

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2500号 2020年03月30日(月曜日)

《 reverse pattern of $\sqrt{\quad}$ 》

この週末に日本や世界の経済、それに株式相場の戻りの形を考えていて「 $\sqrt{\quad}$ 」(ルート記号)の左右を逆にした形を思い浮かべました。政治家はよく「V」字回復を口にする。しかしそんな筈がない。特に新型コロナウイルスがしばらく人類に付きまとうと仮定するなら「V」はない。思い出したのが「 $\sqrt{\quad}$ 」記号の逆パターンだった。

コロナが世界を襲う前の世界や日本の経済は比較的高いレベルを保っていた。株式相場も非常に高い水準にあった。特にアメリカがそうだが、長い上昇過程を経た後の高原状態だった。しかしコロナ禍が深刻なことが分かった段階で、経済と相場はドスンと落ちた。恐らく相場の底打ちと反転上昇は、経済全体のアップトレンド転換よりも時期早くスタートする。その戻りは素早いだろう。それはもしかしたら先週の世界的な株価反騰がそれだったかもしれない。

しかし長くは続かない。なぜなら経済の底打ちと持続的回復はずっと遅れるからだ。なのでその前に相場は何度も折れる。恐らく「V」は無理だ。折れた後に相場がどう動くのか、そして経済がどのようなスピードでどのように戻り、元の水準を取り戻すのにどのくらい時間がかかるのか。それは分からない。単純な図式化は現実とは離れる。しかし一応の展開を図式にして頭に入れておくのは今後のマーケットを考える上で有用だろう。

今週のマーケットも引き続き波乱だろう。先週末のVIX指数は60台で依然として高い。世界では大部分の大きな都市、そして時には国全体(例えばインド)が「standstill」(停止状態)だ。しかしそれは経済・社会が今までとは著しく違った状態に入ったことを示す。経済や社会が大きく形を変えようとしている以上、マーケットは新たな均衡点を探し続ける。

明らかになりつつあるのは、世界経済の形が少なくとも当面はコロナ前の状態からわずかに数日で激変し、それが暫く続くことが確実となったことだ。「世界中が戒厳令下のようだ」(3月26日の日経新聞 大手航空会社の幹部の言葉)という言葉は当たっている。そして今後も、今まで我々が慣れ親しんできた「開かれた国境」「人の往来の激しい都市」「自由な外出」といった常識は過去のものとなった。頭を一回切り換えることが必要だ。頭ばかりでなく「行動変容」(人間が行動を変えること)が必要だ。

今回の新型コロナウイルスはSARS(重症急性呼吸器症候群)のように半年余で完全制圧

されそうもない。有効な治療薬としてのアビガンもようやく量産が始まったところで、治療に有効だったという報告も多数上がってきているが、副作用の心配もある。

「集団免疫」（一度感染した人がウイルスの抗体を持って増えることで感染者が減少していくというもの）を作り出すワクチンや対抗薬（インフルエンザにとってのタミフル）が出来れば、局面はがらりと変わる。新型コロナウイルス禍が、今のインフルエンザの立ち位置になることを意味するからだ。インフルエンザで死亡する人は年間アメリカで3万7000人（トランプ大統領が挙げた数字）に達する。それにも関わらず人々の社会・経済活動が大きく制約されることはない。

対抗薬やワクチンが広く世界で使われる状態になるまで、新型コロナウイルスは日々感染者の数と死者の数が報告される「恐ろしい感染症」とどまり、それを恐れる世界中の政治家は対抗措置を発動し、オン、オフを繰り返さざるを得ない。それはそれぞれの国の経済、世界の経済・社会の形を大きく変える。マーケットも「長期化する新たな事態」(new normal)への対応を迫られる。

《 pandemic will be over someday 》

アジアの一部の国で見られる「ピークアウト」（感染拡大の頭打ち）は、いずれ世界の各国にも訪れると思われる。検証が必要だが、中国は政府が「ピークは過ぎた」と言っている。酷い状態だった欧州の一部の国でも感染者の日々の増加が減少に転じている。理由は過去に例のない厳しい感染拡大防止策だ。多くの国が厳しい入国規制を敷き、必要最低限を除き国内移動も禁止し、大きな都市をロックアウト（家からの原則外出禁止）した。感染症の「感染」は、人と人との接触で生じるから、social distancing（人と人が距離を置くこと）を徹底すれば感染拡大は確実に防げる。

世界で最初に厳しい措置を導入した中国では、感染禍の最初の発生地である湖北省武漢でも「4月8日に都市封鎖の解除」という動きに至った。同省ではこのところずっと新規感染者が「ゼロ」と報告されている。疑念はある。しかし実際に武漢の封鎖解除が4月8日に行われれば、中国における制圧の何よりの証拠となる。さらに言えば、3月初めの開催予定が延期されていた全人代の開催が発表されれば、中国の感染コントロールは本物だ。要人数千人が集まる会合を感染リスクが残る中で開くことは出来ない。

恐らく世界各国でも、厳しい家ごもり命令、国境封鎖の成果はいずれ出てくる。他の人に感染させなければ、世界各国がメドにしている3~5週間の間にウイルスは個々の患者の体から抜けて出る。時には患者を死に至らしめるが、固体にとどまるウイルスの寿命はその程度だと考えられる。だから厳しい規制を敷き、国境を閉じた国でいずれ患者数は減少し、死者も減る。

問題は「その後」だ。急激な経済活動の戻りはあるだろう。中国の政府当局者は最近「中国の経済は今年第2・四半期には急速な戻りとなるだろう」と発言した。武漢での工場再開は既に一部で進み始めていた。封鎖の全面解除となれば中国経済は「再稼働歩調」になる。

それは間違いない。良い材料だ。

しかし「新型コロナウイルスをコントロール出来た」と自慢する中国でも、湖北省以外の省では50人前後の新規感染者が今も毎日出続けている。新型コロナウイルスの撲滅が難しいのは、今の世界中が実施している「家から出るな」という規制の方法では、家庭内感染を全く防げないことだ。王侯貴族のように数多い部屋を持つ家に住む家族は、「一人一部屋」と分散生活をし、接触を回避できる。しかし世界にそんなことが出来る家庭は少ない。途上国などでは狭い家に多人数が住むケースが多いし、路上生活者もいる。規制を無視する人もいるだろうし、多分コロナ禍は今後も続く。

- - - - -

問題は「タイミングの齟齬」だ。例えば今は中国がピークアウトと生産活動の再開の時期だ。しかし一方で欧州とアメリカでは感染拡大のピークだ。人々は外に出られない。ネットショッピングの興隆は当然あるだろうが、それでも感染拡大が続いている国では消費総体は大きく落ちる。産業の要である自動車産業が、売れ行き不振で工場の一部閉鎖に追い込まれているのは良い例だ。ネットで車を買う人はまだ少ない。消費水準がある程度保てるのは、ネットで買えるものに限られる。

とすると「中国の経済は今年第2・四半期には急速な戻りとなるだろう」という発言は、「ピークアウトした中国での需要反転を満たせる範囲」という意味合いだと理解できる。欧州からもアメリカや日本からも需要があって、それをフルに享受できる中国産業の再活性化を想像するのは難しい。つまり各国によって感染拡大と収束のタイミングの齟齬が生じる中では、なかなかそれぞれの国の産業（販路もサプライチェーンも国際化している）を元通りの操業率に戻すことは難しい、ということになる。

そのサプライチェーンも問題だ。今の世界経済（製造面）の特徴は、部品の段階から複雑にいくつもの国が絡み合う形になっていることだ。中国のコロナ禍が収まっても、チェーンにからむ他の国の感染が収まらない状態では、チェーンが切れたままで各種部品の調達不足が生ずるだろう。製品を完成できない。労働者の確保も問題だ。中国でも依然として各省での感染状況の差で工場の労働者確保が難しいと報告されている。

特に欧州各国の回復は難しい問題に直面する。欧州各国が共通にピークアウトを達成し、国民世論が賛同した後に国境封鎖解除、人の移動の自由を認めないと経済のレベルを元に戻すことは難しい。今の欧州は「移動自由な国境」という夢は完全に打ち砕かれ、各国が相互に検問を強化し、国境を閉ざしている。相互不信を払拭するには相当時間がかかるだろう。各国の政治は国民の意思に従って動く。政治を横に置いて経済を統合したEUの限界が今回顕著になった。

足早で持続的な経済の回復、いわゆる「V字回復」は世界全体（少なくとも世界経済の主要プレーヤー）の感染拡大がほぼ同時にピークアウトし、その後にタイムリーな経済政策により生産・消費が同時回復することが前提だ。ワクチンや対抗薬が出来ればそれは可能だ。G7もG20もその努力を約束している。しかしそれには少なくとも時間がかかる。筆者が√

の左右逆転パターンを想定する理由だ。

《 lower growth and elevated unemployment rate 》

世界経済の展開は以下のようなことになると推察される。

1. 世界経済の活動レベルは GDP で見て四半期ベースだけでなく年単位でもかなり低下する。一旦大きく落ちたあと回復するにしても、元の水準に戻るには時間がかかるし、感染の再拡大の危険性（またまたのブレーキ）が常に残る

2. 雇用のレベルは一旦大きく落ちた後に経済活動再開で少し戻るだろうが、元の水準に回復するには時間がかかる。なぜなら感染の再拡大のケースには大規模集会・外出禁止などの事態が予想され、様々な分野で雇用主が人の雇用に慎重になる可能性が強い。テレワークの増加など、働き方も大きく変わる

3. 世界貿易のレベルもなかなか回復しない。世界的な人の移動が元に戻るには時間がかかるし、感染と沈静化のタイミングが世界各国で齟齬する可能性が高い為だ

ただし重要なポイントがある。感染拡大がぶり返すケースにおいては「禁止・自粛」という社会的ブレーキと沈静化の後の「解除・経済活動の再開」という経済面でのアクセルは交互に踏まれ、アップダウンが激しい展開となる。しかし金融と財政の「超刺激的運用」はずっと続く。為政者はそうせざるを得ない。利下げは世界的な動きだ。さらに世界中の国は外出禁止、失われた雇用への財政支出を約束している。世界共通だ。

国の財政の視点で見ると、支出の総額はそれぞれの国の GDP や国家予算から見て非常に大きなものになる。財政や金融がウイルスの特効薬になることはないが、いつもの超緩和期のように実体経済に放出された資金はどこかに向かわなければならない。「cash is king」という考え方は、その一部は家庭や銀行口座を含めて様々なところにホーディングされることを意味する。それはいつでも動き出せるマネーとなる。

今週の主な予定は以下の通り。

03月30日（月曜日）	米2月中古住宅販売仮契約
03月31日（火曜日）	2月失業率・有効求人倍率
	2月鉱工業生産
	2月商業動態統計
	2年国債入札
	中国3月製造業PMI
	米1月S&PコアロジックCS住宅価格指数

	米 3 月 CB 消費者信頼感指数
0 4 月 0 1 日 (水曜日)	3 月調査日銀短観 3 月自動車販売台数 ユーロ圏 2 月失業率 米 3 月 ADP 雇用統計 米 2 月建設支出 米 3 月 ISM 製造業景況指数
0 4 月 0 2 日 (木曜日)	3 月マネタリーベース 10 年国債入札 米 2 月貿易収支 米 2 月製造業受注 台湾市場休場(～3 日)
0 4 月 0 3 日 (金曜日)	米 3 月雇用統計 米 3 月 ISM 非製造業景況指数

米経済指標では 3 月 ADP 雇用統計、3 月 ISM 製造業景況指数、3 月雇用統計、3 月 ISM 非製造業景況指数などが注目。ほとんどの指標の市場予想は大幅な悪化を見込む。中でも注目は 3 月の雇用統計だ。先週 26 日に発表された新規失業給付申請件は過去最多の 328 万件に急増した。その前の発表数字に比べて 300 万ほども多い数字。

「いずれアメリカの失業率は 30%になる」とも言われる中で、2 月段階で 3.5%だった米失業率がどの程度まで上昇するのか。マーケットは大幅上昇を予想しているが、その程度が問題だ。あと今後の労働市場を占う上で重要なのは「どの分野で雇用が増えるのか」だろう。当然解雇の嵐が起きているが、一方で配達や医療機器（人口呼吸器など）生産、新薬開発などの分野では新たな雇用の創出も期待できる。各分野の雇用の増減で、今後の経済の行方も見ることが可能だ。

日本の経済統計も、本格的に新型コロナの影響を反映し始める。国内では 31 日に 2 月の有効求人倍率と鉱工業生産。4 月 1 日には日銀短観(3 月調査)が出る。短観も相当な悪化が予想される。円高と円安の両方を短時間で体験したドル・円相場は今週も落ち着きどころを探す動きとなる。ドル不足が一巡したという事情からは、円高再燃の可能性もある。

新型コロナのまん延がピークアウトした中国では、経済回復の速度を占う上で重要な 1 日の 3 月製造業 PMI (購買担当者景況指数)は見逃せない。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。東京は「不要不急の外出自粛要請」が出ている中での二日間でした。しかし土曜日が「季節外れの暖」だったのに対して、日曜日は「季節外れの寒」。対照的な土日でした。土曜日は必要な買い物に短時間出掛けましたが、日曜日は寒いこともあ

ってほとんど家で過ごした。多分東京、そして日本の感染者増加ペースを見ると暫く外出自粛要請は続き、急増するとさらに強い措置が打ち出されそうな気配。

印象として持ったのは「2 日間を原則的に家で過ごす」というのは長いということ。人間は社会的動物なのに、感染症が猛威を振るう中では人との接触を長く我慢することが必要。「social distancing」は不可欠です。個々人が自分に課す義務だし、それを継続することが社会的責任だと思う。

そこでどう時間を過ごすかというのが今後の課題だが、最近面白いアプリをスマホに入れました。「知っています」「使っています」という方も少なくないと思う。しかしまだの方もおられるでしょうからお知らせします。それは「zoom」です。iOS (iPhone) でも Android (その他の主要スマホ) でもアプリショップから 1 分もかからずに簡単にダウンロード出来る。一定範囲で使用する分にはダウンロードは無料です。名前やメールアドレスを入力し、セキュリティ関連の設定、そして対話相手のメルアドを入れればもう使えます。スマホに慣れた方だと 5 分もかからない。

実はこのアプリ、テレビ会議やリモートワーク (テレワーク)、それにオンライン授業に使われているツールの一つ。ビジネスや教育の場で使われているツールなので「大がかりな仕掛けが必要では」と思うのですが、実は違う。実に実に簡単に使えます。メールアドレス入力後は誰かが「主催者」になって相手を呼ぶだけ。

相方 (複数も可) には「呼ばれてますよ..」というメールが届くので、そこに記載された URL をクリックすれば直ぐに映像付きの会話を開始することが出来る。チャットや机の上の原稿を映し出すことも可能だし、PC 上の書類の画面を相手に映し出すことも出来る。あまりにも簡単に使えるので、私もビックリした。

むろん、「今は化粧を落としているので自分の顔を相手の画面に出したくない」というケースもある。その時は「映像オフ」にすれば、こちらサイドの映像は出ていかない。zoom を作っている会社は最近の株式市場では注目株の一つですが、使って見ればその理由は一目瞭然です。

テレビ会議やリモートワークにはいろいろなシステムが使われている。システムを作っている会社にはズームの他にスラック・テクノロジーズ、マイクロソフト、シスコシステムズなど数多い。企業・団体の場合には秘匿性も必要なので企業独自のシステムを使っているところもあると思う。しかし我々一般人には紹介したようなお手軽・経費要らずのシステムでも十分だと思う。出張中のお父さんでも子供の宿題を手伝えるし、別の場所に住むお爺ちゃん、お婆ちゃんとも顔を見ながら簡単に会話を交わせる。

最近、私の友人の間では「zoom 飲み」なる言葉も登場している。気の合った 3~4 人 (それ以上でも良いが) を誘って、それぞれ異なった場所で酒を飲み、映像を映したり、自分が呑んでいる酒の銘柄を見せ合ったりなどして会話をする。コロナ禍が長引けば一気に広まる気がする。コロナウイルス禍がいつ収まるかは誰にも予想できない。その場合、学校の休校とか企業の出勤停止などテレワーク中心の生活は長くなる可能性がある。

もっと優れたシステムは出てくるかも知れないが、とりあえずの親しい人との交流ツールとして zoom は良いのではないのでしょうか。開始の敷居が低い。簡単に友人、学校友達、遠くの家族と顔を見ながら遊び感覚で会話ができる。お金もかからない。PC でもスマホでも使用可能です。あとはネット環境だけ。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は三井住友トラスト基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、三井住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》