ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

歴代最長政権が残したもの…… 1

情勢判断

国内経済金融

リバウンド後に足踏みもみられる日本経済
～規制改革に意欲を見せる菅新首相～…… 2

経済見通し

2020～21年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）
～2020年度：▲6.5%成長、21年度：2.7%成長
（ともに据え置き）～ ……14

情勢判断

米国経済金融

財政支援策の剥落で消費の戻りが弱い
～FRBは平均インフレ目標を導入～…18

中国経済金融

緩やかな復調が続く中国経済
～回復ペースが弱まる可能性も～……26

分析レポート

コロナ禍の欧州経済、デフレかインフレか？
～需要の低迷でデフレ圧力が優勢に～ ……30

海外の話題

アナス・ホリビリス (Annus horribillis) …34

2020.10

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

歴代最長政権が残したもの

代表取締役専務　　柳田　茂

9 月 16 日、安倍晋三内閣総理大臣の持病悪化を理由に安倍内閣が総辞職し、日本の憲政史上最長となる連続 7 年 8 カ月に及ぶ長期政権が幕を閉じた。

12 年 12 月 26 日に発足した安倍内閣は、08 年のリーマンショックと 11 年の東日本大震災の痛手からの「日本経済の再生」を公約の第一に掲げ、大胆な金融緩和、機動的な財政出動、民間投資を喚起する成長戦略を 3 本の矢とする「アベノミクス政策」を実行してきた。その政治手法は「官邸主導」と称すべきもので、規制改革推進会議や未来投資会議といった諮問会議を駆使しながら、首相官邸が司令塔となって経済産業・財務・外務・農林水産・国土交通など関係する省庁を束ねて、多岐にわたる政策を「成長戦略」にパッケージ化して推し進めた。

安倍内閣の経済政策の成否については評価が分かれている。大胆な金融緩和によって為替相場を円安に誘導し、輸出企業を中心に企業業績を回復させ、日経平均株価を押し上げたことは成果として指摘できよう。また、世界に分断の動きが広がるなかで国際連携の旗を立て続けて揺るがず、TPP、日欧 EPA、日米貿易協定といった大型の経済連携協定を次々に締結し、輸出とインバウンドの拡大を図ったことも実績と言えるかもしれない。しかし、企業の内部留保は増大したが投資や賃金は期待ほどには伸びず、少子高齢化の加速やデジタル化の遅れにより潜在成長率はほとんど上がらなかった。公約に掲げていた「名目 GDP600 兆円」の目標も、在任期間中に達成することはできなかった。コロナ禍という特殊事情はあるにしても、結果において安倍内閣が行ってきた経済政策が成功したと確信をもって言えないのが実情である。

一方で、「アベノミクス政策」の負の側面は、長期にわたった政策継続の過程で着実に深刻化した。まず指摘すべきは、行き過ぎた金融緩和の弊害と財政の悪化である。超低金利の長期化による金融仲介機能の低下と資産バブルの発生も懸念材料だが、特に問題と考えられるのは、日本銀行による国債の大量買入れが結果として財政ファイナンスとなり日本の財政規律の弛緩を惹起したことである。安倍内閣の 7 年 8 か月の間、税収が増加したのにも関わらず国債発行残高は毎年増加し続け、遂に 1000 兆円を超えてしまった。また、経済の好循環を目指すとして自由化・規制緩和を急ぎ企業収益の増大を優先するトリクルダウン的政策を進めた結果、東京一極集中がさらに進みかつ国民の格差を拡大させたとの批判も根強い。加えて、経済成長を最優先してきたなかで、環境対策とりわけ地球温暖化対策が後回しとなった面も否定できない。

9 月 14 日の自民党総裁選と 16 日の国会首班指名を経て、新たに菅義偉内閣総理大臣が日本の舵取りを担うことになった。菅内閣には、コロナ禍への対応や開会まで 1 年を切った東京五輪の準備といった当面の課題のみならず、前政権が残した構造的な問題の解決に向けた取組みも求められよう。菅首相は安倍政治の継承を公約に掲げて総裁選を勝ち抜いたが、長きにわたった「アベノミクス政策」を公平に検証し、負の側面にもきちんと向き合ったうえで、改めるべきは改めて、国民が安心して暮らせる持続可能な社会の構築に向けた政治を強く期待したい。

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

リバウンド後に足踏みもみられる日本経済

～規制改革に意欲を見せる菅新首相～

南　武志

要旨

5 月下旬までに緊急事態宣言が全面解除されたことを受けて経済活動が再開されたため、国内景気は 5 月には底入れしたとみられる。しかし、内外では新型コロナウイルス感染症が感染再拡大したことが警戒され、持ち直しが一旦足踏みする動きが散見されるなど、先行きの回復が順調であることは期待できそうもない。政府は感染拡大防止と社会経済活動の両立を進めていく方針であるが、需要不足の状態は長期化するとの予想は根強く、余剰設備を抱えた企業の設備投資は調整色を強める可能性がある。

これまで政府はコロナ対策として大規模な財政出動を行ってきたほか、日本銀行とともに企業金融支援を行ってきた。7 月からの国債増発を受けて、長期金利は超長期ゾーンを中心に一旦は上昇したものの、最近は落ち着いた動きとなっている。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2020年		2021年		
			9月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.046	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	-0.0650	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
国債利回り	20年債	(%)	0.390	0.15～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債	(%)	0.010	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債	(%)	-0.120	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	104.6	100～115	100～115	100～115	105～120
	対ユーロ	(円/ユーロ)	123.9	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価		(円)	23,360	23,250±3,000	23,000±3,000	24,000±3,000	24,000±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9月18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。

アベノミクス路線の継承と規制改革を訴える菅新政権

安倍首相が病気療養を理由に辞任する意向を示したことを受けて、9 月 16 日に召集された臨時国会で菅義偉氏が首相に選出された。菅新首相は、自由民主党の総裁選を通じて、これまで内閣官房長官として支えてきたアベノミクス路線を継承するとともに、規制改革に注力する考えを表明してきた。具体的なテーマとして、携帯電話通信料の引下げ、地方銀行などの再編、デジタル庁の創設、「縦割り行政」の打破に代表される行政改革などが取り上げられている。

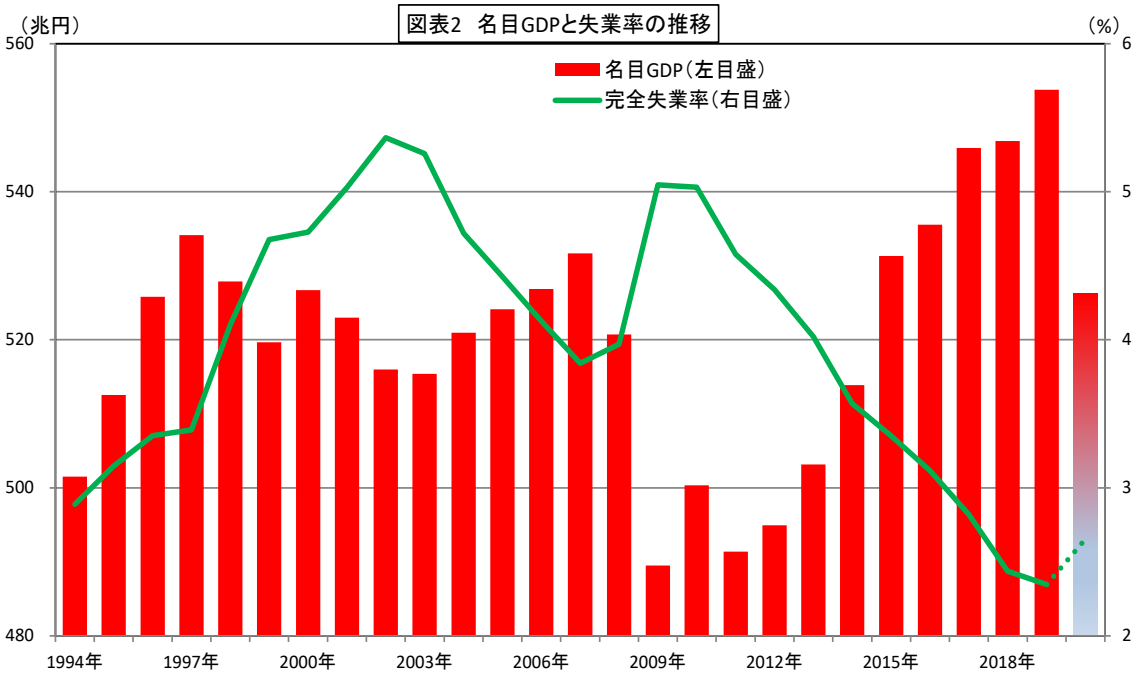
さて、安倍政権では、官製春闘と呼ばれるように、弱体化する労働組合を差し置いて政府が経営側に賃上げ要請を行ったり、はたまた、野党第 1 党だった当時の民進党が主張してきた

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

幼児教育の無償化を選挙公約に採用してみたりと、タカ派的な安全保障・外交政策とは異なり、経済政策には左派的な色合いもみられた。こうした中、菅新首相が主張する「規制改革による生産性向上」に新自由主義的な要素を感じ取る人も少なくないだろうが、今後の動向が注目される。

もちろん、目下の最優先課題はコロナ収束と経済の復興といった、いわゆる「コロナ対策」であることは言うまでもない。「安倍一強体制」と称された前政権と異なり、菅首相の党内基盤は脆弱であり、自民党総裁選は1年後にも実施されるほか、衆議院議員の任期も残り1年である。来年秋以降も政権運営を続けるためには、期待感が高いうちの早期解散・総選挙で連立与党を勝利させるか、もしくは 21 年夏に延期された東京オリンピック・パラリンピックを成功させるなど国民にアピールできるような成果が必要であろう。

図表2　名目GDPと失業率の推移



（資料）内閣府経済社会総合研究所　（注）2020年の値は発表済だけで集計。

アベノミクスの成果と課題

簡単にアベノミクスを振り返ってみたい。アベノミクスとは「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」といった「3 本の矢」を通じて、日本経済を苦しめたデフレから脱却し、持続的な経済成長を促すための政策パッケージである。リーマンショック以降、極度の円高に見舞われ続けていた日本経済は、アベノミクスへの期待感から円安・株高傾向が強まり、12 年 4 月から後退局面に入っていた国

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

内景気も政権発足とほぼ同時に底入れした（その後、18 年 10 月まで景気は拡大）。なお、12 年 11 月には 9,000 円割れだった日経平均株価は 18 年 10 月には一時 24,448 円まで上昇したほか、同じく 1 ドル＝80 円前後だった為替レート（円／ドル）も 15 年 6 月には 1 ドル＝125 円台まで円安が進行する場面もあった。

さて、アベノミクスの最大の成果として、名目 GDP や雇用の拡大が挙げられる。19 年 7～9 月期に過去最大となった名目 GDP はアベノミクス開始から 65 兆円増加、その影響を受けて雇用者数は 560 万人増加、4%台だった失業率は一時 2%台前半まで低下するなど、労働市場は大きく好転した。女性、高齢者の労働参加も進むなど、高齢化進行とともに低下傾向にあった労働参加率は上昇に転じた。一方、その多くは非正規雇用であるほか、「同一労働同一賃金」は未達成である。就職氷河期世代への支援もまだ始まったばかりである。

また、円安転換に加え、法人税減税などを享受した法人企業部門は増益に沸いたが、「企業から家計へ」の所得還流はさほど強まらず、賃金のベースアップは復活したものの、アベノミクス期間を通じて消費は盛り上がりに欠けた展開であった。財政健全化を重視する立場からは、17 年間封印された消費税率の引上げを 2 度も実施したことを「成果」と呼ぶかもしれないが、「企業から家計へ」といった所得還流が鈍い状況下では家計消費に重く圧し掛かった。アベノミクスの最初の 1 年間の民間消費は年率 3.6%で増加したが、税率 8%（14 年 4 月～19 年 9 月）の期間中は同 0.7%の増加にとどまった。

「国難」と称した少子化も歯止めがかかっていない。また、観光立国化や地方創生事業など地域経済の活性化にも着手したが、インバウンド需要に大きく依存した産業構造が今回のようなコロナ禍ではむしろ弱点となるなど、結果的にうまくいったのかは不明である。このように菅内閣には多くの課題が引き継がれたといえる。

国内景気は緩慢ながらも回復継続

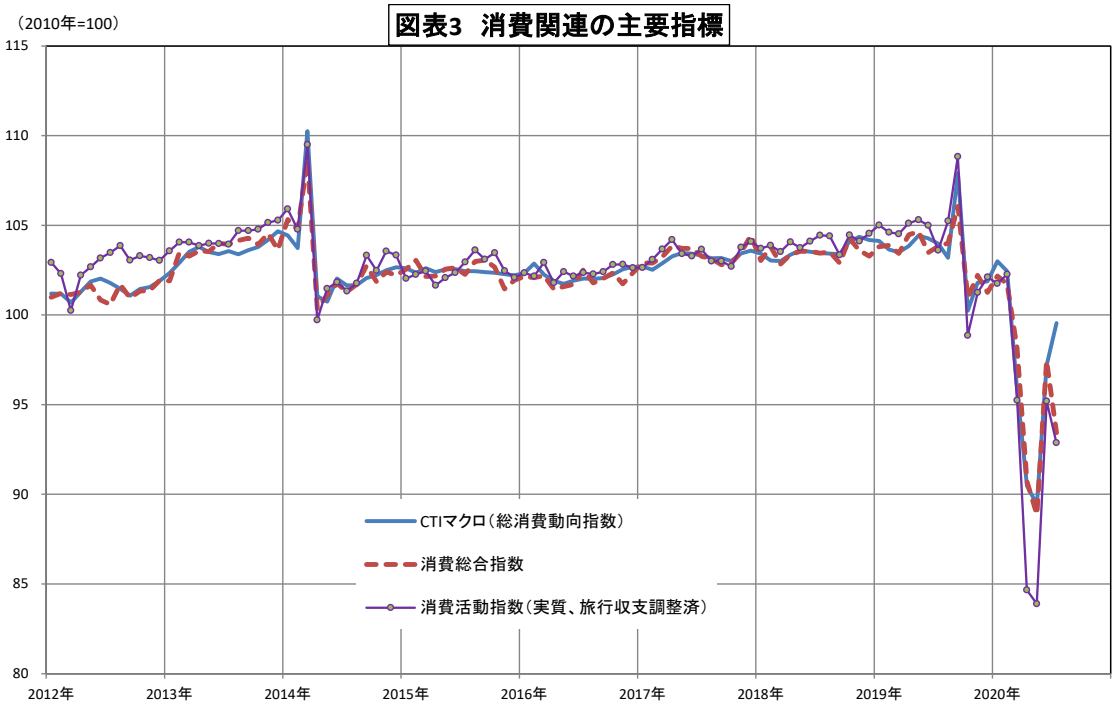
一方、緊急事態宣言の解除によって、人為的に止められた経済活動が再開されたことから、国内景気は 5 月に底入れし、その後も持ち直しが続いている。ただし、夏場にかけてその勢いが弱まるなど、順調とは言い難い。以下では、主要な月次経済指標を確認したい。

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

まず、8 月の貿易統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は前月比 6.5%と 3 ヶ月連続の上昇となった。新型コロナの感染拡大が一足早く収束に向かい、景気回復が始まった中国に加え、欧米主要国でも景気の持ち直しが進んでいる影響が出ている。経済開発協力機構（OECD）による最新の世界経済見通しでは、20 年の世界全体の経済成長率は▲4.5%であるが、前回 6 月の見通しから上方修正された。移動制限などの緩和・解除後の経済活動の回復が当初の想定を上回ったことが反映されたとみられ、日本からの輸出もそれに整合的な動きといえる。一方で、実質輸入指数は同▲2.0%と 4 ヶ月連続の低下と冴えない展開であり、国内需要の鈍さが影響しているようだ。

また、7 月の鉱工業生産は同 8.7%と、自動車生産が急回復したことが牽引役となり、4 月の生産水準を上回った。ただし、上方バイアスを補正した 8 月分の製造工業予測指数によれば、最頻値は前月比▲1.7%（90%の確率で▲2.6%～▲0.7%）と試算されるなど、持ち直しは決して順調とはいえないようだ。

図表3 消費関連の主要指標



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

足元で消費持ち直しに足踏み

こうした「足踏み」は消費関連指標にも散見される。キャッシュレス・ポイント還元事業終了に伴う駆け込み需要の反動といった側面に加え、豪雨・洪水など天候要因によって、7 月の 2 人以上世帯・実質消費支出（除く住居等、『家計調査』）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

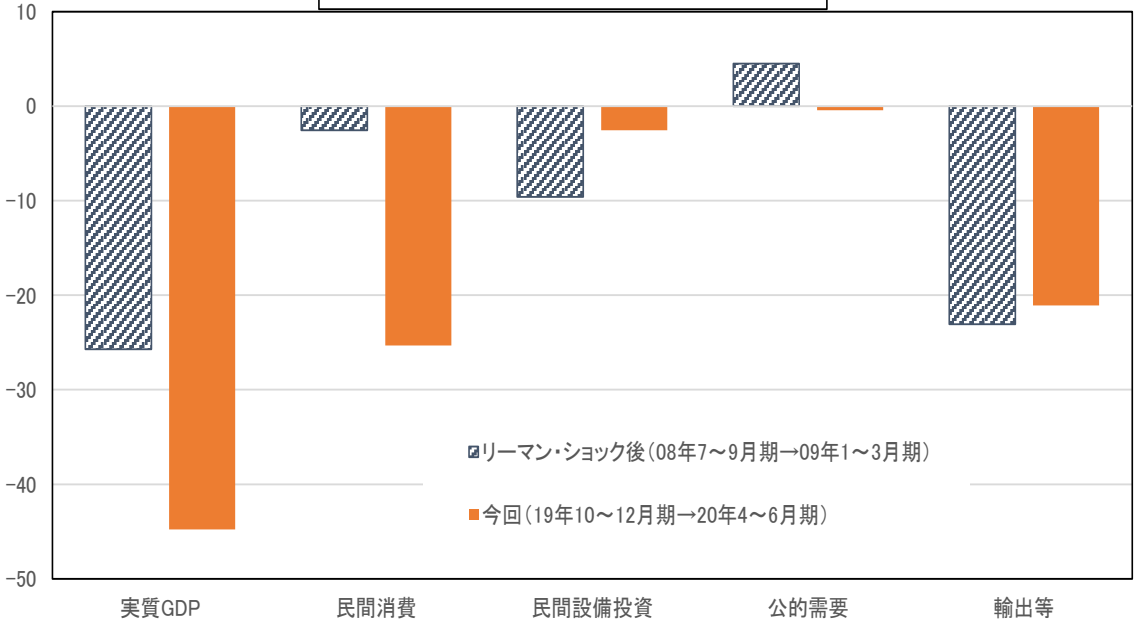
前月比▲5.2%と 3 ヶ月ぶりの減少となった。商業動態統計・小売業販売額指数も同じく 3 ヶ月ぶりの低下、GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）も同▲4.1%と再び低下に転じた。8 月にかけても全国的に新型コロナが感染再拡大したことで、外食や旅行などの需要は低調だったと報じられるなど、リバウンド後の消費は一進一退で推移しているようにみられる。

4～6 月期の経済成長率は年率▲28.1%へ下方修正

GDP 第 2 次速報（2 次 QE）は、4～6 月期の法人企業統計季報の設備投資額（ソフトウェアを含む、金融・保険業を除く）が前期比▲6.3%と大きく減少したこと等が反映された結果、経済成長率は同年率▲28.1%へ下方修正された。民間在庫の積み上がりによって修正幅は限定的だったが、将来的には成長率の抑制要因になりかねない。

（兆円、11年連鎖価格表示）

図表4 リーマンショックと今回コロナ禍との比較



（資料）内閣府経済社会総合研究所 （注）ショック発生前からの変化幅。

経済見通し：7～9 月期には一旦リバウンドするも、その後は頭打ち気味で推移

なお、今回のコロナ禍の GDP への影響としては、外出制限および自粛要請に伴う経済活動の停止の影響によって民間消費と輸出が大きく減少したことが特徴である。リーマンショック直後の 2 四半期との比較では、輸出等の落ち込みはほぼ同程度だが、民間消費の落ち込みは 10 倍となっている（いずれも 2 四半期分）。一方、設備投資の落ち込みはこれまでのところ比較的軽微（リーマンショックの 4 分の 1 程度）といえるが、感染再拡大リスクや「新しい日常」に向けた試行錯誤が続く中、

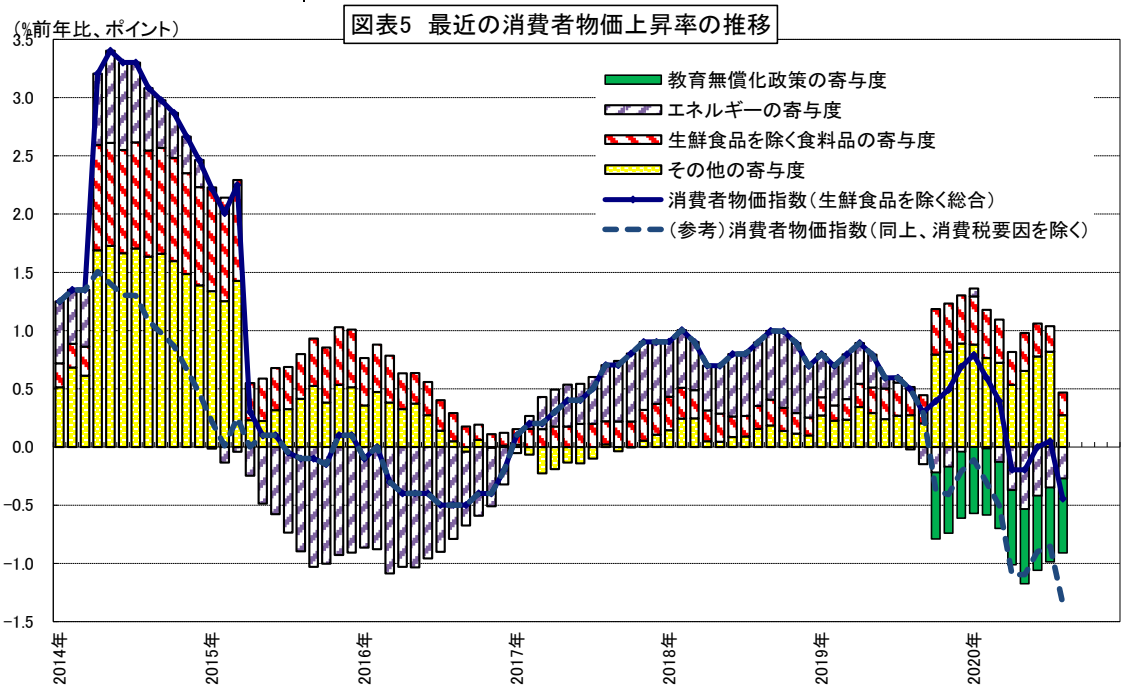
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

需要不足状態が長期化するとの予想が定着するにつれて、調整圧力が次第に強まると思われる。

さて、繰り返しになるが、緊急事態宣言の解除に伴って5月下旬以降は経済活動が再開しており、7～9月期は前期比15.4%と大きくリバウンドが見込まれる（この通りであれば、半世紀ぶり（1969年10～12月期（同16.5%）以来）の高成長になる。とはいえ、コロナ禍で落ち込んだ分の4割程度（44.8兆円の落ち込みに対して17.6兆円の回復）を取り戻すに過ぎず、水準はなお低いと言わざるをえない。

20年度下期についても、日本を含む主要国で新型コロナの感染が燻り続けるのであれば、経済活動の持ち直しペースはなかなか上がらず、低調に推移すると予想する。その結果、20年度は▲6.5%成長と6年ぶりかつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21年度にかけては世界全体で持ち直しが緩慢ながらも継続、来夏に予定される東京五輪パラの開催を控え、年度上期は成長率がやや高まる可能性もあるが、先行き不透明感が高い状況に変わりはないだろう（詳細は後掲レポート「2020～21年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照）。

図表5　最近の消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：20年度下期は下落継続

8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▲0.4%と3ヶ月ぶりの下落となった。下落に転じた要因としては、新型コロナによって旅行需要

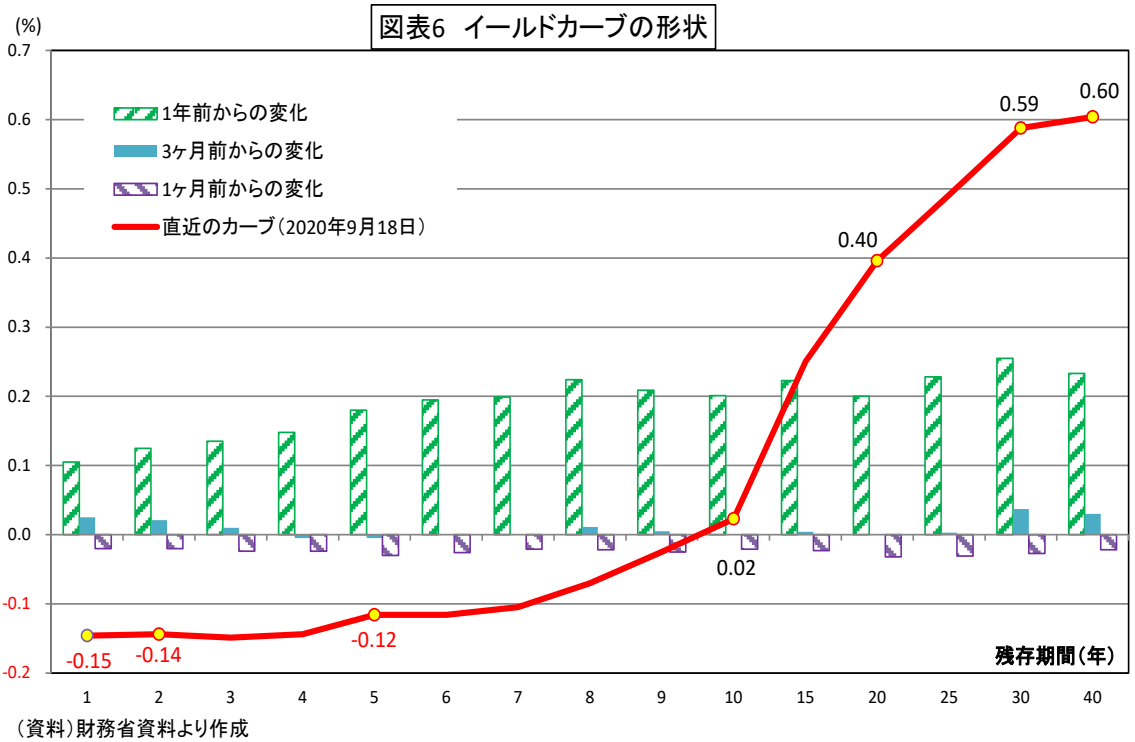
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

が全般的に減退している状況の下、GoTo トラベルキャンペーンが 7 月下旬に開始（東京発着は除外）されたことで、宿泊料が前年比▲32.0％と大幅に下落、物価変動率に対して▲0.42 ポイントの押下げ効果となったことが挙げられる。

今回のコロナ禍において、民間消費はサービス部門を中心に大きく減少し、対人接客を伴うような業種では大打撃を受けている。しかし、値下げをしても集客できるような状況ではなかったことから、これまでは物価に需要減退の影響があまり出てこなかったが、政策効果とはいえ、物価押下げ効果が先行き顕在化してくる可能性が示唆されたといえるだろう。足元では外食が値上げされているが、GoTo イートキャンペーンの開始によって、同様の物価押下げ効果が出る可能性がある。

なお、10 月には消費税率引上げ（物価上昇率に対する寄与度：+0.9 ポイント）と幼児教育無償化政策（同▲0.6 ポイント）の影響が一巡するため、消費者物価の変動率は▲0.3 ポイントほど縮小するとみられる。また、年度下期にかけて家計の所得環境は厳しさを増し、消費回復は抑制されると思われる。さらに、ワクチン・治療薬が早期に開発された場合、生き残りに向けた値下げ競争が激化することもありうる。20 年度下期にかけても物価下落が継続するだろう。

図表6　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

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

金融政策：引き続き金融市場の安定と企業の資金繰り支援策に注力

アベノミクスにおいて大胆な金融緩和策はその中心に位置づけられていたが、コロナ禍で大量の国債発行を余儀なくされていることもあり、スガノミクスの下でも金融政策は同様の役割を期待されるものと思われる。

振り返ると、13年4月に就任した黒田日銀総裁は、大量の国債買入れを推進したほか、ETF、J-REIT などのリスク性資産も積極的に買い入れた。16年2月からはマイナス金利政策を導入、同年9月には長期金利の操作目標を付加してイールドカーブ・コントロール政策（長短金利操作）に衣替えするなど断続的に政策の枠組みを変えていった。そうした一連の動きは、家計や企業の期待インフレ率を押し上げることが安定的な物価目標の達成に不可欠であるとの認識からきている。しかし、残念なことにアベノミクス下での物価上昇率は平均0.7%と、2%には遠く及ばず、金融政策の正常化に向けて動くことはなかった。

さて、今回のコロナ禍に対して、日本銀行は金融市場の安定化に加え、企業金融支援に万全を期するなど、手厚い対策を打ってきた。前倒しでの開催となった3月の金融政策決定会合以降、総枠110兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の創設と上限20 兆円まで引き上げたCP・社債等の買入れによる資金繰り支援、国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、さらにはETF、J-REITについても、当面、それぞれ年間約 12 兆円、同約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う方針を示すなど、強力な金融緩和を決定してきた。

上述の通り、消費者物価の上昇圧力は乏しく、これまで重視してきた「物価のモメンタム」も一旦損なわれたとの認識を 4月には示しているものの、目下の最優先課題は企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、企業金融支援に注力することであることから、物価安定目標の達成に向けて新たな政策発動を決定することは当面ないとの見方に変更はない。

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大荒れとなったが、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、同下旬以降の市場は落ち着きを取り戻した。なお、この数ヶ月は景気回復やワクチン・治療薬の開発などへの期待感と感染再拡大

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

や米中摩擦の激化などへの警戒感が交錯し、株価は一進一退の展開が続いている。一方、長期金利はゼロ％に向かって低下し、為替レートは対ドル、対ユーロともに円高気味の展開であった。

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

10 年ゾーンはゼロ％近傍での推移

債券市場は、2 月下旬から 3 月中旬にかけてコロナ禍の影響を巡って金利が乱高下するなど、パニック的な動きも散見されたが、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。また、日銀は 4 月の金融政策決定会合において、長期国債の買入れペースについての上限を撤廃し、「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としたが、最近の日銀保有国債の年間増加ペースは 16 兆円程度と、僅かに拡大した。

現行の金融緩和策継続により長期金利は引き続き低位で推移

一方、7 月から政府の新型コロナ対策に伴って国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約 100 兆円）が始まっており、一旦、超長期ゾーンには上昇圧力がかかった。しかし、日米の現行緩和策の継続予想が浸透したことで、9 月に入ると長期金利は低下傾向をたどり、イールドカーブ全体も下方シフトしている。

先行きについては、上述したような日銀の国債買入れ方針により、10 年ゾーンの金利についてはゼロ％近傍で推移するような操作がされ、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると思われる。一方、ワクチン・治療薬の開発に進展がみられる、もしくは内外経済の回復期待が高まるような局面では超長期ゾーンに再び金利上昇圧力がかかる可能性もあるだろう。

② 株式市場

一進一退の展開

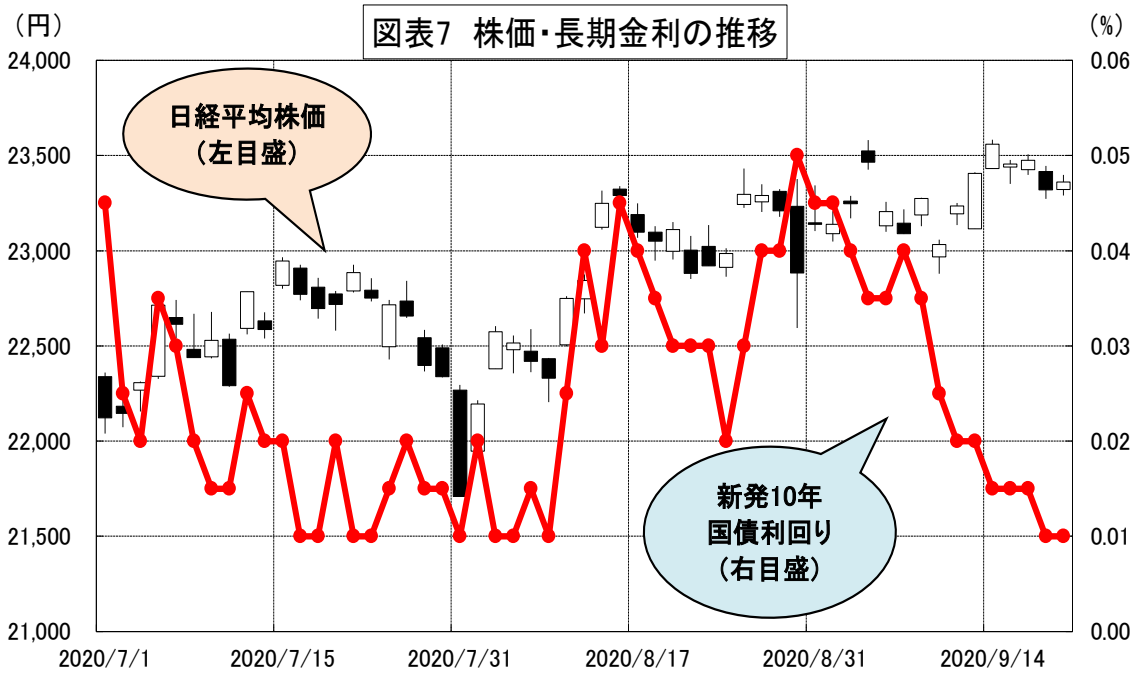
新型コロナの世界的な感染拡大から、3 月中旬には一時 16,000 円台まで下落した日経平均株価であったが、3 月下旬以降、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことなどが好感され、株価は持ち直しに転じた。5 月には内外で経済活動が再開され、景気回復への期待が強まったことから、6 月に入り 23,000 円台まで回復し

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

た。しかしながら、世界各地で感染再拡大が散見されるなど、景気のＶ字回復は困難との見方も根強く、上値の重い展開が続いている。

大量の過剰流動性が発生しており、株式市場には消去法的に資金が流入しやすい状況であるほか、最大で年間約 12 兆円増のペースまで拡大可能な日銀による ETF 買入れに対する安心感があるものの、ワクチンや特効薬が開発されない限り、経済・企業活動がコロナ前の水準に向けて回復していく姿は描けないことから、株価が本格的な上昇局面入りするのはしばらく難しいと思われる

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

緩やかな円高基調

③ 外国為替市場

新型コロナの世界的な感染拡大によって、3 月 9 日には一時 1 ドル＝101 円台まで円高が進む場面もあったが、世界的な株価暴落により「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。3 月下旬以降は主要国の財政支援や金融緩和措置が出揃ったこともあり、相場は落ち着きを取り戻し、4 月中旬から 5 月下旬にかけては 107 円前後での方向感の乏しい展開が続いた。6 月上旬には米国経済のＶ字回復期待からドル高が進む場面もあったが、その後は 107 円前後で推移した。直近は米国での新型コロナ感染再拡大への警戒や米中関係の悪化、さらに

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

はドル過剰感も浮上しており、緩やかな円高基調となっている。加えて、米連邦準備制度（Fed）が政策運営の枠組みを変更し、少なくとも今後３年は利上げを行わないとも思惑が強まったこともドル安につながったとみられる。

とはいえ、経済・物価の低迷に見舞われている日銀もまた、金融緩和を引き締め方向に修正する可能性は乏しく、日米の金融政策の方向性に違いがあるわけでもないだろう。経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いことから、金融政策を材料にして円高が一段と進行するとは思われない。ただし、新型コロナの感染状況や米中摩擦の行方次第では再び円高圧力が高まる可能性も想定しておくべきであろう。

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。

ユーロは方向感の乏しい展開を予想

対ユーロレートについては、5 月には欧州各国でも都市封鎖など新型コロナの感染拡大抑制のための制限が段階的に解除、経済活動の再稼働が始まり、徐々にユーロ高が進行、6 月上旬には一時 1 ユーロ＝124 円台となった。6 月中下旬にかけては感染再拡大への懸念が高まり、ユーロ高が一旦修正される場面もあったが、8 月上旬にかけてドル過剰感への警戒や新型コロナ復興基金の創設合意などが好感され、ユーロ高の展開が続いた。しかし、ユーロ高に対する警戒が強まったことから、その後はもみ合いの展開となっている。

先行きについては、相対的にユーロ圏の景気落ち込みが激し

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

いこともあり、先行き、ユーロ高が一段と進行する可能性は薄いと思われ、方向感の乏しい展開が続くと予想する。

（20.9.22 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

農林中金総合研究所

2020～21年度改訂経済見通し
（2次QE後の改訂）

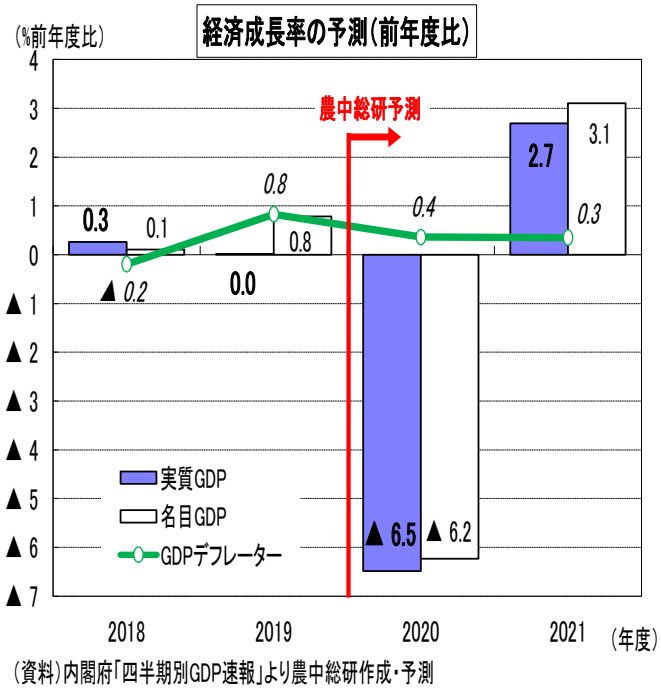
～2020年度：▲6.5%成長、21年度：2.7%成長（ともに据え置き※）～

（※ いずれも8月時点との比較）

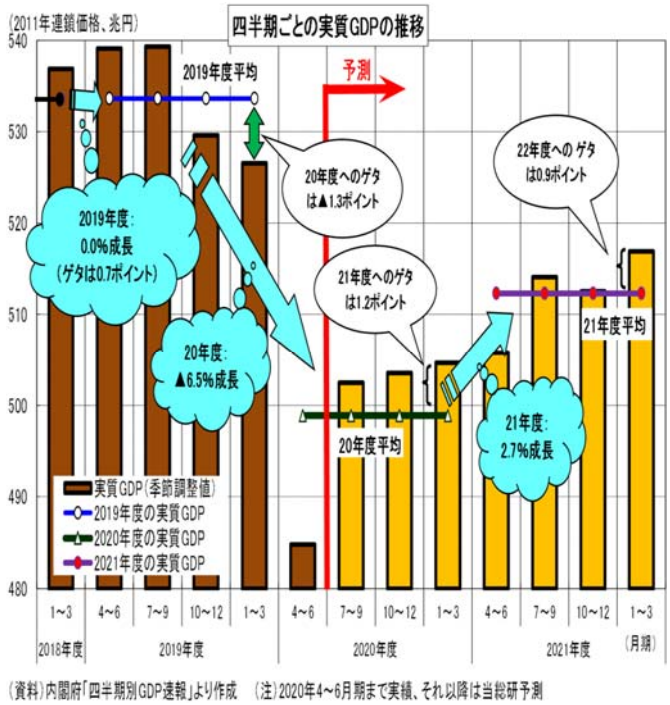
2020年9月8日

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
03-6362-7758（調査第二部 南）

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。



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

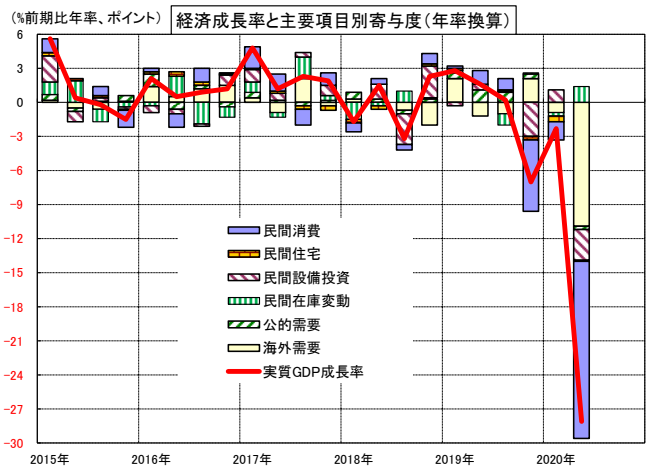


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成 （注）2020年4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

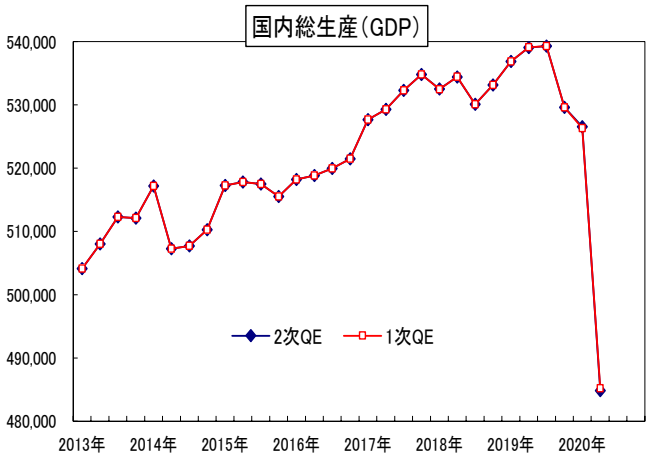
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1　GDP第2次速報（2次QE）の内容

- 2020年4～6月期のGDPは下方修正、3四半期連続のマイナス成長
  - 4～6月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEでは、実質GDP成長率は前期比年率▲28.1%（1次QE：同▲27.8%）へマイナス幅が若干拡大
    - 民間消費と輸出の減少が大幅マイナスの主因である状況は変わらず
  - 民間企業設備投資、公的需要は下方修正されたものの、民間消費、民間在庫変動の上方修正によって、GDP全体では小幅の下方修正にとどまった
    - このうち、民間企業設備投資は前期比▲4.7%と1次QE（同▲1.5%）から大きく下方修正
  - 名目GDPも前期比年率▲27.2%（1次QE：同▲26.4%）へ下方修正
  - GDPデフレーターも前年比1.3%（1次QE：同1.5%）へ下方修正



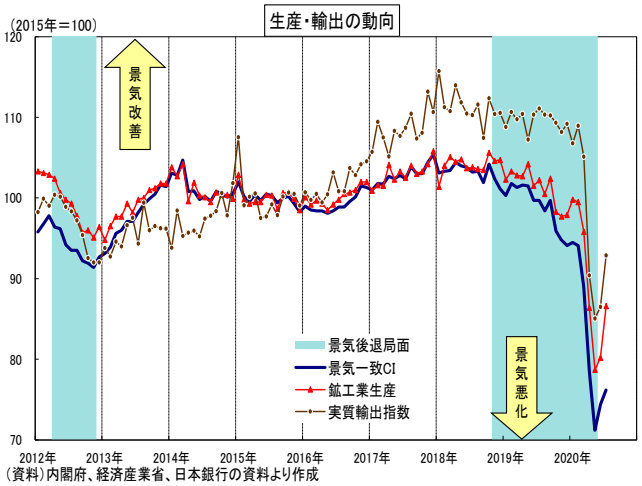
（資料）内閣府経済社会総合研究所



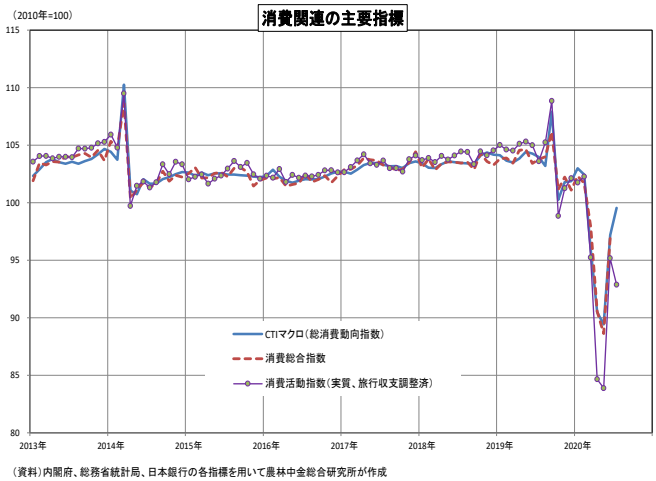
（資料）内閣府　（注）単位は10億円（2011年連鎖価格）

2　前回見通し発表後の経済指標の動き

- 経済活動の再開により、一定のリバウンドが見られたが、水準自体は低調
  - 4～5月にかけて欧米諸国で外出規制などが解除されたほか、国内でも5月下旬までに緊急事態宣言が解除されたことで経済活動が再開され、生産・輸出・消費などの主要指標で底入れが見られた
    - ただし、戻りは限定的であるほか、持ち直しが一服する指標も
    - 7月以降、新型コロナの感染再拡大が見られたことから、景況感の改善が一服
  - 7月の景気動向指数のCI先行・一致指数はともに2ヶ月連続で上昇したものの、一致指数に基づく基調判断は「悪化」で据え置き（12ヶ月連続）
  - 経済活動の再開で休業者の職場復帰などもみられるが、7月の有効求人倍率は1.08倍、失業率は2.9%と、改善には向かっておらず、労働需要に低調さ
  - 7月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は前年比0.0%、8月の東京都区部（同）は4ヶ月ぶりの下落



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

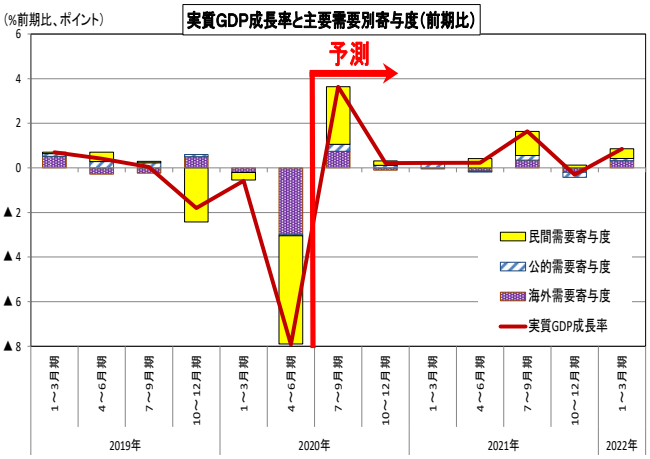


（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行の各指標を用いて農林中金総合研究所が作成

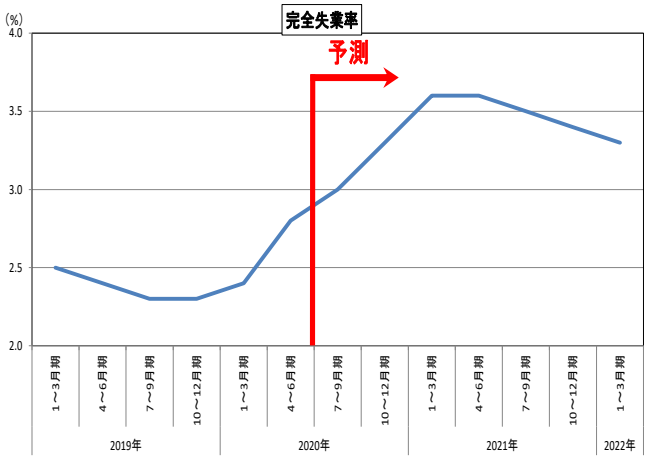
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3　日本経済・物価の見通し

- 経済見通し　～2020年度は▲6.5%成長、21年度は2.7%成長（いずれも前回から据え置き）と予測～
  - 8月の見通しと同様、日本を含む主要国で新型コロナの感染は燻り続けることを前提としており、当分の間、景気の持ち直しには限度があり、回復ペースは緩慢なものにならざるを得ない
  - 足元の20年7～9月期は、内外の経済活動の再開に伴い、4四半期ぶりのプラス成長と予想するが、7月中旬以降の感染再拡大によって自粛ムードが強く残っており、リバウンドとしては鈍いものとなるだろう（前期比年率で15.4%成長）
  - 20年度下期にかけては、ウィズ・コロナの「新しい日常」への試行錯誤が続くなか、感染再拡大への警戒が残ることから、回復感の乏しい状況が続くだろう
  - 21年度上期には、世界経済全般の持ち直し、さらには東京五輪・パラリンピックの開催などで持ち直しペースが加速する動きも予想されるが、総じて低調さは継続



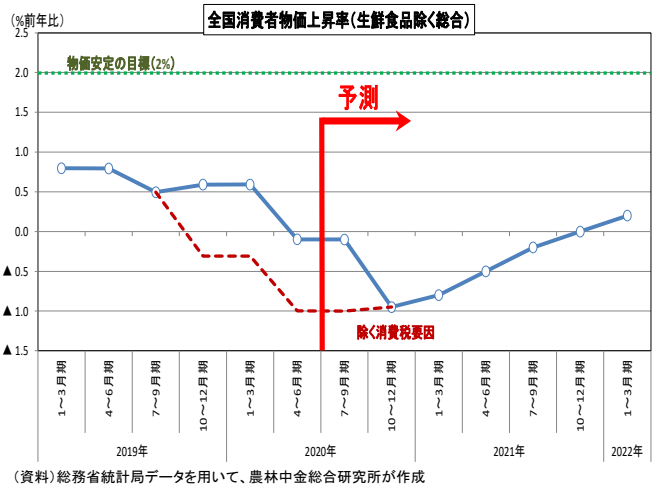
（資料）内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成



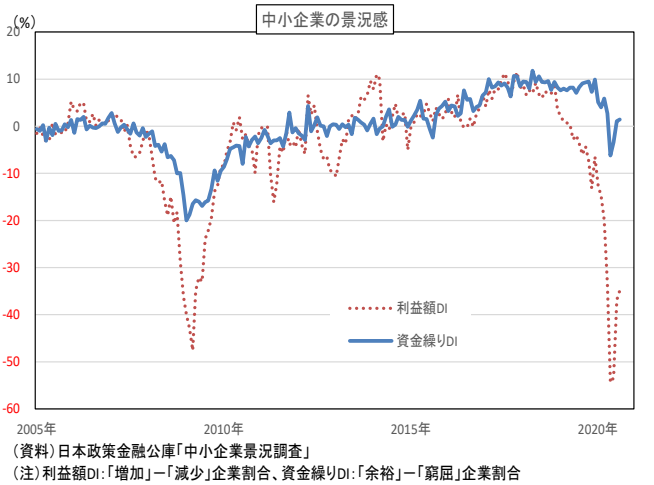
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

- 物価見通し　～2020年度：前年度比▲0.5%（消費税要因を除くと同▲0.9%）、21年度：同▲0.1%と予測～
  - 先行き、エネルギーの下落圧力が緩和する一方で、雇用情勢や家計の所得環境が一層厳しくなることから、消費の低調さはしばらく続くとみられ、物価の軟調さが定着

- 金融政策、長期金利　～日本銀行は引き続き企業金融支援に万全を期す方針～
  - コロナ禍に対して日銀は3月以降、立て続けに緩和措置を講じてきた
    - 総枠130兆円規模の「新型コロナ対応資金繰り特別プログラム」の導入、円貨および外貨の潤沢かつ弾力的な供給、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れ（当面、年間約12兆円、同約1,800億円ペースを上限）
  - 7月以降、国債の増発が始まったが、日銀は「10年ゼロ%」という長期金利操作目標の達成のために必要な国債買入れを行う方針であり、金利水準の高騰は回避される見込み



（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



（資料）日本政策金融公庫「中小企業景況調査」
（注）利益額DI：「増加」－「減少」企業割合、資金繰りDI：「余裕」－「窮屈」企業割合

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	0.8	▲ 6.2	3.1
実質GDP	%	0.3	0.0	▲ 6.5	2.7
民間需要	%	0.2	▲ 0.5	▲ 5.8	2.9
民間最終消費支出	%	0.1	▲ 0.6	▲ 5.8	4.1
民間住宅	%	▲ 4.9	0.5	▲ 4.8	0.5
民間企業設備	%	1.8	▲ 0.3	▲ 7.1	0.1
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.0	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1
公的需要	%	0.8	2.5	1.4	1.1
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	1.4	1.2
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	1.5	0.5
輸出	%	1.7	▲ 2.6	▲ 17.4	7.3
輸入	%	2.6	▲ 1.5	▲ 2.9	4.9
国内需要寄与度	ポイント	0.4	0.2	▲ 4.0	2.5
民間需要寄与度	ポイント	0.2	▲ 0.4	▲ 4.3	2.3
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.6	0.4	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 2.4	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.2	0.8	0.4	0.3
国内企業物価　（前年比）	%	2.2	0.1	▲ 1.3	0.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.6	▲ 0.5	▲ 0.1
（消費税要因を除く）			*(0.2)*	*(▲ 0.9)*	
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）			*(0.5)*	*(▲ 0.5)*	
完全失業率	%	2.4	2.4	3.2	3.5
鉱工業生産　（前年比）	%	0.3	▲ 3.6	▲ 14.6	4.1
経常収支	兆円	19.4	19.7	11.0	16.9
名目GDP比率	%	3.5	3.6	2.1	3.2
為替レート	円/ドル	110.9	108.7	106.0	109.5
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	0.03	0.09
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.9	38.4	46.3

（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	%	0.0	▲ 6.5	▲ 6.5	4.0	2.7	1.2	1.8
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 5.8	▲ 5.1	3.7	2.9	1.3	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	▲ 5.8	▲ 6.0	6.1	4.1	1.9	2.0
民間住宅	%	0.5	▲ 4.8	▲ 3.0	▲ 0.6	0.5	0.2	0.8
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 7.1	▲ 4.5	▲ 2.3	0.1	0.3	1.7
公的需要	%	2.5	1.4	0.3	1.9	1.1	0.5	0.1
政府最終消費支出	%	2.3	1.4	0.2	2.2	1.2	0.6	0.2
公的固定資本形成	%	3.3	1.5	0.7	0.4	0.5	0.3	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 2.9	▲ 16.0	▲ 16.6	▲ 15.4	▲ 15.0	▲ 15.3	▲ 14.6
輸出	%	▲ 2.6	▲ 17.4	▲ 18.0	7.7	7.3	4.6	4.2
輸入	%	▲ 1.5	▲ 2.9	▲ 1.9	2.8	4.9	3.7	1.8
内需寄与度　（前期比）	%	0.2	▲ 4.0	▲ 4.1	1.9	2.5	1.2	0.8
民間需要　（　〃　）	%	▲ 0.4	▲ 4.3	▲ 4.2	1.5	2.3	1.0	0.9
公的需要　（　〃　）	%	0.6	0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.1
外需寄与度　（　〃　）	%	▲ 0.2	▲ 2.4	▲ 2.7	0.2	0.2	0.0	0.1
デフレーター　（前年比）	%	0.8	0.4	1.1	▲ 0.3	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	2.4	3.2	2.9	3.5	3.5	3.6	3.4
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 3.6	▲ 14.6	▲ 14.4	3.7	4.1	1.5	1.5
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.0	76.2	79.9	72.5	77.5	75.0	80.0
経常収支	兆円	19.7	11.0	4.7	6.3	16.9	8.6	8.3
貿易収支	兆円	0.8	▲ 3.3	▲ 2.3	▲ 1.0	1.7	0.5	1.2
外国為替レート	ドル/円	108.7	106.0	107.1	105.0	109.5	109.0	110.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	38.4	34.3	42.5	46.3	45.0	47.5

（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	%	0.8	▲ 6.2	▲ 7.5	▲ 4.9	3.1	3.7	2.6
実質GDP	%	0.0	▲ 6.5	▲ 8.4	▲ 4.5	2.7	3.3	2.1
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 5.8	▲ 8.4	▲ 3.2	2.9	3.4	2.5
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	▲ 5.8	▲ 8.8	▲ 2.7	4.1	5.4	2.8
民間住宅	%	0.5	▲ 4.8	▲ 6.5	▲ 3.1	0.5	0.1	0.9
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 7.1	▲ 8.1	▲ 6.1	0.1	▲ 1.5	1.8
公的需要	%	2.5	1.4	1.1	1.6	1.1	1.8	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.4	0.9	1.6	1.2	2.1	0.3
公的固定資本形成	%	3.3	1.5	1.6	1.4	0.5	1.0	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 2.9	▲ 16.0	▲ 16.6	▲ 15.4	▲ 15.0	▲ 15.3	▲ 14.6
輸出	%	▲ 2.6	▲ 17.4	▲ 20.2	▲ 14.7	7.3	8.8	5.9
輸入	%	▲ 1.5	▲ 2.9	▲ 5.9	0.1	4.9	5.8	4.1
国内企業物価　（前年比）	%	0.1	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 1.3	0.4	▲ 0.1	0.9
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.6	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1
完全失業率	%	2.4	3.2	2.9	3.5	3.5	3.6	3.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 3.6	▲ 14.6	▲ 17.8	▲ 11.2	4.1	5.2	3.0

(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	%	1.2	0.5	0.4	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 7.6	3.7	▲ 0.7	0.4	1.3	1.6	▲ 1.1	1.1
（年率換算）	%	5.0	1.9	1.7	▲ 5.7	▲ 1.8	▲ 27.2	15.6	▲ 2.8	1.5	5.4	6.5	▲ 4.3	4.5
実質GDP	%	0.7	0.4	0.0	▲ 1.8	▲ 0.6	▲ 7.9	3.6	0.2	0.2	0.2	1.6	▲ 0.3	0.9
（年率換算）	%	2.8	1.6	0.2	▲ 7.0	▲ 2.3	▲ 28.1	15.4	0.8	0.9	0.9	6.7	▲ 1.2	3.5
民間需要	%	0.1	0.6	0.1	▲ 3.2	▲ 0.5	▲ 6.5	1.3	0.3	0.1	1.0	1.3	0.2	0.6
民間最終消費支出	%	0.1	0.5	0.4	▲ 2.9	▲ 0.7	▲ 7.9	5.0	0.8	0.4	0.6	2.1	▲ 0.5	0.8
民間住宅	%	1.4	▲ 0.2	1.2	▲ 2.2	▲ 4.0	▲ 0.5	▲ 1.0	0.5	▲ 0.2	0.2	0.3	0.2	0.5
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.8	0.2	▲ 4.7	1.7	▲ 4.7	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.3	0.2	0.5	0.7	1.0
民間在庫変動（寄与度）	%pt	0.1	0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	0.3	▲ 0.2
公的需要	%	0.5	1.1	0.9	0.4	▲ 0.0	▲ 0.3	1.1	0.4	0.7	▲ 0.2	0.7	▲ 0.8	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.0	0.8	0.3	0.0	▲ 0.6	1.5	0.3	0.8	▲ 0.3	1.0	▲ 1.0	0.5
公的固定資本形成	%	2.5	1.4	1.1	0.6	▲ 0.5	1.1	▲ 0.5	0.8	0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	%	▲ 1.8	0.2	▲ 0.6	0.4	▲ 5.4	▲ 18.5	7.0	1.0	0.3	1.5	5.8	▲ 3.0	3.0
輸入	%	▲ 4.5	1.8	0.7	▲ 2.4	▲ 4.2	▲ 0.5	1.5	1.0	0.5	2.0	2.9	▲ 1.5	0.8
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.7	0.3	▲ 2.3	▲ 0.3	▲ 4.9	2.9	0.3	0.3	0.4	1.3	▲ 0.1	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.1	0.4	0.1	▲ 2.4	▲ 0.3	▲ 4.8	2.6	0.2	0.1	0.4	1.1	0.1	0.4
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	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	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 3.0	0.7	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	0.2	0.4	0.6	1.2	0.9	1.3	0.8	▲ 0.3	▲ 0.4	0.2	0.3	0.4	0.5
国内企業物価　（前年比）	%	0.9	0.6	▲ 0.9	0.2	0.6	▲ 2.1	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 1.1	▲ 0.5	0.3	0.5	1.2
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.5	0.6	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.2	0.0	0.2
（消費税要因を除く）					*(▲ 0.3)*	*(▲ 0.3)*	*(▲ 1.0)*	*(▲ 1.0)*						
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）					*(0.3)*	*(0.3)*	*(▲ 0.3)*	*(▲ 0.3)*	*(▲ 0.9)*	*(▲ 0.7)*				
完全失業率	%	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4	2.8	3.0	3.3	3.6	3.6	3.5	3.4	3.3
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 2.1	0.0	▲ 1.1	▲ 3.6	0.4	▲ 16.9	5.5	1.5	▲ 1.0	2.5	▲ 1.0	1.0	2.0
経常収支（季節調整値）	兆円	5.0	4.9	4.7	5.3	4.9	2.1	2.6	3.0	3.3	3.5	5.1	4.0	4.3
名目GDP比率	%	3.6	3.5	3.4	3.9	3.5	1.7	2.0	2.3	2.5	2.6	3.8	3.0	3.2
為替レート	円/ドル	110.2	109.9	107.3	108.7	108.9	107.6	106.5	105.0	105.0	108.0	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	▲ 0.04	▲ 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	0.00	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	67.8	30.7	38.0	40.0	45.0	45.0	45.0	45.0	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

米国経済金融

財政支援策の剥落で消費の戻りが弱い

～FRB は平均インフレ目標を導入～

佐古 佳史

要旨

9 月 FOMC にて FRB は平均インフレ目標を導入し、今後はインフレ率が緩やかに 2%を上回るよう金融政策を実施する方針を示した。また、この枠組みの下で 23 年末まではゼロ金利政策が維持される見通しとなった。

失業給付金上乗せ措置が終了したこともあり、8 月の小売売上高の伸びは鈍化した。住宅市場は引き続き堅調なものの、雇用環境の改善や設備投資の戻りは鈍いといえる。

平均インフレ目標を発表した FRB

パウエル FRB 議長は 8 月 27 日、ジャクソンホールで開かれた経済シンポジウムにおいて、FRB の新しい金融政策枠組みとしてこれまでの 2%インフレ目標(注 1)を変更し、2%平均インフレ目標（AIT）を採用すると発表した。これは、一定の参照期間（ウィンドウ）においてインフレ率の平均が 2%となるように金融政策を行う枠組みであり、インフレ率の「埋め合わせ戦略」とも呼ばれる。これまで、主要なインフレ指標である（コア）PCE デフレーターは目標の前年比 2%を下回って推移してきたため、今後は 2%を超えるインフレ率を目指すこととなる。

また、雇用については「最大雇用は広範囲で包括的な目標」という表現を用いることで、特定の指標や自然失業率などの推定値に過度に依存しない方針を示した。加えて、最大雇用からの不足分のみに注目すると発表したことで、新しい枠組みの下では金融緩和はインフレと雇用で判断し、引き締めはインフレのみで判断することが示された。

15～16 日に開かれた FOMC では、声明文が変更され、平均インフレ目標が導入された。また、FOMC 後の記者会見においてパウエル議長は、「しばらくの間インフレ率が緩やかに 2%を超える（moderately above 2 percent for some time）ことを目指す」と具体的な数値への言及は控えつつ、今後の金融政策を説明した(注 2)。資産買い入れについては現行のペース（1 月当たり、米国債を 800 億ドル、MBS を 400 億ドル）を下回らないように実施すると述べた。さらに、FOMC 後に公表されたドットチャートなどからは、23 年までゼロ金利政策が維持される見通しとなり、見通し期間が更新さ

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

れたことで、パウエル議長が強調したようにフォワードガイダンスは強まったといえる。

（注 1）インフレ率の目標を 2%とし、最終的には 2%前後で安定させることを目指す金融政策目標。

（注 2）金融政策は FRB の政策反応関数に依るところも大きい。例えば、東京大学の仲田准教授は「FRB の新しい政策運営指針 「平均インフレ目標」の解説」やツイッターにおいて、FRB が利用する FRB/US モデルを用いつつ AIT 導入後の政策金利やインフレ率などのシミュレーションを行っている。

図表1 FRB大勢見通し（9月時点）

			2020年	2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP		（%前年比）	**-4.0～-3.0**	**3.6～4.7**	**2.5～3.3**	**2.4～3.0**	**1.7～2.0**
	6月時点	（%前年比）	-7.6～-5.5	4.5～6.0	3.0～4.5		1.7～2.0
失業率		（%）	**7.0～8.0**	**5.0～6.2**	**4.0～5.0**	**3.5～4.4**	**3.9～4.3**
	6月時点	（%）	9.0～10.0	5.9～7.5	4.8～6.1		4.0～4.3
PCEデフレーター		（%前年比）	**1.1～1.3**	**1.6～1.9**	**1.7～1.9**	**1.9～2.0**	**2.0**
	6月時点	（%前年比）	0.6～1.0	1.4～1.7	1.6～1.8		2.0
コアPCEデフレーター		（%前年比）	**1.3～1.5**	**1.6～18**	**1.7～1.9**	**1.9～2.0**	
	6月時点	（%前年比）	0.9～1.1	1.4～1.7	1.6～1.8		
政策金利（中央値）		（%）	**0.125**	**0.125**	**0.125**	**0.125**	**2.50**
	6月時点	（%）	0.125	0.125	0.125		2.50

（資料）FRBより作成

（注）成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

景気の現状：部門ごとにまちまちな回復

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。全般的な傾向としては回復基調にあるものの、そのペースは部門ごとにまちまちな状況といえる。

消費については、底割れは回避できたものの、失業給付金の上積み措置が 7 月末で終了した結果、消費の回復ペースが鈍化した。7 月の実質個人消費支出は前月比 1.6%と回復が続いているが、ピークの 2 月からは 4.7%低い水準にある。8 月の小売売上高は同 0.6%と小幅な回復にとどまった。水準自体はコロナ以前よりも高いものの、これはテレワークなどが推進された結果サービス消費が急減するなかで、巣ごもりによって財の消費に振り替わったことを反映しているにすぎない。

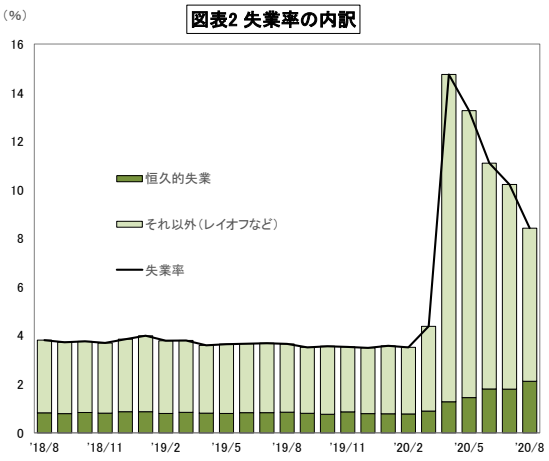
雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の 8 月分は前月から 137 万人の増加となったものの、ピークだった 2 月

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

比では依然として 1,155 万人分の雇用が喪失したままである。失業率は前月から 1.8 ポイント低下の 8.4%となった(注 3)。また、9 月 18 日週の新規失業保険申請件数は 86 万件と減少したが、コロナ前と比較すると 4 倍程度高い水準にある。足元では失業者に占める恒久的失業者の割合が高まっていることもあり、労働市場の回復は緩慢といえる。

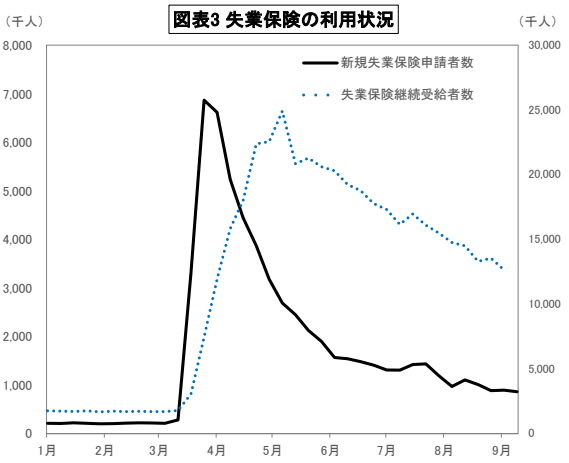
(注 3)ただし、推計に使われる家計調査での雇用の伸びが、事業所調査での雇用の伸びに比べて著しく高いため、失業率はやや低めに推定されているとの指摘もある。

図表2 失業率の内訳



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

図表3 失業保険の利用状況



(資料)米労働省、Bloomberg

9 月のミシガン大学調査消費者マインド指数（速報値）8 月から 4.8 ポイントの上昇となる 78.9（現況指数 87.5、期待指数 73.3）となった。ミシガン大学の報告によると、9 月の指数は上昇したものの、コロナ後の低い消費者マインドのトレンドが変わったわけではないとのことであった。また、本格化した大統領選が期待指数に影響を及ぼすことも報告された。

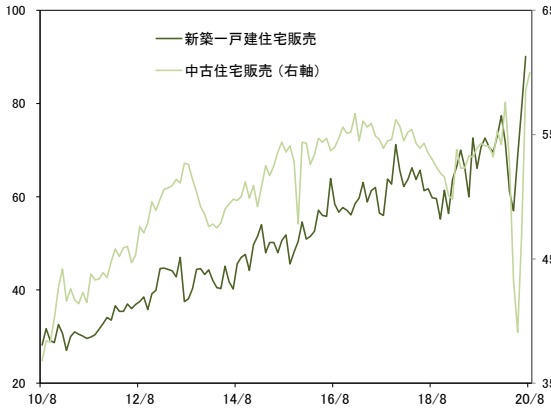
こうしたなか、企業マインドは非常に堅調といえる。8 月の ISM 指数は製造業（56.0%）、非製造業（56.9%）ともに判断の節目となる 50%を上回った。ただし、製造業、非製造業とも雇用指数は 50%割れと弱含んでいる。また、設備投資の戻りも弱く、7 月のコア資本財受注は前月比 1.9%と勢いに欠ける。米中対立の激化もあり、設備投資の回復ペースは当面鈍いと思われる。

一方で、住宅市場の回復は比較的速い。熱帯性暴風雨の影響などで 8 月の住宅着工件数は年率 141.6 万件と 7 月から▲5.1%の減少となったものの、コロナ前の水準をほぼ回復している。また、低金利環境やコロナ禍での郊外住宅需要などが背景となり、住宅販売

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

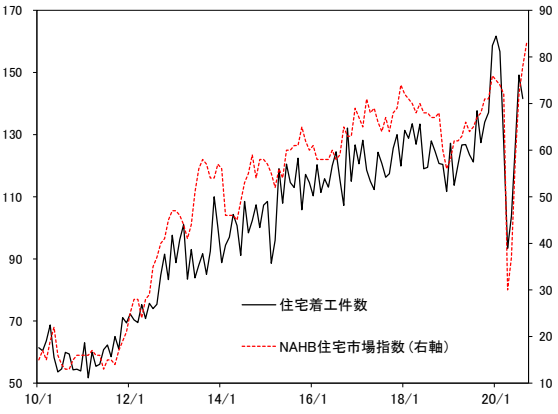
は好調に推移している。7 月の新築販売件数、8 月の中古住宅販売件数はそれぞれ 90 万件、600 万件とコロナ前の水準をともに上回っている。

図表4 住宅販売件数の推移



（資料）米商務省センサス局、全米不動産協会

図表5 住宅着工件数と建設業者の景況感



（資料）米商務省、全米ホームビルダー協会

大統領選挙に向けた両候補の政策の違い

11 月 3 日の大統領選まで残り 1 ヶ月半を切るなか、トランプ、バイデン陣営の具体的な政策の違いが徐々に明らかになってきた（図表 6）。

両候補の政策の違いを見てみると、現職のトランプ大統領はさらなる減税政策を打ち出すことに加えて、製造業を中国から回帰させることにより雇用を創出する姿勢を見せている一方で、バイデン民主党候補は最低賃金の引上げ、米国民が米国製品を購入する政策による雇用の創出、環境・インフラへの投資の増大、必要となる財源は富裕層や企業への増税で賄う計画を掲げている。

また、環境問題については、トランプ大統領は科学的根拠を無視する姿勢を貫いている一方で、バイデン候補は米国製のクリーンエネルギー技術への投資など気候変動・温暖化対策に力を入れる姿勢を示している。

なお、中長期的な予算規模の見通しについては、一般的に共和党は小さな政府志向、民主党は大きな政府志向といわれるものの、米議会予算局（CBO）見通しと、ペン・ウォートン・バジェット・モデルによるバイデン候補の予算規模を比較すると、大きな違いはないともいえる。支持率については多くの調査でバイデン候補が優勢と出ているが、経済政策についてはトランプ大統領の評価の方が高いとする調査が多い。なお、前述のミシガン大学調査では「どちらの候補が勝利すると思うか」との質問に対して、回答は拮抗しているとのことであった。

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

図表6 トランプ大統領とバイデン民主党候補の政策比較

	トランプ大統領	バイデン民主党候補
新型コロナ対策	流行当初は影響を軽視、対応が後手に回った 非科学的な面も	感染対策を優先 科学者の判断に応じて経済活動を制限する可能性も
税制	上位0.1%（年収約330万ドル～）に約30.6%の所得税 さらなる減税政策の可能性	上位0.1%に43%の所得税
予算・政府支出	9月の米議会予算局（CBO）見通しでは、30年に政府支出はGDP比23%へと上昇	向こう10年で合計5兆4000億ドル増、30年までに連邦政府の支出はGDP比24%との推計も
雇用	貿易赤字の削減を通じて、製造業の雇用確保を促す	メイド・イン・アメリカ税制による米国での雇用促進 海外生産に懲罰税、企業の米国生産への税控除、米企業の海外子会社への税控除の縮小
法人税	連邦法人税率を35%から21%に引き下げた(2017年末)	28%に再度引き上げを目指す
移民政策	入国制限	不法移民の市民権獲得を支援
安全保障	公平な軍事費負担を同盟国へ要求	同盟関係重視
対中政策	強硬的	強硬姿勢継続の公算大
TPP	脱退、二国間交渉、USMCA重視	早期復帰は期待薄
気候変動対策	温暖化に否定的 パリ協定離脱	人口10万人以上の都市でゼロエミッション公共交通機関を提供 クリーンエネルギー技術における「メイド・イン・アメリカ」を推進
医療制度	国民に保険加入を義務付ける医療保険制度「オバマケア」の無効を連邦最高裁に要請（20年6月25日）	オバマケアを拡充させ、ほぼ全国民に医療保険を提供
金融規制	ドッド・フランク法（金融規制改革法）の緩和を承認（18年5月24日）	リベラル派のウォーレン氏の影響力で規制が強化される可能性

（資料）各種報道より農中総研作成

景気の先行き：財政政策に依存した緩やかな回復を想定

さて景気の先行きを考えてみると、足元での新規感染者数の増加傾向はやや落ち着きつつあり、広範囲な都市封鎖が実施される見通しはないことから、最悪期はひとまず過ぎたと判断でき、年後半にかけての回復がメインシナリオと考えられる。もっとも、テドロス世界保健機関（WTO）事務局長がウイルスの終息に2年程度かかる可能性を示したように、当面はウイルスへの対策から雇用の戻りが阻害され、景気回復のペースは緩慢にならざるを得ないだろう。また、欧州で再び行動制限が検討され始めているように、秋～冬にかけて新型コロナウイルスの感染が拡大すれば当然景気には下押し圧力となる。全体としてみれば、大幅な需要不足

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

を景気支援策で支える構図が続き、景気回復の程度は財政政策次第といえるが、ギンズバーグ・連邦最高裁判事の後任選出もあり、早期成立の可能性は一段と低下したと思われる。

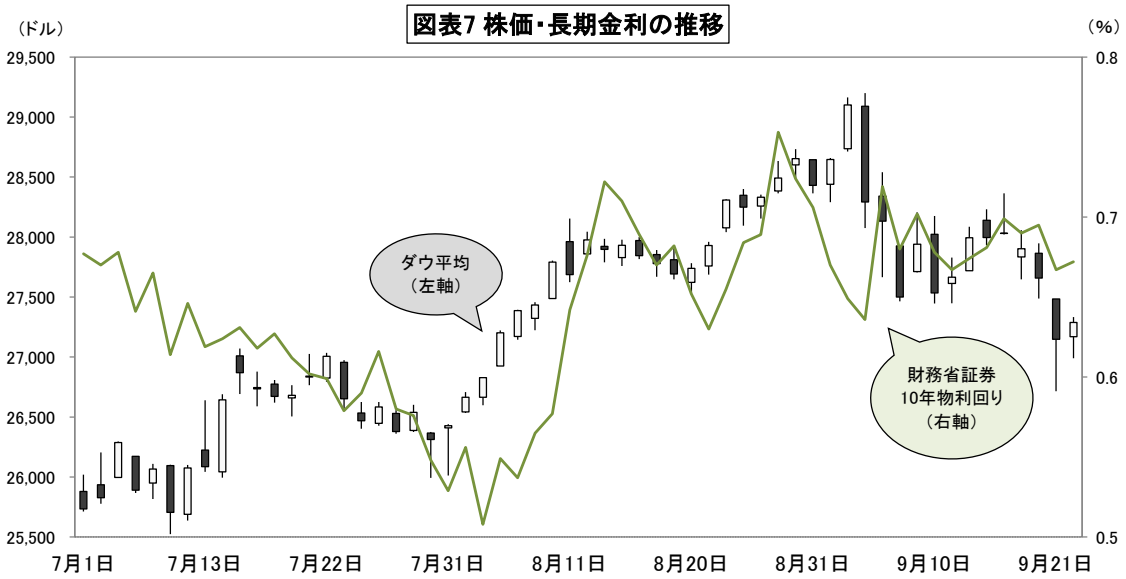
予算案の規模や大統領選の投票方法をめぐって共和党と民主党が対立するなか、追加の財政政策は大統領選に加えて、上院三分の一、下院全議席の改選結果次第となりそうだ。コロナ対策を巡っては民主党の方が財政政策に積極的なこともあり、短期的には景気浮揚効果が高いと思われる。

長期金利：0.6～0.7％程度での取引を予想

最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では米中対立激化などから7月は一貫して米長期金利（10年債利回り）は低下した。8月半ばには、市場期待ほどはハト派的ではなかったFRB 議事要旨や、大規模な国債入札を受けて金利は再び上昇し、0.7％を上回る場面も見られた。9月に入ると失業率の低下を受けて金利が上昇する場面も見られたが、概ね0.6％～0.7％で推移している。

先行きについて考えてみると、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、現状と同様の 0.6～0.7％程度での取引を見込む。財政拡大による国債発行増への懸念は残るものの、FRB のより緩和度の強い金融政策枠組みをめぐる思惑や米中対立への懸念、大統領選をめぐる警戒的な動きから、金利が上昇する余地はほとんどないと思われる。

図表7 株価・長期金利の推移



（資料）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

株式市場：上昇ペースは緩やかと予想

ダウ平均は 7 月にかけて概ね 25,000 ドルから 27,000 ドルのボックス相場となった。8 月に入ると想定されたほどは悪くない企業決算を背景に、アップルが米国企業で初めて 2 兆ドルを突破（19 日）するなど大手ハイテク銘柄がけん引する形でダウ平均も上昇したが、9 月はハイテク株を中心に調整局面を迎えている。

先行きについては、業績見通しが冴えず、バリュエーションの高止まりは否めないなかで、景気刺激策や失業者支援策の早期実施の可能性が低下したことや、大統領選におけるバイデン候補の勝利が株価にとってはマイナス材料と見られている面もあり、大統領選を控えた警戒感が高まりやすい。このため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。

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8 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	9/22 9/23	パンデミックの影響から完全に回復する には長い道のりを要する 講演予定
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	9/25	講演予定
	クラリダ副議長	−1		
	ブレイナード理事	−1		
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?		
	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1		
	カプラン総裁（ダラス）	0	9/16 9/21	金融政策の柔軟性を確保すべきとの観点でFOMCに反対票 景気回復後も過度な金融緩和を行うことへのコミットは避けたい
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	9/16 9/18	FOMCで反対票。コアインフレが2%で安定するまで利上げ排除 早期利上げの可能性があり、より強力なコミットメントが必要
	メスター総裁（クリーブランド）	0〜1	9/23	講演予定
投票権なし FOMCメンバー	エバンス総裁（シカゴ）	0	9/23	講演予定
	バーキン総裁（リッチモンド）	0〜−1	9/22	失業率の低下だけでは、利上げしない
	ボスティック総裁（アトランタ）	0〜1	9/13 9/24	人種間の不平等をめぐる包括的な政策を要求 講演予定
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	9/24	講演予定
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	9/18 9/21	インフレ加速の可能性も 新たな財政出動は必要不可欠というわけではない
	ローゼングレン総裁（ボストン）	2	9/24	講演予定

（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。
21年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、バーキン、ボスティック、デイリー総裁に

（20.9.23 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

緩やかな復調が続く中国経済

～回復ペースが弱まる可能性も～

王　雷軒

要旨

7、8 月の経済指標からは、景気は緩やかに回復している。9 月に入っても緩やかな回復が続いていると見られるため、7～9 月期の実質 GDP 成長率は 2 期連続のプラスになる公算が大きい。

内容としては、不動産開発投資や輸出は堅調に推移したものの、設備投資の低迷が続いたほか、想定したほど公共投資が加速しておらず、かつ消費回復も緩慢であることから、今後は回復ペースが弱まる可能性もある。

緩やかな景気回復は継続

20 年 1～2 月に実施された新型コロナウイルス感染症（以下新型コロナ）の感染拡大抑制のための強力な封じ込め策を受けて経済活動が大きく制限された結果、1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.8%、前期比▲10.0%となった。

その後、新型コロナの感染拡大が沈静化したのを受けて、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、経済活動は正常化しつつある。

その結果、4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 3.2%、前期比 11.5%と急回復した。その後も、緩やかな景気回復が続いていると見られ、7～9 月期の実質 GDP 成長率は 2 期連続のプラスになる可能性が高い。

しかし、後述の通り、不動産開発投資や輸出は堅調に推移したものの、設備投資の低迷が続いたほか、想定したほど公共投資の加速が見られず、今後は回復ペースが弱まる可能性もある。以下、8 月の主要経済指標の動向や今後の注目点を述べたい。

8 月の小売売上総額（実質ベース）は前年比▲1.1%と依然マイナスのまま

まず、消費については、8 月の小売売上総額は名目（3.4 兆元）で前年比 0.5%と 20 年に入って初めてのプラスに転じたものの、物価変動を除いた実質ベースでの変動率は前年比▲1.1%と依然マイナスのままである（図表 1）。

詳細にみると、1～8 月期の小売売上総額は名目で同▲8.6%だが、このうち、全体の 24.6%を占めるネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は同 15.8%と引き続き底堅く推移した。また、8 月の自動車販売額（0.34 兆元）は同 11.8%と 7 月（同

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

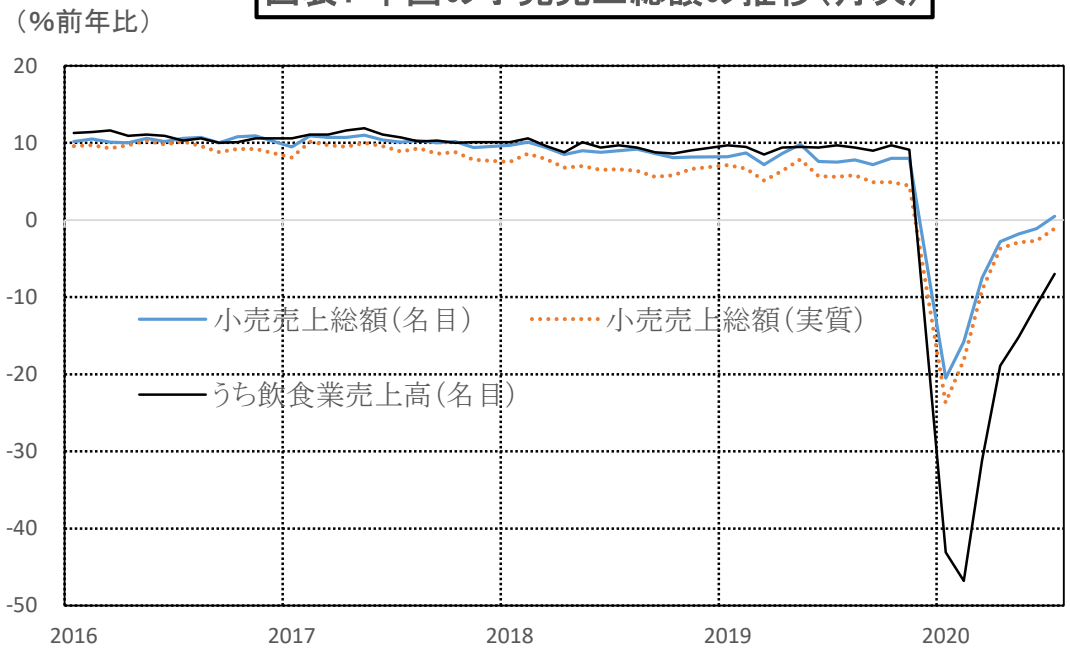
8.3%)から伸び率が加速したほか、スマートフォンなどの通信機器販売額も同25.1%と比較的堅調に推移するなど、消費を下支えした。なお、自動車販売額を除いた8月の小売売上総額は同▲0.6%であった。

一方、8月の飲食業売上高は同▲7.0%と依然低迷したままであったほか、ガソリン・家具・内装建材もそれぞれ同▲14.5%、▲4.2%、▲2.9%と弱い動きが続いている。

先行きについては、観光や娯楽業の再開が加速しているほか、消費促進政策のもとで各地域が実施している自動車や家電製品などの販売促進策の効果が顕在化しつつあると見られることから、持ち直し基調は続くと見込まれる。

ただし、所得環境の厳しさが続くなか、新型コロナ感染への不安から自粛ムードが未だに続いていることで消費の回復ペースは緩慢であろう。

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8月。

1～8 月期の固定資産投資は前年比▲0.3%と前年割れ状態

また、投資についても、1～8月期の固定資産投資は前年比▲0.3%と、1～2月期(同▲24.5%)、1～3月期(同▲16.1%)、1～4月期(同▲10.3%)、1～5月期(同▲6.3%)、1～6月期(同▲3.1%)、1～7月期(同▲1.6%)から順調に回復したものの、前年割れ状態は継続した(図表2)。

詳細にみると、投資分野別では、不動産開発投資は同4.6%と

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

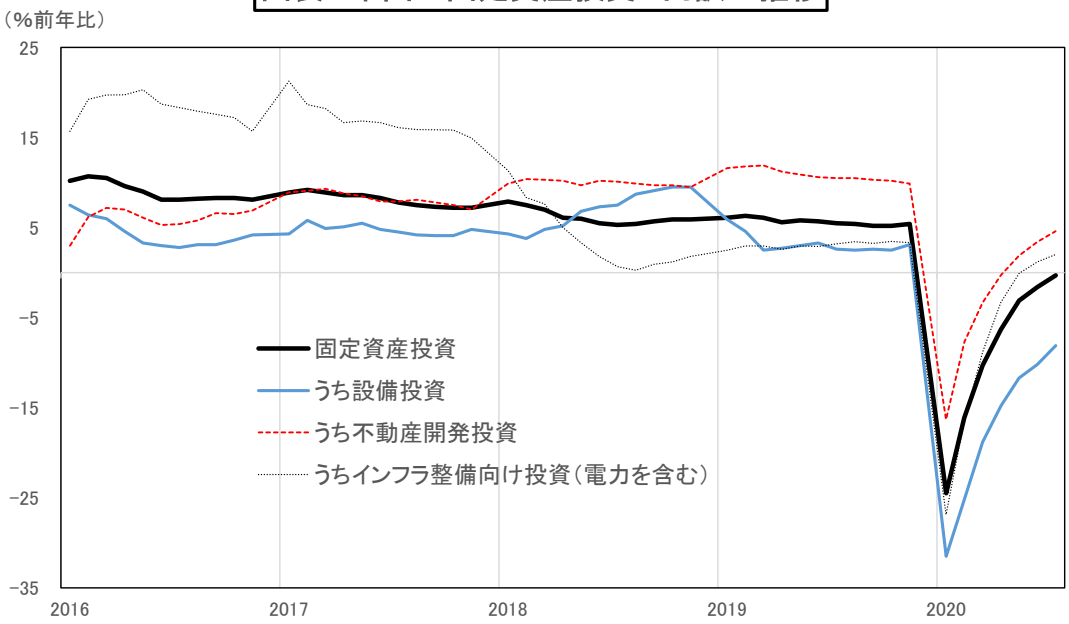
底堅く推移したものの、設備投資は同▲8.1%と依然大幅なマイナスが続いたほか、インフラ整備向け投資（電力を含む公共投資）も同2.0%と想定したほどの大幅な伸びは見られなかった。

すでに発行された特別国債（1 兆元）に加えて公共投資の財源となる地方債（専項債）も7月末時点で20年度計画額（3.75兆元）の60.4%分が発行されたものの、地方政府の財政事情は依然厳しい状況にあるため、水利建設プロジェクト・公共衛生施設建設といった公共投資に回す財源は限られた可能性もある。

また、投資主体別では、民間投資は同▲2.8%と固定資産投資全体を下回り前年割れ状態が続いたが、国有企業による投資が同3.2%と比較的底堅く、投資全体を下支えした。

先行きについては、企業のバランスシート調整が進行中のため、設備投資が増加に転じるには時間がかかるものの、金融・財政対策の効果からインフラ整備向けの投資が緩やかな回復を続けると見込まれるほか、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、持ち直しの動きは続くだろう。

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1～8月期。

8月の輸出は前年比9.5%と堅調さを維持

一方、8月の輸出額（ドルベース）は前年比9.5%と7月（同7.2%）から加速したが、輸入額は同▲2.1%と引き続き減少したことで、貿易収支は589億ドルの黒字となった。

輸出が引き続き堅調に推移した背景として、海外の経済活動

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

が相次いで再開したことで外需の復調が見られたほか、国内の大きな循環を主体とし、国内と海外の 2 つの循環が相互に促進し合って経済成長の好循環を再構築しようとする政府の「双循環」の方針下、当局の輸出促進策による押し上げ効果も生じたことが挙げられる。

先行きの輸出については、海外の経済活動の回復が続くと見込まれるほか、新型コロナ感染拡大が続いている国や地域では、マスクや医療機器の需要が依然旺盛であることなどから、堅調な推移は続くと思われる。ただし、海外需要の弱さは続くとみられるほか、米中摩擦の激化も懸念材料となることから、大幅な加速は見込みにくい。

8 月の生産動向は底堅く推移

内需は回復に向かってはいるものの、新型コロナ前の水準には戻り切れていないのに対し、生産活動はほぼ正常化したと見られる。実際、8 月の鉱工業生産は前年比 5.6%と 4 月（同 3.9%）、5 月（同 4.4%）、6 月（同 4.8%）、7 月（同 4.8%）から加速した。

企業のセンチメントを表す指標である製造業 PMI も 51.0 と 7 月（同 51.1）から小幅ながら低下したものの、6 ヶ月連続で景気判断の分岐点となる 50 を上回った。ただし、サブ指数をみると、新規輸出受注は 49.1 と 7 月（同 48.4）から改善したものの、依然 50 を下回っているほか、雇用も 49.4 と 7 月(同 49.3)から小幅改善したものの、50 割れ状態が続いている。

また、8 月の非製造業 PMI は 55.2 と 7 月（同 54.2）から小幅上昇した。とりわけ、前述の不動産開発投資の加速を受けて建築業は 60.2 と 50 を大きく上回る水準で推移している。

回復ペースはさらに弱まる可能性も

これらを踏まえると、不動産開発投資や輸出は堅調に推移したものの、設備投資の低迷が続いたほか、想定したほど公共投資の加速がしておらず、消費回復も緩慢であることから、今後も経済回復は続くものの、現行の経済対策を調整しなければ回復ペースが弱まる可能性は否めない。

引き続き、米中関係のほか、内需促進の効果に加え、10 月に開催予定の共産党第 19 期中央委員会第 5 回全体会議（5 中全会）で示される第 14 次 5 か年計画（21～25 年）と 35 年までの長期目標などに注目したい。

（20.9.18 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

コロナ禍の欧州経済、デフレかインフレか？

～需要の低迷でデフレ圧力が優勢に～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、8月にはマイナス圏に落ち込んだ。今後、諸コストの上昇でインフレに転じるとの見方があるが、当面は需要の低迷でデフレ圧力が優勢となるとみられる。ECBの次の政策対応や、「戦略的見直し」の議論の行方が注目されることになる。

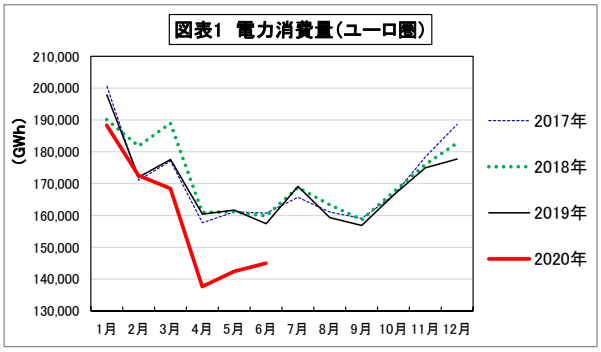
はじめに

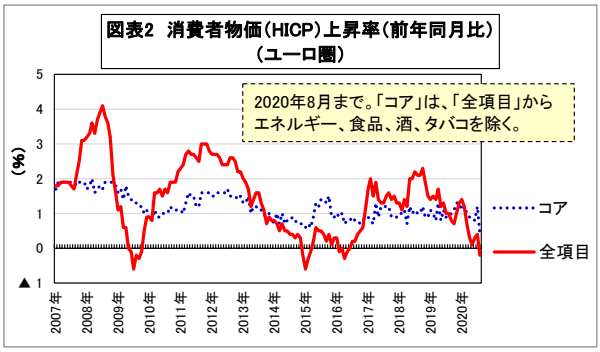
ユーロ圏の経済活動は、4月にひとまず底打ちをした（図表1）。これは5月以降に進んだ、ロックダウン（都市封鎖）などの感染症拡大防止措置の段階的な緩和に対応した動きであり、家計消費が主導し、生産がそれを追いかける形での回復となっている。その後は、夏場の人の移動が活発化する時期を経て、スペインやフランスなどで感染の再拡大が見られている。しかし各国では厳格な措置の再導入は見送っており、基本的に景気の回復基調は維持されている。

経済情勢の先行きについては引き続き不透明感が強いが、こうした中で注目されるのは物価の動向である。ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）は、6月、7月と持ち直した後、8月には全項目ベースで前年同月比▲0.2%と、マイナス圏にまで落ち込んだ。16年5月以来、約4年ぶりとなるマイナス圏入りである（図表2）。

いま物価動向が注目されるのは、主に次の二点による。第一に、物価の低迷は欧州中央銀行（ECB）の次の政策対応に直接関わるばかりでなく、感染症の拡大以前からの課題である、金融政策のあり方などを巡る議論にも影響が及ぶためである(注1)。第二には、感染症の拡大に伴って大幅に悪化した各国の財政状況がある。今後、ユーロ圏では財政危機時以上に拡大した政府債務残高の削減が重要な課題となるが、デフレ基調の下では債務負担は実質的に増加し、財政改革の難度が一層増すことになるためである。

今後の見通しとしては、サプライチェーンの分散化や戦略的に重要な産業の国内回帰に伴い諸コストが上昇しインフレに転じるとの見方がある。しかし当面のところは需要の低迷で、デフレ圧力が優勢となる可能性が大きいものとみられる。





（資料）図表1、2はEurostatのデータから農中総研作成

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

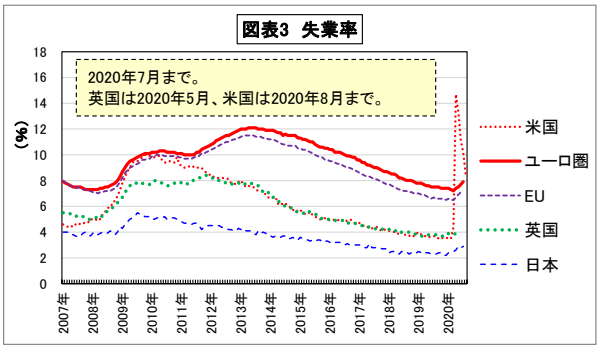
予想される内需や外需の低迷

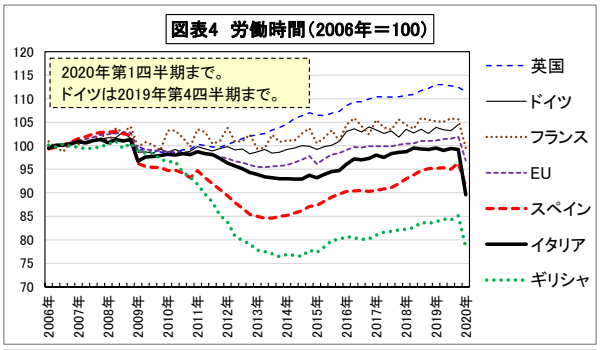
まず内需の動向であるが、今後に向けて注意を要する材料がある。これまで欧州では、短時間労働制度の拡充により雇用の維持が図られてきている(注2)。これが機能している姿は、失業率の上昇が抑制される一方で労働時間が大幅に縮小しているところに現れている（図表3、4)。しかし今後は企業の人員削減や倒産などで失業者が大幅に増加し、この結果、需要が一層縮小する可能性が浮上してきている。

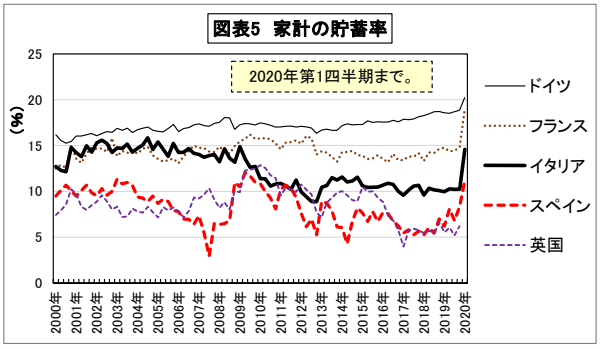
それというのも、短時間労働制度を継続するには財政負担が大きいのみならず、今後は雇用の維持策から労働者の適切な再配置策に、政策の軸足を移す必要性が強まってくるとみられるためである(注3)。それは、感染症を機に産業構造の転換も見込まれる中でいつまでも雇用の維持を図るばかりでは、生産性の劣る労働者を温存する結果に終わりかねないからである。また、中小企業に対する収入補填策なども同様である。変化への適応力に乏しく収益性の低い企業も含めて生き残りを促す政策は、経済競争力を維持する上では望ましいものと言えないことになる。

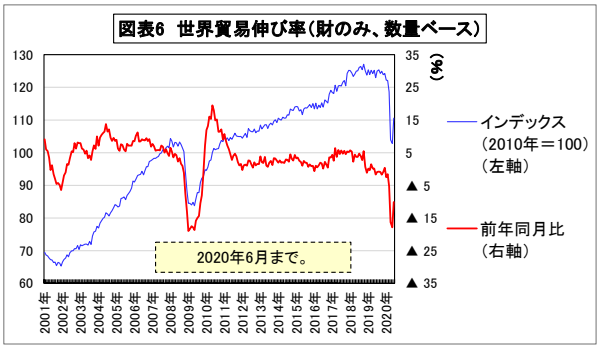
このため、これらの政策の見直しを受けてこれから企業倒産や失業者が増加に転じる展開を見込む必要がある。この結果、家計の貯蓄率はさらに上昇し、ロックダウンの段階的な解除後に見られた消費の急速な回復も、感染症の拡大で抑え込まれた需要（pent-up demand）の一時的な反発に終わる可能性がある（図表5)。

さらに内需ばかりでなく、感染の世界的な拡大からすれば外需も同様に低迷し、輸出の回復力は弱いものに留まることが予想される。また世界貿易については、米中間の貿易摩擦を主因に感染症の拡大以前から既に停滞色が強く、この面での改善が見込み難い点も考慮に入れる必要がある（図表6)。このように当面のところ内需と外需の双方の低迷が続き、少なくとも今後1年程度の間はデフレ圧力が強まる可能性が大きいものと考えられる。









（資料）図表3～5はEurostatの、図表6はCPB（オランダ経済政策分析局）の、各データから農中総研作成

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

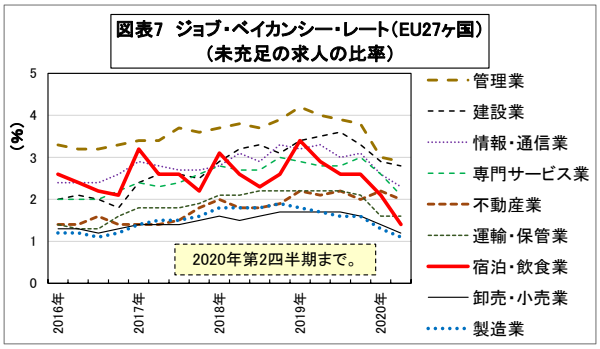
厳しさを増す労働市場の実態

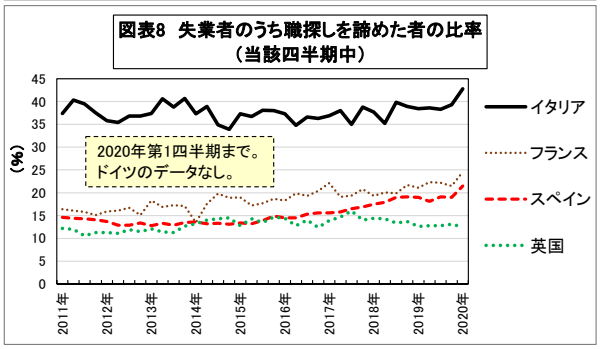
以上のように今後、失業者の増加が見込まれる中では、労働市場の実態についてさらに点検が必要である。ユーロ圏の失業率は、先に見たように米国に比べれば低い水準にあるものの、それでも 20 年 3 月の 7.2%を底にその後は毎月上昇を続け、7 月には 7.9%に達している（図表 3）。しかし労働市場の実態は、これ以上に厳しさを増しつつあるようである。

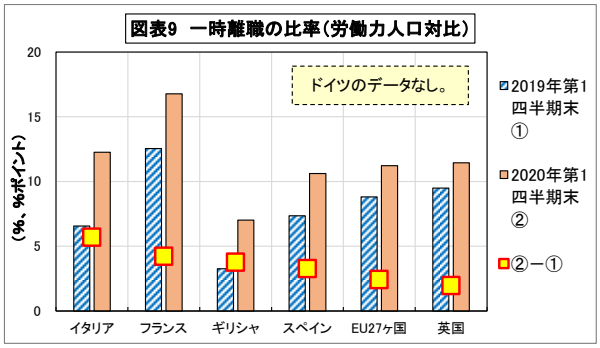
まず、未充足の求人の比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートを見ると、感染症拡大の影響が大きい宿泊・飲食業などを中心に低下が著しい（図表 7）[注 4]。その背後には困難な環境下での求人数の減少が働いているとみられるが、同レートの低下に対応する形で、失業者のうち職探しを諦め労働市場から離脱した者の増加が確認できる（図表 8）。これらの離脱者は失業者の範疇からは外れ失業率には含まれないため、労働市場では表面的な数字以上に実質的な失業者は増加し困難な状況が拡大していることになる。

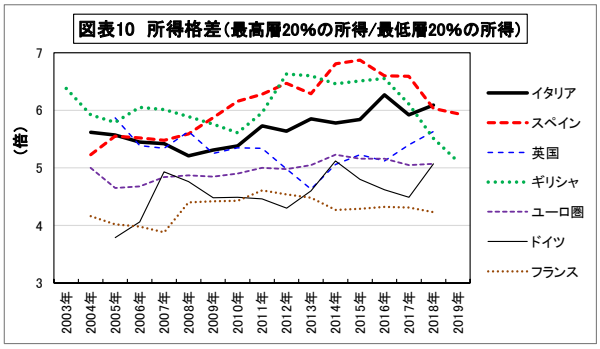
次に、短時間労働制度の適用状況である。職場からの一時離職者の比率は感染症発生前との比較でイタリアやフランスなどを中心に数ポイント増加していることがわかる（図表 9）。この一時離職者には休暇中や病気療養中の者を含むなど短時間労働制度の対象者に正確に対応するものではないこともあり一応の目安でしかないが、これらの国々では同制度の縮小に伴い、今後、この中から新たに失業者や労働市場からの離脱者が生じる可能性をはらんでいるものと捉えられる。

以上の厳しさを増す雇用情勢は内需の下押しでデフレ圧力を強めるばかりでなく、所得格差をさらに拡大させ社会情勢の不安定化を招くことで問題を一層複雑化することにも繋がりかねない（図表 10）。このため、7 月には既に 15.8%に達したスペインや 9.7%にまで上昇しているイタリアなど、ユーロ圏の主要国の中でも失業率が高い国々を中心に、労働市場の動向に十分な注意が必要になっている。









（資料）図表 7～10 は Eurostat のデータから農中総研作成

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

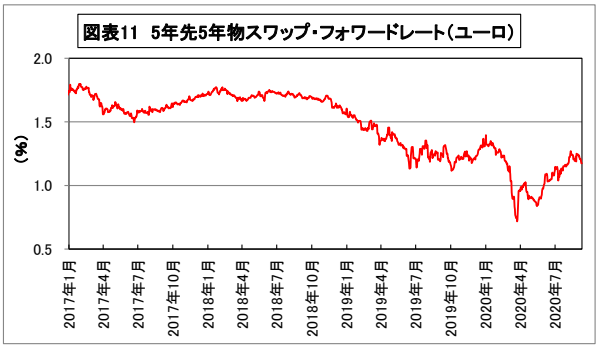
おわりに

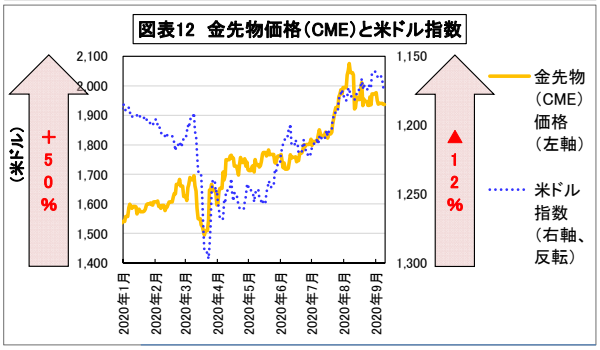
確かに感染症拡大後のグローバル化の巻き戻しは、コスト増を伴うことになる。また、温暖化対策に伴う対策により、エネルギー価格などが上昇する可能性もある。このため、様々なコスト・プッシュ要因を通じてこれまでの低インフレ状態が転機を迎えるシナリオも考えられる(注5)。

一方で、需給ギャップは拡大している。こうした下では、コスト増の製品価格への転嫁は容易ではない。完全雇用から遠ざかった労働市場では賃金上昇は望み難い。商品価格の上昇にも結び付きにくい。また、低インフレを促すとみられるIT化は今後、一層加速することが見込まれる。

以上のインフレ要因とデフレ要因のせめぎ合いの中で、当面は後者が優勢となる可能性が大きいものと考えられる。市場でも、インフレ期待はいったん底打ちしたものの目立った回復には至っていない(図表11)。また金価格の上昇にしても、米ドルの下落による割安感の拡大で説明できる部分がある(図表12)(注6)。

足元のユーロ圏の物価上昇率の落ち込みにはドイツの付加価値税率の引き下げの影響などの他にエネルギー価格の下落が大きく働いているが、今後はコアも含めて物価の低迷が予想される。金融政策の手詰まり感が強まるなか、ECBの次の政策対応や「戦略的見直し」の議論の行方が注目されることになる。(20.9.18現在)





(資料)図表11、12は、Bloombergのデータから農中総研作成

(注1) ECBは2020年1月、政策の枠組みに関する「戦略的見直し」について、実施内容を明らかにした。これによればECBは、物価安定の数値目標、金融政策の手段、経済・金融の分析手法、市場との対話方法を対象に、金融の安定性や、雇用や環境の持続可能性などを考慮に入れつつ検討することとしている。結論を出す期限は当初は20年末を目途としていたが、感染症の拡大を受け、4月に21年半ばまで延期された。本件については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「進むリスクの蓄積とECBの「戦略的見直し」」(『金融市場』2020年3月号所収)

(注2) 短時間労働制度として、例えばドイツでは、勤務時間を短縮しつつも雇用を継続する企業に対して政府が労働コストの一部を助成する「操業短縮制度」がある。同制度は1969年に導入された後、世界金融危機時の2008年に拡充され、また、新型コロナウイルス感染症の拡大に際して支給要件が緩和された。ドイツ以外でも、各国で同種の制度を整備している。

これらの国々のうち、英国政府は5月29日、3月に開始した企業が従業員を一時帰休(furlough)としつつ雇用を継続する場合の政府による賃金の補助制度について、予定どおり10月末で政策を終了させるほか、8月以降は段階的に政府負担の一部を企業負担に置き換えていく方針を発表した。

(注3) こうした政策の段階的な転換の必要性については、IMFやOECDなどが問題喚起を行っている。例えば次を参照されたい。
・ OECD(7 July 2020)"OECD Employment Outlook 2020 – Worker Security and the COVID-19 Crisis"

(注4) ジョブ・ベイカンシー・レートは、期末時点における、「未充足のポジション数/(既充足のポジション数+未充足のポジション数)x100」である。

(注5) 第二次世界大戦ではやはり各国の財政は大幅に悪化し、また戦後にはインフレが亢進した。この際には、英国などでは財政改革を進めるため名目金利を人為的に抑制する、いわゆる「金融抑圧(Financial Repression)」の政策を採用したとされている。

(注6) 図表12の米ドル指数は、Bloombergが算出する、主要10ヶ国の通貨で構成されるバスケットの米ドルに対するパフォーマンスに連動する指数である。

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

海外の話題

アナス・ホリビリス（Annus horribillis）

農林中金オーストラリア　MD 澤田　隆一

アナス・ホリビリスは「ひどい年」を意味するラテン語の言い回しで、1992 年にイギリス女王のエリザベス2世が戴冠 40 周年記念スピーチでこの表現を使ったことで有名となった。日本では 2018 年に小池知事がこの言葉を使った。

豪州経済は 2020 年 6 月に2四半期連続でマイナス成長となり、1990 年以来の景気後退に陥った。1997 年のアジア危機、2000 年の IT バブル崩壊、2008 年の世界金融危機を見事に乗り切り史上最長期の景気拡大を謳歌していたが、ついにコロナの世界的な大流行により行く手を阻まれた。

当局は迅速な政策でこれに応えている。財政余裕度が高い連邦政府は GDP の 4%を超える雇用安定・一時金支給などの超大型財政刺激策を実施。年金基金から非課税での一部資金の引出しも認められ、中央銀行は政策金利を 0.25%まで引き下げた。加えて、連邦・州政府は継続的なインフラ投資により景気下支えするスタンスを明確にしている。今後の豪州経済を展望する中で、コロナ感染抑止の動向が最重要ポイントであるが、個人的には以下の点に注目している。

① 州境 / 国境閉鎖。各州は独自に州境を全部ないしは一部閉鎖している中で、現時点でクリスマスまでの閉鎖解除を目指している。だが、各州の足並みも完全に一致している訳ではない。西豪州はこれを拒否し、クイーンズランド州は閉鎖解除に際して 28 日間の感染者ゼロという厳しい条件を主張している。国境に至っては、ニュージーランドを例外として閉鎖解除の議論さえ開始されていない。カンタス航空は先の決算発表で少なくとも来年7月までは国際線は再開されないとの慎重な見方を示した。

② 返済猶予中の貸出。豪州の銀行は3月にコロナ問題への金融支援策として住宅貸出や中小企業向け貸出の一時的な返済猶予を開始したが、6 月末時点で全住宅貸出残高の 11%、全中小企業向け貸出の 17%、全貸出の 10%にあたる 2,740 億豪ドル（約 21 兆円）の貸出の返済が滞っている。既に4大銀行は、将来的な回収不能に備えて一定の引当金積み増し対応を行っているものの、今後の景気や住宅市場動向次第で不良債権になる予備軍があることは確かだ。

③ 住宅市場。先月末に私が入居しているアパートの一室がオークションにかけられたが、売買は成立しなかった。今も売却中の看板が残っている。コロナ禍により不動産取引量は大幅減少、価格も弱含んでいる。ある国内大手銀行は、シドニーとメルボルンの住宅価格は今後 13 ～ 15%調整余地があり、2021 年後半の底入れを予想している。新規住宅貸出に対する銀行の審査も今後増々厳格化するとの観測もあり、貸出の返済猶予期限後の 2021 年前半が正念場となりそうだ。

④ 中国との関係。輸出の4割を中国に依存する中で、前回の寄稿で中国と豪州の綱渡り的な関係を述べたが、事態は悪化している。豪州はコロナ発生源の独立調査を主張、また、中国を念頭に入れたと思われる外資買収規制強化を実施。一方、中国は、人種差別ありとして豪州への渡航について注意喚起、食肉や大麦に対して高額関税を賦課、更には豪州産輸入ワインの反ダンピング調査の開始を発表。万が一中国が鉄鉱石輸入に触るようなら、豪州へのインパクトは計り知れない。

2020 年は豪州にとってアナス・ホリビリスと言える。課題も多いが、次の中長期的な経済成長に向けての足固めの機会とも考えられ、豪州が直面する課題をどのように克服し、“Lucky Country”であり続けるのかをしっかりとウォッチしていきたい。

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

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10月号　第31巻　第10号･通巻359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