

経済ウォッチ

2020年8月12日～8月24日

2020.08.24 発行

フォーカス

引き続きコロナ次第の経済見通し

当社では、2020年4-6月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2020-2021年度経済見通し」を作成、8月20日(木)にプレス発表した。詳細は下記 URL を参照されたい。

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

現状では、世界経済の先行きは、依然として新型コロナウイルスの感染動向次第であり、不確実性が高い。したがって、今回も2通りのシナリオの下で見通しを作成している。まず、世界の感染拡大ペースが秋口以降、総じてピークアウトに向かうというメインシナリオの下では、2020年度の日本の実質成長率は▲5.9%、2021年度は+2.9%と予想する。年末以降、主要国が再びロックダウンに追い込まれるというサブシナリオの下では、2020年度が▲7.9%、2021年度が+0.2%である。メインシナリオにおける2020年度の成長率は、5月時点の同▲4.7%から、▲1.2%ポイント下方修正した。4-6月期の落ち込みが、5月の見通し作成時の想定より大きかったことを反映したものの、メインシナリオ、サブシナリオの示現確率はそれぞれ70%と30%で、5月時点の60%、40%から、逆に楽観的な方向へと修正している。

日本経済はすでにリバウンド局面に入っており、7-9月期は前期比+4.1%の成長率を予想するが、これでも4-6月期の落ち込みを半分程度取り戻すに過ぎない。また、月次の経済指標を追うと、6月の経済活動はかなりの急角度で回復した様子が確認できるものの、7月以降、感染再拡大に天候不順の影響も加わって、回復のモメンタムが鈍っている様子がうかがえるのは懸念材料である。どのみち10-12月期には、リバウンドの原動力となったpent-up demand(繰り越し需要)や特別定額給付金、海外経済回復に伴う輸出の持ち直し等の効果が一巡する可能性が高い。当社の予想では10-12月期の成長率は前期比+0.7%で、その後、2021年度末まで+1%を超える四半期はない。

今回の経済見通しの射程には入らないが、2022年度以降、0%半ば程度と考えられる潜在成長率並みの推移が続くと仮定した場合、実質GDPの水準が消費増税前の2019年7-9月期の水準を取り戻すのは、2024年4-6月期までかかる。負の需給ギャップを埋める過程では、潜在成長率以上の成長が可能との考え方もできるが、感染再拡大への警戒感が残る間は、むしろ潜在成長率を下回る成長を余儀なくされる可能性の方が高く、場合によっては潜在成長率そのものが下がるリスクもあるだろう。有効なワクチンや治療薬の開発で、感染再拡大への不安が払しょくできれば、V字回復も可能だが、現時点で見通せる状況にはない。

こうした状況下では、政府の経済対策も難しくなる。Go To Travel キャンペーンのキックオフ直後に感染者が急増したのは政府にとって不運だったが、今後も完全な封じ込めが難しいのであれば、積極的な景気対策は控えざるを得ない。当面、ダメージの大きい業種に対しては、直接給付を行うなどの、より消極的な手法をメインに据えるしかない。かといって、そうした政策が必要以上に長期化した場合、古い産業構造を固定化し、経済のデジタル化を遅らせる結果にもつながる。この点、中期的には企業への補助ではなく個人への補助を中心とし、産業構造の転換を阻害しない方向へとシフトしていくことが必要となろう。(8月24日 小玉)

目次

レポート名	執筆者	ページ
フォーカス 引き続きコロナ次第の経済見通し	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P1
過去最大の落ち込みになった4-6月期英国GDP	エコノミスト 西山 周作	P3~P5
コロナ問題が回復の重しとなる米個人消費	シニアエコノミスト 大広 泰三	P6~P8
予想通り大きく落ち込んだ4-6月期GDP	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P9~P13
輸出の下げ止まりが明確となった7月貿易統計	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P14~P16
デフレ圧力の残存を示した7月CPI	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P17~P19

過去最大の落ち込みになった4-6月期英国GDP

要約

英国国家統計局が発表した4-6月期の英国の実質GDP（国内総生産）は、前期比▲20.4%（季節調整済）と、リーマン・ショック時を超える過去最大の落ち込みとなった。需要項目別にみると、個人消費と固定投資の落ち込みが大きく、各種の経済活動制限の影響が如実に現れた。ただ、月次ベースでみてみると、4月を底に切り返し、回復傾向で推移している。

今後の英国景気については、ペントアップディマンドにより7-9月期は高めの成長となり、その後は、各種金融・財政政策が下支えすることで、緩やかな回復傾向で推移するとみている。ただ、EU離脱交渉は全く進展が見られず、来年にかけての英景気や金融市場の波乱要因となろう。事実上の合意なき離脱になるとは見込んではいないが、不透明感は強い。（8月13日発行）

（エコノミスト 西山 周作）

本文

4-6月期の実質GDPは過去最大の落ち込み

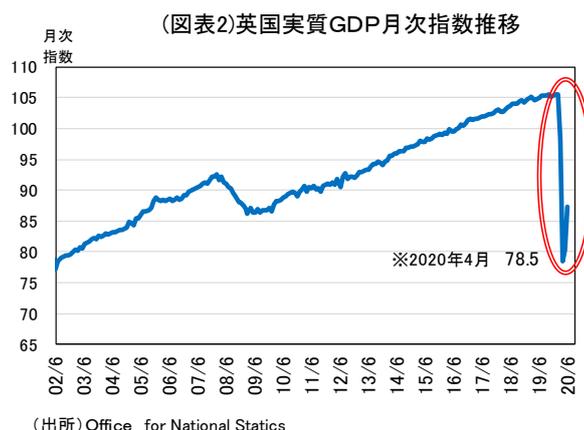
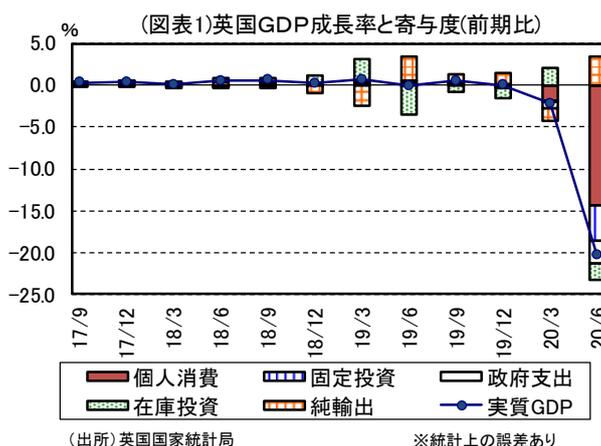
8月12日に国家統計局が発表した4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲20.4%（1-3月期は同▲2.0%）と、同じ基準で統計がさかのぼれる1997年以降で最大の落ち込みとなった（図表1）。実質GDPの水準も、2003年4-6月期と同程度まで落ち込んだ。新型コロナウイルスの感染拡大を受けた都市封鎖の影響が如実に現れた形。

主要項目別にみてみると、輸入の急減によって純輸出（寄与度+3.5%ポイント）がプラス寄与となったが、他は全てマイナス寄与となった。特に個人消費（同▲23.1%、寄与度▲14.4%ポイント）と、固定投資（同▲25.5%、寄与度▲4.3%ポイント）の落ち込みが大きい。コロナ禍によって各種活動が制限・自粛されるなか、内需は総崩れといった形である。

もっとも、月次ベースのGDPをみると、4月に78.5（前月比▲20.1%）と過去最大の落ち込みとなった後、5月には80.4（同+2.4%）と切り返し、6月は87.3（同+8.6%）と過去最大の伸びとなっている（図表2）。5月中旬以降、就業の奨励や、外出規制の緩和といった都市封鎖の解除を段階的に実施したため、4月を底に回復傾向で推移している。

すべての産業がマイナス寄与

4-6月期の実質GDPを生産者側からみると、サービス部門が前期比▲19.9%（1-3月期：同▲2.3%）、生産部門が同▲16.9%（同▲1.5%）と、ともに大幅マイナスとなった（図表3）。法規制によって各種営業や生産が停止された影響が大きい。最も大きく落ち込んだのは、建設業の同▲35.0%（同▲1.7%）である。各種建設作業の継続の



判断は、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）、報道によると建設現場の約4割が中断され、特に住宅建設が最も影響を受けた。また、最も軽微だったのが農林水産業の同▲4.8%（同▲0.1%）である。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、影響は比較的軽微にとどまった。

生産指数の構成項目（鉱業、製造業、電気ガス等、上下水道）のなかでは、製造業の減少幅が同▲20.2%（同▲1.1%）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。

コロナの影響で製造業は医薬品を除きマイナス

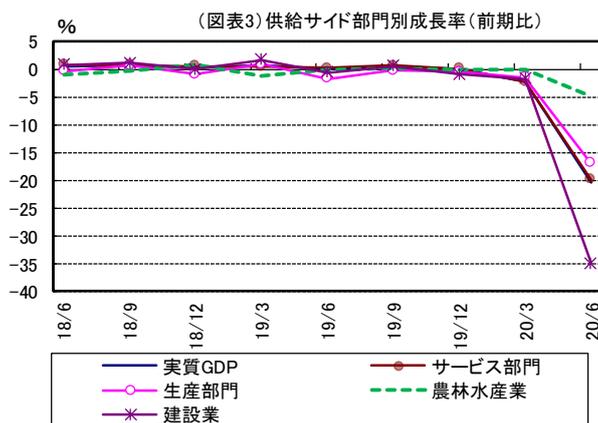
製造業の内訳の業種別寄与度をみると、医薬品を除く全業種がマイナス寄与となっている（図表4）。なかでも、輸送機器の寄与度が▲6.4%ポイント（1-3月期寄与度：▲1.0%ポイント）と、前期に引き続き最も大きい。背景には、コロナ禍で世界的に自動車販売が不振に陥っていることがある。以下、金属製品が▲2.4%ポイント（▲0.1%ポイント）、機械工業▲2.1%ポイント（▲0.7%ポイント）と続く。

一方、医薬品が+0.8%ポイント（+0.9%ポイント）と、前期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、医薬品のみは増産していたことがわかる。

サービス部門は政府以外すべて低下

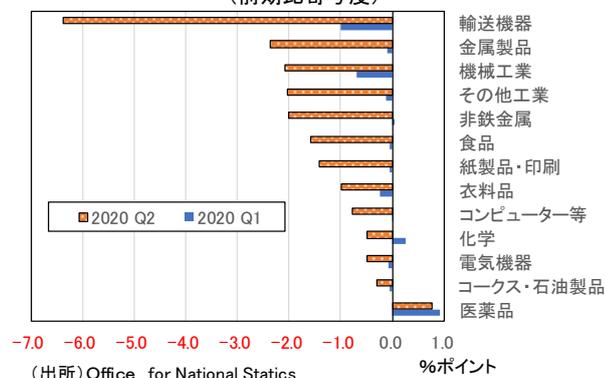
サービス部門の業種別の前期比寄与度をみると、政府部門を除き、マイナス寄与となった（図表5）。専門・科学・事務サポートのマイナス寄与が▲4.1%ポイント（1-3月期寄与度：▲0.2%ポイント）と最も大きい。以下、宿泊・食事サービスが▲2.9%ポイント（▲0.4%ポイント）、卸売・小売が▲2.7%ポイント（▲0.4%ポイント）、運輸・通信が2.6%ポイント（▲0.4%ポイント）と続く。いずれも都市封鎖によって、営業停止を余儀なくされていた業種である。

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かった。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、テレワークで対応できる業務が多かったことなどが要因とみられる。

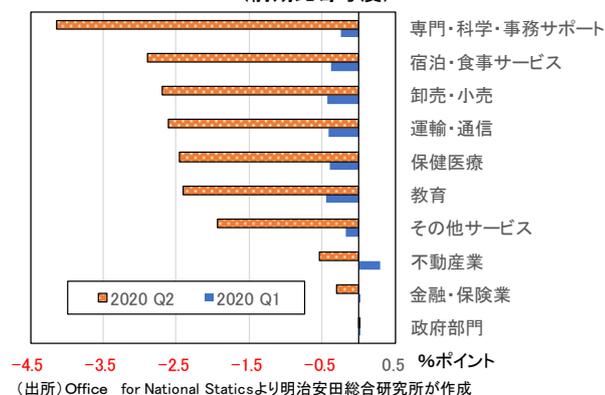


(出所) 英国国家統計局

(図表4) 英国実質GDP製造業内訳
(前期比寄与度)



(図表5) 英国実質GDPサービス部門内訳
(前期比寄与度)



欧州主要国のなかで最も落ち込みが大きい

4-6 月期実質 GDP の前期比ベースの落ち込みは、英国が欧州主要国のなかで最も大きくなった（図表 6）。観光業が深刻な打撃を受けた南欧諸国のスペイン（前期比▲18.5%）やイタリア（同▲12.4%）よりも大きい。これは、他の欧州諸国に比べやや遅れて英国の新型コロナウイルスの感染拡大が始まり、収束までの期間もやや長引いたことに起因するとみられる（図表 7）。当初英国は「集団免疫」獲得による抑え込みを図ったが、効果はあまり見られず、途中で撤回したこともあり、感染者数が多いだけでなく、5 月段階での死者数も欧州で最大となっていた。

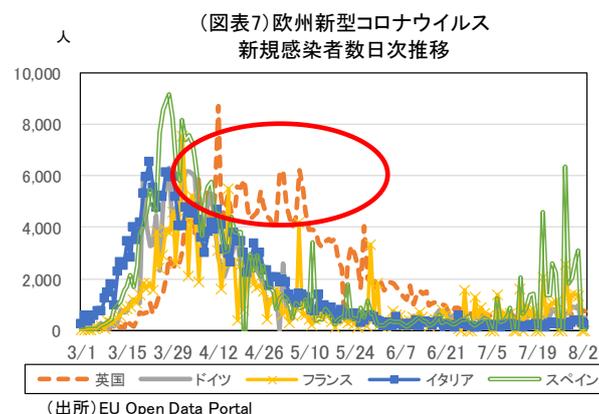
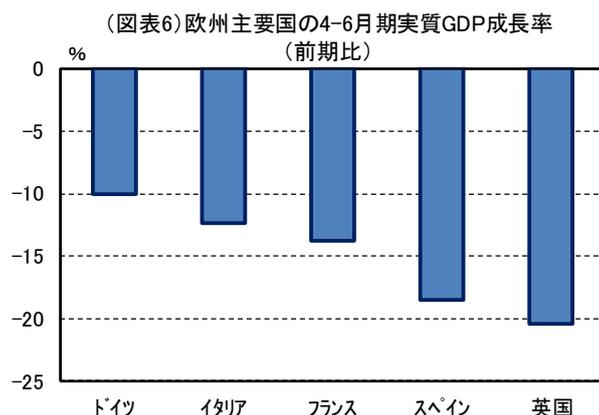
足元の英国の新型コロナウイルス感染状況も予断を許さない。カジノなどの一部娯楽施設やスポーツ観戦はまだ解禁されていないほか、グレーター・マンチェスター等のイングランドの北部地域では7月末にロックダウンが発動されるなど、英国のコロナ禍に収束の兆しは見えていない。

緩やかな回復を見込むが不透明感が強い

今後の英景気について、7-9 月期の成長率は、経済活動の再開に伴うペントアップディマンド（繰り越し需要）により、高めの成長が見込まれる。英政府は、これまで一時帰休従業員に対する給与支給などの経済対策を実施していたが、新型コロナウイルスで打撃を受けた経済を立て直すべく、7 月にはインフラ投資をはじめとした約 300 億ポンド規模の経済対策を発表した。英国中央銀行も、3 月に政策金利を引き下げ、6 月には、資産買い入れプログラムの枠を 1,000 億ポンド増額するなど、各種金融緩和策を決定している。10-12 月期以降については、感染第二波への警戒感が残るなか、急回復は見込みにくいものの、これらの政策効果が英景気を下支えするとみられるため、緩やかな回復を見込む。

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。しかし、その後も 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の議論はなんら進展していない。これらの問題をすべて年内に処理できるとは考えにくい。EU との間は何の協定を結ばずに離脱する「事実上の合意なき離脱」に近い状態に陥る可能性は低いとみるものの、不透明感が極めて強いのは確かである。

移行期間を期限ギリギリで延長する可能性も捨てきれないが、基本的には以下の 4 通りの決着がありうるとみる。①サービスも含んだ包括的な経済・貿易協定の締結、②財のみに限定した FTA（自由貿易協定）、③オーストラリア型の協定（一部の品目のみの貿易協定、ジョンソン首相が度々言及）、④協定なし（WTO ルールへ移行、事実上の合意なき離脱）。番号順に英国にとって望ましい EU 離脱方法となり、景気や金融市場への影響も小さい。現時点では、交渉に進展が見られないこと、事実上の合意なき離脱は英、EU 双方にとって負の影響が大きくなることなどから、②ないし③となる可能性が高いとみている。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大まかな方向性すらわからないであろう。従って、年末にかけても EU 離脱に起因した不透明感は払しょくせず、金融市場の波乱要因であり続ける可能性が高い。仮に④となった場合には、2021 年以降の景気回復ペースは大幅に鈍化することになる。（8 月 13 日発行）



コロナ問題が回復の重しとなる米個人消費

要約

経済活動の再開に伴い、米国の個人消費は回復基調をたどっている。個人を対象とした新型コロナウイルスに関するアンケート調査によれば、感染に対する警戒感が薄れ、以前に比べて消費行動にやや前向きな結果が示されている。感染状況が今以上に悪化しなければ、個人消費の回復基調自体は続くと予想する。もっとも、感染への警戒感は薄れたとはいえ残存するほか、長期失業者が増加している現状を踏まえれば、今後雇用環境の改善ペースは鈍化する可能性が高い。経済対策の効果やペントアップディemand（繰り越し需要）一巡後の個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。（8月13日発行）

（シニアエコノミスト 大広 泰三）

本文

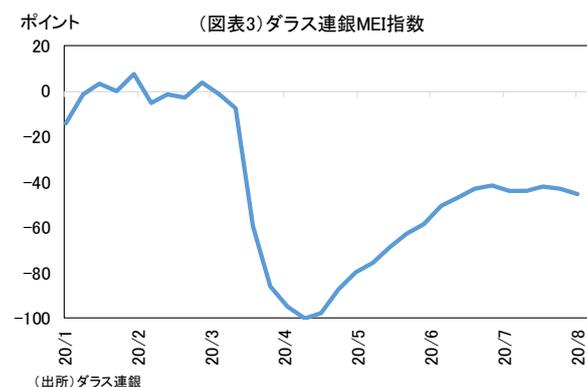
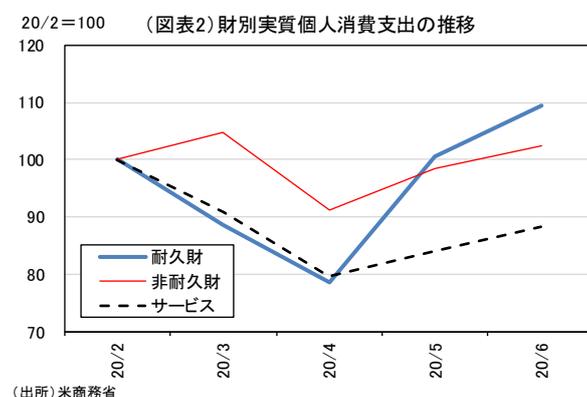
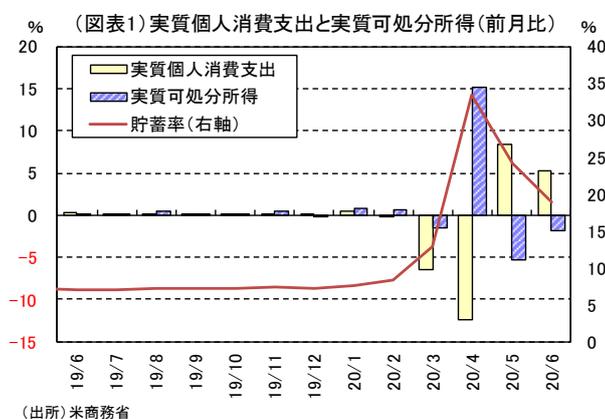
実質個人消費は2ヵ月連続で増加

6月の米実質個人消費支出は前月比+5.2%と、2ヵ月連続で増加した（図表1）。新型コロナウイルスの感染拡大を防止すべく実施してきた各種制限が緩和され、経済活動が正常化へ向けて動き始めた効果が現れた。財別にみても、耐久財、非耐久財、サービスのいずれも2ヵ月連続でプラスとなるなど、幅広い業態で持ち直している。

ただ、感染の影響は依然として尾を引いている。米国で感染拡大が本格化する前の、今年2月を起点とした消費支出の推移をみると、耐久財の回復が顕著な一方、サービスの持ち直しは限られたものにとどまっている（図表2）。耐久財では、自動車・部品や家具・家庭用機器が伸び、すでにコロナ前の水準を上回って推移する一方、サービスでは、娯楽や輸送、外食・宿泊等が低調であり、コロナ前の水準を1割超下回っている。ペントアップディemand（繰り越し需要）のほか、コロナ対策として家計に支払われた現金給付（大人1人あたり1,200ドル、子供1人あたり500ドル）や、失業保険の特例給付（1週間あたり600ドル上乗せ）などの対策効果が、行動自粛の影響を受けやすいサービス消費ではなく、主としてモノの消費に現れている様子が見えてくる。

7月以降、再び個人消費が停滞している可能性も

ダラス連銀が、人々の活動状況を把握するために、モバイルデータを活用して自宅や外出先での滞在時間、移動距離などから算出しているMEI指数（Mobility and Engagement Index）をみると、4月下旬以降、持ち直してきた同指数が、6月後半以



降、頭打ちになっている(図表3)。米国では、5月20日にコネチカット州が経済活動の再開に踏み出したことで、すべての州で活動が再開されると報じられたが、早期に再開に動き出した南部州を中心に新規感染者数が増加した結果、6月下旬以降、全米規模でも感染者が急増した(図表4)。オープンテーブルが公表するレストランのディナー予約数をみても、MEI指数と同様に6月下旬以降、回復が頭打ちとなっており、直近8月10日は前年比で▲59.7%と、大幅マイナスとなっている。新規感染者数の増加と、それに伴う各種制限措置の再導入により、7月以降、経済活動が再び停滞している様子が見えてくる。

個人消費の回復基調自体は続く見込み

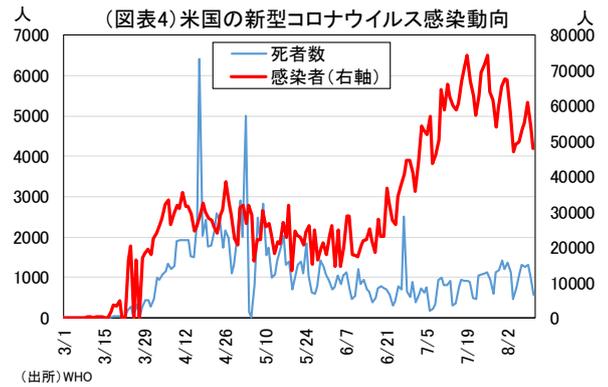
足元では、一部の州による経済活動の再制限に伴い、新規感染者の増加数はピークアウトしつつある。今後のコロナウイルスの感染状況によるものの、今以上に悪化しないとの前提に立てば、個人消費の回復基調自体は続くと予想する。

調査会社の Ipsos が実施したアンケート調査によれば、不要不急の外出を自粛すべきと考える人が引き続き大勢を占めるものの、感染拡大初期の4月に比べるとその割合は低下していることや、外出することへの警戒心も薄れているとの結果が示されている(図表5)。こうした背景には、これまでの感染拡大を通じて、感染を避けるための対策を個人個人が徐々に学んでいるほか、医療機関の経験値も上昇したことなどがあると考えられる。感染拡大に対する個人消費の感応度は、感染初期に比べて低下しているとみられ、感染の程度が同規模であるなら、個人消費の抑制度も感染初期と比べれば限られたものにとどまる可能性が高い。

回復ペース自体は緩慢に

家計への現金給付等、政府による各種のコロナ対策により、家計の貯蓄率は高水準にある(前掲図表1)。また、現在、米議会で協議中の追加景気対策では、家計への現金給付などが再び行われる見込みであり、今後の個人消費を下支えすることが見込まれる。

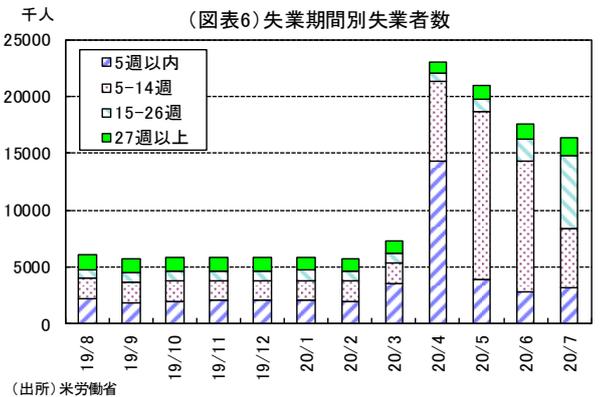
もっとも、前掲図表5では、感染第二波の襲来時に行動を変えろという人が少数ながら増加傾向にあるほか、ロックダウンが秋に再び実施されると予想する向きが増え、すでに旅行の計画を変更したとする回答も増加するなど、感染への警戒感自体は残存している様子が見えてくる。ワクチンや特効薬が完成し、感染収束が明確となるまでは、コロナ問題が個人消費を抑制する要因になることに変わりはない。7月の消費者態度指数は、コロナ感染本格化前の2月の水準を約3割下回っており、消費マインドは委縮したままである。また、個人消費の行方を占ううえで最も重要な雇用環境も、7月の段階で非農業部門雇用者数がコロナ前の水準を4割ほど取り戻すにとどまっ



(図表5)コロナウイルスに関するアンケート調査結果

		4/10-13	4/17-20	4/27-28	6/23-24	7/21-22	
必要な用事、仕事以外は家にいる	賛成	85%	85%	81%	69%	69%	
	反対	6%	6%	8%	17%	18%	
必要な用事、仕事での外出が怖い	賛成	42%	35%	33%	29%	29%	
	反対	38%	43%	46%	52%	51%	
実店舗での買い物は避ける	賛成	63%	61%	56%	47%	48%	
	反対	18%	21%	27%	35%	34%	
毎月の支払がいつもより苦しい	賛成	31%	26%	27%	27%	26%	
	反対	43%	49%	50%	50%	51%	
		4/27-28	5/4-5	5/14-15	5/28-29	6/23-24	7/21-22
第二波再来も行動不変	賛成	66%	58%	65%	65%	63%	59%
	反対	12%	17%	13%	16%	18%	18%
ロックダウン、秋に再来	賛成	37%	40%	42%	44%	48%	48%
	反対	25%	25%	22%	24%	21%	21%
秋の旅行計画をすでに変更	賛成	31%	36%	34%	38%	37%	47%
	反対	34%	31%	33%	33%	34%	25%

(出所) Ipsos



た。7月の消費者態度指数は、コロナ感染本格化前の2月の水準を約3割下回っており、消費マインドは委縮したままである。また、個人消費の行方を占ううえで最も重要な雇用環境も、7月の段階で非農業部門雇用者数がコロナ前の水準を4割ほど取り戻すにとどまっ

ている。足元の雇用の回復については、経済活動の休止で一時解雇となっていた労働者の復帰が進んでいることが主因だが、その一方で失業期間の長い失業者が増加傾向をたどっている。相対的に重要度の低い雇用者ほど、失業期間が長期化する傾向があると考えられることから、今後の雇用環境の回復ペースは鈍化する可能性が高い（図表 6）。新規失業保険申請件数も改善ペースが足元で鈍化している。経済活動の再開に伴うペンタアップデマンドや対策効果が一巡すれば、個人消費の回復ペースは鈍化しよう。今後の個人消費は、感染が拡大すれば抑制され、感染が弱まれば持ち直す動きが続くとみられ、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。

(8月13日発行)



予想通り大きく落ち込んだ4-6月期GDP

要約

4-6月期の日本の実質GDP成長率は前期比▲7.8%（年率換算：▲27.8%）と、大幅マイナスを予想していた事前の市場予想（同▲7.5%、年率換算：▲26.9%、当社予想は同▲7.6%、▲27.1%）にほぼ近い結果となった。4-5月と続いた緊急事態宣言の影響で、民間最終消費支出が前期比▲8.2%（年率換算：▲28.9%）と記録的な落ち込みとなったほか、世界的に広がったロックダウン等の影響で、輸出が同▲18.5%（年率換算：▲56.0%）と、金融危機時以来の大幅マイナスになったことが足を引っ張った。

今後、日本経済は短期的にはリバウンド局面に入る。ペントアップディマンド（繰り越し需要）の蓄積に特別定額給付金の効果も加わって7-9月期のGDP成長率はかなり高めの伸びとなりそうだが、反動増一巡後の成長率は再び低迷しよう。世界経済の回復が遅れるなかで、外需は停滞、グローバル企業の業績不振が続き、設備投資計画を先送りする動きが顕著となる。家計にとっては、来春の春闘が極めて厳しい結果が見込まれるほか、人と人との接触をなるべく避けるライフスタイルの追及が進むこともあって、個人消費は2021年度にかけても低迷が続く。日本経済は2021年度まで停滞気味の推移を余儀なくされると予想する。（8月17日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

4-6月期の実質GDPは過去最大の落ち込み

4-6月期の日本の実質GDP成長率は前期比▲7.8%（年率換算：▲27.8%）と、大幅マイナスを予想していた事前の市場予想（同▲7.5%、年率換算：▲26.9%、当社予想は同▲7.6%、▲27.1%）にほぼ近い結果となった（図表1,2）。これは、2009年1-3月期の同▲4.8%を上回る、過去最大のマイナス幅となる。4-5月と続いた緊急事態宣言の影響で、民間最終消費支出が同▲8.2%（年率換算：▲28.9%）と記録的な落ち込みとなったほか、世界的に広がったロックダウン等の経済活動制限の影響で、輸出が同▲18.5%（年率換算：▲56.0%）と、金融危機時以来のマイナス幅となったことが足を引っ張った。

一方、設備投資は同▲1.5%（年率換算：▲5.8%）、住宅投資は同▲0.2%（年率換算：▲0.8%）で、マイナス幅は比較的小幅にとどまった。公的資本形成は同+1.2%（年率換算：+4.7%）で、主要需要項目中では唯一のプラス寄与となった。

サービスのマイナスが目立った個人消費

需要項目別に概観すると、まず、民間最終消費支出は前述の通り前期比▲8.2%（年率換算：▲28.9%）となり、マイナス幅は当社予想の同▲7.0%を上回った。個人消費だけでGDPを4.5%ポイント押し下げている計算。形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同▲3.9%、半耐久財が同▲3.3%、非耐久財が同▲3.3%、サービスが同▲12.7%となっている（図表3）。通常、個人消費が落ち込むときは、振れの大きい耐久財主導で落ち込むことが多く、サービス消費は好不況にかかわらず比較的安定しているのが常だが、今回はサービス消費主導で大きく落ち込

（図表1）当社の実質GDP成長率予測と実績

(前期比)	当社予想		実績	
	2020年4-6月期		2020年4-6月期	
		寄与度		寄与度
実質GDP	-7.6	-	-7.8	-
前期比年率	-27.1	-	-27.8	-
民間最終消費支出	-7.0	-3.9	-8.2	-4.5
民間住宅投資	-3.7	-0.1	-0.2	-0.0
民間設備投資	-2.8	-0.5	-1.5	-0.2
政府最終消費支出	0.5	0.1	-0.3	-0.1
公的固定資本形成	2.1	0.1	1.2	0.1
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.2	-	-0.0
純輸出(寄与度)	-	-3.2	-	-3.0
財貨・サービスの輸出	-19.5	-3.2	-18.5	-3.1
財貨・サービスの輸入	-0.1	0.0	-0.5	0.1
名目GDP	-7.5	-	-7.4	-
前期比年率	-26.8	-	-26.4	-
GDPデフレーター(前年同期比)	1.1	-	0.5	-

（出所）内閣府データより明治安田総研作成

む形となっており、コロナ下での個人消費の特徴が如実に表れている。

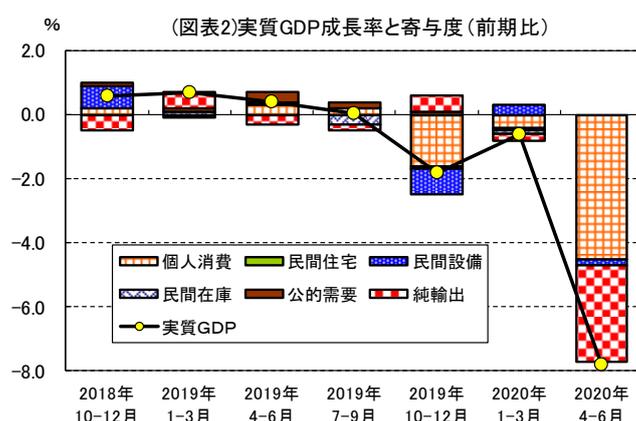
なお、個人消費の構成項目ではないが、インバウンド消費（輸出に計上される）が含まれる「非居住者家計の国内での直接購入」は前期比▲81.2%と、1-3月期の同▲44.9%に次ぐ大幅マイナスとなった。実質GDPへのマイナス寄与は▲0.4%ポイントとなっている。

今後、夏場から秋口にかけての個人消費に関しては、自粛期間中に蓄積されたペントアップディマンドに加え、一人10万円の特別定額給付金が押し上げる展開が期待できる。明治安田生命が実施した、「コロナ禍における子育て世帯への緊急アンケート調査」によると、特別定額給付金の用途については、世帯給付総額の52.8%が貯金、47.2%が消費に向かうという結果になっている。この結果が全世界帯に当てはまると仮定すると、当社の経済モデルでは、特別定額給付金は2020年度の実質個人消費を1.45%、実質GDPを1.14%押し上げる。

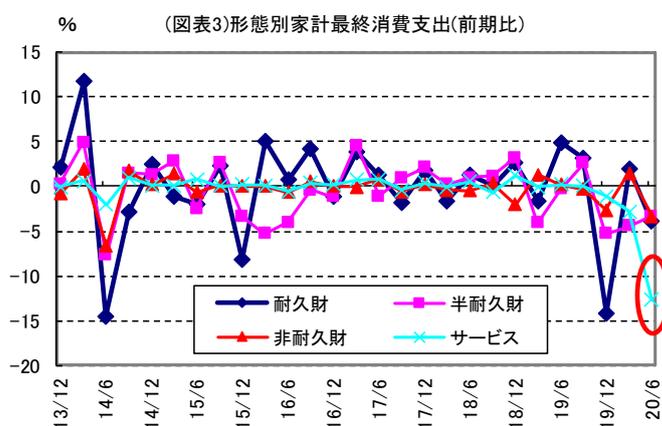
しかし、この効果はむしろ永続的なものではなく、いわばパッと開いて消える打ち上げ花火のようなものである。リバウンド一巡後の中期的な個人消費の基調を決めるのはあくまで雇用・所得環境だが、この点については大きな期待はできない。7月6日に発表された2020年春闘の第7回集計結果（最終）をみると、平均賃金方式による賃上げ率は1.90%で、昨年同時期の調査を0.17%ポイント下回り、2013年度以来の低水準になっている。2020年度の業績が交渉の前提となる来年の春闘は、労働者にとって月例給、賞与ともより厳しい結果が予想される。政府の対策効果もあって、今のところ失業率の上昇は抑えられているが、企業が労働投入量を時間で調整している結果、所定外労働時間が大きく減少、この結果6月の所定外給与（除くパート）は前年比で▲25.4%の大幅減となっており、賃金全体の押し下げ要因になっている（図表4）。反動増一巡後の個人消費は、2021年度末にかけて冴えない推移が続く可能性が高い。

意外に底堅かった住宅投資

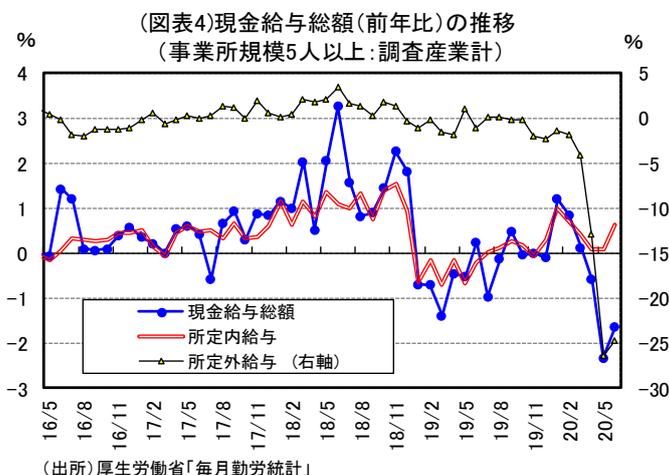
実質民間住宅投資は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.8%）と、3四半期連続のマイナスとなった。緊急事態宣言の影響で、消費者の外出意欲や、住宅販売会社の営業活動が大きく制限された影響が表れた形とみられる。マイナス幅は意外に小さかった印象だが、消費増税等の影響で、昨年10-12月期が同▲2.2%、1-3月期が同▲4.2%と、すでに大きく減少していたという背景もありそうである。1-3月期に関しては、中国における感染拡大で、トイレ部品等、中国からの資材調達に支障をきたす事態になっていたことも、住宅投資のボトルネックになっていた。こうして先送りされた投資が、4-6月期の押し上げ要因となった可能性がある。



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

7月のさくらレポート(日銀地域経済報告)をみると、住宅投資の判断は、9地域中7地域で引き下げられている。4月時点では一部地域に残っていた、「持ち直し傾向」「高水準」「横ばい圏内」といった表現はすっかり消え、すべての地域で「弱い」、「弱め」、「減少」といった表現が用いられており、足元の住宅投資が一段と弱含んでいる様子が見える。民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数(季調値)をみると、貸家、分譲、持家とも前年比でのマイナストレンドが続いている(図表5)。

今後も、感染症再拡大への不安が残る中での消費者、販売サイド双方の活動縮小が住宅投資の下押し圧力となる。持家は、消費増税前の駆け込み需要が昨年夏場の時点ですでにピークアウトしていたのに加え、政府による住宅取得支援策が順次終了に向かっていることが下押し圧力となっている。春以降はそこに感染症の影響が加わっている。貸家については、節税対策としてのアパート経営需要の一巡で減少トレンドが続いていたところに、やはり感染症問題が追い打ちをかけている。分譲は、消費税増税の反動減に、マンション価格の高止まりといった問題も加わっている。今後も住宅投資は低迷が予想されるが、マンションに比し割安感のある分譲戸建てについては、2020年度末以降、徐々に下げ止まる展開が期待できよう。

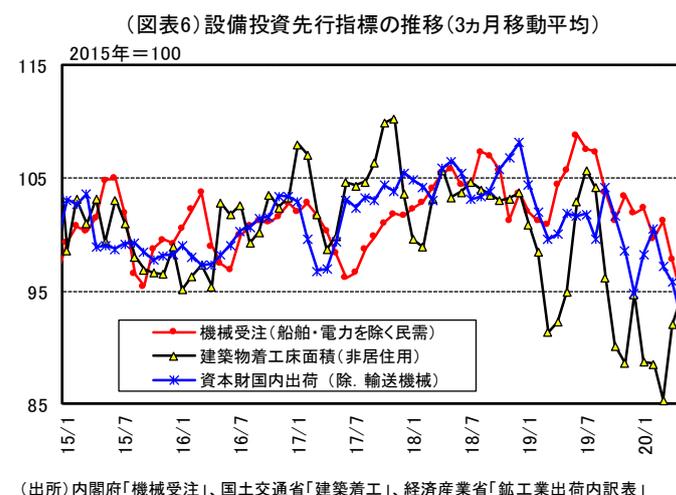
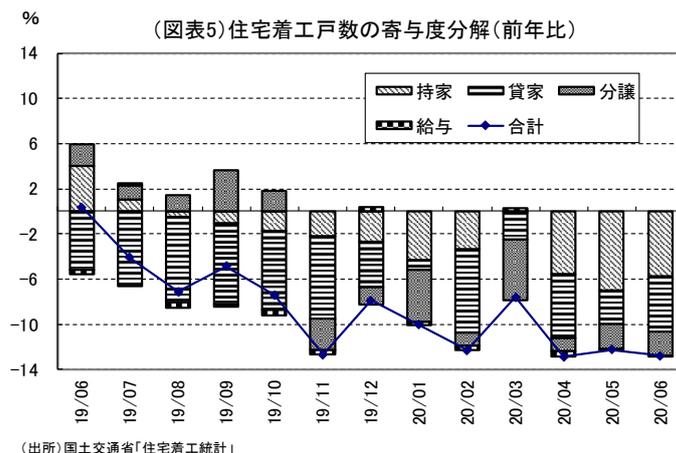
設備投資も底堅いが今後さらなる減少へ

実質民間企業設備投資は、前期比▲1.5%(年率換算:▲5.8%)と、2四半期ぶりのマイナスとなった。1-3月期は同+1.7%のプラスであり、こちらも予想以上に底堅かった印象がある。実際、6月の日銀短観でも、2020年度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た。

もともと、6月短観における2019年度の実績は見込み値から大きく下方修正されており、2019年度末になってから投資計画を翌年度に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計画であった。通常時でも投資計画の変更にはある程度時間がかかることを考えれば、今後はさらなる投資計画の下方修正が進む可能性が高いとみる。

設備投資に先行する主要3指標(3ヵ月移動平均)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6)。機械受注では、民需に含まれない外需が前月比▲18.5%と、4月の同▲21.6%に続く大幅マイナスとなっている点も重要である。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強まっており、今後の設備投資の抑制要因となる

足元の稼働率指数も大きく低下している。特に、6月の輸送機械は62.1で、しばらくは生産能力の増強が必要な水準まで戻りそうもない。また、4-6月期の各企業の決算発表からは、予想以上に厳しい収益実態が明らかになっ



てきている。非製造業を中心に、これまで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、7-9月期には設備投資のさらなる減速傾向が明らかになる可能性が高いとみる。

一方、政府・日銀による各種企業支援策は、ある程度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。日銀の政策も、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おり、設備投資にとっても一定の下支え効果を発揮しよう。

公的投資はプラス

公的固定資本形成は前期比+1.2%（年率換算：+4.7%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。7月のさくらレポートをみると、公共投資の判断は全体的に下方修正が進んでいるものの、いまだに9地域のすべてで「増加」あるいは「高水準」といった表現が残っている。アンケート結果には、「国土強靱化に伴う道路整備事業の発注が期待できる」、「昨年の台風19号等による被害の復旧工事や、防災・減災に関連する工事の受注が増加している」といった声が挙がっている。政府は、昨年12月に3年ぶりの経済対策である「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」を閣議決定している。当該経済対策は、2019年度補正予算と2020年度予算を合わせた15ヵ月予算との建付けになっており、財政支出が5.8兆円にのぼる「災害からの復旧・復興と安全・安心の確保」の多くが足元の公共投資の押し上げに寄与しているとみられる。感染症の影響が残る中、公共投資に一段の伸びの加速は望めないが、引き続き高水準での推移が見込まれる。

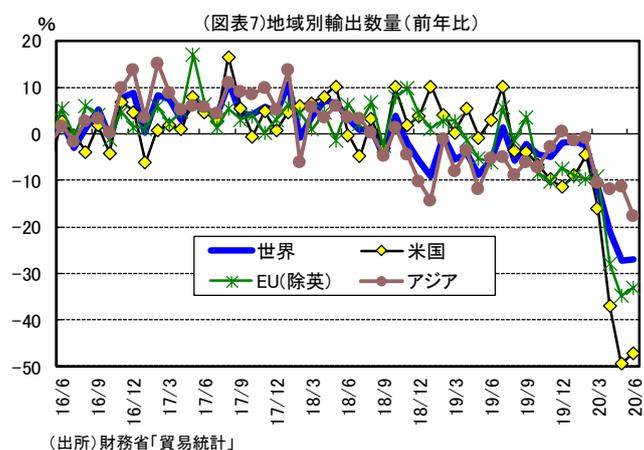
また、政府最終消費支出は前期比▲0.3%と、8四半期ぶりのマイナスとなった。感染への不安から人々が病院に行くことを控えたことにより、医療費の公費負担部分が減少した影響が大きかったとみられる。

輸出は金融危機時以来のマイナス

輸出は前期比▲18.5%（年率換算：▲56.0%）と、2009年1-3月期に同▲25.5%を記録して以来のマイナス幅となった。当時は、金融危機の影響で貿易信用が一時的に機能不全となった影響が大きく、需要が消えたわけではなかったため翌期以降急回復したが、今回は需要も減少しており、同様の回復パターンは期待薄である。

財務省の6月貿易統計で、輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると、米国向けが前年比▲47.0%と、半分程度の水準に落ち込んだ状況が続いている（図表7）。EU向けも同▲33.0%と3割を超えるマイナス、相対的に落ち込みが小さいアジア向けも同▲17.7%のマイナスである。ただ、主要先進国に先んじて経済活動が再開した中国に関しては同▲2.0%と、プラス転換が目前という状況になっている。日本の輸出は、しばらくは中国向けに頼らざるを得ない。ただ、中国でも対面サービスを中心に個人消費は伸び悩んでいるほか、米国との貿易摩擦というハンデも負っていることから、今後の景気回復ペースは緩やかなものにとどまる見込みで、中国頼みでは限界がある。

世界景気に関しては、今後、感染拡大ペースが夏場以降ピークアウトに向かうことを前提にしても、回復ペースが緩慢なものとなるのは避けられない。第二波への警戒感が投資・消費マインドの下押し圧力になることや、米中対立の世界貿易への影響を考えると、輸出は2021年度にかけても停滞が続く可能性が高い。



短期的にはリバウンド局面

今後、日本経済は短期的にはリバウンド局面に入る。6月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+1.9%と、5ヵ月ぶりのプラスとなった。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」へと上方修正されている。実質GDPの水準は4-6月期が底となり、7-9月期に関しては、ペントアップディマンドと特別定額給付金の効果で、個人消費をけん引役にかなり高めの伸びが見込まれる。しかし、反動増一巡後の成長率は再び下がり、GDPが19年7-9月期の水準を取り戻すのは2024年4-6月期までかかると思われる。

前述の通り、世界経済の回復が遅れるなかで、外需は低迷、グローバル企業の業績不振が続き、設備投資計画を先送りする動きが顕著となろう。家計にとっては、来春の春闘が極めて厳しい結果が見込まれるほか、人と人との接触をなるべく避けるライフスタイルの追及が進むこともあって、個人消費は2021年度にかけても低迷が続くとみる。当社では経済見通し作成に当たり、来夏のオリンピックは開催を前提としているが、海外からの訪日客は当初期待された水準を大きく下回り、景気回復の起爆剤になるには至らない。日本経済はアフターコロナのけん引役を見つけれないまま、2021年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされよう。

日銀はしばらく様子見とみられるが、次に動くとしたら、反動増的な高成長が一巡する冬場だろう。2020年度の税収は当初予算対比で大幅減が確実なことから、12月には追加の景気対策を含んだ第3次補正予算の編成が有力な情勢である。その段階で日銀も歩調を合わせて追加金融緩和策を検討するという流れになる可能性がある。政策手段はその時の市場環境、特に為替相場次第の面も大きいですが、長短金利に深掘りの余地が乏しく、国債買い入れも無制限としている中では、引き続き、企業金融周りの強化策が中心となろう。6月同様、決定会合の議決事項の範疇に入らない変更にとどまる可能性もある。

急速な円高が進んだ場合はそれでは済まない可能性もあるが、単純なマイナス金利の深掘りは難しく、なんらかの副作用対策とセットで行うか、あるいはYCCの枠組み自体を見直さざるを得なくなる可能性も出てくるだろう。

(8月17日発行)



輸出の下げ止まりが明確となった7月貿易統計

要約

財務省から発表された7月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲19.2%と、6月の同▲26.2%から改善した。マイナス幅は2ヵ月連続で縮小。季調済前月比では+4.7%と2ヵ月連続のプラスで、足元の輸出が下げ止まりから反発に向かいつつある様子を示した。相手国・地域別にみると、中国向けが7ヵ月ぶりに前年比プラスに転じたほか、米国向けのマイナス幅が大きく縮小したことが寄与した。一方、EU向けは悪化した。

年明け以降の輸出動向をみると、コロナによる世界的な自動車の販売急減とサプライチェーンの寸断に伴い、北米を中心に自動車工場が操業停止に追い込まれたことが大きな影響を与えたことがわかる。すでに世界の自動車生産は回復に向かっているが、感染再拡大への不安が残る中、自動車販売がコロナ前の水準に戻るには時間がかかる見通しで、輸出の回復ペースは、反動増的な局面が一巡する年末までには弱まる可能性が高い。

(8月20日発行)

(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

本文

輸出は下げ止まりがより明確に

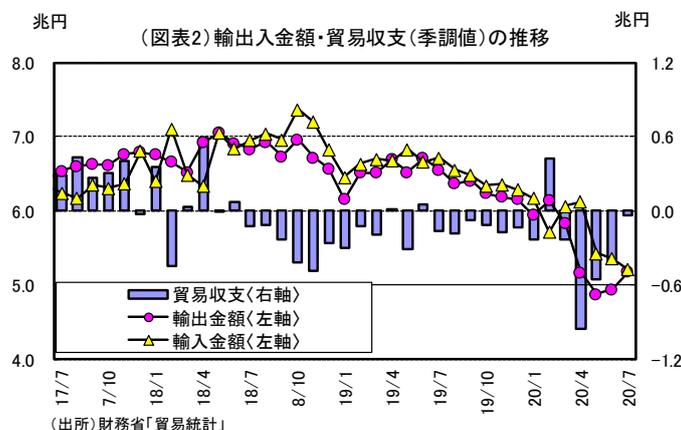
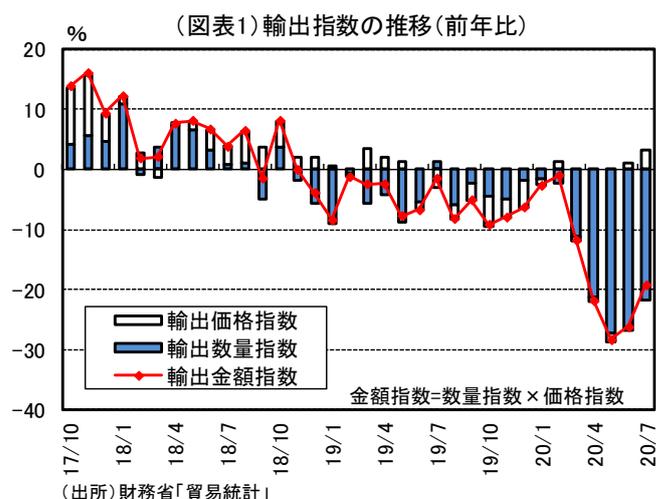
7月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲19.2%と、6月の同▲26.2%から改善した。これで20ヵ月連続の前年割れだが、マイナス幅は2ヵ月連続で縮小している(図表1)。季調済前月比では+4.7%と2ヵ月連続のプラスで、プラス幅も6月の同+1.3%を上回っている。足元の輸出は下げ止まりから反発に向かう兆しが現れている。

7月の輸入金額は前年比▲22.3%で、6月の同▲14.4%から再度マイナス幅が拡大した。6月は、緊急事態宣言の解除を受けて内需が急回復した結果、輸入のマイナス幅が縮小したとみられるが、7月はそうした内需回復に向けた動きがペースダウンしていることを示している可能性がある。

なお、季調済の輸入金額は前月比で▲2.7%のマイナスで、この結果、季調済の貿易収支は▲348億円と、赤字幅が前月から91.5%大きく縮小した(図表2)

中国向けが7ヵ月ぶりのプラス

輸出金額(季調前)の伸び率(前年比▲19.2%)を価格と数量に分解すると、輸出価格が同+3.2%、輸出数量が同▲21.7%となった。価格要因を排す分、輸出の実勢をより正確に示すと考えられる数量指数は、これで12ヵ月連続のマイナス。ただマイナス幅は2ヵ月連続の縮小である。



輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると、まず、米国向け（6月：前年比▲47.0%→7月：▲21.5%）のマイナス幅が半分以下に縮小したことが（図表3）、全体の回復に大きく寄与している。米国政府が、新型コロナウイルス感染症の拡大防止のために実施した各種の制限策が順次緩和されており、生産活動が正常化に向けて動き始めた様子を反映していると考えられる。

アジア向け（同▲17.7%→▲11.4%）のマイナス幅も縮小した。主要先進国に先んじて経済活動を再開させた中国向け（同▲2.0%→+8.5%）が7ヵ月ぶりにプラスに転じたことが大きい。一方で、EU向け（同▲33.0%→▲36.7%）はマイナス幅を拡大させた。欧州各国は5月上旬以降、段階的な都市封鎖の緩和を実施してきたが、

7月以降、スペインやフランスなどで再び感染が拡大している。都市封鎖等の各種制限も、結局完全な解除には至らないまま、足元では再び強化する動きがみられ、そうした動きが日本の貿易統計にも現れた可能性がある。

日本の輸出は、しばらくは中国向けに頼らざるを得ない状況かもしれない。ただ、中国でも対面サービスを中心に個人消費は伸び悩んでいるほか、米国との貿易摩擦というハンデも負っている。今後の景気回復ペースは緩やかなものにとどまる見込みで、中国頼みでは限界がある。

世界景気に関しては、今後、感染拡大ペースが夏場以降ピークアウトに向かうことを前提にしても、回復ペースが緩慢なものとなるのは避けられない。第二波への警戒感が投資・消費マインドの下押し圧力になることや、米中対立の世界貿易への影響を考えると、反動増的な局面が一巡した後の輸出は、2021年度にかけて停滞気味の推移が続く可能性が高い。

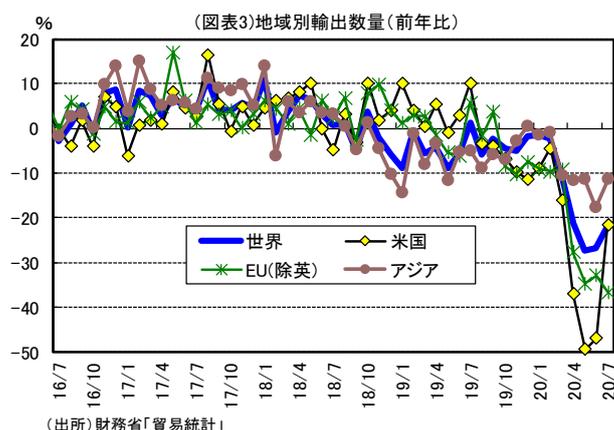
米国向け輸出が急回復

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、まず、米国向けの輸出金額（構成比：20%）は前年比▲19.5%（6月：同▲46.6%）で、12ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は前月から大きく縮小した。

品目別に見ると、構成比で41%を占める輸送用機器が同▲10.5%と、5月の同▲76.4%、6月の同▲60.4%から大きくマイナス幅を縮小させている。輸送用機器の約8割を占める乗用車がけん引している形である。他には、20%を占める一般機械（6月：前年比▲45.5%→7月：▲30.2%）、14%を占める電気機器（同▲37.7%→▲16.5%）なども、マイナス幅を縮小させている。

EU向けの輸出金額（構成比：8%）は前年比▲30.5%（6月：▲28.4%）と、10ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も6月から拡大した。品目別に見ると、構成比で22%を占める輸送用機器（同▲35.2%→▲48.3%）が悪化した影響が大きい。なかでも、自動車（同▲26.2%→▲48.5%）のマイナス幅が再び大きく拡大したことが影響している。同じく構成比で22%を占める一般機械（同▲34.4%→▲33.6%）は、6月とほぼ同程度のマイナス。構成比で19%を占める電気機器（同▲30.1%→▲18.3%）のマイナス幅は縮小した。

主要国別ではまちまちで、もっともウェートの大きいドイツ向け（同▲29.9%→▲27.5%）や、2番目にウェートの大きいオランダ向け（同▲34.0%→▲31.6%）のマイナス幅は縮小したものの、スペイン（同▲55.0%→▲59.0%）、ベルギー（同▲24.5%→▲33.6%）といった国が足を引っ張った。EU域外だが、スイス（同+14.7%→▲6.0%）も大きく悪化、英国（同▲51.0%→▲50.8%）も、引き続き前年の約半分の水準での推移が続いている。



半導体関連が伸びた中国向け

中国向けの輸出金額（構成比：25%）は、前年比+8.2%（6月：同▲0.2%）と、7ヵ月ぶりにプラスに転じた。内訳をみると、23%を占める一般機械（6月：前年比▲3.3%→7月：+8.9%）、21%を占める電気機器（同▲0.8%→+12.2%）、12%を占める輸送用機器（同+7.1%→+17.9%）などが軒並み改善している。一般機械では、約3割を占める半導体等製造装置（同▲20.5%→+23.6%）の改善が目立つ。電気機器では、やはり約3割を占める半導体等電子部品（同▲0.3%→+18.3%）が大きく改善している。輸送用機器では、4割弱を占める自動車の部分品（同▲7.1%→+16.2%）が大きく回復している。

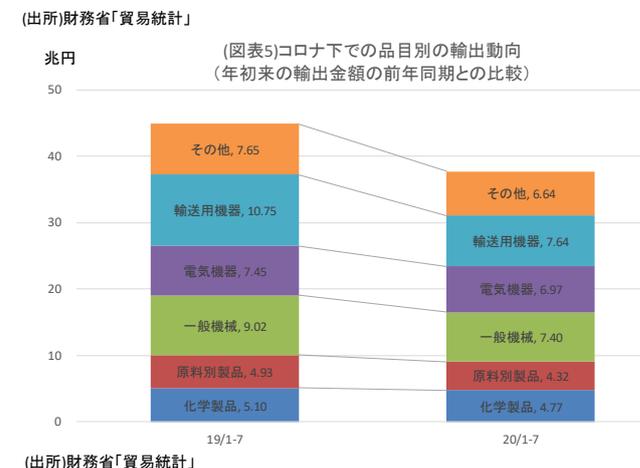
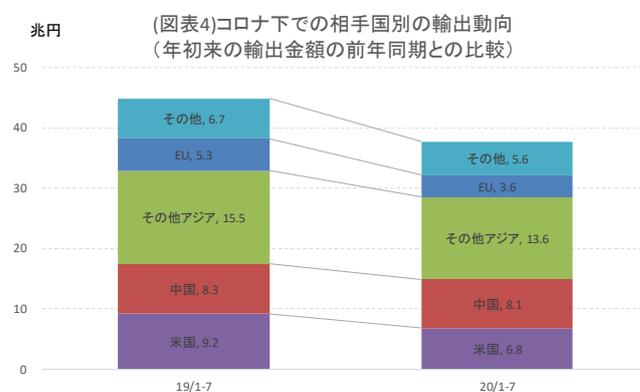
5月の全人代では、5G関連投資や電気自動車用の充電施設、データセンター、人工知能（AI）等、新型インフラ投資を強化する方針が示されているほか、地方政府がナンバープレートの発給枚数を増やしたり、新エネルギー車を購入する際の補助金を支給したりするなどの自動車購入促進策を打ち出している。こうした動きが日本からの輸出動向に反映されている可能性がある。

中国以外のアジア向け（構成比：34%）を見ると、7月は全体的に改善が目立つ。韓国（同▲15.1%→▲14.1%）はほとんど変わらなかったものの、台湾（同+0.4%→+5.8%）、香港（同▲14.6%→▲7.5%）、シンガポール（同▲27.7%→▲13.1%）と、他のNIEs諸国・地域は改善した。特に、旺盛な半導体需要の恩恵を受けている台湾向けはすでに前年比プラス圏での推移となっている。ASEAN諸国のなかでは、ウエートの大きいタイ（同▲45.6%→▲35.9%）、ベトナム（同▲14.7%→▲2.8%）、マレーシア（同▲27.5%→▲24.0%）などが改善に向かっている。

自動車操業停止の影響が大きかったコロナ下の輸出

2020年の1-7月期累計の輸出金額は、前年同期比で7.16兆円減少している。減少額に占める相手国・地域別の占率をみると、米国が33%、中国以外のアジアが26%、EUが23%という結果である。中国向けに関しては、年明けに大きく減少したものの、4月以降国内生産の回復が進んだ結果、7ヵ月間の累計では前年から0.2兆円の減少にとどまっている（図表4）。

次に、品目別の内訳をみると、輸送用機器が減少額の43%、一般機械が23%を占め、これだけで全体の7割弱を占める（図表5）。特に米国向けは、減少額の52%を輸送用機器が占めている。コロナによるサプライチェーンの寸断と、世界的な販売急減を受け、北米を中心に自動車工場が操業停止に追い込まれたことが、足元までの世界貿易に大きな影響を与えた様子を示している。すでに6月以降、自動車工場の段階的な操業再開が進んでおり、夏場から秋口にかけての輸出は強めの回復トレンドの持続が見込まれる。ただ、感染再拡大への不安が残る中、世界の自動車販売がコロナ前の水準に戻るのには時間がかかる見通しで、輸出の回復ペースは、反動増的な局面の一巡が見込まれる年末までには弱まる可能性が高い。



(8月20日発行)

デフレ圧力の残存を示した7月CPI

要約

7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±0.0%と、市場予想の同+0.1%を小幅下回り、6月と同じ伸びにとどまった。品目別にみると、押し上げ要因と押し下げ要因が拮抗していることが確認できるが、押し上げ要因の中には、自粛明け後の反動や、特別定額給付金、Go To Travel キャンペーンといった一時的なものも目立ち、今後は物価押し下げ圧力が強まるリスクが残る。マクロ的には、足元で負の需給ギャップが一段と拡大していること、賃金も低下していることが押し下げ圧力となる。

（8月21日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

コアCPIは2ヵ月連続で前年比0%

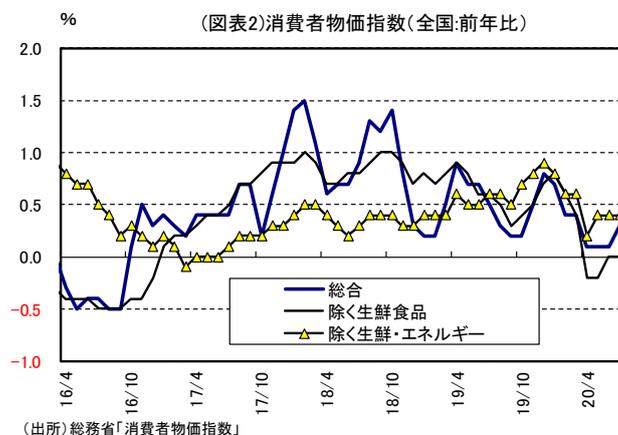
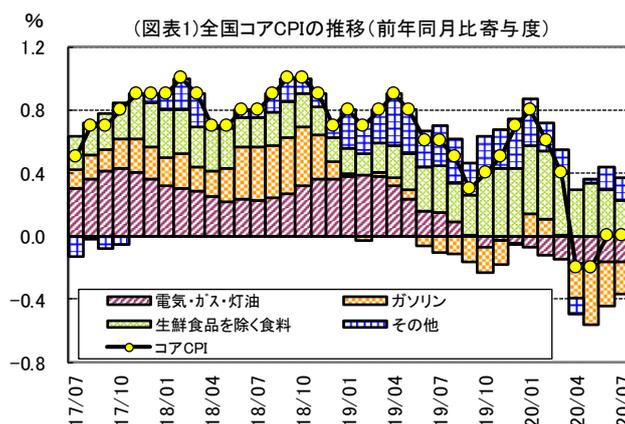
7月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は、前年比±0.0%と、市場予想の同+0.1%を下回り、4ヵ月ぶりのプラス回帰はならなかった。コアCPIは、4月に3年4ヵ月ぶりのマイナスに転じたあと、2ヵ月連続でマイナスが続き、6月に±0.0%まで戻っていた。これで2ヵ月連続の横ばいで（図表1）、CPIは引き続き軟調な推移が続いている。

総合指数は同+0.3%で、伸び幅は6月から+0.2%ポイント上昇、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、5月以降、3ヵ月連続で同じ伸びとなった（図表2）。季調済前月比で見ると、総合指数は+0.2%の上昇、コアCPI、新型コアは+0.1%の上昇となった。総合指数の伸び幅は前月から+0.1%ポイントの拡大で、コアCPI、新型コアは前月と同じ伸びになっている。

また、消費税調整済指数（2019年10月実施の消費税率引上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を、品目ごとに機械的に一律に調整した指数）をみると、コア指数の前年比の伸びは▲0.3%となった。4月以降、4ヵ月連続のマイナスだが、6月の同▲0.4%からは、▲0.1%ポイントマイナス幅が縮小した。

押し上げ要因と押し下げ要因が拮抗

6月との比較で、総合指数の上昇幅（前年比）の押し下げ要因として働いた主な項目は、生鮮食品を除く食料



(6月からの寄与度差：▲0.06%ポイント)、電気代(同▲0.02%ポイント)、交通(同▲0.03%ポイント)といったところである。生鮮食品を除く食料では、巣ごもり消費の影響が一巡した菓子類(6月：前年比+2.6%→7月：同+1.4%)の上昇幅が低下したことが寄与した。電気代(同▲1.6%→▲2.0%)の低下は、原油価格の下落を受け、大手電力会社10社が7月の電気料金を値下げしたことによるものである。交通の低下には、航空運賃(同+1.5%→▲1.4%)と高速自動車国道料金(同+9.4%→+1.8%)が大きく寄与している。このうち、航空運賃は、大手航空会社が夏場の割引運賃の値下げ幅を拡大したことによるもの、高速自動車国道料金は、高速道路各社が、新型コロナウイルス感染症拡大防止のため適用除外としていた休日割引を、6月20日から再開したことによるものである。

一方、総合指数を前年比で押し上げる方向に働いた主な項目は、生鮮食品(6月からの寄与度差：+0.16%ポイント)、家庭用耐久財(同+0.02%ポイント)、自動車等関係費(同+0.07%ポイント)、教養娯楽サービス(同+0.07%ポイント)といったところである。

この中では、コア指数に入らない生鮮食品の上昇幅が大きい。これは梅雨場の長雨と日照不足で生鮮野菜(6月：前年比+7.2%→7月：同+13.4%)の高騰が続いたことによるものである。家庭用耐久財では、電気炊飯器(同+7.5%→+19.8%)、ルームエアコン(同+1.6%→+5.1%)といった品目が上昇している。6月以降、白物家電の販売好調が伝えられており、特別定額給付金の支給進捗を反映している可能性が高い。自動車関係費については、ガソリン価格(同▲12.2%→▲9.2%)の底打ちが寄与している。教養娯楽サービスでは、宿泊料(同▲6.6%→▲4.5%)、外国パック旅行費(同▲7.1%→+1.3%)といったところが寄与している。これについては、緊急事態宣言の終了に伴う外出の増加や特別定額給付金の支給、Go To Travelキャンペーンの開始発表等を受け、旅行会社やホテルが価格設定にやや強気になり始めた様子を反映したと考えられる。

業界は先行きの見方に慎重

7月に関しては、上記のとおり、押し下げ要因と押し上げ要因が拮抗した形となったが、今後、短期的には物価の押し下げ圧力が強まりそうな気配である。

「巣ごもり需要」を反映した食料品の値上がりは、ここへきて一服している。また、JR東日本による、東北・北海道、上越、北陸、秋田、山形の各新幹線や在来線特急の料金が半額になるキャンペーンが、8月20日乗車分から始まっており、鉄道運賃(JR)の押し下げ圧力になる。

家電製品や宿泊、旅行関連の上昇も、上記の通り、自粛明け後の反動や、特別定額給付金、Go To Travelキャンペーンといった一時的な要因を反映している面が大きく、長続きしない可能性が高い。この点については、内閣府の景気ウォッチャー調査で、各業界の現状や先行きの判断理由を確認するのが参考になる。6月の時点では「特別定額給付金の支給により、高額商品が動いている。特に白物家電が好調で、ちょうど梅雨の時期であるため、エアコンの販売が増えている(近畿=家電量販店)」と、前向きな見方が多かったが、直近7月は、「前月と比べて、特別定額給付金の影響は弱くなってきている(北関東=家電量販店)」、「前月まではキャッシュレス・消費者還元事業があり、天候にも恵まれ、前年並みの売上があったが、今月は新型コロナウイルスの影響で苦戦している(中国=家電量販店)」と、モメンタムの弱まりを指摘する声が急速に増えてきた。

先行きについても、「給付金特需があった分、反動減が必ず出てくる。2~3か月後は反動減がピークになってきている時期ではないかとみており、大きく落ち込む予測である(東北=家電量販店)」といった悲観的な見方が目立っており、販売好調の持続を見込む向きはほとんどない。巣ごもり消費やテレワークの恩恵を受けているパソコン関連は別として、白物家電等に関しては、今後むしろ値下げの動きが目立つようになる可能性が高い。

宿泊・飲食・娯楽関連については、ここまで最悪の時期を経験してきた分、これ以上悪くなるとの見方は少

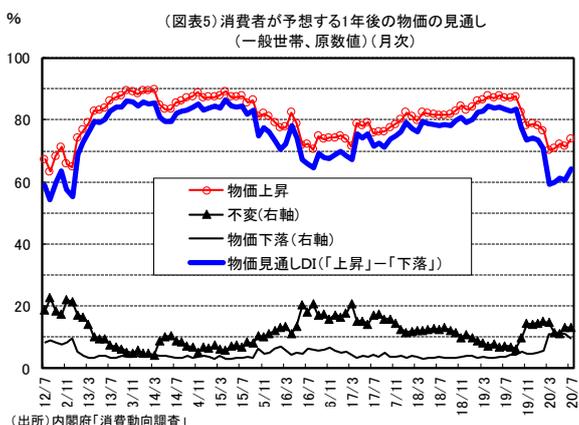
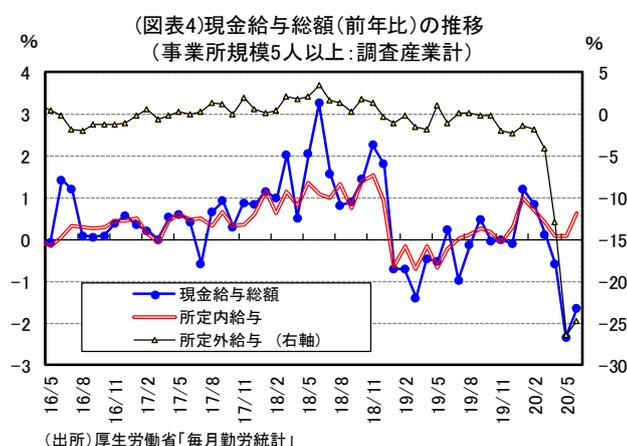
ないものの、先行きはなお慎重である。7月の景気ウォッチャー調査では、「今月上旬は県主体の県民限定キャンペーン、下旬はGo To Travelキャンペーンが始まり、予約の件数は増えてきている（東北＝観光型旅館）」、「一般宴会や婚礼宴会の利用は相変わらず低調であるが、特に週末の昼間のレストランにはにぎわいを取り戻している。宿泊も連休を中心に週末の利用が徐々に増えている（九州＝観光型ホテル）」との見方が出ているが、先行きについては「新型コロナウイルス第2波が完全にやってきた今、Go To Travelキャンペーン等で申込みを頂いた旅行予約や静観中だった秋口の団体旅行も軒並み再取消しが発生している。4～5月の前年比マイナス97%に匹敵する減少率が旅行業界に再び襲ってくるのは必至である。観光業界の景気が戻る気配は全くない（東海＝旅行代理店）」等厳しい見方も目立つ。娯楽関連も、「首都圏を中心に新型コロナウイルス感染者が増加しており、Go To Travelキャンペーンが開始されても、来園者が増えそうな雰囲気は全くない（北関東＝テーマパーク）」と引き続き厳しい見方が多い。Go To Travelキャンペーンの発表直後は、価格設定に強気な姿勢に転じるホテルや旅館が増える兆候が見られたが、こうした動きが持続する可能性は低い。

マクロ的にも目立つ下押し要因

マクロ的には、物価は基本的に需給ギャップで規定される面が大きい。内閣府作成の需給ギャップは、1～3月期の時点ですでに大きくマイナス方向に振れていた（図表3）。4～6月期はマイナス幅のさらなる拡大が確実で、7～9月期は再び縮小が見込まれるものの、しばらくはデフレギャップの状態が続くとみられる。当社の試算では、日本の実質GDPが2019年7～9月期の水準を取り戻すのは2024年4～6月期までずれ込む見通しで、需要の低迷は長引く可能性が高い。賃金も、足元では所定外給与が大きな押し下げ要因になっている（図表4）。来年度は所定内給与にも賃下げの波が波及するのがほぼ確実な情勢で、コスト面からの物価押し上げ圧力も限定的とみられる。

こうした中、人々のインフレ期待も下がっている。内閣府の7月の消費動向調査によれば、1年後の物価が上がるとの見方が急速に減少しており、足元の物価DIは安倍政権発足当時の2012年末以来の低水準にまで下がってしまった（図表5）。デフレトレンドへの回帰は現時点ではリスクシナリオだが、7月のCPIからは、その示現確率はやや高まった印象である。

（8月21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

