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。

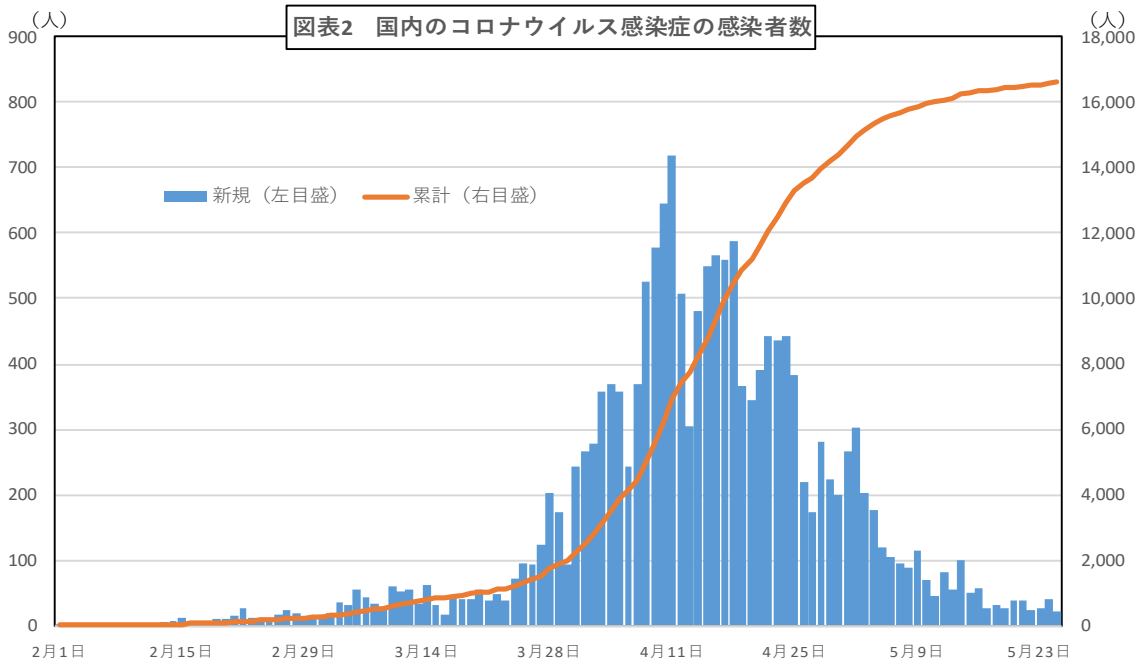
日本に目を転じると、4 月 7 日に政府は 7 都府県を対象に緊急事態宣言を発令（16 日夜には全国に範囲拡大）した。当初は大型連休終了（5 月 6 日）までの予定であったが、新規感染者数の減少が十分でないとし、同宣言は 5 月末まで延長された。

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

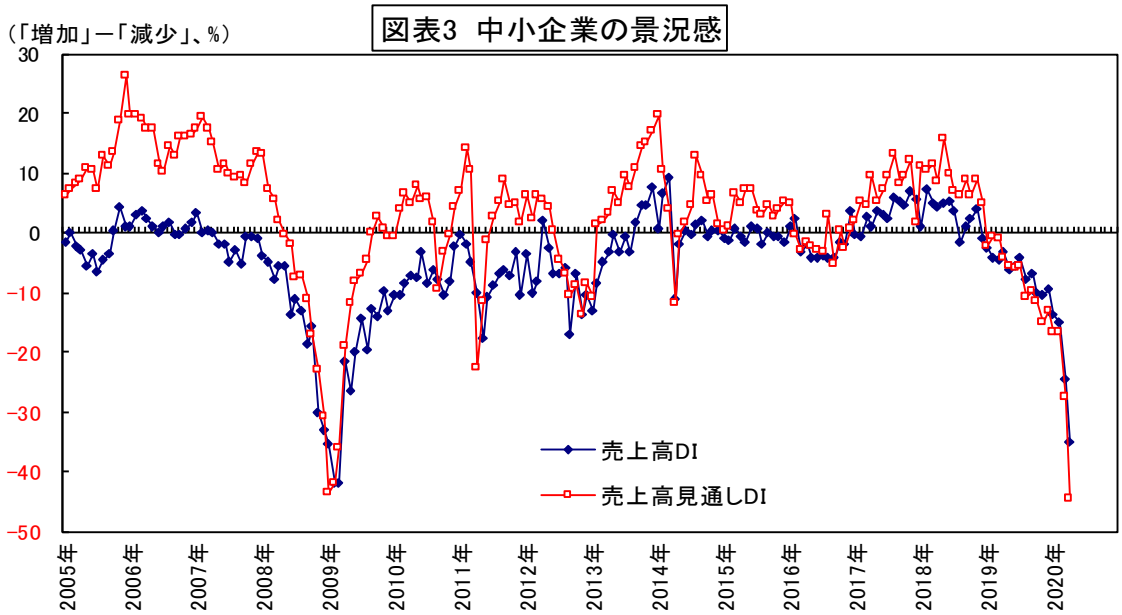
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

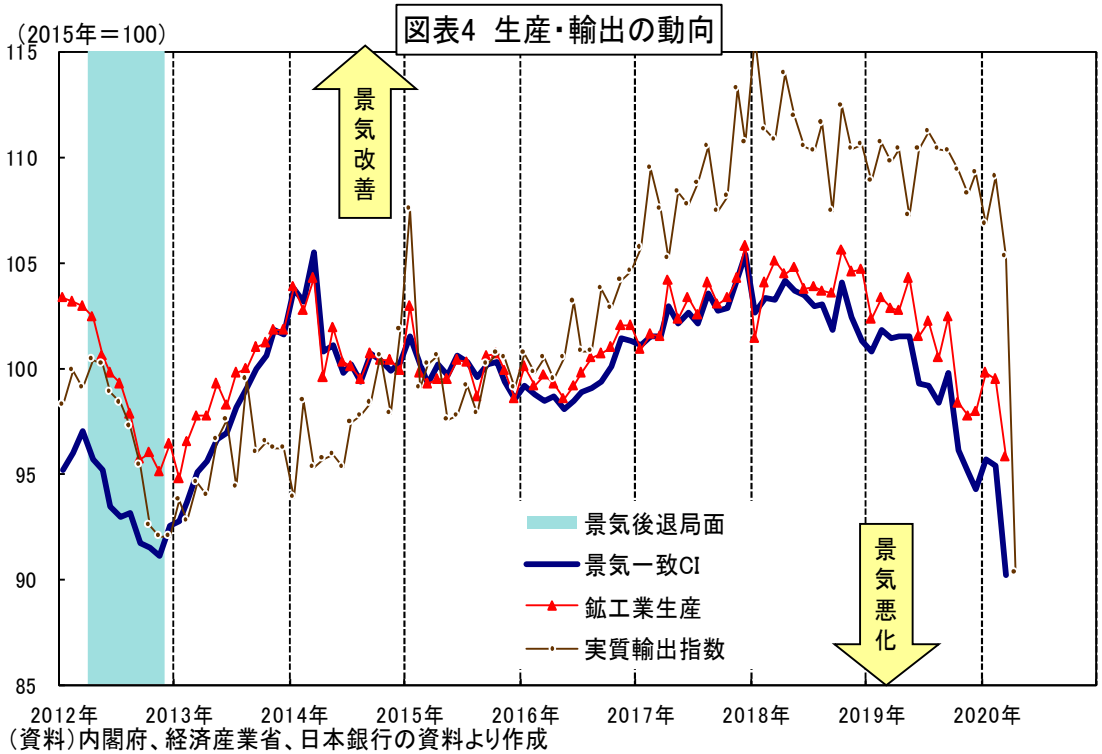
以下では、主要な月次経済指標を確認したい。景況感などのいわゆる「ソフトデータ」は新型コロナの感染拡大に対して素早く反応、今回と同様、「大恐慌以来」と称されたリーマン・ショック（08年9月）直後を上回る悪化を見せた。4月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI（方向性）は前月から▲6.3ポイントの7.9と、3月に続いて2000年の統計開始以来の最低値を更新した（構成する家計動向関連DIは7.5、企業動向関連DIは9.9、雇用関連DIは6.3と、いずれも過去最低値を更新）。景気の先行き判断DIも過去最低を更新した。

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

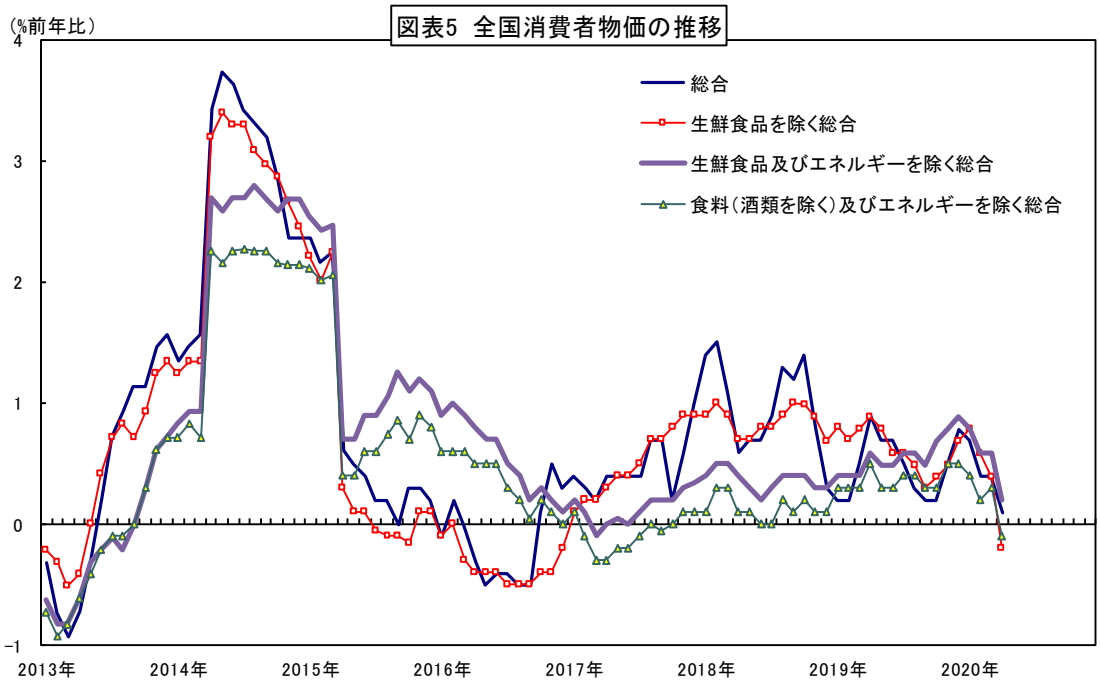
は依然として1倍を超えているものの、足元では急速に低下しつつあり、求人数も二桁減となっている。

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

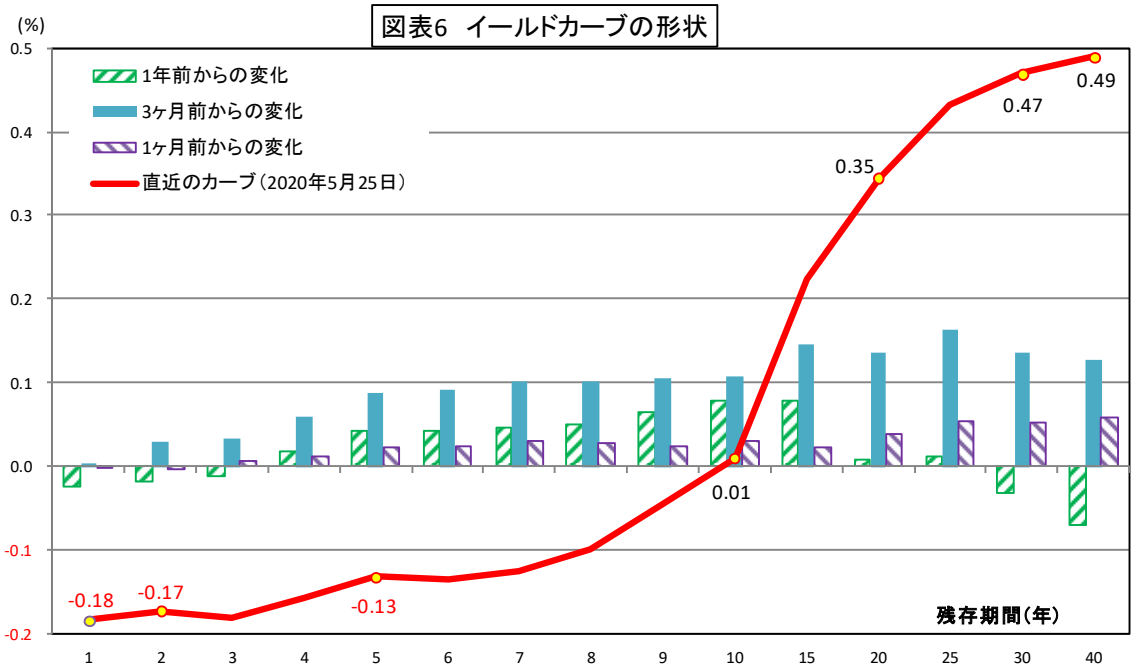
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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。

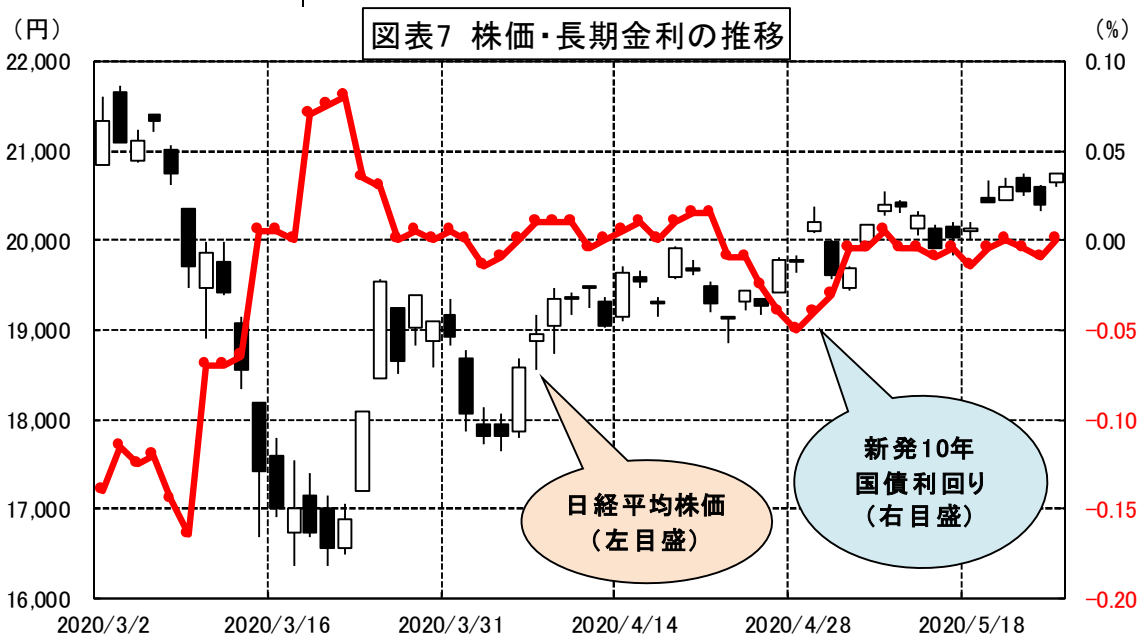
しかし、それ以降は新型コロナがパンデミックの様相となり、世界経済の先行き警戒感が急速に強まった結果、株価は暴落、一時16,000円台まで下落した。3月中旬以降は、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことが好感され、持ち直しの動きが続いているが、ワクチンや特効薬がまだ開発されていないこともあり、感

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。

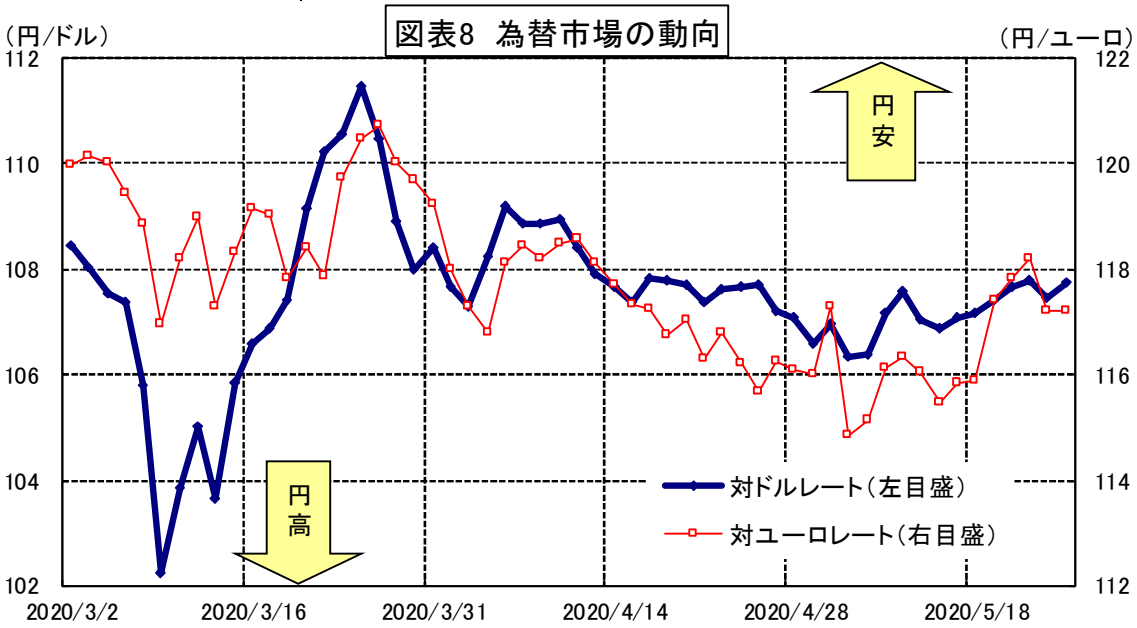
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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