

2021年にかけての内外政治経済見通し

Marubeni

2020年8月4日
経済研究所

1-1. 総括

世界GDPは20年4-6月期に底打つも、回復は緩慢に

- **現状：世界は多重危機に直面するも20年4-6月期を底に緩慢な回復へ**
 - 新型コロナウイルスの世界的流行(Pandemic)を受けて、世界各国は外出制限などの感染拡大防止策を導入。その結果、多くの国が実体経済の急激な収縮、一次産品価格の急落など多重危機に直面。
 - 各国の政策当局は家計・企業を先例のない財政金融政策で支援。20年4-6月期の実質GDPは感染拡大前の19年10-12月期と比べて、米国で11%、ユーロ圏で15%、世界全体で8%も縮小した模様だが、近い将来の経済活動の復元は期待薄で、回復は緩慢なものにとどまる公算。
- **展望：ワクチン・治療薬・集団免疫は当面期待薄。不安要因多く景気回復は緩慢に**
 - ワクチンは複数の候補品が臨床試験段階にあるが、発症や重症化を防ぐ効果が証明されたものはまだ無い。安全性と有効性が担保されたワクチンが広く行き渡るのは最速でも21年以降、恐らく22年以降と考えられる。
 - 一部有効性が示された治療薬はあるが著効とは言えず、これによって直ちに経済活動正常化が可能とはいえない。
 - 自然感染による集団免疫の獲得には数年単位の時間を要する可能性。
 - 感染(再)拡大による内外需低迷や雇用・所得環境悪化と企業体力・景況感の低下、今後の政策効果逡巡、により経済のV字回復望めず。感染防止と経済活動の両立が当面の課題。加えて米中対立、米イラン対立、英国とEUの将来関係協議難航、米欧通商問題、成長牽引国・産業の不在も。
 - 空前の財政金融政策により無秩序なショックの拡大は食い止められた形だが、経済活動制限の長期化が金融危機に転じる恐れも。具体的には①実体経済の悪化による信用悪化、②実体経済と株式市場の乖離による金融不均衡調整、③ソブリンリスクの顕現化、といった経路があり得る。
 - 石油・銅などの資源価格は、供給調整から反発するも、先行き不透明感から上値は限定的。短期的には地政学的リスクや金融要因、中長期的には生活様式変化、再エネ利用拡大といった要因も影響。

	中間シナリオ			悲観シナリオ		楽観シナリオ	
	2019	2020	2021	2020	2021	2020	2021
世界	3.2	-4.3	4.7	-5.5	4.2	-3.8	6.3
米国	2.2	-5.4	3.5	-6.2	2.9	-4.9	5.0
ユーロ圏	1.2	-7.4	5.6	-8.9	4.6	-6.4	7.6
日本	0.7	-5.5	1.5	-6.2	-0.2	-4.9	2.4
中国	6.1	1.3	7.0	0.5	5.8	1.6	8.1

(出所) 経済研究所

(再度の行動制限有)

(再度の行動制限無)

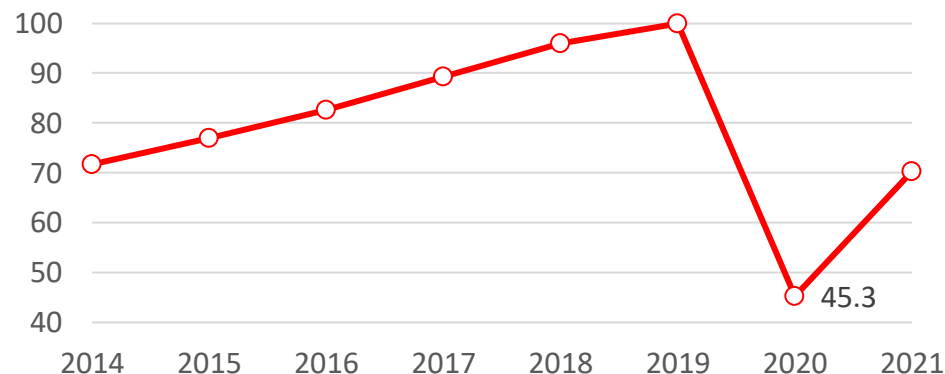
1-2. 総括

グローバルな経済活動は著しく収縮、立て直しに3-4年必要

□ コロナショックで極度に落ち込む世界の貿易投資、人の移動

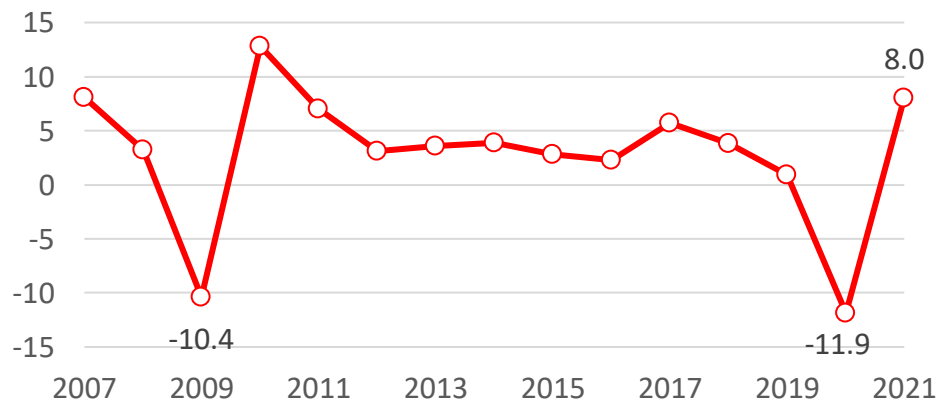
- 新型コロナウイルスの感染拡大に直面した各国の厳格な国際移動制限、家計・企業のリスク回避から、国境を越える経済活動が収縮中。
- 20年は世界航空需要が前年比55%減、世界貿易量が同12%減、世界の海外直接投資額が同40%減とそれぞれ激減の見通し。前年のリーマンショックが響いた2009年を超える深刻な落ち込み。
- 各国の空前の規模の財政金融政策は、内需と国内の経済活動を下支えているが、グローバルな経済活動の支えにはならず。
- 感染拡大防止と両立しながら国際的な人、物、資本、サービス等の自由な移動の確保を目指す国際協調の機運は見当たらず。逆に米中対立の深刻化、多くの国での保護主義への傾斜もあり、当面は反グローバル化が進みそう。21年以降の世界の貿易投資など経済活動の回復は緩やか、「コロナ以前」に戻るには3-4年を要する見通し。

▽ 世界航空需要 (旅客キロ、2019=100)



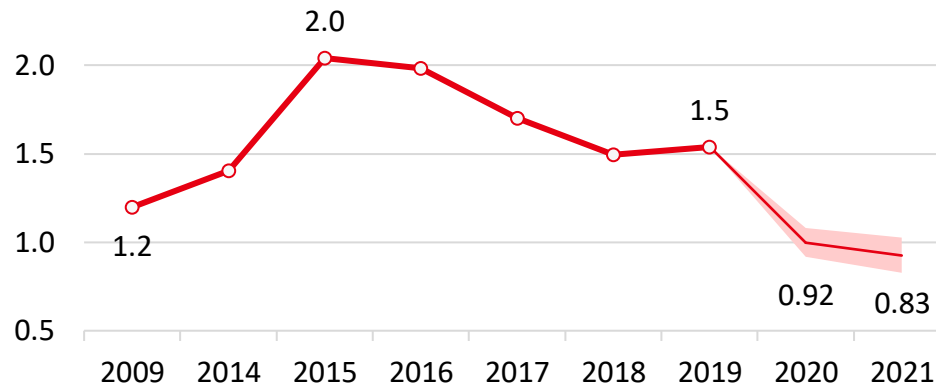
(出所) IATA. (注) 旅客キロ=旅客数×輸送距離。2020-21年はIATA予測。

▽ 世界貿易量 (財サービス, 前年比, %)



(出所) IMF. (注) 2020-21年はIMF予測。

▽ 世界の海外直接投資額 (対内、兆ドル)



(出所) UNCTAD. (注) 2020-21年はUNCTAD予測。

2. 医学的・疫学的観点から 経済活動正常化へのシナリオ

- 経済活動正常化にもっとも有効と思われるのは、ワクチンの開発に成功し、広く行き渡る体制が整うこと。7/28時点で25の候補品がヒトに実際に投与する臨床試験段階にあり、さらに約140のプロジェクトが進行中。実際のウイルスに対する感染や重症化を防ぐ効果が証明されたものはまだ無い。安全性と有効性が確認され、承認された場合でもその後ハードルが残る。
- 自然感染による集団免疫の獲得については数年単位の時間を要する可能性が高い(一定の前提をおいた米ハーバード大によるモデル予測)。
- 一部有効性が示された治療薬はあるものの、著効といえるほどではなく、これによって直ちに経済活動正常化が可能とはいえない。
- 未知の要因の寄与により経済活動正常化を後押しする可能性も考えられるが、現時点ではいずれも仮説レベルのものであり、一層の研究が必要。

▽経済活動の正常化(新型コロナウイルス感染拡大前と同様の経済活動や行動様式)に向けたシナリオ

	(A) ワクチンの開発に成功 (添付6-1)	(B) 自然感染による集団免疫獲得 (添付6-2)	(C) 治療薬の開発に成功 (添付6-3)	(D) 未知の要因の寄与
経済活動 正常化の背景	ワクチンによって集団の中の多くの人が免疫を獲得。免疫によって感染拡大が抑制されることで収束	自然感染によって集団の中の多くの人が免疫を獲得。免疫によって感染拡大が抑制されることで収束	感染そのものを防ぐことは出来ないものの、重症化や死亡率を抑えることができれば、経済活動正常化を後押しする動きに繋がる可能性	研究が進展しワクチンによらない効果的な感染防止策が判明。あるいは解明されていない未知の要因によって感染が抑制、あるいは収束
経済活動 正常化に あたっての 主な課題	<ul style="list-style-type: none">・ 治療薬と異なり、有効性の判断には時間を要する。通常は承認までに試験開始以降10年程度を要し、成功確率は10%程度・ 大量生産。感染力や有効率次第なるも集団免疫獲得(60~70%と仮定)を目指す場合最低で47億人分必要・ 有効率および接種率。FDAは有効率50%を承認の際の基準としたが、有効率50%のワクチンで集団免疫の獲得は困難。また、最初のヒトへの接種から間もないワクチンで接種率が高まるかも疑問	<ul style="list-style-type: none">・ 集団免疫獲得までにどれだけの時間を要するのか、現時点では不明。医療キャパシティを超えないように集団免疫を獲得する場合、米国では社会的隔離措置の緩和と強化を繰り返しながら2022年まで措置を行う必要があるとの試算・ 免疫が持続しないことによる再感染、流行の再燃の可能性	<ul style="list-style-type: none">・ 米国や日本ではレムデシビルが夫々緊急使用許可/特例承認されたが、適応症例が入院中の重症患者に限られる上に著効とはいえない・ 複数の既存薬が試験を実施あるいは一部完了しているが、対照群との比較で有効性が確認された薬剤はレムデシビルとデキサメタゾン(中等~重症患者で有効性、論文は未査読)のみ・ 感染自体を防ぐものではない。経済活動を行うにあたって人々が感染リスクをどれだけ受容するかは不明	<ul style="list-style-type: none">・ 研究の進捗次第。そもそも上記のような方法や要因があるかどうか分からない。・ 風邪を起こす旧型コロナウイルスに感染すると新型コロナウイルスに対しても有効な「交差免疫」が誘導されることを示唆する論文も出てきているが、まだサンプル数が少ないことなどから現時点では仮説レベル。・ ウイルスの変異(弱毒化)は現時点においてエビデンスは無いものの、今後起こる可能性が無い訳ではない(強毒化も同様)。

いずれも確実に成功する、獲得できるというものではなく、できたとしてもその時期を予測することは困難。しかし、いずれのケースでも2020年末までに経済活動を正常化し、それを安定させられる可能性は現時点では低いと考えられる。

(出所)各種資料から経済研究所

3-1. 財政・金融政策

財政政策：赤字拡大により秋以降は公的支援の息切れを懸念

- リーマンショックの教訓を踏まえた迅速かつ大規模な財政出動が功を奏し、足元の家計・企業のBSや雇用への打撃は比較的抑制されている。
- 但し、コロナ禍の長期化により、秋以降は財政政策による公的支援の息切れ（「公的支援の崖」）が雇用悪化につながる懸念が強まる。
- 特に米国ではコロナ対策の企業・家計支援策が失効するタイミングで政府・議会の政策調整が紛糾するリスクもともなう。

※各国の総額はCenter for Strategic & International Studies, COVID-19 Fiscal Response Tracker (accessed on 2020/7/28)に準拠。

▽米国

主な施策

第3弾までの総額約3兆ドル（GDP比約14%）内：

- 第1弾：83億ドル（ワクチン開発など）
- 第2弾：1,900億ドル（失業給付拡充など）
- 第3弾：増枠含め2兆7000億ドル（中小企業支援など）

ポイント

- 第4弾対策として、民主党は現状の支援策を継続する総額3兆ドルの支出法案を下院で可決済み。
- 民主党案に対し、共和党は7/28に総額1兆ドルの対案を提示。1,200ドル/人の個人給付第2弾は盛り込む一方、失業給付特例加算（\$600/週）を200ドルに減額、従業員のコロナ感染による企業免責条項を盛り込んでいる。

（出所）米国連邦議会、各種報道

▽日本

主な施策

総額約145兆円（GDP比約25%、含む財政投融资）内：

- 企業向け事業継続（雇用調整助成金、資金繰り・家賃支援）
- 家計向け生活支援（全国民給付金、子育て世代給付金など）
- その他、経済回復・経済構造強靱化、地方自治体支援など

ポイント

- 休業手当支払を支える雇用調整助成金特例は9月末まで（雇調金制度自体は継続）。7月初旬時点で延べ300万人程度利用。
- 急増した休業者が制度の期限切れで失業者に転じる懸念も。
- ただし、企業支援は消化率が低いとされ、家賃支援は7/14から新規に開始するなど、公的支援切れの影響は短期では比較的小さい。

（出所）財務省、経済産業省、厚生労働省、総務省、各種報道

▽欧州

主な施策

〔ドイツ〕総額約1兆2,800億ユーロ（GDP比約37%）：

中小企業向け給付、雇用維持支援策拡充、付加価値税引き下げなど

〔英国〕総額約4,700億ポンド（GDP比約23%）：

雇用維持支援策、公共サービスへの補助、付加価値税引き下げなど

ポイント

〔ドイツ〕

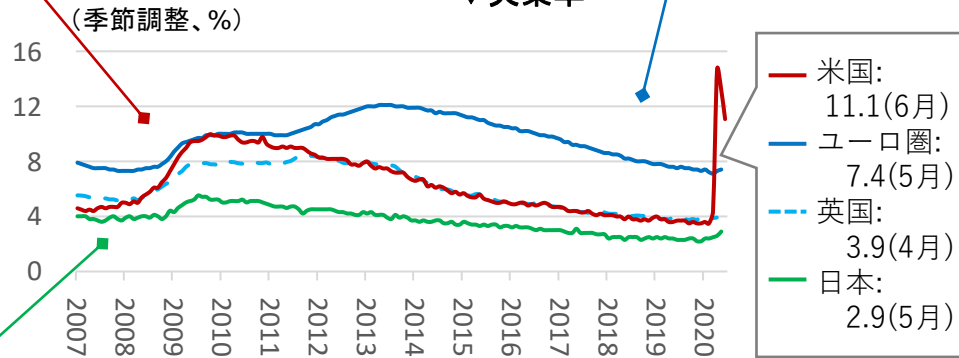
企業に対する雇用維持支援策（時短勤務をした従業員の給料減少分の6割を補助。最大6カ月間）の支給要件緩和は12月末まで。

〔英国〕

企業に対する雇用維持支援策（自宅待機中の従業員の雇用を維持した場合、従業員の給料の8割と社会保険料を補助）は10月末まで。

（出所）IMF、CSIS、各種報道

▽失業率



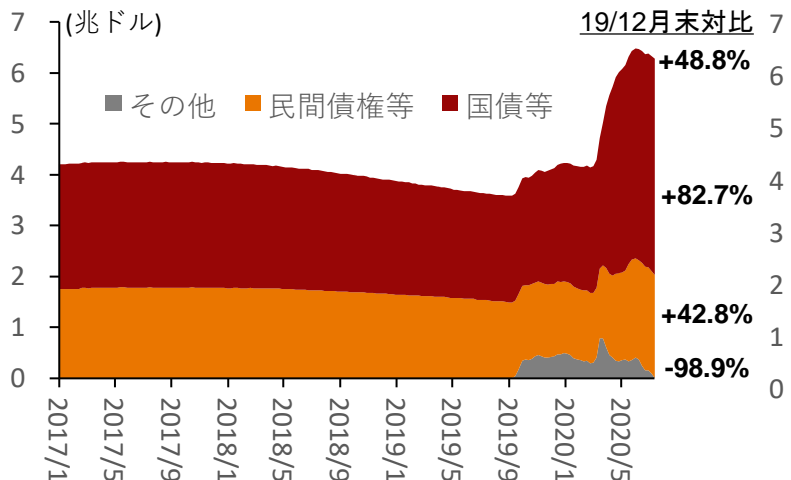
※米国は16歳以上、ユーロ圏・英国は15～74歳、日本は15歳以上

（出所）US Department of Labor, Eurostat, 総務省

3-2. 財政・金融政策

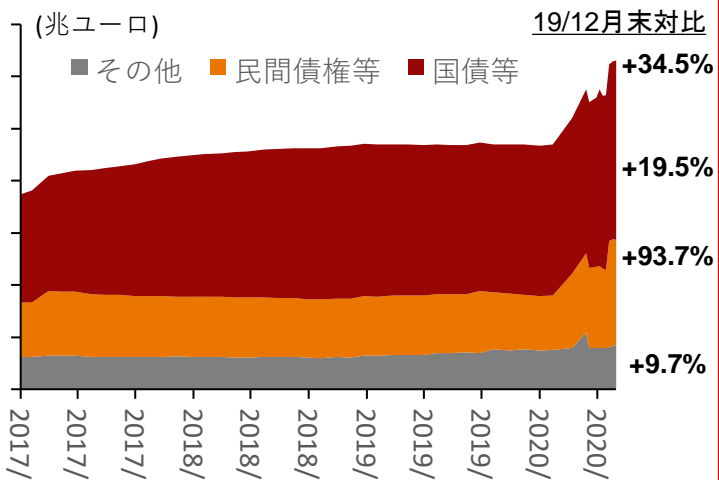
金融政策：主要国中銀は大規模な金融緩和を実施

▽FRBバランスシート (対名目GDP:29.3%)



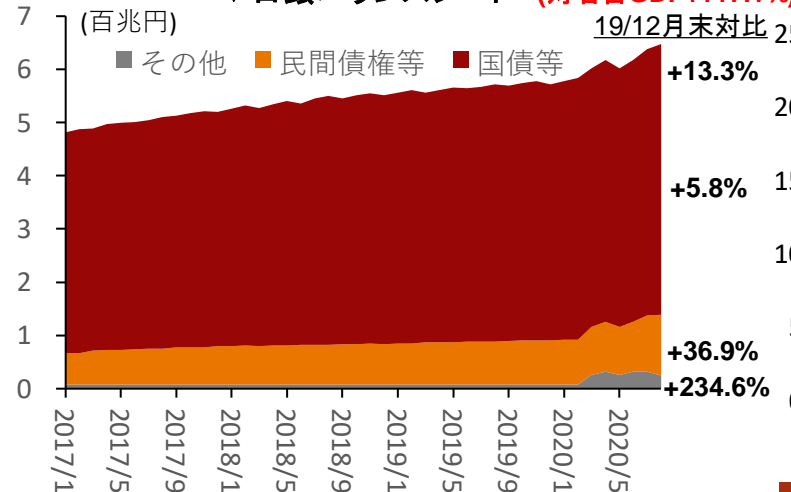
(出所)FRB

▽ECBバランスシート(対名目GDP:28.4%)



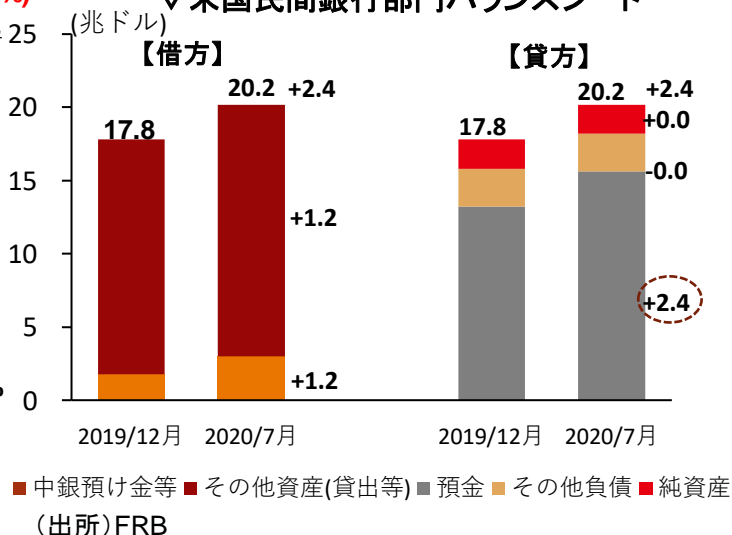
(出所)ECB

▽日銀バランスシート (対名目GDP:117.1%)



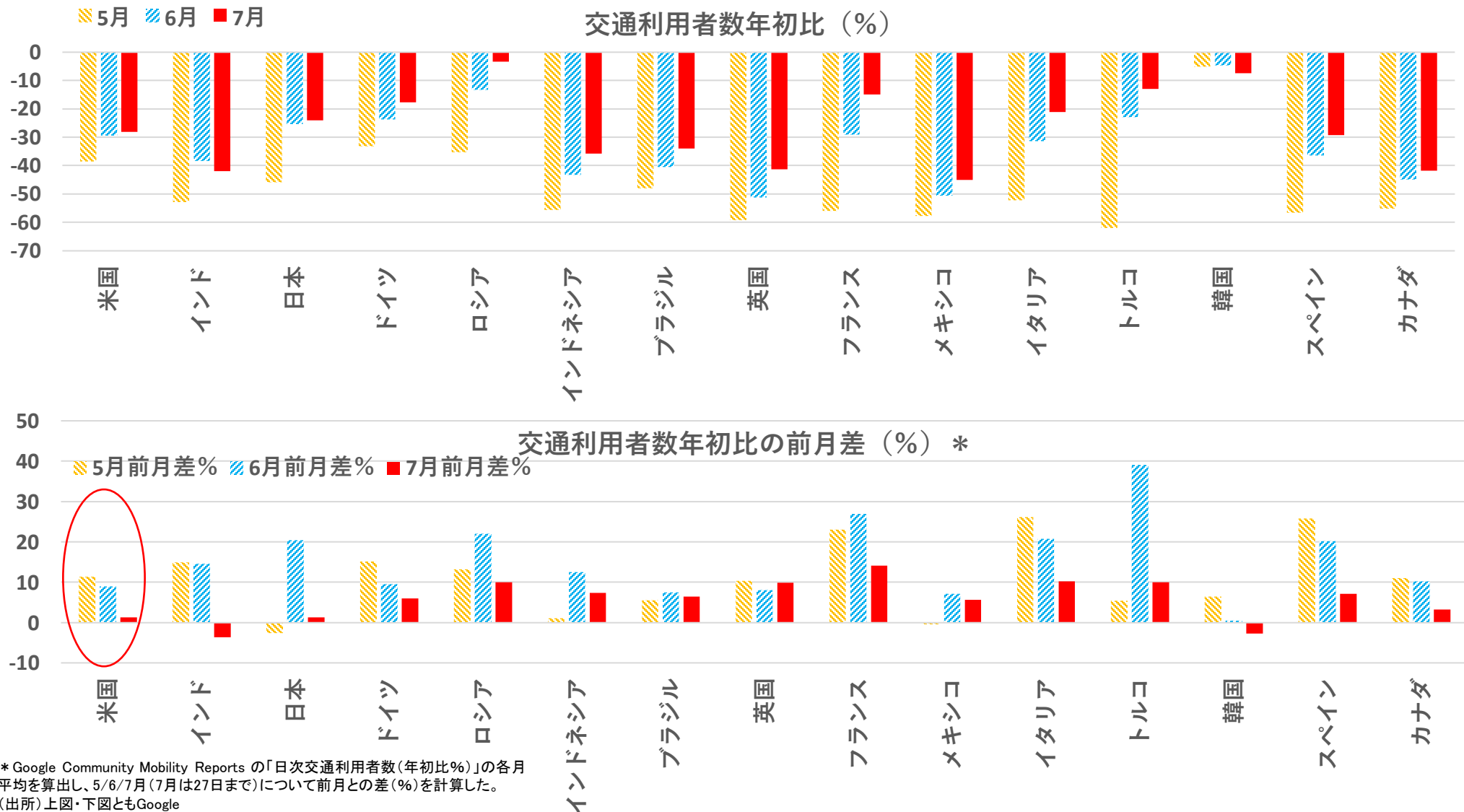
(出所)日本銀行

▽米国民間銀行部門バランスシート

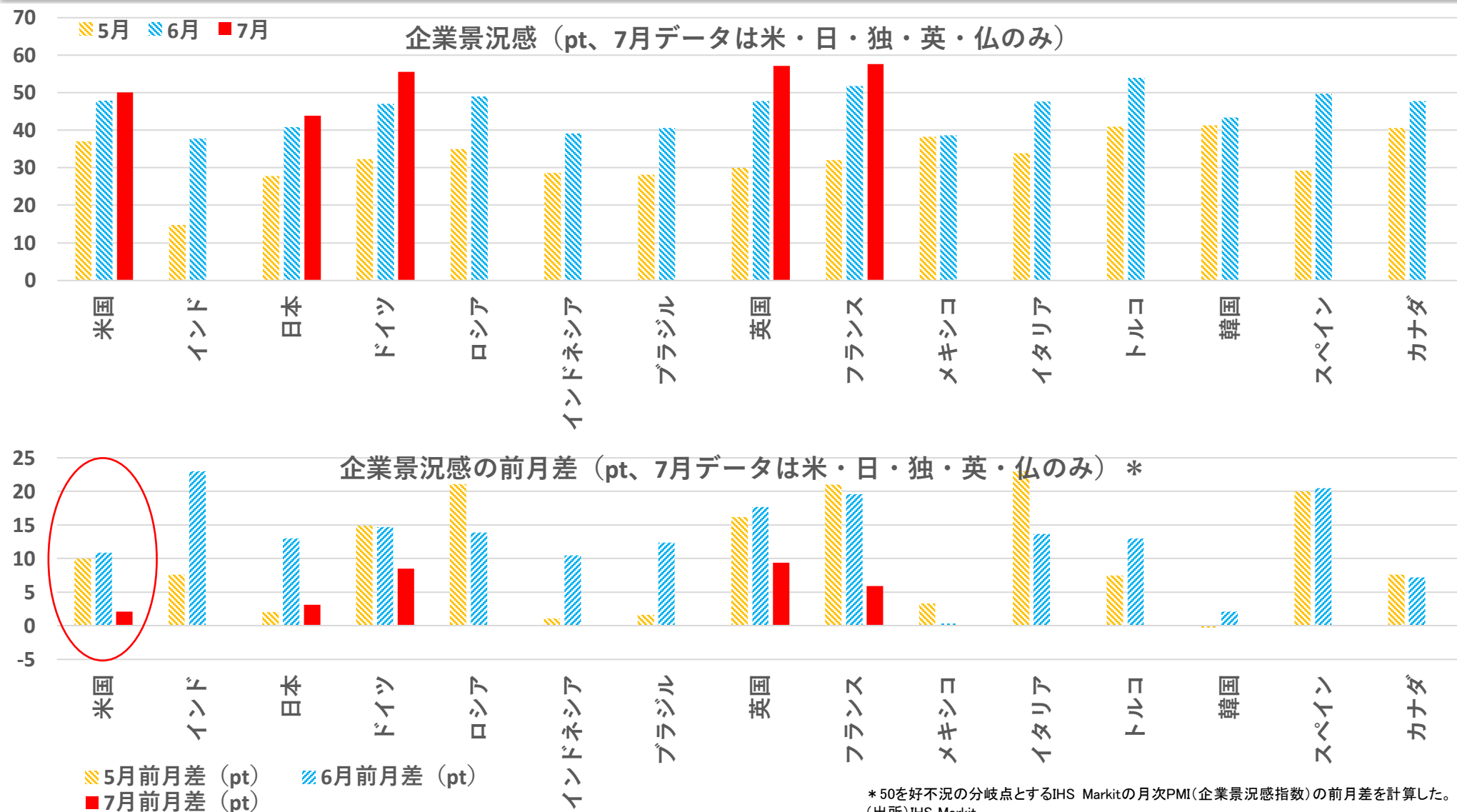


- 米国：無制限の買い入れ発表
 - ゼロ金利政策、無制限の国債・不動産担保証券(MBS)購入を実施。
 - 2.3兆ドル規模のSPVを通じたCP・社債(投資不適格を含む)、資産担保証券(ABS)の買い入れによる信用緩和も実施。リスクプレミアムの抑制に成功。
 - 緩和により民間銀行に注入されたマネーは預金の形で滞留。貯蓄性向の高まりから、マネタリーベース拡大がマネーサプライ拡大に必ずしもつながっていない。
- 欧州：低格付け債の購入決定
 - パンデミック緊急購入プログラムのもと、低格付け国も含め国債等を7,500億ユーロ規模で資産購入。
- 日本：企業資金繰り支援を強化
 - ETF・J-REITの買入を拡大するとともに、企業等の資金繰り支援としてCP・社債の買い入れ増額とともに90兆円の新型コロナ対応特別オペを導入。従前から実施中の国債買い入れ・ドルオペも無制限化。
- 効果：空前の資金供給で金融市場・企業信用は安定。一方で株式市場の過熱など金融不均衡蓄積

4-1. 足元の経済状況(交通利用者数) 多くの国で7月の交通利用者数の伸びは急減速

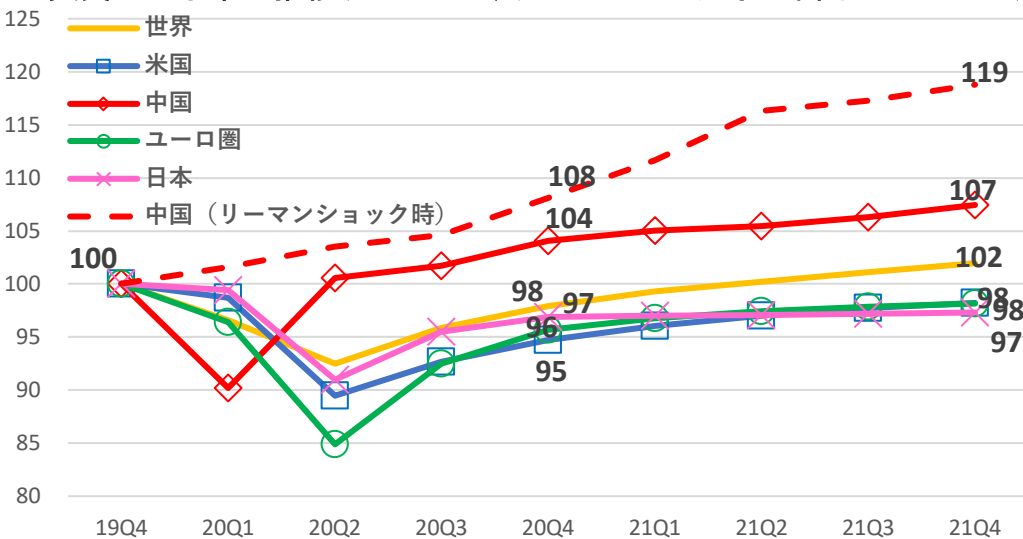


4-2. 足元の経済状況(企業景況感) 先進国の7月の企業景況感の改善幅は縮小



5-1. 中間シナリオ 感染続くも行動制限再導入には至らず

▽ 実質GDP水準の推移(19Q4=100、リーマンショック時の中国は08Q2=100) ▽ 主要国・地域の実質GDP成長率予測(四半期は前期比、暦年は前年比、下線は実績、%)

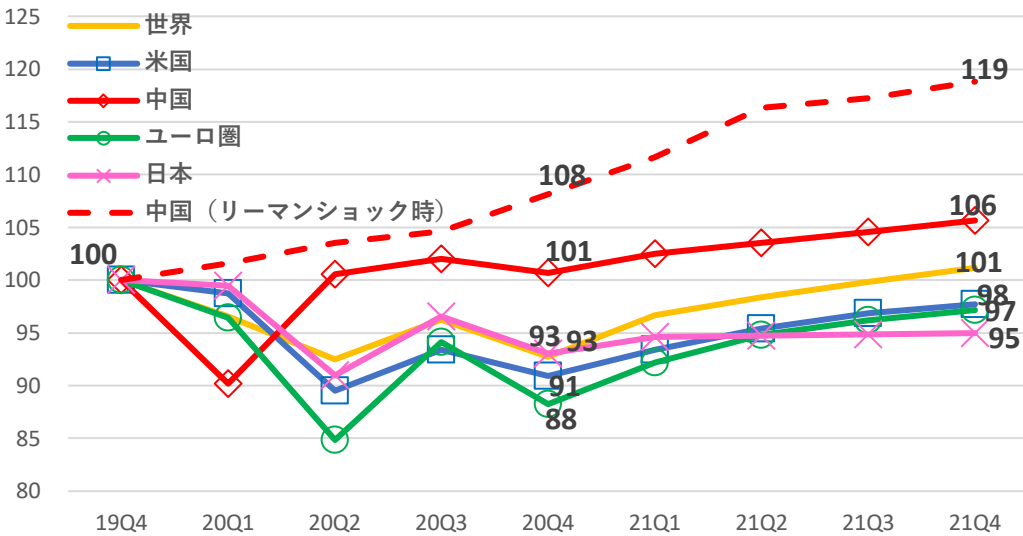


- 季節的要因(特に北半球)、感染防止策の不徹底、集団免疫を実現するには低い感染率、により、感染再拡大。
- しかし多くの国では医療キャパシティには余裕があるため、世界的な行動制限の再導入には至らず、局地的対応にとどまる。
- 結果、感染を恐れる家計・企業の慎重な行動が続き、需要の伸びも緩やかなものとなる。
- なお、いずれのシナリオでも予測期間中、治療薬・ワクチンは完成・普及しないという前提。

	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	19	20	21
中国	1.5	-9.8	11.5	1.2	2.3	0.9	0.4	0.8	1.0	6.1	1.3	7.0
(前年比)	6.0	-6.8	3.2	3.3	4.1	16.5	4.9	4.5	3.2	6.1	1.3	7.0
米国	0.6	-1.3	-9.5	3.6	2.2	1.4	1.0	0.7	0.5	2.2	-5.4	3.5
インド	1.0	0.6	-15.1	3.6	1.3	2.1	2.5	2.4	2.3	4.7	-7.7	4.2
日本	-1.9	-0.6	-8.5	5.0	1.4	0.1	0.1	0.2	0.1	0.7	-5.5	1.5
(年度)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.0	-5.7	2.3
ドイツ	0.0	-2.0	-10.1	8.1	3.2	0.7	0.4	0.3	0.3	0.6	-5.1	4.9
ロシア	0.5	0.3	-10.8	0.5	0.9	3.6	2.6	1.7	1.2	1.4	-6.8	4.7
インドネシア	1.2	-0.7	-1.1	1.3	0.4	2.5	1.2	1.2	1.6	5.0	1.0	5.2
ブラジル	0.4	-1.5	-12.0	9.7	0.0	1.3	0.8	0.8	0.4	1.1	-5.6	3.8
英国	0.0	-2.2	-20.5	6.1	4.7	4.0	1.2	0.5	0.2	1.4	-13.7	5.6
フランス	-0.1	-5.3	-18.1	11.9	4.0	1.1	0.8	0.4	0.2	1.5	-12.6	5.3
メキシコ	-0.6	-1.2	-20.5	12.8	-4.1	0.8	0.8	0.4	0.6	-0.3	-12.8	-1.5
イタリア	-0.2	-5.3	-13.9	10.5	3.6	1.7	0.6	0.4	0.2	0.3	-10.2	6.4
トルコ	1.9	0.6	-8.3	0.0	7.2	0.3	0.7	0.2	0.2	0.9	-2.0	4.1
韓国	1.3	-1.3	-3.3	1.0	2.1	0.4	0.8	0.4	0.2	2.0	-1.4	2.5
スペイン	0.4	-5.2	-16.8	3.7	8.7	0.7	0.4	0.4	0.2	2.0	-13.4	4.6
カナダ	0.1	-2.1	-10.6	2.5	2.2	1.4	1.0	0.8	0.4	1.7	-7.9	2.7
世界	0.7	-3.4	-4.3	3.7	2.2	1.4	0.9	0.9	0.9	3.2	-4.3	4.7
(ユーロ圏)	0.1	-3.6	-12.0	9.0	3.5	1.1	0.7	0.4	0.3	1.2	-7.4	5.6

5-2. 悲観シナリオ 第2波到来を受け、世界的に行動制限再導入

▽ 実質GDP水準の推移(19Q4=100、リーマンショック時の中国は08Q2=100) ▽ 主要国・地域の実質GDP成長率予測(四半期は前期比、暦年は前年比、下線は実績、%)

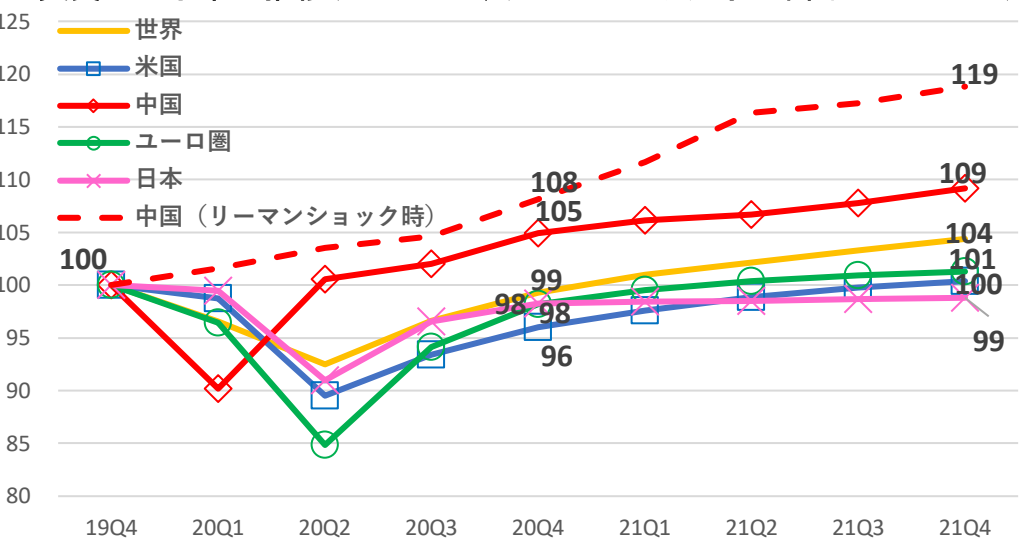


- 季節的要因(特に北半球)、感染防止策の不徹底、集団免疫を実現するには低い感染率、感染の拡大を認知しながらの強引な経済活動再開の推進、により、20年10-11月に世界的な感染再拡大。
- これを受け、医療キャパシティがひっ迫。世界的な行動制限が20年Q4に再導入される。感染抑止を徹底した結果、その後は比較的堅調な経済成長が続く。
- OECD加盟国(いわゆる先進国)の失業率は新型コロナ前水準の2倍にあたる約10%まで上昇、21年中には殆ど改善せず。

	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	19	20	21
中国	1.5	-9.8	11.5	1.4	-1.3	1.8	1.0	1.0	1.0	6.1	0.5	5.8
(前年比)	6.0	-6.8	3.2	3.6	0.7	13.6	2.9	2.5	5.0	6.1	0.5	5.8
米国	0.6	-1.3	-9.5	4.4	-2.7	2.7	2.2	1.5	0.9	2.2	-6.2	2.9
インド	1.0	0.6	-15.1	0.6	-6.1	12.9	1.0	3.1	3.0	4.7	-10.7	6.6
日本	-1.9	-0.6	-8.5	6.2	-3.6	1.7	0.1	0.1	0.1	0.7	-6.2	-0.2
(年度)	二	二	—	—	—	—	—	—	—	0.0	-6.9	1.2
ドイツ	0.0	-2.0	-10.1	9.8	-5.2	2.6	1.5	1.3	1.1	0.6	-6.3	2.5
ロシア	0.5	0.3	-10.8	0.6	-7.4	8.0	5.1	3.8	2.1	1.4	-8.6	5.5
インドネシア	1.2	-0.7	-1.1	1.6	-3.7	4.3	2.1	0.5	0.5	5.0	0.1	4.0
ブラジル	0.4	-1.5	-12.0	11.8	-7.4	5.7	1.1	1.1	1.1	1.1	-6.5	3.7
英国	0.0	-2.2	-20.5	7.5	-5.7	6.3	5.0	2.1	1.5	1.4	-15.3	4.4
フランス	-0.1	-5.3	-18.1	14.3	-7.2	5.7	3.6	1.6	1.1	1.5	-14.1	5.2
メキシコ	-0.6	-1.2	-20.5	15.4	-6.9	2.9	1.1	1.1	1.0	-0.3	-12.4	0.2
イタリア	-0.2	-5.3	-13.9	12.7	-7.8	6.9	3.2	1.5	1.1	0.3	-11.9	6.2
トルコ	1.9	0.6	-8.3	0.0	-5.9	6.8	2.2	1.6	4.1	0.9	-5.1	3.3
韓国	1.3	-1.3	-3.3	1.2	-2.5	2.7	0.5	0.5	0.9	2.0	-2.4	1.4
スペイン	0.4	-5.2	-16.8	4.5	-4.6	7.4	2.2	2.2	1.3	2.0	-15.8	4.1
カナダ	0.1	-2.1	-10.6	3.1	-3.7	3.7	2.0	1.1	1.1	1.7	-8.9	1.7
世界	0.7	-3.4	-4.3	4.1	-3.7	4.3	1.7	1.5	1.3	3.2	-5.5	4.2
(ユーロ圏)	0.1	-3.6	-12.0	10.9	-6.2	4.5	2.8	1.5	1.0	1.2	-8.9	4.6

5-3. 楽観シナリオ 感染を完全に抑止

▽ 実質GDP水準の推移 (19Q4=100、リーマンショック時の中国は08Q2=100) ▽ 主要国・地域の実質GDP成長率予測 (四半期は前期比、暦年は前年比、下線は実績、%)



- 現在の感染防止策が奏功し、再生産数が安定的に1以下に低下。
- 十分な医療キャパシティ/検査/感染経路の追跡、などにより治療薬・ワクチンなしで感染再拡大を抑止。
- 結果、大規模な感染再拡大は起きず、世界的な行動制限も再導入されない。
- それでもOECD加盟国の失業率は19年の5.4%から20年は9.2%まで上昇。

	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	19	20	21
中国	1.5	-9.8	11.5	1.4	2.9	1.2	0.5	1.0	1.3	6.1	1.6	8.1
（前年比）	6.0	-6.8	3.2	3.6	5.0	17.7	6.1	5.6	4.0	6.1	1.6	8.1
米国	0.6	-1.3	-9.5	4.4	2.7	1.7	1.3	0.9	0.6	2.2	-4.9	5.0
インド	1.0	0.6	-15.1	4.4	1.6	2.6	3.1	3.0	2.9	4.7	-7.3	6.4
日本	-1.9	-0.6	-8.5	6.2	1.8	0.1	0.1	0.2	0.1	0.7	-4.9	2.4
（年度）	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.0	-4.7	2.8
ドイツ	0.0	-2.0	-10.1	9.8	4.0	0.9	0.6	0.4	0.4	0.6	-4.1	6.7
ロシア	0.5	0.3	-10.8	0.6	1.1	4.5	3.2	2.1	1.5	1.4	-6.7	6.6
インドネシア	1.2	-0.7	-1.1	1.6	0.5	3.1	1.5	1.5	2.0	5.0	1.2	6.5
ブラジル	0.4	-1.5	-12.0	11.8	0.0	1.6	1.0	1.0	0.5	1.1	-4.7	5.4
英国	0.0	-2.2	-20.5	7.5	5.8	5.0	1.5	0.6	0.3	1.4	-12.9	8.4
フランス	-0.1	-5.3	-18.1	14.3	4.9	1.3	1.0	0.5	0.3	1.5	-11.4	7.7
メキシコ	-0.6	-1.2	-20.5	15.4	-2.5	0.9	1.0	0.5	0.8	-0.3	-11.5	1.4
イタリア	-0.2	-5.3	-13.9	12.7	4.5	2.2	0.7	0.5	0.3	0.3	-9.1	8.7
トルコ	1.9	0.6	-8.3	0.0	8.8	0.4	0.9	0.3	0.3	0.9	-1.6	5.5
韓国	1.3	-1.3	-3.3	1.2	2.6	0.5	1.0	0.5	0.3	2.0	-1.2	3.3
スペイン	0.4	-5.2	-16.8	4.5	10.6	0.9	0.5	0.5	0.3	2.0	-12.7	6.8
カナダ	0.1	-2.1	-10.6	3.1	2.8	1.7	1.3	1.0	0.5	1.7	-7.5	4.1
世界	0.7	-3.4	-4.3	4.5	2.8	1.7	1.2	1.1	1.1	3.2	-3.8	6.3
（ユーロ圏）	0.1	-3.6	-12.0	10.9	4.3	1.4	0.8	0.5	0.4	1.2	-6.4	7.6

6. コロナショックが金融危機に波及するリスク 実体経済と金融市場の乖離の拡大傾向に警戒

① 実体経済の悪化による信用悪化(実体経済シナリオ)

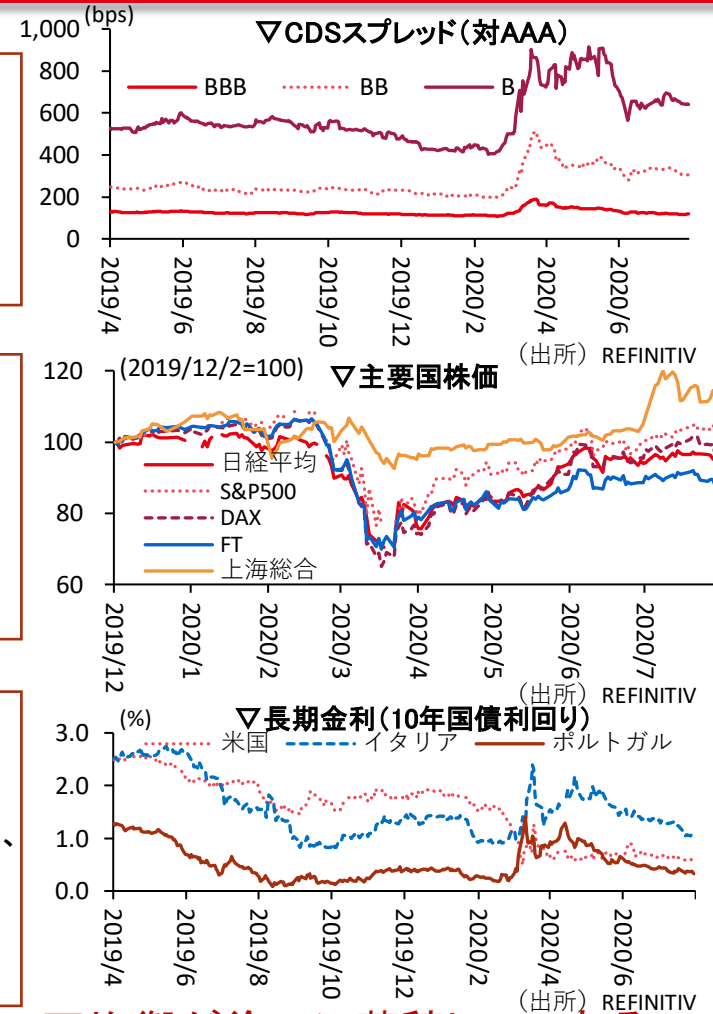
- 企業・家計のBSの劣化による**信用コスト増加**(引当金増加、与信審査コスト増加等)による銀行経営圧迫。加えて、リスク・プレミアムの拡大による直接金融による事業会社の資金調達困難化。
- 結果として、企業倒産の増加や業績悪化による貸出の**不良債権化**。信用環境の悪化は金融機関保有のクレジット関連資産(CLO等)の劣化、さらなるBS毀損・体力減耗へと発展。
- 金融機関の**貸出態度が厳格化**し、間接金融調達も困難化する信用収縮に発展するリスク

② 実体経済と株式市場の乖離による金融不均衡調整(市場混乱シナリオ①)

- 中銀による空前の規模の資金供給と信用・金融緩和による各種資産の利回り低下を背景とした投資先不足から、景気回復期待が先行する形で株式市場に資金が流入しているほか、所得補償等を背景とした家計からの資金流入の可能性も存在。実体経済の実態と乖離した水準に高騰した株価が、企業業績の回復の遅れの顕現化や感染第2波到来、所得補償の終了などにより急激に調整され、金融市場に混乱が生じるリスク。
- また、新興国からの資金引き上げに伴う**為替市場の混乱・減価、通貨危機**への発展(外貨建債務の利払い負担増・デフォルトや、外準取崩し、財政悪化)

③ ソブリンリスクの顕現化(市場混乱シナリオ②)

- 急激に悪化する実体経済の下支えとしての財政出動による**財政状態悪化**(高ソブリンリスク国ではデフォルトリスク)、**国債価格の下落による金融機関資産の毀損**
- 先進経済圏ではヨーロッパの低ソブリン国(イタリア、ポルトガル)や、新興国ではブラジルやアルゼンチンが債務リスクの高まりに直面。中南米にはスペインが債権を多く有しており、これら新興国の債務リスクがスペインを経由して欧州に伝播するリスクが存在するほか、新興国からの資金流出は景気が悪化する中での通貨減価につながり、デフォルトのスパイラルを招来する恐れもある。
- 中期的には、**信用緩和的金融政策による中銀BSの毀損**の恐れ



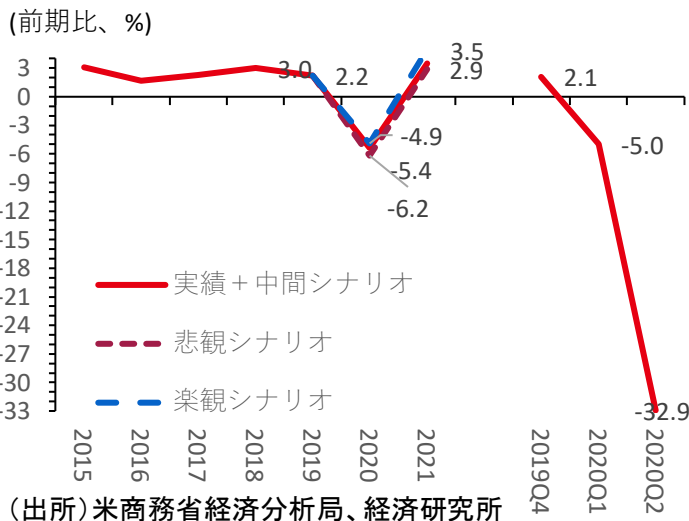
現在金融システムは落ち着きを保っているが、実体経済と金融市場の不均衡が徐々に蓄積しつつある

- 金融当局の各種対応により金融システムは頑健性を維持。一方、信用緩和により実体経済対比低く抑え込まれたリスク・プレミアムや過熱する株価には、実体経済との乖離に伴う不均衡調整リスクが潜在的に存在。

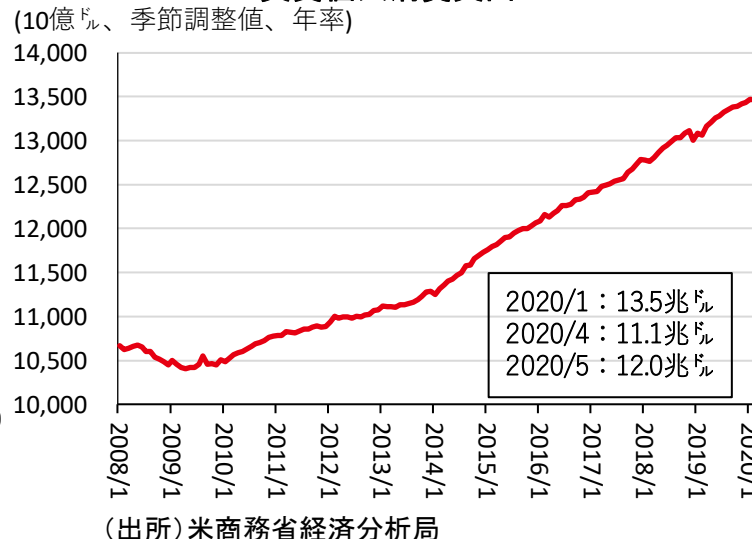
7-1. 米国

アフターコロナの回復を阻害するリスク要因

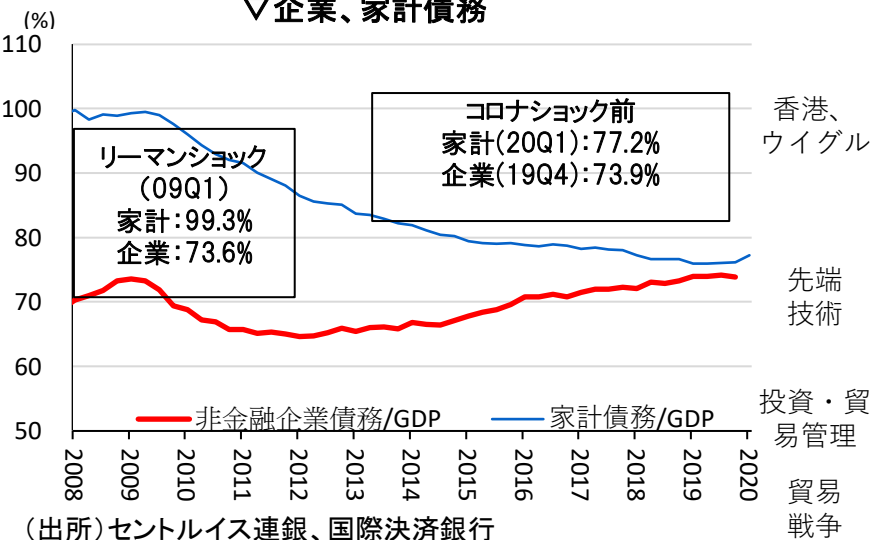
▽実質GDP成長率



▽実質個人消費支出



▽企業、家計債務



▽米中対立の主な焦点

米国が香港に対する金融規制に踏み切るか。国務省が10月12日までに個人制裁リストを、その60日後以内に財務省が金融機関制裁リストを提出予定。ウイグル問題では関係する高官や企業を制裁リストへ。

通信事業でファーウェイなどの中国企業に対する制裁強化。送電産業でも外国製使用制限規則が検討されている。知財窃取を巡り在外公館閉鎖の応酬が始まっている。

中国の米国上場制限、新興・基本技術の輸出規制が検討されている。

第1段階合意の順守(中国の対米輸入増加)が確認されるか。

□個人消費がどこまで回復するか

- 米国経済回復のカギを握るのはGDPの7割を占める個人消費。コロナショックを受け2012年の水準まで落ち込んだ。経済活動再開により1カ月で+8%と急回復し始めたが、感染再拡大を受けカリフォルニアやテキサスなどで経済活動制限が再強化されており、6月以降は回復ペースが鈍化もしくは再度減少する可能性もある。失業給付申請件数は7月中旬に再び増加。

□企業のBS毀損はこれからか

- 特別個人給付や失業給付の特例加算などの救済措置が取られる一方、消費先の喪失で支出が抑制され、家計は急激なBSの劣化を回避。

- 一方の企業債務の水準は2012年頃より上昇しており、昨年末時点で74%まで増加。コロナ禍でさらに高まっていると思われる。コロナショックによる業績悪化で企業の資金がひっ迫する一方、政府支援による様々な融資プログラムなどにより、存続した企業でも債務水準が上昇している可能性が高い。

□地経学リスクをはらむ米中対立

- 米中対立は貿易戦争から、イデオロギーや先端技術の争いにシフト。安全保障などの政治対立に経済的手法が用いられ、民間の経済活動にも影響を与える地経学リスクが、経済回復を阻害する可能性が高まっている。

7-2. 米国 大統領選挙：どちらが勝利しても難しい国際環境は続く

▽両候補の主な政策

	トランプ陣営(≒現在の政策)	バイデン陣営
経済・雇用	規制緩和、2兆ドルのインフラ投資。個人所得税減税延長などの減税。移民規制による米国人の雇用創出。	米産比率などを厳格化して、4年間で4,000億ドルの「バイ・アメリカン」(政府調達)、3,000億ドルのR&D投資、労働組合強化なども含め500万人の雇用創出。法人税は21%から28%に引き上げ。個人所得税も富裕層向け税率引き上げ。
通商・外交	英国、インド、ケニアなどと貿易協定。中国との貿易合意履行。	新規の貿易協定よりも国内投資優先。中国の不正貿易には他の民主主義国家と連携をとって対抗。TPPは再交渉を前提として復帰の可能性を残す。
環境・エネルギー	化石エネルギーの輸出、環境規制(エネルギーや自動車の排出規制など)緩和。	4年間でクリーンエネルギーや自動車、都市インフラなどに2兆ドルを投資し、2035年までに発電セクターでゼロエミッション、2050年までに実質ゼロエミッション達成。パリ協定復帰。

(出所)各陣営公式Webページ、各種報道

▽激戦州の支持率

州名	選挙人数	直近の支持率		過去戦績			
		トランプ(共)	バイデン(民)	'16	'12	'08	'04
テキサス	38	45.4	45.2	共	共	共	共
フロリダ	29	42.7	49.7	共	民	民	共
ペンシルバニア	20	42.6	49.3	共	民	民	民
オハイオ	18	44.7	47.0	共	民	民	共
ミシガン	16	40.5	48.7	共	民	民	民
ジョージア	16	47.7	45.0	共	共	共	共

(出所)Real Clear Politics

▽注目点

新型コロナウィルス対策

トランプ陣営は感染初期に中国からの入国規制を成果として強調するも、バイデン陣営は世界最大の犠牲を出した責任を追及。経済回復が選挙まで進むかどうか。

対中姿勢

トランプ陣営はコロナショックの責任を中国に帰し強硬姿勢を強める。バイデン陣営も中国の不正貿易慣行の是正などを主張。中国にいかに関係が争点となっている。

民主党副大統領候補

人種問題を重視しマイノリティ出身(ハリス、ダックワース上院議員など)か、左派支持取り込みのためにウォーレン上院議員などか。バイデン氏の年齢を鑑みれば、次期大統領候補となる可能性も。

- バイデン陣営が矢継ぎ早に政策発表
経済政策でトランプ陣営に不利と言われてきたバイデン陣営は7月に入り、大型の経済政策や環境政策を発表。米国産業や労働組合の保護による雇用創出で、「アメリカファースト」の要素が強い。また税源は法人税や富裕層への個人所得税の増税が想定されている。イランとのJCPOA復帰、対中追加関税撤廃は即座に実現する可能性は低い。

トランプ陣営は過去の実績を強調するばかりで、2期目の公約といえるものはほとんどない。両陣営で最も大きな違いはエネルギー・環境政策。

- 共和党地盤が激戦州に

共和党が地盤としていた南部のテキサス、ジョージアなどが激戦州に。トランプ陣営が辛うじてリードしている状況。

伝統的な激戦州(フロリダ、オハイオ、ペンシルバニアなど)では軒並みバイデン陣営がリード。激戦州でバイデン陣営が選挙人を50人以上獲得すれば、民主党が勝利する可能性が非常に高くなる。

- 選挙後の動向

バイデン陣営が勝利した場合、再エネや建設産業などが恩恵を受ける。ただ同盟国日本に対し、対中強硬策を求める可能性も。一方、トランプ陣営が敗戦を認めず米国政治が混乱に陥る可能性も。

(出所)各種報道より経済研究所作成

8. 欧州

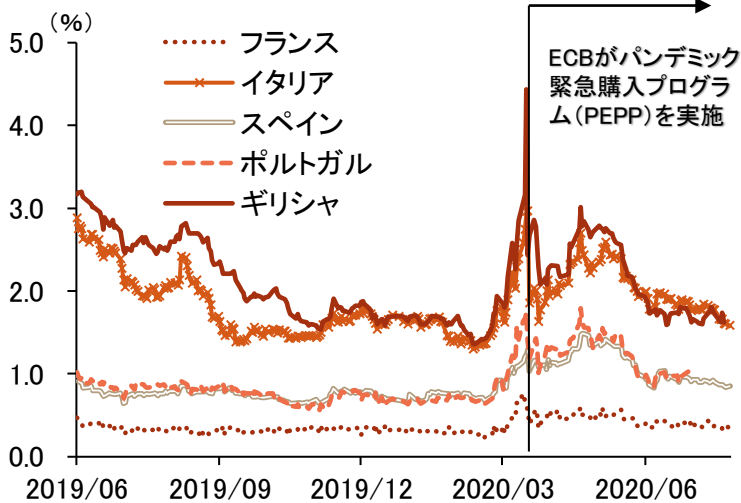
景気は緩やかに持ち直しへ。ただし、感染収束後もリスク含み

▽経済予測

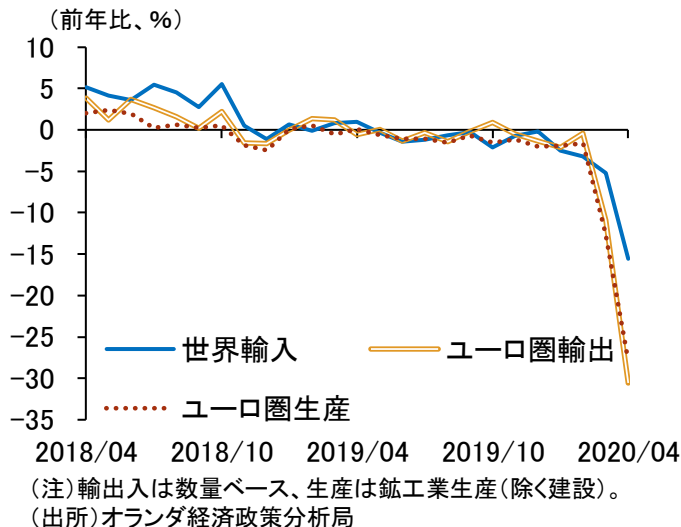
		2018	2019	2020 予測	2021 予測
ユーロ圏	実質GDP(前年比、%)	1.9	1.2	▲ 7.4	5.6
	公的債務残高(GDP比、%)	87.8	86.0	103.0	102.1
ドイツ	実質GDP(前年比、%)	1.5	0.6	▲ 5.1	4.9
	公的債務残高(GDP比、%)	61.8	59.7	74.7	75.7
フランス	実質GDP(前年比、%)	1.8	1.5	▲ 12.6	5.3
	公的債務残高(GDP比、%)	98.0	98.1	117.9	116.0
イタリア	実質GDP(前年比、%)	0.7	0.3	▲ 10.2	6.4
	公的債務残高(GDP比、%)	134.8	134.8	158.2	152.2
スペイン	実質GDP(前年比、%)	2.4	2.0	▲ 13.4	4.6
	公的債務残高(GDP比、%)	97.6	95.5	117.8	115.8
英国	実質GDP(前年比、%)	1.3	1.4	▲ 13.7	5.6
	公的債務残高(GDP比、%)	85.7	85.4	97.9	91.7

(出所) 経済研究所、OECD

▽ユーロ圏各国の長期金利(対ドイツ国債利回り格差)



▽世界貿易量とユーロ圏の生産・輸出



▽欧州を取り巻く外交上の重要トピック

EU・英国間の将来関係協議(通商関係など)

- ・ブレグジット後の移行期間(～12月末)を延長せず。
- ・7月末にかけて集中協議を実施中だが協議は難航。
- ・最悪の場合、無関税貿易の恩恵を喪失する懸念も。

対米関係(通商関係、課税ルール、NATO)

- ・EUは、貿易交渉の停滞や航空機補助金、デジタル課税が火種となり、米国との貿易摩擦が強まる懸念。
- ・ドイツは防衛費負担や独逸間のガスパイプライン計画「ノルドストリーム2」を巡り、米国からの反発が必至。
- ・英国は米国とFTAの早期妥結を目指して交渉中。

対中関係(香港問題、5G、投資協定)

- ・英国は香港問題以降、対中姿勢を硬化(ファーウェイ排除や香港との犯罪人引き渡し条約停止など)。
- ・EU加盟国は対中政策で足並みが揃わず。
- ・中国との投資協定の年内妥結は困難な状況。

□ 景気の回復ペースは緩慢

- 欧州経済は20年4-6月期に大底を過ぎ、今後持ち直しに向かう見込み。ただし、外需の本格回復には時間を要するため、域内の生産活動も当面低水準で推移。
- 下方リスクは、①新型コロナ感染再拡大 ②需要が企業の期待ほどに回復しない、③失業増が景気回復ペースを抑制、など。
- 財政支出の拡大により、各国の債務が膨張。現状、ECBの国債買い入れや欧州復興基金設立の合意を受けて債務危機再発のリスクは抑制されている。
- ただし、支援を受ける国の財政収支改善や構造改革には時間を要するため、イタリアなど南欧の高債務国の返済能力に対する懸念は中長期的にくすぶり続ける。

□ 外交面にもリスクが複数存在

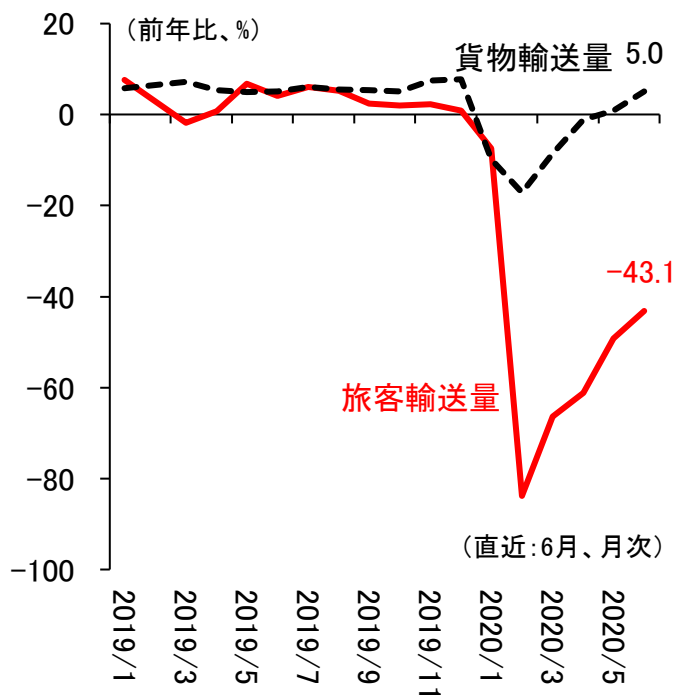
- 1月にEUを離脱した英国とEUとの将来関係協議(通商関係など)は難航中。移行期間中(12月末まで)に何の合意も得られなければ、最悪の場合、無関税貿易の恩恵を喪失する懸念も。
- 英国は日・米・豪・NZの4カ国ともFTA交渉を実施中。もともと、これらFTAで得られる経済効果はEU離脱に伴う負の影響を相殺する程ではないとの見方も存在。
- 米大統領選に向けて、米EU関係は緊張状態が続く見込み。EU議長国に就任したドイツの下、EUの対中政策にも要注目。

9. 中国

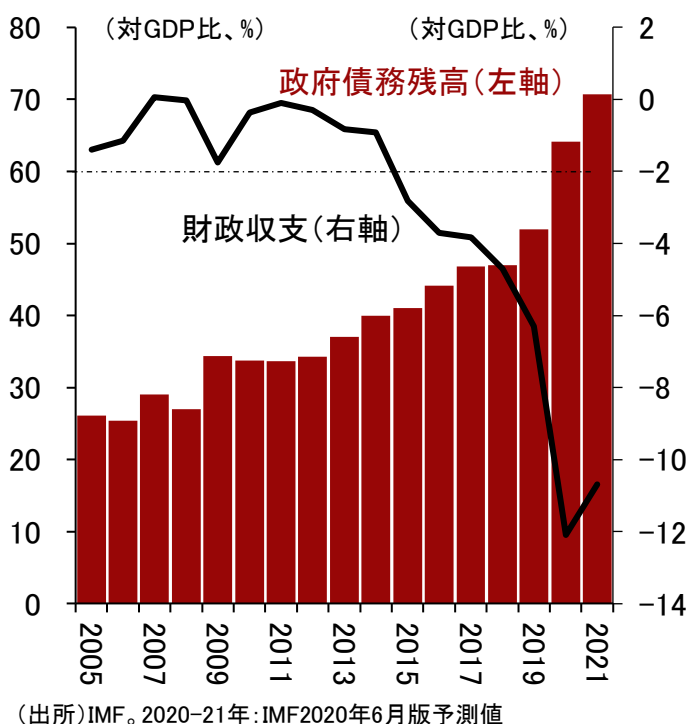
政府支援で生産回復も消費は停滞

- 20年4-6月期実質GDP成長率は前年同期比+3.2%(前期同▲6.8%)に回復。農業や製造業の回復が速いが、サービス業は依然低成長。月次で見ると、鉱工業生産は改善傾向、固定資産投資は大幅増と、財政支出増が大幅に寄与。輸出は医療物資を中心に増えたが、新規受注が減少傾向。個人消費は、年初からマイナスが続く。人の移動が6月に入っても前年同月比▲43.1%の大幅減と、個人消費の回復を鈍らせている。
- 下振れリスクとして、①財政出動の息切れ。真水3.6兆元のコロナショック対策が5月下旬全人代(国会)で打ち出された。政府債務は19年末に対GDP比52%に膨張。警戒水準の「60%」に迫り、追加対策は困難。②第2波の懸念。6月以降、黒竜江省や北京、広州、ウルムチで感染再拡大。
- With/Postコロナでは、オンライン化に注目。移動減少を補う「リモート化」、感染リスクを抑えられる「非接触化」が浸透。EC化率の大幅上昇、遠隔医療の公的医療保険適用、リモート・ワーク／教育需要の高まりが確認された。政府は5Gなどの整備に注力し、消費・製造でオンライン化を促進。

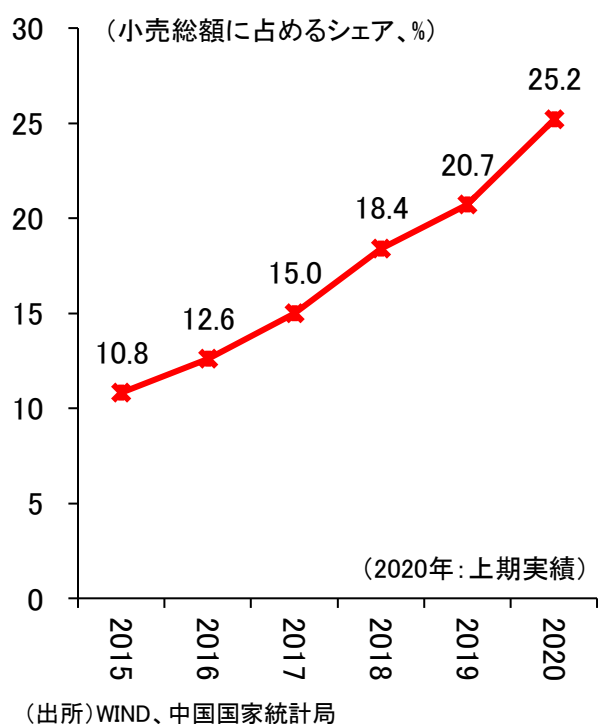
▽輸送量



▽財政



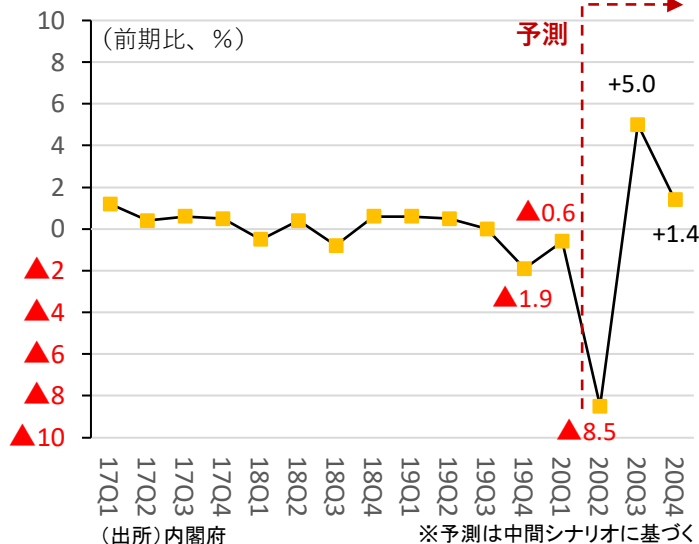
▽EC化率



10. 日本

経済再開が進むも外需の弱さと感染再拡大懸念が重しに

▽実質GDP成長率

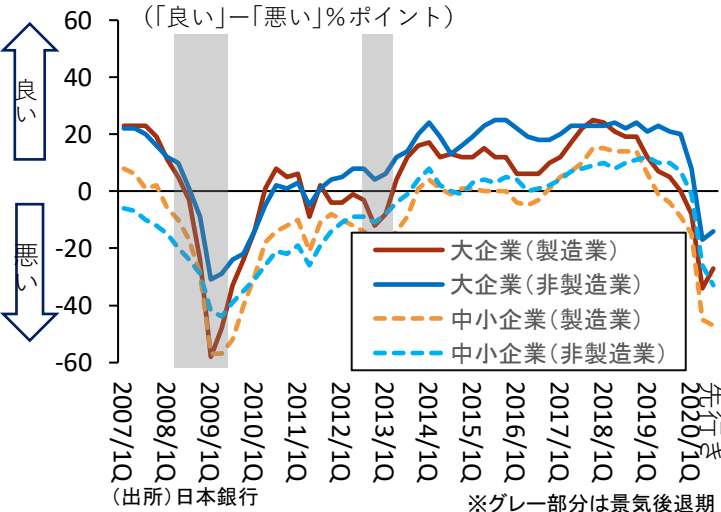


▽経済概況

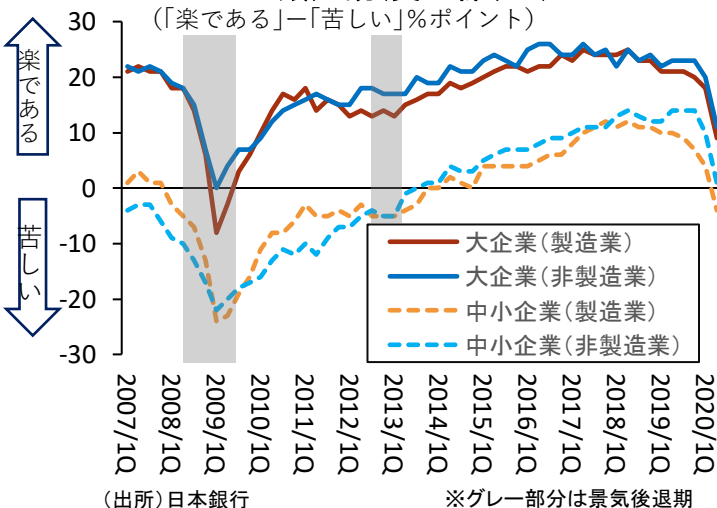
※特記ない場合は四半期平均		2019 7-9	2020 10-12	2020 1-3	2020 4-6
景況感	マーケット総合PMI	51.3	49.2	44.4	30.5
	景気ウォッチャー現状DI	43.8	38.5	27.8	20.7
企業	鉱工業生産(2015年=100)	101.7	98.0	98.4	82.0
	実質輸出(2015年=100)	110.5	108.9	107.0	87.3
	機械受注(除船電)(2015年=100)	103.7	101.9	101.2	-
雇用	完全失業率(%)	2.3	2.3	2.4	2.8
	有効求人倍率(倍)	1.57	1.54	1.50	1.13
家計	現金給与総額(前年比%)	▲0.3	▲0.1	0.6	-
	消費活動指数(2011年=100) (実質、旅行収支調整済)	105.9	100.7	99.8	-

(出所)IHS Markit、内閣府、経済産業省、日本銀行、厚生労働省、総務省

▽日銀短観(業況判断DI)



▽日銀短観(資金繰りDI)



□ 経済活動再開にともない感染者数が再び増加

- 緊急事態宣言解除により経済活動再開が進む一方、6月下旬以降に新規感染者数が増加。感染防止と経済活動の両立が課題に。

□ 自粛要請の下で、企業の資金繰りがひっ迫。製造業は外需の弱さも重し

- 自粛期間中に多くの企業で資金繰りが悪化。景気低迷が長期化する場合、倒産件数増加等のリスクも。

- 製造業は海外での感染拡大による外需の戻りの弱さが、景気回復の重しになる懸念が強い。

□ 景気回復には世界経済の持ち直しと足並みが揃うことが必須

- 感染防止と経済活動を両立する新たな生活様式の確立に加えて、外需の持ち直しが製造業の回復には必須。

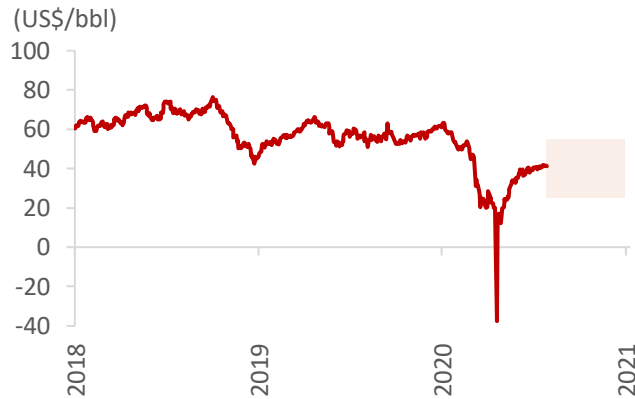
- 延期されたオリパラは、国内外の感染状況次第で完全中止の可能性も残る。

- 7月の都知事選は小池氏が再選。安倍首相の総裁任期(21年9月)、衆議院任期(21年10月)を控えた政治動向にも注目。

11. 原油価格・銅価格見通し 供給調整から反発も先行き不透明感強く上値は限定的

原油

▽ WTI価格



(出所)REFINITIV、経済研究所

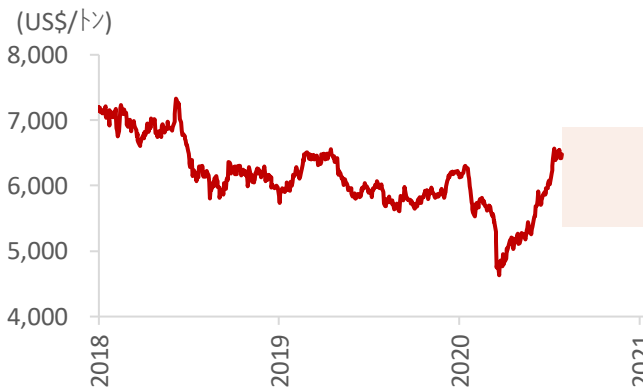
▽ 変動要因

- OPECプラス他による協調減産順守、低価格に起因する生産減少
- 上昇 • 世界各国の都市封鎖政策の緩和・解除、経済活動再開
- 地政学リスク拡大
- 米中関係、米イラン関係
- WTI取引の特徴(先物取引量>産出量、現物受け渡しが前提)
- 各国中銀の金融政策
- 下降 • 新型コロナ感染再拡大
- コロナ禍経験後の生活様式変化
- 化石エネルギーから再生可能エネルギーへの燃料転換

- WTI価格は40ドルを概ね回復したが上値重い
 - 価格は、生産調整による供給減少と経済活動の正常化による需要回復期待から上昇
 - OPECプラスの減産順守率は、5月が87%、6月は107%と順調、米国の原油生産量も一時ピーク比で約2割減少
 - 一方、高在庫や生産再開の動き、新型コロナ感染拡大による需要回復ペース鈍化懸念などから、40ドル回復後は上値が重い
- コロナ後は需要抑制傾向が強まる
 - 出勤、出張等が、テレワーク、テレビ会議等に代替され、輸送用燃料需要の一部が消失
 - 効率化やESG投資(=脱石油)の流れは継続、自動車のEV化進展次第で一段の需要減も

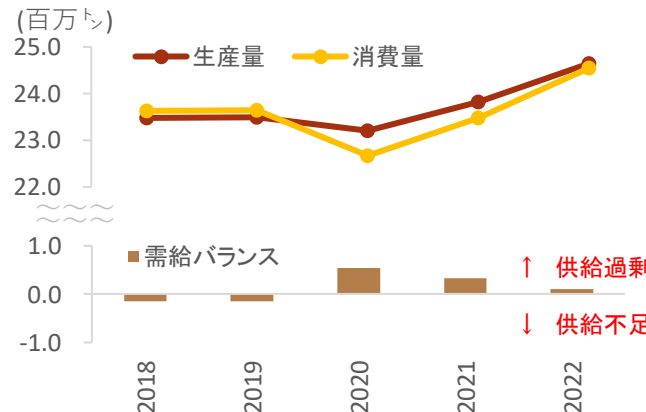
銅

▽ LME銅価格(3カ月先物)



(出所)REFINITIV、経済研究所

▽ 需給バランス見通し(Wood Mackenzie予測)



(出所)Wood Mackenzie, June 2020

- 生産減少懸念から価格は急回復
 - 銅は需要量、生産量ともに減少
 - 需要の5割を占める中国を始めとした世界経済の復調、南米産地の新型コロナ感染拡大による生産減少懸念から6,000ドル台を回復
 - 一方、景気後退から需要は供給以上に減少する見通しであり、需給バランスは供給過剰継続が見込まれる
- 新型コロナによる需要形態変化は限定的
 - コロナ後は一時的にリモート化加速による通信設備拡充などの追加需要が想定される
 - 一方、銅は建設、設備機器、インフラなど基礎的な需要がメインであり、長期的には経済成長に沿った需要の成長が見込まれる

2021年にかけての内外政治経済見通し

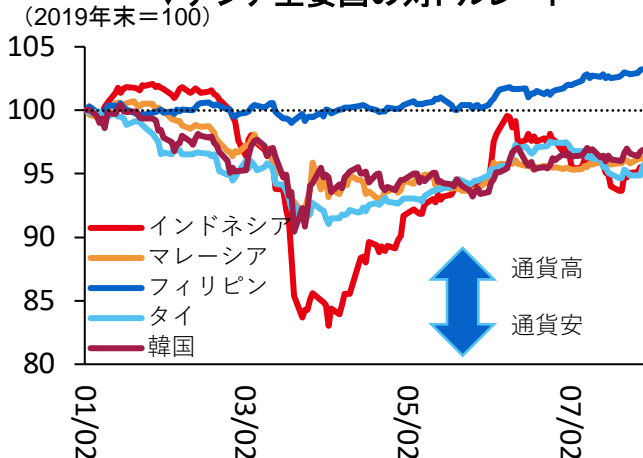
Marubeni

2020年8月4日
経済研究所

1. アジア

為替がやや持ち直し、緩和的な金融環境が継続

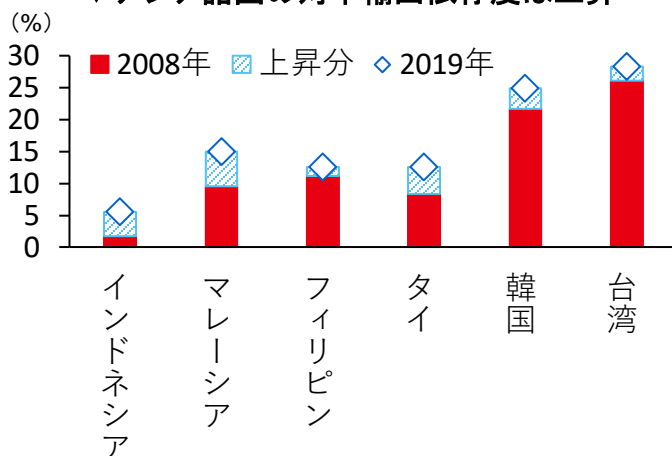
▽アジア主要国の対ドルレート



(注)直近は2020年7月30日。

(出所)各国中央銀行、CEIC

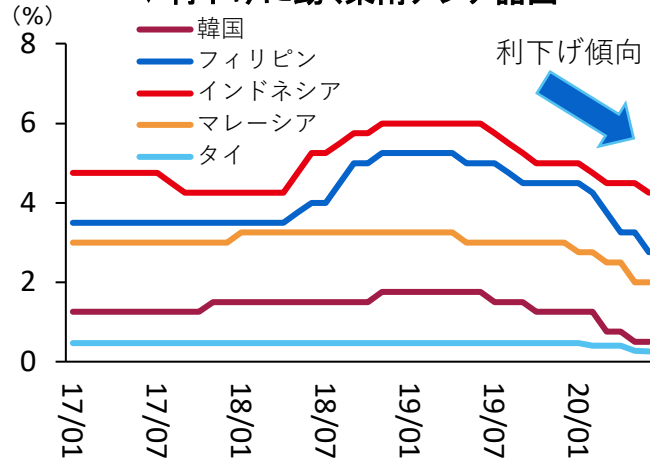
▽アジア諸国の対中輸出依存度は上昇



(注)インドネシアは統計の分類が変更したことから、2008年の個所で2012年のデータを使用。

(出所)CEIC

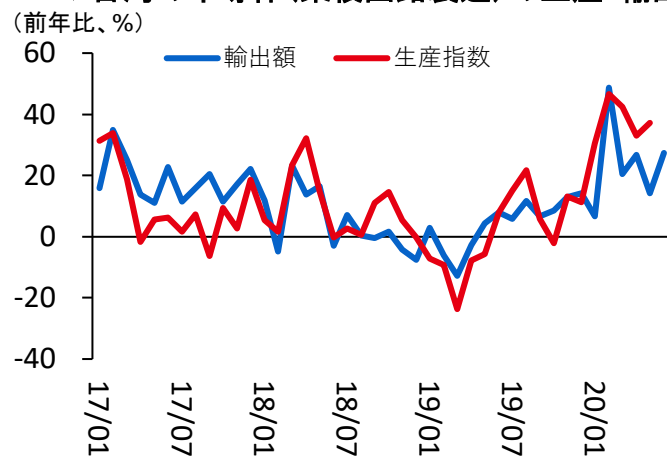
▽利下げに動く東南アジア諸国



(注)直近は2020年6月

(出所)各国中央銀行、CEICより作成

▽台湾の半導体(集積回路製造)の生産・輸出



(注)直近は輸出が2020年6月、生産指数は2020年5月

(出所)財政部「貿易統計」、經濟部統計処「工業産銷存一業別統計」

□ 為替がやや持ち直し、利下げ継続

- 緩和的な金融環境下で、米国との金利差が縮小しているが、アジア諸国通貨は一時期と比較して持ち直している。

- アジア主要国の中央銀行による利下げの動きは継続。だが、韓国、マレーシア、タイは過去最低水準に引き下げられ、金利引き下げ余地がなくなりつつある。

- インドネシアでは、利下げだけでなく、禁じ手とされる中央銀行が国債を直接引き受けする形での量的緩和策(=財政ファイナンス)も導入されている。過度な金融緩和策による副作用が懸念される。

□ 中国の輸入増加で、外需が持ち直しへ

- 2008年のリーマンショック時と比較すると、アジア主要国の対中輸出依存度はさらに高まっている。アジア諸国からの中国の輸入が回復することにより、アジア諸国の外需が増加し、各国経済の持ち直しも見込まれる。そのため、中国経済の動向と米中対立の行方に注意。

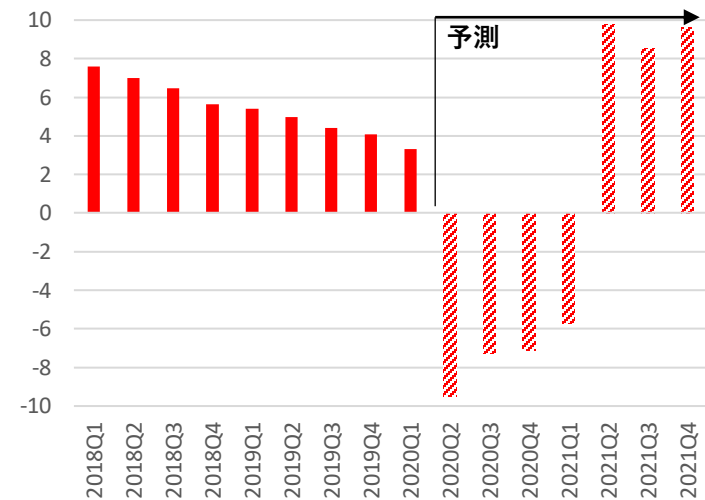
□ 台湾の半導体産業は、好調を維持

- 世界経済の先行指標として見られることもある台湾の半導体(集積回路製造)産業は、コロナ禍に伴う在宅勤務システムや通信インフラに対する需要の高まりを背景に、生産と輸出は前年比で増加傾向。特に、6インチ以下の小型集積回路の生産が大幅増。

2. インド

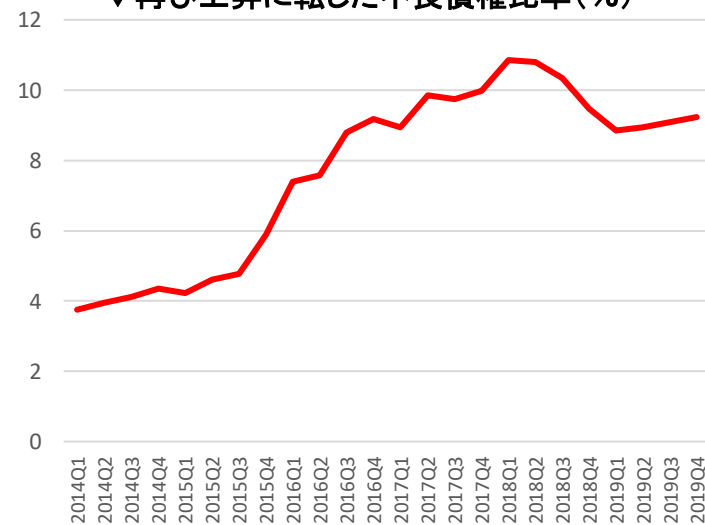
感染拡大収束みえず。不況から内外で摩擦も

▽低下傾向だったGDP成長率はマイナスに(前年比%) ▽財政赤字は既に大きく、拡大余地なし(対GDP比%)

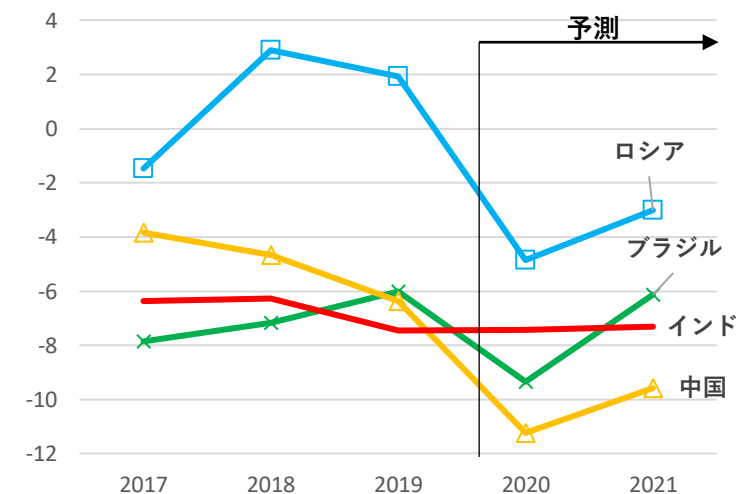


(出所) 経済研究所、OECD

▽再び上昇に転じた不良債権比率(%)

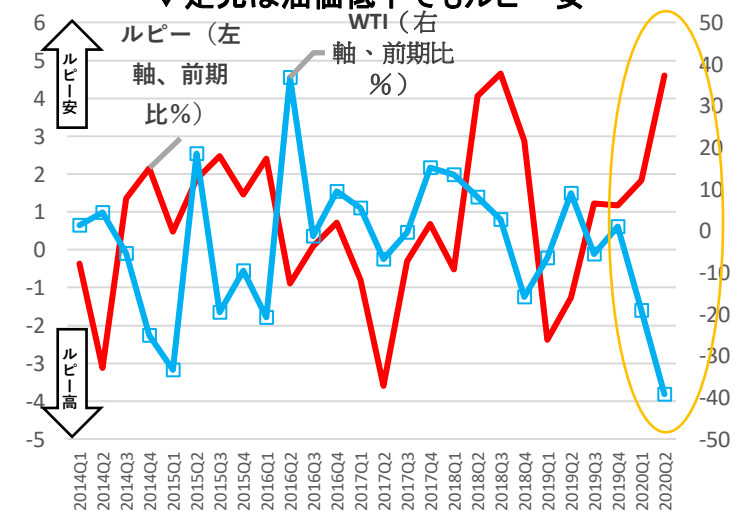


(出所) CEIC



(出所) IMF

▽足元は油価低下でもルピー安



(出所) セントルイス連銀

□ 現状: 財政・金融政策は小出し

- 国営銀行を中心とする不良債権問題(借り手はインフラ・鉄鋼が多い)に伴う信用収縮で弱かった景気をコロナが下押し。
- 6月以降段階的に行動制限を解除。しかし7月末現在、新規感染者数・死者数とも増加傾向が続く。
- 利下げ(1月5.15%→5月4.00%)は為替安が、財政出動は赤字拡大が制約要因となり、いずれも小幅にとどまる。

□ 展望: 待たれる感染拡大収束

- 先行きは感染拡大の収束次第か。
- 財政は硬直的(歳出の9割が経常支出)。財政・金融政策の一層の拡大は期待薄。
- 景気支援策としての融資返済猶予で不良債権が更に増加する恐れも。
- 米中貿易戦争もあり海外経済の早期回復も望み薄。

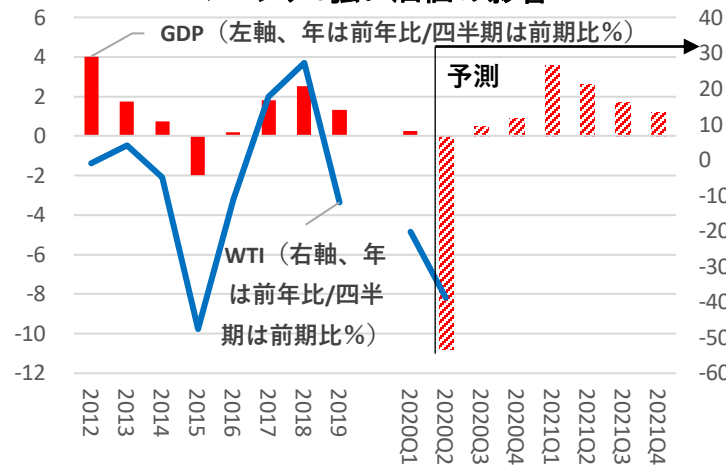
□ リスク: ポピュリズム・ナショナリズム

- ヒンドゥー至上主義による国内摩擦
- ナショナリズムによる中国やその影響下にある周辺国との摩擦。ただし中国との国力差・対中依存度の高さを考えれば、全面対決は回避か。
- 保護主義(RCEP離脱の可能性)

3. ロシア・東欧

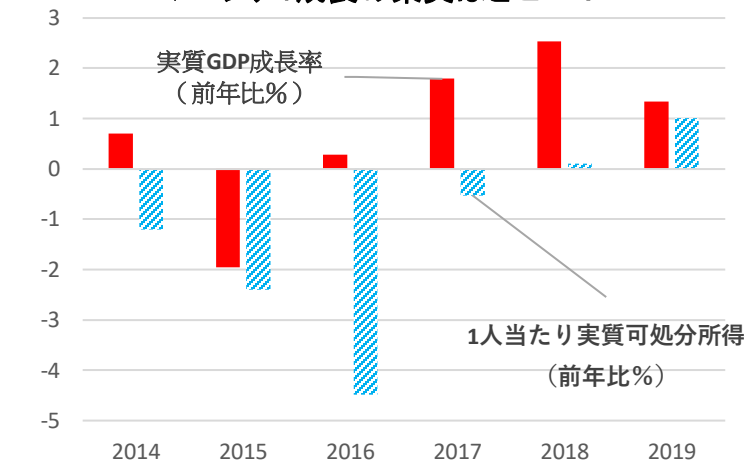
ロシア：油価下落で低成長、東欧：外需の回復遅れに懸念

▽ロシア：強い油価の影響



(出所) 経済研究所、IMF、セントルイス連銀

▽ロシア：成長の果実はどこへ？



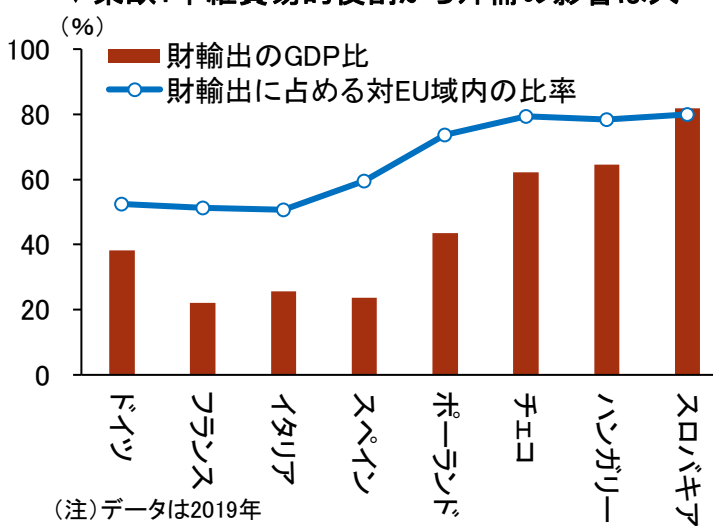
(出所) IMF、ロシア連邦国家統計局

▽東欧：経済は緩やかに持ち直し

		2018	2019	2020 予測	2021 予測
ポーランド	実質GDP (前年比、%)	5.3	4.1	▲ 7.4	4.8
	失業率 (%)	3.9	3.3	7.3	5.8
チェコ	実質GDP (前年比、%)	2.8	2.5	▲ 9.6	7.1
	失業率 (%)	2.2	2.0	3.5	3.8
ハンガリー	実質GDP (前年比、%)	5.1	4.9	▲ 8.0	4.6
	失業率 (%)	3.7	3.4	6.3	4.9
スロバキア	実質GDP (前年比、%)	3.9	2.4	▲ 9.3	6.4
	失業率 (%)	6.5	5.8	8.9	7.0
ユーロ圏 (参考)	実質GDP (前年比、%)	1.9	1.3	▲ 9.1	6.5
	失業率 (%)	8.2	7.6	9.8	9.5

(出所) OECD

▽東欧：中継貿易的役割から外需の影響は大



(注) データは2019年

(出所) 欧州委員会

<ロシア>

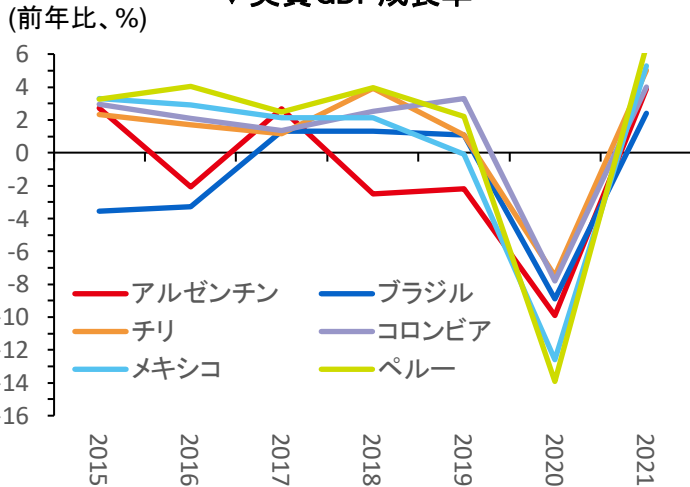
- **現状：コロナと油価下落で低成長**
 - コロナと油価下落により内外需失速。
 - 以前からロシア政府は財政健全化（＝徴税強化）。結果、人手不足ながら実質可処分所得伸びず、国民に不満。
 - 6月中旬から感染拡大はごく緩やかに減速。
- **展望：金融・財政政策で下支え**
 - 世界経済失速、油価停滞で外需期待できず。金融緩和・財政出動で下支え。
 - リスクは油価急落・米国の制裁強化・中国不況・国民の不満の高まり。

<東欧>

- **現状：雇用環境が悪化**
 - コロナショックによる失業率の上昇や賃金上昇率の鈍化を受けて、これまで経済成長率を押し上げてきた内需に減速感が強まった。
- **展望：外需の回復度合いに左右される**
 - 東欧は自動車産業を中心に製造業の分業拠点としての役割を拡大させてきたことから、輸出依存度が相対的に高いため、海外経済の回復ペースの鈍さが東欧経済の回復を遅らせる懸念が強い。

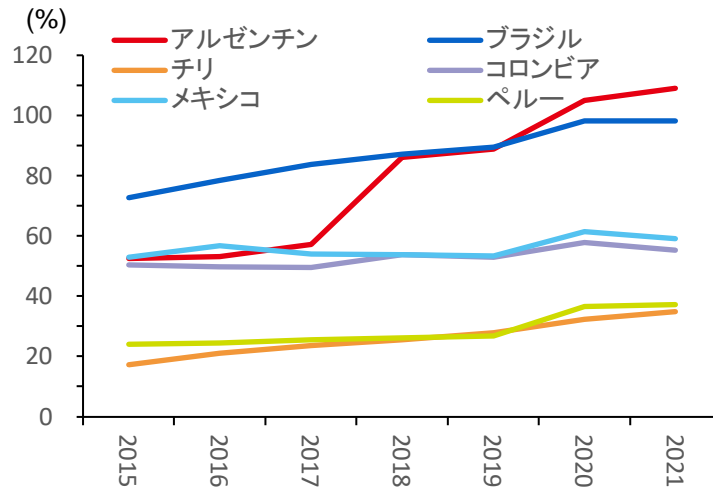
4. 中南米 経済回復の足かせ：高まる債務と失業率

▽実質GDP成長率



(出所)IMF、OECDなどから経済研究所作成

▽一般政府総債務(対GDP比)



(出所)IMF、Fitchなどから経済研究所作成

▽2021年にかけての注目点

- ブラジル** ボルソナロ大統領は自身もコロナに感染したが、経済優先の姿勢は変わらず。本人や親族の関与が疑われる不正資金疑惑が浮上、政治不安のリスクが高まる。20年11月に主要都市市長選。
- メキシコ** コロナで高い死亡率が目立つ。景気後退が長引くにつれAMLO大統領の支持率も徐々に低下。
- アルゼンチン** 約670億ドルの債務再編協議が大詰めに。再編合意となればマクロ環境は比較的安定するか。
- チリ** コロナの影響で鉱山操業が不安定化。ピネウラ政権の支持率は昨年末のデモ発生時より回復。20年10月に憲法選挙。

□ 深いコロナ禍の傷

中南米地域は中国、欧州、米国に次ぐ第4の感染中心地に。IMFは同地域の実質GDP成長率を20年は▲9.4%、21年は+3.7%と予測。メキシコは2年、アルゼンチンは3年連続のマイナス成長に。

同地域では貯蓄や公的支援が少ないインフォーマルセクターの割合が大きいため、長期の経済活動の制限への耐久性が低い。そのため感染拡大のなかでも経済再開に舵を切らなければならず、感染に歯止めがききにくい状況。

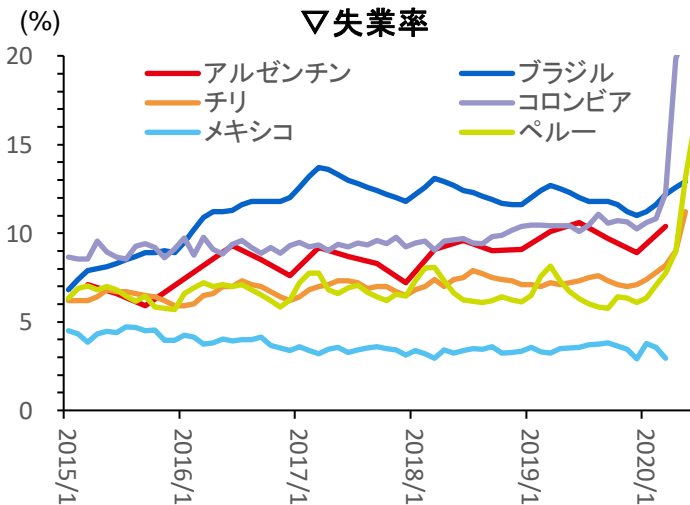
□ 経済回復の足かせ：債務と貧困

従前から財政基盤が脆弱だったアルゼンチンやブラジルは、コロナショックにより債務水準は対GDP約100%に上昇。大きなショックを起こすデフォルト・イベントなどは想定されないものの、今後の経済回復の足かせになる。

国連は20年末までに同地域の失業率は13.5%、貧困率は20年末に37.3%（19年30.2%）に上昇すると予測。失業率、貧困率の上昇は個人消費の回復を抑制。

□ 不確実性が続く中南米

ペルーの21年4月大統領選などを除き大きな政治イベントはないものの、政治スキャンダルやリーダーの支持率低下によるデモ発生リスク、ベネズエラ経済危機のリスクは続く。

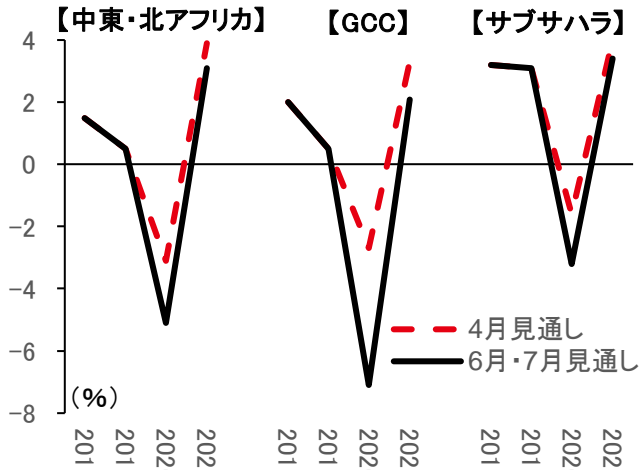


(出所)各国統計局、CEICなどから経済研究所作成

注)アルゼンチンは四半期毎、メキシコはコロナにより4、5月は公表停止

5. 中東・アフリカ 感染拡大の中で緩和を迫られる

▽地域別成長率



(注) サブサハラは6月見通し、その他は7月見通し。地域分類はIMF定義に基づく。
中東・北アフリカはGCCを含む。

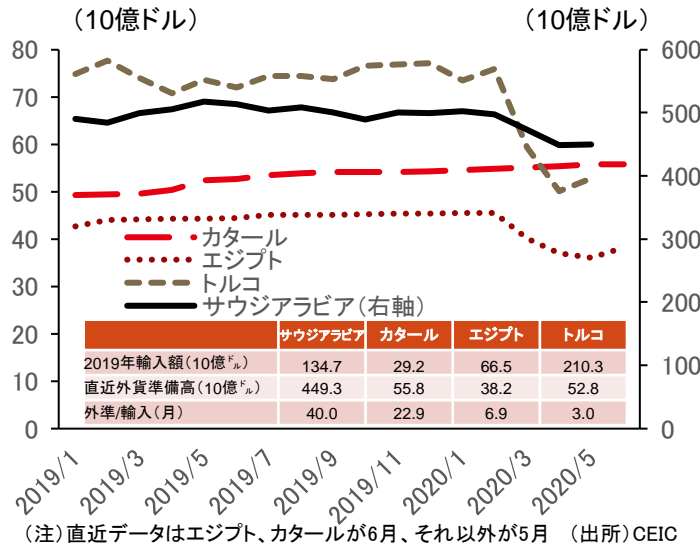
(出所) IMF

▽主要地政学リスク

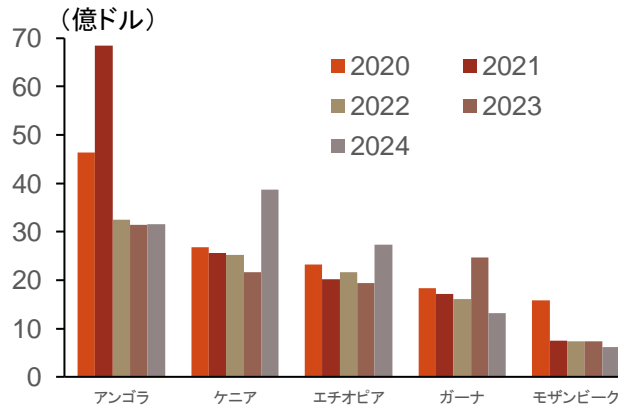
注目地域	動向
イラン	・米国は10月に期限を迎える対イラン武器禁輸に関する安保理決議案の延長を求めるも、中ロが反発。 ・軍事関連施設等で火災や爆発が相次ぐ。イスラエル関与の見方も存在し、米大統領選を前に緊張が高まるリスクも。
イスラエル パレスチナ	・ネタニヤフ首相は7月以降のヨルダン川西岸の一部併合宣言を目論むが、米国の支持が得られず停滞。
リビア内戦	・トルコが暫定政権への支援を強化。一方、エジプトは劣勢のリビア国民軍支援のため、軍事介入の可能性を示唆。
その他	・シリア：ロシア、トルコ、イランが和平協議を再開 ・イエメン：イランVSサウジに加え、UAE・サウジ間にも摩擦 ・ナイル川上流：ダム貯水を巡りエチオピア、エジプトが対立

(出所) 各種報道資料より経済研究所作成

▽外貨準備残高推移



▽2020年以降の債務支払予定



(注) 2国間及び多国間の債務(元本及び利払い)合計額

(出所) World Bank

□ 中東: 企業景況感は底打ち

- 原油価格は、4月の急落以降、緩やかに持ち直し。加えてラマダン前後(4月末～5月末)より、中東各国でも行動制限を段階的に緩和しており、企業景況感は底打ちの兆し。一方、感染拡大が続く国も存在。サウジは大巡礼(ハッジ)の国外受け入れを中止するなど正常化には遠い状況。
- 3月下旬に加速した資金流出は足元では落ち着きを見せる。ただし、オマーンの格下げ(6月)や、トルコやエジプトでの観光業を中心とした外貨収入の減少など、財政、外貨を巡る懸念は残存。

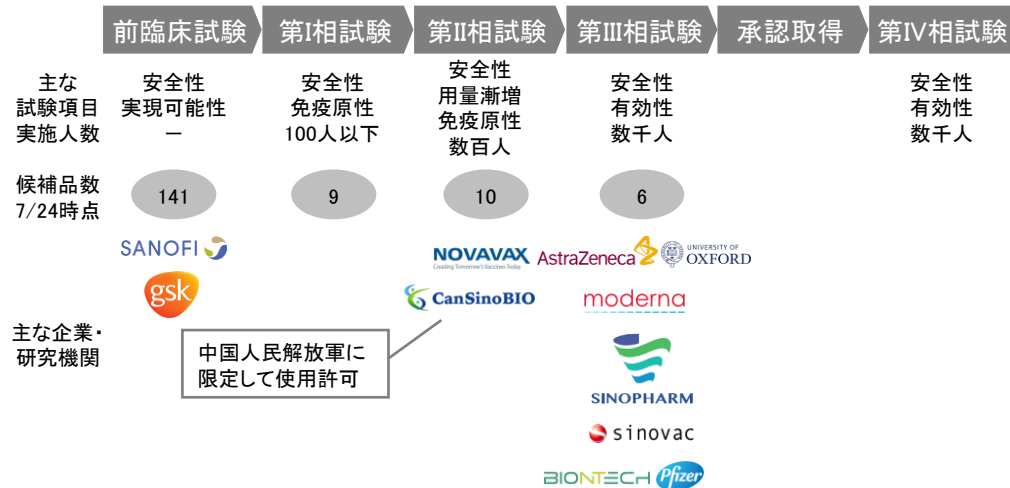
□ サブサハラ: 国際的な支援に依存

- 3月下旬頃より各国でロックダウンが実施されるも、足元では段階的に緩和。その結果、南アを中心に新規感染拡大が加速、再度規制を強化。
- 財政余力が乏しく医療体制が脆弱な国も多い中、IMFや世銀からの緊急融資に危機対応の財源を依存。6月にはケニアなどで格下げ。2020年末までの債務支払い猶予イニシアティブ(DSSI)延長が期待されるも、現状は不透明。

6-1. 医学的・疫学的観点から ワクチンの開発状況と今後の課題

- 経済活動正常化に向け、ワクチンは感染を防げるという点で理想的。7/28時点で25の候補品がヒトに実際に投与する臨床試験段階にあり、さらに約140のプロジェクトが進行中。既に複数の候補品が承認取得前の最終段階（臨床第Ⅲ相試験）に到達しているが、**実際のウイルスに対する感染や重症化を防ぐ効果が証明されたものはまだ無い。**
- 試験結果次第で早期に承認される可能性もあるが、承認後も①生産、②有効性、③接種の実施に課題が存在する。開発の先頭を走るmRNAワクチンやアデノウイルスベクターワクチンは大量生産やヒトへの接種の実績に乏しい（mRNAワクチンはヒトでの承認実績自体が存在しない）。

▽一般的なワクチンの開発プロセスと主な企業・研究機関の開発状況



第Ⅱ相までの試験を通じて、ワクチン接種により抗体の産生が確認されたものは複数存在するものの、実際にウイルス感染を防御できることは、いずれのワクチンにおいても確認されていない。第Ⅲ相試験にて被験者が自然に感染するのを待った上でワクチンの効果を確認する必要があるが、感染状況によっては試験の完遂自体が困難になる恐れもある。

▽第Ⅲ相試験以降の課題

広く行き渡らせるために
必要な生産

集団免疫の獲得のためには集団の中の一定割合が免疫を保有した状況になる必要がある（基本再生産数 $R_0 = 2.5$ の場合60%）。仮に世界の人口の60%に接種する場合、47億人分が必要となる。一方、免疫が持続しない可能性が指摘されており、また、有効率を考慮すると47億の数倍の接種回数に対応するワクチンが必要になる。

有効性

米FDAは6/30に新型コロナウイルスワクチンの臨床開発や承認に関する指針を公表し、正式承認するには十分な規模の被験者を集めプラセボ対照とする比較試験の必要性を指摘、50%以上の発症や重症化を防げる効果の実証を要求した。仮に承認されたワクチンの有効率が50%であった場合、集団免疫の獲得や経済活動の正常化に至らない可能性も。

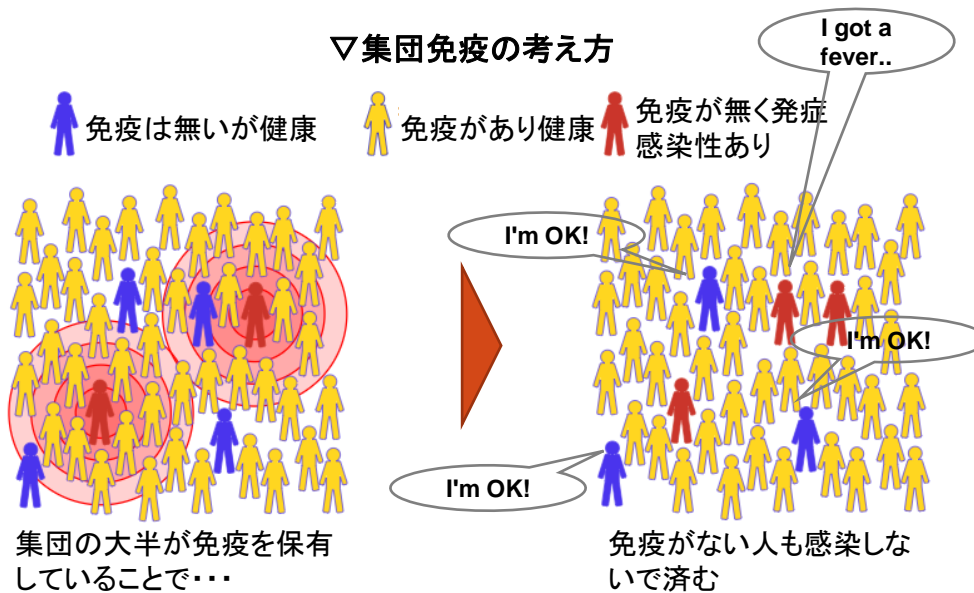
集団免疫の
獲得に必要な接種の実施

米国における世論調査で、ワクチンが手に入るようになった時にはワクチンを接種するか？という問いに対して米国民全体で見ると49%が「はい」と回答（「分からない」：31%、「いいえ」：20%）。さらに黒人においてはわずか25%だけが「はい」と回答し、40%が「いいえ」と回答。接種割合が低い場合、ワクチン開発に成功しても集団免疫獲得、経済活動正常化に至らない可能性も。

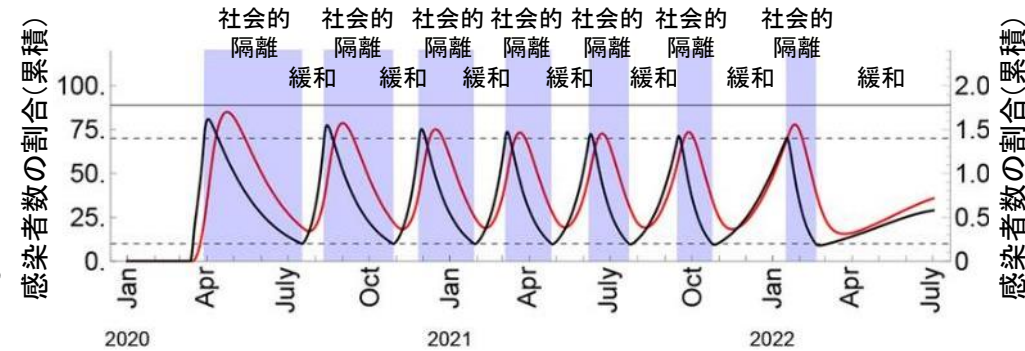
6-2. 医学的・疫学的観点から 集団免疫獲得の見通し

- 集団免疫とは、集団において免疫を有する人が多ければ、免疫が無い人も免疫を有する人が壁になって守られ、この結果、当該集団における感染拡大が抑制され、最終的に収束に至るというもの。集団免疫に必要な免疫保有者の割合は、基本再生産数(感染力の指標)に依存。
- ハーバード公衆衛生大学院によるモデルを用いた分析では、医療キャパシティと経済活動に配慮しながら社会的隔離策の緩和、規制を繰り返し、さらに免疫の効果が持続するとした場合、最終的に集団免疫の獲得に至るのは2022年。ただし、**免疫の持続期間は現時点では分かっていない。**

▽集団免疫の考え方



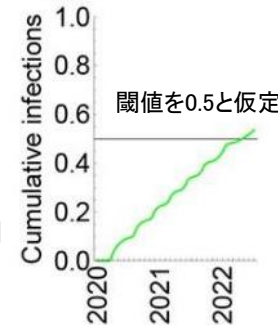
▽米国における自然感染による集団免疫獲得モデル



(上図) 断続的な社会的隔離(薄紫の網掛け領域)を行った場合の患者数(黒、左軸)と重症者数(赤、右軸)
(左図) 免疫を有するヒトの割合(緑)と集団免疫の閾値(黒)

以下条件における集団免疫獲得時期は2022年

- ・モデルは一般的な風邪の原因となるヒトコロナウイルス
- ・集団免疫を獲得する場合の免疫獲得者の割合を0.5
- ・医療キャパシティは現在の2倍へ増加
- ・ウイルスの季節性は無い
- ・免疫の効果が持続する

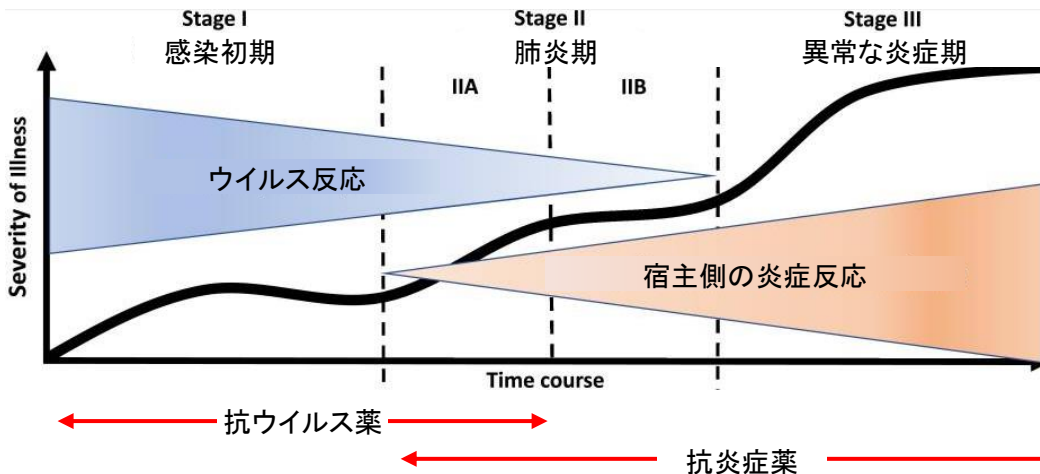


集団において免疫を有する人が多ければ、免疫が無い人も、免疫を有する人が壁になって守られる。この結果、再生産数が抑制され、感染拡大が抑制される。但し、1) 自然感染による免疫獲得の場合は、免疫を獲得することはウイルスに感染することであり、その過程で一定の割合で重症者や死亡者が出る、2) 免疫を有さない人がウイルス接触時に感染しないというわけではない。集団全体でみれば感染収束に至るもの。

6-3. 医学的・疫学的観点から 治療薬の開発・承認プロセスおよび現在の開発状況

- 7/28時点で300以上の治療薬の候補が存在。ウイルスの増殖を阻害する抗ウイルス薬と、重症化によって生じる「サイトカインストーム」や「急性呼吸窮迫症候群(ARDS)」を改善する抗炎症薬に大別される。現在は既存薬の転用を中心に開発が行われている。
- 複数の既存薬が治験を実施あるいは一部完了しているが、対照群との比較で有効性が確認された薬剤はレムデシビルとデキサメタゾン。両剤ともに既に投与が行われているが、すべての患者に対して有効というものではなく、「これがあれば何の不安もなく経済活動を行える」というものではない。

▽新型コロナウイルス感染症の症状と治療薬



新型コロナウイルス感染症の重症例に対する治療薬は抗ウイルス薬と抗炎症薬を組み合わせるという考え方になってきている。発症から1週間程度は風邪様症状や嗅覚・味覚異常などの症状が続くが、この時期は体内で新型コロナウイルスが増殖していると考えられるので、抗ウイルス薬によって増殖を抑える。感染者のうち2割は肺炎が悪化し、炎症反応が過剰に起こることによって重症化する。この時期は過剰な炎症を抑えるためにステロイドなどの抗炎症作用を持つ薬剤を使用する。

(出所) H. K. Siddiqi et al. J Heart Lung Transplant. 2020 May; 39(5):405-407.

▽主な治療薬の開発動向

レムデシビル (米ギリアド)

もともとエボラ出血熱の治療薬として開発されていた抗ウイルス薬。米FDAは5/1、新型コロナウイルス感染症の重症入院患者を対象に緊急時使用許可を与えた。米国立アレルギー・感染症研究所主導による重症入院患者を対象とした試験では、回復までの期間をプラセボに比べて31%早めることが示され(レムデシビル群11日、プラセボ群15日)、死亡率も有意差はなかったものの改善傾向が示された(レムデシビル群8.0%、プラセボ群11.6%)。

デキサメタゾン

1960年代初めから関節リウマチやぜんそくなど、幅広い症状の治療に使われてきたステロイド。英オックスフォード大学が6,000人余りを対象に行った臨床試験で、無作為に選んだ4,321人に標準的な治療を行った一方、2,104人に炎症を抑える作用のあるデキサメタゾンを投与したところ、標準治療群とデキサメタゾン治療群の28日間の死亡率は、人工呼吸器を装着した患者でそれぞれ41%と27%(1/3減少)、酸素吸入のみの患者でそれぞれ25%と20%(1/5減少)だった。呼吸の補助を必要としない軽症の患者の死亡率にはデキサメタゾンの効果は認められなかった。

6月から米国立衛生研究所は人工呼吸器を必要とする患者への使用を推奨、日本でも7/17付で新型コロナウイルス感染症診療の手引きに掲載された。

(出所) 各種資料

6-4. 医学的・疫学的観点から 冬期における感染拡大、再度のロックダウンの可能性

- 新型コロナウイルスの伝播に対して、冬期の気温や湿度が影響を与える可能性はあるものの、実際の感染動向が変化するかどうかは不明。環境要因よりも、公衆衛生的介入の影響が大きい可能性も。
- ロックダウンの可能性を考慮するにあたっては医療キャパシティに対する重症患者数が鍵になる。ただし、地域単位で見る必要がある。

▽冬期におけるウイルス感染症の動向

ウイルスの性質	インフルエンザウイルスは寒冷乾燥を好み、高温多湿に弱い
人々の行動	冬期は人々が屋内に集まり、かつ換気不足になる傾向

冬期にインフルエンザが流行

新型コロナウイルスに対しては・・・

- 気温や湿度が伝播に影響を与える可能性はあるものの、実際の感染動向が変化するかは不明。
- 気温、湿度、標高などの環境要因と社会距離拡大戦略といった公衆衛生的介入とを含めて流行抑制への貢献度を検討した研究では、気温上昇は流行抑制への影響はなく、湿度上昇がわずかに感染抑制と関連がみられたのみであり、公衆衛生的介入の方が影響が大きかったという結論。
- 仮に免疫が持続するものであれば、それも感染抑制に寄与する可能性。

気温や湿度が感染動向に影響を与える可能性は有るものの、気温や湿度だけで感染動向やロックダウンの有無を論じることは不可能。公衆衛生的介入の動向を注視する必要がある

▽ロックダウンの可能性を考慮するにあたって注視すべき変数

- 鍵になるのは医療キャパシティに対する、重症患者数。重症患者数が医療キャパシティを上回るようになると、新型コロナウイルス感染症以外の患者も含めて、本来助かる命を救えなくなるケースが出てくる。
- 医療キャパシティは病床だけではなく、
「ハコ」・・・病床、病院、検査施設、救急車など
「ヒト」・・・医療従事者、救急隊員など
「モノ」・・・防護具や人工呼吸器、体外式膜型人工肺(ECMO)、検査機器などを考慮する必要がある。また、地域毎に分析する必要がある。
- 一方、数週間後の重症患者数については地域毎に以下の式で見積もることができると考えられる。

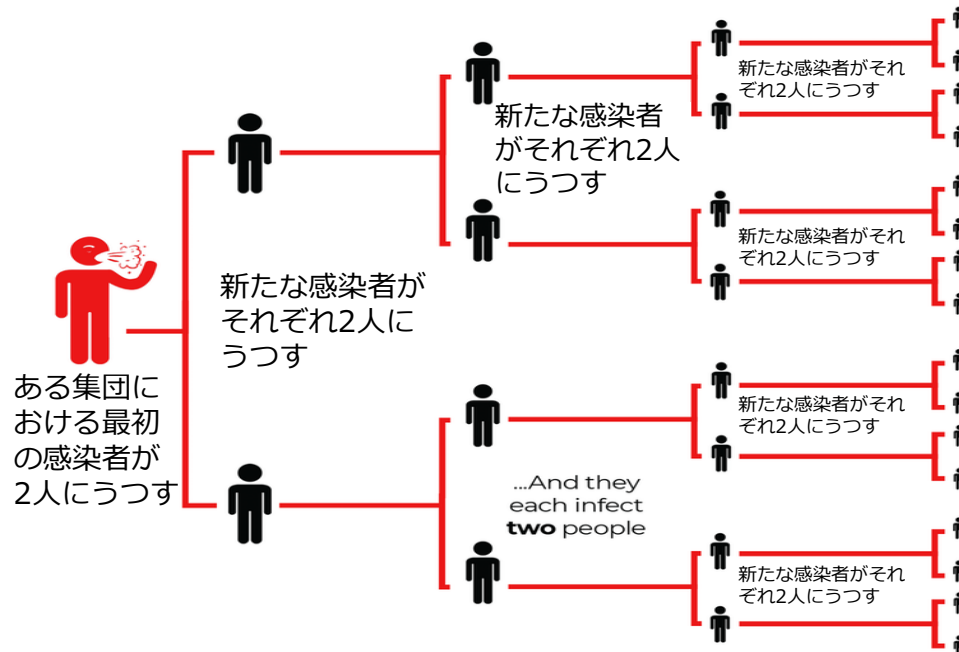
$$\Sigma (\text{各年代ごとの新規感染者数}) \times (\text{各年代ごとの重症化率})$$

(出所) 経済研究所

6-5. 医学的・疫学的観点から 再生産数について

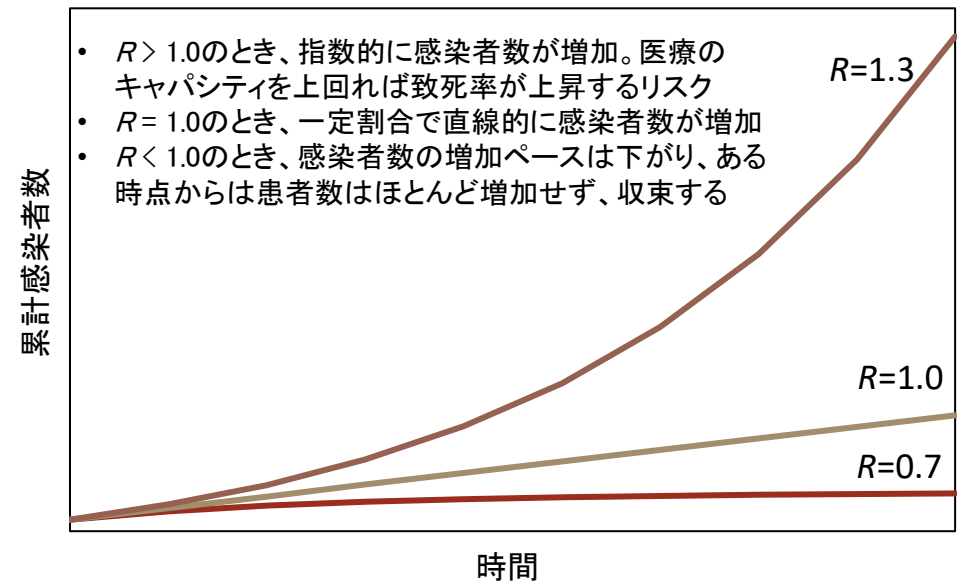
- 再生産数(R)によって感染の拡大、収束が左右される
- 疫学的には再生産数が1を上回れば、感染者数は指数的に増加し、1を下回れば感染者数の増加ペースは抑制され、感染はいずれ収束

▽再生産数が2の場合の感染者数の増加パターン



(出所) 經濟研究所

▽再生産数と感染者数の増加の関係



(出所) 經濟研究所

経済研究所

〒103-6060 東京都中央区日本橋2丁目7番1号

TEL：03-3282-7683 FAX：03-3282-7120

<http://www.marubeni.co.jp/research/>

（注記）

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
 - 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
 - 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
 - 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私物仕様および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。
-