

第一生命経済研究所レポート selection

2020年3月16日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2020年3月以降の市場環境見通し
～世界はコロナ同時不況に向かう公算～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の鷗峰首席エコノミストが四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

本年金通信では、「2020年3月以降の市場環境見通し～世界はコロナ同時不況に向かう公算～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

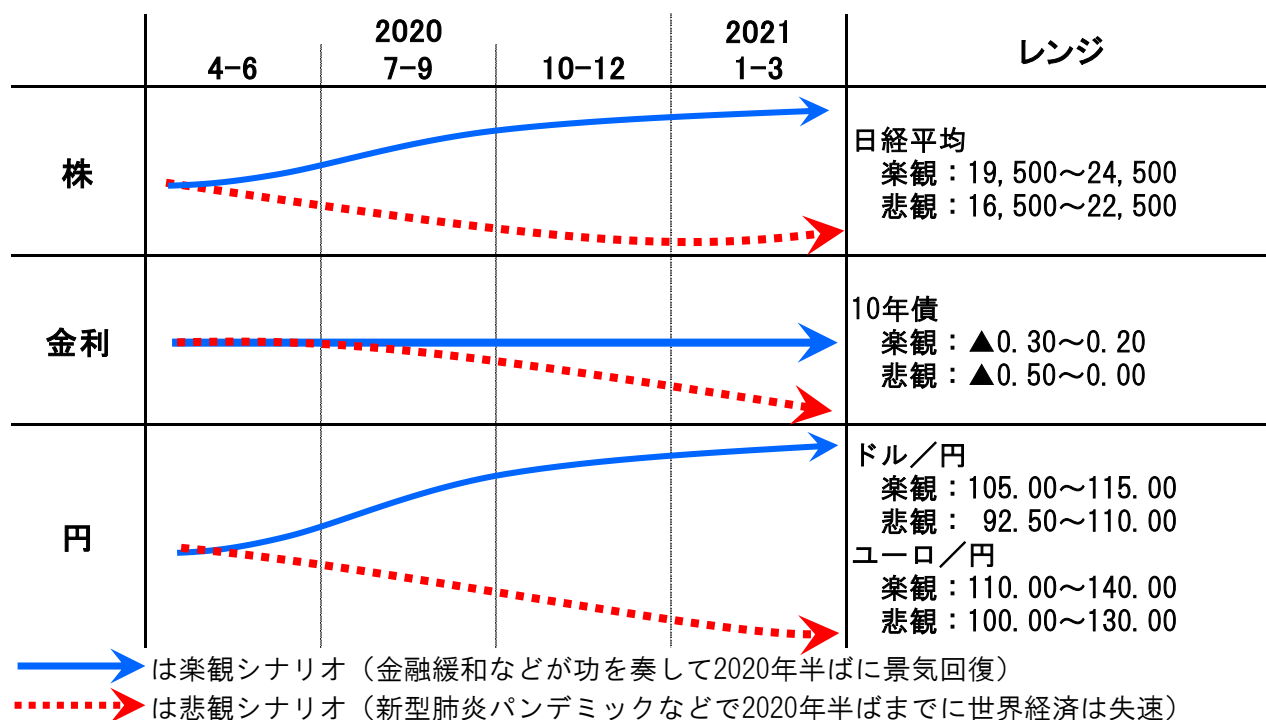
内容

■経済概況：世界・米国・欧州・中国・日本

■トピックス：新型コロナウイルスの影響

■市場見通し：失速し始めている

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



四半期特別マーケットレポート

テーマ：2020年3月以降の市場環境見通し
～世界はコロナ同時不況に向かう公算～

発表日：2020年3月13日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

【トピックス：新型コロナウイルスの影響】

～新型コロナウイルス感染拡大で世界同時不況入りの可能性高まる～

新型コロナウイルスの感染が拡大傾向を強めてきたことで、世界経済の先行きに対する懸念が強まっている。WHO（世界保健機関）は11日、新型コロナウイルスはパンデミック（世界的な大流行）といえると表明した。3月12日の時点で、新型コロナウイルスの感染が確認された国と地域は117に及んでいる。

新型コロナウイルスの感染が中国国内で拡大するまで、世界経済は回復の兆候が徐々に強まっていた。昨年頃から続く製造業部門の在庫調整は、好調さを保った欧米の個人消費などの最終需要に支えられて順調に進展していた。生産活動の先行指標となる受注面にも回復が見られ、最終需要がこのまま好調に推移すれば、今年半ばには生産活動の再加速も期待されていた。しかし、製造業の回復が実現する一歩手前のところで発生、世界中に拡散している新型コロナウイルスの影響により、このシナリオは崩れかけている。

ウイルスの感染拡大により、消費者は不要不急の外出を抑制しようとしている。爆発的な感染の拡大を阻止するために、政府も外出自粛を呼びかけている。中国やイタリアなど、実際に感染が急拡大している国では、地域ごとに強い移動制限をかけている。外出の抑制は、飲食や娯楽、旅行などといった、主にサービス支出の減少に繋がる。在宅時間が増えることで、光熱費などは増加する可能性が高いが、サービス支出の減少の方が大きいだろう。

このような消費への悪影響は、感染者が増えるほど、感染拡大の期間が長くなるほど大きくなる。中国のように強い強制力を持つ外出制限がかけられれば、その間の消費の落ち込みはより深刻となる。

今後の世界の感染動向を予測することは困難だが、新型コロナウイルスの特徴を勘案すれば、厳しい展開となることを想定してくべきであろうと判断される。

新型コロナウイルスの特徴とは、

1. 感染力はインフルエンザ並みに高い、
 2. 潜伏期間が長い、
 3. 感染してもほとんど感染症状が出ない不顕性感染者や軽症者が相当数する存在する、
 4. 症状の重さにかかわらず、他人に感染させる能力がある
- という点だ。

	SARS	インフルエンザ	新型コロナ
基本再生産数	2.0～5.0	2.0～3.0	1.4～2.5
潜伏期間	2～7日	1～4日	1～12.5日
致死率	10%程度	0.1%以下	1～3%
不顕性感染	無し	あり	あり

(注)基本再生産数：一人の感染者が、罹患中に何人の未感染者に伝染させるか

不顕性感染：感染しているものの目立った感染症状が出ない感染者

(出所)国立感染症研究所、厚生労働省、各種報道をもとに第一生命経済研究所作成

こうした特徴を踏まえれば、新型コロナウイルスの蔓延を防ぐことが簡単ではないことがわかる。すなわち、検査をしていない軽症、あるいは無症状の感染能力を持つ感染者が相当数存在すれば、自由に移動することで多くの新たな感染者を生む可能性がある。

したがって、ワクチンや特效薬が開発されていない現状で感染の蔓延を防ぐためには、早期の段階であれば疑いのある人をすべて検査し、一定期間観察する必要がある。この段階での封じ込めに失敗した後は、人の移動に制限をかけるしか方法はなくなる。実際に中国はこの方法で感染の拡大に歯止めをかけることに成功しつつあるようにみえる。

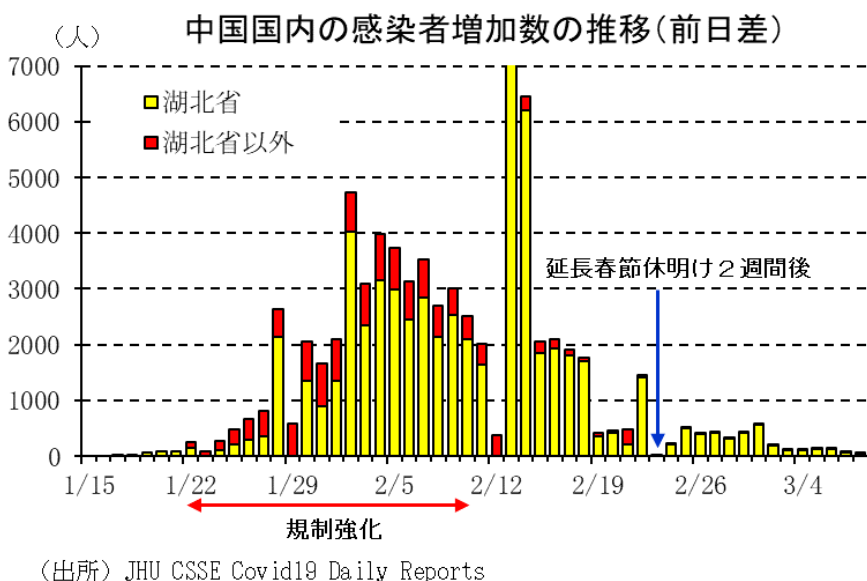
中国の新型コロナウイルス対策が本格化したのは、春節休暇入り前日の1月23日で、武漢市と湖北省の完全封鎖と住民の自宅待機義務が課せられてからだ。その後は約80の都市と2つの省で封鎖や自宅検疫体制がとられ、1月30日までだった春節休暇も2月10日まで延長し、人の移動だけでなく経済活動の抑制に踏み切った。この間、武漢市を中心に中国国内での感染者数が増加傾向を辿っていったが、湖北省以外の多くの地域で規制が緩和された延長春節休暇が終わった2月10日から2週間後に当たる2月下旬頃からは、感染者の増加ペースは明らかに鈍化している。

しかし、中国のような強制力の強い外出禁止策などを、民主主義国家が講じることには困難が伴う。新型コロナウイルスの感染者の見極めがつきにくい中で、感染者（潜在的な感染者を含めて）が多くなればなるほど、感染の拡大を抑えるためには人の移動を強化するしかない。

そうした中で、3月10日にはイタリアが全土での移動制限措置を打ち出した。これがどの程度の実効性を持ち、どの程度の効果を上げられるかは注目される。ただし、効果があったかどうかの見極めには、潜伏期間などを勘案すれば1～2週間かかる。この間に、他の国でイタリアのような感染の急拡大が確認される恐れもある。

日本では、政府が2月26日に1～2週間程度をメドとした大規模なイベントなどの自粛要請、翌27日は全国の小中高の臨時休校要請を打ち出した。さらに、3月10日には専門家会議が判断するまでさらに10日ほど自粛の延長を要請することを表明、自治体などを通じて外出の自粛やイベント会場の利用制限を要請できる緊急事態宣言の発令を可能とする新型インフルエンザ等対策特別措置法の改正案を閣議決定し、13日の法案成立が見込まれている。ようやく日本でも感染拡大を抑制する方向へと動き出し始めたが、これまで執られてきた“自粛要請”では、感染拡大を抑制する実効性がそれほど高いようにも思えない。人の移動に制限をかける可能性のある緊急事態宣言も、自粛では効果がないと判断された場合に発動されるのであれば、その時点で感染者が急増しているということになろう（日本の場合、こうした比較的緩やかな対策でも効果が出るとするならば、国民一人一人のケア（マスクの装着や咳エチケット、手洗いなど）が効果を発揮したということであろう）。

米国では、3月に入ってから感染者の増加が目立ち始め、3月8日には感染者数が日本を超えた（クルーズ船感染者を除く）。すでにカリフォルニア州やニューヨーク州など20を超える州で緊急事態宣言が発動された。また、一部では人の移動制限や大規模イベントの中止なども決まっている。これらは今後一定の感染抑制効果を持つと考えられるが、今年は大統領選挙年であり、各地で頻繁に集会が行われていることは懸念



材料だ。一部では中止された集会などもあるが、大統領選代表候補者が事実上の一騎打ちとなった民主党では、党員集会や予備選挙も多く残されており、人の集まりを制限することは非常に困難であると判断される。

このように、中国での感染拡大に歯止めがかかりつつある中で、足元で感染者が急増し始めている国では、中国のような強い強制力を持った制限措置を講じることは難しく、そうした措置を講じるとしても事態がかなり悪化してから発動されるなど、遅れる可能性がある。そうなれば、景気へのダメージはより大きなものとなる。現状では、欧米では景気の支えとなっていた個人消費に急ブレーキがかかることで、景気は後退局面入りし、世界同時不況に繋がる恐れが十分にある。

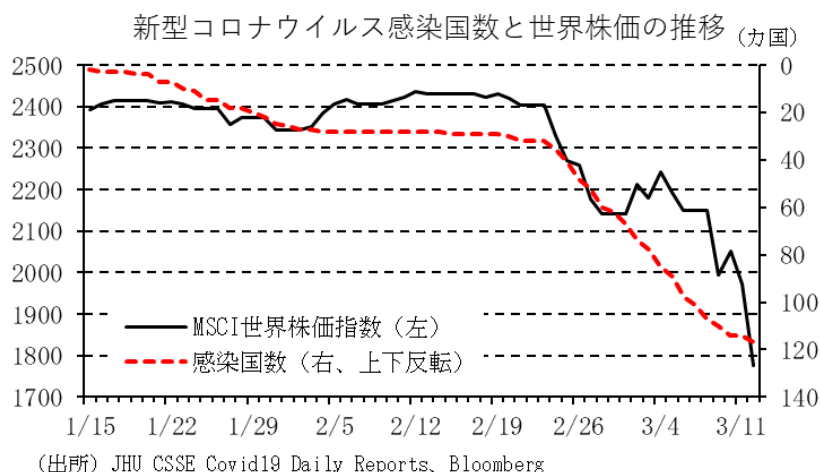
～市場を安定させるのは景気対策ではなく、感染拡大ペースの鈍化～

世界のマーケットは、新型コロナウイルスの動向に振り回され、乱高下が続いている。これまでの株価の動きを振り返ると、新型コロナウイルスの感染の拡がりが大きく影響してきたことが確認される。MSCI世界株価指数は、今年1月半ばには過去最高値を更新していたが、1月下旬に一旦下落に転じ、その後2月に入ると再び持ち直して過去最高値を更新した。しかし、その後は再び下落に転じ、足元にかけては急落して昨年1月以来の水準にまで低下している。こうした株価の動きと対をなすのが感染国数の動きである。

中国で確認された新型コロナウイルスの感染者は、当初はタイや日本、韓国などの周辺国にとどまっていた。しかし、1月20日に中国当局がヒトヒト感染を初めて公式に発表し、翌21日には感染国がそれまでの4カ国から米国を含む7カ国へ拡大、22日にはWHOが緊急会議を開催した。このように、【株価下落第1弾】の時期に相当する1月下旬は、新型コロナウイルスが一気に国際的なリスクとして認識された時期である。ただし、この間のMSCI世界株指数の下落率は▲3%程度にとどまっている。

これに対し、足元に繋がる【株価下落第2弾】が始まった2月下旬は、感染者の急増がアジア以外の地域で確認されたことがきっかけとなった。2月19日ではイランで初の感染者と死者の発生が発表、翌20日には韓国の感染者が100人を超え、21日にはイ

タリアの感染者がそれまでの3人から20人へと急増した。韓国やイタリア、イランでの感染者の数は、1月の中国での感染拡大を彷彿とさせるようなテンポで増加している。その後は堰を切ったように感染国が拡大し、2月20日時点での30カ国から、1週間後の27日には52カ国、さらに9日後の3月7日には100カ国を超えた。【株価下落第2弾】の下げはMSCI世界株価指数でみると約▲27%に達するが(2/14～3/12)、その背景には新型コロナウイルスの世界への蔓延リスクが現実のものとなり始めたことがある。



このように振り返ると、世界の株価がどのようなリスクを織り込んで推移してきたかが垣間見える。新型コロナウイルスが国際的なリスクと認識された【株価下落第1弾】では、新しい感染症に対するショックが株価の下落に繋がったものの、それが中国を中心とした地域に限定されている限りローカルなリスクにとどまるとの楽観的な見方が、下落を限定的なものにとどめたと考えられる。そして実際にそうなっていれば、世界経済への追加の悪影響は限定的となるはずだった。低迷が続く中国景気とは裏腹に、在庫調整が完了しつつあった世界経済には持ち直しの兆候が見えていたことから、中国での感染拡大によることで生じる追加の中国内需の減速が世界経済に与える影響は限定的にとどまる。新たに生じるサプライチェーンへの影響

も、中国での感染拡大の勢いが弱まれば随時回復し、欧米の需要がその間に下振れしない限り、供給網が改善すれば生産活動は急回復するとの期待があった。こうした期待が、2月前半の欧米株を中心とした世界株の持ち直しに繋がったのだろう。

しかし、2月下旬頃から感染が欧米を含む世界へと蔓延し始めたことで、世界経済への悪影響を直視せざるを得なくなった。【株価下落第2弾】は、感染が世界に蔓延することで生じる“世界同時不況入り”を意識したものではない。したがって、株をはじめとした各種資産価格は、リセッションを見込んだ上での適正水準を模索する動きをみせていることになる。

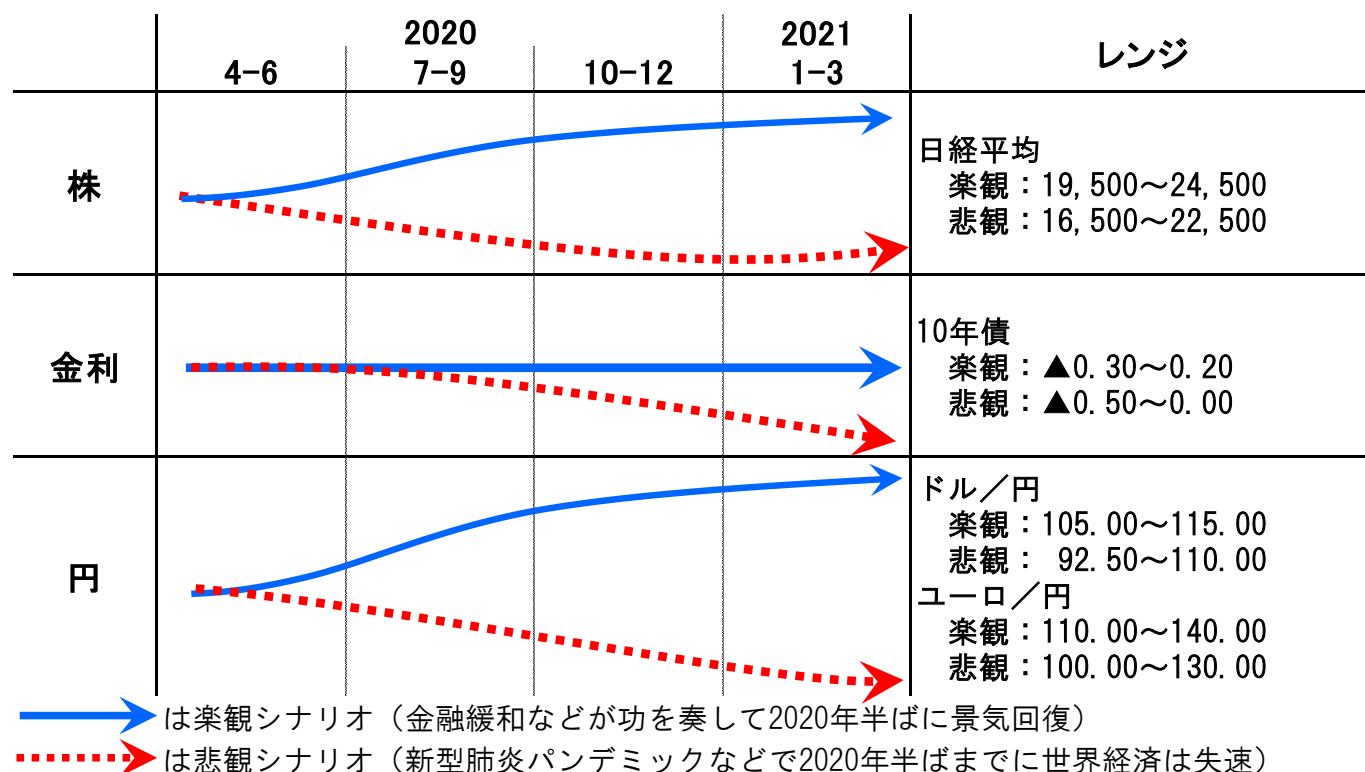
次に、非常に不安定な展開がいつまで続くのかという点だが、今回と同様に世界を震撼させたSARSの流行時（2003年）の動向が参考となろう。

当時の株価の動きを見ると、株価が反転上昇に転じ始めたのは、WHOによって終息宣言が出された2003年7月よりも早い2003年3月頃であった。背景には、SARSの感染者増加数は4～5月頃にピークアウトして蔓延の勢いは衰え始めたが、中華圏（中国、香港、台湾）を除いた地域での感染者数は4月には減少傾向に転じ始め、世界的な感染拡大のリスクが早い段階で後退していたことが挙げられる。

今局面でも、株価がSARS蔓延時と同じような動きをするのであれば、新型コロナウイルスの感染者の増加ペースが鈍化に転じれば、下落基調に歯止めがかかる可能性がある。実際、中国の代表的な株価指数である上海総合株価指数は、今年2月3日に底打ちした後は水準を切り上げており、3月に入ってから世界的な株価急落局面でも、趨勢的に見れば横ばい圏での推移を保っている。今後は、経済規模が大きく、とくに昨年以降の世界経済の底割れを防いできた欧米での感染拡大ペースがいつ鈍化するのかが、株価の動きを読む上でポイントとなろう。



向こう1年間の市場予想イメージとレンジ

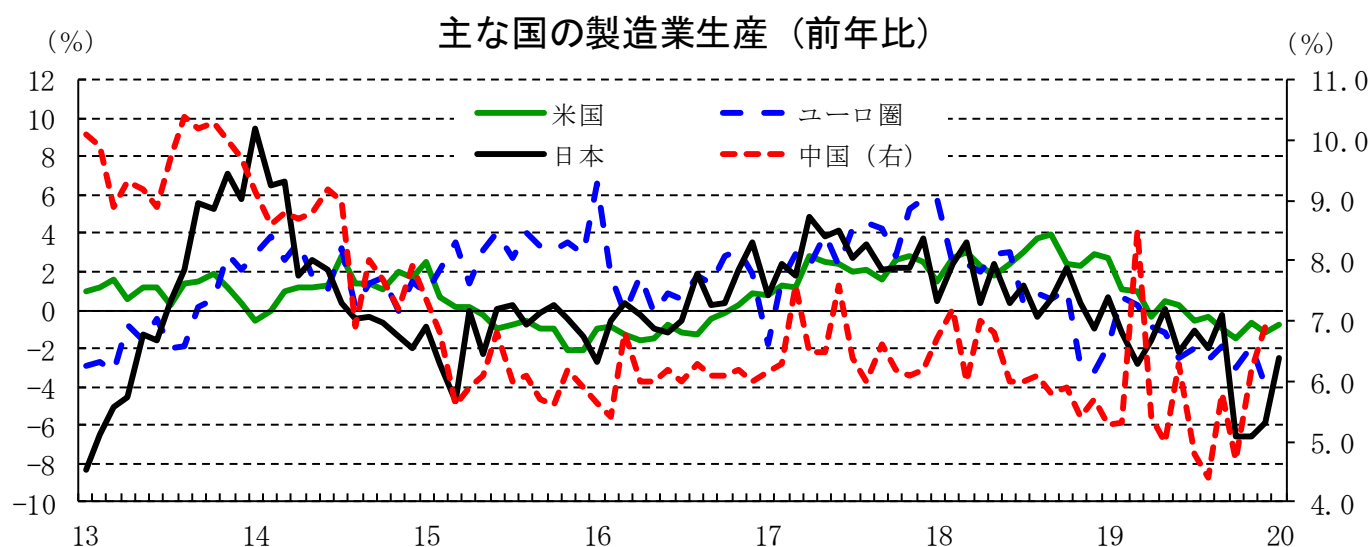
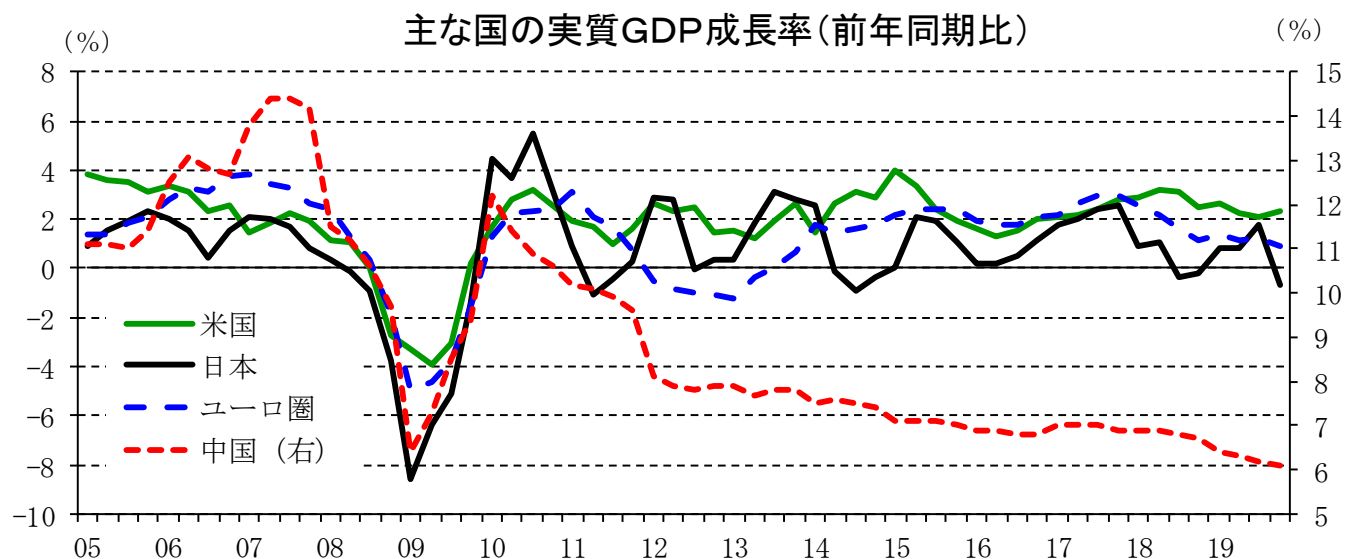


新型コロナウイルスの世界的な感染拡大もあり、米国株が過去最大の下落を記録するなど、金融市場は混乱している。WHOは3月11日にパンデミック（世界的な大流行）を宣言しており、世界での感染拡大は勢いを増している。米国では、欧州圏からの入国を30日間禁止することを決定するなど、ビジネスを含めて人の移動が制限される動きが強まっている。足元で、世界経済はかなり高い確率で失速し始めていると考えられ、世界同時景気後退に入り始めた可能性が大きい。

こうしたなか、各種マーケットはリセッションを織り込んだ水準を模索する展開へと移り始めている。現状では、それがどの程度のものになるのかはかりかねている状況で、不安の増大が市場の混乱を演出している。市場がその影響や落ち込みの度合いを測りかねているのは、新型コロナウイルス自体が未知の部分が多い（感染力や致死率など）点や、感染が沈静化するまでは経済への悪影響が続くと見込まれ、従来型の景気対策や金融政策が景気を刺激する効果が限られてしまう点が大きいためであると考えられる。

上記市場見通しにおいては、パンデミックによって世界経済が失速する悲観シナリオの蓋然性が極めて高いと判断される。ただし、市場の落ち込みの度合いや回復に転じるタイミングについては、感染の蔓延度合いなどによって大きく左右されられると考えられる。

【世界経済】



19年10～12月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+2.1%（7～9月期：同+2.1%）、ユーロ圏で同+0.2%（同+1.1%）、日本で同▲7.1%（同+0.1%）、中国で前年同期比+6.1%（同+6.2%）となった。米国では15四半期連続で潜在成長率（米議会予算局（CB0）試算によると直近で+1.8～2.0%程度）を上回るなど好調さを保った。一方、日本では10月の消費増税直前の駆け込み需要からの反動減もあり、同じく消費増税直後の2014年4～6月期（前期比年率▲7.4%）以来となる大幅な落ち込みを記録した。

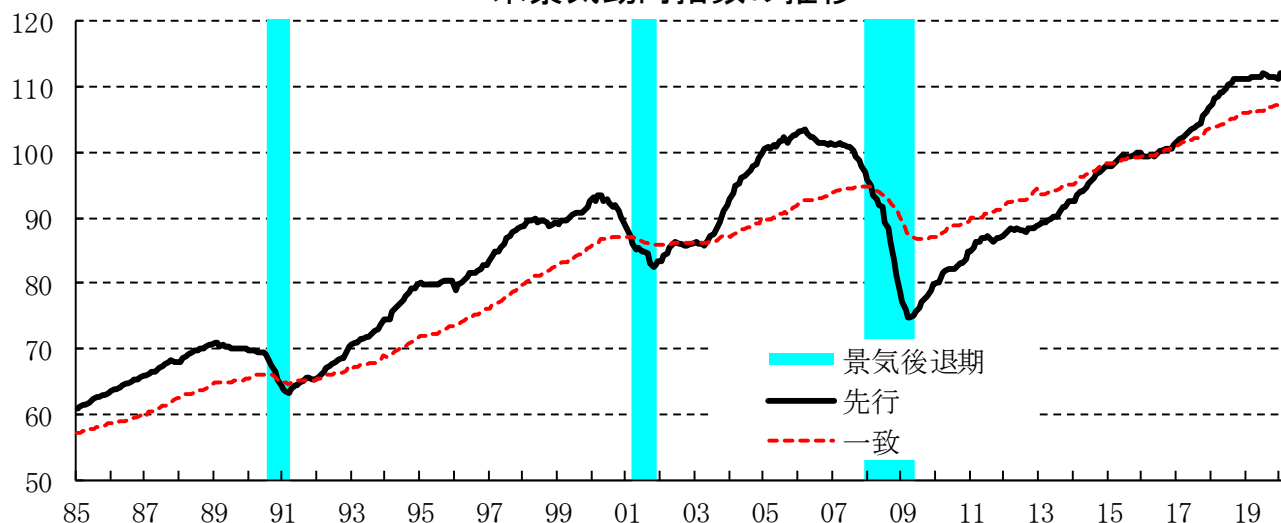
生産活動については、世界的な減速傾向が続いている。日本では8ヶ月連続、米国では7ヶ月連続、ユーロ圏では9ヶ月連続の前年対比マイナスの伸びとなった。ただし、中国では昨年末にかけてマイナス幅は徐々に縮小しており、持ち直しの兆候も見えていた。

【米国】

米 I S M企業景気指数の推移

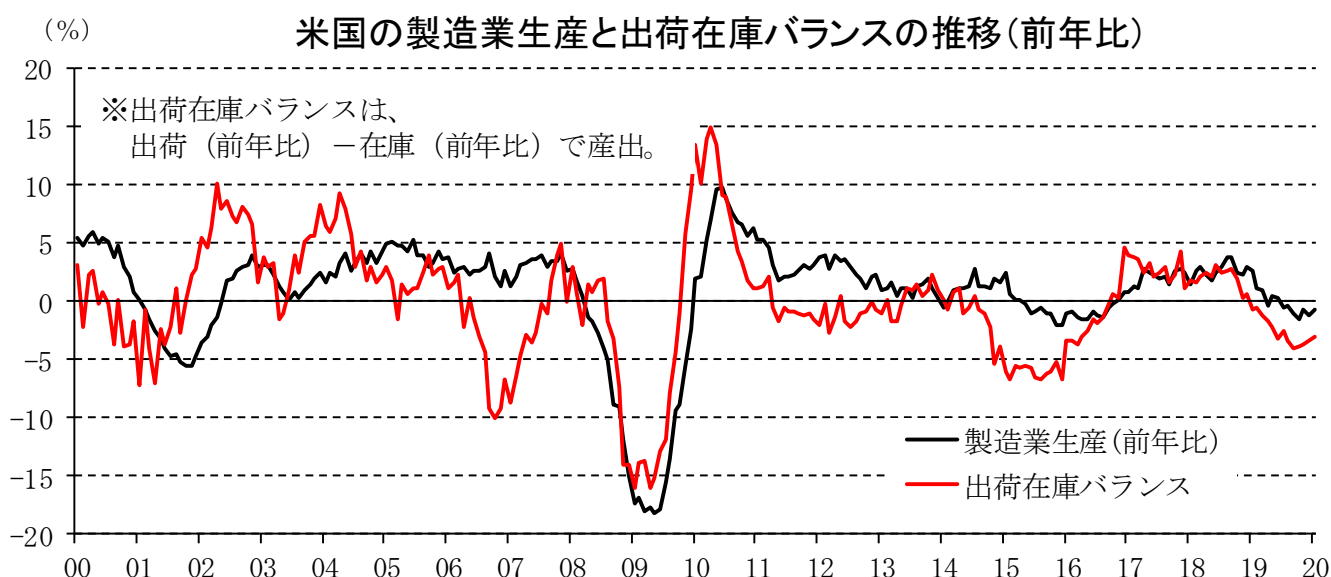
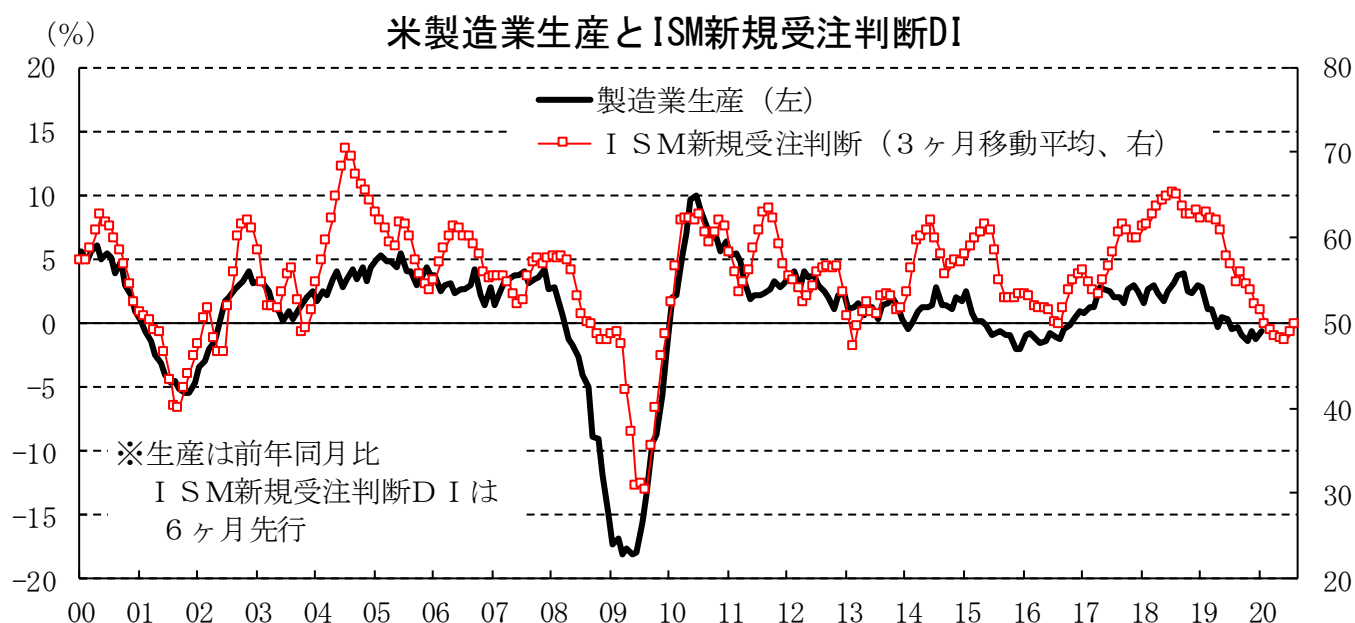


米景気動向指数の推移



米国の I S M製造業景況指数は2月には50.1ポイントと前月から小幅低下したものの、景況感が「良い・悪い」の判断基準の分かれ目となる50を2ヶ月連続で上回った。一方、非製造業の景況指数は2月に57.3ポイントと3ヶ月連続で上昇した。2010年1月以来判断基準の分かれ目となる50超えが続いている。2月までの3ヶ月連続での上昇の背景には、金利の一段の低下や株式市場など資産市場の好調さが挙げられる。ただし、3月については新型コロナウイルスの米国内での感染拡大の影響から、製造業、非製造業とも大幅な低下が見込まれる。

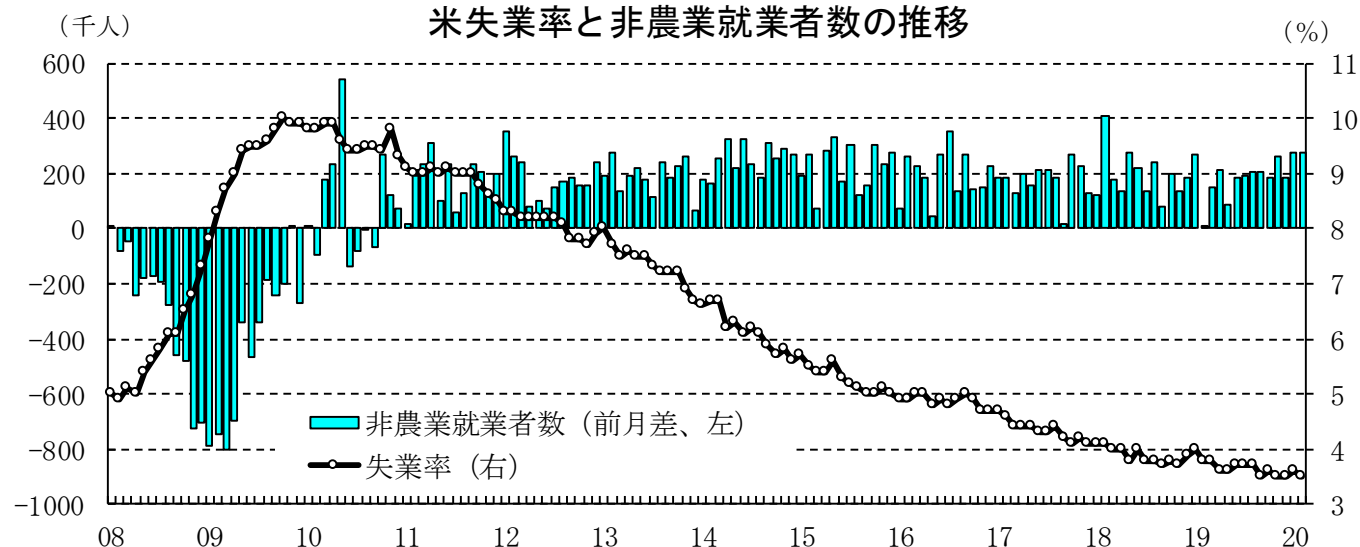
米景気に半年程度先行する景気先行指数は、1月には前月から+0.8%上昇した。昨年8月以降はやや低下気味の推移が続いたが、歯止めがかかった。一方、景気と歩調を合わせて動く1月の景気一致指数は、前月比+0.1%となった。景気先行指数が低下基調にある中で、一致指数が低下基調に転じると、景気後退局面入りというのが過去のパターンだが、年初の段階では米景気が拡大基調を維持していることを示している。



米国の生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは、2月は49.8ポイントと前月から低下、2ヶ月ぶりに判断基準の分かれ目となる50を下回った。一方、1月の製造業生産は前年同月比▲0.7%と、こちらは7ヶ月連続で前年水準を下回った。新規受注判断DIを3ヶ月移動平均でならして見ると昨年12月を底にやや持ち直している。このことから判断すれば、今年半ばにも生産活動が底入れから持ち直しに転じる可能性があることが示唆される。ただし、2月以降は新型コロナウイルスの影響による中国や韓国を中心としたサプライチェーンの影響から、生産の伸びが落ち込むリスクがある。

出荷在庫バランス（出荷の前年同月比伸び率から在庫の同伸び率を引いたもの）を見ると（下図赤いライン）、1月は▲3.0ポイントと13ヶ月連続でマイナスとなった。ただし、マイナス幅は4ヶ月連続で縮小しており、過去のパターンからは製造業生産の伸びの悪化にはそろそろ歯止めがかかる可能性がある。なお、製造業在庫は昨年9月から12月にかけて製造業在庫は増加傾向を辿ったが、1月には前月比▲0.1%と5ヶ月ぶりに減少に転じた。一方で、在庫率は緩やかながらも上昇傾向が続いており、1月まで5ヶ月連続で1.40ヶ月と、ここ数年としては高い水準にとどまっている。前回在庫調整局面となった2015～2016年当時のピーク（1.44ヶ月）を上回ってくるようだと、生産活動にかかるブレーキが一段と強くなる恐れもあり要注意。

米失業率と非農業就業者数の推移



米時間あたり賃金の推移（前年比）

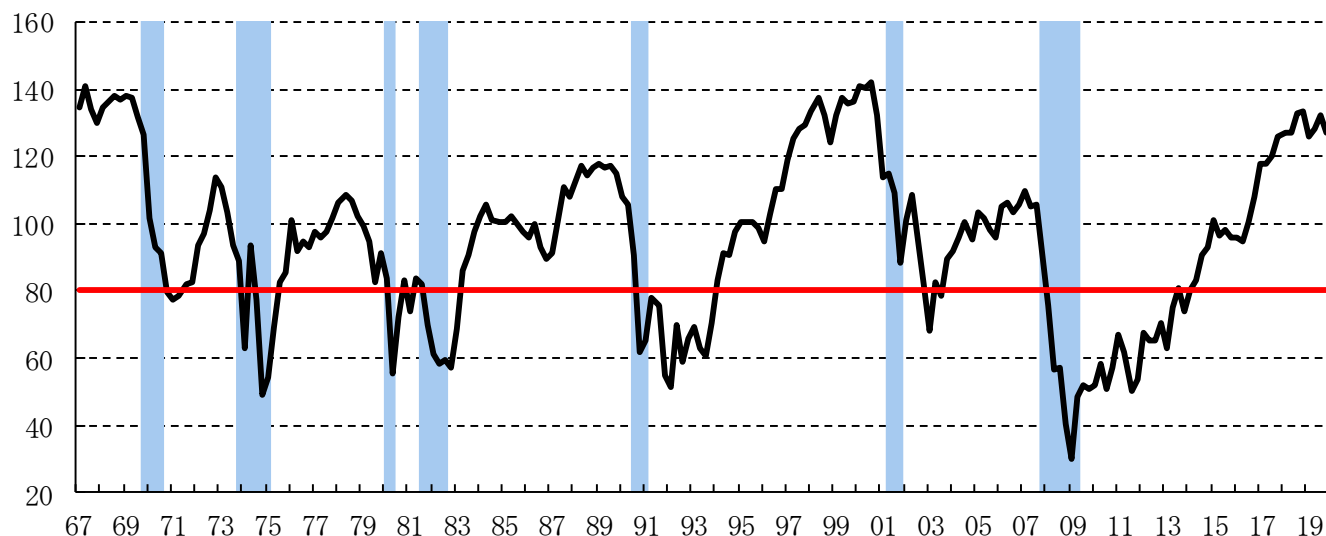


2月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差+27.3万人、失業率は3.5%となった。非農業就業者数の直近12ヶ月間の平均増加数は+20.1万人、直近3ヶ月間では+24.3万人と、雇用が好調に拡大していることが示された。業種別に見ると、製造業や小売業、運輸・公益では一進一退が続いているものの、小売業を除いたサービス業が順調に雇用を増やしている。

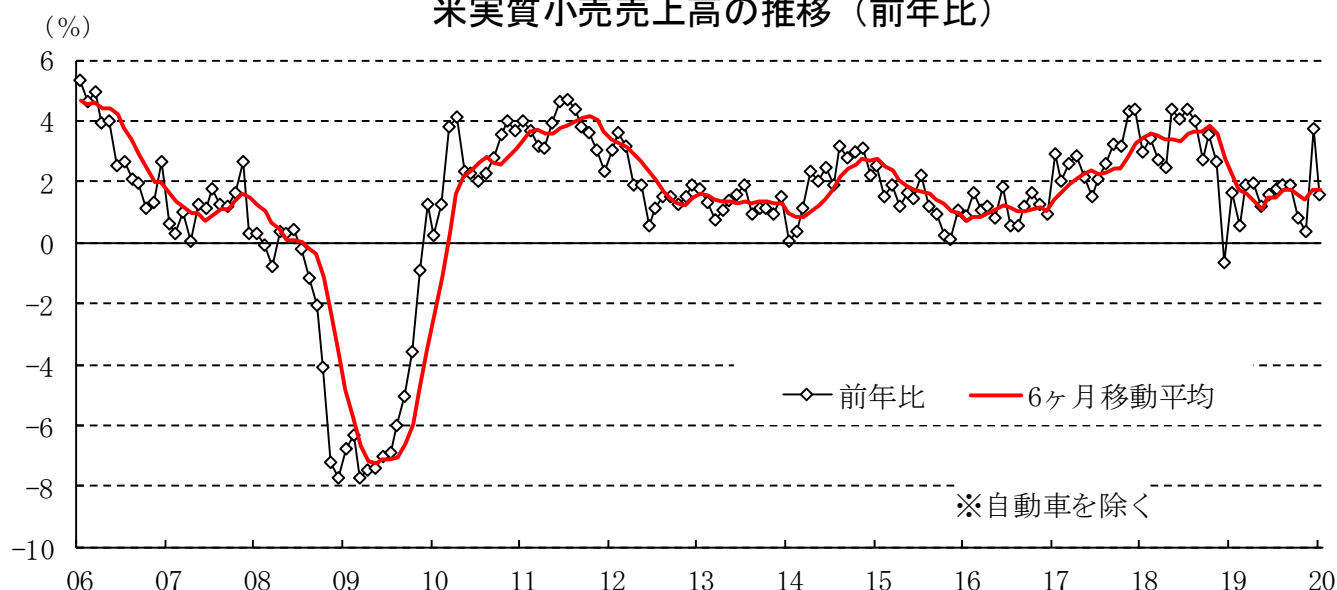
同月の非農業部門の時間あたり賃金は、前月比+0.3%、前年同月比+3.3%となった。前年対比伸び率は昨年10月の+3.8%からやや鈍化しているものの、比較的高めの水準を維持している。なお、物価上昇率を差し引いた1月の実質時間あたり賃金は前年同月比+0.5%と、2ヶ月連続で1%を割り込んだ。

もっとも、3月以降に関しては、新型コロナウイルスの影響から雇用にもマイナスの影響が及ぶ可能性がある。製造業では世界的なサプライチェーンの影響、サービス業では国内での感染拡大の影響が出てくる可能性がある。

米国消費者信頼感指数の推移

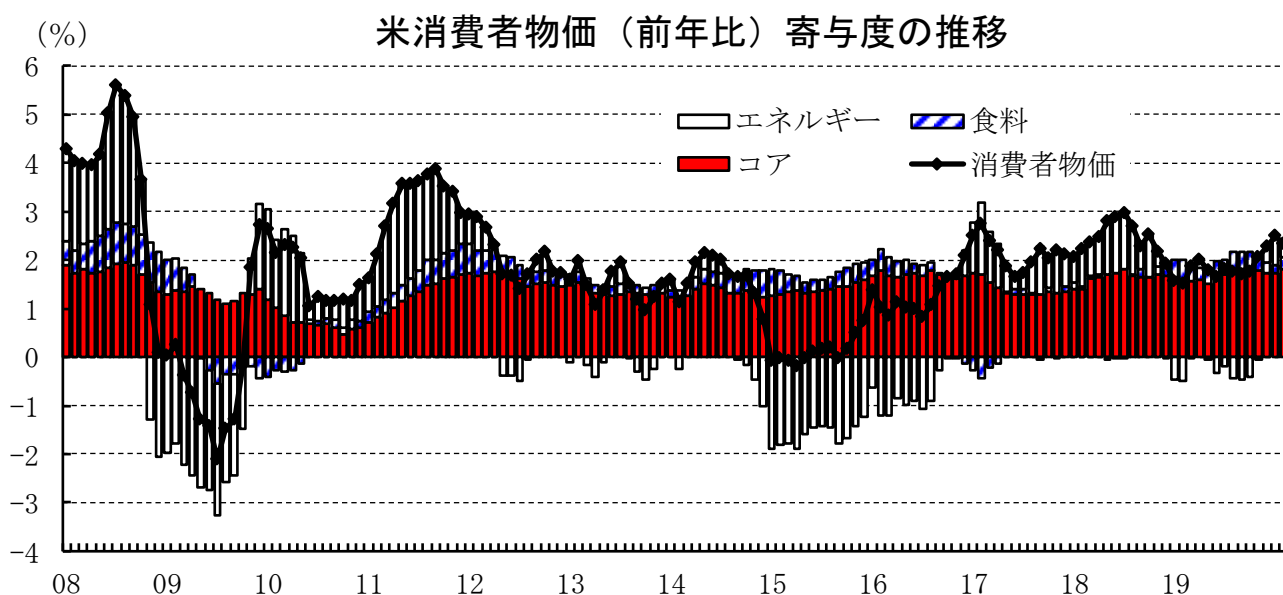
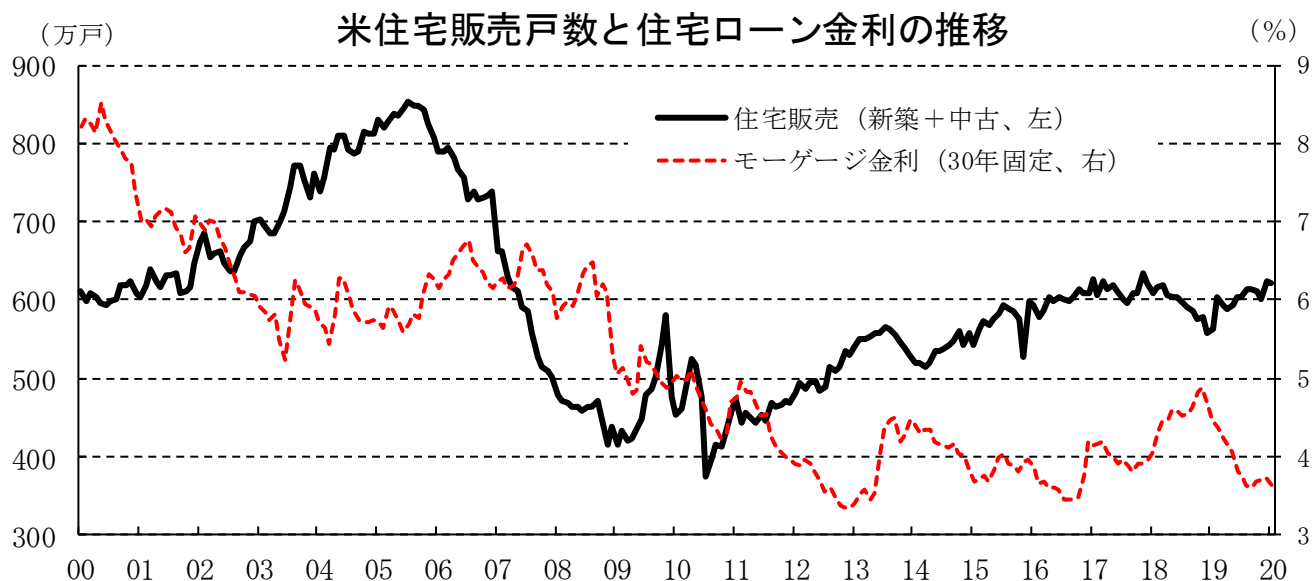


米実質小売売上高の推移（前年比）



2月の消費者信頼感指数は130.7ポイントと、4ヶ月連続で上昇、昨年8月以来の水準となった。このところ消費者の景況感の上昇には歯止めがかかっているものの、引き続き過去最高水準を維持している。景況感の改善は、消費者の財布の紐を緩める効果があり、消費を取り巻く環境が良好であることを示唆している。今後については、米国内での新型コロナウイルスの感染拡大の影響から、消費者の景況感が大幅に下ぶれるリスクがある。不安定さを強めている株などの資産価格の動向も、消費者マインドにはマイナス要因となろう。

1月の米実質小売売上高（自動車を除く、消費者物価でデフレート）は前年同月比+1.9%となった（名目ベースでは前年同月比+4.4%）。前月の同+3.2%からは鈍化したものの、3ヶ月移動平均では同+2.1%となり、ここ半年は+2%前後で好調に消費が拡大していることが示された。もっとも、新型コロナウイルスの米国内での感染が拡大し、緊急事態宣言が出される州も増えるなどしており、3月以降の消費にどの程度悪影響が出てくるのかが注目される。



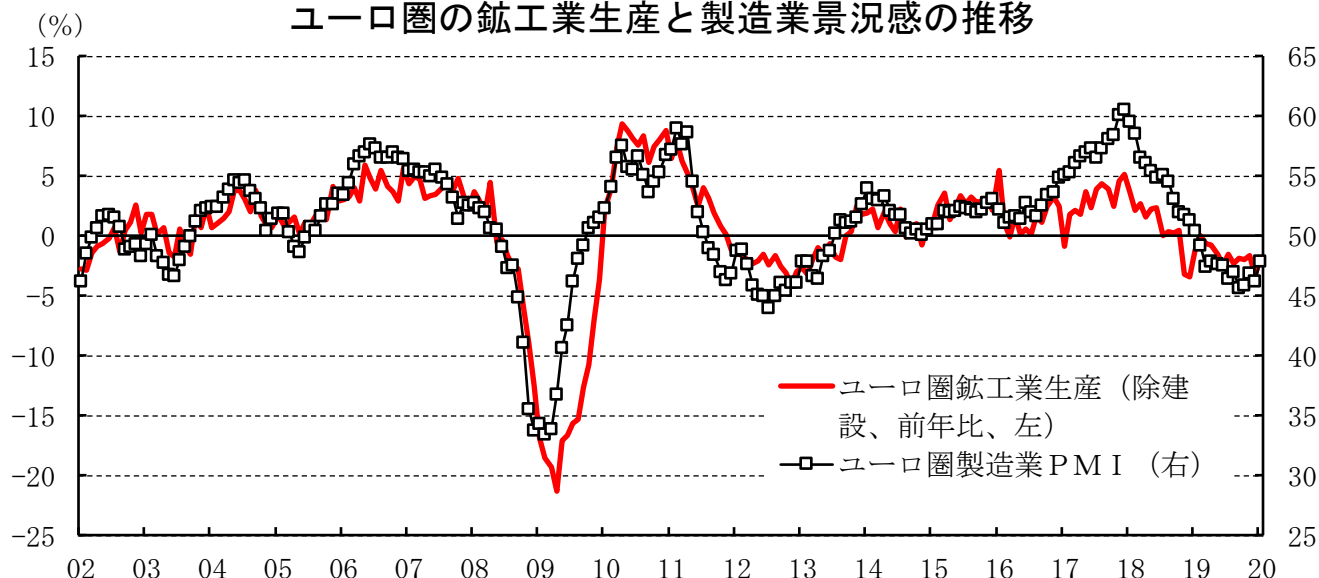
1月の米住宅販売戸数は、新築住宅が前年同月比+18.6%の76.4万戸、中古住宅が同+9.6%の54.6万戸とそれぞれ増加基調を維持した。新築は9ヶ月連続、中古は8ヶ月連続での前年対比増加。金利が低下基調を辿っていることで、需要が刺激されていると判断される。米住宅金融局が発表している12月の住宅価格指数は、前年同月比+5.2%と高い伸びが続いている。住宅市場は2月も好調に推移した可能性が高いが、3月については新型コロナウイルスによるマイナスの影響が出てくる可能性がある。

2月の米国消費者物価は前年同月比+2.3%、エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同+2.4%となった。コアベースでみた物価上昇率は昨年9月以来の高い伸びとなった。今後は、原油価格の急落によってエネルギー物価が下落に転じると見込まれる。一方、エネルギーを除いた分野では新型コロナウイルスの影響により、一部の財を除いて物価にも下押し圧力がかかる可能性がある。

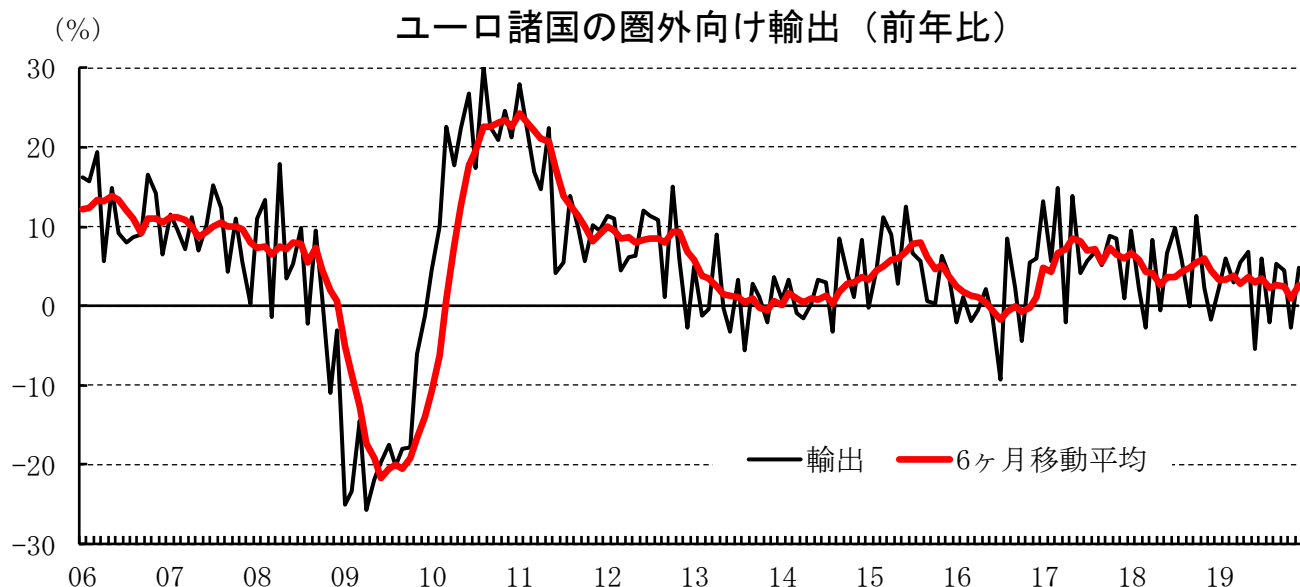
なお、FRBが物価統計の参考指標としている個人消費デフレーター（PCEデフレーター）は1月には同+1.7%（コアベースは同+1.6%）と、FRBが目標とする2%を15ヶ月連続で下回った。

【欧州】

ユーロ圏の鉱工業生産と製造業景況感の推移



ユーロ圏諸国の圏外向け輸出（前年比）



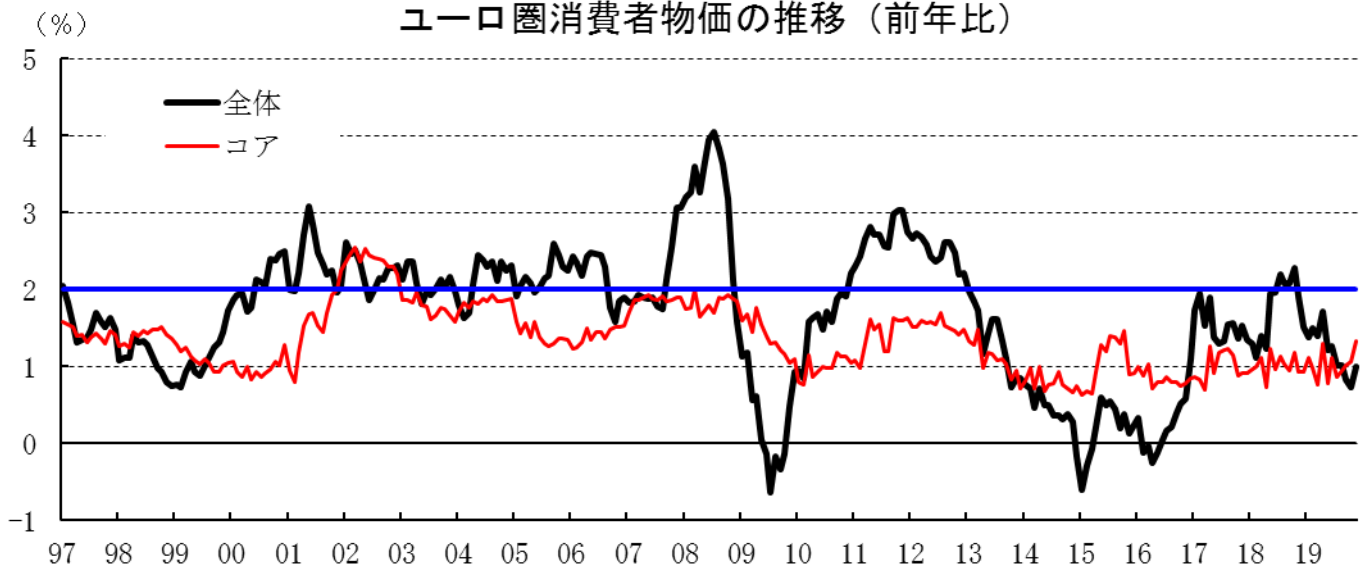
1月のユーロ圏の鉱工業生産（除建設業）は、前年同月比▲1.8%と11ヶ月連続での前年割れとなった。このところは前年対比▲2%前後での推移が続くなど低迷している。生産活動の先行指標となる受注面でも低迷が続いている。1月のドイツの製造業受注は前年同月比▲14%と18ヶ月連続での前年割れとなっている。ただし、マイナス幅は徐々に縮小しており、悪化には歯止めがかかりつつあることを示唆している。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業PMIは1月には49.2ポイントと、判断基準の分かれ目となる50を13ヶ月連続で割り込んだものの、水準は上昇傾向にあり、製造業を取り巻く環境が改善していたことを示唆している。しかし、足元では欧州圏でも新型コロナウイルスの感染が急拡大しており、3月には急低下する可能性が高い。

12月のユーロ圏の圏外向けの輸出は前年同月比＋4.8%と2ヶ月ぶりに前年水準を上回った。趨勢的には緩やかに減速していえるものの、米中貿易摩擦の“漁夫の利”もあって、減速のテンポは緩やかで、総じて見れば底堅く推移していたといえる。ただし、2月には中国での新型コロナウイルスの影響で、3月以降は域内を含めた世界的な感染者の拡大の影響で輸出が落ち込むことは避けられない見通し。

ユーロ圏実質小売上高の推移（前年比）



ユーロ圏消費者物価の推移（前年比）

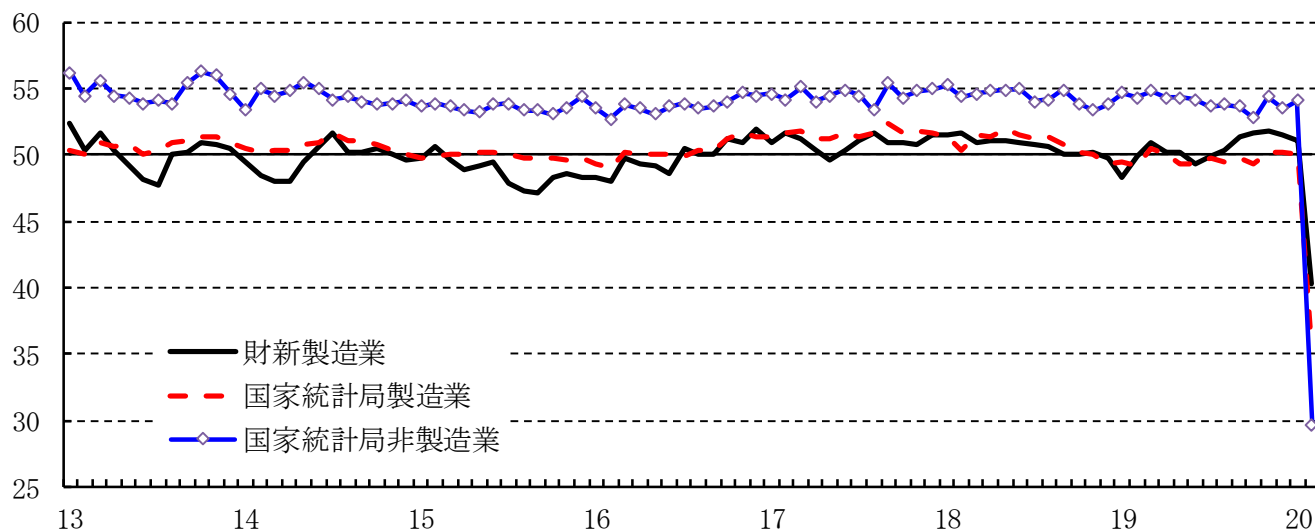


1月のユーロ圏の実質小売上高は前年同月比+1.7%となった。ここのところは伸び率がやや鈍化しているものの、総じてみれば好調な推移が続いているといえる。ただし、今後は域内での新型コロナウイルス感染者拡大の影響を受けて、小売上高も減少に転じる可能性が高い。

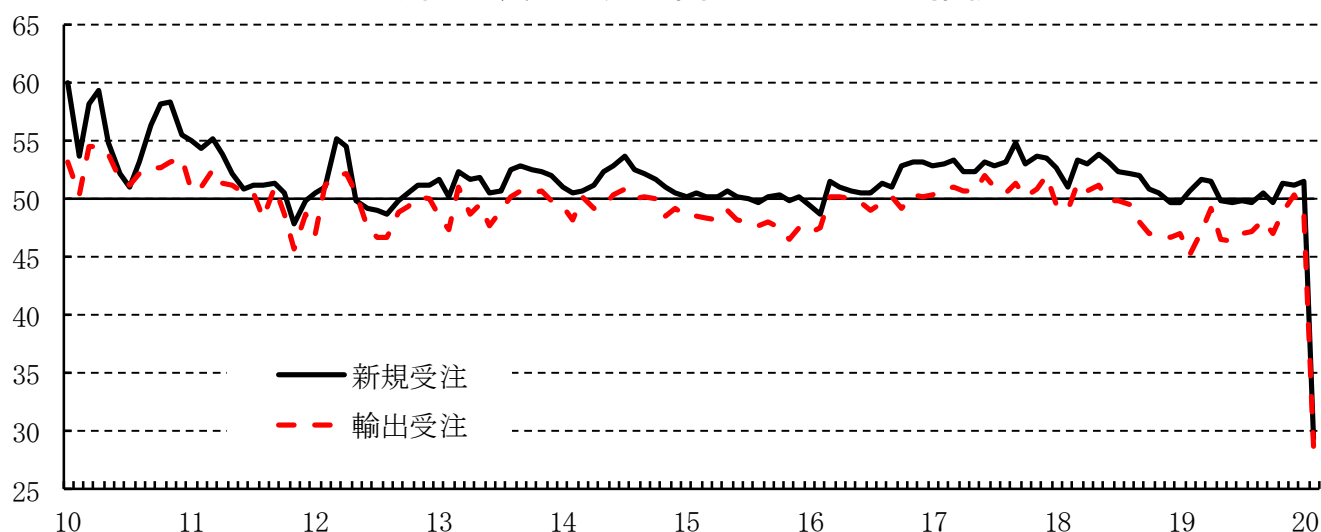
2月のユーロ圏の消費者物価は前年同月比+1.2%と、4ヶ月連続で1%台の伸びが続いた。エネルギーと食料品を除いたコアベースの伸びも同+1.2%で、1%台前半での推移が続いている。ECBが目指す2%程度の伸びからは下方に乖離した水準で一進一退の推移が続いており、物価上昇圧力が強まっている兆候は見られない。今後は、新型コロナウイルスの影響で物価には上昇圧力が働く分野と、下落圧力が働く分野に分かれると見込まれるが、全体としては需要の減退によって物価には下落圧力が働いていくと判断される。

【中国】

中国の企業景況感（PMI）の推移



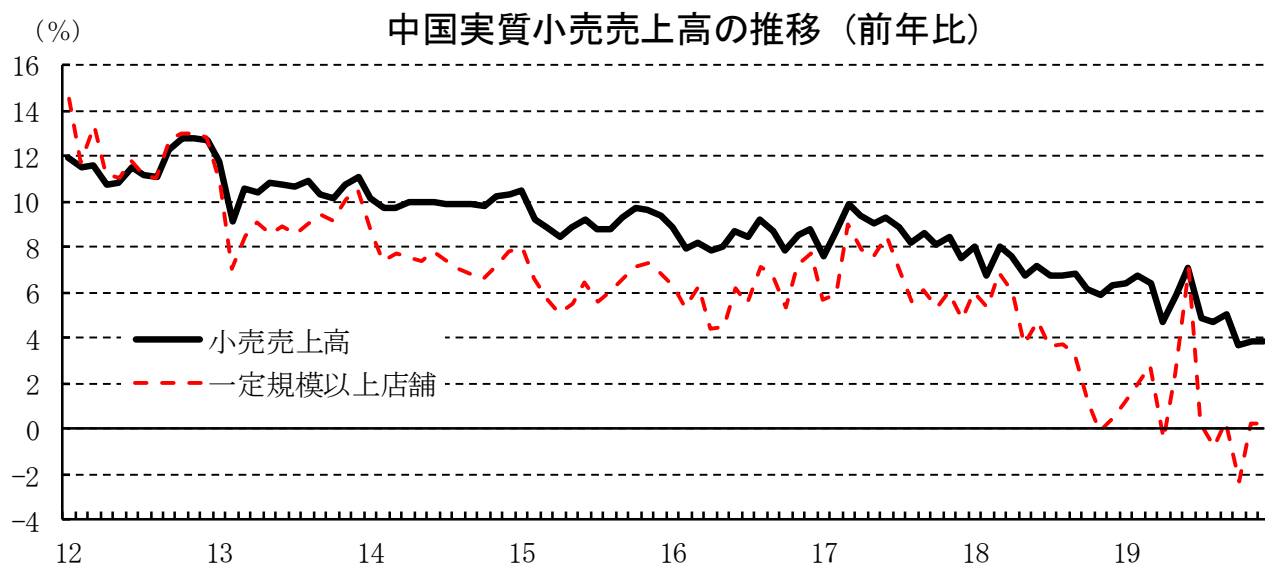
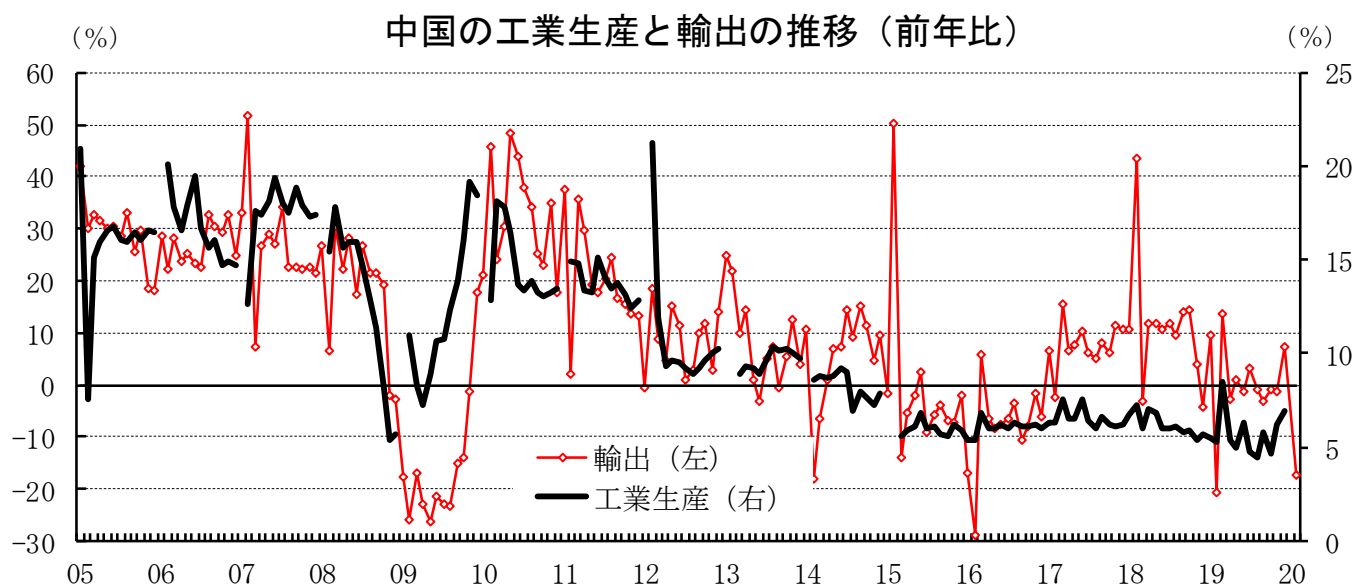
中国の製造業受注関連判断DIの推移



2月の中国の製造業PMIは国家統計局ベースで35.7ポイント、財新ベースでは40.3ポイントとなった。それぞれ判断基準の分かれ目となる50ポイントを上回っていた前月から急低下し、過去最低水準となった。新型コロナウイルスの国内蔓延によって、移動の制限などさまざまな経済活動が一時的に凍結したことの影響が、非常に大きかったことを示した。国家統計局による非製造業PMIは29.6ポイントと製造業を上回る落ち込みで、新型コロナウイルスの影響が個人消費により強く表れたことが示唆された。

生産活動に先行する項目を見ると、製造業新規受注判断DIは29.3ポイント、輸出受注判断DIは28.7ポイントと、それぞれリーマンショック直後の過去最低水準記録を更新した。

中国では、2月10日まで春節休暇を延長した後、湖北省など一部地域を除いて順次経済活動を再開させており、3月からは各種景況指数も持ち直しに転じると見込まれる。しかし、決して全面回復しているわけではないことに加え、足元では中国以外の国々で感染が急拡大していることから、回復への動きはしばらく限定的なものにとどまろう。

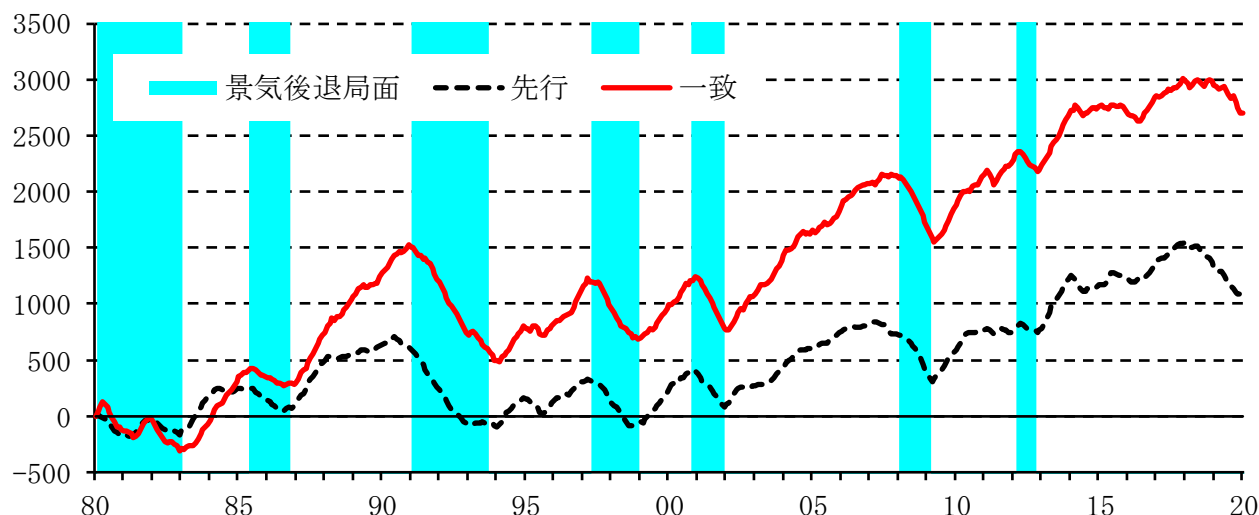


1-2月の中国の輸出（ドルベース）は前年同月比▲17.2%となった。昨年12月には同+7.4%と9ヶ月ぶりの高い伸びを記録、同月には米中貿易交渉で第1弾の合意に達したこともあり、回復への期待が強まっていた。しかし、新型コロナウイルスの国内蔓延による影響で、1月後半以降人の移動が制限されはじめ、生産網に著しい悪影響が及んだことが輸出の大幅減に繋がった可能性がある。3月以降は、国内での生産網は徐々に回復していくと期待されるものの、中国以外の国々で感染者が急拡大しているために、引き続き輸出は低迷する公算が大きい。なお、1-2月の工業生産も劇的な落ち込みとなると見込まれている（発表は3/16）

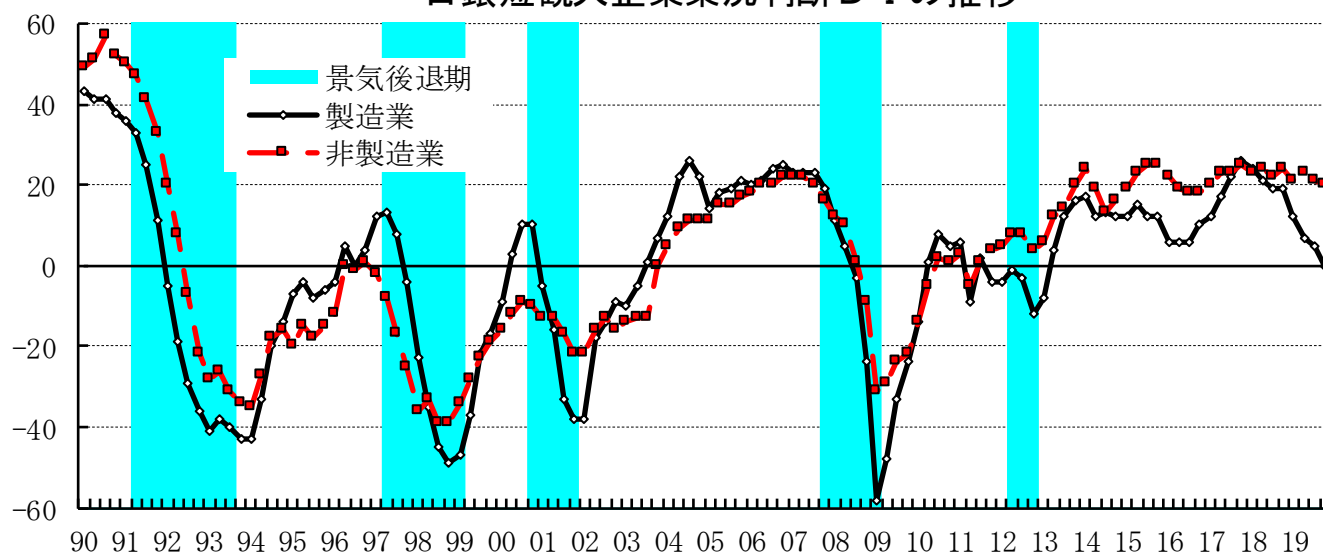
昨年12月の中国小売売上高は前年同月比+8.0%と、前月と同じ伸び率となった。一方、統計の信頼度がより高い一定規模以上の店舗の売上高は同+4.4%、そこから物価上昇率を差し引いた実質ベースの売上高は同+0.2%となるなど低位の伸びにとどまり、引き続き中国の個人消費低迷を示す結果となった。なお、年明け後の消費は、新型コロナウイルスの影響によって前年水準を大幅に下回る公算が大きい（発表は3/16）。

【日本】

日本の景気動向指数(DI累積指数)の推移



日銀短観大企業業況判断DIの推移



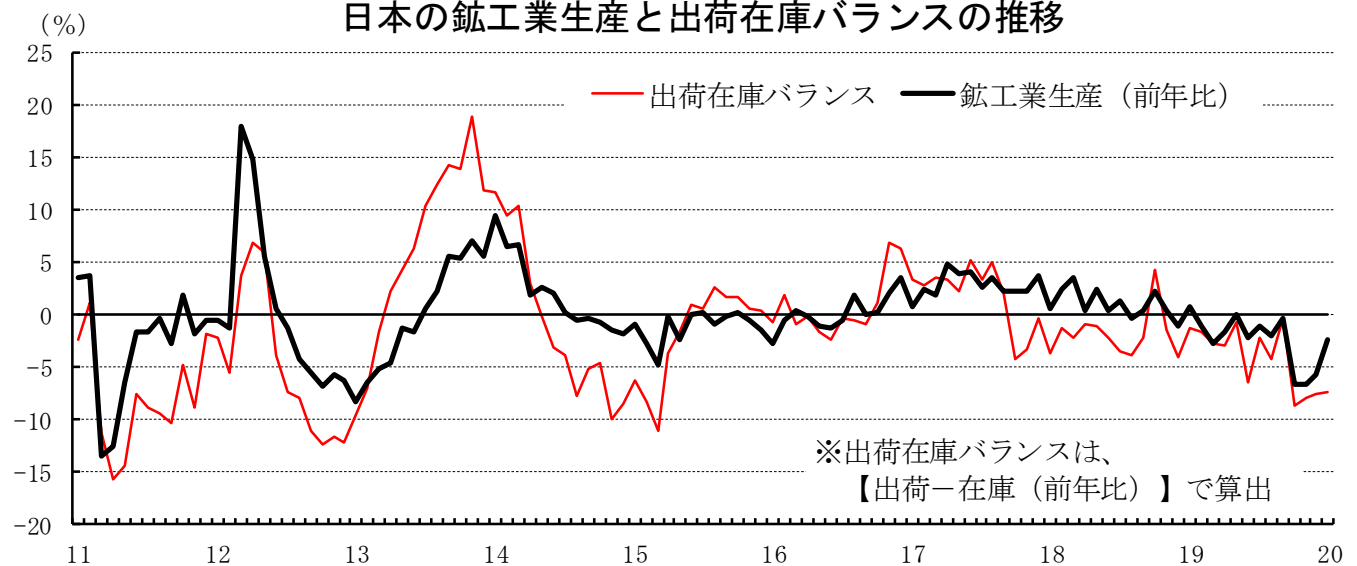
1月の景気動向指数は、C I 一致指数が4ヶ月ぶりに前月水準を上回った一方、同先行指数は前月から低下に転じるなどまちまちの結果となった。景気判断の有用なD I 累積指数では、先行指数が2ヶ月ぶりに前月から低下に転じ、18年1月をピークにした低下基調が続いている。また、一致指数は4ヶ月ぶりに前月から上昇したものの、こちらも昨年後半から低下基調が明確化し始めた。過去においては、D I 累積先行指数と一致指数がともに低下貴重にある局面は、景気後退局面と重なっており、日本の景気はすでにリセッションに入っている可能性が高い。

12月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断DIは0ポイントと、前回調査（9月）から▲5ポイント低下、2013年3月調査時（▲8ポイント）以来の水準となった。先行き判断DIも0ポイントと横ばいが見込まれている。一方、非製造業の業況判断DIは+20ポイントと、前回調査から▲1ポイント低下した。先行き判断DIは+18ポイントへの小幅低下が見込まれている。なお、3月調査の日銀短観では、新型コロナウイルスの影響を受けて、多くの業種で大幅悪化が見込まれる。

日本の鉱工業生産指数の推移

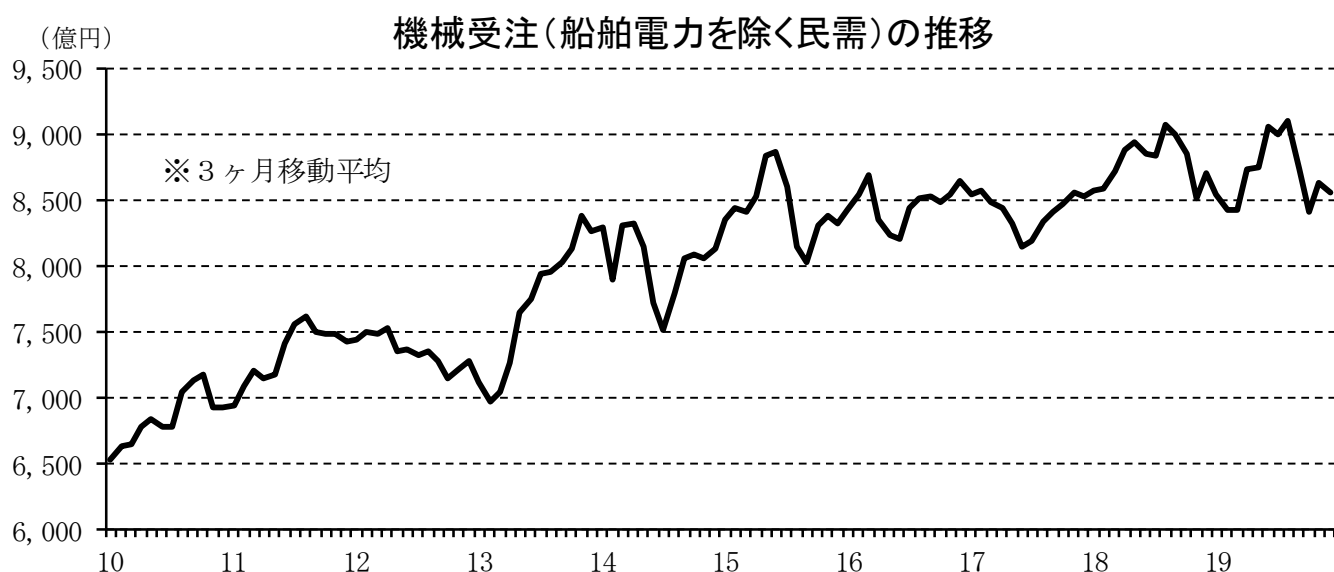
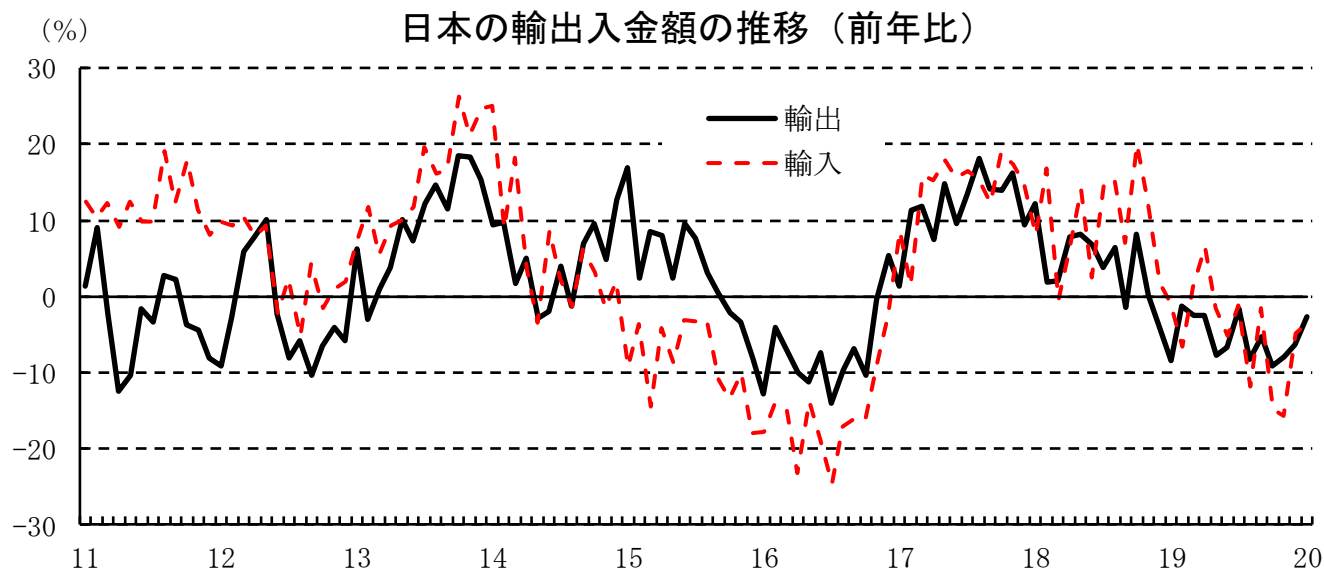


日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移



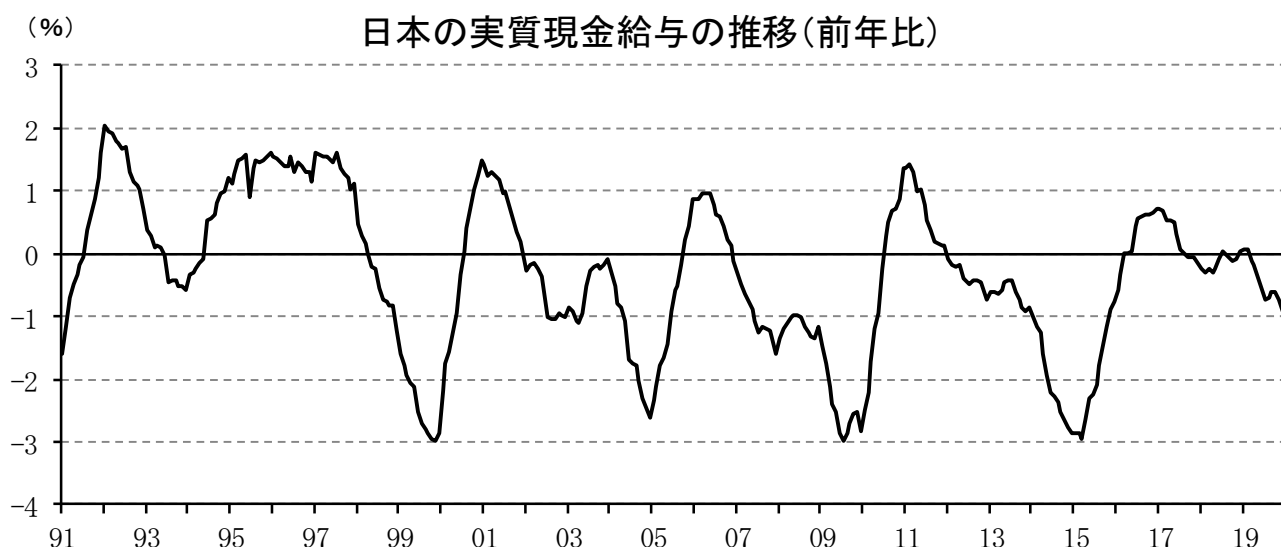
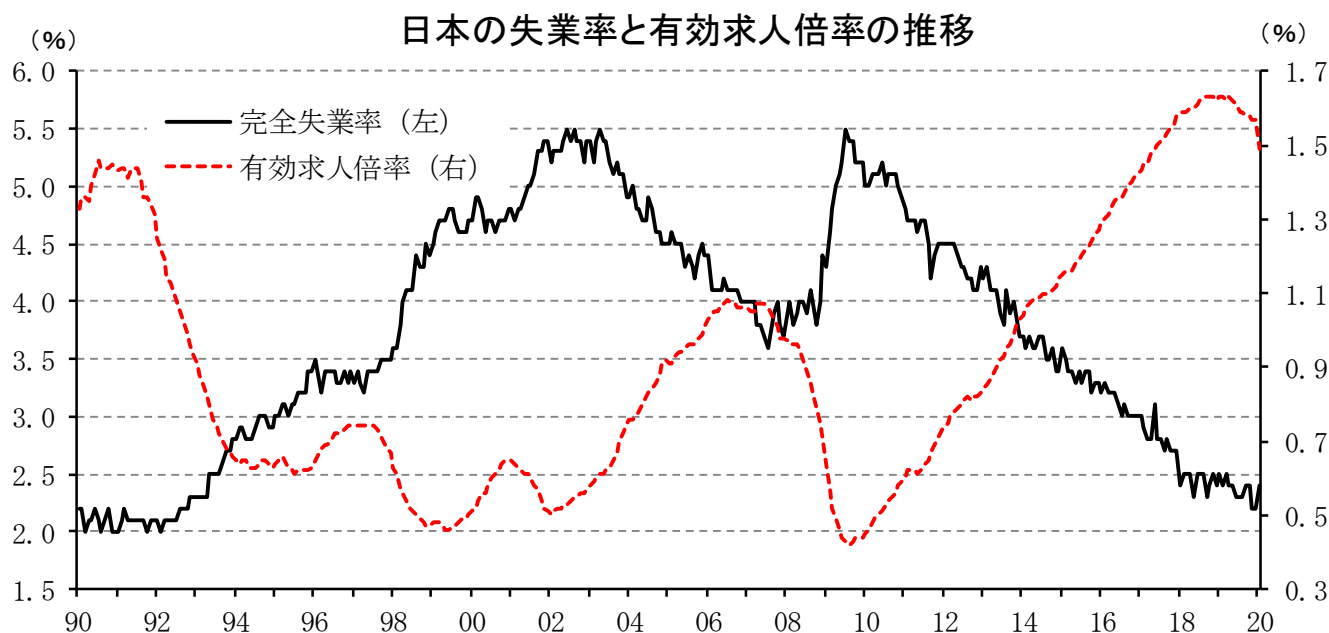
1月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%と、2ヶ月連続で増加した。鉱工業生産に数ヶ月先行する出荷在庫バランス（鉱工業出荷の伸びから鉱工業在庫の伸びを引いて算出）は、昨年後半に下ぶれた。背景には、消費税率引き上げ後に国内消費が落ち込んだことによる影響があると判断される。出荷在庫バランスの悪化は、在庫調整の遅れを示しており、日本の生産活動を取り巻く環境が（コロナウイルスの影響が出る以前から）厳しいことを示唆している。

先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、2月は前月比+5.3%、3月は同▲6.9%となっているが、新型コロナウイルスの国内外での感染拡大の影響から、生産計画を下回る結果になる可能性が大きい。



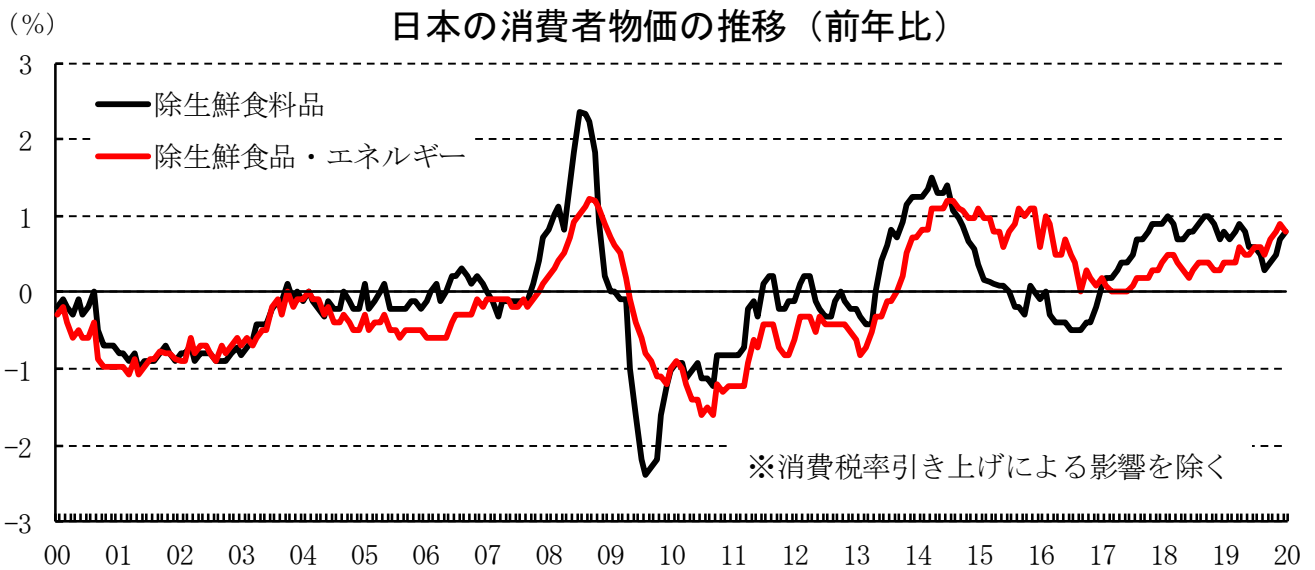
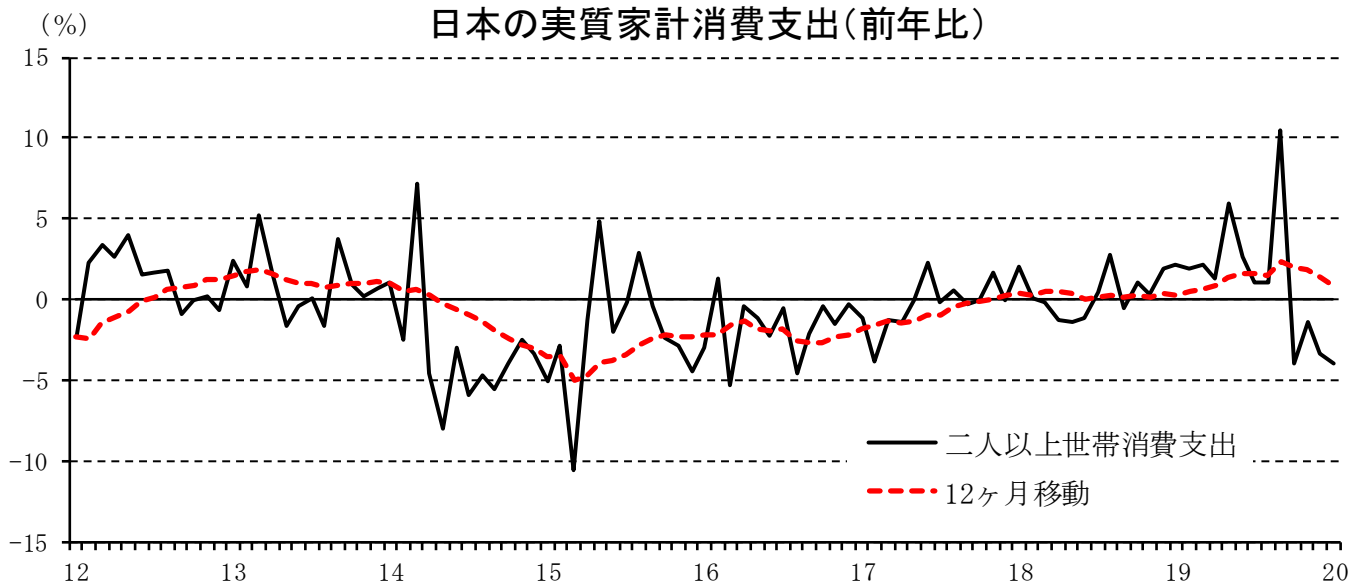
1月の輸出金額（円ベース）は前年同月比▲2.6%となった。前年割れは14ヶ月連続。地域別にみると、アジア向けが直近15ヶ月連続で前年割れとなったほか、米国向けも6ヶ月連続で前年水準を下回り、全体の足を引っ張っている。ただし、これまでの落ち込みは主に世界的な景気減速の影響によるもので、新型コロナウイルスの影響による落ち込みは2月には中国向けに、3月以降はその他の国向けの輸出の足を引っ張ると考えられる。需要自体が減少することに加え、移動制限がかけられている国や地域向けには物流が麻痺することの影響も貿易には足かせ要因となる。

設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力除く民需）は、12月には前年同月比▲5.1%と2ヶ月ぶりに前年水準を下回った。ここのところは一進一退を繰り返しながらも徐々に水準が低下してきており、設備投資が抑制気味となっていることを示唆している。ただし、生産環境の悪化を背景に生産設備の整備（更新や能力増強など）は抑制されているものの、AIやIoTなどの先端技術への対応を目的とした研究開発や技術革新のための投資、慢性的な人手不足を背景にした省力化投資に対する需要は底堅いとされている。もっとも、新型コロナウイルスの影響による経済活動への制約や、金融市場の混乱によって、当面は一時的にせよ失速するリスクもある。



1月の日本の失業率は2.4%と前月から上昇、3ヶ月ぶりの水準となったものの、引き続き低水準での推移が続いている。一方、有効求人倍率は1.49倍と前月（1.57倍）から急低下した。有効求人倍率は2018年から2019年にかけて高止まりしていたものの、昨年後半からは徐々に低下し始めており、労働需給が緩和し始めていることを示唆している。今後は、新型コロナウイルスの影響による経済活動制約から、雇用環境は悪化してくる公算がある。

1月の実質現金給与総額は前年同月比+0.7%と、4ヶ月ぶりに前年水準を上回った。ただし、12ヶ月移動平均ベースで基調を見ると、11ヶ月連続で前年割れが続いており、賃金環境は厳しい状態が続いていると判断される。2月以降は、新型コロナウイルスの影響でテレワークが推進されているが、これは残業時間の更なる圧縮に繋がり、時間外給与の押し下げ要因となる。そのほかでも、小売業や飲食業を中心としたサービス業では、雇用や賃金にマイナスの影響が強く出る可能性がある。



1月の実質家計消費支出（二人以上世帯）は前年同月比▲3.9%と4ヶ月連続での前年割れとなった。消費税率が引き上げられた昨年10月以降前年割れが続いている。季節調整済前月比で見ると、増税が行われた10月に▲11.5%となったあと、11月には+2.6%と一旦増加に転じたものの、12月には▲1.7%、1月には▲1.6%と、増税後の消費の落ち込みは反動減だけではないことを示唆している。2月以降は新型コロナウイルスの影響で、消費はサービス分野を中心にさらに冷え込んでいる可能性が高い。

1月の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は、前年同月比+0.8%と37ヶ月連続で前年水準を上回った。消費税率による価格上昇分を差し引いたベースでは同+0.4%。なお、生鮮食料品に加えエネルギーも除いた消費者物価も同+0.8%となった。全体として物価は底堅く上昇傾向が続いているものの、上昇率は日銀が目指す2%にはほど遠い状況が続いている。今後は、新型コロナウイルスの影響による需要減退や、円高の進展、原油価格の下落などが物価押し下げ要因となる。一方、供給制約に陥っているような分野では価格に上昇圧力が働くが、物価全体への影響では下押し圧力が勝ると考えられ、物価上昇率は鈍化傾向を辿る公算が大きい。

