

経済ウォッチ

2020年9月8日～9月23日

2020.09.24 発行

フォーカス

アベノミクスからスガノミクスへ

戦後最長となった安倍政権の経済面の成果として、まず、任期の大半で概ね良好な経済環境が持続したことが挙げられよう。惜しくも戦後最長には届かなかったものの、2018年10月まで続いた景気拡張局面は71ヵ月に達した。ほぼ完全雇用と言える状況が長く続いた点も評価される。堅調な海外景気や人口減少といった要素に助けられた面が大きいとはいえ、政治は結果である。何かと遅れが指摘されがちだった成長戦略も成果がなかったわけではない。政権発足時は37%だった法人実効税率は、段階的に20%台にまで引き下げられ、日本企業の競争力向上に貢献した。また、ビザ発給要件の緩和に伴い、2012年には836万人だった訪日外国人旅行客数は、2019年には3,188万人まで4倍近くに増えた。当初、2020年に2,000万人だった目標は4,000万人まで2倍に引き上げられたが、コロナがなければこれとて十分達成できる水準だったろう。

一方、他の成長戦略の多くは十分な成果を挙げられずに終わった。成否のメルクマールとなる潜在成長率が、任期中低トレンドを続けたのはその傍証である。金融政策面では、政権肝煎りで発足した黒田体制のもと、異次元と言われる金融緩和を繰り出したが、2%の物価目標は結局達成できず、最近では副作用の方がより目立つ形となっている。

また、コロナ下で打ち出した大型財政は、もともと狭き道と言われていた財政再建への道のりをさらに狭きものとした。今すぐ議論することではないとはいえ、いずれは財政再建計画の再構築が必要である。日本経済のデジタル化が諸外国に比し遅れていることが、改めて白日の下にさらけ出されたが、これらは菅政権に引き継がれる課題となる。

スガノミクスは今のところ、個別課題の列挙にとどまっており、マクロ経済政策としての全体像は明らかになっていない。これを体系だったマクロ経済政策のビジョンとしてまとめ上げていくのが今後の課題…と言いたいところだが、これは必ずしも必要ないかもしれない。すべての政権に「～ノミクス」が必要なわけではない。そもそもこうした打ち出しは安倍政権が初めてであった。また、アベノミクスと言っても、安倍前首相の当初の関心は大きく金融政策に傾いていた。ロケットスタートの株価の背景にあったのも、8割方金融政策への期待であったが、金融政策が行き詰まりの気配を見せると、アベノミクスもその「柱」をたびたび取り換える中で、次第に焦点がぼやけていった。

残された政策オプションの乏しさを考えれば、菅政権が財政・金融政策で独自性を発揮できる余地は限られる。そもそも、時の政権が金融政策に関心を持ちすぎるのは決して健全な姿とは言えない。この点に関しては、独立した中央銀行がなぜ必要かという議論に立ち返る必要がある。財政政策も、コロナ対策以外に大盤振る舞いの余裕はない。残るは構造改革だが、これはできることから手をつけるしかなく、その難しさは歴代政権が証明している。小泉政権は郵政改革ひとつに莫大な政治的資源をつぎ込むことを余儀なくされた。安倍政権ほどの長さや力を誇った内閣でも、いわゆる「岩盤規制」はその多くが岩盤のままだった。菅首相の列挙した課題はほとんど正しい。「一内閣一仕事」という言葉があるが、政策遂行能力に長けた菅首相がひとつでも多くの改革メニューを実現できることを期待したい。(9月23日 小玉)

目次

レポート名	執筆者	ページ
フォーカス アベノミクスからスガノミクスへ	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P1
9月調査の日銀短観予測(速報版)	チーフエコノミスト 小玉 祐一 エコノミスト 西山 周作	P3~P4
輸出の回復一巡を示唆した8月貿易統計	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P5~P7
2023年迄の政策金利すえ置きを示した9月FOMC	シニアエコノミスト 大広 泰三	P8~P14
Go To事業がかく乱要因となった8月CPI	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P15~P16
9月調査の日銀短観予測(詳細版)	研究員 前田 和孝	P17~P19
日銀は景気判断を上方修正	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P20~P23

9 月調査の日銀短観予測(速報版)

要約

大企業・製造業の9月の業況判断DIは、6月調査の▲34から9ポイント改善の▲25と予想する。新型コロナウイルスの感染拡大ペースが世界的に鈍化する中、ペントアップディマンド（繰越需要）の発現等が業況改善に繋がったと見込む。大企業・製造業の12月の予測DIは、経済活動の再開を背景に改善傾向を維持すると見るが、感染第二波への不安が熾り続けるほか、反動増局面も一巡することで改善幅は縮小すると見込む。

2020年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）については、コロナ禍による業績の落ち込みや、先行き不透明感が引き続き残ることで、前年比▲3.4%へと、6月調査の同▲0.8%から大幅下方修正を見込む。

(9月14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は改善を見込む

大企業・製造業の9月の業況判断DIは、6月調査の▲34から、9ポイント改善の▲25と予想する。新型コロナウイルスの感染拡大ペースが世界的に鈍化しつつあるほか、ペントアップディマンドの発現や、中国向け輸出の改善が企業の業況改善に繋がったとみる。大企業・非製造業の業況判断DIも、経済活動の再開や、持続化給付金などの経済対策効果により、6月調査の▲17から▲13へ、4ポイント改善したと予想する。中小企業の業況判断DIは、製造業で6ポイント、非製造業で5ポイントの改善を予想する。

予測DIも改善傾向を維持

大企業・製造業の12月の予測DIは、世界的な経済活動の再開が進む中、改善傾向を維持すると見込むが、感染第二波への懸念は引き続きくすぶり続けるとみられるほか、反動増的な高成長局面の一巡もあって改善幅は縮小、9月から7ポイントの改善と予想する。大企業・非製造業も、上記理由のほか、感染抑制を意識した経済活動のレベルが維持されるとみられることから、3ポイントの改善にとどまるとみる。中小企業の予測DIは、製造業で5ポイント、非製造業で2ポイントの改善を予想する。

設備投資計画は下方修正へ

2020年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）については、コロナ禍による業績の落ち込みや、先行き不透明感が引き続き残ることで、前年比▲3.4%と、6月調査の同▲0.8%から大幅下方修正を見込む。

日銀短観(9月調査)業況判断DIの予想

	6月調査実績		9月調査の当社予測値			
	6月 最近	9月 先行き	9月		12月	
			予測	変化	予測	変化
大企業	▲ 26	▲ 21	▲ 19	7	▲ 14	5
製造業	▲ 34	▲ 27	▲ 25	9	▲ 18	7
非製造業	▲ 17	▲ 14	▲ 13	4	▲ 10	3
中小企業	▲ 33	▲ 38	▲ 29	4	▲ 25	4
製造業	▲ 45	▲ 47	▲ 39	6	▲ 34	5
非製造業	▲ 26	▲ 33	▲ 21	5	▲ 19	2

(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・前年比)

	19年度 実績	20年度		
		3月 調査	6月 調査	9月 調査
	%	%	%	%
全規模	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 3.4
製造業	0.9	2.4	3.1	▲ 1.1
非製造業	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 3.1	▲ 4.6
大企業	0.3	1.8	3.2	0.8
製造業	4.3	4.3	6.5	3.0
非製造業	▲ 2.0	0.3	1.2	▲ 0.5
中小企業	▲ 0.2	▲ 11.7	▲ 16.5	▲ 15.6
製造業	▲ 1.2	▲ 9.4	▲ 10.4	▲ 11.0
非製造業	0.5	▲ 13.2	▲ 20.1	▲ 18.0

(出所)日銀短観等より明治安田総研作成

(9月14日発行)

輸出の回復一巡を示唆した8月貿易統計

要約

財務省から発表された8月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲14.8%と、7月の同▲19.2%から改善した。マイナス幅は3ヵ月連続の縮小。季節調整済前月比では+5.9%と3ヵ月連続のプラスで、足元の輸出が順調な回復を続けている様子が現れている。

ただ、年明け以降の輸出減少の主因だった北米の自動車生産の正常化が進んでおり、生産の回復ペースは今後鈍化の見込み。世界経済の回復ペースも緩慢なものとなる可能性が高く、秋口から冬場にかけての輸出は、次第に停滞気味の推移に移っていくとみる。(9月16日発行)

(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

本文

足元の輸出は順調な回復が続く

財務省から発表された8月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲14.8%と、7月の同▲19.2%からマイナス幅を縮小させた。マイナス幅は5月の同▲28.3%を底に、これで3ヵ月連続の縮小となっている(図表1)。季調済前月比では+5.9%と3ヵ月連続のプラスで、足元の輸出は順調な回復傾向が続いている。

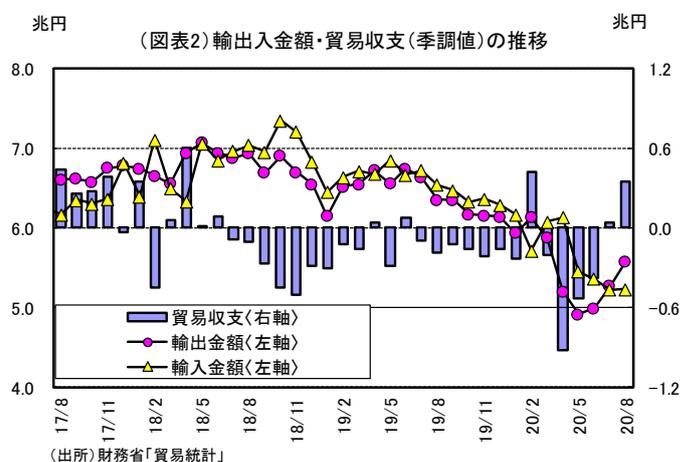
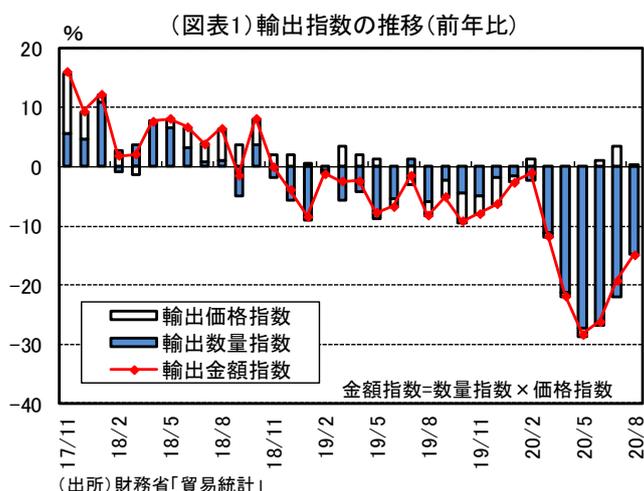
8月の輸入金額は前年比▲20.8%で、7月の同▲22.3%に続き、2割を超えるマイナスとなった。国内企業が在庫調整を優先していることに加え、6月以降の反動増的な内需の伸びが一巡しつつあることも、輸入の鈍化に繋がっているとみられる。季調済の輸入金額は前月比で+0.1%とほぼ横ばいで、この結果、季調済の貿易収支は+3,506億円と、前年から+749.8%の増加となった(図表2)。

米国向けの回復ペースは大きく鈍化

輸出金額(季調前)の伸び率(前年比▲14.8%)を価格と数量に分解すると、輸出価格が同+0.1%、輸出数量が同▲14.9%で、輸出の実勢を示す数量指数で伸びの大部分を説明できる。数量指数のマイナス幅が▲20%以内に収まるのは5ヵ月ぶりである。

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(7月:前年比▲21.5%→8月:▲20.1%)は小幅改善、EU向け(同▲36.7%→▲27.5%)、アジア向け(同▲11.3%→▲7.3%)も改善した(図表3)。

米国向けについては、マイナス幅が6月の同▲47.0%から同▲21.5%へと半分以下に縮小した7月との比較でみると、回復ペースが大きく鈍っている。アジ



ア向けについては、中国向け（同+8.5%→+7.6%）が小幅鈍化したものの、依然として主要国・地域の中では唯一のプラスを維持。中国以外のアジア向け輸出も改善した。EU 向けの輸出の伸びは 10%ポイント近い改善だが、いまだに 3 割近いマイナスであり、経済活動の水準の低さを示している。

7 月の輸出の急回復をけん引してきた米国向けの回復ペースが早くも鈍りつつある点は、今後の不安材料といえる（図表 4）。

自動車生産の反動増局面は一巡へ

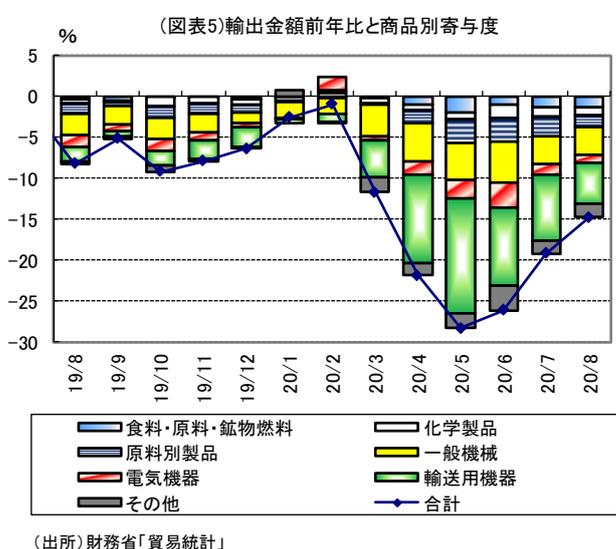
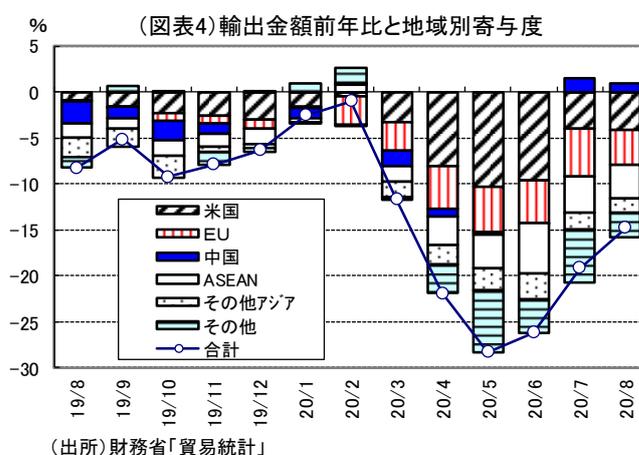
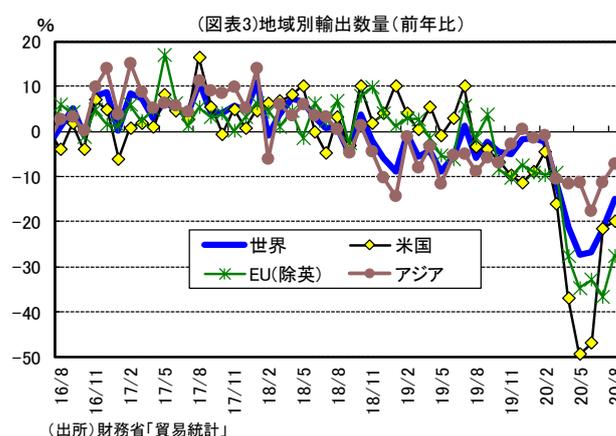
以下、詳細なデータが取得可能な金額ベースで地域別の輸出動向をみると、まず、米国向けの輸出金額（構成比：18%）は前年比▲21.3%（7月：同▲19.5%）となった。価格面がマイナスに寄与したため、マイナス幅は数量指数とは逆に小幅拡大している。

品目別に見ると、構成比で 39%を占める輸送用機器が同▲8.6%と、7月の同▲10.5%からマイナス幅を小幅縮小させた。もっとも、6月は同▲60.4%の大幅マイナスだったことを考えれば、回復ペースは大きく鈍っている。他には、20%を占める一般機械（7月：前年比▲30.2%→8月：▲34.8%）のマイナス幅が拡大、15%を占める電気機器（同▲16.5%→▲12.5%）は縮小するなど、まちまちの結果となっている。

2020 年の年明け以降の米国向けの輸出減少額の約半分を、輸送用機器が占める。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、ひいては日本の輸出に大きな影響を与えてきた（図表 5）。すでに 6 月以降、自動車工場の操業再開が進んでいるが、反動増的な自動車生産の回復局面は早くも一巡しつつあるのが現実とみられる。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、今後の自動車生産の伸びは鈍化する可能性が高く、日本からの輸出の抑制要因となろう。

EU 向けの輸出金額（構成比：9%）は前年比▲19.2%（7月：▲30.5%）と、11 ヶ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は 7 月から縮小した。品目別に見ると、構成比で 25%を占める輸送用機器（7月：前年比▲48.3%→8月：▲24.9%）のマイナス幅が大きく縮小したほか、21%を占める一般機械（同▲33.6%→▲24.3%）、20%を占める電気機器（同▲18.3%→▲7.4%）のマイナス幅も縮小している。

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▲27.5%→▲23.0%）のマイナス幅が



2023 年迄の政策金利すえ置きを示した 9 月 FOMC

要約

9 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を継続する姿勢が示された。声明文には、ジャクソンホールでのパウエル議長講演で示された平均インフレ目標について明記されたほか、フォワードガイダンスも肉付けされた。同時に発表された経済見通しやドットチャートでは、2023 年まで政策金利をすえ置く姿勢が示された。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」との方針が踏襲されており、現状の緩和スタンスを維持する方針を改めて確認する結果となった。なお、フォワードガイダンスには曖昧な点があり、今後は市場とのコミュニケーションがより重要となる見込み。(9 月 17 日発行)

(シニアエコノミスト 大広 泰三)

本文

危機対応モードを継続

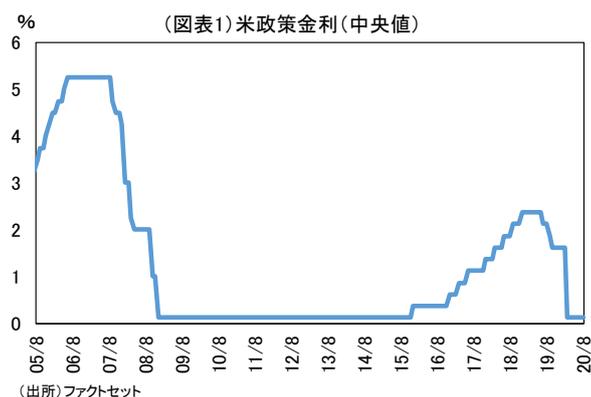
9 月 15-16 日開催の FOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利である FF レートの誘導目標レンジを市場予想どおり、0.00-0.25%にすえ置いた(図表 1)。

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」との一文が入っており、FOMC メンバーの危機対応モードに変化はみられない。ただ、「COVID-19 の大流行は、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」との認識を維持する中で、経済活動と雇用の見方については「幾分回復した」から「回復した」へ小幅上方修正した。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は相当距離があるとの判断を継続している。

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」との姿勢が前回から踏襲された。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、不確実性の高さについて引き続き言及したが、声明文では、コロナ問題が、短期的には経済活動、雇用、インフレに「重しとなり続ける」と、前回の「大きな重し」から若干前向きなトーンに修正された。足元で、米国内の新規感染者数が鈍化している状況を反映したものとみられる。

平均インフレ目標の導入を明記、フォワードガイダンスを肉付け

今回の声明文には、先月のジャクソンホール講演の際にパウエル議長が明らかにした、平均インフレ目標の導入についての記述が盛り込まれた。すなわち、インフレ率が長期目標(2%)を持続的に下回っている状態においては、インフレ率が平均して 2%になり、長期的なインフレ期待が 2%にとどまるよう、しばらくの間 2%を適度に上回るインフレ率を許容するというもの。また、検討中とされていたフォワードガイダンスについても、金融政策の枠組み変更に伴い、「労働市場の状況が、最大雇用に関する委員会の評価と一致するレベルに達し、インフレ率が 2%を適度に上回る軌道に乗るまでこの誘導目標レンジを維持する」との考えが示された。こ



これまでの「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」から肉付けされたものの、定性的な表現を残す形にとどまった。資産の買入れについては、財務省証券と政府機関住宅ローン担保証券を少なくとも現状ペースで購入する方針が示されたが、商業用モーゲージ担保証券の購入に関する記載は削除された。同時に公表された資料では、市場機能を維持するため必要に応じて購入するとしており、市場が一時の混乱から落ち着きを取り戻している状況を反映したとみられる。

景気見通しは回復基調の継続を示唆

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▲3.7%と、前回6月予測の同▲6.5%から大きく上方修正される一方、2021年、2022年については下方修正された(図表2)。今回から新たに発表となった2023年は同+2.5%と、成長ペースは徐々に鈍化しつつも、景気回復基調が続く見通しとなっている。なお、前回同+1.9%から同+1.8%に引き下げられた「長期(Longer run)」成長率見通しは、再び同+1.8%から同+1.9%に引き上げられた。コロナ問題に伴う景気の落ち込みが、6月時点で想定していたほど大きくないとの見方のもと、微修正がなされたと考える。

失業率は2022年にかけて上方修正(改善)されたほか、PCEデフレーターについても同様に上方修正された。今回、フォワードガイダンスとして、最大雇用と2%のインフレ率を考慮する意向が示されたが、失業率については、2023年に4.0%と、「長期」見通しの4.1%より改善するほか、インフレ率についても2%に戻る見通しとなっている。先行きに対する不確実性は高いものの、少なくとも2023年までは政策金利をすえ置く姿勢を示す一方、2023年にはフォワードガイダンスが想定する条件にある程度近づくとの考えも滲ませた。

ドットチャートは2023年まで政策金利をすえ置き予想

ドットチャートについては、2020～2023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)。1名が2022年に、4名が2023年に、現状よりも政策金利が引き上げられていると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。なお、「長期」見通しについては前回6月の2.5%が維持された。

会見でパウエル議長は、最大雇用を含めて成果が出るまで緩和スタンスを継続する意向を示している。

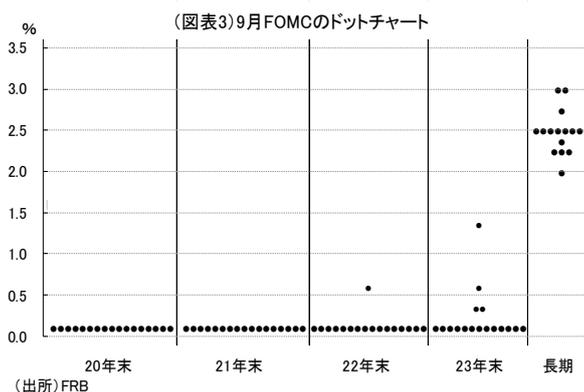
曖昧さが残るフォワードガイダンス

今回の会合では、平均インフレ目標の導入が声明文に明記されたほか、フォワードガイダンスもある程度具体化され、FOMCの緩和的なスタンスを改めて確認する結果となった。ただ、記者会見ではフォワードガイダンスについて、インフレ率が「2%を適度に上回る」とはどの程度かという質問に対し、パウエル議長は「大きくはないという意味だ」と回答したほか、どのくらいの期間許容できるのかについても、「一時的」として具体例

(図表2)9月FOMC経済見通し

(単位: %)	2020	2021	2022	2023	長期
実質GDP成長率	▲3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
(6月予測)	▲6.5	5.0	3.5	-	1.8
失業率	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
(6月予測)	9.3	6.5	5.5	-	4.1
PCEデフレーター	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0
(6月予測)	0.8	1.6	1.7	-	2.0
コアPCEデフレーター	1.5	1.7	1.8	2.0	-
(6月予測)	1.0	1.5	1.7	-	-
FF金利	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
(6月予測)	0.1	0.1	0.1	-	2.5

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



を示さなかった。最大雇用についても、インフレ率のように数字で表せるものではなく、失業率や賃金などから総合的に判断する姿勢を示した。今後、市場とのコミュニケーションが一段と重要になる可能性が高く、FRBのかじ取りが注目される。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2020/7/28－29	2020/9/15－16
<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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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。 	
<p>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 inflation. <u>Overall</u> financial conditions have improved <u>in recent months</u>, in part reflecting policy measures to support the economy and 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。経済活動と雇用は、<u>急激な低下の後、ここ数ヶ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、ここ数ヶ月は、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></p>	<p>The <u>COVID-19 pandemic</u> is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. Economic activity and employment have picked up in recent months but remain well below their levels at the beginning of the year. Weaker demand and significantly lower oil prices are holding down consumer price 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.</p> <p><u>COVID-19 の大流行は、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、ここ数ヶ月で回復したが、年初のレベルをはるかに下回ったままである。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。概して、ここ数ヶ月は、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></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済活動と雇用が「幾分回復した」から「回復した」と見方を小幅上方修正。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引き続き継続。 	

・各種対策の効果により、金融情勢は改善したとの評価も継続。

The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. 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.

景気の先行きは、ウイルスの動向に強く依存する。 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

The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. The ongoing public health crisis will continue to weigh on economic activity, employment, and inflation in the near term, and poses considerable risks to the economic outlook over the medium term.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved. The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time. In addition, over coming months the Federal Reserve will increase its holdings of Treasury securities and agency mortgage-backed securities at least at the current pace to sustain smooth market functioning and help foster accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.

景気の先行きは、ウイルスの動向に強く依存する。進行中の公衆衛生危機は、短期的には経済活動、雇用、インフレに重しとなり続け、中期にわたって経済見通しに大きなリスクをもたらす。

委員会は、長期にわたり2%のインフレ率と最大雇用を達成することを目的とする。インフレがこの長期目標を持続的に下回っている状態においては、インフレが平均して2%になり、長期的なインフレ期待が2%にとどまるよう、委員会はしばらくの間2%

<p>想する。</p>	<p><u>を適度に上回るインフレ率の達成を目指すだろう。</u> <u>委員会は、これらの結果が達成されるまで、金融政策の緩和的なスタンスを維持すると予想する。</u>委員会は FF レートの誘導目標レンジを 0.00-0.25%に<u>すえ置くことを決定し、労働市場の状況が、最大雇用に関する委員会の評価と一致するレベルに達し、インフレ率が 2%に上昇してしばらくの間 2%を適度に上回る軌道に乗るまでこの誘導目標レンジを維持することが適切と予想する。</u>さらに、<u>連邦準備制度は、少なくとも現在のペースで財務省証券と政府機関住宅ローン担保証券の保有を増やし、市場の円滑な機能を維持し、緩和的な金融環境を促進することで、家計や企業への信用の流れをサポートする。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・景気はコロナウイルスの感染動向に依存するとの見方を維持。 ・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「重しとなり続ける」とし、7月の「大きな重しとなり」から修正。景気が持ち直している現状を反映。 ・政策金利は 0.00-0.25%にすえ置き。 ・先月末に発表された金融政策の枠組み変更に伴い、しばらくの間 2%を適度に上回るインフレ率を達成することを目指す方針を明記。 ・労働市場の状況が、最大雇用に関する委員会の評価と一致するレベルに達し、インフレ率がしばらくの間 2%を適度に上回る軌道に乗るまで誘導目標レンジを維持する方針を明記。 ・資産買入れは少なくとも現状ペースで維持する方針が示されたが、商業用モーゲージ担保証券の購入に関する記載を削除。翌日物およびターム物レポオペに関する記述も削除。 	
<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</p>	<p><u>In assessing the appropriate stance of monetary policy,</u> the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. <u>The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals.</u> The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including <u>readings on public health,</u> labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p><u>金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委</u></p>

<p>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。</p>	<p>員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。<u>委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。</u>委員会の評価には、<u>公衆衛生</u>、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・委員会の目標達成を妨げるリスクが生じた場合、政策スタンスを適切に調整するスタンスを示す。 	
<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>今後数カ月にわたって、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</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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・資産買い入れスタンスに関する記載は、前段に移行。 	
<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; Loretta J. Mester; and</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>Randal K. Quarles.</p> <p><u>Voting against the action were Robert S. Kaplan, who expects that it will be appropriate to maintain the current target range until the Committee is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals as articulated in its new policy strategy statement, but prefers that the Committee retain greater policy rate flexibility beyond that point; and Neel Kashkari, who prefers that the Committee to indicate that it expects to maintain the current target range until core inflation has reached 2 percent on a sustained basis.</u></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、メスター総裁、クオールズ副議長。</p> <p><u>カプラン総裁は、新しい政策戦略に関する声明にあるように、経済が最近の出来事を乗り越え、最大雇用と物価安定の目標を達成する軌道に乗ったと委員会が確信するまで、現在の目標レンジを維持することが適切であるとしながらも、政策金利についてより柔軟さを保つべきだとして反対票を投じた。カシュカリ総裁は、委員会がコアインフレが持続的に2%に達するまで現在の目標レンジを維持することを示すべきとして反対票を投じた。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・反対票が2票。カプラン総裁は、政策金利により柔軟さを保つべきとして、カシュカリ総裁は、コアインフレが持続的に2%に達するまで政策金利を維持することを示すべきとして反対した。 	

(9月17日発行)

Go To 事業がかく乱要因となった 8 月 CPI

要約

8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▲0.4%と、7月の同±0.0%から大きく低下した。ただ、Go To Travel キャンペーンの開始に伴う宿泊料の大幅下落の影響を除けば同±0.0%で、事実上、3ヵ月連続で±0.0%が続いたことになる。消費税調整済指数は同▲0.8%で、マイナス幅は7月の同▲0.3%からより大きく拡大している。物価の基調は弱く、デフレ逆戻り寸前での推移が続いているとの見方が妥当である。なお、17日の日銀金融政策決定会合後の定例会見では、黒田総裁がFRBの「平均インフレ目標」についての見解を示した。（9月18日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

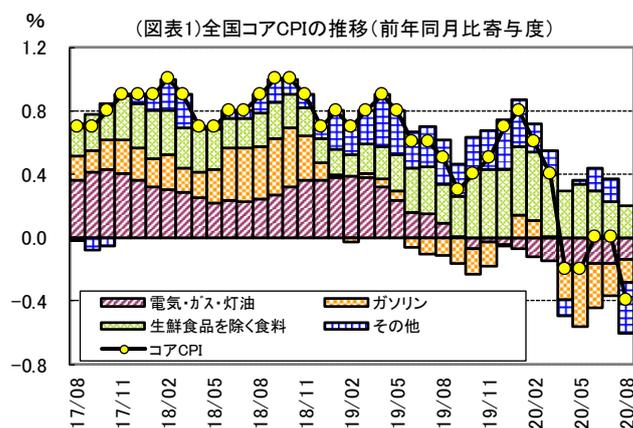
Go To 事業がかく乱要因に

8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▲0.4%と、3ヵ月ぶりにマイナスに逆戻りした（図表1）。ただ、宿泊料が同▲32.0%と大きく下落したためであり、これはGo To Travel キャンペーンの影響である。総務省によると、宿泊料のマイナス幅のうち、Go To Travel キャンペーンの影響は同▲24.9%に及び、これを除いた宿泊料は同▲7.1%とのことである（図表2）。除くGo Toのコア CPIは同±0.0%で、事実上、3ヵ月連続で±0.0%が続いたことになる。

総合指数は前年比+0.2%で、7月の同+0.3%から小幅鈍化にとどまったが（図表3）、これは7月の長雨と日照不足でレタスや白菜などの生産野菜が高騰したためである。生鮮野菜は同+24.3%で、総合指数への寄与度は+0.44%に達している。

新型コア指数（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）は前年比▲0.1%で、7月の同+0.4%からやはり大幅低下となっている。こうしたGo Toの影響は、全国に先んじて発表された8月東京CPIの結果から予想されていたことであり、前年比の数字は総合指数、コア指数、新型コア指数ともすべて事前の市場予想と一致している。

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▲0.8%で、マイナス幅は7月の同▲0.3%から、0.5%ポイントの大幅拡大となっている。トレンドを見るにあたっての控除項目が増えて、わかりにくくなる一方だが、物価の基調は弱含みで、デフレ逆戻り寸前での推移が続いているとの見方が妥当なように思われる。



（出所）総務省「消費者物価指数」

（図表2）8月CPIにおける「Go To Travelキャンペーン」の影響

全国	万分比 ウエイト	2020年7月 前年同月比(%)	2020年8月 前年同月比(%)	Go To Travel の影響を除いた 前年同月比 (%) (試算値)
総合	10000	0.3	0.2	0.5
生鮮食品を除く総合	9586	0.0	-0.4	0.0
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	8802	0.4	-0.1	0.3
宿泊料	113	-4.5	-32.0	-7.1

（出所）総務省「消費者物価指数」

Go To 以外の変動要因は乏しい

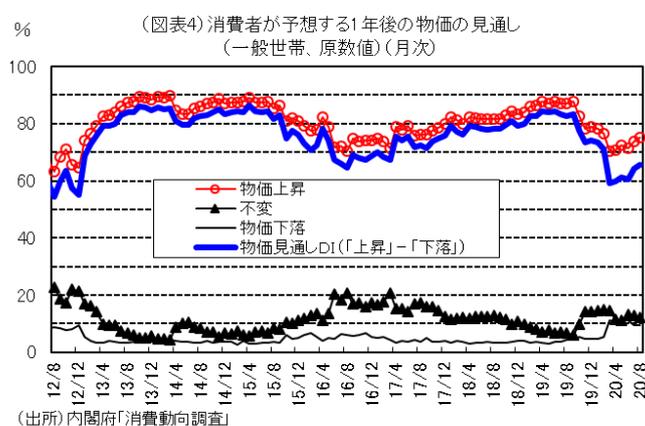
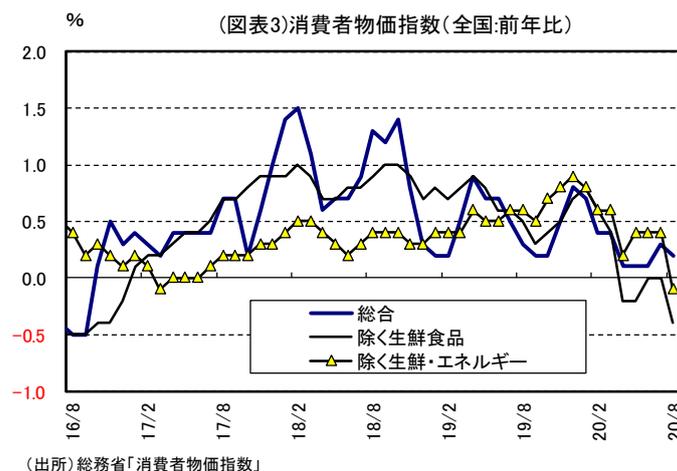
7月との比較で、Go To Travel キャンペーン以外で、総合指数の上昇幅（前年比）の押し下げ要因として働いた主な項目は、生鮮食品を除く食料（7月からの寄与度差：▲0.02%ポイント）、家庭用耐久財（同▲0.02%ポイント）、外国パック旅行費（同▲0.02%ポイント）といったところである。生鮮食品を除く食料の内訳では、肉類（同▲0.02%ポイント）のマイナス寄与が大きい。特に牛肉が低下しているが、これは、これまで豪州産牛肉を爆買いしていた中国が、豪中関係悪化の影響で調達先をブラジル産にシフトしており、豪州産牛肉が急落している影響が現れている模様である。外食不振で鶏肉も安い。輸入鶏肉の8月下旬の国内卸値は約20年ぶりの安値を記録している。家庭用耐久財では、電子レンジや電気洗濯機、ルームエアコンといった品目の価格が軟化している。特別定額給付金の給付開始で、一時的に価格設定に強気になった販売店が、再び徐々に価格の見直しを進めている影響が考えられる。

一方、生鮮野菜以外で、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ガソリン（7月からの寄与度差：+0.06%ポイント）で、前年比ベースで見た下落幅縮小を反映している。総じて、押し上げ方向、押し下げ方向とも8月は印象的な動きを示した品目は乏しかった印象がある。

物価は当面弱含み

今後も物価は弱含みでの推移が続く可能性が高い。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が、4-6月期はマイナス幅のさらなる拡大が確実である。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。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低迷している。内閣府の消費動向調査によれば、足元の物価見通しDIは、昨年後半以降急低下し、安倍政権発足当初に近い低水準での推移が続いている（図表4）。デフレトレンドへの回帰は現時点ではなおリスクシナリオだが、引き続き警戒が必要である。（9月18日発行）



9月調査の日銀短観予測(詳細版)

要約

大企業・製造業の9月の業況判断DIは、6月調査の▲34から9ポイント改善の▲25と予想する。新型コロナウイルスの感染拡大ペースが世界的に鈍化しつつあるなか、ペントアップディマンド(繰越需要)の発現や、輸出の順調な回復が、企業の業況改善に繋がったと見込む。大企業・非製造業の業況判断DIも、6月調査の▲17から▲13へと、4ポイント改善すると予想するが、製造業と比較すると改善の度合いは小さなものになると見込む。2020年度の設備投資計画(全規模・全産業ベース)は前年度比▲3.4%と、6月調査の予測値である同▲0.8%から下方修正を見込む。(9月23日発行)

(研究員 前田 和孝)

本文

政府は「景気は持ち直しの動きがみられる」との基調判断を維持

政府は、8月27日に公表した月例経済報告において、基調判断を「景気は、新型コロナウイルス感染症の影響により、依然として厳しい状況にあるが、このところ持ち直しの動きがみられる」にすえ置いた。先行きについても、「感染症が内外経済に与える影響に十分注意する必要があるものの、社会経済活動のレベルを引き上げていくなかで、各種政策の効果や海外経済の改善もあって、持ち直しの動きが続くことが期待される」としている。こうした環境下、企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのか、10月1日に公表される日銀短観(2020年9月調査)が待たれるところである。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

大企業・製造業の業況判断DIは改善へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、6月調査の▲34から▲25へ、9ポイントの改善を予想する(図表1)。新型コロナウイルスの感染拡大ペースが世界的に鈍化しつつあるなか、ペントアップディマンド(繰越需要)の発現や輸出の順調な回復が業況改善に繋がったと見込む。

大企業・製造業の業況判断DIと相関の高いロイター短観を見ると、9月の製造業の業況判断DIは▲29と、6月の▲46から3ヵ月で17ポイント改善した(図表2)。月次の推移を見ると、7月は▲44(同2ポイント改善)、8月は▲33(同11ポイント改善)、9月は▲29(同4ポイント改善)となっており、月を追うごとに業況の改善が進んだ様子を示している。

業種別に8月調査からの動きを見ると、9業種中5業種(化学製品、食品、金属・機械、電機、輸送用機器)が改善、4業種(繊維・紙パ、石油・窯業、鉄鋼・非鉄、精密機器・その他)が悪化となった。企業からは「コロナ禍からの回復が速く、8月以降の受注が増加」、「半導体メモリー向けの需要が好調」といった前向きな声が聞かれる一方で、「新型コロナによる自動車市場の縮小、および需要の落ち込みが大きい」など、業種により影響度に差がでている様子を示している。

(図表1) 日銀短観(9月調査)業況判断DIの予想

	6月調査実績		9月調査の当社予測値			
	6月 最近	9月 先行き	9月 予測	変化	12月 予測	変化
大企業	▲26	▲21	▲19	7	▲14	5
製造業	▲34	▲27	▲25	9	▲18	7
非製造業	▲17	▲14	▲13	4	▲10	3
中小企業	▲33	▲38	▲29	4	▲25	4
製造業	▲45	▲47	▲39	6	▲34	5
非製造業	▲26	▲33	▲21	5	▲19	2

(出所)日銀短観等より明治安田総合研究所作成

QUICK 短観を見ると、製造業の9月の業況判断DIは▲26と、6月の▲38から12ポイント改善した。月次の推移を見ると、7月は▲34（前月から4ポイント改善）、8月は▲30（同4ポイント改善）、9月は▲26（同4ポイント改善）となっている。世界的に経済活動が再開し、緩やかながらも生産、輸出は回復していくとの見通しを背景に、大企業・製造業の先行き12月DIは▲18と、9月調査の当社予想（▲25）から7ポイント改善すると予想する。

大企業・非製造業の業況判断DIも改善へ

ロイター短観における9月の非製造業の業況判断DIは▲18と、6月の▲32から14ポイントの改善となった（図表3）。月次の推移を見ると、7月は▲26（前月から6ポイント改善）、8月は▲23（同3ポイント改善）、9月は▲18（同5ポイント改善）と、こちらも製造業同様に改善した。

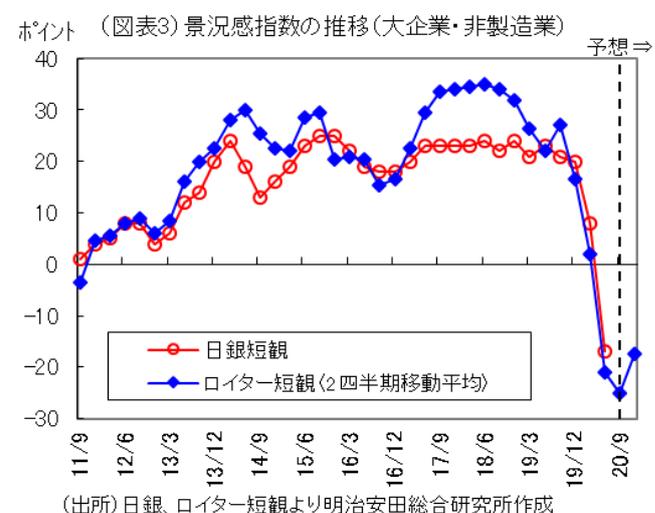
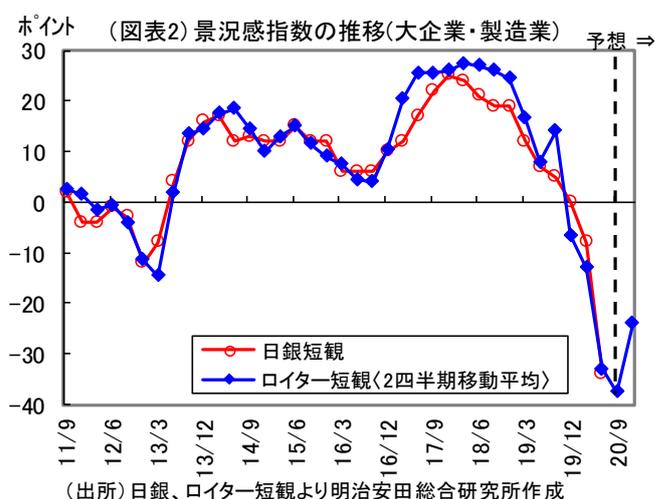
業種別に8月調査からの動きを見ると、6業種中4業種（不動産・建設、卸売、運輸・電力等、その他サービス）が改善、2業種（小売、情報サービス・情報通信）が悪化となった。コメントを見ると、「コロナの影響は底を打ったが、回復の足取りは大変鈍い状況」、「7月下旬以降の新型コロナウイルス感染者の急激な増加を伴う外出自粛ムードや酷暑の影響によって入店客数の大幅減が継続し、夏休みやお盆の3世代ファミリー層の来店が振るわなかった」など、回復傾向を見せている業種でもそのペースが緩やかになっている様子が見える。

QUICK 短観によると、非製造業の9月の業況判断DIは▲2と、6月の▲18から16ポイント改善した。単月の推移を見ると、7月は▲10（前月から8ポイント改善）、8月は▲3（同7ポイント改善）、9月は▲2（同1ポイント改善）と改善傾向を辿っている。

日銀短観における大企業・非製造業の業況判断DIは、製造業と比較すると改善の度合いは小さなものになると見込んでいる。改善傾向は維持するものの、猛暑の影響もあって、6月調査の▲17から▲13へと、4ポイントの改善にとどまると予想する。先行き12月の業況判断DIは▲10と、9月（▲13）から3ポイント改善するとみている。

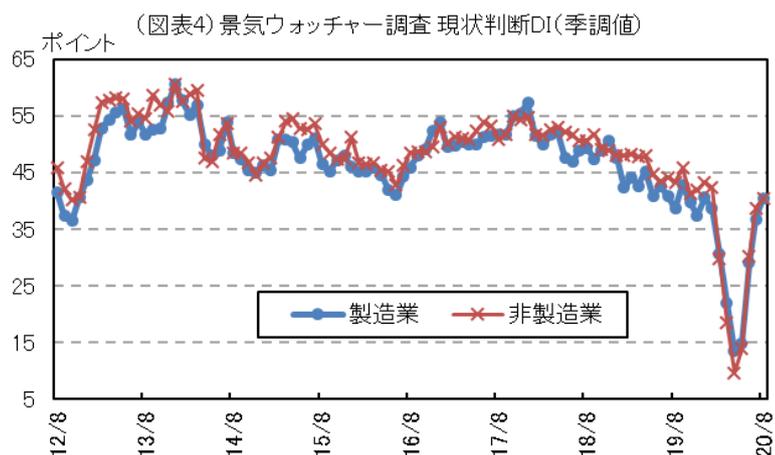
中小企業の業況判断DIも改善を予想

8月の景気ウォッチャー調査では、企業動向関連DIが41.1（製造業41.1、非製造業40.9）と、前月から+3.3の改善となった（図表4）。ウォッチャーの判断理由を見ると、「一部の取引先では、緊急事態宣言中に工場の操業を止めた反動で、秋口の増産計画が動き出している（北関東=一般機械器具製造業）」、「前月まで取引先の動きがほとんどなく、通信回線やデータセンターのハウジング注文の問合せも非常に少なかったが、徐々に問合せや注文の動きが出てきている。お盆明け以降、明らかに経済が動き出している（中国=通信業）」



といった、新型コロナウイルスの影響により減少していた受注や生産が、徐々に回復に向けて動き出しているとの声もある一方で、「新型コロナウイルスの影響で、受注量が減少している（九州=電気機械器具製造業）」など、未だに大きな影響が残っていると指摘する声もある。

先行きの企業動向関連 DI は 42.4（前月差+4.8 ポイント）と、こちらも 7 月から改善している。ウォッチャーからは、「新型コロナウイルス感染拡大の第 2 波が懸念されるが、政府の経済活動への取組等により、緩やかに回復する兆しを感じられる（甲信越=金融業）」、「底は脱したように感じるが、回復のテンポとしては悪い（四国=化学工業）」など緩やかながらも改善方向との声が聞かれる。こうした状況を踏まえ、日銀短観における中小企業・製造業の業況判断 DI は、6 月調査の▲45 から▲39 へと 6 ポイント改善、先行きについても▲34 と、さらに 5 ポイントの改善を予想する。中小企業・非製造業も、現状判断は 6 月調査の▲26 から▲21 へと 5 ポイント改善、先行きは▲19 と、2 ポイントの改善を見込む。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

大企業の設備投資計画は下方修正へ

日銀短観において、業況判断 DI と並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査を見ると、2020 年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、4-6 月期調査では大企業が同+3.5%から同▲2.5%へと下方修正、中小企業は同▲23.3%から同▲7.9%へと上方修正されている。6 月短観後、コロナ禍による業績の落ち込み度合いがより一層明らかになったことから、日銀短観の設備投資姿勢は慎重化するとみており、2020 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比▲3.4%と、6 月調査の予測値である同▲0.8%から下方修正されると予想する（図表 5）。規模別では、大企業が同+3.2%から同+0.8%へ下方修正、中小企業は通常期を追うごとに上方修正される傾向があるが、今回は同▲16.5%から同▲15.6%と修正幅は小幅になると見込む。（9 月 23 日発行）

(図表5) 日銀短観設備投資計画予想(全産業・前年比)

	19年度 実績	20年度		
		3月 調査	6月 調査	9月 調査
	%	%	%	%
全規模	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 3.4
製造業	0.9	2.4	3.1	▲ 1.1
非製造業	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 3.1	▲ 4.6
大企業	0.3	1.8	3.2	0.8
製造業	4.3	4.3	6.5	3.0
非製造業	▲ 2.0	0.3	1.2	▲ 0.5
中小企業	▲ 0.2	▲ 11.7	▲ 16.5	▲ 15.6
製造業	▲ 1.2	▲ 9.4	▲ 10.4	▲ 11.0
非製造業	0.5	▲ 13.2	▲ 20.1	▲ 18.0

(出所)日銀短観等より明治安田総合研究所作成

日銀は景気判断を上方修正

要約

9月16, 17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。景気の現状判断も、7月の「きわめて厳しい状態にある」から、「持ち直しつつある」へと上方修正された。決定会合の景気判断が上方修正となるのは、2017年7月以来、3年2ヵ月ぶり。

次回10月28, 29日の金融政策決定会合もすえ置きとみるが、その次の12月17, 18日の会合までには生産、消費とも反動増局面が一巡し、景気の息切れが明らかになっている可能性が高い。反動増の恩恵とて、全業種にあまねく行き渡っているわけではなく、対面サービス関連を中心に、需要の戻りの鈍さに苦しんでいる業種も多い。12月には、そうした企業への追加支援策を含んだ第3次補正予算の編成が狙上に載ってくる可能性が高い。菅政権が、日銀と協調してコロナ対策に注力する姿勢をアピールできる最初の機会となる可能性が高いこともあり、日銀も歩調を合わせて、政府の支援策へのバックファイナンスの追加を中心とした追加金融緩和策を打ち出す可能性が考えられる。(9月23日発行)

(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

本文

3 会合連続で無風

9月16, 17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。これで6, 7, 9月と3会合連続でのすえ置きとなる。

景気の現状判断は、7月の「経済活動は徐々に再開しているが、内外で新型コロナウイルス感染症の影響が引き続きみられるもとで、きわめて厳しい状態にある」から、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が徐々に再開するもとで、持ち直しつつある」(下線部筆者)へと上方修正された(図表1)。景気判断の上方修正も大方の予想通りである。

決定会合の景気判断が上方修正となるのは、2017年7月以来、3年2ヵ月ぶりとなる。前回7月の景気判断は「きわめて厳しい状態にある」で、6月と同じだったが、「経済活動は徐々に再開しているが」と、上方修正バイアスのかかった但し書きが追加されていた。黒田総裁も「既に足元で回復の様々な兆候がみられており、ある意味ではかなり急速な回復のようにみえます」と、回復傾向にあることを認めており、本来であれば前回上方修正されていてもおかしくはなかった。

内閣府は6月の月例経済報告で景気判断を上方修正している。各種経済指標の推移を見る限り、景気の谷は5月だった可能性が高い。内閣府は先ごろ、18年10月を景気の山と認定したばかりだが、このとおりであれば、景気後退期は1年7ヵ月だったということになる。先行きの景気はなおコロナ次第の面が大きく、これをもって幸運といえるのかどうかはまだわからないが、菅政権は、景気が谷をつけた翌月に政権を引き継いだ安倍政権に続き、景気拡張期に政権を引き継いだ内閣ということになる。

(図表 1) 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
20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	
20年9月17日	持ち直しつつある	↑	3 年 2 ヶ月ぶりの上方修正

(出所) 日銀

設備投資の先行きには要警戒

個別項目の判断をみると、海外経済、輸出、鉱工業生産、個人消費が上方修正される一方、設備投資は下方修正、企業収益と業況感は「悪化」で前回と同じになっている（図表 2）。反動増局面にある生産・消費関連項目の上方修正は、必ずしも今後の基調を示すものではなく安心材料にはならない。一方で、会見でも質問が出ていた設備投資の軟化はやや気になる。設備投資は、中長期的な業績予想に基づいて計画的に実施されるため、反動増や反動減といった振れが生産や消費ほど大きくならない。前回の会合後の定例会見では、黒田総裁は「設備投資は比較的しっかりしている」と述べていたが、筆者は当時の設備投資関連統計は出来過ぎとの印象を持っていた。異例の速報値との扱いで発表された 1-3 月期の法人企業統計の設備投資は確報値で大きく下方修正され、続く 4-6 月期も市場の事前予想以上の悪化となった。これに基づいて作成される 4-6 月期の GDP 統計の改定値の設備投資も、速報値の前期比▲1.5%から、同▲4.7%まで大きく下方修正されている。

6 月短観における 2020 年度の設備投資計画は底堅かったが、同時に発表された 2019 年度の設備投資の実績が 3 月の実績見込みから大きく下方修正されており、2019 年度の計画が先送りされた結果にすぎない可能性がある。前回の調査時は、決算発表の際に今年度の業績見通しの公表ができない企業が多かったが、その後、コロナの業績への織り込みが進んでいることから、9 月短観における設備投資計画の下方修正には警戒が必要である。

(図表 2) 個別項目の判断

項目	7月決定会合	9月決定会合	方向性
海外経済	大きく落ち込んだ状態にある	持ち直しつつある	↑
輸出	大幅に減少している	持ち直しに転じている	↑
鉱工業生産	大幅に減少している	持ち直しに転じている	↑
企業収益・業況感	悪化している	悪化している	→
設備投資	横ばい圏内の動きとなっている	減少傾向にある	↓
雇用・所得環境	弱い動きがみられている	弱い動きがみられている	→
個人消費	足もとでは、持ち直しの動きがみられる	全体として徐々に持ち直している	↗
住宅投資	緩やかに減少している	緩やかに減少している	→
公共投資	緩やかに増加している	緩やかな増加を続けている	→
金融環境	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	→
予想物価上昇率	弱含んでいる	弱含んでいる	→

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

黒田総裁が「平均インフレ目標」についての見解を示す

総裁定例会見では、FRB（米連邦準備制度理事会）の新しい「平均インフレ目標」に対する黒田総裁の見解が注目された。黒田総裁は、「日銀のオーバーシュート型コミットメントは、インフレ率が景気の変動などを均して平均的に2%になるということを目指しており、今回のFRBの考え方は、日本銀行のこれまでの政策面の考え方と軌を一にしたもの」と説明している。FRBよりも日銀の緩和度が劣るとの評価を避けたかったと思われるが、やや苦しい説明という印象は否めない。まず、FRBとてこれまで2%にワンタッチすればOKと考えていたわけではなく、2%はあくまで長い目で見て達成すべき目標である。また、今回、FRBがインフレ目標を強化したということなのであれば、日銀はこれまで、FRBを上回るレベルのインフレ目標を掲げていたということになる。これは格好のアピールポイントだったはずだが、これまで一切そうした説明はしてこなかった。

もともと、これが黒田総裁の詭弁かといえそうとは言えない。FRBの平均インフレ目標自体、なんら具体的な数値基準を設定しているわけではなく、非常にあいまいな内容になっているからである。FOMCの声明文では、「委員会は、長期にわたり2%のインフレ率と最大雇用を達成することを目的とする。インフレがこの長期目標を持続的に下回っている状態においては、インフレが平均して2%になり、長期的なインフレ期待が2%にとどまるよう、委員会はしばらくの間2%を適度に上回るインフレ率の達成を目指すだろう。委員会は、これらの結果が達成されるまで、金融政策の緩和的なスタンスを維持すると予想する」とされている。すなわち、平均インフレを達成するまではゼロ金利を続けるとも、利上げしないと約束していない。緩和的なスタンスを維持する（maintain an accommodative stance of monetary policy）と述べているだけである。政策金利が自然利子率を下回っている限り、金融政策は「緩和的」なのであり、自然利子率自体、現実には観測できない数字であることを考えれば、FRBの金融政策にはかなり大きな自由度が残されている。

パウエル議長はFOMC後の記者会見で、2%を超える許容幅や、その期間を問う質問に対しては一切言質を与えなかった。この点、金融政策について何か変更したというよりも、現時点では見せ方の工夫にとどまっている印象がぬぐい切れない。市場関係者からは今後、具体的な数値基準の提示や示唆を求める声が高まるかもしれない。

もともと、FRBは2012年12月に、「失業率が6.5%を上回り、先行き1~2年のインフレ予想が2%を0.5%ポイント以上超える見込みがなく、そして長期的なインフレ期待が抑制されている限り政策金利をゼロに置く」とい

う明確な数値基準に基づくフォワードガイダンスの策定に踏み切ったことがある。エバンスルールと言われたものだが、この時はその後、予想以上のスピードで失業率が低下してしまったため、失業率基準の下方修正を繰り返した挙句、2014年3月には数値基準自体の廃止を余儀なくされた。数値基準を定めれば政策の信任度や実現性が増すというわけではないということで、FRBにとっては苦い経験であった。

日銀総裁会見では、「今後日本で物価上昇率が2%を上回った場合も、単にマネタリーベースの拡大方針を継続するのみならず、金利の引き上げもしばらくは控えるという理解でよろしいのか」という追加質問が出されたが、黒田総裁は、「2%の物価安定目標というのは2%が天井になっているということではなく、平均的に2%を達成することで、2%を下回る時期があった場合には、その後2%を上回っても差し支えない。そういう考え方自体はFRBとまったく変わらない」と述べるにとどめた。金融政策の方針そのものについては慎重に回答を避けた形だが、正しいだろう。実際には「時間的非整合性」の壁に突き当たる可能性が高く、物価上昇率が2%を大きく超える水準が続いても、マイナス金利を続ける忍耐を保てるかどうかは疑問符が付く。

そもそも現状では、2%の達成すらまったく見通しが立たない段階であり、2%を上回る水準を容認と言われても、市場関係者にとっては遠い未来の話である。この点、今回の黒田総裁の発言が、足元のインフレ期待に与える影響はほとんどないと考えられる。最適なフォワードガイダンスをめぐる中央銀行の試行錯誤は、今後も長く続きそうである。

12月の会合で企業金融支援措置を追加か

次回10月28,29日の金融政策決定会合もおそらくすえ置きとみる。しかし、その次の12月17,18日の会合までには生産、消費とも反動増局面が一巡し、景気の息切れが明らかになっている可能性が高い。反動増の恩恵とて、全業種にあまねく行き渡っているわけではなく、対面サービス関連を中心に、需要の戻りの鈍さに苦しんでいる業種も多い。12月には、そうした企業への追加支援策を含んだ第3次補正予算の編成が俎上に載ってくる可能性が高い。菅政権が、日銀と協調してコロナ対策に注力する姿勢をアピールできる最初の機会となる可能性が高いこともあり、日銀も歩調を合わせて、政府の支援策へのバックファイナンスの追加を中心とした追加金融緩和策を打ち出す可能性が考えられる。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ろう。

急速な円高が進まなければ、長短金利の目標値の変更はないだろう。為替相場の動きは、市場心理に与える影響を考えた場合、その水準とともにスピードが重要になるが、足元のペースでじりじりと円高が進む限りにおいては、100円を割り込んでもすぐに日銀が動くことはないとみる。ただ、足元の為替相場は円買い余地を試したがっているようにも見える。菅首相が安倍首相ほど金融緩和に積極的ではないと見られていることも一因だろう。実際、菅首相が官房長官時代、リフレ政策についての自らの見解を踏み込んで示したことはなく、少なくとも安倍前首相ほど思い入れが強くないとも思える。一方、為替相場で円高圧力がかかる局面では、たびたび円高けん制発言を繰り返してきたことを考えれば、円高を好ましくないと考えている点については日銀と同じとみられる。そうであれば、市場に付け入る隙を与えないよう、しばらくは発言に細心の注意を払う必要があるだろう。(9月23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

