

情勢判断

国内経済金融

コロナ禍で過去最大級のマイナス成長となった日本経済

～7～9月期のリバウンド後は足踏みする可能性も～

南 武志

要旨

緊急事態宣言の影響から4～6月期の経済成長率は前期比年率▲27.8%と、リーマン・ショック後を上回る過去最大級のマイナスとなった。緊急事態宣言の解除を受けた経済活動の再開によって、国内景気は5月には底入れしたとみられるが、新型コロナウイルス感染症の感染再拡大も散見されており、この先の持ち直しが順調に進む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、需要不足の状態が慢性化すれば、企業倒産や失業が増加する可能性があるだろう。

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に乗り出している。一方、7月からは国債増発が始まっており、長期金利は超長期ゾーンを中心に高止まり状態となっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2020年			2021年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.041	-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 (%)	0.410	0.15～0.50	0.15～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債 (%)	0.020	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.095	-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)	105.9	100～115	105～120	105～120	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	125.1	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)	22,985	23,000±2,000	23,000±3,000	23,500±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8月24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。

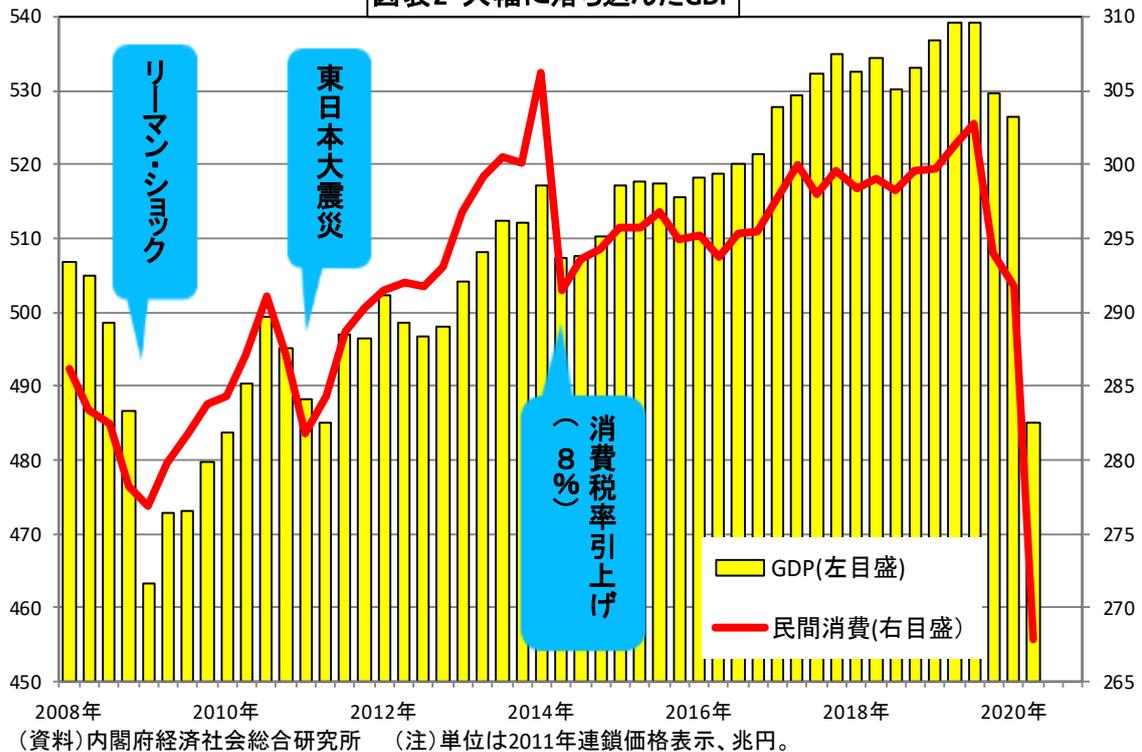
4～6月期の経済成長率は年率▲27.8%と過去最大級のマイナス

8月17日に公表された4～6月期のGDP第1次速報によると、経済成長率は前期比▲7.8%、同年率換算で▲27.8%と、3四半期連続かつ過去最大級のマイナスとなった。西村経済再生相は「経済を人為的に止めていた影響」と表現しているように、この落ち込みは緊急事態宣言に依るところが大きい。一足早く新型コロナウイルス感染症の感染拡大が収束に向かった中国では前期比11.5%と、1～3月期の急ブレーキ(同▲10.0%)からリバウンドが見られたものの、都市封鎖など強制的な移動制限が課された米国(同▲9.5%)、ユーロ圏(▲12.1%)、英国(同▲20.4%)ほどではないにしても、急激な経済収縮を余儀なくされている。

需要項目別にみると、民間消費（前期比▲8.2%）、輸出等（同▲18.5%）の減少が顕著で、前期比成長率（前掲、▲7.8%）に対する寄与度はそれぞれ▲4.5ポイント、▲3.1ポイントであり、この両者でかなりの部分が説明できる。また、民間企業設備投資（同▲1.5%）も減少したほか、公的需要（同▲0.02%）もまた国内景気の落ち込みに対して無力であった。

ちなみに、実質GDPの実額は485兆円（年率表示、以下同じ）と、東日本大震災後（11年4～6月期）の水準まで悪化したほか、1～3月期（526兆円）からは41兆円の減少で、リーマン・ショック直後の2四半期（08年10～12月期と09年1～3月期）累計の落ち込み幅（35兆円）を上回っており、衝撃が大きかったことが改めて確認できる。

図表2 大幅に落ち込んだGDP



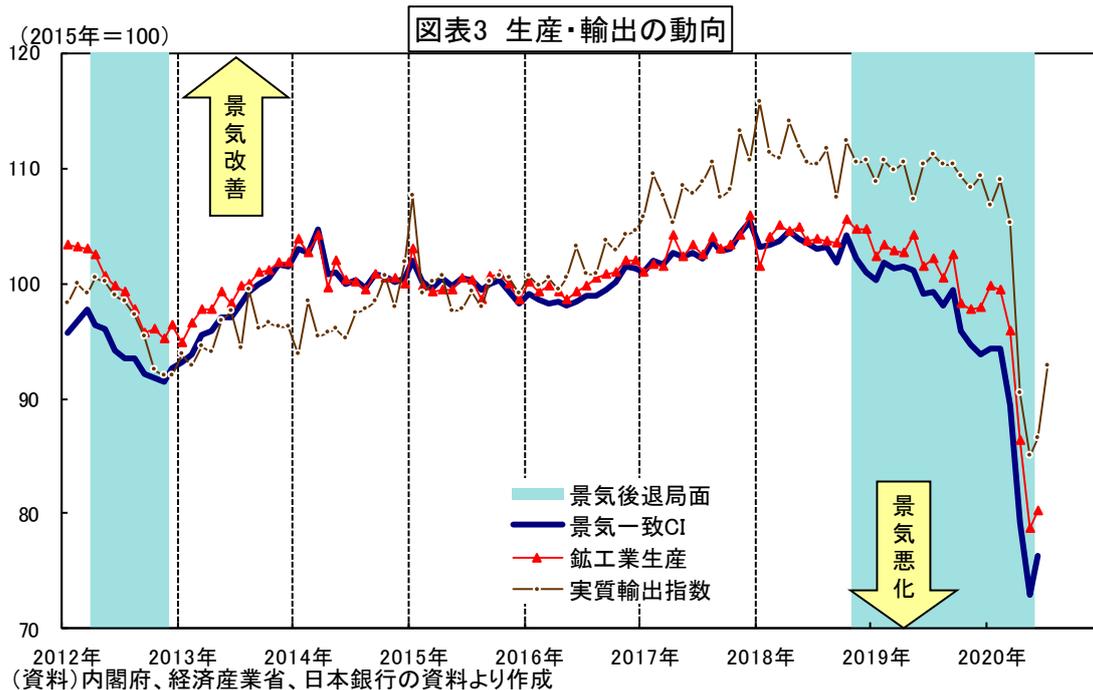
国内景気は5月を底に回復に転じた可能性

一方、緊急事態宣言が解除された5月下旬以降、国内の経済活動は再開されており、景気は5月を谷として回復に転じた可能性が高い。以下では、主要な月次経済指標を確認したい。

まず、7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7.4%と2ヶ月連続の上昇で、4月の水準を上回った。国内と同様、欧米主要国でも移動制限などが緩和され、4～5月にかけて景気が底入れした影響が出たものと思われる。予測指

数の持つ上方バイアスを補正したベースで前月比 3.1%（最頻値）が見込まれている 7月の製造工業生産でも 6月（同 1.9%）に続き、上昇が見込まれる。

消費関連指標にも持ち直しの動きがみられる。6月の家計調査によれば、2人以上世帯の実質消費支出（除く住居等）は前月比 12.1%と2ヶ月連続で増加したが、これまでの外出自粛で抑制された消費がペントアップ需要として出たほか、一律10万円の特別定額給付金の配布によって可処分所得が増加した影響が出ているようだ。さらに、6月末で終了したキャッシュレス・ポイント還元事業の駆け込みとの相乗効果もあってか、6月の白物家電の国内出荷額は前年比 5.8%と増加に転じたが、7月には同 12.5%へ伸び率を高めた。また、7月の乗用車販売台数（軽を含む）は前年比▲12.8%と6月（同▲22.6%）から減少幅をさらに縮小させたが、季節調整後の前月比は 20.2%と急回復した様子が確認できた。

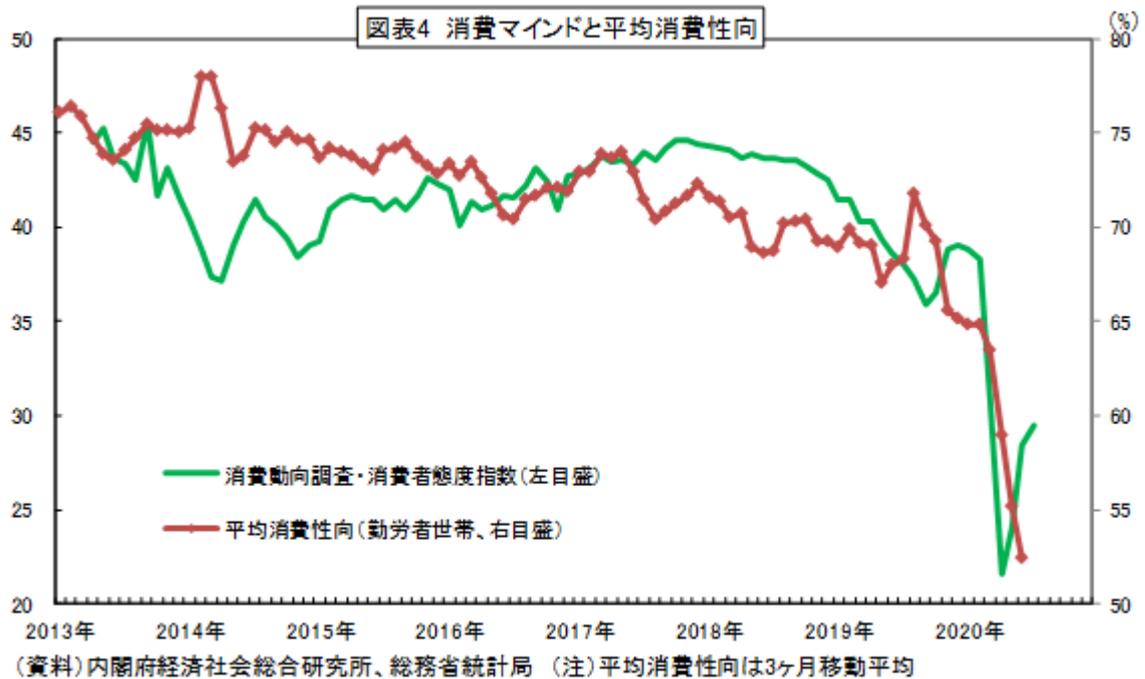


感染再拡大により根強い自粛ムード

一方で、「ハードデータ」に先行する形で改善が始まっていた景況感などの「ソフトデータ」の一部には先行き懸念を示すものも散見される。7月の消費動向調査によれば、消費者態度指数（2人以上の世帯）は3ヶ月連続で改善したものの、3月の水準まで戻っていない。また、7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+2.3ポイント

の 41.1 となり、コロナ前の 1 月の水準に肉薄したが、そのうちの家計動向については改善が見られなかった。さらに、景気の先行き判断 DI は前月から▲8.0 ポイントと 3 ヶ月ぶりの悪化で、家計動向や雇用関連での悪化が大きかった。大都市部を中心に感染再拡大が広がりを見せる中、警戒感が広がったということだろう。実際、自粛ムードが強く、宿泊や飲食サービスなどの戻りには限界が見られるほか、7 月 22 日から前倒しで始まった「GoTo キャンペーン」も東京発着が除外されるなど、経済効果が弱まった印象を受ける。

加えて、7 月には全国各地で豪雨・水害などに見舞われたほか、梅雨明け後の 8 月には猛暑・酷暑が襲うなど、外出を控える動きを後押ししたと思われる。消費が「コロナ前」の水準に向けて本格的に回復していくことは当面難しいものと思われる。

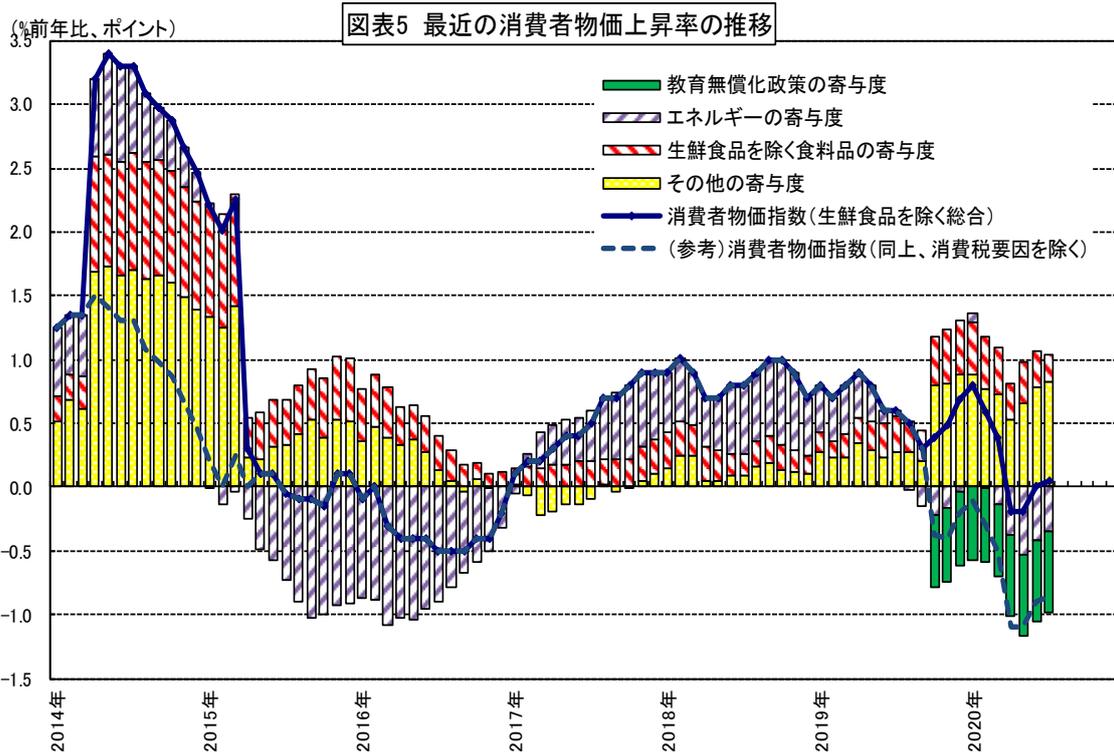


経済見通し：7～9月期には一旦リバウンドするも、その後は頭打ち気味で推移

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の再開が始まっていることから、7～9月期には前期比 15%程度のリバウンドが見込まれる。とはいえ、コロナ禍で落ち込んだ分の 4 割程度を回復するに過ぎず、本格回復とは言い難いだろう。

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、頭打ち気味の推移が続くものと予想する。その結果、20年度は▲6.5%成長と6年ぶりが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」を参照）。



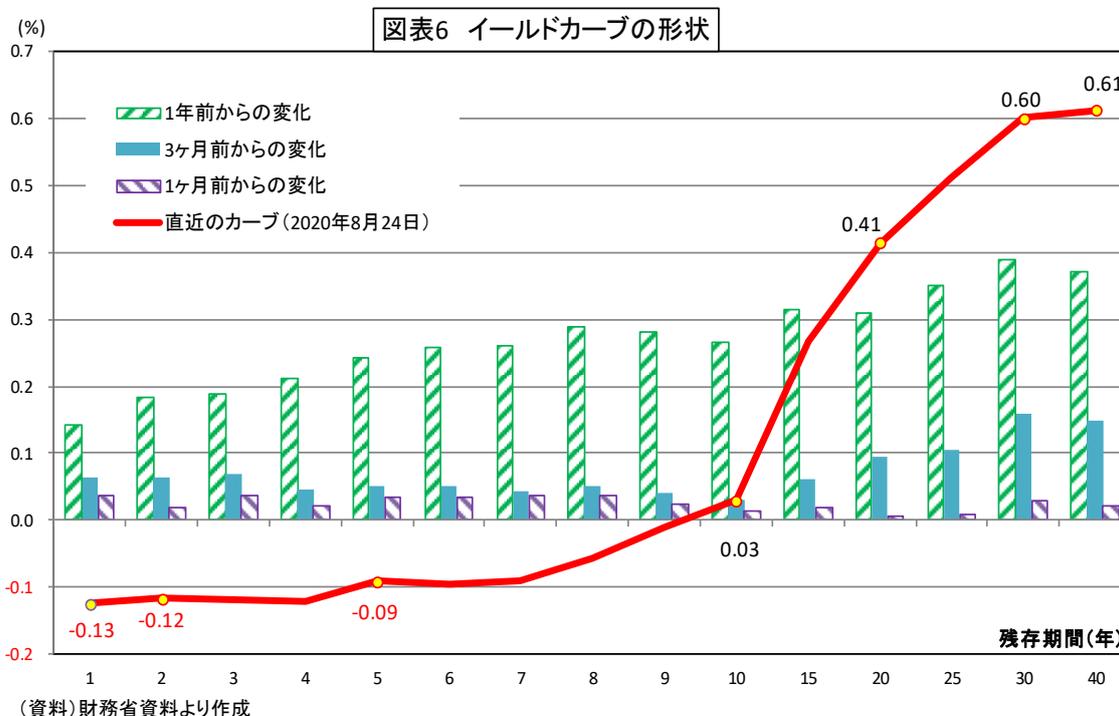
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：年度下期にかけて下落圧力が継続

7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6月に続き、前年比横ばいとなった。19年10月からの教育無償化政策とこれまでの原油安に伴うエネルギーの下落が主な物価押下げ要因である状況には変わりはないが、それ以外にも生鮮食品、携帯電話通信料や火災・地震保険料に値上げの動きが見られている。

とはいえ、4～6月期の実質民間消費(GDPベース)は前年比で1割超(▲10.9%)の落ち込みとなるなど、コロナ禍によって消費を取り巻く需給バランスが大きく崩れている割には、その影響はあまり出ていないように感じられる。今後しばらく新型コロナの感染は燻り続けるのであれば、消費の本格的な回復は困難であり、需要不足状態が半ば定着すること、さらに家計

の所得環境は年度下期にかけて厳しさを増していくことを踏まえると、20年度下期にかけても物価下落圧力の高い状態が継続することになるだろう。



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

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。3月の金融政策決定会合では、短期政策金利を▲0.1%、10年国債利回りを0%±0.2%に誘導するというイールドカーブ・コントロールを達成するために必要なだけ国債を買い入れる方針を示したほか、ETF、J-REITの買い入れについても、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、積極的な買い入れを行うこととした（原則的な買い入れ方針は、従来通りそれぞれ年間約6兆円、同約900億円に相当するペース）。

また、企業の資金繰り支援策については、CP・社債等の買い入れ額を上限20兆円まで引き上げたほか、約90兆円の新型コロナ対応特別オペを導入、両者を合わせて総枠110兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」を創設した。黒田総裁は、今後の情勢次第ではさらに拡充する意向を示している。

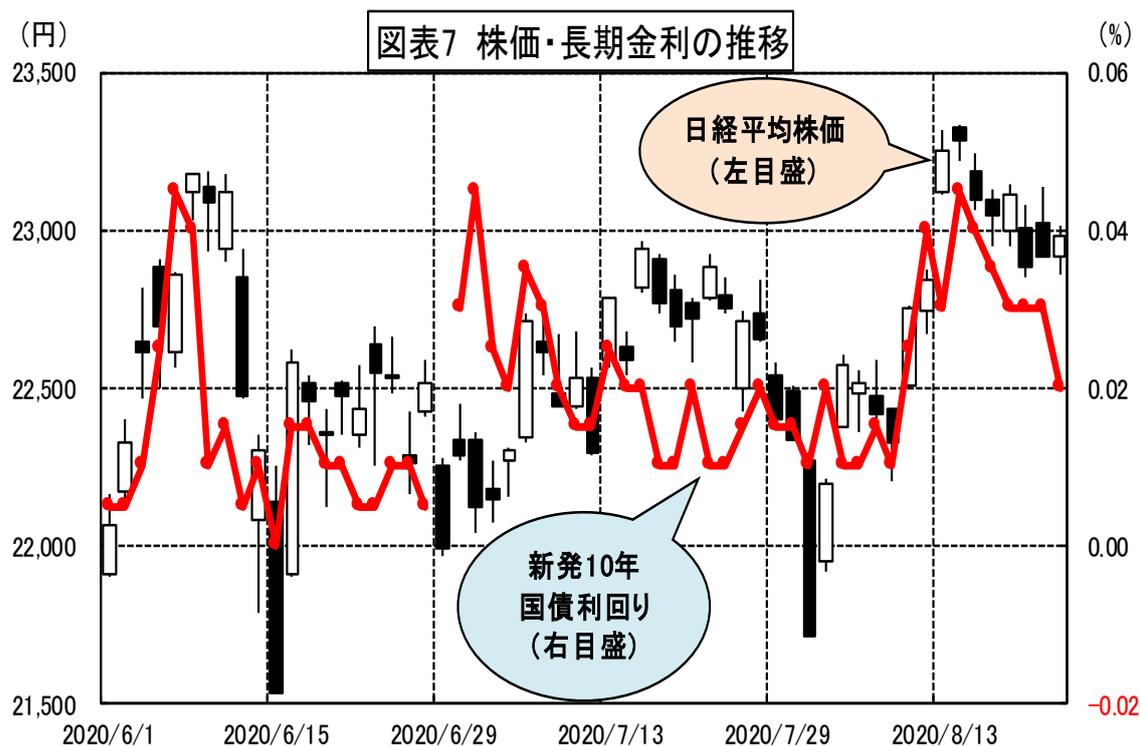
一方、イールドカーブ・コントロール政策における長短政策金利の水準については、これまでのところ変更はない。上述の

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示したものの、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当面ないだろう。

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、感染再拡大や米中摩擦の激化などへの警戒感が交錯し、ボックス圏でのみ合いが続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)6/29の新発10年国債は出会いなし。

10年ゾーンはゼロ%近傍での推移

① 債券市場

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、日銀を含む主要國中銀による潤沢な資金供給や国債買入

国債増発に伴って 超長期ゾーンは高 めの推移

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13兆円前後で、「コロナ前」とほとんど変化はない。

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、超長期ゾーンには上昇圧力がかかっている。今後、内外経済の回復期待が高まる局面では金利上昇圧力が強まる可能性があるだろう。もちろん、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るだろうが、超長期ゾーンは高止まりすることは不可避であろう。

② 株式市場

上値の重い展開

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、その後は23,000円を挟んだもみ合いが続いている。

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、ワクチンや特效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する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

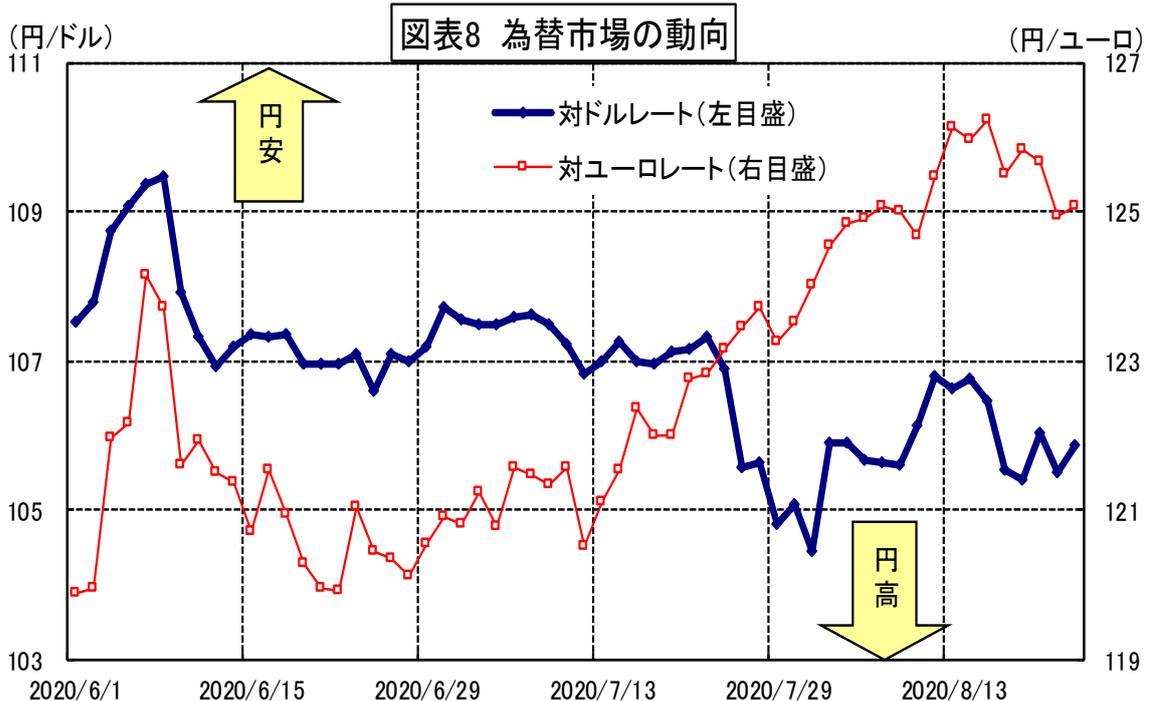
③ 外国為替市場

緩やかな円高基調

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。

先行きについては、日米両国ともに最大限の財政金融政策を採用しており、特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。一方、新型コロナの感染状況や米中摩擦の行方次第では一段と円高圧力が高まる場面も想定しておくべきであろう。



(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警戒が高まり、ユーロ高が一旦修正される場面もあったが、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。

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いこともあり、ユーロ高が一段と進行する可能性は薄いと思われる、方向感の乏しい展開に移行するものと予想する。

(20. 8. 24 現在)