

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：世界経済「リーマン級」事態のリアル	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”The right medicine for the world economy” 「世界経済への正しい処方箋」	6p
<From the Editor> 日本経済をどうする？	7p

\*\*\*\*\*

**特集：世界経済「リーマン級」事態のリアル**

今週は世界同時株安の1週間。NYダウ平均は1日に1000ドル以上も下げたり、上げたり  
の繰り返し。そして3月11日夜、トランプ大統領のコロナウイルス対策への失望感から、  
翌12日の下げは史上最大の2,352ドル（下落率▲9.99%）となりました。こんな下げ方は  
まさしくリーマンショック以来のことです。

WHOは今週になって、新型コロナウイルスをようやく「パンデミック」と認めましたが、  
既に感染はグローバルなものになっている。この間に動揺は全世界に広がり、各国政府の  
対応もポピュリスト的なものが多くなっている。今後の世界経済を見るうえで、何に気を  
付けるべきかを考えてみました。

**●コロナウイルスは「グローバル」な存在に**

本誌の前号（2/29）では、ジョンズ・ホプキンス大学のCOVID-19サイトをご紹介した。  
新型コロナウイルスの全世界における感染状況を日々、報告しているもので、今朝現在の  
数値を次ページに記してある。

今から2週間前、2月28日朝時点では全世界の感染者数は82,557人であり、内訳は①中  
国 79,498人、②韓国 1,766人、③その他（Diamond Princess）705人、④イタリア 655人、  
⑤イラン 245人、⑥日本 214人、⑦シンガポール 93人、⑧香港 92人、⑨アメリカ 60人、  
⑩ドイツ 46人、⑪クウェート 43人、⑫タイ 40人であった。感染者数が圧倒的に多いのは  
中国であり、韓国、日本などアジアの国が目立つ。実際に欧州では、アジア系に対する偏  
見や差別が増えている、などというニュースを耳にしたものである。

しかるに、今日現在のラインナップは見違えるようになっている。日本は既に12位まで  
落ち、変わって上位を占めているのは欧州の大陸国である。なかでもイタリア、フランス、  
スペイン、ドイツなどが急上昇している。

## ○COVID-19 Global Cases (ジョンズ・ホプキンス大学)

	感染者	死者	回復者
全世界	127,863	4,718	68,310
①中国大陸	80,932	3,172	62,892
②イタリア	12,462	827	1,045
③イラン	10,075	354	2,959
④韓国	7,869	66	333
⑤フランス	2,284	48	12
⑥スペイン	2,277	55	183
⑦ドイツ	2,078	3	25
⑧米国	1,323	38	8
⑨ノルウェー	702	0	1
⑩クルーズ船	696	7	325
⑪スイス	652	4	4
⑫日本	639	16	118

こう言うと語弊があるが、ここまで事態が「グローバル化」してしまうと、肩の荷が少し軽くなったような気がする。幸いなことに、日本国内の感染の広がりはそれほど急ではない。検査の不徹底により、感染者数が過小評価されているとの批判は絶えないけれども、さすがに死者数はごまかせないので、上記の数字に大きな誤差はないはずである。

今週の米国では、ブロードウェイやディズニールランドが休業となり、NBA などのスポーツリーグも相次いで開幕の延期を決めた。学校現場も閉鎖が相次ぎ、大学ではオンライン授業の試行錯誤が行われているとのこと。日本では今週、「センバツ高校野球」の中止決定が衝撃を与えたが、今となってはそれさえも小さなことに思えてくる。

東京五輪を予定通り開催できるかどうかさえ、日本だけの問題ではなくなってしまった。仮に 7 月までに日本国内で感染を完全に抑え込めたとしても、各国が選手団を送り込んでくれるだろうか。仮に送ってくれたとしても、選手村が「クルーズ船状態」になってしまうのではないか。今週はギリシャで聖火を点火したばかりではあるが、現実を直視すれば延期という判断は避けられなくなってきたように感じる。

とはいうものの、本誌としては前号でも述べた通り、「山より大きなイノシシは出ない」し、「不確実性に直面したときに、真に恐れるべきは恐怖そのものである」と今回の事態を受け止めたい。さらに付け加えるならば、「どんなにひどいことでも、人間はかならずそれに慣れる」し、「やがてそのことに飽き、いつかは忘れてしまう」ものである。

コロナウイルスは、いずれ回復者の数が増えて「当たり前」のことになるだろう。人類はやがて大多数が抗体を持つようになり、ウイルスと共存するようになるはずである。

## ●トランプ大統領が苦手とする問題

株価下落の問題に戻ると、決定的だったのが3月11日夜のトランプ大統領による国民向け緊急演説であった。「前例のない緊急行動をとる」と述べ、経済対策なども盛り込んでいたものの、この中で「英国を除く欧州からの30日間入国停止措置」を公表したことが、市場心理に不安をもたらしたと言えよう。

おそらくそこには、3通りの「失望」があったのではないかと思う。

1. 米国にとって、もっとも関係の深い欧州との人の往来を止めることによる経済的なインパクト。しかも当初は、「欧州との貿易まで止まる」との誤解を招いてしまった。
2. 新型コロナウイルスのパンデミックという事態に対し、米国が「アメリカ・ファースト」で対処するという宣言であり、国際的なリーダーの不在が明らかになったこと。
3. 英国の感染者は459人（16位）とけっして少なくはない。こんなときにも反EU、盟友ジョンソン首相支援という政治的な思惑を優先する「トランプ流」への失望感。

一方で、物事を常に「再選ファースト」で判断するトランプ大統領の身になってみると、今回の事態はいかにも「間違い」を誘発しかねない危うさを孕んでいた。

以前から、「トランプにとってのコロナウイルスは、ブッシュのカトリーナになるのではないか」との指摘があった。「カトリーナ」とは2005年8月に米南東部を襲い、特にニューオーリンズ市に壊滅的な被害をもたらしたハリケーンのことである。このときの対応の不手際を責められ、ブッシュ政権の支持率は初めて4割の岩盤層を割り込んだ。かくしてブッシュ政権の第2期は、文字通りのレイムダックとなったのである。ときに自然災害は、世の中の雰囲気を一変させてしまうものなのだ。

しかも3月11日には、ミシガン州など6州で予備選挙が行われる「ミニ・スーパーチューズデー」が行われた。そこではバイデン元副大統領が予想外の強さを発揮し、5州を制している。米国が今のような有事モードになると、民意はサンダース流の「革命」ではなく、ベテラン政治家バイデン氏が体現する「安定」を求めるようになる。

最近のバイデン氏は高齢ぶりが際立っている。もとよりカリスマ性は乏しく、演説の際には言い間違いも多い。とはいえ副大統領8年、上院議員36年の経歴があり、今も「安定していたオバマ時代」の余韻を漂わせている。民主党員の支持は、急速にバイデン氏に一本化しつつある。トランプ大統領としては、内心では一番嫌だった”Sleepy Joe”を相手にしなければならない、という思いがプレッシャーになっていたはずである。

さらに言えば、病的なまでに潔癖症であるトランプ氏にとっては、「ウイルスが国内で蔓延する」ことは考えたくもない事態であろう。過去3年間、彼の直感意外なほどに正確で、対中貿易戦争から金正恩との首脳会談まで、危うい駆け引きをことごとく無事に収めてきた。その判断力に狂いが生じかねないのがコロナウイルス問題と言えよう。

## ●コロナウイルスの陰に「原油安」あり

市場はコロナウイルス懸念一色となっているように見えるが、世界経済にはもうひとつ大きな問題がある。それは 1 バレル 30 ドル前後まで落ち込んでいる原油価格 である。

今週は週明け月曜日の 3 月 9 日に NY ダウ平均は 2013 ドルの下げを演じている。下落率は 7.79% で、リーマンショック後の 2008 年 10 月 15 日以来の大きさであった。NY 証券取引所はサーキットブレーカーを発動し、株式の売買は 15 分間中断されている。翌日の朝刊各紙では、当然のように「新型コロナウイルス感染拡大で景気後退への懸念から」と解説していたのだが、もうひとつ原油価格急落という理由も忘れてはならない。3 月 6 日 (金) の OPEC プラス会合で、産油国の交渉が決裂している のである。

なにしろ年初には 60 ドルを超えていた WTI 価格が、一時は 1 バレル 27 ドル台を付けたとあっては尋常ではない。新型コロナウイルスの感染拡大で、世界的な原油の需要が低下するのはやむを得ないことだが、問題は 産油国の協調減産ができないどころか、増産に向かうようになったこと である。

サウジアラビアは当初、OPEC 非加盟国であるロシアに対し、1 日 150 万バレルの減産に参加するように要請していた。ロシアはこれを拒否。それどころか、既存の減産合意の延長もできなくなり、こちらは 3 月末に失効するので、4 月 1 日からは各国が好きなだけ生産できることになった。増産余力があるサウジとロシア、UAE などは既にその構えである。

ここで気が付くのは、MBS ことムハンマド・ビン・サルマン皇太子と、ウラジミール・プーチン大統領という 2 人の独裁者は、いずれも後に引けない立場 となっていることだ。

MBS は昨年 12 月、虎の子の国営石油会社サウジアラムコを国内で上場させた。時価総額 1.8 兆ドルはアップルの 1.5 倍という世界最高額であった。次は海外でも上場させて、改革に必要なキャッシュを得ようとしていたのだが、石油価格の値下がりにより、現在の株価は公募価格を割り込んでいる。ここまで来ると、「アラブの盟主」や「スイングプロデューサー」などとは言っていられない。自国第一主義で、価格競争を目指すことになる。

ロシアも困った立場である。ちょうど プーチン大統領は、みずからの退任後に向けて、新体制づくりを目指している。まず 1 月 15 日の年次教書演説の際に、突如として憲法改正について言及した。なぜか同日の閣議ではメドベージェフ内閣が総辞職し、その日のうちにミシュスチン税務庁長官という比較的無名の人物が首相に指名されている。

そして 1 月 23 日には、ロシア下院が憲法改正案を基本採択している。これがトントン拍子で審議が進み、3 月 14 日には上院でも承認される見通しである。さらに 4 月 22 日には、国民投票を実施するとのこと。

察するに、今後は 5 月 9 日の対独戦勝 75 周年記念式典を派手に祝い、後はインフラ整備にカネを使ってロシア経済を浮揚させ、円滑な権力交代と優雅な退任生活を、と考えていたのであろう。そこへ降ってわいてきたのがコロナウイルスで、原油も急落では踏んだり蹴ったりである。何しろロシアの予算は、1 バレル 60 ドルを前提条件 としている。

## ●石油に関する「ハイイールド債」にご用心

ところでロシアやサウジ以上に、原油価格の下落によって打撃を受けるのは米国経済であるかもしれない。むしろこれは、産油国が米国に対して「価格戦争」を仕掛けているのではないか、という観測さえある。

なんとすれば、今や世界最大の産油国は米国である。それを実現したのは、規模は小さくても、たくましい経営力を有する無数のシェール企業群である。

前回、2015～16年の石油下落局面では、シェール企業は100社以上が経営破綻したといわれている。それでも多くの企業は、しぶとさを発揮して生き残った。むしろ痛い目に遭ったのは、安値攻勢をかけたサウジ側であった。シェール企業は効率の良い井戸に集中して開発したり、あるいは掘削済みの井戸をそのまま放置しておき、値段が上がって採算が取れるときだけ採掘したりする、といったゲリラ戦を展開した。この辺がいかにも米国企業らしいのだが、開発手法もどんどんイノベーションが進み、予想を超えた安値でも対応できたのである。

もうひとつ、彼らにはハイイールド債という武器があった。そこは米国の金融市場だけあって、ちゃんと危ない企業に対してもリスクマネーを提供する仕組みが存在するのである。ちなみにこのハイイールド債、昔はジャンクボンドと呼ばれていた。物は言いようで、「途上国」を90年代から「新興国」と呼び換えたのと似ている。

心配なのは、このハイイールド債市場がどう見てもバブル化していることだ。この手の格付けの低い社債をパッケージにして、高利回りの高格付けにして売るCLO（ローン担保証券）という金融商品が人気になっている。それも超低金利の長期化により、運用難に直面している日本の金融機関が多く買っているらしい。

しかるにCLOとはその昔、サブプライムローンを世界中の投資家に売りつけたCDO（債務担保証券）とそっくりな仕組みである。ハイリスクの社債も数多く入れておけば、一度に全部が悪くなるということはない、だからトータルでは安全です、という説明である。しかるにサブプライム問題が浮上した時には、CDOの値段がつかなくなって金融市場が大混乱した。あのときと同じことが起こり得るのである。

ハイイールド債市場の約15%はエネルギー関連銘柄だと言われている。ゆえに原油価格の下落は、「第2のサブプライム問題」を招きかねない。コロナウイルスだけではなく、石油安が金融不安の引き金となる、というのが最悪のシナリオと言えるだろう。ここまでくると、「リーマンショック並み」という言葉が現実味を帯びてくる。

それくらいあの事件は遠くなってしまった。何しろ2008年と言えば、ひと回り前の子年のことである。その翌年から、長くゆるやかな経済成長と株高が続いてきた。なおかつ金利は低いままだった。この間にリスクを取ってはいけない人たちが、リスクを取ってしまった。これぞバブル崩壊の物語ということになる。

## <今週の”The Economist”誌から>

”The right medicine for the world economy”

「世界経済への正しい処方箋」

Cover story

March 5<sup>th</sup>, 2019

**\*今週の The Economist 誌カバーストーリーは、新型コロナウイルスに対する世界経済のあるべき処方箋。ただし今読むと、少し手遅れ気味のことが多い内容かもしれません。**

<抄訳>

Covid-19 の感染者数は 5～6 日ごとに倍増している。政府はその速度を遅らせることはできても、ウイルスには追い付いていない。世界中の政府が不手際の連続だ。

先週から 50 か国が増え、85 か国・地域に感染者が 95,000 人、死者は 3,200 人となった。中国のパターンから言えば、まだ検査が足りていない。イラン、韓国、イタリアがウイルスを輸出し、米国では 14 州で 159 人が登録されているが、検査は 1 日 472 人に留まる（韓国は同 1 万人）。これから検査が進めば、感染者は激増してエピデミックの可能性がある。

ウイルスを封じ込め、効果を減殺するためには医療機関が重要になる。WHO は中国の教訓から、政府がいかに人や企業を守れるかを、以下のようにまとめている。

第一に人とカネを病院に投入すること。中国は 4 万人の医療関係者を武漢地区に投入し、英国は引退済みの人々を呼び寄せている。世銀は 120 億ドル、IMF は 500 億ドルを用意した。米国では議会が 83 億ドルを支出する。ただし世界最先端の医療機関も余力は乏しい。

感染が小さくて封じ込め可能な時は、患者に検査を受けさせて拡散を遅らせることが大切だ。ただし米国は 2800 万人が無保険者で、自己負担が大きい者も多い。軽い症状が出る場合は、自己隔離が必要だ。ここで休業補償が必要になる。米国では 4 人に 1 人に休業補償がなく、被害の出た地域しか提供できない。イタリアの働き手の 5 人に 1 人は自営業だが対象外となる。米国での調査によれば、休業補償はインフルの拡散を 4 割減らすという。

休業補償には供給不足やパニックと併せて、需要減を和らげる効果もある。中国がそうであるように、これらは産出に影響しよう。2 月の製造業は、04 年の統計開始以来最低の水準。1-3 月期は毛沢東死後初の GDP マイナスとなろう。OECD は今年の成長率が 09 年以來になると予測する。豪州国立大の予測によれば、米欧の GDP は 2%減となり、死亡率が高ければ 8%減となる。金融市場も恐怖に襲われ、S&P500 は 2/19 の高値から 8%調整した。企業債務への保険はほぼ止まり、10 年物国債は初めて 1%以下となっている。

先進国では、金融市場の鎮静化が先決となっている。3 月 3 日、米連銀は緊急会合を開いて 0.5%の利下げを決めた。豪州、カナダも動き、英蘭銀行や欧州中銀も緩和期待がある。

これは教科書通りの減速ではない。低金利は病を止められない。サプライチェーンや人々の恐怖も直せない。だからこそ、米連銀の利下げの後に株式市場は下げたのである。

影響を受けた人々や企業を、直接助ける方がいい。個人単位では入院費を払い、傷病休暇を与えること。トランプ政権は治療費支払いを検討中だ。日本政府は家で子供の世話をする両親の賃金を保障し、シンガポールではタクシー運転手を救済する。

企業にとっては流動性が問題だ。金融危機ではないものの、毒が回れば資金不足が起きる。収入が途絶えても、税金や賃金や金利は払わねばならない。負担を軽減することで、破産やレイオフを回避できる。暫定措置でも助けにはなる。今の中国がやっているように、当局は銀行に対して困っている企業への貸し出しを促すといい。中国は返済遅延の企業への猶予を命じている。2018-19年の米政府閉鎖時の対応が参考になろう。

医療政策は時間がかかっても、蔓延のピークを下げるのが大切だ。経済政策は逆に、停滞を最小化することにある。最後は政府が帳尻を合わせねばならない。ただし現在は、感染を遅らせるという優先課題がもっとも後れを取っている。

### <From the Editor> 日本経済をどうする？

今週9日に発表された「2月分景気ウォッチャー調査」は惨憺たる内容でした。現状判断DIは41.9（1月）→27.4（2月）と▲14.5、先行き判断DIは41.8（1月）→24.6（2月）で▲17.2でした。これはもう、東日本大震災やリーマンショック時に匹敵します。

ここまで急激に悪化すると、気の利いた面白いコメントがほとんど見当たらなくなってしまいます。とにかく景気が悪くなっている。そしてコメントのほぼすべてに、「新型コロナウイルスが…」という文言が入っている。それ以外のことは、ほとんど考えられなくなっている様子です。

たまたま本日（3月13日）、筆者が出演したテレビ東京「ゆうがたサテライト」では、政府は来月、数兆円から10兆円規模の補正予算を編成することのこと。4月に経済対策を打つのは実にリーマンショック以来となります。具体策としては、「子育て世帯への現金給付」、「（中国に依存している）サプライチェーンの見直し支援」の2点が挙げられているとのこと。

なるほど今回の景気悪化局面では、インバウンドの減少や自粛ムードによる消費の需要減が主要問題となるので、対策の打ち方が難しい。輸出の減少や生産の低下であれば、企業に対して補助をするなどの手口がある。今は公共事業を増やそうにも、そもそも入札ができるのか、工事の人手は足りるのか、新たなウイルス蔓延の機会を作ってしまうのでは、などの疑問が生じる。とにかく消費者の手に現金が届くようにしなければならない。

それでは減税か。あるいは現金給付か。この手の非常手段の話をする、と、「それでは消費に回らずに、貯蓄に回ってしまう」という反対をよく耳にします。とはいえ、それでもやった方がいいのではないかと思います。

飲食店やイベント関係に勤めている非正規社員、もしくは自営業者は相当な数になるでしょう。そのうえ、小さなお子さんがいたりすると、自宅で面倒をみなければならないケースもある。たとえ給付金が貯蓄に回るにしても、それで一息つけるという家計は少なくないと思います。とにかく急がなければならない。

これもリーマンショックのときの経験ですが、世界経済がどん底に沈んでいた 2009 年 3 月、当時の麻生政権は「定額給付金」を実施しました。専門家の間では不評な政策でしたが、世間の関心は非常に高く、心理的にも大きな効果を挙げたのではないかと感じたものです。

12 年前の経験が役立つというのはしみじみ因果なものを感じますが、「子育て世代への現金給付」、是非実現させてほしいものだと思います。

\* 次号は、2020 年 3 月 27 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までお願いします。

〒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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)