正常化に向けた動きが進められているが、欧米においては感染拡大が加速しており当面は景気の大幅な落ち込みが不可避な状況。日本においても感染拡大が加速しつつあり不透明感強まる。そのため、世界経済は一旦、後退局面に入ることは確実であり、その先は、いつまで景気を抑え込めば感染が抑制できるのか、その間に各国政府の対策や回復が先行する中国経済がどの程度支えられるのかによって左右される。現時点で各国政府が目指す景気の姿は4~6月期を底に持ち直すというものであろうが、実現できるかどうかはコロナ流行の行方次第であることは言うまでもない。

新型コロナウイルスの感染拡大が続く

厚生労働省のまとめによると、新型コロナウイルスの感染者数は、3月30日12時現在、全世界で71.7万人に達し、うち死者数は3.4万人となった。

国別に見ると、感染者数の最多は検査を積極的に進めている米国の13万9,675人であるが、うち死者数は2,479人、感染者に対する割合（死亡率）は1.8%にとどまり、世界全体の4.7%を大きく下回る。次いで感染者数2位はイタリアの9万7,689人で、死者数1万779人、死亡率11.0%はいずれも1位である。感染者数4位のスペインとともに、感染拡大に医療体制が追い付いておらず、死者が増加している模様である。

震源地の中国は感染者数が3位の8万1,470人（死者数3,304人、死亡率4.1%）にとどまり、最近では頭打ち傾向が見られるが、計上基準が他国と異なる¹点には留意が必要である。それでも、死者数の

増加も抑えられていることから、政府公表値に基づけば感染拡大は抑制されつつあると判断できる。以下、検査能力を増強している欧州勢が感染者数の上位を占め、死亡率が比較的高い国も散見されるが、ドイツやスイスは死亡率が低く医療体制に比較的余裕がある様子が窺えるなど、国によって状況は大きく異なっている。

そのほか、イランの死亡率が比較的高いこと、検査の本格化に伴いトルコの感染者数が急増していることから、今後、人口が多い一方で医療体制が十分とは言えない新興国において感染の実態が確認され、死者数

新型コロナウイルスの感染者・死者数（上位15か国、3/30時点）

		感染者数		死者数 (人)	死亡率 (%)	人口 (百万人)
		(人)	人口比 (1万人当たり)			
1	アメリカ	139,675	4.24	2,479	1.8	329.3
2	イタリア	97,689	16.18	10,779	11.0	60.4
3	中国	81,470	0.58	3,304	4.1	1,400.2
4	スペイン	80,110	17.17	6,803	8.5	46.7
5	ドイツ	62,095	7.48	525	0.8	83.0
6	フランス	40,174	6.20	2,606	6.5	64.8
7	イラン	38,309	4.60	2,640	6.9	83.3
8	イギリス	19,522	2.92	1,228	6.3	66.9
9	スイス	14,336	16.78	257	1.8	8.5
10	オランダ	10,866	6.31	771	7.1	17.2
11	ベルギー	10,836	9.46	431	4.0	11.5
12	韓国	9,661	1.86	158	1.6	51.8
13	トルコ	9,217	1.11	131	1.4	83.0
14	オーストリア	8,536	9.54	86	1.0	9.0
15	カナダ	6,255	1.68	61	1.0	37.3
28	日本	1,866	0.15	54	2.9	126.2
合計		717,457	0.93	33,778	4.7	7,715

(注) 死亡率とは、感染者数に対する死者数の割合。(出所) 厚生労働省、IMF

¹ 中国では、症状のない感染者は新規感染者として計上していない。

が増加する可能性を示唆していると言える。その意味で、新型コロナウイルスの感染拡大は、世界的に見ればまだ始まったばかりだと考えておくべきだろう。

感染拡大の抑制が最優先課題、副作用は景気悪化

これまでの各国の動きなどから、新型コロナウイルスの感染状況と経済への影響を整理すると、まず、感染が拡大している段階（感染拡大期）では、景気の先行きに対する懸念や信用不安が強まり、実際の経済が悪化する前に、株価の下落や低格付け債券の利回り上昇などの形で金融市場が混乱した。

新型コロナウイルスの感染状況と経済との関係（イメージ）

	感染拡大期（新規感染者数増加）	感染拡大ピーク	感染縮小期（新規感染者数減少）	感染終息
金融市場	先行き懸念から株価下落 信用リスク上昇に伴う金利上昇	株価底入れ	株価上昇	
経済活動	企業活動制限による供給減（生産・営業停止） 移動制限による需要減（個人消費・輸出） マインド悪化に伴う投資・消費抑制 他国の景気悪化に伴う輸出減	制限緩和 マインド改善	企業活動が徐々に正常化 消費活動持ち直し ベントアップ需要顕在化	企業活動正常化 消費活発化
政策対応	感染拡大抑制策 営業損失・所得減補填策、雇用対策 資金繰り支援策（資金供給拡大） 信用リスク抑制策（社債・ETF購入など）		ベントアップ需要刺激策	金融政策正常化へ

例えば、NY ダウ平均株価は、米国で感染が拡大し初の死者が確認された2月下旬に急落したが、この時点では2月の雇用統計が予想を上回る増加を示すなど（3/6発表）、景気の実態は良好であり、あくまでも懸念先行であった。なお、米国株価の大幅下落については、割高感が強かったところにコロナウイルス感染が急拡大し先行き懸念が強まり、絶好の売り機会となった面も大きい。

ただ、中央銀行であるFRBの対応とその結果が、混乱を一段と大きくした。株価下落に対してFRBは緊急利下げ（3/3）を実施したが、下落に歯止めを掛けることができなかった。その理由は、株価の下落が資金調達コストと投資リターンとのバランス悪化の問題ではなく、未知のウイルスで出口が見えないことが原因であり、利下げで解決されるものではないためである。この金融政策の若干のズレが、市場参加者へ必要以上に不安感を与えたと言える。同様に、未知のウイルスに対して企業や消費者のマインドが委縮している時に、金利を下げたり減税をしたりしても投資や消費を促す要因とはならない。そのため、当初は大型の景気対策を発表しても株価は下げ止まらなかった。

つまり、感染拡大期に求められる政策対応は、何よりも感染拡大の抑制であり、一つの有力な方法として導入されているのが、既に各国で本格化している企業活動や人の移動の制限となる。ただ、その副作用として、供給・需要両面から景気を冷え込ませ、企業の資金繰りが悪化し倒産が増加、また、雇用の抑制が消費者へ悪影響を波及させる。さらに、生産停止の影響がサプライチェーンを通じて他の業界へ波及、景気悪化が輸出を通じて他国へ波及することもある。こうした動きに対して政府に求められるのは、企業への資金供給や雇用対策であり、金融政策においては大量の資金供給であり、高まる信用リスクを抑えるため社債やETFの購入となる。

現在、日本や欧米の政府が目指しているのは、このように感染拡大防止のため景気の一時的な悪化を許容すると同時に、「止血策」を打つことで経済を殺すことなく維持し、感染拡大のピークアウト、すなわち新規感染者数の減少を辛抱強く待つというものである。一方で震源地の中国はその段階を既に終えたとみられる。中国

では政府の公表する新規感染者数が減少に転じ、企業の生産活動も徐々に回復しつつある。4月中には湖北省を除いて正常化するとの見方も出ている。このような「感染縮小期」では、株価が上昇に転じるなど金融市場は好転し、それまで先送りされてきた需要（ペントアップディマンド）が顕在化することで景気は回復に向かう。その際、政府が補助金や減税などによってペントアップディマンドが埋もれることなく実現するよう誘導すれば、景気の回復はより速やかに実現する。現在、各国政府が描く回復シナリオは概ねこのようなものであろう。そうであれば、感染拡大のピークアウトさえ確認されれば、その後は政策総動員によって比較的速やかに景気が回復に向かうことが期待できそうである。

リーマン・ショック並みの景気悪化も

一方で、大幅な株価下落は、リーマン・ショックのような金融危機を連想させ、当時のような世界経済の壊滅的な悪化を懸念する向きも少なくない。しかしながら、今回の新型コロナウイルスの流行を起点とする景気の悪化が、少なくとも金融システムを崩壊し、世界経済を金融恐慌に陥れる可能性は低い。

その理由は、リーマン・ショックを、①大規模な金融機関を破綻させたことにより金融システムが麻痺し、それにより②世界経済成長率がマイナスとなるほど景気が世界全体で悪化した、と定義すれば理解し易い。すなわち、第一の条件である大手金融機関の破綻については、リーマン・ショックの反省を踏まえ、各国の金融当局がいずれも全力で阻止しようとし、そうする限り起こる可能性は極めて低いと考えられる。破綻を回避するための資金は中央銀行が理論上は無限に作ることができるためである。

それでも、今回のコロナ・ショックでは、一時、金融危機が懸念された場面があった。それは、ドル不足を懸念した為替市場でのドル急騰である。2008年9月のリーマン・ショック直後にも、ドルの絶対的な水準を示す指標であるドル実効相場は、わずか1ヵ月強で12%も上昇、ドル不足懸念が強まったが、今回は3月6日から19日までの2週間足らずで7%強というリーマン以上のペースで上昇、安全資産とされる米国債も売られ（債券利回りが上昇）、リスク回避資産とされる金（ゴールド）の価格までが下落²するほどのパニック的なドル買いの動きが見られた。しかしながら、FRBが無制限の資金供給（3/23）を決めたことで市場はようやく沈静化し、ドル不足を懸念したドル高圧力は低下しつつある。リーマン・ショックの経験からドル確保を急ぐ市場参加者に対して、金融当局側もリーマン・ショックの経験を活かして資金調達への不安を抑え、ひとまず金融システム危機を回避できたわけである。

やや視点を変えると、今回のコロナ・ショックがリーマン・ショックのような所謂「システミック・リスク」の実現によって恐慌に陥るとすれば、それは医療システムの崩壊によるものであろう。すでにイタリアやスペインではその状態に至っており、米国や、ここにきて感染者数が急増している日本でもリスクは高まっている。医療システム崩壊により死亡者が世界中で急速に増加すれば、心理的な影響は大きく、経済活動は著しく低下、リーマン・ショック並み、ないしは上回る景気の悪化につながる恐れは十分にある。

医療システムの崩壊に至らずとも、対応が遅れた欧米では感染拡大を収束させるために、かなり厳しく経済



² 金相場（CMX先物）は、3/9の1675.70ドル/トロイオンスから3/18には1477.90ドルへ11.8%下落、その後は3/24に1663.3ドルまで回復している。

活動を制限せざるを得ない状況にあり、景気の大幅な落ち込みは不可避である。そのため、欧米ないしは日本において、感染拡大を抑え込むために経済をどの程度抑制すれば済むのかが、今後の世界経済の姿を大きく左右することになる。一方で、先行してひとまず危機を脱した中国経済が、今後、順調に立ち直り、リーマン・ショックの際と同様、世界経済を支えられるのかも、重要なポイントになろう。

以上、整理すると、今回のコロナ・ショックは、リーマン・ショックのような金融危機とはならないが、決定的な治療方法がない現状では、感染拡大の抑え込みに経済活動への制限が伴い、さらに医療システムが崩壊すれば状況はより深刻となるというリスクも抱えているため、景気がリーマン・ショック並みかそれ以上に悪化する可能性を否定できないということである。

以上の点を踏まえつつ、以下、主要地域ごとに最近の状況と今後の展望についてみていく。

世界経済の見通し

中国経済：先行回復するも感染再拡大リスク残す

中国では、昨年暮れから年初にかけて、世界的な半導体需要の持ち直しや、米中貿易協議の第1段階合意(1/15)を背景に、景気の減速に歯止めが掛かるとの期待が高まった。しかしながら、新型コロナウイルスの感染拡大が深刻化、震源地となった武漢市の閉鎖(1/23)、海外団体旅行の禁止(1/27～)、春節休暇(当初1/24～30)の延長と休暇明けの企業活動停止(大部分は3/10まで)など、政府は急速に経済活動の制約を強化、製造業PMI指数が1月の50.0から2月は35.7まで低下するなど、景気は急速に冷え込んだ。

ただ、政府公表の新規感染者数は2月中旬にピークアウト、3月に入り習近平主席が武漢市を訪問するなど、状況は徐々に改善しており、企業活動も3月中旬には物流や金融で通常の9割程度、移動制限の影響を受ける外食や旅行関連で8割、小売で7割程度、製造業においても分野によってばらつきはあるものの概ね7割程度の水準まで回復している模様である³。本日発表された3月のPMI指数も製造業で52.0へ、非製造業でも52.3(2月は29.6)へ急回復し、企業活動が正常化に向かっていることを示した。さらに、政府は新型コロナウイルスの影響を受けた

新型コロナウイルス感染拡大後の主な動き

年	月	日	出来事
2019	12	8	湖北省武漢市(以下、武漢)で最初の感染者
2020	1	11	武漢で最初の死亡者
		23	武漢が封鎖、その後湖北省や全国に移動制限が広がる
		24	春節休暇開始
	2	2	春節休暇終了(政府指示で予定より2日延長)
		3	死亡者数がSARSを上回る
		10	31省のうち24で一部企業活動再開
		12	死亡者数がピーク
		13	新規感染者数がピーク
	3	21	各省で緊急対応レベルの引下げ開始
		26	全人代(3/5)の開催延期を決定
		10	習近平総書記が武漢を視察、封じ込め策の効果をアピール
		6	新規感染者数は2ヶ台に
11		新規感染者数(海外からの入国者除く)は1ヶ台に	
3	11	湖北省の一部企業活動再開(活動全面停止の省はゼロに)	
	13	新規感染者数に占める海外からの入国者の割合が5割超に	
	21	武漢の企業の操業再開予定	

(出所) 国家衛生健康委員会、JETRO、各種報道

(注) 新規感染者数は、1日だけ基準変更によって大幅に増加した2月12日を除く

新型コロナウイルス感染拡大後の主な景気下支え策

分野	内容
企業活動の再開支援	<ul style="list-style-type: none"> 企業活動再開の審査を含む行政手続きを簡素化・オンライン化 物流輸送にかかる規制を緩和 電気ガスの企業向け販売価格を引下げ(6月まで)
資金調達・借入コストの軽減	<ul style="list-style-type: none"> 公開市場操作により流動性を市場に供給 政策金利の最優遇貸出金利を引下げ 新型コロナウイルス感染予防・治療に対応する企業の借入の利子を一部補助 中小零細企業の借入返済猶予(最大6月末まで)
租税負担の軽減	<ul style="list-style-type: none"> 企業 <ul style="list-style-type: none"> 社会保険料納付分を段階的に減免(免除期間は地域や企業規模に応じて3～5か月) 個人事業主への増徴税減免 新型コロナウイルス感染予防・治療関連物資を生産する企業に対する税制優遇 個人 <ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染予防・治療のための費用や取得した奨励金への所得税免除
貿易・外資企業の活動支援	<ul style="list-style-type: none"> 輸出入にかかる手続きを簡素化・オンライン化 輸出取引信用保険による支援を強化 外資企業による投資プロジェクトにかかる申請・承認手続きを簡素化
その他	<ul style="list-style-type: none"> 従業員のシェアリング(注2)による雇用の安定・流通の確保

(出所) 中国政府各部・委員会HP

(注1) 2020年3月19日時点

(注2) 飲食・映画館などの業績悪化業種の従業員を人手不足のスーパーや宅配業に一時的にあてがうもの

³ 現地の状況は、2020年3月30日付「中国経済情報2020年3月号 新型コロナウイルス感染拡大の中国経済への影響 - 伊藤忠拠点が見た中国経済の現状(2020年3月調査) -」も参照されたい。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1841/>

企業や個人を主な対象とする財政・金融面での支援策を相次いで打ち出している。

そのため、実質 GDP 成長率は、1~3 月期こそ前年比でゼロ%前後に落ち込んだとみられるものの、今後は政策効果によってペントアップデマンドが引き出され、景気持ち直しの動きが続こう。欧米向け輸出の大幅落ち込みが見込まれる 4~6 月期は前年比 5%程度までの回復にとどまるが、7~9 月期には先送りされた需要が上乗せされ 6%を上回る高成長が見込まれる。その結果、2020 年通年の成長率は、2019 年の前年比+6.1%から+5%程度への減速にとどまると予想される。

ただ、経済活動の正常化を急げば、欧米での感染急拡大の影響もあり、感染再拡大のリスクを高めることになる。このまま順調に回復に向かうかどうか、慎重に見極めていく必要がある。

日本経済：2020 年は東日本大震災以来のマイナス成長

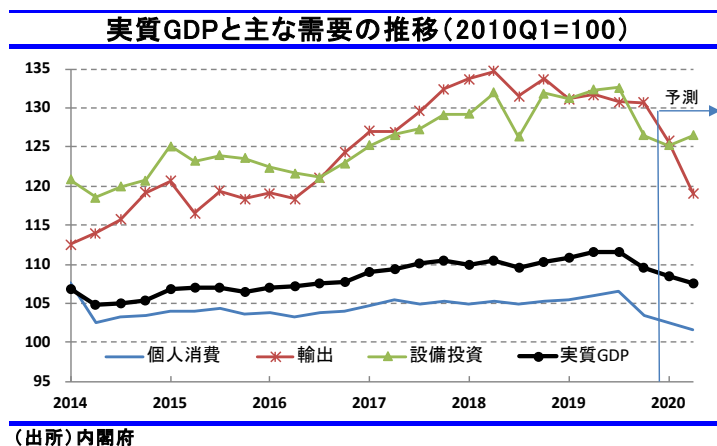
新型コロナウイルスの日本経済への影響は、2 月中に限れば中国人観光客の落ち込みによるものが中心であり、3 月も上旬はイベント開催自粛などを受けて個人消費に若干の陰りが見られた程度であった。しかしながら、その後、欧米で感染が急拡大し訪日客が一段と減少、株価が米国緊急利下げにもかかわらず日本でも下落が加速、国内の新規感染者数の増加ペースが加速し、政府が外出自粛要請を強めるにつれて、経済活動は急速に委縮し始めている。1~3 月期の実質 GDP 成長率は、インバウンド需要（サービス輸出）と国内個人消費の落ち込みにより 2 四半期連続の前期比マイナス成長となった模様である。

4 月以降は、輸出が中国向けのみならず、その後を追う形で景気が冷え込みつつある欧米向けも落ち込むほか、個人消費は外出制限の強化により低迷が続き、企業の間には設備投資を控える動きが広がろう。こうした不透明な状況は少なくとも 4 月いっぱいはずっとみられ、5 月以降に多少持ち直したとしても 4~6 月期もマイナス成長が続く可能性が高い。

その後、感染拡大のピークアウトに目途が付けば、政府の打ち出す大規模な需要刺激策を追い風に、輸出を含め先送りされた需要が景気の持ち直しを先導しよう。東京五輪の延期は、こうした持ち直しの動きに弾みを付ける役割こそ担えないものの、その後の景気回復を促す一因とはなろう。2020 年の実質 GDP 成長率は前年比▲1.5%と東日本大震災のあった 2011 年（▲0.1%）以来のマイナス成長となるが、5 月にも新型コロナウイルスの感染拡大がピークを打てば、新たな五輪年となる 2021 年は、先送りされた五輪関連需要による押し上げ効果も見込まれるため、前年比 2%を超える成長が期待できよう⁴。

欧州（ユーロ圏）経済：コロナ・ショックが致命傷に

新型コロナウイルスは、英国 EU 離脱に伴う混乱もあって弱りつつあった欧州経済に致命傷を与えた。大半の国で感染が急拡大し、イタリアやスペインでは高い致死率が示す通り医療体制が崩壊しているため、感染拡大の抑制に向けて、これらの国を中心に、かなり厳しい経済活動の制約を強いられている。特に大きな影響を受ける宿泊・飲食・娯楽分野の需要は通常の 3 割程度まで減少、労働力の制約もあり製造業の供給力は 8 割程



⁴ 詳細は、2020 年 3 月 27 日付「日本経済情報 2020 年 3 月号 改定経済見通し～新型コロナウイルスの影響を踏まえて」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1839/>

度、運輸・卸小売も9割程度の水準へ低下するとみられる。

こうした大幅な経済活動抑制により、仮に6月までに新型コロナウイルスを巡る混乱が収束し、7~9月期には大規模な金融緩和と大幅な財政支出の拡大を背景に経済が正常化に向かうと想定すると、ユーロ圏の実質GDPは2020年こそ前年比▲1.6%とマイナスを免れないが、2021年には反動もあって+2.5%程度の高い成長を実現しよう。

米国経済：早期回復がマイナス成長回避の条件

世界経済の牽引役であり、新型コロナウイルスを最近まで「対岸の火事」としていた米国において、その影響は急速な深化を見せた。当初は、欧州からの渡航を急遽、30日間停止(3/11)するなど、あくまでも感染源を外部に想定していたが、加速度的な感染拡大を受けて迅速な対応を迫られたトランプ大統領は国家非常事態を宣言(3/13)、資金供給の拡充のほか、医療体制の整備と検査能力の拡大を決めた。その後、3月2度目となる緊急利下げ(3/15)を実施する一方、17州で外出禁止令が出されたほか、「必要不可欠な事業」以外の操業停止を要請する動きも広がっており、経済活動は急速に抑制されつつある。

このため、米国経済は、1~3月期には個人消費や輸出の減少によって若干のマイナス成長に転じ、4~6月期には個人消費や輸出の落ち込みが加速、設備投資も大幅に減少し、前期比年率10%を超えるマイナス成長に至ると予想する。ただ、米議会は3月27日、総額2兆ドル(GDPの約1割)に上る大型経済対策法案を可決している。トランプ大統領の署名により成立したこの景気対策の内容は、家計への給付金5,000億ドル、FRB(中央銀行)による企業への資金供給の原資として4,250億ドル(資金供給規模は4兆ドル)、中小企業の雇用維持資金として3,500億ドル、医療体制の整備に1,400億ドルなどとなっている。仮にトランプ大統領が目指す通り、4月中に外出禁止令などの経済活動の制約を緩和できるような状況まで感染拡大が落ち着けば、大規模な金融・財政面からの景気刺激策が奏功し、米国経済は速やかに回復、2020年の実質GDP成長率はかろうじてプラスを維持できると予想する⁵。

世界経済：リーマン・ショック以来の後退局面入り

世界経済は、2019年に成長率がリーマン・ショック後の最低となる前年比+3.0%へ減速した模様であるが、2020年は上記の通り新型コロナウイルスの影響を受けて主要4地域いずれも景気が大幅に悪化、その影響が新興国へも波及するため、成長率は+1.7%まで落ち込む見込みである。一般的に、世界経済成長率が3%を下回ると景気は後退局面に入ったとされるが、その目安を大きく割り込んでの減速は、世界経済全体が極めて深刻な不況状態に陥ることを意味する。

しかも、この予測は、既に立ち直りの動きを見せる中国経済が引き続き順調に回復、日本経済は感染拡大を制御可能な範囲にとどめつつ5月には峠を越え、欧米においても4~6月期中に感染拡大の抑制から経済の正常化へ舵を切ることができる状況にまで改善することを前提としている。しかしながら、新型コロナウイルスの影響は、これまであまり意識されていなかった新興国へも広がりを見せつつあるほか、一旦は沈静化している金融市場の混乱が今後見込まれる実体経済の大幅な悪化を反映して再燃する可能性も十分に残されており、その行方は現時点で全く見通せない。ここで描いた世界は、あくまでも現時点で多くの国が目指している姿を具体化したものに過ぎず、下振れリスクを多分に含んだものだと理解すべきである。

⁵ 詳細は、2020年3月30日付 Economic Monitor「米国経済 UPDATE (20年3月)：新型コロナウイルスの感染急増でプラス成長の確保も困難に」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1840/>

【主要国・地域の実質GDP成長率(伊藤忠総研予測)メイン・シナリオ】

	ウエイト 2018	2012 実績	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 見込み	2020 予測	2021 予測
世界	100.0	3.5	3.5	3.6	3.5	3.4	3.8	3.6	3.0	1.7	3.7
先進国	60.3	1.2	1.4	2.1	2.3	1.7	2.5	2.3	1.8	0.0	2.5
米国	24.2	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.3	0.2	2.7
ユーロ圏	16.1	▲ 0.9	▲ 0.3	1.4	2.1	1.9	2.5	1.9	1.2	▲ 1.6	2.5
日本	5.9	1.5	2.0	0.4	1.2	0.5	2.2	0.3	0.7	▲ 1.5	2.4
新興国	39.7	5.4	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8	4.5	3.8	3.1	4.3
アジア	22.5	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4	5.7	4.8	5.5
中国	15.7	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1	5.0	5.5
ASEAN5	2.9	6.2	5.1	4.6	4.9	5.0	5.3	5.2	4.7	3.1	5.1
インド	3.2	5.5	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	6.8	5.0	4.9	6.0
中東欧	4.5	3.0	3.1	1.9	0.8	1.8	3.9	3.1	1.8	▲ 0.6	3.5
ロシア	2.0	3.7	1.8	0.7	▲ 2.3	0.3	1.6	2.3	1.1	▲ 1.0	2.0
中南米	6.2	2.9	2.9	1.3	0.3	▲ 0.6	1.2	1.0	0.2	0.9	2.0
ブラジル	2.2	1.9	3.0	0.5	▲ 3.6	▲ 3.3	1.1	1.1	0.9	1.0	2.0

(出所)IMF (WE0201910) (注)各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。2019年の一部は当社による実績見込み。

留意すべきリスク要因

資源価格の下落：

新型コロナウイルスの影響拡大に伴う景気悪化（需要減退）懸念を主因に、原油を始めとする資源価格は軒並み大幅に下落している。原油 WTI 先物価格は年初の 1 バレル=61.18 ドルから 3 月 18 日には 20.37 ドルまで実に 67%も下落、銅 LME 先物（年初：6,188 ドル/MT→3/23：4,630 ドル、▲25.2%）や天然ガス NYMEX（年初：2.12 ドル/MMBtu→3/18：1.60 ドル、▲24.5%）なども 2 割を超える下落となった。鉄鉱石や石炭は今のところ小幅な増加にとどまっているが、今後の世界的な景気冷え込みを反映し下げ足を速める可能性が高い。

資源の中でも原油の価格下落が特に目立つのは、景気の悪化という需要面のみならず、供給面からの価格下落圧力が強いためである。3 月 6 日、OPEC やロシアなど主要産油国（OPEC プラス）による協調減産の協議がロシアの反対で決裂、日量 200 万バレルの協調減産は 3 月末までとなり、4 月以降はサウジアラビアやロシアなどが増産に転じると見込まれる。一方で、これまで供給量を大幅に拡大してきた米国シェール企業の多くは損益分岐点が原油価格 40~50 ドル程度とみられ、現状の相場では逆に供給力は低下する可能性がある（詳細後述）。それでも、需要の回復なしでは原油需給の改善を見込めず、原油価格は当面、底這いの状況が続くと見込まれる。原油価格が上昇傾向になるためには、米国シェールの生産頭打ちや世界経済持ち直しの動きを確認する必要がある、その時期は早くとも夏場以降となろう。

原油価格の低迷が長期化すれば、①資源国の景気悪化のみならず、②通貨下落を通じて金融市場混乱の一因となる可能性（後述）、③米国シェール企業の採算悪化による投資抑制や破綻懸念による市場の混乱（後述）、④中東産油国のオイルマネー縮小による不動産・株式市場の下押し、など影響が波及するため、これらの状況



にも留意が必要である。

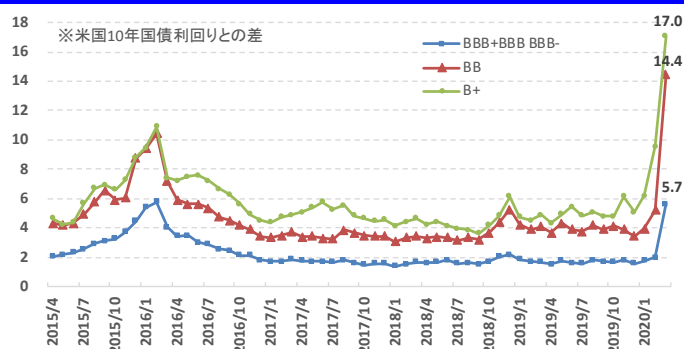
低格付け債利回りの上昇：

低格付け債の代表的な発行体である米国シェール企業は、これまで1バレル60ドル前後という比較的高い原油価格と超低金利の恩恵を受け、大幅に投資を拡大、前述の通り原油の生産力を高めてきた。しかしながら、ここにきて原油価格の下落に加え、新型コロナウイルスの感染急拡大を背景とする金融不安が資金調達コストの急上昇につながり、経営環境が急速に悪化している。

実際の数字を確認すると、米国エネルギー分野企業が発行する債券のスプレッド(米国債との利回り差)は、BBB格企業でそれまでの2%程度から3月下旬には6%近くへ、BB格企業では4%程度から14%へ、B+格企業に至っては5%程度から17%にまで拡大している。シェールオイル投資の回収期間は4~5年程度とみられるため、こうした状況が数ヶ月も続けば資金繰りに詰まり破綻の危機に瀕するする企業が続出することになる。

このような米シェール企業の窮状は、今回のコロナ・ショックがもたらす金融リスクの一例に過ぎない。世界経済の低迷は、収益環境の悪化と信用力の低下という2つのルートから企業経営、さらには新興国政府の資金繰り状況を悪化させ、格付けと経営・経済状態が相乗的に悪化する悪循環に陥ることがある点に注意が必要である。

米エネルギー分野企業の格付別スプレッドの推移(%)

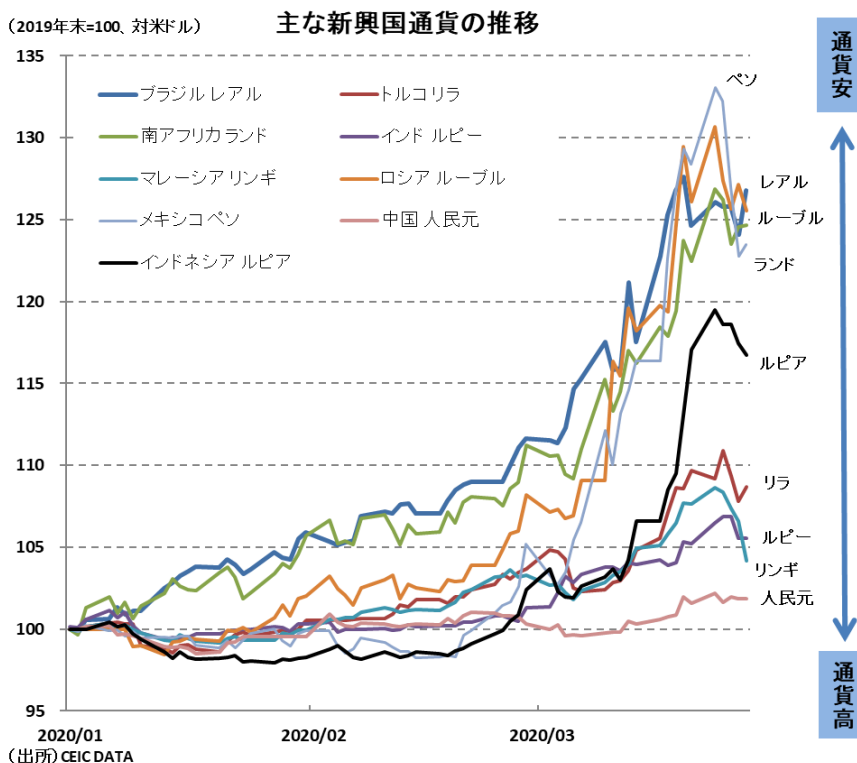


(出所) Bloomberg (備考) 月末値。2020年3月は24日。

新興国通貨の下落：

同様の動きは、既に一部の新興国通貨の下落という形で表れている。主な新興国通貨の年初来の動きを見ると(3/27時点)、米ドルに対してブラジル・レアルが21%下落、ロシア・ルーブル、南アフリカ・ランドがともに20%、メキシコ・ペソが19%下落している。

アジア通貨では、インドネシア・ルピアの14%下落が目立つが、タイ・バーツ7%、インド・ルピー5%、マレーシア・リングギ4%、中国・人民元2%といずれも小幅であり、フィリピン・ペソやベトナム・ドンは概ね横ばいにとどまるなど、ドル全面高という状況を考慮するとアジア通貨は総じて堅調だと言える。



また、トルコ・リラの下落幅が8%にとどまっているが、これはトルコ・リラが2010年から2019年にかけて

での2年間に他の通貨よりも圧倒的に大幅な36%もの下落⁶を記録したためである。

下落する通貨の共通点は、為替相場に大きな影響を与える3つのファンダメンタルズ（経常収支、インフレ率、成長率）が悪化しているか、外貨準備高が十分でないか、その両方である。2018年夏場に一時年初から8割も下落したトルコ・リラは、当時、経常収支の赤字が危険水準とされるGDP比3%を超え、インフレ率（消費者物価上昇率）は二桁、（実質GDP）成長率は魅力的な投資対象国としての目安となる3%を下回るなど、ファンダメンタルズ3要素のいずれも悪化してただけでなく、外貨準備高は輸入の6か月分を下回り、1年以内に返済が必要な短期対外債務と同程度と極めて心許ない状況であった。最近、下落が目立つ南アフリカ・ランドも、経常収支はGDPの3%を超える赤字が続き、インフレ率は3%を超える要注意水準、成長率は1%前後と低く、外貨準備も十分とは言えない。

また、ブラジル・レアルについては、外貨準備は潤沢ながら、経常収支、インフレ率とも要注意水準にある中で、成長率は新型コロナウイルスの影響で今の低成長見込みがさらに悪化する可能性があることが、大幅下落につながっている。メキシコ・ペソも概ね同様の状況であるが、外貨準備がブラジルに比べると不十分なことが最近の急落の背景にあらう。ロシア・ルーブルは、これらの通貨に比べるとファンダメンタルズの面でも外貨準備の面でも優位であるが、資源依存度の高い経済構造と経済制裁下で外貨調達に大きな障害があることが、その優位性を奪って同程度に下落している要因だと考えられる。

アジア通貨は、総じて成長率が高く、外貨準備が十分な水準にあることが、比較的小幅な落ち込みにとどまっている背景にある。ただ、インドネシア・ルピアやインド・ルピーは経常赤字とインフレ率の2要素が要注意水準であること、マレーシアは外貨準備に余裕がないことが、通貨の弱さにつながっている。なお、タイ・バーツの年初来の弱さは、2018～19年の2年間におけるバーツ高（8%）の範囲内であり、成長率が鈍化しているとはいえ、懸念される状況にはないとみられる。

新興国通貨の下落は、輸出依存の強い国であれば輸出拡大というプラス面もあるが、世界経済が冷え込む中では、その恩恵に多くを期待できない。一方で、政府や企業の債務に外貨建てが多い場合、債務負担が増加し、資金繰りの悪化につながるため、注意が必要である。

【 主な新興国のファンダメンタルズ 】

		経常収支 (GDP比・%)			消費者物価 (前年比上昇率・%)			実質GDP成長率 (前年比・%)			外貨準備高		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	(百万ドル)	輸入比	短期対外
												(月)	債務比
トルコ	リラ	▲ 3.5	▲ 0.6	▲ 0.9	16.3	15.7	12.6	2.8	0.2	3.0	105,491	5.5	0.91
南アフリカ	ランド	▲ 3.5	▲ 3.1	▲ 3.6	4.6	4.4	5.2	0.8	0.7	1.1	54,461	8.2	1.62
ブラジル	レアル	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 1.0	3.7	3.8	3.5	1.1	0.9	2.0	356,884	28.4	4.87
メキシコ	ペソ	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 1.6	4.9	3.8	3.1	2.0	0.4	1.3	183,028	5.0	3.14
ロシア	ルーブル	6.8	5.7	3.9	2.9	4.7	3.5	2.3	1.1	1.9	554,359	24.4	11.63
インドネシア	ルピア	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 2.7	3.2	3.2	3.3	5.2	5.0	5.1	130,444	9.6	2.78
インド	ルピー	▲ 2.1	▲ 2.0	▲ 2.3	3.4	3.4	4.1	6.8	6.1	7.0	471,300	11.2	4.32
マレーシア	リンギ	2.1	3.1	1.9	1.0	1.0	2.1	4.7	4.5	4.4	103,400	6.0	1.11
フィリピン	ペソ	▲ 2.6	▲ 2.0	▲ 2.3	5.2	2.5	2.3	6.2	5.7	6.2	87,601	9.3	5.51
ベトナム	ドン	2.4	2.2	1.9	3.5	3.6	3.8	7.1	6.5	6.5	78,810	3.7	-
タイ	バーツ	6.4	6.0	5.4	1.1	0.9	0.9	4.1	2.9	3.0	229,456	12.0	4.65
中国	人民元	0.4	1.0	0.9	2.1	2.3	2.4	6.6	6.1	5.8	3,106,718	16.3	2.67

(出所)IMF(WEO201910) (注)太字網掛けは危険水準、網掛けのみは要注意水準。

(注)外貨準備はトルコ、ブラジル、メキシコ、インドネシア、ベトナムが2019年12月末、インドは2020年1月末、その他は2月末。短期対外債務は2019年9月末。

⁶ 同じ期間の下落幅は、ブラジル・レアル18%、南アフリカ・ランド12%、インド・ルピー11%、ロシア・ルーブル7%など。