ISSN 1345-0018

# 金融市場


## 潮　流

「コロナの時代」に必要とされる経済政策とは … 1

## 情勢判断

*国内経済金融*

足元4～6月期は過去最大級のマイナス成長の公算
～緊急事態宣言の解除後も前途多難～ … 2

*海外経済金融*

4～6月期に一旦底入れへ
～5月のマインド指数は一部で反発がみられた～ …12

緩やかな回復が続くも正常化はなお道半ば
～全人代では改めて経済の立て直し策を示す～ … 18

## 分析レポート

新型コロナウイルス収束後の欧州経済
～景気回復は緩慢、経済構造に本質的な変化も～ …24

## 経済見通し

2020～21年度経済見通し
コロナ禍で劇的な悪化を見せる内外経済
～日本経済見通し：2020年度：▲5.0%、21年度：2.7%～ …28


2020. 6

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.
ホームページ https://www.nochuri.co.jp

# 潮　流

## 「コロナの時代」に必要とされる経済政策とは

代表取締役専務　柳田　茂

5月4日、安倍首相は「緊急事態宣言」の延長を発令した記者会見において「コロナの時代の新たな日常を作り上げなければならない」と述べ、ウイルスの存在を前提に経済活動を再開するため、国民に「新しい生活様式」の実践を求めた。いま「緊急事態宣言」は順次出口を迎えているが、個人や企業の行動スタイルは「コロナ前」に直ちに戻らず、人と人の距離やコミュニケーションの取り方など「新たな標準型（ニューノーマル）」を探る動きが続いている。

今後も「コロナの時代」が続くのであれば社会のあり方が変わるのは必然として、それは国民に生活様式の変更を求めるのみに止まる話ではない。安倍内閣が進めてきたグローバリゼーションに立脚した経済成長戦略はその根底が揺らいだ以上見直しが不可避であり、これに代わる新たな基本戦略を策定し、今後目指すべき経済・社会の方向性を国民に示していく必要がある。

仮に、今後も経済成長を目指していくのであれば、AIやロボットを含むデジタル技術への投資の加速は有力な選択肢と考えられる。今回、先進各国が感染爆発を抑え込むために人と人の直接交流の代替手段として推進したテレワークやネットショッピング、オンライン授業などデジタル技術を駆使したコミュニケーションスタイルは、これからも社会に着実に浸透していくと予想される。

ただし、デジタル化への過度の傾斜には弊害も伴う。その最たるものは格差の拡大である。コロナショックにより世界経済が急速に悪化し多くの企業の業績が落ちこむなか、巨大IT企業GAFAは4社全てがこの1～3月期に増収となった。今後、人間の活動がオンラインやデータをベースとするAIやロボットに置き換えられていく社会が「ニューノーマル」であるならば、デジタルの世界で圧倒的な力を有する巨大IT企業による情報と富の寡占化はさらに進行していくと考えられる。

一方で、資金力の乏しい多くの中小企業は、「緊急事態宣言」下で政府からテレワークを求められても必要な機器等の調達もままならず簡単にクリアできる課題ではなかった。また、外食や観光、イベント関連などのサービス産業は、人々の動きが止まったうえ営業自粛を求められる極めて厳しい状況に直面し、体力が弱い少なからぬ中小企業や個人事業主が休業や社員の一時帰休・解雇、廃業や倒産に追い込まれている。

こうした大企業と中小企業の格差の拡大は個人の貧富の差の拡大に直結し、それは社会の分断と不安定化を招かずにはおかないであろう。今後の経済政策を考えるうえで、寡占の防止と格差の是正そして勤労者の雇用の維持とセーフティネットの拡充は極めて重要なテーマになると考える。

今回、「緊急事態宣言」の下で自宅に籠った国民の暮らしを実際に支えたのは、食料供給をはじめとする社会・生活インフラを維持するため現場で働き続けた農家や漁家、協同組合や中小企業の職員・社員、派遣社員やアルバイター―などの人々であった。人間は生き物である以上100％のデジタル化はあり得ず、誰かが現実（リアル）の世界で汗を流さない限り生きていけない存在であることを私たちは決して忘れてはならない。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 情勢判断

### 国内経済金融

# 足元 4～6 月期は過去最大級のマイナス成長の公算

## ～緊急事態宣言の解除後も前途多難～

南　武志

要旨

新型コロナウイルス感染症がパンデミック化したことで、欧米各国では国境封鎖や外出規制などの封じ込め策を強化、3～4 月にかけて経済活動が急激に収縮した。5 月に入り、新規感染者数がピークアウトし始めたことで、制限の一部緩和も始まったが、感染再拡大リスクもあり、厳しい対応が続いている。国内でも 5 月 25 日には緊急事態宣言が全面解除されたが、経済活動水準がコロナ前に戻るまでには相当の時間がかかると見られ、長期にわたって厳しい状態が続くことになるだろう。

こうした状況を踏まえ、政府は第 2 次補正予算の編成に乗り出したほか、日本銀行も総枠 75 兆円規模の資金繰り対策を設けるなど、景気の下支えに注力している。

**図表1　金利・為替・株価の予想水準**

| 項目 ＼ 年／月 | | | 2020年 5月（実績） | 2020年 6月（予想） | 2020年 9月（予想） | 2020年 12月（予想） | 2021年 3月（予想） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物 | | (%) | −0.059 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 |
| TIBORユーロ円（3M） | | (%) | −0.0420 | −0.05～0.00 | −0.05～0.05 | −0.05～0.05 | −0.05～0.05 |
| 国債利回り | 20年債 | (%) | 0.340 | 0.15～0.45 | 0.15～0.45 | 0.15～0.45 | 0.20～0.50 |
| | 10年債 | (%) | 0.000 | −0.15～0.10 | −0.15～0.10 | −0.15～0.10 | −0.10～0.15 |
| | 5年債 | (%) | −0.135 | −0.25～−0.05 | −0.25～−0.05 | −0.25～−0.05 | −0.20～0.00 |
| 為替レート | 対ドル | (円/ドル) | 107.8 | 100～115 | 100～115 | 105～120 | 105～120 |
| | 対ユーロ | (円/ユーロ) | 117.2 | 110～125 | 110～125 | 110～125 | 110～125 |
| 日経平均株価 | | (円) | 20,741 | 20,500±1,500 | 20,500±2,000 | 21,000±3,000 | 22,000±3,000 |

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2020年5月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 感染拡大はひとまず収束、緊急事態宣言を全面解除へ

新型コロナウイルス感染症が爆発的な感染拡大となり、多数の死者が発生したことで、3 月に入り、欧米の主要国では国境閉鎖や都市封鎖を実施、行動制限を強化するなど、異例の対応に追われた。その甲斐あってか、5 月に入り、感染拡大に一定の歯止めがかかってきたことから、多くの国では制限の緩和に動き始めた。しかし、封じ込めに成功したとされるドイツや韓国では制限緩和をした途端、感染再拡大が起きるなど、まだ安心できる状況ではないのも確かである。

日本に目を転じると、4 月 7 日に政府は 7 都府県を対象に緊急事態宣言を発令（16 日夜には全国に範囲拡大）した。当初は大型連休終了（5 月 6 日）までの予定であったが、新規感染者数の減少が十分でないとし、同宣言は 5 月末まで延長された。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

その後、感染拡大リスクが小さい 39 県の解除（14 日）を皮切りに段階的に解除が決定され、25 日には残った 5 都道県も解除された。西村経済再生担当相は同宣言を全面解除するものの、一定の移行期間を設け、外出自粛や移動制限、休業要請などは徐々に緩和される必要があるとの見解を示した。ただし、北海道、神奈川県では解除の目安「直近 1 週間の 10 万人当たりの新規感染者数の累計が 0.5 人以下」を上回ったままで、当面はこれまでと同程度の行動制限が必要との意見も少なくない。

さて、政府は 4 月に総額 117 兆円規模の緊急経済対策を取りまとめており、それらを盛り込んだ追加歳出規模 25.7 兆円の補正予算が 4 月末に成立している。目玉となった国民一律 10 万円の現金給付を巡って地方自治体の窓口では一部混乱も報じられるが、順次、支給されていくものと期待される。さらに、安倍首相は 14 日には第 2 次補正予算の編成を指示した。内容として、ワクチン開発、医療機関の経営支援や医療従事者への慰労金支給、困窮する事業者や学生への支援や家賃補助に加え、雇用調整助成金の拡充、持続化給付金の強化、資金繰り対策の積み増し、資本に近い劣後ローンや出資などによる企業の財務基盤の支援策などが検討されている。事業規模 100 兆円程度となる模様で、27 日には閣議決定をし、6 月 17 日までの今通常国会の会期内の成立を目指す考えである。

図表2　国内のコロナウイルス感染症の感染者数

（資料）NHKの集計を基に農林中金総合研究所が作成


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**企業金融支援を強化してきた日本銀行**

前倒しでの開催となった3月の金融政策決定会合で、日本銀行は、①一層潤沢な資金供給の実施、②新型オペ（現在の新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション）導入を含めた企業金融支援のための措置、③ETF・J-REIT の積極的な買入れ（当面、それぞれ約 12 兆円、約 1,800 億円を上限に買入れ）、といった金融緩和の強化に踏み切った。

また、4 月の会合においても、①CP・社債等買入れのさらなる増額（合計 20 兆円の残高を上限に買入れを実施）、②新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションの拡充（担保を民間債務全般（3 月末で約 23 兆円）まで、対象先を系統金融機関等までそれぞれ拡大、利用残高に相当する当座預金への 0.1%付利）、③国債のさらなる積極的な買入れ（長期金利操作目標の達成のために上限を設けずに買入れ）、といった追加緩和を決定し、マクロ経済や金融市場の安定に注力する構えを示した。

**図表3 中小企業の景況感**

（資料）日本政策金融公庫

**総枠 75 兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」**

加えて、5 月 22 日には臨時の金融政策決定会合を開催、4 月会合で執行部への「宿題」とされた中小企業等の資金繰りをさらに支援するための「新たな資金供給手段」を検討、4 月の緊急経済対策における無利子・無担保融資を中心とする適格融資（約 30 兆円）を限度に、共通担保を担保として期間 1 年以内、利率ゼロで資金供給を行う制度の導入を決定した。その際、利用残高の 2 倍の金額を当座預金の「マクロ加算残高」に加算、


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

利用残高に相当する当座預金へ 0.1%を付利することとなった。このスキームもまた、新型コロナ対応特別オペを利用する際と同様に、実態的には民間金融機関向けのマイナス金利貸出制度といえる。日銀は、この措置にCP・社債等の買入れ（上限20兆円）、新型コロナ対応特別オペ（約25兆円）を合わせたものを、総枠 75 兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」と呼び、期限を 21 年 3 月末まで延長することとしている。

このように、日銀はこれまでにない規模の資金繰り対策を打ち出すなど、万全の体制を作ったが、後述の通り、「コロナ後」の景気回復テンポは鈍いことが予想され、企業経営は厳しい局面が続く可能性が高い。そのため、しばらくは政府と協力し、倒産・失業の大量発生を未然に防ぐ姿勢が求められる。

**2 四半期連続のマイナス成長**

5月18日に公表された1～3月期のGDP第1次速報によれば、経済成長率は前期比年率▲3.4%と、2四半期連続のマイナス成長となった。より強力な行動制限を実施した米国（同▲4.8%）、ユーロ圏（▲14.4%）、中国（同▲33.8%）に比べてマイナス幅は小さかったが、日本では既に10～12月期（同▲7.3%）からマイナス成長だったことを踏まえると、相応の打撃があったと改めて認識できる。

内容を見ると、民間消費（前期比▲0.7%）、民間企業設備投資（同▲0.5%）、輸出（同▲6.0%）が軒並み悪化したほか、公的需要も同▲0.0%の微減であった。

この結果、19年度の経済成長率は前年度比▲0.1%と5年ぶりのマイナスに転じ、2年連続で潜在成長率を割り込むなど、既に景気後退局面にあった可能性を窺わせる内容だった。

**ハードデータにも悪化が波及**

以下では、主要な月次経済指標を確認したい。景況感などのいわゆる「ソフトデータ」は新型コロナの感染拡大に対して素早く反応、今回と同様、「大恐慌以来」と称されたリーマン・ショック（08年9月）直後を上回る悪化を見せた。4月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI（方向性）は前月から▲6.3ポイントの7.9と、3月に続いて2000年の統計開始以来の最低値を更新した（構成する家計動向関連DIは7.5、企業動向関連DIは9.9、雇用関連DIは6.3と、いずれも過去最低値を更新）。景気の先行き判断DIも過去最低を更新した。

また、ハードデータ（生産・機械受注など）にも影響が出始


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

めている。4 月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲21.9%と、10 年ぶりの落ち込みとなった。ひとまず収束が見られた中国向けの半導体輸出に増加もみられたものの、多くの国・地域で都市封鎖などの措置が取られたことが影響した。地域別にみると、米国向けは前年比▲37.8%、EU 向けは同▲28.0%、中国向けは同▲4.1%、中国を除くアジア向けは同▲15.3%であった。また、実質輸出指数は（日銀試算）は前月比▲14.2%と大きく低下、コロナ前（19 年 12 月）と比較しても約 2 割の落ち込みとなった。こうした動きを受けて、生産活動や設備投資行動などにも悪影響が出ている可能性が高い。

図表4 生産・輸出の動向

(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

**「巣ごもり」でサービス・耐久財の消費が悪化**

消費関連の指標もかなり弱い。緊急事態宣言の発令を受けて休業を余儀なくされた影響もあり、4 月の全国百貨店売上高は前年比▲72.8%と過去最大の減少率となった。大型連休が含まれる 5 月分も落ち込みが継続したものと思われる。さらに、全国スーパー販売額も同▲4.5%と減少に転じた。全体の 7 割超を占める食料品は「巣ごもり」の影響で堅調だったが、衣料品やサービスは大きく減少した。乗用車販売も軟調である（軽を含む新車ベースで前年比▲30.4%）。

こうした需要の弱さは、人手不足を背景に底堅く推移を続けてきた雇用関連指標の悪化につながりつつある。有効求人倍率


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は依然として1倍を超えているものの、足元では急速に低下しつつあり、求人数も二桁減となっている。

**経済見通し：4～6月期は過去最大級のマイナス成長へ**

1～3月期GDPの発表を受けて、当総研では経済見通しを作成したが、国際通貨基金（世界経済見通し）や日銀（展望レポート）と同様、新型コロナの感染拡大は20年後半には収束に向かうことを前提としている。足元4～6月期は緊急事態宣言に伴って家計消費や企業活動が大きく抑制されたことで、年率▲20%近い過去最大級のマイナス成長が見込まれる。その後、7～9月期には経済が再稼働することによって4四半期ぶりのプラス成長が見込まれるが、感染再拡大を防ぐために制限の解除は慎重に進められていくほか、感染第2波への警戒から冬場には活動制限が再び強められる可能性もあるため、年度内の持ち直しテンポは緩慢なままと想定され、20年度を通じて▲5.0%と2年連続のマイナスが見込まれる。

一方、21年度には延期された五輪・パラリンピック開催も予定されており、夏場にかけて持ち直し傾向が強まるだろう。その結果、21年度は2.7%成長と一定のリバウンドが見られるものの、「新しい生活様式」という新常態への移行は試行錯誤が予想される。直近ピークである19年7～9月期の実質GDP水準を回復するにはある程度の時間がかかるだろう（詳細については後掲レポート「2020～21年度経済見通し」を参照のこと）。

図表5 全国消費者物価の推移

(資料)総務省「消費者物価指数」を用いて作成


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**物価動向：下落に転じる**

4 月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比▲0.2%と、3 年 4 ヶ月ぶりの下落に転じた。国際原油市況の急落によってエネルギーの下落傾向が強まっているほか、宿泊費・外国パック旅行費などの下落傾向が強まったことが背景にある。また、4 月に開始された高等教育の無償化政策（低所得世帯向け）による押下げ効果も加わっている。

国内外で経済を再稼働させる動きが始まっているが、感染再拡大を予防する観点から行動制限の解除は段階を踏んで行うものと想定されることから思われ、しばらく需要の急回復は見込みがたい。また、エネルギー安も長引く可能性が高い。さらに、家計の所得環境は今後とも厳しさを増していくことから、20 年度内は物価下落状態が継続するものと思われる。

**金融市場：現状・見通し・注目点**

新型コロナがパンデミック化したことを受けて、3 月中旬にかけて内外の金融資本市場はリスク回避的な動きが急速に強まり、一部で混乱もみられた。その後、主要国の政府・中銀が大規模な対策を打ち出したこともあり、3 月下旬以降、市場は概ね落ち着いた動きを続けている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

**① 債券市場**

**日銀はイールドカーブコントロール政策のため、国債買入れペースの制限を外す**

リスクオフによって 2 月末にかけて金利水準は大きく低下したが、その後 3 月中旬にかけては決算期末を控えた益出しニーズや現金需要の強まりから売り圧力が高まり、金利が急騰するなど、パニック的な動きも散見された債券市場であったが、日銀を含む主要国中銀による潤沢な資金供給や国債買入れの増額などもあり、3 月下旬以降の長期金利（新発 10 年物国債利回り）は操作目標であるゼロ%近傍での展開が続いている。なお、4 月の金融政策決定会合では、長期国債の買入れペースについての上限が撤廃（それまでは保有額の年間増加ペースとして 80 兆円をめどとしてきた）され、「10 年ゼロ%」の操作目標を達成するために必要なだけ買い入れることに変更された。

足元では景気が大きく落ち込むなど、長期金利の上昇圧力は決して高くなく、即座に国債の買入れペースが高まる可能性は小さい（4 月時点の増加ペースは年 14 兆円）。しかし、今後想


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

定される景気持ち直し局面の下、大量の国債発行が続けば、上昇圧力が一気に高まる可能性は否定できず、それに対する布石を打った格好といえるだろう。

**しばらく 0%近傍で推移**

先行きについては、前述した日銀の国債買入れ方針により、長期金利はゼロ%近傍での推移が見込まれる。もちろん、先行き不透明感が強いほか、見通しの前提には不確実性も高いことから、何らかのイベントリスクには激しく変動する場面もあるだろう。

図表6 イールドカーブの形状

（資料）財務省資料より作成

**感染拡大の懸念が払拭されるまで本格的な株価回復は難しい**

② 株式市場

20年の年明け直後、米国・イランの緊張の高まりによって日経平均株価は一時 23,000 円を割り込む場面もあったが、その後は急速に値を戻し、再び24,000円を回復した。2月上旬にかけては新型コロナへの警戒感から株安となる場面もあったが、史上最高値を更新する米国株につられて再び値を戻すなど、2月中旬までは総じて底堅い展開であった。

しかし、それ以降は新型コロナがパンデミックの様相となり、世界経済の先行き警戒感が急速に強まった結果、株価は暴落、一時16,000円台まで下落した。3月中旬以降は、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことが好感され、持ち直しの動きが続いているが、ワクチンや特効薬がまだ開発されていないこともあり、感


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

染の第２波が襲来し、緊急事態宣言が再び発令される可能性もあることから、株価が大底を打ったかは未だ不明である。

感染のさらなる拡散、第２波の襲来なども警戒されており、いずれ経済活動は正常化に向かうにしても、元の水準に戻るには時間がかかるとみられ、上値の重い展開が続くだろう。

図表7 株価・長期金利の推移

（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

**底入れ後はドル高気味の展開を予想**

### ③ 外国為替市場

２月下旬にかけて、新型コロナの国内での感染拡大が懸念され、当時は新型コロナの影響が小さく、経済情勢が底堅いとされた米国に資金シフトする動きが見られ、112 円台まで円安が進んだ。しかしながら、２月下旬以降は米国での感染拡大も広がり、景気への懸念も高まったことで再び円高が進行、３月９日には一時 101 円台となった。こうした中、世界的に株価が暴落した結果、「有事のドル」需要が著しく高まり、３月下旬には 110 円台を回復するなど、対ドルレートはボラタイルな展開が続いた。なお、３月下旬以降は落ち着きを取り戻したほか、主要国の財政支援や金融緩和措置がほぼ出揃ってきたこともあり、４月中旬以降は 107 円前後での方向感の乏しい展開が続いている。

先行きについては、日米両国ともに金融政策面では実効性のある追加措置の余地が小さくなっているものの、コロナ後の景気回復テンポは米国の方が相対的に早いと考えられることから、ドル高気味の展開が予想される。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**ユーロ安気味の展開を予想**

対ユーロレートについては、欧州各国で新型コロナの感染拡大が広がり、都市封鎖や国境閉鎖に追い込まれる中、5 月上旬にかけて 1 ユーロ＝115 円程度と緩やかな円高傾向が続いた。足元ではややユーロ安が修正される動きとなっているが、総じて方向感が乏しい展開である。

先行きについては、6 月の欧州中央銀行（ECB）理事会では「パンデミック緊急購入プログラム」の拡充といった追加緩和に踏み切るとの見方が浮上していることもあり、ユーロ安気味の展開が予想される。

図表8 為替市場の動向

（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成（注）東京市場の17時時点。

（20. 5. 26 現在）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 米国経済金融

# 4～6 月期に一旦底入れへ

## ～5 月のマインド指数は一部で反発がみられた～

佐古　佳史

要旨

20 年の 1～3 月期 GDP（速報値）は個人消費を中心に大きく落ち込み、前期比年率▲4.8%と大幅に悪化した。

ほぼすべての州で都市封鎖（ロックダウン）は解除されたたものの、雇用喪失が厳しい状況は継続している。一方で、5 月のマインド指数では一部に反発もみられ、4～6 月期に一旦底入れする可能性も考えられる。

**ほぼすべての州で解除された都市封鎖**

新型コロナウイルス感染症の爆発的増加に歯止めをかけるため、3 月中旬から都市封鎖（ロックダウン）が多くの州で行われていた米国であったが、本稿執筆時点（5 月 25 日）ではほぼすべての州で経済活動の再開ないし部分的な再開が行われている。なお、各州における経済活動の状況については、ニューヨークタイムズ紙の記事（https://www.nytimes.com/interactive/2020/us/states-reopen-map-coronavirus.html?smid=tw-share）が視認性に優れる。

こうしたなか発表された 20 年の 1～3 月期 GDP（速報値）は個人消費を中心に大きく落ち込み、前期比年率▲4.8%と 19 年の 10～12 月期の同 2.1%から減速した。

図表1 GDPの推移

（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成　（注）各需要項目は寄与度。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**景気の現状:5月には一部で改善の動きも**

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。まず、全般的な傾向としては、4月の指標は3月からさらに悪化した一方、5月のマインドデータには、4月から改善するものもみられ、一旦底入れとなった可能性も期待できる。

個人消費については、3月の実質個人消費支出は前月比▲7.5%、4月の小売売上高は同▲16.4%の減少となり、3月、4月と都市封鎖の影響から消費が大幅に減速したことが読み取れる。

雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の4月分は前月から2,050万人の減少となり、3月分も同88.1万人と下方修正された。前回の世界金融危機（GFC）での景気後退期（07年12月～09年7月）における雇用喪失が761.6万人であることと比較しても、今回の雇用喪失が非常に厳しいことが確認できる。

なお、5月16日週の新規失業保険申請件数が243.8万人と新型コロナ以前と比べて、10倍の規模であることから、5月半ばの段階では依然として雇用の減少が継続していると判断できる。

マインド指数に目を転じると、4月のISM指数は製造業（41.5%）、非製造業（41.8%）ともに芳しくなかった。一方で、5月のミシガン大学調査消費者マインド指数（速報値）は4月から1.9ポイント上昇し、信頼感指数が73.7（現況指数83.0、期待指数67.7）となった。とりわけ、物価下落と景気対策による一時金の影響で購買力が上昇したことを背景に、現況指数が4月の74.3から大きく上昇したことで、最悪期を脱した可能性も考えられる。

なお、シカゴ大学ベッカー・フリードマン研究所の4月29日付の調査によると、米国の家計は給付金を受け取った最初の10日間において、給付金1ドルにつき25～35セントを消費していると推計（https://bfi.uchicago.edu/insight/blog/key-economic-facts-about-covid-19/#stimulus-checks）され、手元資金がひっ迫する家計を給付金が下支えしていると思われる。

また、住宅建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数（5月）も反発したことは安心感をもたらす材料であった。

とはいえ、雇用と所得の先行き不安から、ミシガン大学調査の期待指数が悪化していることにはやはり注意すべきであろう。加えて、ミシガン大学の調査では期待インフレ率が急に上昇したことが驚きをもって報告された。これは、新型コロナから従業員を守るために小売店舗などで上昇したコストが、将来的には物価に反映されると予想されたためと考えられる。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表2 期待インフレ率の推移

(資料)ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

**今後の財政金融政策の見通し**

トランプ政権と連邦議会は新型コロナ対策として、これまで約3兆ドル規模の景気刺激策を講じてきた。下院民主党は5月15日、さらに3兆ドル規模の追加景気刺激策を可決したが、共和党は同法案に否定的なため、実現のめどはたっていない。とはいえ、ムニューシン財務長官は21日、追加的な景気刺激策が必要となる見通しを示した。

また、パウエルFRB議長は19日、リモート環境で開催された上院銀行委員会の公聴会において、新型コロナによる危機対応としてこれまで打ち出した2.3兆ドルの支援策のうち、あらゆる手段が5月内に整う予定であることを報告した。具体的には、メインストリート貸し付けプログラム(MSLP)とよばれる、中小企業への融資を債権化したものをFRBが買い取るという、リスクを伴う資産買い入れに関する対策とみられる。

**景気の先行き：4～6月期に一旦底入れ**

本稿執筆時点では、経済活動の(一部)再開が広く行われている一方で、財政政策をめぐる動向や、新型コロナ感染の第2、第3波への警戒など、引き続き不確実性の高い状況が継続している。

まず、米国の新型コロナ感染者数の推移をみると、新規感染者数は緩やかな減少傾向にあるともとれるが、予断を許さない状況にあると言えるだろう。FRB関係者も経済活動再開に伴う感染者数の増加には警鐘を鳴らしている。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3 新型肺炎感染者数の推移

（資料）Bloomberg

労働市場については、都市封鎖が解除されたとはいえウイルスへの警戒感や恐怖心が残るなか、ボスティック・アトランタ連銀総裁が指摘したように、最終的には健康面の問題が景気の見通しや経済活動のあり方を決定すると思われることから、ワクチンがない状況では、短期的な急回復が起こる可能性は低いとみられる。

とはいえ、都市封鎖が解除されたことから4～6月期に一旦底入れする展開になりそうであり、年後半にかけての回復をメインシナリオとみる向きも多い。

**ソーシャルディスタンス政策をめぐる研究**

ここでは、大規模な都市封鎖の是非をめぐる最近の議論を簡潔に整理したい。1918～19年のスペイン風邪流行時の米国の地域データを分析したFRBエコノミスト等による3月26日付の論文（注1）では、都市封鎖を徹底した地域では、その後の景気回復ペースが速かったと報告されており、昨今のソーシャルディスタンス政策の利点を確認できる内容となっている。

しかし、地域ごとのそれまでの人口成長を調整すると都市封鎖などが景気回復に与えるポジティブな効果は確認できないという、やや残念な結果がハーバード大学の研究グループ（注2）から5月2日付で報告された。これは、新型コロナに関する各国の対策に一石を投じる研究といえるだろう。なお、黒田日銀総裁は5月14日の講演において、前者のみの研究を紹介したことから、日本における全国的な緊急事態宣言のポジティブな効果を暗に期待していると思われる（注3）。

もちろん、人命と景気は単純に秤にかけるべき問題ではないが、無限の財政政策余地があるわけでもなく、「3密」の回避などに代表されるソーシャルディスタンス政策を実施した日本を含む各国


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

と、比較的緩い措置しか実施していない（が故に否定的に報じられることも多い）スウェーデンやブラジルなどの国々とで、今後の景気回復ペースが変わりうるのかどうかは注目に値する。また、こうした議論を敷衍すれば、新型コロナの第2、第3波に対する今後の政策にも影響がある可能性も考えられる。

（注1）“Pandemics Depress the Economy, Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu”

（注2）“Public Health Interventions and Economic Growth: Revisiting The Spanish Flu Evidence”

（注3）「新型コロナウイルス感染症：金融経済情勢と日本銀行の対応」

**長期金利：現状の水準を中心としたレンジ相場を見込む**

最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では3月半ばにかけてリスク資産の暴落から現金確保の動きが強まったことで、長期金利（10年債利回り）は一時1.2%まで上昇したが、その後は各国の中央銀行による協調的な対応もあり利回りは抑制された動きとなった。足元では概ね0.6～0.7%台前半と狭いレンジでの推移となっている。

当面、完全な形での経済活動再開は難しいとの想定に基づき、先行きについても現状と同様0.7%を中心とするレンジでの取引を見込む。財政拡大による国債発行増への懸念は残るものの、新型肺炎への対応と香港国家安全法をめぐる米中間の対立もあり、金利が上昇する余地はほとんどないと思われる。

**図表4 株価・長期金利の推移**

（資料）Bloombergより農中総研作成

**株式市場：戻りペースは緩やかと予想**

ダウ平均は3月前半から半ばにかけて大きく調整したものの、足元ではこれまでに打ち出された財政金融政策を好感して、緩やかながらも再び上昇基調での推移となっている。こうした支援策は必要に応じて今後も継続される一方で、経済活動の速いペース


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

での再開は望み薄となっているなか業績見通しの下方修正は続いており、株価の戻りペースは緩やかなものにとどまると予想する。

なお、15 日に公表された FRB の金融安定報告（Financial Stability Report）における資産バリュエーションの章では、パンデミックが悪化すれば、資産価格は大幅な調整を余儀なくされる状態にあると述べられており、引き続き新型コロナの動向には注意を要する。

## 図表5 連銀関係者の発言など

| 区分 | 人物 | 鷹/鳩 | 日付 | 発言、投票 |
|---|---|---|---|---|
| 投票権あり FOMCメンバー | パウエル議長 | −1 | 5/19<br>5/21 | 今月末までに全ての救済措置を整える予定<br>新型肺炎の影響は経済的弱者で大きい |
| | ウィリアムズ総裁（ニューヨーク） | −1 | 4/17<br>5/21 | 年内の完全な回復は無理。消費者の行動様式の変化も警戒<br>さらなる財政出動の余地がある |
| | クラリダ副議長 | −1 | 5/5<br>5/21 | 年後半には景気回復へ<br>新型肺炎と経済下振れ次第でさらなる財政金融政策が必要 |
| | ブレイナード理事 | −1 | 5/5<br>5/21 | 地域再投資法（CRA）は低中所得者を支えるために有効<br>新型肺炎の影響は経済的弱者で大きい |
| | ボウマン理事 | ? | | 銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視？ |
| | クオールズ副議長 | ? | 5/11<br>5/12 | 米国をパンデミックから守るためにさらなる措置が必要<br>資本比率を引き上げさせることで配当を抑制できる |
| | ハーカー総裁（フィラデルフィア） | 1 | 5/8<br>5/12 | 大学と非営利医療機関への緊急融資継続を検討中<br>第2波を警戒 |
| | カプラン総裁（ダラス） | 0 | 5/12<br>5/20 | さらなる財政政策が必要。失業率20%も<br>密閉井（shut-in well）は今がピーク。年末にかけて回復へ |
| | カシュカリ総裁（ミネアポリス） | −2 | 5/10<br>5/12 | 労働市場はさらに悪化する見通し。財政のサポートが必要<br>ウイルスに対処できるようになるまでは経済立て直しは不可能 |
| | メスター総裁（クリーブランド） | 0～1 | 5/8<br>5/12 | 20年後半に経済活動再開の可能性も、慎重にする必要<br>不確実性が高く、悲観的なシナリオも十分ありうる |
| 投票権なし FOMCメンバー | エバンス総裁（シカゴ） | 0 | 5/5<br>5/11 | 「stay at home」を解除すべきではない<br>失業率は年末に9%へ |
| | バーキン総裁（リッチモンド） | 0～−1 | 5/4 | 新型肺炎は、労働生産性を改善する機会でもある |
| | ボスティック総裁（アトランタ） | 0～1 | 5/7<br>5/20 | 不況シナリオは後退。低中所得者が心配<br>不確実性が高い。ヘルスケアの展開が経済回復に直結 |
| | デイリー総裁（サンフランシスコ） | −1 | 5/7 | 消費者信頼感の回復には時間を要する |
| 投票権なし 非FOMCメンバー | ジョージ総裁（カンザスシティー） | 1 | | |
| | ブラード総裁（セントルイス） | −2 | 5/12<br>5/20 | 90-120日都市封鎖を続けると、倒産と不況が発生しうる<br>第4四半期までにはほぼ通常の状態へ |
| | ローゼングレン総裁（ボストン） | 2 | 5/19<br>5/24 | 雇用維持のために、中銀はリスクのある貸し出しをすべき<br>2週間以内に、MSLPを通じて企業融資が開始予定 |

（資料）各種報道　（注）鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、−はハト派の意。

（20.5.26 現在）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

# 緩やかな回復が続くも正常化はなお道半ば

## ～全人代では改めて経済の立て直し策を示す～

王　雷軒

要旨

新型コロナ影響を受けて 2020 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.8%と 92 年以降で初のマイナスとなった。足元 3～4 月の経済指標からは、景気は緩やかに持ち直しているものの、総じて低調であることから、本格的な回復にはしばらく時間がかかろう。

5 月 22 日に開催された全人代では、20 年の経済成長率目標の設定は見送られたが、財政政策の拡大や緩和的な金融政策を通じて経済の立て直しに努める方針が示されており、20 年通年で前年比 2.1%のプラス成長を予測する。

**4 月の経済指標は緩やかな回復を示唆**

20 年 1～2 月に実施された新型コロナウイルス感染症の感染拡大防止のための強力な封じ込め策を受けて中国の経済活動は大きく制限され、1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.8%と 19 年 10～12 月期（同 6.0%）から急落した。

その後は、新型コロナの感染拡大が一応収束に向かい、外出規制の緩和や都市封鎖の解除などが行われたほか、政府の経済対策の効果も手伝って、経済活動が徐々に正常化に向かっている。

ただし、黒竜江省や吉林省などの一部地域では感染第 2 波への警戒感から外出規制などが緩和できていないほか、雇用環境の悪化などを受けて不要不急の消費を中心に手控えられたこともあり、回復ペースは予想より緩慢なものになっている。

こうしたなか、通常より 2 ヶ月半ほど延期された第 13 期全国人民代表大会（全人代、国会に相当）が 5 月 22 日に開幕し、李克強首相が政府活動報告（以下、報告）を行った。

以下、足元 4 月の主要経済指標の動向をまとめたうえで、報告で示された経済政策（財政・金融）等を述べたい。

**4 月の小売売上総額は前年比▲7.5%**

まず、消費については、4 月の小売売上総額は名目で前年比▲7.5%と 1～2 月期（同▲20.5%）、3 月（同▲15.8%）から減少幅が縮小したものの、依然として大きなマイナスになっている（図表 1）。物価変動を除いた実質ベースでの変動率も前年比▲9.1%と 1～2 月期（同▲23.7%）、3 月（同▲18.1%）から減少


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

幅が縮小するも、戻りの鈍さが改めて確認できた。

1～4 月期の小売売上総額は名目で同▲16.2%となっているが、このうち、全体の 24.1%を占めるネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は同 8.6%と比較的底堅く推移し、消費の下支えとなっている。また、4 月の自動車販売台数は同 4.4%と 22 ヶ月ぶりのプラスに転じたほか、携帯などの通信機器販売額も同 12.2%と比較的堅調に推移するなど、消費を下支えしている。

一方、4 月の飲食業売上高、服類販売額、宝飾販売額はそれぞれ同▲31.0%、▲18.5%、▲12.1%と減少幅が依然として大きく、外出規制や企業活動の停止による雇用環境の悪化などから不要不急の消費を中心に手控えられた様子がうかがえる。

先行きについては、反動増に加え、一部の地域では消費を促進するための「消費券」の配布や、自動車や家電製品などを対象とする販売促進策が実施されていることなどから、持ち直しが継続すると見込まれる。

ただし、4 月の都市部調査失業率は 6.0%と 3 月（5.9%）から小幅ながら悪化したほか、1～4 月期の都市部新規就業者増加数は 354 万人と 19 年同期から 105 万人減少した。また、1～3 月期の一人当たりの可処分所得（実質）も前年比▲3.9%となるなど、雇用・所得をめぐる環境の厳しさが続いている。加えて、新型コロナ感染の不安から日常生活に自粛や規制が伴うため、消費の回復ペースは緩慢なものに留まるのであろう。

図表1 中国の小売売上総額の推移（月次）

（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年4月。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**1～4 月期の固定資産投資は前年比▲10.3%**

また、投資についても、1～4 月期の固定資産投資は前年比▲10.3%と 1～2 月期（同▲24.5%）、3 月（▲16.1%）から減少幅が縮小したものの、前年割れ状態は継続している（図表 2）。

このうち、設備投資は同▲18.8%と 1～3 月期（▲25.2%）から減少幅が縮小するも依然として大幅なマイナスとなる一方、不動産開発投資とインフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ同▲3.3%、▲8.8%と設備投資に比べて落ち込み幅が比較的小さくなった。

先行きについては、設備投資が増加に転じるにはしばらく時間がかかると見込まれるが、財政・金融政策の効果を受けてインフラ整備向けの投資が増加に転じるほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られることから、全体として回復ペースが強まる可能性が高い。

図表2 中国の固定資産投資と内訳の推移

（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は1～4月期。

**4 月の輸出は前年比 3.5%**

4 月の輸出額（米ドルベース）は前年比 3.5%と 4 ヶ月ぶりのプラスに転じた。その要因として、19 年 4 月の輸出の増加率が小さかったことの反動や、マスクなどの防疫用品や先進国などでの在宅勤務の増加によりパソコンなどの輸出が大きく増加したことなどが挙げられる。

なお、対米貿易について、4 月の対米輸出は前年比 2.2%（3 月同▲20.8%）、米国からの輸入は同▲11.1%（同▲12.8%）、貿易黒字額が 228.7 億ドルとなった。こうしたなか、新型コロ


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ナの発生源をめぐる問題のほか、米国が中国の通信機器大手である華為技術（ファーウェイ）への事実上の禁輸措置強化を発表するなど、米中摩擦への警戒感が極めて強まっている。

一方、前述のとおり、内需の回復ペースが緩慢であったほか、エネルギー価格の大幅な下落もあり、4 月の輸入額は同▲14.2%と 3 月（同▲0.9%）から減少幅が拡大した（図表 3）。

先行きの輸出については、新型コロナの世界的な広がりを受けて世界経済の急激な減速に伴う押し下げ圧力が強まるほか、米中摩擦の激化も懸念材料となることから、停滞が見込まれる。

図表3 中国の輸出入額の推移

（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は20年4月。

**4 月の鉱工業生産は前年比 3.9%**

また、企業活動の再開などを受けて 4 月の鉱工業生産も前年比 3.9%と 4 ヶ月ぶりのプラスに転じた。業種別では、武漢市の封じ込め解除などを受けて自動車生産台数は前年比 5.1%と 3 月（同▲43.0%）から大幅に回復したほか、工作機械・パソコンもそれぞれ同 11.4%、26.0%と 3 月（同▲21.7%、0.0%）から大きく増加するなど、全体を押し上げた。

**全人代で 20 年の経済成長率目標は示せず、雇用重視が鮮明に**

さて、5 月 22 日に開催された全人代で注目された 20 年の経済成長率目標の設定は見送られた。未設定の理由については、李首相の報告で、「新型コロナの世界的な感染状況と世界経済・貿易における不確実性が非常に高く、我が国の発展がいくつかの予測困難な要因に直面しているため」と説明している。

その一方、報告では 18 年半ばごろに強調され始めた「六穏」


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（雇用、金融、貿易、外資、投資、予期の安定化をはかる）に加えて20年4月17日の中央政治局会議で決まった「六保」（雇用、民生、市場主体、食料・エネルギーの安全、産業チェーン・サプライチェーンの安定、基層（末端）組織運営の維持）を重視する方針が示された。この「六稳」と「六保」という方針はともに最初に雇用を掲げており、雇用が最も重要視されていることは明らかである。

こうしたなか、20年の政府の数字目標は①都市部新規就業者増加数は900万人以上、②都市部調査失業率は6.0%前後、③都市部登録失業率は5.5%前後、④CPIは前年比3.5%前後とした（図表4）。

**図表4　全人代で発表された政府の数値目標**

| 項目 | | 20年目標 | 19年目標 |
|---|---|---|---|
| 経済成長 | 実質GDP成長率（前年比%） | 未設定 | 6～6.5 |
| 雇用 | 都市部新規就業者増加数（万人） | 900以上 | 1,100以上 |
| | 都市部登録失業率（%） | 5.5前後 | 4.5以下 |
| | 都市部調査失業率（%） | 6.0前後 | 5.5前後 |
| 物価 | 消費者物価指数（CPI、前年比%） | 3.5前後 | 3前後 |
| 賃金 | 1人当たり国民可処分所得（実質、前年比%） | 実質GDP成長率と同程度 | 実質GDP成長率と同程度 |
| 金融 | マネーサプライ（M2、前年比%） | 19年実績より高い | 名目GDP成長率と同程度 |
| | 社会融資規模残高（前年比%） | | |
| 財政 | 財政収支（兆元） | -3.76 | -2.76 |
| | 名目GDPに対する財政収支の比率（%） | -3.6 | -2.8 |
| | 地方債発行額（専項債、兆元） | 3.75 | 2.15 |
| | 企業の税・費用負担軽減額（兆元） | 2.5 | 2.0 |
| | 特別国債（兆元） | 1.0 | なし |

（資料）全人代の報告をもとに作成

**全人代で示された20年の財政・金融政策**

これらの目標実現に向けて「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」（中立的な金融政策）を引き続き実施するとした。

まず、財政政策については、①20年の財政赤字額は3.76兆元、GDP比▲3.6%とし、19年から1兆元増額、0.8%ポイントの拡大、②財政赤字の増額分1兆元と特別国債の発行額1兆元を併せた総額2兆元を地方経済への支援を行う、③インフラ整備向け投資の原資となる地方債発行額は3.75兆元とし、19年の2.15兆元から1.6兆元増額、④増値税や、年金・失業・労災保険の費用負担の減免などを受けて企業の年間の負担軽減額は


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2.5兆元とし、19年（計画ベースで2兆元、実績は2.3兆元だった）から拡大とのことが挙げられた（図表4）。

また、金融政策については、現行の金融政策は柔軟性を高めることが必要であるとしている。言い換えればより緩和的な金融政策を行うことであろうが、その詳細として①預金準備率の引下げや利下げ、再貸出等の金融調節手段を通じて、マネーサプライ（M2）と社会融資規模の伸び率が19年（それぞれ前年比8.7%、10.7%であった）より高くなるように誘導すること、②新しい金融調節ツールの創設を通じて、企業が銀行等からの融資を容易に受けられるようにするほか、資金調達コストのさらなる低下を促すことなど、が挙げられた。

なお、足元4月のM2は前年比11.1%と3月（同10.1%）から伸び率が高まり、17年1月以来の高い伸び率となった。また、社会融資規模残高は前年比12.0%と18年6月以来の高い伸びとなった。一方、5月20日に中国人民銀行（中央銀行）は銀行貸出金利の参照金利となるLPR（ローンプライムレート）の現状維持を決めた。今回の全人代を受けて今後はさらなる追加金融緩和が予想される。

**20年通年ではプラスの成長を予測**

このように、新型コロナの感染拡大がひとまず収束に向かう中国では、経済活動が正常化に向かっているが、3、4月分の経済指標からは、本格的な回復にはしばらく時間がかかるとみられる。

前述の通り、内需の回復が比較的弱いほか、海外需要の減退から、4～6月期の実質GDP成長率は、1～3月期からはマイナス幅が縮小するものの、2四半期連続のマイナス成長が見込まれる。ただし、全人代で示された経済政策（財政・金融政策の一部が既に実施中）の効果が早めに顕在化すれば、4～6月期の実質GDP成長率はプラスに転じる可能性もある。

また、新型コロナの大きな感染第2波が起きなければ、20年後半から21年前半にかけては、経済対策の効果や前年からの反動増で6%を上回る成長となり、20年を通しては前年比2.1%のプラス成長、21年は同8.2%を予測する。

引き続き、世界的な感染拡大の防止状況、中国の経済政策の実施状況、米中摩擦の動向などに注目したい。

（20.5.25現在）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

欧州経済金融

# 新型コロナウイルス収束後の欧州経済

## ～景気回復は緩慢、経済構造に本質的な変化も～

山口　勝義

要旨

欧州では 4 月末以降、外出規制などの緩和が始まった。しかし、感染の第 2 波到来の可能性も残り経済は大きなダウンサイドリスクを抱えるほか、順調に感染が収束した場合にも景気回復は緩慢とみられる。また、経済構造に本質的な変化が生じる可能性もある。

### はじめに

国際通貨基金（IMF）は 4 月の「世界経済見通し」で、2020 年の世界経済は大恐慌以来最悪となる景気後退に陥る可能性が高いと指摘した（図表 1）。ユーロ圏の実質 GDP 成長率については、金融危機時の▲4.5%（09 年）を超えて前年比▲7.5%に落ち込むと予測している。ただしこれは、新型コロナウイルス感染症（Covid-19、以下「感染症」と表記）の拡大が 20 年 4～6 月期にピークに達し、その後収束に向かうとの前提の下での予測値である(注 1)。

イタリアやスペインなどを中心に感染が拡大した欧州では、実際に 4 月末以降、約 2 ヶ月ぶりに外出や店舗営業にかかる規制の緩和や製造業の生産再開が始まっている（図表 2）(注 2)。しかし、感染症の封じ込めと経済活動の再開とのトレードオフの中で感染の第 2 波到来の可能性も残り、経済情勢がこのまま回復軌道に戻るかどうかは不透明なままである。

確かに集団免疫の獲得などで比較的順調に感染が収束するとの見方もあるが、ワクチンの開発には時間を要することから収束までの過程が長引く可能性もある。このため、今後については失業者の急増による景気後退の深刻化や、さらには債務危機や金融危機の誘発などのリスクシナリオをも含めて、様々な展開を想定しておく必要があるものと考えられる。

（資料）図表 1 は IMF の、図表 2 は Our World in Data、OECD、UN の、各データから農中総研作成
（注）図表 1 の（予）は、IMF による予測値である。また図表 2 については、脚注の（注 2）を参照されたい。

このように、現時点で先行きの情勢について明確な見通しを持つことは非常に困難である。しかし、今からある程度の確度をもって指摘できる点もある。それは、第一に感染収束後の景気回復は緩慢であること、第二には、今回の感染拡大が経済構造自体に本質的な変化を生じさせる潜在性をはらんでいることである。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 感染収束後の景気回復は緩慢なものに

仮に順調に感染が収束した場合にも、20 年の GDP は 15 年頃の水準にまで大幅に縮小することが見込まれている。ここからの回復は、低い水準からの回復であるため成長率は相応に大きな値になるとはしても、経済活動の水準の点では本格的な回復は困難であるとみられる。

その要因としては第一に、今回の感染症の拡大による経済の混乱以前から、17 年をピークにユーロ圏経済は減速感を強めていた点がある。ここでは米国と中国との間の貿易摩擦の拡大や、英国の欧州連合（EU）からの離脱に伴う混乱懸念などが働いていたが、こうした材料が感染収束後に改善するとは考えられず、引き続き成長を抑制する要因として残るとみられるためである。

そして第二として、今回、新たな要素が加わることになる。世界的な感染拡大で世界全体の需要は一層後退し、貿易低迷の度合いがさらに強まることは避けられそうにもない。これに足元での債務残高の増加もあり、企業は業務の拡大には慎重姿勢を強めるものとみられる。設備稼働率の回復は鈍く、新たな投資も手控えられるだろう。もともと労働分配率は低下傾向にあるが、今後は失業率の高止まりが家計の貯蓄率をさらに上昇させつつ、消費は停滞色を強める推移が予想される（図表 3～5）。

このように、この感染の拡大は、その収束で景気が底打ちした後にも、それ以前の成長の減速傾向を一層強める形で作用するとみられ、経済の V 字型の回復は望み難い。そしてその際には、従来の製造業や輸出への依存度が高い国のみならず、消費依存度の高い国をも含めて、押し並べて成長の制約を受けることになる（図表 6）。また、今回生じた債務残高の増加は、デフレ環境の下で実質的な負担を強めながら、今後も長く尾を引く成長上のネックとなるものとみられる。

（資料）図表 3、5、6 は Eurostat の、図表 4 は ILO の、各データから農中総研作成
（注）図表 6 の●はユーロ圏の経済規模 4 大国を、▼は（データ時点の）ユーロ圏外の EU 加盟国を示す。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 経済構造に本質的な変化も

さらに今回の感染症の拡大が、欧州を含め世界の経済構造に本質的な変化を生じさせる契機となる可能性がある。

その第一は、一国の産業の構造的な変化である。サプライチェーンについては中国への過度の依存を見直し、拠点の分散化を図る動きが生じると予想される（図表 7）[注3]。また同時に、IT（情報技術）関連のみならず、医薬品などのヘルスケア（健康管理）分野を含め、安全保障の観点から戦略的に重要である産業については、政府の後押しでオンショアリング（国内回帰）に向けた力が働くとみられる（図表 8）。また、働き方や生活の仕方に強いられた調整がある程度定着し、E コマース（電子商取引）の一段の伸張などが産業構造の変化を促すことも考えられる（図表 9）。一方で足元では、感染の発生源の特定を巡る米中間での相互の非難や、先進国における中国資本による投資の審査の厳格化などの動きが見られている。こうした新たな動きが米中間ばかりか世界的にも保護主義や脱グローバル化の動きを一層強めることで、産業構造の変化を加速させる可能性がある。

第二には、大きな政府への転換である。欧州では財政改革でのヘルスケア関連支出の削減が、感染拡大防止体制の脆弱さに繋がったとの指摘もある（図表 10）。今後は上記の戦略的に重要な産業の育成を通じ、産業支援と規制強化の両面で政府の関与が強化されるものと見込まれる。そして、こうした政策対応は政府の財政余力に左右されることから、各国間で対応内容に差異が生じ、結果的に経済格差の拡大などに繋がる可能性も想定される。

以上の諸情勢からすれば、世界的な感染症の拡大を機に、これまで市場原理や個人の自由を重視しグローバル化や小さな国家を旗印にしてきたネオ・リベラリズムの経済体制が、今や大きな転換点を迎えているとも考えられる。

（資料）図表 7～9 は UNCTAD の、図表 10 は Eurostat の、各データから農中総研作成
（注）図表 8、9 の■はユーロ圏加盟国を、▼は（データ時点の）ユーロ圏外の EU 加盟国を示す。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## おわりに

最後に、以上の議論に関連して、次の 2 点を付記することとしたい。

まず、グローバル化からの転換では、長期間にわたる貿易動向を見ることで現在の立ち位置がより明確になる（図表 11）。これによれば第二次大戦後に敗戦国の経済回復や、米ソ冷戦の終結、中国やその他の新興国の国際舞台への参入などを通じて促進されたグローバリゼーションの流れが、金融危機の頃には既に岐路に差し掛かっていたように見受けられる。こうした基調の下で、今回、感染症の拡大が新たな要素として加わったことになる。

次に経済情勢については、感染拡大防止措置の緩和前の調査であるが、ドイツ企業が置かれた瀬戸際の状況が明らかになっている（図表 12）[注 4]。事業の再開は正に待ったなしの状態であり、仮に感染の第 2 波到来ともなれば企業倒産の連鎖による債務危機や、さらには金融危機への発展も現実味を帯びてくることになる。

以上から、結論として、欧州では感染の第 2 波到来の可能性も残り経済は大きなダウンサイドリスクを抱えているほか、順調に感染が収束した場合にも景気回復は緩慢であると考えられる。また、経済構造に本質的な変化を生じる可能性をはらんでもいる。金融市場はこうした下で、不安定な動きを続けるものとみられる。

（20.5.25 現在）

（資料）図表 11 は Our World in Data の、図表 12 は Ifo の、各データから農中総研作成

---

（注 1） IMF はこのベースケースの他に、感染症のパンデミック（世界的流行）が 20 年後半に勢いを失わず感染拡大防止措置が長引いた場合に、金融環境が悪化し、またグローバルなサプライチェーンの崩壊が進む可能性を考慮した 3 件のストレスケースを分析している。また英国については、IMF はベースケースで 20 年の実質 GDP 成長率を前年比▲6.5%と予測している。なお 5 月 12 日、ゲオルギエバ IMF 専務理事は、感染症が各国経済に想定以上の打撃を及ぼしているため、6 月の改定で経済見通しをさらに下方修正する可能性が極めて大きいと述べた。

一方、5 月発表の欧州委員会による「春季経済予測」では、20 年の実質 GDP 成長率予測値を、ユーロ圏、英国についてそれぞれ前年比▲7.7%、▲8.3%と見込んでいる。欧州委員会も、このベースケースの他に 2 件のストレスケースを取り上げている。

また、この後、イングランド銀行（BOE）は 5 月に、英国の 20 年の実質 GDP 成長率を前年比▲14%と予測する一方、21 年の回復は速い（+15%）とした。

このように、先行きの経済動向を見通すには大変困難な状況にあるため、予測値には予測主体によりかなりの幅が生じている。

（注 2） 図表 2 の病院のベッド数は、中国のデータはない。また米国は 16 年、その他は 17 年のデータである。喫煙者数比率は、フランスは 18 年、中国は 15 年、その他は 17 年のデータである（以上は OECD による）。65 歳以上人口比率（UN による）は 20 年の推計値である。感染者数と死者数（Our World in Data による）の集計方法は、各国間で同一ではない。

（注 3） こうした動きに伴い、企業のコストの上昇や生産性の低下などが予想される。この結果、足元のデフレ圧力が中長期的にはインフレ圧力に転じ、長期金利が上昇しスタグフレーションに至る可能性がある。

（注 4） Ifo Business Survey のデータで、次による。

・ Ifo （29.04.2020） “Many German Companies See Their Existence Threatened”


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所

# 2020～21年度経済見通し

## コロナ禍で劇的な悪化を見せる内外経済

～日本経済見通し：2020年度：▲5.0%（大きく下方修正※）、21年度：2.7%～

※20年3月時点の当総研見通しとの比較

2020年5月21日

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
調査第二部　マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他（配送など）：03-6362-7757

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

### ≪　サ　マ　リ　ー　≫

- 2020年2月中旬以降、新型コロナウイルス感染症が世界的な感染拡大となった影響で経済活動は大幅に制限され、1～3月期の実質GDPは内外需とも不振で2四半期連続のマイナス成長となった。
- 足元4～6月期は、新型コロナによる景気下押しが本格的に出ることから、1～3月期を遥かに上回るマイナス成長となる可能性が高い。特に、業績の大幅悪化や先行き不透明の強さから企業設備投資の減少が大きくなるだろう。ただし、**国内において新型コロナは今夏以降は概ね収束に向かうとの前提の下**、政府の景気刺激策の効果も手伝って、7～9月期以降、景気は持ち直すことが想定される。とはいえ、「新しい生活様式」を志向する中、自ずと回復ペースは緩慢なものになることは避けられないだろう。
- 政府は医療崩壊を防ぐべく感染拡大の抑制に注力しているが、同時に経済への影響を緩和するために大規模な対策を講じている。また、日銀は企業金融が厳しい局面となったことを受けて、CP、社債等の買入れ枠を大幅に拡大したほか、資金繰り支援のために新たなオペを導入し、民間金融機関に対して実質的なマイナス金利貸出を開始している。

（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2020年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 目　次


| | | |
|---|---|---|
| 1 | 景気の現状 | 4 |
| 2 | 世界経済の動向 | 6 |
| 3 | 国内の経済政策 | 20 |
| 4 | 日本経済・物価の見通し | 22 |



見通し担当者:

| | |
|---|---|
| 総括、日本経済・金融 | 南　武志 |
| 米国経済・金融 | 佐古佳史 |
| 欧州経済・金融 | 山口勝義 |
| 中国経済・金融 | 王　雷軒 |




# 1　景気の現状

- 景気動向：パンデミック化した新型コロナウイルス感染症の影響で内外需が急激に収縮
  - 年初にかけて高まった世界経済の回復期待の下、2月前半までは落ち込んだ10～12月期からの持ち直しが散見されたが、2月中旬以降は新型コロナウイルスの感染拡大が内外で広がり、自粛ムードが高まったほか、輸出も大幅に減少するなど、内外需とも大幅な悪化
  - 4月の月例経済報告では「景気は極めて厳しい状況」との判断へ下方修正
  - 4月の景気ウォッチャー調査によれば、現状・先行き判断とも過去最低を更新するなど、企業・家計の景況感はリーマン・ショックを上回る悪化
  - 18年秋をピークに逼迫度が緩和しつつあった雇用関連指標も、20年に入ると明確に悪化し始めた
  - 原油安、内外経済の需要減の影響で、世界的に物価下落圧力が高まりつつある

(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

(資料)内閣府






ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 1～3月期GDP：2四半期連続のマイナス成長（前期比年率▲3.4%）
  - 新型コロナの感染拡大が広がる中、民間消費（前期比▲0.7%）、民間住宅投資（同▲4.5%）、民間企業設備投資（同▲0.5%）の民間最終需要は、いずれも2四半期連続の減少
  - 公的需要も前期比▲0.001%と6四半期ぶりの減少、国内景気を下支えできず
  - 海外経済の悪化やインバウンド需要の激減を受けて輸出等が同▲6.0%と2四半期ぶりに減少、輸入等も国内需要の減少から同▲4.9%と2四半期連続の減少
    - 外需寄与度（対前期比成長率）は▲0.2ポイントと2四半期ぶりのマイナス
  - GDPデフレーターは前年比0.9%と5四半期連続のプラスながらも、上昇率は縮小
  - その結果、2019年度の実質成長率は▲0.1%と5年ぶりのマイナス
    - 18年度（0.3%成長）に続き、潜在成長率を割り込んだ

（資料）内閣府経済社会総合研究所

（資料）内閣府　（注）実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。



# 2　世界経済の動向　①概況

- 新型コロナの感染拡大を受けて、主要国は都市封鎖、国境閉鎖などの強硬措置をとった結果、需要水準が大きく落ち込み、各国政府はそれに対して大規模な財政政策を断続的に発動
  - 5月に入り、各国で感染抑制策の段階的な解除の動きが始まったが、第2波を懸念する声も
- 各中央銀行も同様に、ゼロ金利政策の復活や資産買入れの強化、さらには企業の資金繰り支援など異例の政策運営で対応している

- 一方、新興国は資本流出に見舞われ、通貨安が進行している
  - 特に、南アフリカ、ブラジルなどの資源国通貨が売られがち

（資料）各中央銀行の資料より作成

（資料）国際決済銀行




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 国際機関による世界経済見通し：大幅な下方修正
  - IMF世界経済見通し（20年4月発表）は7回連続かつ大幅な下方修正
    - 20年の世界全体の成長率は前年比▲3.0%（19年実績：2.9%）、世界貿易数量の伸びも同▲11.0%（同：0.9%）と、いずれも11年ぶりの減少予想で、大恐慌以来最悪の景気後退となる可能性を指摘
    - パンデミックは20年後半には収束に向かい、様々な制限措置が解除されることを前提にすると、21年には政策効果も手伝って経済活動の正常化に向かい、5.8%成長となるとしている
- OECD景気先行指数（CLIs）：足元で大きく悪化
  - 中国は大きく低下した後、リバウンドが見られたが、先進国・地域では先行き一段の悪化する可能性

**2020～21年　IMF世界経済見通し**

| | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|---|---|---|---|
| **世界全体（実質経済成長率）** | **2.9** | **▲ 3.0** | **5.8** |
| **先進国** | **1.7** | **▲ 6.1** | **4.5** |
| 米国 | 2.3 | ▲ 5.9 | 4.7 |
| ユーロ圏 | 1.2 | ▲ 7.5 | 4.7 |
| ドイツ | 0.6 | ▲ 7.0 | 5.2 |
| フランス | 1.3 | ▲ 7.2 | 4.5 |
| イタリア | 0.3 | ▲ 9.1 | 4.8 |
| スペイン | 2.0 | ▲ 8.0 | 4.3 |
| 英国 | 1.4 | ▲ 6.5 | 4.0 |
| 日本 | 1.0 | ▲ 5.2 | 3.0 |
| **新興国・発展途上国** | **3.7** | **▲ 1.0** | **6.6** |
| 中国 | 6.1 | 1.2 | 9.2 |
| インド | 4.2 | 1.9 | 7.4 |
| ブラジル | 1.1 | ▲ 5.3 | 2.9 |
| ロシア | 1.3 | ▲ 5.5 | 3.5 |
| 南アフリカ | 0.2 | ▲ 5.8 | 4.0 |
| ASEAN5 | 4.8 | ▲ 0.8 | 7.8 |
| **世界貿易数量（財・サービス）** | **0.9** | **▲ 11.0** | **8.4** |

（資料）IMF『World Economic Outlook（2020年4月）』

（資料）OECD　（注）6主要新興国：ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ



# 2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向：4～6月期の大幅マイナス成長の後、緩慢な回復へ
  - 20年1～3月期のGDPは前期比年率▲4.8%成長（速報）
  - 新型コロナの影響で多くの州が都市封鎖（ロックダウン）を行ったことから、4月の非農業部門雇用者数は3月から2,050万人減となるなど、経済活動が急停止。
  - ミシガン大学や全米ホームビルダー協会（NAHB）の調査では、5月以降は回復期に入ったと分析
  - 見通しのポイントとしては、新型コロナの感染拡大が20年下期には一応の収束をみるとの想定のもと、①20年下期から徐々に回復が始まること、②さらなる財政政策の発動が想定されること、③米中対立の再燃から設備投資、貿易の回復は鈍いこと、が挙げられる
  - 成長率見通し：20年は▲4.2%、21年は3.9%（20年は1.8%から下方修正、21年は1.9%から上方修正）

## 予測表（四半期）

（予測→）

| | 単位 | 2019年 | | | | 2020年 | | | | 2021年 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
| **実質GDP成長率** | % | 3.1 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | ▲ 4.8 | ▲ 26.5 | 12.1 | 8.2 | 6.4 | 4.2 | 2.8 | 2.8 |
| **個人消費支出** | % | 1.1 | 4.6 | 3.1 | 1.8 | ▲ 7.6 | ▲ 30.7 | 10.4 | 10.1 | 8.2 | 4.8 | 3.1 | 3.1 |
| **民間設備投資** | % | 4.4 | ▲ 1.0 | ▲ 2.3 | ▲ 2.5 | ▲ 8.6 | ▲ 28.6 | 8.4 | 6.6 | 4.8 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| **民間住宅投資** | % | ▲ 1.0 | ▲ 2.9 | 4.6 | 6.5 | 21.0 | ▲ 16.3 | 10.3 | 3.3 | 3.2 | 1.9 | 1.6 | 1.6 |
| **輸出** | % | 4.1 | ▲ 5.7 | 0.9 | 2.1 | ▲ 8.7 | ▲ 19.3 | 7.0 | 3.4 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.6 |
| **輸入** | % | ▲ 1.5 | ▲ 0.0 | 1.8 | ▲ 8.4 | ▲ 15.3 | ▲ 16.7 | 6.5 | 3.8 | 3.8 | 1.9 | 1.6 | 1.5 |
| **政府支出** | % | 2.9 | 4.8 | 1.7 | 2.5 | 0.7 | 7.1 | 3.0 | 3.0 | 2.9 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| **非農業部門雇用者数増減** | 万人 | 13.9 | 15.9 | 20.3 | 19.8 | ▲ 13.9 | ▲ 750.0 | 200.0 | 150.0 | 50.0 | 40.0 | 20.0 | 20.0 |
| **失業率** | % | 3.9 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 3.8 | 20.0 | 15.0 | 12.0 | 9.0 | 8.5 | 8.0 | 7.5 |
| **賃金上昇率** | % | 3.4 | 3.3 | 3.4 | 3.2 | 3.1 | 9.0 | 7.0 | 6.0 | 5.0 | 2.8 | 2.5 | 2.4 |
| **コアPCEデフレーター** | % | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| **FFレート誘導水準** | % | 2.25～2.50 | 2.25～2.50 | 1.75～2.00 | 1.50～1.75 | 0.00～0.25 | 0.00～0.25 | 0.00～0.25 | 0.00～0.25 | 0.00～0.25 | 0.00～0.25 | 0.00～0.25 | 0.00～0.25 |
| **10年物国債利回り** | % | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 1.9 | 0.7 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.0 |

（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
（注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 雇用：急速な雇用喪失と緩慢な回復
  - FRBの調査によると、3月には世帯年収4万ドル未満の労働者のうち約4割が失業した
  - 20年4月の非農業部門雇用者数は3月から2,050万人減（労働者の13.4%に相当）、失業率は14.7%と労働市場は大幅に悪化
  - 既に多くの州で都市封鎖は解除されているが、第2波、第3波への警戒や、人々の行動様式の変化から雇用の戻りは緩やかなペースにとどまると思われる

（資料）米労働省統計局、Bloombergより農中総研作成

（資料）米労働省、Bloomberg・より農中総研作成



- 消費：鈍い回復ペースを想定
  - 雇用の鈍い回復に伴い、消費の回復も緩慢なペースを想定
  - さらなる景気刺激策が必要となるだろう
- 設備投資：弱含んだ推移が継続
  - 米中・米欧の通商摩擦、世界貿易の低迷などが下押し材料となり非常に鈍い回復を想定
- 住宅投資：相対的には底堅い推移
  - 利下げと超緩和的な環境が下支えとなり、住宅投資は消費と設備投資に比べて底堅い推移を見込む

（資料）米商務省経済分析局、Bloombergより農中総研作成

（資料）米商務省、全米ホームビルダー協会、Bloombergより農中総研作成




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- インフレ率
  - FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は前年比1.7～1.8%で推移
  - 総需要が蒸発したことから先行きインフレ低下圧力は強まる見込み
- 金融政策
  - FRBは、約4年ぶりとなるゼロ金利政策に加え、社債購入、地方政府への資金供給、無制限の国債買い入れなど矢継ぎ早の危機対応を行う
- 財政政策
  - これまでに総額3兆ドル規模の対策を講じたが、今後もさらなる財政出動が見込まれる
  - 15日には3兆ドル規模の民主党案が下院で可決したが、それに難色を示す共和党は大型減税を軸とした対策を検討中

**PCEデフレーターの推移**

（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

**期待インフレ率の推移**

（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg



# 2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気動向（20年1～3月期の実質GDP成長率）
  - 新型コロナの感染拡大の影響が20年3月から本格化、1～3月期の実質GDP成長率は大幅な下落
  - ユーロ圏では、前期比成長率は▲3.8%（19年10～12月期：0.1%）、前年同期比成長率は▲3.2%（同：1.0%）
    このうち、経済規模の大きい4ヶ国では、
    - ドイツ、フランス、イタリアが、2四半期連続の前期比マイナス成長でリセッション入り
    - スペインも今回、前期比マイナス成長に
  - 欧州連合（EU）は、前期比成長率は▲3.3%（10～12月期：0.2%）、前年同期比成長率は▲2.6%（同：1.3%）
  - 英国は、前期比成長率は▲2.0%（10～12月期：0.0%）、前年同期比成長率は▲1.6%（同：1.1%）

**実質GDP成長率（前期比）**

| | ドイツ | フランス | イタリア | スペイン | ユーロ圏 | EU | 英国 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2019年 4～6月期 | ▲ 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.2 |
| 同 7～9月期 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| 同 10～12月期 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.0 |
| 2020年 1～3月期 | ▲ 2.2 | ▲ 5.8 | ▲ 4.7 | ▲ 5.2 | ▲ 3.8 | ▲ 3.3 | ▲ 2.0 |

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

**消費者物価上昇率（前年同月比）**

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 主要な経済指標
  - ユーロ圏： 各指標が3月に大幅な悪化
    - 20年3月の鉱工業生産指数は、前月比で11.3%の、前年同月比では12.9%の低下
    - 同月の小売売上高は、前月比で11.2%の、前年同月比では9.2%の低下
    - 同月の失業率は7.4%と、前月の7.3%から小幅上昇
  - ドイツ： 各指標が3月に大幅な悪化
    - 20年3月の製造業受注指数は、前月比で15.6%の、前年同月比では16.0%の低下
    - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で9.2%の、前年同月比では11.6%の低下
    - 同月の輸出額は、前月比で11.8%の、前年同月比では11.7%の低下
    - 同月の小売売上高は、前月比で5.6%の、前年同月比では3.1%の低下
    - 同月の失業率は3.5%と、前月の3.4%から小幅上昇
  - 英国： 各指標が3月に大幅な悪化
    - 20年3月の鉱工業生産指数は、前月比で4.2%の、前年同月比では8.2%の低下
    - 同月の小売売上高は、前月比で3.6%の、前年同月比では4.0%の低下
    - 同月の失業率は3.5%と、前月の3.4%から小幅上昇

- 物価動向
  - 新型コロナの感染拡大の影響で、消費者物価上昇率に低下圧力
    - ユーロ圏では、20年4月の消費者物価上昇率（前年同月比）は、前月の0.7%から0.4%に低下
    - ユーロ圏では、同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.0%から0.9%に低下
    - 英国では、20年3月の消費者物価上昇率（前年同月比）は、前月の1.7%から1.5%に低下
    - 英国では、同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.7%から1.6%に低下



- 金融政策
  - 欧州中央銀行（ECB）
    - 20年3月に、緊急債券買い入れプログラムの新設を含め量的緩和策の拡充を決定
    - また、政策金利（中銀預金金利▲0.5%など）は据え置き、財政政策の対応の重要性を強調
    - 20年4月には、第2四半期に新型コロナの影響がさらに拡大するとの認識
    - ECBのスタッフ予想で、20年のユーロ圏のGDPは5～12%縮小すると指摘
  - イングランド銀行（BOE）
    - 20年3月に、2回の緊急利下げで政策金利を0.75%から0.1%に引き下げ
    - 量的緩和策も決定

- 財政政策
  - EUでは20年3月、「財政赤字をGDPの3%以下とする」などの財政規則を一時停止することで合意
  - 各国は機動的な財政出動に注力

- 景気見通し
  - 新型コロナの感染拡大の影響は、20年3月から本格化
  - 感染の程度が甚大であるイタリア、スペイン、フランスなどを中心に、20年4～6月期にさらに経済活動が縮小
  - 今後の景気動向は、感染の収束時期が大きく左右
  - メインシナリオとして、感染は20年4～6月期にピークに達し、その後は収束に向かうと想定
    - この場合も、投資や消費の手控え、貿易の回復の鈍さで、景気回復は緩慢
    - ユーロ圏、EU、英国の20年の実質GDP成長率は、いずれも前年比▲10%～▲12%程度を見込む


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
  - 20年1～3月期の実質GDP成長率は前年比▲6.8%と、19年10～12月期（同6.0%）から大幅に悪化
    - 92年から公表し始めた四半期ベースのGDP統計で初のマイナス、前期比では▲9.8%、年率換算で▲33.8%
    - 前年比成長率に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：▲4.36ポイント、総資本形成：▲1.46ポイント、外需（純輸出）：▲0.98ポイント
  - 1～2月に新型コロナの感染拡大防止のため外出規制や都市封鎖などが行われ、企業や家計が様々な活動を停止した影響が表れた格好
  - 足元の景気は外出規制の緩和や都市封鎖の解除などを受けて緩やかに回復しつつあるが、消費・投資は前年割れが続いたことから、元に戻るにはしばらく時間がかかる見込み

中国の実質GDP成長率（四半期ベース）

（資料）中国国家統計局、Windより作成

中国の実質GDP成長率需要項目別の寄与度

（資料）中国国家統計局、Windより作成



- 個人消費
  - 4月の小売売上総額は名目で前年比▲7.5%と、3月（同▲15.8%）から減少幅が縮小したものの、依然として大きなマイナス
  - 1～4月期のネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は前年比8.6%と比較的底堅く推移したほか（1～3月期同5.9%）、自動車販売台数も前年比4.4%とプラスに転じるなど、消費を下支えしている
  - 一方、飲食業売上高、服類販売額はそれぞれ同▲31.0%、▲18.5%と減少幅が依然として大きく、外出規制や企業活動の停止による雇用環境の悪化などから不要不急の消費を中心に手控えられた様子がうかがえる
  - 先行きは反動増に加え、自動車や家電製品などの販売促進策の効果が期待され、徐々に持ち直す見込み
    - ただし、雇用環境の悪化や一部地域で感染第2波への警戒感に伴う外出規制が緩和できないことから不透明感は極めて高い

中国の小売売上総額の推移（月次）

（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年4月。

中国の自動車販売台数の動向

（資料）中国汽車工業協会、Windより作成、直近は20年4月。





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 固定資産投資
  - 1～4月期の固定資産投資(総資本形成に相当)も前年比▲10.3%と、1～3月期(同▲16.1%)から減少幅が縮小したが、前年割れ状態は継続
    - 投資分野別では、設備投資は同▲18.8%と大幅なマイナスとなる一方、不動産開発投資とインフラ整備向け投資はそれぞれ同▲3.3%、▲8.8%と、1～3月期(同▲7.7%、▲16.4%)からは減少率が縮小するなど、持ち直しもうかがえる
    - 投資主体別では、民間投資と国有企業による投資はいずれも前年割れ状態が続いたが、後者の減少幅は前者より小さく、国有企業による投資が下支え役となっている
  - 先行き、設備投資は増加に転じるにはしばらく時間がかかるが、金融・財政対策の効果を受けてインフラ整備向けの投資が増加に転じるほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られることから、全体として回復ペースが強まる

中国の固定資産投資と内訳の推移

(資料)中国国家統計局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は1～4月期。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移

(資料)中国国家統計局、Windより作成



- 輸出
  - 4月の輸出額(ドルベース)は前年比3.5%と4ヶ月ぶりのプラスに転じた
    - その要因として、19年4月の輸出の増加率が小さかったことの反動や、マスクなどの防疫用品や在宅勤務の増加によりパソコンなどの輸出が大きく増加したことなどが挙げられる
  - しかし、新型肺炎の世界的な広がりを受けて世界経済の急激な減速に伴う押し下げ圧力が強まるほか、米中通商摩擦の激化も懸念材料となることから、今後は輸出の停滞が見込まれる
- 経済見通し
  - 4～6月期の実質GDP成長率は、1～3月期からはマイナス幅が縮小するものの、2四半期連続のマイナス成長が見込まれる
  - 20年後半から21年前半にかけては、経済対策の効果や前年からの反動増で6%を上回る成長へ、20年を通しては前年比2.1%と19年(同6.1%)から大幅な減速、21年は同8.2%を予測

中国の輸出入額の推移

(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は20年4月。

中国の実質GDP成長率見通し

(資料)中国国家統計局、Windより作成、見通しは当社予想。




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 2　世界経済の動向　⑤原油価格

- 原油価格：需要激減で大幅下落
  - 17年1月から協調減産を実施してきたOPECプラスは、新型コロナに感染拡大による需要急減に対する方針を巡るサウジアラビアとロシアの対立により20年3月で一旦終了
  - その後、協調減産の復活を求めるアメリカの関与が奏功、23ヶ国が5～6月にかけて日量970 万バレル（世界生産量の約1 割）を協調減産することで合意したが、価格押上げにはさらなる減産が必要
    - 4月には貯蔵スペースの限界が意識され、原油価格（WTI先物、期近）は初のマイナスへ下落する場面も

- 原油入着価格の見通し
  - 原油需要の急回復は期待できず、原油価格は軟調に推移するとみられることから、国内への入着価格は20年度は40ドル/バレル台前半、21年度は50ドル/バレル前後と予想

（資料）Bloombergより作成

（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省



# 3　国内の経済政策

- 財政政策：追加歳出26兆円規模の補正予算が成立、さらに第2次補正予算案の編成も指示
  - 4月7日に7都府県を対象に緊急事態宣言を発令（16日夜には全国に範囲拡大）した政府は、合わせて事業規模108兆円（後に117兆円に修正）にも上る「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」を取りまとめた
    - 4月末には経済対策を盛り込んだ25兆6,914億円規模の補正予算案が成立
    - 内容は、感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発、雇用の維持と事業の継続、次の段階としての官民を挙げた経済活動の回復、強靭な経済構造の構築、予備費増額
  - 安倍首相は5月14日に第2次補正予算案の編成を指示
    - 中身として、家賃支援、雇用調整助成金の上限引き上げ、地方創生臨時交付金の拡大、企業への資本性資金供給などが取り沙汰されるが、現金一律給付の第2弾は見送られる公算
    - 27日にも取りまとめられる見通しで、予算の規模は10兆円台前半とも報じられる

（資料）財務省　（注）通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 「コロナ後」に向けた動き
  - 新型コロナウイルス感染症対策専門家会議では、感染予防と経済活性化の両立を目指す「新しい生活様式」を提言
  - 経済財政諮問会議も、「当面の危機克服フェーズ」、「感染リスクの低減化と経済活性化両立フェーズ」に沿って、感染症拡大を効果的に抑えつつ、経済活動を段階的に引き上げていく考えを示す
  - 政府は、新型コロナ収束に向けて打てる手立ては惜しみなく使う構えであるが、コロナ後の財政運営には茨の道が待ち受けることになる
    - 今後の補正予算編成や歳入欠陥対策を踏まえると、20年度の財政収支は大幅な赤字になる公算
    - 25年度の基礎的財政収支黒字化はほぼ不可能、着実かつ無理のない健全化戦略の練り直しが必至

（資料）NHKの集計を基に農林中金総合研究所が作成

（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成



# 4 日本経済・物価の見通し

- 総論：2020年度は▲5.0%成長と2年連続のマイナス、21年度は2.7%成長と鈍いリバウンド
  - 足元4～6月期は、新型コロナに伴う経済活動停止の影響が本格的に出ることから、前期比年率▲19.2%と、3四半期連続かつ未曽有のマイナス成長が見込まれる
  - **7～9月期以降は主要国での感染拡大が概ね収束に向かうとの前提の下**、経済が再稼働し始めるほか、これまでの政策効果などによって景気は回復に向かうが、感染再拡大などを防ぐために各種の制限は段階的な解除となる見込みであり、年度内の回復ペースは緩慢と想定
    - 特に、21年1～3月期は感染再拡大の防止のため、経済活動が再び抑制される可能性も
  - その後、21年度にかけて世界全体で持ち直しの動きが継続、さらに延期された東京オリンピック、パラリンピック（五輪パラ）の開催もあり、夏場にかけて成長ペースが一旦加速
    - 五輪パラ後は一旦調整するものの、成長経路に回帰する動き自体は継続
    - ただし、直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準の回復は22年度以降に持ち越し

（資料）内閣府、総務省統計局のデータから作成　（注）平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

（資料）内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 予測表（年度、半期）

| | 単位 | 2018年度（実績） | 2019年度（実績） | 2020年度（予測） | 2021年度（予測） |
|---|---|---|---|---|---|
| 名目GDP | % | 0.1 | 0.7 | ▲ 4.6 | 3.0 |
| 実質GDP | % | 0.3 | ▲ 0.1 | ▲ 5.0 | 2.7 |
| 民間需要 | % | 0.2 | ▲ 0.7 | ▲ 5.9 | 3.1 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.1 | ▲ 0.6 | ▲ 4.5 | 3.2 |
| 民間住宅 | % | ▲ 4.9 | 0.3 | ▲ 10.4 | ▲ 0.7 |
| 民間企業設備 | % | 1.7 | ▲ 0.9 | ▲ 10.3 | 3.3 |
| 民間在庫変動（寄与度） | ポイント | 0.0 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 公的需要 | % | 0.8 | 2.6 | 2.4 | 1.2 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.9 | 2.4 | 2.6 | 1.1 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.6 | 3.3 | 1.0 | 1.5 |
| 輸出 | % | 1.7 | ▲ 2.7 | ▲ 15.5 | 6.9 |
| 輸入 | % | 2.5 | ▲ 1.7 | ▲ 8.8 | 6.0 |
| 国内需要寄与度 | ポイント | 0.4 | 0.1 | ▲ 3.8 | 2.7 |
| 民間需要寄与度 | ポイント | 0.2 | ▲ 0.5 | ▲ 4.4 | 2.4 |
| 公的需要寄与度 | ポイント | 0.2 | 0.6 | 0.6 | 0.3 |
| 海外需要寄与度 | ポイント | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 1.1 | 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | ▲ 0.2 | 0.8 | 0.4 | 0.4 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 2.2 | 0.1 | ▲ 0.8 | 0.7 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 0.8 | 0.6 | ▲ 0.3 | 0.1 |
| *（消費税要因を除く）* | | | *(0.2)* | *(▲ 0.8)* | |
| *（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）* | | | *(0.5)* | *(▲ 0.4)* | |
| 完全失業率 | % | 2.4 | 2.4 | 3.3 | 3.1 |
| 鉱工業生産　（前年比） | % | 0.3 | ▲ 3.6 | ▲ 4.5 | 6.9 |
| 経常収支 | 兆円 | 19.4 | 19.8 | 15.3 | 19.4 |
| 名目GDP比率 | % | 3.5 | 3.6 | 2.9 | 3.6 |
| 為替レート | 円/ドル | 110.9 | 108.7 | 108.5 | 110.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | ▲ 0.05 | ▲ 0.03 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 |
| 新発10年物国債利回り | % | 0.05 | ▲ 0.10 | 0.01 | 0.09 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 72.0 | 68.0 | 43.1 | 50.0 |

（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

（前期比）

| | 単位 | 2019年度 | 2020年度 | | | 2021年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 通期 | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 実質GDP | % | ▲ 0.1 | ▲ 5.0 | ▲ 4.6 | 2.6 | 2.7 | 1.5 | 1.6 |
| 民間需要 | % | ▲ 0.7 | ▲ 5.9 | ▲ 4.8 | 2.3 | 3.1 | 1.8 | 2.0 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲ 0.6 | ▲ 4.5 | ▲ 3.9 | 3.4 | 3.2 | 1.8 | 2.0 |
| 民間住宅 | % | 0.3 | ▲ 10.4 | ▲ 7.7 | ▲ 2.2 | ▲ 0.7 | ▲ 0.0 | 0.1 |
| 民間企業設備 | % | ▲ 0.9 | ▲ 10.3 | ▲ 8.7 | 0.2 | 3.3 | 1.8 | 1.5 |
| 公的需要 | % | 2.6 | 2.4 | 1.2 | 2.1 | 1.2 | 0.6 | 0.1 |
| 政府最終消費支出 | % | 2.4 | 2.6 | 1.6 | 1.9 | 1.1 | 0.6 | 0.2 |
| 公的固定資本形成 | % | 3.3 | 1.0 | ▲ 0.5 | 2.9 | 1.5 | 0.5 | ▲ 0.4 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | ▲ 2.9 | ▲ 8.6 | ▲ 8.9 | ▲ 8.4 | ▲ 8.5 | ▲ 8.3 | ▲ 8.7 |
| 輸出 | % | ▲ 2.7 | ▲ 15.5 | ▲ 16.5 | 10.7 | 6.9 | 4.2 | 2.4 |
| 輸入 | % | ▲ 1.7 | ▲ 8.8 | ▲ 8.6 | 7.3 | 6.0 | 3.7 | 1.8 |
| 内需寄与度（前期比） | % | 0.1 | ▲ 3.8 | ▲ 3.6 | 1.4 | 2.7 | 1.6 | 0.9 |
| 民間需要（　〃　） | % | ▲ 0.5 | ▲ 4.4 | ▲ 3.9 | 1.0 | 2.4 | 1.4 | 0.9 |
| 公的需要（　〃　） | % | 0.6 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | ▲ 0.1 |
| 外需寄与度（　〃　） | % | ▲ 0.2 | ▲ 1.1 | ▲ 1.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.1 |
| デフレーター（前年比） | % | 0.8 | 0.4 | 0.6 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.6 |
| 完全失業率 | % | 2.4 | 3.3 | 3.1 | 3.5 | 3.1 | 3.2 | 3.0 |
| 鉱工業生産(前期比) | % | ▲ 3.6 | ▲ 4.5 | ▲ 3.9 | 3.0 | 6.9 | 4.8 | 1.2 |
| 住宅着工戸数(年率換算) | 万戸 | 89.0 | 73.8 | 77.5 | 70.0 | 77.5 | 75.0 | 80.0 |
| 経常収支 | 兆円 | 19.8 | 15.3 | 7.6 | 7.7 | 19.4 | 9.6 | 9.8 |
| 貿易収支 | 兆円 | 0.8 | ▲ 2.2 | ▲ 1.2 | ▲ 1.0 | 1.7 | 0.5 | 1.2 |
| 外国為替レート | ドル/円 | 108.7 | 108.5 | 108.0 | 109.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 68.0 | 43.1 | 43.8 | 42.5 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |

（前年同期比）

| | 単位 | 2019年度 | 2020年度 | | | 2021年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 通期 | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 名目GDP | % | 0.7 | ▲ 4.6 | ▲ 6.3 | ▲ 3.0 | 3.0 | 3.2 | 2.9 |
| 実質GDP | % | ▲ 0.1 | ▲ 5.0 | ▲ 6.8 | ▲ 3.2 | 2.7 | 3.0 | 2.3 |
| 民間需要 | % | ▲ 0.7 | ▲ 5.9 | ▲ 8.3 | ▲ 3.5 | 3.1 | 3.2 | 3.1 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲ 0.6 | ▲ 4.5 | ▲ 6.8 | ▲ 2.2 | 3.2 | 3.6 | 2.8 |
| 民間住宅 | % | 0.3 | ▲ 10.4 | ▲ 11.5 | ▲ 9.3 | ▲ 0.7 | ▲ 1.7 | 0.3 |
| 民間企業設備 | % | ▲ 0.9 | ▲ 10.3 | ▲ 13.2 | ▲ 7.6 | 3.3 | 3.0 | 3.6 |
| 公的需要 | % | 2.6 | 2.4 | 1.9 | 2.7 | 1.2 | 2.1 | 0.3 |
| 政府最終消費支出 | % | 2.4 | 2.6 | 2.2 | 3.0 | 1.1 | 1.9 | 0.3 |
| 公的固定資本形成 | % | 3.3 | 1.0 | 0.4 | 1.7 | 1.5 | 2.7 | 0.2 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | ▲ 2.9 | ▲ 8.6 | ▲ 8.9 | ▲ 8.4 | ▲ 8.5 | ▲ 8.3 | ▲ 8.7 |
| 輸出 | % | ▲ 2.7 | ▲ 15.5 | ▲ 18.9 | ▲ 12.0 | 6.9 | 9.9 | 4.1 |
| 輸入 | % | ▲ 1.7 | ▲ 8.8 | ▲ 12.7 | ▲ 4.8 | 6.0 | 8.1 | 4.1 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 0.1 | ▲ 0.8 | ▲ 0.7 | ▲ 1.0 | 0.7 | 0.6 | 0.9 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 0.6 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.5 | 0.1 | ▲ 0.1 | 0.3 |
| 完全失業率 | % | 2.4 | 3.3 | 3.1 | 3.5 | 3.1 | 3.2 | 3.0 |
| 鉱工業生産（前年比） | % | ▲ 3.6 | ▲ 4.5 | ▲ 7.7 | ▲ 1.1 | 6.9 | 7.9 | 6.0 |

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。



# 予測表（四半期）

（→予測）

| | 単位 | 2019年 | | | | 2020年 | | | | 2021年 | | | | 2022年 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 |
| 名目GDP | % | 1.1 | 0.6 | 0.4 | ▲ 1.5 | ▲ 0.8 | ▲ 5.3 | 2.3 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 1.9 | ▲ 0.4 | 1.5 |
| 実質GDP | % | 0.6 | 0.5 | 0.0 | ▲ 1.9 | ▲ 0.9 | ▲ 5.2 | 2.1 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 1.6 | ▲ 0.5 | 1.1 |
| （年率換算） | % | 2.6 | 2.1 | 0.0 | ▲ 7.3 | ▲ 3.4 | ▲ 19.2 | 8.5 | 1.7 | 0.8 | 2.4 | 6.5 | ▲ 2.1 | 4.4 |
| 民間需要 | % | 0.1 | 0.6 | 0.1 | ▲ 3.3 | ▲ 0.9 | 1.0 | 1.3 | 0.5 | 0.0 | 1.0 | 1.3 | ▲ 0.1 | 1.3 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.1 | 0.5 | 0.4 | ▲ 2.9 | ▲ 0.7 | ▲ 5.0 | 3.0 | 0.4 | ▲ 0.1 | 0.8 | 2.0 | ▲ 0.6 | 1.3 |
| 民間住宅 | % | 1.5 | ▲ 0.3 | 1.2 | ▲ 2.5 | ▲ 4.5 | ▲ 5.0 | ▲ 1.0 | ▲ 1.0 | ▲ 0.5 | 0.4 | ▲ 0.3 | 0.2 | 0.5 |
| 民間企業設備 | % | ▲ 0.5 | 0.9 | 0.2 | ▲ 4.8 | ▲ 0.5 | ▲ 7.5 | ▲ 2.0 | 2.0 | 0.9 | 1.8 | ▲ 0.5 | 1.0 | 0.9 |
| 民間在庫変動（寄与度） | %pt | 0.1 | 0.0 | ▲ 0.3 | 0.0 | ▲ 0.0 | 0.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | ▲ 0.1 |
| 公的需要 | % | 0.2 | 1.6 | 0.8 | 0.3 | ▲ 0.0 | 0.6 | 1.2 | 0.4 | 0.8 | ▲ 0.2 | 0.7 | ▲ 0.8 | 0.4 |
| 政府最終消費支出 | % | ▲ 0.2 | 1.5 | 0.7 | 0.2 | 0.1 | 1.0 | 1.2 | 0.3 | 0.8 | ▲ 0.3 | 1.0 | ▲ 1.0 | 0.5 |
| 公的固定資本形成 | % | 2.3 | 1.7 | 1.0 | 0.5 | ▲ 0.4 | ▲ 1.0 | 1.5 | 1.0 | 0.8 | 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 |
| 輸出 | % | ▲ 1.8 | 0.2 | ▲ 0.6 | 0.4 | ▲ 6.0 | ▲ 18.0 | 0.5 | 1.0 | 0.3 | 1.5 | 5.0 | ▲ 3.0 | 1.0 |
| 輸入 | % | ▲ 4.5 | 1.8 | 0.7 | ▲ 2.4 | ▲ 4.9 | ▲ 9.0 | 6.0 | 1.0 | 0.5 | 2.0 | 2.9 | ▲ 1.5 | 0.8 |
| 国内需要寄与度 | %pt | 0.1 | 0.8 | 0.3 | ▲ 2.4 | ▲ 0.7 | ▲ 3.7 | 1.6 | 0.5 | 0.2 | 0.7 | 1.3 | ▲ 0.3 | 1.1 |
| 民間需要寄与度 | %pt | 0.1 | 0.4 | 0.1 | ▲ 2.5 | ▲ 0.7 | ▲ 3.9 | 1.3 | 0.4 | 0.0 | 0.7 | 1.1 | ▲ 0.1 | 1.0 |
| 公的需要寄与度 | %pt | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | ▲ 0.0 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.2 | ▲ 0.2 | 0.1 |
| 海外需要寄与度 | %pt | 0.5 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | 0.5 | ▲ 0.2 | ▲ 1.4 | 0.4 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.3 | ▲ 0.2 | 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 1.2 | 0.9 | 0.7 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.8 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 0.9 | 0.6 | ▲ 0.9 | 0.3 | 0.6 | ▲ 0.2 | ▲ 1.2 | ▲ 1.4 | ▲ 0.5 | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 1.2 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 0.8 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 | ▲ 0.6 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.4 |
| *（消費税要因を除く）* | | | | | *(▲ 0.3)* | *(▲ 0.3)* | *(▲ 1.0)* | *(▲ 1.2)* | | | | | | |
| *（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）* | | | | | *(0.3)* | *(0.3)* | *(▲ 0.3)* | *(▲ 0.5)* | *(▲ 0.5)* | *(▲ 0.3)* | | | | |
| 完全失業率 | % | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.8 | 3.3 | 3.5 | 3.5 | 3.3 | 3.1 | 3.0 | 2.9 |
| 鉱工業生産　（前期比） | % | ▲ 2.1 | 0.0 | ▲ 1.1 | ▲ 3.6 | 0.4 | ▲ 6.0 | 4.0 | 1.5 | 1.0 | 4.5 | 1.5 | ▲ 1.0 | 3.0 |
| 経常収支（季節調整値） | 兆円 | 5.0 | 4.9 | 4.7 | 5.3 | 4.9 | 3.6 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 4.4 | 5.2 | 4.8 | 5.0 |
| 名目GDP比率 | % | 3.6 | 3.5 | 3.4 | 3.9 | 3.6 | 2.8 | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 3.3 | 3.8 | 3.5 | 3.6 |
| 為替レート | 円/ドル | 110.2 | 109.9 | 107.3 | 108.7 | 108.9 | 108.0 | 108.0 | 108.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | ▲ 0.05 | ▲ 0.06 | ▲ 0.06 | ▲ 0.03 | ▲ 0.03 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 |
| 新発10年物国債利回り | % | ▲ 0.02 | ▲ 0.08 | ▲ 0.20 | ▲ 0.09 | ▲ 0.04 | ▲ 0.05 | 0.00 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 63.5 | 72.0 | 66.3 | 65.6 | 67.9 | 47.5 | 40.0 | 40.0 | 45.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |

（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 民間消費
  - 消費税率引上げの影響や暖冬などによって民間消費の持ち直しテンポはそもそも鈍かったが、新型コロナの感染拡大に伴う自粛ムードにより、消費活動は大幅に抑制されている
    - 特に、「不要不急」とされた分野の消費が落ち込んだ
  - 消費マインドも大幅に悪化しており、消費性向（家計調査、勤労者世帯）も63.0%と統計開始以来の最低水準
  - 4月の乗用車販売台数は前年比▲30.4%と7ヶ月連続のマイナス
  - 20年春闘は前年を下回った可能性が高いほか、夏季賞与も厳しい結果が見込まれるなど、家計の所得環境は厳しくなっているほか、「新しい生活様式」を心掛けることを前提にすると、コロナ収束後に消費が急回復するのは困難と思われる
  - 民間最終消費支出は、20年度：前年度比▲4.5%（4～6月期：同▲5.0%）、21年度：同3.2%と予測

（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）平均消費性向は3ヶ月移動平均



- 企業設備投資
  - 入手可能な20年度設備投資計画には新型コロナの影響がまだ反映されていない
    - 日銀短観3月調査、全産業＋金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース：前年度比1.3%（19年3月調査では同0.7%）と、年度入り前の調査としては底堅い
  - しかし、損益分岐点を上回るほどの売上の激減に直面、資金繰りが厳しくなった企業では設備投資を見送る動きが強まったとみられる
  - 中長期的に見れば人手不足が継続することから省力化・省人化ニーズは潜在的に高いとみられるが、コロナ後の回復ペースはしばらく緩慢と思われ、当面は弱い動きが想定される
  - 20年度：前年度比▲10.3%（2年連続の減少）、21年度：同3.3%と予測

（資料）経済産業省、内閣府、日本銀行　（注）3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

（資料）内閣府、日本銀行　（注）設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 輸出入動向
  - 年初にかけて世界貿易の持ち直しに伴い、輸出に回復の兆しも見られたが、新型コロナの影響で海外経済が大きく悪化し、輸出は再び減少傾向を強めた
    - 財別の輸出動向をみると、資本財・部品、自動車関連は弱いものの、情報関連の持ち直しは継続
  - 20年度の輸出は、年度上期に新型コロナの影響が出ることから前年度比▲15.5%と大幅減、21年度は同6.9%の増加ながらも、前年度の落ち込みからの戻りは鈍い
  - また、国内需要も落ち込んだことから20年度の輸入は同▲8.8%と2年連続の減少、21年度は6.0%へ回復
  - 20年度の経常収支は15.3兆円（黒字幅は19年度（19.8兆円）から縮小）、21年度は19.4兆円の黒字と予測

（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算



- 雇用情勢
  - 代表的な雇用関連指標は悪化が明確に
    - 有効求人数は前年割れが続いているほか、失業率も緩やかながら高まってきた
    - 労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）も頭打ち気味
  - 家計の所得環境に厳しさも
    - 時間当たり賃金は上昇傾向にあるものの、「働き方改革」推進や足元の景気悪化による労働時間減少によって労働者が受け取る給与総額は必ずしも増加せず
  - 失業率は20年度：3.3%、21年度：3.1%と予測
    - 20年度下期にかけて3%台半ばまで上昇した後、21年度は緩やかに低下（22年1～3月期は2.9%）

（資料）厚生労働省

（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 物価動向
  - 20年3月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比0.7%であったが、消費税要因を除けば同▲0.2%と下落している可能性が高い
    - 消費税率10%への引上げは19年10月～20年9月の物価上昇率を0.9ポイント押し上げる一方、幼児教育無償化は同期間の物価上昇率を0.6ポイント、高等教育無償化は20年度を通じて0.1ポイント、それぞれ押し下げると想定
    - エネルギー、宿泊費、外国パック旅行費などの下落や高等教育無償化の導入により、4月の東京都区部消費者物価は同▲0.1%と3年ぶりの下落
  - 20年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比▲0.3%（消費税要因を除くと同▲0.8%）と4年ぶりの下落、21年度は同0.1%とプラスに浮上するが、日銀が目標とする前年比2%に見通せない状況

（資料）総務省統計局の公表統計より作成

（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



# （参考） リーマン・ショック前後の主要経済指標

- 今回の景気悪化は大恐慌以来と評されるが、同様に比較された「リーマン・ショック」を振り返る
  - 実質成長率はリーマン・ショック前から既にマイナス成長となっていたが、直後の08年10～12月期は前期比年率▲9.4%、1～3月期は同▲17.8%
    - うち、輸出の寄与度はそれぞれ▲9.2ポイント、▲16.2ポイント
  - 18年7～9月期の実質GDP水準を回復したのは5年後（13年7～9月期）
    - この間、猛烈な円高圧力に直面していたほか、東日本大震災による被害も
  - 07年度入り後は9年ぶりの低水準となる4%を下回っていた失業率は、09年7月に5.5%（03年4月と並ぶ過去最悪水準）まで一気に上昇
  - 消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、08年入り後の原油高の影響から、08年7～8月には前年比2.4%まで上昇率を高めたが、09年8月には同▲2.4%まで下落（いずれも15年基準の指数を使用）

（資料）内閣府経済社会総合研究所

（資料）厚生労働省、総務省統計局




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

金融市場

当社のホームページのアドレス　https://www.nochuri.co.jp

2020年6月号　第31巻　第6号･通巻355号

編集･発行（株）農林中金総合研究所　〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11　アグリスクエア新宿
03（6362）7700（代表）
03（6362）7757（調査第二部）
03（3351）1154（ＦＡＸ）

印　刷　所　　（株）謄 栄 社