

経済ウォッチ

2020年5月26日～6月8日

2020.06.08 発行

フォーカス

新型コロナがもたらす経済の構造変化

通常、ワクチンは治験開始から承認まで10年以上の時間がかかるという。今回は主要国のすべてが総力を挙げて開発を急いでいることから、従来よりは早期化が予想されるが、これで、新型コロナが季節性インフルとまったく同じ扱いとなる時代が到来するのかどうかは不明である。変異したウイルスが次々に襲来する展開や、ワクチン開発に予想以上に時間がかかる展開、あるいは承認後も有効性や安全性の点でなんらかの問題が残る展開も考えられる。そうなる場合に備え、我々は「with コロナ」の経済の在り方を今から模索していく必要があるということだろう。

新型コロナがもたらした人々の行動変化が、経済の構造変化を導くメカニズムが明らかになりつつある。ポイントは、「距離（ソーシャル・ディスタンス）の確保」を前提とした消費・投資構造の変化である。すでに、家計の外出需要の低迷は長期化する気配を見せている。サービス部門を中心とする関連産業は、これまでの形を維持したままでは生き残るのが難しくなる一方、「巣ごもり消費」と言われる分野は活性化している。テレワークの普及も、都市と地方、リアルとバーチャルの消費構造を大きく変える可能性を秘めている。

グローバルに展開する製造業は、目下、サプライチェーンの再構築に苦しんでいる。すべてがコロナの副産物ではないにしろ、貿易縮小の影響に加え、生産拠点の決定にあたっては、国際秩序や安全保障といった経済以外の要素も考慮せざるを得なくなった影響が大きい。さらに、働き手の「距離の確保」も必要となれば、これまでの生産拠点の考え方を根本から見直さざるを得ない可能性も出てくる。

こうした「距離」の問題を埋めるのが、デジタル技術の役割である。今後は5Gの普及期に入っていく。個人消費はキャッシュレス、サブスク、所有から使用、あるいはデジタル通貨等を活用した形に変質していくだろう。販売側もビッグデータ等を用いたより効率的なマーケティングが必要になる。製造業も、情報化のレベルを一段と上げ、既存のサプライチェーンの一部をよりバーチャルなもので代替する必要性が出てくるかもしれない。こうした分野での新産業はまだ増えることが予想され、うまくいけば、マクロレベルの成長力の押し上げに繋がる展開も期待できる。

ただ、こうした「距離の経済」を軌道に乗せるには、相応の時間がかかるだろう。少なくとも向こう1～2年は、コロナの後遺症である消費、投資マインドの低迷が経済の足を引っ張る状況が続きそうである。供給構造の変革に時間がかかれば、単なる需給ギャップではなく、需給のミスマッチが負の影響をより際立たせる要因になる。経済の低迷長期化に加え、デジタルデバイドのような格差問題も目立つようになるかもしれない。何より気になるのは、各国が競うように拡張してきた政府債務の後始末である。これはコロナがもたらした大きな負の遺産である。

ワクチン早期開発なら、変革への誘因が薄れるという逆の効果も考えられる。これまで、日本経済のデジタル化は主要国に比べ遅れが多いと言われてきた。たとえ、ワクチンの早期開発によって短期的な安心と安定がもたらされても、結果として変革が遅れれば中長期的な成長力を抑制しかねないということであり、両者をトレードオフの関係にしないことが重要である。(6月8日 小玉)

目次

レポート名	執筆者	ページ
フォーカス 新型コロナがもたらす経済の構造変化	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P1
4月鉱工業生産 生産予測は6月回復を見込むも回復ペースは鈍い	シニアエコノミスト 大広 泰三	P3~P5
1-3月期法人企業統計 設備投資はプラスとなるも大幅減益	エコノミスト 西山 周作	P6~P9
2020年1-3月期(2次速報)GDP予測について	小玉 祐一 西山 周作	P10~P11
順調に上昇を続ける株価	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P12~P15
米国景気の回復ペースは均せば緩慢に	シニアエコノミスト 大広 泰三	P16~P18
5月米雇用統計 予想外に改善もコロナ前の水準は遠い	シニアエコノミスト 大広 泰三	P19~P20
6月ECB定例理事会 予想を上回る資産の買い入れを決定、市場の期待に応える	エコノミスト 西山 周作	P21~P22

4 月鉱工業生産

～生産予測は6月回復を見込むも回復ペースは鈍い～

要約

4月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比▲9.1%と3ヵ月連続のマイナスとなり、減少幅も3月の同▲3.7%から一段と拡大した。新型コロナウイルス感染拡大防止のための各種自粛策の影響が本格的に現れた形。経済産業省による基調判断は、「生産は低下している」から「生産は急速に低下している」へと下方修正された。

製造工業予測調査によれば、5月は前月比▲4.1%と4ヵ月連続のマイナスとなる一方、6月は同+3.9%とプラス転換が見込まれている。ただ、6月の増加は5月の減少分をカバーできていないほか、2ヵ月通算では改善業種より悪化業種の方が多くなっている。経済活動の再開は好材料ではあるものの、感染第二波が懸念されるほか、米中対立も再び先鋭化しつつある。生産の回復ペースは鈍いものにとどまりそうである。

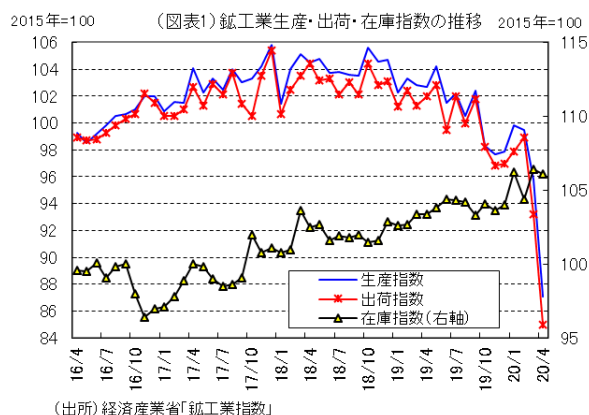
（5月29日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

本文

感染拡大の影響が一段と本格化

4月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比▲9.1%と3ヵ月連続のマイナスとなり、減少幅も3月の同▲3.7%から一段と拡大した（図表1）。新型コロナウイルス感染拡大防止のための各種自粛策の影響が本格的に現れた形。厳しい結果が見込まれていた市場の事前予想（同▲5.7%）を大きく下回り、東日本大震災で大きく落ち込んだ2011年3月（同▲16.5%）以来のマイナス幅となった。経済産業省による基調判断は、「生産は低下している」から「生産は急速に低下している」へと下方修正された。指数値の87.1は、リーマンショック後の2009年6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顕著

4月の生産指数は主要15業種中、14業種で低下、1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▲33.3%、寄与度▲5.08%ポイント）、鉄鋼・非鉄金属工業（同▲14.3%、寄与度▲0.85%ポイント）、輸送機械工業（除. 自動車工業）（同▲25.0%、寄与度▲0.67%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、自動車用エンジン等が、鉄鋼・非鉄金属工業ではダイカスト、普通鉄鋼帯、銑鉄鋳物等が、輸送機械工業（除. 自動車工業）では航空機用発動機部品、航空機用機体部品、鋼船等であった。ロックダウンの動きで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と考えられる。

用途別では生産財のマイナスが大きい

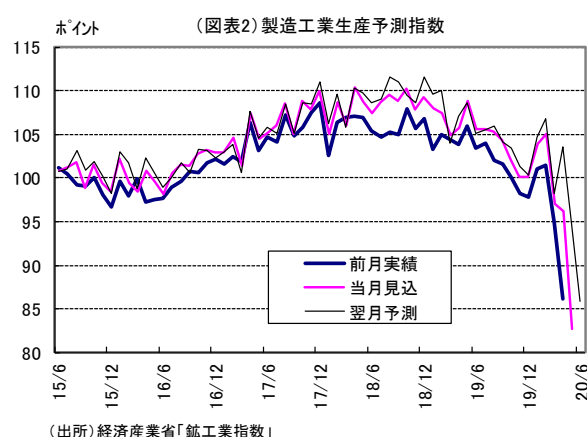
主要5財の財別(=用途別)で見ると、生産財(前月比▲11.3%、寄与度▲5.58%ポイント)のマイナス寄与度がもっとも大きく、次いで耐久消費財(同▲32.8%、寄与度▲2.84%ポイント)、非耐久消費財(同▲0.7%、寄与度▲0.13%ポイント)、建設財(同▲1.5%、寄与度▲0.09%ポイント)の順。耐久消費財は前月比で3割以上もの減少となっている。資本財(除. 輸送機械)(同+0.3%、寄与度+0.04%ポイント)は、半導体製造装置の増加で小幅ながらプラスに転じた。生産財では駆動伝導・操縦装置部品や自動車用エンジン、耐久消費財では普通乗用車や軽乗用車のマイナス幅が大きかった。一方、生活必需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▲8.8%と、2ヵ月連続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▲11.0%、寄与度▲5.83%ポイント)のマイナス寄与幅が大きい。在庫指数は同▲0.3%と、2ヵ月ぶりの低下となった。企業は大幅減産を続けているものの、需要の落ち込みを背景に出荷も大きく落ち込んでおり、在庫指数は高水準で推移している。この結果、在庫率指数は同+12.7%と2ヵ月連続の上昇となった。在庫率指数は2009年2月以来の高水準となっている。

生産計画は6月にプラス転換の予想

製造工業予測指数を見ると、5月は前月比▲4.1%と4ヵ月連続のマイナスが見込まれている(図表2)。自動車を含む輸送機械工業(前月比▲23.6%、寄与度▲3.65%ポイント)のマイナス寄与が突出しているほか、4月も落ち込んだ鉄鋼・非鉄金属工業(同▲12.7%、寄与度▲0.89%ポイント)が下押し要因となった。製造工業予測調査をもとにした先行きの鉱工業生産の試算値は、計画値に含まれる上方バイアスを補正して計算されているが、これをみると5月の鉱工業生産は同▲5.7%と、さらに悪化する結果となっている。

6月の予測指数は同+3.9%と、5ヵ月ぶりにプラスに転じる見通しとなった。輸送機械工業(同+24.2%、寄与度+2.97%ポイント)でプラス転換が見込まれているほか、生産用機械工業(同+8.5%、寄与度+1.10%ポイント)等が押し上げ要因となった。ただ、5、6月通算の業種別生産予測では、11業種中5業種がプラス、6業種がマイナスと、生産の悪化を見込む業種の方が多い。また、6月のプラス幅は5月のマイナス幅を下回っている。いずれにせよ、生産計画は5月当初の、先行きの見通しを立てにくい状況下で策定されたものである。その後も生産計画を下方修正する企業が相次いでいることを考えれば、下方修正される可能性が高い。



今後もコロナ次第だが

今後の生産は、引き続き新型コロナウイルスの感染動向次第である。主要国における感染者の拡大ペースは鈍化しつつある。いち早く経済活動の再開に舵を切った中国をはじめ、米欧でも経済活動の再開に向けた動きが進んでいる。4-6月期の実質成長率は多くの国で記録的な落ち込みになりそうだが、7-9月期はペンタアップデマンド(繰り越し需要)の顕在化もあって、プラス転換が期待できそうである。その意味では日本の生産の底打ちも近いだろう。

しかし、反動増的な局面は長続きしないかもしれない。再流行への不安が熾り続けるため、各国の政府は各種規制を完全に撤廃できず、国民も外出を控え気味にする傾向が続くだろう。自動車販売の回復が遅れる可能性があるほか、観光、宿泊、交通、外食、娯楽といったサービス業は世界的に停滞が続く可能性が高い。

また、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先鋭化、パンデミック下で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つつある。企業はポストコロナ時代のサプライチェーンの再構築に苦慮、収益性と生産性の低下危機に直面している。5Gの普及が加速する可能性は、生産性の押上げ要因だが、トータルでは低下圧力が上回り、主要国の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ない可能性があり、そうなるとデフレに陥る国が出てくるかもしれない。反動増局面一巡後の生産回復のペースは鈍いものにとどまりそうである。

(5月29日発行)



1-3 月期法人企業統計

～設備投資はプラスとなるも大幅減益～

要約

1-3 月期の法人企業統計では、売上高が前年比▲3.5%と 3 四半期連続の減収、経常利益は同▲32.0%と 4 四半期連続の減益となった。新型コロナウイルスの感染拡大によって、非製造業のモメンタムが急速に悪化した。季節調整済前期比ベースでは、売上高が 5 四半期ぶりにプラスとなったが、経常利益は 4 四半期連続マイナス。4-6 月期については、緊急事態宣言の発令による、経済活動縮小の影響によって、企業収益の大幅悪化は避けられないとみられる。その後については、回復傾向で推移すると見込むものの、感染再拡大への不安が残るなか、回復ペースは鈍いものにとどまろう。

設備投資（金融・保険業を除く全産業ベース、土地・ソフトウェアを除く）は前年比+3.5%と 2 四半期ぶりのプラスとなり、季節調整済前期比ベースでも+7.2%と 2 四半期ぶりのプラスになった。大方の予想を上回る結果だが、今後については、企業業績の大幅悪化や世界的なスロートレードの流れが抑制要因となり、弱含みでの推移が避けられないと予想する。

なお、財務省によると、今回発表の 1-3 月期の法人企業統計は、緊急事態宣言の発令によって調査票の回収率が低下したため、「速報値」としての位置づけとなり、概ね 2 ヶ月後に「確報値」を公表するとのことである。新型コロナウイルスの影響を大きく受けている企業ほど、調査票の提出が遅れている可能性が高く、確報値段階で各数値が下方修正される可能性が高いとみる。（6 月 1 日発行）

（エコノミスト 西山 周作）

本文

コロナの影響による回収率の低下を背景に今回数値は「速報値」

今回発表の 1-3 月期の法人企業統計は、5 月 10 日回答期限の調査票に基づき回答されているが、緊急事態宣言の発令に伴い、財務省は今回回答期限を 2 ヶ月程度延長した。従って、今回公表の数値は「速報値」となり、7 月末を目途に「確報値」を改めて発表することになっている。

実際に法人企業統計の回答率をみると、1-3 月期は全企業で 61.4%と、10-12 月期の 72.5%から低下している。資本金別にみても、10 億円以上が 74.4%（88.1%）、1 億円～10 億円が 60.9%（71.8%）、1 億円未満が 55.8%（65.9%）といずれも 10%以上低下している。

5 月 10 日までに調査票を提出していない企業は、新型コロナウイルスの影響をより大きく受けている可能性が高いことから、確報値は速報値から、下方修正されるとみておいた方が良さそうである。特に今回は、企業全体の設備投資が予想に反し増加したほか、業種によっては、売上が増加しているにも関わらず、経常利益が大幅マイナスになるなど、ちぐはぐなケースが散見される。今回の速報値に関しては、必ずしも実態を正確に反映されていない可能性が高い。

コロナの影響で非製造業の売上は悪化

1-3 月期の法人企業統計では、売上が前年比▲3.5%（10-12 月期：同▲6.4%）と、3 四半期連続の減収となった（図表 1）。季節調整済前期比ベースでは+1.9%と、5 四半期ぶりの増収である。ただ、前述のとおり、調査票の回収率低下によって、実態以上に強い結果となっている可能性が捨てきれない。

業種別に見ると、製造業は前年比+2.9%（10-12 月期：同▲6.7%）と、4 四半期ぶりの増収、非製造業は同▲5.9%（10-12 月期：同▲6.3%）と、3 四半期連続の減収となった（図表 2）。季節調整済前期比ベースでは、製造業が+7.3%（10-12 月期：同▲3.7%）と、3 四半期ぶりの増収となり、非製造業は▲0.2%（10-12 月期：同▲2.8%）と、5 四半期連続の減収となった。

製造業、非製造業ともに、新型コロナウイルスによる影響が大きかった業種ほど、回収率が低下しているとみられ、その分速報値が実態を正しく反映していない可能性がある。個別業種のデータは、確報値が公表されるまで、参考程度にみておいたほうがいいかもしれない。

製造業では、11 業種中 6 業種で対前年同期比増収、5 業種で減収となった。製造業の売上に占めるウェイトが最も大きい輸送用機械（前年比+4.8%）が増収に転じたほか、2 番目に大きい電気機械（同+30.3%）や食料品（同+3.9%）などが増収を維持し、全体を押し上げた。一方、3 番目にウェイトが大きい化学（同▲3.2%）のほか、情報通信機械（同▲5.3%）、金属製品（同▲18.3%）、鉄鋼（同▲10.7%）などが引き続き減収となった。

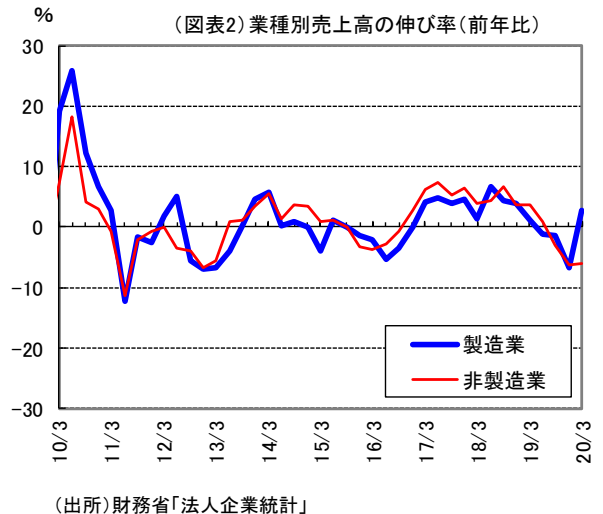
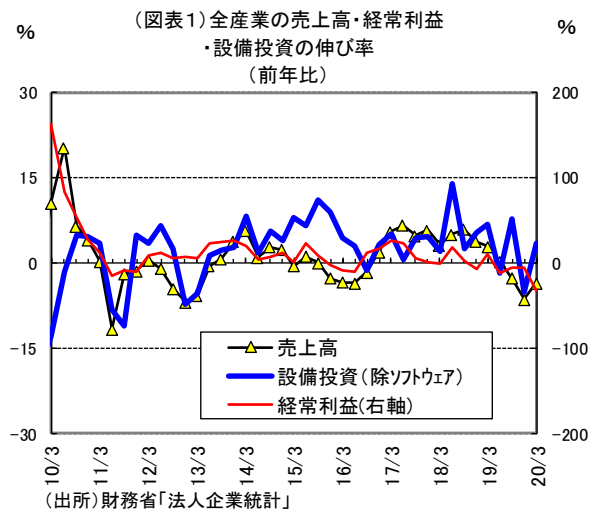
非製造業では、8 業種中 2 業種で増収、6 業種で減収となった。非製造業の売上に占めるウェイトが最も大きい卸売業、小売業（同▲9.4%）、2 番目に大きいサービス業（同▲17.5%）の減収幅が大きく、新型コロナウイルスの感染拡大の影響が見て取れる。3 番目に大きい建設業（同▲0.1%）も 4 期連続の減収となった。

資本金別では、10 億円以上が前年比+4.4%と 4 四半期ぶりに増収に転じたものの、1 億円～10 億円が同▲3.8%、1,000 万円～1 億円が同▲11.7%で、特に中小企業の不振が顕著となっている。

製造業、非製造業ともに大幅減益

経常利益は前年比▲32.0%（10-12 月期：同▲4.6%）と、3 割を超える大幅減益となった（前掲図表 1）。下落幅は、金融危機下にあった 09 年 7-9 月期の同▲32.4%以来の大きさである。季調済前期比ベースでも▲11.6%と、4 四半期連続の減益となっている。

業種別に見ると、製造業が前年比▲29.5%（10-12 月期：同▲15.0%）と、6 四半期連続の減益、非製造業も同▲32.9%（10-12 月期：同+1.1%）と、3 四半期ぶりの減益となった。季節調整済前期比ベースでは、製造業（▲11.5%）、非製造業（▲11.6%）とも 4 四半期連続の減益である。個別業種の経常利益を見ると、製造業では、2 業種が増益、8 業種が減益、1 業種が経常損失となった。すそ野の広い輸送用機械（前年比▲50.7%）が 7 四半期連続の減益となったのをはじめ、鉄鋼（同▲91.4%）、化学（同▲39.5%）、はん用機械（同▲32.9%）、



食料品（同▲24.2%）、情報通信機械（同▲21.7%）等が大幅減益となっている。増益となったのは、金属製品（同+17.3%）と業務用機械（同+4.5%）のみである。ただ、売上同様、利益に関しても業種別の数値はやはり参考程度に見ておいたほうがよい。

非製造業は、7業種が減益、1業種が経常損失で、増益となった業種はなかった。新型コロナウイルスの影響が直撃した卸売業、小売業（前年比▲38.0%）、サービス業（同▲59.6%）、運輸業、郵便業（同▲88.5%）の落ち込みが目立った。一方、建設業（同▲0.5%）、情報通信業（同▲1.3%）は小幅の減益にとどまった。

資本金別では、10億円以上が前年比▲46.1%、1億円～10億円が同▲29.3%、1,000万円～1億円が同▲11.5%と、いずれも減益となり、規模の大きい企業ほど減益幅が大きくなった。

設備投資は前年比、前期比ともにプラス

1-3月期の設備投資（土地・ソフトウェアを除く）は前年比+3.5%（10-12月期：同▲5.0%）と、2四半期ぶりのプラスとなり、市場予想の同▲5.5%を大きく上回った。季節調整前期比ベースでは+7.2%（10-12月期：▲4.6%）と、2四半期ぶりのプラスである。消費増税の影響で落ち込んだ10-12月の反動が出た可能性のほか、多くの主要企業が4月以降に設備投資計画の下方修正を発表しており、1-3月の段階では新型コロナウイルスの感染拡大の影響が十分現れていなかった可能性等が考えられるが、確報値で大きく下方修正される可能性も十分ある。

業種別に見ると、製造業が前年比▲1.3%（10-12月期：同▲10.1%）と2四半期連続のマイナス、非製造業は同+5.9%（10-12月期：同▲1.7%）と、2四半期ぶりのプラスとなった（図表3）。

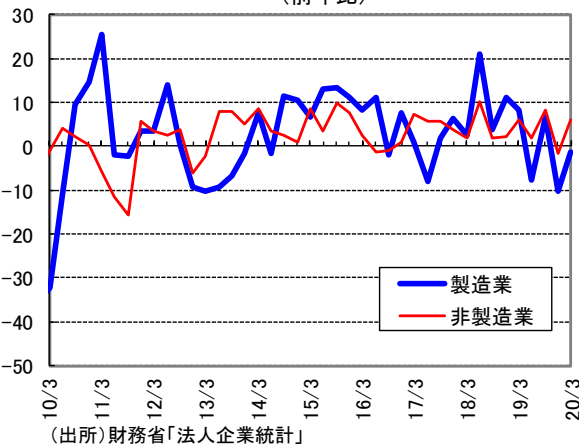
季節調整前期比ベースでは、製造業（+5.3%、10-12月期：▲4.3%）は2四半期ぶりのプラス、非製造業（+8.2%、10-12月期：▲4.7%）は3四半期ぶりのプラスとなった。新型コロナウイルスの影響が製造業より大きいとみられる非製造業で、設備投資が増加した点も意外である。金融・保険業を含めた全産業ベースの設備投資（土地・ソフトウェアを除く）も、前年比+3.5%（10-12月期：同▲4.8%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。どのみち、4月以降、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大や、緊急事態宣言の発令によって非製造業を中心に企業の投資マインドは大幅に悪化しており、今後の設備投資の減少は避けられそうにない。

内閣府によると、6月8日公表される2次QEは「速報値」に基づき推計すると発表しており、法人企業統計の内容を受け、2次QEの実質民間設備投資は、1次QE（前期比▲0.5%）から上方修正されると予想する（本日別途レポートを送信予定）。

コロナによる企業収益の大幅悪化は避けられず、V字回復も見込みがたい

今後について、まず4-6月期は、緊急事態宣言の発令に伴う、経済活動縮小の影響によって、企業収益の大幅悪化は避けられない。7-9月期以降は回復傾向での推移を見込むが、感染再拡大への不安が残るなか、そのペースは極めて鈍いものにとどまろう。また、設備投資（金融・保険業を除く全産業ベース、土地・ソフトウェアを除く）は前年比+3.5%と2四半期ぶりのプラスとなり、季節調整前期比ベースでも+7.2%と2四半期ぶりのプラスになったものの、ここは確報値で下方修正されるか、4-6月期に大きな反動減が現れるとみておいた方が良さそうである。今後の設備投資については、生産拠点の国内回帰の動きが予想されることが一定の

（図表3）業種別設備投資（除ソフトウェア）の伸び率（前年比）



下支え要因となるものの、企業業績が大幅に悪化し、再流行の懸念が燻るなかでは企業の設備投資は手控えられる可能性が高く、当面減少傾向での推移が避けられないとみる。

(6月1日発行)



2020年1-3月期（2次速報）GDP予測について

要約

内閣府から6月8日に発表予定の2020年1-3月期実質GDP成長率（2次速報）は、前期比▲0.6%（年率換算：▲2.4%）と、法人企業統計の結果を踏まえた民間設備投資の上方修正により、1次速報の同▲0.9%（年率換算：▲3.4%）から上方修正されると予想する。

4-6月期実質GDP成長率は、4月、5月の緊急事態宣言の影響が全面的に現れることから、前期比▲6%前後におよぶとみる。7-9月期はプラス回帰を見込むが、反動増的な高成長局面は長続きしない可能性が高い。実質GDPが、2019年7-9月の水準を取り戻すのは、2024年1-3月期までかかると予想する。（6月1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

法人企業統計の結果を踏まえ、予想外の上方修正を見込む

内閣府から6月8日に発表予定の2020年1-3月期実質GDP成長率（2次速報）は、前期比▲0.6%（年率換算：▲2.4%）と、1次速報の同▲0.9%（年率換算：▲3.4%）から上方修正されると予想する。

本日発表された1-3月期の法人企業統計の設備投資（除くソフトウェア）が、減少するとの大方の予想に反し、前年比+3.5%、季節調整済前期比ベースでも+7.2%とプラスになったことを受け、民間設備投資は、1次速報の同▲0.5%から同+1.4%へと上方修正されると予想する。ただ、今回の法人企業統計の数値は、緊急事態宣言の発令によって調査票の回収率が低下したため、「速報値」としての位置づけとなる。新型コロナウイルスの影響を大きく受けている企業ほど、調査票の提出が遅れている可能性が高いとみられることから、2ヵ月後に公表が予定されている確報値が下方修正される可能性は低くない。8月の4-6月期GDP速報値発表の際に、1-3月期の民間設備投資が改めて下方修正される可能性も十分にあるとみている。

公的固定資本形成も、3月の建設総合統計（公共）の結果を受け、1次速報の同▲0.4%から同▲0.5%へと小幅下方修正されると予想する。在庫投資の寄与度は、1次速報の▲0.0%ポイントから▲0.1%ポイントへ小幅下方修正されるとみている。

4-6月期は大幅マイナス、7-9月期以降の回復ペースも鈍いと見込む。

4-6月期に関しては、4月、5月の緊急事態宣言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月の改定幅次第ではあるものの、前期比▲6%前後におよぶとみる。7-9月期はプラス回帰を見込むが、反動増的な高成長局面は長続きしない可能性が高い。たとえ大きな第2波の襲来が避けられたとしても、再流行への不安自体は癒り続けるため、早期のワクチン開発がない限り、国民の間には「半自粛」的なムードが残るだろう。各国とも国境管理の緩和には慎重で、インバウンドや外需の戻りも期待できない。日本の中立金利はマイナス圏での推移が定着し、「長期停滞」的な様相がさらに強まる可能性が高い。実質GDPが、2019年7-9月の水準を取り戻すのは、2024年1-3月期までかかると予想する。

実質GDP成長率予測

(前期比:%)	19/6	19/9	19/12	20/3 (1次QE)	→予測	
					20/3 (2次QE)	寄与度
実質GDP	0.5	0.0	-1.9	-0.9	-0.6	—
前期比年率	2.1	0.0	-7.3	-3.4	-2.4	—
民間最終消費支出	0.5	0.4	-2.9	-0.7	-0.7	-0.4
民間住宅投資	-0.3	1.2	-2.5	-4.5	-4.5	-0.1
民間設備投資	0.9	0.2	-4.8	-0.5	1.4	0.2
政府最終消費支出	1.5	0.7	0.2	0.1	0.1	0.0
公的固定資本形成	1.7	1.0	0.5	-0.4	-0.5	-0.0
民間在庫品増加(寄与度)	0.0	-0.3	0.0	-0.0	—	-0.1
純輸出(寄与度)	-0.3	-0.2	0.5	-0.2	—	-0.2
財貨・サービスの輸出	0.2	-0.6	0.4	-6.0	-6.0	-1.1
財貨・サービスの輸入	1.8	0.7	-2.4	-4.9	-4.9	0.9
内需(寄与度)	0.8	0.3	-2.4	-0.7	—	-0.4
名目GDP	0.6	0.4	-1.5	-0.8	-0.5	—
前期比年率	2.5	1.6	-6.0	-3.1	-2.1	—
GDPデフレーター(前年同期比)	0.4	0.6	1.2	0.9	0.9	—

(出所)明治安田総合研究所作成

(6月1日発行)

順調に上昇を続ける株価

要約

主要国の株価が順調な回復基調を辿っている。日米とも最安値からの7割戻しを達成した。堅調な株価の背景に、諸外国がこぞって打ち出した大規模な財政、金融政策があるのは確かだが、それでもバリュエーション上の割高感は否めない。市場では、先行き楽観論と慎重論が交錯する状況にあるが、「相場は悲観の中で生まれ、懐疑の中で育ち〜」という格言になぞらえれば、株価にとっては今が一番いい時期ともいえる。景気が底を打つとしても、とん挫するにしても、足元の上昇相場がいったんピークアウトするのにそれほど長い時間はかからないのではないか。中期的には、コロナの後遺症が問題となりそう。(6月4日発行)

(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

本文

7割戻しを達成した日米株価

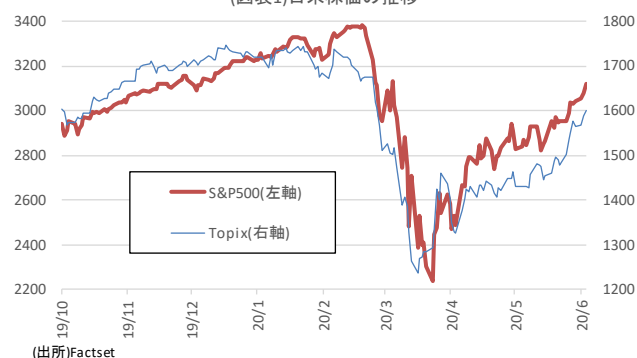
主要国の株価が順調な回復基調を辿っている。S&P500 指数は2月19日に付けた3,386ポイントから、3月23日の2,237ポイントまで1,148ポイントも下落したが、調整はわずか1ヵ月で終わり、以後の反転上昇局面はすでに2ヵ月以上続いている(図表1)。TOPIXも同様の推移を辿っており、6月2日の時点で、いずれも最安値からの7割戻しを達成している。

日経平均のVIX指数をみると、平時のレンジである10~20にはまだ少し距離があるものの、投資家の不安心理が相当程度緩和されてきた様子がうかがえる(図表2)。

経済対策への期待が下支え

堅調な株価の背景に、諸外国がこぞって打ち出した大規模な財政、金融政策があるのは疑いのないところである(図表3)。米国が、GDPの1割に当たる2.2兆ドルの景気対策法を3月にいち早く成立させたのをはじめ、各国が次々に大胆な財政政策の実施を決定、その規模はG20だけで5兆ドル、世界全体では、やはり世界GDPのほぼ1割に相当する8兆ドルに上る。成立までにはなお曲折が予想されるが、最近では、ドイツがEUの共同債務を容認するという、歴史的な妥協に踏み込んだのも市場に好感された。

(図表1)日米株価の推移



(図表2)日経平均VIX指数(恐怖指数)



また、主要国の中央銀行が軒並み、政策金利をゼロ近辺あるいはマイナス圏にまで引き下げたほか、大量かつ多様な資産買取りを実施している。FRB（米連邦準備制度理事会）は米国債やMBSを無制限に買い入れることを公約、買取の対象は一部ジャンク債にまで広がった。ECB（欧州中央銀行）も、もともと多様だった資金供給策に新たなスキームを追加、厳しいと言われていた資産買入れにあたっての条件も、そのほとんどを撤廃し、いまやギリシャ債まで購入可能になっている。日銀は主要中銀のなかで唯一、株式（ETF）を直接市場から買い上げている。

(図表3) 各国の財政・金融政策の概略

財政政策		金融政策	
米国	<ul style="list-style-type: none"> ・2.2兆ドル規模の景気対策法 (3/27) ・4,840億ドル規模の新型コロナ対策法 (4/24) 	米国 (FRB)	<ul style="list-style-type: none"> ・3月だけで1.5%利下げし、事実上のゼロ金利に (3/3,15) ・米国債とMBSを無制限買入れ (3/23)
EU	<ul style="list-style-type: none"> ・7,500億ユーロの復興基金創設、財源のうち5,000億ユーロはEUが共同で調達 (5/27) 	ユーロ圏 (ECB)	<ul style="list-style-type: none"> ・7,500億ユーロの債券買入れ、ギリシャ債も購入 (3/18) ・実質マイナス金利で銀行貸し出し (4/30)
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> ・数次にわたり合計7,600億ユーロの経済対策を決定 	英国 (BOE)	<ul style="list-style-type: none"> ・3月に2回利下げし、過去最低の0.1%へ (3/11,19) ・資産買入れ枠を4,450億ポンドから6,450億ポンドへ引き上げ (3/19)
日本	<ul style="list-style-type: none"> ・事業規模117兆円、財政支出48兆円の経済対策 (4/30) ・二次補正で事業規模117兆円、財政支出33兆円の対策を追加予定 	日本 (日銀)	<ul style="list-style-type: none"> ・ETFの買い入れ額を年間12兆円に倍増 (3/16) ・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 (4/27)
世界	<ul style="list-style-type: none"> ・合計8兆ドル以上の経済対策が実施される見込み。G20で5兆ドル以上 		



(出所) 各種資料より明治安田総研作成

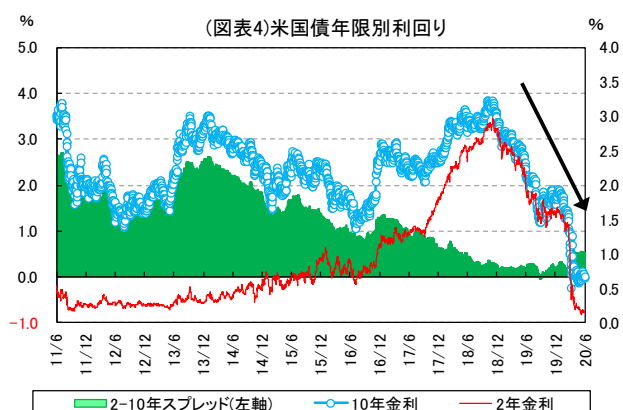
主要国の大規模緩和を背景に、各国の長期金利は大きく低下している。米国の場合、つい1年半前まで3%台だった10年債利回りが、0%台半ばまで低下した（図表4）。足元の株価上昇は、世界的に潤沢に供給された資金を背景にした流動性相場と位置付けられる。

バリュエーション上の割高感は否めず

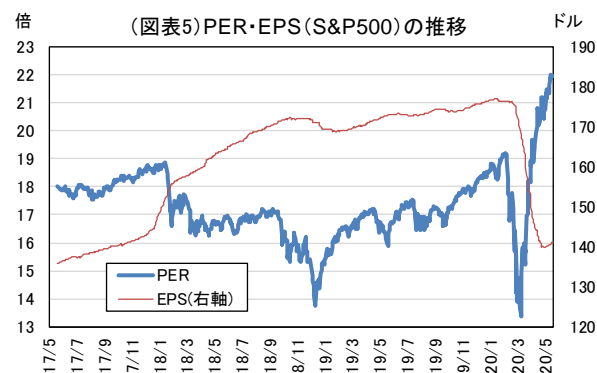
いかに資金がジャブジャブとはいえ、株価が持続的な上昇を続けるためには企業業績の回復見通しの裏付けが必要だが、この点、現時点では割高感が否めない。

米国株式市場では、2月以降EPS（一株当たり利益）が急落、株価も同時に崩れたため、PER（株価収益率）はいったん下がったが、その後EPSの低迷が続かなかで株価の方は反転上昇に転じたことから、足元のPERは20倍超と、直近5年間の平均値である約17倍を大幅に上回る水準で推移している（図表5）。日経平均のPERも、米株同様いったん急落後に再上昇し、15年6月以来の16倍台に乗せている。

Blue Chipの調査によると、2020年の米国の企業利益予想は前年比約▲16%となっている。これを2020年のEPS成長率とみなし、足元のPERが過去5年平均の17倍程度まで低下する



(出所) ファクトセット



(出所) ファクトセット

と仮定すると、S&P500の居所はおおよそ2,600ポイント程度ということになる(図表6)。これは、足元の水準より1割以上低い水準である。

もつとも、最近の日米とも、決算発表で先行きの見通しを示さない企業が増えていることから、PERの指標性が低下している点は考慮する必要がある。日本の場合、3月期決算企業のうち実に6割以上が今期の見通しを未定としている。業績を未定としている企業は、コロナの影響をより強く受けている場合が多いとみられることから、向こう1年程度の予想EPSを使う限りにおいては、たとえ数字が集まっても足元の株価がPER上割安ということにはなりそうもない。ただ、足元の業績低迷があくまでコロナに伴う一時的なものであり、企業がより長い目で見た業績の回復見通しを株価に織り込んでいけるのだとすれば、現行の株価水準は正当化できる余地が出てくる。実際、REFINITIVの調査によれば、S&P500構成企業の業績見通しは4-6月期に最も冷え込むものの、その後は徐々にマイナス幅が縮小、2021年度にはプラスに転じる見通しとなっている(図表7)。

上昇一巡は近いのか

問題はこうした業績見通しの妥当性だが、当然ながら、昨今の情勢下では、たとえ短期の見通しであっても不確実性はきわめて高い。世界的にはまだ感染者が拡大の一途をたどっていることを考えればなおさらである(図表8)。

足元の楽観論と慎重論の対立軸はおおむね図表9のようなものであろう。慎重論にも十分蓋然性があるが、「相場は悲観の中で生まれ、懐疑の中で育ち、楽観とともに成熟し、幸福とともに終わる」という格言になぞらえれば、株価にとっては今が一番いい時期ともいえる。コロナが収束に向かったとしても、経済は完全に元に戻らないのはほぼ確実である。株価のみ完全に元に戻って、さらに上値追いを続ける姿は考えにくい。景気回復期待が高まれば、市場が織り込む「超」金融緩和策の時間軸が短期化し、株式市場のエネルギー源が失われる要因ともなる。景気が底を打つとしても、とん挫するにしても、足元の上昇相場がいったんピークアウトするのにそれほど長い時間はかからないのではないかと思える。

中長期的なリスクを織り込むのはこれから

中長期的にも、なかなか株式相場には強気になりにくい。たとえ第二波の襲来がないとしても、後遺症は長く残る可能性が高いためである。

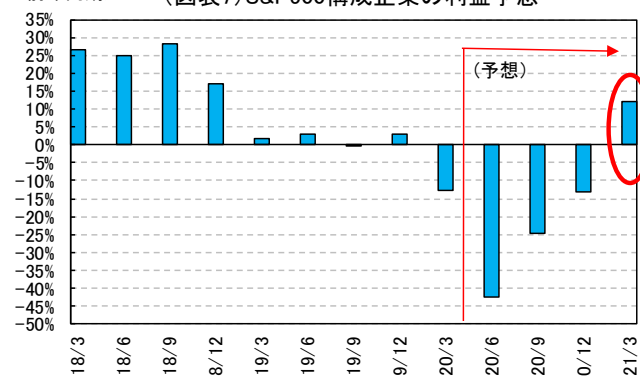
ここ数年、世界経済の足を引っ張り続けてきた米中の対立は、コロナ問題が争点に加わったことで、一段と激化している。中国政府が2日、米国からの農産物の輸入停止を宣言したと伝えられたが、パンデミック下で下火になっていた貿易摩擦が再び激しさを増しつつあるのに加え、足元では通貨安戦争にまで飛び火する気配を見せている。

(図表6) EPSとPERで見たS&P500株価指数の水準

PER EPS	15.5	16.0	16.5	17.0	17.5	18.0
140	2,170	2,240	2,310	2,380	2,450	2,520
145	2,248	2,320	2,393	2,465	2,538	2,610
150	2,325	2,400	2,475	2,550	2,625	2,700
155	2,403	2,480	2,558	2,635	2,713	2,790
160	2,480	2,560	2,640	2,720	2,800	2,880
165	2,558	2,640	2,723	2,805	2,888	2,970
170	2,635	2,720	2,805	2,890	2,975	3,060
175	2,713	2,800	2,888	2,975	3,063	3,150

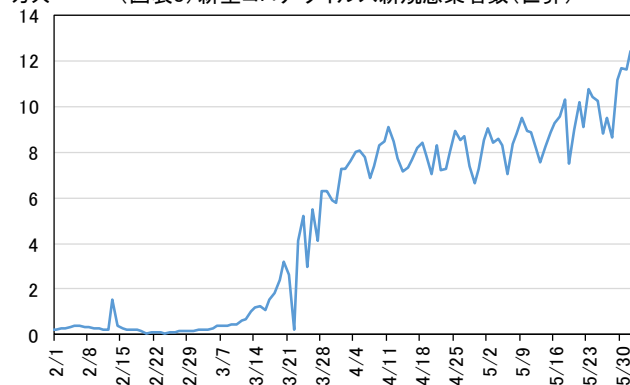
(出所)ファクトセットより明治安田総研作成

(図表7) S&P500構成企業の利益予想



(出所)REFINITIV

(図表8) 新型コロナウイルス新規感染者数(世界)



(出所)WHO

このところ、人民銀行が人民元取引の基準値を元安方向に設定する日が目立つが、これは米国に「元安カード」をちらつかせている可能性が濃厚である。堅調な日本株の背景の一つが、大幅な円高の進行が避けられていることだが、米中為替戦争勃発なら、円が巻き添えを食うのは避けられない。

米中対立のあおりで、世界的に経済政策の「内向き化」が進めば、グローバル化の潮流が止まり、世界の潜在成長率を引き下げる要因となる。「超」低金利の継続も、今の経済環境では必要とはいえ、長期化すればするほど、金融システムの弱体化や、いわゆる「ゾンビ企業」の温存を通じ、潜在成長率の押し下げ要因となる。また、すでに起きつつあることかもしれないが、金融バブルや放漫財政の温床にもなるなど、副作用は多い。

一方、感染再拡大への不安から、消費、投資マインドの委縮した状態が続けば、総需要も不振が続き、中立金利は多くの先進国でマイナス圏が定着、「長期停滞」的な様相がさらに強まる可能性がある。中には日本のような持続的なデフレに陥る国も出てくるかもしれない。






財政問題もいずれは市場のテーマに

ここまですべての規模で実施されてきた財政対策の後遺症も問題となる。先進国がこぞって「金融抑圧」的な政策に邁進していることもあり、今のところ主要国では、特定の国で、国外への資金逃避のような動きが起きにくい構造になっているが、複数の新興国はすでにデフォルトに陥っており、インフレ率も上昇に向かっている。将来的には、世界的なインフレ国とデフレ国の2極分化が顕著になるかもしれない。日本では、大幅に増加した赤字国債に対処するため、東日本大震災時のような復興会計の創設がうわさされているが、財政再建路線にしっかりコミットすれば、それはそれで家計の消費マインド、企業の投資マインドにとって重しとなる可能性がある。これはどの国でも今後避けられないコストである。

世界的な経済の低迷長期化で、既存政治への不信感が増せば、ポピュリズム勢力がさらに伸長し、財政悪化に拍車をかけるかもしれない。EUでは、欧州債務危機時にみられた銀行経営悪化と、財政悪化の連鎖が再来する可能性があるが、こうなればEUの結末にさらなる遠心力が働く要因になる。バットの大量発生も影響しているが、食糧ナショナリズムの高まりも危険な兆候だ。警戒すべきは、政治の劣化と経済の劣化がスパイラルを形成する可能性である。

一方で、コロナを機に、経済のデジタル化のスピードが高まり、第4次産業革命が生産性革命に昇華して、世界の潜在成長率の押し上げにつながる展開がベストシナリオである。しかし、これまでもIT革命と言われつつ、その成果が生産性統計における上昇トレンドとして明確に現れることはなかった。今度こそ上昇に寄与すると信じるに足る証拠は乏しい。向こう1~2年の株式市場は、より目につく負の後遺症を織り込みやすい状況が続くのではないのか。

(図表9) 市場の楽観論と慎重論

楽観論		慎重論
主要国の新規感染者数はピークアウトに向かっている		世界的な新規感染者数は拡大の途上にある。また、スペイン風邪も第2波の被害がより大きかった
ワクチンや治療薬の開発競争が進んでいる。パンデミック再来への過度な不安は不要である		一般的なワクチン開発には10年以上かかるのが普通、少なくとも第2波の襲来には間に合わない
4-6月期が主要国における景気の底となる可能性が高まった		倒産や失業はまだ増える。浮かれるのは早すぎる
今回の世界不況は人為的に経済を止めたのが主因。経済活動再開なら需要は戻る		感染再拡大への不安が残る限り、経済活動は完全には元には戻らない。中長期的にも景気は低迷する
各国とも過去に例のないほど大規模かつ強力な経済対策を打ち出している		景気対策は、落ち込み幅を多少和らげたに過ぎない。将来的には財政不安につながる

(出所) 明治安田総研作成

(6月4日発行)

米国景気の回復ペースは均せば緩慢に

要約

4-6月期の米実質GDP成長率は大幅マイナスが見込まれるが、足元で発表される経済指標には持ち直しの動きがみられる。しかしながら、持ち直しのペースは鈍いほか、水準も依然低位での推移となっている。景気悪化の主因となっている個人消費にも底打ちの動きがみられるが、生活必需品中心であり、ぜいたく品の動きは鈍いままである。7-9月期はペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化もあって高めの成長が見込まれるが、反動増一巡後は、感染再流行への警戒ムードの残存や、人々の行動抑制的な方向への意識変化などから再び鈍化し、景気回復ペースは均せば緩慢なものにとどまると予想する。（6月5日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

本文

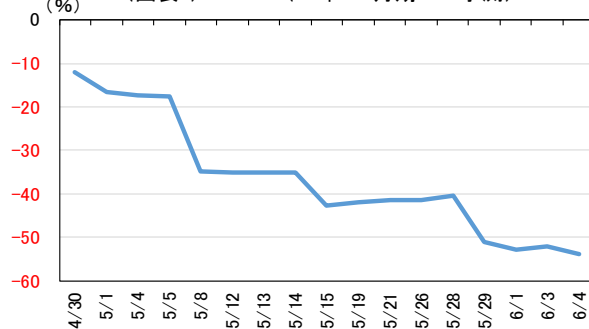
4-6月期の成長率は大幅マイナスに

新型コロナウイルスの感染拡大防止策により1-3月期の米実質GDP成長率（改定値）は、前期比年率▲5.0%と、2014年1-3月期以来のマイナス成長に転じた。4-6月期は一段とマイナス幅が拡大する見込みである。アトランタ連銀が発表するGDPNowによれば、4-6月期の成長率は同▲53.8%まで落ち込むことが予想されている（6月4日時点、図表1）。需要項目別にみると、個人消費や住宅投資など民需の大幅な減少が見込まれており、感染拡大を防ぐための都市封鎖や外出制限などにより、家計や企業がさまざまな活動を自粛した影響が表れた格好となっている。特に、個人消費、なかでもサービス消費が6割超落ち込む予想となっており、不要不急の消費がいかに抑制されたかが理解できる。

足元の指標には持ち直しの動き

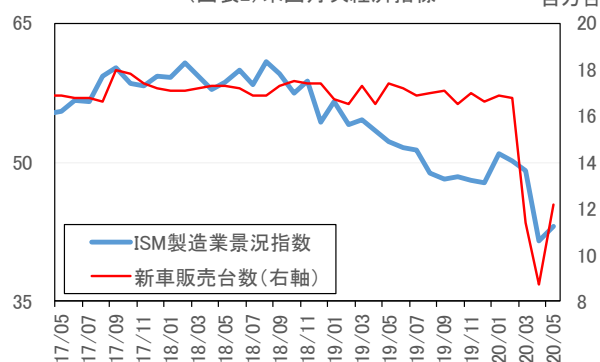
米国では、4月下旬から各州が経済活動の再開に動き始めている。5月20日にコネチカット州が行動制限を部分的に緩和したことで、全米50州すべてが活動再開に踏み出した。経済活動の再開に伴い、足元で発表される経済指標には持ち直しの動きがみられる。6月に入ってから発表された5月の経済指標の結果をみると、ISM製造業景況指数が43.1と、4月の41.5から小幅ながらも改善したほか、5月の新車販売台数（年率）も前月比で約4割増と3、4月の落ち込みから回復している（図表2）。足元の動きをより把握しやすい週次の統計をみると、新規失業保険申請件数が9週連続で改善しているほか、消費者信頼

前期比年率（図表1）GDPNow(20年4-6月期GDP予測)



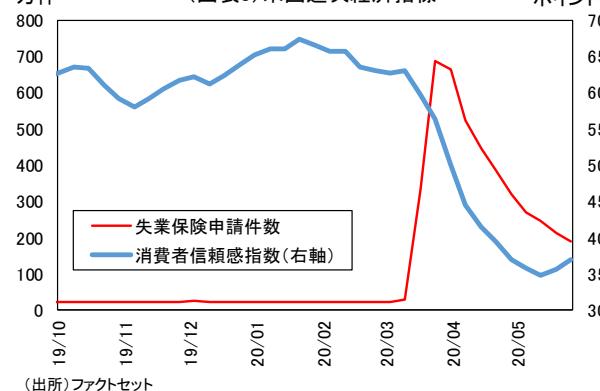
（出所）アトランタ連銀

（図表2）米国月次経済指標



（出所）ISM等

（図表3）米国週次経済指標



（出所）ファクトセット

感指数も5月15日の週を底に、緩やかながら2週連続で上昇している（図表3）。

GDPの約7割を占める個人消費についても同様の傾向がみられる。VISAが公表した米国におけるカード決済額によれば、5月は前年比▲5.0%となり、4月の同▲18.0%からマイナス幅が縮小した（図表4）。同社によれば、政府の経済対策により各家庭に配られた現金給付の効果や、多くの州で感染拡大防止策が緩和に向かっていることなどが背景にあるとのことである。週次の動きをみると、持ち直しの傾向はより明らかであり、5月31日の週には前年比でほぼ横ばいまで回復している（図表5）。

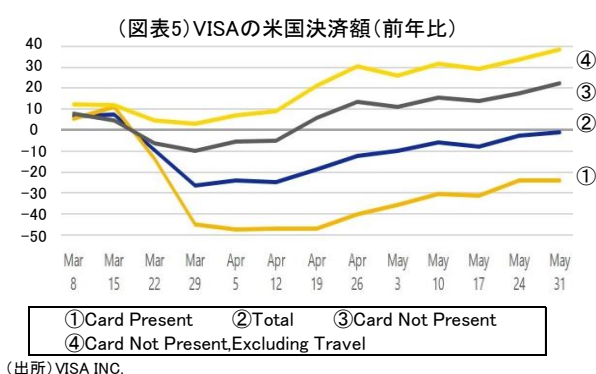
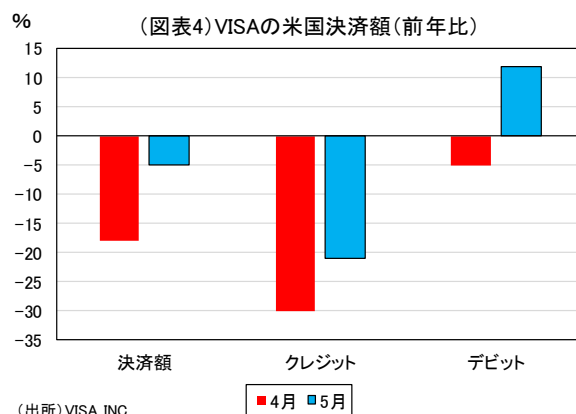
けん引役となっているのが、ネットショップでのオンライン決済のような非対面取引を示す「Card Not Present」である。一方で対面取引を示す「Card Present」の伸びは、最悪期は脱しているものの依然水面下にとどまっている。外出自粛に伴う影響で販売形態によって明暗が分かれている現状が浮き彫りになっている。

回復の力強さには疑問

足元で経済指標が持ち直しの動きを示していることから、新型コロナウイルスの感染拡大がこのまま収束に向かうとの前提に立てば、景気は最悪期を脱しつつあると考えられる。ただし、回復ペース自体は鈍いと判断せざるを得ない。経済指標の反発度合いは鈍いものにとどまっているほか、失業保険申請件数についてはピークから大きく改善しているものの、過去と比較して依然高水準で推移している。VISAの5月の決済データをもみても、支払いが伸びた分野は食品やドラッグストア等の生活必需品が中心であり、外食や旅行、エンターテインメント等のぜいたく品は引き続き弱いままである（図表6）。経済活動が再開したことで、今後このようなぜいたく品への支出が徐々に回復傾向をたどると予想されるものの、食料品やドラッグストアへの支払いが前年比で20%超も伸びている現状は、3、4月に抑えられていたpent-up demand（繰り越し需要）が顕在化しているだけとも考えられ、そうした需要が一巡すれば増加ペースは鈍化することが予想される。

コロナの後遺症で均せば緩慢な回復続く

今後の米国景気は引き続き新型コロナウイルスの感染動向次第である。このまま感染拡大が収束へ向かえば景気の底入れが見えてくるが、現段階では不確実性がきわめて高い。各州が活動再開へ動いており、感染第二波への懸念も燻っている。また、米国等一部の先進国で感染者数や死者数の増加ペースが鈍化する一方で、ブラジルやインド等の新興国で増加が目立っており、海外からの流入によって感染拡大が再び加速するリスクも残っている。感染への警戒感や景気の先行き不透明感が消費者や企業の活動にブレーキをかける結果、人の移動や物流は一足飛びに元通りとはならないだろう。



(図表6) カテゴリー別決済金額の変化(5月、前年比)

+20%超	食品・ドラッグストア 家の修繕 小売サービス
0~+20%	自動車、小売商品 通信・光熱費
0~▲20%	事務用品、デパート 教育・ヘルスケア
▲20~▲40%	レストラン・ファーストフード
▲40%超	エンターテインメント、旅行

(出所) VISA INC.

新型コロナウイルスの流行を機に、消費者の意識が変化したとみられることも、今後の景気の抑制要因となりそうである。コンサルティング会社のKekst CNCが4/27～5/1に実施したアンケート調査によれば、感染拡大防止策が解除された後、人々の行動が以前と比べて消極的に変化する可能性が示唆されている。例えば、「危機後の行動」について聞かれた質問に対する回答をみると、飛行機での移動や、海外旅行、コンサートや展示会などの大規模な公共イベントへの参加を減らすとする意見が大勢となっている（図表7）。アンケートでは、今後開発されるワクチン接種の有無で回答がどう変わるかが確認できるが、ワクチン接種後は接種前に比べるとさまざまな行動を抑制するとの回答が減る傾向がみられるものの、接種後でさえも抑制的に行動するとの回答が多くなっている。感染が収束しても人々が以前の生活に戻るまでには時間を要する可能性が高く、感染拡大に伴う後遺症は尾を引きそうである。

4～6月期の成長率は記録的な落ち込みを余儀なくされるものの、7～9月期はペントアップディマンドの顕在化もあって逆に高めの伸びが見込まれる。しかし、反動増的な高成長局面は長続きせず、米国景気の改善ペースは均せば緩慢なものにとどまると予想する。

(図表7)コロナ危機後の行動変化について

	ワクチン なし	ワクチン あり
飛行機での旅行	▲ 37	▲ 18
レストランでの食事	▲ 32	▲ 17
スーパーでの買い物	▲ 14	▲ 7
外出	6	17
映画を見に行く	▲ 37	▲ 21
自宅で仕事	16	3
コンサート等に行く	▲ 42	▲ 27
海外旅行	▲ 35	▲ 26
国内旅行	▲ 23	▲ 4
スポーツ観戦	▲ 34	▲ 25
公共交通機関で移動	▲ 36	▲ 28
自家用車で移動	0	8

※「以前より増やす」と「以前より減らす」の回答の差。マイナスは、「以前より減らす」との回答が多いことを示す。(出所)Kekst CNC

(6月5日発行)

5月米雇用統計 ～予想外に改善もコロナ前の水準は遠い～

要約

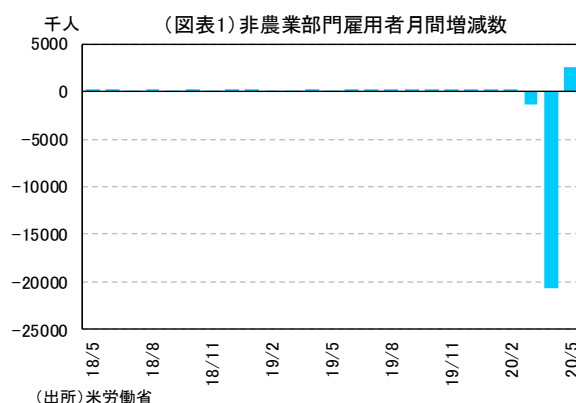
5月の非農業部門雇用者数は前月比+250.9万人と、大幅マイナスを見込んでいた市場予想に反して増加したほか、失業率も13.4%と市場予想に反して改善した。早い州では4月下旬から経済活動の再開に踏み出しており、雇用環境の悪化に歯止めがかかった形。ただ、空前の落ち込みを示した4月と比較すれば戻りは小幅であり、コロナ前の水準はきわめて遠い。経済活動の再開とペントアップディマンド（繰り越し需要）により、今後、雇用環境は改善傾向で推移しようが、感染再流行への警戒ムードの残存や、人々の行動抑制的な方向への意識変化などから、反動増が一巡すれば景気の回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。雇用環境の改善も緩やかなペースとなりそうだ。（6月8日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

本文

雇用者数は市場予想に反して増加

5月の非農業部門雇用者数は前月比+250.9万人と3ヵ月ぶりに増加した（図表1）。市場予想では同▲750万人と大幅なマイナスが見込まれていたが、予想に反して増加した。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響で前月4月は調査開始以来最大のマイナス幅を記録したが、早い州では4月下旬から経済活動の再開に踏み出しており、雇用環境の悪化に歯止めがかかった形である。一方で前月4月が同▲2,050.0万人から同▲2,068.7万人へ、3月が同▲87.0万人から同▲137.3万人へ2ヵ月合計で69.0万人ほど下方修正されており、3、4月の雇用環境の悪化がより深刻だったことが明らかとなった。



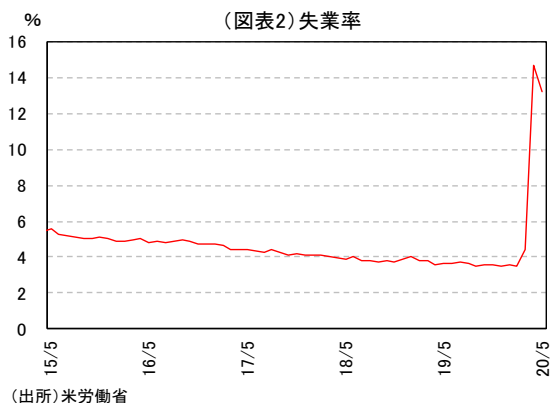
民間部門の雇用が改善

雇用の伸びを部門別に見ると、製造部門（4月：前月比▲237.3万人→5月：同+66.9万人）と民間サービス部門（同▲1,735.1万人→同+242.5万人）がプラスに転じる一方、政府部門（同▲96.3万人→同▲58.5万人）が3ヵ月連続のマイナスとなった。

製造部門では、鉱業・採掘業（同▲5.4万人→同▲2.0万人）で減少が続いたものの、経済活動の再開により製造業（同▲132.4万人→同+22.5万人）と建設業（同▲99.5万人→同+46.4万人）が大きく持ち直した。民間サービス部門では、10業種中7業種で増加した。内訳をみると、前月に大きく落ち込んだ娯楽・宿泊業（同▲753.9万人→同+123.9万人）や教育・健康業（同▲259.0万人→同+42.4万人）、小売業（同▲228.6万人→同+36.8万人）などが、外出自粛や都市封鎖といった感染拡大防止策が緩和されたことでプラスに転じた。一方で運輸・倉庫業、公益、情報の3業種で減少が続いた。

失業率も予想外に改善

家計調査から集計される失業率は13.3%と、こちらも市場予想の19.0%に反して改善した(図表2)。4月の14.7%からも低下した。4月からの主要指標の変化の方向性をみると、労働力人口が増加するなか、雇用者数も増加し、かつ失業者数が減少するという良好な形となっている。ただ、労働力人口や雇用者数は感染拡大の影響が顕在化する前の2月の水準をいまだに大きく下回っているほか、失業者数は大幅に上振れたままとなっている。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21.2%と、前月の22.8%から低下したが、依然20%を上回ったままである。



平均賃金の伸びは鈍化

週平均労働時間は34.7時間と、前月の34.2時間から増加した。経済活動の再開に伴う反動増が現れた形である。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+3.4%と3ヵ月ぶりに増加した。

事業所調査による時間当たり賃金は前年比+6.7%増と前月の同+8.0%から鈍化した。前月4月は失業が低賃金の労働者に多くみられたことなどから平均時給が押し上げられたが、5月はそうした影響が薄れたためとみられる。

雇用環境の改善ペースは緩やか

新規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、5月20日には全米50州すべてが活動再開に踏み出すなど、明るい材料もみられる。しかしながら、感染第2波への懸念が燻っており、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。5月の結果は、雇用情勢が4月から改善した様子を示したものの、空前の落ち込みを示した4月と比較すれば戻りは小幅であり、コロナ前の水準はきわめて遠い。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、一時解雇として失業者に分類された場合、失業率はおよそ3%高かったとしており、雇用情勢の実態は数値が表すほど良くなかったといえる。経済活動の再開とペントアップディマンド(繰り越し需要)により、今後、雇用環境は改善傾向で推移しようが、感染再流行への警戒ムードの残存や、人々の行動抑制的な方向への意識変化などから、反動増が一巡すれば景気の回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。雇用環境の改善も緩やかなペースとなりそうだ。

(6月8日発行)

<6月 ECB 定例理事会> 予想を上回る資産の買い入れを決定、市場の期待に応える

要約

6月のECB（欧州中央銀行）定例理事会では、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）を中心とした追加緩和が決定された。主たる変更は、PEPPの買い入れ規模の拡大、実施期間の延長、再投資についての言及である。買い入れ規模が市場予想を上回ったこともあり、為替市場はユーロ買いドル売りで反応、債券市場ではイタリア等の国債金利が低下した。総じて、市場の期待にしっかり応えた内容だったと言える。

今回発表のマクロ経済見通しでは、実質GDP成長率が大幅下方修正されたほか、インフレ率も低位での推移が見込まれている。金融市場も不安定な状態が続く可能性が高く、ECBは今後も追加緩和を実施すると予想する。内容は、PEPPを中心としたQE（資産買い入れ）の拡大が引き続き中心となろう。（6月8日発行）

（エコノミスト 西山 周作）

本文

市場予想を上回るPEPPの拡大、ECBは期待に応える

ECBは6月の定例理事会で、追加金融緩和を決定した。内容は、①PEPPの規模を1兆3,500億ユーロ（6,000億ユーロ増）へ拡大、②PEPPの実施期間を「少なくとも2021年の6月末まで」と6ヵ月延長、③PEPPを通じて購入した債券の再投資を少なくとも2022年末まで実施、④APP（資産買い入れプログラム）、政策金利、は従来から変更なし、というもの。また、前回の理事会において、条件緩和等を実施したTLTROⅢやPELTRO（ECBが民間金融機関に資金供給するスキーム）に関しては言及がなかった（変更なし）。

今回の理事会では、FRB（連邦準備理事会）に追随する形で、ジャンク債もPEPPの購入対象になると表明するのではないかとの見方もあったが、実施されなかった。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、ジャンク債購入についての討議はなかったと述べている。PEPPにおいて、すでに適格要件の免除適用という形式で、ジャンク債となったギリシャ国債を購入しているほか、社債市場も一時期に比べれば落ち着いていることから、ECBのバランスシートを毀損する恐れのあるジャンク債購入にあえて今回踏み込む必要はないとの判断に傾いたものとみられる。

ただ、PEPPの規模の拡大という点では、市場予想の5,000億ユーロ増を上回る6,000億ユーロ増となったほか、再投資の明確化や期間延長も実施されたという点では、総じて市場の期待にしっかり応えた内容だったと言える。ECBの発表をうけ、為替市場はユーロ買いドル売りで反応、債券市場ではイタリア国債、スペイン国債、ギリシャ国債等の金利が低下した。

マクロ経済見通しは下方修正、次の一手も追加緩和

今回発表されたECBスタッフのマクロ経済見通しをみると、2020年のユーロ圏の実質GDPは前年比▲8.7%（前回3月での見通しは同+0.8%）と落ち込んだのち、2021年は同+5.2%（同+1.3%）、2022年は同+3.3%（同+1.4%）と、前回3月の見通しから大幅修正されている。また、インフレ率についても下方修正され、2%を下回る低位での推移が予想されている。ラガルド総裁は記者会見で「ユーロ圏経済は前代未聞の縮小に見舞われている」、「経済活動や物価見通しを含め、各種予想は大幅な下方修正を伴うが、ベースラインはかなりの不透明性に覆われている」と、厳しい景気認識を示している。ECBの追加金融緩和が今回で打ち止めになるとは

考えにくく、今後も実施される可能性が高い。正常化に舵を切るの少なくとも 2023 年以降になるだろう。

今後も ECB は PEPP 拡大が軸となる

今後の追加緩和の手段について、まず、マイナス金利の深掘りは、銀行収益への悪影響が逆に信用縮小につながる懸念が残るため、実施されないとみている。引き続き、QE 拡大が追加緩和の軸となろう。

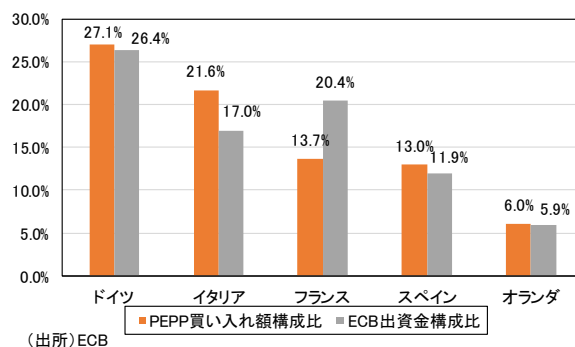
QE 拡大の手段としては、APP と PEPP の 2 種類があるが、今後も引き続き PEPP が中心になるとみている。保有上限や国別の購入割合のルールが厳格に適用される APP では、南欧諸国の国債を柔軟に買うことはできない。加えて、ドイツの連邦憲法裁判所が ECB の APP 下の PSPP（公的資産買い入れプログラム）に違憲判決を出した問題もくすぶっている。ECB は欧州司法裁判所の管轄下であり、ドイツの違憲判決によって ECB の独立性が脅かされ、金融政策の実施ができなくなるということはないが、APP を用いての QE 拡大は、心理的ハードルが高くなった印象は否めない。PEPP も、キャピタル・キー（経済規模に応じて定められた ECB への出資比率が、債券購入額の割合に反映される仕組み）がベンチマークとなっており、国別の購入割合の縛りがまったくないわけではないが、実績をみるとある程度逸脱して買い入れを進めている（図表 1）。APP に比べ、より柔軟に運営できる PEPP の拡大を今後も ECB は模索していくとみられる。

追加緩和の時期は、新型コロナウイルスの流行動向や、さらなる財政支出の有無、金融市場動向等、複合的な要因を睨んでの実施になるため、タイミングを予測することは難しいが、PEPP の買い入れ上限の到達時期が一つの目安となろう。足元の PEPP の購入実績をみると、5 月末までに 2,347 億ユーロを買い入れており、足元のペースで買い入れを続けた場合（毎月 1,000 億ユーロの資産買い入れを実施すると仮定）、2021 年 4 月ごろに買い入れ枠上限の 1 兆 3,500 億ユーロに近づく計算となる（図表 2）。PEPP を通じて購入した債券の再投資を少なくとも 2022 年末まで実施することを今回の理事会で決定したことや、買い入れペースを大幅に落とした場合、引き締めへ転じた受け止められかねないこと等から、遅くとも 2021 年の春までには PEPP の規模や期間の再拡大に踏み切ることになるとみている。

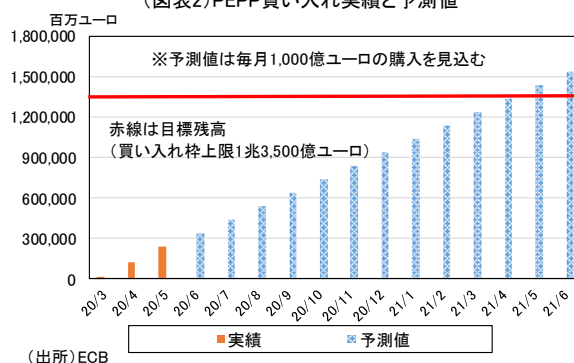
なお、現時点ではリスクシナリオの範疇をでないが、冬場に再度新型コロナウイルスが再流行し、欧州各国で再びロックダウンが実施されるような事態になれば、財政危機国への ESM（欧州安定メカニズム）の支援を前提とする OMT（アウトライト・マネタリー・トランザクション、2012 年に導入した無制限に償還期間の短い国債を買い入れる政策）にまで踏み込まざるをえなくなる展開もありえよう。

（6 月 8 日発行）

（図表 1）PEPP 買い入れ実績と ECB 出資金比率



（図表 2）PEPP 買い入れ実績と予測値



※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

