2020 年 5 月 21 日

２０２０―２０２１年度経済見通しについて
～コロナ収束でも回復の足取りは重い～

株式会社明治安田総合研究所（社長　永田 康弘）は、２０２０年１－３月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２０－２０２１年度の経済見通しを作成いたしました。
主要ポイントは以下の通りです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：　２０２０年度　▲４．７％　２０２１年度　２．３％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２０年度　▲４．３％　２０２１年度　２．４％

２．要点

①世界経済の先行きに対する不確実性がきわめて高い状況に鑑み、2 通りのシナリオを作成した。メインシナリオでは、新型コロナウイルス感染症の世界的流行は、20 年後半にかけ徐々に収束に向かう。年末に弱めの第二波が訪れるが、各国が再び経済封鎖を決断するほどのレベルには達しない。サブシナリオのもとでは、冬場に大きな第二波が襲来する。多くの主要都市で再びロックダウンを余儀なくされるものの、各国に経験値が蓄積されている分、感染拡大は第一波ほど深刻なものにはならない。

②メインシナリオのもとでの主要国の 4―6 月期の実質成長率は、記録的な落ち込みとなるが、7―9 月期は反動増で逆に高めの伸びとなる。しかし、高成長は長続きしない。再流行への不安が燻り続けるため、各国政府は各種規制を完全に撤廃できず、国民も外出を控える傾向が続く。世界的なスロートレードの流れが定着し、生産性を下押しする結果、主要国の潜在成長率は低下する。消費、投資マインドの委縮で総需要の伸びはさらに低く、中立金利は多くの先進国でマイナス圏が定着、「長期停滞」的な様相が強まる。

③サブシナリオのもとでは、世界経済は 2021 年の年明けにかけてダブルボトムをつける。第一波より早期の回復が可能と考えられるものの、2 度の感染拡大に襲われた世界は再度の経済活動の再開に及び腰にならざるを得ず、世界景気の回復ペースはメインシナリオに比しさらに緩慢なものにとどまる。先進国ではデフレに陥る国が増加、一方、複数の新興国が財政危機で激しいインフレに見舞われる。金融市場も乱高下を繰り返す。

＜主要計数表＞

	２０１９年度	２０２０年度		２０２１年度	
	実績		前回		前回
実質成長率	▲０．１％	▲４．７％	０．２％	２．３％	１．１％
成長率寄与度					
・内需	０．１％	▲４．３％	０．３％	２．４％	１．０％
・外需	▲０．２％	▲０．４％	▲０．１％	▲０．１％	０．１％
名目成長率	０．７％	▲４．３％	０．７％	２．４％	１．２％

※前回は２０２０年２月時点の予想

ご照会先
㈱明治安田総合研究所
政策・経済研究部
小玉チーフエコノミスト
大広シニアエコノミスト
西山　　エコノミスト
電　話▶03-6261-7947　ＦＡＸ▶03-3511-3200
Ｅメール▶yuichi.kodama@myri.co.jp
t.ohiro@myri.co.jp
sh1-nishiyama@myri.co.jp
ホームページ▶https://www.myri.co.jp/

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)

メインシナリオ	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度			
			予測				予測							
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.3%	▲ 0.1%	▲ 4.7%	2.3%	▲ 1.9%	▲ 0.9%	▲ 5.8%	2.9%	1.2%	0.3%	0.5%	0.7%	▲ 0.5%	0.3%
前期比年率	0.3%	▲ 0.1%	▲ 4.7%	2.3%	▲ 7.3%	▲ 3.4%	▲ 21.4%	12.1%	4.7%	1.1%	1.8%	2.9%	▲ 1.8%	1.3%
前年同期比	0.3%	▲ 0.1%	▲ 4.7%	2.3%	▲ 0.7%	▲ 2.0%	▲ 8.4%	▲ 5.7%	▲ 2.8%	▲ 1.7%	4.9%	2.6%	1.0%	1.0%
民間最終消費支出	0.1%	▲ 0.6%	▲ 5.6%	2.2%	▲ 2.9%	▲ 0.7%	▲ 6.5%	3.3%	0.8%	0.3%	0.3%	0.8%	▲ 0.3%	0.2%
民間住宅投資	▲ 4.9%	0.3%	▲ 2.6%	0.7%	▲ 2.5%	▲ 4.5%	1.6%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
民間設備投資	1.7%	▲ 0.9%	▲ 7.8%	5.8%	▲ 4.8%	▲ 0.5%	▲ 9.1%	2.7%	3.9%	0.4%	1.0%	1.6%	0.9%	0.4%
政府最終消費支出	0.9%	2.4%	1.1%	0.8%	0.2%	0.1%	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.6%	3.3%	▲ 0.2%	5.3%	0.5%	▲ 0.4%	▲ 2.6%	1.2%	2.2%	1.1%	2.6%	0.6%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	1.7%	▲ 2.7%	▲ 15.3%	8.4%	0.4%	▲ 6.0%	▲ 15.4%	4.5%	1.9%	1.5%	2.1%	3.3%	▲ 0.4%	2.7%
財貨・サービスの輸入	2.5%	▲ 1.7%	▲ 12.4%	8.6%	▲ 2.4%	▲ 4.9%	▲ 10.2%	0.6%	3.0%	1.8%	1.8%	2.4%	2.4%	1.7%
名目GDP	0.1%	0.7%	▲ 4.3%	2.4%	▲ 1.5%	▲ 0.8%	▲ 5.8%	2.9%	1.2%	0.4%	0.5%	0.7%	▲ 0.5%	0.3%
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.2%	0.8%	0.3%	0.1%	1.2%	0.9%	0.8%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%

(前期比寄与度)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度			
			予測				予測							
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.3%	▲ 0.1%	▲ 4.7%	2.3%	▲ 1.9%	▲ 0.9%	▲ 5.8%	2.9%	1.2%	0.3%	0.5%	0.7%	▲ 0.5%	0.3%
民間最終消費支出	0.0%	▲ 0.3%	▲ 3.1%	1.2%	▲ 1.6%	▲ 0.4%	▲ 3.6%	1.8%	0.4%	0.1%	0.2%	0.5%	▲ 0.2%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.3%	▲ 0.1%	▲ 1.2%	0.9%	▲ 0.8%	▲ 0.1%	▲ 1.4%	0.4%	0.6%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.0%	0.2%	▲ 0.0%	0.3%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%
純輸出	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.5%	▲ 0.2%	▲ 0.8%	0.6%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	▲ 0.5%	0.1%
財貨・サービスの輸出	0.3%	▲ 0.5%	▲ 2.6%	1.3%	0.1%	▲ 1.1%	▲ 2.5%	0.7%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	▲ 0.1%	0.4%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.4%	0.3%	2.2%	▲ 1.4%	0.4%	0.9%	1.7%	▲ 0.1%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.3%

(兆円、2011年暦年連鎖価格)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度			
			予測				予測							
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	533.4	533.1	508.3	520.2	529.4	524.9	494.2	508.6	514.5	515.9	518.2	521.9	519.5	521.2
民間最終消費支出	299.1	297.4	280.9	287.0	293.9	291.8	272.8	281.9	284.1	284.8	285.6	288.0	287.0	287.5
民間住宅投資	15.1	15.2	14.8	14.9	15.2	14.5	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.9	14.9	14.9
民間設備投資	85.7	85.0	78.4	82.9	83.2	82.7	75.2	77.3	80.3	80.6	81.5	82.8	83.5	83.8
政府最終消費支出	107.2	109.8	111.0	111.9	110.2	110.2	110.7	110.7	111.1	111.5	111.8	111.9	111.9	111.9
公的固定資本形成	26.1	27.0	26.9	28.3	27.1	27.0	26.3	26.6	27.2	27.5	28.2	28.4	28.4	28.4
民間在庫品増加	1.5	1.0	1.4	0.9	0.8	0.5	1.1	1.1	1.8	1.8	1.3	0.5	0.8	0.8
純輸出	▲ 2.0	▲ 2.9	▲ 5.1	▲ 5.7	▲ 1.6	▲ 2.5	▲ 6.7	▲ 3.9	▲ 4.8	▲ 5.1	▲ 5.0	▲ 4.5	▲ 6.9	▲ 6.2
財貨・サービスの輸出	93.0	90.5	76.7	83.1	91.9	86.5	73.2	76.5	78.0	79.1	80.8	83.4	83.1	85.3
財貨・サービスの輸入	95.0	93.4	81.8	88.8	93.6	88.9	79.8	80.3	82.7	84.2	85.8	87.9	90.0	91.5

サブシナリオ(前期比)	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.3%	▲ 0.1%	▲ 6.7%	▲ 0.8%	▲ 1.9%	▲ 0.9%	▲ 5.8%	2.9%	▲ 2.3%	▲ 1.4%	0.5%	0.5%	▲ 0.5%	0.4%
前期比年率	0.3%	▲ 0.1%	▲ 6.7%	▲ 0.8%	▲ 7.3%	▲ 3.4%	▲ 21.4%	12.1%	▲ 8.9%	▲ 5.6%	1.9%	2.2%	▲ 1.8%	1.5%
前年同期比	0.3%	▲ 0.1%	▲ 6.7%	▲ 0.8%	▲ 0.7%	▲ 2.2%	▲ 8.4%	▲ 5.7%	▲ 6.1%	▲ 6.7%	▲ 0.4%	▲ 2.7%	▲ 0.9%	0.9%

2. 主要指標予測

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	0.4%	▲ 3.7%	▲ 10.8%	9.4%	▲ 6.9%	▲ 4.3%	▲ 19.7%	▲ 13.3%	▲ 6.4%	▲ 4.2%	15.7%	10.0%	7.1%	5.6%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.8%	0.6%	▲ 0.1%	0.7%	0.6%	0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%
除く消費増税、幼児教育・高等教育無償化(前年比)	0.8%	0.4%	▲ 0.2%	0.7%	0.2%	0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	0.0%	0.3%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
経常収支(季調値、兆円)	19.5	19.8	20.1	20.3	5.3	4.9	5.1	5.1	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
完全失業率(季調値:平均)	2.4%	2.4%	2.9%	3.0%	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
WTI原油価格($/バレル、※)	63	55	40	50	61	55	30	35	50	50	50	55	55	50

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

メインシナリオ		2018年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年				2021年			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.9%	2.3%	▲ 5.6%	2.5%	2.1%	▲ 4.8%	▲ 33.5%	15.7%	8.5%	3.9%	2.3%	2.0%	1.9%
	個人消費支出	3.0%	2.6%	▲ 7.5%	2.6%	1.8%	▲ 7.6%	▲ 41.4%	21.6%	10.4%	4.1%	2.0%	1.9%	1.7%
	住宅投資	▲ 1.5%	▲ 1.5%	4.4%	2.4%	6.5%	21.0%	▲ 14.2%	5.1%	4.6%	4.1%	3.0%	2.0%	1.5%
	設備投資	6.4%	2.1%	▲ 8.9%	2.0%	▲ 2.4%	▲ 8.6%	▲ 34.4%	10.4%	5.1%	4.6%	4.1%	3.5%	3.0%
	在庫(寄与度)	0.1%	0.1%	▲ 0.4%	0.0%	▲ 1.0%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.9%	▲ 0.3%	1.5%	1.3%	1.6%	▲ 0.8%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	3.0%	0.0%	▲ 3.6%	2.1%	2.1%	▲ 8.7%	▲ 11.5%	5.1%	2.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.3%
	輸入	4.4%	1.0%	▲ 7.5%	3.1%	▲ 8.4%	▲ 15.3%	▲ 16.8%	8.2%	4.1%	4.6%	4.1%	3.2%	2.8%
	政府支出	1.7%	2.3%	2.5%	3.2%	2.5%	0.7%	3.0%	4.1%	4.6%	3.0%	2.5%	2.0%	2.0%
	失業率(※)	3.9%	3.7%	12.0%	8.1%	3.5%	4.4%	18.8%	13.2%	11.5%	9.6%	8.2%	7.5%	7.0%
	CPI(総合、※)	2.4%	1.8%	1.0%	1.4%	2.3%	1.5%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	2.50%	1.75%	0.25%	0.25%	1.75%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.9%	1.2%	▲ 8.5%	1.1%	0.1%	▲ 3.8%	▲ 9.0%	3.1%	1.0%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
	家計消費	1.4%	1.3%	▲ 8.9%	1.9%	0.1%	▲ 5.6%	▲ 10.0%	8.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.0%	0.1%
	政府消費	1.1%	1.7%	3.8%	3.2%	0.4%	1.0%	1.5%	1.5%	1.0%	0.9%	0.3%	0.3%	0.2%
	固定投資	2.4%	5.5%	▲ 3.9%	1.4%	4.4%	▲ 3.0%	▲ 6.5%	3.0%	0.7%	0.8%	0.2%	0.2%	0.4%
	純輸出(寄与度)	0.4%	▲ 0.5%	▲ 3.8%	▲ 0.7%	▲ 0.9%	▲ 0.6%	▲ 2.9%	▲ 1.8%	0.7%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
	輸出	3.3%	2.5%	▲ 16.1%	1.7%	0.3%	▲ 4.0%	▲ 20.0%	2.9%	3.6%	2.5%	1.0%	0.8%	0.0%
	輸入	2.7%	3.8%	▲ 9.2%	3.3%	2.2%	▲ 3.0%	▲ 15.0%	7.0%	1.9%	2.1%	0.5%	0.5%	0.0%
	失業率(※)	8.2%	7.6%	8.9%	8.2%	7.3%	7.4%	9.7%	9.3%	8.8%	8.4%	8.3%	8.2%	7.9%
	CPI(総合、※)	1.8%	1.2%	0.1%	0.6%	1.0%	1.1%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.5%	0.5%	0.9%	0.8%
	政策金利(期末値)	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	1.4%	▲ 7.9%	0.7%	0.0%	▲ 2.0%	▲ 11.0%	3.9%	0.9%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

サブシナリオ		2018年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年				2021年			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.9%	2.3%	▲ 6.1%	▲ 3.3%	2.1%	▲ 4.8%	▲ 33.5%	15.7%	▲ 1.6%	▲ 20.5%	12.8%	8.1%	4.6%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.9%	1.2%	▲ 9.4%	▲ 6.0%	0.1%	▲ 3.8%	▲ 9.0%	3.1%	▲ 3.2%	▲ 4.0%	1.4%	0.3%	0.2%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	1.4%	▲ 8.8%	▲ 5.5%	0.0%	▲ 2.0%	▲ 11.0%	3.9%	▲ 3.1%	▲ 3.3%	1.2%	0.4%	0.4%

＜序章＞　経済見通しのシナリオと前提

シナリオの考え方

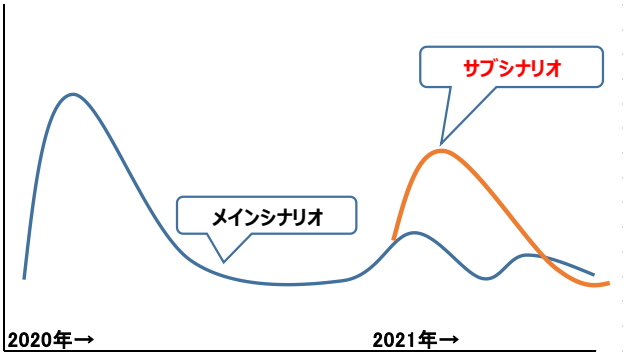
世界経済の先行きに対する不確実性がきわめて高い状況が続いている。主要国における新型コロナウイルス感染症の拡大ペースはピークアウトしつつあるものの、感染者の数はなお高水準で、再び増加に向かうリスクも消えていない。アフリカを中心とした複数の新興国ではこれから感染が爆発するリスクを抱えており、世界的な感染動向の先行きはなお不透明感が強い。主要先進国は、経済活動を再開させる方向に舵を切りつつあるが、人々の不安が払しょくされないなか、経済活動の回復ペースはきわめて緩慢なものになりそうである。

今回の危機が特異なのは、危機対策のためには経済活動を止めることが必要だったという点であり、多くの国が人々の移動制限や工場の操業停止に踏み切った結果、総需要、総供給の両面から過去に例をみないほどの強さと速さで下押し圧力が働いた。また、感染再拡大への不安が残る間は、家計や企業のマインドが委縮した状態が続くと見込まれるため、V 字型の回復が見込みがたいという特徴もある。

現時点での経済見通しは、新型コロナウイルス感染症の展開に大きく依存する。このまま第一波が収束に向かうとしても、感染第二波の到来の有無やその時期、その大きさへの不透明感がきわめて強い。当然、感染拡大とその収束のパターンはさまざまなケースが想定されるが、今回は 2 通りのシナリオに集約し、そのもとで各国の経済見通しを作成した。

まず、メインシナリオのもとでは、感染第一波の流行はこのまま徐々に沈静化に向かう（図表）。その後しばらく小康状態を保った後、2020 年の年末に弱めの第二波が襲来するが、各国が再び主要都市のロックダウンを決断するほどのレベルには達しない。2021 年の年明けには再びピークアウトに向かい、その後は小さな波をいくつか挟みながら、2021 年度末にかけて徐々に収束に向かう。

（図表）新規感染者数（世界）のイメージ



（出所）明治安田総合研究所作成

サブシナリオのもとでは、感染拡大ペースは、夏場にかけいったんピークアウトするものの、冬場に大きな第二波が襲来する。各国とも再び主要都市のロックダウンを余儀なくされ、世界経済には再び大きな下押し圧力がかかる。ただ、各国政府とも経験値を蓄積し、かつ冬までには医療体制の整備、治療薬の開発が進んでいることが期待されることもあり、第一波に比べれば迅速かつ的確な措置を繰り出すことが可能となる。

結果として、新規感染者の数は第一波の規模には至らず、2021 年の春までには再びピークアウト、その後は徐々に収束に向かう。なお、大きな感染第三波の襲来は想定しない。

メインシナリオ下での世界経済の推移（示現確率：60%）

世界的な新型コロナウイルス感染症の流行は、2020 年後半にかけ徐々に収束に向かう。いち早く経済活動の再開に舵を切った中国をはじめ、米欧でも経済活動の再開に向けた動きが進んでおり、生産設備の稼働率は秋口にかけて徐々に上がってくる。主要国の 4－6 月期の実質成長率は、ほとんどの国で記録的

な落ち込みを余儀なくされるものの、7－9 月期はペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化もあって逆に高めの伸びとなる。

しかし、反動増的な高成長局面は長続きしない。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、再流行への不安が燻り続けるため、国民が外出を控え気味にする傾向は続く。各国政府も各種規制を完全に撤廃することはできず、民間では人と人との接触をなるべく避ける、新たなライフスタイルの構築が進む。こうしたなか、観光、宿泊、交通、外食、娯楽関連産業は世界的に戻りの鈍い状態が続き、業界再編に向けた動きが顕著となる。

人やモノの国家間の移動も鈍い状態が続く。米中対立は、コロナ問題が新たな対立軸として加わったことでより先鋭化、しばらく下火になっていた米中貿易摩擦が再び激しさを増す。他国も、グローバルに経済活動を展開するにあたっては、国家戦略や安全保障政策、国際秩序といった政治的、外交的要素が重要なファクターになることを官民問わず改めて認識せざるを得ない。その結果、世界的なスロートレードの流れが定着し、グローバリゼーションは足踏みを余儀なくされる。

グローバル企業はサプライチェーンの再構築に難渋、コロナ前に比べればより非効率な生産体制を敷かざるを得ず、収益性、生産性は低下する。数少ない好材料は、5Gの普及が加速し、第 4 次産業革命の流れを後押しする可能性で、これは生産性の押上げ要因になるが、トータルでは低下圧力が上回り、結果として主要国の潜在成長率は低下に向かう。

一方、消費、投資マインドの委縮によって、総需要の伸びは、低下した潜在成長率をさらに下回る伸びしか実現できない。結果として、中立金利は多くの先進国でマイナス圏が定着、多くの主要国で「長期停滞」的な様相がさらに強まり、なかにはデフレに陥る国も現れる。

多くの国で大々的に展開している各種経済対策の後遺症も問題となる。2021 年にかけては多くの国が経済対策の規模を縮小、公需は成長率にマイナス寄与する形に転換する。将来的な緊縮財政を予想する動きが、家計の消費マインド、企業の投資マインドにとって重しともなる。一方、複数の新興国では財政不安がインフレを引き起こし、世界的にインフレ国とデフレ国の 2 極分化が顕著になる。

サブシナリオ下での世界経済の推移（示現確率：40%）

主要国が拙速な経済活動再開に踏み切ったことが仇となり、冬に大きな第二波が襲来する。その結果、世界経済は 2021 年の年明けにかけてダブルボトムをつける。

7－9 月の実質成長率は世界的に高いものになるが、年末には多くの国の主要都市で再びロックダウンを余儀なくされ、10－12 月期の成長率は再びマイナスに転落、1－3 月期も二期連続のマイナスとなる。ただ、諸外国とも経験値を上げている分、第二波への対処は第一波襲来時よりもスムースに進む。年末までには治療薬やワクチンの研究・開発や増産がある程度進んでいる可能性が高いこと、第一波の流行が深刻だった国々では、すでに集団免疫の獲得が進んでいることもあり、感染拡大は第一波ほど深刻なものにはならず、2021 年の春には再び収束に向かう。2021 年夏場以降の経済成長率は多くの国で再びプラスに戻るが、2 度の感染拡大に襲われた世界は再度の経済活動の再開に及び腰にならざるを得ず、経済活動の回復ペースはメインシナリオに比しさらに緩慢なものにとどまる。

先進国ではかつての日本のようにデフレに陥る国が続出、一方、複数の新興国が財政破綻に陥る。世界的に、株価や為替相場は乱高下を繰り返し、金融市場の混乱はコロナ収束後も長く残る。経済の低迷が続くなかで、多くの国では既存政党への不満が高まり、ポピュリズム勢力が躍進。民主主義の劣化が進む。

１．日本経済見通し

＜要　　約＞

メインシナリオにおける日本経済の見通しの概要は以下のとおりである。まず、緊急事態宣言は 5 月末で全国的に終了する。6 月以降、経済活動が徐々に正常化に向かうなかで、感染拡大ペースが一時的に高まる可能性は残るものの、政府が再度自粛要請を強化するまでには至らず、以後、感染は小幅の波を繰り返しながらも徐々に収束に向かう。

実質 GDP の水準は 4－6 月期が底となり、7－9 月期以降はプラス成長に戻る。ペントアップディマンドが蓄積している分、7－9 月期の GDP 成長率はかなり高めの伸びとなるが、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 1－3 月期までかかる。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る。家計にとっては、来春の春闘がきわめて厳しい結果になるほか、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。来夏のオリンピックはなんとか開催できるものの、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られないまま、2021 年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされる。

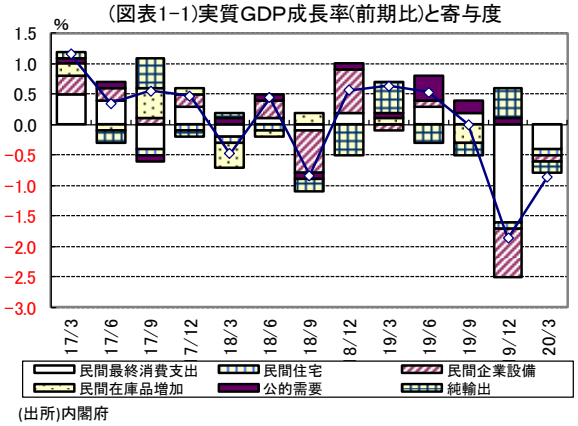
サブシナリオ下での日本経済は、7－9 月期に一時的な反動増局面を経た後、冬場に感染第二波の襲来を受けることで、10－12 月期は再びマイナス成長に逆戻りする。政府は再度緊急事態宣言の発動を余儀なくされ、日本経済は回復軌道に戻ることができないまま再び活動停止状態に追い込まれる。政府は大規模な財政出動を繰り返し、その規模は、最終的に対 GDP 比で 2～3 割にまで拡大する。それでも、長期間の活動自粛に耐えられない企業倒産・廃業が加速度的に増加、失業率は 10%前後まで悪化する。

検査体制や治療薬開発など医療体制の整備が今後も進むと考えられる分、新規感染者の拡大ペースは第一波を下回るが、二度の感染拡大に襲われた国民の心理的ショックは大きく、感染収束後も経済活動は容易に元に戻らない。小幅の反動増が一巡した後の実質 GDP 成長率は、マイナス成長とプラス成長を繰り返す一進一退の状態が続き、CPI はマイナストレンドが定着する。中長期的な財政リスクも着実に蓄積し、企業や家計の不安心理に拍車をかける。

4－6 月期の GDP は大幅マイナスへ

1－3 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.9%（年率換算：▲3.4%）と、市場予想を若干上回ったものの（市場予想：前期比▲1.1%、年率換算：▲4.5%、当社予想は同▲1.3%、同▲5.2%）、ほぼ予想の範囲内といえる結果だった（図表 1-1）。前期比▲1.9%と大きく悪化した 10－12 月期から、さらに水準を切り下げた形であり、この結果、前年同期比のマイナス幅は、10－12 月期の▲0.7%から同▲2.0%まで拡大、2019 年度の成長率は

(図表1-1)実質GDP成長率(前期比)と寄与度



(出所)内閣府

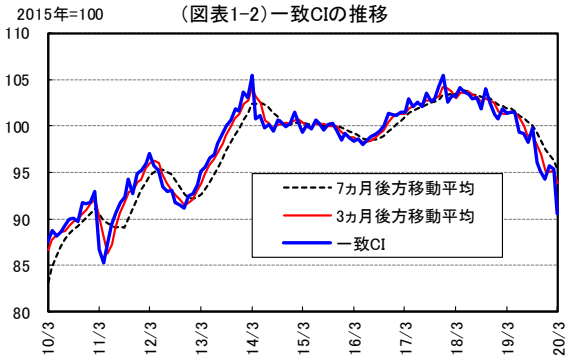
▲0.1%と、5年ぶりのマイナスとなった。

1－3 月期は、内需の寄与度が▲0.7%ポイント、輸出の寄与度が▲1.1%ポイントで内外需とも足を引っ張った。民間最終消費支出が前期比▲0.7%、民間住宅が同▲4.5%、民間企業設備が同▲0.5%、公的資本形成が同▲0.4%と、内需の主要項目が軒並みマイナスである。ただ、経済活動が目に見えて縮小に向かったのは 3 月以降であり、これでもコロナウイルス感染症の影響を部分的にしか反映していない。影響が本格化するのはこれからである。

今後については、まず、緊急事態宣言が 5 月末でひとまず全国的に終了する可能性が高まっているのは好材料である。大規模小売店や飲食店の営業が徐々に正常な状態に戻ることで、6 月の個人消費は高めのリバウンドが期待できるが、4,5 月の低迷が響き、4－6 月期の実質成長率は前期比▲5.8%の大幅マイナスになると予想する。反動増局面は夏場も続き、7－9 月期の成長率は同＋2.9%とプラスに戻るが、反動増局面が一巡する秋口以降は、内外需とも再び停滞気味の推移に戻り、成長率は伸び悩むと予想する。2020 年度年間の実質成長率は前年比▲4.7%と予想。2021 年度は低かった前年との比較ということもあり、同＋2.3%とやや高めの伸びになるが、四半期別の成長率は年度末にかけて力強さに欠ける推移が続くとみる。

なお、日本経済がすでに景気後退局面にあるのが確実な情勢となっているが、景気動向指数の推移などから見て、景気の山は 18 年 10 月だった可能性が高い（図表 1-2)。今回の新型コロナウイルス感染症は、米中貿易摩擦の影響で、ただでさえ弱っていた日本経済に、さらなる打撃を与えた外的ショックだったということになる。

（図表1-2）一致CIの推移



（出所）内閣府「景気動向指数」

サブシナリオのもとでは、7－9 月期にいったん持ち直した成長率が、10－12 月期に再度前期比▲2.3%へと急落する。2021 年 1－3 月期も同▲1.4%と、2 期連続のマイナスになる。政府の機動的な対応により、第一波よりも早めの収束が見込まれることで、2021 年 4－6 月期には同＋0.5%とプラスに戻るが、その後年度末にかけての景気は一進一退の状況が続き、2020 年度年間の成長率は前年比▲6.7%、2021 年度は同▲0.8%と、19 年度から 3 年連続のマイナス成長となる。

政府は財政支出を追加へ

国民 1 人あたり一律 10 万円の給付を盛り込むために、いったん閣議決定した後に再度作り直した補正予算が、4 月 30 日に成立した。10 万円給付に必要な費用は 12 兆 8,803 億円で、これにより一般会計の歳出は 7 日の当初決定時より約 8 兆 8,800 億円増加、25 兆 6,900 億円と史上最大の規模となった。これに伴い、緊急経済対策の規模も 108.2 兆円から 117.1 兆円に増えた。このうち財政投融資を除いた国と地方の財政支出の規模は 35.8 兆円に達する（図表 1-3)。

国民への給付については、当初案では、所得減世帯への 30 万円を予定していたが、これを全国民への一律 10 万円に変更したことで、経済対策としての効率は下がる。所得が減少していない個人も対象になる分、消費性向が下がる可能性が高いためだが、それを補うだけの規模の効果は期待できる。当社では、10 万円給付は 2020 年の実質個人消費の伸びを 1.4%、実質 GDP 全体では 1.0%引き上げる効果があるとみている。

そもそも、今回の給付の目的はあくまで生活保障であり、経済効果ではない。足元の経済はかつてないほどのスピードで悪化しており、失業者や所得減世帯が現在進行形で増加している。経済対策を決定するにあたっての論点には規模、スピード、対象、タイミング等さまざまなものがあるが、今最優先すべきはスピードであり、条件を付けていてはその分給付が遅くなる。こうした観点からは、今回の方針転換は評価できるだろう。

（図表1-3）新型コロナウイルス感染症緊急経済対策の概要

５つの柱	主な内容	財政支出			事業規模
			うち国・地方	うち財政投融資	
Ⅰ.感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発	・マスク・消毒液等の確保 ・PCR検査機器の導入支援 ・治療薬・ワクチンの開発加速	２．５兆円程度	２．５兆円程度	－	２．５兆円程度
Ⅱ.雇用の維持と事業の継続	・雇用調整助成金の拡充 ・日本政策金融公庫からの実質無利子無担保融資 ・収入減事業者に対し、中堅・中小は200万円、個人事業主は100万円を給付 ・国民一人当たり10万円を給付 ・地方税及び社会保険料の納税猶予 ・欠損金の繰り戻しによる法人税の還付制度の適用	３０．８兆円程度	２１．１兆円程度	９．７兆円程度	８８．８兆円程度
Ⅲ.次の段階としての官民を挙げた経済活動の回復	・消費喚起キャンペーン（Go Toキャンペーン）の実施 ・地方創生臨時交付金の創設	３．３兆円程度	２．８兆円程度	０．５兆円程度	８．５兆円程度
Ⅳ.強靭な経済構造の構築	・国内への生産拠点整備の補助率引き上げ ・テレワークの普及推進 ・遠隔授業の環境整備	１０．２兆円程度	８．０兆円程度	２．３兆円程度	１５．７兆円程度
Ⅴ.今後への備え	・新型コロナウイルス感染症対策予備費の創設	１．５兆円程度	１．５兆円程度	－	１．５兆円程度
	合　計	４８．４兆円程度	３５．８兆円程度	１２．５兆円程度	１１７．１兆円程度

(出所)内閣府

10 万円が個々の家計に行きわたるのはこれからだが、早くも 2 次補正予算の内容が固まりつつある。官邸は通常国会の会期延長を望まず、6 月 17 日の会期末までに成立をめざす方針である。本稿執筆時点ではまだ詳細は決定していないが、与野党で議論が進んでいた事業者への家賃支援策のほか、中小企業への資本注入、経済的に困窮する学生への支援、地方自治体向けの「地方創生臨時交付金」の上積み、雇用調整助成金の日額上限の引き上げなどが含まれる見通しである。なかでも、中小企業に対し、資本支援にまで踏み込んだことは、足元の環境下では意義がある。

補正予算は今後も第 3 次、場合によっては史上初の第 4 次と追加される可能性が高い。今回の一律 10 万円にしても、所得が半減した中小企業への 200 万円にしても、個人事業主への 100 万円にしても、すべて 1 回限りの給付であり、経済の停滞が長引けば長引くほど、追加給付の必要性は増していく。財政支出の規模は、最終的には GDP 比で 15%を超える規模に上る可能性がある。その中身次第で経済効果は変わってくるが、財政支出が予想以上に拡大するということは、予想以上に経済が悪化するということであり、落ち込み幅を一定程度抑制する以上の効果は期待しにくい。

今回の経済対策の組み替えに伴う歳出の増加はすべて赤字国債の追加発行で賄うことになる。その分、中長期的な財政リスクは着実に蓄積されていく。今は目の前の危機の克服が優先であり、必要とあらば、さらなる財政支出を躊躇すべきではないが、いずれは信頼に足る財政再建案の再作成が不可欠となる。過去、平時でも財政再建が順調に進んでこなかった反省に立てば、かつて橋本内閣が導入した財政構造改革

明治安田総合研究所

法や、米国で実施していたペイ・アズ・ユー・ゴー原則のように、これまでより厳しい縛りの下で、財政再建をシステマティックに進めていく工夫が必要になるかもしれない。

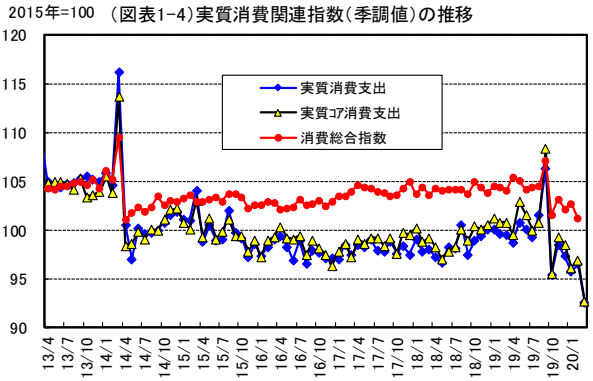
なお、サブシナリオの下では、最終的な財政支出は GDP 比で 20%を超える可能性が出てくるだろう。政府は危機対応を優先せざるをえず、いわば青天井で財政支出を追加していく方針にコミット、日銀も無制限に国債を買い支える方針を強調し、金利上昇圧力を抑え込む。政府・日銀にとっては幸いなことに、主要国・地域がこぞって「金融抑圧」的な政策に邁進している分、海外への資本逃避といった動きは起きにくい。当面は、日本の財政リスクが市場で意識される状態にはならない可能性が高いが、そう遠くない将来に、財政破綻シナリオが現実味を帯びる蓋然性が高まる。

コロナ収束後も個人消費は厳しい

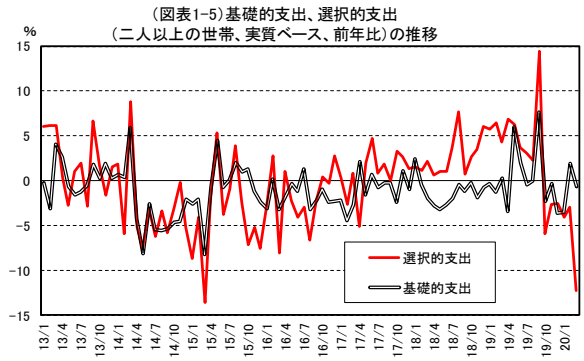
1－3 月期の民間最終消費支出は前期比▲0.7%（寄与度：▲0.4%）となった。10－12 月期の同▲2.3%に続く 2 期連続のマイナスである。形態別国内家計消費支出を見ると、耐久財が同＋1.6%、半耐久財が同▲5.7%、非耐久財が同＋1.1%、サービスが同▲2.3%となっている。

耐久財がプラスになったのは、消費増税前の駆け込み需要の反動で 10－12 月期が同▲14.2%と大幅に落ち込んでいたためで、水準的には 7－9 月期のそれをなお大きく下回っている。半耐久財とサービスのマイナスは、家計が不要不急の支出を控えた結果が現れているといえよう。振れの小さいサービス消費がこれだけ大きなマイナスになったのは、現行統計が遡れる 1994 年以来、初めてのことである。

3 月の総務省の家計調査では、実質消費支出（二人以上の世帯）は、前年比▲6.0%という大幅な落ち込みとなった。14 年 4 月の前々回の消費増税後、個人消費は結局一度も本格的な回復軌道に乗らないまま、再度大幅な落ち込みを余儀なくされたことになる（図表 1-4）。内訳の品目を基礎的支出（必需品的なもの）と選択的支出（贅沢品的なもの）に分類すると、前者がほぼ前年並み水準を保っているのに対し、後者が記録的な落ち込みを見せており（図表 1-5）、家計が不要・不急の消費活動を抑制している様子が現れている。



（出所）総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」



（出所）総務省「家計調査」

品目別にみると、鉄道運賃が前年比▲65.2%、航空運賃が同▲84.7%と、交通関係が軒並み記録的な落ち込みとなったほか、宿泊料（同▲55.4%）、パック旅行費（同▲83.2%）、映画・演劇等入場料（同▲69.6%）、遊園地入場・乗り物代（同▲86.8%）等、教養・娯楽関係の落ち込みが激しい（図表 1-6）。パック旅行費だけで、実質消費全体を 1.05%も押し下げている。ただし、同じ教養・娯楽のカテゴリーのなかでも、ゲーム機は同＋165.8%と約 2.7 倍の伸びとなっている。書籍やインターネット接続料も伸びており、家計の「巣ごもり消費」の実態が確認できる。

一方、必需品関連では、米（前年比＋15.3%）、パスタ（同＋44.4%）、即席麺（同＋30.6%）等、食料

関係が大きく上昇、特に保存食の上昇幅が大きくなっている。同じ食料のカテゴリーでも、食事代（同▲30.3%）、飲酒代（同▲53.5%）と外食関係は大幅マイナスである。特に、食事代だけで全体を▲1.23%も押し下げている。

家具・家事用品関連では。買占めのあったトイレットペーパーが同＋26.4%、体温計等を含む「他の保健医療用品・器具」は同＋75.6%の伸びとなっている。

基礎的支出が底堅く推移する一方、選択的支出が大きく落ち込む傾向は 4,5 月期も続いているとみられる。4 月 7 日に緊急事態宣言が発令され、その後大手百貨店等がそろって休業、都市部の居酒屋やレストラン等も休業や短縮営業を余儀なくされていることを考えれば、4,5 月の前年比ベースでの落ち込み幅は 3 月より大きくなる可能性が高い。6 月に営業が再開されれば、ペントアップディマンドの顕在化に伴い、一時的にはかなり高い伸びが期待できる。しかし、大きく落ち込んだ 4,5 月分を取り戻すに過ぎず、4－6 月の実質個人消費は、前期比▲6.5%の大幅マイナスになると予想される。

（図表1-6）3月実質消費で大きな変化があった主な品目　（%）

品目		前年比	寄与度
食料			
	米	15.3	0.09
	パスタ	44.4	0.02
	カップ麺	15.7	0.02
	即席麺	30.6	0.02
	冷凍調理食品	22.2	0.04
	食事代	▲30.3	▲1.23
	飲酒代	▲53.5	▲0.33
家具・家事用品			
	トイレットペーパー	26.4	0.03
	他の家事用消耗品のその他（ウェットティッシュを含む）	46.5	0.12
保健医療			
	保健用消耗品（マスク、ガーゼを含む）	17.8	0.05
	他の保健医療用品・器具（体温計を含む）	75.6	0.08
交通・通信			
	鉄道運賃	▲65.2	▲0.51
	航空運賃	▲84.7	▲0.21
	有料道路	▲43.0	▲0.12
	ガソリン	▲18.4	▲0.34
教養娯楽			
	ゲーム機	165.8	0.02
	書籍	12.3	0.03
	宿泊料	▲55.4	▲0.37
	パック旅行費	▲83.2	▲1.05
	映画・演劇等入場料	▲69.6	▲0.12
	遊園地入場・乗り物代	▲86.8	▲0.05
	インターネット接続料	12.4	0.09

（出所）総務省「家計調査」

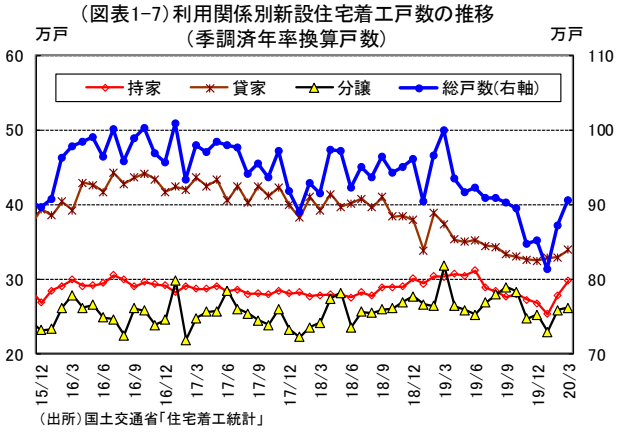
反動増の流れが続くことで、7－9 月期は同＋3.3%と回復を見込むが、反動増局面が一巡した後の個人消費は再び停滞気味の推移に戻るとみられる。自粛期間中は、少なからぬ家計が金融資産を取り崩して個人消費の原資にしていたのが実態とみられ、そうした家計は貯蓄の復元を優先する可能性がある。また、感染再拡大への不安が残るなか、人々が旅行や外出を控える傾向はかなり後まで残ると考えられる。こうしたなか、宿泊、外食、交通、映画演劇、テーマパーク等、サービス関連業種の苦境が続きそうである。政府も各種の自粛要請を完全には解除できないかもしれない。コロナ収束後に稼働する、政府の GO TO キャンペーンの効果は未知数だが、コロナ前の消費水準にはなかなか戻らない状態が続くと考えられる。

また、内外需ともさえないなか、今年度は多くの業種で減収減益が予想され、来年の春闘は労働者にとってきわめて厳しい結果が予想される。賞与の大幅低下はもちろんのこと、ベアも期待できない。定昇の確保すら不透明感漂う状況である。2021 年度末にかけても個人消費は不振が続く可能性が高い。2020 年度の実質個人消費は前年比▲5.6%、2021 年度は同＋2.2%と予想する。

住宅投資を巡る環境も厳しい。1－3 月期の GDP ベースの実質住宅投資は前期比▲4.5%と、10－12 月期の同▲2.5%から一段とマイナス幅を拡大させた。消費増税前の駆け込み需要の反動減の影響が残っているほか、年明け以降の中国の都市封鎖に伴い、トイレ等の住宅設備の納期遅延が工事の遅れにつながるなど、供給面の制約も顕著になっていた。4 月以降は多少状況に改善の兆しが出てきているものの、依然として納期は遅れ気味である。

月別の住宅着工統計をみると、3 月にかけては徐々に持ち直す兆しも見え（図表 1-7）、反動減局面が一巡しつつある様子を示している。しかし、今後は所得減の影響が本格化する。今のところ所得の減少に見舞われていない家計でも、感染動向の不確実性が依然として大きく、先行きの収入に不安を抱える家計が

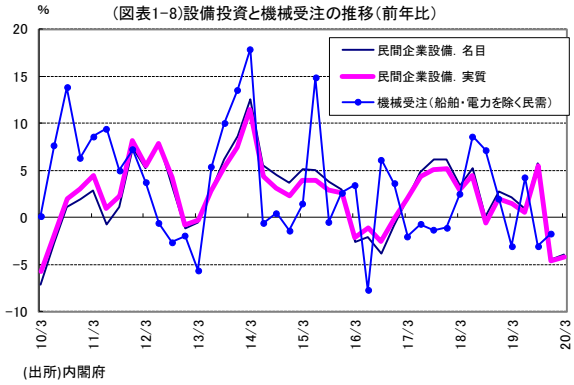
多いなか、長期の住宅ローンを負うことに及び腰となる家計が増えている可能性が高い。政府の各種支援策は一定の下支えになるものの、住宅購入計画の取りやめや先送りに踏み切る家計が増える結果、住宅投資は来年度にかけても軟調な推移が続くとみている。2020 年度の住宅投資は前年比▲2.5%、2021 年度は同＋0.7%と予想する。



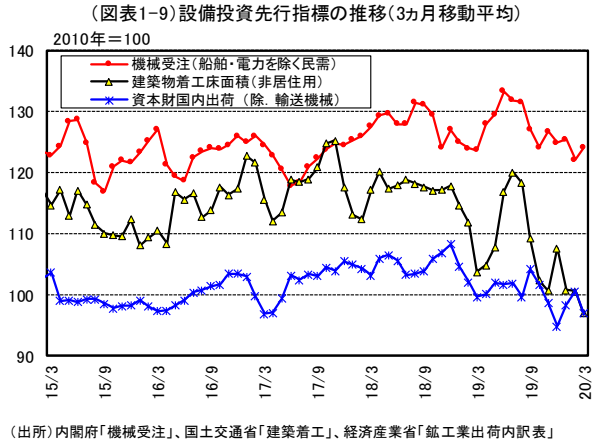
なお、サブシナリオの下では、企業倒産・廃業が大幅に増加し、失業率は 10%前後、あるいはそれ以上の水準に上昇する。個人消費は、第一波のピークアウトに伴う反動増局面を経たあと、10－12 月期の個人消費は再度大幅マイナスに転落、2021 年 1－3 月期も大幅なマイナスが続く。東京オリンピックは春を待たず中止が決定され、消費マインドの悪化に拍車をかける。第二波のピークアウトに伴い、4－6 月期にはプラスに戻るが、来年の春闘が壊滅的な結果になることもあって、その後も年度末まで個人消費は低迷が続く。

設備投資計画の多くは先送りへ

実質民間企業設備投資は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.1%ポイント）と、大きく落ち込んだ 10－12 月期の同▲4.8%に続き、2 期連続のマイナスとなった。新型コロナウイルス感染症の流行前から、米中摩擦の激化が外需関連企業を中心に企業の投資マインドに影を落としていたが、ここへきて先行きの不確実性はさらに高まっており、設備投資計画の大幅下方修正が避けられない情勢となっている。



鉱工業生産統計から足元の生産動向を確認すると、3 月は前月比▲3.7%と、2 月の同▲0.3%からマイナス幅が大きく拡大した。特に、自動車工業（前月比▲5.1%、寄与度▲0.79%ポイント）、生産用機械工業（同▲10.2%、寄与度▲0.75%ポイント）といった業種のマイナス幅が大きい。世界的に都市封鎖の動きが広がるなか、生産体制や販売体制の縮小を余儀なくされている自動車産業への影響が大きく、すそ野が広い業種である分、他産業へも悪影響が幅広く波及している形である。日本の大手自動車メーカーの間でも、4,5 月の生産計画を大きく下方修正する動きが相次いでおり、4 月の鉱工業生産は、一段とマイナス幅を拡大させるとみられる。



一方、中国の生産はすでに回復途上にあるほか、米国や欧州主要国も経済活動を再開する方向に舵を切りつつあることから、5 月以降、海外向けの資本財や生産財の生産は回復に向かう可能性がある。鉱工業生産全体で

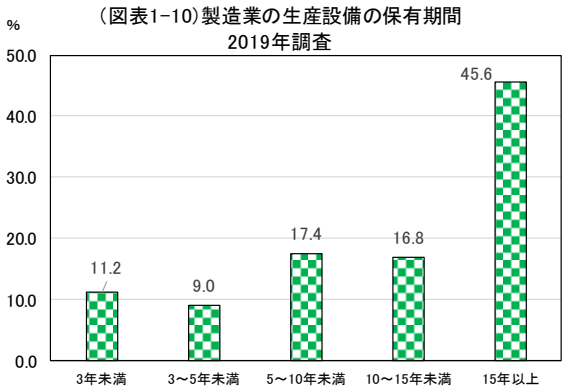
も前月比プラス転換する可能性があるものの、その後の回復ペースは鈍い状態が続くだろう。設備稼働率は上がらず、企業業績も不振が続く中、製造業を中心に、設備投資計画を先送りする動きがいっそう顕著になる展開が予想される。3 月の機械受注（除く船舶・電力民需）は、運輸業・郵便業、通信業など、外出自粛の影響で受注が押し上げられた業種があったため、前月比▲0.4%の小幅マイナスにとどまったが、4 月以降はさらなる悪化が予想される（図表 1-9）。グローバル企業は目下サプライチェーンの見直しを余儀なくされている。グローバル企業にとってコロナ問題とは、生産拠点が経済的原理だけで決定しうるものではなく、国家戦略や安全保障政策、国際秩序といった政治的、外交的要素と不可分であることを、改めて認識せざるを得ない出来事であった。政府の補助策もあり、今後は生産拠点の一部を日本へ回帰する動きが出てくるとみられ、これ自体は国内の設備投資の下支え要因となるが、一方で、最適な生産地を選べなくなることが中長期的な収益性の低下につながる可能性も否めない。これは中長期的な設備投資の下押し要因となる。

非製造業の設備投資は、これまで宿泊・飲食サービスを中心に、人手不足の高まりを受けた労働代替的な投資への需要が支えていたが、目下、当該業種の労働需給は緩んでいる。緊急事態宣言は 5 月末で全国的に解除される可能性が高まりつつあるものの、第二波への不安が残ることから、国民が外出を控え気味にする傾向は続き、当該業種における労働代替的な設備投資需要は回復しない。都市部では、インバウンド消費の蒸発も痛手である。3 月の訪日外国人観光客は、前年同月比 93.0%減の 19 万 4 千人と、2019 年 3 月の 276 万人から 256 万人以上下回った。今後も、海外旅行需要は世界的に戻りの鈍い状態が続くとみられる。来年は東京オリンピック効果が期待されるものの、訪日客は当初の期待を大きく下回るレベルにとどまる可能性が高く、消費関連セクターの救世主になれるかどうかは微妙である。なかでも観光、宿泊、交通、外食、娯楽関連産業といった業種は客足の戻りが鈍い状態が続き、設備投資需要も伸び悩む可能性が高い。

短期的な景気の変動にかかわらず、根強い投資需要が存在する分野があるのは確かである。特に 5G 関連の通信システムの整備や、自動車の電装化など、中長期的な成長分野への能力増強投資や研究開発投資は一定程度下支えになるだろう。昨年の総務省の「第 5 世代移動通信システム（5G）の導入のための特定基地局の開設計画の認定」によると、新規参入企業も含めた大手通信 4 社で、本格商用化の始まる 2020 年から約 1 兆 6,600 億円を特定基地局の設備投資に費やすとしていた。運輸・郵便では、安全防災対策やリニア中央新幹線等の鉄道の高速化関連の投資も続くだろう。

国内の設備老朽化に伴う維持・更新への投資需要も根強いものがある。昨年実施された生産設備保有期間実態調査（日本機械工業連合会）をみると、保有期間が 15 年以上となっている生産設備が全体の半数近くを占めている（図表 1-10）。同調査によると、今後 3 ヵ年内に設備投資計画のある企業、または検討中の企業では、84%が設備更新を理由としており、こうした動きも一定程度は設備投資を下支えする要因になるとみられるが、感染拡大の不確実性が払しょくされないなか、2020 年度の実質設備投資は前年比▲7.9%、2021 年度は同＋5.8%と予想する。

（図表1-10）製造業の生産設備の保有期間
2019年調査



（出所）日本機械工業連合会「生産設備保有期間実態調査」

なお、サブシナリオの下での設備投資は、予測期間を

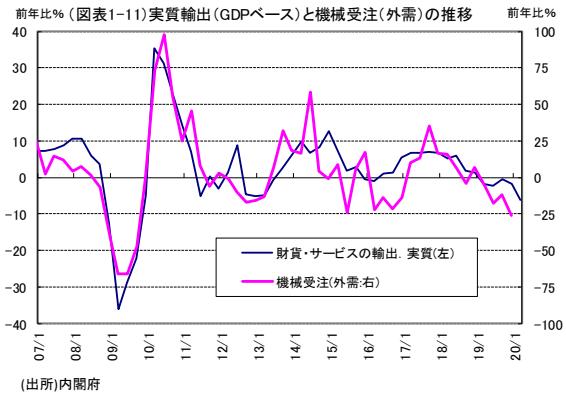
通じて低迷が続く。緊急事態宣言期間の終了後、企業はいったん先送りしていた設備投資計画の実行に動くものの、着手前に第二波の感染拡大に見舞われることで、その多くは再び先送り、あるいは中止を余儀なくされる。2020 年 7－9 月期の設備投資は、前期比小幅プラスに戻るものの、10－12 月期には再びマイナスへと逆戻り。企業業績の著しい悪化と、倒産・廃業の増加は深刻で、その後も予測期間を通じてマイナス成長が続く。世界的に、生産性の低迷と中長期的な成長率見通しが悪化することで、企業の中長期計画も弱めとならざるを得ず、設備投資計画も平行移動で下方修正。設備投資の不振は 22 年度以降も長期化する。

公共投資へのコロナの影響はわずか

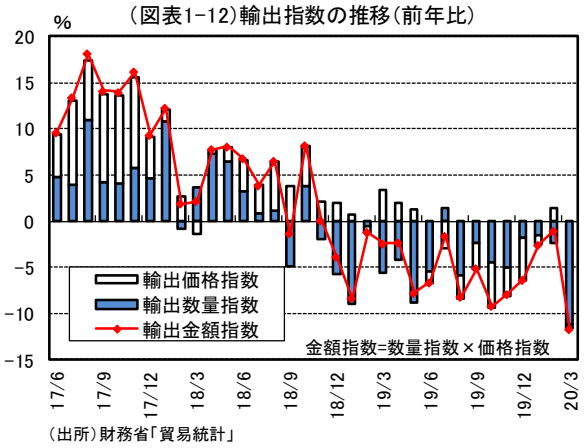
公的固定資本形成は前期比▲0.4%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、10－12 月期の同＋0.5%から 5 四半期ぶりにマイナスに転じた。4 月のさくらレポートをみると、景気の総括判断は全 9 地域で下方修正されたものの、公共投資の判断は「増加している」が 5 地域、「高水準」が 4 地域で、1 月から変化はなかった。ヒアリング結果によると、2018 年に発生した北海道胆振東部地震と西日本豪雨、また、2019 年に発生した台風 19 号の災害復旧工事の進捗や、国土強靭化政策関連の潤沢な予算を下支え要因として指摘する声が多い。新型コロナウイルス感染症の影響で、調査や設計案件の一部で中断する事業があるとの声はあるものの、総じて影響はわずかとの声が上回っている。今後も、経済対策で計上されている予算の執行が粛々と進むなか、公共投資は底堅い推移が続く可能性が高い。

スロートレードの定着が外需に打撃

輸出は前期比▲6.0%（寄与度：▲1.1%ポイント）と、10－12 月期の同＋0.4%から大幅マイナスに転じた。マイナス幅は、東日本大震災直後の 2011 年 4－6 月期の同▲7.5%以来の大きさである。年度ベースでも前年比▲2.7%と、7 年ぶりのマイナスで、マイナス幅の大きさは、2009 年度の同▲9.0%以来 10 年ぶりとなっている。輸出は、米中貿易摩擦の影響で昨年度以降、すでに前年比マイナストレンドが定着していたが（図表 1-11）、目先は一段と弱含む展開が予想される。

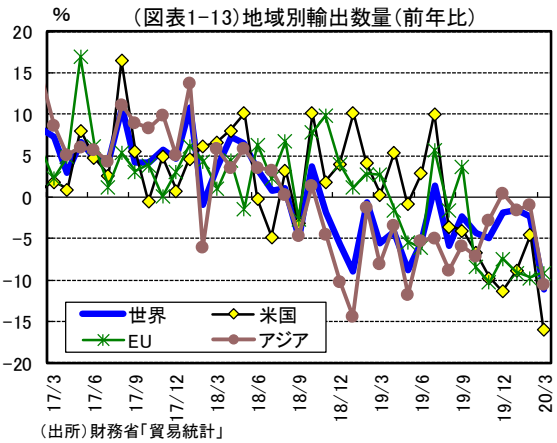


貿易統計における 3 月の輸出金額は前年比▲11.7%と、マイナス幅は 2 月の同▲1.0%から大きく悪化した（図表 1-12）。これで 16 ヵ月連続の前年割れである。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格が同▲0.6%、輸出数量が同▲11.2%で、輸出の実勢を示す数量指数は 8 ヵ月連続のマイナス、マイナス幅も 2 月の同▲2.4%から大きく拡大している。



数量指数の伸びを主要相手国・地域別に見ると、米国向け（2 月：前年比▲4.5%→3 月：同▲15.9%）や中国向け（同▲2.6%→同▲10.3%）が大きく拡大した（図

表 1-13)。EU 向け（2 月：同▲9.7%→3 月：同▲9.1%）のマイナス幅は逆に小幅縮小したが、多くの主要都市でロックダウンが続いていたことを考えると、4 月はマイナス幅が拡大する可能性が高い。



詳細なデータが取得可能な金額ベースの数値で、地域別の輸出動向の詳細を確認すると、米国向けの輸出金額は前年比▲16.5%（2 月：同▲2.6%）となった。うち、構成比で約 35%を占める輸送用機器（2 月：同▲7.9%→3 月：▲21.7%）、約 23%を占める一般機械（同▲5.6%→▲20.4%）が 20%を超えるマイナスとなっており、全体の足を引っ張っている。自動車工場の操業停止の影響が大きかったことがわかる。

中国向けの輸出金額は前年比▲8.7%（2 月：同▲0.4%）で、一般機械や化学製品などのマイナス幅が拡大している。中国以外のアジア向けを見ると、ウェイトの大きい順に、韓国向け（2 月：前年比＋0.9%→3 月：▲10.4%）、台湾向け（同＋11.0%→▲1.5%）、香港向け（同▲9.6%→▲14.2%）が軒並み悪化している。

EU 向けの輸出金額（構成比：10%）は前年比▲11.1%（2 月：同▲7.7%）と、6 ヵ月連続のマイナスで、米国向け同様、輸送用機器や一般機械のマイナス幅が拡大している。EU 外の英国向け（同▲7.6%→▲23.5%）のマイナス幅も大きく拡大した。

4 月以降、向こう数ヵ月間の貿易統計には、世界的な景気悪化の影響がさらに色濃く現れると考えられる。4 月上中旬分の貿易統計速報における輸出金額は前年比▲22.4%の大幅マイナスとなった。上旬の時点では同▲10.8%だったが、中旬以降、急速に悪化している様子がうかがえる。日を追うごとに世界経済の悪化が進んでいたことを反映しているとみられ、月次でのマイナス幅はさらに大きくなる可能性が高い。いち早くコロナ肺炎の封じ込めに成功しつつある中国では、生産再開が進んでいることから、中国向け輸出のマイナス幅は縮小の可能性がある。しかし、米国では 4 月の雇用統計が記録的な落ち込みを記録したほか、新規失業保険申請件数も大幅に増加した状態が続いている。日本にとっては特に、輸出の過半を占める資本財輸出への打撃が大きい。新型コロナウイルスの感染拡大に収束の兆しがみえるまで、輸出は低調な推移が続きそうである。2020 年度の実質輸出は前年比▲15.3%、2021 年度は同＋8.4%と予想する。

欧米では徐々に生産活動を再開しつつあり、夏場以降の輸出は反動で一時的に高い伸びとなる可能性があるものの、反動増局面の一巡後は、再び停滞気味の推移に戻る可能性が高い。昨年の外需が不振に陥った主因だった米中対立は、コロナ問題が新たな対立軸として加わったことでより先鋭化しつつある。小休止状態にあった米中貿易摩擦は再び激しさを増すだろう。製造業のサプライチェーンの再構築にも時間がかかり、世界的なスロートレードの流れが定着する可能性が高い。感染第二波への不安がくすぶる中、世界的に景気回復ペースが鈍い状態が続くのに加え、グローバリゼーションの流れも足踏みを余儀なくされる展開が予想される。日本の輸出も伸び悩む状態が続こう。

なお、サブシナリオの下での輸出は、世界景気が 2020 年度後半にかけて再度腰折れするのに伴い、再び大きく悪化する。実質輸出は 2020 年度、2021 年度と 2 年連続でマイナスを余儀なくされよう。元々外需主導の日本経済の不振はより深刻なものとなることを覚悟せざるを得ない。日本経済の屋台骨を支え

るグローバル企業の業績不振が加速し、中核企業のなかにも倒産の危機に瀕するところが現れる。下請け企業まで巻き込んで、設備投資や雇用の悪化といった動きが顕著になり、それがまた業績悪化に跳ね返ってくるという負のスパイラルが深刻なものとなり、日本経済はデフレに逆戻りする。

日銀は 2 会合連続の追加緩和を実施

当初の予定を 1 日に短縮し、4 月 27 日に開催された日銀金融政策決定会合では、前回 3 月に続き、2 会合連続での追加金融緩和策が決定された。企業金融支援の一段の強化策が中心で、規模、内容とも予想の上限に近かった。景気判断は「このところ弱い動きとなっている」から「厳しさを増している」へと、2 会合連続で下方修正された。

今回決定した追加策は、(1)CP・社債等買入れの増額、(2)新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、(3)国債のさらなる積極的な買入れ、の 3 点である。まず、(1)については CP と社債の購入上限額を、合計 20 兆円まで 3 倍近くに引き上げる。追加買い入れ枠以外の上限は、CP が 3.2 兆円、社債が 4.2 兆円であり、これに対し前回の決定会合で追加枠として 1 兆円ずつ加算していたが、今回はさらに 7.5 兆円ずつ上乗せする。3 月末時点の CP 残高は約 21 兆円であり、枠を使い切れば単純計算で日銀のシェアが半分以上に達する。企業金融支援という枠内でいえば、十分「バズーカ」に相当する規模である。

買い入れ条件も緩和された。内容は図表 1-14 のとおり 3 点で、一発行体毎の買い入れ限度の緩和、日銀の保有割合の上限引き上げ、買い入れ対象とする社債の年限長期化である。いずれも、市場で期待する声が大きかったメニューであり、内容的にも満額回答に近い。会合後に発表された CP と社債の買入基本要領の改正によれば、9 月末までの時限措置とのことだが、ここはコロナ感染の動向次第で延長もありうる。

(図表 1-14) CP・社債の買入条件の緩和内容

- 一発行体当りの買入残高の上限を、これまでの 1,000 億円から、CP 等は 5,000 億円、社債等は 3,000 億円に緩和する。
- 一発行体の総発行残高に占める日本銀行の保有割合の上限を、これまでの 25%から、CP 等は 50%、社債等は 30%に緩和する。
- 買入対象とする社債等の残存期間を、これまでの 1 年以上 3 年以下から、1 年以上 5 年以下に延長する。

(出所) 日銀

(2)は、3 月に決定した新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融特別支援オペの拡張である。変更点は、①対象担保範囲の家計債務を含めた民間債務全般への拡大、②対象先の拡大(新たに系統会員金融機関等を含める)、③本オペの利用残高に相当する当座預金への＋0.1%の付利の 3 つである。①により、対象担保は約 8 兆円から約 23 兆円に拡大する(3 月時点、担保価値ベースでは約 15 兆円)。②により、中小企業や個人と取引の深い、信金、労金、農林系金融機関も当スキームを活用可能になる。③についてはマクロ加算残高が、金利ゼロの部分と、10bp の付利がつく部分の 2 層に分割されることになる。付利にまで踏み込んだのはポジティブサプライズであった。

また、今回の会合では詳細の発表にまでは至らなかったが、新たな企業金融支援オペの創設も発表された。政府が実施している「信用保証付き融資の保証料・利子減免制度」に基づく民間金融機関の融資額の実績に応じ、日銀からの貸出枠を設けるというもの。コロナ対策オペ同様、10bp の付利がつく。

国債の買い入れ方針については、80 兆円との買い入れの「めど」は削除され、無制限に買い入れるとの方針が示された。足元の国債の買い入れペースは、年間の「めど」とする 80 兆円の 2 割前後まで減少しており、そのままでも買い入れの増額は十分可能である。「めど」自体、形骸化が指摘されて久しく、日銀としてはうまく撤廃のタイミングを得たと言えなくもないが、あえて「無制限」を強調することで、国債市場における需給悪化懸念を前もって封じ込める心理的効果は期待できる。感染動向次第では、財政

支出は今後市場の想定を大きく超える形で拡大する可能性があるためである。

逆に、国債金利が急速に跳ね上がるといった動きを見せない限り、買い入れ額を劇的に増やすことはできない。黒田総裁も定例会見で「イールドカーブ・コントロールのもとで長期国債の金利をゼロ％程度で安定させるために必要なだけ、いくらでも買うということです」と、あくまでYCCの枠組みのもとでの実施であることに言及している。国債の買入金額に目標値を設定するのは、YCCのもとでは国債買い入れ額は金利の従属変数であるという立て付けに矛盾していることもあり、今後再び目標やめどが復活することはないとみられる。

CPIは早ければ4月分から前年比マイナスとなる可能性が有力である。「2年で2%」にこだわっていた当時であれば、すぐにでも追加緩和が必要になっていたところだが、物価目標達成に向けた日銀のこだわりが薄れている。隠れたターゲットはこれまで同様、為替相場であり、物価のマイナスが続いても、よほどマイナス幅が拡大するのでない限り、それだけで日銀が動くことはないだろう。もし、追加緩和に動く場合でも、副作用の大きいマイナス金利の深堀りは引き続き想定されない。ETFの買い増しや企業金融の支援策強化など、直近2回の決定会合で決定された政策の延長線上での実施が検討されると考えられる。

サブシナリオの下では、日銀に一段の行動を求める声が強まるとみられる。日銀に、もはや有効な追加緩和手段はほとんど残されていないのが現実だが、マイナス金利の深堀りといった、効果は薄いが象徴的な政策への踏み込みを余儀なくされる可能性もある。副作用対策とのセットが前提となろうが、それでも金融システムの疲弊は深まる。

また、政府としては、早期の財政再建をあきらめ、覚悟を決めて大規模な財政支出を実施するしかないことから、日銀には事実上の財政ファイナンスの役割を求めることになる。日銀はすでに、4月の決定会合で「無制限」の国債買い入れを表明済だが、金利上昇圧力がかかる局面では、宣言通り国債の買い入れペースを一段と上げ、長期金利の上昇を抑え込むだろう。中長期的な財政破綻リスクは着実に蓄積されていくものの、日銀にとってはある意味幸いなことに、諸外国がこぞってこうした「金融抑圧」的な政策を強化するため、キャピタルフライト的な動きはすぐには出てこないと考えられる。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

<要　　約>

1－3 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率▲4.8%と、2014 年 1－3 月期以来のマイナス成長に転じた。4－6 月期の成長率はさらに落ち込むとみられ、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終焉を迎えたのは確実である。

先行きについては、新型コロナウイルスの感染動向次第であるが、感染がいつ収束するかは見通しにくい。メインシナリオのもとでは、まず、7－9 月期の成長率については、足元で新規感染者数の増加ペースが頭打ちとなるなか、複数州が経済活動の再開に踏み出しているほか、財政・金融政策の効果が顕在化すること、ペントアップディマンドが蓄積していることなどから、高めの伸びを見込む。もっとも、そうした反動増一巡後の成長率は、感染再流行への警戒ムードの残存や、人々の行動抑制的な方向への意識変化、サプライチェーンの回復の遅れなどから再び鈍化し、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

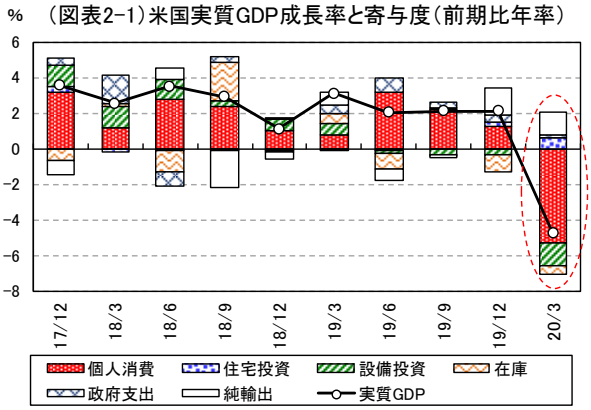
サブシナリオは、経済活動の再開が仇となり感染第二波が襲来、10－12 月期に再びマイナス成長へ逆戻りすると見込む。米国経済は回復軌道に戻ることができないまま再び停止状態に追い込まれ、家計や企業が深刻なダメージを受ける。結果として、感染収束後も経済活動は容易に元に戻らないと想定する。

米国経済の拡大局面は終焉へ

1－3月期の米実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率▲4.8%と、2014年1－3月期以来のマイナス成長に転じた（図表2-1）。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実施され、家計や企業がさまざまな活動を自粛した影響が表れた。4－6月期の実質GDP成長率は、感染拡大の影響でさらに落ち込む可能性が高く、前期比年率で3～4割程度の大幅なマイナス成長が見込まれる。これは、リーマンショック直後に最も落ち込んだ2008年10－12月期の同▲8.4%というマイナス幅を上回るほか、現行方式でGDPを集計し始めてから最も成長率が低かった1958年1－3月期の同▲10.0%をも上回る。

この結果、1－3月期、4－6月期は2四半期連続でマイナス成長となり、「テクニカルリセッション」入りする。景気が後退局面に陥ったかどうかは、後に全米経済研究所（NBER）が、GDP以外の他の経済指標の動向なども踏まえながら総合的に判断する。ただ、同研究所で景気循環日付の認定にあたる委員会のメンバーは、

（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

（図表2-2）米国の景気循環日付

景気の谷	景気の山	拡張期間	後退期間
1945年10月	1948年11月	37ヵ月	11ヵ月
1949年10月	1953年7月	45ヵ月	10ヵ月
1954年5月	1957年8月	39ヵ月	8ヵ月
1958年4月	1960年4月	24ヵ月	10ヵ月
1961年2月	1969年12月	106ヵ月	11ヵ月
1970年11月	1973年11月	36ヵ月	16ヵ月
1975年3月	1980年1月	58ヵ月	6ヵ月
1980年7月	1981年7月	12ヵ月	16ヵ月
1982年11月	1990年7月	92ヵ月	8ヵ月
1991年3月	2001年3月	120ヵ月	8ヵ月
2001年11月	2007年12月	73ヵ月	18ヵ月
2009年6月	－	－	－

（出所）NBER

期間が短くても、経済活動の大幅な落ち込みはリセッションと認定される可能性があるとの考えを示している（図表2-2）。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は終焉を迎えたとみられる。

財政・金融政策が下支え

足元で発表される経済指標は軒並み記録的な悪化となっている。GDPの約7割を占める個人消費については、4月の小売売上高が前月比▲16.4%と調査開始以来最大の落ち込みを示したほか（図表2-3）、これまで低金利を背景に堅調に推移してきた住宅投資も、4月の住宅着工件数が同▲30.2%と調査開始以来最大のマイナス幅となった。米国経済の柱である民需が、足元では蒸発ともいうべき落ち込みを見せている。

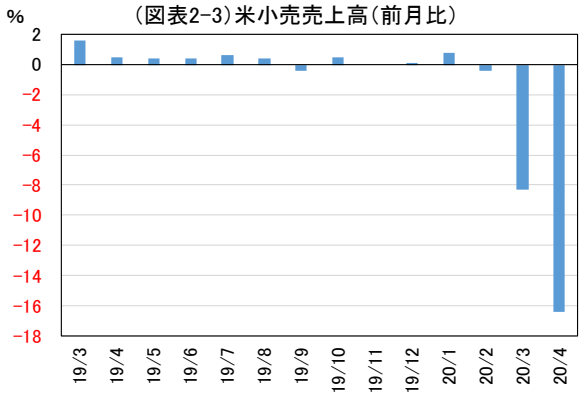
個人消費の先行きを占ううえで重要な雇用関連指標はさらに悲惨である。4月の非農業部門雇用者数は前月比▲2,050万人と、調査開始以来最大のマイナス幅を記録した。リーマンショック後の2010年以降、約10年間で積み上げてきた雇用の増加分を、3月（同▲88.1万人）と4月のわずか2ヵ月でほぼすべて失った計算となる（図表2-4）。景気の先行指標とされる4月の米PMIは製造業、非製造業ともに3月から大きく下振れており、足元で景気が下げ止まる兆しは見えていない。

こうした状況下、政府とFRB（米連邦準備制度理事会）は景気を下支えすべく矢継ぎ早に各種対策を打ち出してきた。

FRBは、3月3日に臨時のFOMC（米連邦公開市場委員会）を開催し、50bpの緊急利下げを発表した後、15日には追加で100bpの利下げを実施、同月内に合計150bpの利下げを実施した。また、国債やMBSの無制限買い入れや、企業が発行した社債やCP等を購入する流動性供給策も発表するなど、米国経済をサポートするためにあらゆる手段を講じる姿勢を示している（図表2-5）。

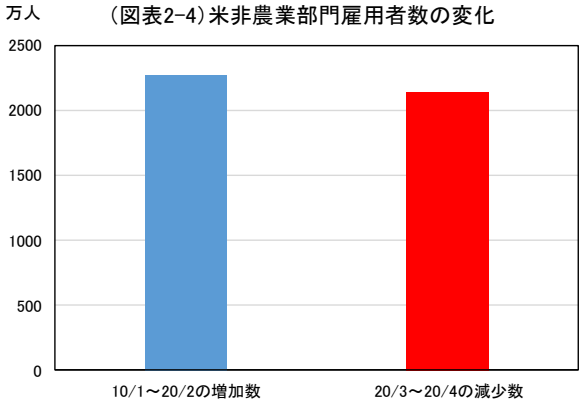
政府も、3月6日にワクチン等の研究・開発や公共衛生機関への財政支援などを盛り込んだ約83億ドルにのぼる補正予算を成立させたほか、3月16日には新型

（図表2-3）米小売売上高（前月比）



（出所）米商務省

（図表2-4）米非農業部門雇用者数の変化



（出所）米労働省

（図表2-5）FRBが打ち出した政策

3月3日	◎0.5%緊急利下げ
3月15日	◎1.0%緊急利下げ（事実上のゼロ金利に） ◎今後数ヵ月で少なくとも米債を5,000億ドル、MBSを同2,000億ドル、保有資産拡大
3月17日	◎CP購入へ ◎プライマリーディーラー向け緊急融資プログラムを設置
3月18日	◎MMMF 流動性ファシリティーの創設
3月23日	◎米国債とMBSの買入れ額を無制限に拡大 ◎社債購入へ ◎ABSを担保にノンリコースローン提供

（出所）FRB

（図表2-6）トランプ政権が打ち出した財政政策

3月6日	◎83億ドルの緊急補正予算成立 ・ワクチン等の研究・開発費用 ・公共衛生機関への支援等
3月16日	◎100億ドル規模の経済対策が可決 ・新型コロナウイルスの検査無償化等
3月27日	◎2.2兆ドル規模の景気対策法が成立 ・家計への現金給付や失業保険の拡充等 ・飲食・宿泊業等への支援 ・航空会社支援 ・中小企業などへの特別融資枠 ・州や地方自治体向け基金 ・医療体制の整備等
4月24日	◎4,840億ドルの新型コロナ対策法案成立 ・中小企業向け支援 ・ウイルス検査強化等

（出所）各種報道資料

明治安田総合研究所

コロナウイルス感染症の検査無償化などを盛り込んだ100億ドル規模の経済対策を可決した。その後も、3月27日には家計への現金給付を含んだ2.2兆ドル規模の景気対策法が成立したほか、4月24日には中小企業の支援策を盛り込んだ約4,840億ドルの追加対策が成立した（図表2-6）。政府が打ち出した経済対策の金額だけを見ればGDP比でおよそ15%程度の規模にまで膨れ上がっている。融資枠などいわゆる真水に含まれない部分もあるが、今後のGDPを累計で5%程度押し上げる効果が見込まれる。もっとも、後述のとおり、こうした対策による効果は景気の落ち込み幅を多少抑制する程度にとどまると考える。

再流行への警戒が経済活動を抑制

景気の底入れ時期は新型コロナウイルスの感染拡大がいつ収束するかにかかっている。米国の新規感染者数の推移をみると、足元では1日当たり2～3万人程度と、高水準でのもみ合いが続いているものの、3月中旬から4月上旬にかけての急増局面は脱しつつある（図表2-7）。

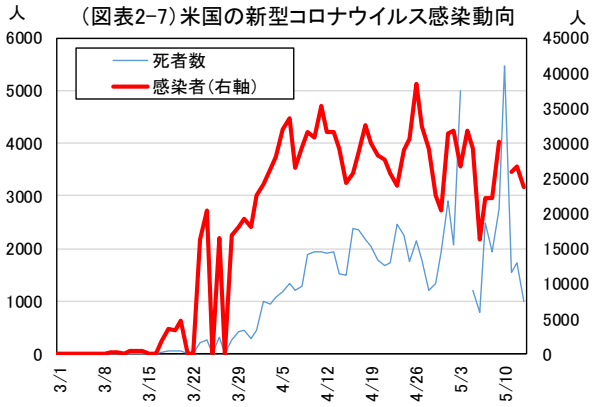
足元で増加ペースが頭打ちとなっているのは、各種の感染拡大防止策が功を奏しているためとみられるが、4月16日にトランプ大統領が経済活動再開のための行動指針を発表（図表2-8）、複数の州が活動再開へ動いており、感染第二波への懸念が高まっている。また、WHO（世界保健機関）のテドロス事務局長が、一部の先進国で感染者数や死者数の増加ペースが鈍化する一方で、中南米やアフリカ、東欧等で増加していると述べており、国外からの流入によって感染拡大が再び加速するリスクも残っている。

このまま感染拡大が収束へ向かえば景気の底入れが見えてくるが、現段階では不確実性がきわめて高い。先行きに対する不透明感が消費者や企業の活動にブレーキをかける結果、人の移動や物流が一足飛びに元通りとはならないとみられるためである。米国のピューリサーチセンターが実施したアンケート調査によれば、新型コロナウイルスの感染拡大が米国経済に及ぼす悪影響が半年以上続くとみる人は7割を超えている（図表2-9）

意識の変化も経済活動を抑制

新型コロナウイルス感染症の流行を機に消費者の意識が変化したとみられることも、今後の景気の抑制要因となりそうである。コンサルティング会社の

（図表2-7）米国の新型コロナウイルス感染動向



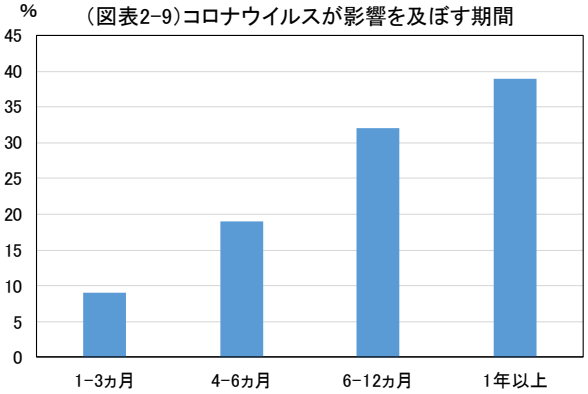
（出所）WHO

（図表2-8）経済活動再開に向けたガイドライン

再開条件	症例	14日間にわたりインフルエンザや新型コロナウイルスに似た症例が減少傾向
	状況	14日間にわたり新型コロナウイルスの感染者または陽性率が低下傾向
	病院	医療機関が全ての患者を治療できる、医療従事者などに対する検査体制の整備
第一段階	個人	他人との距離をとる、10人以上のイベント自粛、不要な旅行を最小限に
	企業	テレワークを推奨、共有エリアの閉鎖、不要な出張を最小限に
	特定業種	学校・バーの閉鎖、病院等の訪問禁止、映画館・ジム等は厳格な距離・衛生管理のもと再開
第二段階	個人	他人との距離をとる、50人以上のイベント自粛、旅行は可能
	企業	テレワークを推奨、共有エリアの閉鎖、出張を再開
	特定業種	学校の再開、病院等の訪問禁止、映画館等は適度な距離を、ジム等は厳格な距離・衛生管理のもと、バーは立食形式で稼働率を下げ営業
第三段階	個人	公共の交流再開も距離をとる、混雑した場所での時間を最小限に
	企業	制限解除
	特定業種	病院等への訪問再開、映画館等は少しの距離を、ジムは標準的な衛生管理を、バーは立食形式の占率を上げて営業

（出所）ホワイトハウス

（図表2-9）コロナウイルスが影響を及ぼす期間



（出所）ピューリサーチセンター

Kekst CNCが4月27日～5月1日に実施したアンケート調査によれば、感染拡大防止策が解除された後、人々の行動が以前と比べて消極的に変化する可能性が示唆されている。例えば、「危機後の行動」について聞かれた質問に対する回答をみると、飛行機での移動や、海外旅行、コンサートや展示会などの大規模な公共イベントへの参加を減らすとする意見が大勢となっている（図表2-10）。アンケートでは、今後開発されるワクチン接種の有無で回答がどう変わるかが確認できるが、ワクチン接種後は接種前に比べるとさまざまな行動を抑制するとの回答が減る傾向がみられるものの、接種後でさえも抑制的に行動するとの回答が多くなっている。感染が収束しても人々が以前の生活に戻るまでには時間を要する可能性が高く、感染拡大に伴う後遺症は尾を引きそうである。

（図表2-10）コロナ危機後の行動変化について

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

（出所）Kekst CSC
※以前より「増やす」と「減らす」の回答の差

反動一巡後の景気回復ペースは鈍い

メインシナリオのもとでの米国経済は、4－6月期が大幅なマイナス成長となるものの、7－9月期には反動増もあってプラス成長に戻ると想定している。足元で新規感染者数の増加ペースが頭打ちとなるなか、複数の州が経済活動の再開に踏み出しているほか、各種対策の効果が顕在化すること、ペントアップディマンドが蓄積していることなどから、7－9月期のGDP成長率は高めの伸びが見込まれる。もっとも、反動増一巡後の成長率は、感染再流行への警戒ムードの残存や、人々の行動抑制的な方向への意識変化、サプライチェーンの回復の遅れなどから再び鈍化し、回復ペースは緩慢な状態が続くと予想する。雇用環境が未曾有の悪化を示すなか、特に米国経済の柱ともいえる個人消費の回復が遅れることで、2021年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされると予想する。

サブシナリオ下での米国経済は、7－9月期に一時的な反動増局面を経た後、経済活動の再開が仇となり冬場に感染第二波に襲われることで、10－12月期は再びマイナス成長への逆戻りを見込む。米国経済は回復軌道に戻ることができないまま再び停止状態に追い込まれ、政府やFRBは追加の財政出動、緩和策の発動を余儀なくされる。時間の経過とともに医療体制の整備が進むと考えられるため、新規感染者の拡大ペースは第一波を下回るとの前提だが、パウエル議長が懸念するように、失業の長期化はスキルや人脈の喪失をもたらし、家計債務の拡大につながる恐れがあるほか、倒産増加はそれまで多くの企業が築いてきた事業やノウハウを失うこととなり、景気底入れ後の回復力を削ぐこととなる。従って、感染収束後も経済活動は容易に元に戻らない状況が続くと予想する。（担当：大広）

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

1－3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比▲3.8%と、新型コロナウイルス感染症の影響で記録的な落ち込みとなった。4－6 月期はさらなる落ち込みが予想される。メインシナリオのもとでは、ペントアップディマンドの顕在化や各種財政・金融政策の効果などから、7－9 月期にはプラス成長への回帰を予想するが、その後の回復ペースは、再流行への不安が燻り続けるなか、緩やかなものにとどまる。サブシナリオ下では、財政支出の膨張で、10 年前のような財政危機と金融危機のスパイラルに瀕する展開が想定される。ECB は今後、パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）の一段の拡大を軸に、潤沢な流動性供給策を実施していくとみる。サブシナリオ下では、無制限に償還期間の短い国債を買い入れるアウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）にまで踏み込まざるを得なくなるだろう。

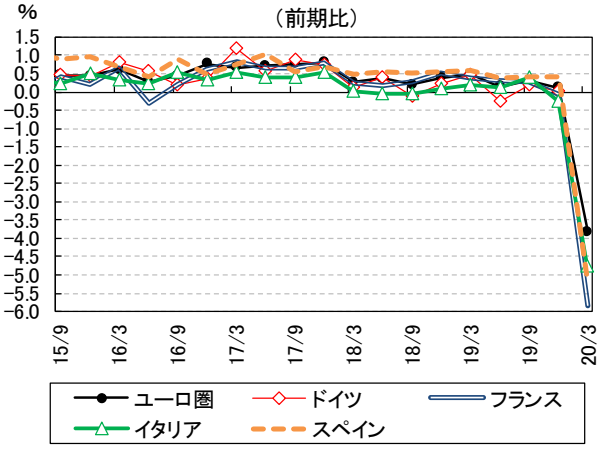
英国も 1－3 月期実質 GDP 成長率は大きく落ち込んだ。今後の英景気は、感染拡大が落ち着くとみられる 7－9 月期以降、均せば緩やかな回復に向かうとみている。BOE は次回の政策委員会にて、資産買い入れ額の増額を実施すると予想する。

ユーロ圏景気は記録的な落ち込み、V 字回復は期待できず

1－3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比 ▲3.8%（前期は同＋0.1%）と、新型コロナウイルス感染症の影響で記録的な落ち込みとなった（図表 3-1）。主要国の成長率をみると、ドイツ（同±0.0%→▲2.2%）、フランス（同▲0.1%→▲5.8%）、イタリア（同▲0.3%→▲4.7%）、スペイン（同＋0.4%→▲5.2%）がいずれも大幅マイナスとなっている。元々ユーロ圏景気の足取りはおぼつかない状態だった。2019 年は、米中貿易摩擦、およびそれに伴う中国景気の減速が、貿易面で近年とみに中国との結びつきを深めている欧州経済にとって大きな重しとなっていた。2020 年に入ってからは、新型コロナウイルス感染症の影響で中国経済が完全に失速、欧州でもほとんどの国で都市封鎖を余儀なくされ、内需、特にサービスセクターが大きな打撃を受けた。GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）をみると、4 月は 13.5 と 3 月に続き過去最低を更新、特にサービス業 PMI が大きく悪化している（図表 3-2）。

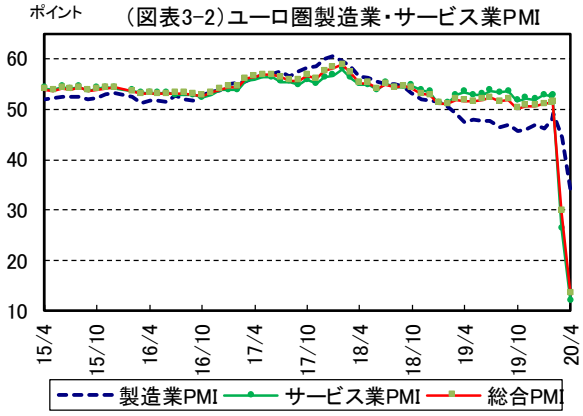
メインシナリオのもとでのユーロ圏景気は、4－6 月期にさらなる落ち込みを示すものの、それが大底となり、7－9 月期には、ペントアップディマンドや各種財政・金融

（図表3-1）ユーロ圏主要国実質GDP成長率
（前期比）



（出所）ユーロスタット

（図表3-2）ユーロ圏製造業・サービス業PMI



（出所）ファクトセット

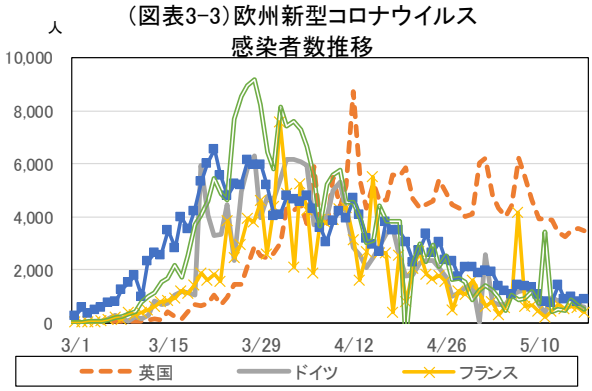
政策の効果が顕在化することで、高めの成長率が実現すると予想する。もっとも、その後の回復ペースは、再流行への不安が燻り続けるなか、消費マインドは停滞し、企業の投資姿勢も慎重にならざるを得ないことから、緩やかなものにとどまる可能性が高い。景気が持ち直せば、北部主要国の一部が早めに財政出動の規模を縮小するリスクがあるほか、観光業が経済に占める割合の大きいイタリア、スペイン等の南欧諸国の景気回復ペースはきわめて緩慢なものにならざるを得ない。ユーロ圏の実質 GDP が新型コロナウイルス感染症流行前の 2019 年 10－12 月期の水準に戻るのは、2024 年前半になるというのがメインシナリオである。

サブシナリオ下におけるユーロ圏景気は、2020 年 10－12 月期以降再びマイナス成長となり、2021 年も低迷を余儀なくされる。さらなる財政支出が必要になることから、南欧諸国の国債マーケットが不安定化、10 年前のような金融危機と財政不安のスパイラルが再来する可能性も捨てきれない。また、財政規律を重視するドイツ、オランダと、イタリア、スペイン等の対立が激化し、EU にさらなる遠心力が働くリスクもある。ユーロの持続可能性についての疑念が再び市場で頭をもたげるようなことになれば、ECB は厳しい立場に立たされよう。

新型コロナウイルスは収束へ

欧州では、3 月中旬ごろから新型コロナウイルスの感染が急速に拡大した。早期に感染が拡大したイタリアでは、感染者が多くみられた北部や中部の移動を 3 月 8 日に制限し、3 月 9 日には外出禁止令を発動、3 月 11 日には生活必需品を除く全産業の休業を実施した。イタリア以外の欧州諸国も、3 月 14 日にスペインが、3 月 16 日にフランスが、3 月 22 日にドイツが外出禁止令を発動するなど、各国で都市封鎖が実施された。こうした各国政府の対応により、4 月中旬以降、感染拡大はピークアウトに向かっている（図表 3-3）。

（図表3-3）欧州新型コロナウイルス感染者数推移



（出所）EU Open Data Portal

欧州各国はすでに段階的な制限解除を実施している。イタリアでは、5 月 4 日から工場の操業再開を認め、外出も一定の条件下で可能となった。フランスでは、感染状況、医療体制等を総合的に勘案し、地域単位で各種制限の解除のぜひを決定している。ドイツでは、5 月 6 日から飲食店や小売店等の営業の再開を認め、宿泊・娯楽施設や学校も州の判断によって段階的に再開できる方針となった。スペインは、6 月末までに完全な正常化をめざす方針を示している。都市封鎖の段階的な解除によって、感染者数が再び拡大するという事態にならなければ、遅くとも 7－9 月期中には、都市封鎖が概ね解除されるとみている。

なお、冬場に新型コロナウイルス感染症が再流行するサブシナリオ下では、期間はより短くなる可能性が高いものの、都市封鎖の再実施が避けられないとみる。ほとんどの EU 加盟国はシェンゲン協定によって、本来自由に国境を行き来できるが、新型コロナウイルス感染症の流行で国境の往来が制限されるようになった。現状、制限は解除されつつあるが、サブシナリオ下では再度移動制限が課され、さらに収束後も何らかの形で長きにわたって残る可能性が高まる。こうなれば EU の潜在成長率の低下は避けられない。

積極的な財政支出が景気を下支え

欧州各国が都市封鎖を実施した結果、人々の外出が制限され、サービス業を中心に経済が大きな打撃を

受けた。こうした中、欧州各国は積極的な財政支出を実施し、景気の下支えを図っている。EU は、財政赤字を GDP 比 3%以下に抑え、公的債務残高の上限を GDP 比 60%とすることを加盟国に求めているが、3 月 23 日の EU 加盟国の財務相の電話会議で、財政ルールの適用を一時停止することで合意、各国がより柔軟に財政出動できるようになった。

これまで均衡財政を維持してきたドイツも方針を転換し、7 年ぶりに新規国債を発行、中小企業や、個人事業主への給付金等を含む 1,225 億ユーロの補正予算を計上した。加えて、「経済安定ファンド」を通じて、最大 6,000 億ユーロにもなる企業債務の保証や企業への出資や融資を実施するとした。他の欧州各国も医療体制の拡充、給付金や住宅ローン返済猶予などの家計支援、減税や税金支払い延期などの企業支援といった緊急経済対策を実施している。これらの経済対策によって 2020 年のユーロ圏の実質 GDP は 2%程度押し上げられるとみる。

一方で、これまで足並みが揃わなかった EU 各国の財政協調も大きく前進しつつある。感染収束後の経済対策について、復興基金を設けることではすでに 4 月に合意していたが、財源を EU 加盟国が共同で調達するユーロ共同債の発行では合意できず、その財源や規模は不透明な状態が続いていた。しかし、ドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領は 18 日に会談し、復興基金の規模を 5 千億ユーロとし、財源は EU が共同で調達する方式にすることを EU に提案するとした。加盟国の返済が不要な補助金形式になるとのことで、ドイツにとっては歴史的な妥協となる。加盟 27 カ国の合意が必要になることから、オランダやオーストリア等、融資方式を主張する他の北部主要国の合意を取り付けることが必要となるが、EU の盟主であるドイツの合意は大きい。柔軟な財政協調の実現可能性の確保は、統一通貨の存続可能性ともかかわる部分であり、今後の議論次第では、南欧諸国の国債市場が不安定化するリスクがあっただけに、大きな前進と言える。

ECB は追加緩和へ

ECB は 3 月以降、矢継ぎ早に各種の追加金融緩和策や、資金供給策を打ち出している。まず、3 月 12 日の定例理事会では、資産買い入れの拡大や TLTRO（貸出条件付き長期資金供給オペ）Ⅲの条件緩和などからなる追加緩和を実施した。翌週 3 月 18 日には、早くも臨時の理事会を開き、パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）の新設による資産買い入れ額・対象の拡大、適格担保要件の緩和からなる追加緩和を決定した。これにより、2020 年末までに購入する金融資産を、3 月 12 日の理事会で決定した 3,600 億ユーロから 7,500 億ユーロまで増額したほか、各中央銀行の ECB への出資割合や適格要件などの債券購入に伴う制限のほとんどが撤廃され、ECB はイタリア債やギリシャ債を幅広く購入できるようになった。

4 月 30 日の理事会では、TLTROⅢの金利を実質マイナス 1%まで引き下げたほか、さらなる市場安定に向けた安全策（バックストップ）との位置づけで、TLTRO と異なり貸出条件を設定しないパンデミック緊急長期リファイナンスオペ（PELTROs）の導入を決定した。市場で期待されていた PEPP の規模拡大や、買い入れ対象の拡大（ジャンク債の購入）は見送られたものの、ECB は声明文のなかで、将来的には増額、あるいは拡大対象を拡大する可能性を示唆している。

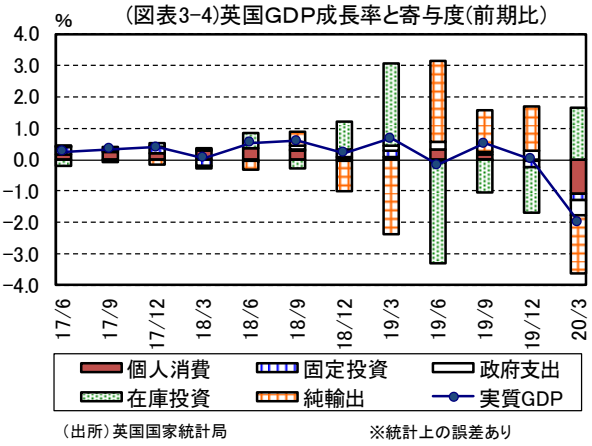
ここまでの ECB の政策は、規模の面でも、柔軟性や使い勝手といった面でも、足元の金融市場の状況に十分配慮された内容になっていると評価できる。今後の金融政策は、新型コロナウイルス感染症の展開次第だが、必要とあらば、温存した PEPP の一段の規模拡大や、対象拡大に踏み切るとみられる。一方、マイナス金利の一段の深堀りは、日銀同様、銀行収益への悪影響が逆に信用縮小につながる懸念が残るとの

警戒感が強く、現行水準ですえ置かれると予想する。

一方、サブシナリオ下では、ラガルド総裁が、「財政政策の過ちでユーロ圏が危機にさらされた場合の手段である」として、早期の実施を否定している OMT（アウトライト・マネタリー・トランザクション、2012 年に導入した無制限に償還期間の短い国債を買い入れる政策）にまで踏み込まざるをえなくなる展開が予想される。各種資産買い入れルールもさらなる緩和や撤廃が必要になるだろう。

英国景気も記録的な落ち込み

英国の 1－3 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比▲2.0％と、リーマンショック以来の大きな落ち込みとなった（図表 3-4）。産業別では、外出制限の影響でサービス業の寄与が▲1.5％ポイントと大きくなっている。



英国は、他の欧州主要国にやや遅れる形で感染が拡大、3 月 23 日から不必要の外出が禁止となった。ドイツ、イタリア、フランスの新規感染者数がその後いずれもピークアウトに向かっているのに対し、英国は高水準の状態が続いており、新型コロナウイルス感染症による死者数も 5 月 6 日には欧州で最多になっている（前掲図表 3-3）。ただ、英政府は、5 月 10 日に段階的な制限解除方針を示すなど、都市封鎖の解除に舵を切った。また、欧州各国と同様に都市封鎖による経済への悪影響を緩和すべく、事業税の免除、給与補償などの経済対策の実施を発表している。英政府の経済活動再開に向けた判断は、一部で拙速との批判を浴びているが、感染再拡大がなければ、経済対策や、金融政策効果の発現によって、英国景気はユーロ圏経済同様、7－9 月期以降、均せば緩やかに回復するとみている。

BOE（イングランド銀行）金融政策委員会は、3 月 11 日に政策金利を 0.75％から 0.25％へ引き下げたほか、3 月 19 日には臨時の委員会を開いて 0.25％から 0.10％へさらに引き下げた。また、19 日には APP（資産購入プログラム）の買い入れ枠を 4,450 億ポンドから 6,450 億ポンドへ引き上げた。その後、5 月 7 日の委員会では、政策金利をすえ置き、資産買い入れ額もすえ置いた。

ECB や日銀に比べ、金利引き下げ余地が幾分かあった BOE は、ここまで政策金利の引き下げを優先的に活用した追加緩和策が可能だったが、今後は資産購入の拡大に絞っていくとみられる。前回の委員会では、二人の委員が資産買い入れ額の 1,000 億ポンドの引き上げを主張したが、現状のペースでは、7 月に買い入れ上限に達してしまうことから、6 月の委員会にて、資産買い入れ目標額の増額が実施されるとみている。一方で、ベイリー総裁はマイナス金利の導入には消極的であることから、政策金利のこれ以上の引き下げは避けると予想する。

これまで EU との間で進められてきた EU 離脱交渉は、新型コロナウイルス感染症の感染拡大によって、滞った状態にある。英国は、移行期間の延長を希望する場合には、6 月末までに EU へ要請しなければならないが、移行期間の延長を禁止する法案がすでに英議会によって可決されているほか、ジョンソン首相も、移行期間の期限を堅持すると表明している。今後の協議は難航が予想され、合意なき離脱への不安感がくすぶり続けるとみる。（担当：西山）

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

中国の 1－3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比▲6.8%の大幅マイナスとなった。第 13 次 5 カ年計画における、2020 年に 10 年比で所得を倍増させるとの目標は、これでほぼ達成不可能になった。

年後半の総需要には相応の反動増が期待できる。個人消費では、ペントアップディマンドのほか、いわゆる「爆買い需要」の内需回帰が押し上げ要因となる。企業部門では、インフラ投資、特に 5G 関連投資需要の伸びが期待できそうである。

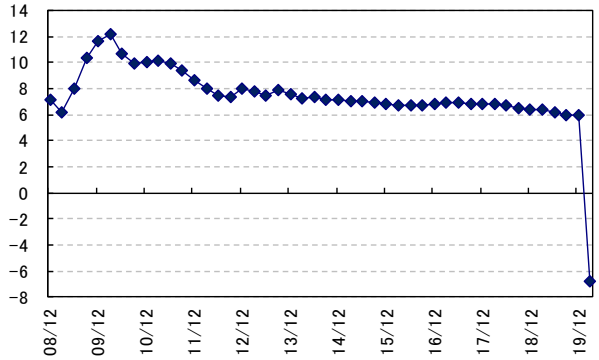
一方で、主要先進国の感染収束が中国よりも大きく遅れていることから、外需は低迷が続くとみられる。中国の場合、米国との貿易摩擦というハンデも負っている。また、経済活動再開後も、再流行への不安が根強く残る可能性が高く、人やモノの往来も完全には元に戻らない可能性が高い。今年の後半から来年初めにかけては、反動増で一時的に巡航速度である 6%を大きく上回る成長が期待できるものの、反動増局面一巡後の成長率は、再び 6%を割り込むと考えられる。2020 年通年の成長率は前年比＋0.5%、2021 年は同＋7.5%と予想する。

サブシナリオでは、今冬に感染第二波に襲われることで、10－12 月期の実質 GDP が再びマイナスに転落する。政府が再び厳しいロックダウン政策をとることで、1－3 月期のマイナス幅はさらに拡大するが、4－6 月期には再びプラスに戻る。ただし、その後の回復ペースはメインシナリオよりもはるかに緩慢なものにとどまる。

1－3 月期 GDP は大幅マイナス

4 月 17 日に発表された中国の 1－3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比▲6.8%の大幅マイナスとなった（図表 4-1）。四半期ごとの数字が確認できる 1992 年以降の最低値が、直前の 10－12 月期の同＋6.0%であり、当然マイナスへの転落自体初めてである。3 月中旬に発表された 1－2 月の主要指標、固定資産投資、小売売上、鉱工業生産などがいずれも記録的な落ち込みを見せていたことから、1－3 月期の GDP も相当厳しい結果になることは市場でも予想されていた（事前の市場予想は同▲6.0%）。

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局、ファクトセット

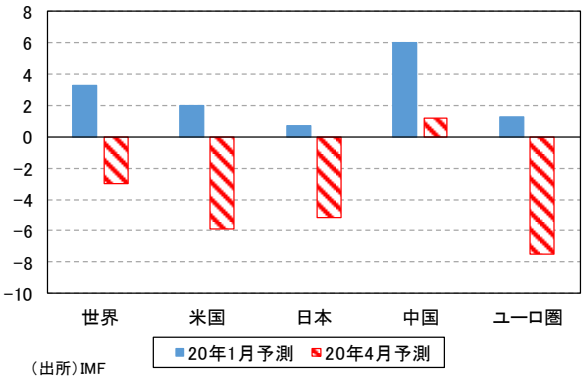
習近平政権は、2016 年からの第 13 次 5 カ年計画において、2020 年に 10 年比で所得を倍増させるとの目標を掲げており、そのためには 2020 年に 5.6%の成長が必要とされていた。新型コロナウイルス感染症の流行前までは、小幅の未達であれば政府が鉛筆を舐めるだろうと言われていた目標値だが、もはや微修正で済むレベルではなく、目標達成はほぼ不可能になった。ちなみに、IMF は 4 月 14 日に経済見通しを更新、中国の成長率を 1 月時点の予想の前年比＋6.0%から、同＋1.2%まで大

明治安田総合研究所

幅下方修正している（図表 4-2）。

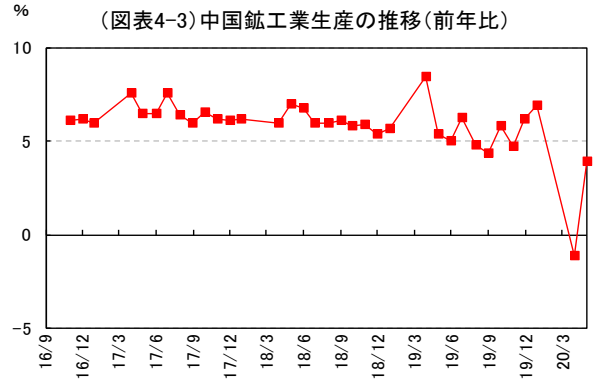
年後半には、相応の総需要の反動増が期待できる。実際、中国は、新型コロナウイルス感染症の震源地である一方、世界に先んじて封じ込めに成功しつつある。武漢の都市封鎖は 4 月 8 日に解除されており、新華社電によれば、武漢ではすでに 4 月 4 日の段階で、一定規模以上の工業企業、サービス業、卸売・小売・宿泊・飲食業の 9 割以上が稼働を再開していた。実際、4 月の鉱工業生産は前年比＋3.9%と、昨年 12 月以来のプラスに転じた（図表 4-3）。主要先進国の多くが感染拡大に苦しんでいた 4 月の段階で、すでに前年同月の生産水準を取り戻していたというのは印象的である。内訳では、コンピューター（3 月：前年比 0.0%→4 月：同＋26.2%）や産業ＡＩ機器（同＋12.9%→＋26.6%）のプラス幅が大きく拡大したほか、乗用車（同▲44.8%→▲2.0%）のマイナス幅が大きく縮小したのも大きかった。とりわけ乗用車の生産回復のスピードには目を見張るものがある。

前年比（%）（図表4-2）IMF世界経済見通しの変化



（出所）IMF

（図表4-3）中国鉱工業生産の推移（前年比）



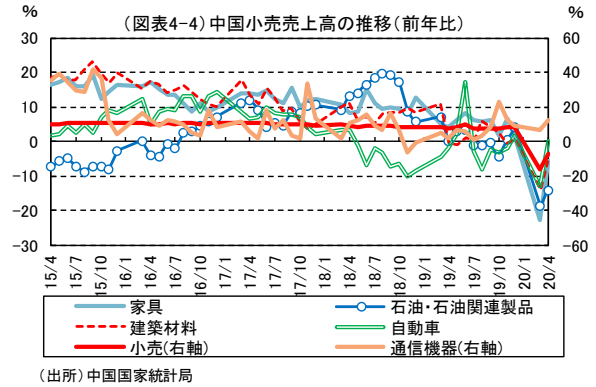
（出所）中国国家統計局、ファクトセット

稼働率に関してはまだ業種によるばらつきがあるものの、需要の回復に応じ、着実に上昇していくだろう。特に、政府主導のインフラ投資、なかでもコロナ禍を契機とした 5G 関連需要が景気のけん引役になりそう。一方、感染再拡大への不安から国内の人の移動は鈍い状態が続くとみられるほか、輸出も低迷が続くと予想される。今年の後半から来年初めにかけての実質 GDP は、反動増で一時的に巡航速度である 6%を大きく上回る成長が期待できるものの、反動増局面一巡後の成長率は、再び 6%を割り込むケースが増えてくると考えられる。

小売売上は回復も、サービス消費が問題

小売売上は、3 月の前年比▲15.8%から、4 月は同▲7.5%までマイナス幅が縮小した。自動車の生産が、前年同水準まで戻ってきたほか（3 月：前年比▲18.1%→4 月：同 0%）、電気用品（同▲29.7%→▲8.5%）、家具（同▲22.7%→▲5.4%）、建築材料（同▲13.9%→▲5.8%）といった品目のマイナス幅が縮小、通信用品（同 6.5%→12.2%）はプラス幅を拡大させている（図表 4-4）。国民生活が徐々に正常な状態に戻りつつある様子を示している。住宅投資の回復が関連需要の拡大につながっているほか、いわゆる「巣ごもり消費」が拡大している様子もうかがえる。

（図表4-4）中国小売売上高の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

中国でも、個人消費のペントアップディマンドは相当程度蓄積している可能性が高い。例えば、世界遺産である安徽省の黄山を 4 月に地元の観光局が無料開放した結果、観光客が殺到して入場制限に追い込まれたとのニュースは、鬱積した外出需要を印象づけるエピソードだった。これまで、休暇は海外に出かけていた富裕層も、当面は国内で消費活動を行なわざるを得ないことから、約 1.5 億人分の「爆買い需要」の内需回帰も期待できる。

もちろん、過度な期待は禁物である。小売売上に含まれないサービス部門、特に人が集まるレストランや学習塾、スポーツジム等は、いまだに正常な営業に戻れないところも多く、廃業を余儀なくされる事業者も増えている模様である。新型コロナウイルス感染症の再流行への懸念が払しょくしきれないため、こうした業種の不振は長引く可能性が高い。人やモノの往来も完全には元に戻らず、個人消費の回復ペースもなかなか高まらないとみられる。

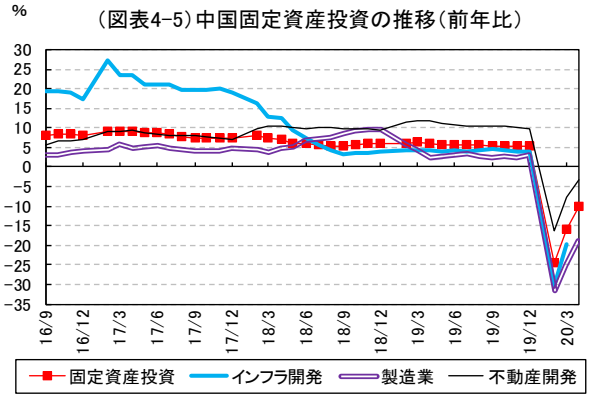
インフラ投資には期待

1－4 月の固定資産投資は、前年比▲10.3%となった（図表 4-5）。1－2 月の同▲24.5%、1－3 月の同▲16.1%から着実な改善を続けている。インフラ投資（1－3 月：前年比▲19.7%→4 月：同▲11.8%）や不動産開発投資（同▲7.7%→同▲3.3%）がマイナス幅を縮小させた。回復は建設関連に偏っており、製造業（同▲25.2%→同▲18.8%）の回復は鈍いが、内訳の通信、コンピューター（同▲10.2%→同＋1.1%）はプラスに転じている。

今後もインフラ投資の回復、特にコロナ禍を契機とした 5G 関連投資需要の伸びが期待できそうである。主たる原資となる地方政府の特別債の 1－3 月の発行額は 1 兆 829 億元と、中央が前倒しで下達した金額である 1 兆 2,900 億元の 83.9%を達成、昨年の年間実績の約半分に達するハイペースとなっている。3 月 27 日の党中央政治局会議では、13 年ぶりとなる特別国債も発行する計画が示されており、金額は多ければ 4 兆元に達する見通しである。5 月 22 日に開幕する全人代でお墨付きが得られれば、財政支出の加速が期待できる。

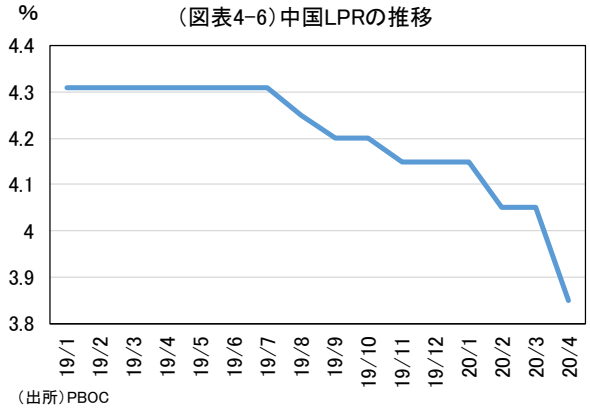
金融面の対応も進んでいる。人民銀行は政策金利の LPR（ローンプライムレート）1 年物を 2 月 20 日に 0.1%、4 月 20 日には 0.2%引き下げて 3.85%とした（図表 4-6）。先進国と異なり、利下げ余地をまだ相当程度残しているのは強みである。2 月 1 日には、中国人民銀行や財政部などの 5 部門が連名で、

（図表4-5）中国固定資産投資の推移（前年比）



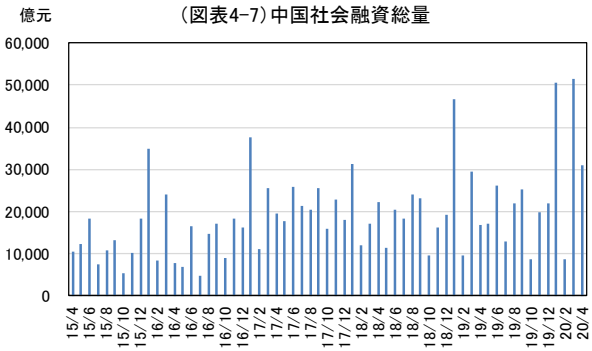
（出所）中国国家統計局、ファクトセット　※年初来累計値の前年比

（図表4-6）中国LPRの推移



（出所）PBOC

（図表4-7）中国社会融資総量



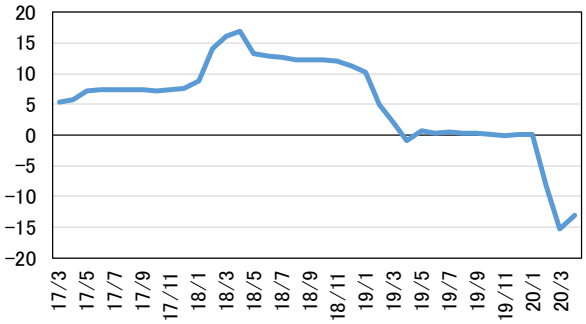
（出所）中国人民銀行、ファクトセット

感染防止に向けた 30 項目の金融支援措置を発表している。金融システムの安定性維持と市場への潤沢な資金供給、企業への低利融資にコミットする内容であり、人民銀行は言葉通り直後の 3 日と 4 日の 2 日間で計 1 兆 7,000 億元の大量の資金供給を実施、市場に断固たる姿勢を示した。1－3 月の社会融資総量は 11 兆 800 億元と過去最大、3 月単月でも 5 兆 1,500 億元に達している（図表 4-7）。この結果、4 月末時点の社会融資総量残高は前年比＋12%の 265 兆 2,200 億元となった。各地方政府も中小零細企業向けの支援策を相次いで発表している。こうした対応を受け、年後半は、個人消費と固定資産投資という内需の両輪がある程度景気のけん引役を果たすと考えられる。

外需は低迷が続く

一方で、主要先進国の景気回復は中国よりも大きく遅れる可能性が高いことから、外需は低迷が続くとみられる（図表 4-8）。短期的には、武漢封鎖解除に伴う生産再開が押し上げ要因になるものの、世界的なスロートレードの流れが続くとみられることから、反動増一巡後は前年比マイナスに逆戻りする可能性が高い。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。

（図表4-8）中国輸出額の推移
（米ドル建、3ヵ月移動平均）

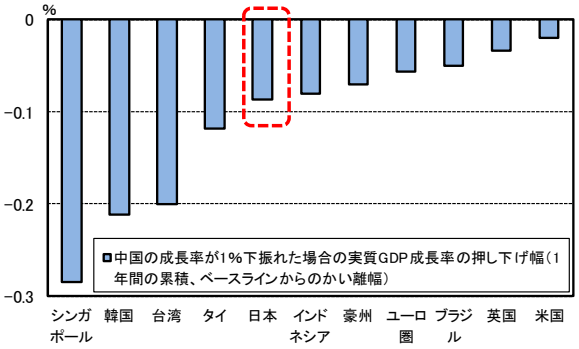


（出所）中国海関総署　※年初来累計値の前年比

世界経済への影響

足元では、主要国の内需が厳しい縮小に見舞われていることが、乗数効果を伴いつつ世界経済の下押し圧力となっている。このうち、中国経済の減速の影響だけを取り出して主要国へのインパクトを確認したのが図表 4-9 である。2020 年の中国の実質成長率の当社の予想は前述のとおり前年比＋0.5%である。年後半は反動増が見込まれるとはいえ、年間を通じての成長率が巡航速度の 6%から 0.5%まで 5%以上下がるインパクトは大きい。図表 4-9 からは、シンガポールや韓国など、特に東アジア経済を中心に大きな下押し圧力が働くことが確認できる。これに諸外国の減速の影響が加わるので、2019 年は 3%程度だった世界成長率が、2020 年はマイナスに落ち込むのは避けられない。

（図表4-9）中国景気の悪化による実質GDP成長率の押し下げ幅の比較



（出所）OEGMより明治安田総研作成

サブシナリオの見通し

中国における感染第一波の早期封じ込めは、政府主導の強力なロックダウンの成果であることは論を待たないが、より感染が広範かつ大規模に広がった欧米の多くの国では、いずれ「免疫の壁」が

さらなる感染拡大を抑制する可能性が指摘されているのに対し、中国の場合、そうした状態に至る前に力づくで抑えこんだことから、経済活動再開後も、再流行への不安が長期にわたり残る可能性が指摘されている。サブシナリオ下の中国経済では、世界的な感染第二波の襲来に伴い、武漢をはじめ、再び主要都市におけるロックダウンを余儀なくされる。経済活動は再度停止、7－9 月期は反動増で高めの伸びになるものの、10－12 月期は再び大幅マイナスに転落する。

しかし、感染拡大からの回復は、やはり諸外国よりも早いと考えられる。当局はすでに感染再拡大の兆しに神経質になっている。武漢では 5 月 9,10 日にかけて約 5 週間ぶりに感染者が確認されたことで、全市民に対する PCR 検査を実施することを発表した。吉林省では 10 日に 11 人の感染が確認され、警戒レベルが 3 段階で最も高い「高リスク」に引き上げられた。これを受け、習近平氏も 13 日、「国内で再び感染が拡大する危険性がある」とし、対策を徹底していく姿勢を示している。

諸外国の中国に対する視線が厳しさを増しつつあるおりでもあり、政府はメンツにかけても感染再拡大を抑え込みたい方針と考えられる。経済活動の制限に関しては、諸外国よりもより強権的な手法が可能ということもあり、感染者が第一波の規模を超えて拡大する可能性は高くない。

経済への打撃もより小さなものとなる可能性が高いが、米国が中国に対する強硬策を一段と強化する可能性は下押し要因となろう。サブシナリオのもとでの 2020 年の成長率は▲2.0％とマイナス圏に転落、2021 年は＋5.0％と予想する。（担当：小玉）

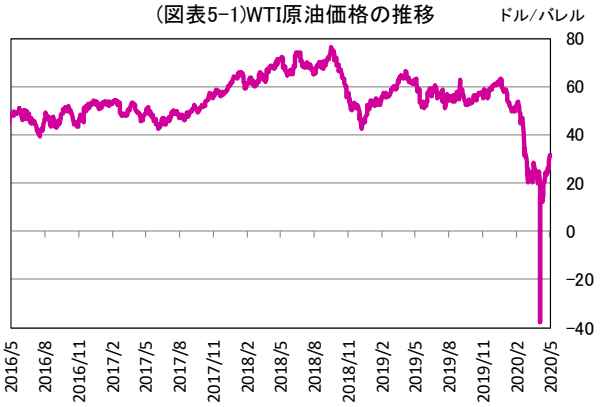
５．原油相場見通し

2020 年の WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物価格は、イラン革命防衛隊司令官殺害を受けて、年明けこそ上昇して始まったものの、新型コロナウイルス感染症の世界的な感染拡大後は下落基調が続き、2020 年 3 月の OPEC（石油輸出国機構）と非 OPEC 主要産油国との協調減産交渉決裂が追い打ちをかける形となった（図表 5-1）。4 月 21 日には、WTI 原油を実際に受け渡すクッシングの在庫が上限に近づき、現物を保有できない投資家が投げ売りしたことで、一時初のマイナスとなった。

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、各機関の 2020 年の原油需要予想は従来予想より大きく引き下げられている（図表 5-2）。ただ、中国での感染はすでに収束しているほか、欧州や米国の感染者数も、ピークアウトしつつある。従って、EIA や OPEC も 7－9 月期以降の原油需要は回復傾向での推移を見込んでいる（図表 5-3）。

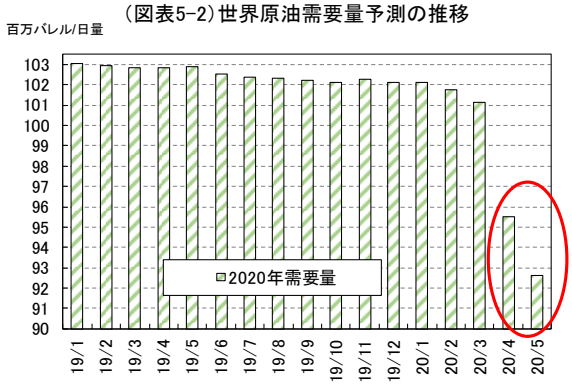
原油の供給過剰懸念に対処すべく、3 月 5 日に開催された OPEC 臨時総会では、非 OPEC 主要産油国の合意を前提に、①3 月末までの減産措置を 2020 年末まで延長することに加え、②2020 年末まで日量 150 万バレルの追加減産を実施することで合意したが、翌日開催の非 OPEC 主要産油国も含めた OPEC プラス会合では合意に至らず、交渉は決裂し、OPEC 臨時総会での合意内容は破談となった。さらなる協調減産の実施によって原油価格を回復させたいサウジアラビアと、既存の減産措置の延長のみを求めるロシアとの意見の対立が解消しなかったことが背景にある。

（図表5-1）WTI原油価格の推移



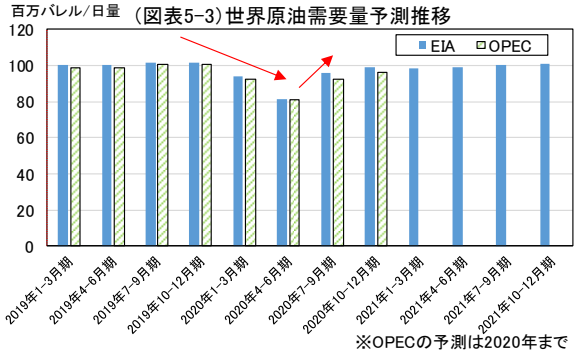
（出所）ファクトセット

（図表5-2）世界原油需要量予測の推移



（出所）EIA（Short-Term Energy Outlook）　※横軸の年月は、レポートの発行月

（図表5-3）世界原油需要量予測推移



（出所）EIA（Short-Term Energy Outlook）、OPEC月報の5月号

（図表5-4）OPECプラスの協調減産内容（2020年3月緊急会合）

減産期間	減産量	基準
2020年5月～6月末	日量970万バレル	2018年10月産油量を基準 ※サウジとロシアは 1,100万バレル/日量が基準
2020年7月～12月末	日量770万バレル	
2021年1月～2022年4月末	日量580万バレル	

・各国は約23%削減（ただし、メキシコは10万バレル/日量のみ減産）
（出所）OPEC、各種報道資料

しかし、3 月中旬頃から欧州を中心に新型コロナウイルスの感染拡大が加速し、世界保健機関（WHO）がパンデミックを宣言するなど、臨時会合時よりも経済環境が一段と悪化した。協調減産を抜きに原油の急落を止めるのが難しい情勢となったため、OPEC プラスは緊急のテレビ会議を実施し、協調減産について再度協議した。緊急テレビ会議は、メキシコの反対によって、決裂しかける場面もあったが、最終的には過去最大の減産を実施することで合意した。具体

明治安田総合研究所

的には、①2020 年 5 月～6 月末までは OPEC プラス全体で日量 970 万バレルの減産、②2020 年 7 月～12 月末までは日量 770 万バレルの減産、③2021 年 1 月～2022 年 4 月末までは日量 580 万バレルの減産を実施することになった（図表 5-4）。減産目標の実現可能性に疑問を挟むむきもあるが、備蓄や在庫に余裕がないこと、シェアを維持するため無理に増産していたケースもあることなどから減産目標は達成されるとみている。それでも新型コロナウイルスの感染拡大による原油需要の減少量を補うにはほど遠いのが実情である。

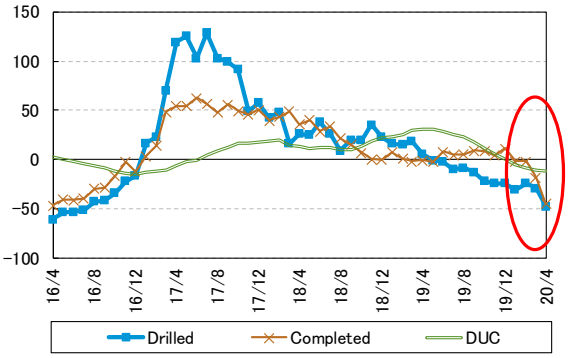
今後の OPEC プラスの動向であるが、これまで OPEC プラスによる協調減産を非難していたトランプ大統領が、協調減産を積極的に支持しているほか、OPEC プラスによる協調減産決定後、原油価格が回復していないことから、さらなる追加減産に踏み切る可能性が高いとみる。

これまで拡大基調で推移してきた米国のシェールオイルの生産量だが、原油価格の急落を受け、破綻する大手シェールオイル会社も出てくるなど、多くの油田は採算割れの状態とみられる。開発動向についての EIA のレポートをみると、「完成した油井数（Completed）」、「採掘済みで完成まもなくの油井数（DUC）」、「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」のすべてが対前年比でマイナスとなっている（図表 5-5）。今後も、採算割れ油田の操業停止や自主的な減産の増加が見込まれることなどから、当面のシェールオイル生産の減少は避けられないとみている。

ただ、シェールオイル会社の多くは、資金調達をジャンク債市場に依存しており、破綻の増加が続けば、ジャンク債市場が崩壊し、金融危機に発展するリスクがある。従って、今後は政府主導の統廃合や原油買入量拡大などの対策が講じられるとみている。米国のシェールオイル生産は、生産技術の進展や輸送用パイプラインの増設によって、2021 年以降、再び拡大基調へ転じるとみている。

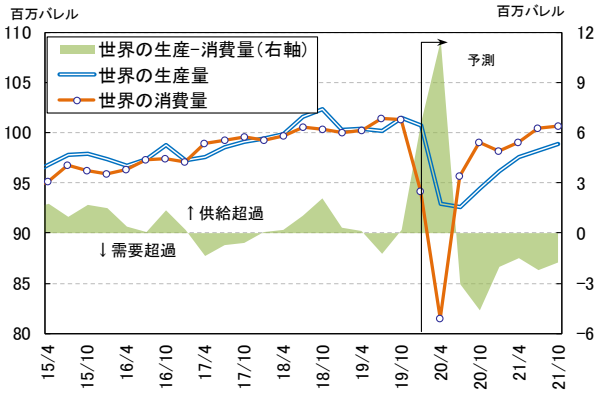
世界の原油需給見通しについて、4月7日発行のEIAの「Short-Term Energy Outlook」をみると、7－9月期にほぼ供給過剰状態が解消される見通しとなっている（図表5-6）。直近の原油価格が急落している最大の要因であるクッシング在庫であるが、4月段階では、5月下旬にでも在庫許容量の上限に達する可能性があった。しかし、5月8日の週にクッシング在庫が減少に転じているほか（図表5-7）、シェールオイル生産が足元減少していること、米国の経済活動が徐々に再開されるとみていることから、在庫許容量の上限に達する

（図表5-5）米国シェールオイルの油井開発動向（前年比）



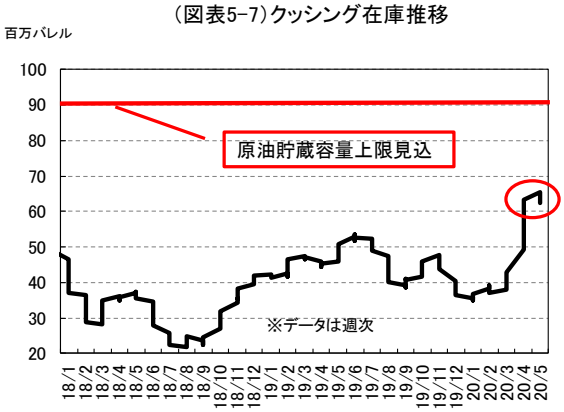
（出所）EIA

（図表5-6）世界の原油消費量と生産量(四半期ベース)



（出所）EIA

（図表5-7）クッシング在庫推移



（出所）EIA（Short-Term Energy Outlook）

ことはないとみている。従って、原油価格が再度マイナスになることは考えにくく、6月末までは30ドル/バレル前後で推移しよう。

その後は、OPECプラスでさらなる協調減産の実施が決定される可能性が高いことや、新型コロナウイルスの感染拡大収束に伴う世界経済の回復を背景に、2020年末にかけて50ドル/バレル前後まで上昇するとみている。2021年以降は、基本的に40～60ドル/バレルのボックス圏での推移を予想する。なお、サブシナリオ下では、原油価格の回復は2021年にずれこむとみる。（担当：西山）

※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