

# COVID-19と我が国の中長期的課題

SMBC日興証券株式会社

金融経済調査部 部長 金融財政アナリスト 末澤豪謙

資料作成 2020年6月19日

SMBC NIKKO CAPITAL MARKETS LTD SMBC NIKKO SECURITIES AMERICA, INC SMBC日興証券株式会社

本プレゼン資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また本プレゼン資料に記載された意見や予測等は、プレゼン資料作成時の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。投資判断等のご利用に際してはご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。

本プレゼン資料についての注意事項は末尾をご覧ください。



SMBC日興証券

## (構成)

### 1. COVID-19と我が国の中長期的課題

- ① COVID-19パンデミック
- ② 世界経済と金融市場の動向
- ③ その他のリスク要因
- ④ 最近の国債市場
- ⑤ 今後の備え

### 2. 参考資料

# ・概要説明資料

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミック  
（世界的大流行）は100年に一度の危機か？



過去、危機は繰り返されてきたが、近年、頻度が上昇



グローバル化の影響等で今後は危機の発生が普通に



日本財政・日本国債の真の危機とは



今後の必要な備えは、想定外を想定内に

# ①COVID-19パンデミック

- ・スペイン風邪以来の規模と影響？

# 新型コロナウイルス感染症(COVID-19)パンデミックの経緯

## 2019年

12月31日 中国湖北省武漢市で原因不明の肺炎検出、WHO通知(11月22日感染確認)

## 2020年

01月05日 WHOが新型肺炎のアウトブレイク(集団発生)を発表

01月07日 中国当局により、**新型コロナウイルス(2019-nCoV)**が原因と特定

01月20日 中国の習近平国家主席が新型肺炎に対し重要指示を発出

01月21日 中国国家衛生健康委員会の鐘南山チーム長が「ヒト-ヒト感染」を確認、WHOの西太平洋地域事務局も「幾例かのヒト-ヒト感染が明確化」と発表

01月23日 中国が武漢市を封鎖(但し、500万人以上が市外へ流出済)

01月24日 中国が春節休暇入り(30日まで⇒延長)

01月30日 WHOが23日に見送ったPHEIC(国際的な公衆衛生上の緊急事態)宣言

02月11日 WHOが新型コロナウイルス感染症の正式名称を「**COVID-19**」に

03月11日 WHOがCOVID-19のパンデミック(世界的な大流行)を宣言

03月24日 IOCが東京オリンピック・パラリンピックの1年延期を発表

04月07日 安倍首相が「新型インフルエンザ等対策特別措置法」に基づき、新型コロナウイルス感染症に関する緊急事態が発生した旨を宣言(5月6日迄)

04月16日 緊急事態宣言を全国に拡大、05月04日 緊急事態宣言を5月31日まで延長

05月14日 緊急事態宣言を39県で解除、21日 大阪・京都・兵庫の2府1県解除

05月25日 緊急事態宣言を全面解除、「新しい生活様式」

# ヒトに感染するコロナウイルス 新興感染症の発生・世界的な流行が増加

## ○ヒトに感染するコロナウイルス (Human Coronavirus: HCoV) の特徴

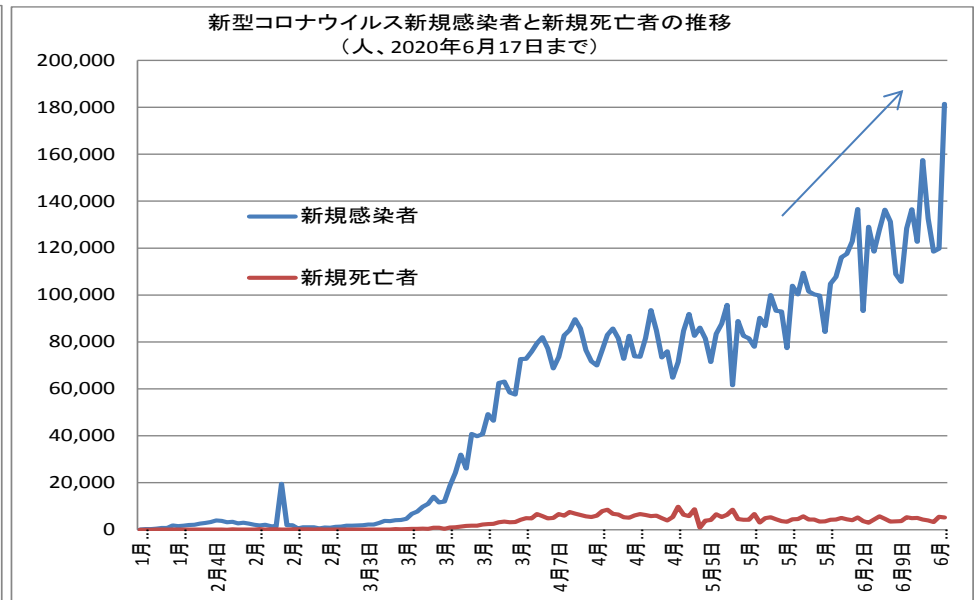
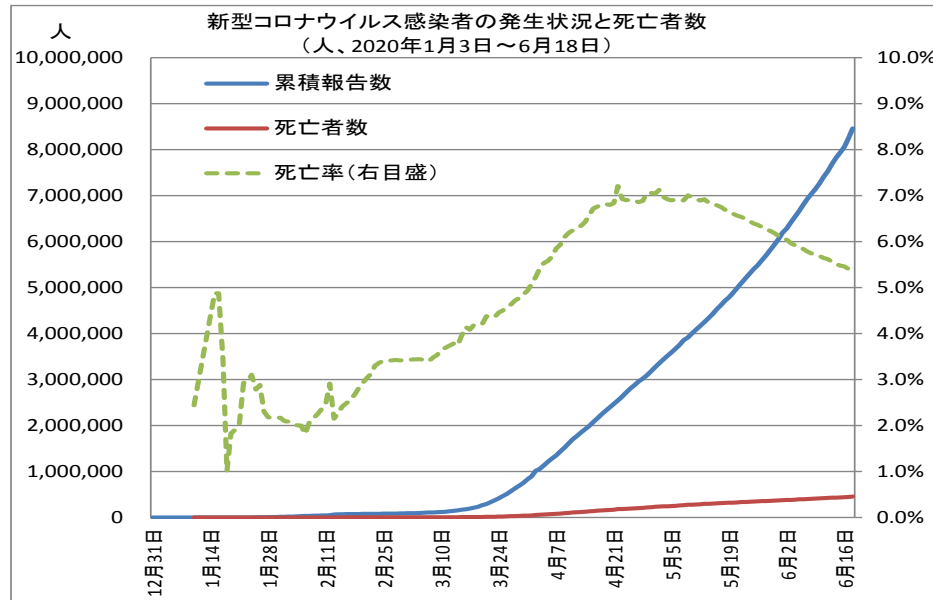
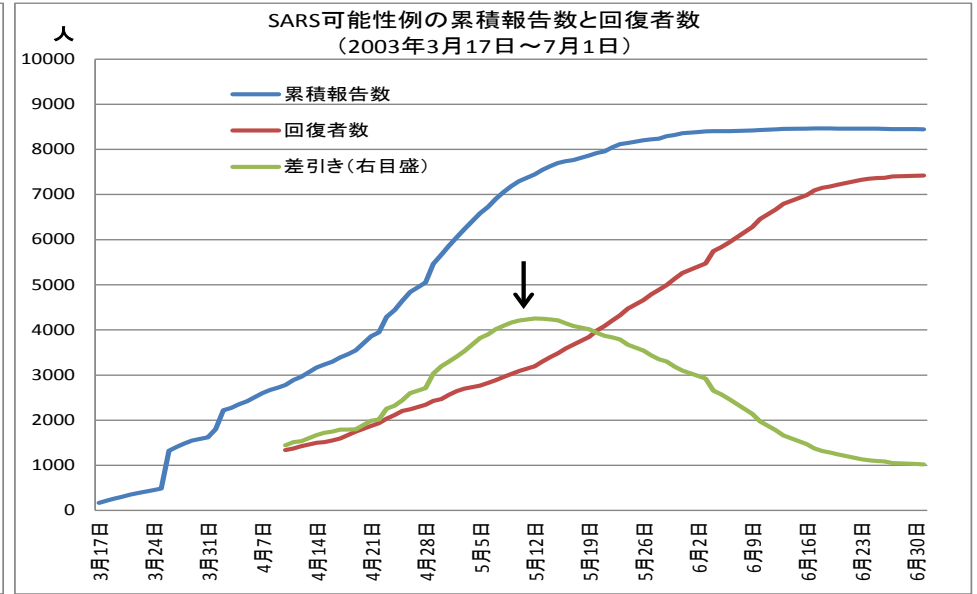
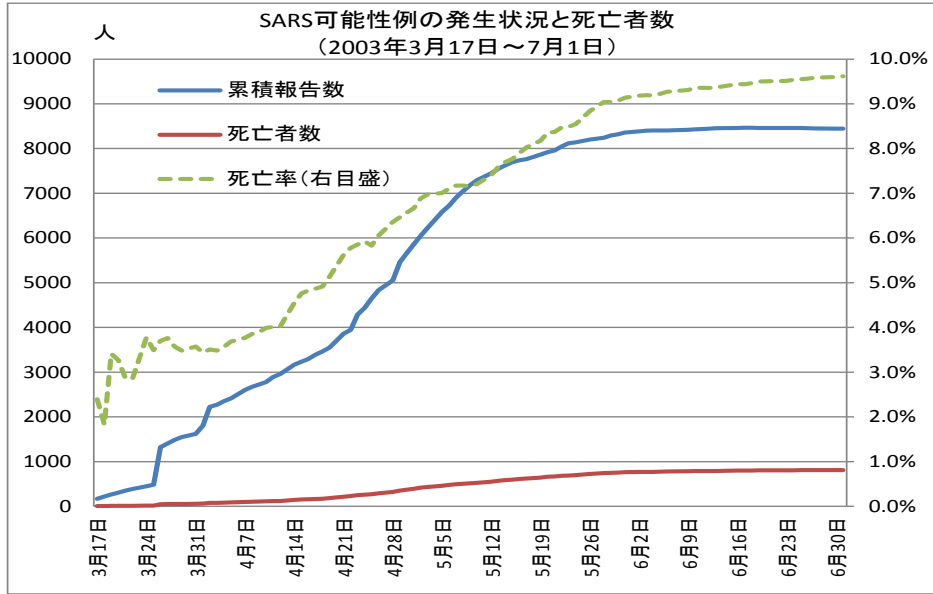
ウイルス名	HCoV-229E、HCoV-OC43、HCoV-NL63、HCoV-HKU1	SARS-CoV	MERS-CoV	SARS-CoV-2
病名	風邪	SARS 重症急性呼吸器症候群	MERS 中東呼吸器症候群	COVID-19 新型コロナウイルス病
発生年	毎年	2002年～2003年7月 5日終息	2012年～現在	2019年～現在
発生地域	世界中で人類に蔓延	中国広東省	アラビア半島とその 周辺地域、全症例の 80%以上はサウジア ラビア	中国湖北省 (武漢市)
宿主動物	ヒト	キクガシラコウモリ(中 国南部に棲息)、ヒトへ の感染はジャコウネコ から	コウモリないしヒトコブ ラクダ(中東・アフリカに 棲息)ヒトへの感染はヒ トコブラクダから	不明、中国に棲息する 野生動物か? 自然宿 主がコウモリで中間宿 主がセンザンコウ?
死亡者数/感染者	不明/70億	774/8,098	861/2,499 (2019年12月31日)	445,535/8,242,999 (2020年6月18日) WHO発表分
症例致死率	極めて低い	9.6%	34.5%	0.1～7%?
感染者の年齢	多くは6歳以下、全年 齢に感染する	中央値40歳(範囲0 ～100歳)、子供には 殆ど感染しない	中央値52歳(範囲1 ～109歳)、子供には 殆ど感染しない	20歳以上が多い? 1歳未満感染も若年 層軽症多
主な症状	鼻炎、上気道炎、下 痢	高熱、肺炎、下痢	高熱、肺炎、腎炎、 下痢	高熱、肺炎、下痢、 頭痛等
重傷者の特徴	通常は重症化しない	糖尿病等の慢性疾 患、高齢者	糖尿病等の慢性疾 患、高齢者、入院患 者	糖尿病や呼吸器系 の慢性疾患、高齢者
感染経路	咳、飛沫、接触	咳、飛沫、接触、便	咳、飛沫、接触	咳、飛沫、接触?
ヒト-ヒト感染	1人⇒多数 冬季に流行のピーク	1人から1人以下、スー パースプレッダーによ り、多数への感染拡大 が見られた	1人から1人以下、スー パースプレッダーによ り、多数への感染拡大す ることがある	
潜伏期間	2-4日 (HCoV-229E)	2-10日	2-14日	1-14日

## ○WHOの国際的な公衆衛生上の緊急事態(PHEIC)宣言は6回目

(当初はコレラ、ペスト、黄熱病、天然痘が対象)

- ・2009年4月: 豚インフルエンザA (H1N1、新型インフルエンザ)
  - ・2014年5月: 野生型ポリオウイルスの国際的な拡大
  - ・2014年8月: エボラ出血熱の西アフリカでの感染拡大
  - ・2016年2月: ジカ熱の国際的拡大
  - ・2019年7月: コンゴ民主共和国におけるエボラ出血熱の発生
  - ・2020年1月: 新型コロナウイルス(2019-nCoV)による肺炎の発生  
⇒COVID-19(2月11日)  
⇒3月11日、WHOパンデミック宣言
- ⇒背景にグローバル化と気候変動が影響している可能性

# SARSとCOVID-19 SARSは7月5日に終息したが、COVID-19は南半球に拡大



## ②世界経済と金融市場の動向

- 過去の危機に比べ「コンテイジョン」のスピードが格段に速い
- 感染の第2波、第3波の可能性は？



○2020年の世界経済は**新型コロナウイルス感染症(COVID-19)のパンデミック**(国際的な大流行)により、**リーマンショック**(08年9月)後を底(米国は09年6月)とした**戦後最長の経済拡張局面**は終了、**景気後退局面入り**(米国は2月からNBER)

- ・新興国リスクと中国リスク(構造改革と景気減速、資本逃避、米中貿易摩擦等)
- ・地政学的リスク(ウクライナ、中東、アフリカ、東アジア・北朝鮮、中印、印パ、INF条約等軍縮枠組み崩壊等)
- ・気候変動リスク(地球温暖化、スーパー台風・ハリケーン)、大地震・火山噴火等
- ・感染症疾患の拡大リスク(ジカ熱、デング熱、新型インフルエンザ、はしか、**新型コロナウイルス感染症**等)

○政治混乱もあり先行性のある**金融市場は2018年からボックス局面入り**

☆**過去4年半でG7の5カ国で首脳交代、ドイツも17年9月の総選挙で与党敗退、2州議会選で大敗しメルケル氏CDU党首退任、イタリアでEU懐疑派政権発足⇒連立崩壊、マクロン仏大統領支持率低下、カナダ与党過半数割れ、英EU離脱協定批准難航・メイ首相退陣⇒ジョンソン首相就任⇒解散総選挙で保守党勝利・2020年末完全離脱へ、2020年11月米大統領選、議会選、米中覇権争い**

★**欧米での政治混乱の原因⇒所得及び富の格差拡大、移民・難民問題**

⇒**COVID-19パンデミックが一段と内向き志向を強める可能性**

(r:資本収益率>g:成長率、格差拡大の背景は世界平和と低インフレ?米国では上位1%が家計資産全体の32%を保有、上位10%が70%、下位50%の保有率は1%、2018年フォーブス)、欧州への難民流入は約200万人

# IMFの世界経済見通し(2020年4月) 2020年成長率は▲3.0%と1月見通し比▲6.3pt

4月14日発表IMF見通しは、  
2020年の世界経済成長率  
(実質GDP)が▲3.0%と、  
1月見通しから▲6.3ポイント  
の大幅下方修正。

新型コロナウイルス感染症  
(COVID-19)の「パンデミック」  
と「大封鎖」の影響。

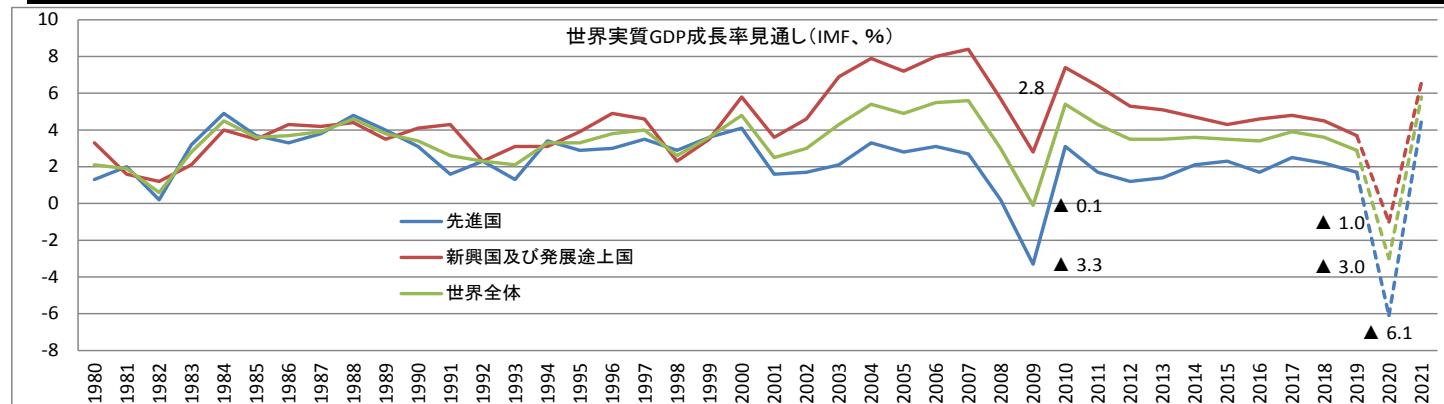
下方修正は7四半期連続。

「大封鎖」はリーマンショック時  
の世界金融危機をはるかに  
上回る大恐慌以来最悪の景  
気後退をもたらす見通し。

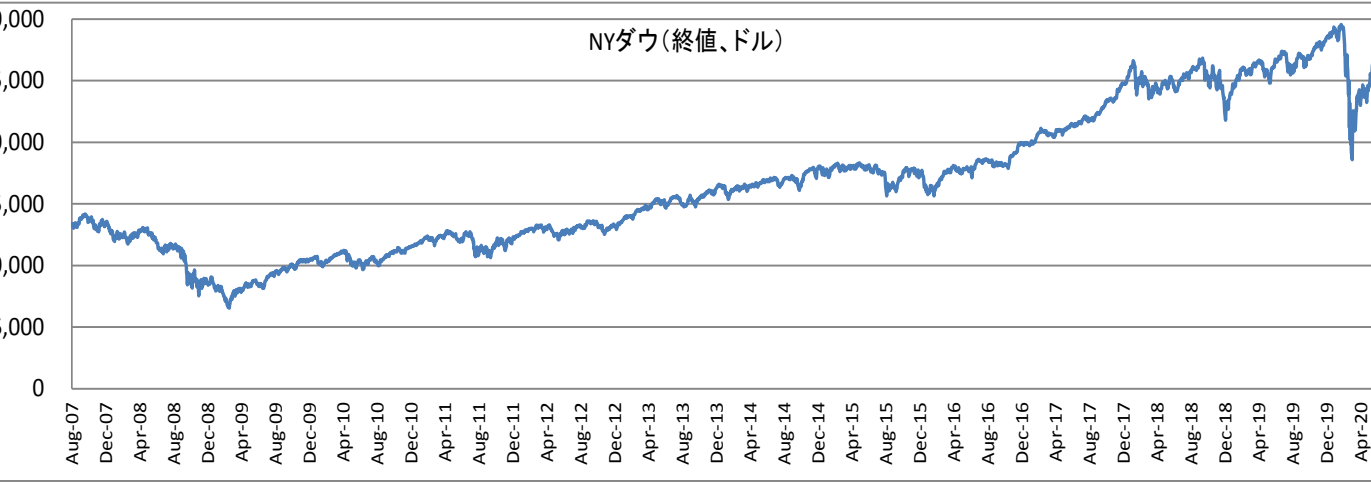
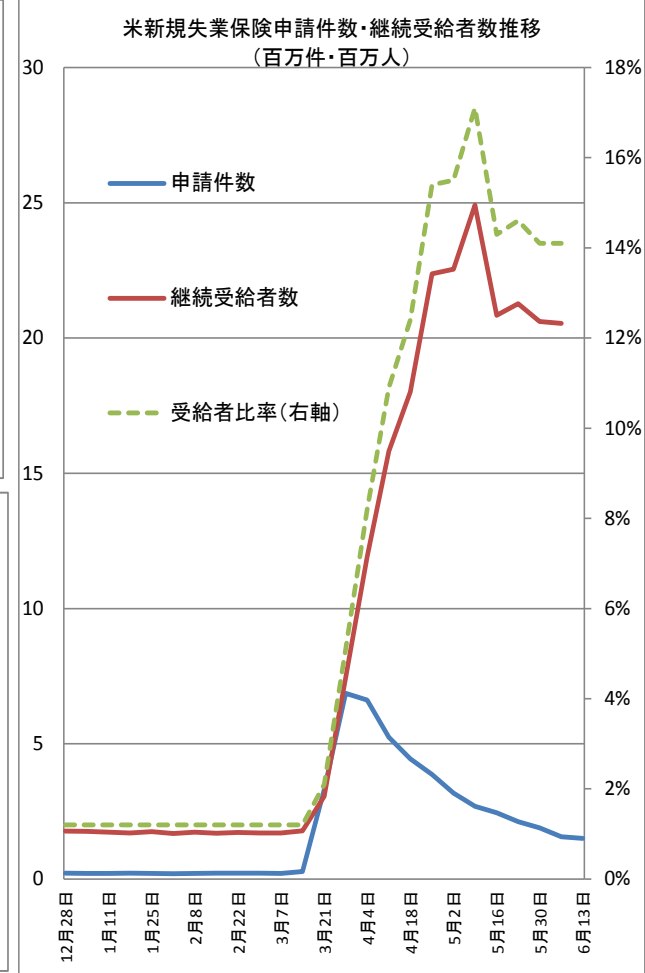
2020年から2021年の世界  
GDPの損失は合計約9兆ドル  
に達する可能性。

2021年は+5.8%に反転上昇  
の見通しだが、COVID-19が  
2020年後半に収束の前提で  
不透明感強い。

単位: 暦年、%	前年比				2020年1月見通しからの変化	
	2018	2019	見通し 2020	2021	2020	2021
<b>世界経済成長率</b>	3.6	2.9	-3.0	5.8	-6.3	2.4
<b>先進国</b>	2.2	1.7	-6.1	4.5	-7.7	2.9
米国	2.9	2.3	-5.9	4.7	-7.9	3.0
ユーロ圏	1.9	1.2	-7.5	4.7	-8.8	3.3
ドイツ	1.5	0.6	-7.0	5.2	-8.1	3.8
フランス	1.7	1.3	-7.2	4.5	-8.5	3.2
イタリア	0.8	0.3	-9.1	4.8	-9.6	4.1
スペイン	2.4	2.0	-8.0	4.3	-9.6	2.7
日本	0.3	0.7	-5.2	3.0	-5.9	2.5
英国	1.3	1.4	-6.5	4.0	-7.9	2.5
カナダ	1.9	1.6	-6.2	4.2	-8.0	2.4
<b>新興市場国及び途上国</b>	4.5	3.7	-1.0	6.6	-5.4	2.0
ロシア	2.3	1.3	-5.5	3.5	-7.4	1.5
中国	6.6	6.1	1.2	9.2	-4.8	3.4
インド	6.8	4.2	1.9	7.4	-3.9	0.9
ASEAN5	5.2	4.8	-0.6	7.8	-5.4	2.7
ブラジル	1.3	1.1	-5.3	2.9	-7.5	0.6
メキシコ	2.1	-0.1	-6.6	3.0	-7.6	1.4
サウジアラビア	2.4	0.3	-2.3	2.9	-4.2	0.7
ナイジェリア	1.9	2.2	-3.4	2.4	-5.9	-0.1
南アフリカ	0.8	0.2	-5.8	4.0	-6.6	3.0



# 今回の危機の特徴 コンテイジョン(伝染・感染)のスピードが極めて急⇒ロックダウンの影響 ⇒対策もスピードが極めて重要、一方で長期戦の備えも



・株価(NYダウ)の最高値と最安値の期間はコロナショックが圧倒的に短い

リーマンショック(国際金融危機)

最高値:2007年10月9日 ⇔ 最安値:2009年3月9日

コロナショック(COVID-19パンデミック)

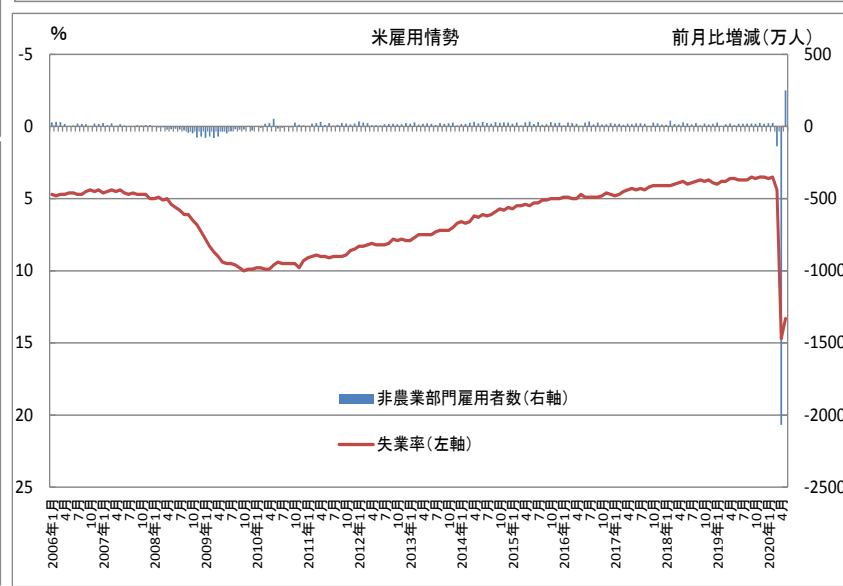
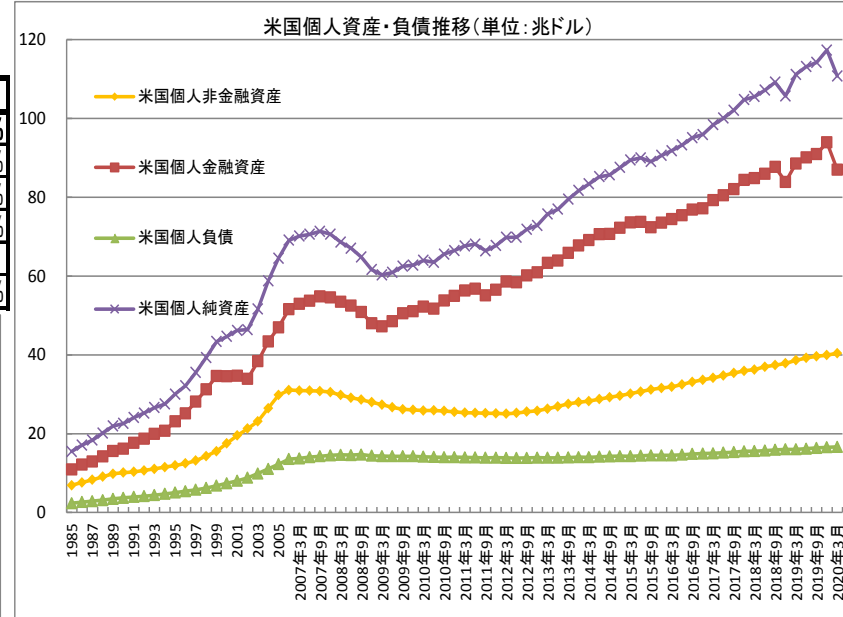
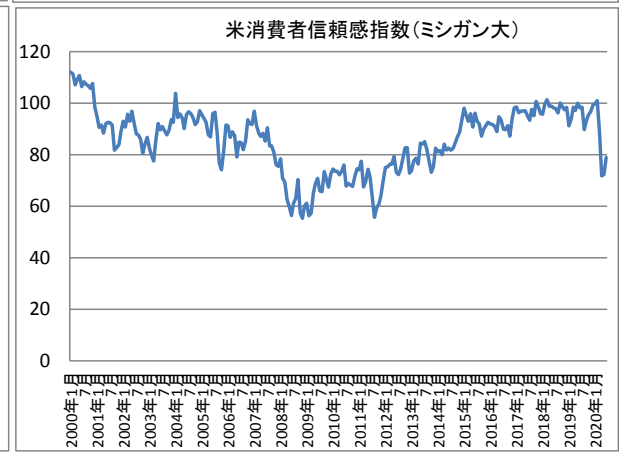
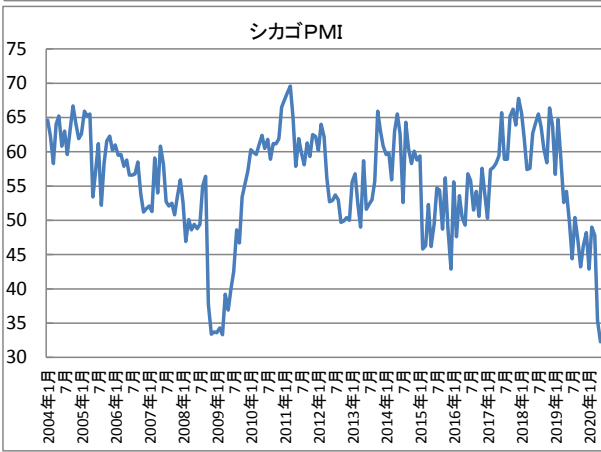
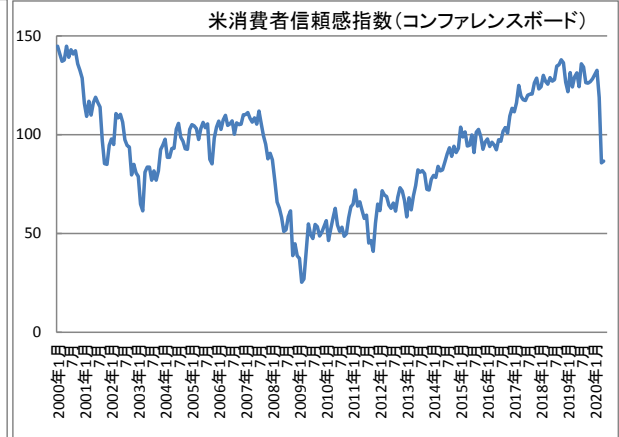
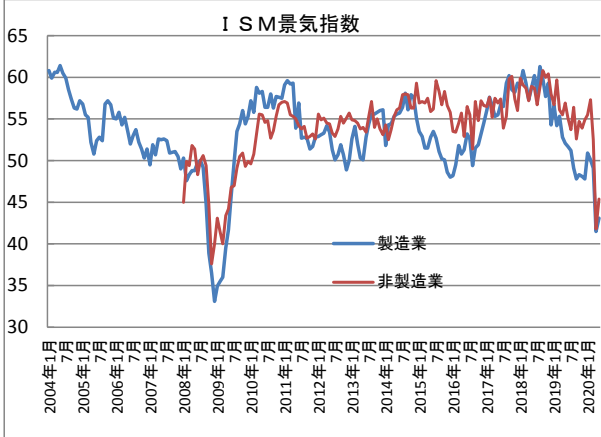
最高値:2020年2月12日 ⇔ 最安値:2020年3月23日

# 米国経済 米国は個人消費主体:個人純資産19年12月最大117.3兆ドル⇒20年3月110.8兆ドル 失業率2月3.5%⇒4月14.7%⇒5月13.3%、非農業部門雇用者4月▲2,069万⇒5月+251万人

世界経済のエンジン役は米個人消費。個人消費の実額、米:日:中=10:2:4

## ・名目国内総生産

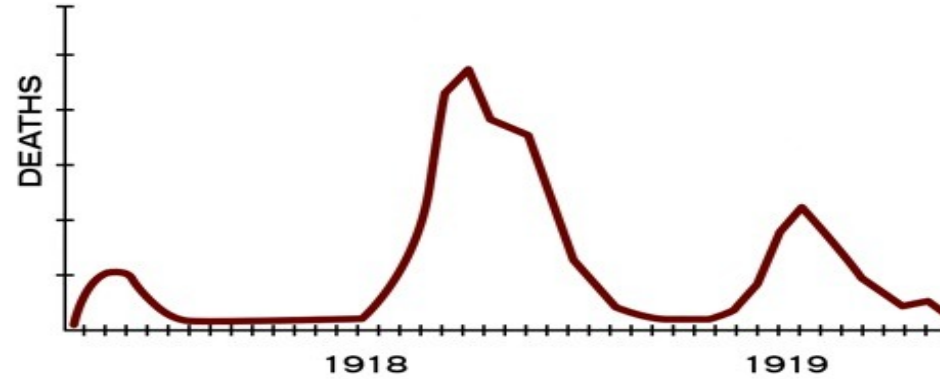
米国	億ドル	2019年	日本	兆円	2019年	中国	億元	2018年
個人消費支出	145,627	68%	個人消費支出	306	55%	個人消費支出	34,821	39%
民間国内総投資	37,439	17%	民間国内総投資	107	19%	国内総投資	39,664	45%
純輸出	▲6,319	-3%	純輸出	1	0%	純輸出	744	1%
政府支出	37,530	18%	政府支出	140	25%	政府消費支出	13,213	15%
国内総生産	214,277	100%	国内総生産	554	100%	国内総生産	88,443	100%



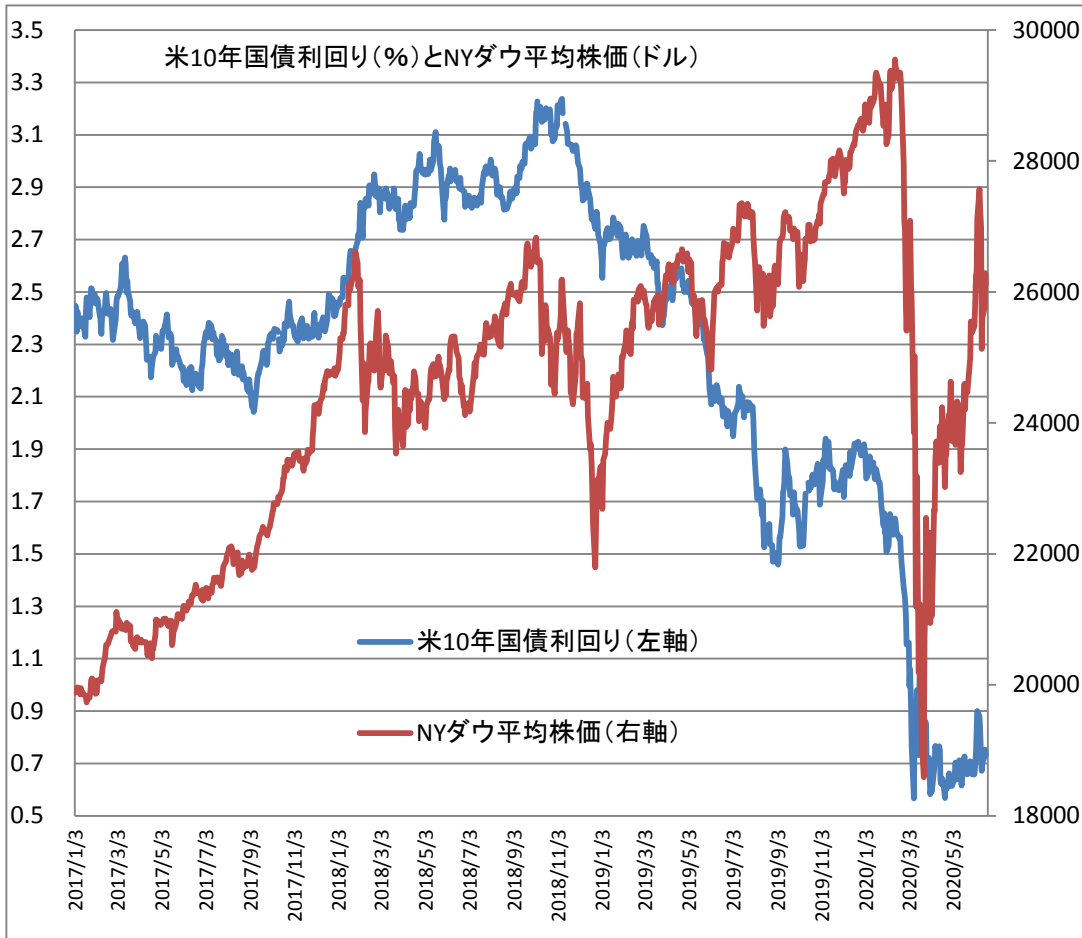
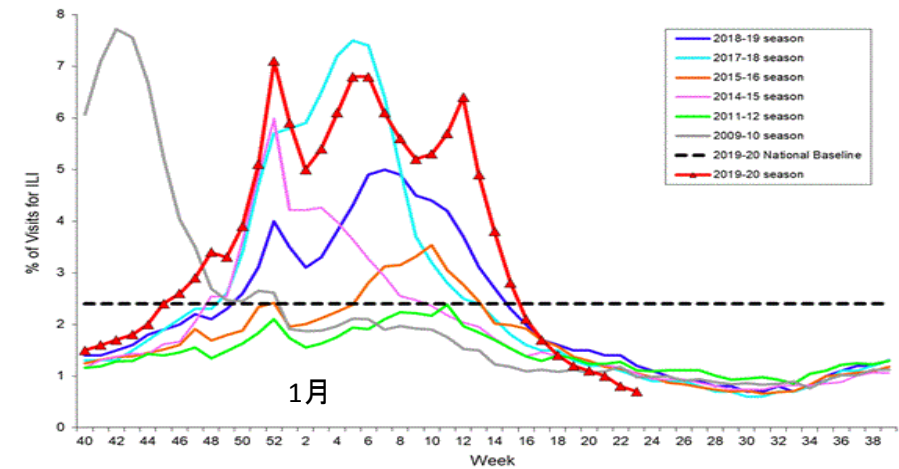
出所:FRB、米商務省、米労働省、内閣府、中国国家統計局資料等よりSMBC日興証券作成

# 米株価・長期金利推移 NYダウ29,000ドル台から18,000ドル台へ急落後、対策期待等から8割戻し、ナスダック指数高値更新⇒中期的には秋の第2波(セカンド・ウェーブ)の動向次第か

○スペイン風邪の3つの波と季節性インフルエンザ類似症状の発生状況



Percentage of Visits for Influenza-like Illness (ILI) Reported by the U.S. Outpatient Influenza-like Illness Surveillance Network (ILINet), Weekly National Summary, 2019-2020 and Selected Previous Seasons



## ○感染症の収束と終息

収束⇒新規感染者が減少、回復者が増え、現患者が減少していくこと

終息⇒最後の感染者が死亡若しくは陰性になってから、最大潜伏期間の2倍の期間、新たな感染者が発生しないこと(WHO基準)、COVID-19の場合、最大潜伏期間は14日、28日間の経過観察期間が必要

# 新型インフルエンザとパンデミック 4回パンデミック発生

## ・1918パンデミック(H1N1ウイルス)⇒スペイン風邪

約5億人または世界人口の3分の1がこのウイルスに感染。死亡者は世界中で5,000万人とも。世界人口の1~3%が死亡。致死率は若年層が高く、高齢層は低く、サイトカインストームの影響と高齢層は免疫を有していた可能性。米国の第1次世界大戦参戦によりパンデミック化、戦争の終結を早める要因に。米国の感染第1波は1918年春、第2波は1918年秋、第3波は1919年春。

我が国では第1波は1918年9月頃に始まり、11月には患者数、死亡者数とも

最大に。第2波は1919年10月に始まり、1920年1月がピーク。内務省によると日本の感染者は2,380万人、死者は38万8,727人。右図は東京都が人口動態統計から推定したもので、死者総数の6割程度を示すとみられる。

## ・1957-1958パンデミック(H2N2ウイルス)⇒アジア風邪

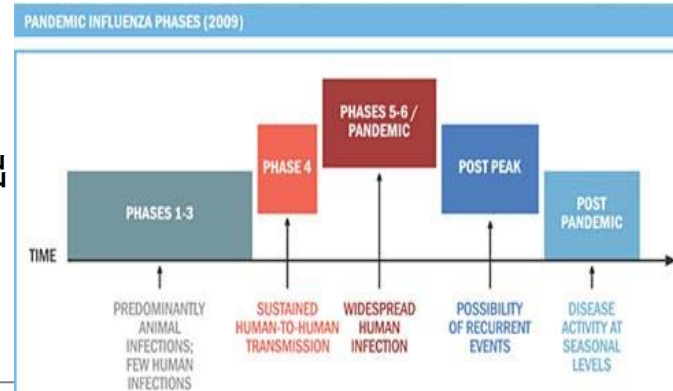
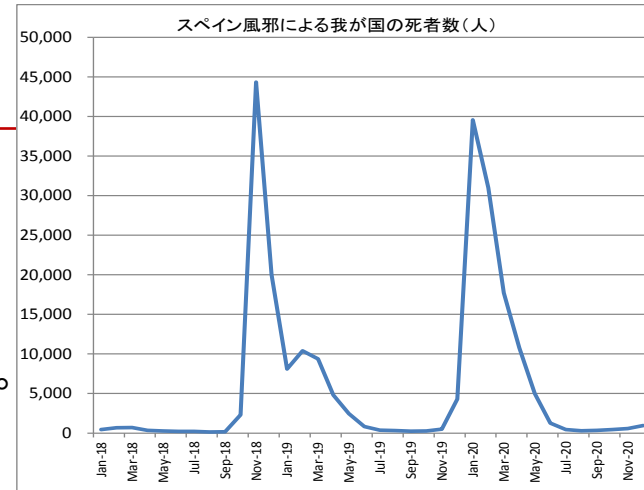
1957年2月、新しいインフルエンザA(H2N2)ウイルスが東アジアで出現、パンデミックに。1957年2月にシンガポール、1957年4月に香港、1957年夏に米国の沿岸都市で初めて報告。推定死亡数は世界で110万人~200万人。

## ・1968パンデミック(H3N2ウイルス)⇒香港風邪

1968年のパンデミックは、鳥インフルエンザAウイルスの2つの遺伝子から構成されるインフルエンザA(H3N2)ウイルスによって発生。推定死亡数は世界で100万人。死者のほとんどは65歳以上。H3N2ウイルスは、現在でも季節性インフルエンザAウイルスとして世界中に広がり続けている。

## ・2009 H1N1パンデミック(H1N1pdm09ウイルス)⇒新型インフル

2009年春に新型インフルエンザA(H1N1)ウイルス出現。米国で最初に検出され世界に急速に感染。世界中で151,700~575,400人が2009年に死亡。2010年8月10日にWHOはパンデミックの終結宣言。但し、(H1N1)pdm09ウイルスは季節性インフルエンザウイルスとして継続的に流行。

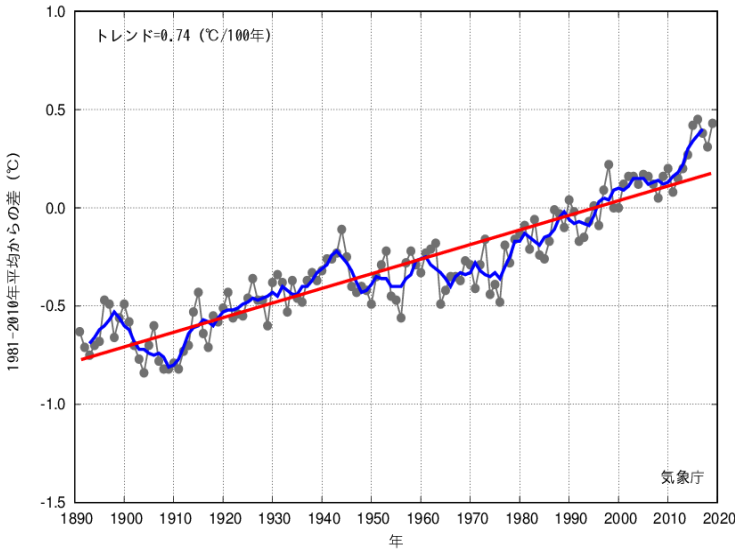


## ③その他のリスク要因

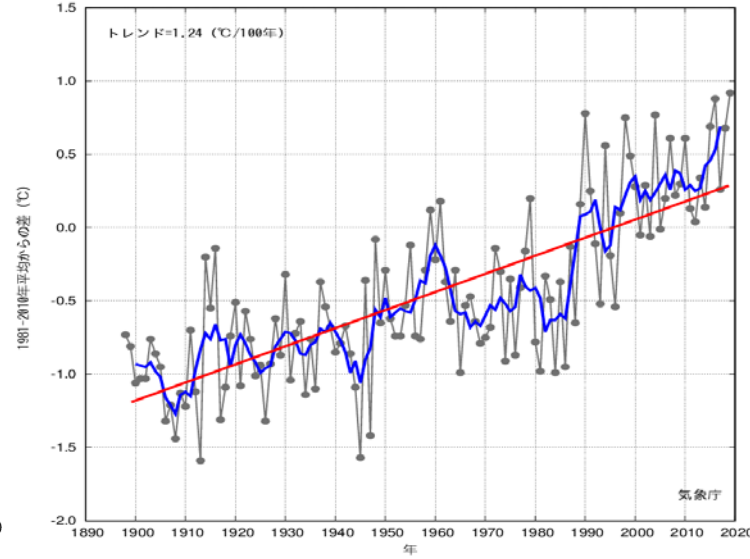
- ・気候変動と気象災害
- ・地政学的リスクの高まり
  - ・大地震
  - ・少子高齢化

# 2019年の世界年平均気温は過去2番目の高水準 2019年日本年平均気温は過去最高

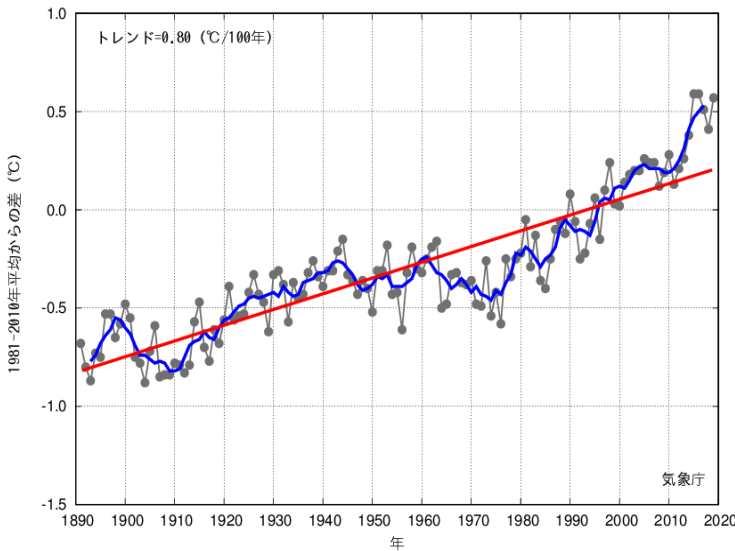
世界の年平均気温偏差



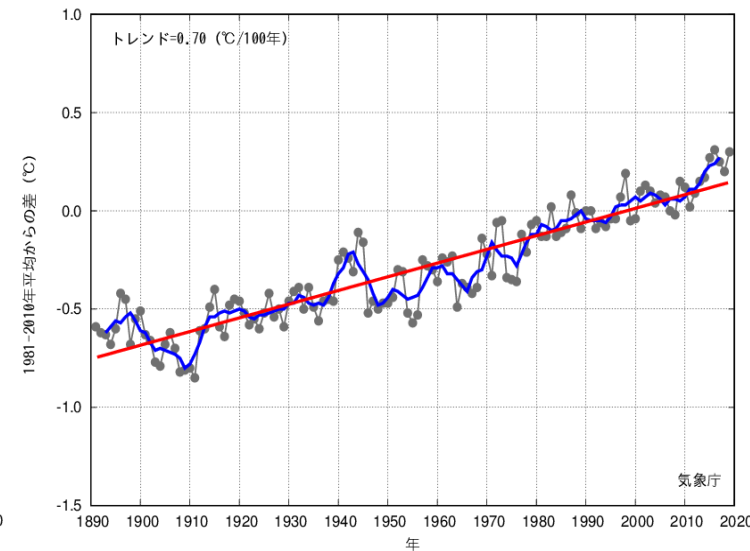
日本の年平均気温偏差



北半球の年平均気温偏差



南半球の年平均気温偏差



**2019年の世界の年平均気温 (年平均気温偏差+0.43°C) は 2016年 (+0.45°C) に次いで 過去2番目の高水準 特に、北半球の気温 上昇が著しい**

(経済面から見た仮説)

- ・1940年代: 植民地開発や第2次世界大戦の影響で上昇
- ・1970年代: 石油価格の急騰・成長率鈍化で上昇鈍化
- ・1990年代以降: 新興国の台頭で急上昇
- ・今後: 化石燃料価格の下落、米トランプ政権の誕生で上昇継続?



# 気候変動等環境リスクが最重要リスクに、人類滅亡まで100秒と過去最短に

・WEF(世界経済フォーラム)の2020年版グローバルリスクレポートで、発生可能性の高いリスク第1位は「異常気象現象(環境リスク)」上位5位までが「環境リスク」影響が大きいリスク第1位は「気候変動の緩和・適応の失敗(環境リスク)」

## ・グローバルリスク2019

発生する可能性の高い上位5グローバルリスク	影響が大きい上位5グローバルリスク
1 異常気象現象(環境リスク)	1 大量破壊兵器(地政学的リスク)
2 気候変動の緩和・適応の失敗(環境リスク)	2 気候変動の緩和・適応の失敗(環境リスク)
3 大規模な自然災害(環境リスク)	3 異常気象現象(環境リスク)
4 大規模なデータ詐欺/盗難事件(テクノロジーリスク)	4 水危機(社会リスク)
5 サイバー攻撃(テクノロジーリスク)	5 大規模な自然災害(環境リスク)

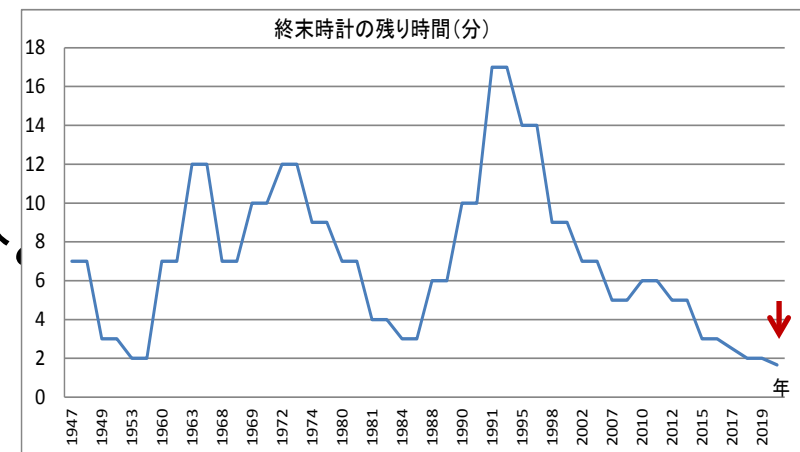
## ・グローバルリスク2020

発生する可能性の高い上位5グローバルリスク	影響が大きい上位5グローバルリスク
1 異常気象現象(環境リスク)	1 気候変動の緩和・適応の失敗(環境リスク)
2 気候変動の緩和・適応の失敗(環境リスク)	2 大量破壊兵器(地政学的リスク)
3 大規模な自然災害(環境リスク)	3 大規模な生物多様性の喪失と生態系の崩壊(環境リスク)
4 大規模な生物多様性の喪失と生態系の崩壊(環境リスク)	4 異常気象現象(環境リスク)
5 人為的な環境被害と災害(環境リスク)	5 水危機(社会リスク)

## ・米核問題専門誌BAS(Bulletin of the Atomic Scientists)発表の

「終末時計(Doomsday Clock)」が2020年1月23日に20秒進められ「ミッドナイトまであと100秒」と最短に。核軍拡、気候変動等が要因。2019年時点では、残り2分と1959年の残り2分と並び最短だったが、最短更新。米国のINF条約離脱や気候変動の深刻化等が要因。

出所: WEF資料よりSMBC日興証券作成



出所: BAS資料よりSMBC日興証券作成

# 南海トラフ地震の30年内の発生確率70~80%(約76%)

## 貞観地震869年から9年後878年に相模・武蔵地震(M7超クラス)

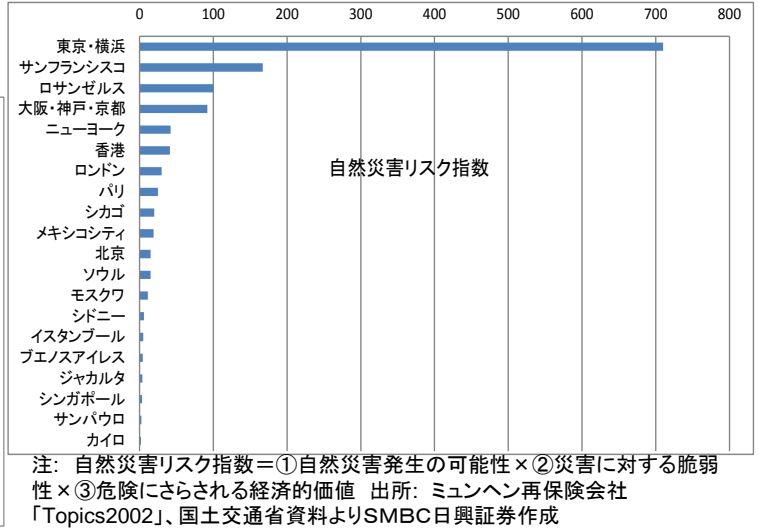
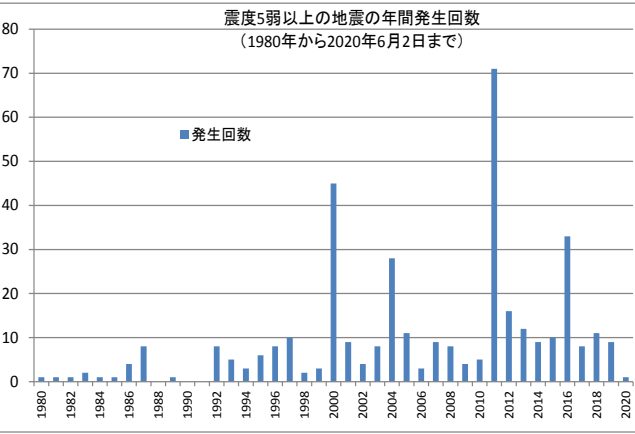
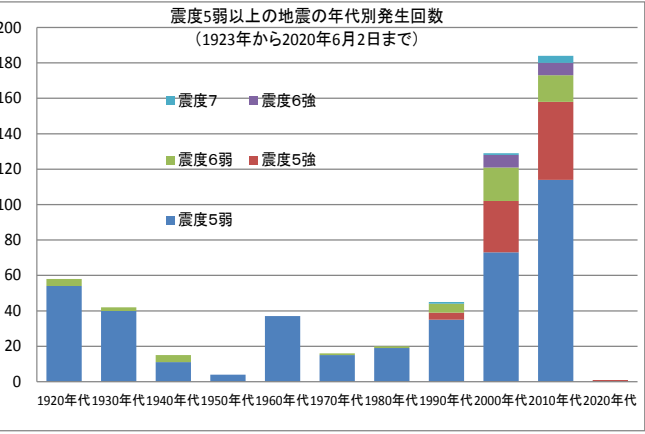
南海トラフ	2019年1月1日時点の評価	2020年1月1日時点の評価
M8~M9クラス		
平均発生期間	88.2年	
ばらつきα	0.20~0.24	
経過率	0.83	0.84
10年	30%程度	30%程度
20年	50%~60%	50%~60%
30年	70%~80%	70%~80%
40年	80%~90%	80%~90%
50年	90%程度もしくはそれ以上	90%程度もしくはそれ以上
100年	90%程度以上	90%程度以上
300年	90%程度以上	90%程度以上

### ○明治以降、我が国で100人以上の死者・行方不明者を出した地震・津波

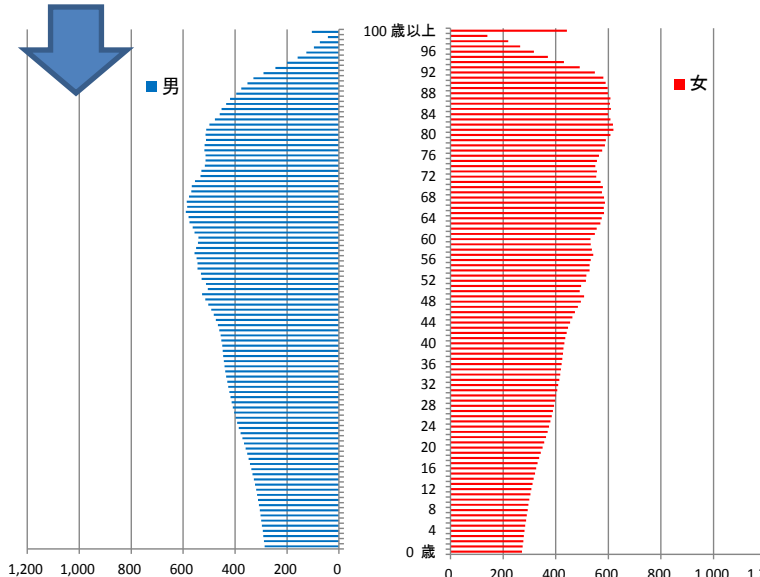
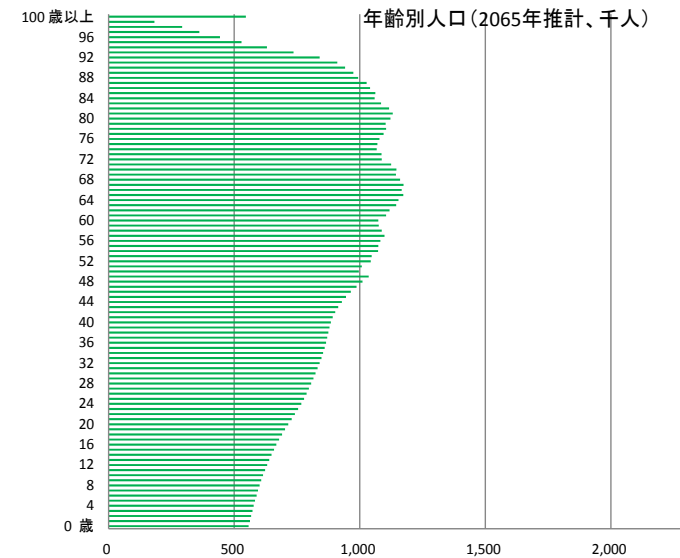
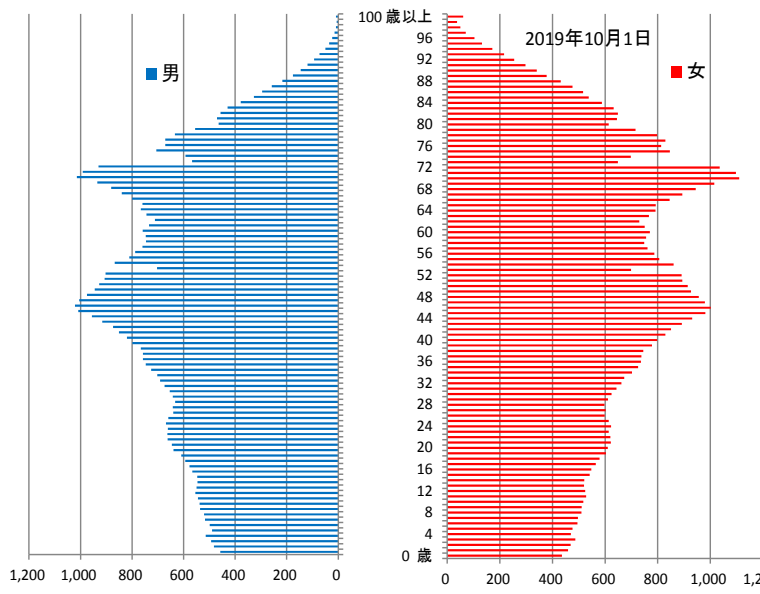
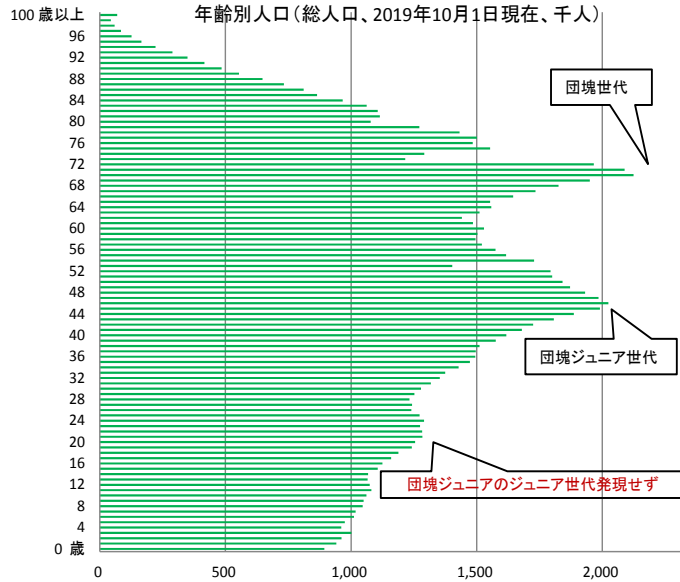
発生日月	M	地震名	死者行方不明者数	津波	最大震度
明治5(1872)年3月14日	7.1	浜田地震	死者 約550	○	不明
明治24(1891)年10月28日	8.0	濃尾地震	死者 7,273		(6)
明治27(1894)年10月22日	7.0	庄内地震	死者 726		(5)
明治29(1896)年6月15日	8.2	明治三陸地震	死者 21,959	○	(2~3)
明治29(1896)年8月31日	7.2	陸羽地震	死者 209		(5)
大正12(1923)年9月1日	7.9	関東地震 (関東大震災)	死・不明 10万5千余	○	6
大正14(1925)年5月23日	6.8	北但馬地震	死者 428		6
昭和2(1927)年3月7日	7.3	北丹後地震	死者 2,925	○	6
昭和5(1930)年11月26日	7.3	北伊豆地震	死者 272		6
昭和8(1933)年3月3日	8.1	昭和三陸地震	死・不明 3,064	○	5
昭和18(1943)年9月10日	7.2	鳥取地震	死者 1,083		6
昭和19(1944)年12月7日	7.9	東南海地震	死・不明 1,223	○	6
昭和20(1945)年1月13日	6.8	三河地震	死者 2,306	○	5
昭和21(1946)年12月21日	8.0	南海地震	死者 1,330	○	5
昭和23(1948)年6月28日	7.1	福井地震	死者 3,769		6
昭和35(1960)年5月23日	9.5	チリ地震津波	死・不明 142	○	-
昭和58(1983)年5月26日	7.7	日本海中部地震	死者 104	○	5
平成5(1993)年7月12日	7.8	北海道南西沖地震	死者 202 不明 28	○	5
平成7(1995)年1月17日	7.3	兵庫県南部地震 (阪神・淡路大震災)	死者 6,434 不明 3	○	7
平成23(2011)年3月11日	9.0	東北地方太平洋沖地震 (東日本大震災)	死者 15,899 不明 2,529 (2020年3月10日現在)	○	7

### ・過去の世界の巨大地震

	マグニチュード	場所	年月日
1	9.5	チリ	1960/5/22
2	9.2	アラスカ南部	1964/3/28
3	9.1	スマトラ北部沖	2004/12/26
4	9.1	東北地方太平洋沖	2011/3/11
5	9.0	カムチャッカ半島	1952/11/4
6	8.8	チリ マウリ沖	2010/2/27
7	8.8	エクアドル沖	1906/1/31
8	8.7	アラスカ アリューシャン列島	1965/2/4
9	8.6	スマトラ北部	2005/3/28
10	8.6	スマトラ北部沖	2012/4/11
11	8.6	スマトラ北部	2005/3/28
12	8.6	アラスカ アリューシャン列島	1957/3/9
13	8.6	アラスカ南部	1946/4/1
14	8.5	バンダ海(インドネシア)	1938/2/1
15	8.5	チリ アタカマ	1922/11/11
16	8.5	千島列島	1963/10/13
17	8.4	カムチャッカ半島	1923/2/3
18	8.4	スマトラ南部	2007/9/12
19	8.4	ペルー南部沖	2001/6/23
20	8.4	三陸沖	1933/3/2

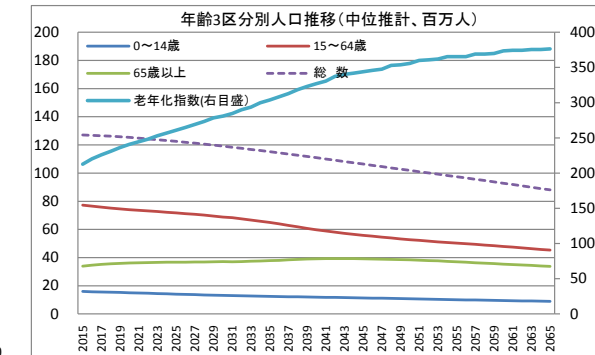


# 日本の将来推計人口(2018年推計) 2015年に1億2,709万人の総人口は、65年に8,808万人に、出生率1.44(前回1.35)、「逆ひょうたん型」⇒「つぼ型」へ、老年化指数は400近くに上昇

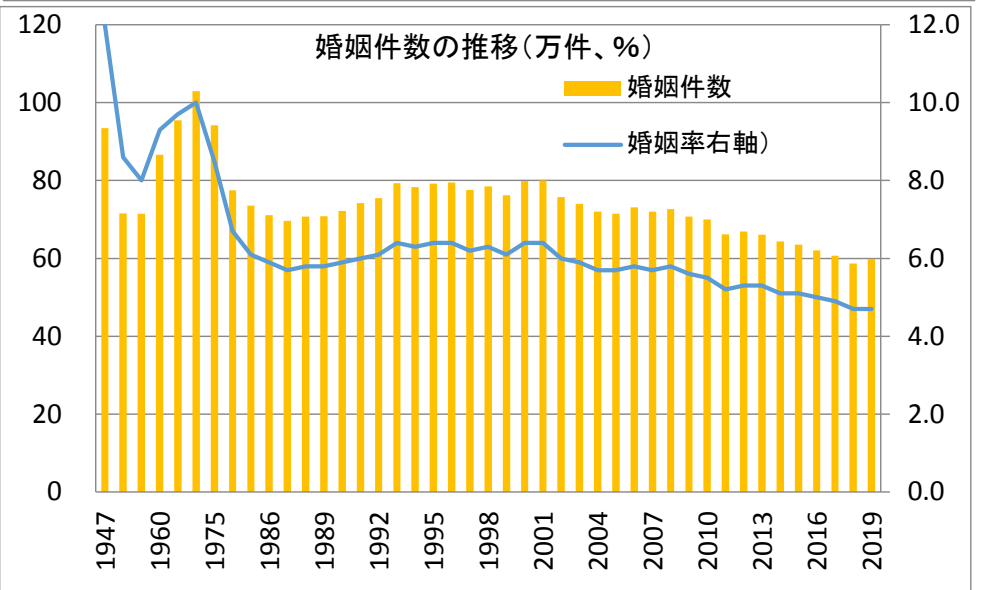
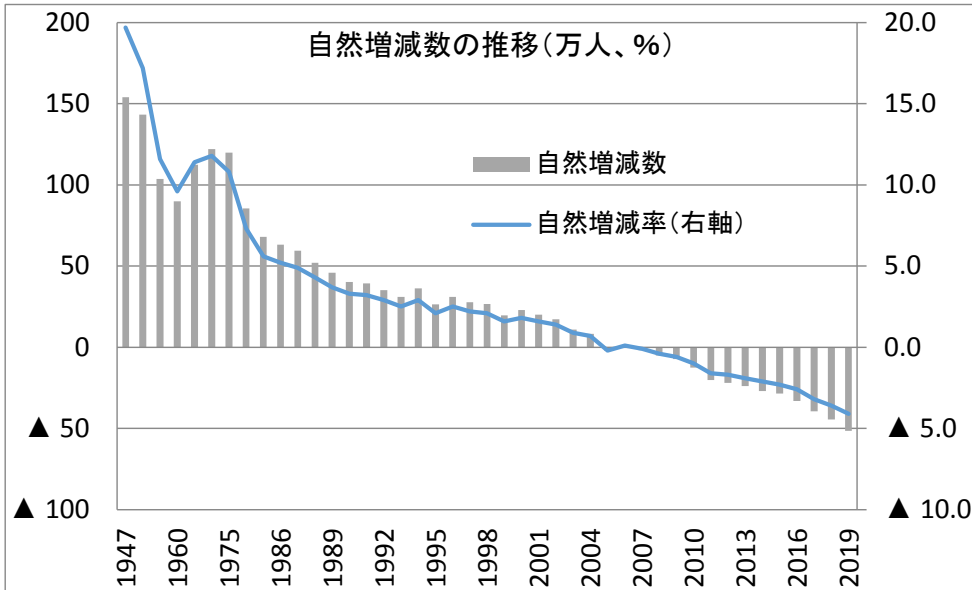
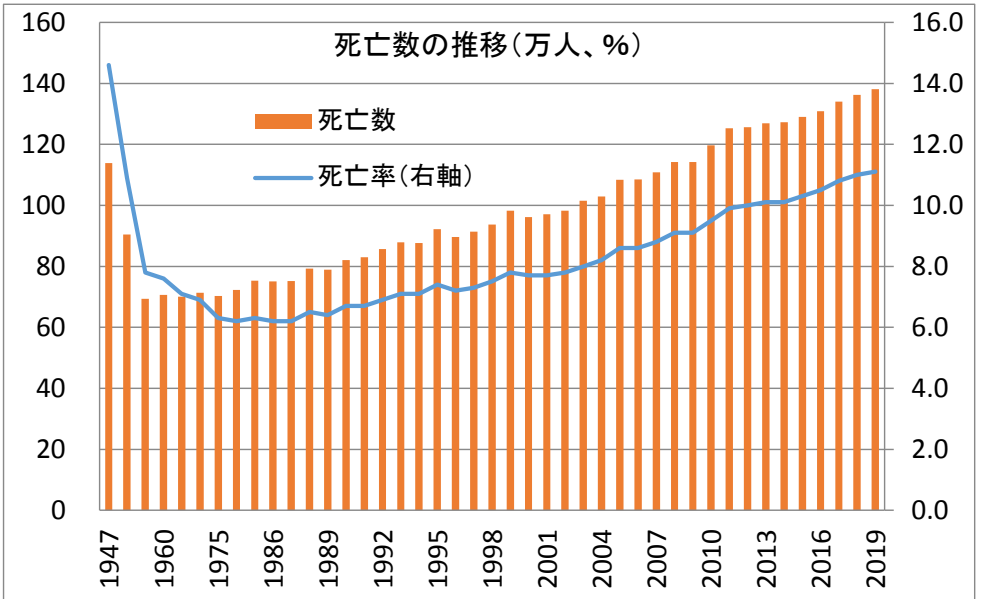
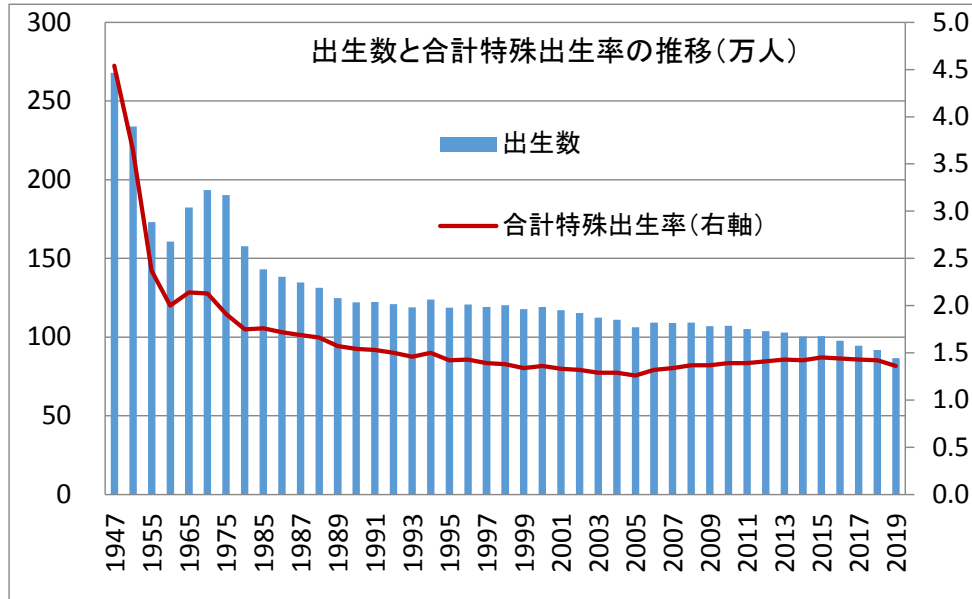


	15歳未満%	15-64歳%	65歳以上%	老年化指数	調査日
中国	16.8	70.6	12.6	74.9	2019/12/31
インド	30.8	63.4	5.5	17.8	2011/2/9
米国	18.6	65.4	16.0	86.1	2018/7/1
インドネシア	25.1	68.6	6.3	25.0	2018/7/1
ブラジル	21.3	69.4	9.2	43.2	2018/7/1
パキスタン	41.6	55.1	3.3	7.9	2018/7/1
ナイジェリア	41.8	54.9	3.2	7.7	2016/7/1
バングラデシュ	29.3	65.7	5.0	17.2	2017/7/1
パキスタン	41.6	55.1	3.3	7.9	2007/7/1
ロシア	17.0	69.1	13.9	81.4	2016/1/1
<b>日本</b>	<b>12.1</b>	<b>59.5</b>	<b>28.4</b>	<b>235.9</b>	<b>2019/10/1</b>
メキシコ	26.5	66.2	7.2	27.3	2018/7/1
フィリピン	31.2	63.7	5.1	16.3	2017/7/1
エジプト	34.2	61.9	3.9	11.3	2018/7/1
ベトナム	23.8	67.4	8.9	37.3	2018/7/1
エチオピア	39.6	57.4	3.1	7.7	2017/7/1
トルコ	23.1	67.8	9.1	39.3	2019/12/31
<b>ドイツ</b>	<b>13.5</b>	<b>65.1</b>	<b>21.4</b>	<b>158.5</b>	<b>2018/1/1</b>
イラン	24.5	69.3	6.2	25.5	2018/7/1
フランス	17.8	61.7	20.5	115.1	2020/1/1
タイ	16.8	69.8	11.0	65.2	2018/7/1
<b>イタリア</b>	<b>13.4</b>	<b>64.1</b>	<b>22.6</b>	<b>168.9</b>	<b>2018/1/1</b>
英国	18.1	63.6	18.3	101.5	2018/7/1
南アフリカ	28.8	65.3	6.0	20.8	2019/7/1
タンザニア	43.7	53.2	3.1	7.2	2018/7/1
ミャンマー	27.6	66.2	6.2	22.4	2018/10/1
韓国	12.4	72.7	14.9	119.4	2019/7/1
コロンビア	25.6	66.1	8.3	32.3	2019/6/30
スペイン	14.6	65.9	19.5	133.3	2019/7/1
ケニア	41.2	55.5	3.3	7.9	2017/7/1
アルゼンチン	24.5	64.1	11.4	46.3	2019/7/1
ウクライナ	15.4	67.8	16.8	108.5	2019/1/1
アルジェリア	29.7	64.2	6.1	20.7	2017/7/1

(注) 老年化指数: 65歳以上人口/15歳未満人口 × 100  
(出所) 総務省「人口推計2019年10月1日現在」



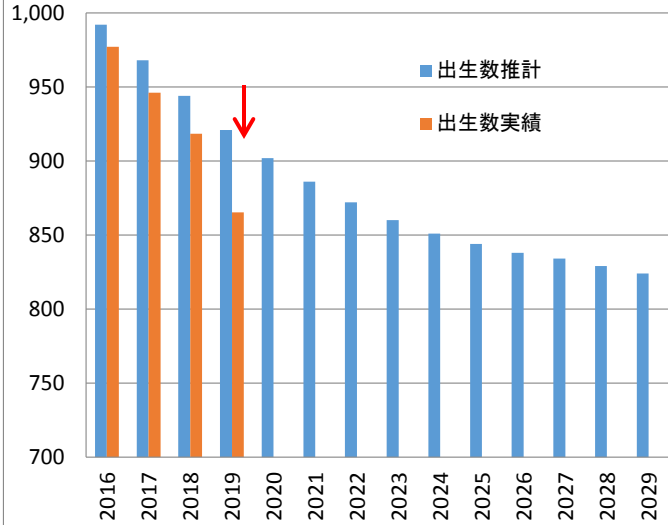
# 2019年人口動態統計 出生数86.5万人(前年比▲5.3万人)、出生率1.36(▲0.06ポイント)



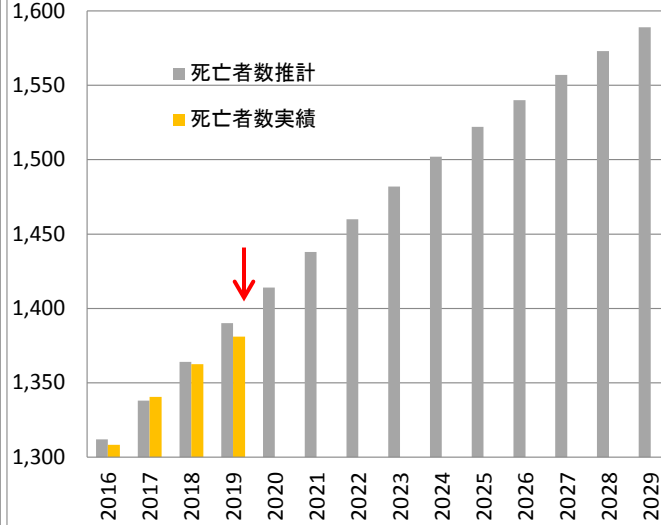
# 将来推計人口と実績

従来想定よりも、出生数・死亡者数とも減少⇒少子高齢化加速  
日本人人口の減少分の3分の1程度を外国人がカバー

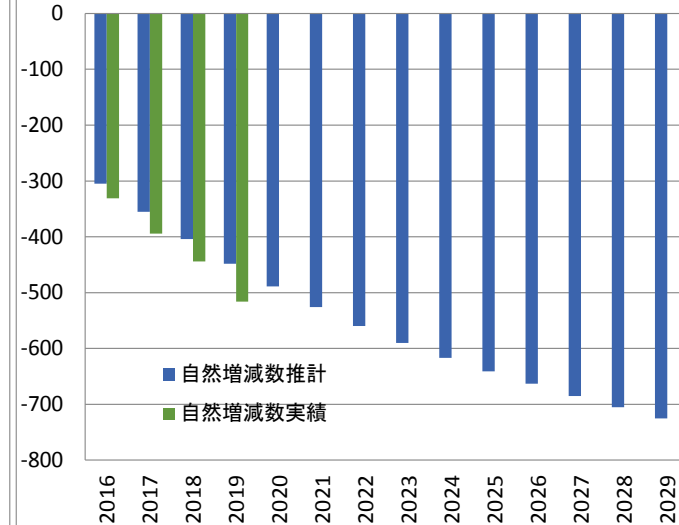
将来推計人口と実績(出生数、千人)



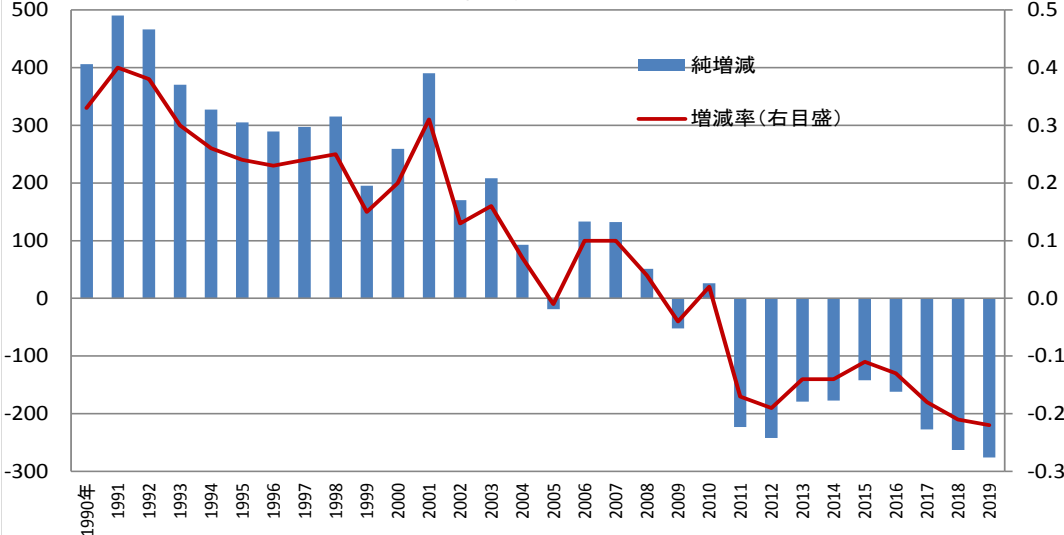
将来推計人口と実績(死亡者数、千人)



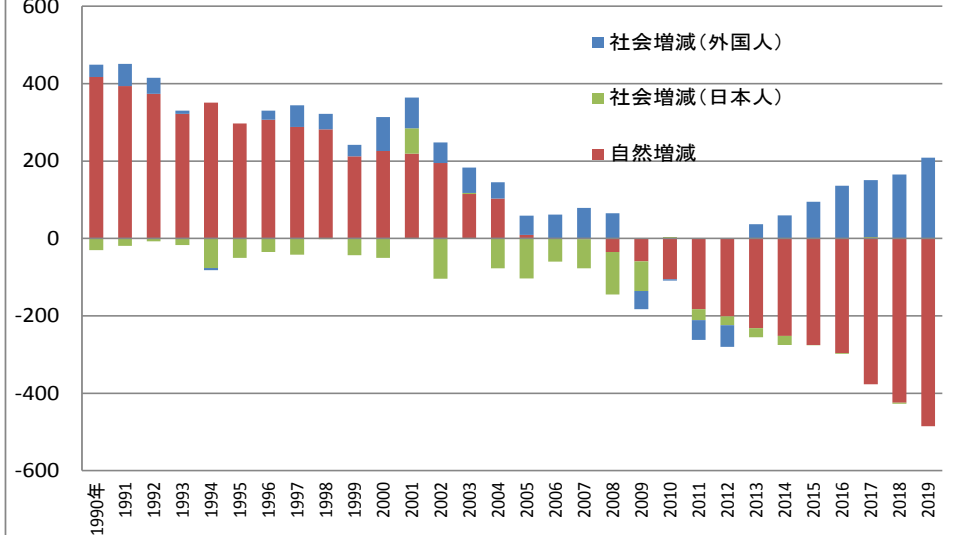
将来推計人口と実績(自然増減数、千人)



総人口の増減数の推移(千人、%)



要因別人口増減数の推移(千人)



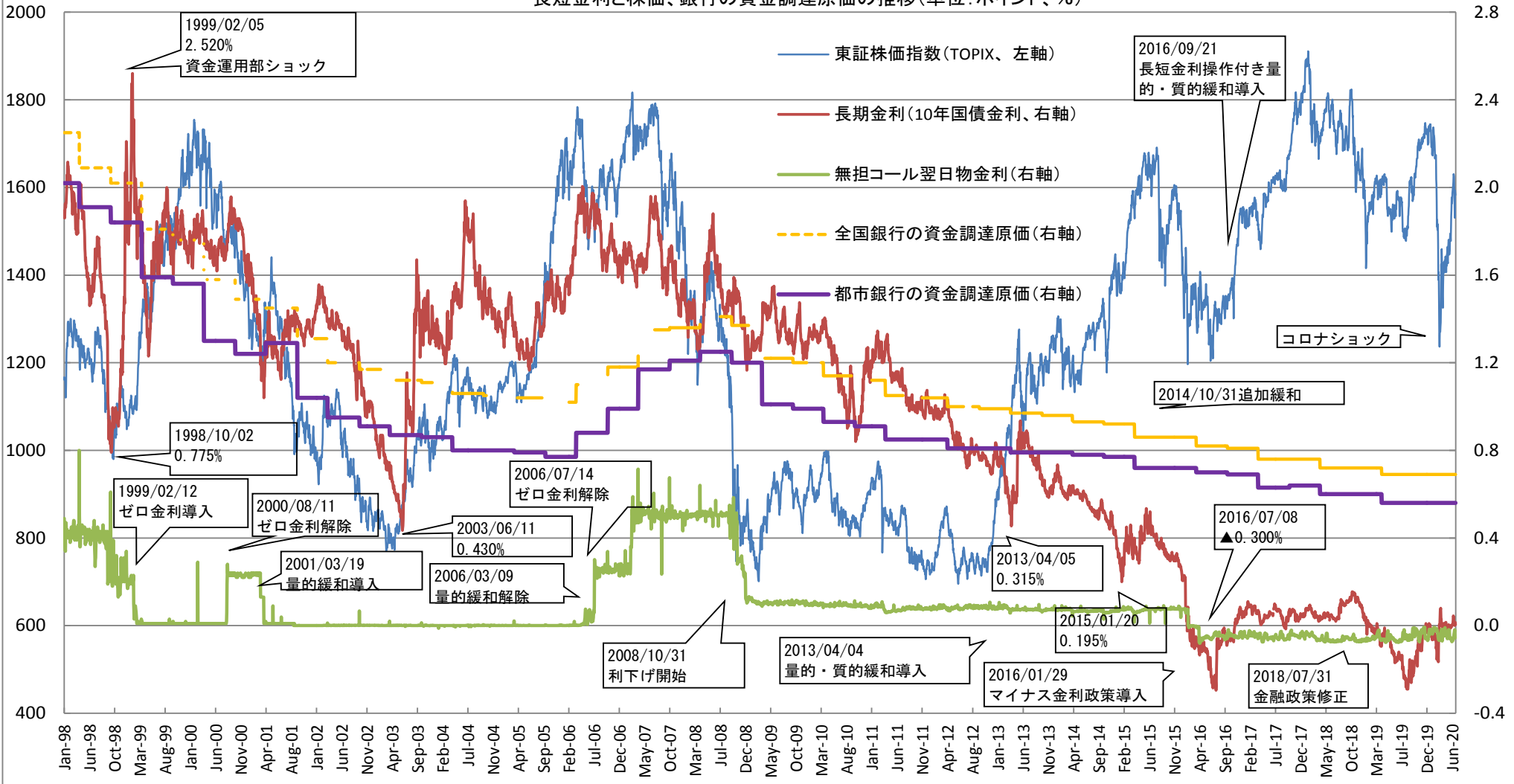
## ④最近の国債市場

- ・官制相場、固定相場的色彩一段と強まる

# 株価・金利等の推移(1998年以降) 株高・金利上昇/株安・金利低下が異次元緩和後は株高・金利低下

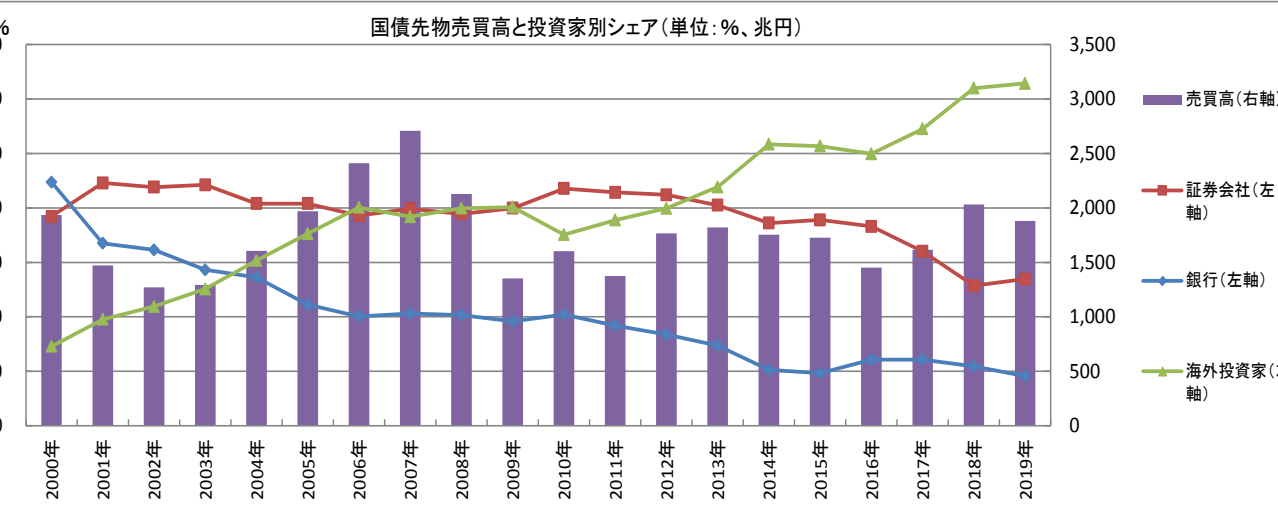
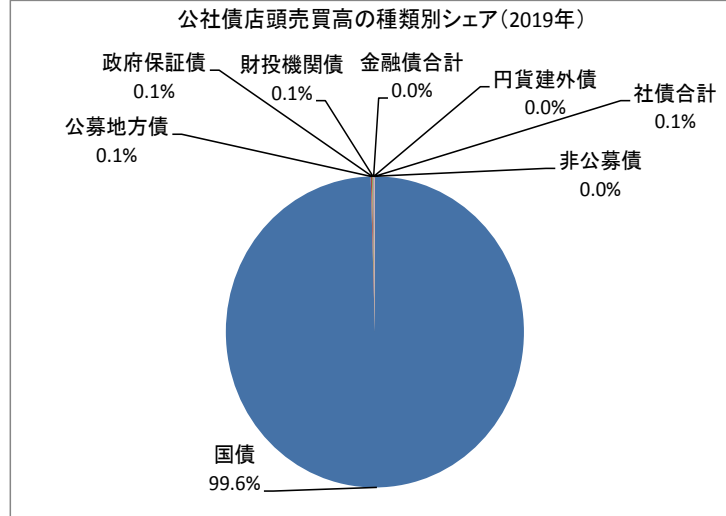
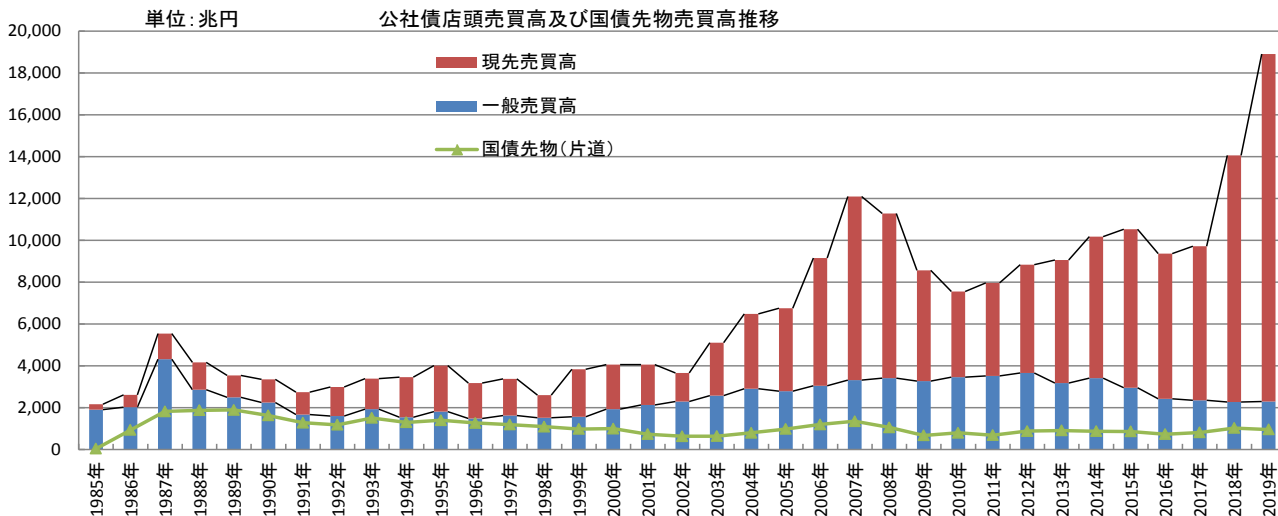
2013年4月の異次元緩和導入後の変化: 株価・長期金利の関係逆転、長期金利の中期的な下限制約(都銀コスト)撤廃、16年9月の長短金利操作付き量的・質的緩和で0.0%前後の固定相場制に

長短金利と株価、銀行の資金調達原価の推移(単位:ポイント、%)



# 公社債店頭売買高と国債先物売買高の推移 売買高過去最高更新も大半は現先

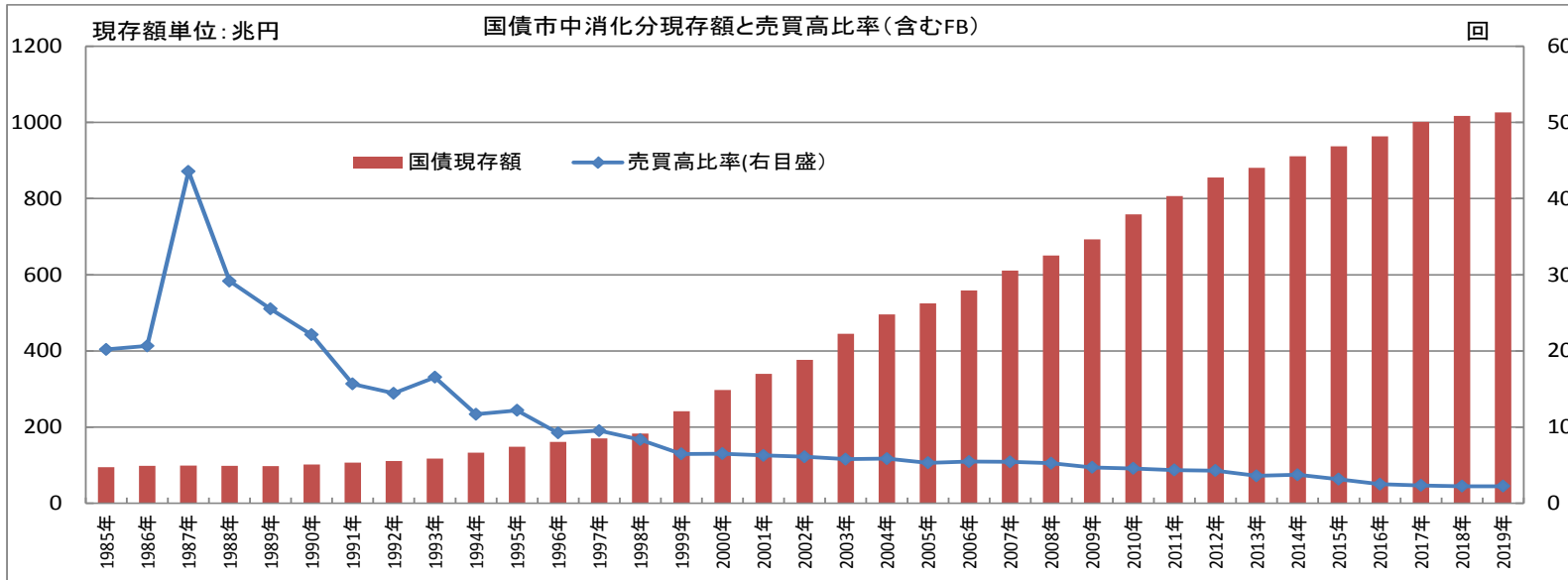
2019年の公社債店頭売買高は前年比4,847兆円増加(+34.5%)の1京8,909兆円と、最高更新。うち現先売買高は前年比4,824兆円増加(+40.9%)の1京6,611兆円。一般売買高(アウトライト)は前年比23兆円増加(+1.0%)の2,299兆円。国債が99.0%。国債先物売買高(取引高)は961兆円(片道計算)と、前年比69兆円の減少(▲6.7%)。海外投資家シェア62.87%と過去最高。



	2019年(A)	2018年(B)	(A)-(B)	増加率
国債合計	188,257,183	139,851,558	48,405,625	34.6%
超長期	48,680,825	35,718,994	12,961,831	36.3%
長期	80,485,710	55,367,160	25,118,550	45.4%
中期	35,091,890	24,620,555	10,471,335	42.5%
割引	4,956	40	4,916	12290.0%
国庫短期	23,993,802	24,144,809	-151,007	-0.6%
公募地方債	247,423	273,417	-25,994	-9.5%
政府保証債	194,171	158,213	35,958	22.7%
財投機関債	128,427	97,215	31,212	32.1%
交通債・放送債		252	-252	-100.0%
金融債合計	12,441	13,291	-850	-6.4%
円貨建外債	18,011	25,132	-7,121	-28.3%
社債合計	198,136	170,804	27,332	16.0%
NTT債		102	-102	-100.0%
電力債	38,336	34,063	4,273	12.5%
一般事業債	159,800	136,639	23,161	17.0%
特定社債	855	1,326	-471	-35.5%
新株予約権付社債	788	1,373	-585	-42.6%
非公募債	37,329	28,487	8,842	31.0%
地方債	32,881	22,735	10,146	44.6%
その他	4,448	5,752	-1,304	-22.7%
<b>総計</b>	<b>189,094,764</b>	<b>140,621,068</b>	<b>48,473,696</b>	<b>34.5%</b>
内現先	166,105,213	117,866,029	48,239,184	40.9%
内一般	22,989,551	22,755,039	234,512	1.0%

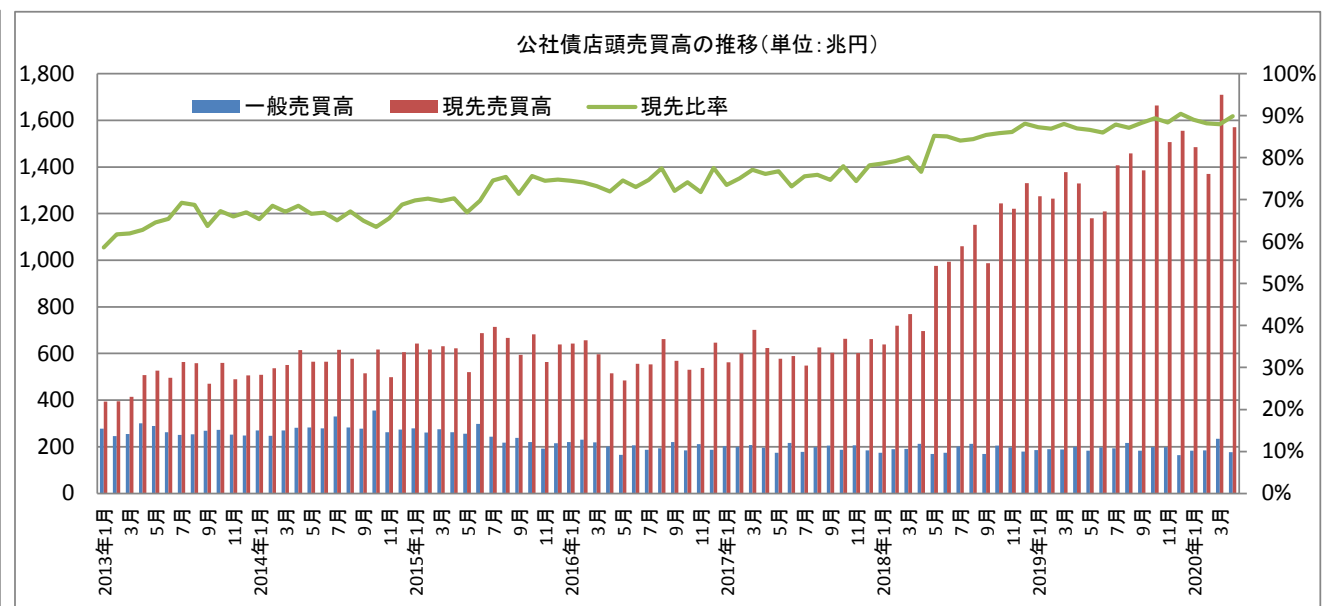
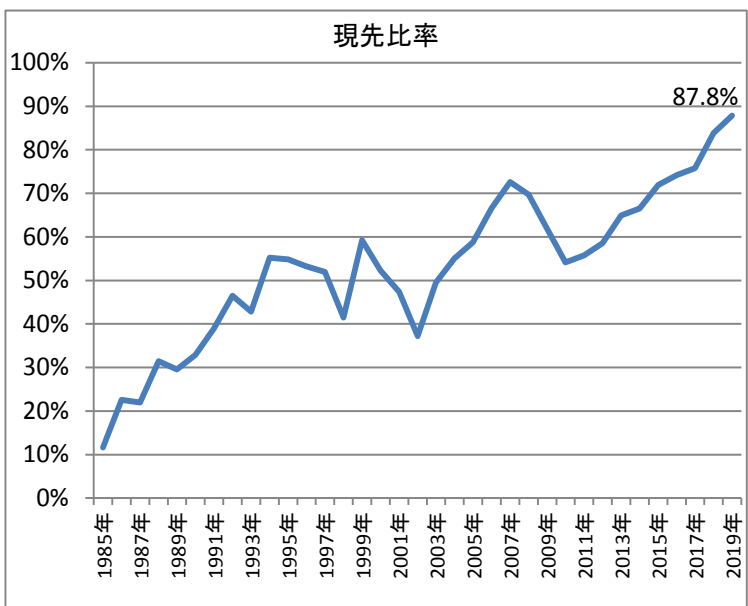


# 2019年の債券売買高 回転数は2.2回と過去最低、現先比率は87.8%と過去最高



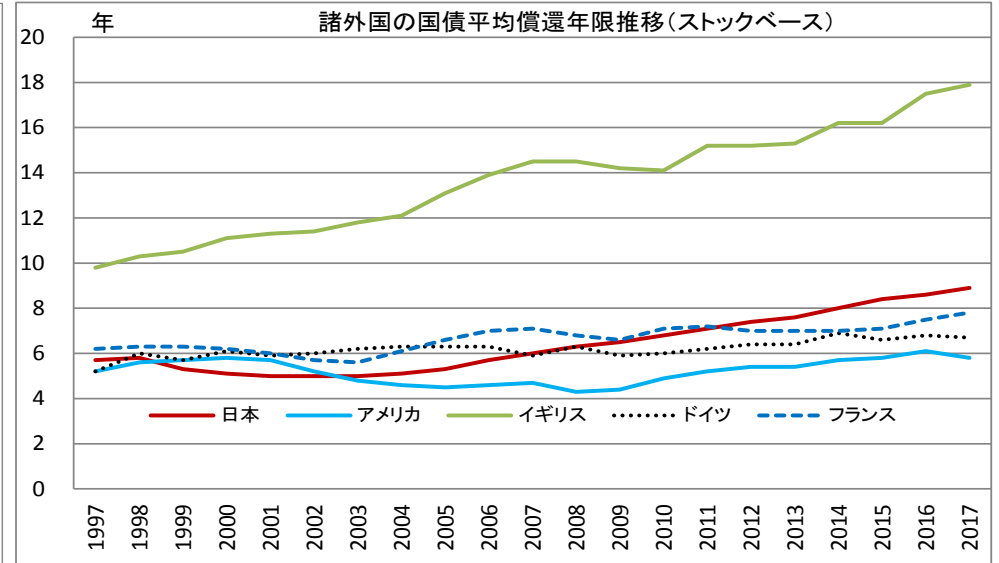
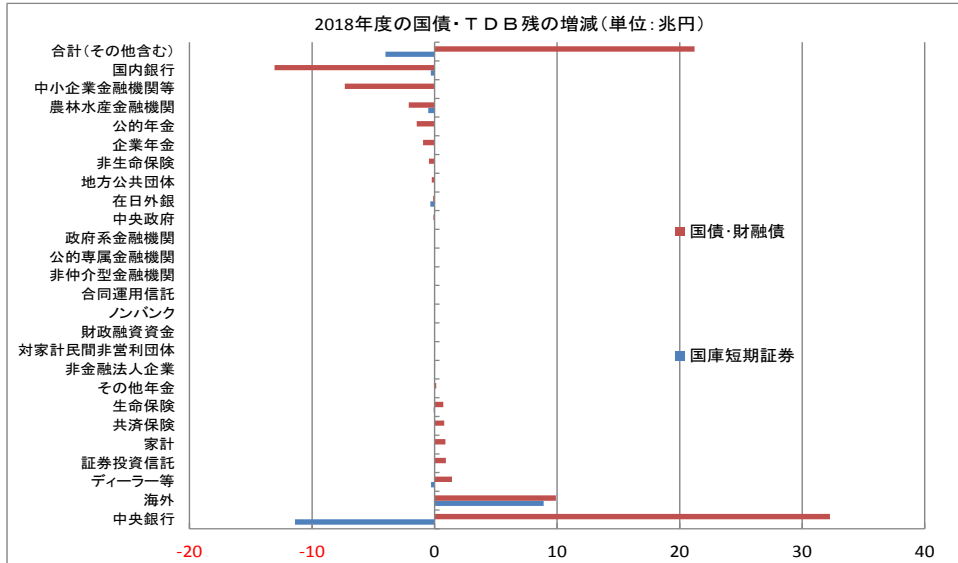
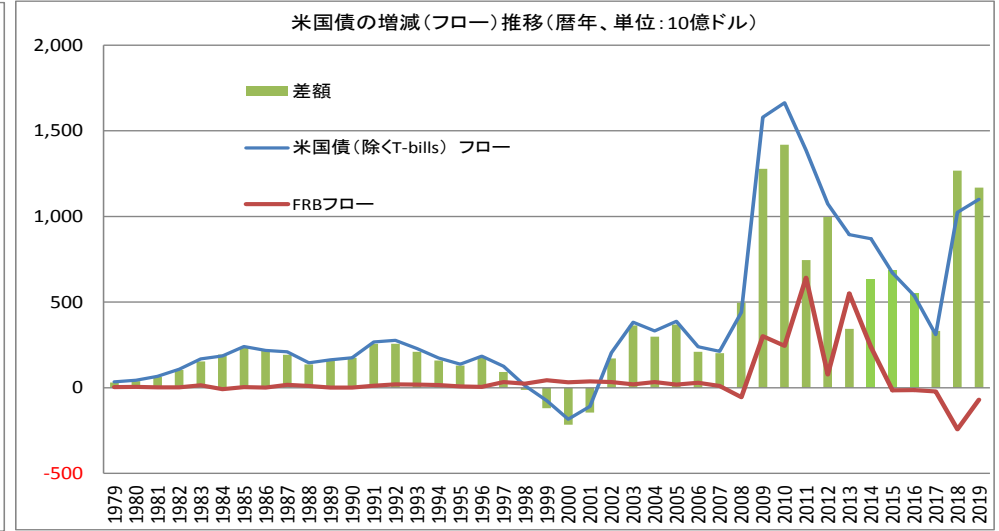
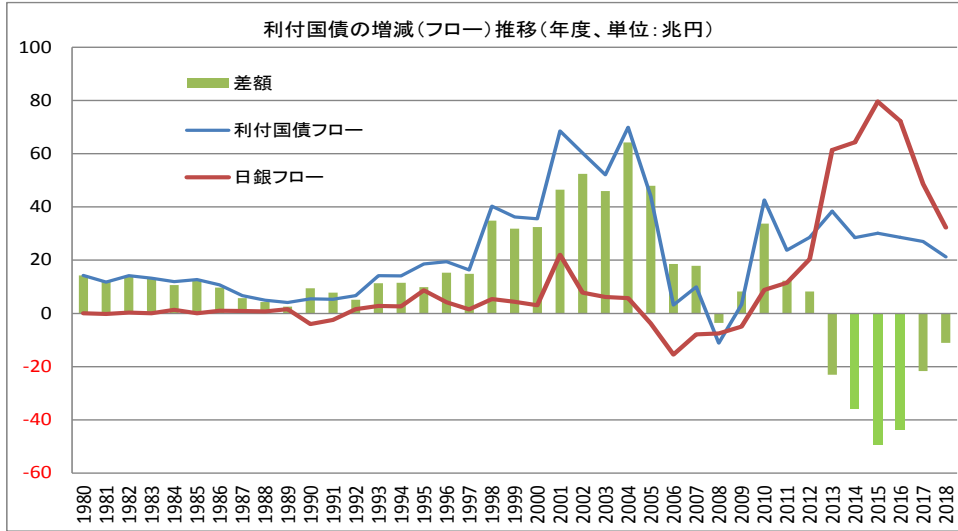
**2019年の売買回転数は2.2回と過去最低水準、最高は1987年の43.6回**

注：債券売買高の大半(ほぼ99%)は、国債(含むFB)であるため、債券売買高は、公社債店頭売買高の一般売買高(現先取引を除く)で代用。国債現存額は、市中消化分(郵便局窓販分を含む)のみ計上。FBは、1999年末以降の市中公募残高(2000年以降は現存額から政府保有分を控除、2009年以降は筆者推定値)を国債現存額に計上。



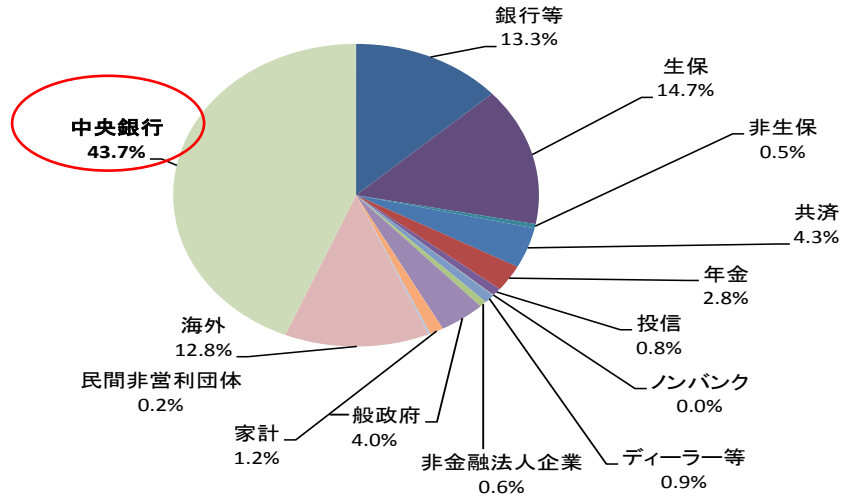
# 2013年度の日銀の利付国債買入額は残高増加額の約1.6倍⇒約2.3倍(14年度) ⇒約2.6倍(15年度)⇒約2.5倍(16年度)⇒約1.8倍(17年度)⇒約1.5倍(18年度)

2013年度中に利付国債残高は38.4兆円増加。日本銀行保有残高は61.4兆円増加、ネット23.0兆円を日銀は市中から吸収。14年10月追加緩和⇒14年度35.8兆円、15年度49.5兆円、16年度43.7兆円、17年度21.7兆円、18年度11.0兆円吸収。

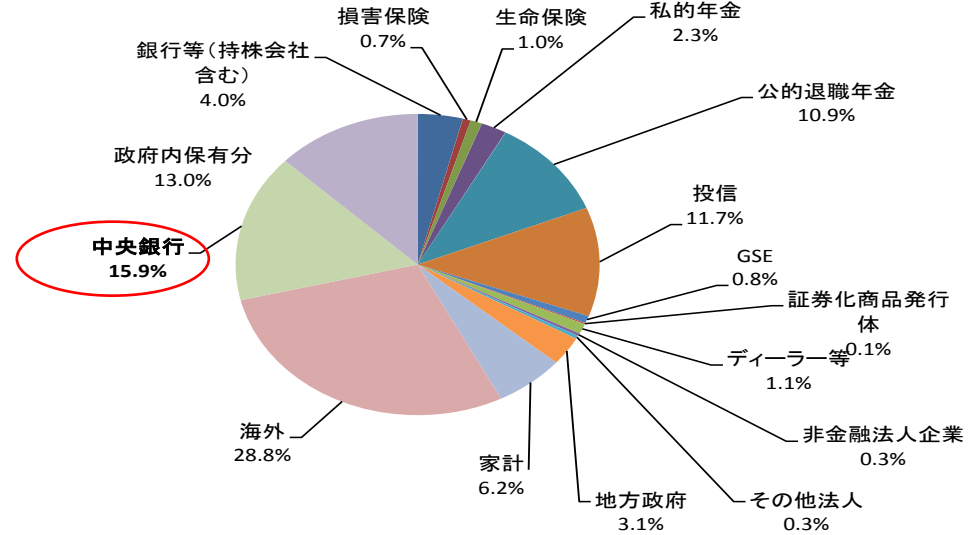


# 日米国債保有状況(日米同一基準に修正、我が国の借入金は除く)

日本国債保有比率(TDB含む、19年12月末、1132兆円)



米国債保有比率(政府内保有分含む、20年3月末、23.7兆ドル)



中銀の国債保有割合(2019年12月末)は日本の43.7%に対し、米国は11.0%(2020年3月末では米国は15.9%と急上昇)と米国の4.0倍(2.7倍)

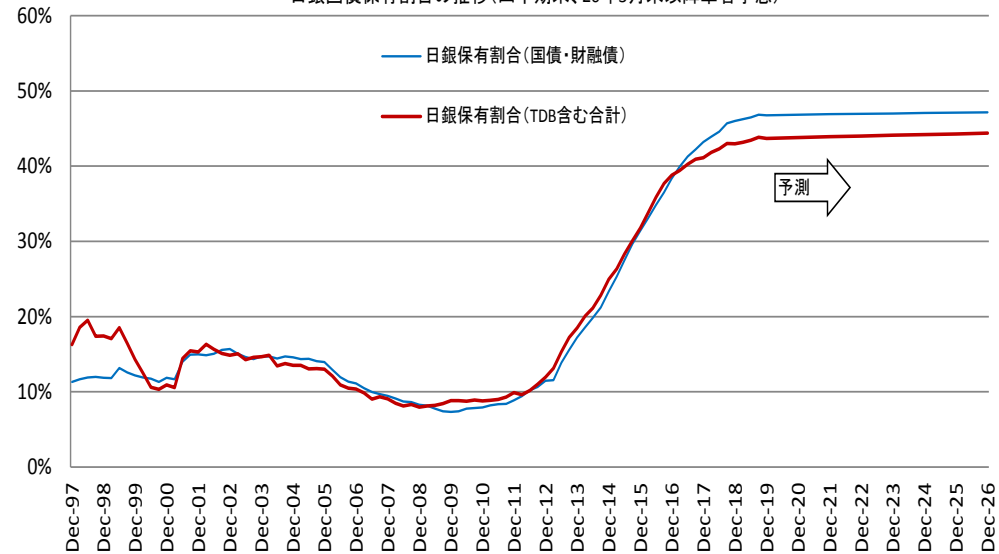
⇒政府債務残高の対GDP比は我が国は米国の2倍のため実質的には約8.0倍(約5.5倍)

日銀の保有シェアは2020年末に44%程度で横ばいの見通し(COVID-19対策前)

足元の国債残高増加額は年間20兆円弱(同)

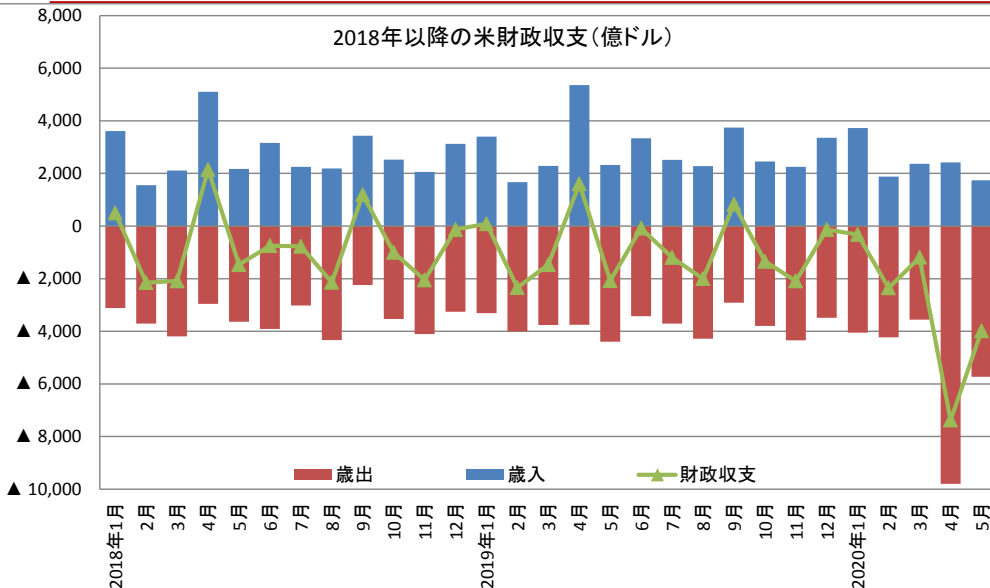
米国同様、保有比率、残高とも増加へ

日銀国債保有割合の推移(四半期末、20年3月末以降筆者予想)

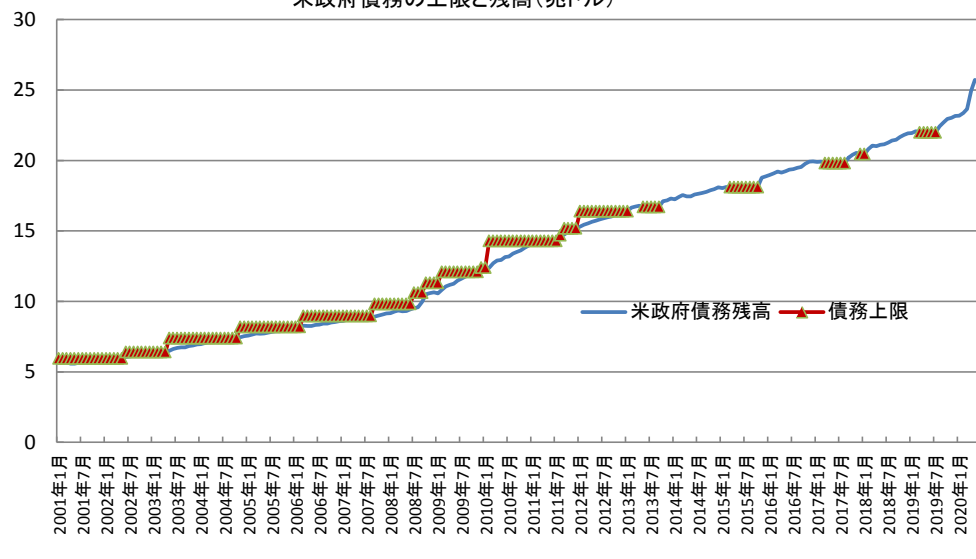


# COVID-19対策で米財政収支が大幅悪化

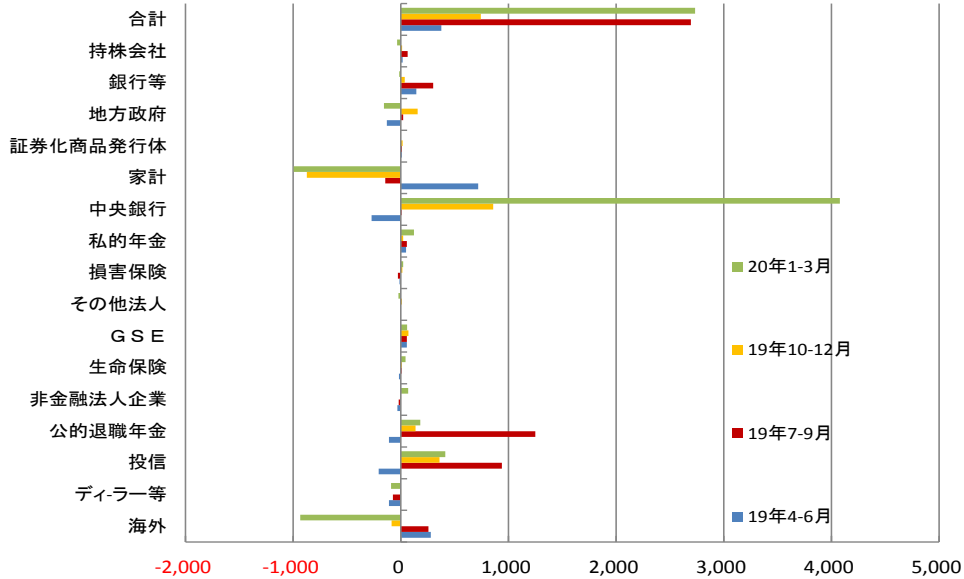
2018年以降の米財政収支(億ドル)



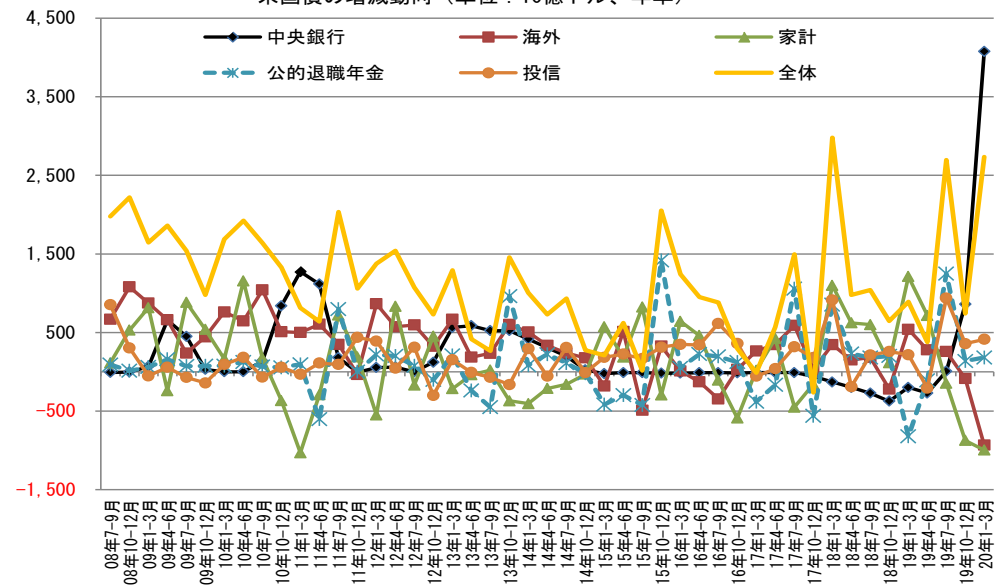
米政府債務の上限と残高(兆ドル)



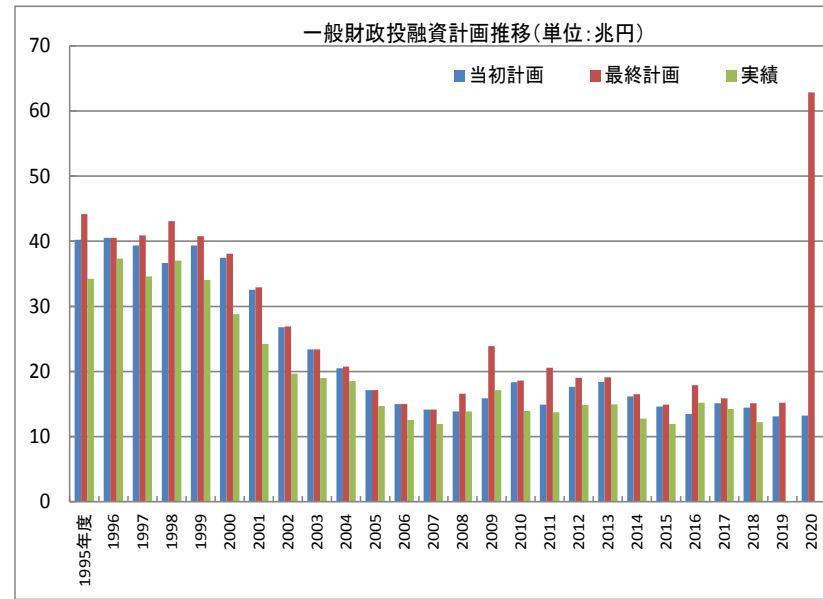
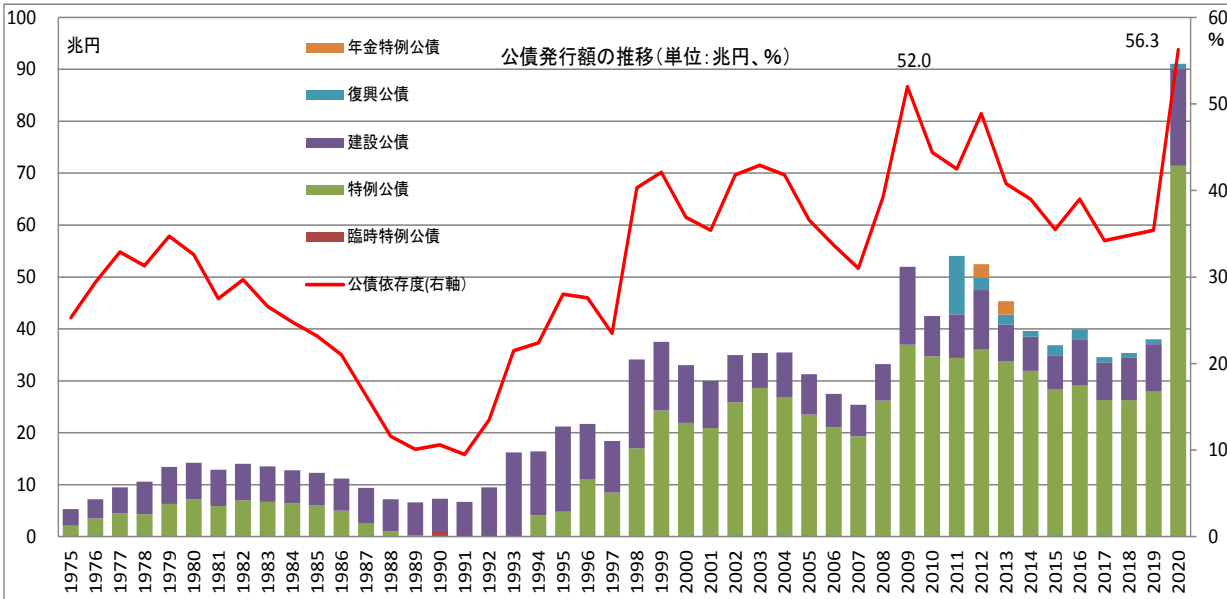
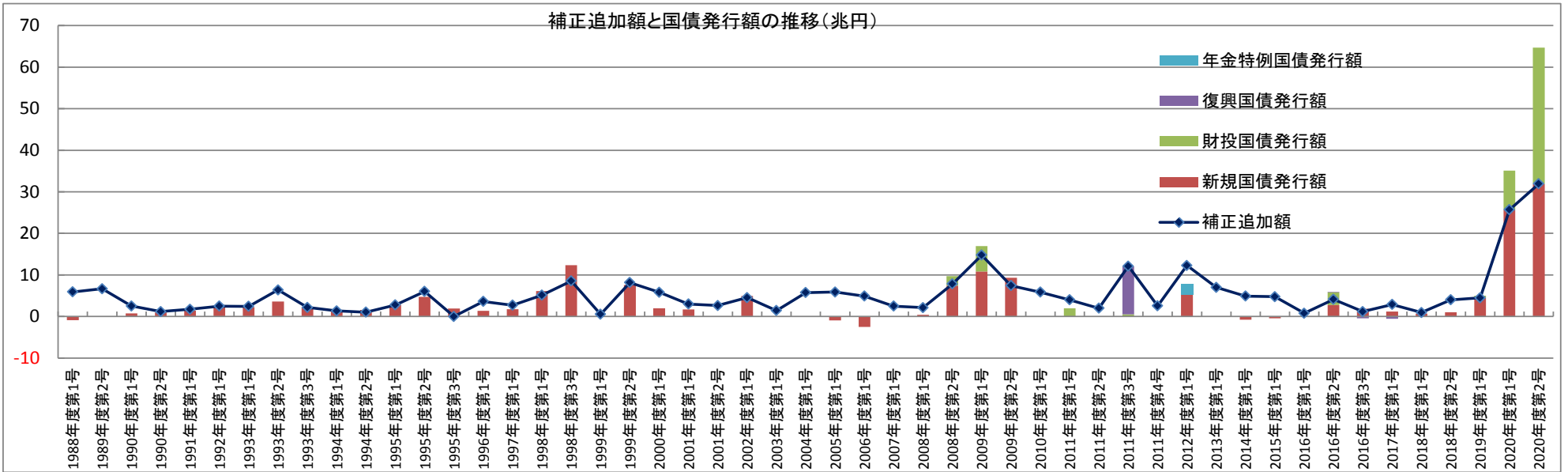
19年4-6月期～20年1-3月期の米国債の増減(単位:10億ドル、年率)



米国債の増減動向(単位:10億ドル、年率)



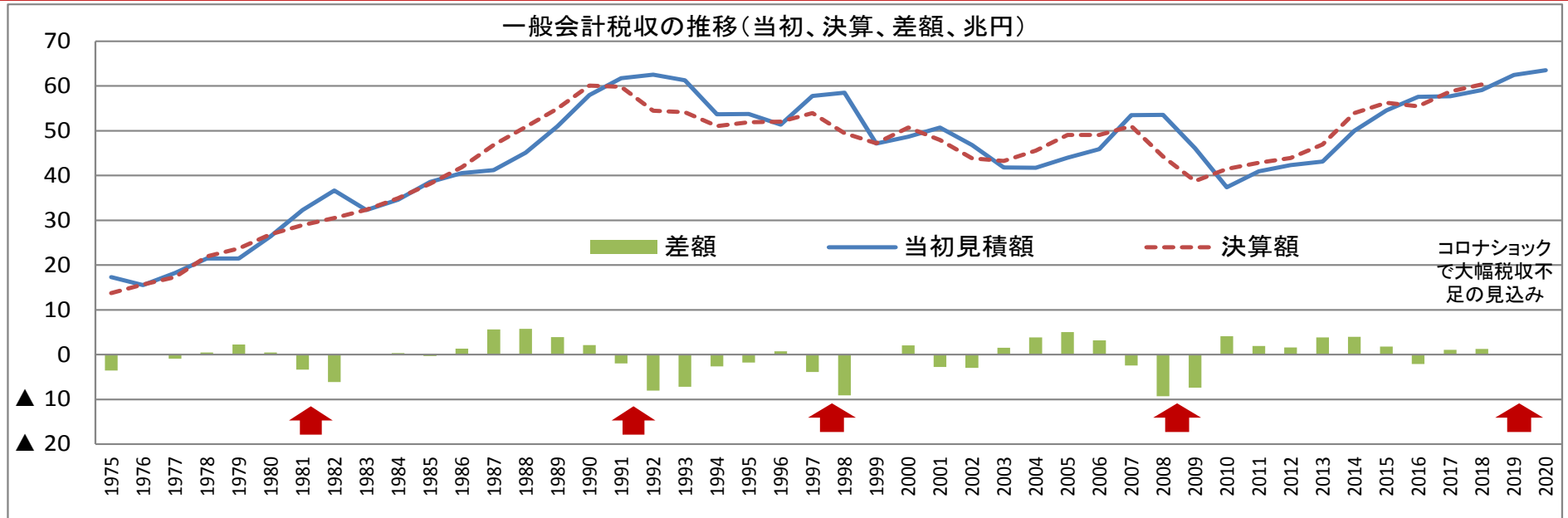
# 新型コロナウイルス感染症対策 事業規模230兆円と、空前絶後の規模



## ⑤今後の備え

- 財政健全化は「平時」にしかできない
- 最大のリスクは「少子高齢化」

# 我が国一般会計税収の推移 1975年以降44年間で26勝18敗、累計▲17.5兆円



当初の税収見積もりと決算額を比較すると、1975年度以降の44年間で、26回は決算額が当初見積額を上回り、18回は決算額が下回った。

⇒勝率約6割、但し、累計では▲17.5兆円

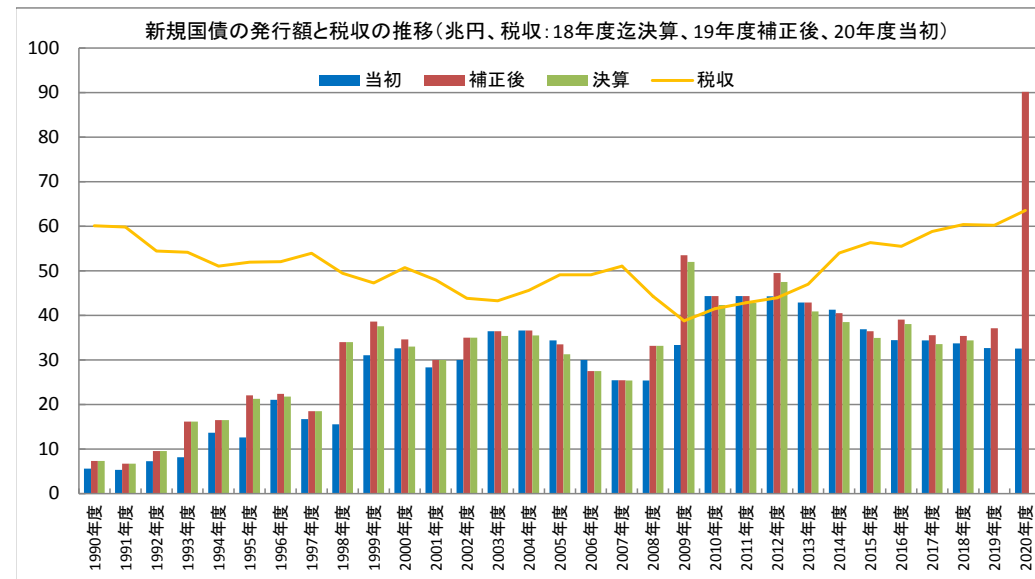
(背景)

・景気拡張局面が景気縮小局面より長い。

・10年に一度程度、大きなショック

オイルショック、バブル崩壊、金融危機、リーマンショック、コロナショック

⇒好景気時に南海トラフ地震等への備えが必要



出所:財務省資料等よりSMBC日興証券作成

# 国と地方の長期債務残高と個人金融資産、資金過不足

2019年12月末の個人金融資産は1,903兆円

ローン等除いた個人金融資産負債差額は1,574兆円

一方、2019年3月末の国と地方の長期債務残高は

1,095兆円、20年3月末は1,117兆円程度、

21年3月末は1,183兆円程度(2次補正後)の見込み。

依然、バッファーは400兆円程度確保される見込み。

→ホームカントリーバイアスと安全志向の強い個人

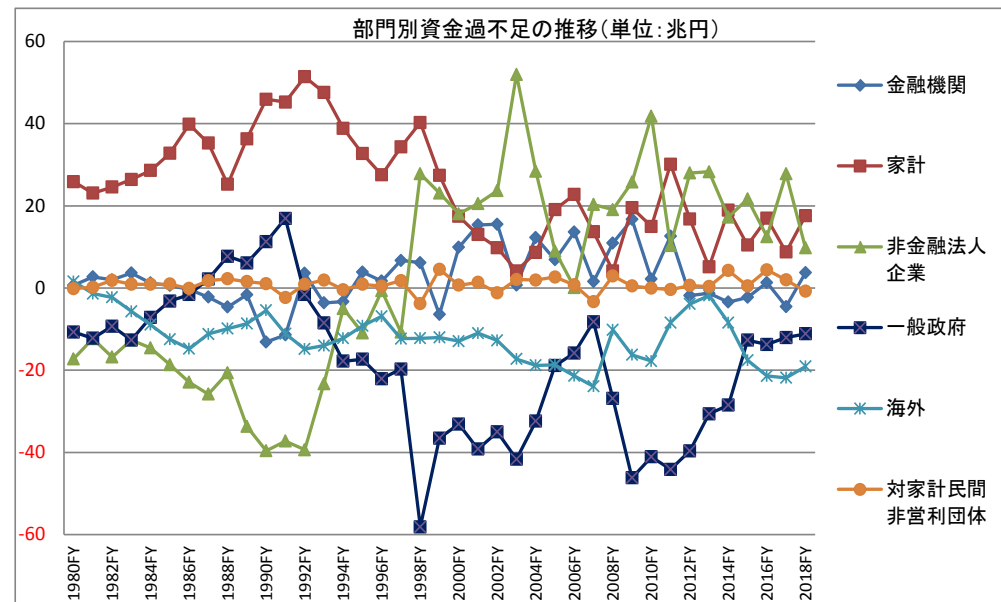
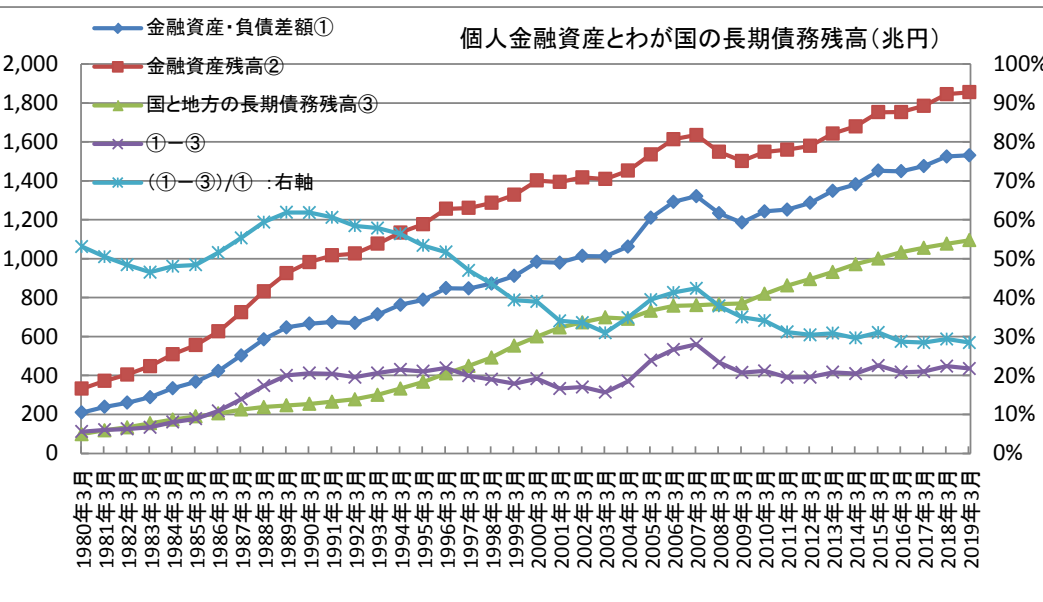
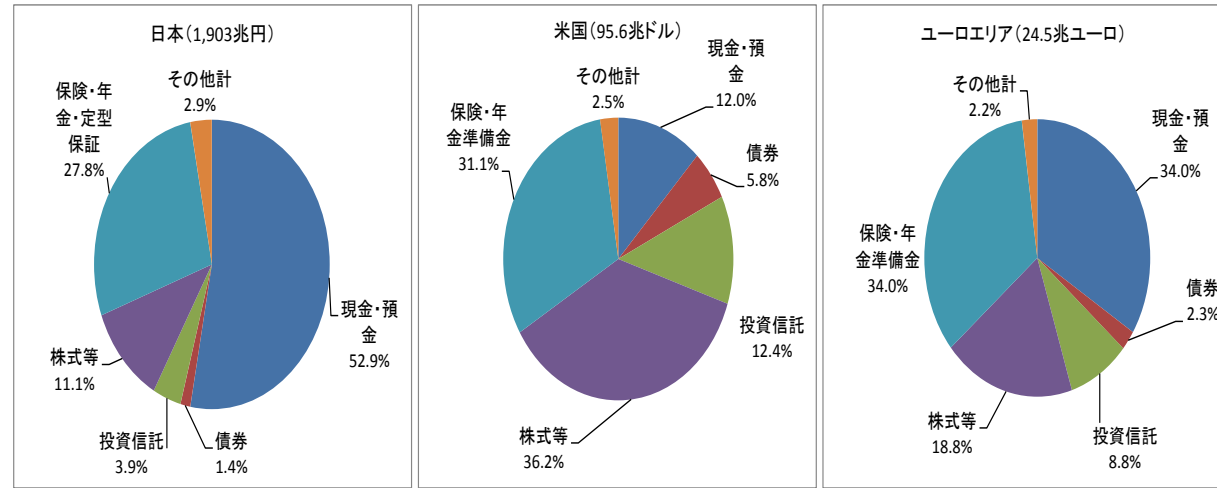
金融資産の存在が長期金利低位安定要因の1つ。

部門別資金過不足では、海外は1980年度を除き、

1981年度以降2018年度まで38年間不足セクター

○日米欧個人金融資産の比較 (日本は2019年12月末、米国は2019年12月末、ユーロは2019年3月末、日銀、FRB、ECB)

・実質的な株式投資比率は、日本の約12%に対し、米国は約47% (筆者試算)





# 財政の持続可能性を高めるには 国力の充実が重要 アンチ・エイジング

少子高齢化の進展→企業の多国籍化(産業の空洞化)を招く可能性→財政破綻の可能性が拡大(国破れて、多国籍企業在り)→財政の持続可能性を高めるには、**国力を高めること、アンチ・エイジング(抗老化と若返り)が必要、「成熟国」としての安定した社会の構築**

**1.次元の異なる成長戦略**→我が国の強みを極限まで発揮→長期的なアドバンテージがないと持たない(医療、医薬品、ロボット、産業・工作機械、環境、自動車、食品、アニメ等)

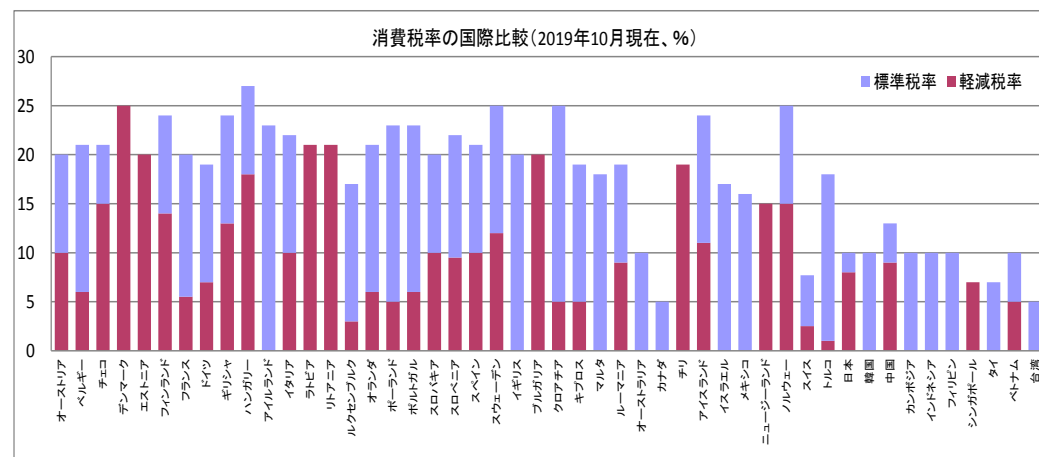
**2.次元の異なる人口政策(少子化対策)**→フランスの人口政策や移民政策等を検討→中間層が安心して複数の子供を持てる社会→女性の社会進出度の引き上げ、定年延長等

**3.対外投資の運用利回り向上**→成熟国として、直接投資・証券投資の配当・利子収入で、貿易・サービス収支及び旧経常移転収支の赤字を全てカバーする構造にすることが必要

## 4.中長期的な財政再建プランの策定

→国際比較では消費税率の引き上げ余地は大きく、経済への負荷も相対的に小さく、世代間格差是正も。但し、社会保障負担増等を勘案すると、増税には限界、**歳出改革も重要**

**⇒成長戦略と財政健全化は車の両輪**



# ○参考資料

# 2019年～2020年のタイムスケジュール(筆者予想含む)

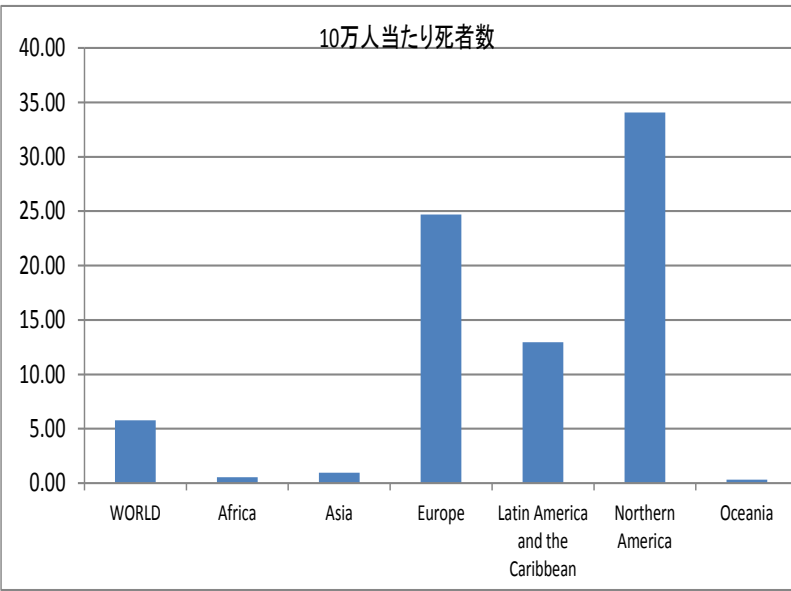
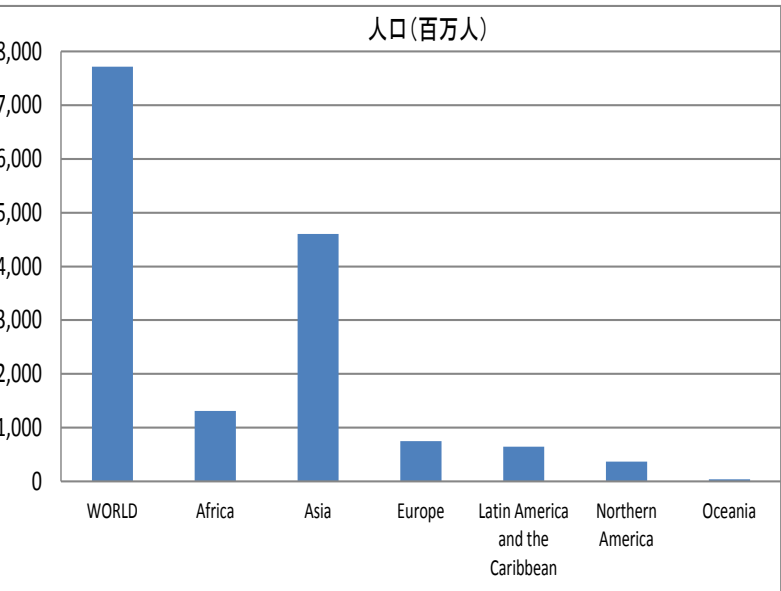
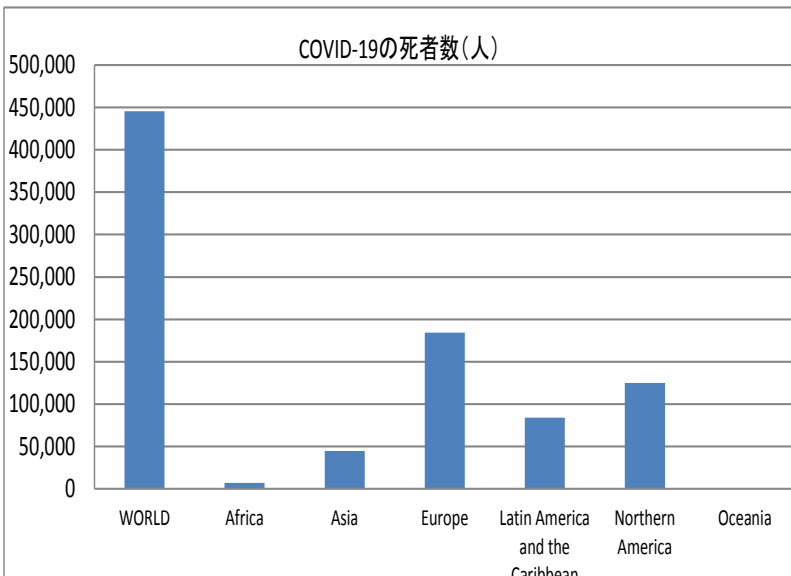
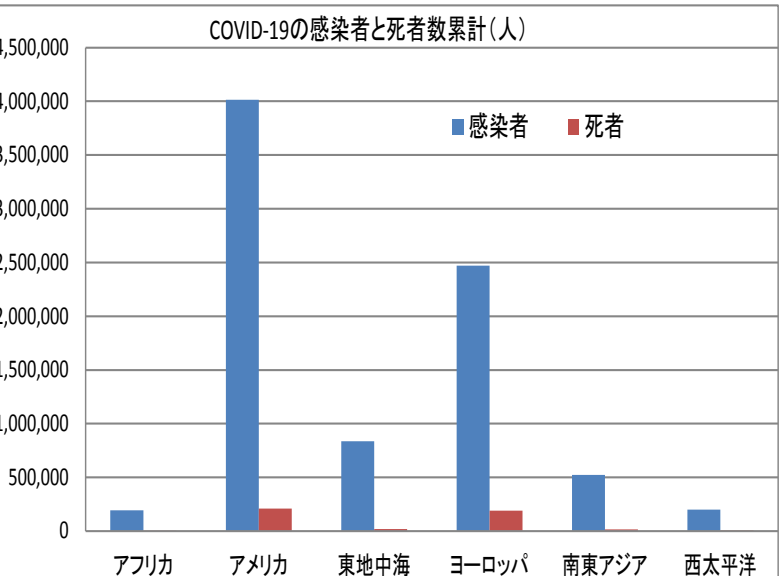
2019年

01月03日 米第116議会招集、中国嫦娥4号が月の裏側に着陸  
01月15日 英下院EU離脱協定案否決⇒賛成202: 反対432  
02月15日 米2019年歳出再継続法期限 ⇒統合歳出法成立  
03月01日 米政府債務上限撤廃期限⇒2日約22兆ドルで再設定  
03月12日 英下院EU離脱協定案否決⇒賛成242: 反対391  
03月19日 米FOMC(20日迄) ⇒利上げ停止  
03月29日 英下院EU離脱協定案否決⇒賛成286: 反対344  
03月29日 英国がEUから離脱⇒4月12日か5月22日まで延期  
04月09日 イスラエル総選挙⇒組閣できず9月17日に再選挙  
04月11日 EU首脳会議、英国離脱期限10月末に延期  
04月11日 印総選挙5月19日迄、23日開票⇒モディ首相続投  
04月30日 天皇陛下退位、05月01日 新天皇即位・令和に改元  
05月02日 イラン産原油禁輸⇒違反は米2次制裁の対象に  
05月23日 欧州議会選挙(26日まで)⇒2大政党グループ敗退  
07月07日 ギリシャ総選挙⇒NDが過半数獲得、政権交替  
07月21日 参院選⇒与党改選過半数、改憲3分の2に4議席不足  
07月24日 メイ首相後任の英保守党党首にジョンソン氏就任  
07月30日 米FOMC(31日迄): FF誘導目標⇒2.00~2.25%、資産圧縮を7月末で停止  
08月02日 米政府債務上限適用停止、2年間の歳出枠決定  
08月05日 米国が中国を「為替操作国」に認定  
08月23日 中国が米輸入品750億ドルに対し追加関税発表  
08月23日 トランプ氏対中追加関税の税率を5%引き上げ発表  
09月01日 対中輸入品3,000億ドルに10⇒15%追加関税、携帯電話等は12月15日実施  
09月11日 内閣改造、自民党役員人事  
09月17日 イスラエル総選挙⇒「青と白」が第1党もネタニヤフ氏に組閣支持⇒再選挙?  
09月17日 米FOMC(18日迄)⇒FF誘導目標⇒1.75~2.00%  
09月29日 オーストリア総選挙⇒国民党が第1党維持、緑の党躍進  
10月01日 消費税率8%⇒10%  
10月21日 カナダ総選挙⇒トルドー首相続投も過半数割れ  
10月29日 米FOMC(30日迄)⇒FF誘導目標⇒1.50~1.75%  
10月31日 英EU離脱期限⇒1月末に柔軟な延期  
11月10日 スペイン総選挙⇒左派・中道議席減、極右躍進  
11月30日 独社会民主党(SPD)党首選⇒大連立懐疑派のワルター・ボアヤンス組勝利  
12月04日 米下院がウイグル法案可決、香港人権・民主主義法11月27日成立に続く  
12月10日 米FOMC(11日迄)⇒利下げ見送り  
12月12日 英総選挙⇒保守党が単独過半数確保  
12月15日 中国からの輸入品1,600億ドルに15%追加関税賦課⇒見送り  
12月18日 トランプ大統領弾劾訴追⇒年明け上院で弾劾裁判

2020年

01月03日 米軍がイラン革命防衛隊のソレイマニ司令官殺害  
01月07日 12月31日に中国武漢市で検出された原因不明の肺炎は新型コロナウイルス(2019-nCoV)が原因と特定、WHO通知  
01月08日 イラン革命防衛隊が在イラク米軍基地を弾道ミサイル攻撃  
01月13日 スペインでサンチェス少数連立政権発足  
01月15日 米中経済貿易合意(第1段階の合意)に署名  
01月11日 台湾(中華民国)総統選挙⇒蔡英文氏再選  
01月30日 WHOが新型コロナウイルス(COVID-19)のPHEIC宣言  
01月31日 英国がEUから離脱(移行期間2020年12月末)  
02月08日 アイルランドで総選挙⇒シンフェイン党躍進  
03月02日 イスラエルで総選挙(1年で3度目)⇒リクードが第1党に  
03月03日 スーパー・チューズデー⇒バイデン氏が勝利  
03月03日 米臨時FOMC⇒FF誘導目標⇒1.00~1.25%  
03月11日 WHOが新型コロナウイルス感染症(COVID-19)のパンデミック宣言  
03月15日 米臨時FOMC⇒FF誘導目標⇒0.00~0.25%、QE4導入  
03月16日 日銀追加緩和、ETF、J-REIT、CP、社債買い増し  
04月07日 新型コロナウイルス感染症に関する緊急事態宣言を発令(5月6日迄)  
04月16日 緊急事態宣言を全国に拡大  
05月04日 緊急事態宣言を5月31日まで延長⇒14日一部解除⇒25日全面解除  
06月09日 米FOMC(10日迄)  
07月05日 東京都知事選(7月30日東京都知事任期満了)  
07月24日 東京夏季オリンピック⇒2021年7月23日~8月8日に延期  
07月28日 米FOMC(29日迄)  
08月17日の週 米民主党大会(ウイスコンシン州ミルウォーキー)  
08月24日 米共和党大会(27日迄、フロリダ州ジャクソンビル)  
08月25日 東京夏季パラリンピック⇒2021年8月24日~9月5日に延期  
09月以降 G7首脳会議⇒G11首脳会議?(米国)  
09月15日 米FOMC(16日迄)  
09月19日 ニューージーランド総選挙  
11月03日 米大統領選、議会選、知事選  
11月04日 米FOMC(05日迄)  
12月15日 米FOMC(16日迄)  
12月下旬 2021年度予算政府案決定  
12月31日 英国がEUから完全離脱(英国は1年の延長拒否)

# COVID-19の地域別死亡率 人口比死者数は北米・欧州が多い(6月18日現在)



10万人当たり死者数:G7	
United Kingdom	62.42
Italy	56.89
France	45.31
United States of America	35.46
Canada	21.95
Germany	10.60
<b>Japan</b>	<b>0.74</b>

Belgium	83.84
<b>Spain</b>	<b>58.06</b>
Sweden	50.23
<b>Portugal</b>	<b>14.89</b>

Eastern Asia	
China	0.32
China, Hong Kong SAR	0.05
China, Macao SAR	0.00
China, Taiwan Province of China	0.03
Dem. People's Republic of Korea	0.00
<b>Japan</b>	<b>0.74</b>
Mongolia	0.00
Republic of Korea	0.55

South-Eastern Asia	
Brunei Darussalam	0.69
Cambodia	0.00
Indonesia	0.84
Lao People's Democratic Republic	0.00
Malaysia	0.38
Myanmar	0.01
Philippines	1.02
Singapore	0.45
Thailand	0.08
Timor-Leste	0.00
Viet Nam	0.00

## 日本でCOVID-19の感染者・死者が少ない7つの理由

我が国の感染者が少ない理由として、①検査数が少なく表面化していない、②国民皆保険制度で医療が充実、③マスクの着用や手洗いの習慣、④握手やハグ、キスをしない習慣、⑤気候の影響、⑥その他の医療的問題、⑦過去の集団免疫(交差免疫)や遺伝的要因等が指摘されている。

**第1のPCR検査が少ない**のは事実であり、人口1千人あたり検査数はG7諸国で最も少ない。但し、死者数も少ないので、実際の感染者は確認された人数よりも相当数多いとしても、現時点で欧米並みに多いということはないだろう。

**第2の医療制度の影響は、国民皆保険制度ではない米国との比較では大きそうだ**。但し、イタリアを含め、欧州では国民皆保険制度は一般的である。一方で、財政的な裏付け、医療サービスの質が、特に死者数の面で、イタリアやスペインと、ドイツとの差を生んでいる可能性はありそうだ。なお、日本や韓国では、欧州諸国のように、「かかりつけ医師制度」は一般化しておらず、「医療ショッピング」の習慣が、MERS(中東呼吸器症候群)の韓国でのアウトブレイク事例のように、感染症の感染拡大を招く可能性には注意が必要だろう。

**第3のマスクに関しては、欧米ではマスクは患者がするものとの固定観念がある**。奇異な目で見られることが多いことから、筆者を含め大半の日本人も海外でマスクをすることは少ない。一方、我が国では国民病と言える花粉症の影響等でマスクをすることに違和感はなく、多くの家庭でマスクのストックがある。最近では、欧米でも無症状や軽症の感染者が他人にうつすリスクを軽減するため、マスクの着用を奨励する方向に変化してきた。マスクの着用は一定の効果が認められると言えそうだ。また、手洗いの習慣も感染予防の観点からメリットが大きい。

**第4の社会習慣に関しても、我が国では挨拶は「お辞儀」が主流であり、濃厚接触を防ぐ意味では効果は大きいと考えられる**。特に、感染が急拡大したイタリアやスペイン等ラテン・ヨーロッパの国では三世帯住宅が多く、昼時も帰宅し、朝・昼・夕と3食を家族でともにもすることも一般的だ。この習慣が高齢者の死者を増やした可能性はありそうだ。一方、我が国では、少子化の影響もあり、近年大都市部では核家族が多い。自宅で靴を脱ぐ習慣も、ウイルスを自宅に持ち込むことを防止する観点では有効か。

**第5の気候の影響だが、地球温暖化の影響で、世界的に暖冬傾向が続いているが、我が国は年中、相対的に多湿である**。暖冬・多湿がCOVID-19やインフルエンザの感染を抑制している可能性があるが、季節性インフルエンザと異なり、COVID-19に関しては、推移を見守る必要がありそうだ。

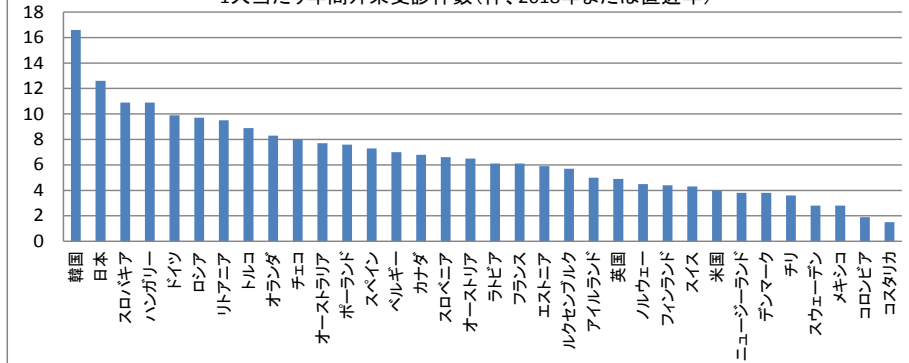
**第6は医療制度にも影響しているが、3月中旬以降、BCGワクチン接種と感染拡大に相関性があるとの論評がみられるようになってきた**。

BCGは結核を予防するワクチンの通称であり、このワクチンを開発したフランスのパスツール研究所の研究者の名前を冠した菌: Bacille Calmette-Guerin(カルメットとゲランの菌)の頭文字をとったもの。我が国では戦後、生後1歳に至るまでの間に接種することが推奨されてきた。一方、BCGワクチンが生まれた欧州では、近年、全ての乳児への接種は推奨しない国が増えており、米国、カナダ、イタリア、ベルギー等では過去一度も全ての乳児への接種は推奨されていない。COVID-19の感染者や死者が多い国は、筆頭の米国を含め、英国、スペイン、イタリア、ドイツ、フランス等、現在ないし過去も非推奨の国が多い。但し、現在、全員には推奨されていない欧州でも、多くの国で中高年は接種済であるし、欧米諸国以外の世界の国はほぼ全て接種されている。推奨国のポルトガル(人口約1千万人)でも、感染者は3万人を超えている。一方、大半が推奨国の新興国や発展途上国でも感染が拡大しつつあることから、もう暫く様子を見ないと、定かなことは言えないのが実情だろう。

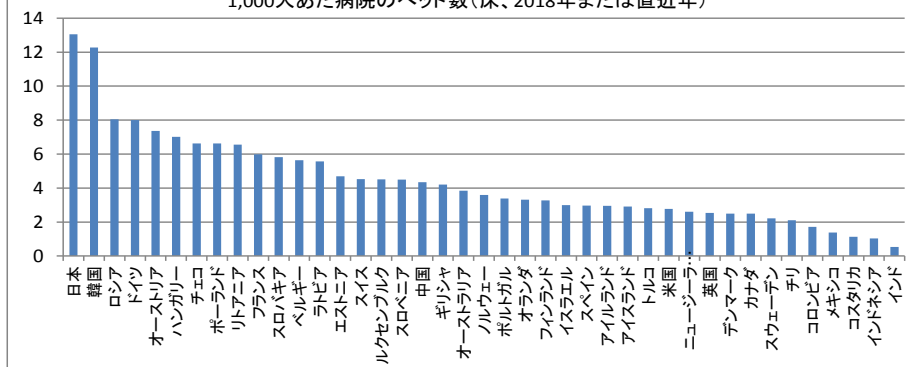
**第7は人種や地域性が影響しているとの見方**であり、遺伝的特性を主張する向きもあるが、人種間の遺伝的差異は僅少。むしろ、SARSも中国で発生していることから、コロナウイルスに対し東アジア人は過去に何等かの集団免疫的要素(交差免疫)を有しているとの見方もある。但し検証は出来ず。

# 医療ショッピングとBCGワクチン接種 日本は病床数やCT数は多いがICUが少ない

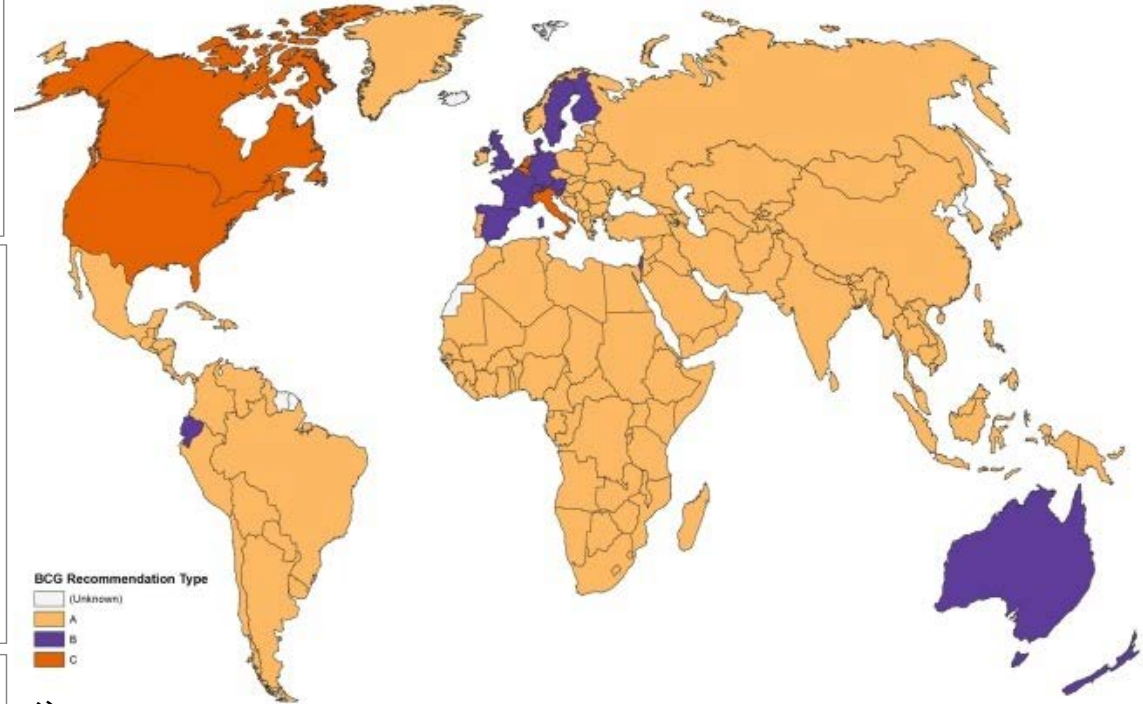
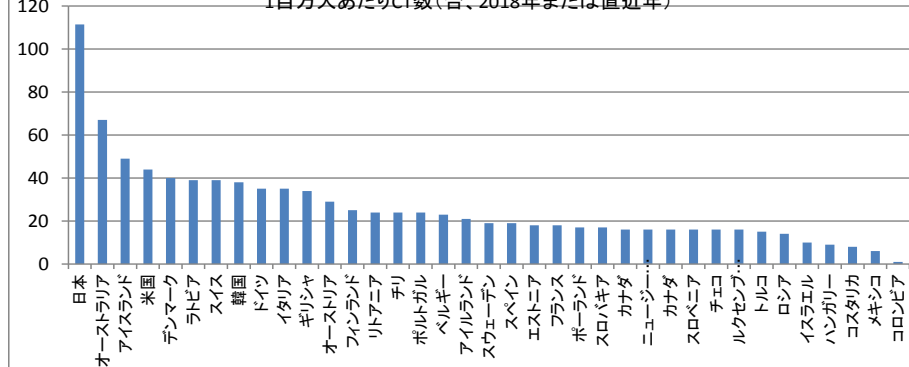
1人当たり年間外来受診件数(件、2018年または直近年)



1,000人あたりの病院のベッド数(床、2018年または直近年)



1百万人あたりCT数(台、2018年または直近年)



注:

A: The country currently has universal BCG vaccination program. ⇒ 推奨国

B: The country used to recommend BCG vaccination for everyone, but currently does not. ⇒ 過去に推奨されたが現在は非推奨国

C: The country never had universal BCG vaccination programs. ⇒ 非推奨国

出所: 米国立図書館

人口10万人あたりのICU病床: ドイツ29から30床、イタリア12床、日本5床  
(日本集中治療医学会)

### 米国では共和党支持の中小企業や自営業者等の不満も受けて、 トランプ大統領が4月16日、経済活動の再開に向けたガイドライン 「米国を再び開く:OPENING UP AMERICA AGAIN」を公表

感染状況に応じて3段階(フェーズ)にわけて制限を徐々に緩和する内容で、実際の制限緩和は各州知事の判断で実施

**制限緩和の前提としてCOVID-19の感染者数及び検査における陽性反応の割合が14日間にわたって減少し、病院が緊急対応なしにすべての患者を治療できる、などの条件が設けられた。**

この条件を満たした地域は「第1段階」、感染拡大の再発の兆しがなく、2週間の条件を2回満たした地域は「第2段階」、3回にわたって満たした地域は「第3段階」に該当するとしている。

第1段階ではソーシャル・ディスタンス(対人距離)が確保できれば飲食店や映画館、ジムの営業を認める。在宅勤務は引き続き奨励し、学校は休校を続ける。10人超の集まりは避けるよう求める。高齢者や持病のある人は自宅待機を続ける。

第2段階では、学校は再開し、不要不急の旅行も認める。人数を制限すればバーも営業可能。50人超の集まりは避ける。

第3段階では、手洗いやソーシャル・ディスタンスなどに注意を払った上で、ほぼすべての活動が可能になる。

①**タイミングの重要性**②**共通の原則に基づくアプローチ**③**封じ込め策を段階的に廃止するための措置を公表**⇒EUでは、タイミングが重要としており、継続的な監視と新しい政策を調整及び再導入する準備が必要であり、市民との明確かつタイムリーなコミュニケーションと透明性が不可欠としている。  
対策の評価には、「**3つの基準**」を考慮する必要があるとしている。

第1に、疫学的基準。これは、入院数や新しい感染者の推移等の基準。

第2に、十分な医療機関の能力。十分な数のベッド数、医薬品や機器の在庫など。

第3に、適切な監視機能。感染者を迅速に検出して隔離する大規模な検査機能や、追跡システム。

EUは、状況は加盟国間で大幅に異なるが、共通のアプローチの下で活動することが不可決であり、「**3つの原則**」がEUと加盟国を導くことが必要であるとしている。

第1に、行動は科学に基づくべきである。社会的及び経済的救済のバランスを取りながら公衆衛生を中心に置く。

第2に、行動は加盟国で調整されるべきである。全ての加盟国への悪影響と政治的摩擦を避けるため。

第3に、加盟国間の尊重と連帯。健康と社会経済的影響を緩和、調整し、コミュニケーションを図るために不可欠。

そして、行動制限措置を段階的に廃止するための付随的措置として、以下が求められるとしている。

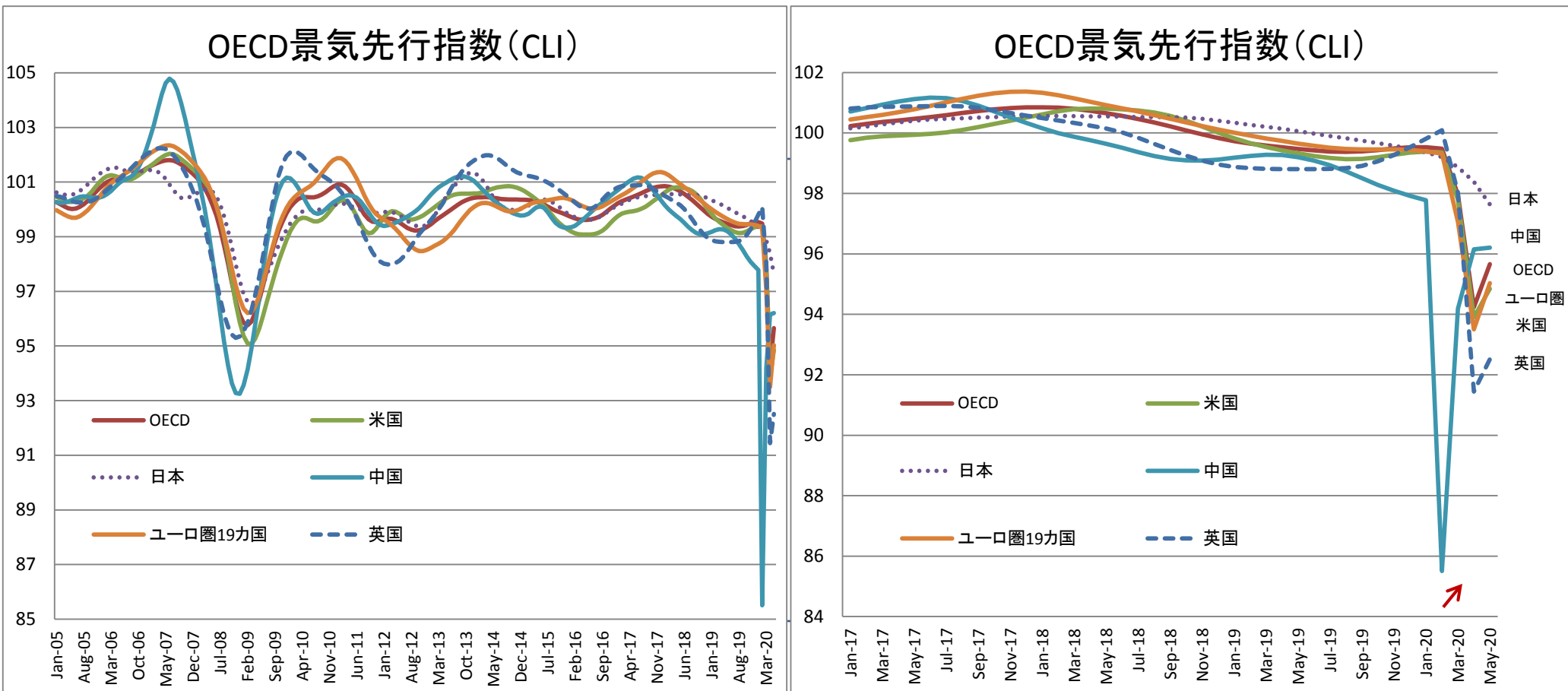
- ・データの収集とレポート作成による加盟国の共有。
- ・プライバシーを尊重した上で、モバイルアプリを使用して、追跡と警告のフレームワークを作成。
- ・検査能力を拡張し、調和させる必要。迅速で信頼性の高いテストは、迅速な診断と母集団の獲得免疫を測定するための鍵。
- ・医療システムの能力と回復力を高める必要。
- ・医療用および個人用保護具の可用性を高める必要。rescEUと共同調達を通じて、備品を備蓄し、配布することで加盟国を支援。
- ・ワクチン、治療法、医薬品の導入を開発し、迅速に進める。安全で効果的なワクチンの開発は、コロナウイルスの発生を終わらせ、状況を変える重要なものとなる。

なお、行動制限措置は段階的に解除され、その効果は時間をかけてしか測定できないため、手順の間に十分な時間が経過する必要があるとしている(たとえば1か月)。



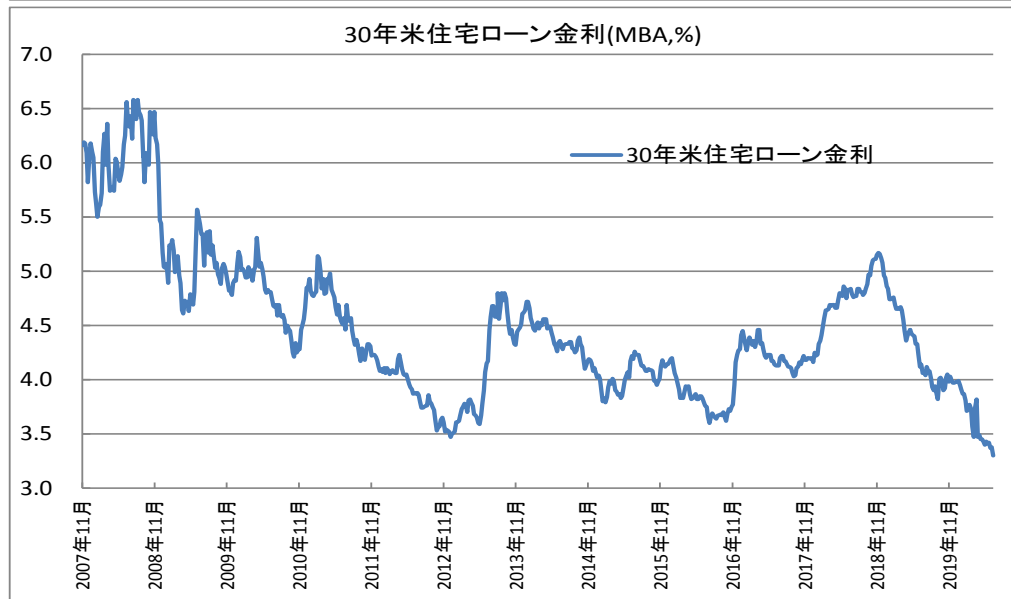
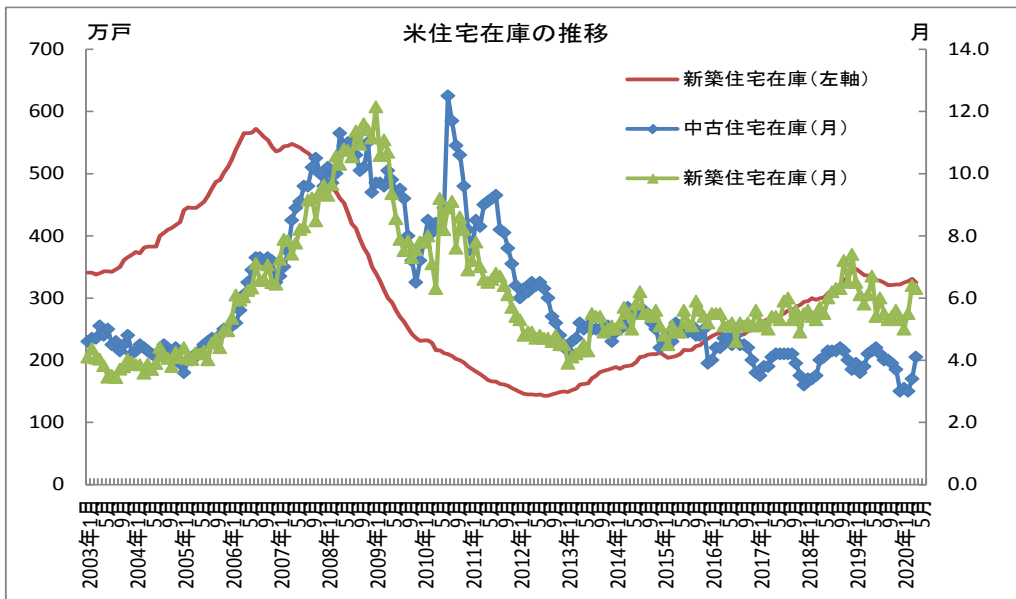
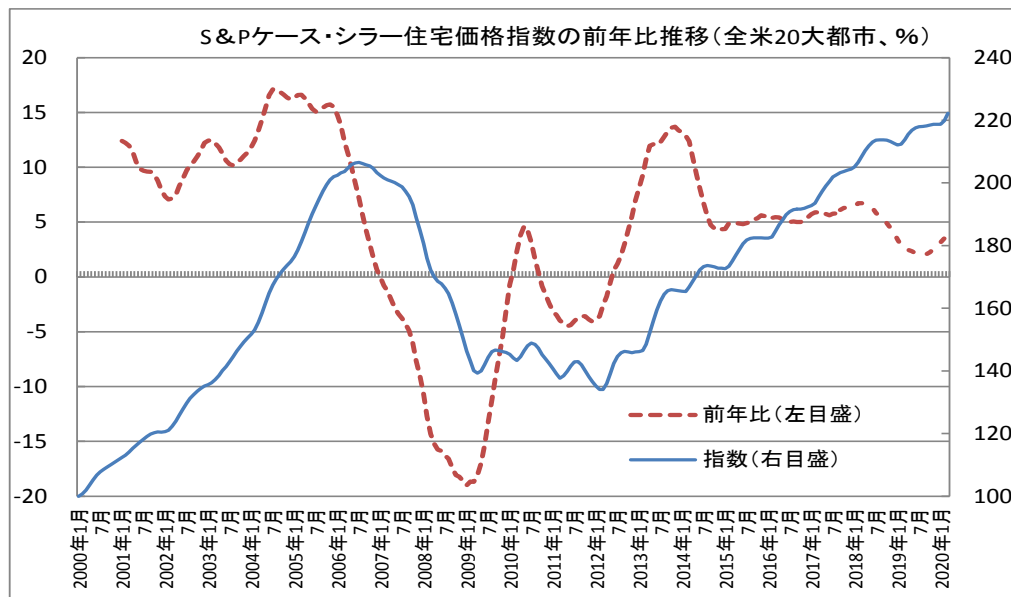
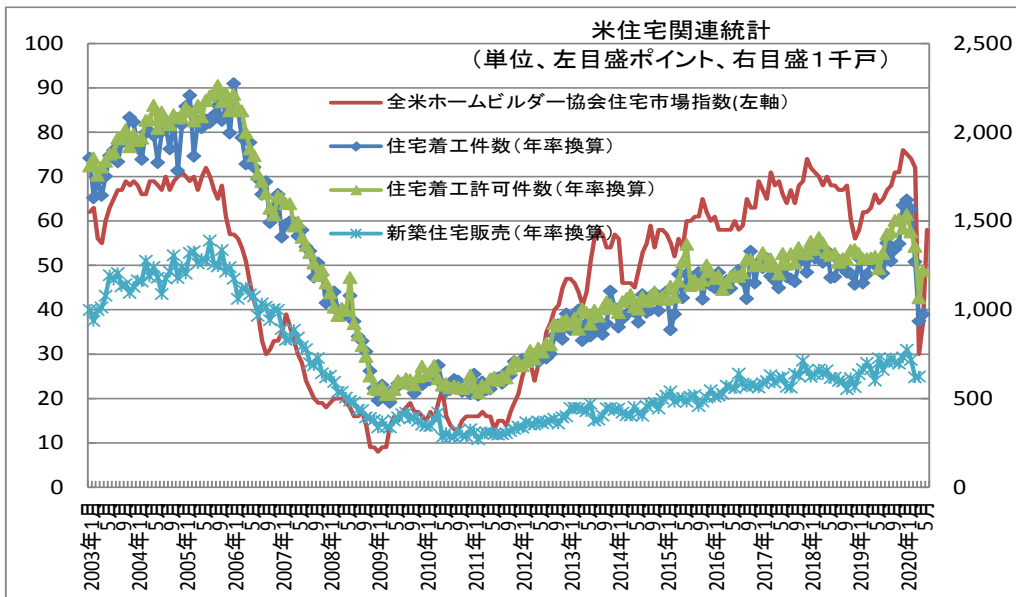
# OECD景気先行指数 2019年に中国からボトムアウトも、2020年春急落、景気後退示唆

OECD景気先行指数は17年末にピークアウト。同指数は6-9カ月先の転換点を予測。  
 18年央以降の世界経済の減速示唆。19年に中国からボトムアウトも、COVID-19感染拡大  
 で20年初に急降下、景気後退示唆。中国は3月、欧米は5月に反発、日本は下落続く。



Amplitude adjusted, Long-term average = 100 , Jan 2004

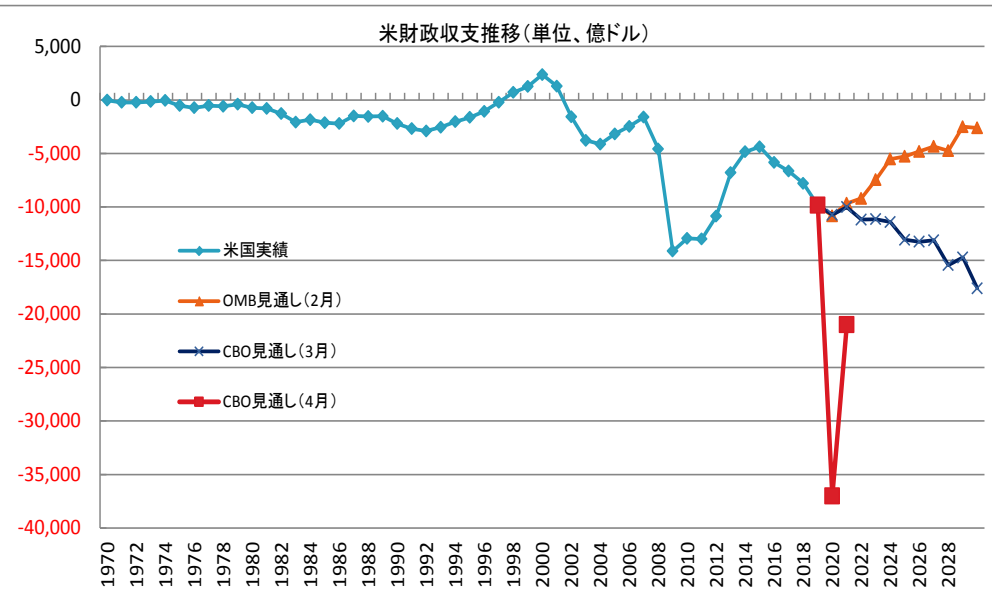
# 米住宅市場の状況 住宅価格・ローン金利上昇で市場に陰り、金利低下で回復も、COVID-19のパンデミックで悪化へ



## 米国のCOVID-19対策 成立済の第4弾までで総額3兆ドル規模、第5弾、第6弾の計画も

- 第1弾の「2020年コロナウイルス対策追加歳出法」が3月6日成立、83億ドル規模  
⇒ワクチン開発に30億ドル等
- 3月13日、国家非常事態宣言による「スタフォード法第501条(b)」発動で500億ドル  
⇒FEMA(連邦緊急事態管理庁)向け資金拠出
- 第2弾の「家族第一コロナウイルス対策法」が3月27日に成立、2,000億ドル規模  
⇒有給の病気休暇、無料のコロナウイルス検査、食料援助・失業給付の拡大等
- 3月19日に「国防生産法」復活⇒人口呼吸器等の製造を命令
- 第3弾の「ケア法」が3月27日に成立、2兆2,000億ドル規模  
⇒個人宛直接給付(大人1,200ドル、子供500ドル、年収制限あり)、失業給付拡大、中小企業支援枠3,500億ドル、企業向け5,000億ドルの融資枠、医療体制整備1,400億ドル等
- 第4弾の「給与保護プログラム及びヘルスケア強化法」が4月24日に成立、4,840億ドル規模  
⇒中小企業向けPPP3,100億ドル拡大、同緊急融資制度600億ドル、医療体制整備1,000億ドル
- 第5弾、民主党は州・地方政府向け支援策や個人宛直接給付等を盛り込んだ3兆ドルの「英雄法案」を下院で可決、トランプ氏は給与税の免除(年間1.2兆ドル規模)を主張
- 第6弾、感染収束後にインフラ投資等含む1兆~2兆ドル規模の対策を検討

# 米国財政は急激に悪化、国債大増発 対GDP連邦債務残高は2021会計年度にもトルーマン政権下の106%を抜く見通し⇒金利上昇またはドル安の懸念



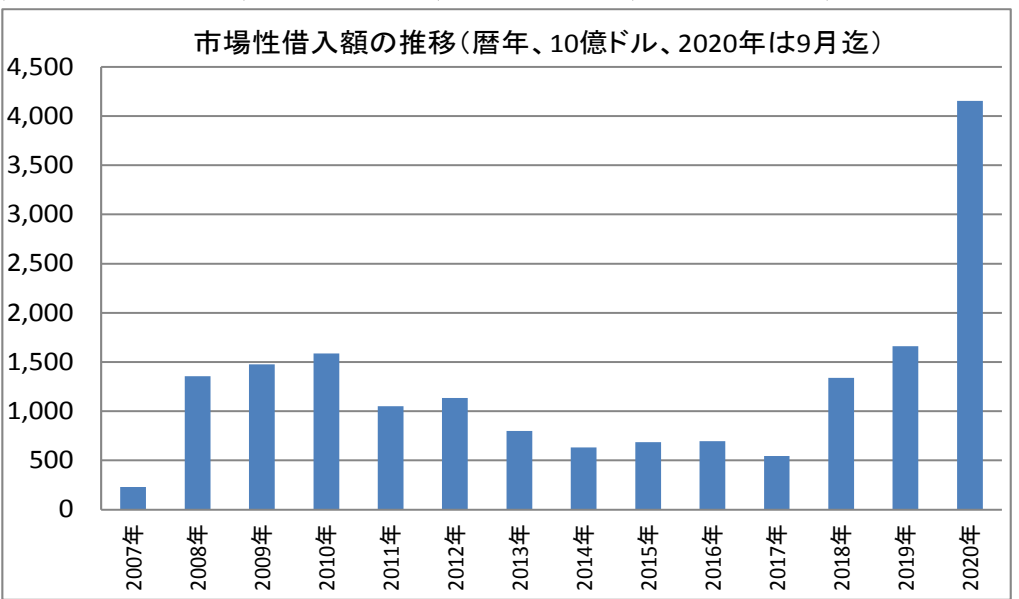
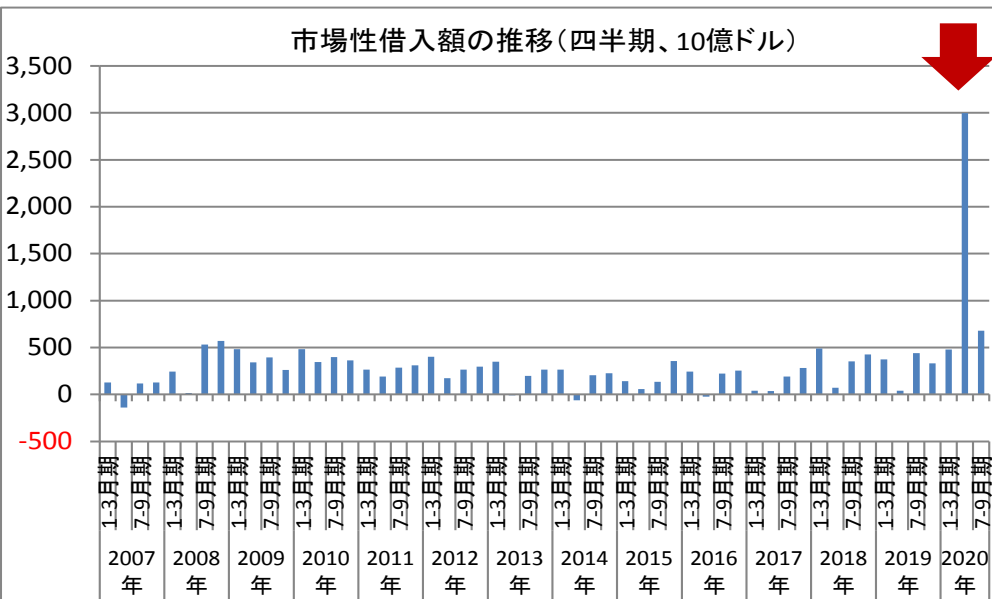
## ○2020年と2021年のCBOの経済予測

	2020				年間	
	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2021
実質GDP(%:前四半期比変化率)	-1.2	-11.2	5.0	2.5	-	-
実質GDP(%:変化率、年率)	-4.8	-37.7	21.5	10.4	-5.6	4.2
名目GDP(%:前四半期比変化率)	-0.9	-11.5	5.1	2.6	-	-
名目GDP(%:変化率、年率)	-3.5	-38.7	22.2	10.9	-5.4	5.7
失業率(%)	3.8	15.1	15.8	11.5	11.5	9.3
3か月物TB金利(%)	1.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.1
10年国債金利(%)	1.4	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0

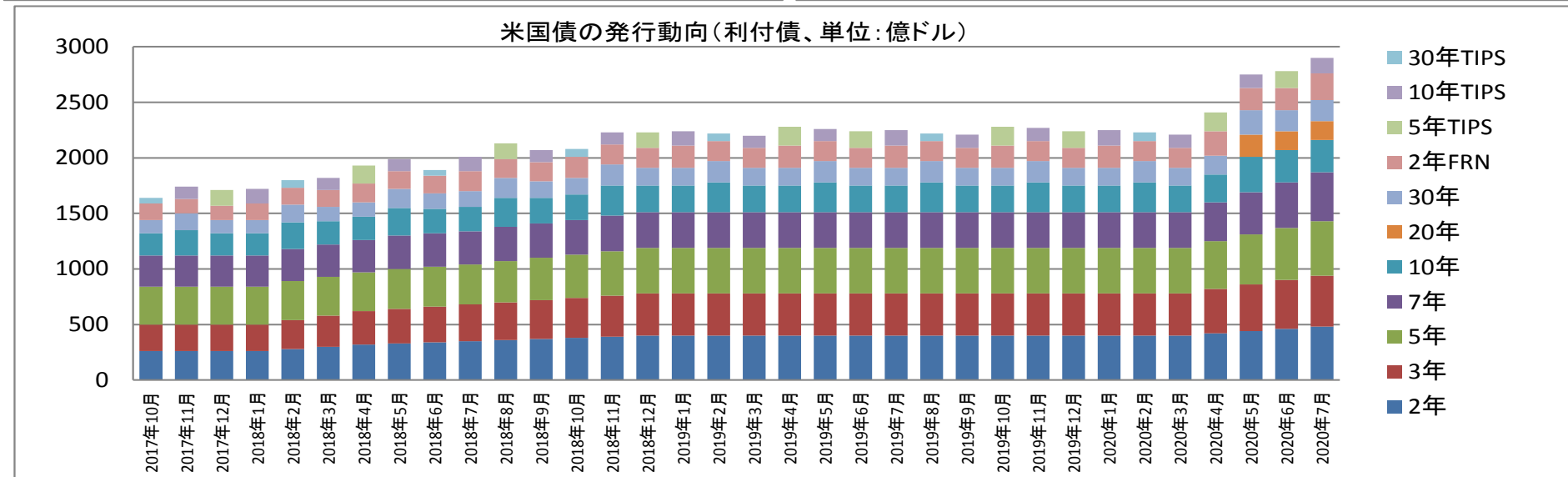
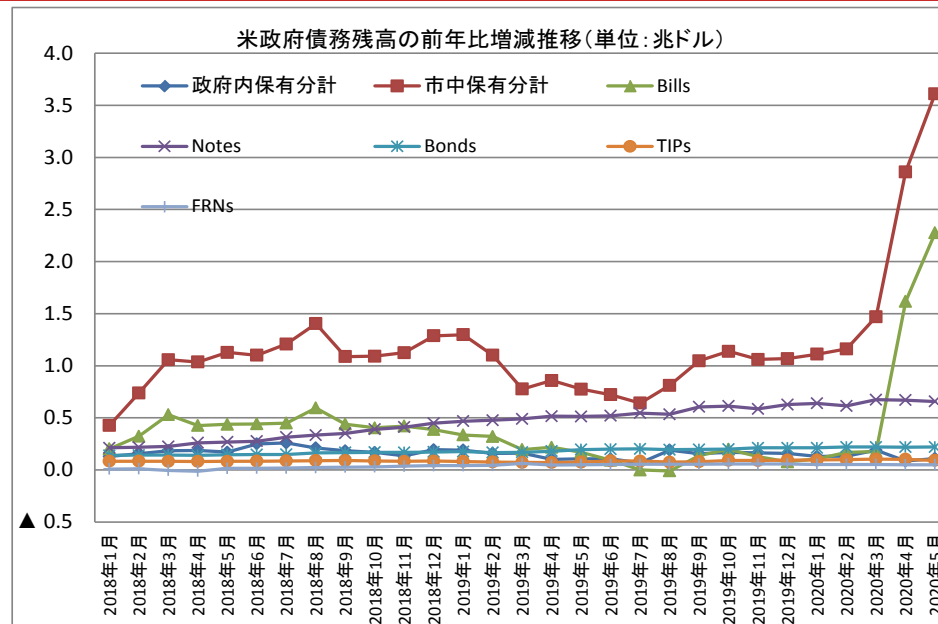
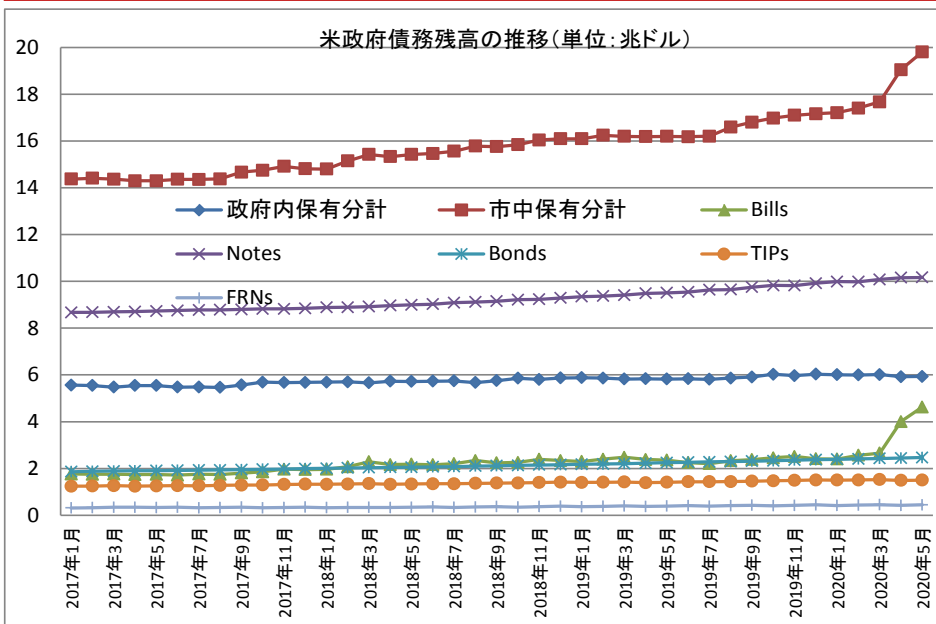
## ○民間のCRFB試算

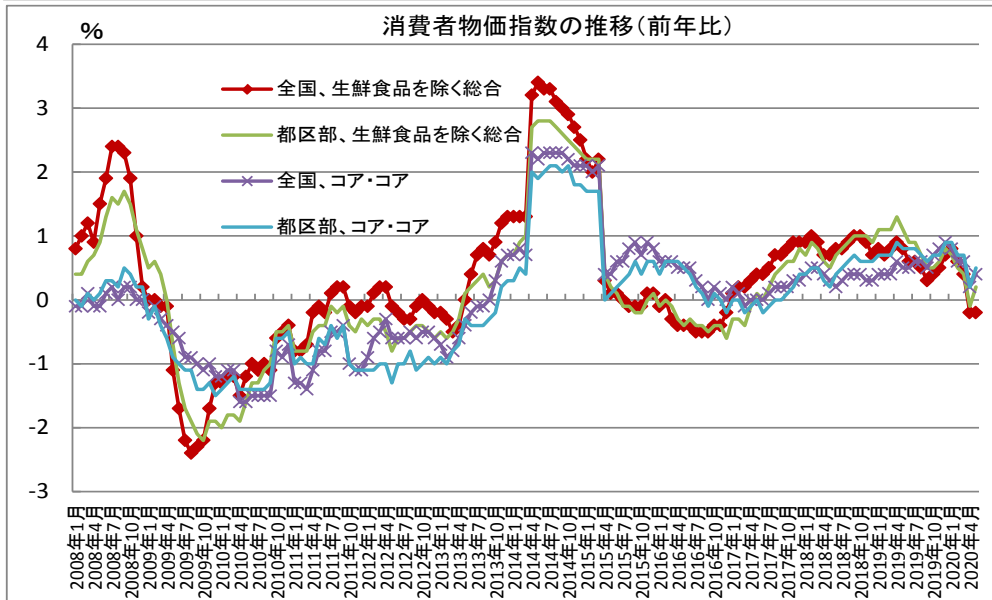
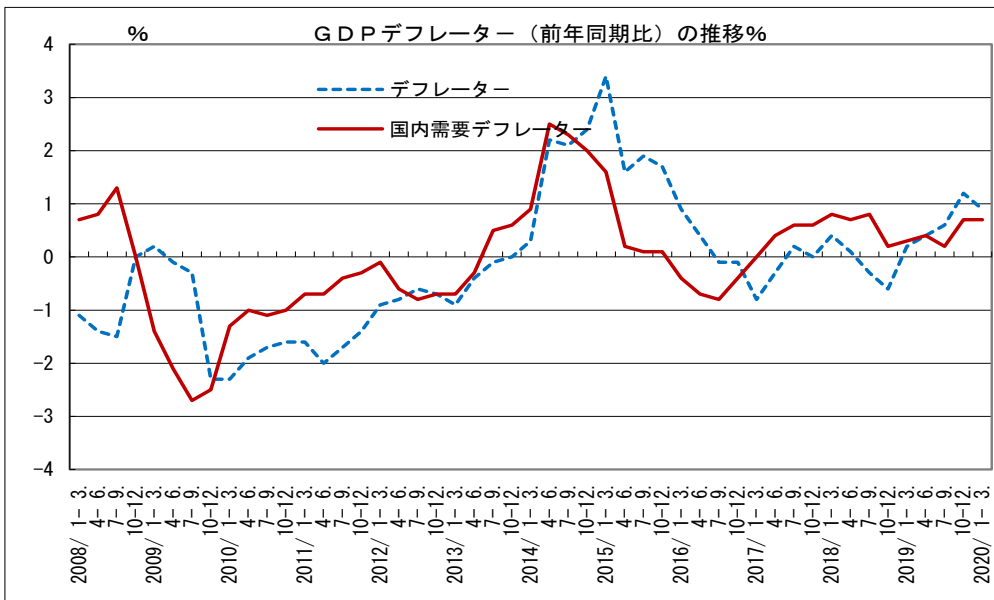
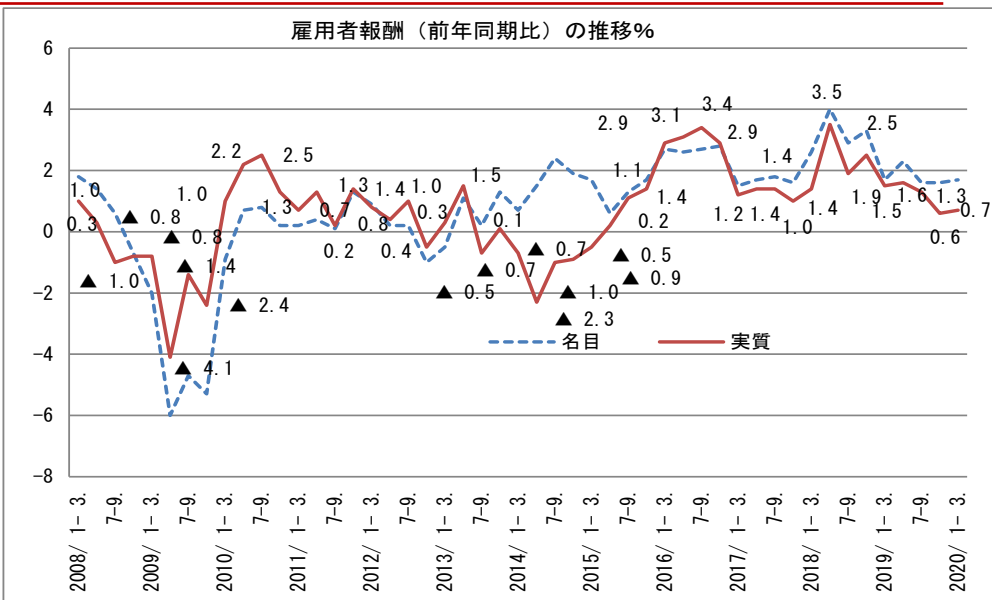
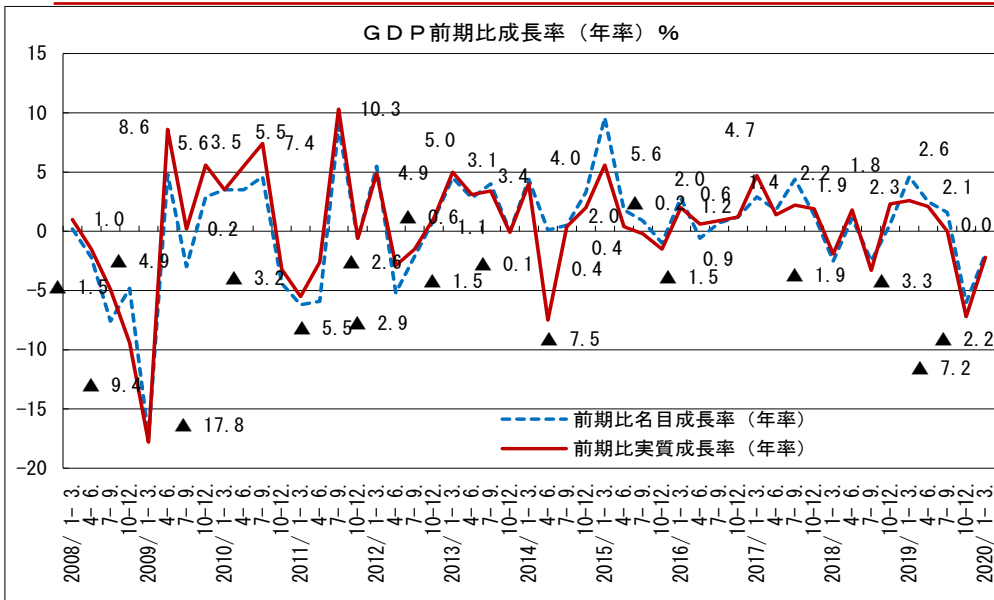
単位:10億ドル

	2020会計年度	2021	2022~2025累計	2020~2025累計
危機前の赤字(CBO)	\$1,073	\$1,002	\$4,679	\$6,754
家族第一法(CBO)	\$134	\$57	\$1	\$192
ケア法(CRFB)	\$2,066	\$546	\$466	\$2,146
経済変動(CRFB)	\$570	\$469	\$802	\$1,841
債務コスト(CRFB)	\$3	\$26	\$323	\$352
<b>赤字予想(CRFB)</b>	<b>\$3,847</b>	<b>\$2,099</b>	<b>\$5,338</b>	<b>\$11,285</b>
対GDP比率	18.7%	9.7%	5.6%	8.4%



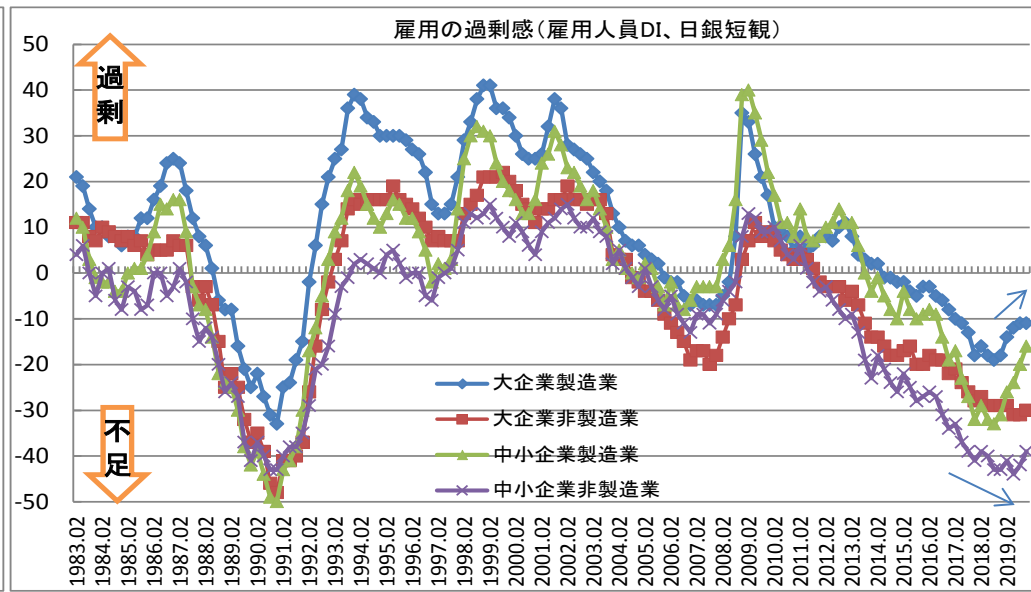
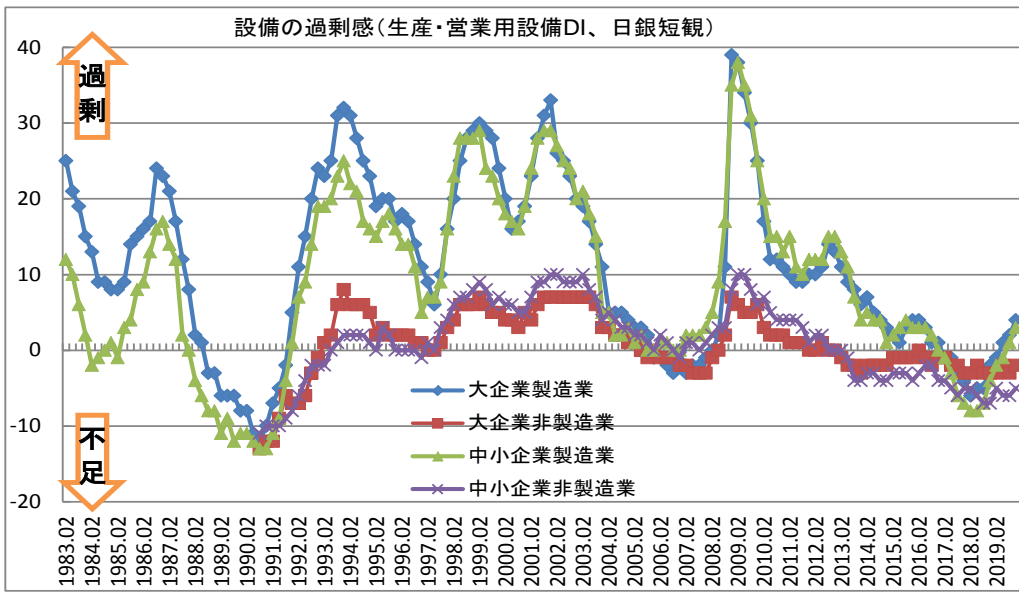
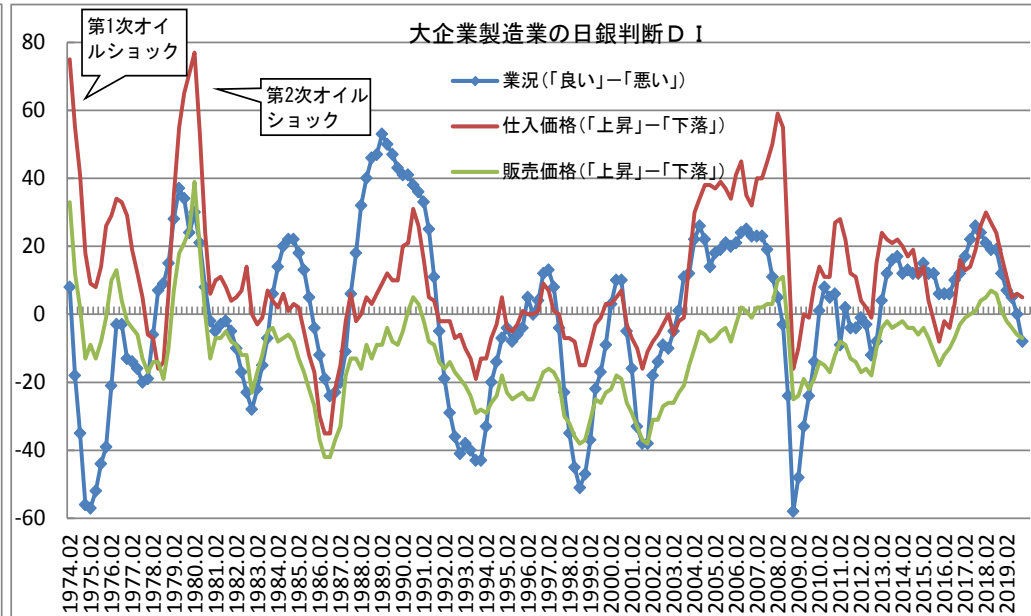
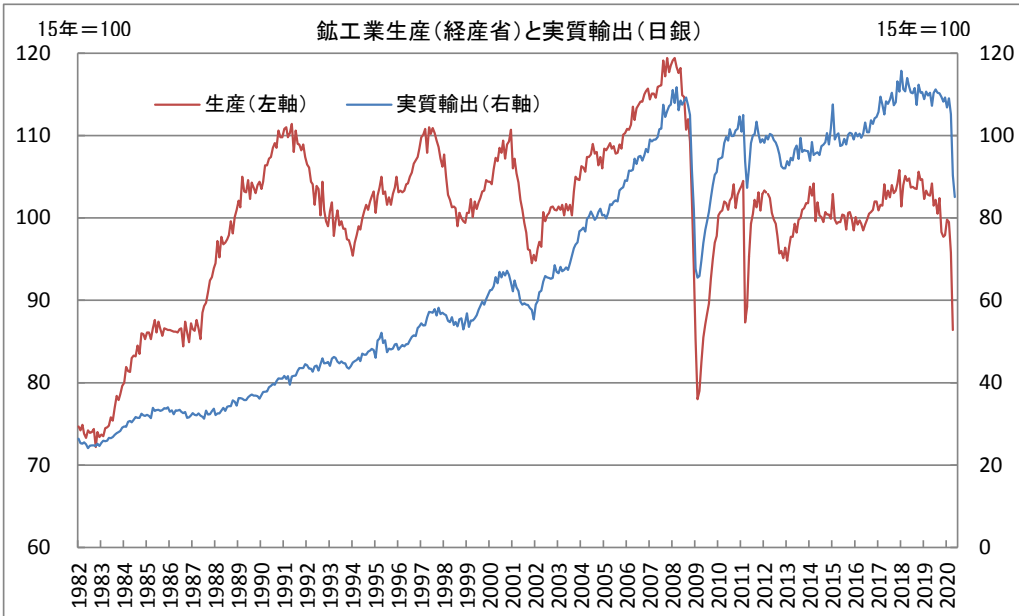
# 当面はTB大增発、徐々に利付債へシフト 2020年4月に1.4兆ドル調達、97%がBills





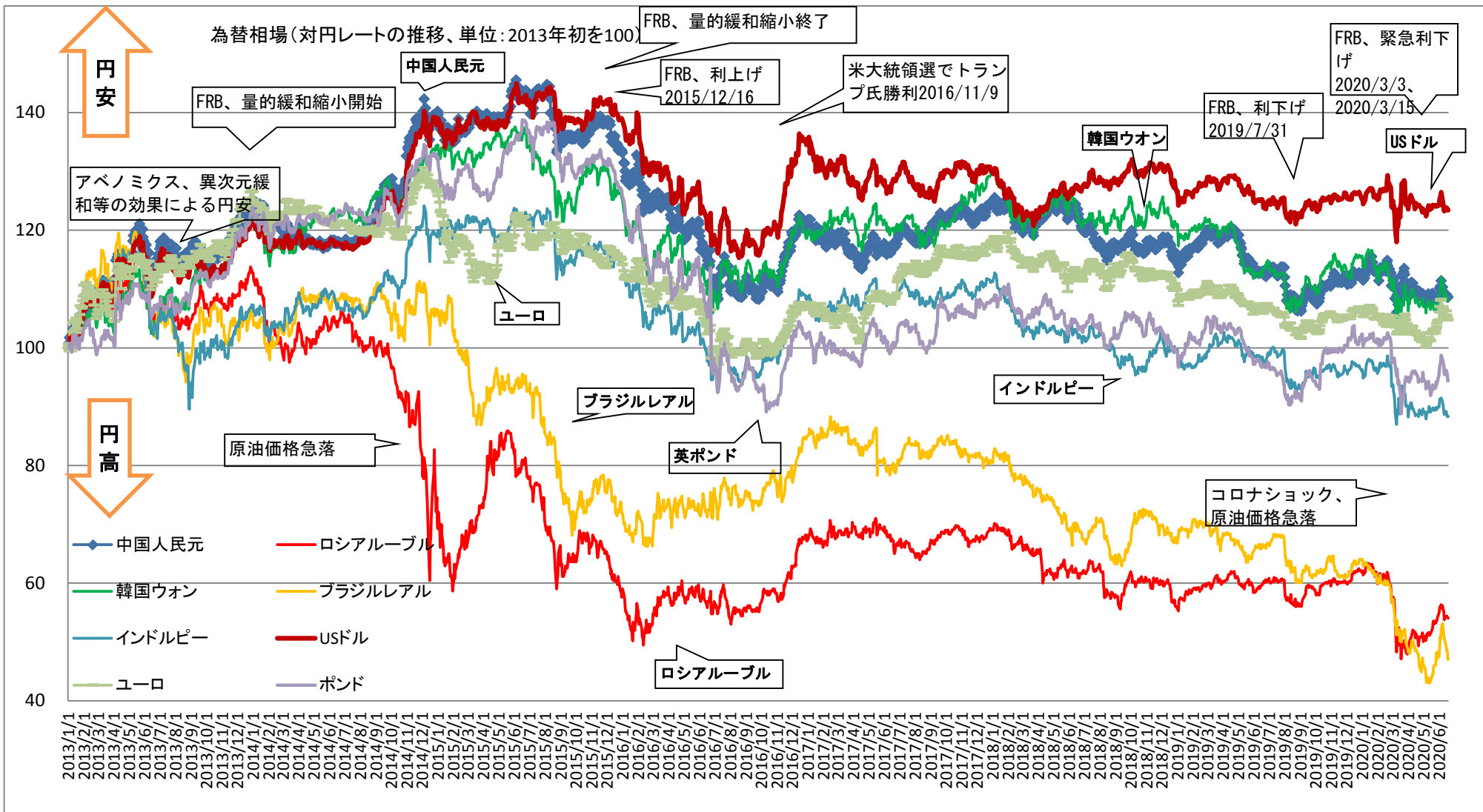
# 1980年代と現在の違いはグローバル化(新興国の台頭等)と少子高齢化の進展

⇒生産年齢人口ピークの1995年までは内需、その後は外需、人口減スタート後の2010年代は海外生産が主体に



# 2013年アベノミクス開始後の各国通貨の対円レート推移(2013年初=100)

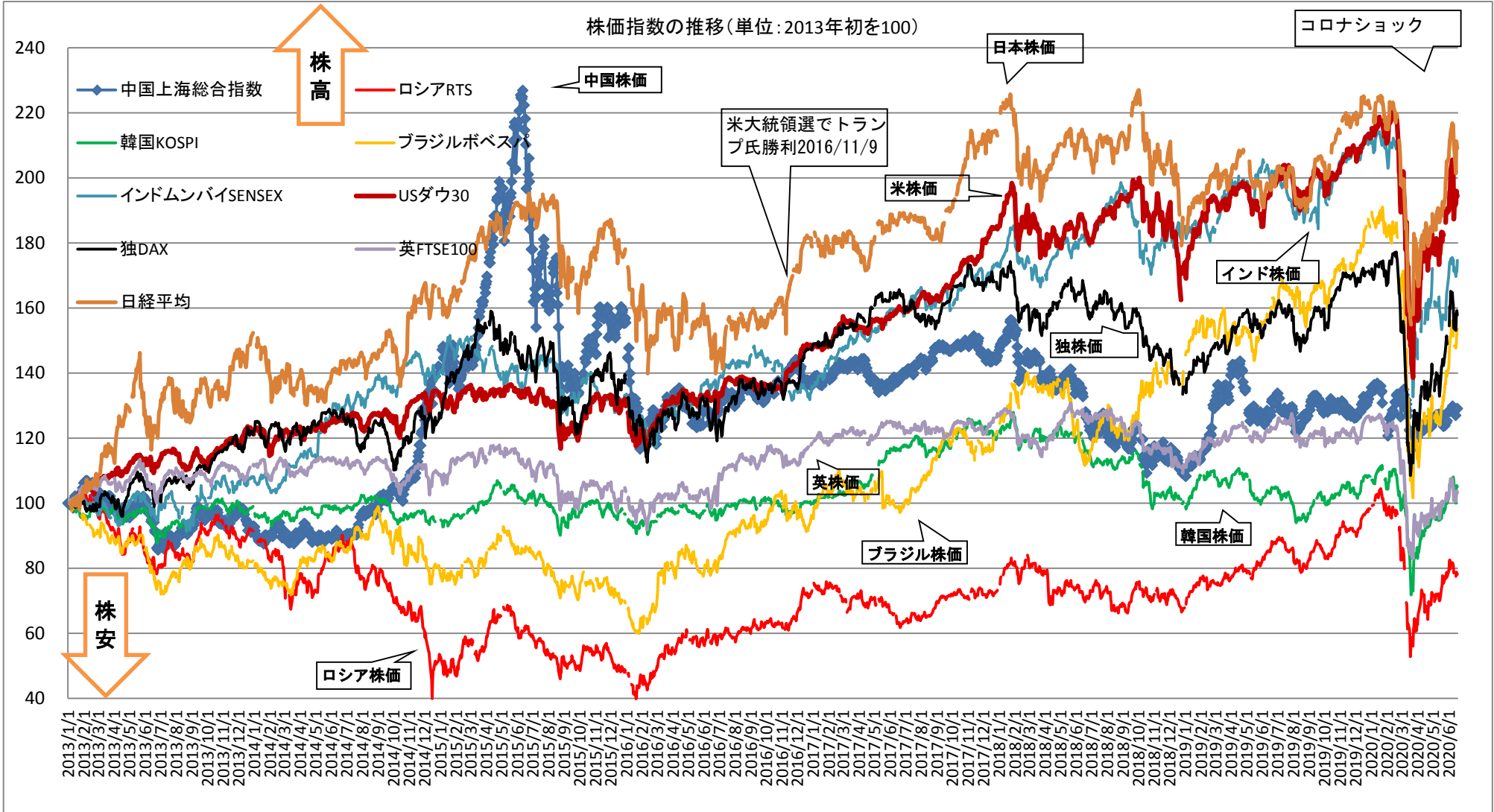
2014年資源国通貨下落・米利上げ観測で米ドル等上昇、15年追加緩和ユーロ下落 16年中国問題・米利上げ鈍化・英EU離脱問題で円高、11月の大統領選トランプ氏勝利でドル高、18・19年円高に反転、20年コロナショック





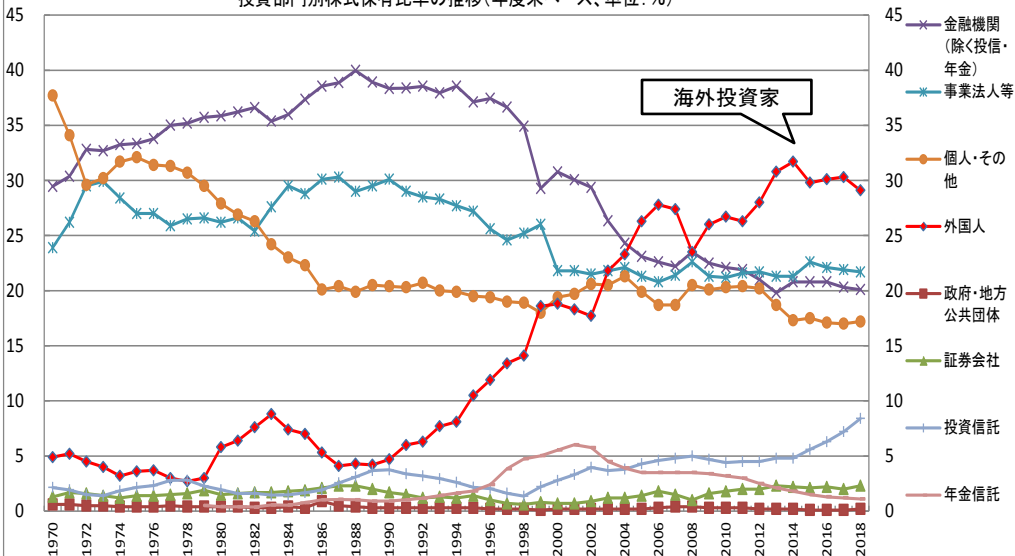
# 2013年以降の各国株価の推移(13年初=100) 米長期金利上昇、保護主義、コロナで動揺

2015年央に欧米で最高値・中国株価急騰、原油安で資源国株価下落、15年8月中国株急落、原油安・英EU離脱で株安、16年11月トランプラリー、18年2月・10月急落、19年は夏調整後、米株最高値、20年2月コロナショック

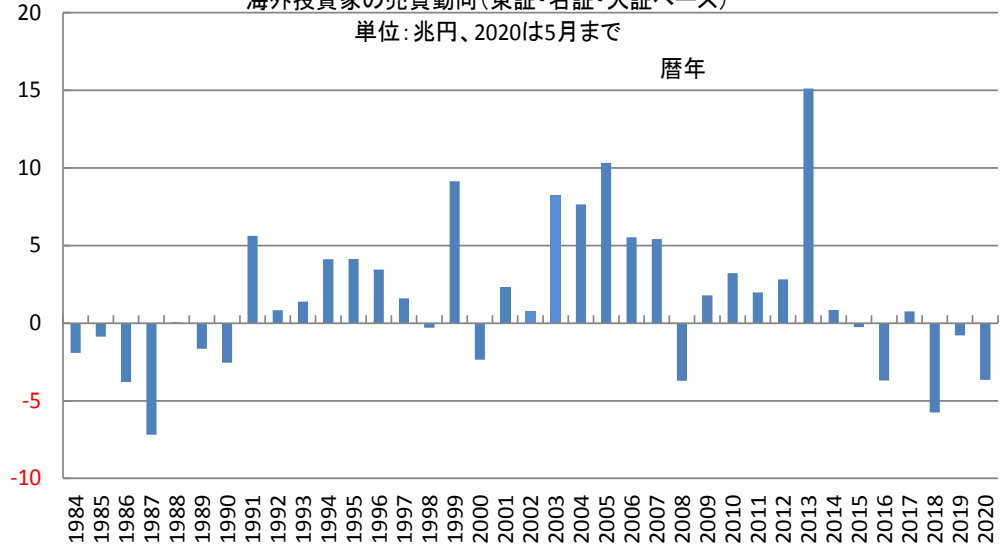


# わが国の株式保有構造 バブル崩壊後は海外が買い主体、足元は日銀⇒18年度上場株式増加額3.3兆円(17年度0.5兆円)に対し投信の取得超額6.8兆円(6.5兆円)、うち日銀分5.9兆円(6.1兆円)

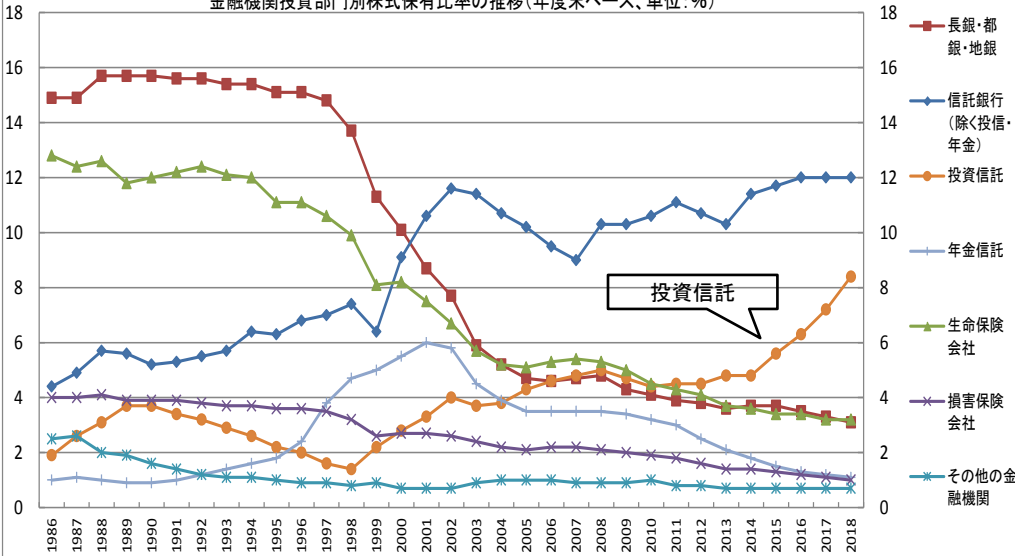
投資部門別株式保有比率の推移(年度末ベース、単位:%)



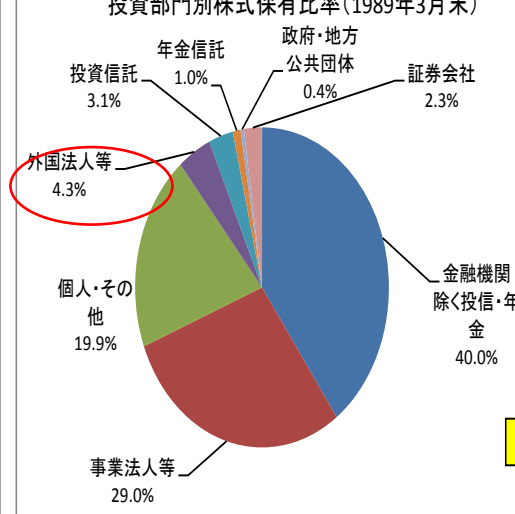
海外投資家の売買動向(東証・名証・大証ベース)



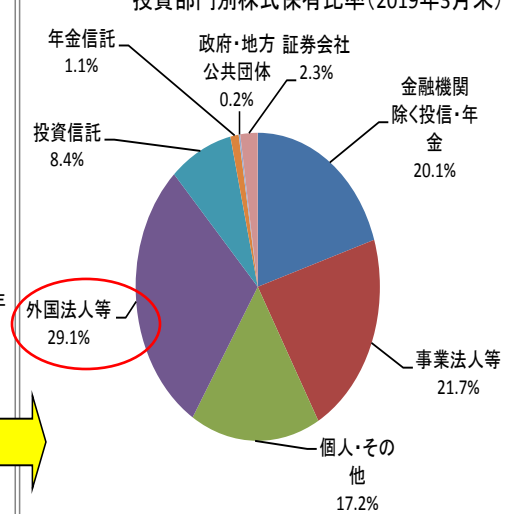
金融機関投資部門別株式保有比率の推移(年度末ベース、単位:%)



投資部門別株式保有比率(1989年3月末)



投資部門別株式保有比率(2019年3月末)

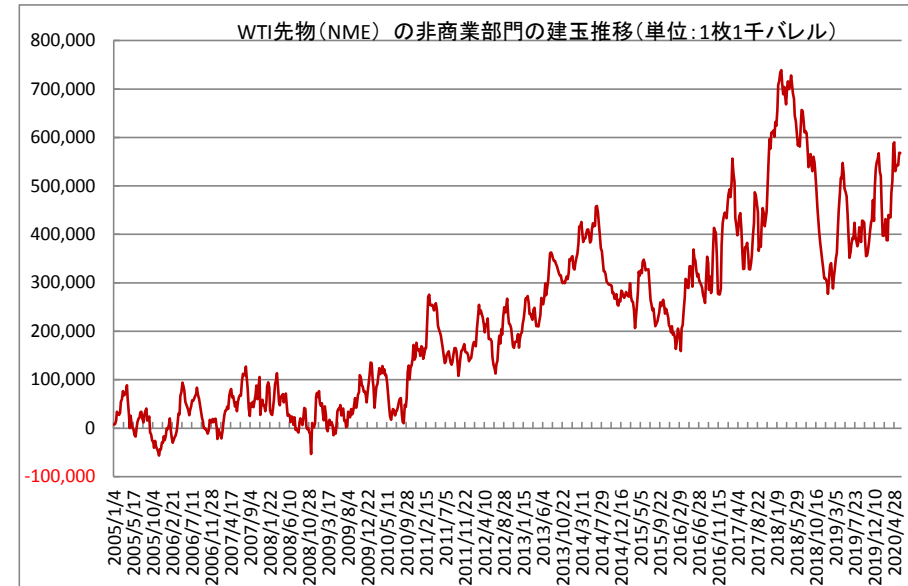
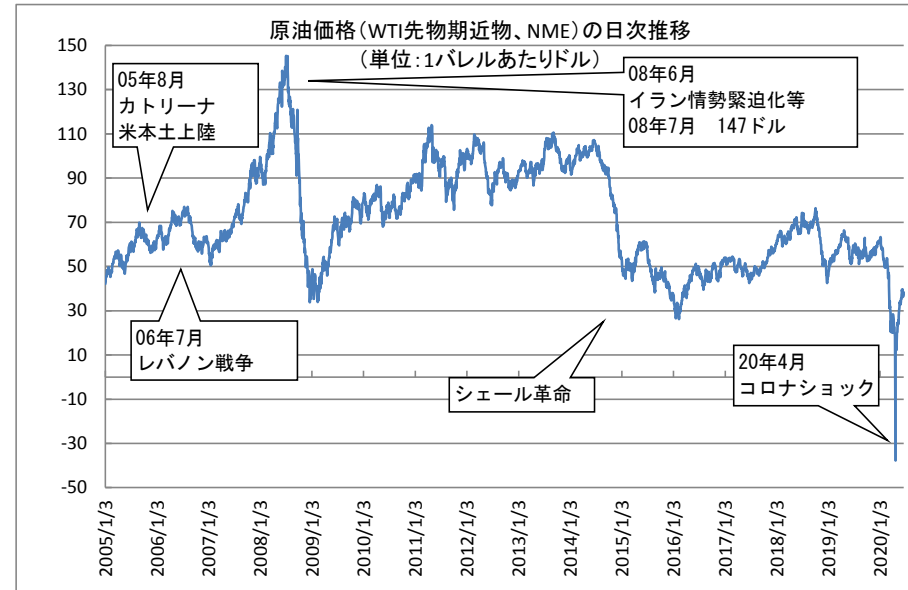


出所: 東京証券取引所資料よりSMBC日興証券作成

# 原油価格動向① 08年の乱高下後高止まり、急落後もみあい⇒コロナショックで暴落

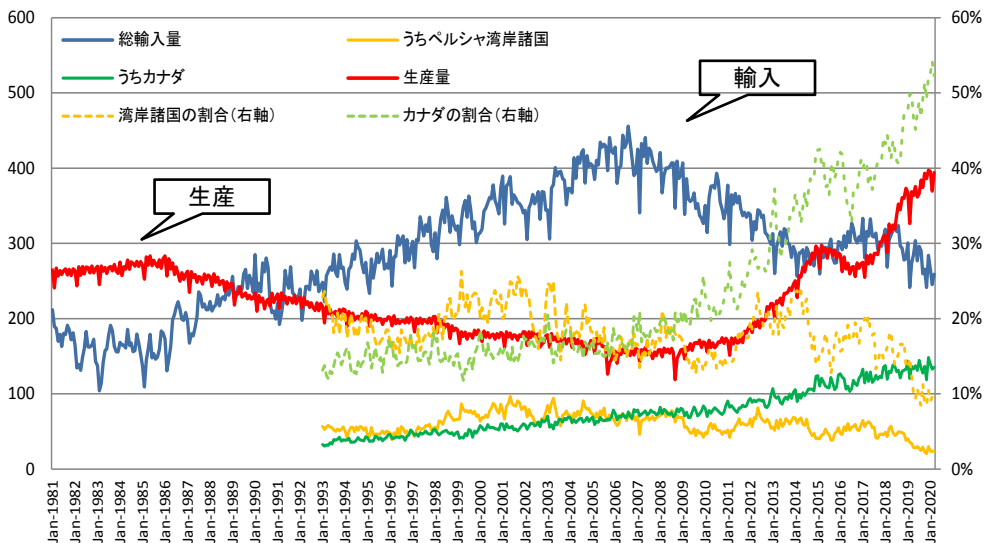
## 原油市場の構造変化

- ①シェール革命で米国産原油の供給拡大
- ②中国等の需要鈍化
- ③地球温暖化対策
- ④米国の原油輸出再開(40年ぶり)、米戦略備蓄取り崩し⇒**積み増し**
- ⑤イランに対する経済制裁解除⇒**米核合意離脱**  
(日量50万~100万バレル供給増見通し⇒**減少**)
- ⑥OPECの価格調整能力欠如⇒**非OPEC諸国と15年ぶり協調減産**
- ⑦中東の地政学的リスク拡大
- ⑦COVID-19感染拡大で世界経済後退

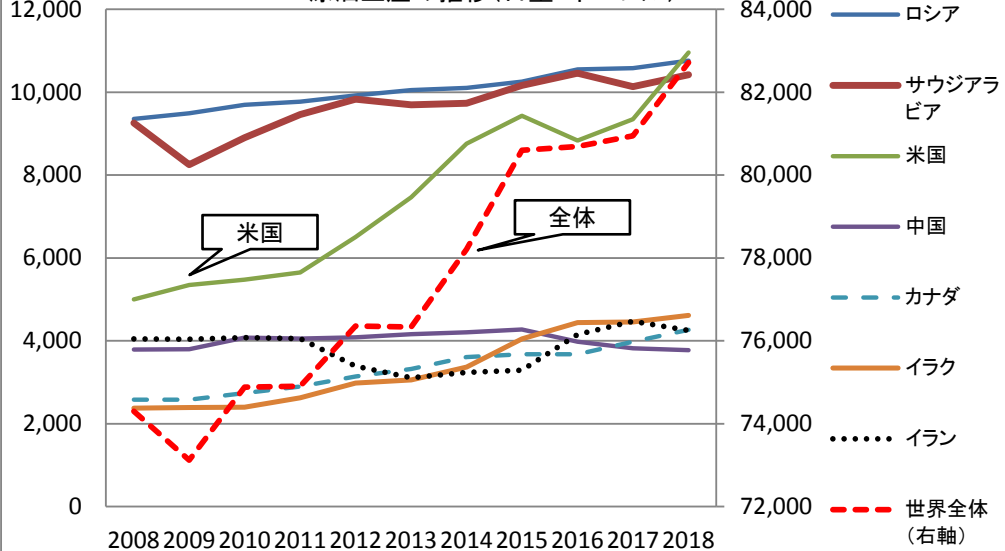


# 原油価格動向② シェール革命で生産増・輸入減⇒米国が生産トップに、足元在庫急増

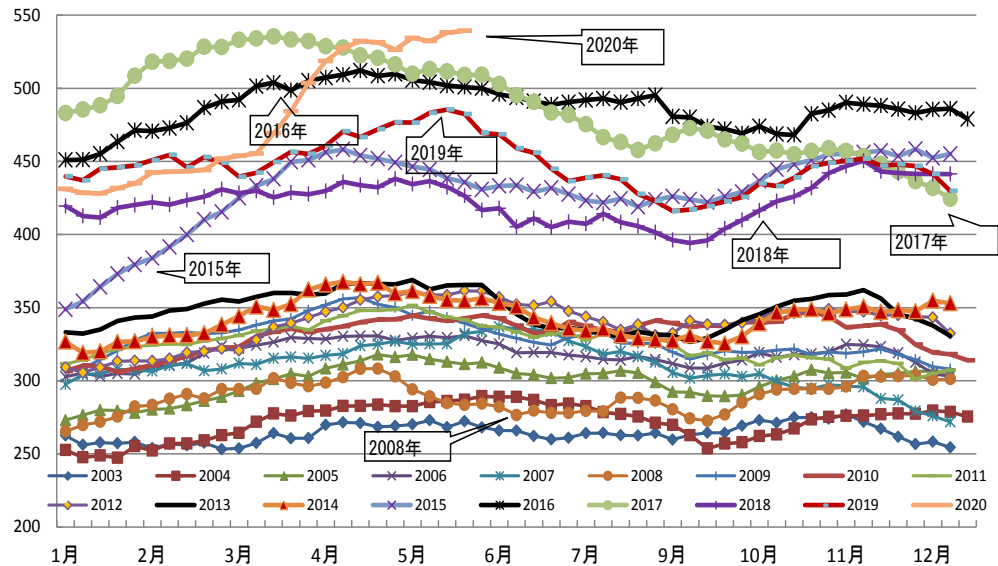
米国の原油生産及び原油・石油製品の輸入量推移(月次、単位:百万バレル)



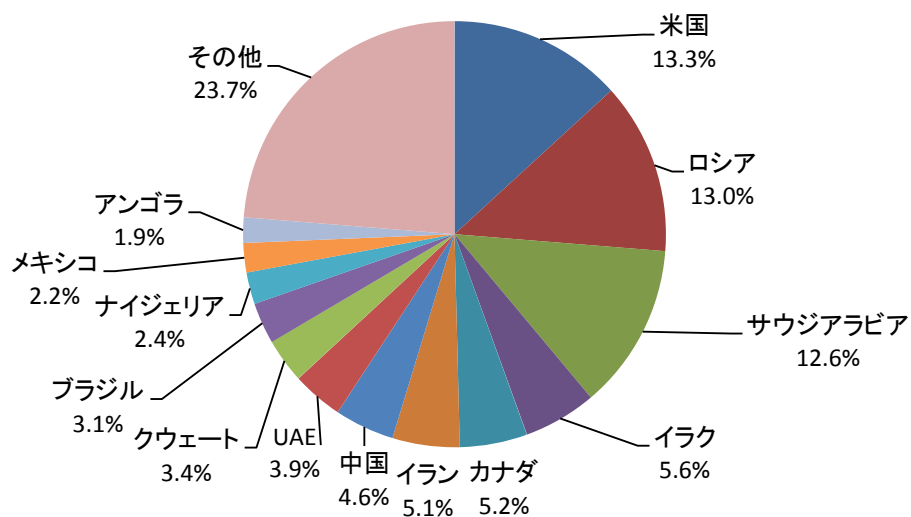
原油生産の推移(日量:千バレル)



米原油在庫(除くSPR、単位:百万バレル)



原油生産(含むコンデンサート)の国別シェア(2018年)



# 南海トラフ地震の被害想定 内閣府(防災担当)南海トラフ巨大地震の被害想定

## 南海トラフの巨大地震に関する津波高、浸水域、被害想定(平成24年8月29日発表)

### ○被害が最大となるケースと東北地方太平洋沖地震との比較

	マグニチュード	浸水面積	浸水域内人口	死者・行方不明者	建物被害 (全壊棟数)
東北地方太平洋沖地震	9.0	561km <sup>2</sup>	約62万人	約18,800人	約130,400棟
南海トラフ巨大地震	9.0(9.1)	1,015km <sup>2</sup>	約163万人	約323,000人	約2,386,000棟
倍率		約1.8倍	約2.6倍	約17倍	約18倍

## 平成25年3月18日内閣府(防災担当)南海トラフ巨大地震の被害想定(第二次報告)

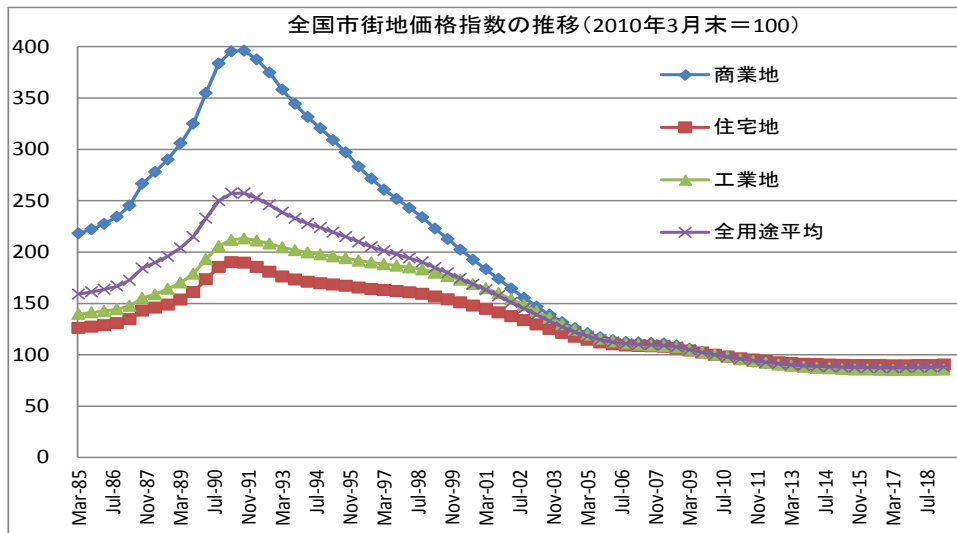
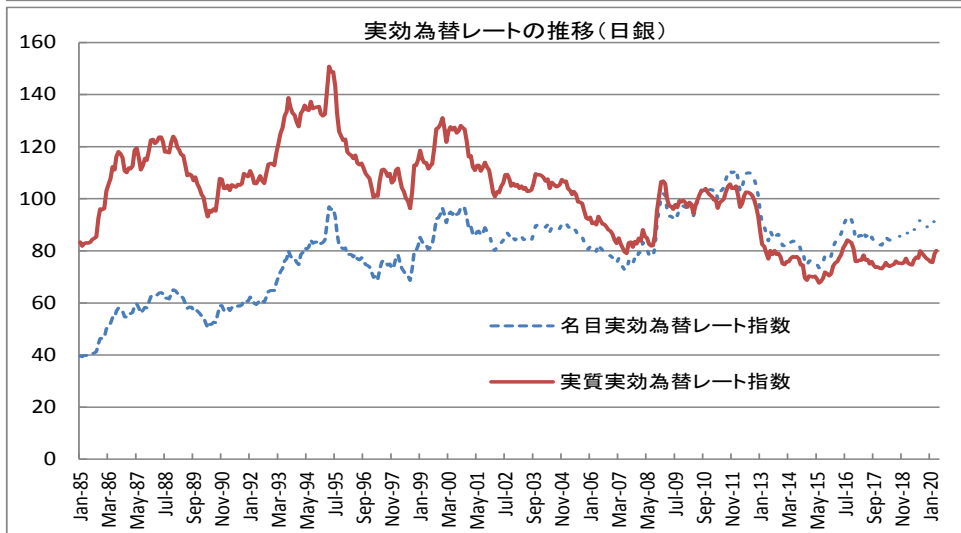
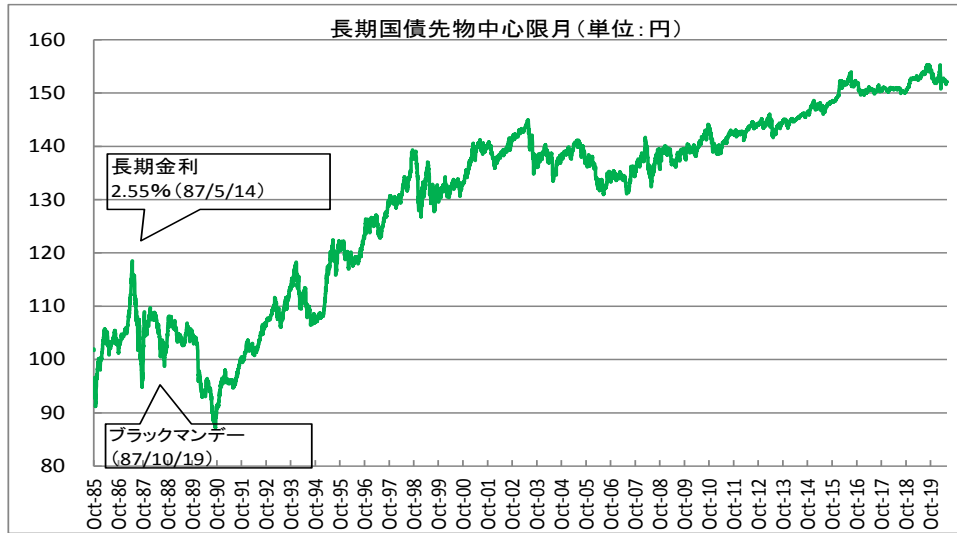
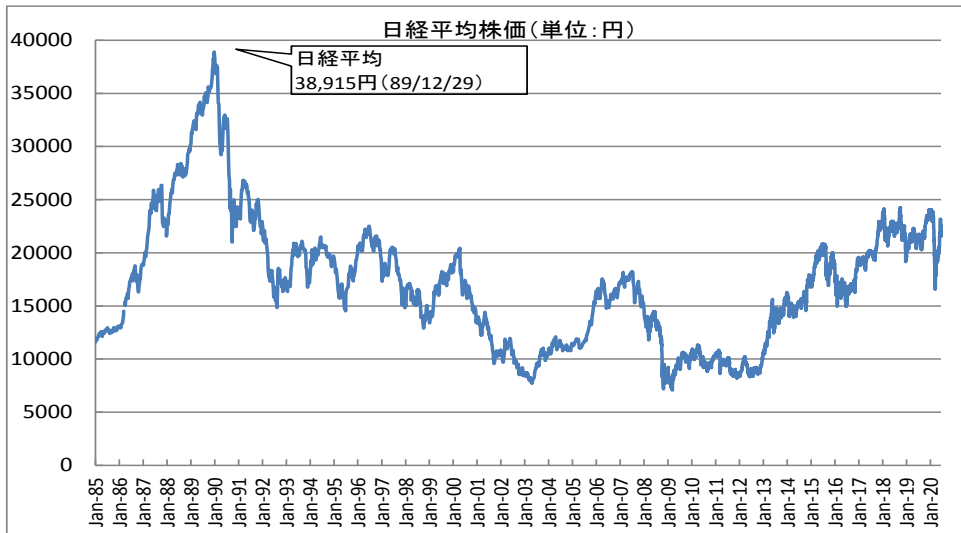
### ○被害額の推計結果

	基本ケース	陸側ケース
○資産等への被害【被災地】	97.6兆円	169.5兆円
・民間部門	83.4兆円	148.4兆円
・準公共部門(電気・ガス・通信、鉄道)	0.6兆円	0.9兆円
・公共部門	13.6兆円	20.2兆円
○経済活動への影響【全国】		
・生産・サービス低下に起因するもの	30.2兆円	44.7兆円
・交通寸断に起因するもの(上記とは別の独立した推計)		
道路、鉄道の寸断	4.9兆円	6.1兆円
《参考》港湾被害	(10.8兆円)	(16.9兆円)

# 1985年以降の金融・不動産市場の推移 株価・不動産価格は国力低下を反映？

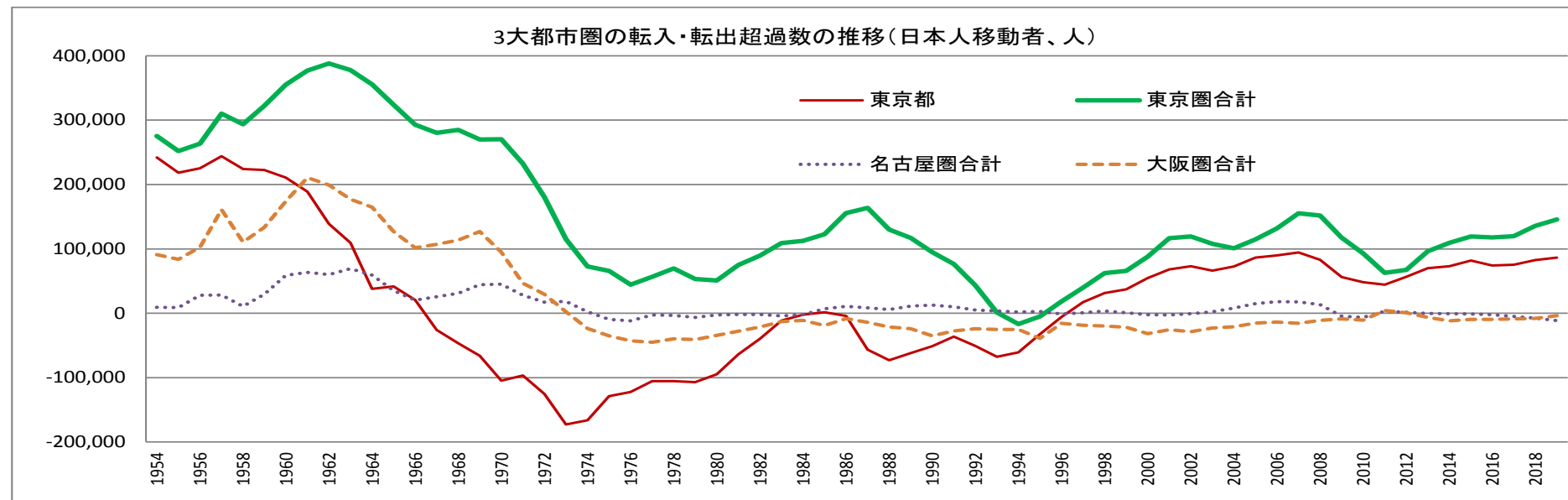
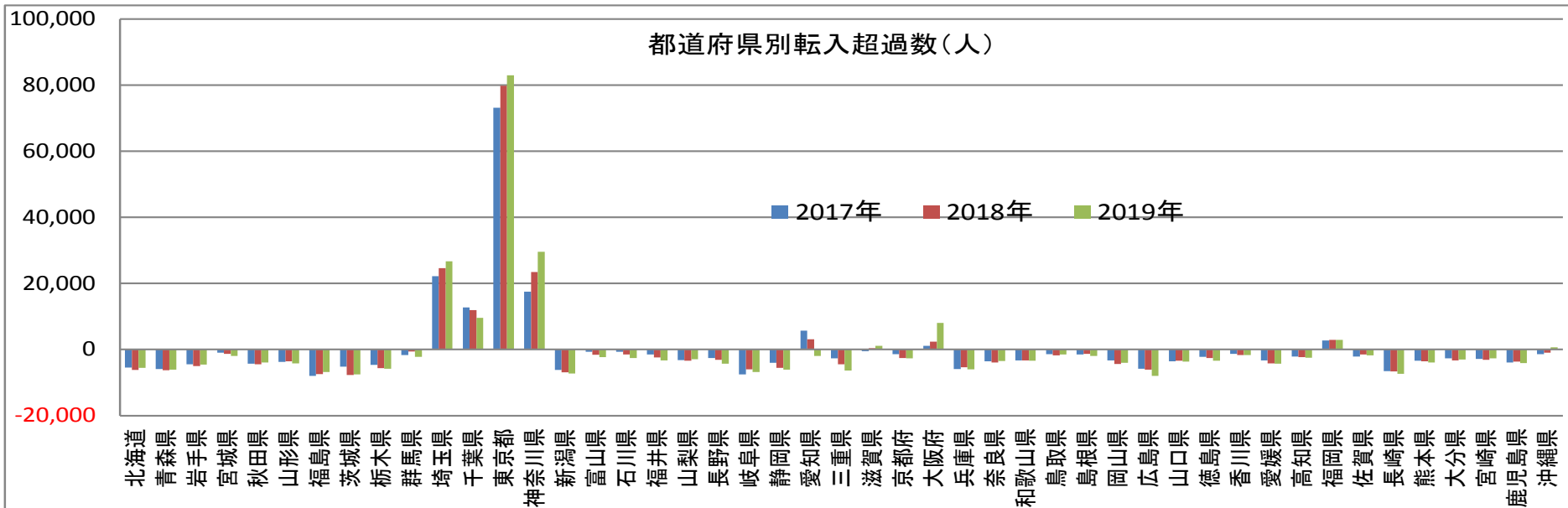
**実質実効為替レート**: 1995年4月ピーク⇔阪神淡路大震災(95年1月)、生産年齢人口ピーク(95年)

**名目実効為替レート**: 2012年1月ピーク⇔東日本大震災(11年3月)、総人口ピーク(08年~10年)



# 2019年住民基本台帳人口移動報告

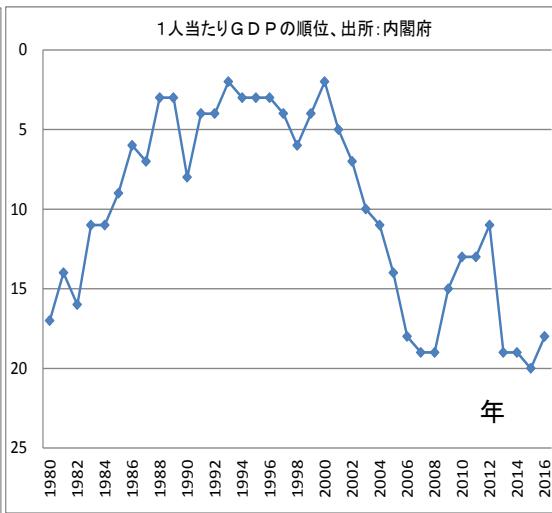
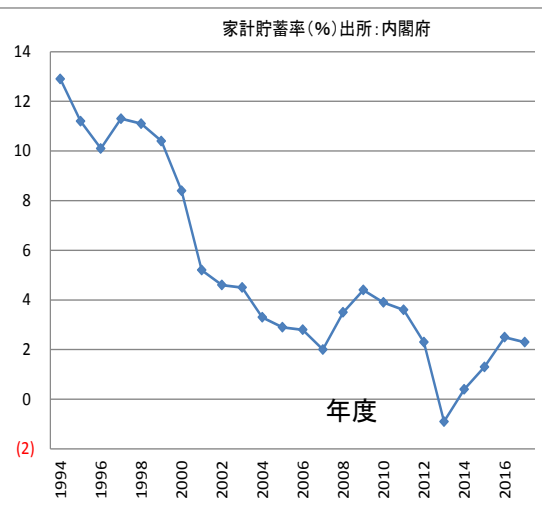
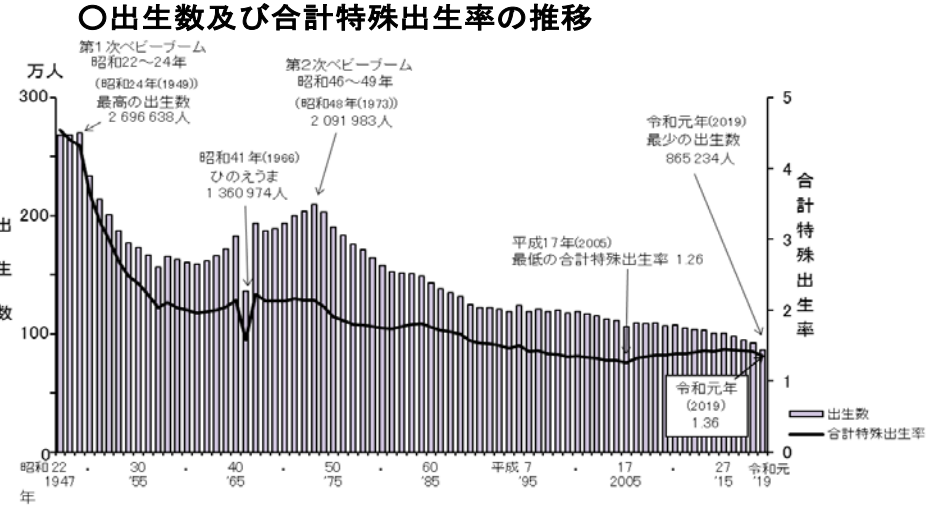
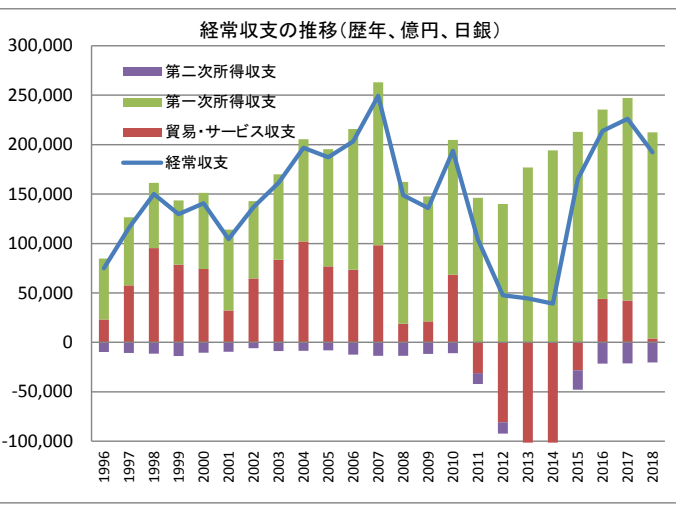
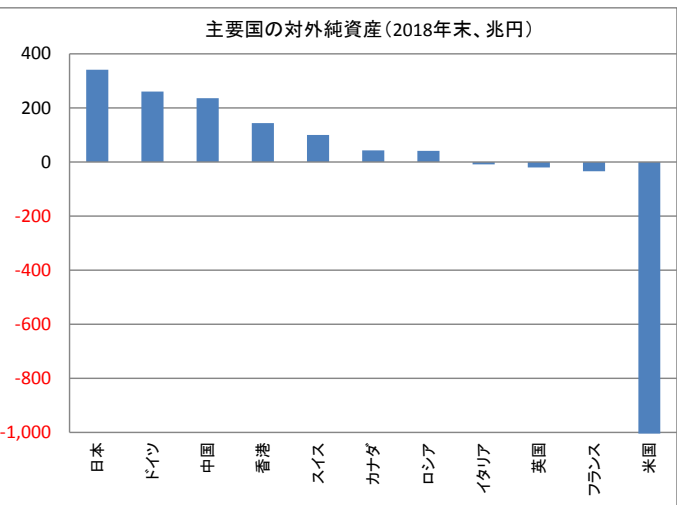
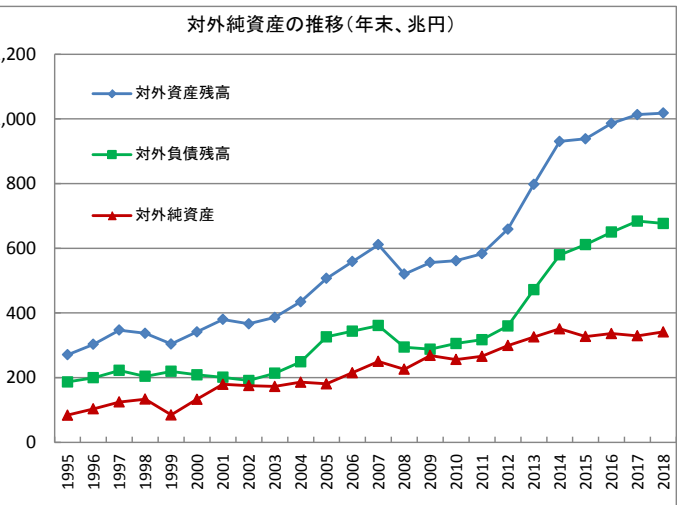
2019年の東京圏への人口流入は14.9万人、うち東京都8.3万人⇒東京一極集中鮮明



# 2015年問題から2025年問題へ 2025年に向け家計貯蓄率低下、経常収支の赤字化リスクも

⇒ 少子高齢化本格化元年、グローバル化(新興国の台頭)と企業の多国籍化が一段と進展の可能性

- 団塊世代(出生数806万人、現在約630万人)が65歳以上、**25年には75歳以上** ⇒ 前期高齢者、後期高齢者に
- 団塊ジュニア世代(出生数816万人、現在790万人程度)が40歳(現在45歳以上)、**50歳以上に**⇒ 出生率が低下へ





## 【免責事項】

本プレゼン資料は証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、SMBC日興証券株式会社（以下「弊社」といいます）が情報の提供を目的に作成したものです。本プレゼン資料は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本プレゼン資料に記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願いいたします。本プレゼン資料は将来の結果をお約束するものでもありませんし、本プレゼン資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本プレゼン資料にある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本プレゼン資料は、本プレゼン資料を受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本プレゼン資料はお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供するため作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本プレゼン資料で推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役職員は、本プレゼン資料で言及されている証券、その派生商品又は本プレゼン資料の対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。本プレゼン資料は、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本プレゼン資料に含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本プレゼン資料は弊社の著作物です。本プレゼン資料のいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本プレゼン資料に関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本プレゼン資料に記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

## 【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

**[手数料等について]**(本邦における非居住者および金融商品取引法上の特定投資家等一部のお客様においては、手数料が個別に決定されるため、以下の表記通りではありません。)  
本プレゼン資料の記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.265%(ただし、最低手数料5,500円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

### **[リスク等について]**

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると同時に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各店舗までお願いいたします。

### **[弊社の商号等]**

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

### **[弊社の加入協会]**

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

## 国別・地域別の開示事項

日本国外へのプレゼン資料配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本プレゼン資料または本プレゼン資料に含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

[米国] 本プレゼン資料はFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc. (以下「SI社」といいます)の米国外関連会社である弊社のアナリストが作成したものです。本プレゼン資料の作成に部分的、全体的に関わったアナリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本プレゼン資料を作成した米国外アナリストは会員会社に所属しないため、FINRA Rules 2241 および 2242の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本プレゼン資料は米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本プレゼン資料を受領した投資家は当該プレゼン資料を第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本プレゼン資料で言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

[カナダ] 本プレゼン資料は証券の売買を勧誘するものではありません。本プレゼン資料は証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本プレゼン資料は特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

[香港] 本プレゼン資料はSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本プレゼン資料はSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

[中国] 本プレゼン資料は、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本プレゼン資料は、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本プレゼン資料を送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾] 台湾以外からの本プレゼン資料の配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[シンガポール] 本プレゼン資料はSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd. (以下「NKSG社」といいます)によって、Financial Advisers Act, Cap.110において定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本プレゼン資料または本プレゼン資料に含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本プレゼン資料を受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本プレゼン資料に起因する事項及び本プレゼン資料の情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

[タイ] 本調査レポートは機関投資家にのみ配布され、その他何人もこの情報に基づいて行動することはできません。本調査レポートはお客様からの要請により情報提供のみを目的として配布されます。SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による事前の承認なく、無断で複製または第三者への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。本調査レポートの内容はタイ証券取引委員会又はその他タイ規制当局の許可・承認を得たものでもなく、またそれら機関に登録されたものでもありません。本調査レポートに含まれる情報は、SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による有価証券又はそれに関連する商品に係る提案、勧誘、広告、募集、販売、投資助言又は何らかのサービスの利用の勧誘を目的としたものでもなく、またそれらの行為を構成するものでも一切ありません。お客様に書面又は口頭で伝達、転送又は開示されたかどうかに関わらず、SMBC日興証券株式会社、その代表者、取締役、従業員及びその他SMBC日興証券株式会社と関係のある企業のいずれにおいても、本調査レポートの内容あるいはその他の情報が完全、正確であることは、明示的、黙示的にも表明・保証いたしかねます。

[英国、EU、中東およびアフリカ] 本プレゼン資料や第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited(以下「CMLN社」といいます)あるいはSMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH (以下「CMFRA社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CMLN社あるいはCMFRA社の見解とは必ずしも一致しません。CMLN社あるいはCMFRA社は、本プレゼン資料内で言及された有価証券を保有している可能性があります、その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited (所在地: One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137))は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority、所在地: 12 Endeavor Square, London, E20 1JIN)の認可を受け、監督下にあります。

SMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH (所在地: Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Germany 登記番号 HRB110304)は、ドイツの法律のもとで法人化された法人で、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (“BaFin”)の認可を受け、監督下にあります。弊社の利益相反ポリシーについては以下のリンクをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/coidisclosure.pdf>

アラブ首長国連邦: 本プレゼン資料は、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本プレゼン資料にかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority, Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本プレゼン資料は利用可能とされており、本プレゼン資料の内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。