

経済ウォッチ

2020年7月28日～8月11日

2020.08.11 発行

フォーカス

実現性に課題残す財政見通し

7月31日の経済財政諮問会議に、半年に一度の「中長期の経済財政に関する試算」が提出された。今回も、「成長実現ケース」と「ベースラインケース」の2通りのシナリオだが、全体的に楽観的という点はこれまでと変わらない。

成長実現ケースでは、名目3%、実質2%の成長率が、来年度には早くも定着、2024年度にはCPIも目標の2%に到達する。前提となる全要素生産性(TFP)の見通しは、足元の0.4%程度から1.3%程度まで上昇するが、これは日本経済がデフレ前に経験したペースに戻るというものである。しかし、デフレ前と言ってもすでに20年以上経過しており、経済構造が大きく変わっていることを考慮する必要がある。この点、ベースラインシナリオでも、TFPは2002年1月以降(第14循環以降)の平均値である0.7%まで上昇する。しかし、安倍政権発足後、TFPは毎年成長戦略を更新する中で低下トレンドを辿ってきたのが現実である。この理由がいまだ説明されていない以上、TFP上昇率が上がらないシナリオをベースラインとするか、その下にもうひとつ「慎重シナリオ」を用意すべきと考えられる。

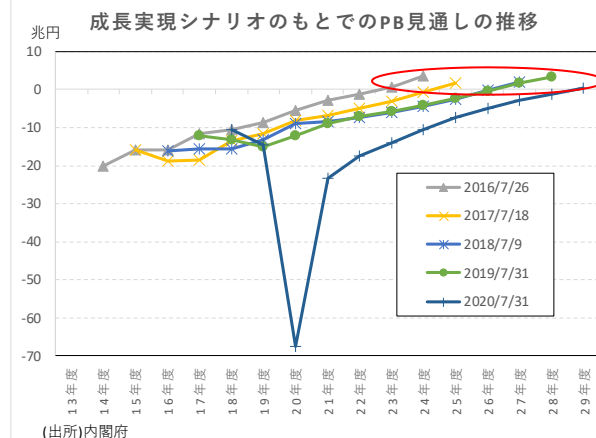
巨額の財政支出を決定した直後にもかかわらず、先行きの財政見通しもこれまでと大きく変わらない。成長実現ケースでは、予測最終年度に基礎的財政収支の黒字化が実現する(図表)。もっとも、最近5年間の試算では、予測最終年度、もしくはその1年前に基礎的財政収支の黒字化が実現するという見通しが続いており、予定調和的に見えなくもない。

成長実現シナリオでも黒字化に10年かかるというのは、逆に日本の財政の厳しさを示しているとも言えるが、これですら実現性は相当厳しい。2021年度以降の一般歳出の前提は、「物価上昇率並みに増加」というものだが(ベースラインシナリオも同じ)、現実には

2021年度も大型の財政出動が不可避とみられる。また、向こう10年の間、一度も景気後退がないと考えるのは不自然だろう。景気後退期には財政出動が必要になることから、平均ベースで歳出を物価上昇率並みに抑えるためには、景気拡張期に相当厳しい歳出削減を実施しなければならず、ハードルはきわめて高い。

景気回復で長期金利が上昇するにもかかわらず、利払費を加えた財政収支も対GDP比で改善するが、これは名目金利<名目GDPとなっているのが一因である。この状態は、既存の国債を永遠に新規の国債発行で借り替えても財政の維持可能性が保たれる、「動学的な非効率性」が生じている世界であり、永続を前提にはできない。日銀による国債買い支えを拠り所としているのならそれも危うい。本来金融引き締めが必要な環境下で、日銀が無理に名目金利を押さえこむような政策をとれば、インフレ期待の上昇と実質金利の低下がスパイラル的な悪循環をもたらすリスクがある。

そもそも、政府自身が悲観的な財政見通しを作るのは、たとえ慎重シナリオとの位置づけでも、実際問題難しい。したがって、こうした財政試算は、本来第3者的な中立機関に委託するのが筋である。(8月11日 小玉)



目次

レポート名	執筆者	ページ
フォーカス 実現性に課題残す財政見通し	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P1
7月28－29日開催のFOMC 政策金利、資産買い入れは現状維持	シニアエコノミスト 大広 泰三	P3～P7
日本の設備投資は低迷が続く	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P8～P12
4－6月期の米実質GDP成長率（速報値） 空前の落ち込みに	シニアエコノミスト 大広 泰三	P13～P14
リバウンドを示した日本の月末指標	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P15～P19
2020年4－6月期GDP予測について	小玉 祐一 西山 周作	P20～P21
中国景気の回復に持続力は期待できず	シニアエコノミスト 大広 泰三	P22～P25
米雇用は回復持続もペースは鈍化	シニアエコノミスト 大広 泰三	P26～P27

7月28－29日開催のFOMC ～政策金利、資産買い入れは現状維持

要約

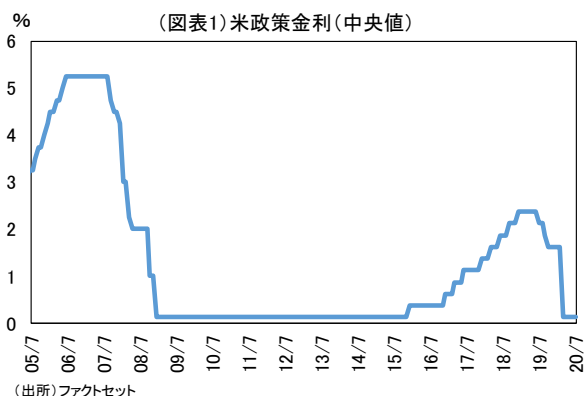
7月FOMCでは、市場予想どおり政策金利がすえ置かれたほか、資産買い入れについても現状ペースで継続する姿勢が示された。声明文は総じて微修正。足元の景気や雇用の見方を上方修正したものの、景気の先行きはコロナウイルスの動向に強く依存するとし、不確実性が高いとの認識を改めて示した。声明文の冒頭では、「この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じる」としており、FRBの危機対応モードに変化はみられない。感染拡大の影響が長期化する場合は、各種流動性供給策の期間延長や規模拡大などを実施すると予想する。金融政策の枠組み変更に関する発表は9月会合に持ち越しの見込み。(7月30日発行)

(シニアエコノミスト 大広 泰三)

本文

政策金利、資産買い入れは現状維持

7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%にすえ置いた(図表1)。声明文では前回に続き、「経済が最近の出来事を乗り越え、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」との姿勢が示された。資産の買い入れについても、「今後数ヵ月にわたって、少なくとも現在のペースで購入」とのスタンスを維持した。今回の方針は全会一致で決定された。



声明文は一部上方修正も、パウエル議長は慎重なトーン

声明文では、「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」との見方を維持しつつ、経済活動と雇用は、「急激な低下の後、ここ数ヵ月は幾分回復した」として前回会合から見方を上方修正した。もっとも、「年初のレベルをはるかに下回ったまま」と、コロナ前の水準から依然距離があるとの認識も示している。

景気の先行きに関しては、「ウイルスの動向に強く依存する」との文言が新たに追加された。「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」として、引き続き景気の先行きが不確実であることを示している。

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、新型コロナウイルスの感染者数が6月半ばから増加し、景気が鈍化していること、個人消費については、特に旅行などのサービス関連が低調で、クレジットカードの利用状況などから、6月下旬以降弱まった可能性があることなどを指摘した。また、雇用についても、経済活動が再開してもレストランやホテルなどで解雇された人々の多くは復職が難しいと慎重な発言を行っており、財政による支援が必要との認識を示した。

貸付ファシリティ等の政策措置の期限を延長

金融情勢については、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「改善した」との評価を前回会合から継続した。ただ、FRBは28日、各種の貸付ファシリティ（PDCF（プライマリーディーラークレジットファシリティ）、MMLF（MMF流動性ファシリティ）、PMCCF・SMCCF（プライマリー・セカンダリーマーケットコーポレートクレジットファシリティ）、TALF（ターム物資産担保証証券融資ファシリティ）、PPPLF（給与保護プログラム流動性ファシリティ）、MSLP（メイン制度融資プログラム））の期限を、9月30日から12月31日に延長すると発表した。これらについては次回9月15－16日の会合で発表する選択肢もあったが、新型コロナウイルスの感染拡大に収束の兆しがみられないことから、早期に延長を発表し、金融市場を継続的にサポートする姿勢を示した形。また、本日は声明文の公表に合わせて、外国および国際通貨当局向けの一時的な米ドル流動性スワップラインとレポ契約ファシリティを来年3月末まで延長することを発表している。

金融政策の枠組み変更に関する発表は9月に持ち越し

前回会合に続き、声明文の冒頭には、「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」との考えが示されており、FOMCメンバーの危機対応モードに変化はみられない。今後については、コロナの感染動向次第となるが、感染拡大の影響が長期化し、米国景気に悪影響を与える懸念が高まる場合には、各種流動性供給策の期間延長や規模拡大などを実施すると予想する。

なお、今回のFOMCで注目されていた「金融政策の枠組み変更」に関する発表はなされなかった。パウエル議長は、本来であれば6月に完了予定であったが、コロナ問題で遅れたとの見解を示し、近い将来にまとめる意向を示した。フォワードガイダンスの導入については、物価や雇用のほか、特定の期間と結びつけることもあるとし、現在議論中であることを明らかにした。次回9月のFOMCでは、枠組み変更に関する発表がなされ、平均インフレ目標と、物価に結びつけたフォワードガイダンスの導入が実施されると予想する。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2020/6/9－10	2020/7/28－29
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.	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.
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。	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。
<ポイント> ・変更なし。 ・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引き続き堅持。	
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</u>	The coronavirus outbreak is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. <u>Following sharp declines, economic activity and employment have picked up somewhat in recent months but remain well below their levels at the beginning of the year.</u> Weaker demand and significantly lower oil prices are holding down consumer price

<u>have improved, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.</u> 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>	<u>inflation. Overall financial conditions have improved in recent months, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.</u> 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。経済活動と雇用は、急激な低下の後、<u>ここ数ヵ月は幾分回復したが、年初のレベルをはるかに下回ったままである。</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>概して、ここ数ヵ月は、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>
<ポイント> ・足元で経済活動と雇用が幾分回復したと見方を上方修正。ただし、年初の水準をはるかに下回ったままと、コロナ前の水準にほど遠いとの判断を示す。 ・各種対策の効果により、金融情勢は改善したとの評価を継続。	
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. 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。	<u>The path of the economy will depend significantly on the course of the virus.</u> 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. <u>景気の先行きは、ウイルスの動向に強く依存する。</u>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。

<ポイント> ・景気はコロナウイルスの感染動向に依存するとの文言を明記。 ・政策金利は0.00－0.25%にすえ置き。 ・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。	
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. 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。	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. 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。
<ポイント> ・変更なし。	
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	To support the flow of credit to households and businesses, over coming months the Federal Reserve will increase its holdings of Treasury securities and agency residential and commercial mortgage-backed securities at least at the current pace to sustain 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. 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維持するために少なくとも現在のペースで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。	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 developments and is prepared to adjust its plans as appropriate. 家計や企業への信用の流れをサポートするため、今後数ヵ月にわたって、連邦準備制度は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。委員会は動向を注意深く監視し、必要に応じてその計画を調整する用意がある。
<ポイント> ・変更なし。 ・資産買い入れは、今後数ヵ月にわたって、少なくとも現在のペースで購入するとのスタンスを維持。	
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. 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。	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. 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。
<ポイント> ・全会一致で決定。	

(7月30日発行)

日本の設備投資は低迷が続く

要 約

1-3 月期の法人企業統計は、調査票の回収率の低さから、速報、確報の二段階で公表するという異例の形式となった。速報から約 2 ヶ月後の 7 月 27 日に発表された確報では、設備投資（金融・保険業を除く全産業ベース、土地・ソフトウェアを含む）が前年比+0.1%と、速報段階の同+4.3%から大幅下方修正された。この結果に基づき、1-3 月期の実質 GDP 成長率（8 月 3 日に内閣府から再改定値が発表予定）を試算すると、二次速報値の▲0.6%から、1 次速報値と同じ▲0.9%へ再び下方修正されるという結果が得られる。

今後の設備投資は、政府・日銀の手厚い企業金融支援が企業マインドにとって一定の下支えとなるものの、反動増的な局面の一巡後は、低調な輸出や、企業業績の悪化、中長期的な成長期待の低迷等を背景に、弱含みでの推移が続くと予想する。（7 月 30 日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本 文

法企統計の設備投資は下方修正

7 月 27 日に、財務省より 1-3 月期の四半期別法人企業統計の確報値が発表された。通常、法人企業統計の発表は各四半期ごとに 1 回のみだが、前回 6 月 1 日の発表時は、調査票の回答期限が 5 月 10 日と、緊急事態宣言下になったこともあって回答率が低く、財務省は回答期限を約 2 ヶ月延長し、改めて確報を発表することを予告していた。

通常、調査票の回答率は 70%前後だが、1-3 月期の速報値は全企業で 61.4%と、10-12 月期の 72.5%から大きく低下していた。資本金別では、10 億円以上が 74.4%（10-12 月期：88.1%）、1 億円～10 億円が 60.9%（同 71.8%）、1 億円未満が 55.8%（同 65.9%）と、いずれも 10%以上低下していたが、確報値では、10 億円以上が 85.5%、1 億円～10 億円が 69.9%、1 億円未満が 64.3%、全体で 70.6%と、ほぼ通常の水準に戻っている。

速報段階では、全規模・全産業ベースの設備投資（金融・保険業除く、土地・ソフトウェア含む）が前年比+4.3%（10-12 月期：同▲3.5%）と、市場予想の同▲5.0%を大きく上回ったことが注目された。これを受け、1-3 月期の実質 GDP 成長率も速報値の前期比▲0.9%から、二次速報値で同▲0.6%へと上方修正された経緯がある。しかし、速報段階で回答を提出しなかった企業の多くは、コロナの影響をより強く受けていることが予想されたことから、設備投資の確報値は下方修正が広く予想されていた。結果は予想通りで、前年比+0.1%と、速報値から▲4.2%ポイントの大幅下方修正となった。回答率は 9.2%上がったただけだが、設備投資がこれだけ下がるということは、新たに回答した企業がかなり厳しい数字を出してきたことを示唆している。

内訳をみると、製造業が速報値の同+0.6%から同▲5.3%へ、非製造業が速報値の同+6.2%から同+2.9%へと下方修正されている。製造業の下方修正幅がより大きく、業種別にみると、全体の 2 割近くを占める輸送用機械が同▲3.9%から同▲12.2%に下方修正されたほか、電気機械が同+11.7%から同▲9.9%へと大きく下

（図表1）1-3月期法企統計の結果（除く金融、保険）

	前年比%	速報	確報
売上高		▲3.5	▲7.5
製造業		2.9	▲5.5
非製造業		▲5.9	▲8.3
経常利益		▲32.0	▲28.4
製造業		▲29.5	▲25.3
非製造業		▲32.9	▲29.6
設備投資		4.3	0.1
製造業		0.6	▲5.3
非製造業		6.2	2.9
回答率(%)		61.4	70.6

（出所）財務省「法人企業統計」

方修正されたのが響いている。

この結果に基づいて試算すると、1-3 月期 GDP 統計（8 月 3 日に内閣府から 2 次速報の改定値の発表が予定されている）における民間設備投資は、前期比+1.9%から同+0.6%へと再び下方修正され、実質 GDP 成長率も同▲0.6%から同▲0.9%へ下方修正されるとの結果が得られる（図表 2）。実質 GDP 成長率は 1 次速報値と同水準に戻ることとなる。なお、当社では、1-3 月期 GDP 統計の再改定値の発表を待つて、8 月 3 日に 4-6 月期 GDP の予測値を作成予定である。

（図表2）法企統計に基づくGDPの予測値

		速報値	確報値
実質GDP	前期比%	▲0.6	▲0.9
	前期比年率%	▲2.2	▲3.4
民間設備投資	前期比%	1.9	0.6
	寄与度	+0.3ppt	+0.1ppt

（出所）当社作成

今後も厳しい設備投資

今後も設備投資は厳しい展開が予想される。今回の法企統計の確報では、設備投資と関連の高い売上高も速報値の前年比▲3.5%から、同▲7.5%へと下方修正されている。製造業（同+2.9%→同▲5.5%）、非製造業（同▲5.9%→同▲8.3%）とも下方修正されているが、製造業の下方修正幅がより大きい。業種別にみると、設備投資同様、輸送用機械（同+4.8%→同▲6.2%）、電気機械（同+30.3%→同▲2.2%）の大幅下方修正が影響しており、年明け以降の外需の急速な冷え込みを反映した結果とみられる。

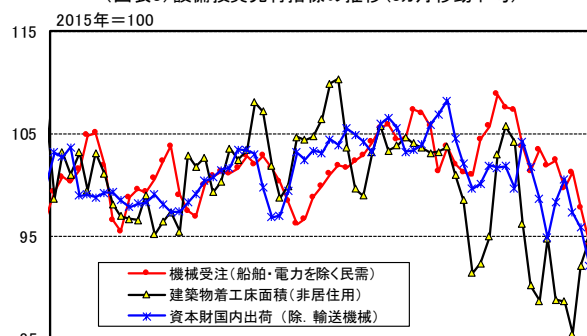
設備投資に先行する主要 3 指標（3 カ月移動平均）をみると、資本財国内出荷（除. 輸送機械）、建築物着工床面積（非居住用）、機械受注（船舶・電力を除く民需）とも、コロナの流行前からすでに下振れ傾向が明らかとなっていた（図表 3）。政府は 2018 年 10 月を景気の山と認定する模様であり、コロナ禍はすでに景気後退下にあった日本経済に追い打ちをかけたことになる。

3 指標のうち、5 月の機械受注は前月比+1.7%と 3 カ月ぶりのプラスとなり、市場予想（同▲1.5%）を上回った。下げ止まりを予感させる数字ではあるが、4 月に同▲12.0%と大きく落ち込んでいたこともあり、前年比では▲16.3%と、依然として大幅マイナスとなっている。内閣府による基調判断は、「機械受注は、足元は弱含んでいる」が維持されており、先行きはなお予断を許さない。

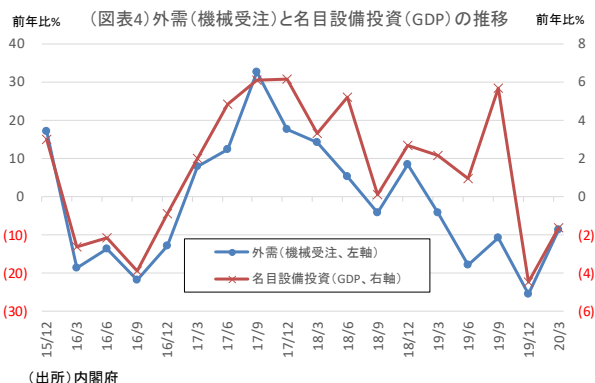
業種別に見ると、製造業は前月比▲15.5%と 4 カ月連続のマイナス、非製造業（除船・電）は同+17.7%と 2 カ月ぶりのプラスである。非製造業の伸びが目立つが、これはウェートの大きい運輸業・郵便業が同+63.5%と大きく伸びた影響が大きく、これについては鉄道車両の大型受注が影響した模様である。運輸業・郵便業については、4 月は同▲61.0%、3 月は同+82.0%と元々振れの大きい業種であり、今月の結果も通常の振れの範囲である。

5 月の機械受注で注目すべきは、民需に含まれない外需の大幅減で、前月比▲18.5%と、4 月の同▲21.6%に続く大幅マイナスとなっている。2 カ月で約 4 割の減少であり、前年比では▲35.1%のマイナスである。財務省の貿易統計をみる限り、日本の輸出は 5 月で底を打った可能性が示されているが、受注動向からみても、輸出が元の水準に戻るには時間がかかるとみられる。バブルが崩壊した 90 年代以降、日本の設備投資は輸出との連動性を高めてきたが、ここ数年はそうした傾向がさらに

（図表3）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」



（出所）内閣府

強まっており（図表4）、今後の設備投資の抑制要因となろう。

世界的な感染動向については、中国における感染拡大からすでに半年以上を経過したものの、いまだに収束とは程遠い状況にある。欧米の主要国では、4月上旬にいったんピークを迎えたものの、5月以降、中南米やアジアで感染拡大が本格化したことが感染拡大ペースの再加速に繋がった。中南米ではブラジルで深刻な状況が続いているほか、アジアもインドを中心に急増している。

主要先進国の実質成長率は、4-6月期に記録的な落ち込みとなったあと、7-9月期はペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化もあって逆に高い伸びが予想されるが、年末までにはこうした動きは一巡が予想される。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、再流行への不安が繰り返されるため、国民が外出を控え気味にする傾向は変わらないだろう。各国政府も移動規制や営業規制を完全に撤廃することはできず、特に対面サービス産業は世界的に苦戦が続くと考えられる。世界景気の回復ペースは緩慢なものとなる可能性が高い。

加えて、米中対立が、ここへきて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、しばらく下火になっていた米中貿易摩擦は再び激しさを増している。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易の低迷が続き、日本を含めた外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げるだろう。こうした環境下では、外需主導の日本経済は苦しい。

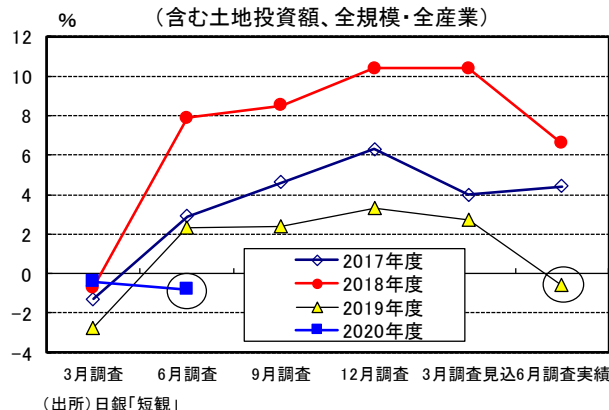
20年度の投資計画は下方修正へ

6月短観における設備投資計画は、2019年度の実績値が予想以上に弱く、2020年度の計画が逆に底堅いという結果だった（図表5）。2019年度の全規模全産業の設備投資の実績値は前年比▲0.6%と、3月時点の実績見込値の同+2.7%からマイナスに転じる一方、2020年度の全規模全産業の設備投資計画は同▲0.8%と、3月の同▲0.4%から小幅の下方修正にとどまっている（当社の事前予想は同▲4.7%だった）。

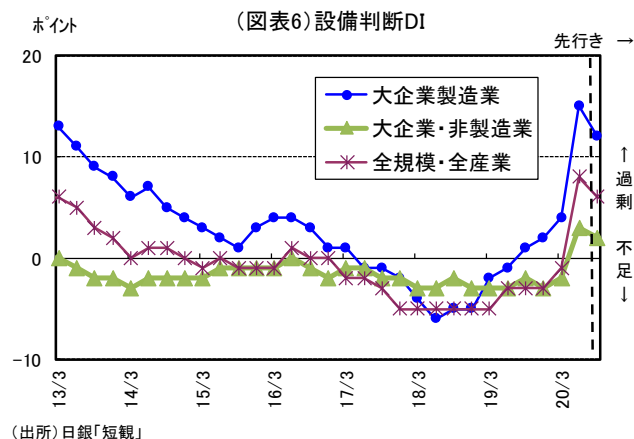
これについては、パンデミックによる先行きの不確実性の高まりで、2019年度末になってから投資計画を先送りした企業が増えたことが、2020年度の投資計画の底堅さに繋がっているだけの可能性が高い。2020年度の計画として、業績見通し自体がまだ定まらず、多くの企業が公表を先送りしていた段階でのアンケート結果であり、不確実性が高い。

生産・営業用設備判断DIをみると、全規模・全産業で9ポイントの上昇（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）となっている（3月：▲1→6月：+8、変化幅+9）（図表6）。全規模・製造業（+3→+16、+13）、全規模・非製造業（▲4→+2、+6）と、相対的には製造業の設備余剰感が高まっているが、非製造業も「不足超」から「過剰超」に転じた。先行きは全規

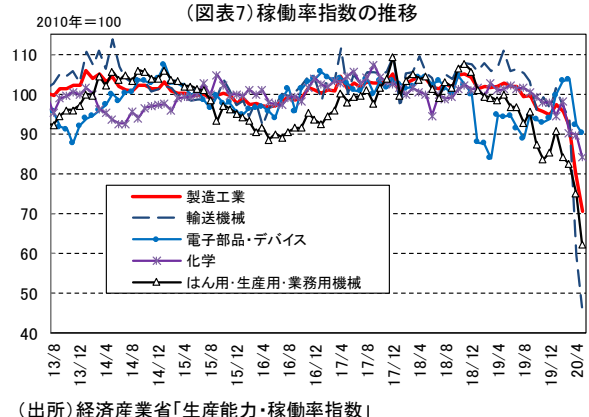
（図表5）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（図表6）設備判断DI



（図表7）稼働率指数の推移



模・全産業で2ポイントの低下となっているが、これも5月時点の予想である。

足元の稼働率指数も大きく低下している(図表7)。特に、5月の輸送機械は46.4と、50%を割り込んでおり、しばらくは生産能力の増強が必要な状況には届きそうもない。足元では4-6月期の決算発表が進んでいるが、予想以上に厳しい実態が明らかになってきている。ここ数年、非製造業を中心に省力化投資の原動力となってきた雇用需給も緩んでいることを考えれば、9月短観における設備投資計画は大企業を中心にさらなる下方修正を余儀なくされる可能性が高い。

政府・日銀の企業金融支援は下支えに

悲観的な材料ばかり目につく中、政府・日銀による各種企業支援策は、企業マインドの下支え要因になっているとみられる。特に資金繰り支援に関しては、政府・日銀が一体となって強力な政策を打ち出している。

史上最大となった第二次補正予算の一般会計歳出の31兆9,114億円のうち、約3分の1の11兆6,390億円が、企業の資金繰り支援の強化に充てられている(図表8)。中小・小規模事業者向けが手厚く、8兆8,174億円が中小向けの融資である。具体的には、日本政策金融公庫及び商工組合中央金庫等が貸付上限額と利下げ限度額の引き上げを実施するほか、都道府県等による制度融資を活用した民間金融機関の実質無利子融資を継続、さらに融資上限額の引き上げ等を実施している。

また、日本政策投資銀行や商工中金などで、財務基盤が悪化している事業者に対して長期一括償還の資本性劣後ローンを供給するほか、中小企業基盤整備機構などを通じた出資も実施する。こうした資本性資金の供給に2兆3,692億円を割いている。目先の資金繰り支援だけではなく、より中長期的視点からのリスクマネーの供給も視野に入れた政策であり、危機下では評価できる内容である。手続きが煩雑で、資金が手元に来るまでに時間がかかるなどの苦情も寄せられているものの、企業の経営不安の緩和に寄与するとともに、設備投資にとっても一定の下支えになることが期待できる。

一方、日銀は、第二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を同額拡大、CP・社債買い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は、75兆円+αから、110兆円+αにまで拡大した。新型コロナ対応特別オペは、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。足元の貸出残高は順調に伸びている(図表9)。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内容になっている。

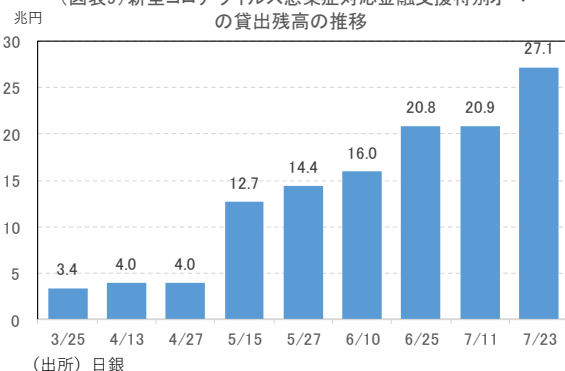
足元の状況下では、円滑な企業金融の維持は日本経済にとっての最優先課題であり、ここまで企業金融支援を大幅に強化してきた政府・日銀の路線は正しい。ただ、モラルハザードによる乱脈融資を招く可能性がゼロではないほか、中長期的には生産性の低い企業を温存することによる潜在成長率の低下にもつながる。景気回

(図表8)2020年度第二次補正予算の主要項目

	単位: 億円
雇用調整助成金の拡充等	4,519
資金繰り対応の強化	116,390
中小・小規模事業者向けの融資	88,174
中堅・大企業向けの融資	4,521
資本性資金の活用	23,692
家賃支援給付金の創設	20,242
医療提供体制の強化	29,892
新型コロナウイルス感染症緊急包括支援交付金	22,370
医療用マスク等の医療機関への配布	4,379
ワクチン・治療薬の開発等	2,055
その他の支援	47,127
新型コロナウイルス感染症対応地方創生臨時交付金の拡充	20,000
低所得のひとり親世帯への追加的な給付	1,365
持続化給付金の対応強化	19,400
その他	6,363
新型コロナウイルス対策予備費	100,000
補正予算の追加歳出計	319,114

(出所)財務省

(図表9)新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペの貸出残高の推移



復が実現した暁には、こうした政策だけがいつまでも残り続けることがないよう、出口戦略についてもあらかじめプランを練っておく必要があろう。

(7 月 30 日発行)



4－6 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）～空前の落ち込みに

要 約

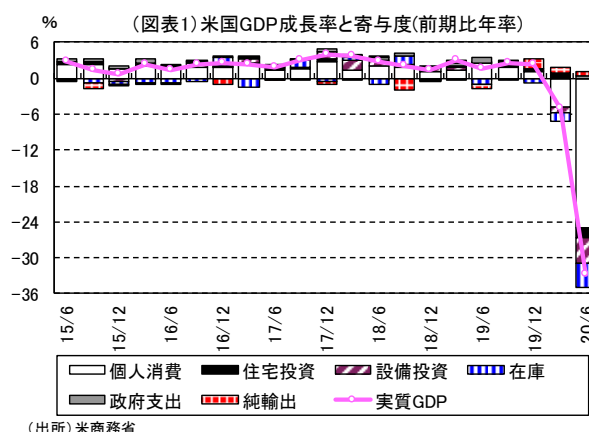
4－6 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率▲32.9%と 2 四半期連続のマイナスとなり、比較可能な 1947 年以降で最大の落ち込み幅を記録した。コロナ問題で各種活動が制限されるなか、個人消費を中心に民需が総崩れとなった。経済活動の再開や各種対策効果により、7－9 月期の成長率は高めの伸びが見込まれるが、コロナウイルスの感染者増加で足元の景気には再び鈍化の兆しもみられる。感染再流行への警戒ムードの残存や、人々の行動抑制的な方向への意識変化、サプライチェーンの回復の遅れなどから、10－12 月期以降の成長率は再び鈍化し、均せば緩慢な回復を余儀なくされると予想する。（7 月 31 日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

本 文

比較可能な 1947 年以降で最大の落ち込みに

4－6 月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率▲32.9%と、2 四半期連続のマイナスとなった（図表 1）。市場予想の同▲34.5%は上回ったものの、1－3 月期の同▲5.0%からマイナス幅は大きく拡大し、比較可能な 1947 年以降で最大の落ち込み幅となった。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。5 月下旬には米国の全ての州が経済活動の再開に動き出したと報じられたが、それまでの落ち込みが激しく、戻りも鈍かったことが響いた格好。景気循環を判定する全米経済研究所（NBER）は、6 月 8 日、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が今年 2 月に終了したとし、リセッション入りを宣言している。



個人消費が最大の押し下げ要因

需要項目別に見ると、個人消費は 1－3 月期：前期比年率▲6.9%→4－6 月期：▲34.6%と 2 四半期連続のマイナスとなり、マイナス幅も大きく拡大した。財別にみると、耐久財消費が同▲12.5%→▲1.4%とマイナス幅を縮小させた一方、非耐久財消費が同+7.1%→▲15.9%と大幅マイナスに転じたほか、サービス消費が同▲9.8%→▲43.5%とマイナス幅を一段と拡大させた。耐久財消費では、前期に大きく落ち込んだ自動車・部品が反発し、小幅ながらプラスに転じたものの、家具や家庭用機器などへの支出が低迷した。非耐久財消費では、ガソリン・その他のエネルギー商品や被服・履物が、サービス消費ではレクリエーションや輸送サービス、ヘルスケア等が大きく落ち込んだ。寄与度別にみると、耐久財消費が▲0.0%、非耐久財消費が▲2.2%、サービス消費が▲22.9%とサービス消費の落ち込みが激しく、全体の足を引っ張った形。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うかがえる。

設備投資も大幅マイナス

住宅投資は前期比年率+19.0%→▲38.7%と大幅なマイナスとなった。住宅ローン金利が大きく低下したものの、外出制限や建設工事が先延ばしされた影響などから大幅な落ち込みとなった。

設備投資は前期比年率▲6.7%→▲27.0%と3四半期連続のマイナスとなった。内訳を見ると、これまで相対的に堅調だった知的財産投資が同+2.4%→▲7.2%と21四半期ぶりにマイナスに転じた。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だったが、コロナ対応で各種活動に制限がかかるなか、投資が一旦ストップした格好。その他、構築物投資は同▲3.7%→▲34.9%と3四半期連続でマイナスとなったほか、機械設備投資も同▲15.2%→▲37.7%と5四半期連続でマイナスとなった。発表元によれば、業種別では輸送機器の落ち込みが目立ったとのことである。需要の蒸発を受けて、構築物や機械設備などの能力増強型投資を一段と手控えた様子が見える。

一方、政府支出は前期比年率+1.3%→+2.7%と6四半期連続の増加となった。州・地方政府が6四半期ぶりのマイナスとなる一方、連邦政府が11四半期連続のプラスとなった。

在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲1.3%→▲4.0%と、5四半期連続のマイナス寄与となった。自動車中心に小売部門での在庫が減少した。

純輸出は、輸出が前期比年率▲9.5%→▲64.1%と記録的な落ち込みを示したものの、輸入も同▲15.0%→▲53.4%とマイナス幅を大きく拡大させたため、成長率全体に対する寄与度は+1.1%→+0.7%と4四半期連続のプラス寄与となった。

コア PCE デフレーター伸びは鈍化

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+0.9%と、1-3月期の同+1.8%から伸び幅が縮小した。経済活動の再開に伴い、足元の景気は最悪期を脱しつつあることから、さらなる鈍化は回避されると考えるものの、新型コロナウイルスの影響が重石となるなか、今後も低い伸びが続くことが見込まれる。

7-9月期は反発が見込まれるが

4-6月期の成長率は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、未曾有の落ち込みとなった。7-9月期の成長率は、経済活動の再開に伴うpent up demand（繰り越し需要）や各種対策効果により、高めの成長率が見込まれる。しかしながら、早期に経済活動の再開に踏み切った南部で感染者数が拡大したことから、6月以降、活動の再開を一旦休止し、再制限に踏み切る州も出てきている。7月28-29日に開催されたFOMC後の記者会見でも、パウエル議長が、6月に感染者数が拡大したことで景気が鈍化した可能性を指摘していた。足元では、3月末以降、改善の続いてきた新規失業保険申請件数が7月19-25日の週で2週連続増加するなど、景気回復が足踏みしつつある様子を示している。今後の新型コロナウイルスの感染動向次第だが、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、サプライチェーンの回復の遅れなどから、10-12月期以降の成長率は再び鈍化し、均せば緩慢な回復を余儀なくされると予想する。

（7月31日発行）

リバウンドを示した日本の月末指標

要約

6月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+2.7%と、5ヵ月ぶりのプラスとなった。市場予想も上回ったが、4月に同▲9.8%、5月に同▲8.9%と大きく落ち込んだ後の反発としてはこれでも弱めとの印象が拭えない。外需が弱く、国内でもパンデミックのリスクが燃り続ける中、今後も緩やかな回復にとどまる可能性が高い

同月の販売サイドの小売統計は急回復した。自粛期間中のペントアップディマンドが顕在化した形だが、夏のボーナスが大きく減少する中でもこれだけ伸びた背景には、自粛明けに給付が本格化した特別定額給付金の存在がありそう。ただ、中期的な個人消費の基調を決めるのは雇用・所得環境である。

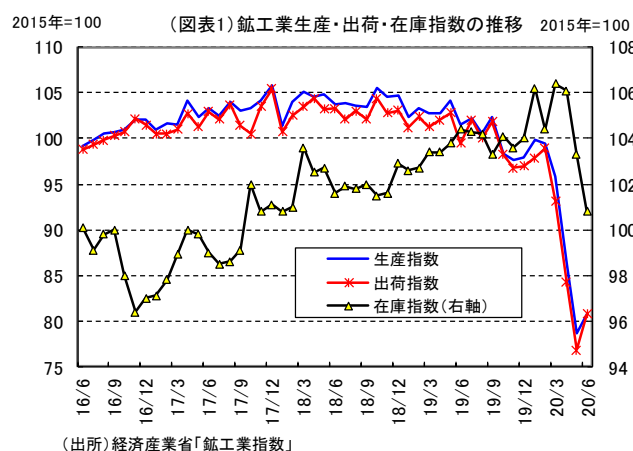
この点、6月の総務省の労働力調査は悪くない結果。6月の完全失業率（季調値）は2.8%と、5月から0.1%低下（改善）した。このタイミングでの低下はポジティブサプライズ。「失業予備軍」とみなされる「休業者」も大きく減少したが、これが失業者の増加に直結している様子がないことも示された。ただ、企業は新規採用の抑制と、労働時間の調整でなんとか雇用を維持しているのが実態とみられる。この結果、所定外給与が大きく減少しているため、反動増一巡後の個人消費は冴えない推移となる可能性が高い。（7月31日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

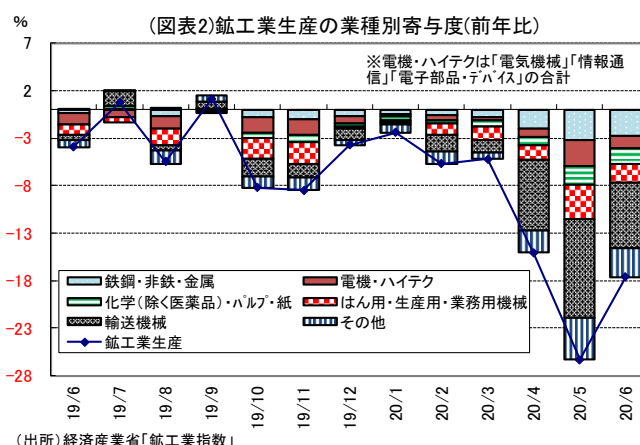
鉱工業生産は下げ止まる

6月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+2.7%と、5ヵ月ぶりのプラスとなった（図表1、2）。市場予想の同+1.0%も上回り、経済産業省による基調判断は、2ヵ月続いた「生産は急速に低下している」から、「生産は下げ止まり、持ち直しの動き」へと上方修正された。ただ、4月に同▲9.8%、5月に同▲8.9%と大きく落ち込んだ後のリバウンドとしては、これでもやや弱めとの印象は拭えない。四半期ベース（4-6月期）では前期比▲16.7%の大幅マイナスで、4、5月のマイナス幅を取り戻すには遠く至らず、前年同月比では▲17.7%と2割近いマイナスとなっている。



自動車は回復をけん引

6月の生産指数は主要15業種のうち、10業種で対前月比上昇、5業種で低下という結果だった。プラス寄与の大きかった業種は、自動車工業（前月比+28.9%、寄与度+2.57%ポイント）、生産用機械工業（同+10.2%、寄与度+0.78%ポイント）、プラスチック製品工業（同+6.4%、寄与度+0.30%ポイント）といったところで、いずれも前月までの落ち込みが大きかった業種である。全体の伸びに対する自動車工業の寄与率は96.3%で、これだけで今月の鉱工業生産



の伸びをほとんど説明できる。

自動車工業も前年比ではまだ▲41.7%の大幅マイナスである。その分、7月以降も反動増の余地が残っているということだが、前年と同水準にまで戻るには時間がかかるだろう。いまだに多くの国で人の往来の制限など、経済活動の規制が残っている。特に旅行需要が大幅に縮小している中では、自動車販売の戻りも鈍いとみられ、すそ野が広い業種である分、鉱工業生産全体の伸びに影響する状態が続くとみられる。なお、主要5財の財別（＝用途別）で見ると、自動車が含まれる耐久消費財の前月比ベースでのプラス寄与が大きくなっている。生産財のプラス寄与も大きいですが、内訳をみると、自動車用エンジンや、駆動伝導・操縦装置部品が大きく寄与している。

6月の出荷指数も前月比+5.2%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。設備投資の先行指標である資本財出荷（除、輸送機械）をみると、6月は同+6.5%となっている。ショベル系掘削機やフラットパネル・ディスプレイ製造装置等が寄与しているが、5月の同▲9.0%を取り戻すには至らず、2月の水準からはなお1割以上低下した水準にある。足元の稼働率指数は大きく低下しており、しばらくは生産能力の増強が必要な状況にはなりそうもないことから、資本財出荷の高めの伸びは持続しない可能性が高い。

生産計画は7月も堅調

製造工業生産予測指数を見ると、7月は前月比+11.3%、8月は同+3.4%と、引き続きリバウンドが予想されている（図表3）。

業種別の内訳をみると、7月については輸送機械工業の伸びが同+35.2%と大きい（寄与度+5.4%ポイント）。8月も同+9.4%と、引き続き回復トレンドが続くとの見通しになっている。ただ、このとおり回復が進んだとしても、8月の指数は前年同月の85%の水準まで戻るにとどまる。あと15%を埋めるためには、世界的な自動車販売の回復が不可欠になるとみられることから、9月以降も輸送用機械に生産のけん引役を期待するのは難しいだろう。

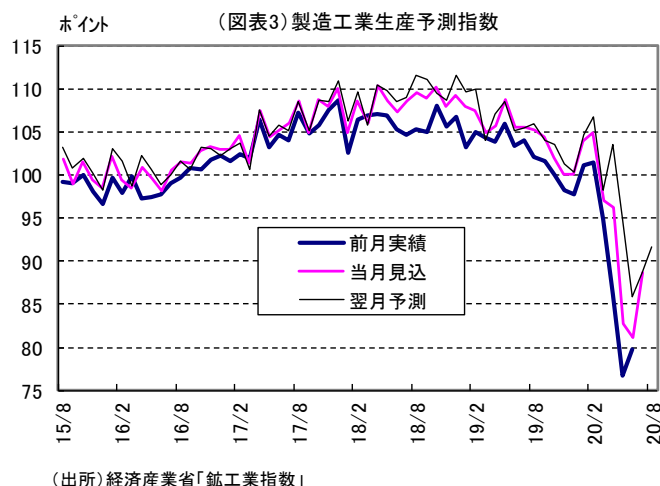
輸送用機械以外に7月の生産予測指数を押し上げている業種は、電気・情報通信機械工業（同+12.1%、同+1.40%ポイント）、化学工業（同+7.3%、同+1.05%ポイント）、電子部品・デバイス工業（同+8.8%、同+0.84ポイント）などとなっている。ただし、電気・情報通信機械工業は予測段階で強めの数字が出ても、実績はしばしば大きく下方修正される点に注意が必要である。

なお、経産省が公表している7月の製造工業生産予測指数の補正值（計画値に含まれる上方バイアスを補正して計算）は同+3.1%と、6月とあまり大きく変わらない可能性が示されている。

引き続き不確実性が高い

今後の生産は、引き続き世界の新型コロナウイルス感染症の動向次第であり、不確実性が高い。6月以降、経済活動の再開に踏み切る国が増えていることから、世界景気の当面の底は5月だった可能性が高まっているものの、今後の道のりは平坦なものにはならないだろう。

7月30日に発表された4-6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率▲32.9%のマイナス、ドイツは前期比▲10.1%の大幅マイナスであった。年率換算でいえばドイツは4割以上のマイナスである。7-9月期は欧米とも反動的な高成長が見込まれるが、夏場以降も多くの国で断続的に再流行を繰り返す可能性が捨てきれず、



各国の国民の間で感染再拡大への不安が長きにわたって残ることが予想されるなか、経済がそのまま V 字型回復を遂げるとの期待はできない。

世界全体の感染者数（累計）は、WHO の発表によれば 7 月 27 日の時点で 1681 万人に達している（図表 4）。7 月に入ってから、感染者数は毎週 10% 前後のペースで伸び続けており、増加ペースは 6 月とほとんど変わらない。米国のように、いったんピークアウトに向かったように見えた国で、再び感染が拡大する国も増えてきている。

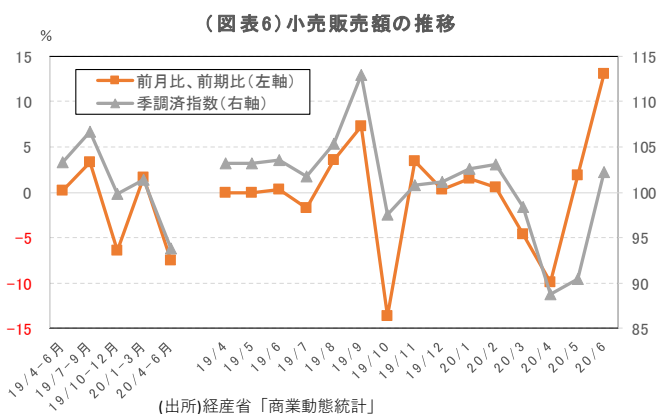
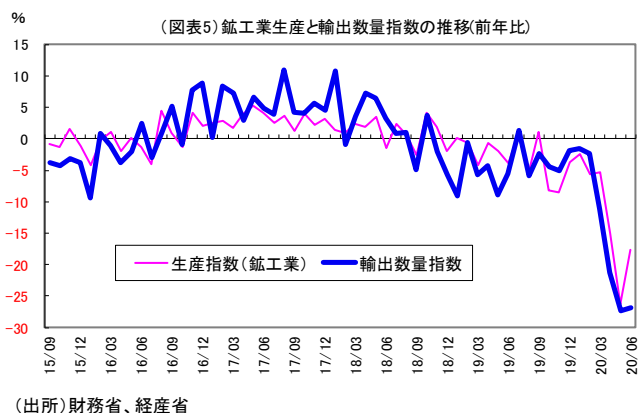
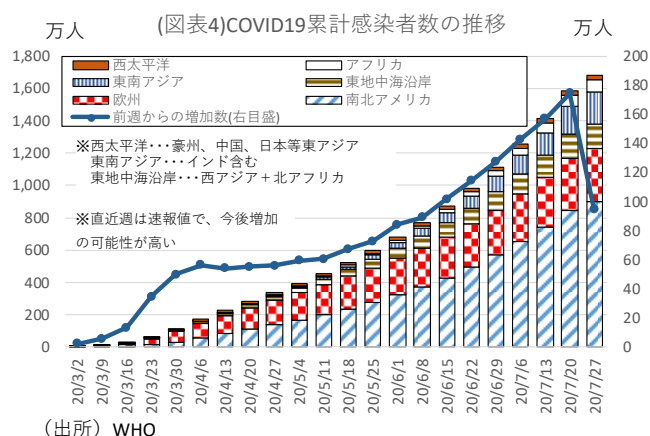
FRB（米連邦準備制度理事会）のパウエル議長は、7 月 29 日の FOMC（米連邦公開市場委員会）後に行われた TV 会議形式での記者会見で、新型コロナウイルスの感染者数が 6 月半ばから増加し、景気が鈍化していること、個人消費については、特に旅行などのサービス関連が低調で、クレジットカードの利用状況などから、6 月下旬以降弱まった可能性があることなどを指摘している。今後の動向次第では、7-9 月期のリバウンドが思いのほか弱くなる可能性もある。どのみち、短期的な増減を均した後の米国および世界経済の回復ペースは、良くて「レ」の字型というところだろう。こうした環境下では、もともと外需主導の日本経済は苦しい（図表 5）。

日本でも、1 日の新規感染者数がここへきて 1000 人を超えてくるなど、過去最高を更新する展開が続いている。こうした中、政府が民間企業に再びテレワークの励行を要請しているほか、東京都が飲食店の営業時間短縮を求めるなど、国民の間では再び経済活動自粛への警戒感が高まりつつある。すでに G0 T0 キャンペーンも動き始めている中、政府が早期に緊急事態宣言の再発令に踏み切る可能性は低いものの、経済活動が抑制気味の状態が続く中、鉱工業生産は来年にかけても鈍い動きが続くとみられる。

販売サイドの消費統計は反発

6 月の販売サイドの消費統計は大幅なリバウンドを示した。7 月 30 日に経済産業省から発表された 6 月の小売業販売額は、前月比+13.1%と二桁の伸びとなった（図表 6）。すでに 5 月の段階で 3 ヶ月ぶりのプラスに転じるなど（同+1.9%）、小売販売の下げ止まり自体は明らかになっていたが、回復傾向が一層明確になった形。この結果、前年比でも▲1.2%と、5 月の同▲12.5%からマイナス幅が縮小、プラス転換が目前に迫っている。経産省の基調判断は、4 月の「急速に低下している小売業販売」から、5 月は「下げ止まりがみられる小売業販売」へ、さらに 6 月は「持ち直している小売業販売」へと、2 ヶ月連続で上方修正されている。

業種別販売額を見ると、主要 9 業種中、織物・衣服・身の回り品小売業（前月比+50.7%）、機械器具小売業

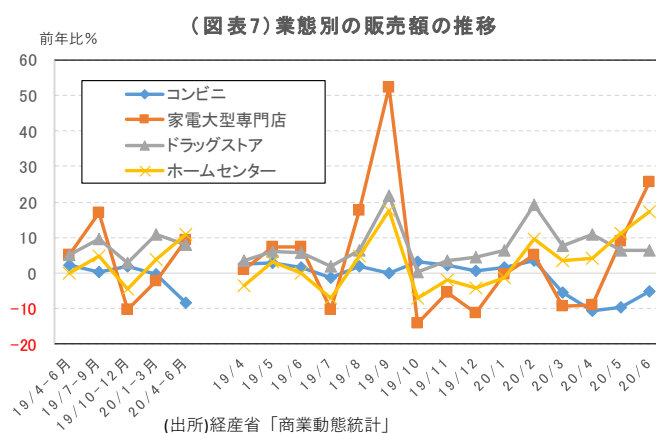


(同+32.2%)、自動車小売業(同+22.1%)等が大きく伸びている。自動車に関しては、過去2カ月のマイナス幅が大きかったことから、前年比ではまだ▲17.2%の大幅マイナスだが、家電製品が主要構成項目となっている機械器具小売業は前年比でも+15.9%と、二桁プラスに転じている。

業態別にみると、百貨店・スーパー販売額指数(全店)は前月比+17.0%と、プラス幅が5月の同+3.6%から大きく拡大した。内訳を見ると、百貨店が同+135.2%と、5月の約2.3倍の売り上げとなったのが大きく、スーパーは同+1.6%と小幅の伸びにとどまっている。もっとも、百貨店は3、4月に記録的な落ち込みを見せていたこともあり、前年比ではいまだ▲18.4%のマイナスである。「巣ごもり消費」の恩恵を受けているスーパーは同+4.7%で、これで5カ月連続の前年比プラスである。

なお、日本百貨店協会は、6月の全国百貨店売上高概況の中で、「新型コロナウイルスによる外出自粛ムードは残るものの、全店が全館営業を再開したことから、入店客数も徐々に上向いている。購買動向の特徴としては、食料品や衛生用品など生活必需品の好調さに加えて、ラグジュアリーブランドや宝飾品など一部高額商材にも動きが見られた」とコメントしている。

他の業態を見ると、家電大型専門店が前年比+25.6%、ホームセンターが同+17.3%と大きく伸びている(図表7)。家電大型専門店では、AV家電(前年比+28.3%)、情報家電(同+24.1%)、生活家電(同+37.1%)の伸びが大きい。自粛期間中のペントアップディマンドが顕在化した形だが、夏のボーナスが大きく減少する中でもこれだけ伸びた背景には、自粛明けに給付が本格化した特別定額給付金の存在がありそうである。ただ、中期的な個人消費の基調を決めるのは雇用・所得環境である。



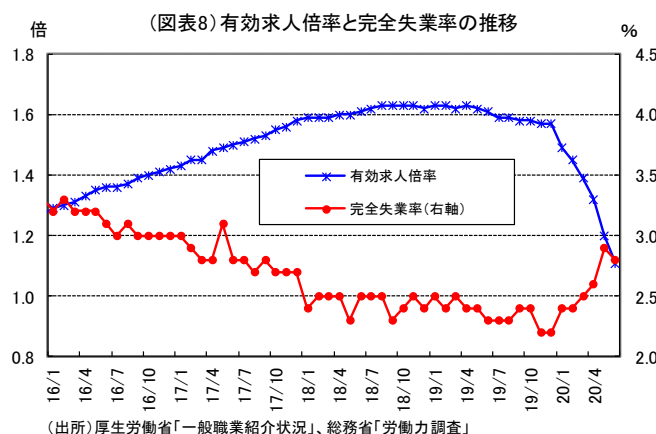
雇用環境は良い兆候も

この点、6月の総務省の労働力調査は悪くない結果であった。まず、6月の完全失業率(季調値)は2.8%と、5月から0.1%低下(改善)した(図表8)。失業率は景気にやや遅行するとはいえ、このタイミングで失業率が低下するのはポジティブサプライズである。

仕事をもちながら、調査週間に少しも仕事をしなかった「休業者」が、4月に597万人に達したことが話題になったが、5月には423万人となり、6月は236万人まで減少した。2カ月で361万人の減少だが、6月の季節調整済の失業者は、5月から3万人減少している。休業者の増加

が懸念されたのは「失業予備軍」とみなされたためだが、休業者の減少が失業者の増加に直結している気配がないのも良い結果である。これについては、雇用の維持を条件とした、政府による各種支援策が、一定の成果を挙げている可能性があるだろう。ただ、企業は新規採用の抑制と、労働時間の調整でなんとか雇用を維持しているのが実態とみられ、こうした取り組みが限界に達した段階で、失業率が急上昇するリスクは残る。

この点、厚生労働省が発表した6月の一般職業紹介状況からは、先行きの労働市場が予断を許さない状況であることが示された。まず、有効求人倍率(季調値)は1.11倍と、前月から0.09ポイント大きく低下した(図表8)。分母となる有効求職者数(季調値)が同+5.4%と、2009年2月の同+5.5%以来の大幅増となっており、



職探しをする人が急増している様子を示している。一方、分子である有効求人数（季調値）は前月比▲1.9%と、マイナス幅は2ヵ月続いた▲8%台から大きく縮小したものの、これで13ヵ月連続のマイナスである。

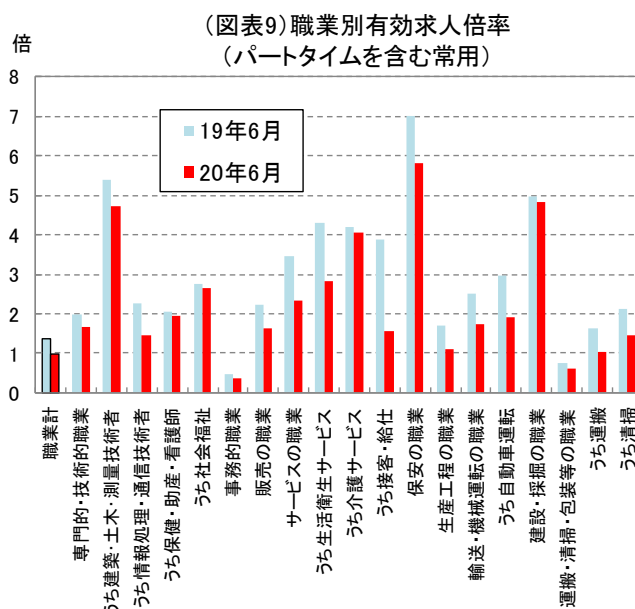
都道府県・地域別有効求人倍率（受理地別・季調値）をみると、3月までは全都道府県で1倍を上回っていたが、6月は11都道府県で1倍を割り込んでいる。特に、観光地を代表する沖縄県は0.68倍で、昨年11月の1.2倍から7ヵ月で半分近くにまで低下した。沖縄県の他には、0.7倍台の県すらなく、この間の観光産業の受けた打撃の大きさを示している。GO TO キャンペーンが批判を受けているが、観光産業へのなんらかのてこ入れ策が必要なのは確かであろう。

主要職種別の有効求人倍率（含むパート）（原数値）を見ると、サービス関連、特に接客・給仕が前年同月の3.88倍から1.55倍まで大きく低下しているのが目立つ（図表9）。また、求職者の約4分の1が事務的職業を希望するが、こちらは前年同月の0.46倍から0.35倍まで低下しており、3人に1人しか希望を叶えられない状況となっている。

先行きの雇用環境に対し、先行性の高い新規求人数は、前年比で▲18.3%となっている。生活関連サービス業、娯楽業（同▲34.8%）、製造業（同▲34.2%）、宿泊業、飲食サービス業（同▲29.4%）、卸売業、小売業（同▲26.9%）、運輸業、郵便業（同▲26.8%）等の減少幅が大きい。こうみると、失業率がこのまま現行水準を維持するのは難しいように思える。

現時点では5月末のデータだが、厚労省の毎月勤労統計をみると、企業が労働投入量を時間で調整している結果として、所定外労働時間が大きく減少しており、これが所定外給与を大きく押し下げている。5月の所定外給与は前年比で▲26.3%で、反動増一巡後の個人消費は冴えない推移が続く可能性を示している。

（7月31日発行）



（出所）厚労省「一般職業紹介状況」

2020 年 4－6 月期 GDP 予測について

要 約

内閣府から 8 月 17 日に発表予定の 2020 年 4－6 月期実質 GDP 成長率は、前期比▲7.6%（年率換算：▲27.1%）と、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う内外需の落ち込みから、リーマンショック時を超える過去最大のマイナスになったと予想する。

7－9 月期実質 GDP 成長率は、ペントアップディマンドの顕在化や政策効果による反発を見込むが、反動増的な高成長が一巡した後の回復ペースは緩慢なものとなる可能性が高い。（8 月 3 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過去最大の落ち込みを予想

内閣府から 8 月 17 日に発表予定の 2020 年 4－6 月期実質 GDP 成長率は、前期比▲7.6%（年率換算：▲27.1%）と、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う内外需の落ち込みから、リーマンショック時を超える過去最大のマイナスになったと予想する。なお、法人企業統計（確報値）の結果を受け、内閣府は 8 月 3 日に 1－3 月期実質 GDP 成長率（2 次速報）の改定値を発表した。結果は、設備投資が小幅下方修正されたものの、民間在庫投資が小幅上方修正されたことで、同▲0.6%（年率換算：2.2%）と改定前と変わらなかった。

需要項目別に見ると、個人消費は、緊急事態宣言の発令による営業制限や外出自粛によって、サービス消費を中心に 4、5 月に大きく落ち込んでおり、6 月のリバウンドを考慮しても、1－3 月期からマイナス幅が大きく拡大したと予想する。これで 3 四半期連続のマイナスとなる。住宅投資は、昨年 10 月の消費増税後の反動減に加え、新型コロナウイルスによって中国からの住宅資材の輸入が滞ったことも影響し、3 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感染拡大に伴う企業活動の制限と企業業績の悪化、先行き不透明感の高まりなどから、2 四半期ぶりのマイナスに転じたとみる。政府最終消費支出は、高等教育無償化の実施等によって、5 四半期連続の増加を見込む。公共投資は、国土強靱化関連の進捗などによって、2 四半期ぶりのプラスになったと予想する。輸出は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に伴い、世界的に経済活動が大きく縮小した影響で、2 割近く落ち込んだと予想する。

7－9 月期に関しては、ペントアップディマンドや、特別定額給付金等の政策効果の顕現化に伴い、大幅反発を見込むが、その後の回復ペースについては、新型コロナウイルスの感染第二波の動向次第であり、引き続き不透明感が強い。足元では国内の新規感染者数が増加しているほか、世界全体でも感染拡大収束の兆しが見えていないことなどをふまえると、反動増が一巡した 10－12 月期以降の成長率の回復ペースは弱いものととどまる可能性が高い。

実質GDP成長率予測

(前期比：%)	19/6	19/9	19/12	20/3	→予測	
					20/6	寄与度
実質GDP	0.5	0.0	-1.9	-0.6	-7.6	—
前期比年率	2.1	0.0	-7.2	-2.2	-27.1	—
民間最終消費支出	0.5	0.4	-2.9	-0.8	-7.0	-3.9
民間住宅投資	-0.2	1.2	-2.3	-4.2	-3.7	-0.1
民間設備投資	0.9	0.2	-4.8	1.7	-2.8	-0.5
政府最終消費支出	1.5	0.7	0.2	0.0	0.5	0.1
公的固定資本形成	1.7	1.0	0.5	-0.6	2.1	0.1
民間在庫品増加(寄与度)	0.0	-0.3	0.0	-0.1	—	-0.2
純輸出(寄与度)	-0.3	-0.2	0.5	-0.2	—	-3.2
財貨・サービスの輸出	0.2	-0.6	0.4	-6.0	-19.5	-3.2
財貨・サービスの輸入	1.8	0.7	-2.4	-4.9	-0.1	0.0
内需(寄与度)	0.8	0.2	-2.4	-0.3	—	-4.4
名目GDP	0.6	0.4	-1.5	-0.5	-7.5	—
前期比年率	2.5	1.6	-6.0	-1.9	-26.8	—
GDPデフレーター(前年同期比)	0.4	0.6	1.2	0.9	1.1	—

(8月3日発行)

中国景気の回復に持続力は期待できず

要約

中国の4-6月期実質GDP成長率は前年同期比+3.2%と、2四半期ぶりにプラスに転じた。新型コロナウイルスの感染拡大により、1-3月期は四半期ごとの数値が確認できる1992年以降で初めてマイナス成長（同▲6.8%）に陥ったが、政府主導で感染拡大を抑制しながら、いち早く経済活動の正常化へと動いた結果、諸外国に先んじてプラス成長に回帰した。

5月下旬に開催された全人代では、「安定を保ちつつ進歩を求める（稳中求進）」姿勢が示されたこともあり、各種対策効果による下支えで景気は回復基調を持続すると予想する。特に、雇用の安定や5G関連等の新型インフラ投資に注力する姿勢が示されていることから、内需がけん引役となることが期待できる。もっとも、コロナ対策としての減税や財政出動の規模は諸外国比で小さなものとどまっており、リーマン・ショック後の4兆円対策時のように、世界景気全体に大きなインパクトを与えるほどの効果は期待できない。感染再流行への不安が根強く残り、人やモノの往来が完全には元に戻らない可能性が高いほか、雇用の政府目標をみても、コロナ前の水準を回復するのは来年以降となる見込みである。輸出についても、海外の感染収束が中国よりも遅れているほか、米中対立も懸念されることから、冴えない展開が続くと予想する。したがって、景気回復の力強さという点では、物足りなさが残る展開となろう。目先の中国景気は、ペントアップディマンドや対策効果によって持ち直しが見込まれるものの、そうした動きが一巡した後は、緩慢なペースでの回復を余儀なくされると予想する。（8月4日発行）

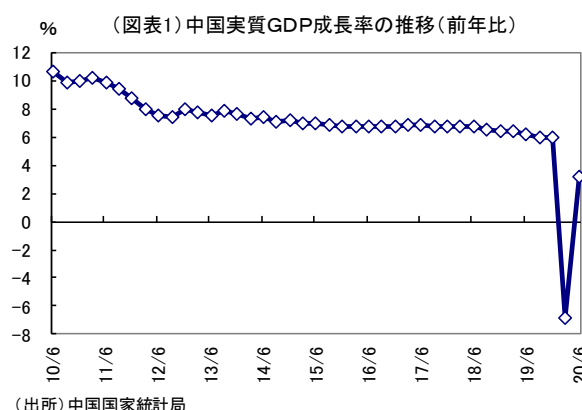
（シニアエコノミスト 大広 泰三）

本文

4-6月期の実質GDP成長率はプラスに回帰

中国の4-6月期実質GDP成長率は前年同期比+3.2%と、2四半期ぶりにプラスに転じた（図表1）。新型コロナウイルスの感染拡大により、1-3月期は四半期ごとの数値が確認できる1992年以降で初めてマイナス成長（同▲6.8%）に陥っていた。政府主導で感染拡大を抑制しながら、いち早く経済活動の正常化へと動いた成果が表れた形である。発表文である国家統計局の報道官は、新型コロナウイルスの感染拡大によってマイナスの影響を受けたが、現在は安定した回復基調にあり、成長の力強さがより鮮明になっている、との見解を示した。

もっとも、年初からの累計ベースでは同▲1.6%にとどまっており、コロナ前の水準には戻っていない。産業別にみると、第一次産業が同+0.9%（1-3月期：同▲3.2%）と唯一プラスに転じたものの、落ち込みの大きかった第二、三次産業は各々同▲1.9%（同▲9.6%）、同▲1.6%（同▲5.2%）とマイナス圏にとどまっている。感染拡大の影響は最悪期を脱したものの、製造業やサービス業が引き続き重しとなっている様子がうかがえる。



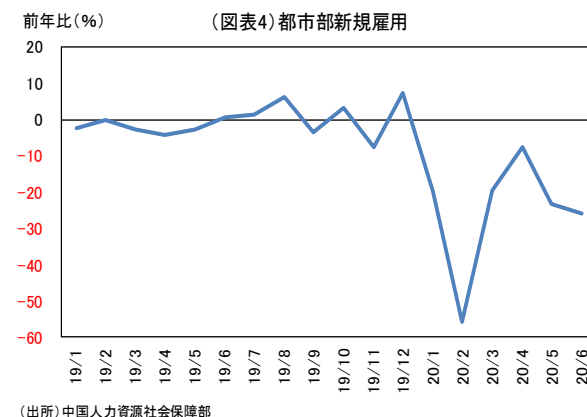
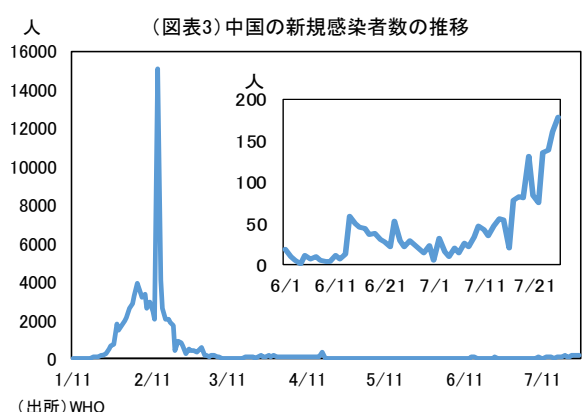
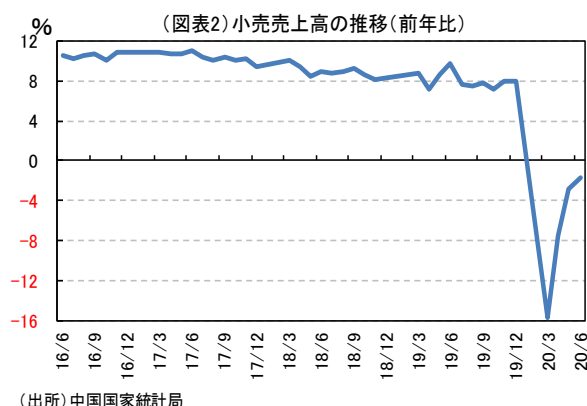
個人消費の回復ペースは緩やかに

個人消費の動向をみると、6月の小売売上高は前年比▲1.8%と4ヵ月連続のマイナスとなった（図表2）。都市部（同▲2.0%）、農村部（同▲1.2%）ともに前年割れとなっており、企業部門との対比では個人消費の相対的な回復の遅れが目立っている。地方政府による家計向け消費券の配布や自動車購入促進策などの消費刺激策が実施されているが、年初からの累計ペースの小売売上高は前年比▲11.4%と、いまだ大幅なマイナスであり、必ずしも十分な効果を挙げているとは言えない。

図表2のとおり、前年比のマイナス幅は3月を底に3ヵ月連続で縮小しているものの、6月は縮小ペースが鈍化した。新型コロナウイルスの感染源とされる武漢の都市封鎖が4月8日に解除されたことで、個人消費の持ち直しが続いてきたが、6月中旬に北京最大の食品卸売市場「新発地」で再び集団感染が発生したことにより、再び外出制限や飲食店の営業停止などの措置がとられた影響が現れている。品目別にみると、コロナ関連業態とされる通信機器や医薬品などが堅調な伸びを続け、飲料や日用品なども高い伸びを示す一方、家具や被服などの売上が冴えなかった。家計は、巣ごもりの消費を増やす一方、感染への警戒から不要不急の消費を抑制している。中国における新型コロナウイルスの感染者数は、絶対数は小さいものの、7月に入り再び増加傾向にある（図表3）。今後も感染への警戒感が消費マインドの重しとなるほか、折に触れ様々な行動を自制する要因になると考えられる。

個人消費の先行きを占ううえで重要な雇用・所得環境をみても、冴えない動きが続いている。4～6月期の都市部新規雇用は、前年同期比▲18.9%と大幅マイナスが続いており、5、6月は2ヵ月連続でマイナス幅が拡大した（図表4）。4～6月期の都市部所得は年初からの累計値で同+1.5%、農村部現金収入は同+3.7%にとどまっており、約8～10%で推移していた昨年と比べて見劣りする。

一方で個人消費の下支え要因になると考えられるのが政策効果である。5月下旬に実施された全人代（全国人民代表大会）では、李克強首相が施政方針にあたる「政府活動報告」で、「安定を保ちつつ進歩を求める（稳中求進）」姿勢を示し、各種の政策対応によって景気を下支えしていく方針を示した。特に6つの安定（雇用、金融、貿易、外資、投資、見通しの安定）と6つの保障（雇用、基本的国民生活、市場主体、食糧・エネルギーの安全、サプライチェーンの安定、末端組織運営）が強調さ



(図表5) 全人代で示された主要政府目標

	19年目標	19年実績	20年目標
経済成長率	6.0～6.5%	6.1%	設定せず
CPI	3%前後	2.9%	3.5%前後
財政赤字	2.76兆元	2.76兆元	3.76兆元
対GDP比	2.8%	2.8%	3.6%以上
社会資金調達規模	18年と同様	10.7%	19年超
M2	18年と同様	8.7%	19年超
都市部調査失業率	5.5%前後	5.2%	6%前後
都市部新規雇用増	1,100万人以上	1,352万人	900万人以上
地方政府特別債券発行額	2.15兆元	2.15兆元	3.75兆元

(出所) 中国政府等より明治安田総研作成

れたが、ともに「雇用」が冒頭に掲げられており、政府が雇用の安定に重点を置いていることがわかる（図表5）。

もっとも、2020年の都市部新規雇用増の目標は900万人以上と、前年実績の1,352万人に遠く及ばないほか、失業率の目標も前年実績より悪化する数値となっている。中国政府も一足飛びにコロナ前の水準に戻ることを想定している訳ではなさそうである。今後の個人消費は、政策効果や経済活動の再開に伴うペントアップデマンド（繰り越し需要）により持ち直しが持続するものの、そうした影響が一巡した後は、緩やかな回復にとどまると予想する。

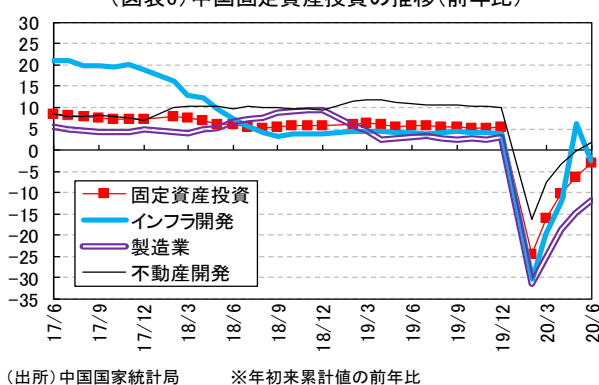
インフラ投資が下支え役に

6月の固定資産投資は前年比▲3.1%と前年割れが続いたものの、4ヵ月連続でマイナス幅が縮小した（図表6）。内訳をみると、5月に同+6.3%とプラスに転じていたインフラ投資が同▲2.7%と、2ヵ月ぶりにマイナスに転じたものの、不動産開発投資が同+1.9%とプラスに転じた。製造業投資も生産の持ち直しを背景に同▲11.7%と、前月の同▲14.8%からマイナス幅が縮小した。

今月冴えなかったインフラ投資については、均せば増加傾向での推移が期待できそうである。5月の全人代で、インフラ投資の主たる原資となる地方政府の特別債発行額を、前年より1.6兆元増やす目標が発表された（前掲図表5）。李克強首相は、老朽化した住宅街の改造や高速鉄道プロジェクト等、従来型のインフラ投資を実施するほか、コロナ禍を契機とした5G関連投資や電気自動車用の充電施設、データセンター、人工知能（AI）等、新型インフラ投資を強化し、産業の高度化を後押しする意向を示している。また、金融政策についても、預金準備率の引き下げや利下げなどを総合的に活用し、M2の伸び率を前年の水準を顕著に上回るよう誘導する方針を示した（図表7）。固定資産投資はインフラ投資をけん引役に回復傾向が持続しよう。

一方、全人代は、積極的な財政政策を実施するものの、精緻な計画の下、必要なところに資金を振り向けて効率を高めることや、後遺症を残さない方針なども示した。これは、リーマン・ショック後に実施した4兆元にのぼる大規模な経済対策によって、非効率な財政支出が行われ、債務問題が一段と悪化する副作用を引き起こしたことを教訓にしていると考えられる。今後の固定資産投資は、各種対策効果により増加するものの、中国政府がコロナ対策として打ち出した減税・財政支出額は諸外国比でも小幅なものにとどまっていることから、リーマン・ショック後のように世界景気をけん引するほどの効果は期待できない（図表8）。

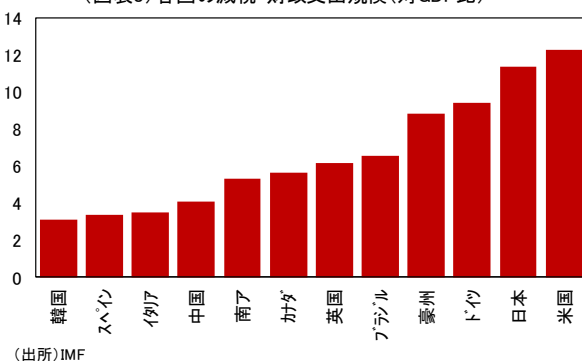
（図表6）中国固定資産投資の推移（前年比）



（図表7）M2前年比の推移



（図表8）各国の減税・財政支出規模（対GDP比）



相対的に生産の戻りが早い

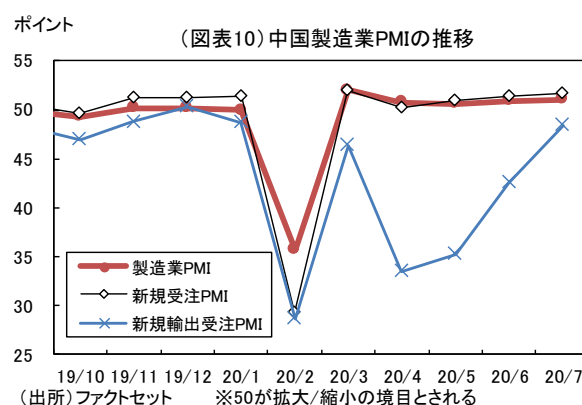
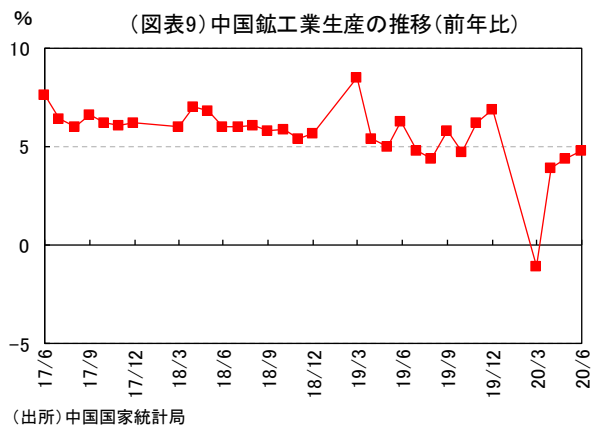
6月の鉱工業生産は前年比+4.8%と、5月から伸び幅が拡大し、3ヵ月連続のプラスとなった(図表9)。小売売上高や固定資産投資と比較すると戻りは早い、年初来ではまだ同▲1.3%とマイナス圏にとどまっている。回復の初期段階では、海外における生産活動の停止に伴い、マスク等、一部の分野で代替生産がみられたことが後押ししたが、足元では海外における生産活動が徐々に再開してきたことが、国内生産の回復の勢いを削いでいる可能性がある。

業種別にみると、自動車と同+20.4%と大きく改善し、全体をけん引している。6月の自動車販売台数は同+11.8%と、3ヵ月連続で増加したが、内訳をみると、トラックなどの商用車が同+63.2%、乗用車が同+2.1%となっており、政府によるインフラ投資の推進が背景にあると考える。地方政府がナンバープレートの発給枚数を増やしたり、新エネルギー車を購入する際の補助金を支給するなど、自動車購入促進策を実施していることも下支えとなっている。他には、電力が高い伸びを示していることが、生産活動全般の持ち直しを示唆しているほか、セメントも3ヵ月連続で増加しており、こちらは政府の経済対策によりインフラ投資の効果が顕在化している様子を示している。

製造業PMIが好不調の境目とされる50を上回って推移していることから、今後も当面生産の回復基調が継続すると予想する(図表10)。もっとも、新規受注指数が50ポイントを上回って推移する一方、新規輸出受注指数は50を下回って推移しており、外需には不安が残る。海外の感染収束が中国よりも遅れていることから、今後は外需の低迷が中国景気の回復に重しとなる可能性が高い。また、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。米中の対立軸にコロナ問題が加わったことで、対立が早期に緩和する可能性はますます遠のいた。主要先進国のグローバル企業のサプライチェーン見直しの過程で、「中国外し」の動きが強まるリスクもある。

内需についても、感染再流行への不安が根強く残り、人やモノの往来が完全には元に戻らない可能性が高く、力強さに欠ける展開が予想される。ペントアップディemandや対策効果によって今後の中国景気は持ち直しが続くと思込まれるものの、そうした動きが一巡した後は、緩やかなペースでの回復を余儀なくされると予想する。

(8月4日発行)



米雇用は回復持続もペースは鈍化

要約

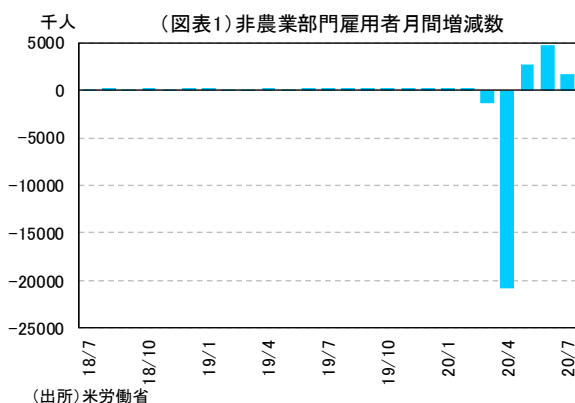
7月の非農業部門雇用者数は、前月比+176.3万人と市場予想の同+148.0万人を上回り、3ヵ月連続で増加した。しかしながら、5,6月から増加幅は大きく鈍化している。感染者数の再拡大に伴い、一部の州では経済活動を再び制限する動きが見られており、そうした影響が現れたと考える。失業率も10.2%と改善傾向が続いているが、改善ペースは鈍化した。7月の結果は、足元で雇用情勢の改善が続いている様子を示したが、3,4月の落ち込みと比較すれば戻りは依然として小幅にとどまっているほか、足元で改善ペースが鈍っている可能性が示された。経済活動の再開とペントアップディマンド（繰り越し需要）により、7-9月期のGDP成長率は高い伸びが見込まれるが、反動増局面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。今後も雇用環境の改善は緩やかなペースにとどまると予想するが、感染動向次第という構図に変化はなく、先行き不透明感が強い。（8月11日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

本文

雇用者数は市場予想を上回ったが

7月の非農業部門雇用者数は、前月比+176.3万人と市場予想の同+148.0万人を上回り、3ヵ月連続で増加した（図表1）。しかしながら、6月の同+479.1万人（同+480.0万人から下方修正）、5月の同+272.5万人（同+269.9万人から上方修正）から増加幅は大きく鈍化した。3,4月は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響により、たった2ヶ月間で同▲2,216.0万人と、リーマンショック後の2010年以降、約10年間で積み上げてきた雇用の増加分をほぼ吐き出す落ち込みを示した。その後、5~7月は持ち直し、3ヶ月間でようやく約4割を取り戻したものの、足元で回復ペースは鈍化の兆しをみせている。



製造・民間サービス部門が鈍化

雇用の伸びを部門別に見ると、政府部門（6月：同+5.4万人→7月：同+30.1万人）が2ヵ月連続のプラスとなり増加幅も拡大した一方、製造部門（同+51.5万人→同+3.9万人）、民間サービス部門（同+422.2万人→同+142.3万人）の伸びがともに大きく鈍化した。

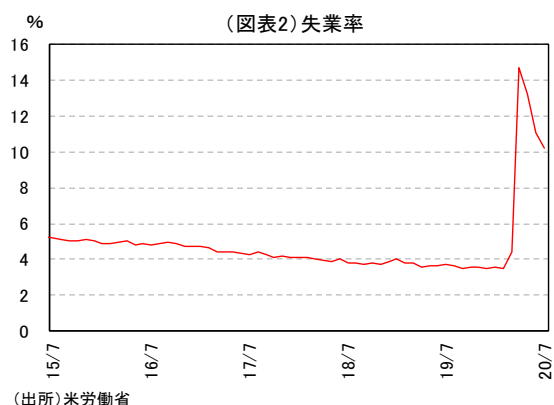
製造部門では、前月好調だった自動車・部品を中心に製造業（同+35.7万人→同+2.6万人）でプラス幅が縮小したほか、建設業（同+16.3万人→同+2.0万人）でも伸びが鈍化した。鉱業・採掘業（同▲0.5万人→同▲0.7万人）は5ヶ月連続のマイナスとなった。民間サービス部門では、10業種中9業種で前月からプラス幅が縮小ないし減少に転じた。内訳をみると、5,6月に大きく反発していた娯楽・宿泊業（同+198.1万人→同+59.2万人）で伸びが鈍化したほか、小売業（同+82.7万人→同+25.8万人）や教育・健康業（同+56.7万人→同+21.5万人）でもプラス幅が縮小した。感染者数の再拡大に伴い、一部の州では経済活動を再び制限する

動きが見られており、そうした影響が現れたと考える。その他では、卸売業や情報業がマイナスに転じた。

失業率も3ヵ月連続で改善したが

家計調査から集計される失業率は10.2%と4月の14.7%をピークに3ヵ月連続で改善した(図表2)。ただ、5月の13.3%、6月の11.1%に比べると前月からの改善幅は鈍化している。

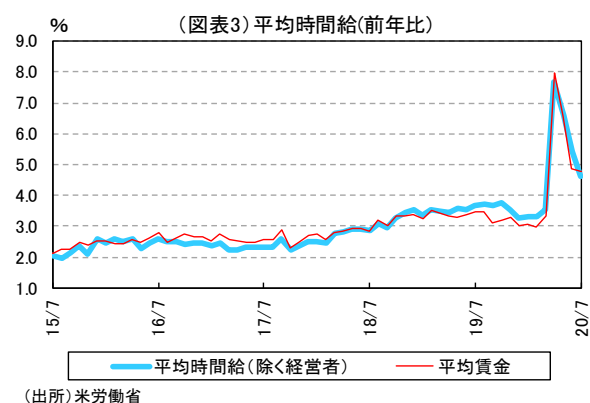
6月は、雇用者数が増加し、失業者数が減少した。もっとも、雇用者数は感染拡大の影響が顕在化する前の2月の水準をいまだ大きく下回っているほか、失業者数も大幅に上振れたままである。広義の失業率(U6失業率、就職を断念して労働市場から退出した人や、非自発的パートタイマーなどを失業者に含む)も16.5%と前月の18.0%から低下したが、依然2割近い水準で推移している。



平均賃金の伸びも鈍化

週平均労働時間は34.5時間と前月の34.6時間から減少した。経済活動の再開に伴い労働時間に反動増がみられていたが、2ヵ月連続で減少しており、足元では反動増の動きが一服しつつある。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+1.0%と3ヵ月連続で増加したが、伸び率は2ヵ月連続で鈍化した。

事業所調査による時間当たり賃金は前年比+4.8%増と、3ヵ月連続で鈍化した(図表3)。失業者が急増した4月は、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結果、同+8.0%と大きく伸びていたが、雇用の持ち直しに伴い、そうした影響は徐々に薄れてきている。



雇用環境の改善はコロナ次第

今月の結果は、足元で雇用情勢の改善が続いている様子を示した。しかしながら、3,4月の落ち込みと比較すれば戻りは依然として小幅にとどまっているほか、足元で改善ペースが鈍っている可能性が示された。早期に経済活動の再開に動き出した州では感染者数の再増加がみられるなど、コロナからの脱却は一筋縄ではない。ここに来て、新規失業保険申請件数の改善ペースも鈍化している。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、7-9月期のGDP成長率は高い伸びが見込まれるが、反動増局面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。今後も雇用環境の改善は緩やかなペースにとどまると予想するが、感染動向次第という構図に変化はなく、先行き不透明感が強い。

(8月11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

