

Contents *****

特集：コロナ経済危機の中間報告	1p
＜今週の”The Economist”誌から＞	
”Winners and losers” 「コロナ時代の勝ち組、負け組」	7p
＜From the Editor＞ 20 世紀パンデミックからの教訓	8p

特集：コロナ経済危機の中間報告

新型コロナウイルスこと Covid-19 のパンデミックが始まってから、世界経済は大荒れの日々が続いています。各国が国境を閉鎖してそれぞれに対応しているうちに、国ごとの対応や経済パフォーマンス、そして政治情勢までがかなり違うものになってきたようです。

そんな中で日本はどうかと言えば、感染拡大はやや収まってきて、気持ちも少し落ち着いてきた。景気の方もやや上向き加減と言ったところでは。そうは言っても、安心できないのが辛いところで、この辺で一度、中間報告を行っておきたいと思います。さまざまな経済データも確認しておきたいところですからね。

● WEO いわく「困難な上り坂」

IMF の新しい世界経済見通し (WEO) が、10 月 11 日に公表された¹。年に 4 回行われる恒例の見直しの 10 月分だが、コロナに苦しむ今年の WEO はまさしく「闇夜の灯台」的な存在である。表題は”**A long and difficult ascent**” (長く困難な上り坂) であり、前回 6 月分からは、やや上方修正となっている。

まだコロナを意識していなかった今年 1 月時点の WEO では、世界経済は 3.3% 程度の成長軌道にあり、世界貿易も 2019 年をボトムに増加基調に転じるという楽観的なものであった (**Tentative Stabilization, Sluggish Recovery?**)。それが 4 月予測になると、コロナ下の世界経済はマイナス成長予想に転じ、21 年に V 字回復を遂げるという見通しとなった (**The Great Lockdown**)。もっともこれは「楽観シナリオ」であり、囲み記事で書かれていた 3 つのリスクシナリオでは、最悪の場合は 21 年の成長率は基準シナリオから 8% 減となるという恐るべき内容になっていた。

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

6 月予測では、さらに下方修正された (**A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery**)。理由として WEO は、「ソーシャルディスタンスが続く」「ロックダウン期間中の打撃は予想以上に大」「生き延びた企業も今後の生産性は低下」などと指摘していた。

○WEO 予測ヘッドラインの変遷 (IMF)

	実績	4 月予測		6 月予測		10 月予測	
GDP	2019 年	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
世界	2.9%	▲3.0%	5.8%	▲4.9%	5.4%	▲4.4%	5.2%
米国	2.3%	▲5.9%	4.7%	▲8.0%	4.5%	▲4.3%	3.1%
ユーロ圏	1.2%	▲7.5%	4.7%	▲10.2%	6.0%	▲8.3%	5.2%
日本	0.7%	▲5.2%	3.0%	▲5.8%	2.4%	▲5.3%	2.3%
中国	6.1%	1.2%	9.2%	1.0%	8.2%	1.9%	8.2%
世界貿易	0.9%	▲11.0%	8.4%	▲11.9%	8.0%	▲10.4%	8.3%
原油価格	▲10.2%	▲42.0%	6.3%	▲41.1%	3.8%	▲32.1%	12.0%

今回の 10 月予測では、以下のような点が目につく。

- ① 米国経済が大きく上方修正されている (▲8.0%→▲4.3%)。
- ② ユーロ圏も上方修正だが、20 年の成長率がドイツ▲6.0%、フランス▲9.8%、イタリア▲10.6%、スペイン▲12.8%と、国によるバラツキが拡大している。
- ③ 中国は早めに感染を制圧し、マイナス成長なしでこの危機を乗り切りそう。
- ④ 新興国ではインドの▲10.3%成長 (6 月予測では▲4.5%だった) が目を引く。総じて見通しが暗く、中国を除く新興国の成長率は▲5.7%である。

ちょうどいいタイミングで、今週の The Economist 誌が「コロナ時代の勝ち組、負け組」という論考をまとめている (本号 7p の抄訳参照)。コロナ下の世界経済は、①感染の度合い、②各国の産業構造、③政府の政策対応の 3 点によって大きく変わる。ゆえに国ごとの違いが鮮明になってきた。もとより Covid-19 は世界同時の現象であるから、他国や国際機関による援助は当てにしがたく、各国は国境を閉ざしてそれぞれ対応していくほかはない。

WEO は公的債務水準の上昇など、グローバルな問題と対策について論じている。パンデミックの結果、貧困率の上昇や格差拡大が生じること、女性や低学歴労働者に影響が出ること、人的資本蓄積の損失が生じることなども指摘している。

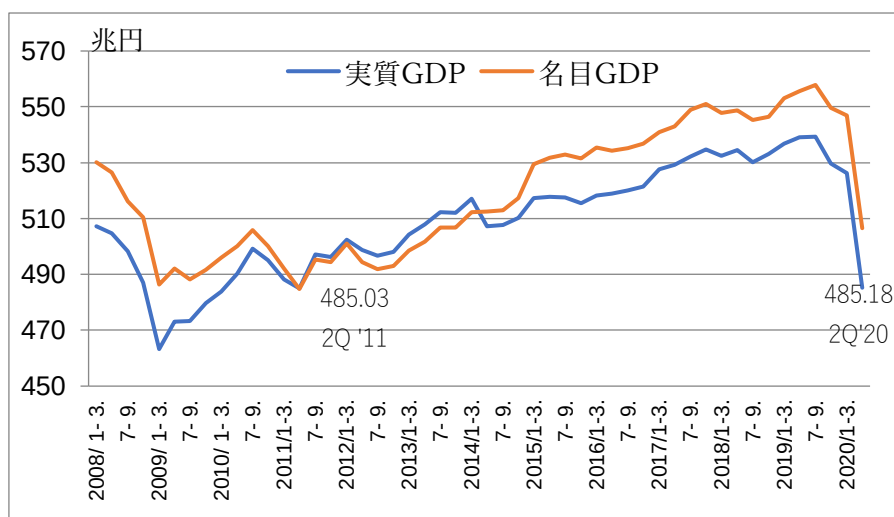
ただし正直なところ、「今、ここでそんな長期の課題を言っても仕方がないのでは?」との感を否めない。例えば中央銀行が超低金利政策を実施し、政府の赤字を引き受けている現状は、「MMT 理論をなし崩し的に受け入れている」という批判がある。とはいえ、ほかにどんな手段があるというのだろうか。フランスにおける感染者数の再拡大を、われわれが心配しても仕方がないように、グローバルな問題に対処するのはもっと後のことになるだろう。それまでは、各国がそれぞれに危機を克服していくほかはないのである。

● 日本経済が4-6月期に得たもの、失ったもの

最新版 WEO において、2020 年の日本経済は 5% 台の大幅な落ち込みが予測されている。ユーロ圏に比べればややマシであるけれども、**2021 年の反発力は+2.3%と弱い見通し**である。日本は人口減少国だから内需が弱く、外需の影響を受けやすい「景気敏感国」なので、海外経済の失速から否応なく影響を受けるという読みなのだろう。

足元の日本経済をみると、4-6 月期の GDP における前期比▲27.8%（年率換算）という大きな落ち込みはやはり衝撃的である。**実額ベースで見た場合の実質 GDP 485.2 兆円とは、東日本大震災直後の 2011 年 4-6 月期とほぼ等しい**。いきなり 9 年前にタイムスリップしたような気になってしまうが、4 月から 5 月にかけて実施された緊急事態宣言がいかに経済に大きな爪痕を残したかということである。

○日本経済の GDP の推移（内閣府）



同じ時期に、「ロックダウン」という形で日本より厳しい外出禁止措置を実施した欧米各国では、4-6 月期 GDP の落ち込みは日本以上に激しいものとなった。すなわち米国▲32.9%、ドイツ▲33.5%、ユーロ圏▲40.3%、英国▲59.8%である。7-9 月期にはそれなりのリバウンドが期待できるだろうが、ここまで経済活動を急激に冷え込ませたことは、後知恵になるけれども、やはり失敗であったと考えるべきだろう。

「感染拡大防止＝イノチ」と「経済活動＝おかネ」という二項対立で考えたために、ここまで急ブレーキを踏んでしまった。もっとも逆に言えば、このときの体験があるからこそ、その後の経済活動再開のための知見が得られたともいえる。

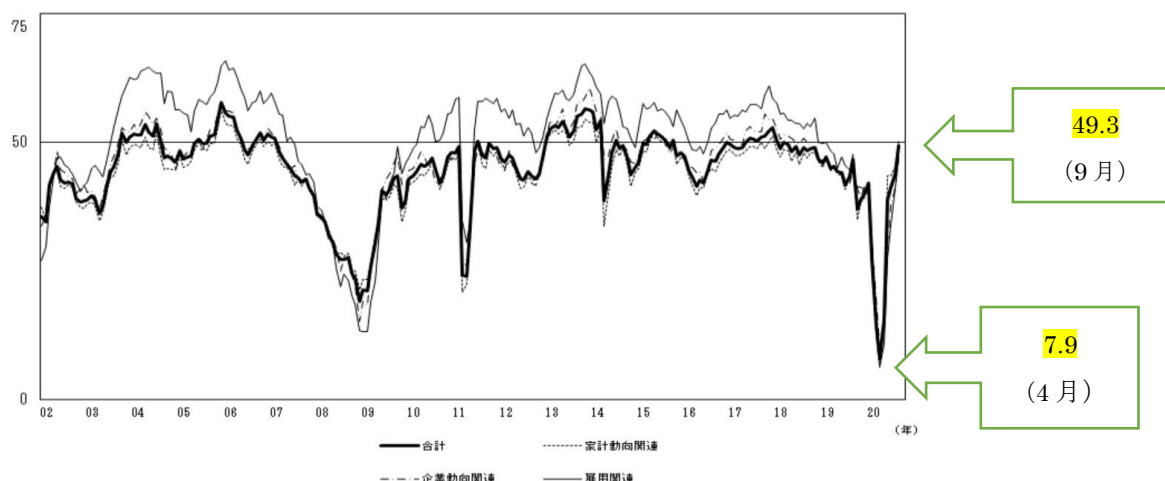
つまるところ、人類が Covid-19 と共存していくためには、感染拡大の防止に努めつつ、経済活動は維持し、何よりも医療崩壊を避ける、という二兎も三兎も追う姿勢が必要になる。そうでないと、別の面からウイルスとの戦いに敗れてしまうことになりかねない。

● 気分的には明るさも見えてきた

それでは足元の景気はどうなっているのだろう。

10月8日に公表された景気ウォッチャー調査9月分は、びっくりするほど良い内容で、現状判断DIが前月比5.4p上昇の49.3という高い値を示した。この数値は減多に50を超えることはないのだが、4月には史上最低の7.9となり、リーマンショックや東日本大震災後にもなかったひとケタ台に低下したことは、記憶に新しいところである。

(DI) 図表2 景気の現状判断DI (季節調整値)



景気ウォッチャー調査はいつも月末に行われる。9月のプラスは、シルバーウィーク（9月19日から22日）に全国的に人出が多かったことを評価したのであろう。8月のお盆に外出や帰省を自粛した人たちが、このときは「リベンジ消費」とばかりに積極的に外へ出た。飲食関連が前月比18.1p上昇で55.0というのは、いささか出来過ぎの数字ではないかと思う。ちなみに4月時点の飲食関連は▲3.1とマイナスだったほどである。

さらに言えば、10月に入ってから「GoTo トラベル」に東京発着分が加わったことで、この動きはさらに加速している公算が高い。それにしてもこの政策、当初からよく物議を醸すが、「悪名は無名に勝る」で、それだけ効果を挙げているということだろう。

天邪鬼になるつもりはないのだが、ここであんまり「ぬか喜び」をすべきではないだろう。むしろ重要なのは、シルバーウィークから2週間以上が経過した後も、感染者数が目立って増えていないことである。つまり人の移動が増えても、感染が増えないようになっているということである。われわれはCovid-19の封じ込めはできていないが、感染爆発はなんとか食い止めている。この病気との付き合いは長くなりそうだけれども、少しはコツが呑み込めてきた、といったところではないだろうか。

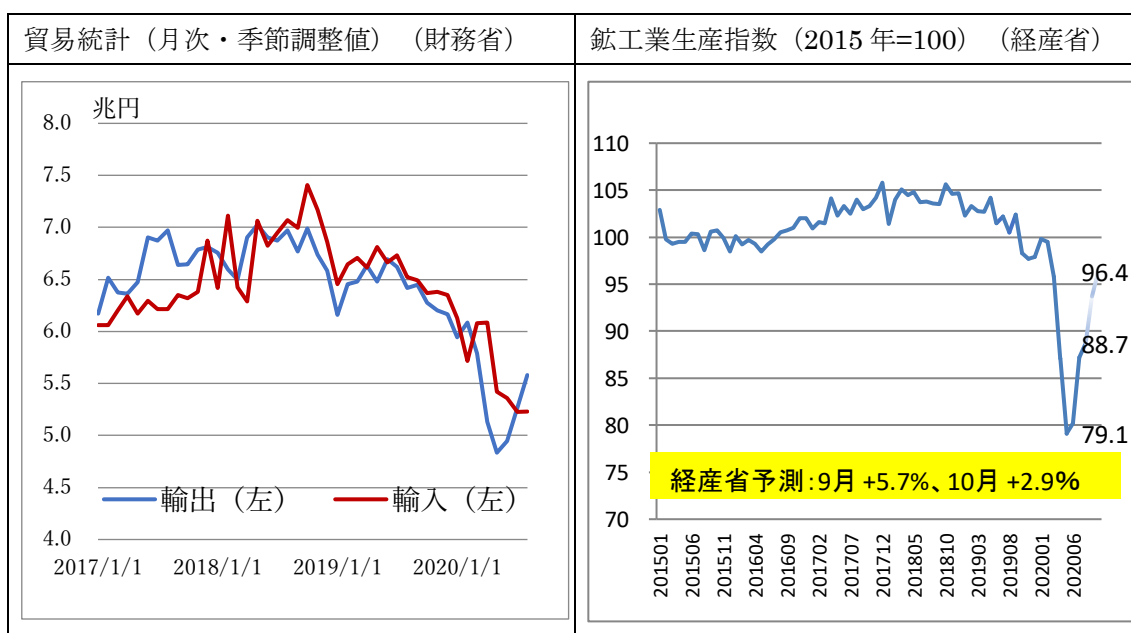
どんなにひどい、恐ろしいことであっても、人は必ずそれに「慣れる」し、どうかすると「飽きる」し、そして「忘れる」。それは責められるべきことではなく、「喉元過ぎて熱さを忘れ」ないと、普通の生活ができなくなってしまうのである。景気ウォッチャー調査の戻りの速さは、国民の心理が正常に戻りつつあることを示していると言えよう。

● 貿易とモノづくりは回復基調に

消費のボトムは4月だったようだが、生産では5月が「大底」を形成している。鉱工業生産指数を見ると、今年5月の79.1をボトムに回復に向かっていることが確認できる。

いつもの話で恐縮だが、月次の輸出と鉱工業生産のグラフは非常に似た形を描く。8月の生産は88.7となっており、経済産業省の予測通りに今後が推移すれば、10月には96.4まで回復することになる。幸いなことに、わが国の生産設備などのストックは無傷の状態であり、パンデミックの影響を受けているわけではないのである。

特に心強いのは、自動車の輸出と生産がともに堅調に推移していることだ。一時は、「これではクルマどころではない」と思われたものだが、その後は公共交通機関よりも安全な移動手段として、乗用車のニーズが高まっている。裾野産業が広く、多くの関連企業を持つ自動車産業の復調は、日本経済にとって大きな意味を持つ。ともあれ、「国境を越えるヒトの動きはまだ止まっているが、モノの動きは再開している」と見ていいようである。



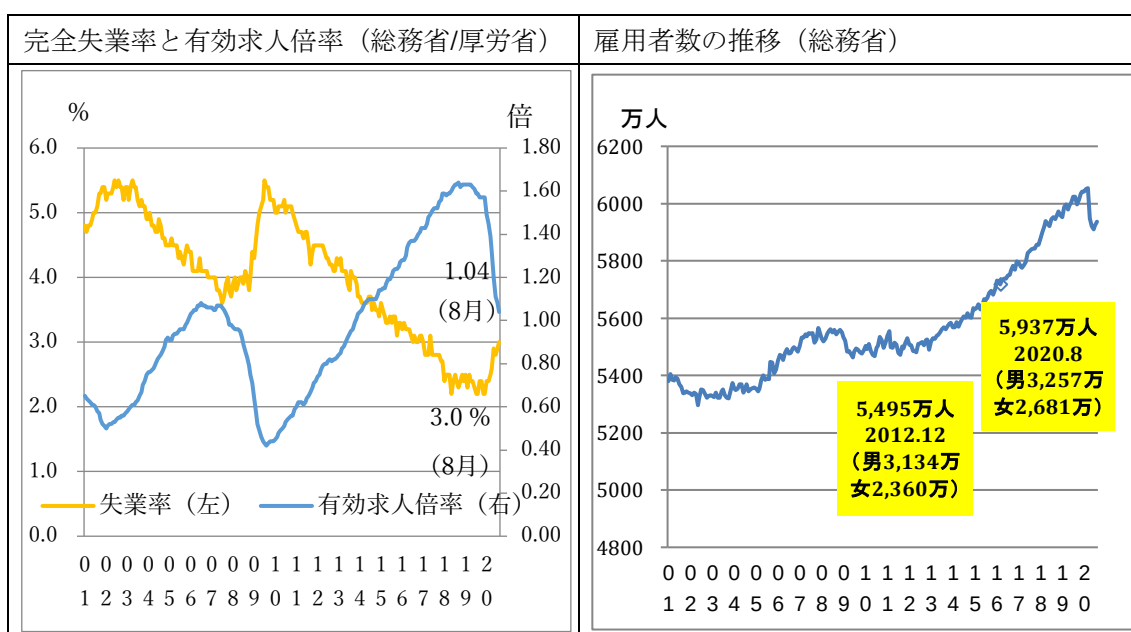
「ヒトの動き」ということでは、今後の旅行客の推移が気になるところである。わが国のインバウンドは、2011年の622万人から2019年の3188万人へと実に5倍増に近い伸びを示してきた。それが2020年は、1-8月の累計で396万人に留まっている。

現在、検討されている海外との人の移動の再開は、当面はビジネス需要に限られ、観光客が戻ってくるのはまだ先のこととなるだろう。とはいえ、問題だらけの「Go To トラベル」の様子を見てみると、「旅行したい」という需要そのものは消えていないようである。これはグッドニュースと言える。何となればクルマや電化製品とは違い、旅行には「需要の先食い」という概念が存在しないからである。

● 雇用の行方が気にかかる

Covid-19 の問題以前の日本経済は、有効求人倍率で 1.6 倍以上、完全失業率で 2.2% という圧倒的な人手不足状態にあった。しかし感染拡大とともに状況は一変し、今年 8 月にはそれぞれ 1.04 倍、3.0% にまで悪化している。

また雇用のデータを見るときは、変化率とともに実数に着目することが重要である。わが国の雇用者数は、2019 年 10 月から 20 年 3 月まで 6000 万人の大台を突破し、アベノミクスが始まった 2012 年 12 月から 500 万人以上も増えていた。それも足元では、ピーク時から 100 万人程度減っていることがわかる。



さらに内閣府の調査によると、この間の「休業者数」が 3 月の 200 万人から 4 月には 652 万人に急増した。その後は 5 月に 501 万人、6 月に 267 万人と減少に転じている。これは雇用調整助成金が、下支え効果を発揮したことを示しているのであろう。4 月と 6 月の差を考えれば約 400 万人分の雇用が守られたことになり、これはわが国の労働力人口の 6% 弱に相当する。セーフティネットがなければ、「2 ケタ失業率」も現実味を帯びていたことになる。

問題はこれから先である。雇用者数の減少は、目先は歯止めがかかったように見えるが、コロナ下で多くの企業が「我慢の経営」を続けている。中小零細企業の中には、「いつ終息するか見えない」ことから、「心が折れ」て廃業するところも増えるだろう。こうした状況に対しては、「資金繰り支援」もあまり効果を持たないと考えなければならない。

つまるところ重要なのは、日本企業が明日への希望を持てるか、本業で食べていける自信を回復できるかである。2020 年 10 月時点で状況はかなり改善しているが、まだまだ楽観できない、というのが中間報告となる。

<今週の”The Economist”誌から>

”Winners and losers”

「コロナ時代の勝ち組、負け組」

Leaders

October 10th 2020

*** Covid-19 のパンデミックは、世界経済に勝者と敗者を作りつつある。いや、それは自明だと思うのですが、いかにも The Economist 誌らしい論考です。**

<抄訳>

新型コロナのパンデミックは、第2次大戦以降最大の危機をもたらした。ロックダウンと消費停滞で世界5億人の雇用が失われた。工場閉鎖で貿易は急減し各国は国境を閉ざした。中央銀行の介入と政府救済で破綻は回避したが、財政赤字は戦時レベルに急増している。

危機は連鎖した。だが回復するにつれて、国家間の格差が生じつつあり、世界の秩序を変えるかもしれない。OECDによれば、米国経済は来年末に2019年の水準に戻るが、中国は10%増となる。欧州はなおもパンデミック前に戻れない。人口減少の日本も以下同文。UBS銀行によれば、世界50か国の経済は過去40年間で最も成長に差が出ているという。

差が出る理由は、まず①感染の度合いにある。中国は食い止めたが、欧州、そして米国は第2波に苦しんでいる。パリのバーが閉鎖されても、中国のナイトクラブは健在だ。次なる理由は②既存の経済構造だ。対面のサービス業に比べれば、製造業の方がずっと楽である。そして中国は製造業の比率が高い。③政策の違いもある。米国は欧州より徹底していた。しかし政策には、パンデミックに伴う構造変化や創造的破壊に対する対応も含まれている。

パンデミックは経済のグローバル化を後退させ、デジタル化を進め、格差を広げている。サプライチェーン問題で、製造業の本国回帰も進む。在宅勤務が増えると低賃金労働者は郊外に移り、失業の危機に直面する。見かけの失業率は減っても恒久的失業は増えている。オンライン化が進めば、先端企業、データ重視企業が伸びる。だからこそハイテク株上昇なのだ。景気は悪くても、低金利は資産価格を上げる。かくして金融経済と実体経済の乖離が進んでいる。民主主義政府はかかる政策に対し、国民の支持を得て行かねばならない。

中国は短期的には底打ちした。今月中には、新たな五か年計画もできるだろう。しかるにウイルスにより、長期的な欠陥も明らかになった。中国にはセーフティネットがなく、家計下支えより企業援助、インフラ投資の刺激策となる。コロナを封じ込めた強権体制は、多様な意思決定や自由な移動に障害となり、イノベーションや生活水準向上を遅らせよう。

欧州は出遅れ、経済硬直化の恐れもある。5大国で労働力の5%が時短の対象となり、元に戻れないかもしれない。破産法制の停止措置が、ゾンビ企業の延命につながる恐れもある。仏独は以前から自国企業優先姿勢であった。欧州の長期的衰退につながりかねない。

では米国は？ 概ね正しい政策が行われ、労働市場は調整してきた。新たな雇用も生まれつつある。その代わり分断政治の問題がある。追加のコロナ対策は難しく、財政の崖から転げ落ちかねない。党派対立がある限り、技術や財政の改革は手が付けられない。米国がパンデミック後の世界をリードする気があるなら、まずは自国の政治をリセットすべきだ。

<From the Editor> 20 世紀パンデミックからの教訓

このところ、米国および日本の政治の話題が続いておりましたが、本号では久しぶりに「After/With コロナの経済」について取り上げてみました。あらためて、難儀な時代に生きていることを思い起こされます。

ここであらためてご紹介したいのは、2005 年に WHO が発表した”Avian influenza: assessing the pandemic threat”という報告書です²。2004 年に流行した鳥インフルエンザ（H5N1 型）に関するものですが、第 2 章「過去のパンデミックからの教訓」の中では、20 世紀に発生した 3 つのインフルエンザ大流行を検証しています。3 つとは、①スペイン風邪（1918-1919）、②アジア風邪（1957-1958）、③香港風邪（1968-1969）のことで、ここから得られる 12 の教訓が、今読み返すとまことに有益なのであります。こんな感じです。

（1）パンデミックは予測不可能である。20 世紀に発生したパンデミックは、死亡率や重篤さ、感染拡大のパターンなどがその都度、違っていた。

（4）ウイルスによる潜在的な感染力は「波」によって違ってくる。1 度目に影響を受けなかった年代や地域が、第 2 波には脆弱になりやすい。後へ行くほど深刻になりやすいが、その理由はさまざまである。1918 年のウイルスは 2〜3 カ月で収束したが、その後、より強力になって戻ってきた。1957 年の場合は、第 1 波は学校の子供たちが中心であったが、第 2 波は合併症のリスクが高い高齢者に広がった。

（7）公衆衛生による介入は、パンデミックの拡大を遅らせることはできたが、止めることはできなかった。隔離と旅行制限はあまり効果がなかった。国内の感染は「密接」と「密集」に関わっているので、一時的な集会禁止と学校閉鎖は潜在的に有効である。インフルエンザのパンデミックが、ピークに達するときと収束するときの速度を考えると、これらの処置は長期にわたって強いる必要はない。

（9）ワクチンによるパンデミックへの効果は潜在的には大きいですが、検証の余地がある。1957 年や 1968 年にはワクチンの製造能力に限界があったため、生産者が急いだものの効果を上げるだけの量は間に合わなかった。

（10）ワクチンを最初に受け取ることができるのは、国内に生産設備がある国となるだろう。

WHO の専門家たちによれば、パンデミックは 1 世紀に何回かは起きるものであって、過去の経験から行くとこんな感じですよ、とのことである。われわれは 1957 年や 1968 年のことなどスカッと忘れていて、今は新型コロナウイルスの扱いに困り果てているのだが、実は経験値は十分に有しているらしい。

² 別の場所で書いたことはありますが、当溜池通信では初めての登場となります。現物は下記をご参照。
https://www.who.int/influenza/resources/documents/h5n1_assessing_pandemic_threat/en/

特に（７）の指摘は、緊急事態宣言の時期における政府の諸施策を事前にピタリと予言していたようにさえ感じられます。パンデミックは遅らせることができれば上出来で、人為的に食い止めることはほとんど不可能であるとのこと。

しかも（４）にある通り、パンデミックには常に「第２波」「第３波」の可能性がある。Covid-19 の場合は、春先の第１波は高齢者が多く感染して致死率が高く、夏以降の第２波は若者が多く感染して致死率は低下したように思われます。

また（９）（１０）の教訓は、「ワクチンに大きな期待をかけることなかれ」と伝えている。現在、世界各国はワクチンの開発競争に血道をあげていますが、その効果や安全性には限界がありそうだし、全世界の 75 億人分が用意できるとも思われない。

結論として、（１）「パンデミックは予測不可能である」となる。今から約 100 年前に発生したスペイン風邪は、全世界に巨大な被害をもたらしましたが、それでも 3 年でほぼ終息している。つまり永遠に続くということはない。

Covid-19 はどの程度で終息するかと言え、やはり「わからない」と考えるのが正しいのでしょう。とりあえず長期戦を覚悟するけれども、あと 1～2 年で片付いてくれるかもしれません。そのときはポジティブ・サプライズですね。引き続き気長に行きましょう。

＊ 次号は、米大統領選挙直前の 2020 年 10 月 30 日（金）にお送りします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com