

## コロナショックは経済危機に発展しうるのか

祖父江 康宏  
マーケットエコノミスト  
SMBC 信託銀行  
投資調査部



金融市場を揺るがすコロナショックは、経済危機に発展しうるのか。

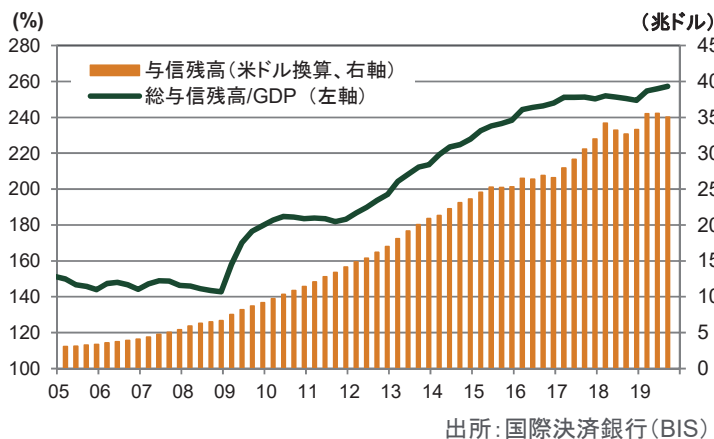
今回の問題は、経済的観点ではヒト、モノの移動が制限され経済活動が収縮すること、すなわち、モノ・サービスの供給が著しく滞ってしまっていることと整理される。一般的な経済危機が需要の急激な減少として表面化するのに対して、供給制約が景気への懸念事項となっている。供給制約自体は、程度の差こそあれ、日本でも相次ぐ大規模自然災害の発生により近年多発しているが、輸入による代替品の調達などが可能だったため、影響は一時的にとどまることが多かった。今回の問題も、供給制約であることを理由に、新型肺炎の終息後は繰越需要(ペントアップ・デマンド)によりV字回復に向かうという見方は強い。しかしながら、筆者の経済の先行きに対する見解はもう少し慎重だ。理由は、新型肺炎の世界的流行により、供給制約が世界で同時多発的に生じているためである。特定地域の局地的問題である自然災害と異なり、(1)国際物流網が寸断され、輸入での代替品の調達にも制約が掛かること、(2)製商品在庫、建物、設備などが毀損している訳ではないため復旧・復興需要が期待しづらいこと、(3)現在も世界中で感染が拡大しており、混乱が一時的にとどまらず長引く可能性があること、(4)経済政策での対応が困難な問題であることなど、同じ供給制約でも自然災害とは異なる側面が多く、経済活動の正常化には時間を要しそうである。供給制約の長期化は、繰越需要の喪失とともに、所得・雇用の減少、投資計画の修正などを通じ、消費、投資などの需要の抑制につながり得る。問題が長引くほど、正常化後の回復の勢いも削がれると考えられる。

もっとも、供給制約の長期化自体が経済危機に直結する訳ではない。一般的に、経済危機の発生には、危機の根本原因となる経済的不均衡の蓄積と、危機を誘発するイベント(トリガーイベント)を伴う。足元の事例に当てはめると、新型コロナウイルスの感染拡大により世界的な経済活動の収縮は避けられそうにないが、あくまで、これは危機誘発のトリガーと考えられる。今後、経済危機に発展するならば、その根本原因はコロナウイルスではなく、それ以前に蓄積していた経済的不均衡の急激な是正という形で表れることになるだろう。過去10年以上に渡る景気拡大の過程で様々な歪みが生じているが、特に潜在的影響が大きいとみられるのは、中国政府が「灰色のサイ\*1」として認識している過剰債務問題(図表1)や、株式の過大評価の一因となっている自社株買いのフィードバックループ(図表2)とみている。なお、筆者は米中貿易摩擦による景気減速も、同様の文脈で捉えており、それ自体が根本原因ではなく、経済的不均衡を是正するトリガーが引かれる可能性に注目してきた。米中対立と新型コロナウイルス問題が決定的に異なるのは、後者は人為的に問題をコントロールすることが困難な点である。政治による意思決定や金融・財政政策で事態を收拾することが期待しづらいことが金融市場の動揺につながっていると考えられる。

以上を踏まえた冒頭の問いに対する筆者の回答は、現時点で結論を下すのは時期尚早で、どちらの可能性も残されている、である。大局的にみるならば、問題の本質が、新型肺炎流行による景気減速から経済的不均衡(特に金融問題)の是正に移相しないかどうか、特に注視が必要な局面であることには間違いない。

\*1 発生確率が高く、潜在的影響も大きいのが、軽視されているリスクを、普段はおとなしいものの狂暴化すると対処が困難なサイに例えたもの

【図表1】 中国の非金融部門債務残高



【図表2】 自社株買いフィードバックループ(概念図)

