

## 「経済ウォッチ」発行にあたって

この度、明治安田生命からの経済調査機能の受管に伴い、明治安田総合研究所で、「経済ウォッチ」を発行することになりました。

当研究所は、確かな安心をお届けする明治安田生命グループの一員として、クオリティーの高い調査研究成果を提供し、社会に貢献していきたいと考えております。

そこで、「経済ウォッチ」では、当研究所の分析・考察を通じて、金融経済情勢についてわかりやすく、タイムリーに解説してまいります。

令和2年5月14日

株式会社明治安田総合研究所

代表取締役社長 永田康弘

# 経済ウォッチ

2020年4月1日～30日

2020.05.14

## 目次

番号・発行日	レポート名	執筆者	ページ
vol.1 (4月7日)	3月の米雇用統計 市場予想以上に悪化したが、実態はそれ以上に悪い	シニアエコノミスト 大広 泰三	P2～P3
vol.2 (4月20日)	3月貿易統計 新型コロナウイルスの影響で輸出は大幅悪化	エコノミスト 西山 周作	P4～P5
vol.3 (4月24日)	3月消費者物価指数（CPI） エネルギー価格の下落でコアCPIの伸びが鈍化	シニアエコノミスト 大広 泰三	P6～P7
vol.4 (4月27日)	2020年末にかけての原油価格は上昇へ	エコノミスト 西山 周作	P8～P10
vol.5 (4月30日)	日銀は企業金融支援を大幅に強化	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P11～P15
vol.6 (4月30日)	1-3月期の米実質GDP成長率（速報値） 2014年1-3月期以来のマイナス成長に	シニアエコノミスト 大広 泰三	P16～P17
vol.7 (4月30日)	中国経済の反発力に大きな期待はできない	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P18～P21
vol.8 (4月30日)	4月28-29日開催のFOMC サプライズなし、政策効果見極めへ	シニアエコノミスト 大広 泰三	P22～P24
vol.9 (4月30日)	3月鉱工業生産 生産統計への影響が本格的に現れ始める	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P25～P27
vol.10 (4月30日)	2020年1-3月期GDP予測について	小玉 祐一 西山 周作	P28～P29

## 3月の米雇用統計

### 市場予想以上に悪化した、実態はそれ以上に悪い

#### 要約

3月の非農業部門雇用者数は前月比▲70.1万人と、2009年3月以来の大幅減少となったほか、失業率も4.4%と前月からの悪化幅としては1975年1月以来で最大となる0.9%ポイントを記録した。これまで堅調に推移してきた米雇用市場が、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響で急速に悪化する様子が示された。

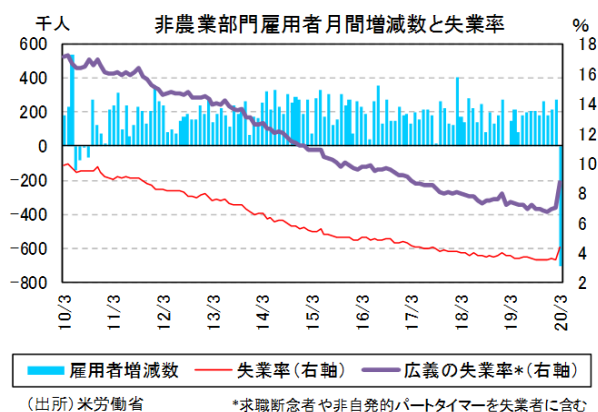
労働省は、今回の調査期間が学校や事業の閉鎖が広がる前だったと指摘しており、実態は数値以上に悪かったことを示唆している。足元の新規失業保険申請者数は過去最悪水準まで上昇しており、今後雇用環境は一段と悪化することが予想される。今後の感染拡大動向次第ではあるが、向こう数ヶ月の米景気は極めて厳しい状況が続くそうである。(4月7日発行)

(シニアエコノミスト 大広 泰三)

#### 本文

#### 非農業部門雇用者数は記録的な悪化

3月の非農業部門雇用者数は前月比▲70.1万人と、市場予想の同▲10.0万人を大幅に下回る記録的な悪化となった。前月2月は同+27.3万人から同+27.5万人へ上方修正されたものの、1月が同+27.3万人から同+21.4万人へ下方修正されたことで、2ヵ月合計では5.7万人の下方修正となった。雇用者数の減少は2010年9月以来、9年半ぶり。減少幅も2009年3月の▲80.0万人以来最大である。4月の減少幅はこれより大きくなるのが確実だが、2009年3月よりも減少幅が大きかったのは、実に1949年10月の▲83.8万人まで遡る必要がある。これまで堅調に推移してきた米雇用市場が、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響で急速に悪化している様子が浮き彫りとなった。



#### 幅広い業種で雇用環境が悪化

雇用の伸びを部門別に見ると、製造部門(前月比+5.7万人→同▲5.4万人)、民間サービス部門(同+18.5万人→同▲65.9万人)がマイナスに転じる一方、政府部門(同+3.3万人→同+1.2万人)が5ヵ月連続でプラスとなった。

製造部門では、これまで堅調に推移してきた建設業(前月比+4.1万人→同▲2.9万人)がマイナスに転じたほか、製造業(同+1.3万人→同▲1.8万人)、鉱業・採掘業(同+0.3万人→同▲0.7万人)もそれぞれマイナスとなった。民間サービス部門も10業種中7業種で減少し、経済活動の停滞を反映して幅広い業種で雇用環境が悪化した様子がうかがえる。内訳をみると、娯楽・宿泊業(同+4.4万人→同▲45.9万人)が大幅に減少し足を引っ張ったほか、教育・健康業(同+6.5万人→同▲7.6万人)や小売業(同+0.12万人→同▲4.62万人)など、感染拡大を抑制するための各種制限による影響が、特にサービス業全体を下押しした様子がうかがえる。

家計調査から集計される失業率は4.4%と、約50年ぶりの低水準で推移していた前月の3.5%から+0.9%ポイントと大幅に上昇（悪化）した。0.9%ポイントの上昇幅は、1975年1月以来で最大。労働力人口が減少するなか、雇用者数が減少し、失業者数が増加した。広義の失業率（U6失業率、就職を断念して労働市場から退出した人や、非自発的パートタイマーなどを失業者に含む）は8.7%と、非自発的パートタイマーが増加したことなどにより前月の7.0%から一段と上昇（悪化）した。

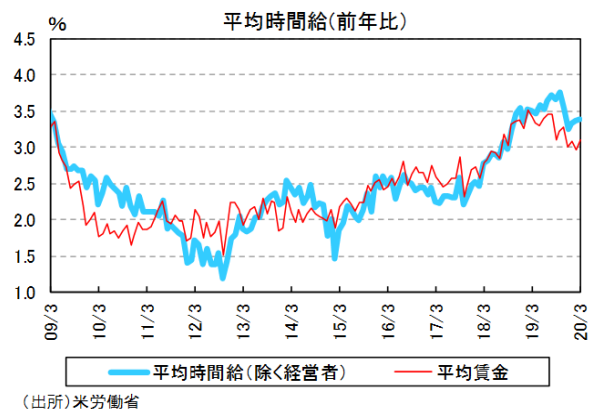
### 実質 GDP も 4-6 月期にかけて大きく悪化するのが避けられない

週平均労働時間は34.2時間と2011年1月以来の低水準となっており、企業が雇用の削減前に労働時間の調整を進めた様子がうかがえる。総労働投入時間（非農業部門雇用者数×週平均労働時間）は前月比▲1.0%と4ヵ月ぶりに減少した。

米雇用統計の調査対象期間は毎月12日を含む週となる。3月は、後半に都市部のロックダウンや失業保険申請件数の増加が見られており、今回の結果には感染拡大に伴う一部の影響しか表れていないと考えられる。労働省は、今回の調査期間が多くの事業や学校が閉鎖された3月後半より前だったことに留意することが重要としており、実態は今回の数値が表す以上に悪かったことを示唆している。事業所調査による時間当たり賃金が前年比+3.1%と、前月の同3.0%を上回ったことは数少ない好材料だったが、賃金の伸びは失業率の動きに半年程度遅行する傾向があり、すでに過去の数値である。

トランプ政権は4月末まで外出自粛を促す行動指針を延長しており、4月の雇用統計は記録的な悪化となるのが確実である。雇用統計の集計が終わった後の2週間の失業保険新規申請件数は、330.7万件、664.8万件と合計で約1000万件に達している。前回の金融危機時は、2009年3月最終週の66.5万件が最高だったことをみても、足元の雇用市場の悪化スピードがいかに急激かがわかる。4月の失業率は10%を超えるのが確実で、中には30%を超えるとの予想も出てきている。今後の感染動向次第では、夏場以降、早期に回復に向かう可能性がないわけではないが、当面は厳しく、実質 GDP 成長率も4-6月期にかけて大きく悪化するのが避けられない情勢である。

(4月7日発行)



## 3月貿易統計

# 新型コロナウイルスの影響で輸出は大幅悪化

### 要約

3月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量ベースの指数が8ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も大幅に拡大、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による経済活動の縮小が顕在化した格好となった。地域別では、米国、中国向けが大幅に悪化した。

今後も、新型コロナウイルスの感染拡大による輸出への影響が引き続き懸念される。中国では1-3月期のGDPが大幅マイナスとなったほか、米国では3月以降、失業者が記録的なペースで増加、ユーロ圏では3月の総合購買担当者指数（PMI）が過去最低水準にまで悪化している。新型コロナウイルスの感染拡大に収束の兆しがみえるまで、輸出は低調な推移が続くようである。（4月20日発行）

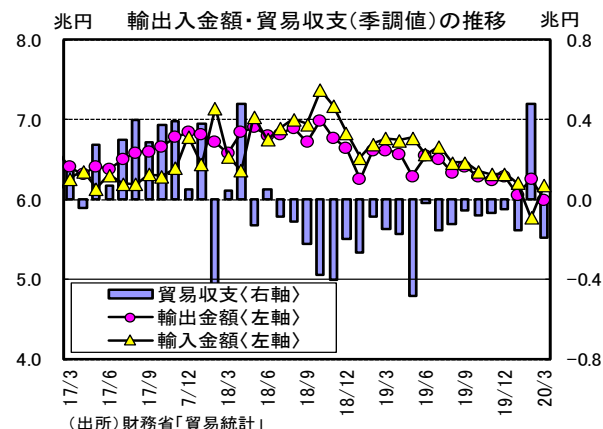
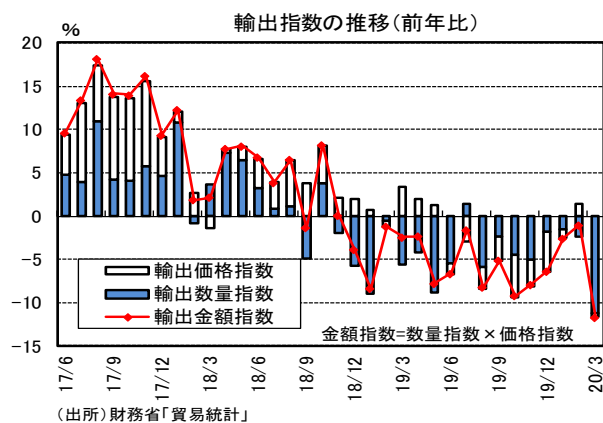
（エコノミスト 西山 周作）

### 本文

#### 輸出数量は8ヵ月連続でマイナス、経済活動の縮小が顕在化

3月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲11.7%と、市場予想の同▲9.4%を下回り、16ヵ月連続の前年割れとなった。輸入金額は同▲5.0%で、11ヵ月連続のマイナス。この結果、貿易収支（原数値）は+49億円と、前年同月の+5,173億円から黒字幅が縮小した。季調済前月比を見ると、輸出金額は▲4.1%で2ヵ月ぶりのマイナス、輸入金額は+7.2%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。季調済の貿易収支は、▲1,900億円と、2ヵ月ぶりに赤字となった

輸出金額（季調前）の伸び率（前年比▲11.7%）を価格と数量に分解すると、輸出価格が同▲0.6%、輸出数量が同▲11.2%となった。輸出の実勢を示す数量指数は8ヵ月連続のマイナスであり、マイナス幅は2月（同▲2.4%）から拡大した。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による経済活動の縮小が顕在化した格好である。輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると、EU向け（2月：同▲9.7%→3月：▲9.1%）のマイナス幅が小幅縮小したものの、米国向け（同▲4.5%→▲15.9%）やアジア向け（含む中国、同▲0.9%→▲10.5%）のマイナス幅が大幅に拡大した。アジア向けでは、中国向け（同▲2.6%→▲10.4%）が3ヵ月連続のマイナスで、マイナス幅も拡大した。





## 3月消費者物価指数（CPI） エネルギー価格の下落でコアCPIの伸びが鈍化

### 要約

3月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は、前年比+0.4%と、2月から伸び幅が0.2%ポイント縮小した。エネルギー価格の下落が足を引っ張った。一方、総合指数は、生鮮食品価格の上昇や、2月に下落が目立った宿泊料や外国パック旅行費の落ち込み緩和により同+0.4%と2月から横ばいだった。

今後については、新型コロナウイルスの感染拡大による需要減少や原油価格の下落が下押し圧力となるほか、4月からは自賠責保険料の引き下げや高等教育無償化が加わることから、物価上昇圧力はさらに鈍化することが見込まれる。（4月24日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

### 本文

#### コアCPIの伸びは2ヵ月連続で鈍化

3月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は、前年比+0.4%と、市場予想と一致し、2ヵ月連続で前月から伸び幅が0.2%ポイント縮小した。総合指数は同+0.4%、新型コア指数（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）は同+0.6%と、伸び幅は2月から変わらなかった。季調済前月比で見ると、コアCPIが▲0.1%と2ヵ月連続で低下する一方、総合指数、新型コア指数は横ばいだった。

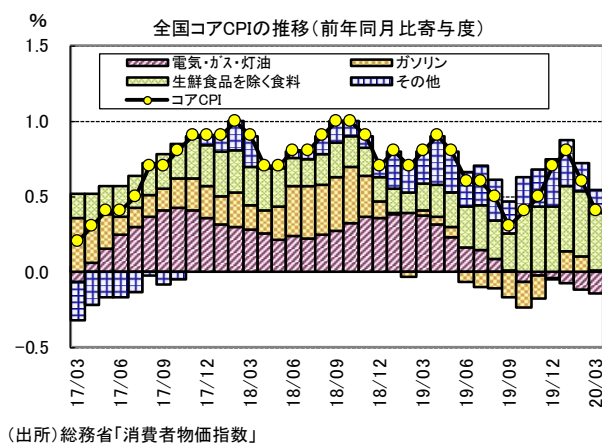
あわせて発表となった2019年度のコアCPIは前年度比+0.6%にとどまった（総合指数は同+0.5%、新型コア指数は同+0.6%）。

#### エネルギー価格の下落が下押し

項目別の総合指数の前年比への寄与度を見ると、エネルギーの寄与度差が▲0.12%ポイント（2月の寄与度：▲0.01%ポイント→3月：▲0.13%ポイント）となり、全体を押し下げた。内訳では、石油製品価格の伸び鈍化による影響が大きく、ガソリンの寄与度差が▲0.09%ポイント（同+0.10%ポイント→+0.01%ポイント）となったほか、灯油の寄与度差が▲0.02%ポイント（同+0.03%ポイント→+0.01%ポイント）と、いずれもプラス寄与幅が縮小した。また、電気代の寄与度差も▲0.01%ポイント（同▲0.12%ポイント→▲0.12%ポイント）と、僅かながら下押し要因となった。原油価格は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う需要減少観測から下落傾向で推移しており、原油安効果が浸透することで、目先のエネルギー関連品目は一段の下落が見込まれる。

#### 総合指数の伸びは変わらず

エネルギー以外で、2月から3月の品目別の寄与度の動きを見ると、新型コロナウイルス感染拡大の影響で2月にマイナス寄与が目立った外国パック旅行費の寄与度差が+0.02%ポイント（2月の寄与度：同▲0.05%ポイ



ント→3月：▲0.03%ポイント)、宿泊料の寄与度差が+0.02%ポイント(同▲0.04%ポイント→▲0.02%ポイント)と、いずれもマイナス寄与幅が縮小した。もっとも、マイナス寄与自体は続いており、外出自粛の動きが長期化していることを考えれば、4月以降は再びマイナス寄与幅が拡大する可能性が高い。その他品目では、生鮮食品の価格が上昇したことなどから、総合指数の伸びは2月から横ばいとなった。

### 今後、物価上昇圧力はさらに鈍化

消費税調整済ベースの新型コア指数は前年比+0.4%と、こちらも前月から横ばいとなった。しかしながら、新型コロナウイルス感染拡大前の昨年末(同+0.6%)と比較するとプラス幅は縮小している。今後についても、感染拡大に伴う需要の減少や原油価格の下落が下押し圧力となるほか、4月からは自賠責保険料の引き下げや高等教育無償化が加わることから、物価上昇圧力はさらに鈍化することが見込まれる。

(4月24日発行)





# 2020 年末にかけての原油価格は上昇へ

## 要約

WTI 原油先物価格は、新型コロナウイルス肺炎の世界的な感染拡大後は下落基調が続き、OPEC プラスの臨時総会での協調減産交渉決裂が追い打ちをかける形となり、WTI 原油特有の在庫問題から一時初のマイナスとなった。

新型コロナウイルス肺炎の世界的な感染拡大によって、原油需要が大きく落ち込んだことから、OPEC プラスは緊急テレビ会議を開催し、協調減産を決定したが、原油需要の減少量を補うにはほど遠く、今後さらなる追加減産に踏み切る可能性は高いとみる。拡大基調で推移してきた米シェールオイルも採算割れの状態とみられることから、当面のシェールオイル生産の減少は避けられないとみている。

今後の WTI 原油価格について、短期的にはクッシング在庫が上限に近づいていることから下がりやすい状況が続き、6 月まではマイナスになる局面もあると見込んでいる。ただ、その後は OPEC プラスによるさらなる協調減産の実施が決定されるとみていること、世界経済の回復等から、2020 年末にかけて、シェールオイルの採算ラインとみられる 50 ドル/バレル前後まで上昇するとみている。2021 年以降は、基本的に 40~60 ドル/バレルのボックス圏での推移を予想する。(4 月 27 日発行)

(エコノミスト 西山周作)

## 本文

### WTI 原油価格は急落、一時初のマイナスへ

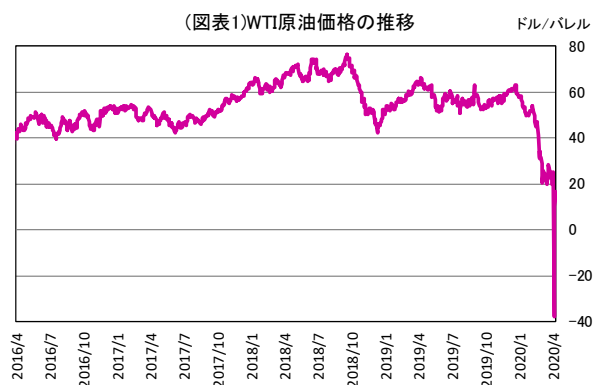
2020 年の WTI (ウエスト・テキサス・インターメディアート) 原油先物価格は、イラン革命防衛隊司令官殺害を受けて、年明けこそ上昇して始まったものの、新型コロナウイルス肺炎 (以下、新型肺炎) の世界的な感染拡大後は下落基調が続き、2020 年 3 月の OPEC (石油輸出国機構) と非 OPEC 主要産油国との協調減産交渉決裂が追い打ちをかける形となった (図表 1)。4 月 21 日には、WTI 原油を実際に受け渡すクッシングの在庫が上限に近づき、現物を保有できない投資家が投げ売りしたことで、一時初のマイナスとなった。

### 原油需要見通しは新型肺炎で大幅減少

新型肺炎の世界的な感染拡大によって、各機関の 2020 年の原油需要予想は従来予想より大きく引き下げられている (図表 2)。

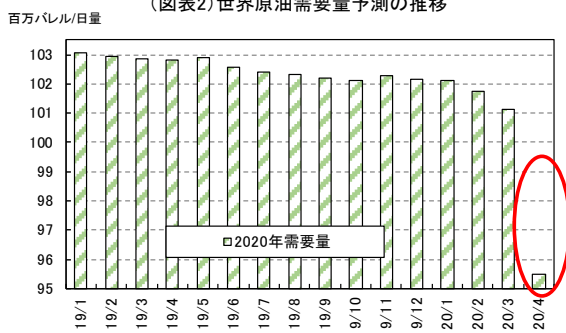
ただ、中国の新規感染者数は目に見えて減少しており、新型肺炎の発生地である武漢の封鎖は 4 月 8 日に解除されている。欧州や米国の感染者数にも、ピークアウトの兆しがみえる。従って、EIA や OPEC も 7-9 月期以降の原油需要は回復傾向での推移を見込んでいる (図表 3)。基本的には同じ見方だが、新型肺炎の感染拡大の収束時期については、専門家でも意見が分かれており、流行の長期化によって原油需要の回復が遅れる可能性は残る。

(図表1)WTI原油価格の推移



(出所)ファクトセット

(図表2)世界原油需要量予測の推移



(出所)EIA (Short-Term Energy Outlook)

※横軸の年月は、レポートの発行月

## OPEC プラスは一時決裂するも減産で最終的には合意

原油の供給過剰懸念に対処すべく、3月5日に開催されたOPEC臨時総会では、非OPEC主要産油国の合意を前提に、①3月末までの減産措置を2020年末まで延長することに加え、②2020年末まで日量150万バレルの追加減産を実施することで合意したが、翌日開催の非OPEC主要産油国も含めたOPECプラス会合では合意に至らず、交渉は決裂し、OPEC臨時総会での合意内容は破談となった。さらなる協調減産の実施によって原油価格を回復させたいサウジアラビアと、既存の減産措置の延長のみを求めるロシアとの意見の対立が解消しなかったことが背景にある。

OPECプラスでの交渉決裂を受け、これまで率先して減産を実施してきたサウジアラビアは、ロシアへの報復措置として、値下げと増産を発表した。しかし、3月中旬頃から欧州を中心に新型コロナウイルスの感染拡大が加速し、世界保健機関（WHO）がパンデミックを宣言するなど、臨時会合時よりも経済環境が一段と悪化した。協調減産を抜きに原油の急落を止めるのが難しい情勢となったため、OPECプラスは緊急のテレビ会議を実施し、協調減産について再度協議した。緊急テレビ会議は、メキシコの反対によって、決裂しかける場面もあったが、最終的には過去最大の減産を実施することで合意した。具体的には、①2020年5月～6月末まではOPECプラス全体で日量970万バレルの減産、②2020年7月～12月末までは日量770万バレルの減産、③2021年1月～2022年4月末までは日量580万バレルの減産を実施することになった（図表4）。減産目標の実現可能性に疑問を挟むむきもあるが、備蓄や在庫に余裕がないこと、シェアを維持するため無理に増産していたケースもあることなどから減産目標は達成されるとみている。それでも新型コロナウイルスの感染拡大による原油需要の減少量を補うにはほど遠いのが実情である。

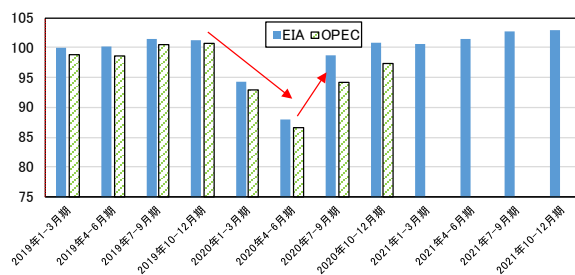
今後のOPECプラスの動向であるが、これまでOPECプラスによる協調減産を非難していたトランプ大統領が、協調減産を積極的に支持しているほか、OPECプラスによる協調減産決定後原油価格の下落基調に歯止めがかからないことから、さらなる追加減産に踏み切る可能性が高いとみる。

## 米国シェールオイルは当面生産減少へ

これまで拡大基調で推移してきた米国のシェールオイルの生産量だが、原油価格の急落を受け、破綻する大手シェールオイル会社も出てくるなど、多くの油田は採算割れの状態とみられる。開発動向についてのEIAのレポートをみると、「完成した油井数（Completed）」、「採掘済みで完成まもなくの油井数（DUC）」、「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」のすべてが対前年比でマイナスとなっている（図表5）。今後も、採算割れ油田の操業停止や自主的な減産の増加が見込まれることなどから、当面のシェールオイル生産の減少は避けられないとみている。

ただ、シェールオイル会社の多くは、資金調達をジャンク債市場に依存しており、破綻の増加が続けば、ジャンク債市場が崩壊し、金融危機に発展するリスクがある。従って、今後は政府主導の統廃合や原油買入量拡大などの対策が講じられるとみている。米国のシェールオイル生産は、生産技術の進展や輸送用パイプラインの増設によって、2021年以降、再び拡大基調へ転じるとみている。

（図表3）世界原油需要量推移



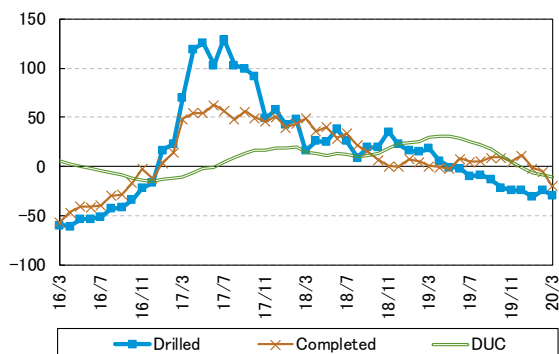
（出所）EIA (Short-Term Energy Outlook)、OPECの4月号 ※OPECの予測は2020年まで

（図表4）OPECプラスの協調減産内容（2020年3月緊急会合）

減産期間	減産量	基準
2020年5月～6月末	日量970万バレル	2018年10月産油量を基準 ※サウジとロシアは 1,100万バレル/日量が基準
2020年7月～12月末	日量770万バレル	
2021年1月～2022年4月末	日量580万バレル	

\*各国は約23%削減(ただし、メキシコは10万バレル/日量のみ減産)  
（出所）OPEC、各種報道資料

（図表5）米国シェールオイルの油井開発動向（前年比）



（出所）EIA

## 原油価格は緩やかに上昇後、ボックス圏での推移へ

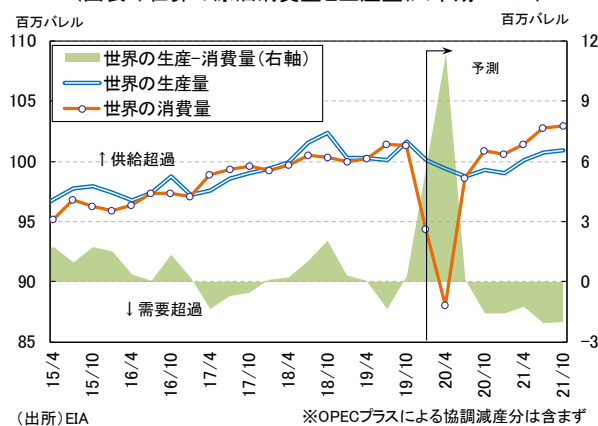
世界の原油需給見通しについて、4月7日発行のEIAの「Short-Term Energy Outlook」をみると、7-9月期にほぼ供給過剰状態が解消される見通しとなっている（図表6）。ただ、発行後にOPECプラスによる協調減産が決まったこと等を考慮にいれても、4-6月期は供給過剰であることに加え、「Short-Term Energy Outlook」作成段階よりも欧米での感染拡大が加速していることを考えれば、さらなる協調減産が実施されない限り、7-9月期いっぱいには供給過剰状態が解消されない可能性が高い。

今後のWTI原油価格について、まず直近の原油価格が急落している最大の要因であるクッシング在庫であるが、足元のペースで積み増された場合、1~2ヵ月で在庫許容量の上限に達するとみられており（図表7）、6月（7月限）までは下がりやすい展開が続き、価格がマイナスになる局面もあると見込む。なお、シェールオイル生産が足元減少していることに加え、米国の経済活動が徐々に再開されるとみていることから、クッシング在庫が現在の在庫容量を超えることはなく、5月上旬が在庫のピークとなろう。

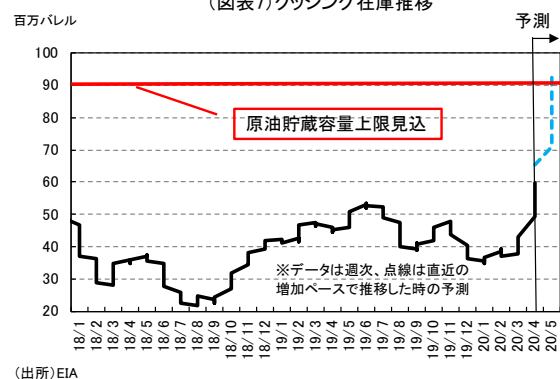
その後の原油価格の展開は、OPECプラスによる減産が5月から実際に実施されること、6月のOPECプラス総会では、さらなる協調減産の実施が決定されるとみていること等から、上昇すると見込んでいる。2020年末にかけて、新型肺炎の感染拡大収束に伴う世界経済の回復等によって、シェールオイルの採算ラインとみられる50ドル/バレル前後まで上昇するとみている。2021年以降は、基本的に40~60ドル/バレルのボックス圏での推移を予想する。

（4月27日発行）

（図表6）世界の原油消費量と生産量(四半期ベース)



（図表7）クッシング在庫推移



# 日銀は企業金融支援を大幅に強化

## 要約

当初の予定を1日に短縮し、4月27日に開催された日銀金融政策決定会合では、前回3月に続き、2会合連続での追加金融緩和策が決定された。企業金融支援の一段の強化策が中心だったのは事前の市場予想通りだが、規模、内容とも予想の上限に近かった。国債買い入れの無制限化は、象徴的な意味合いも強いものの、財政支出が市場予想を大幅に超えて拡大する可能性がある中、国債市場における需給悪化懸念を前もって封じ込める効果は期待できる。また、今回は「物価のモメンタム」が損なわれたことを認めるとともに、フォワードガイダンスにおいて、物価と政策金利見通しのリンク自体を切り離すという、印象的な政策転換が実施された。(4月30日発行)

(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

## 本文

### 2 会合連続の追加緩和を実施

当初の予定を1日に短縮し、4月27日に開催された日銀金融政策決定会合では、前回3月に続き、2会合連続での追加金融緩和策が決定された。企業金融支援の一段の強化策が中心だったのは、事前の市場予想通りだが、規模、内容とも予想の上限に近かった。会合後の黒田総裁の言葉を借りれば、「**感染拡大の収束にめどがつくまでの間は、雇用・事業・国民生活を守ることが最も重要であり、金融面からは金融機関や企業などの資金調達の円滑を確保し、金融市場の安定を維持することが最も重要**」であり、「**資金繰りの面だけからいえば、リーマンショックの時よりも厳しい面がある**」ことを考えれば、時宜にかなった内容だったと評価できる。なお、景気判断は「このところ弱い動きとなっている」から「厳さを増している」へと、2会合連続で下方修正された(図表1)。

(図表1) 金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	

19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	11ヵ月ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2ヵ月連続の下方修正

(出所) 日銀

## 企業金融支援強化は市場の期待に応えた内容

今回決定した追加策は、(1)CP・社債等買入れの増額、(2)新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、(3)国債のさらなる積極的な買入れ、の3点である。

まず、(1)についてはCPと社債の購入上限額を、合計20兆円まで3倍近くに引き上げる。日銀からのリークに基づくとみられる事前報道の影響もあって、市場では15兆円程度がコンセンサスになっていたが、実際にはさらに上乗せされた。

追加買入れ枠以外の上限は、CPが3.2兆円、社債が4.2兆円であり、これに対し前回の決定会で追加枠として1兆円ずつ加算していたが、今回はさらに7.5兆円ずつ上乗せする。3月末時点のCP残高は約21兆円であり、枠を使い切れれば単純計算で日銀のシェアが半分以上に達する。企業金融支援という枠内でいえば、十分「バズーカ」に相当する規模である。

買入れ条件も緩和された。内容は図表2のとおり3点で、一発行体毎の買入れ限度の緩和、日銀の保有割合の上限引き上げ、買入れ対象とする社債の年限長期化である。いずれも、市場で期待する声が大きかったメニューであり、内容的にもほぼ満額回答と言える。高止まりが続いていたCPの発行金利だが、今後は大きく下がることが予想される。

会合後に発表されたCPと社債の買入基本要領の改正によれば、9月末までの時限措置とのことだが、ここはコロナ感染の動向次第で延長もありうるということだろう。なお、FRB(米連邦準備制度理事会)は、3月22日時点でBBB格以上であったものに限り、BB格社債も買入れ対象にするという形で買入れ対象を拡大している。ECBも類似の緩和措置を実施しているが、日銀はBBB格以上でここは改訂していない。この点について黒田総裁は「わが国の社債市場で発行されている社債は、大半はA格以上でありまして、BB格以下の割合はごくわずかです。こうした状況を踏まえ、BBB格以上の社債を買入れ対象としつつ、その買入れ規模を拡大することで、企業の信用調達の円滑確保という観点からは十分な効果を発揮できると思っています」と説明している。

(図表2) CP・社債の買入条件の緩和内容

- ・一発行体当りの買入残高の上限を、これまでの1,000億円から、CP等は5,000億円、社債等は3,000億円に緩和する。
- ・一発行体の総発行残高に占める日本銀行の保有割合の上限を、これまでの25%から、CP等は50%、社債等は30%に緩和する。
- ・買入対象とする社債等の残存期間を、これまでの1年以上3年以下から、1年以上5年以下に延長する。

(出所) 日銀

## コロナ対策オペに付利を実施

(2)は、3月に決定した新型コロナウイルス肺炎にかかる企業金融特別支援オペの拡張である。変更点は、①対象担保範囲の家計債務を含めた民間債務全般への拡大、②対象先の拡大(新たに系統会員金融機関等を含める)、③本オペの利用残高に相当する当座預金への+0.1%の付利の3つである。

オペ名から「企業」がとれたのは、公表文によれば、「金融機関が、企業を中心に幅広く民間部門に対する金融仲介機能を一層発揮することを、しっかりと支援するため」とのこと。対家計も含めた金融仲介機能を支援する目的がある。黒田総裁はこれに加え、「対象担保の範囲を従来のような企業に対する貸付だけでなく、家計債務を含め

た民間債務全体に拡充することを通じて、特に地銀などを含めてより活用しやすくする面もある」と、活用可能な金融機関の範囲を広げる意義を強調している。まず、①により、対象担保は約 8 兆円から約 23 兆円に拡大する（3 月時点、担保価値ベースでは約 15 兆円）。これに②が加わることで、中小企業や個人と取引の深い、信金、労金、農林系金融機関も当スキームを活用可能になる。

ここまでは概ね予想の範囲だが、③については予想を上回る内容と受け止められる。筆者は、もし実施するのであれば、金利ゼロのマクロ加算残高の参入比率の拡大と考えていたが、付利を実施するということにまで踏み込んだ。マクロ加算残高が、金利ゼロの部分と、10bp の付利がつく部分の 2 層に分割され、日銀当座預金の階層構造がより複雑化することになる。

### 新たな企業金融支援オペの創設を発表

また、今回の会合では詳細の発表にまでは至らなかったが、新たな企業金融支援オペの創設も発表された。公表文では「政府の緊急経済対策等における資金繰り支援制度も踏まえた金融機関への新たな資金供給手段の検討」という題目になっている。政府は現在、大きく 8 つの資金繰りサポートを実施しているが、このうち「信用保証付き融資の保証料・利子減免制度」に基づく民間金融機関の融資額の実績に応じ、日銀からの貸出枠を設けるというもので、政府との協調姿勢を示した形である。コロナ対策オペ同様、10bp の付利がつく。黒田総裁はこの意義について、「**政府が非常に大規模で、ある意味で画期的な民間金融機関を通じた無利子・無担保での中小企業向けの資金繰り支援を行うということですので、日本銀行としてもいわばバックファイナンスという形で、金融機関がそういった資金繰り支援を中小企業により行いやすくするために新たな資金供給手段を検討しています**」としている。

今回は概要が発表されただけで、詳細はこれから検討し、結果を改めて金融政策決定会合に報告する予定とのことである。次回の定例の金融政策決定会合は 6 月だが、黒田総裁は会見で、「**それほど時間がかからずにできる**」とも述べている。

### 80 兆円の撤廃の意味は何か

国債の買い入れ方針については、公表文で、「(3) 国債のさらなる買い入れ」という項目が設けられ、「債券市場の流動性が低下しているもとで、政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえ、債券市場の安定を維持し、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、当面、長期国債、短期国債ともに、さらに積極的な買い入れを行う（下線部筆者）」との方針が示された。80 兆円との買い入れの「めど」は削除されている。

もっとも、足元の国債の買い入れペースは、年間の「めど」とする 80 兆円の 2 割前後まで減少しており、そのままでも買い入れの増額は十分可能である。YCC の枠組みは生きており、金利の変動許容幅を拡大するわけではないことから、国債金利が急速に跳ね上がるといった動きを見せない限り、買い入れ額を劇的に増やすことはできない。黒田総裁も会見で「**イールドカーブ・コントロールのもとで長期国債の金利をゼロ%程度で安定させるために必要なだけ、いくらでも買うということです**」と、あくまで YCC の枠組みのもとでの実施であることに何度も言及している。ただ、あえて「無制限」を強調することで、国債市場における需給悪化懸念を前もって封じ込める心理的效果は期待できる。

足元では、国民 1 人あたり一律 10 万円の給付を盛り込むために、閣議決定後に再び組みなおした補正予算が成立したばかりである。これにより、赤字国債の発行額は当初案よりも 8 兆円あまり増加、当初予算と合わせた今年度の国債の新規発行額は、過去最大の 58 兆円余りに膨らんだ。しかし、今年度の補正予算がこれ 1 回限りで済むとの見方は少なく、いずれ 2 次補正予算が必要になるとみる向きが大半である。5 月 6 日までとなっている緊急事態宣言の延長の蓋然性が高まっているため、自粛期間が長引けば長引くほど、追加給付の必要性は増していく。今回の一律 10 万円にしても、所得が半減した中小企業への 200 万円にしても、個人事業主への 100 万円にしても、すべて

ワンショットの給付だからである。感染動向次第では、財政支出は今後市場の想定を大きく超える形で拡大する可能性があり、国債市場が不安定化するリスクは捨てきれない。こうしたリスクシナリオに先回りした措置としての「無制限化」と受け止められる。

もっとも、80兆円という「めど」自体、すでに形骸化が指摘されて久しく、コロナウイルス肺炎の流行前から、撤廃の時期はいつかとの話題は市場でたびたび上っていた。日銀にとっては、撤廃した場合に金融緩和への積極姿勢が後退したと思われることがネックだったが、今回のタイミングであれば、そうした批判は受けずに済む。いずれ出口戦略の準備が必要になった際のハードルが一つ消えたという意味で、日銀にとって一石二鳥の政策ともいえる。国債の買入金額になんらかの目標やめどといったものを設定するのは、YCCのもとで国債買入れ額は金利の従属変数であるという立て付けにも矛盾していることから、今後再び復活することはないとみられる。

当初の黒田緩和は、2年で2%、国債買入れ額を2倍、と具体的に目標と期限を区切る点に特徴があったが、段階的に柔軟化や撤廃が進み、いまやすっかり形が変わってしまった。こうした方向性自体は正しいだろう。期限や目標を具体化することで政策への信認を高めるというのがリフレ政策の要諦のひとつだったが、結果だけ見れば、目標未達の際にアカウンタビリティに苦しむリスクを相対的に過小評価していた感が否めない。

### 経済成長率、物価見通しを大幅下方修正

展望レポートでは、先行きの不確実性の強さにかんがみ、変則的な集計方法がとられた。各政策委員は最大1.0%ポイントのレンジの範囲内で見通し（上限値・下限値の2つの値）を作成、「大勢見通し」もピンポイントで示すのではなく、9名の政策委員の見通し値（上限値・下限値）のうち上から2個、下から2個、計4個の値を除いて、レンジで示すというものである。

20年度の実質GDP成長率は▲5.0%～▲3.0%で、概ね市場コンセンサスと一致している（図表3）。感染拡大の影響が、年後半にかけて和らいでいくのがメインシナリオで、21年度は逆に+2.8%～+3.9%と、強めの反動増を見込んでいる。

「感染拡大の影響が、年後半にかけて和らいでいく」という

この前提が極めて不透明感の高い部分で、感染動向次第では、次回の展望レポートで再び大きな修正を強いられる可能性がある。

20年度のコアCPIの見通しは▲0.8%～▲0.4%で、数字だけ見ればデフレ逆戻りだが、原油価格次第の面もある。黒田総裁は会見で「2021年度にはゼロ%ないし若干プラス、そして2022年度には、幅がありますが、上の方のところで1%ぐらいという見通しになっています。その限りでは、デフレの再発、つまり物価の持続的な下落が再発するとはみていません」と述べている。

### フォワードガイダンスで政策金利と物価のリンクを切る

なお、政策金利のフォワードガイダンスについては、「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」という、前回までの表現が削除されている。これに対する黒田総裁の説明は、「物価のモメンタムはいったん損なわれた状態にあると判断しており、前回、今回と追加緩和を大幅に実施したところ。こうしたもとでは、物価のモメンタムが損なわれる

（図表3）展望レポートにおける見通し

	前年比(%)	20年1月展望レポート	20年4月展望レポート
2019年度	実質GDP	+0.8～+0.9	+0.4～▲0.1
	コアCPI	+0.6～+0.7	+0.6
2020年度	実質GDP	+0.8～+1.1	▲5.0～▲3.0
	コアCPI	+0.9～+1.0	▲0.8～▲0.4
2021年度	実質GDP	+1.0～+1.3	+2.8～+3.9
	コアCPI	+1.2～+1.6	0.0～+0.7
2022年度	実質GDP	—	+0.8～+1.6
	コアCPI	—	+0.4～+1.0

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

惧れに紐付けたフォワードガイダンスでは、政策金利を維持ないし引き下げるとする期間が不明瞭になるため、これを見直し、感染症拡大の影響を注視したうえで、必要があれば躊躇なく追加緩和を講じる方針であり、政策金利のフォワードガイダンスも、こうした方針に紐付ける形にしたということです」というものである。

「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間」という表現自体、フォワードガイダンスの改訂を繰り返している間にどんどんわかりにくくなっていた部分だが、今回は物価のモメンタムが損なわれたことを認めるとともに、物価と政策金利見通しのリンク自体を切ってしまった。これまでの黒田緩和の経緯を考えれば、ある意味印象的な政策転換である。

実際、コア CPI は早ければ4月分から前年比マイナスとなる可能性が有力である。「2年で2%」にこだわっていた当時であれば、すぐにでも追加緩和が必要になっていたところだが、物価目標達成に向けた日銀のこだわりが薄れていることは明らかである。隠れたターゲットはこれまで同様、為替相場であり、追加緩和の理由づけに物価を持ち出す可能性はあるものの、為替が安定している限りにおいては、物価のマイナスが続いても、よほどマイナス幅が拡大するのではない限り、それだけで日銀が動くことはないだろう。

もし、追加緩和に動く場合でも、副作用の大きいマイナス金利の深堀りは引き続き想定されない。ETFの買い増しや企業金融の支援策強化など、直近2回の決定会合で決定された政策の延長線上での実施が検討されると考えられる。

(4月30日発行)





# 1-3 月期の米実質 GDP 成長率（速報値） 2014 年 1-3 月期以来のマイナス成長に

## 要約

1-3 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率▲4.8%と、2014 年 1-3 月期以来のマイナス成長に転じた。新型コロナウイルスの感染拡大防止のため外出制限や都市封鎖などが行われ、家計や企業が様々な活動を自粛した影響が表れた格好。4-6 月期の実質 GDP 成長率は大幅に落ち込み、2 四半期連続のマイナス成長となる見込みである。2009 年 6 月を景気の谷とした戦後最長となる今回の景気拡大局面は終焉を迎えた可能性が高まった。（4 月 30 日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

## 本文

### 2014 年 1-3 月期以来のマイナス成長に

1-3 月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率▲4.8%と、2014 年 1-3 月期以来のマイナス成長に転じた。新型コロナウイルスの感染拡大防止のため外出制限や都市封鎖などが行われ、家計や企業が様々な活動を自粛した影響が表れた。

#### 個人消費が大きく下押し

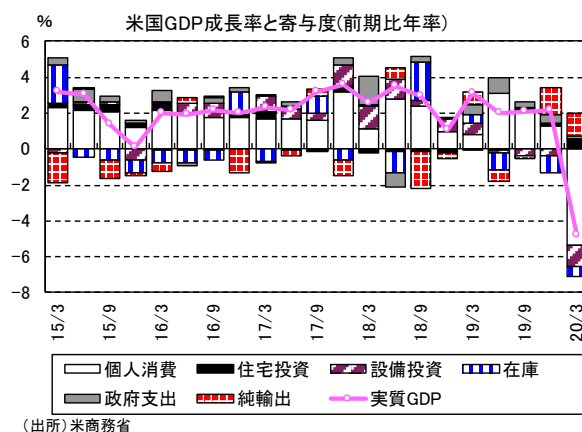
需要項目別に見ると、個人消費は 10-12 月期：前期比+1.8% → 1-3 月期：▲7.6%と大きく落ち込んだ。財別にみると、食品や処方薬など非耐久財消費が同▲0.6% → +6.9%と 2 四半期

ぶりにプラスに転換する一方、自動車等の耐久財消費が同+2.8% → ▲16.1%、飲食店や旅行・レジャー等のサービス消費が同+2.4% → ▲10.2%とマイナスに転じた。感染拡大防止のための外出制限に加えて、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見える。

住宅投資は前期比+6.5% → +21.0%と大幅なプラスとなり、3 四半期連続で増加した。住宅投資は工期の進捗ペースで推計されることから、住宅ローン金利の低下などによってこれまで堅調に推移してきた部分が反映されたと考える。ただ、感染拡大に伴い、3 月の住宅着工件数は前月比▲22.3%と約 36 年ぶりの大幅マイナスとなっている。住宅市場指数等、先行指標は足元で低下基調に転じていることから、今後は住宅投資も低調に推移する可能性が高い。

#### 設備投資も大幅マイナス

設備投資は前期比▲2.4% → ▲8.6%と 4 四半期連続でマイナスとなり、マイナス幅も拡大した。内訳を見ると、知的財産投資が同+2.8% → +0.4%と増加基調を維持したものの、構築物投資が同▲7.2% → ▲9.7%と 4 四半期連続でマイナスとなったほか、機械設備投資も同▲4.3% → ▲15.2%と 3 四半期連続でマイナスとなった。米企業は、5G 等、中国と激しい主導権争いを繰り広げるなかで、競争力維持・向上のために知的財産投資には積極的であるものの、需要が蒸発している現状を踏まえて構築物や機械設備などの能力増強型投資を手控えて



いる様子がかがえる。

一方、政府支出は前期比+2.5%→+0.7%と 5 四半期連続の増加となった。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲1.0%→▲0.5%と、4 四半期連続のマイナスとなった。

純輸出は、輸出が前期比+2.1%→▲8.7%と 3 四半期ぶりにマイナスとなったものの、輸入も同▲8.4%→▲15.3%と大幅マイナスが続いた結果、成長率全体に対する寄与度は+1.5%→+1.3%と 2 四半期連続のプラスとなった。

### コア PCE デフレーター の伸びは加速も、継続性に疑問

FRB（米連邦準備制度理事会）が注視しているコア PCE デフレーターは前年比+1.8%と、10-12 月期の同+1.6%から伸び幅が拡大した。発表元の BEA によれば、衣料品や履物、金融サービス価格の上昇が牽引したとのことだが、足元で各種の需要が蒸発していることから、継続性には疑問符がつく。

### 景気後退入りの可能性高まる

米議会予算局によれば、4-6 月期の実質 GDP 成長率はさらに落ち込み、前期比年率▲39.6%と大幅なマイナス成長になることが予想されている。1-3 月期、4-6 月期は 2 四半期連続のマイナス成長となる可能性が高く、いわゆる「テクニカルリセッション」となる。2009 年 6 月を景気の谷とした戦後最長となる今回の景気拡大局面は終焉を迎えた可能性が高まった。

(4 月 30 日発行)



# 中国経済の反発力に大きな期待はできない

## 要約

中国の1-3月期の実質GDP成長率は、前年同期比▲6.8%の大幅マイナスとなった。習近平政権は、2016年からの第13次5カ年計画において、20年に10年比で所得を倍増させるとの目標を掲げていたが、目標達成はほぼ不可能になった。

年後半の総需要には相応の反動増が期待できる。世界遺産である安徽省の黄山を4月に地元の観光局が無料開放した結果、観光客が殺到したように、中国でも鬱積した外出需要が存在する。休暇は海外に出かけていた富裕層も、当面は国内で消費活動を行わざるを得ないことから、約1.5億人分の「爆買い需要」の内需回帰も期待できる。企業部門では、インフラ投資の回復、特にコロナ禍を契機とした5G関連投資需要の伸びが期待できそうである。

一方で、主要先進国の景気回復は中国よりも大きく遅れる可能性が高いことから、外需は低迷が続くとみられる。中国の場合、米国との貿易摩擦が現在進行形というハンデも負っている。また、経済活動再開後も、再流行への不安が根強く残る可能性が高く、人やモノの往来も完全には元に戻らない可能性が高い。今年の後半から来年初めにかけては、反動増で一時的に巡航速度である6%を大きく上回る成長が期待できるものの、反動増局面一巡後の成長率は、再び6%を割り込むと考えられる。(4月30日発行)

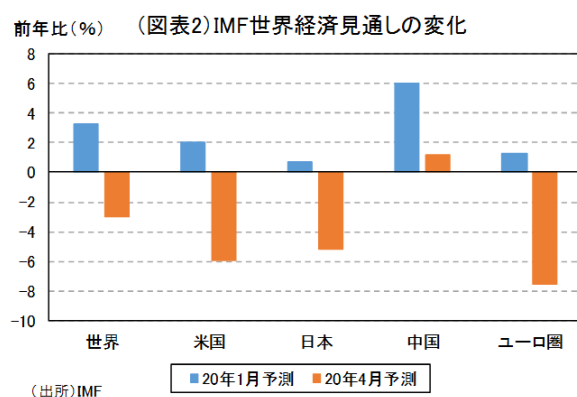
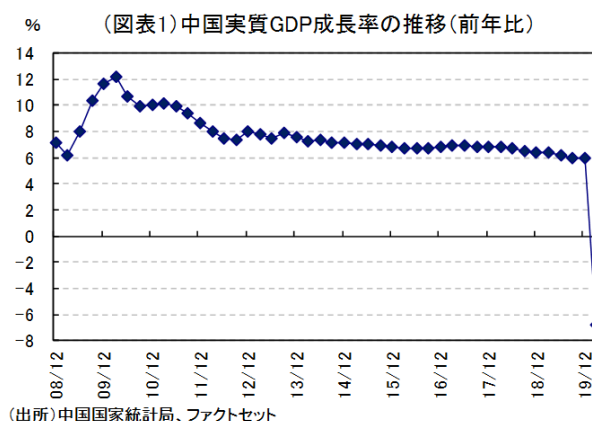
(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

## 本文

### 1-3月期GDPは大幅マイナス

4月17日に発表された中国の1-3月期の実質GDP成長率は、前年同期比▲6.8%の大幅マイナスとなった(図表1)。四半期ごとの数字が確認できる1992年以降の最低値が、直前の10-12月期の+6.0%であり、当然マイナスへの転落自体初めてである。3月中旬に発表された1-2月の主要指標、固定資産投資、小売売上、鉱工業生産などがいずれも記録的な落ち込みを見せていたことから、1-3月期のGDPも相当厳しい結果になることは市場でも予想されていたが(事前の市場予想は同▲6.0%)、改めて見てもショッキングな数字には違いない。

習近平政権は、2016年からの第13次5カ年計画において、20年に10年比で所得を倍増させるとの目標を掲げており、そのためには20年に5.6%の成長が必要とされていた。新型コロナウイルス肺炎の流行前までは、小幅の未達であれば政府が鉛筆を舐めるだろうと言われていた目標値だが、もはや微修正で済むレベルではなく、目標達成はほぼ不可能になった。ちなみに、IMFは4月14日に経済見通しを更新、中国の成長率を1月時点の予想の前年比6.0%から、同1.2%まで大幅下方修正している(図表2)。当社の最新予想では同2.0%である。



## 反動増は期待できるが

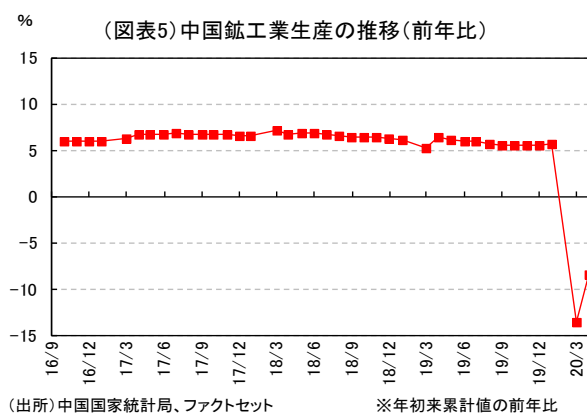
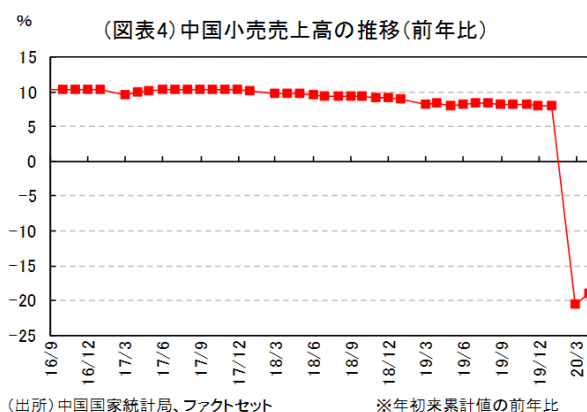
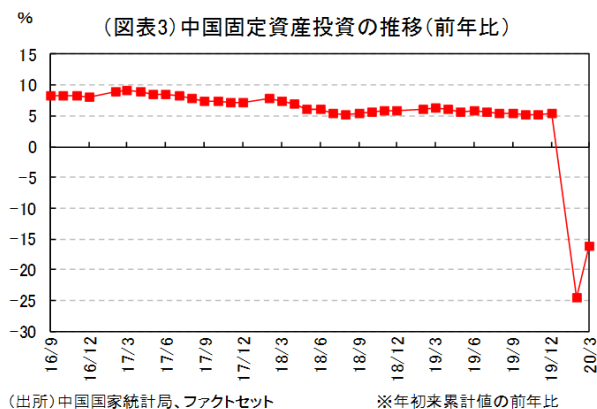
1-3月期が大幅マイナスでも、年間ではプラスの成長を確保する予想を維持しているのは、年後半に相応の総需要の反動増を見込んでいるためである。実際、中国は、新型コロナウイルス肺炎の震源地である一方、世界に先んじて封じ込めに成功しつつある。すでに武漢の都市封鎖は4月8日に解除されており、新華社電では、武漢では4日の段階で、一定規模以上の工業企業、サービス業、卸売・小売・宿泊・飲食業の9割以上が稼働を再開したと報道されている。

稼働率に関してはまだ業種によるばらつきがあるものの、需要の回復に応じ、まだ上昇の余地はある。中国における個人消費のペントアップディマンドは相当程度蓄積している可能性が高い。たとえば、世界遺産である安徽省の黄山を4月に地元の観光局が無料開放した結果、観光客が殺到して入場制限に追い込まれる騒ぎになったのは記憶に新しい。テレビでも報道された空前の人込みは印象的で、鬱積した外出需要と人口パワーを印象づけるエピソードだった。これまで、休暇は海外に出かけていた富裕層も、当面は国内で消費活動を行わざるを得ないことから、約1.5億人分の「爆買い需要」の内需回帰も期待できる。

## サービス消費の回復は遅れる

もちろん、過度な期待は禁物である。GDPと同日に発表された1-3月期の固定資産投資は前年同期比▲16.1%（1-2月は同▲24.5%）、小売売上が同▲19.0%（同▲20.5%）、鉱工業生産が同▲8.4%（同▲13.5%）であり、いずれも回復傾向にあるものの、小売売上については相対的な回復の遅れが目立つ（図表3, 4, 5）。同月の自動車販売台数が前年同月比▲43.3%の大幅減となっている影響が大きく、こちらは今後回復が期待できるものの、小売売上に含まれないサービス消費の回復も遅れているようだ。特に、人が集まるレストランや学習塾、スポーツジム等は、再開できないところも多く、廃業を余儀なくされる事業者も増えつつある模様である。

こうした業種では、新型コロナウイルス肺炎の再流行への懸念が払しょくしきれないことが足かせとなる。中国の早期感染封じ込めは、政府主導の強力なロックダウンの成果であることは論を待たないが、より感染が広範かつ大規模に広がった欧米の多くの国では、いずれ「免疫の壁」がさらなる感染拡大を抑制する可能性が指摘されているのに対し、中国の場合、そうした状態に至る前に力づくで抑えこんだ。経済活動再開後も、再流行への不安が長期にわたり残れば、人やモノの往来も完全には元に戻らないことになる。今年の後半から来年初めにかけては、反動増で一時的に巡航速度である6%を大きく上回る成長が期待できるものの、反動増局面一巡後の成長率は、再び6%を割り込むケースが増えてくると考えられる。



## インフラ投資には期待

企業部門では、インフラ投資の回復、特にコロナ禍を契機とした5G関連投資需要の伸びが期待できそうである。1-3月期の固定資産投資の回復は、インフラ投資が1-2月の同▲30.3%から同▲19.7%まで回復したことによる部分が大きい。主たる原資となる地方政府の特別債の1-3月の発行額は1兆829億円で、中央が前倒しで下達した金額である1兆2,900億円の83.9%を達成、昨年の年間実績の約半分に達するハイペースとなっている。3月27日の中共中央政治局会議では、13年ぶりとなる特別国債も発行する計画が示されており、金額は多ければ4兆元に達する可能性があるとのことである。5月22日の開幕が決定した全人代でお墨付きが得られれば、財政支出の加速が期待できる。

金融面の対応も進んでいる。人民銀行は政策金利のLPR（ローンプライムレート）1年物を2月20日に0.1%、4月20日には0.2%引き下げて3.85%とした（図表6）。先進国と異なり、利下げ余地をまだ相当程度残しているのは強みである。2月1日には、中国人民銀行や財政部などの5部門が連名で、感染防止に向けた30項目の金融支援措置を発表している。

金融システムの安定性維持と市場への潤沢な資金供給、企業への低利融資にコミットする内容であり、人民銀行は言葉通り直後の3日と4日の2日間で計1兆7,000億元の大量の資金供給を実施、市場に断固たる姿勢を示した。1-3月の社会融資総量は11兆800億元と過去最大、3月単月でも5兆1,500億元に達している（図表7）。この結果、3月末時点の社会融資総量残高は前年比11.5%増の262兆2,400億元となった。各地方政府も中小零細企業向けの支援策を相次いで発表している。こうした対応を受け、年後半は、個人消費と固定資産投資という内需の両輪がある程度景気のけん引役を果たすと考えられる。

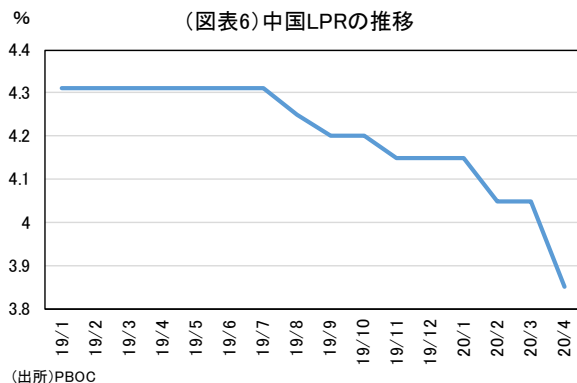
## 外需は低迷が続く

一方で、主要先進国の景気回復は中国よりも大きく遅れる可能性が高いことから、外需は低迷が続くとみられる（図表8）。中国の場合、米国との貿易摩擦が現在進行形というハンデも負っている。中国からの輸出の途絶で、生産活動や消費活動に支障をきたしている国が多いことが、短期的には反動増的な輸出の押し上げ要因になるものの、世界需要の低迷に伴う押し下げ圧力の方がより強力である。グローバル企業のサプライチェーンの立て直しにも時間がかかるとみられ、世界的なスロートレードの流れが続くとみられることから、中長期的にも輸出の力強い伸びは期待できない。

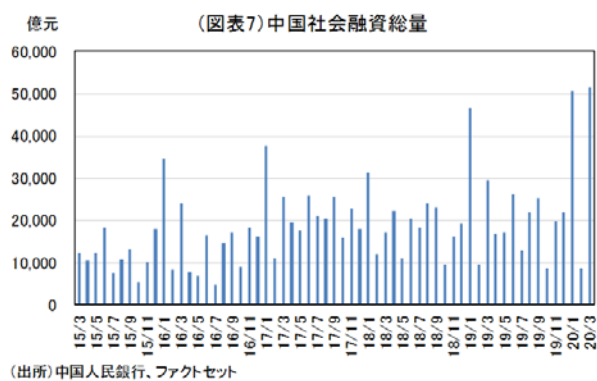
## 世界経済への影響

足元では、主要国の内需が厳しい縮小に見舞われていることが、乗数効果を伴いつつ世界経済の下押し圧力

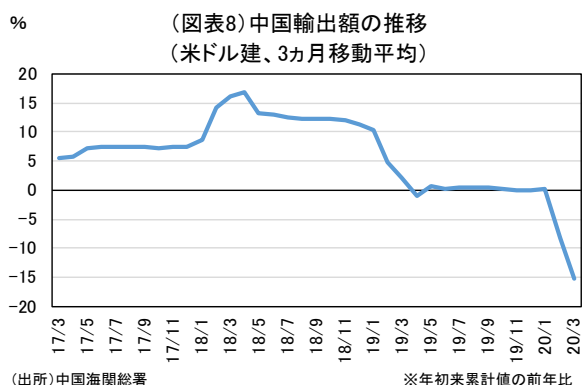
(図表6) 中国LPRの推移



(図表7) 中国社会融資総量

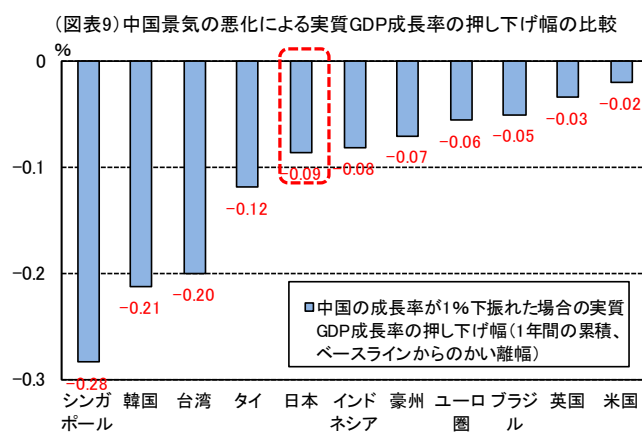


(図表8) 中国輸出額の推移  
(米ドル建、3ヵ月移動平均)



となっている。このうち、中国経済の減速の影響だけを取り出して主要国へのインパクトを確認したのが図表9である。前述のとおり、20年の中国の実質成長率の当社の最新予想は2%である。年後半は反動増が見込まれるとはいえ、年間を通じての成長率が巡航速度の6%から2%まで4%下がるインパクトは大きい。図表9からは、シンガポールや韓国など、特に東アジア経済を中心に大きな下押し圧力が働くことが確認できる。中国の実質GDP成長率が年間で4%低下した場合、世界経済の成長率には▲0.8%程度の下押し圧力が働く計算である。これに諸外国の減速の影響が加わるので、2019年は3%程度だった世界成長率が、20年は大幅マイナスにまで落ち込むのは、やはり避けられないということになる。

(4月30日発行)



(出所) OEGMより明治安田総研作成

# 4月28-29日開催のFOMC サプライズなし、政策効果見極めへ

## 要約

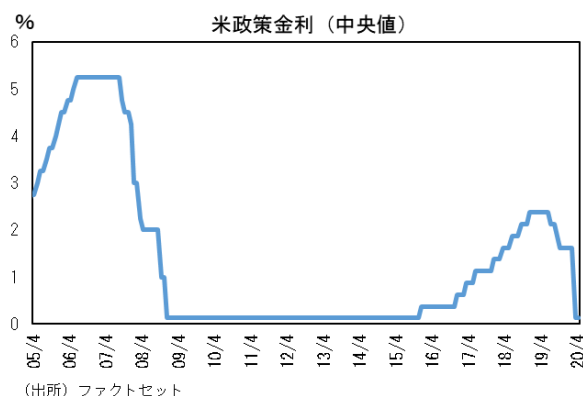
4月FOMCでは、市場予想どおり政策金利がすえ置かれ、米国債やMBSを必要な分だけ購入する姿勢が改めて示された。金融政策の先行きについては、最大雇用と物価安定に向けて軌道に乗ったと確信するまで政策金利をすえ置く姿勢が示された。パウエル議長は会見で現在の政策が適切との考えを示しており、3月以降、矢継ぎ早に打ち出してきた各種政策効果を見極める意向と考える。(4月30日発行)

(シニアエコノミスト 大広 泰三)

## 本文

### 政策金利はすえ置き、資産買入れは継続

4月28-29日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを市場予想どおり、0.00-0.25%ですえ置いた。米国債とMBSの買入れについては、円滑な市場機能をサポートするために必要な額の購入を継続するとし、金融政策の効果的な伝達を後押しするとの考えを示した。今回の方針は全会一致で決定された。



### 景気の先行きに慎重姿勢を示す

声明文では、足元の状況について、新型コロナウイルスの感染拡大が世界中で人や経済に多大な困難をもたらしており、経済活動の急激な低下と失業の急増を引き起こしているほか、国内外の経済活動の混乱が米国の家計や企業に対する信用の流れを悪化させているとの認識が示された。そのうえで、進行中の公衆衛生危機は、短期的に経済活動、雇用、インフレに大きな重しとなり、中期にわたって経済見通しに大きなリスクをもたらすと、景気の先行きに慎重な姿勢を表した。

パウエル議長は、FOMC後に行われたTV会議形式での記者会見で、4-6月期の経済活動は、過去に例を見ないペースで落ち込むとみられ、経済活動が再開してもGDPが新型コロナウイルスの感染拡大前の水準に戻るには時間を要するとの考えを示した。

### 最大雇用と物価安定に向けて軌道に乗ったと確信するまで政策金利はすえ置き

金融政策の先行きについては、経済が最近の出来事を乗り切り、最大雇用と物価の安定という目標を達成する軌道に乗ったと確信するまで、現在の誘導目標レンジを維持するとの方針が示された。パウエル議長は会見で、現在の政策が適切との考えを表明し、市場が当面政策金利のすえ置きを見込んでいることに対しても適切だと述べており、3月に実施した150bpに及ぶ緊急利下げの効果や各種流動性供給策の効果を見極める意向と考える。

### 当面様子見へ

3月に入り、FRBは各種の対応策を打ち出してきたことから、当面様子見を続けよう。ただ、声明文の冒頭に、

この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じるとの考えが記されている。感染拡大の影響が長期化し、米国経済を一段と悪化させる懸念が高まる場合には、各種流動性供給策の規模拡大や期限延長などを実施すると予想する。

#### ◎4/28－29 開催の FOMC 声明文

<p>The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U. S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.</p>	<p>連邦準備制度は、この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じることに取り組み、最大雇用と物価の安定を促している。</p>
<p>The coronavirus outbreak is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. The virus and the measures taken to protect public health are inducing sharp declines in economic activity and a surge in job losses. Weaker demand and significantly lower oil prices are holding down consumer price inflation. The disruptions to economic activity here and abroad have significantly affected financial conditions and have impaired the flow of credit to U.S. households and businesses.</p>	<p>コロナウイルスの発生は、米国および世界中で人と経済に多大な困難をもたらしている。ウイルスと公衆衛生を保護するために講じられた措置は、経済活動の急激な低下と失業の急増を引き起こしている。需要の低迷と原油価格の大幅な低下によって、消費者物価の上昇が抑制されている。国内外の経済活動の混乱は、金融情勢に大きな影響を与え、米国の家計や企業への信用の流れを悪化させている。</p>
<p>The ongoing public health crisis will weigh heavily on economic activity, employment, and inflation in the near term, and poses considerable risks to the economic outlook over the medium term. In light of these developments, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. The Committee expects to maintain this target range until it is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals.</p>	<p>進行中の公衆衛生危機は、短期的には経済活動、雇用、インフレに大きな重しとなり、中期にわたって経済見通しに大きなリスクをもたらす。これらの変化に照らして、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.00－0.25%にすえ置くことを決定した。委員会は、経済が最近の出来事を乗り切り、最大雇用と物価の安定という目標を達成する軌道に乗っていると確信するまで、この誘導目標レンジを維持すると予想する。</p>
<p>The Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook, including information related to public health, as well as global developments and muted inflation pressures, and will use its tools and act as appropriate to support the economy. In determining the timing and size of future adjustments to the stance of monetary policy, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric</p>	<p>委員会は、グローバルな成長や落ち着いたインフレ圧力と同様に公衆衛生に関連する情報を含む、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続け、そのツールを使用して経済をサポートするため適切に行動する。金融政策スタンスの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化の目標と対称的な2%のインフレ目標に照らして、経済状況の実績と見通しを評価する。この評価には、労働市場の状況に関する指標、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</p>



<p>2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p>	
<p>To support the flow of credit to households and businesses, the Federal Reserve will continue to purchase Treasury securities and agency residential and commercial mortgage-backed securities in the amounts needed to support smooth market functioning, thereby fostering effective transmission of monetary policy to broader financial conditions. In addition, the Open Market Desk will continue to offer large-scale overnight and term repurchase agreement operations. The Committee will closely monitor market conditions and is prepared to adjust its plans as appropriate.</p>	<p>家計や企業への信用の流れをサポートするため、連邦準備制度は、円滑な市場機能をサポートするのに必要な金額の財務省証券および政府機関向け住宅ローンおよび商業用モーゲージ担保証券を引き続き購入し、それによって広範な金融情勢に対し金融政策の効果的な伝達を後押しする。さらに、オープンマーケットデスクは、翌日物およびターム物レポオペの実施を継続する。委員会は市場の状況を注意深く監視し、必要に応じてその計画を調整する用意がある。</p>
<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</p>	<p>この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、ボウマン理事、ブレイナード理事、クラリダ副議長、ハーカー総裁、カプラン総裁、カシュカリ総裁、メスター総裁、クオールズ副議長。</p>

(4月30日発行)



## 3月鉱工業生産 生産統計への影響が本格的に現れ始める

### 要約

3月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比▲3.7%と、2月の同▲0.3%からマイナス幅が一段と拡大、新型コロナウイルス肺炎の影響が生産統計に本格的に現れてきたことを示す結果となった。経済産業省による基調判断は、「生産は一進一退ながら弱含み」から「生産は低下している」へと下方修正された。

ロックダウンの動きが広がるなか、世界的に販売縮小を余儀なくされている自動車生産への影響が大きく、すそ野が広い業種である分、他産業へも悪影響が広く波及している形である。

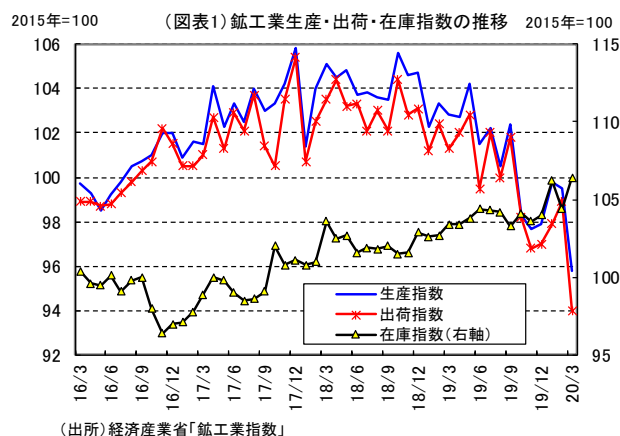
製造工業予測調査をもとにした4月の鉱工業生産の経産省の試算値は前月比▲1.3%だが、予測調査は4月上旬時点のものであり、さらなる下方修正は確実とみられる。その後は感染動向次第だが、中国の生産はすでに回復途上にあるほか、米国や欧州主要国も徐々に経済活動を再開する方向に舵を切りつつあることから、6月くらいまでに世界的な感染拡大がピークアウトするという楽観的な予想に基づけば、生産の底は4月になる可能性がある。この点についてはもちろん予断を許さない。（4月30日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

### 本文

#### 感染拡大の影響が本格化

4月30日に発表された3月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比▲3.7%と、2月の同▲0.3%に続き、2ヵ月連続のマイナスとなった。マイナス幅も一段と拡大し、いよいよ新型コロナウイルス肺炎の影響が生産統計に本格的に現れてきたことを示した形。厳しい結果が示されていた市場の事前予想（同▲5.0%）は小幅上回ったが、4月は一段とマイナス幅を拡大させる展開が予想される。なお、経済産業省による基調判断は、「生産は一進一退ながら弱含み」から「生産は低下している」へと下方修正された。指数値の95.8は、2013年1月以来の低さとなっている。



#### 業種別では自動車のマイナスが大きい

3月の生産指数は主要15業種中、13業種で低下、2業種で上昇となった。マイナス寄与の大きかった業種は、自動車工業（前月比▲5.1%、寄与度▲0.79%ポイント）、生産用機械工業（同▲10.2%、寄与度▲0.75%ポイント）、無機・有機化学工業（同▲11.0%、寄与度▲0.52%ポイント）、鉄鋼・非鉄金属工業（同▲7.4%、寄与度▲0.46%ポイント）といったところである。

内訳でマイナス寄与の大きかった品目は、自動車工業では普通乗用車、駆動伝導・操縦装置部品、シャシー・車体部品等、生産用機械では半導体製造装置、産業用ロボット、印刷機械等、無機・有機化学工業ではポリエチレン、エチレン、ポリプロピレン等、鉄鋼・非鉄金属工業では、粗鋼、特殊鋼熱間圧延鋼材、鋼半製品等であった。ロックダウンの動きが広がるなか、世界的に販売縮小を余儀なくされている自動車生産への影響が大きく、

すそ野が広い業種である分、他産業へも悪影響が広く波及している形である。

### 用途別では生産財のマイナスが大きい

主要5財の財別(=用途別)で見ると、生産財(前月比▲4.3%、寄与度▲2.14%ポイント)のマイナス寄与度が最も大きく、次いで資本財(除. 輸送機械)(同▲8.0%、寄与度▲1.09%ポイント)、耐久消費財(同▲3.6%、寄与度▲0.31%ポイント)、建設財(同▲4.8%、寄与度▲0.28%ポイント)、非耐久消費財(同▲0.1%、寄与度▲0.02%ポイント)の順で、いずれもマイナスとなった。生産財では駆動伝導・操縦装置部品やポリエチレン、資本財では半導体製造装置や一般用蒸気タービンのマイナス幅が大きかった。一方、生活必需品を多く含む非耐久消費財は小幅のマイナスにとどまった。

出荷指数は前月比▲5.0%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。財別(=用途別)に見ると、やはり生産財(同▲3.8%、寄与度▲2.01%ポイント)のマイナス幅が大きく、他の主要4財もすべてマイナス寄与となっている。在庫指数は同+1.9%と、2ヵ月連続の上昇となった。出荷指数が生産指数以上に低下した結果であり、やはり自動車産業(同+12.0%、寄与度+0.69%ポイント)の寄与が大きい。この結果、在庫率指数は同+8.5%と3ヵ月ぶりの上昇となった。在庫率の上昇幅は、東日本大震災直後の2011年4月以来の大きさである。

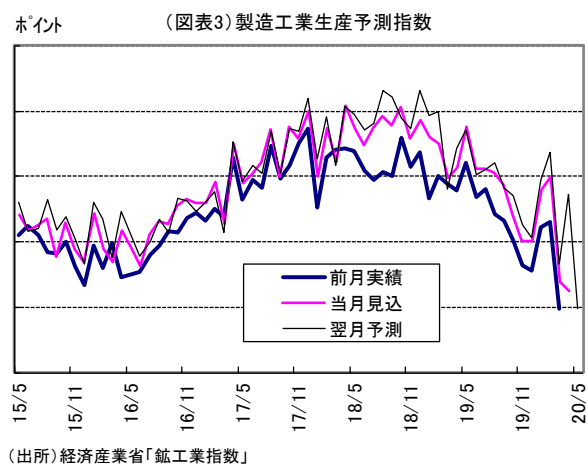
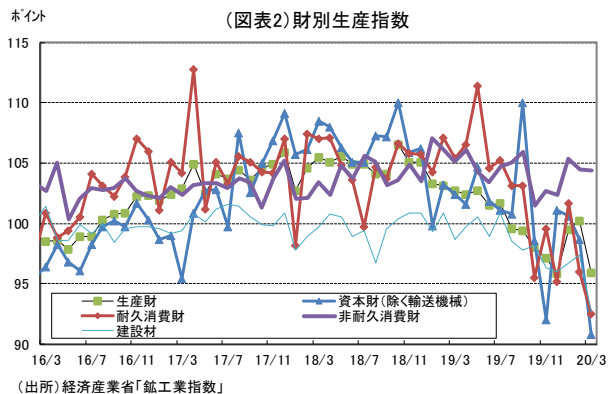
### 4月生産計画はプラスも、下方修正は必至

製造工業予測指数を見ると、4月は前月比+1.4%、5月は同▲1.4%と、均せばほぼ横ばいとの見通しとなっている(図表3)。2ヵ月通算の業種別生産予測では、11業種中7業種がプラス、4業種がマイナスと、生産の回復を見込む業種の方が多い。4月に関しては、特に生産用機械(前月比:+14.5%、寄与度+1.58%ポイント)や電気・情報通信機械工業(同+9.4%、寄与度+1.03%ポイント)、化学工業(同+6.9%、寄与度+0.89%ポイント)などのプラス寄与幅が大きい。生産予測調査は4月上旬時点のものである。企業を取り巻く業況の厳しさが増す中、多くの業種において、現在進行形で生産計画の下方修正が続いていることを考えると、こうした大幅増産計画がそのまま実現するとは考えにくい。

一方、マイナス寄与の業種の中では、自動車を含む輸送機械工業(前月比▲10.1%、寄与度▲2.04%ポイント)のマイナス寄与が突出している。こちらはさらなる下方修正が予想される。実際、トヨタ自動車は4月24日に、5、6月の生産計画を前月の内示から約40%下方修正しているほか、同様の動きは他のメーカーにも広がっている。製造工業予測調査をもとにした4月の鉱工業生産の経産省の試算値は、計画値に含まれる上方バイアスを補正して計算しており、同▲1.3%という試算結果となっているが、さらなる下方修正は確実とみられる。

### 4月以降はコロナ次第だが

今後の生産については、新型コロナウイルス肺炎の動向次第である。5月6日までとなっていた緊急事態宣言



については、対象地域は全国としたままで、1ヵ月程度延長される見通しとなった。とりあえず、4月の生産指数は大幅マイナスが有力だが、5月も同じレベルでの経済活動の自粛が続くのであれば、それ以上前月比ベースのマイナス幅が大きく拡大する理由にはなりにくい。国内では、所得減世帯や失業者が増えることが、さらなる生産の下押し圧力として働く可能性があるものの、一方で、中国の生産はすでに回復途上にあるほか、米国や欧州主要国も徐々に経済活動を再開する方向に舵を切りつつあることから、海外向けの生産は増える可能性がある。6月くらいまでに、世界的な感染拡大がピークアウトするという楽観的な予想に基づけば、生産の底は4月になる可能性があるが、この点についてはもちろん予断を許さない。

(4月30日発行)



# 2020年1-3月期GDP予測について

## 要約

内閣府から5月18日に発表予定の2020年1-3月期実質GDP成長率は、前期比▲1.3%（年率換算：▲5.2%）と、新型コロナウイルスの感染拡大によって2四半期連続のマイナス成長になったと予想する。

4-6月期実質GDP成長率は、新型コロナウイルスの感染拡大阻止を目的とした経済活動の自粛の影響で大幅マイナスが確実な情勢。その後の推移は感染動向次第であり、現時点では不透明感が極めて強い。

（4月30日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

（エコノミスト 西山 周作）

## 本文

### 新型コロナウイルスによって2四半期連続のマイナス成長を予想

内閣府から5月18日に発表予定の2020年1-3月期実質GDP成長率は、前期比▲1.3%（年率換算：▲5.2%）と、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で2四半期連続のマイナス成長になったと予想する。

需要項目別に見ると、個人消費は、新型コロナウイルスの感染拡大によって、3月以降、サービス消費を中心に大きく落ち込んでおり、2四半期連続のマイナスになったと予想する。内閣府は、新型コロナウイルスによるGDPへの影響を適切にとらえるため、推計時点で公表されていない3月データについて、業界統計や大手企業データ等を用いるといった推計方法の変更を発表している。したがって、個人消費には自粛に伴う3月以降の不要不急の消費の落ち込みがある程度正しく反映されよう。

住宅投資は、消費増税前の駆け込み需要の反動減が続いており、やはり2四半期連続のマイナスになったと予想する。設備投資は、新型コロナウイルスの中国での感染拡大を背景とした企業マインドの悪化、先行き不透明感の高まりなどから、同じく2四半期連続のマイナスになったとみる。公共投資は、予算の執行などから高水準で推移しているものの、3月には新型コロナウイルスによる工事休止の動きも出てきたことから、5四半期ぶりのマイナスになったと予想する。輸出は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、世界的に経済活動が大きく縮小した影響で3四半期連続のマイナス、マイナス幅も10-12月期から大きく拡大したと予想する。

4-6月期に関しては、新型コロナウイルスの感染拡大阻止を目的とした外出自粛や、生産活動停止の影響が全面的に現れることから、実質GDP成長率のマイナス幅は、1-3月期の3~4倍に達する可能性がある。その後の回復時期がいつになるかは、新型コロナウイルス動向次第である。6月までに世界的な感染拡大がピークアウトに向かうのであれば、7-9月期には底を打つ可能性があるが、不透明感は極めて強い。

## 実質GDP成長率予測

(前期比:%)	19/3	19/6	19/9	19/12	→予測	
					20/3	寄与度
実質GDP	0.5	0.6	0.0	-1.8	-1.3	—
前期比年率	2.2	2.3	0.1	-7.1	-5.2	—
民間最終消費支出	0.0	0.6	0.5	-2.8	-1.5	-0.8
民間住宅投資	1.5	-0.2	1.2	-2.5	-2.9	-0.1
民間設備投資	-0.4	0.8	0.2	-4.6	-2.7	-0.4
政府最終消費支出	-0.4	1.7	0.7	0.2	0.3	0.1
公的固定資本形成	2.1	1.7	1.1	0.7	-1.6	-0.1
民間在庫品増加(寄与度)	0.1	0.0	-0.2	0.0	—	-0.0
純輸出(寄与度)	0.5	-0.3	-0.3	0.5	—	0.1
財貨・サービスの輸出	-1.9	0.4	-0.7	-0.1	-4.5	-0.8
財貨・サービスの輸入	-4.3	2.0	0.7	-2.7	-5.0	0.9
内需(寄与度)	0.1	0.8	0.3	-2.3	—	-1.4
名目GDP	1.1	0.6	0.4	-1.5	-1.2	—
前期比年率	4.4	2.4	1.7	-5.8	-4.8	—
GDPデフレーター(前年同期比)	0.1	0.4	0.6	1.2	0.9	—

(4月30日発行)

※本レポートは、明治安田総合研究所 政策・経済研究部が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●

株式会社 明治安田総合研究所 政策・経済研究部

〒102-0073 東京都千代田区九段北 3-2-11 TEL03-6261-7947