

経済ウォッチ

2020年5月1日～25日

2020.05.25 発行

フォーカス

コロナ収束後も世界経済の足取りは重い

世界経済の先行きに対する不確実性がきわめて高い状況が続いている。世界的な新型コロナウイルス感染症の拡大ペースはピークアウトしつつあるものの、感染者の数はなお高水準で、一部新興国はこれから感染が爆発するリスクを抱えている。主要先進国は、経済活動を再開させる方向に舵を切りつつあるが、感染動向を見極めながら、手探りでかつ段階的に行っていく方針を示す国が大半である。

今回の危機が特異なのは、危機対策のためには経済活動を止めることが必要だったという点であり、実際に多くの国が人々の移動制限や工場の操業停止に踏み切った結果、総需要、総供給の両方向から、かつてないほどの強さと速さで下押し圧力が働いた。また、感染再拡大への不安が残る間は、家計や企業のマインドが委縮した状態が続くと見込まれるため、安定的な景気回復が見込みがたいという問題も抱える。

4-6月期の実質成長率は、ほとんどの国で記録的な落ち込みを余儀なくされそうだが、新型コロナウイルス感染症が徐々に収束に向かうという前提の下では、pent-up demand(繰り越し需要)の顕在化により7-9月期は逆に高めの伸びが期待できる。しかし、反動増的な高成長局面は長続きしないだろう。国別の流行状況に濃淡はあれど、どの国でも断続的に感染者の発生が続き、再流行への不安が熾り続けるため、各国政府は各種規制を完全に撤廃することはできないとみられる。民間では人と人との接触をなるべく避ける、新たなライフスタイルの構築が進むだろう。こうしたなか、観光、宿泊、交通、外食、娯楽等のサービス産業は世界的に戻りの鈍い状態が続き、業界再編に向けた動きが加速しよう。しかし、産業構造の組み替えには時間がかかることから、マクロ的な需給のミスマッチが長期にわたり残る可能性が高い。

人やモノの国家間の移動も鈍い状態が続くだろう。米中対立は、コロナ問題が新たな対立軸として加わったことで、より先鋭化しつつある。しばらく下火になっていた米中貿易摩擦が再び激しさを増しそうな雰囲気である。米中のみならず、今後はどの国も、グローバルに経済活動を展開するにあたっては、経済原理だけではなく、国家戦略や安全保障政策、国際秩序といった政治的、外交的要素が重要なファクターになることを認識せざるを得ない。その結果、世界的なスロートレードの流れが定着し、対外投資も鈍化、グローバル化は足踏みを余儀なくされよう。より非効率なサプライチェーンの構築を強いられる企業の生産性、収益性は低下し、結果として主要国の潜在成長率は低下に向かう可能性が高い。

一方、消費、投資マインドの委縮によって、総需要の伸びは、低下した潜在成長率をさらに下回る伸びしか実現できず、結果として中立金利のマイナス圏での推移が定着、主要国における「長期停滞」的な様相がさらに強まる可能性がある。中にはデフレに陥る国が出てくるかもしれない。反面、多くの国で大々的に展開している各種経済対策の後遺症も問題となる。複数の新興国では、財政不安が逆にインフレを引き起こし、世界的にインフレ国とデフレ国の2極分化が顕著になるといった展開が考えられる。(5月25日 小玉)

目次

レポート名	執筆者	ページ
フォーカス コロナ収束後も世界経済の足取りは重い	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P1
4月の米雇用統計 新型コロナウイルスの影響で空前の落ち込みに	シニアエコノミスト 大広 泰三	P3~P4
1-3月期日本GDP 4-6月期のマイナス幅はさらに拡大へ	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P5~P9
4月貿易統計 感染拡大の影響が輸出を一段と下押し	シニアエコノミスト 大広 泰三	P10~P11
4月消費者物価指数（CPI） コアCPIは3年4ヵ月ぶりのマイナス	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P12~P14

当社では、2020年1-3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、「2020-2021年度経済見通し」を作成、5月21日（木）にプレス発表しました。全文は、当社ホームページ、「経済カテゴリー」に掲載していますので、そちらをご参照ください。

https://www.myri.co.jp/research/cat_economy.php

4月の米雇用統計

新型コロナウイルスの影響で空前の落ち込みに

要約

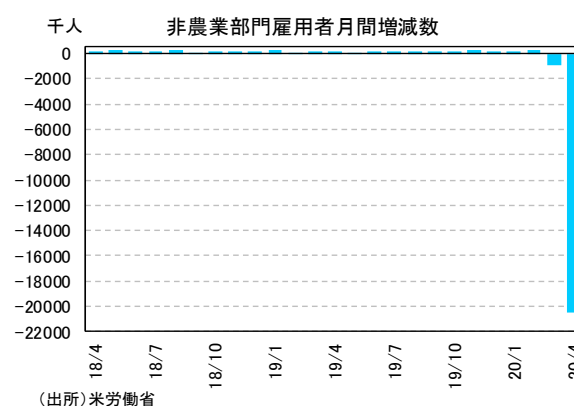
4月の非農業部門雇用者数は前月比▲2,050万人と、調査開始以来最大のマイナス幅となったほか、失業率も14.7%と戦後最悪の水準に上昇した。これまで堅調に推移してきた米雇用市場が、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響で急激に悪化した様子が浮き彫りとなった。発表元の労働省は、雇用はされているものの欠勤状態の人が失業者に分類された場合、失業率はおよそ5%高かったとしており、雇用情勢の実態は数値が表す以上に悪い可能性を示唆している。今後の雇用情勢は感染拡大の動向次第ではあるものの、雇用環境の悪化が個人消費を下押しする状況が暫く続きそうだ。(5月11日発行)

(シニアエコノミスト 大広 泰三)

本文

雇用者数は空前の落ち込みに

4月の非農業部門雇用者数は前月比▲2,050万人と、市場予想の同▲2,200万人ほどは悪化しなかったものの、調査開始以来最大のマイナス幅となった。また、前月3月が同▲70.1万人から同▲87.0万人へ、2月が同+27.5万人から同+23.0万人へ、2ヵ月合計で21.4万人の大幅下方修正となった。リーマンショック後で最も落ち込んだのは2009年3月の同▲80.0万人である。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激に悪化した様子が浮き彫りとなった。



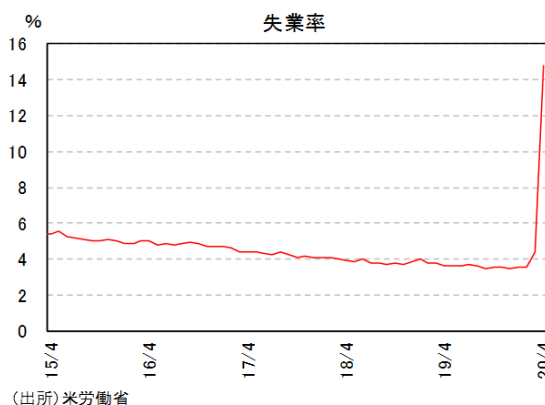
幅広い業種で悪化

雇用の伸びを部門別に見ると、製造部門(3月：前月比▲7.4万人→4月：同▲235.5万人)、民間サービス部門(同▲76.8万人→同▲1,716.5万人)、政府部門(同▲2.8万人→同▲98.0万人)といずれも2ヵ月連続のマイナスとなったが、特にサービス業での雇用の落ち込みが目立った。

製造部門では、休業や稼働停止などの影響で製造業(同▲3.4万人→同▲133.0万人)が大きく落ち込んだほか、鉱業・採掘業(同▲0.7万人→同▲5.0万人)に加えて、これまで堅調に推移してきた建設業(同▲3.3万人→同▲97.5万人)も大幅マイナスとなった。民間サービス部門でも、10業種中すべてが減少し、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▲49.9万人→同▲765.3万人)が大幅に減少し足を引っ張ったほか、教育・健康サービス業(同▲10.1万人→同▲254.4万人)や小売業(同▲4.5万人→同▲210.7万人)など、外出自粛や都市封鎖といった感染拡大を抑制するための各種制限による影響が、サービス業全体を下押しした様子がうかがえる。

失業率も戦後最悪水準へ一気に上昇

家計調査から集計される失業率は14.7%と、戦後最悪の水準に上昇（悪化）した。ほんの2ヵ月前の2月は3.5%と約50年ぶりの低水準で推移していたことを踏まえれば、足元の雇用環境の悪化がいかに急激なものであるかが理解できる。4月は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。また、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）も22.8%と、20%を超える水準にまで上昇（悪化）した。



低賃金労働者の失業増で平均賃金の伸びは上昇

週平均労働時間は34.2時間と2010年7月以来の低水準を記録した前月の34.1時間から増加したものの、各種感染拡大防止策の影響で低位にとどまった。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▲13.3%と大幅マイナスとなり、2ヵ月連続で減少した。

事業所調査による時間当たり平均賃金は前年比+7.9%と、前月の同+3.3%を大きく上回った。ただ、これは失業が低賃金の労働者に多くみられたことで平均時給が押し上げられたといった要因や、感染拡大といった厳しい状況下で働く従業員に対して賃上げが行われた可能性などが考えられる。

雇用情勢は数値以上に悪い可能性

失業保険申請件数は3月下旬をピークに減少傾向をたどっているほか、トランプ政権が段階的な経済活動の再開を進めるなど、先行きに関しては明るい材料もみられる。しかしながら、感染第2波への懸念も燻っており、今後の雇用環境は感染拡大の動向次第という構図に変化はない。発表元の労働省によれば、雇用はされているものの欠勤状態の人が失業者に分類された場合、失業率はおよそ5%高かったとしており、雇用情勢の実態は今回の数値が表す以上に悪かった可能性を指摘している。失業保険申請件数はピークから鈍化傾向にあるとはいえ、依然として極めて高水準での推移が続いており、雇用環境の悪化が個人消費を下押しする状況が暫く続きそうだ。

(5月11日発行)

1-3月期日本GDP

4-6月期のマイナス幅はさらに拡大へ

要約

1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.9%（年率換算：▲3.4%）と、ほぼ市場予想（前期比▲1.1%、年率換算：▲4.5%）の範囲内といえる結果だった。経済活動が大きく縮小に向かったのは3月以降であり、4-6月期の実質GDPのマイナス幅はさらに大きく拡大することが予想される。6月以降、経済活動が徐々に正常化に向かえば、7-9月期のGDP成長率はペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化で高めの伸びとなろう。ただし、反動増的な高成長局面は長続きしない可能性が高い。

世界経済の回復が遅れるなかで、グローバル企業の業績不振が続き、今後は設備投資計画を先送りする動きが顕著となろう。家計にとっては、来年の春闘が極めて厳しい結果になるほか、人と人との接触をなるべく避けるライフスタイルの追及が進むこともあって、個人消費は21年度にかけても低迷が続く可能性が高い。来夏のオリンピックはなんとか開催できたとしても、海外からの訪日客は当初期待された水準を大きく下回り、景気回復の起爆剤になるには至らない。日本経済はアフターコロナのけん引役を見つけられないまま、21年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされる可能性が高い。（5月18日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

ほぼ市場予想の範囲内の結果

1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.9%（年率換算：▲3.4%）と、市場予想を若干上回ったものの（市場予想：前期比▲1.1%、年率換算：▲4.5%、当社予想は同▲1.3%、同▲5.2%）、ほぼ予想の範囲内といえる結果だった（図表1、2）。前期比▲1.9%と大きく悪化した10-12月期から、さらに水準を切り下げた形であり、この結果、前年同期比のマイナス幅は、10-12月期の▲0.7%から同▲2.0%まで拡大、2019年度の成長率は▲0.1%と、5年ぶりのマイナスとなった。

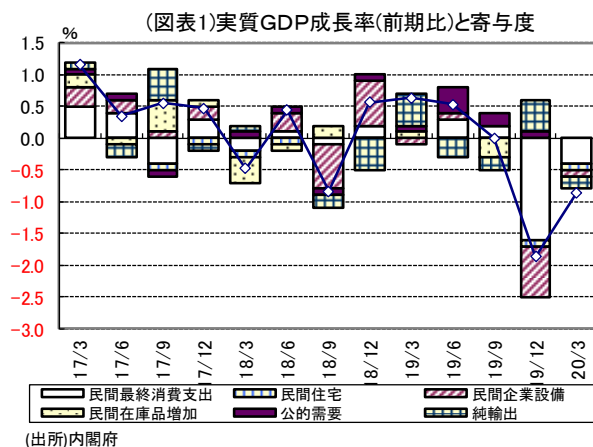
1-3月期は、内需の寄与度が▲0.7%ポイント、輸出の寄与度が▲1.1%ポイントで内外需とも足を引っ張った。ただ、経

済活動が目に見えて縮小に向かったのは3月以降であり、これでも新型コロナウイルス感染症の影響を部分的にしか反映していない。4-6月期の実質GDPのマイナス幅はさらに大きく拡大することが予想される。

個人消費の低迷は続く

需要項目別に見ると、まず、民間最終消費支出は前期比▲0.7%（寄与度：▲0.4%）となった。10-12月期の同▲2.3%に続く2期連続のマイナス。形態別国内家計消費支出を見ると、耐久財が同+1.6%、半耐久財が同▲5.7%、非耐久財が同+1.1%、サービスが同▲2.3%となっている（図表3）。

耐久財がプラスになったのは、消費増税前の駆け込み需要の反動で10-12月期が同▲14.2%と大幅に落ち込んでいたため、水準的には7-9月期のそれをなお大きく下回っている。半耐久財とサービスのマイナスは、家計が不



要不急の支出を控えた結果が現れているといえよう。振れの小さいサービス消費がこれだけ大きなマイナスになったのは、現行統計が遡れる1994年以来、初めてのことである。

3月の総務省の家計調査では、実質消費支出（二人以上の世帯）は、前年比▲6.0%という大幅な落ち込みとなっている。内訳の品目を基礎的支出（必需品的なもの）と選択的支出（贅沢品的なもの）に分類すると、前者がほぼ前年の水準を保っているのに対し、後者が記録的な落ち込みを見せており、家計が不要・不急の消費活動を抑制している様子が確認できる。品目別にみると、鉄道運賃が前年比▲65.2%、航空運賃が同▲84.7%と、交通関係が軒並み記録的な落ち込みとなったほか、宿泊料（同▲55.4%）、パック旅行費（同▲83.2%）、映画・演劇等入場料（同▲69.6%）、遊園地入場・乗り物代（同▲86.8%）等、教養・娯楽関係の落ち込みが激しい。

4月7日に緊急事態宣言が発令され、その後大手百貨店等がそろって休業、都市部の居酒屋やレストラン等も休業や短縮営業を余儀なくされていることを考えれば、同様の傾向は4、5月期も続いているとみられる。6月以降、大都市部における百貨店や飲食店の営業が順次再開されれば、ペントアップデマンドの顕在化に伴い、一時的な回復が期待できる。しかし、それでも4、5月のマイナスを取り戻すには遠く及ばず、4-6月の実質個人消費の大幅マイナスは避けられない。

このまま感染の再拡大がなければ、反動増の流れが続くことで、7-9月期はプラスに戻りそうだが、反動増局面が一巡した後の個人消費は再び停滞気味の推移に戻るとみられる。人々が旅行や外出を控える傾向は今後長きにわたって残る可能性が高い。また、自粛期間中は、少なからぬ家計が金融資産を取り崩して個人消費の原資にしていたのが実態とみられ、そうした家計は貯蓄の復元を優先するとみられる。

また、内外需ともさえない中、今年度は多くの業種で減収減益が予想され、来年の春闘は労働者にとって極めて厳しい結果が予想される。賞与の大幅低下はもちろんのこと、ベアも期待できず、定昇の確保すら不透明感が漂う。当社では、政府による10万円給付は20年の実質個人消費の伸びを1.4%、実質GDP全体では1.0%程度引き上げる効果があるとみているが、それでも落ち込み幅の一部を取り戻すに過ぎない。また、効果は20年度中にほぼ出尽くすとみており、その後、21年度末にかけての個人消費は不振が続く可能性が高い。

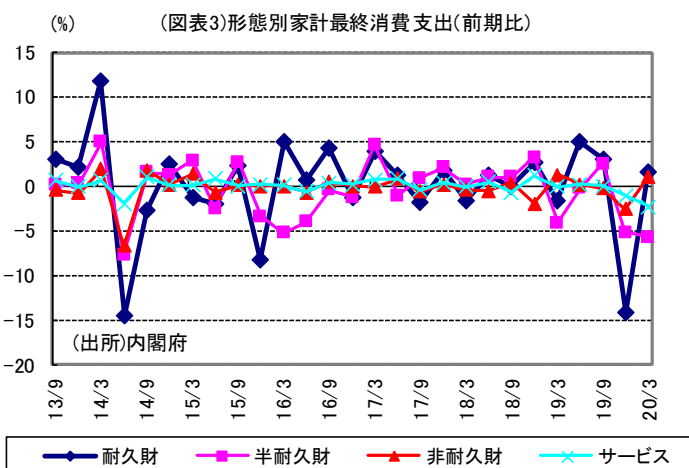
住宅投資は大幅悪化

実質民間住宅投資は前期比▲4.5%（寄与度：▲0.1%）と、10-12月期の同▲2.5%から一段とマイナス幅を拡大させた。消費増税前の駆け込み需要の反動減の影響が残っているほか、年明け以降の中国の都市封鎖に伴い、トイレ等の住宅設備の納期遅延が工事の遅れにつながるなど、供給面の制約も顕著になっていた。月別の住宅着工統計

(図表2) 当社の実質GDP成長率予測と実績

(前期比)	当社予想		実績	
	2020年1-3月期		2020年1-3月期	
		寄与度		寄与度
実質GDP	-1.3	-	-0.9	-
前期比年率	-5.2	-	-3.4	-
民間最終消費支出	-1.5	-0.8	-0.7	-0.4
民間住宅投資	-2.9	-0.1	-4.5	-0.1
民間設備投資	-2.7	-0.4	-0.5	-0.1
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.1	0.0
公的固定資本形成	-1.6	-0.1	-0.4	0.0
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.0	-	-0.0
純輸出(寄与度)	-	0.1	-	-0.2
財貨・サービスの輸出	-4.5	-0.8	-6.0	-1.1
財貨・サービスの輸入	-5.0	0.9	-4.9	0.9
名目GDP	-1.2	-	-0.8	-
前期比年率	-4.8	-	-3.1	-
GDPデフレ率(前年同期比)	0.9	-	0.9	-

(出所)内閣府データより明治安田総研作成



をみると、3月にかけては徐々に持ち直す兆しも見えるが、今後は所得減の影響が本格化する。今のところ所得の減少に見舞われていない家計でも、感染動向の不確実性が依然として大きく、先行きの収入に不安を抱える家計が多い中、長期の住宅ローンを負うことに及び腰となる家計が増えている可能性が高い。政府の各種支援策は一定の下支えになるものの、住宅購入計画の取りやめや先送りに踏み切る家計が増える結果、住宅投資は来年度にかけても軟調な推移が続くとみている。

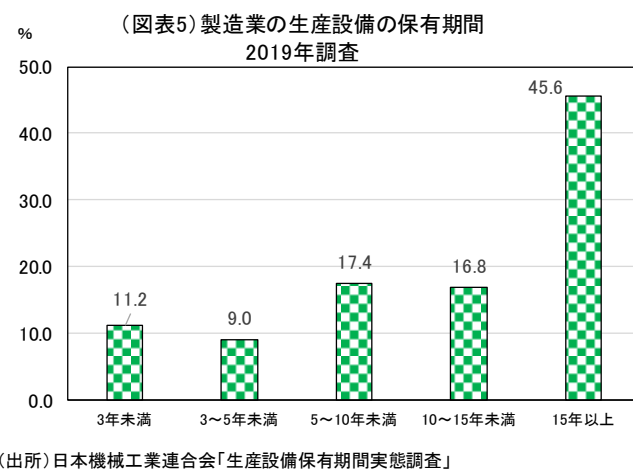
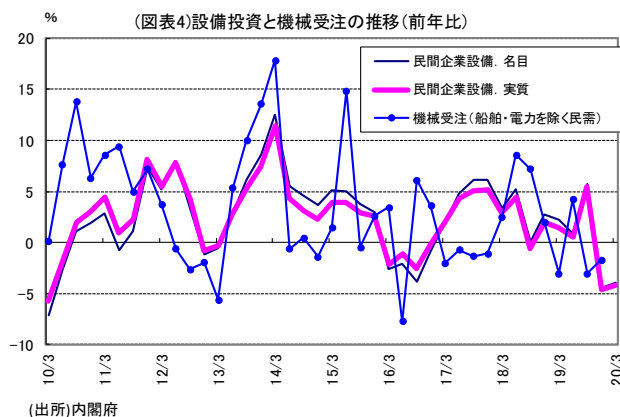
設備投資はさらなる悪化へ

実質民間企業設備投資は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.1%ポイント）と、大きく落ち込んだ10-12月期の同▲4.8%に続き、2期連続のマイナスとなった。新型コロナウイルス感染症の流行前から、米中摩擦の激化が外需関連企業を中心に企業の投資マインドに影を落としていたが、ここへきて先行きの不確実性はさらに高まっており、設備投資計画の大幅下方修正が避けられない情勢となっている（図表4）。

鉱工業生産統計から足元の生産動向を確認すると、3月は前月比▲3.7%と、2月の同▲0.3%からマイナス幅が大きく拡大している。特に、世界的に生産体制や販売体制の縮小を余儀なくされている自動車産業への影響が大きく（前月比▲5.1%、寄与度▲0.79%ポイント）、すそ野が広い業種である分、他産業へも悪影響が波及している。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経済活動を再開する方向に舵を切りつつあることから、5月以降、海外向けの資本財や生産財の生産は回復に向かう可能性があるが、その後の回復ペースは鈍い状態が続くだろう。設備稼働率は上がらず、企業業績も不振が続く中、製造業を中心に、設備投資計画を先送りする動きが一層顕著になる展開が予想される。

また、グローバル企業は目下サプライチェーンの見直しを余儀なくされている。コロナ問題は、生産拠点が経済的原理だけで決定しうるものではなく、国家戦略や安全保障政策、国際秩序といった政治的、外交的要素と不可分であることを、改めて認識せざるを得ない出来事であった。政府の補助策もあり、今後は生産拠点の一部を日本へ回帰する動きが出てくるとみられ、これ自体は国内の設備投資の下支え要因となるが、一方で、最適な生産地を選べなくなることが中長期的な収益性の低下につながる可能性も否めない。これは中長期的な設備投資の下押し要因となる。

短期的な景気の変動にかかわらず、安定的な投資需要が存在する分野があるのは確かである。特に5G関連の通信システムの整備や、自動車の電装化など、中長期的な成長分野への能力増強投資や研究開発投資は一定程度下支えになるだろう。国内の設備老朽化に伴う維持・更新への投資需要も根強い。昨年実施された生産設備保有期間実態調査（日本機械工業連合会）をみると、設備の保有期間の長期化が進んでおり（図表5）、今後3カ年以内に設備投資計画のある企業、または検討中の企業では、84%が設備更新を理由としていた。しかし、感染拡大の不確実性が払しょくされない中、来年度にかけての設備投資は下押し圧力が上回ると予想される。



公共投資へのコロナの影響はわずか

公的固定資本形成は前期比▲0.4%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、10-12月期の同+0.5%から5四半期ぶりにマイナスに転じた。4月のさくらレポートをみると、景気の総括判断は全9地域で下方修正されたものの、公共投資の判断は「増加している」が5地域、「高水準」が4地域で、1月から変化はなかった。ヒアリング結果によると、2018年に発生した北海道胆振東部地震と西日本豪雨、また、2019年に発生した台風19号の災害復旧工事の進捗や、国土強靱化政策関連の潤沢な予算を下支え要因として指摘する声が多い。新型コロナウイルス感染症の影響で、調査や設計案件の一部で中断する事業があるとの声はあるものの、総じて影響はわずかとの声の上回っている。今後も、経済対策で計上されている予算の執行が粛々と進む中、公共投資は底堅い推移が続く可能性が高い。

輸出はリーマン以来の悪化

輸出は前期比▲6.0%（寄与度：▲1.1%ポイント）と、10-12月期の同+0.4%から大幅マイナスに転じた。マイナス幅は、東日本大震災直後の2011年4-6月期の同▲7.5%以来の大きさである。年度ベースでも前年比▲2.7%と、7年ぶりのマイナスで、マイナス幅の大きさは、2009年度の同▲9.0%以来10年ぶりとなっている。

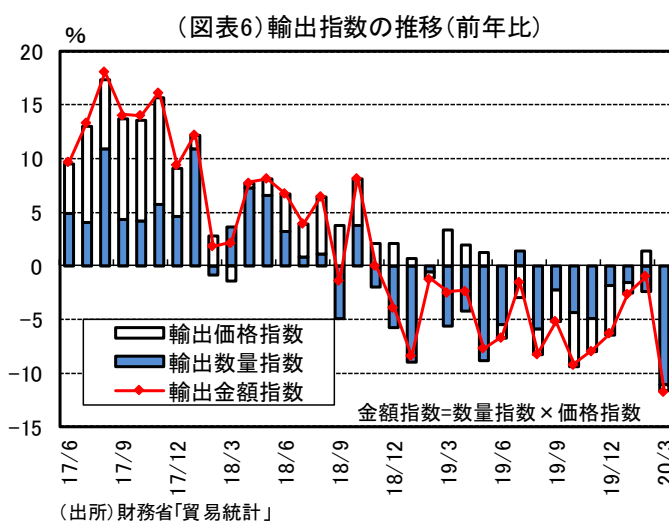
財務省の貿易統計をみると、特に3月に入ってから輸出が大きく落ち込んだ様子が確認できるが（図表6）、4-6月の実質輸出には、世界的な景気悪化の影響がさらに鮮明に現れるだろう。4月上中旬分の貿易統計速報における輸出金額は前年比▲22.4%の大幅マイナスとなった、上旬の時点では▲10.8%だったことから、中旬にかけて輸出環境が

加速度的に悪化していた様子がわかる。特に、米国では4月の非農業部門雇用者数が記録的な落ち込みを記録、5月の失業率も20%以上への悪化が予想されている。日本にとっては、輸出の過半を占める資本財への打撃が大きく、4-6月期の輸出は大きく落ち込んだ1-3月期からさらに悪化する可能性が高い。

いち早くコロナ感染症の封じ込めに成功しつつある中国では、生産再開が進んでおり、中国向け輸出は今後徐々に回復に向かう可能性がある。欧米でも徐々に生産活動再開の方向に舵を切りつつあり、7-9月期の輸出は前期比プラスに戻る可能性がある。ただ、反動増局面の一巡後は、再び停滞気味の推移に戻る可能性が高い。昨年の外需が不振だった主因は米中貿易摩擦だが、コロナ問題が新たな対立軸として加わったことでより先鋭化しつつある。製造業のサプライチェーンの再構築にも時間がかかり、世界的なスロートレードの流れが定着する可能性が高い。感染第二波への不安がくすぶる中、世界的に景気回復ペースが鈍い状態が続くのに加え、グローバル化の流れも足踏みを余儀なくされる展開が予想される。反動増局面一巡後の日本の輸出は、21年度にかけて低迷が続こう。

不確実性の高い今後の経済見通し

今後の経済見通しは、新型コロナウイルスの展開に大きく依存する。このまま第一波が収束に向かうとしても、感染第二波の到来の有無やその時期、その大きさについては極めて不透明感が強い。6月以降、経済活動が徐々に正常化に向かい、その後、再び緊急事態宣言の発動が必要になるほどの感染再拡大がないという前提の下では、実質GDPの水準は4-6月期が底となり、7-9月期には再びプラス成長に戻る。ペントアップディemand（繰り越し需要）が蓄積している分、7-9月期のGDP成長率は高めの伸びとなる。ただし、反動増的な高成長局面は長続きしない可能性が高い。



世界経済の回復が遅れるなかで、グローバル企業の業績不振が続き、設備投資計画を先送りする動きが顕著となるだろう。家計にとっては、来春の春闘が極めて厳しい結果になるほか、人と人との接触をなるべく避けるライフスタイルの追及が進むこともあって、個人消費は21年度にかけても低迷が続く展開が考えられる。来夏のオリンピックはなんとか開催できるとしても、海外からの訪日客は当初期待された水準を大きく下回り、景気回復の起爆剤になるには至らない。特に、観光、宿泊、交通、外食、娯楽関連産業は戻りの鈍い状態が続き、日本経済はアフターコロナのけん引役を見つけられないまま、21年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされる可能性が高い。

人やモノの国家間の移動も鈍い状態が続く。感染症への不安に加え、米中貿易摩擦が再び激化することで、世界的なスロートレードの流れが定着、グローバル企業はコロナ前よりも非効率な生産体制を敷かざるを得ず、収益性、生産性は低下する。今後、5Gの普及が加速し、第4次産業革命の流れを後押しする可能性は生産性の押し上げ要因になるが、トータルでは低下圧力が上回り、結果として潜在成長率は低下に向かう可能性が高い。

一方、消費、投資マインドの委縮によって、総需要の伸びは、低下した潜在成長率をさらに下回る伸びしか実現できない。結果として、中立金利はマイナス圏が定着し、「長期停滞」的な様相がさらに強まる可能性がある。

(5月18日発行)



4月貿易統計

感染拡大の影響が輸出を一段と下押し

要約

4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9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一段と顕在化した格好となった。地域別では、先んじて経済活動を再開した中国向けのマイナス幅が縮小したものの、米国、EU向けが一段と悪化した。欧米では徐々に生産活動が再開しつつあり、夏場以降の輸出は反動で一時的に高い伸びとなる可能性があるものの、反動増局面の一巡後は、再び停滞気味の推移に戻る可能性が高い。コロナ問題が新たな対立軸として加わったことで米中貿易摩擦の激化も懸念される。感染拡大が収束しても、日本の輸出は低調な推移が続きそうである。(5月21日発行)

(シニアエコノミスト 大広 泰三)

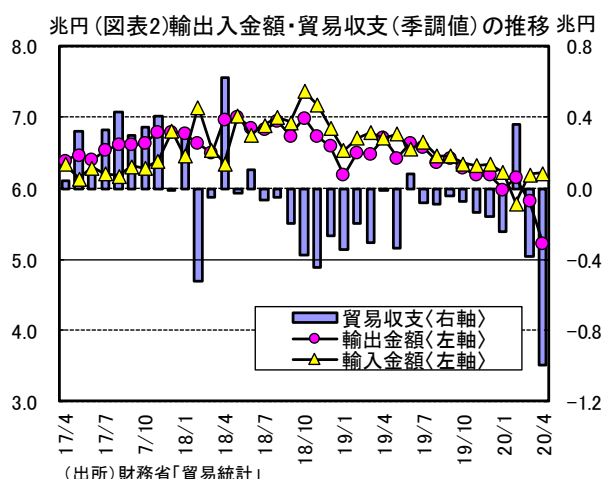
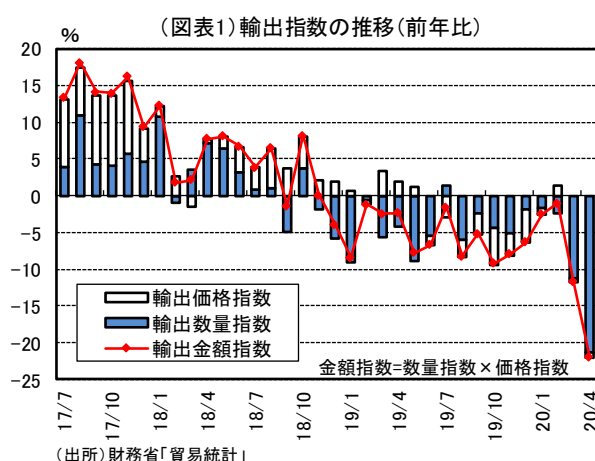
本文

輸出の伸びはマイナス幅が一段と拡大

4月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲21.9%と、3月の同▲11.7%を大幅に下回り、17ヵ月連続の前年割れとなった(図表1)。輸入金額は同▲7.2%で、12ヵ月連続のマイナス。この結果、貿易収支(原数値)は▲9,304億円と、前年同月の+590億円から赤字に転落した。季調済前月比を見ると、輸出金額は▲10.4%で2ヵ月連続のマイナス、輸入金額は+0.2%と2ヵ月連続のプラスとなった。季調済の貿易収支は、▲9,963億円と、2ヵ月連続の赤字となった(図表2)。

米国向け、EU向けの落ち込みが目立つ

輸出金額(季調前)の伸び率(前年比▲21.9%)を価格と数量に分解すると、輸出価格が同▲0.7%、輸出数量が同▲21.4%となった。輸出の実勢を示す数量指数は9ヵ月連続のマイナスであり、マイナス幅は3月(同▲11.2%)から大きく拡大した。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一段と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、米国向け(3月:同▲15.9%→4月:▲36.8%)が前年同月から4割近い落ち込みとなったほか、EU向け(同▲9.1%→▲27.7%)も約3割落ち込んだ(図表3)。一方、アジア向け(含む中国、同▲10.5%→▲11.8%)のマイナス幅は小幅の拡大にとどまった。中国向け(同▲10.3%→▲2.4%)のマイナス幅が縮小したためである。新型コロナウイルスの発生源とされる中国武漢では、4月8日に都市封鎖が解除され、他国に先んじて経済活動が再開している。同国の4月の鉱工業生産は前年比+3.9%とプラスに転じており、中国向け輸出は当面日本の輸出の下支え役を果たしそうである。



米国、EU 向けは、感染拡大防止策の影響顕在化

以下、詳細なデータが取得可能な金額ベースで地域別の輸出動向を確認すると、まず、米国向けの輸出金額（構成比：17%）は前年比▲37.8%（3月：同▲16.5%）と9ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も大幅に拡大した。品目別に見ると、構成比で約23%を占める輸送用機器（3月：同▲21.7%→4月：▲62.7%）の落ち込みが目立ったほか、約28%を占める一般機械（同▲20.4%→▲27.6%）や約15%を占める電気機器（同▲2.1%→▲22.1%）が20%を超えるマイナスとなった。輸送用機器の内訳では、引き続き自動車（同▲65.8%、寄与度▲19.6%）の落ち込みが目立っている。

EU 向けの輸出金額（構成比：9%）は前年比▲28.0%（3月：▲11.1%）と、7ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も大きく拡大した。品目別に見ると、構成比で約19%を占める輸送用機器（3月：同▲11.2%→4月：▲50.5%）、約24%を占める一般機械（同▲20.5%→▲28.1%）、約18%を占める電気機器（同▲7.2%→▲27.9%）等のマイナス幅が拡大した。主要国別では、ウェートの大きいドイツ向け（同▲12.6%→▲22.1%）やオランダ向け（同▲11.2%→▲16.9%）のマイナス幅が拡大したほか、新型コロナウイルスの感染拡大が目立ったイタリア向け（同▲15.3%→▲48.9%）、スペイン向け（同▲29.0%→▲49.6%）は前年同月比で約半分に落ち込んだ。EU 外として集計されている英国向け（同▲23.5%→▲48.1%）も同程度の落ち込みとなった。

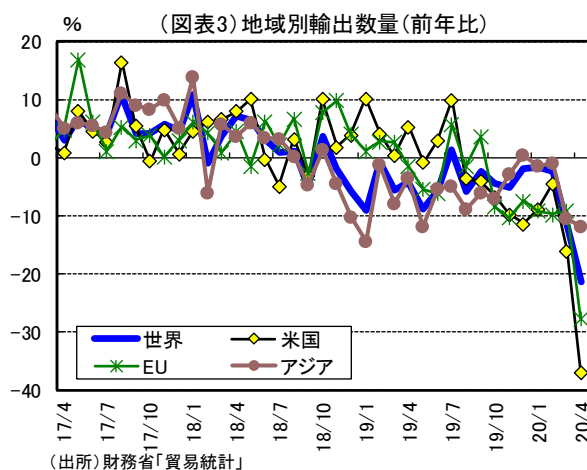
アジア向けはまちまち

中国向けの輸出金額（構成比：23%）は、前年比▲4.1%（3月：同▲8.7%）と4ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅自体は縮小した。約18%を占める化学製品（3月：同▲5.9%→4月：▲7.5%）や約9%を占める輸送用機器（同▲9.8%→▲13.7%）のマイナス幅が拡大したものの、約23%を占める電気機器（同▲1.5%→+10.3%）が半導体等電子部品をけん引役にプラス転換したほか、約21%を占める一般機械（同▲14.6%→▲12.1%）などのマイナス幅が縮小した。

中国以外のアジア向け（構成比：37%）を見ると、2番目にウェートの大きい台湾向け（3月：前年比▲1.5%→4月：+6.4%）がプラスに転じたほか、3番目にウェートの大きい香港向け（同▲14.2%→▲10.6%）のマイナス幅が縮小したものの、1番ウェートの大きい韓国向け（同▲10.4%→▲10.6%）でマイナスが続いたほか、ASEAN 向け（同▲11.9%→▲21.3%）やインド向け（同▲13.2%→▲56.9%）等が悪化し、足を引っ張った。

輸出は低調な推移が続く見込み

輸出は向こう2ヵ月程度は厳しい結果が予想される。欧米では徐々に生産活動を再開しつつあることから、夏場以降の輸出は反動で一時的に高い伸びとなる可能性があるものの、反動増局面の一巡後は、再び停滞気味の推移に戻る可能性が高い。昨年の外需が不振に陥った主因だった米中対立は、コロナ問題が新たな対立軸として加わったことでより先鋭化しつつある。小休止状態にあった米中貿易摩擦は再び激しさを増すだろう。製造業のサプライチェーンの再構築にも時間がかかり、世界的なスロートレードの流れが定着する可能性が高い。感染第二波への不安がくすぶる中、世界的に景気回復ペースが鈍い状態が続くのに加え、グローバル化の流れも足踏みを余儀なくされる展開が予想される。感染拡大が収束しても、日本の輸出は低調な推移が続く見込みである。



(5月21日発行)

4月消費者物価指数（CPI） コアCPIは3年4ヵ月ぶりのマイナス

要約

4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▲0.2%と、3年4ヵ月ぶりの前年比マイナスとなった。エネルギー価格の下落が主因だが、需給ギャップ面からの物価下押し圧力も高まっている。新型コロナウイルスがそのまま収束に向かうという前提の下では、7-9月期にペントアップディマンドの顕在化が予想されるが、反動増局面は長続きしないとみられ、物価が早期に上昇のモメンタムを取り戻す可能性は低い。また、総需要、総供給とも下押し圧力が長く残る中、日本経済の中立金利はマイナス圏が定着し、「長期停滞」的な様相をさらに強めるとみられる。中長期的にも物価上昇圧力は高まらない状況が続く可能性が高い。

（5月22日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

コアCPIはマイナスに

4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▲0.2%と、市場予想の同▲0.1%を小幅下回り、3年4ヵ月ぶりのマイナスとなった。総合指数は同+0.1%、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+0.2%で、総合指数は3月から0.3%ポイント、新型コア指数は0.4%ポイントそれぞれ伸び幅が縮小した。季調済前月比で見ると、コアCPIは▲0.5%の大幅低下で、3ヵ月連続の低下、新型コア指数も▲0.3%と、2ヵ月ぶりの低下となっている。

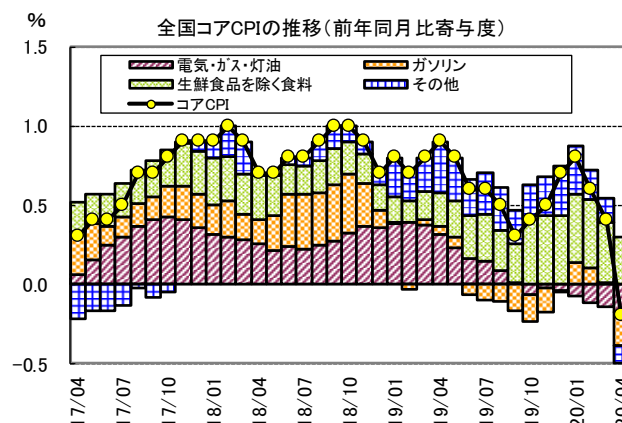
また、消費税調整済指数（2019年10月実施の消費税率引上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を、品目ごとに機械的に一律に調整した指数）をみると、コア指数の前年比の伸びは▲0.6%と（3月は同+0.1%）、低下幅がさらに大きくなっている。

エネルギー価格の下落が下押し

今回のCPIの低下は、エネルギー価格の影響が大きい。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が▲0.37%ポイントと、これだけで全体の伸びを0.4%ポイント近く押し下げた形になっている。3月のエネルギーの寄与度は▲0.13%ポイントであり、差し引き▲0.24%ポイント押し下げ圧力が増したことになる。

内訳では、ガソリン価格低下の影響が大きく、3月からの寄与度差は▲0.22%ポイント（同+0.01%ポイント→▲0.21%ポイント）に達している。春先以降の原油安は、今後数ヵ月かけて、川上から川下へと、各種石油関連製品に順次波及していくとみられ、当面はCPIの下押し圧力として働き続けよう。

エネルギー以外で、3月から4月の品目別の寄与度の動きを見ると、外出自粛の影響を受けて、宿泊料の寄与



（出所）総務省「消費者物価指数」

度差が▲0.07%ポイント(同▲0.02%ポイント→▲0.09%ポイント)、外国パック旅行費が▲0.03%ポイント(同▲0.03%ポイント→▲0.06%ポイント)、それぞれマイナス寄与幅が拡大している。他には、3年ぶりに値下げが行われた自動車保険料(自賠責)が▲0.06%(同0.0%ポイント→▲0.06%ポイント)、高等教育無償化策の影響で大学授業料(私立)が▲0.05%(同+0.01%ポイント→▲0.04%ポイント)、それぞれマイナス寄与幅が拡大している。

今後、物価上昇圧力はさらに鈍化

新型コロナウイルス感染症の影響は、日本経済にとって総需要、総供給両面からの下押し圧力になっているが、需要ショックがより大きく、足元ではマイナスの需給ギャップが拡大した状況にあるとみられる。新型コロナウイルスがこのまま収束に向かうという前提の下では、7-9月期にペントアップディマンドの顕在化が予想されるが、反動増局面は長続きせず、物価が早期に上昇のモメンタムを取り戻す可能性は低い。

世界経済の回復が遅れ、米中貿易摩擦も再燃の動きを見せるなか、輸出は低迷が続くとみられる。グローバル企業の業績不振が続く、設備投資計画を先送りする動きも顕著になろう。感染再拡大への不安が残るなか、人々が旅行や外出を控える傾向はかなり後まで残り、個人消費も停滞が続く可能性が高い。内外需とも冴えないなか、今年度は多くの業種で減収減益が予想され、来年の春闘は労働者にとってきわめて厳しい結果が予想される。したがって21年は賃金面からの物価上昇圧力も弱まる。

中長期的にも物価が順調な上昇軌道に乗る展開は想像しにくい。グローバリゼーションの足踏みが企業にとっては生産性の低下要因となる。5Gの普及加速が第4次産業革命の流れを後押しする可能性はあるものの、トータルでは生産性の低下圧力が上回り、結果として潜在成長率は低下する可能性が高い。一方、消費、投資マインドの委縮によって、総需要の伸びは、低下した潜在成長率をさらに下回る伸びしか実現できず、中立金利はマイナス圏での推移が定着、日本経済の「長期停滞」的な様相がさらに強まるリスクがある。物価はかろうじてプラスを維持できる程度の推移が続く可能性が高い。再度デフレに陥るリスクも小さくない。

マイナスの物価は追加緩和に直結しない

これが黒田総裁の就任当初であれば、すぐにでも追加緩和に動いていたところとみられるが、物価目標の早期達成に向けた日銀のこだわりが薄れているのは明らかで、今回の結果が日銀の追加金融緩和に直結する可能性は低いとみる。

4月27日の金融政策決定会合では、政策金利のフォワードガイダンスから、「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」という表現が削除されている。「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ったものだが、この意味は大きい。

黒田総裁は会合後の定例会見で、「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では、物価のモメンタムが損なわれる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」と説明している。

要は、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形である。日銀にとって、隠れたターゲットは依然として為替相場であり、著しい円高が進むことがなければ、よほどマイナス幅が拡大するのではない限り、物価だけで追加緩和に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掘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、3月以降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。

(5月22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

