

# 経済ウォッチ

2020年6月9日～6月22日

2020.06.22 発行

## フォーカス

### いずれ必要になる財政再建

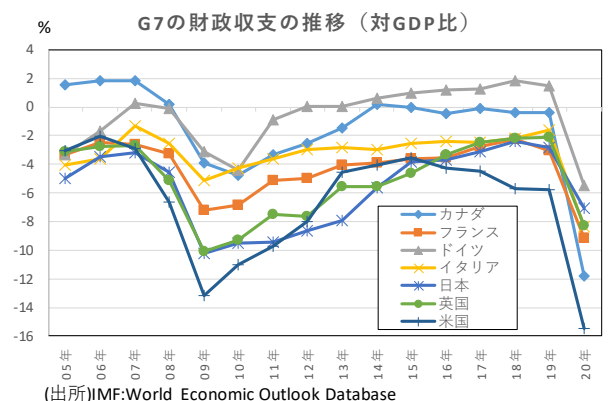
IMFが4月に発表したWorld Economic Outlookによれば、G7各国の20年の財政赤字は図表のとおり大きく拡大する姿が予想されている(図表)。到来が確実と言われるコロナ第二波の大きさ次第では、追加の財政政策によって赤字幅がさらに膨れ上がる可能性もある。

かつてない不確実性に覆われる中、各国の大規模な財政出動は避けられない措置であった。しかし、いずれ経済が正常化した暁には、財政再建という重い課題が押し掛かる。財政赤字が未曾有の規模に拡大した分、その道のりは長く苦しいものになる。かといって手を上げれば、より大きな危機に襲われる蓋然性が高まる。

コロナ前から、諸外国よりも財政が悪化した状態にあった日本はより厳しい。内閣府が1月17日に発表している直近の中長期的な財政試算によると、国と地方の利払い費を含めた財政収支は、楽観的なシナリオのもとでも、予測最終年度の2029年度まで赤字のまま推移、最後の3年間はGDP比で逆に拡大する。来月発表される新たな試算では、さらに厳しい姿が示されることになるだろう。今のところは、主要国がこぞって拡張財政に舵を切っていることから、いわば赤信号をみんなで渡っている状態である。しかし、経済の正常化が進めば、財政再建が相対的に遅れている国に対し、市場の厳しい目が向けられる可能性がないわけではない。日本の場合、団塊の世代が後期高齢者に達する、いわゆる2025年問題も抱えている。

日銀が国債を買い続ければいつまでも長期金利を低位に押さえつけられるとは限らない。黒田総裁は日銀の国債買い入れはあくまで金融緩和の一環であり、財政ファイナンスではないとの説明を続けているが、財政ファイナンスかどうかは最終的には市場が決める。景気が回復に向かっているにも関わらず、日銀が大規模な買い入れ継続を余儀なくされるようなら、金融緩和の一環との説明は難しくなる。いったん海外への資金逃避が始まったら、こうした「金融抑圧的政策」は機能しない。

1997年の消費増税から次の増税まで17年もかかったように、民主主義の下での財政再建は容易ではない。害悪が明らかになってから対処すればよいというのがMMT(Modern Monetary Theory)の考え方だが、それでは手遅れになる可能性が高そうである。これからも国民の多くが消費増税にもろ手を挙げて賛成という時代は来ないだろう。そもそも財政は、景気拡大期には税収が増えることに安心して再建へのインセンティブが失われ、景気後退期には景気対策が必要になるという形で、恒常的に拡張圧力がかかりやすい宿命にある。緊急時の自由度を確保する必要はあるにしろ、景気拡大期の緊縮財政を義務付けるなど、なんらかのシステムティックなルールに基づいて財政再建が可能になるようなスキーム作りが必要と思われる。(6月22日 小玉)



## 目次

レポート名	執筆者	ページ
フォーカス いずれ必要になる財政再建	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P1
6月9-10日開催のFOMC ドットチャートは22年末まで政策金利維持	シニアエコノミスト 大広 泰三	P3~P8
記録的な落ち込みになった英国月次GDP	エコノミスト 西山 周作	P9~P10
輸出の一段の落ち込みを示した5月貿易統計	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P11~P13
6月調査の日銀短観予測	小玉 祐一 西山 周作	P14~P15
企業金融支援の規模が110兆円台に	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P16~P19
巣ごもり消費の影響が見える5月CPI	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P20~P22

# 6月9-10日開催のFOMC ～ドットチャートは22年末まで政策金利維持

## 要約

6月FOMCでは、市場予想どおり政策金利が維持され、資産買入れについては、「必要な分だけ購入」から「少なくとも現状ペースで購入」へ変更された。金融市場における先行き不安の緩和に伴い、ここまで購入ペースは徐々に減速してきたが、これ以上ペースを落とさない姿勢を明らかにした形。ドットチャートでは22年末までの政策金利すえ置きが示されており、全体としてハト派的な印象を受ける結果。足元で一部の経済指標が持ち直しの動きをみせるなか、パウエル議長は改めて先行きの不透明さを強調しており、FRBは当面様子見姿勢を続けると予想する。(6月11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

6月9-10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(フェッド・ファンド・レート)の誘導目標レンジを市場予想どおり、0.00-0.25%にすえ置いた(図表1)。今回の方針は全会一致で決定された。

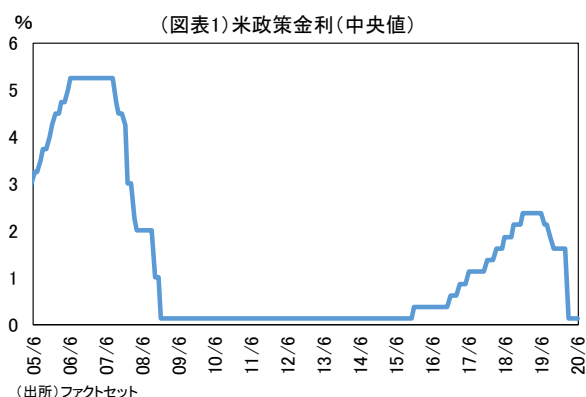
声明文では、足元の状況について、新型コロナウイルスの感染拡大が世界中で人や経済に多大な困難をもたらしており、経済活動の急激な低下と失業の急増を引き起こしているとの見方を前回4月から踏襲している。また、進行中の公衆衛生危機は、短期的に経済活動、雇用、インフレに大きな重しとなり、中期にわたっても経済見通しに大きなリスクをもたらすと、引き続き景気の先行きに慎重な姿勢を示した。

足元では、経済指標の一部に持ち直しの動きがみられるが、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、景気の先行きは引き続き不透明であること、5月に改善の見られた雇用統計については実態を過小評価している可能性があること、景気の持ち直しに伴い、雇用環境は改善が見込まれるものの、失業した人すべてが職場復帰するには相応の時間がかかることなど、先行きについては慎重姿勢を示した。

### 資産買い入れは現行ペースで継続

声明文では、経済や信用の流れを改善するための各種政策措置の効果で「金融情勢が改善した」と評価している。そのうえで、米国債等の資産買い入れ方針を、4月時点の「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」から、「今後数ヶ月にわたって」、「円滑な市場機能を維持するために少なくとも現在のペースで購入する」へと変更した。FRBの金融調節を担当するNY連銀によれば、米国債を月800億ドル相当、MBSを月400億ドル相当、買い入れる方針である。FRBが3月以降、次々に追加金融緩和策や各種流動性供給策を打ち出すなかで、金融市場は徐々に落ち着きを取り戻し、FRBはそれに応じて資産購入ペースを減速させてきたが、これ以上は資産購入額を減らさない姿勢を示すことで、金融緩和策の縮小観測が台頭するのを防いだ形。

### 雇用と物価は改善を予想もペースは鈍い



昨年12月以来の公表となった(3月は新型コロナウイルス感染拡大の影響で公表なし)FOMCメンバーの経済見通しをみると、成長率については2020年が前年比▲6.5%と大幅マイナスになる一方、2021年から2022年にかけては回復に向かうとの見通しが示された。(2021年：前年比+5.0%、2022年：同+3.5%、図表2)。なお、Longer runは1.9%→1.8%に引き下げられており、新型コロナウイルスの感染拡大による影響で潜在成長率が低下する可能性を示唆している。

失業率は、2020年については9.3%と高水準での推移が見込まれているものの、直近5月の13.3%からは改善し、1桁台へ戻るとの見方が示された。2022年にかけても緩やかに改善するが、感染拡大前の水準には戻らない見通しとなっている(2021年：6.5%、2022年：5.5%)。

物価(前年比)については、PCE、コアPCEとも2022年にかけて持ち直すものの、FRBが目標とする2%には届かず、インフレ圧力が鈍い状況が続くことが想定されている。

(図表2)6月FOMC経済見通し

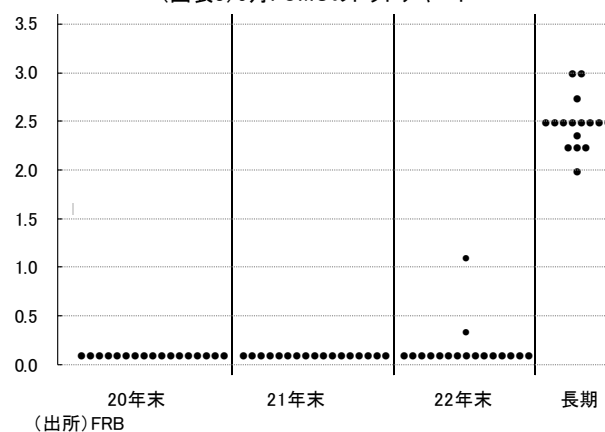
(単位:%)	2020	2021	2022	長期
実質GDP成長率	▲6.5	5.0	3.5	1.8
(12月予測)	2.0	1.9	1.8	1.9
失業率	9.3	6.5	5.5	4.1
(12月予測)	3.5	3.6	3.7	4.1
PCEデフレーター	0.8	1.6	1.7	2.0
(12月予測)	1.9	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.0	1.5	1.7	—
(12月予測)	1.9	2.0	2.0	—
FF金利	0.1	0.1	0.1	2.5
(12月予測)	1.6	1.9	2.1	2.5

(出所)FRB ※実質GDP成長率、(コア)PCEデフレーターは前年比(%)。

### 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

ドットチャートについては、2020～2022年のいずれも0.125% (いずれも政策金利見通しの中央値) となった(図表3)。2名のメンバーが2022年に利上げの見通しを示したが、メンバーのコンセンサスは、予測期間中はすえ置きが続くというものである。利下げやマイナス金利を予想するメンバーはいなかった。声明文では、米国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の姿勢が踏襲されている。パウエル議長も会見で、政策金利の引き上げについては、「考えることすら考えていない」とコメントしている。なお、Longer Runについては前回12月の2.5%が維持された。

(図表3)6月FOMCのドットチャート



### 当面様子見を継続

3月以降、FRBは各種の対応策を打ち出してきた。先行きについては不透明との認識を示しながらも、今回、そうした対応によって金融情勢は改善したとの評価を行っており、当面は様子見を続ける姿勢が示されたと考える。ただ、声明文の冒頭には、4月に引き続き、「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」との考えが示されている。パウエル議長は会見でイールドカーブ・コントロールの議論を続ける姿勢を示しており、今後の動向が注目される。



## ◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2020/4/28－29	2020/6/9－10
<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 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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし</li> <li>・米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じる姿勢を堅持。</li> </ul>	
<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 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 <u>have induced</u> sharp declines in economic activity and a surge in job losses. Weaker demand and significantly lower oil prices are holding down consumer price inflation. <u>Financial conditions have improved, in part reflecting policy measures to support the economy and</u> 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<u>引き起こした</u>。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。<u>経済や米国の家計や企業への信用の流れを改善するための政策措置を反映して、金融情勢は改善した</u>。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・各種対策の効果により、金融情勢は改善したと評価。</li> </ul>	
<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</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</p>

<p>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>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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし。</li> <li>・政策金利を0.00-0.25%にすえ置き。</li> <li>・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姿勢を維持。</li> </ul>	
<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 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>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</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 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>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</p>

<p>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>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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし。</li> </ul>	
<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>To support the flow of credit to households and businesses, <u>over coming months</u> the Federal Reserve will <u>increase its holdings of</u> Treasury securities and agency residential and commercial mortgage-backed securities <u>at least at the current pace to sustain</u> 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 <u>developments</u> 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、<u>今後数ヵ月にわたって</u>、連邦準備制度は円滑な市場機能を<u>維持するために少なくとも現在のペースで</u>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<u>動向</u>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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・金融市場が改善したとの評価のもと、資産買入れについて、「円滑な市場機能をサポートするのに必要な金額」を購入するとしていたのを、「円滑な市場機能を維持するために少なくとも現在のペースで」購入するとし、「今後数ヵ月にわたって」と期間を表す文言を追記。</li> <li>・委員会は「市場の状況」ではなく「動向」を注意深く監視するに変更。注視する材料を市場の状況から拡大。</li> </ul>	
<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.</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.</p>

<p>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>	<p>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>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・全会一致で決定。</li></ul>	

(6月11日発行)





# 記録的な落ち込みになった英国月次GDP

## 要約

英国政府統計局が発表した4月の英実質GDP（国内総生産）は、前月比▲20.4%（季節調整済）と、リーマンショック期を超え過去最大の落ち込みとなった。内訳をみると、新型コロナウイルスによってサービス産業、製造業とも大きく落ち込んでおり、都市封鎖の影響がいかに甚大であるかが示された。

今後の英国景気については、5月中旬に就業の奨励や外出規制を緩和するなど、都市封鎖を段階的に解除しているほか、各種金融・財政政策が景気を下支えすることで、緩やかな回復傾向で推移するとみている。

（6月15日発行）

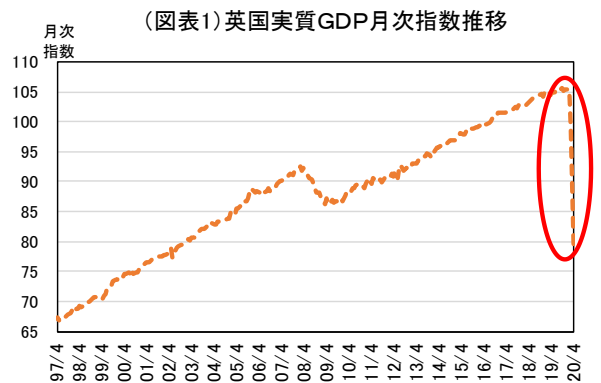
（エコノミスト 西山周作）

## 本文

### 4月の英実質GDPは記録的な落ち込み

英国では、政府統計局が月次のGDP（推計値）を発表している。6月12日に発表された4月の実績は78.9（季節調整済み指数）、前月比で▲20.4%と、統計がさかのぼれる1997年1月以降で最大の落ち込みとなった（3月：同▲5.8%）。GDPの水準も2002年当時とほぼ同程度にまで低下した（図表1）。

英国は、他の欧州主要国にやや遅れる形で感染が拡大し、3月23日には、不必要の外出が禁止となった。4月も厳格な都市封鎖が実施され、ほぼすべての産業が深刻な影響を受けた。世界的な金融危機となったリーマンショックを大きく超える落ち込みであり、都市封鎖の影響がいかに甚大であるかが示された。



### 構成項目別では建設業の落ち込みが目立つ

4月の実質GDPを構成項目別にみても、サービス業指数が前月比▲19.0%（3月：同▲6.2%）、生産指数が同▲20.3%（同▲4.2%）と、ともに大幅マイナスとなった（図表2）。もっとも大きく落ち込んだのは、建設業の同▲40.1%（同▲5.9%）である。英国の都市封鎖下では、法規制によって各種営業や生産が停止される一方、生活必需品等の生産や販売は認められていた。各種建設作業の継続は、各建設会社に委ねられていたが（スコットランドでは、重要でない工事は中断）、今統計を見る限り、建設作業を中断した会社が多かったとみられる。また、農業では、新型コロナウイルスの感染拡大による国境規制の強化によって、収穫を担う海外からの季節労働者を確保できないという問題もあったものの、同▲5.5%（同▲0.2%）と、影響は比較的軽微にとどまった。

生産指数の構成項目のなかでは、製造業の減少幅が同▲24.3%（同▲4.6%）と、最も大きくなっている。電気、ガス等や、水道、下水も落ち込んでいるが、インフラ産業である分、影響は軽微である。

（図表2）英国月次実質GDPセクター別前月比

前月比	2020年2月	2020年3月	2020年4月
GDP	-0.2%	-5.8%	-20.4%
サービス業指数	0.0%	-6.2%	-19.0%
生産指数	-0.1%	-4.2%	-20.3%
（製造業）	0.3%	-4.6%	-24.3%
（鉱業）	-0.5%	-11.5%	-12.2%
（電気、ガス等）	-1.2%	-1.5%	-9.5%
（水道、下水）	-1.7%	-0.5%	-5.3%
建設業	-2.1%	-5.9%	-40.1%
農業	-0.1%	-0.2%	-5.5%

※括弧付きのものは生産指数の構成項目

（出所）Office for National Statistics

## コロナの影響で医薬品がプラス寄与

製造業の内訳の業種別寄与度をみると、医薬品を除く全業種がマイナス寄与となっている（図表3）。なかでも、輸送機器の寄与度が▲5.5%ポイント（3月寄与度：▲2.7%ポイント）と、3月に引き続き最も大きい。以下、金属製品が▲3.0%ポイント（▲0.5%ポイント）、非鉄金属▲2.9%ポイント（▲0.4%ポイント）と続く。

一方、医薬品が+0.45%ポイント（0.9%ポイント）と、3月に引き続きプラス寄与となった。経済活動がほとんど停止する中でも、医薬品、医薬品のみは増産していたことがわかる。

## サービス業は太宗の産業で低下

サービス業の業種別の寄与度をみると、政府サービスを除き、マイナス寄与となった（図表4）。卸売、小売業等が▲3.5%ポイント（3月寄与度：▲1.3%ポイント）と、3月に引き続き最も大きいマイナス寄与となった。宿泊、食事サービスのマイナス寄与も▲2.3%ポイント（▲1.1%ポイント）と大きい。いずれも都市封鎖によって、生活必需品を除き、営業停止を余儀なくされていた業種である。また、教育が▲2.2%ポイント（▲1.1%ポイント）と、こちらは3月20日から学校が封鎖された影響が現れている。一方で、不動産業や、金融・保険業の落ち込みは相対的に小さい。不動産業は、コロナ禍においても比較的安定的に賃料が得られていること、金融・保険業は、生活に欠かせないインフラとして、営業停止対象にならなかったことが要因とみられる。

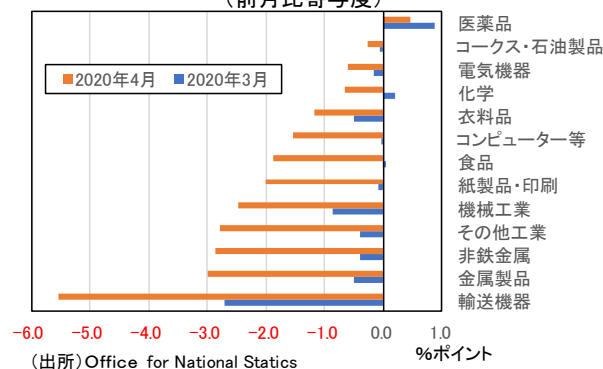
## 英景気は、4月を底に緩やかに回復する

英国の新型コロナウイルスの新規感染者の動向をみると、大陸欧州よりはやや遅れたもののピークアウトしつつある（図表5）。5月中旬に、就労の奨励や、外出規制を緩和するなど、都市封鎖を段階的に解除していることから、英景気は4月が大底となり、5月以降、緩やかな回復傾向で推移するとみている。また、英政府が事業税の免税や、所得補償といった経済対策を打ち出しているほか、英国中央銀行も、3月に政策金利を引き下げ、資産買い入れプログラムの枠を増額するなど、各種金融緩和策を決定している。今後はこれらの政策効果が発現し、英景気を下支えしよう。

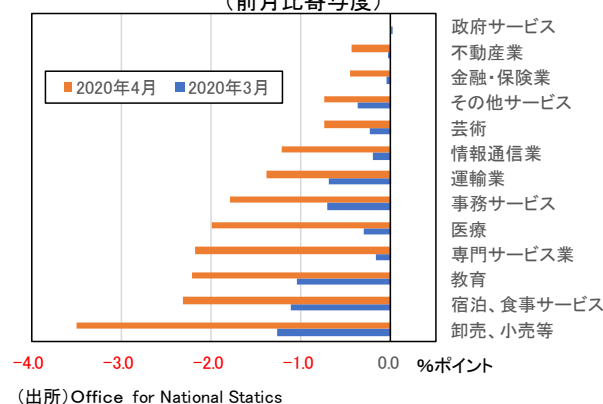
一方、EU離脱交渉が難航していることは、来年にかけての英景気や金融市場の波乱要因である。英政府は6月12日に、移行期間の延長を申請しない旨EUに通知した。EU離脱後の経済的関係や、アイルランドとの国境管理問題、漁業権といった諸問題はなんら解決されておらず、これらの問題を年内に処理できるのかどうか、不透明感強い。実質的に合意なき離脱状態に近い状態に陥る可能性は低いとみるが、英国とEUの交渉は以前からチキンレースの様相を見せており、今回も期限ギリギリになるまで何も決まらない可能性は考慮しておく必要がある。

（6月15日発行）

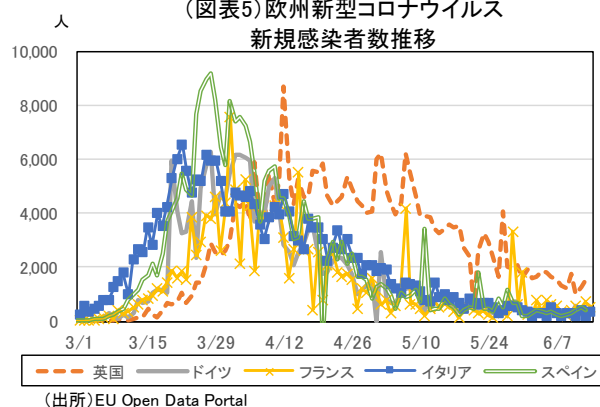
（図表3）英国実質GDP製造業内訳  
（前月比寄与度）



（図表4）英国実質GDPサービス業内訳  
（前月比寄与度）



（図表5）欧州新型コロナウイルス  
新規感染者数推移



## 輸出の一段の落ち込みを示した5月貿易統計

### 要約

5月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲28.3%と、4月の同▲21.9%から一段とマイナス幅を拡大させた。米国向けの輸出金額が前年比▲50.6%（4月：同▲37.8%）と、約半分にまで落ち込んだ影響が大きい。一方、対中国は前年比▲1.9%（4月：同▲4.0%）と小幅マイナスで、この結果、輸出金額全体に占める中国の割合は27%にまで上昇している（米国は14%）。6月に入り、世界中で経済活動を再開する国が増えていることから、当面の輸出の底は5月となる可能性が高まったが、いち早く経済活動を再開した中国でも、その後の景気回復を軌道に乗せるのに苦戦していることを考えると、先進国も同様のルートを辿ると考えておいた方が良さそう。コロナ第二波への警戒感や米中対立の影響を考えると、反動増局面一巡後の輸出は停滞気味の推移が続きそうで、元々外需主導の日本経済は苦しい。（6月17日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

### 本文

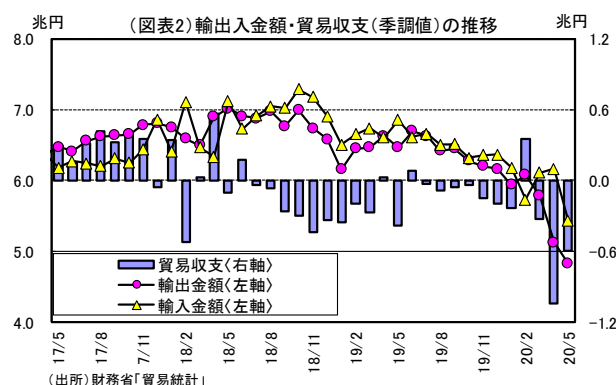
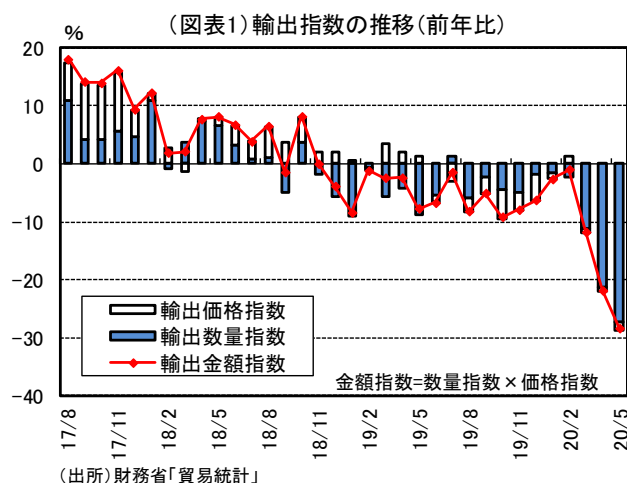
#### 季調済輸出金額は約11年ぶりの低水準

5月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲28.3%と、4月の同▲21.9%から一段とマイナス幅を拡大させた。これで18ヵ月連続の前年割れである（図表1）。輸入金額は同▲26.2%で、こちらも4月の同▲7.1%からマイナス幅を大きく拡大させた。4月との比較では、輸出よりも輸入のマイナス幅の方がより大きく拡大している。緊急事態宣言の発動を受けて国内需要が大幅に縮小した様子が現れた形である。この結果、貿易収支（原数値）は▲8,334億円となった。輸入の減少幅が大きかったこともあり、赤字幅は前年同月の▲9,654億円から縮小している。

季調済前月比を見ると、輸出金額は▲5.8%で3ヵ月連続のマイナス、輸入金額は▲12.0%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。季調済の輸出金額は4兆8,234億円で、これは東日本大震災直後の2011年4月を下回り、2009年7月以来の低さとなっている。この結果、季調済の貿易収支は▲6,010億円と、3ヵ月連続の赤字となった（図表2）。

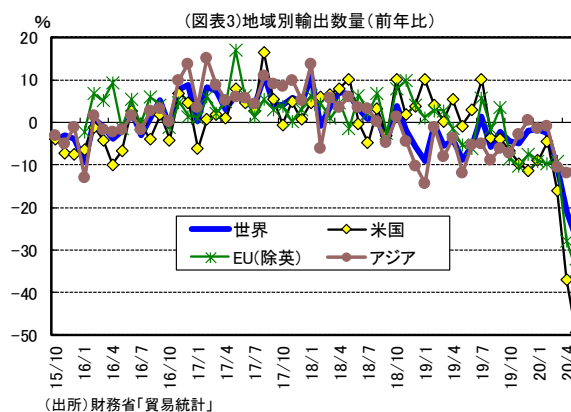
#### 輸出数量のマイナス幅は3割に迫る

輸出金額（季調前）の伸び率（前年比▲28.3%）を価格と数量に分解すると、輸出価格が同▲1.4%、輸出数量が同▲27.3%となった。輸出の実勢を示す数量指数は、10ヵ月連続のマイナスであり、マイナス幅も4月（同▲21.3%）から一段と拡大している。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う、世界的な経済活動の縮小が、4月よりも一段と進んでいる様子



が現れた形である。

輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると、ここへきて、国・地域別のバラツキが広がっていることが確認できる（図表 3）。今回は米国向け（4 月：同▲36.9%→5 月：▲49.4%）のマイナス幅が一段と拡大、前年同月から約半分にまで達したほか、EU 向け（同▲27.7%→▲34.8%）のマイナス幅も 3 割を超えた。一方、アジア向け（含む中国、同▲11.8%→▲11.4%）のマイナス幅は 4 月とほぼ同水準にとどまった。すでに回復に向かっている中国向け（同▲2.2%→▲0.4%）のマイナス幅が一段と縮小したことが影響している。欧米のマイナス幅の拡大が著しい一方、比較的底堅いアジア向けが下支えになっている構図である。



### 米国向けの落ち込みが激しい

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みると、米国向けの輸出金額（構成比：14%）は前年比▲50.6%（4 月：同▲37.8%）で 10 ヶ月連続のマイナス。マイナス幅も 4 月から一段と拡大した。輸出金額全体に占める米国向けのウェイトは、近年、だいたい 20%前後で推移していたが、ここへきて大幅に縮小している。

品目別に見ると、もともと米国向け輸出の 4 割弱を占めていた輸送用機器（4 月：同▲62.7%→5 月：▲76.4%）のマイナス幅が一段と拡大したのが大きい。なかでも乗用車のマイナス幅は同▲79.2%と、ほぼ 8 割に達している。輸送用機器の米国向け輸出全体へのウェイトも、5 月は 17%にまで下がった。他にも一般機械（同▲27.6%→▲40.9%）や電気機器（同▲22.1%→▲42.2%）のマイナス幅が大きく拡大した。一般機械では原動機や建設用・鉱山用機械、電気機器では半導体等電子部品や重電機器、電池等のマイナス幅拡大が大きかった。逆に化学製品（同▲6.1%→+10.5%）は改善している。医薬品が 4 月の同▲9.2%から同+65.3%へと、大幅プラス転換したことが寄与している。

EU 向けの輸出金額（構成比：9%）は前年比▲33.8%（4 月：▲28.0%）と、8 ヶ月連続のマイナスとなり、マイナス幅は 3 割を超えた。品目別に見ると、構成比で約 23%を占める一般機械（4 月：同▲28.1%→5 月▲39.0%）のマイナス幅拡大の影響が大きい。米国同様、原動機や建設用・鉱山用機械のマイナス幅が大きく拡大している。約 17%を占める輸送用機器（同▲50.5%→▲55.2%）も 4 月に続き前年同月の半分以下である。主要国別ではまちまちで、ウェイトの大きいドイツ向け（同▲22.1%→▲35.5%）やオランダ向け（同▲16.9%→▲39.0%）のマイナス幅が大きく拡大する一方、フランス向け（同▲36.8%→▲20.5%）のマイナス幅は縮小している。イタリア（同▲48.9%→▲46.5%）、スペイン（同▲49.6%→▲54.8%）の前月からの変化は小幅で、引き続き大幅マイナスが続いている。EU 外として集計されている英国向け（同▲48.1%→▲38.2%）のマイナス幅は縮小した。

### アジア向けはまちまち

中国向けの輸出金額（構成比：27%）は、前年比▲1.9%（4 月：同▲4.0%）と、5 ヶ月連続のマイナスではあるものの、マイナス幅は 4 月から一段と縮小した。米国向け輸出が急減したこともあり、中国向け輸出の輸出金額全体に占める割合は 3 割近くにまで上昇している。約 23%を占める一般機械（4 月：▲11.6%→5 月：▲3.7%）のマイナス幅が縮小したのが大きい。内訳をみると、建設用・鉱山用機械（同▲46.4%→+9.5%）、ポンプ・遠心分離機（同▲13.9%→+5.5%）がプラスに転じているほか、原動機（同▲19.4%→▲3.6%）の



イナス幅も縮小しており、中国国内における生産、建設活動の再開が進んでいることを反映している。

他には、約17%を占める化学製品（4月：同▲7.5%→5月：▲2.3%）のマイナス幅が縮小したほか、約12%を占める原料別製品（同▲5.6%→+2.2%）はプラスに転じた。化学製品のマイナス幅縮小は、医薬品（同▲50.2%→+16.7%）の大幅マイナスから大幅プラスへの転換が寄与している。

中国以外のアジア向け（構成比：39%）を見ると、まちまちの結果だが、多くの国で前年比大幅マイナスが続いている。数少ないけん引役は台湾（4月：同+6.4%→5月：+3.3%）だが、5月はプラス幅が縮小した。一方、韓国（同▲10.6%→▲18.0%）のマイナス幅が拡大したため、5月は台湾が韓国を抜いて中国以外の対アジアではもっともウェートの大きい輸出先となった。シンガポール（同▲17.8%→+0.2%）も小幅プラスに転じたが、香港（同▲10.6%→▲7.8%）、タイ（同▲16.4%→▲32.9%）、マレーシア（同▲28.1%→▲27.2%）、インドネシア（同▲35.0%→▲42.2%）、ベトナム（同+0.2%→▲13.8%）といった国々はマイナスとなっている。

### 反動増一巡後の輸出は低調

5月の輸出は大方の予想通りの大幅マイナスだったが、6月に入り、世界中で経済活動を再開する国が増えていることから、当面の輸出の底は5月で、6月以降は回復に向かう可能性が高まった。欧米では、ロックダウン中の経済活動の落ち込みが大きかった分、6月から7月にかけての前月比ベースでの内需の伸びはかなり大きくなるのが予想され、日本の輸出も前月比ベースでは大きく伸びるだろう。

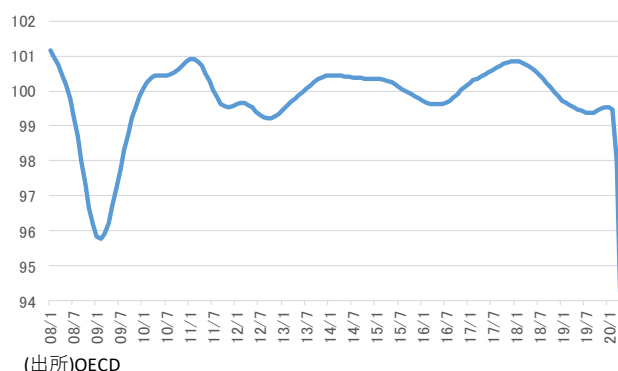
反動増局面一巡後の輸出の回復ペースは、世界経済の回復ペース次第である。OECD景気先行指数をみると、5月は持ち直している（図表4）。これだけでは今後の回復ペースがどうなるかはわからないが、いち早く経済活動を再開した中国でも、その後の景気回復を軌道に乗せるのに苦戦していることを考えると、先進国も同様のルートを進めると考えておいた方が良さそうである。

中国の5月の製造業PMIは50.6となり、前月から0.2ポイント低下した。拡大・縮小の節目となる50は3ヵ月連続で上回ったものの、水準は2ヵ月連続で前年を下回っている。

5月の乗用車の新車販売台数は前年同月比+7%と約2年ぶりに前年を上回ったものの、ペントアップデマンドの顕在化や、政府の補助金政策の効果も大きく、需要動向に不安を訴える企業が多い。実際、個人消費の回復はまだら模様である。特に社会的距離を要求される外食やサービスの戻りは鈍く、営業を再開した上海ディズニーランドも、入場客の規制が続き、客数はコロナ前の水準を大幅に下回った状況が続いている。

今後の輸出には、コロナと米中対立と言う二つのハードルが立ちだかる。コロナ第二波への不安が残る間は、国境をまたいだモノや人の移動は鈍い状態が続く可能性が高い。ワクチンの開発が遅れ、生産現場でも社会的距離の確保の恒久化が必要となれば、サプライチェーンや生産集積の在り方を大幅に見直さなければならなくなる可能性が出てくる。また、米中の衝突が激しさを増すなかで明らかになってきたのは、今後民間企業がサプライチェーンを再構築するにあたっては、経済原理だけではなく、安全保障や国際秩序といった政治的、外交的要素も考慮せざるをえないという点である。元々輸出主導だった日本経済は、中長期的にも苦しい状況が続くそうである。

（図表4）OECD景気先行指数の推移



（6月17日発行）

## 6 月調査の日銀短観予測

### 要約

大企業・製造業の業況判断 DI は、3 月調査の▲8 から 21 ポイント悪化の▲29 と予想する。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による世界的な景況感の悪化や、緊急事態宣言の発令による外出自粛が企業の景況感を大幅に下押ししたと見込む。大企業・製造業の予測 DI は、新型コロナウイルスの感染拡大がピークアウトし、先進国を中心に都市封鎖が解かれつつあることなどから、7 ポイントの改善を見込む。

2019 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年比+2.1%と、3 月調査の同+2.7%から下方修正されると予想する。2020 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）については、企業の慎重姿勢が強まると考えられ、同▲4.7%へと 3 月調査の同▲0.4%から大幅下方修正を見込む。（6 月 17 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

#### 業況判断 DI は大幅な悪化を見込む

大企業・製造業の業況判断 DI は、3 月調査の▲8 から 21 ポイント大幅悪化の▲29 と予想する。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、輸出が大幅に落ち込んだほか、緊急事態宣言の発令により、国内の生産活動が大きく縮小したことで、企業の業況は大幅に悪化したとみている。大企業・非製造業の業況判断 DI は、緊急事態宣言の発令により、都市部の飲食店を中心に店舗営業が大きく制限されたことで、3 月調査の+8 から 24 ポイント大幅悪化の▲16 と予想する。中小企業の業況判断 DI は、製造業で 24 ポイント、非製造業で 31 ポイントの大幅悪化を予想する。

#### 予測 DI は改善を見込む

大企業・製造業の予測 DI は、新型コロナウイルスの感染拡大がピークアウトし、先進国を中心に都市封鎖が解かれつつあるほか、国内でも緊急事態宣言が解除されたことで、生産活動の回復が見込まれることから、7 ポイントの改善を見込む。大企業・非製造業は、緊急事態宣言の解除により、飲食店等の営業正常化が進んでいるほか、ペントアップディマンドの顕在化もあって個人消費の回復も期待できることから、5 ポイントの改善とみる。中小企業の予測 DI は、製造業で 4 ポイント、非製造業で 3 ポイントの改善を予想する。

#### 設備投資計画は下方修正へ

2019 年度の設備投資計画（実績、全規模・全産業ベース）は前年比 2.1%と、3 月調査の同+2.7%から下方修正されると予想する。2020 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）については、企業業績の悪化が避けられないほか、新型コロナウイルスの感染拡大「第二波」への警戒感もあって新規投資に対する企業の慎重姿勢が強まると考えられ、同▲4.7%へと、3 月調査の同▲0.4%から大幅下方修正を見込む。

日銀短観(6月調査)業況判断DIの予想

	3月調査実績		6月調査の当社予測値			
	3月	6月	6月		9月	
	最近	先行き	予測	変化	予測	変化
大企業	0	▲ 6	▲ 23	▲ 23	▲ 17	6
製造業	▲ 8	▲ 11	▲ 29	▲ 21	▲ 22	7
非製造業	8	▲ 1	▲ 16	▲ 24	▲ 11	5
中小企業	▲ 7	▲ 23	▲ 36	▲ 29	▲ 31	5
製造業	▲ 15	▲ 29	▲ 39	▲ 24	▲ 35	4
非製造業	▲ 1	▲ 19	▲ 32	▲ 31	▲ 29	3

(出所) 日銀短観等より明治安田総合研究所作成

日銀短観設備投資計画予想(全産業・前年度比)

	18年度 実績	19年度		20年度	
		3月 調査	6月 当社予測	3月 調査	6月 当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	6.6	2.7	2.1	▲ 0.4	▲ 4.7
製造業	8.6	4.1	4.4	2.4	▲ 2.8
非製造業	5.4	1.9	0.7	▲ 2.0	▲ 5.8
大企業	7.3	6.1	2.4	1.8	2.0
製造業	7.0	8.3	4.5	4.3	4.4
非製造業	7.4	4.8	1.2	0.3	0.5
中小企業	2.6	▲ 0.3	0.7	▲ 11.7	▲ 19.3
製造業	17.2	1.5	1.8	▲ 9.4	▲ 23.0
非製造業	▲ 4.4	▲ 1.4	0.1	▲ 13.2	▲ 19.0

(出所) 日銀短観等より明治安田総合研究所作成

(6月17日発行)

# 企業金融支援の規模が 110 兆円台に

## 要約

6月15、16日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれ、定例会合としては3会合ぶりの無風の会合となった。なお、決定会合の議決事項ではなかったが、2020年度第2次補正予算が成立し、信用保証供給枠が拡大したのに伴い、企業の資金繰り支援の特別プログラムの枠が、75兆円+ $\alpha$ から、110兆円+ $\alpha$ にまで拡大した。景気の現状判断は、4月の「厳しさを増している」から、「きわめて厳しい状態にある」へと3会合連続で下方修正されたが、次回7月の会合では上方修正される可能性が有力。ただ、引き続き厳しい経済環境が続く中、次の一手も金融緩和となる可能性が高い。来るべき第3次補正予算で企業金融周りの政策が強化されれば、バックファイナンス的な政策を追加する案が考えられるが、現時点では時期、内容とも不透明感が強い。(6月18日発行)

(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

## 本文

### 定例会合としては3会合ぶりの無風会合

6月15、16日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。直近の定例会合では、3月、4月と2会合連続の追加緩和が実施されており、3会合ぶりの無風会合であった。

決定会合の議決事項ではなかったが、2020年度第2次補正予算が成立し、信用保証供給枠が28.2兆円拡大したのに伴い、新型コロナ対応特別オペ枠が同額拡大、この結果、CP・社債買入れと合わせた企業の資金繰り支援の特別プログラムの枠が、75兆円+ $\alpha$ から、110兆円+ $\alpha$ にまで拡大した

(図表1)。

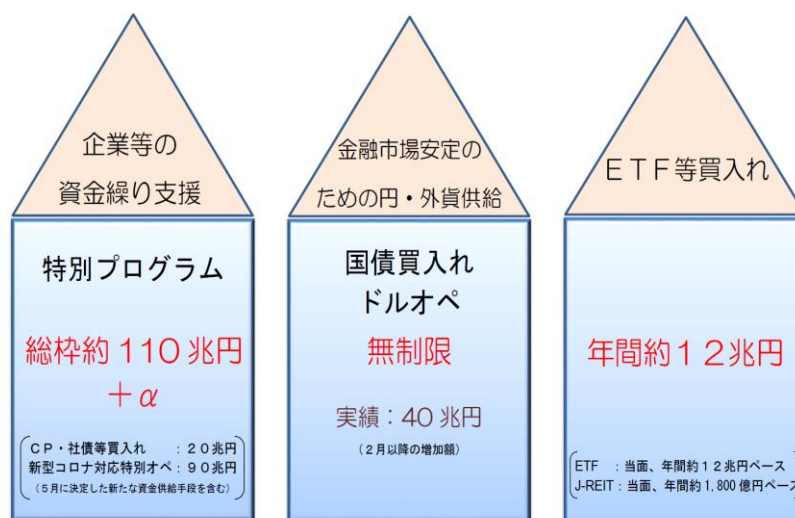
枠の増分は35兆円に達しているが、これ (出所)日銀

は特別オペの対象先が、系統金融機関や地銀などの応募の増加で、従来から倍増したという要因が含まれているためである。企業金融支援の総枠が100兆円を超えるのは、日銀にとって格好のアピールポイントであり、打ち出し方が注目されたが、以前作成したペーパーの数字をリバイスしたものが、公表文と同時に発表された(図表1)。黒田総裁も会合後の定例会見で「75兆円から110兆円というかなり巨大なものになります」と説明している。

### 景気認識は厳しさを増す

景気認識は厳しい言葉が並んだ。まず、現状判断は、4月の「厳しさを増している」から、「きわめて厳しい状態にある」へと3会合連続で下方修正されている(図表2)。

(図表1)日銀の新型コロナ対応





(図表 2) 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 会合ぶりの上方修正
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	↓	7 会合 (11 ヶ月) ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2 会合 (2 ヶ月) 連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3 会合連続の下方修正

(出所) 日銀

個別項目別では、海外経済、輸出、鉱工業生産が下方修正された(図表 3)。ただ、現状判断にしても、海外経済にしても「状態にある」との表現になっており、方向性としては底を打ちつつあるとの判断が垣間見える。19日に発表される内閣府の月例経済報告では、景気判断の上方修正が予定されているとのことで、日銀も次回7月の会合では、景気判断を上方修正することになるだろう。

(図表 3) 個別項目の判断

項 目	4月決定会合	6月決定会合	方向性
海外経済	急速に落ち込んでいる	大きく落ち込んだ状態にある	↓
輸出	減少している	大幅に減少している	↓
鉱工業生産	減少している	大幅に減少している	↓
設備投資	増勢の鈍化が明確となっている	増勢の鈍化が明確となっている	→
雇用・所得環境	弱めの動きがみられている	弱めの動きがみられている	→
個人消費	飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している	飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している	→
予想物価上昇率	弱めの指標がみられている	弱めの指標がみられている	→

(出所) 日銀

## 企業金融支援の拡大路線は評価

新型コロナ対応特別オペ（5月に決定した「新たな資金供給手段」含む）は、民間銀行にとっては日銀から金利ゼロ%で借り入れることができるうえ、利用残高に相当する日銀当座預金にプラス0.1%の付利が付くという、事実上の日銀マイナス金利貸し出しでありメリットが大きい。CP・社債の買い入れ額も、市場規模対比では十分すぎるほどの規模に達しており、企業金融という枠組みの中では、すでに十分バズーカと言える規模になっている。足元の状況下では、円滑な企業金融の維持は日本経済にとっての最優先課題であり、ここまで企業金融支援を大幅に強化してきた日銀の路線は正しいだろう。

経済活動が再開され、景気が底を打ちつつあるとはいえ、現状では次の一手も金融緩和になる可能性が濃厚である。何を実施するかはその時の経済状況や金融環境次第の面が大きい。今回の2次補正予算では、10兆円もの予備費が計上されていることもあり、第3次補正予算を編成するにしてもしばらく間が空きそうである。年度後半以降、第3次補正予算が編成され、企業金融がらみで新たな手当てを実施するのであれば、日銀がバックファイナンスを強化する案が考えられる。株価の下落がきつければETFの買い増しが考えられるし、信用不安が増す局面では、劣後債や地方債への買い入れ対象の拡大も候補となる。

## 有効な緩和手段は枯渇気味

ただ、マクロ経済そのものを刺激できる手段はほぼ枯渇しつつある点が日銀にとって悩ましい。黒田総裁は会見のなかで、考えられる追加手段について「**特別プログラムの拡充、イールドカーブ・コントロールの枠組みにおける長短金利の更なる引き下げ、ETF等の買い入れの増額等も考えられると思います**」と述べている。「長短金利のさらなる引き下げ」という表現からは、マイナス金利の深堀りも以前テーブルに残っているというように読めるが、実際は難しいだろう。副作用への認識は広がっており、政府や市場のなかにも期待する声はほとんどない。

国債買い入れも、すでに無制限という立て付けになっている。どのみち日銀の場合、国債買い入れ額はYCCの枠組みのもとでの従属変数としての扱いであり、能動的な買い増しや減額ができるわけではない。同じく無制限としていたFRBは、現実の買い入れ額が減少傾向をたどっていたことで、これ以上減らさないという意思表示を示すため当面の買い入れ額を逆に明確化、ハト派的なムードを演出することに成功したが、日銀が同様の手段を取れるわけではない。

## 円高が進んだ場合が悩ましい

従って、デフレトレンドへの逆戻りが明らかになった場合や、大幅な円高が進んだ場合取る手段が問題となる。前者の物価に関しては、2%の物価目標含め、金融市場も政治ももはや大きな関心は抱いていないのが実情であり、CPIのマイナスが予想以上に長期化しても、政治からの緩和圧力が強まったり、市場が催促相場のような様相を呈するという事はないかもしれない。しかし、為替は別である。理論的な是非は別として、官民とも円高恐怖症的な発想が根強く残っている。FRBがYCCを検討していると伝えられているおりでもあり、そのかじ取り次第で円高が進むリスクもある。たとえ効果が疑わしくても、マイナス金利は象徴的な政策であり、他に手段もないことを考えれば、大幅な円高が進んだ際には再び選択肢に上がってくるかもしれない。

日銀としては、長期金利の引き下げよりも短期金利の引き下げの方が効果が大きいことを示した、16年の「総括検証」を再び引き合いに出し、長期金利が過度に下がらないような仕掛けを施すのだろうが、日銀が何をやっているのか、傍目にはますますわかりにくくなるだろう。

なお、会見では、「**新型コロナウイルス感染症の経済・金融面への影響には大きな不確実性があることも考えますと、新しい方策が必要となる可能性もあり、そのときの状況に応じて柔軟に考えていく方針です**」と思わせぶりの発言も残している。記者からはその方向性を問う追加質問も出されたが、もちろん総裁は明言しなかった。

また、先行きの金融政策正常化の見通しについては、「FRBのドットプロットチャートで、2022年くらいまでは金利は上がらないという見通しが示されて、今、下方リスクをみている中で、日銀がその前に利上げができるのかを

考えると、ちょっと難しいのではないか」という質問が出されたが、黒田総裁は「正直にそうだと思います」と笑って応じた。実際、市場関係者の間でも、FRBより日銀が先に利上げできると考える向きはほとんどいないと考えられるものの、金融政策は自国経済の状況に応じて行なうというのが建前の中、総裁自身があっさり認めたのは印象的だった。ある意味、最も効果的なフォワードガイダンスかもしれない。

### 財政ファイナンスへの質問も

また、今回は財政ファイナンスに絡んだ質問も複数出された。黒田総裁は、「日本銀行も含めて、中央銀行は国債を現時点で大量に買い入れているわけですが、これはあくまでも金融政策のために、つまり金利を低位で安定させるために行っているわけで、財政ファイナンスでない」と、従来からの見解を繰り返している。黒田総裁は、「政府が国債を発行すると自動的に引き受けなくてはならないとか、財政の事情に合わせて国債の買入れを行うということになれば、財政ファイナンスではないかという議論が出てくると思います」とも述べ、現状ではたとえ日銀の国債保有比率が6,7割になっても財政ファイナンスではないとの認識を示した。

ただ、財政ファイナンスの定義論争を仕掛けても禅問答にならざるを得ない。中央銀行が国債を買うことで長期金利が低位に抑えられれば、財政運営が楽になるのは事実であり、中央銀行による国債の買入れは本質的に財政ファイナンスとしての性格を持つ。長短金利に目標を設ける日銀のYCCの場合は特にそうした方向に傾きやすい。別の質問で国債の買入れ方針について問われた黒田総裁は、「政府がどういう国債をたくさん発行するのかにもよりますが、短中期をたくさん出すという話もありますので、そういった場合には当然、そういった国債の買入れを増やして金利が上がらないようにすることになると思います」と述べた。YCCの微妙な性格を如実に示した答弁である。有効な緩和手段が枯渇しつつある今、どう呼ぶかはともかく、政府の財政政策の側面支援が日銀に課せられた主たる役割になりつつあるのもまた事実である。

(6月18日発行)



# 巣ごもり消費の影響が見える 5 月 CPI

## 要約

5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、2ヵ月連続のマイナスとなった。エネルギー価格の下落が主たる押し下げ要因だが、一部品目には「巣ごもり消費」からくる上昇圧力も現れている。品目別ではまちまちな結果だが、マクロベースで見れば、今後も物価上昇圧力は鈍い状態が続くとみられる。負の需給ギャップが物価の下押し圧力となる状態が続くほか、賃金の動きも鈍い。家計の期待インフレ率も低迷が続いている。コア CPI は当面マイナス圏の推移が続く可能性が高く、このまま持続的なデフレに逆戻りするリスクも無視できなくなっている。ただ、日銀が、物価動向だけを理由に追加緩和に踏み切る可能性は低い。（6月19日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

## 本文

### コア CPI は 2 ヶ月連続のマイナス

5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%を小幅下回った。4月は3年4ヵ月ぶりのマイナスだったが、これで2ヵ月連続のマイナス（図表1）。

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+0.4%で、総合指数は4月と同じ伸び、新型コア指数は4月から0.2%ポイント伸び幅が拡大した。季調済前月比で見ると、コア CPI は4月に▲0.5%の大幅低下となったあと、5月は横ばい。新型コア指数は4月に同▲0.3%の低下となった後、5月は同+0.2%とプラス転換した。

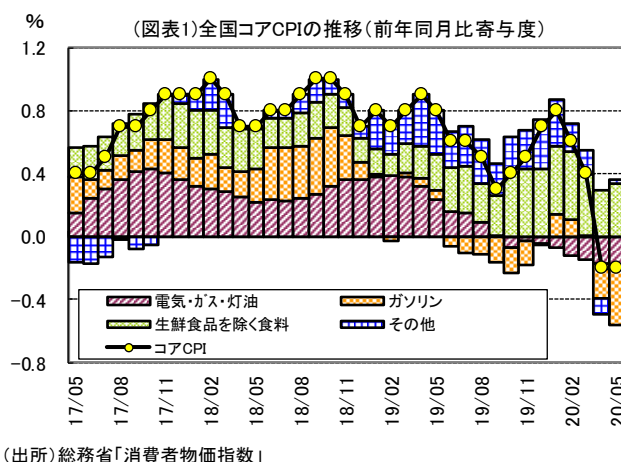
また、消費税調整済指数（2019年10月実施の消費税率引上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を、品目ごとに機械的に一律に調整した指数）をみると、コア指数の前年比の伸びは▲0.6%で、4月と同じマイナス幅になっている。

### エネルギー価格が下押し要因だが、上昇品目も

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▲0.54%ポイントと大きく、マイナス寄与幅は4月の同▲0.37%から0.17%ポイント拡大した。

エネルギーの内訳をみると、ガソリン価格低下の影響が大きく、4月からの寄与度差は▲0.16%ポイント（4月：寄与度▲0.21%ポイント→5月：同▲0.36%ポイント）に達している。足元の原油価格は持ち直しつつあることから、6月以降、エネルギー関連のマイナス寄与度は縮小が見込まれるが、関連製品含め、しばらくは前年比ベースでの押し下げ圧力が残るとみられる。

エネルギー以外で、4月から5月の品目別の寄与度の動きを見ると、生鮮食品を除く食料の寄与度差が+0.03%ポイント（同+0.30%ポイント→+0.32%ポイント）と、押し上げ要因になっている。内訳をみると、ポ





テトチップスの伸びが前年比+7.6%、アイスクリームが同+9.2%、弁当 A が同+8.6%、調理パスタが同+11.2%と高い伸びを示しており、上昇率も4月を上回っている。他には、宿泊料の寄与度差が+0.04%ポイント（4月：寄与度▲0.09%ポイント→5月：同▲0.05%ポイント）、外国パック旅行費が+0.03%ポイント（同▲0.06%ポイント→▲0.03%ポイント）と、外出自粛で4月に大きく低下した項目のマイナス寄与幅が縮小しているのが目立つ。携帯電話機もマイナス寄与からプラス寄与に転じた（同▲0.02%ポイント→+0.02%ポイント）。休日の高速道路割引休止の影響で、高速道路料金も同+9.4%と、4月の同+1.8%から跳ね上がっている。これらの要素が新型コア指数のプラス幅拡大につながっている。

## 今後も物価上昇圧力は弱い

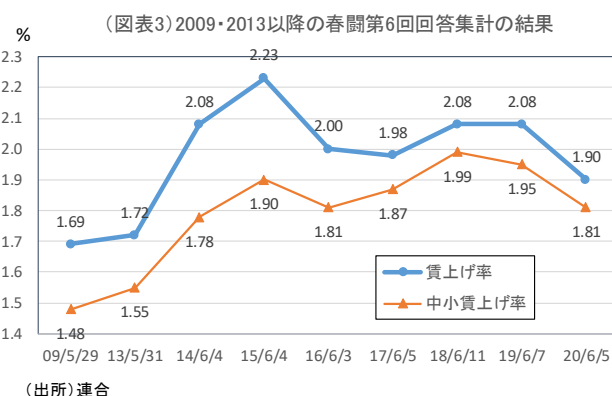
一部品目には巣ごもり消費からくる上昇圧力がみられるとはいえ、マクロベースで見れば今後も物価上昇圧力は鈍い状態が続くだろう。新型コロナウイルス感染症の影響は、日本経済にとって総需要、総供給両面からの下押し圧力になっているが、需要ショックがより大きく、足元ではマイナスの需給ギャップが拡大した状況にある。内閣府が発表した1-3月期の需給ギャップは▲2.4%で、マイナス幅は東日本大震災直後の11年4-6月期の▲3.2%以来の大きさに達した（図表2）。4-6月期はリーマンショック時の水準である▲6.9%を超える可能性もあるだろう。文字通りのデフレギャップである。

7-9月期には、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、デフレギャップの状態がしばらく続く可能性が高い。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る。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、賃金の動きも鈍い状況が続くと考えられる。

6月5日に発表された2020年春闘の第6回集計結果をみると、平均賃金方式による賃上げ率は1.90%で、昨年同時期の調査を0.18%ポイント下回り、13年度以来の低水準になっている（図表3）。昨今の厳しい経済情勢に鑑みれば、むしろ持ちこたえているといえるレベルだが、問題は、今期の厳しい業績が交渉の前提となる来年の春闘である。ベアゼロはもちろんのこと、定昇の確保すら危うくなるかもしれない。

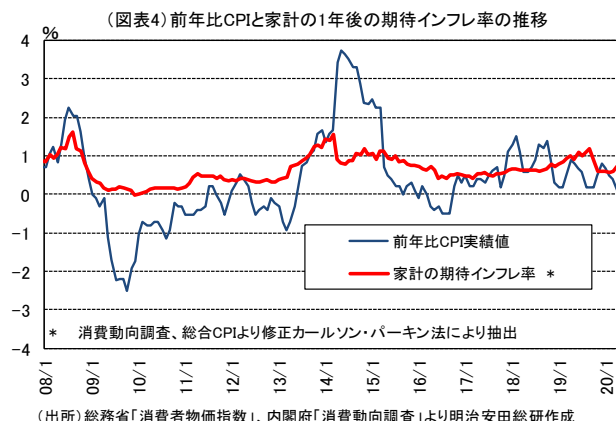
また、経団連が17日に発表した、大手企業の2020年夏季賞与の1次集計結果によると、平均妥結額は前年比で▲6%と、2009年夏の同▲19%以来の低さとなっている。こちらも新型コロナウイルスの影響は十分反映しておらず、今冬、あるいは来年の落ち込みはさらに大きくなることが予想される。賃金面からの顕著な物価押し上げ圧力は、少なくとも向こう数年間は出てこない可能性が高い。

より中長期的な視野からも、物価が順調な上昇軌道に乗る展開は想像しにくい。グローバル化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。

中長期的な物価動向に影響を与える消費者の期待インフレも低迷が続いている。内閣府の「消費動向調査」と消費者物価指数から、修正カールソン・パーキン法を用いて、家計の1年後の期待インフレ率を推計すると、5月は前年比+0.8%となった(図表4)。消費増税の影響もあり、昨年9月には同1.2%まで上昇したが、その後は再び1%を下回る推移が続いている。コアCPIはしばらくマイナス圏での推移が予想されるが、このまま持続的なデフレに逆戻りするリスクも無視できなくなっている。



### デフレ逆戻りで追加緩和はあるか

黒田総裁は6月16日の決定会合後の定例会見で、「2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムが失われた状況にあることは事実です」と述べるとともに、当面、物価上昇率はマイナスになるとの見通しを示している。経済の改善とともにプラスに転じ、その後は徐々に上昇率を高めていくとの見通しも併せて示したが、ここは毎回同じ見通しの繰り返しであり、足元の情勢下では説得力を失いつつある。ただ、もしCPIのマイナスが予想以上に長引いたとしても、小幅のマイナスであれば、日銀が物価動向を理由として(表向き理由ではなく)、追加緩和に踏み切る可能性は低いとみている。企業金融支援のような信用緩和的な手段は別として、マクロ経済そのものに広く働きかける緩和手段はすでに枯渇しつつあるためである。

日銀は、4月27日の金融政策決定会合において、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」という表現を削除、物価と政策金利見通しのリンクを切り離している。2%の物価目標に関しても、2年以内の達成にこだわっていた当初の方針から少しずつスタンスを変え、徐々に中長期的な目標に祭り上げつつある。

物価に関しては、金融市場も政治サイドも、以前ほど大きな関心は抱いていないのが日銀にとっては幸いかもしれない。マイナス幅の大きさにもよるが、政治からの追加緩和圧力が強まったり、金融市場が催促相場のような様相を呈するといったことが起きる可能性が低いと考えられるためである。

問題になるのはやはり為替相場である。貿易赤字国に変わりつつある中、理論的な是非は別として、日本では官民とも、円高恐怖症的思想が根強く残っている。FRB(米連邦準備制度理事会)がYCC(イールドカーブ・コントロール)を検討していると伝えられており、そのかじ取り次第で円高が進むリスクはある。

めぼしい手段がない中、そうした場合は、象徴的な政策であるマイナス金利の深堀りが再び選択肢に上がる可能性はゼロではない。日銀としては、長期金利の引き下げよりも短期金利の引き下げの方が効果が大きいことを示した16年の「総括検証」を再び拠り所とし、長期金利が過度に下がらないような副作用対策を施す必要が出てくるだろうが、日銀が何をやりたいのか、傍目にはますますわかりにくくなるだろう。

(6月19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

