

農林中金総合研究所 2020～21年度改訂経済見通し

感染再拡大リスクと隣り合わせの内外経済

～日本経済見通し：2020年度：▲6.5%（下方修正※）、21年度：2.7%（据え置き※）～

※20年6月時点の当総研見通しとの比較

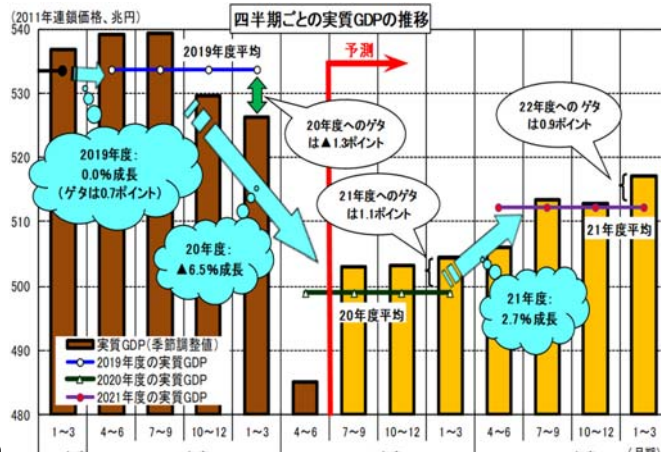
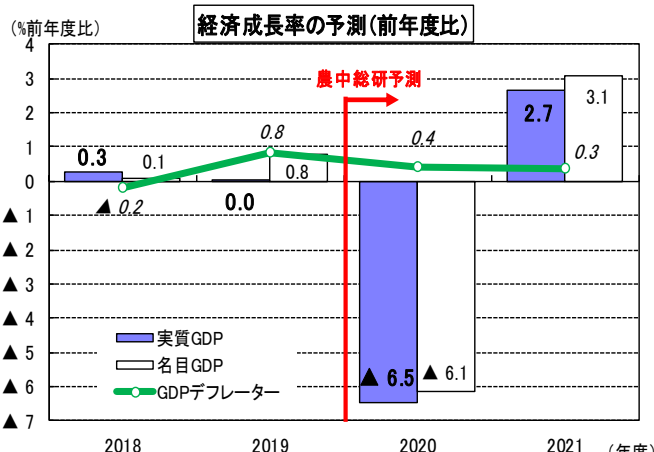
2020年8月20日

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さ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 》

- 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、内外の経済活動が大幅に制限された結果、4～6月期の実質GDPは過去最大級のマイナス成長に陥った。
- 感染拡大がひとまず落ち着いたことで、5月以降は日本や欧米主要国では経済活動が再開されたため、足元7～9月期には一定のリバウンドが見られ、4四半期ぶりのプラス成長と予想される。ただし、**20年度下期も日本を含む主要国で新型コロナの感染が爆り続けるとの前提の下**、持ち直しには当分の間限度があり、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。さらに、慢性的な需要不足状態が継続することで、過剰を抱える企業では雇用や設備投資に対して抑制的になる可能性もあるだろう。20年度の経済成長率は前年度比▲6.5%と、6年ぶり、かつ戦後最大のマイナスと予想される。
- 政府は新型コロナ対策として大規模な財政政策を発動しているが、今後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。とはいえ、ワクチンや治療薬が開発されない限り、コロナ前の経済水準に戻るのには難しいだろう。



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
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

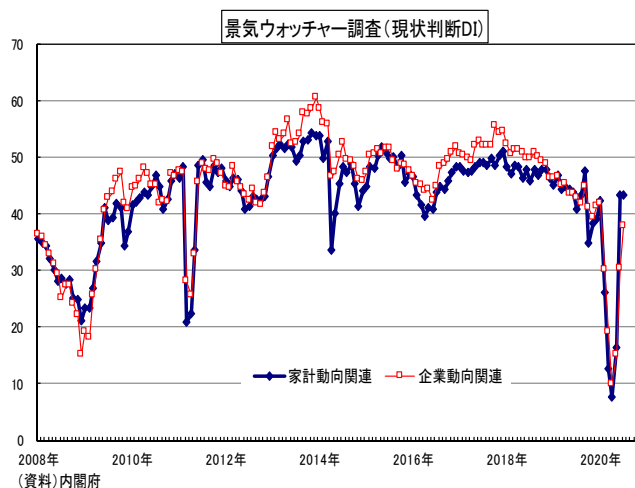
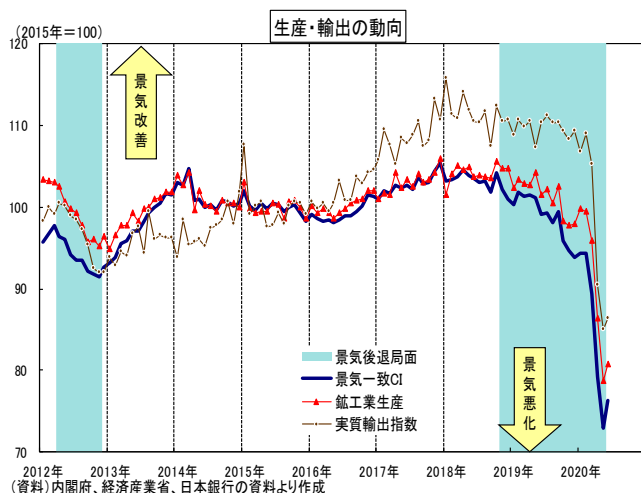
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

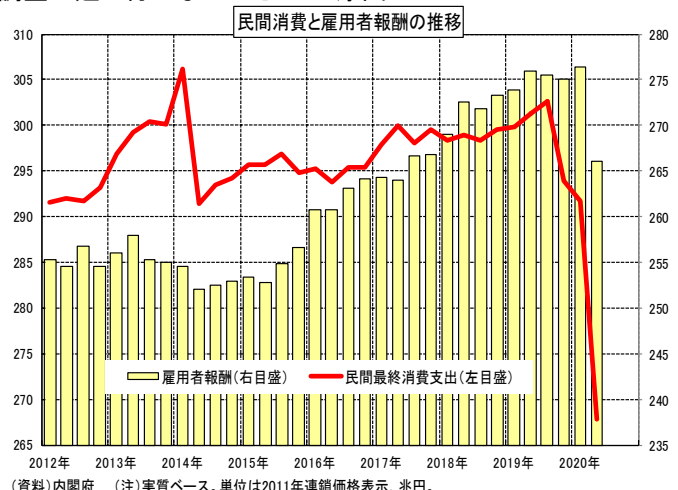
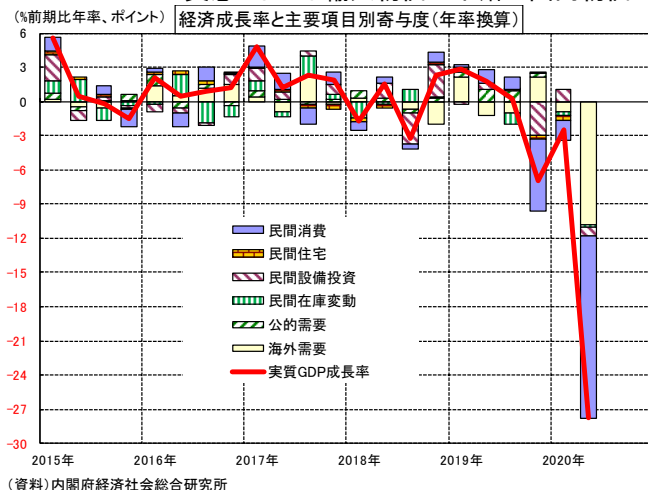
- 景気動向：6月には持ち直しが始まったが、感染再拡大リスクもみられ、「順調」とは程遠い
 - － 緊急事態宣言は5月下旬までに順次解除され、経済活動は再開された
 - ・ 消費、生産、輸出などの主要指標はいずれも5月に底入れ
 - － 6月の景気動向指数によれば、景気の基調判断は11ヶ月連続の「悪化」ながらも、早ければ8月分で「下げ止まり」に上方修正される可能性も
 - － 7月の月例経済報告では、国内景気について「依然として厳しい状況にあるが、このところ持ち直しの動きがみられる」へ基調判断を上方修正
 - － 一方、7月の景気ウォッチャー調査によれば、現状判断DIは3ヶ月連続で改善したものの、新型コロナの新規感染者数が再び増加したこと等から先行き判断DIは悪化に転じた



農林中金総合研究所

4

- 4～6月期GDP: 3四半期連続かつ過去最大級のマイナス成長(前期比年率▲27.8%)
 - 実質GDP(年率換算)は485兆円と、東日本大震災発生後(11年4～6月期)の規模まで一気に縮小
 - 緊急事態宣言の下、民間消費(前期比▲8.2%)が大きく落ち込んだほか、民間住宅投資(同▲0.2%)、民間企業設備投資(同▲1.5%)など民間最終需要も減少
 - 公的需要も前期比▲0.02%と2四半期連続で減少、景気の下支え役を果たせず
 - 海外経済の悪化から輸出等は同▲18.5%と2四半期連続、輸入等も国内景気の悪化によって同▲0.5%と3四半期連続で、いずれも減少
 - 外需寄与度(対前期比成長率)は▲3.0ポイントと2四半期連続のマイナス
 - GDPデフレーターは前年比1.5%へ加速(5四半期連続のプラス)
 - 実態としては輸入物価の下落に国内物価の調整が追いつかなかったことが原因

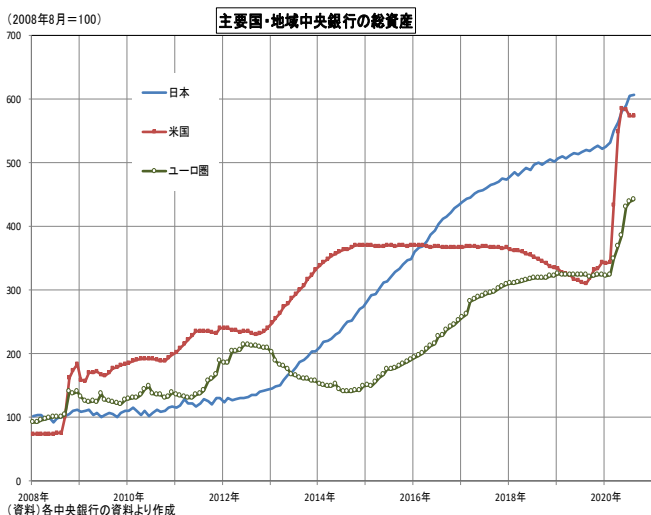
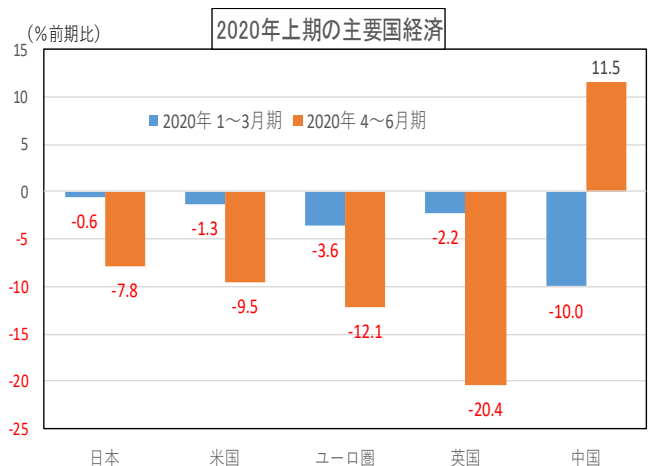


農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

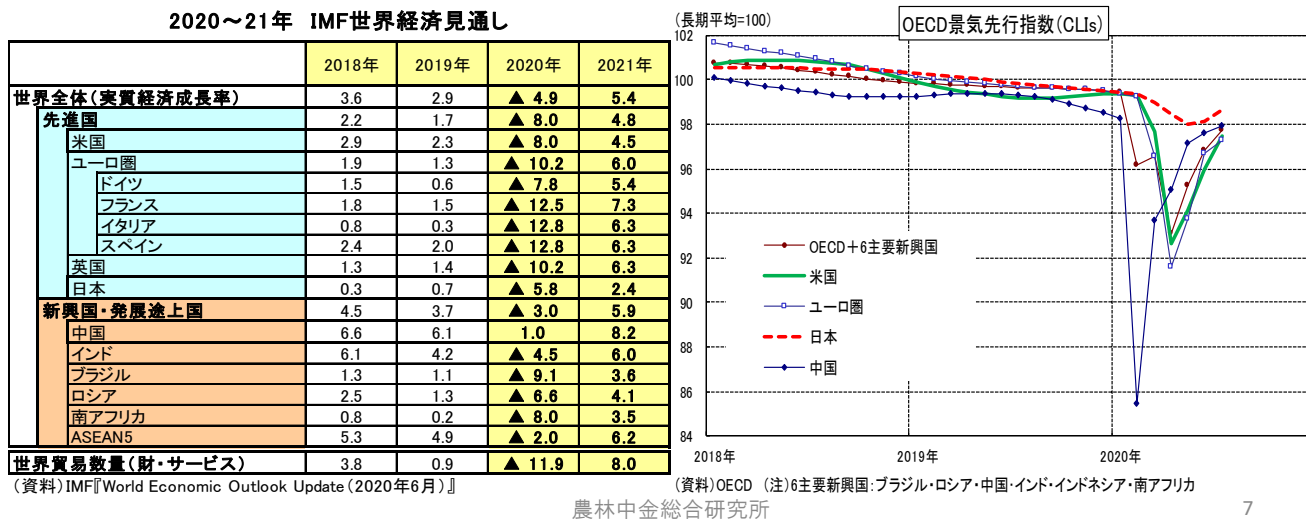
- 新型コロナの感染拡大を受けて、主要先進国では都市封鎖、国境閉鎖などの強硬措置をとった結果、大幅なマイナス成長に陥った
 - 感染がいち早く収束に向かった中国は4～6月期にプラス成長へ転換
- 主要国政府はコロナ禍への対応として大規模な財政政策を断続的に発動
- 各中央銀行も同様に、ゼロ金利政策の復活や資産買入れの強化、さらには企業の資金繰り支援など異例の政策運営で対応
- 4～5月にかけて日本や欧米各国では移動制限などを徐々に緩和し始めたが、一部で感染が再拡大する動きも散見される



農林中金総合研究所

6

- 国際機関による世界経済見通し: 下方修正が継続
 - IMF世界経済見通し(2020年6月発表)は8回連続での下方修正
 - 20年の世界全体の成長率は前年比▲4.9%、世界貿易数量も同▲11.9%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の可能性を指摘
 - OECD経済見通し(2020年6月発表)は2つのシナリオを並列的に示した
 - このまま感染が収束に向かうケース: 20年の世界経済の成長率は▲6.0%、21年は5.2%
 - 21年末時点でもコロナ前のGDP水準には到達しない
 - 20年末にかけて感染第2波が襲来するケース: 20年の世界経済の成長率は▲7.6%、21年は2.8%
- OECD景気先行指数(CLIIs): 回復傾向
 - 中国に続き、欧米など先進国でも持ち直しが見られるが、いずれもコロナ前の水準に及ばず



2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向: 緩慢な回復へ
 - 20年4～6月期のGDPは前期比年率▲32.9%成長(速報)
 - 7月時点の雇用者数は新型コロナウイルス感染拡大前の2月と比べて8.5%少ない
 - 感染再加速の影響から雇用の回復は鈍く、消費者マインドも頭打ち
 - 見通しのポイントとしては、新型コロナウイルス見通し期間中は収束に向かわず、小さい再拡大の波が幾度か来るという仮定のもと、①20年下期から徐々に回復が始まること、②継続的な財政政策による下支えが予想されること、③米中対立の激化から、設備投資、貿易の回復は鈍化することなどが挙げられる
 - 成長率見通し: 20年は▲5.0%、21年は3.2% (20年は▲4.2%、21年は3.9%からそれぞれ下方修正)

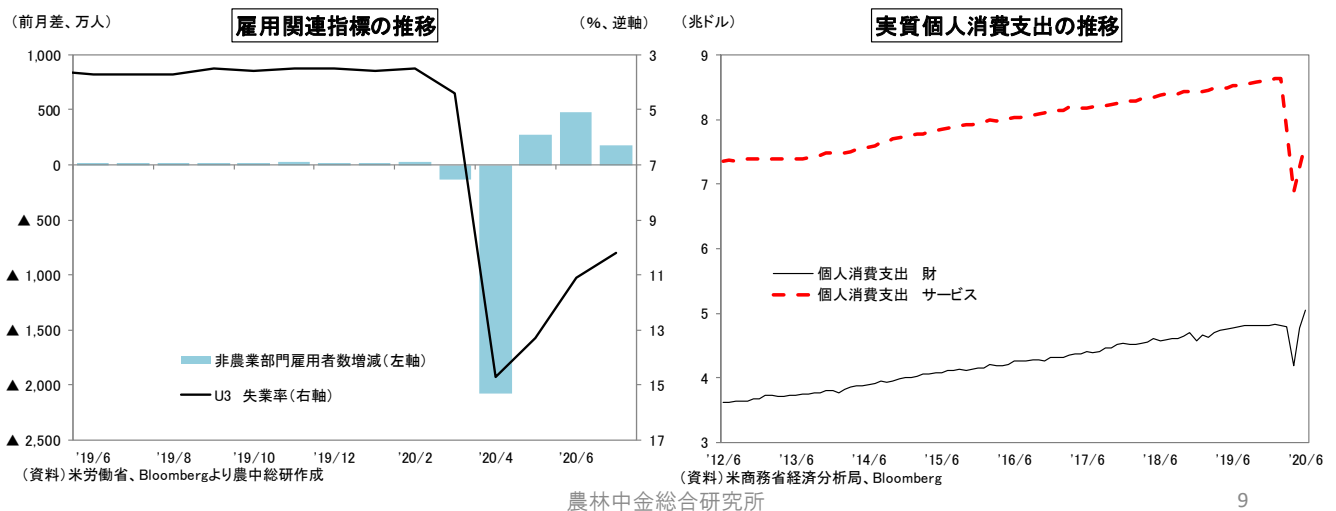
予測表(四半期)

		(予測一)											
	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	%	2.9	1.5	2.6	2.4	▲5.0	▲32.9	20.4	5.5	3.8	3.9	3.7	4.4
個人消費支出	%	1.8	3.7	2.7	1.6	▲6.9	▲34.6	18.2	6.7	4.9	3.8	3.5	3.8
民間設備投資	%	4.2	0.0	1.9	▲0.3	▲6.7	▲27.0	▲18.6	▲4.9	5.2	8.6	12.8	12.4
民間住宅投資	%	▲1.7	▲2.1	4.6	5.8	19.0	▲38.7	39.6	17.0	2.0	1.9	1.9	1.9
輸出	%	1.8	▲4.5	0.8	3.4	▲9.5	▲64.1	45.0	38.7	9.0	9.7	7.7	8.4
輸入	%	▲2.1	1.7	0.5	▲7.5	▲15.0	▲53.4	49.2	7.2	6.7	9.3	9.1	7.6
政府支出	%	2.5	5.0	2.1	2.4	1.3	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.0	1.9
非農業部門雇用者数増減	万人	13.9	15.9	20.3	21.0	▲30.3	▲442.4	25.0	30.0	30.0	35.0	35.0	40.0
失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	13.0	10.0	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0
賃金上昇率	%	3.4	3.3	3.4	3.2	3.2	6.5	5.0	4.5	4.0	4.0	3.8	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.7	1.8	1.6	1.8	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
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	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4

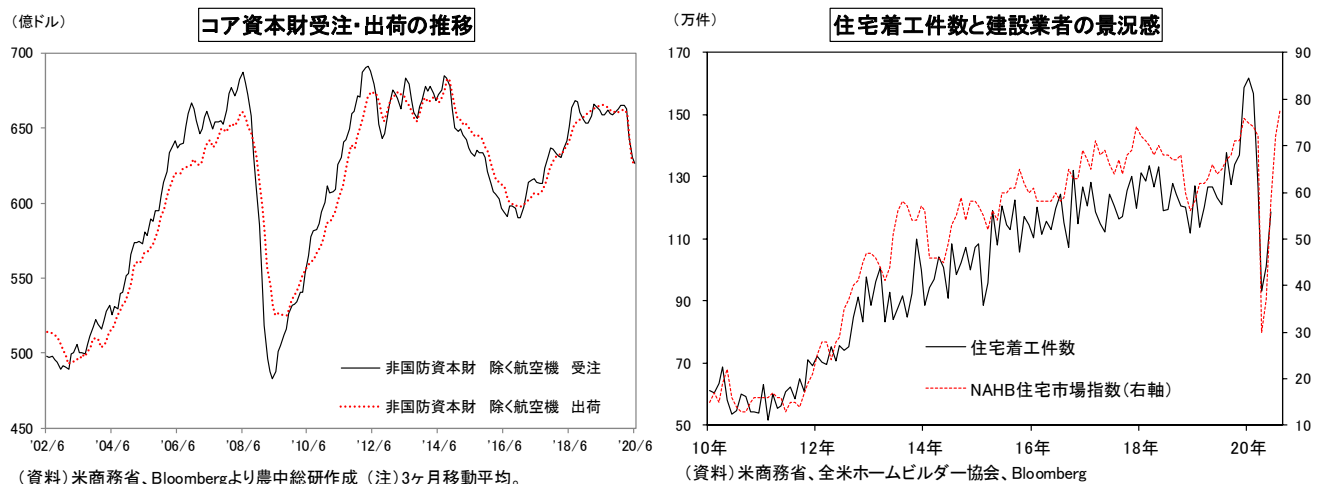
(資料) 米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(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。

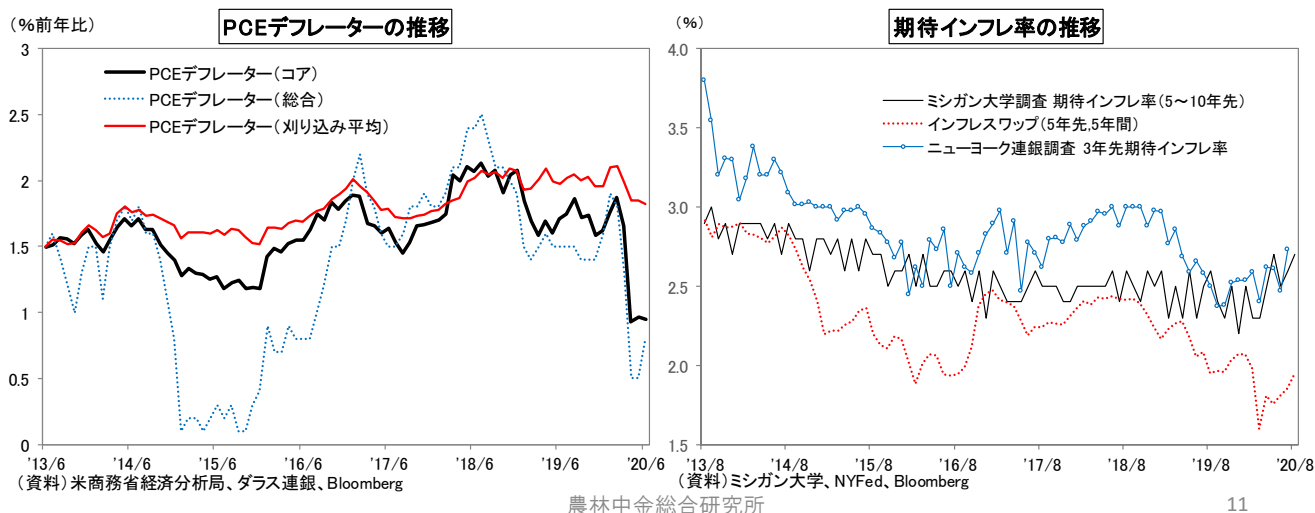
- **雇用: 急速な雇用喪失と緩慢な回復**
 - 労働者の16%に相当する2,079万人が失業した4月から、782万人の雇用が回復したが、7月の失業率は10.2%と依然として高止まりしている
 - 第2波、第3波への警戒や、行動様式の変化から雇用の戻りは緩やかなペースにとどまると思われる
- **消費: 鈍い回復ペースを想定**
 - 雇用の鈍い回復に伴い、消費の回復も緩慢なペースを想定
 - 失業給付金拡充措置の延長などが期待されている



- **貿易: 鈍い回復を想定**
 - 新型コロナウイルスの感染再拡大が警戒されるなか、中国企業の締め出しもあり、鈍い回復を想定
- **設備投資: 非常に鈍い回復を想定**
 - 米中対立、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**
 - 超緩和的な環境による歴史的な低水準の住宅ローン金利が下支えとなり、住宅投資は底堅い推移を見込む



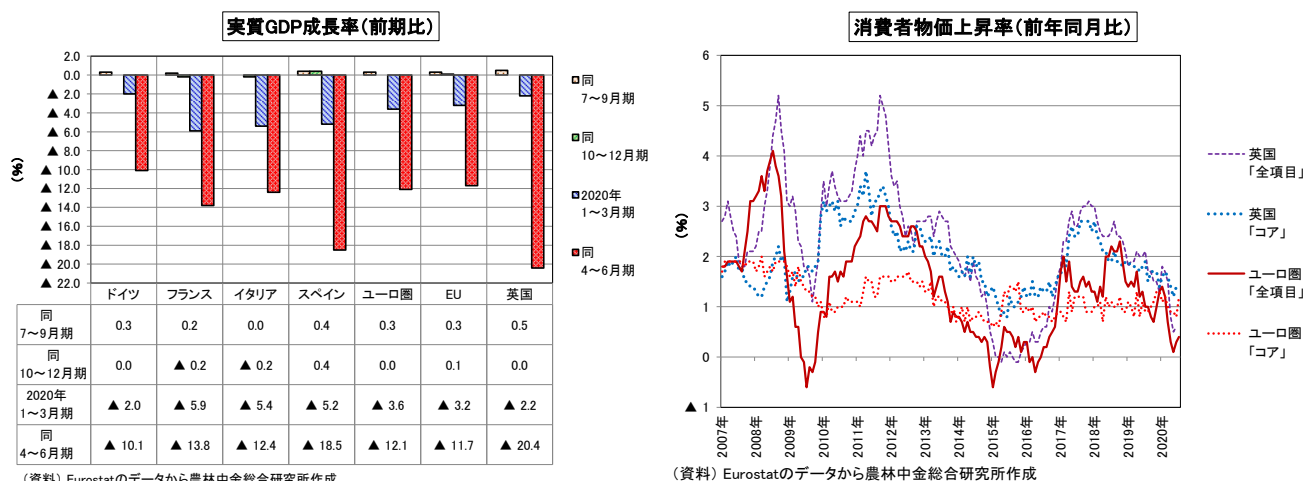
- インフレ率：
 - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.0%前後で推移
 - 需給バランスが崩れたことからディスインフレ傾向が強まる見込み
- 金融政策：
 - FRBは、約4年ぶりとなるゼロ金利政策に加え、社債購入、地方政府への資金供給、無制限の国債買い入れなど矢継ぎ早の危機対応を行う
 - 金融政策の枠組み変更を検討中であるが、インフレ埋め合わせ戦略などの導入により緩和度合がより強まる可能性も
- 財政政策：
 - これまでに総額3兆ドル規模の対策を講じたが、さらに追加的な財政政策が講じられる見通し



11

2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気動向(20年4~6月期の実質GDP成長率)
 - 感染症拡大の影響が20年3月から本格化、4~6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▲12.1%(20年1~3月期:▲3.6%)、前年同期比成長率は▲15.0%(同:▲3.1%)
 このうち、経済規模の大きい4ヶ国では、
 - スペインの下落が最大で、前期比成長率は▲18.5%
 - ドイツの下落が最小で、前期比成長率は▲10.1%
 - EUでは、前期比成長率は▲11.7%(20年1~3月期:▲3.2%)、前年同期比成長率は▲14.1%(同:▲2.5%)
 - 英国では、前期比成長率は▲20.4%(20年1~3月期:▲2.2%)、前年同期比成長率は▲21.7%(同:▲1.7%)



農林中金総合研究所

12

- 主要な経済指標
 - ユーロ圏：小売売上高の回復は速いが、鉱工業生産などは鈍い
 - ・ 20年6月の鉱工業生産指数は、前月比で9.1%の上昇ながら、前年同月比では12.3%の低下
 - ・ 同月の小売売上高は、前月比で5.7%の上昇、前年同月比でも1.3%の上昇
 - ・ 同月の失業率は7.8%と、前月の7.7%から小幅上昇
 - ドイツ：小売売上高の回復は速いが、鉱工業生産などは鈍い
 - ・ 20年6月の製造業受注指数は、前月比で27.9%の上昇ながら、前年同月比では11.3%の低下
 - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で8.9%の上昇ながら、前年同月比では11.7%の低下
 - ・ 同月の輸出額は、前月比で14.9%の上昇ながら、前年同月比では14.6%の低下
 - ・ 同月の小売売上高は、5月の急回復の反動で前月比1.6%の低下ながら、前年同月比では3.2%の上昇
 - ・ 同月の失業率は4.2%と、前月の4.1%から小幅上昇
 - 英国：小売売上高の回復は速いが、鉱工業生産などは鈍い
 - ・ 20年6月の鉱工業生産指数は、前月比で9.3%の上昇ながら、前年同月比では12.5%の低下
 - ・ 同月の小売売上高は、前月比で13.5%の上昇、前年同月比でも1.7%の上昇
 - ・ 20年5月の失業率は3.8%と、前月の3.9%から小幅低下
- 物価動向
 - 足元では、消費者物価上昇率は小幅上昇
 - ・ ユーロ圏では、20年7月の消費者物価上昇率(前年同月比)は、前月の0.3%から0.4%に上昇
 - ・ 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0.8%から1.2%に上昇
 - ・ 英国では、20年6月の消費者物価上昇率(前年同月比)は、前月の0.5%から0.6%に上昇
 - ・ 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1.2%から1.4%に上昇

農林中金総合研究所

13

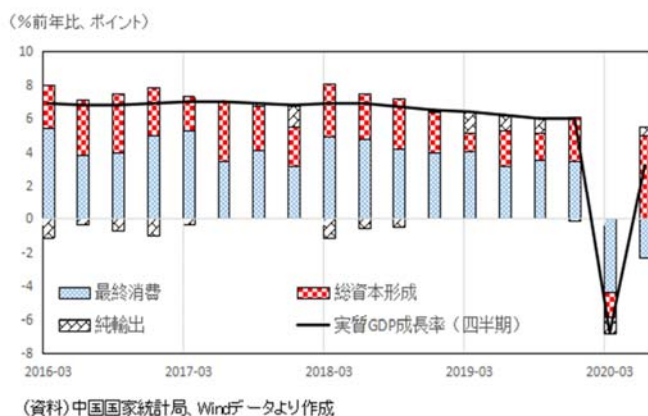
- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)
 - ・ ECBは7月の政策理事会で、中銀預金金利の▲0.5%など、現行の金融政策を維持
 - ・ ユーロ圏の経済活動は再開しているが、見通しは依然として極めて不確実であるとした
 - ・ 収入の減少や極めて高い不確実性が、個人消費や企業の設備投資を引き続き圧迫していると指摘
 - イングランド銀行(BOE)
 - ・ BOEは8月の金融政策委員会で、政策金利の0.1%など、現行の金融政策を維持
 - ・ インフレ率が目標の2%付近に戻るには、向こう2年間程度を要するとの見通し
- 財政政策
 - 各国は機動的な財政出動に注力
 - 欧州理事会は7月、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU(NGEU)」(7,500億ユーロ)の設立に合意
- 景気見通し
 - 感染症拡大防止措置の段階的緩和に伴い、経済活動は4月にはいったん底打ち
 - しかし、先行きの不透明感は強く消費や投資の手控えが継続、貿易の回復も鈍く、景気の回復は緩やか
 - ・ 足元で消費の回復が速いが、一時的な反動の可能性
 - ・ むしろ今後、失業者が増加する見込み
 - 20年の実質GDP成長率は、ユーロ圏、EU、英国で、各前年比▲9%、▲9%、▲10%程度を見込む
 - ・ 大規模な感染症の再拡大はないとの前提

2 世界経済の動向 ④中国

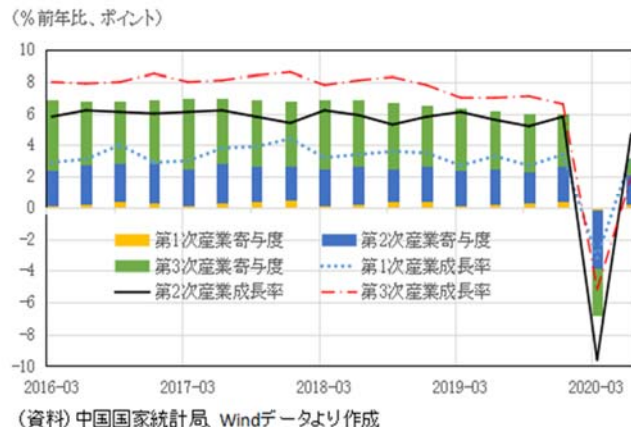
● 景気動向

- 20年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
 - これまで成長を牽引してきた最終消費が引き続きマイナス寄与となる一方、総資本形成(投資)がプラス成長に大きく貢献したことが特徴的
 - 前年比成長率に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:▲2.35ポイント、総資本形成:5.01ポイント、純輸出:0.53ポイント
- 産業別にみると、第1次産業(農業)、第2次産業(製造業)、第3次産業(サービス業)はそれぞれ前年比で3.3%、4.7%、1.9%と、第2次産業が牽引する格好
- 足元の景気は緩やかに回復しているものの、消費・投資は前年割れが続いており、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成長率と需要項目別の寄与度



産業別の実質成長率とGDP成長率への寄与度



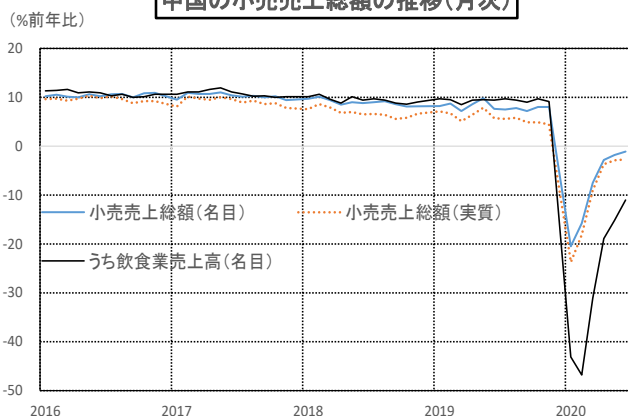
農林中金総合研究所

15

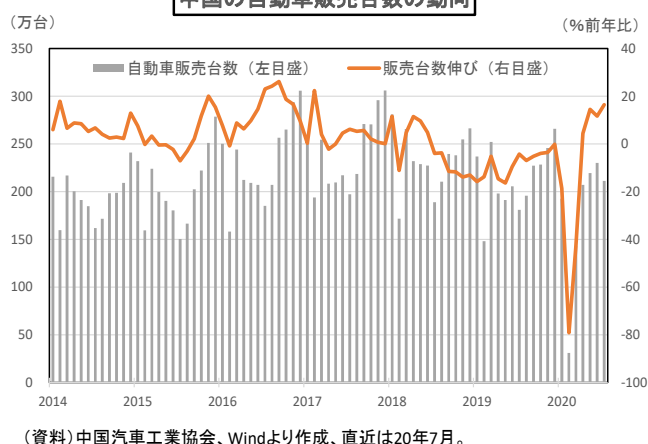
● 個人消費

- 7月の小売売上総額は名目で前年比▲1.1%と、3月(同▲15.8%)、4月(同▲7.5%)、5月(同▲2.8%)、6月(同▲1.8%)から減少幅が縮小したものの、依然としてマイナスのまま
- 飲食業売上高は同▲11.0%と減少幅が依然として大きく、移動の自粛・規制や企業経営の厳しさによる雇用環境の悪化などから不要不急とされる消費を中心に手控えられた状況は続いた
- 一方、1～7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15.7%、自動車販売台数も同16.4%と底堅く推移するなど、消費を下支えした
- 先行きは観光や娯楽業の再開、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、家計の所得環境をめぐる厳しさが続くなか、新型コロナ感染の不安から日常生活に自粛や規制が当面続くほか、南部を流れる長江流域が記録的豪雨による水害に見舞われていたこともあり、消費が正常化するにはなお時間がかかるだろう

中国の小売売上総額の推移(月次)



中国の自動車販売台数の動向



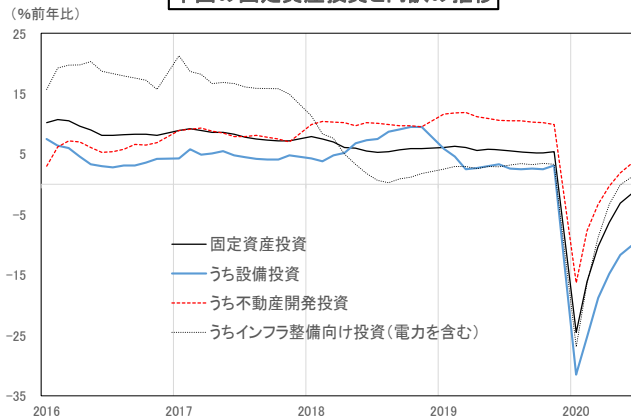
農林中金総合研究所

16

固定資産投資

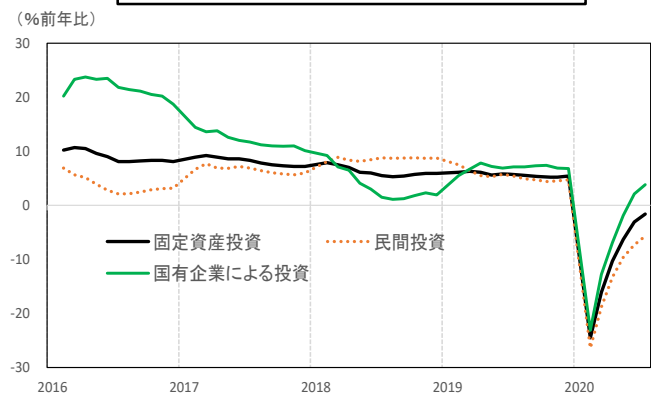
- 1～7月期の固定資産投資(総資本形成に相当)は前年比▲1.6%と、1～6月期(同▲3.1%)から減少幅が縮小したが、前年割れ状態は継続
 - 投資分野別では、設備投資が同▲10.2%と大幅なマイナスである一方、不動産開発投資とインフラ整備向け投資はそれぞれ同3.4%、1.2%と底堅い
 - 投資主体別では、民間投資は同▲5.7%と前年割れ状態が続いたが、国有企業による投資は同3.8%と加速、投資全体を下支えた
- 先行きについては、設備投資が増加に転じるにはなお時間がかかるが、金融・財政対策の効果を受けてインフラ整備向けの投資が加速するほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られ、全体として回復ペースは早まっていく

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は1～7月期。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成

農林中金総合研究所

17

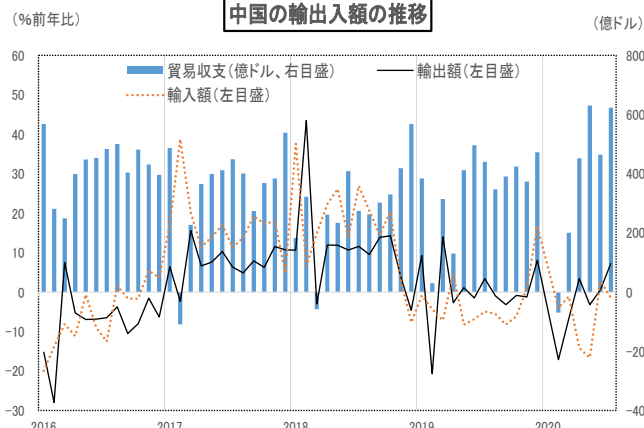
輸出入

- 予想に反し、7月の輸出額(ドルベース)は前年比7.2%へ加速したが、輸入額(同)は同▲1.4%と減少に転じ、貿易収支は623億ドルの黒字に
 - マスク・人工呼吸器など医療用物資に加え、生産活動が停止した国・地域向けへの代替品の輸出が増加
- 先行き、輸出については、海外の経済活動の再開によって押し下げ圧力は弱まるものの、海外需要の弱さが続くと思われるほか、米中摩擦の激化も懸念材料となり、大幅な加速は見込みにくい

経済見通し

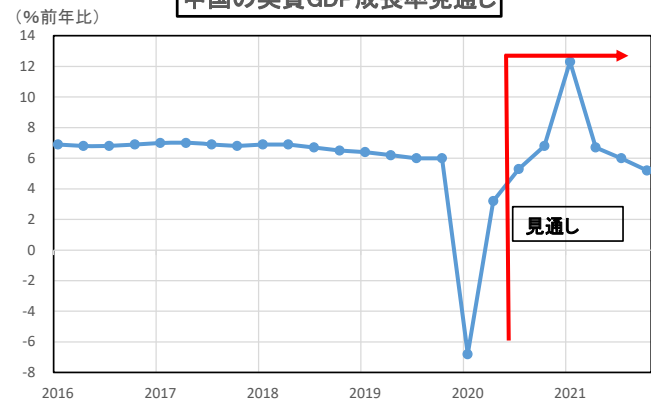
- これまで打ち出された経済対策の効果が顕在化し、20年後半の成長率は前年比5～6%に戻る
- 4～6月期の成長率の急回復を受けて20年を通しては前年比2.4%(前回の2.1%から0.3ポイント上方修正)、21年は同7.4%(前回の8.2%から0.8ポイント下方修正)と予測

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7月、20年2月の数字は1、2月の合計。

中国の実質GDP成長率見通し



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、見通しは当社予想。

農林中金総合研究所

18

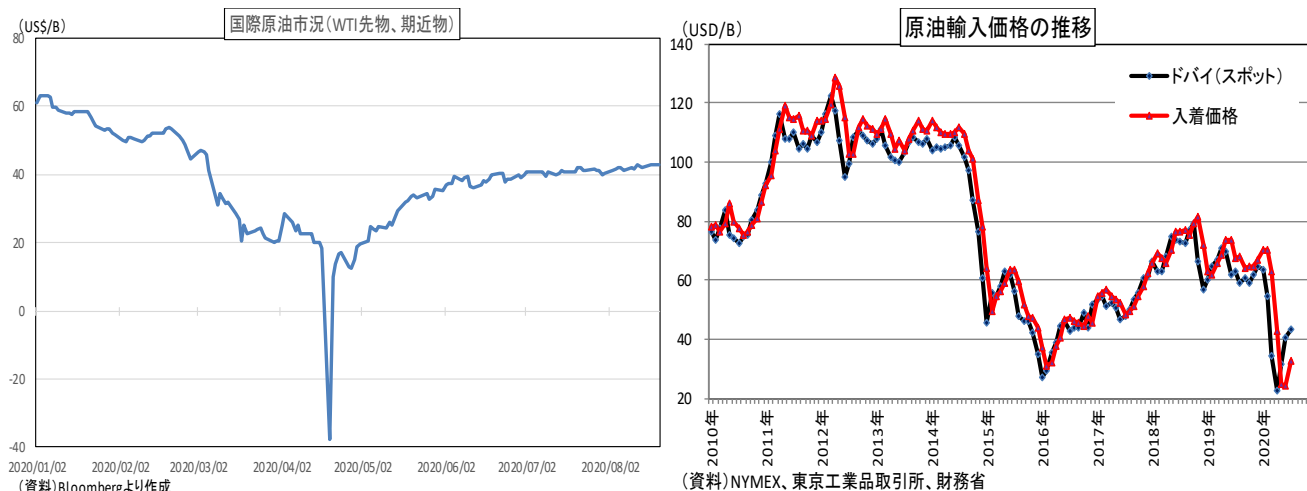
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: 協調減産により安定化

- 17年1月から協調減産を実施してきたOPECプラスによる協調減産(17年1月～)は20年3月で一旦終了したが、アメリカの仲介により23ヶ国は5～6月に日量970 万バレル(世界生産量の約1 割)、7～12月に日量770万バレル、21年1月～22年4月に580万バレルを協調減産することで合意
 - ・ 4月には原油価格(WTI先物、期近)は初のマイナスへ一時的に下落する場面も
 - ・ その後、日量970万バレル減産を7月末まで延長、減産目標も概ね遵守され、価格は安定化

- 原油入着価格の見通し

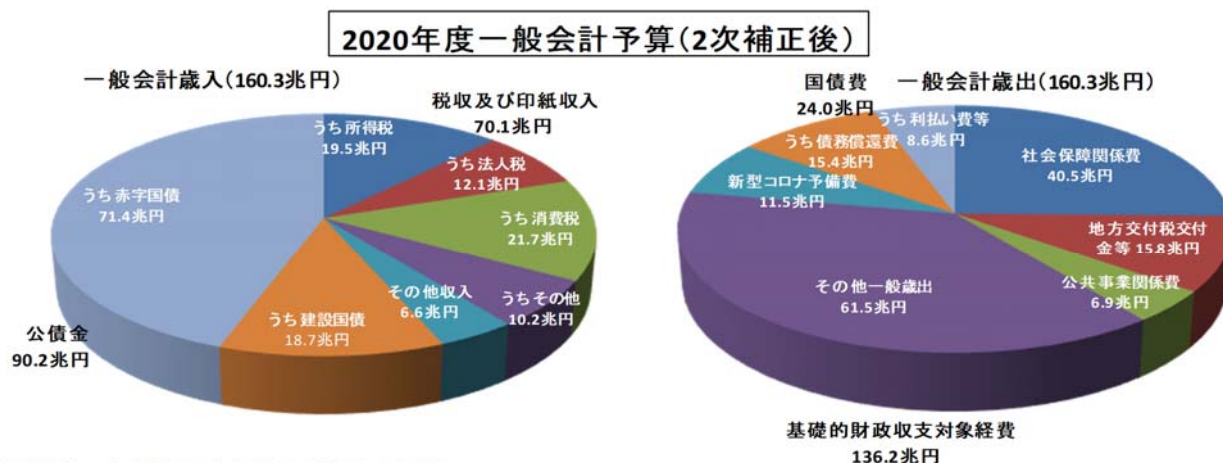
- － 原油需要の急回復は期待できず、原油価格は軟調に推移するとみられることから、国内への入着価格は20年度下期は40ドル/バレル前後、21年度は40ドル/バレル台後半で推移と予想



3 国内の経済政策

- 財政政策:2度の補正編成を経て20年度は総額160兆円超の予算規模に

- 新型コロナ対策として、政府は19年度補正予算(総額3.2兆円)、20年度第1次補正予算(総額25.7兆円)、同第2次補正予算(総額31.9兆円)を編成
- 20年度の新規国債発行額は90.2兆円(当初予算では32.6兆円)に、財投債は54.2兆円(同じく12.0兆円)へ、それぞれ大幅に増額
- 新型コロナウイルス対策として11.5兆円の予備費を計上
 - ・ 8月7日には「持続化給付金」事業への充当などとして1兆1,257億円の支出を閣議決定
- 景気悪化や納税猶予などから歳入欠陥は濃厚であり、さらに国債が増発される可能性も

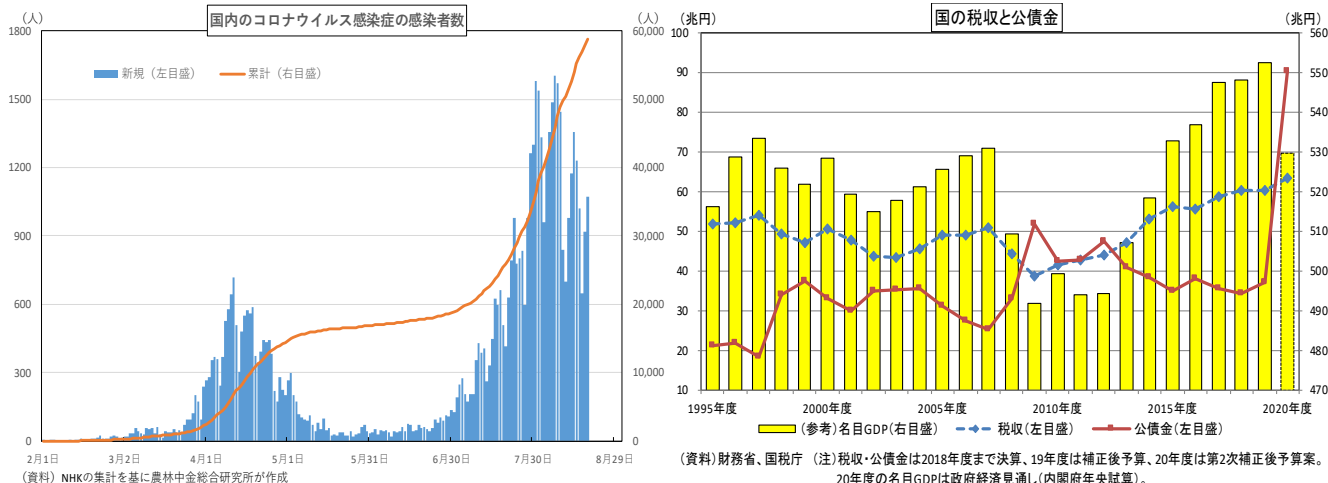


21年度予算の編成方針

- 現時点で必要な経費を見積もることは困難で、かつ作業負担軽減のため、要求期限を9月30日へ先延ばし、予算額を決めずに仕組みや手続きをできる限り簡素なものとする方針
 - 要求額は基本的に20年度当初と同額、新型コロナ対策経費については別途、要望が可能とする
 - 年金・医療等に係る経費の高齢化等に伴ういわゆる自然増、SACO・米軍再編関係経費、厚生年金保険事業に係る国庫負担の繰入れに必要な経費、社会保障の充実等の平年度化に伴う対前年度からの増加の取扱いなどについては予算編成過程で検討

「骨太方針2020」は財政健全化目標に触れず

- 25年度の基礎的財政収支黒字化の達成はほぼ不可能、コロナ後に向けた目標の再構築が焦点に

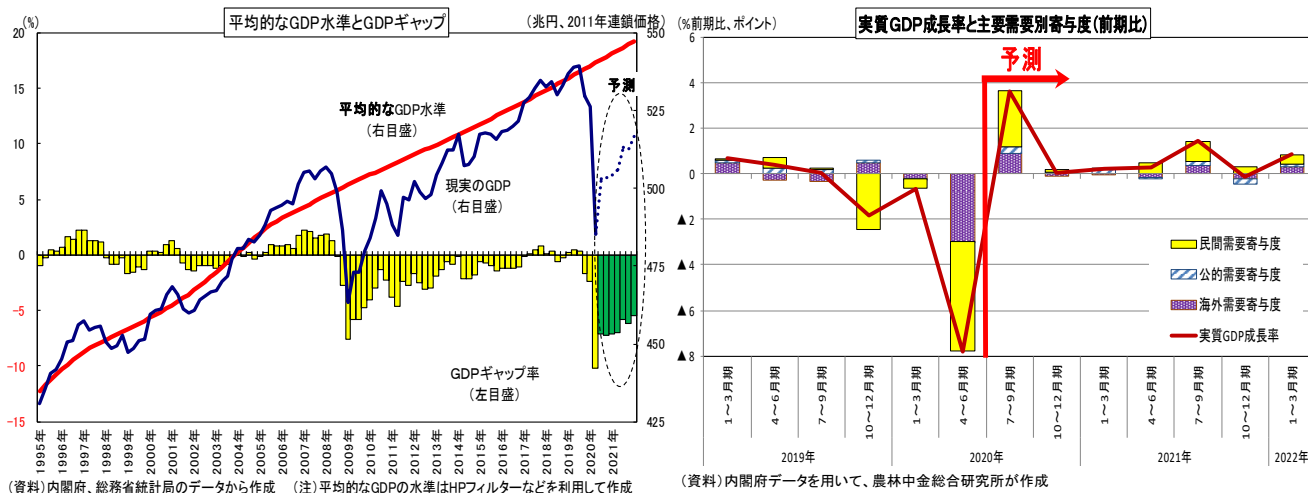


農林中金総合研究所

21

4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2020年度は▲6.5%成長と戦後最大のマイナス成長、21年度は2.7%成長と、鈍いリバウンド
 - 足元7～9月期は、経済活動が再開されたこともあり、前期比年率15.5%と4四半期ぶりにプラスに転じるが、コロナ前から落ち込んだ分の4割程度しか取り戻せず
 - 20年度下期も日本を含む主要国で新型コロナの感染が爆り続けるとの前提の下、経済活動水準の持ち直しペースはなかなか上がらず、足踏みに近い状態が続く
 - 医療崩壊が懸念される場合には経済活動が再び制限される可能性も
 - その後、21年度にかけて世界全体でも持ち直しの動きが継続、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、夏場にかけて成長ベースが一旦加速
 - 五輪パラ終了後は一旦調整するものの、持ち直しの動き自体は緩慢ながらも継続
 - 直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準の回復は早くとも24年度以降と想定



農林中金総合研究所

22

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	▲ 6.1	3.1
実質GDP	%	0.3	0.0	▲ 6.5	2.7
民間需要	%	0.2	▲ 0.5	▲ 6.0	2.8
民間最終消費支出	%	0.1	▲ 0.6	▲ 6.4	3.8
民間住宅	%	▲ 4.9	0.5	▲ 4.4	0.0
民間企業設備	%	1.8	▲ 0.3	▲ 4.6	▲ 0.8
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
公的需要	%	0.8	2.5	1.6	1.1
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	1.7	1.2
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	1.5	0.5
輸出	%	1.7	▲ 2.6	▲ 16.6	7.7
輸入	%	2.6	▲ 1.5	▲ 2.7	5.0
国内需要寄与度	ポイント	0.4	0.2	▲ 4.1	2.5
民間需要寄与度	ポイント	0.2	▲ 0.4	▲ 4.5	2.2
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	▲ 2.3	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 (") (消費税率を除外) (消費税率・教育無償化政策の影響を除く)	%	0.8	0.6 (0.2) (0.5)	▲ 0.5 (▲ 0.9) (▲ 0.5)	▲ 0.1
完全失業率	%	2.4	2.4	3.4	3.5
鉱工業生産 (前年比)	%	0.3	▲ 3.6	▲ 14.3	4.2
経常収支	兆円	19.4	19.7	11.4	19.4
名目GDP比率	%	3.5	3.6	2.2	3.6
為替レート	円/ドル	110.9	108.7	105.9	109.5
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.03	▲ 0.05	▲ 0.05
新築10年物賃利回り	%	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。

	単位	2019年度 通期	2020年度 通期	2020年度 上期	2020年度 下期	2021年度 通期	2021年度 上期	2021年度 下期
実質GDP	%	0.0	▲ 6.5	▲ 6.4	3.9	2.7	1.1	1.8
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 6.0	▲ 5.2	3.4	2.8	1.3	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	▲ 6.4	▲ 6.2	5.4	3.8	1.8	2.1
民間住宅	%	0.5	▲ 4.4	▲ 2.6	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 4.8	▲ 1.7	▲ 3.2	▲ 0.8	▲ 0.3	1.5
公的需要	%	2.5	1.6	0.5	1.9	1.1	0.5	0.1
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	0.5	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	▲ 15.4	▲ 16.2	▲ 14.7	▲ 14.2	▲ 14.5	▲ 13.8
輸出	%	▲ 2.6	▲ 16.6	▲ 17.4	9.2	7.7	4.6	4.2
輸入	%	▲ 1.5	▲ 2.7	▲ 1.7	3.2	5.0	3.7	1.8
内需寄与度 (前期比)	%	0.2	▲ 4.1	▲ 4.1	1.7	2.5	1.2	0.9
民間需要 (")	%	▲ 0.4	▲ 4.5	▲ 4.2	1.3	2.2	1.0	1.0
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	▲ 2.3	▲ 2.7	0.3	0.2	0.0	0.1
デフレーター (前年比)	%	0.8	0.4	1.2	▲ 0.3	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	2.4	3.4	3.1	3.8	3.5	3.6	3.4
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 3.6	▲ 14.3	▲ 14.2	3.9	4.2	1.5	1.5
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.0	73.7	77.4	70.0	77.5	75.0	80.0
経常収支	兆円	19.7	11.4	4.6	6.8	19.4	9.6	9.8
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	円/円	108.7	105.9	106.8	105.0	109.5	109.0	110.0
通関輸入原油価格	円/バレル	67.9	38.4	34.3	42.5	46.3	45.0	47.5

	単位	2019年度 通期	2020年度 通期	2020年度 上期	2020年度 下期	2021年度 通期	2021年度 上期	2021年度 下期
名目GDP	%	0.8	▲ 6.1	▲ 7.3	▲ 5.0	3.1	3.5	2.7
実質GDP	%	0.0	▲ 6.5	▲ 8.4	▲ 4.6	2.7	3.2	2.2
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 6.0	▲ 8.5	▲ 3.6	2.8	3.1	2.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	▲ 6.4	▲ 9.1	▲ 3.6	3.8	4.7	2.9
民間住宅	%	0.5	▲ 4.4	▲ 6.2	▲ 2.4	0.0	▲ 0.0	0.0
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 4.8	▲ 5.4	▲ 3.9	▲ 0.8	▲ 2.5	1.1
公的需要	%	2.5	1.6	1.3	1.8	1.1	1.8	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	1.2	2.0	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	▲ 15.4	▲ 16.2	▲ 14.7	▲ 14.2	▲ 14.5	▲ 13.8
輸出	%	▲ 2.6	▲ 16.6	▲ 19.6	▲ 13.5	7.7	9.6	5.9
輸入	%	▲ 1.5	▲ 2.7	▲ 5.8	0.4	5.0	6.0	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	▲ 0.0	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1
完全失業率	%	2.4	3.4	3.1	3.8	3.5	3.6	3.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 3.6	▲ 14.3	▲ 17.6	▲ 10.8	4.2	5.5	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。

農林中金総合研究所

23

予測表(四半期)

	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	▲ 7.4	3.6	▲ 0.9	0.4	1.6	1.3	▲ 1.0	1.1
(年率換算)	%	5.0	1.9	1.7	▲ 5.7	▲ 2.0	▲ 26.4	15.3	▲ 3.6	1.5	6.6	5.4	▲ 4.0	4.5
実質GDP	%	0.7	0.4	0.0	▲ 1.8	▲ 0.6	▲ 7.8	3.7	0.1	0.2	0.3	1.4	▲ 0.1	0.9
(年率換算)	%	2.8	1.7	0.2	▲ 7.0	▲ 2.5	▲ 27.8	15.5	0.3	0.9	1.2	5.9	▲ 0.5	3.5
民間需要	%	0.1	0.6	0.1	▲ 3.2	▲ 0.5	▲ 6.5	1.3	0.1	0.1	1.0	1.3	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	0.1	0.5	0.4	▲ 2.9	▲ 0.8	▲ 8.2	5.0	0.2	0.4	0.6	2.0	▲ 0.3	0.8
民間住宅	%	1.4	▲ 0.2	1.2	▲ 2.2	▲ 4.2	▲ 0.2	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2	0.2	▲ 0.5	0.2	0.5
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.8	0.2	▲ 4.7	1.7	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 1.1	0.9	▲ 0.3	0.3	0.7	0.9
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.3	0.4	▲ 0.2
公的需要	%	0.5	1.1	0.9	0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	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	▲ 0.3	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	1.2	▲ 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	8.5	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	1.9	1.0	0.5	2.0	2.9	▲ 1.5	0.8
国内需要寄与度	ポイント	0.2	0.7	0.3	▲ 2.3	▲ 0.4	▲ 4.8	2.8	0.2	0.3	0.4	1.1	0.1	0.5
民間需要寄与度	ポイント	0.1	0.4	0.1	▲ 2.4	▲ 0.4	▲ 4.8	2.5	0.1	0.1	0.5	0.9	0.3	0.4
公的需要寄与度	ポイント	0.1	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.3	0.1	0.2	▲ 0.1	0.2	▲ 0.2	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 3.0	0.9	▲ 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	1.5	0.9	▲ 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 (▲ 0.3) (0.3)	0.6 (▲ 0.3) (0.3)	▲ 1.0 (▲ 1.0) (▲ 0.3)	0.0 (▲ 0.9) (▲ 0.2)	▲ 1.0 (▲ 0.9) (▲ 0.9)	▲ 0.8 (▲ 0.7)	▲ 0.5	▲ 0.2	0.0	0.2
完全失業率	%	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4	2.8	3.3	3.7	3.8	3.7	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	6.0	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	2.5	3.0	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	1.7	1.9	2.3	2.9	3.3	3.9	3.6	3.7
為替レート	円/ドル	110.2	109.9	107.3	108.7	108.9	107.6	106.0	105.0	105.0	108.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(0/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
新築10年物賃利回り	%	▲ 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	円/バレル	63.5	72.0	66.3	65.6	67.8	30.6	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。

農林中金総合研究所

24

金融市場2020年9月号

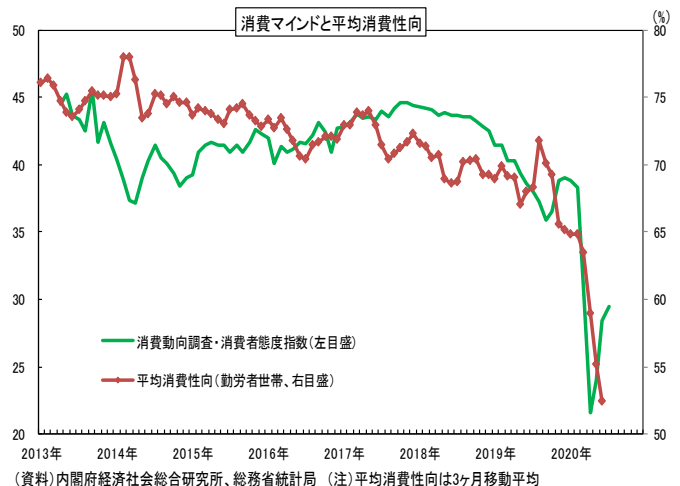
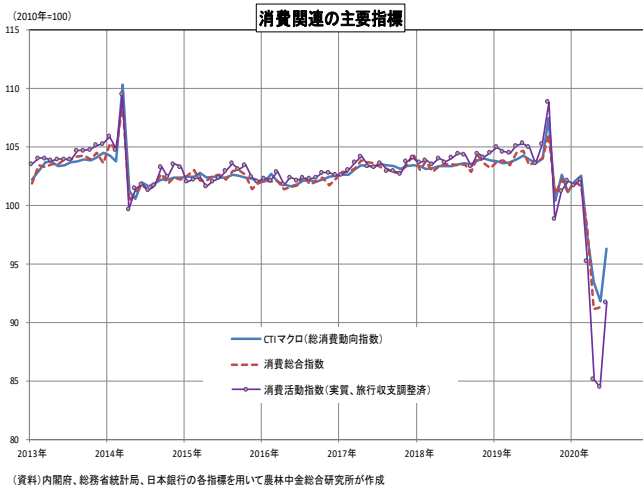
45

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp

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

- 緊急期待宣言の解除後、消費マインドや消費行動は緩やかながらも持ち直しに転じたが、新型コロナの感染予防に向けた「新しい生活様式」への対応に加え、自粛ムードが残っていることもあり、回復が遅れている
- ペントアップ需要に加え、一律10万円の特別定額給付金の配布などで、一部で消費刺激効果が発生
 - 「巣ごもり消費」が堅調であるほか、生活家電・情報家電なども好調
 - 7月の乗用車販売台数(含む軽)は前年比▲12.8%と減少幅を大幅に縮小
- 一方、「GoToトラベル・キャンペーン」が開始されたが、感染再拡大への警戒から「東京」発着が除外されたほか、自粛ムードも根強く、経済効果が弱まったことは否めない
- 家計の所得環境は厳しくなりつつあるほか、「新しい生活様式」を心掛けることを前提にすると、消費が順調に回復していく姿は見込みづらい
- 民間最終消費支出は、20年度：前年度比▲6.4%(7～9月期：同5.0%)、21年度：同3.8%と予測

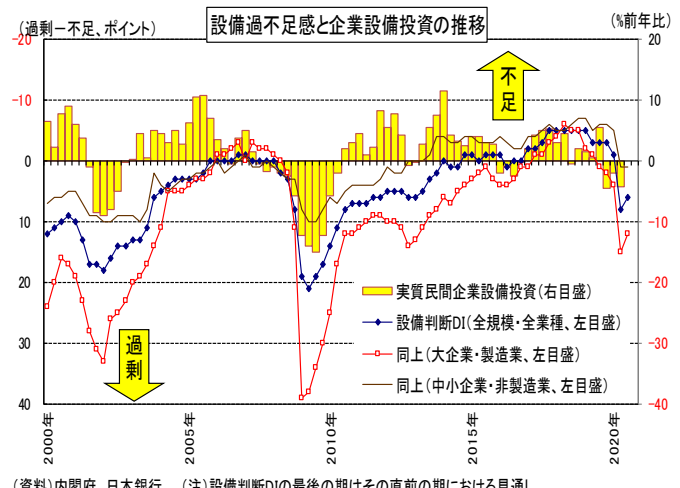
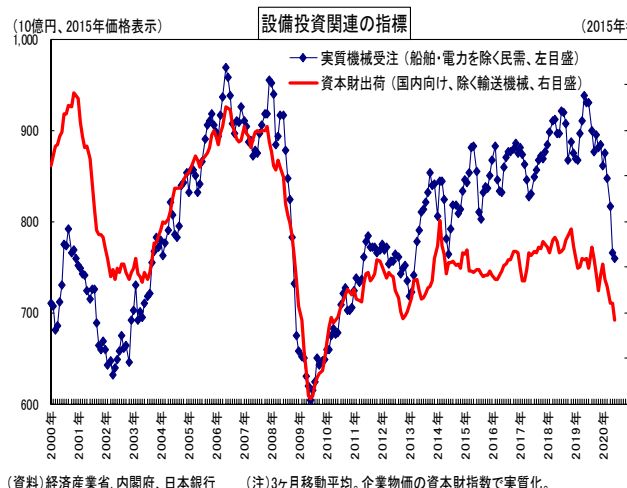


農林中金総合研究所

25

・ 企業設備投資

- 業績悪化で設備投資を見送る動きが強まったとみられる一方で、テレワーク促進に向けた投資は底堅く推移
- 20年度設備投資計画では増加の見通しが多いが、時間経過とともに下方修正され、最終的に減少に転じることも
 - 日銀短観6月調査では、前年度比1.5%の増加計画(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)であったが、この時期としては異例の下方修正
 - 政投銀の調査では、大企業の国内設備投資計画は前年度比3.9%だが、実績は下振れしやすく、9年ぶりのマイナスとなる算
- 慢性的な需要不足状態が続く見込みであり、先行き供給能力の削減を余儀なくされる企業が増える
- 中長期的に省力化・省人化ニーズは潜在的に高いとみられるものの、当面は調整色の強い動きが想定される
- 20年度：前年度比▲4.6%、21年度：同▲0.8%(3年連続の減少)と予測

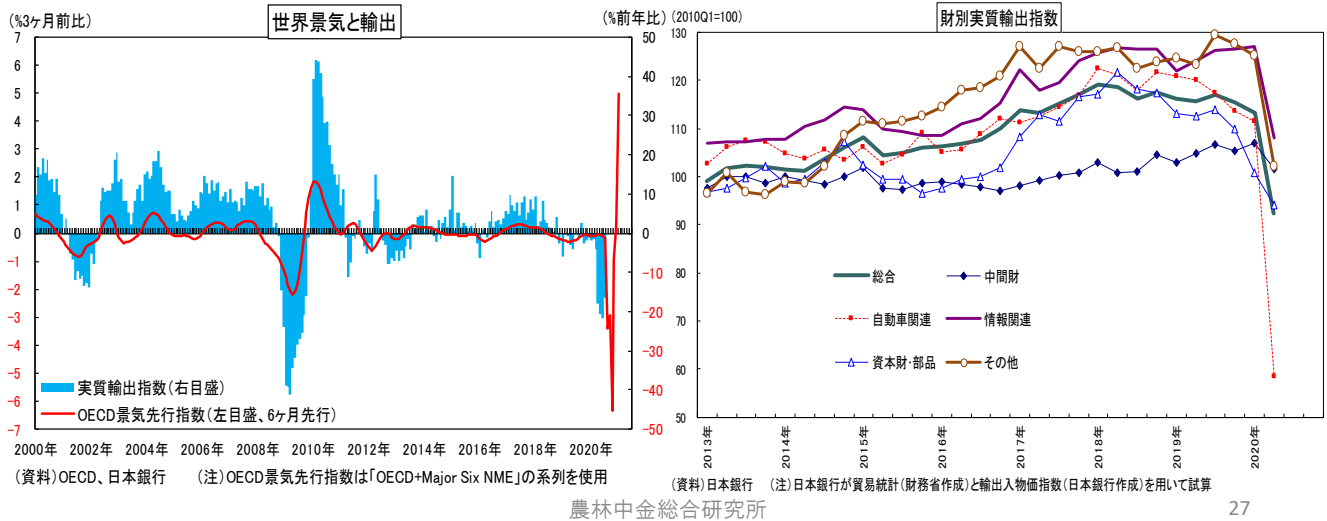


農林中金総合研究所

26

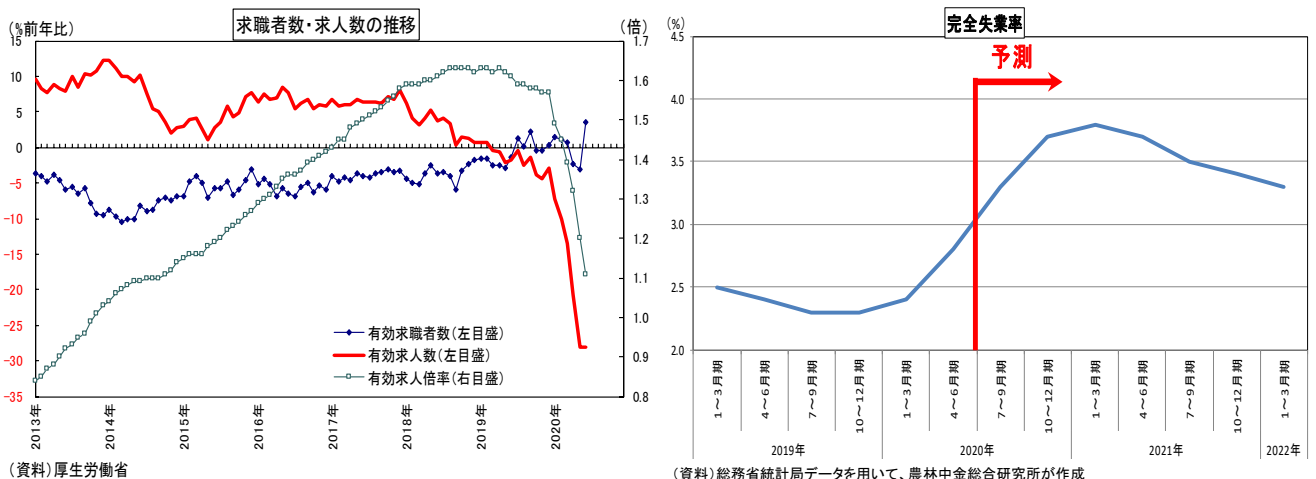
輸出入動向

- 新型コロナの影響で海外経済が大きく悪化したことから輸出は急減
 - 地域別にみると、中国向けは底堅く推移しているが、それ以外の国・地域向けは大きく減少
 - 財別にみると、自動車関連の落ち込みが激しいが、資本財、中間財の悪化幅は相対的に小さい
- 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▲16.6%と大幅減、21年度は同7.7%の増加ながらも、前年度の落ち込みからの戻りは鈍い
- 国内景気も低調な状態が続くことから20年度の輸入は同▲2.7%と2年連続の減少、21年度は5.0%へ回復
- 20年度の経常収支は11.4兆円(黒字幅は19年度(19.7兆円)から縮小)、21年度は19.4兆円の黒字と予測



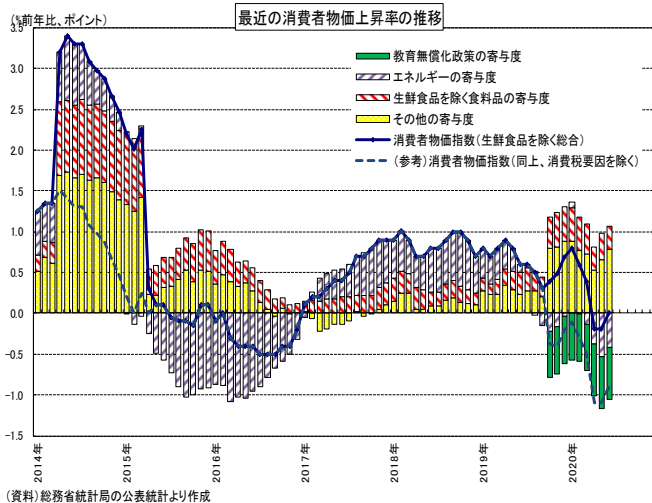
雇用情勢

- 代表的な雇用関連指標は悪化傾向
 - 失業率は3%目前まで上昇、休業者も4～6月期には411万人まで増加(コロナ前は200万人以下)
 - コロナ前は1.5倍超だった有効求人倍率も1.11倍(6月)まで急低下
 - 労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)の減少は顕著
- 厳しさを増す家計の所得環境
 - 春季賃上げ率は前年度比2.0%と、アベノミクス始動前以来の低い伸びとなったほか、新型コロナの影響で所定外給与、賞与などが減少
- 失業率は20年度:3.4%、21年度:3.5%と予測
 - 20年度下期に4%近くまで上昇した後、21年度は緩やかに低下(22年1～3月期は3.3%)

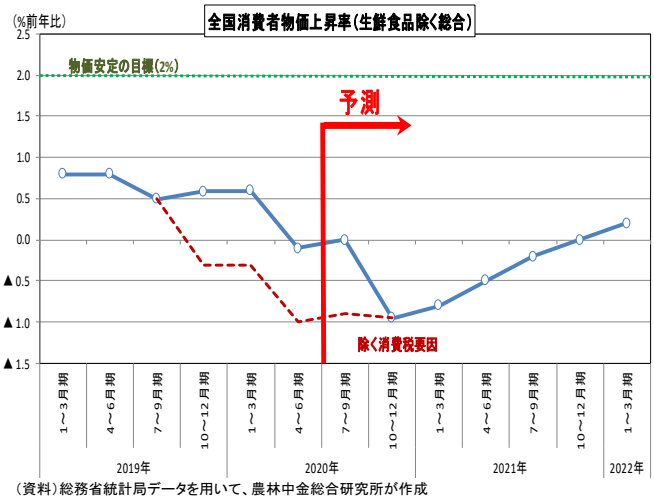


物価動向

- 20年6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0.0%と、4～5月の下落から脱したが、消費税率要因を除けば同▲1%前後の下落と推測される
 - 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される
 - 7月の東京都部消費者物価は同0.4%と、このところ上昇率を高める動きも
- 20年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比▲0.5%(消費税率要因を除くと同▲0.9%)と4年ぶりの下落、21年度も同▲0.1%で、下期にはプラスに転じるものの、日銀が目標とする前年比2%は見通せない状況



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



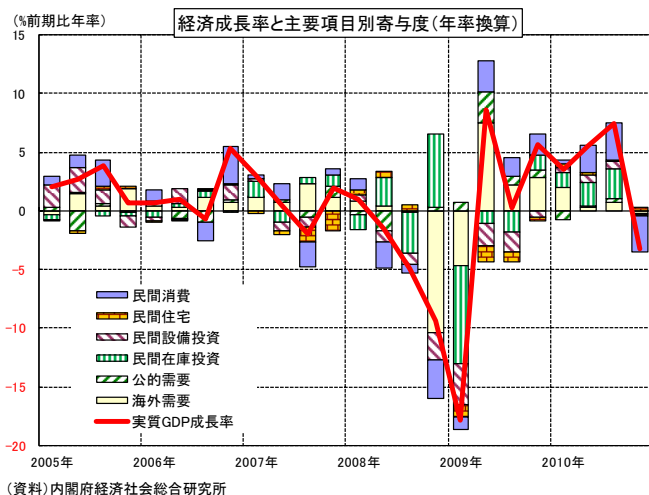
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

29

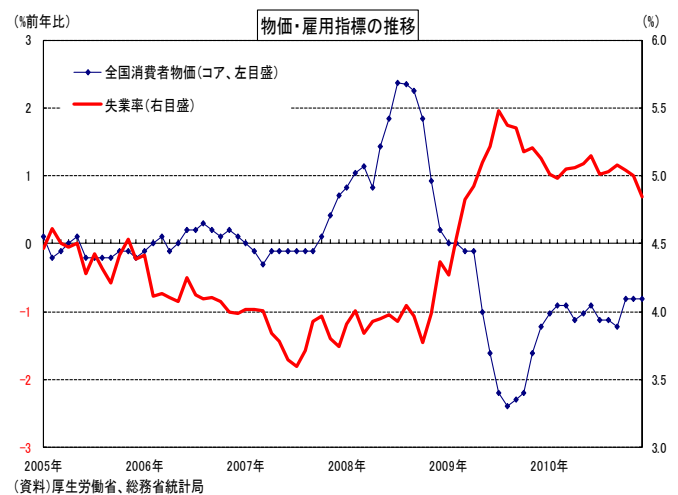
(参考) リーマン・ショック前後の主要経済指標

- コロナ禍による景気の落ち込みは「リーマン・ショック」時を上回った
 - 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%
 - 08年度下期にかけて実質GDPは累計35兆円の減少(今回は直近2四半期で累計44兆円の減少)
 - この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たほか、東日本大震災による被害も
 - 07年度の失業率は9年ぶりの低水準となる3%台まで低下していたが、08年秋以降は急上昇、09年7月には5.5%(03年4月と並ぶ過去最悪水準)まで高まった
 - 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

金融市場2020年9月号



(資料)厚生労働省、総務省統計局

農林中金総合研究所

30

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp