2020 年 8 月 20 日

２０２０－２０２１年度経済見通しについて
～「ニューノーマル」の構築に苦闘する世界経済～

株式会社明治安田総合研究所（社長　永田 康弘）は、２０２０年４－６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　▲５．９％　２０２１年度　２．９％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２０年度　▲４．９％　２０２１年度　３．０％

２．要点

①世界経済見通しは、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。今回、メインシナリオの下での世界の感染拡大ペースは、秋口以降、地域別の濃淡があるなかでも、総じてピークアウトに向かう展開を想定する。感染拡大が続くサブシナリオの下では、各国とも再び主要都市の経済活動の大幅制限を余儀なくされる。

②メインシナリオ下での主要国の実質成長率は、7－9 月期に高い伸びを記録した後、再び大きく鈍化する。各国と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変わらない。対面サービス産業を中心に、内需の戻りは鈍く、米中対立や国境封鎖の影響が加わるため世界貿易も低迷が続く。中立金利が低下に向かう中、多くの先進国で「長期停滞」的な様相がさらに強まり、デフレに陥る国も現れる。一方、複数の新興国では財政不安が逆にインフレ圧力となる。

③やや長い目で見れば、官民挙げて「With コロナ」を模索する各国の動きがある程度軌道に乗る展開が期待できる。足元の経済や株価は、過去に例のない規模と内容の財政、金融政策に支えられている面が大きいが、政府、中銀が時間稼ぎをしている間に、世界経済の「ニューノーマル」が輪郭を現し始める。もっとも、カギを握るデジタル経済の浸透には相応の時間がかかる。2021 年度末までを射程とする今回の予測期間中は、どちらかと言えばコロナの副作用と後遺症が目立つ展開が続く可能性が高い。

＜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	０．０％	▲５．９％	▲４．７％	２．９％	２．３％
成長率寄与度					
・内需	０．２％	▲３．８％	▲４．３％	２．０％	２．４％
・外需	▲０．２％	▲２．１％	▲０．４％	０．９％	▲０．１％
名目成長率	０．８％	▲４．９％	▲４．３％	３．０％	２．４％

※前回は２０２０年５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	電　話▶03-6261-7947　ＦＡＸ▶03-3511-3200 Ｅメール▶yuichi.kodama@myri.co.jp ホームページ▶https://www.myri.co.jp/

目次

タイトル	執筆者	ページ
ＧＤＰ成長率・主要経済指標予測	－	P3～P4
＜序＞８月経済見通しのシナリオ	チーフエコノミスト 小玉　祐一	P5～P6
日本経済見通し	チーフエコノミスト 小玉　祐一	P7～P18
米国経済見通し	シニアエコノミスト 大広　泰三	P19～P23
欧州経済見通し	エコノミスト 西山　周作	P24～P30
中国経済見通し	シニアエコノミスト 大広　泰三	P31～P34
豪州・アジア新興国経済見通し	シニアエコノミスト 大広　泰三 エコノミスト 水野　浩司	P35～P38
原油相場見通し	エコノミスト 西山　周作	P39～P40

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			
					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%	0.0%	▲ 5.9%	2.9%	▲ 1.8%	▲ 0.6%	▲ 7.8%	4.1%	0.7%	0.3%	0.5%	0.8%	0.0%	0.7%
前期比年率	0.3%	0.0%	▲ 5.9%	2.9%	▲ 7.0%	▲ 2.5%	▲ 27.8%	17.4%	2.8%	1.2%	2.0%	3.2%	0.0%	2.9%
前年同期比	0.3%	0.0%	▲ 5.9%	2.9%	▲ 0.7%	▲ 1.8%	▲ 9.9%	▲ 6.3%	▲ 4.0%	▲ 3.1%	5.7%	2.3%	1.6%	2.0%
民間最終消費支出	0.1%	▲ 0.6%	▲ 6.0%	2.6%	▲ 2.9%	▲ 0.8%	▲ 8.2%	5.2%	0.8%	0.3%	0.3%	0.8%	▲ 0.3%	0.2%
民間住宅投資	▲ 4.9%	0.5%	▲ 3.9%	0.8%	▲ 2.2%	▲ 4.2%	▲ 0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.2%
民間設備投資	1.8%	▲ 0.3%	▲ 3.6%	0.9%	▲ 4.7%	1.7%	▲ 1.5%	▲ 1.4%	▲ 0.1%	0.2%	0.5%	0.2%	0.9%	0.4%
政府最終消費支出	0.9%	2.3%	1.1%	1.3%	0.3%	0.0%	▲ 0.3%	1.0%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%
公的固定資本形成	0.6%	3.3%	2.2%	1.9%	0.6%	▲ 0.5%	1.2%	0.8%	0.2%	0.1%	0.6%	0.6%	0.5%	1.0%
財貨・サービスの輸出	1.7%	▲ 2.6%	▲ 16.0%	9.3%	0.4%	▲ 5.4%	▲ 18.5%	8.0%	1.9%	1.5%	2.1%	3.3%	▲ 0.4%	2.7%
財貨・サービスの輸入	2.6%	▲ 1.5%	▲ 3.4%	2.7%	▲ 2.4%	▲ 4.2%	▲ 0.5%	0.7%	1.2%	1.0%	0.4%	0.7%	0.2%	0.6%
名目GDP	0.1%	0.8%	▲ 4.9%	3.0%	▲ 1.5%	▲ 0.5%	▲ 7.4%	4.3%	0.8%	0.4%	0.5%	0.8%	0.0%	0.7%
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.2%	0.8%	1.1%	0.2%	1.2%	0.9%	1.5%	1.2%	0.9%	0.9%	0.4%	0.2%	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			
					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%	0.0%	▲ 5.9%	2.9%	▲ 1.8%	▲ 0.6%	▲ 7.8%	4.1%	0.7%	0.3%	0.5%	0.8%	0.0%	0.7%
民間最終消費支出	0.0%	▲ 0.3%	▲ 3.3%	1.5%	▲ 1.6%	▲ 0.4%	▲ 4.5%	2.9%	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%	▲ 0.0%	▲ 0.6%	0.1%	▲ 0.8%	0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
民間在庫品増加	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%
純輸出	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 2.1%	0.9%	0.5%	▲ 0.2%	▲ 3.0%	1.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	▲ 0.1%	0.3%
財貨・サービスの輸出	0.3%	▲ 0.5%	▲ 2.7%	1.4%	0.1%	▲ 1.0%	▲ 3.1%	1.2%	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%	0.6%	▲ 0.5%	0.4%	0.7%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%

(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			
					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	533.5	502.2	516.6	529.6	526.3	485.2	505.1	508.5	510.1	512.6	516.7	516.7	520.4
民間最終消費支出	299.1	297.4	279.7	287.0	294.0	291.7	267.8	281.9	284.1	284.8	285.6	288.0	287.0	287.5
民間住宅投資	15.1	15.2	14.6	14.7	15.2	14.6	14.6	14.6	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	14.9
民間設備投資	85.7	85.5	82.5	83.2	83.2	84.6	83.4	82.1	82.1	82.2	82.6	82.8	83.5	83.8
政府最終消費支出	107.2	109.7	111.0	112.4	110.2	110.2	109.9	111.1	111.2	111.6	111.8	112.1	112.4	113.1
公的固定資本形成	26.1	27.0	27.5	28.1	27.2	27.0	27.3	27.6	27.6	27.7	27.8	28.0	28.1	28.4
民間在庫品増加	1.5	1.0	1.2	0.9	0.9	0.4	0.1	1.1	1.8	1.8	1.3	0.5	0.8	0.8
純輸出	▲ 2.0	▲ 2.9	▲ 14.3	▲ 9.7	▲ 1.6	▲ 2.7	▲ 18.3	▲ 13.3	▲ 12.9	▲ 12.6	▲ 11.3	▲ 9.3	▲ 9.8	▲ 8.2
財貨・サービスの輸出	93.0	90.6	76.1	83.1	91.9	87.0	70.8	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	93.5	90.4	92.8	93.5	89.7	89.2	89.8	90.8	91.7	92.1	92.7	92.9	93.5

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%	0.0%	▲ 7.9%	0.2%	▲ 1.8%	▲ 0.6%	▲ 7.8%	4.1%	▲ 2.0%	▲ 3.0%	1.7%	1.3%	▲ 0.5%	0.4%
前期比年率	0.3%	0.0%	▲ 7.9%	0.2%	▲ 7.0%	▲ 2.5%	▲ 27.8%	17.4%	▲ 7.8%	▲ 11.4%	7.0%	5.4%	▲ 1.8%	1.5%
前年同期比	0.3%	0.0%	▲ 7.9%	0.2%	▲ 0.7%	▲ 1.8%	▲ 9.9%	▲ 6.3%	▲ 6.6%	▲ 8.8%	0.7%	▲ 2.0%	▲ 0.5%	3.0%

2. 主要指標予測

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			
					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
			→ 予測					→ 予測						
鉱工業生産(前年比)	0.4%	▲ 3.7%	▲ 11.0%	9.7%	▲ 6.9%	▲ 4.5%	▲ 20.5%	▲ 13.3%	▲ 6.4%	▲ 4.2%	16.9%	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%	0.5%	0.6%	0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.5%	0.9%	0.3%	0.3%
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%	0.5%	0.2%	0.2%	▲ 0.4%	▲ 0.6%	0.0%	0.3%	0.5%	0.9%	0.3%	0.3%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 3.1	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
経常収支(季調値、兆円)	19.5	19.7	11.3	18.1	5.3	4.9	2.1	2.6	3.1	3.5	4.0	4.4	4.6	5.1
完全失業率(季調値:平均)	2.4%	2.4%	2.9%	3.0%	2.3%	2.4%	2.8%	2.8%	3.0%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	63	55	40	50	61	20	39	45	50	50	55	50	45	45

※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
				→ 予測					→ 予測					
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	3.0%	2.2%	▲ 5.4%	2.4%	2.4%	▲ 5.0%	▲ 32.9%	17.1%	5.9%	3.9%	2.5%	2.2%	1.9%
	個人消費支出	2.7%	2.4%	▲ 5.9%	2.5%	1.6%	▲ 6.9%	▲ 34.6%	21.1%	5.9%	4.0%	2.2%	1.9%	1.7%
	住宅投資	▲ 0.6%	▲ 1.7%	▲ 1.8%	0.9%	5.8%	19.0%	▲ 38.7%	9.3%	5.1%	4.6%	3.0%	2.0%	1.5%
	設備投資	6.9%	2.9%	▲ 6.1%	2.3%	▲ 0.3%	▲ 6.7%	▲ 27.0%	7.2%	5.0%	4.6%	4.1%	3.5%	3.0%
	在庫(寄与度)	0.2%	▲ 0.0%	▲ 1.1%	0.2%	▲ 0.8%	▲ 1.3%	▲ 4.0%	1.3%	1.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.6%	▲ 0.4%	1.5%	1.1%	0.7%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	3.0%	▲ 0.1%	▲ 16.2%	▲ 0.7%	3.4%	▲ 9.5%	▲ 64.1%	21.6%	10.4%	3.5%	3.0%	2.5%	2.3%
	輸入	4.1%	1.1%	▲ 15.3%	1.8%	▲ 7.5%	▲ 15.0%	▲ 53.4%	19.3%	11.5%	5.1%	4.1%	3.2%	2.8%
	政府支出	1.8%	2.3%	2.4%	2.7%	2.4%	1.3%	2.7%	3.0%	3.0%	2.8%	2.5%	2.2%	2.0%
	失業率(※)	3.9%	3.7%	8.6%	7.8%	3.5%	4.4%	11.1%	9.8%	9.1%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%
	CPI(総合、※)	2.4%	1.8%	1.2%	1.5%	2.3%	1.5%	0.6%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	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%	1.3%	▲ 9.0%	4.9%	0.0%	▲ 3.6%	▲ 12.1%	6.1%	2.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%
	家計消費	1.4%	1.3%	▲ 7.6%	6.4%	0.1%	▲ 4.6%	▲ 10.0%	8.0%	1.4%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%
	政府消費	1.2%	1.8%	1.5%	3.8%	0.3%	▲ 0.4%	0.5%	1.5%	1.0%	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%
	固定投資	3.5%	5.0%	▲ 6.9%	1.3%	3.3%	▲ 1.8%	▲ 13.0%	4.5%	1.0%	0.4%	0.4%	1.7%	1.5%
	純輸出(寄与度)	0.2%	▲ 0.5%	▲ 3.5%	0.2%	▲ 1.1%	▲ 0.3%	▲ 3.8%	▲ 0.2%	0.7%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%
	輸出	3.6%	2.5%	▲ 14.7%	4.9%	0.1%	▲ 4.1%	▲ 20.0%	6.8%	3.6%	3.0%	1.3%	1.0%	1.2%
	輸入	3.6%	4.0%	▲ 8.3%	4.4%	2.4%	▲ 3.6%	▲ 13.0%	7.0%	1.9%	2.1%	0.5%	0.8%	0.9%
	失業率(※)	8.2%	7.6%	8.3%	8.7%	7.4%	7.2%	7.8%	8.8%	9.2%	9.0%	8.8%	8.6%	8.5%
	CPI(総合、※)	1.8%	1.2%	0.5%	1.0%	1.0%	1.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.0%	1.3%	1.2%
	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%	1.5%	▲ 11.5%	4.4%	▲ 0.0%	▲ 2.2%	▲ 20.4%	12.1%	3.2%	0.8%	1.2%	0.8%	0.6%

※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
				→ 予測					→ 予測					
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	3.0%	2.2%	▲ 5.8%	▲ 3.9%	2.4%	▲ 5.0%	▲ 32.9%	17.1%	▲ 1.6%	▲ 20.1%	8.6%	5.9%	4.5%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.9%	1.3%	▲ 10.0%	▲ 2.6%	0.0%	▲ 3.6%	▲ 12.1%	6.1%	▲ 2.1%	▲ 3.5%	2.4%	1.5%	1.3%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	1.5%	▲ 12.8%	▲ 4.6%	▲ 0.0%	▲ 2.2%	▲ 20.4%	12.1%	▲ 2.8%	▲ 3.9%	1.6%	0.8%	0.7%

＜序＞８月経済見通しのシナリオ

シナリオの考え方

世界経済の先行きの不確実性は依然として高い。新型コロナウイルス感染症は、感染拡大から半年以上を経たものの、いまだに収束とは程遠い状況にある。欧米の主要国では、4 月上旬にいったんピークを迎えたが、5 月以降、中南米やアジアで感染拡大が本格化したことが、世界レベルでの感染再拡大に繋がった。中南米ではブラジルで深刻な状況が続いているほか、アジアもインドを中心に増加が続いている。

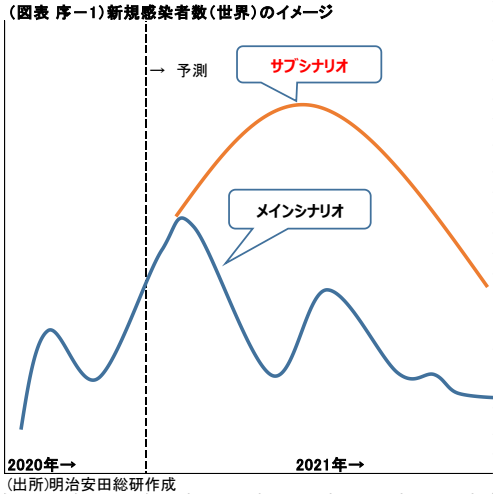
主要先進国における懸念も払拭されていない。米国では、ニューヨーク等の北部諸州では一服したものの、中西部や南部にパンデミックの波が広がったことで、一国全体では拡大が続き、世界の累計感染者の約 4 分の 1 を米国一国で占める状況となっている。欧州主要国でも一部で感染再拡大の動きがみられる。

世界経済見通しは、依然として新型コロナウイルスの感染動向次第の面が大きいが、今後の感染動向についての予測は困難であることから、今回も収束、拡大という大きな 2 通りのシナリオのもとで経済見通しを作成する。

ただ、両シナリオにおける感染動向の想定は 5 月見通し時とは異なっている。まず、メインシナリオにおける世界の感染拡大ペースは、地域別の濃淡はあるものの、秋口以降ピークアウトに向かうことを前提とする（図表 序-1）。その後は、短期的な拡大と縮小を繰り返しながら、徐々に鎮静化へと向かう。冬場にはやや大きめの第二波の襲来を想定するが、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至らず、主要国政府は、手探りながらも経済活動の正常化を模索する動きを続ける。

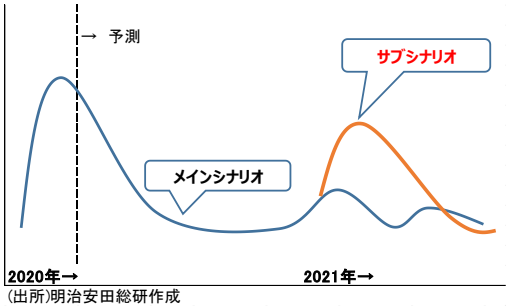
サブシナリオのもとでは、感染拡大ペースはこのまま年内は鈍化しない。いったんピークアウトした先進国でも、経済活動の再開に伴い再度感染拡大ペースが加速、新規感染者数が大きく増加する。米国では、ニューヨーク州で再びパンデミックが勃発、日本でも東京を中心に感染者数の拡大ペースが一段と加速する。各国とも、再び主要都市の経済活動の大幅制限を余儀なくされるが、すでに経験値が蓄積され、かつ来年までには医療体制の整備、治療薬の開発がある程度進んでいることが期待されることもあり、2021 年以降、感染は再びピークアウトに向かう。

（図表 序－1）新規感染者数（世界）のイメージ



（出所）明治安田総研作成

（図表 序-2）新規感染者数（世界）のイメージ（5月見通し時点）



（出所）明治安田総研作成

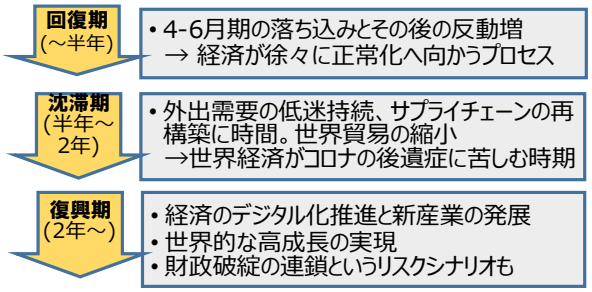
メインシナリオ下での世界経済の推移（示現確率：７０％）

感染が完全に終息に向かうことはないなかでも、官民挙げて「With コロナ」を模索する各国の動きがある程度軌道に乗る。いち早く経済活動の再開に舵を切った中国をはじめ、感染拡大が続く米国でも、今のところ経済活動の再開に向けた動きは途切れていない。足元の経済や株価は、過去に例のない規模と内容の財政、金融政策に支えられている面が大きいが、政府、中銀が時間稼ぎをしている間に、経済の「ニューノーマル」が輪郭を現し始め、世界経済は回復傾向が続く。

とはいえ、そのペースは緩慢なものにとどまる。主要先進国の実質成長率は、4－6 月期に記録的な落ち込みとなったあと、7－9 月期はペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化もあって逆に記録的な伸びが期待されるが、反動増局面は年末には一巡する。国別の流行状況に濃淡はあれど、どの国でも断続的に感染者の発生が続き、再流行への不安が燻り続けるため、国民が外出を控え気味にする傾向は変わらない。各国政府も移動規制や営業規制を完全に撤廃することはできず、特に対面サービス産業は世界的に戻りの鈍い状況が続く。

コロナがもたらした副作用も問題となる。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いっそう先鋭化への道をたどっている。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易の低迷が続き、外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げる。「距離の確保」がニューノーマルのポイントで、それを埋めるためのデジタル化をコロナが後押ししている形だが、軌道に乗るまでには相応の時間がかかる。2021 年までの予測期間中は、どちらかと言えば副作用と後遺症が目立つ展開が続く可能性が高い（図表序-3）。

（図表 序-3）今後予想される経済動向



（出所）明治安田総研作成

消費、投資マインドの委縮によって、総需要の伸びは、均せば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。将来的な緊縮財政への転換を予想する動きが、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。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、中にはデフレに陥る国も現れる。一方、複数の新興国では財政不安がインフレを引き起こす。

サブシナリオ下での世界経済の推移（示現確率：３０％）

世界的な感染拡大が続くことで、2020 年の年末までには、再び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、世界同時不況が一段と深刻化する。

7－9 月期の実質成長率は一時的に高めの伸びとなるが、10－12 月期には再び多くの国がマイナス成長に転落、各国におけるロックダウン強化により 1－3 月期のマイナス幅はさらに拡大する。ただ、諸外国とも経験値を蓄積している分、第二波への対処は第一波襲来時よりもスムースに進む可能性が高い。治療薬やワクチンの研究・開発や増産が進むこともあり、2021 年の 4－6 月期以降、経済活動は再び回復に向かう。しかし、二度のロックダウンを余儀なくされた国では、消費マインド、投資マインドは長期にわたり抑制された状況が続き、経済活動再開後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。経済の低迷が続く中で、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。（担当：小玉）

１．日本経済見通し

＜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%）にほぼ近い結果となった。

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 成長率は高めの伸びが見込まれるが、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。メインシナリオ下では、来夏のオリンピックは開催を前提とするが、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すものの、長期間の活動自粛に耐えられない企業の倒産・廃業が加速度的に増加する。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ず、CPI はマイナストレンドが定着する。

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 1-1, 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。

（図表1-1）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**	ー	**-7.8**	ー
前期比年率	-27.1	ー	-27.8	ー
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)	ー	-0.2	ー	-0.0
純輸出(寄与度)	ー	-3.2	ー	-3.0
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸出	-19.5	-3.2	-18.5	-3.1
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸入	-0.1	0.0	-0.5	0.1
名目GDP	-7.5	ー	-7.4	ー
前期比年率	-26.8	ー	-26.4	ー
GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀ(前年同期比)	1.1	ー	0.5	ー

(出所)内閣府データより明治安田総研作成

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。公的固定資本形成は同＋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。

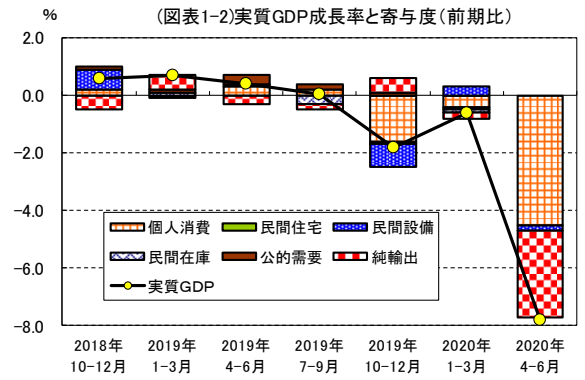
短期的にはリバウンド局面

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（季節調整値）は前月比＋1.9%と、5 ヵ月ぶりのプラスとなった（図表 1-3, 1-4）。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。

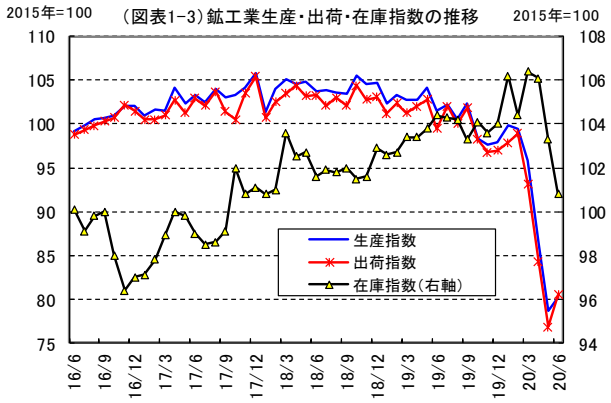
主要 15 業種のうち、10 業種で対前月比上昇、5 業種で低下という結果で、特にプラス寄与が大きかったのは自動車工業（前月比＋28.6%、寄与度＋2.55%ポイント）である。全体の伸びに対する自動車工業の寄与率は100%を超えている。

製造工業生産予測指数を見ると、7 月は前月比＋11.3%、8 月は同＋3.4%と、引き続きリバウンドが予想されている。業種別の内訳をみると、7 月は、輸送機械工業の伸びが同＋35.2%と大きい（寄与度＋5.4%ポイント）。8 月も同＋9.4%と、引き続き回復トレンドが続く見通しになっている。この点、自動車頼みの生産回復と言えそうだが、このとおり回復が進んだとすると、8 月の指数は前年同月の 85%の水準まで戻る。9 月以降も 15%は反動増の余地が残るという言い方もできるが、自動車生産が早期に前年の水準を取り戻すためには、世界的な自動車販売の回復が必要になるとみられる。しかし、いまだに多くの国で人の往来の制限など、経済活動の制限が残っている。旅行需要も大幅に縮小している中では、世界的な自動車販売の戻りは鈍い状況が続くだろう。自動車生産の回復に向けた動きは、夏場以降、次第に鈍くなる展開が予想される。

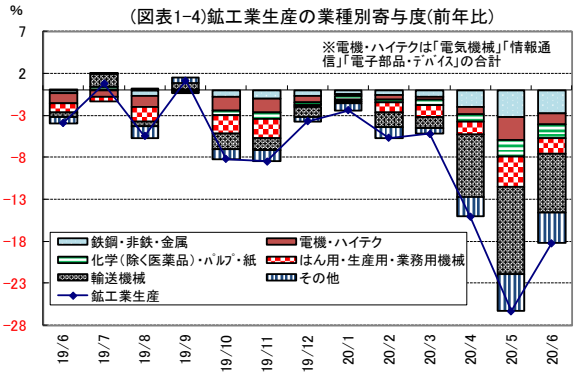
その後の生産は、世界の新型コロナウイルス感染症の動向次第であり、引き続き不確実性が高い。世界全体の感染者数（累計）は、毎週 10%を超えるペースで伸び続けており、8 月 10 日の時点で 2 千万人に達している（図表 1-5）。6 月以降、経済活動の再開に踏み切る国が増えていることから、世界景気の当面の底は 5 月だった可能性が高まっているものの、今後の道のりは平坦なものにはならないだろう。7 月 30 日に発表された 4－6 月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率▲32.9%のマイナス、ドイツは前期比▲10.1%の大幅マイナスであった。



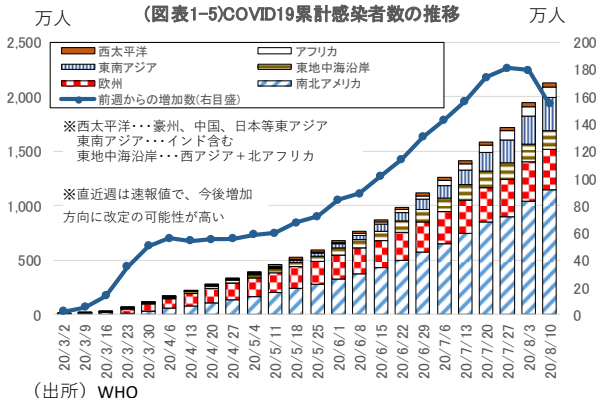
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」



（出所）経済産業省「鉱工業指数」



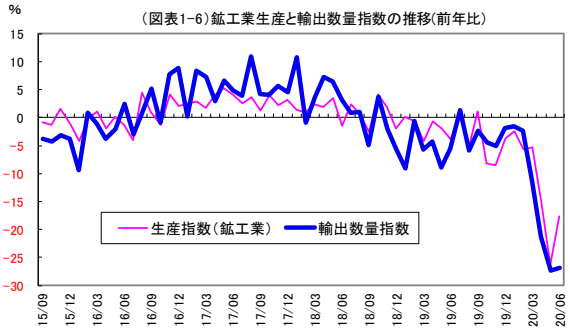
（出所）経済産業省「鉱工業指数」



（出所）WHO

7－9 月期は欧米とも反動的な高成長が見込まれるが、夏場以降も多くの国で断続的に再流行を繰り返す可能性が捨てきれず、各国の国民の間で感染再拡大への不安が長きにわたって残ることが予想されるなか、経済がそのまま V 字型回復を遂げる可能性はきわめて低い。

FRB（米連邦準備制度理事会）のパウエル議長は、7 月 29 日の FOMC（米連邦公開市場委員会）後に行なわれた TV 会議形式での記者会見で、新型コロナウイルスの感染者数が 6 月半ばから増加し、景気が鈍化していること、個人消費については、特に旅行などのサービス関連が低調で、クレジットカードの利用状況などから、6 月下旬以降弱まった可能性があることなどを指摘している。今後の動向次第では、7－9 月期のリバウンドが思いのほか弱くなる可能性もある。どのみち、短期的な増減を均した後の米国および世界経済の回復ペースは、良くて「レ」の字型というところだろう。米中対立も世界的な貿易の下押し圧力となる。こうした環境下では、もともと外需主導の日本経済は苦しい（図表 1-6）。

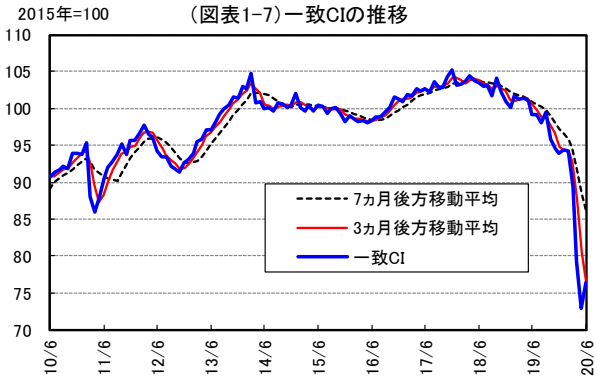


（図表1-6）鉱工業生産と輸出数量指数の推移(前年比)

（出所）財務省、経産省

日本でも、1 日の新規感染者数が 1,000 人を超える日が続くなど、パンデミックへの不安が燻っている。すでに Go To キャンペーンも動き始めている中、政府が早期に緊急事態宣言の再発令に踏み切る可能性は低いものの、国民の間に自粛ムードが漂う中、当面の景気回復ペースは緩慢なものとなろう。7－9 月期の成長率はペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化や特別定額給付金の効果で高い伸びが予想されるが、年末までにはこうした反動増的な局面は一巡が予想される。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容易に変わらない。特に、対面サービス産業は戻りの鈍い状況が続くとみられる。

なお、政府は 7 月 30 日に、2018 年 10 月を暫定的な景気の山とすることを決定した（図表 1-7）。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1-7）一致CIの推移

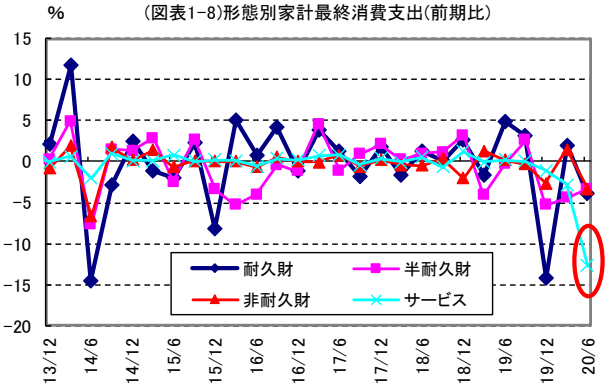
（出所）内閣府「景気動向指数」

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▲2.0%へと急落する。21 年 1－3 月期も同▲3.0%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、21 年 4－6 月期には同＋1.7%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、20 年度年間の成長率は前年比▲7.9%、21 年度は同＋0.2%にとどまる。

「一人 10 万円」が個人消費を押し上げ

以下、主要需要項目別に概観する。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

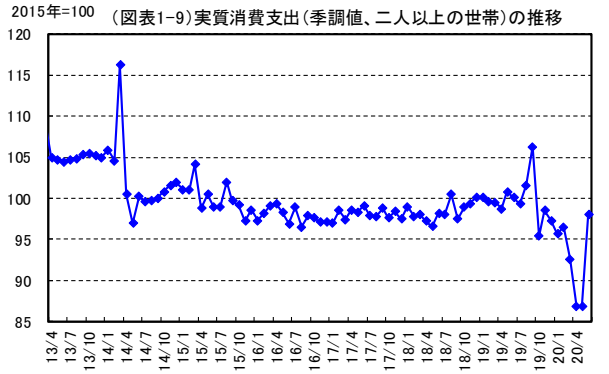
ト押し下げている計算である。形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同▲3.9%、半耐久財が同▲3.3%、非耐久財が同▲3.3%、サービスが同▲12.7%となっている（図表 1-8）。通常、個人消費が落ち込むときは、振れの大きい耐久財主導で落ち込むことが多く、サービス消費は好不況にかかわらず比較的安定しているのが常だが、今回はサービス消費主導で大きく落ち込む形となっており、コロナ下での個人消費の特徴が如実に現れている。



(図表1-8)形態別家計最終消費支出(前期比)
(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

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 への寄与は▲0.4%ポイントとなっている。

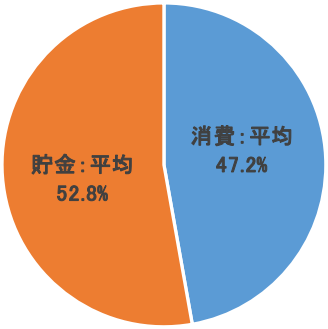
単月の統計からは、足元の個人消費が回復に向かっている様子が見て取れる。6 月の家計調査によると、2 人以上世帯の実質消費支出（季節調整値）は前月比＋13.0%と急増した。3,4 月の落ち込みが大きかったこともあって、前年比ではまだ▲1.2%とマイナスだが、5 月の同▲16.2%からは大きくマイナス幅を縮小させており、水準的にはコロナ流行前のレベルにまで戻している（図表 1-9）。背景にあるのは特別定額給付金の支給である。6 月の勤労者世帯の実収入は前年比＋15.6%となり、5 月の同＋9.8%から一段と伸び幅を拡大させた。内訳を見ると、特別収入の内訳である「他の特別収入」が 150,704 円と、給付金の支給進捗を反映し、前年同月から実に 32.8 倍に拡大している。一世帯当たりの平均人数が 3.32 人なので、前年同月からの増加額は一人当たり 44,296 円である。総務省の発表では、7 月 1 日までに全体の 76.4%の給付が進んだとしており、7 月も引き続き実収入の押し上げ効果が期待できる。



(図表1-9)実質消費支出(季調値、二人以上の世帯)の推移
(出所)総務省「家計調査」

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（https://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2020/pdf/20200707_01.pdf）、特別定額給付金の使途については、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（図表 1-10）。この結果が全世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%押し上げるとの結果が得られる（図表 1-11）。特別定額給付金はもともと景気対策と言うよりも、国民の生活保障を目的としたものだが、結果として緊急事態宣言明けに給付が本格化したこともあり、政府の想定以上の景気押し上げ効果を発揮している可能性がある。

(図表1-10)特別定額給付金(1人10万円)の使途



(出所)明治安田生命「コロナ禍における子育て世帯への緊急アンケート調査を実施！」

家計調査で 6 月の実質個人消費（2 人以上世帯）の増加に寄与

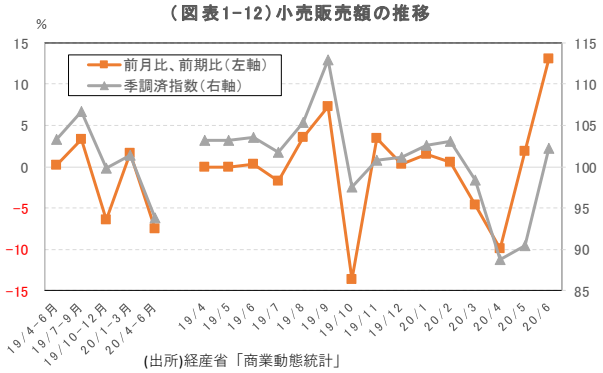
した中分類項目を確認すると、通信、家庭用耐久財、教養娯楽用耐久財といったところで、通信では携帯電話通信料、家庭用耐久財ではエアコンやテーブル・ソファー、教養娯楽用耐久財ではテレビ、パソコンといった品目が大きく伸びている。

（図表1-11）特別定額給付金の押し上げ効果

%	20/4-6	7-9	10-12	21/1-3	2020年度
実質個人消費	3.4	1.7	0.4	0.4	1.4
実質GDP	2.2	1.8	0.6	0.1	1.1

（出所）OEGMより明治安田総研作成

（図表1-12）小売販売額の推移

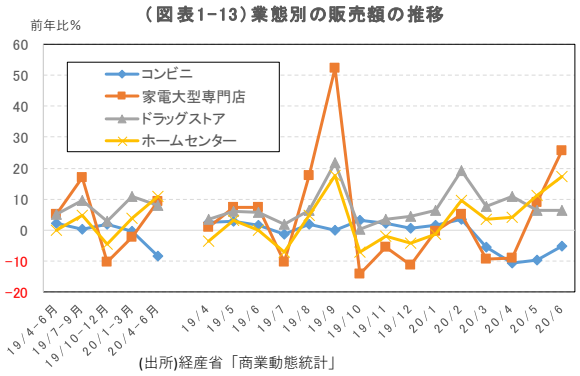


(出所)経産省「商業動態統計」

同様の傾向は販売サイドの統計からも確認できる。6月の小売業販売額は、前月比＋13.1%と二桁の伸びとなった（図表1-12）。すでに5月の段階で3ヵ月ぶりのプラスに転じるなど（同＋1.9%）、小売販売の下げ止まり自体は明らかになっていたが、回復傾向がいっそう明確になった形である。経産省の基調判断は、4月の「急速に低下している小売業販売」から、5月は「下げ止まりがみられる小売業販売」へ、さらに6月は「持ち直している小売業販売」へと、2ヵ月連続で上方修正されている。

業態別にみると、百貨店・スーパー販売額指数（全店）は前月比＋17.0%と、プラス幅が5月の同＋3.6%から大きく拡大した。内訳を見ると、百貨店が同＋135.2%と、5月の約2.3倍の売り上げとなったのが大きい。3,4月に記録的な落ち込みを見せていたこともあり、前年比ではいまだ▲18.4%のマイナスだが、日本百貨店協会は、6月の全国百貨店売上高概況の中で、「新型コロナウイルスによる外出自粛ムードは残るものの、全店が全館営業を再開したことから、入店客数も徐々に上向いている。購買動向の特徴としては、食料品や衛生用品など生活必需品の好調さに加えて、ラグジュアリーブランドや宝飾品など一部高額商材にも動きが見られた」とコメントしている。

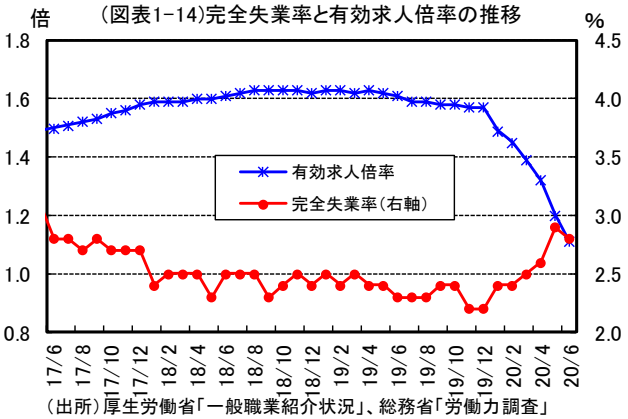
（図表1-13）業態別の販売額の推移



(出所)経産省「商業動態統計」

他の業態を見ると、家電大型専門店が前年比＋25.6%、ホームセンターが同＋17.3%と大きく伸びている（図表1-13）。家電大型専門店では、AV家電（前年比＋28.3%）、情報家電（同＋24.1%）、生活家電（同＋37.1%）の伸びが大きい。夏のボーナスが大きく減少する中でもこれだけ伸びた背景には、やはり特別定額給付金の存在がありそうである。

（図表1-14）完全失業率と有効求人倍率の推移



（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

所得の悪化が消費を下押し

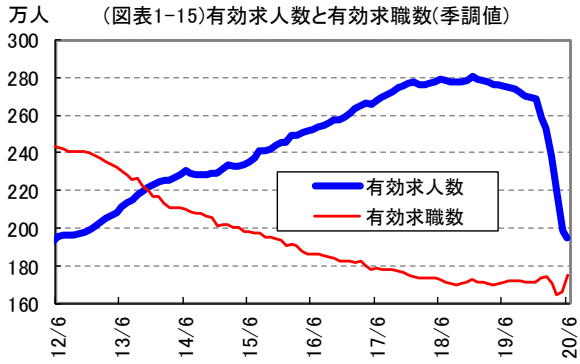
特別定額給付金の効果はむろん永続的なものではなく、いわばパッと開いて消える打ち上げ花火のようなものである。リバウンド一巡後の中期的な個人消費の基調を決めるのはあくまで雇用・所得環境だが、この点については大きな期待はできない。

雇用環境自体は加速度的に悪化しているというわけ

ではない。6 月の完全失業率（季節調整値）は 2.8%と、5 月から 0.1%低下（改善）した（図表 1-14）。失業率は景気にやや遅行するとはいえ、このタイミングで低下するのはポジティブサプライズである。

仕事を持ちながら、調査週間中に少しも仕事をしなかった「休業者」が、4 月に 597 万人に達したことが話題になったが、5 月には 423 万人となり、6 月は 236 万人まで減少した。2 ヵ月で 361 万人の減少だが、一方で、6 月の季節調整済の失業者は、5 月から 3 万人減少している。休業者の増加が懸念されたのは「失業予備軍」とみなされたためだが、休業者の減少が失業者の増加に直結している気配がないのも評価できる。これについては、雇用の維持を条件としている政府による各種企業支援策が、一定の成果を挙げている可能性があろう。ただ、企業は新規採用の抑制と、労働時間の調整でなんとか雇用を維持しているのが実態とみられ、こうしたとりくみが限界に達した段階で、失業率が急上昇するリスクは残る。

一方、厚生労働省が発表した 6 月の一般職業紹介状況からは、先行きの労働市場が予断を許さない状況であることが示されている。まず、有効求人倍率（季節調整値）は 1.11 倍と、前月から 0.09 ポイント大きく低下した。分母となる有効求職者数（季節調整値）が前月比＋5.4%と、2009 年 2 月の同＋5.5%以来の大幅増となっており、職探しをする人が急増している様子を示している。一方、分子である有効求人数（季節調整値）は同▲1.9%となった。マイナス幅は 2 ヵ月続いた▲8%台から大きく縮小したものの、これで 13 ヵ月連続のマイナスである（図表 1-15）。



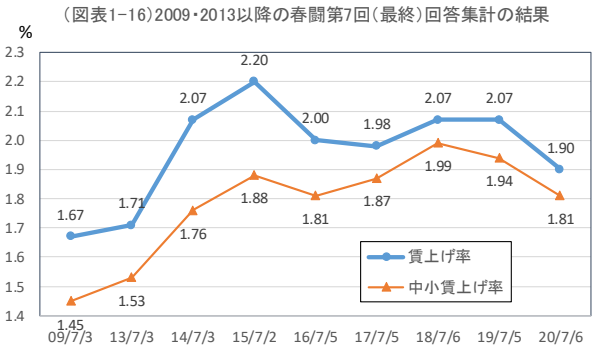
（図表1-15）有効求人数と有効求職数（季調値）

（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」

都道府県・地域別有効求人倍率（受理地別・季節調整値）をみると、3 月までは全都道府県で 1 倍を上回っていたが、6 月は 11 都道府県で 1 倍を割り込んでいる。特に、観光地を代表する沖縄県は 0.68 倍で、昨年 11 月の 1.2 倍からわずか 7 ヵ月で半分近くにまで低下しており、この間の観光産業の受けた打撃の大きさをうかがい知ることができる。政府の Go To キャンペーンが何かと批判を受けているが、観光産業へのなんらかのてこ入れ策が必要なのは確かであろう。

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

賃金も低迷が予想される。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（図表 1-16）。昨今の厳しい経済情勢に鑑みれば、持ちこたえているようにも見えるが、今期の厳しい業績が交渉の前提となる来年の春闘はより厳しい結果が予想される。また、経団連が 8 月 5 日に発表した、大手企業の 2020 年夏季賞与の最終結果によると、平均妥結額は前年比で▲2.17%と、2 年連続の低下となった。こちらも時期的にコロナウイルスの影響は十分反映しておらず（外食も含まない）、今冬、あるいは

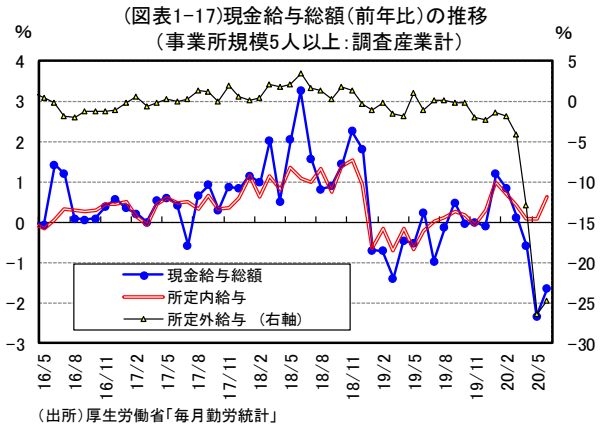


（図表1-16）2009・2013以降の春闘第7回（最終）回答集計の結果

（出所）連合

来年の落ち込みはさらに大きくなることが予想される。

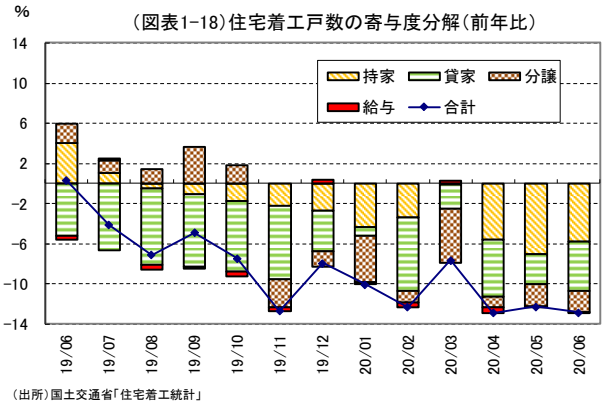
厚労省の毎月勤労統計をみると、企業が労働投入量を時間で調整している結果として、所定外労働時間が大きく減少、これが所定外給与を大きく押し下げている（図表 1-17）。6 月の所定外給与は前年比で▲25.4%であり、反動増一巡後の個人消費は 2021 年度にかけても冴えない推移が続く可能性を示している。



住宅投資は低迷が続く

4－6 月期の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現れた形とみられる。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

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うかがえる。民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数（季節調整値）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 1-18）。



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ろう。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。

今後は厳しい設備投資

4－6 月期の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。ただ、

今後は厳しい展開が予想される。

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 1-19）。3 指標のうち、6 月の機械受注は前月比▲7.6%と 2 ヵ月ぶりのマイナスとなり、プラスだった市場予想（同＋2.0%）を下回った。前年比でも▲22.5%と、依然として大幅マイナスとなっている。内閣府による基調判断は、「機械受注は、足元は弱含んでいる」から「機械受注は、減少している」へと下方修正された。

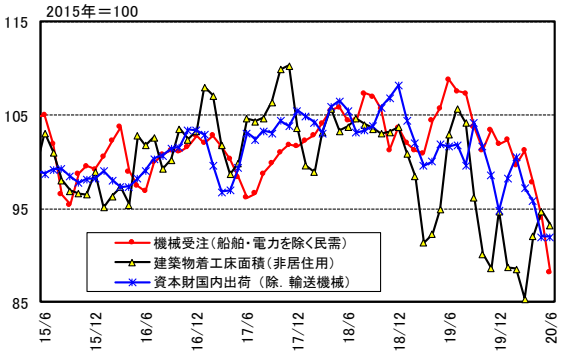
また、民需に含まれない外需の減少基調が続いている点にも注意が必要である。6 月は同▲3.9%と小幅減にとどまったが、4 月の同▲21.6%、5 月の同▲18.5%と、すでに大きく減少してきた水準からの動きであり、累計の減少幅は約 4 割に達する。バブルが崩壊した 90 年代以降、日本の設備投資は輸出との連動性を高めてきたが、ここ数年はそうした傾向がさらに強まっており（図表 1-20）、今後の設備投資の抑制要因となろう。

2020 年度の投資計画は下方修正へ

6 月短観における設備投資計画は、2019 年度の実績値が予想以上に弱く、2020 年度の計画が逆に底堅いという結果だった（図表 1-21）。2019 年度の全規模全産業の設備投資の実績値は前年比▲0.6%と、3 月時点の実績見込値の同＋2.7%からマイナスに転じる一方、2020 年度の全規模全産業の設備投資計画は同▲0.8%と、3 月の同▲0.4%から小幅の下方修正にとどまっている。

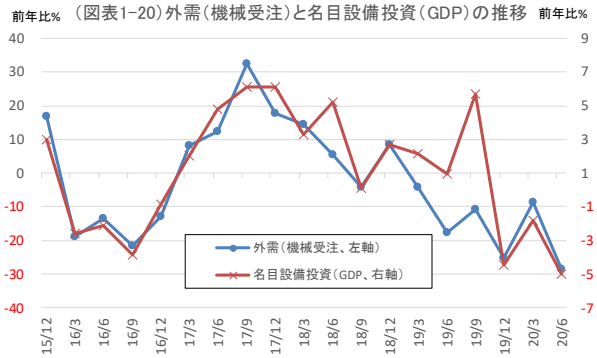
これについては、パンデミックによる先行き不透明感の高まりで、2019 年度末になってから投資計画を先送りした企業が増えたことが、2020 年度の投資計画の底堅さに繋がっているだけの可能性が高い。2020 年度の計画とて、業績見通し自体がまだ定まらず、多くの企業が公表を先送りしていた段階でのアンケート結果であり、不確実性が高い。

（図表1-19）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



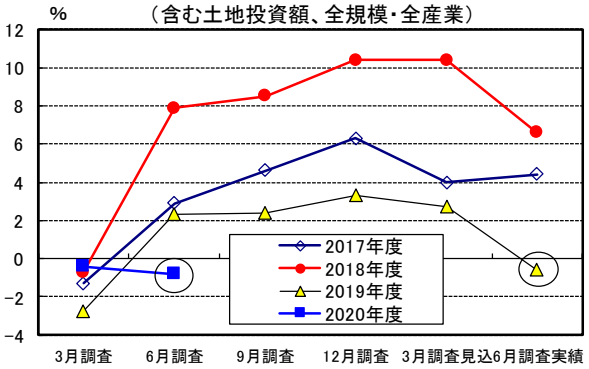
（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-20）外需（機械受注）と名目設備投資（GDP）の推移



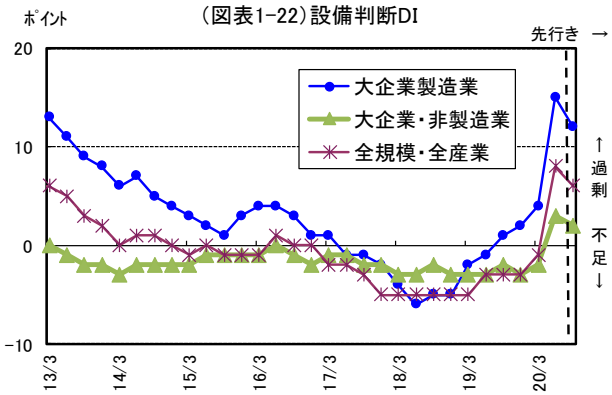
（出所）内閣府「機械受注統計」、「四半期別GDP速報」

（図表1-21）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

（図表1-22）設備判断DI

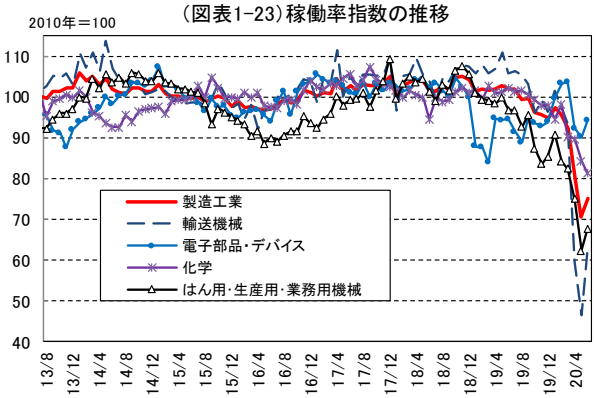


（出所）日銀「短観」

生産・営業用設備判断 DI をみると、全規模・全産業で 9 ポイントの上昇（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）となっている（3 月：▲1 → 6 月：＋8、変化幅＋9）（図表 1-22）。全規模・製造業（＋3→＋16、＋13）、全規模・非製造業（▲4→＋2、＋6）と、相対的には製造業の設備余剰感が高まっているが、非製造業も「不足超」から「過剰超」に転じた。

足元の稼働率指数も大きく低下している（図表 1-23）。特に、5 月の輸送機械は 46.4 と、50%を割り込んでおり、しばらくは生産能力の増強が必要な状況には届きそうもない。4－6 月期の各企業の決算発表からは、予想以上に厳しい実態が明らかになってきている。ここ数年、非製造業を中心に省力化投資の原動力となってきた雇用需給も緩んでいることを考えれば、9 月短観における設備投資計画は大企業を中心にさらなる下方修正を余儀なくされる可能性が高い。

（図表1-23）稼働率指数の推移



（出所）経済産業省「生産能力・稼働率指数」

政府・日銀の企業金融支援は下支え

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

史上最大となった第二次補正予算の一般会計歳出の 31 兆 9,114 億円のうち、約 3 分の 1 の 11 兆 6,390 億円が、企業の資金繰り支援の強化に充てられている（図表 1-24）。中小・小規模事業者向けが手厚く、8 兆 8,174 億円が中小向けの融資である。具体的には、日本政策金融公庫および商工組合中央金庫等が貸付上限額と利下げ限度額の引き上げを実施するほか、都道府県等による制度融資を活用した民間金融機関の実質無利子融資を継続、さらに融資上限額の引き上げ等を実施している。

（図表1-24)2020年度第二次補正予算の主要項目

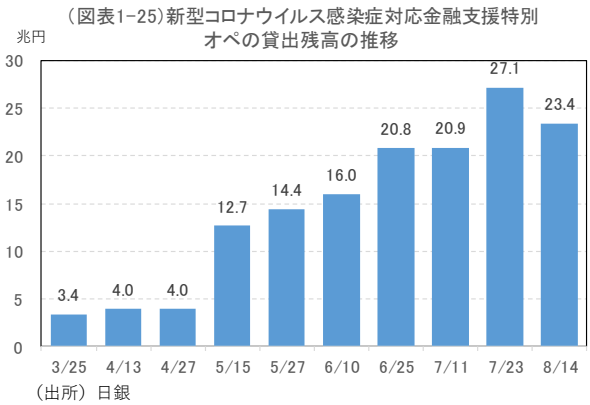
	単位：億円
雇用調整助成金の拡充等	4,519
資金繰り対応の強化	116,390
中小・小規模事業者向けの融資	88,174
中堅・大企業向けの融資	4,521
資本性資金の活用	23,692
家賃支援給付金の創設	20,242
医療提供体制の強化	29,892
新型コロナ感染症緊急包括支援交付金	22,370
医療用マスク等の医療機関への配布	4,379
ワクチン・治療薬の開発等	2,055
その他の支援	47,127
新型コロナ感染症対応地方創生臨時交付金の拡充	20,000
低所得のひとり親世帯への追加的な給付	1,365
持続化給付金の対応強化	19,400
その他	6,363
新型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

（出所）財務省

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

一方、日銀は、第二次補正予算が成立し、信用保証供給枠が 28.2 兆円拡大したのに伴い、新型コロナ対応特別オペ枠を同額拡大、CP・社債買い入れと合わせた企業の資金繰り支援の特別プログラムの枠は、75 兆円+α から、110 兆円+α にまで拡大した。新型コロナ対応特別オペは、民間銀行にとっては日銀から金利ゼロ%で借り入れることができるうえ、利用残高に相当する日銀当座預金にプラス 0.1%の付利が

付くという、事実上の日銀マイナス金利貸し出しでありメリットが大きい。ここまでの貸出残高は、償還のタイミング次第で振れるものの、均せば順調に伸びてきている（図表 1-25）。CP・社債の買い入れ額も、市場規模対比では十分すぎるほどの規模に達しており、企業金融という枠組みの中では、すでに十分バズーカと言える内容になっている。



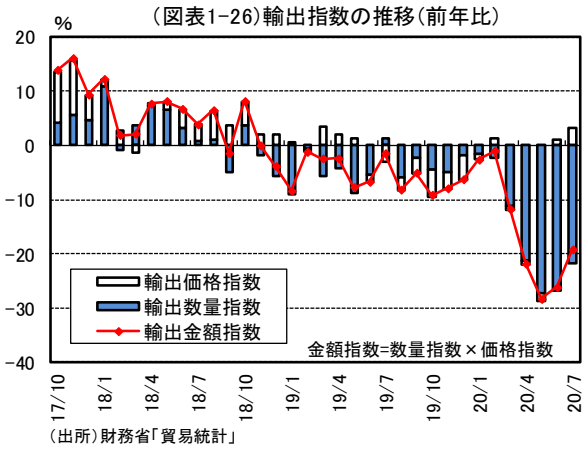
足元の状況下では、円滑な企業金融の維持は日本経済にとっての最優先課題であり、ここまで企業金融支援を大幅に強化してきた政府・日銀の路線は正しい。ただ、中長期的にはモラルハザードによる過剰融資を招く可能性がゼロではないほか、生産性の低い企業を温存することによる潜在成長率の低下にもつながる。景気回復が実現した暁には、こうした政策だけがいつまでも残り続けることがないよう、出口戦略についてもあらかじめプランを練っておく必要があろう。

公的投資は高水準での推移に

4－6 月期の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。

輸出は下げ止まる兆しも

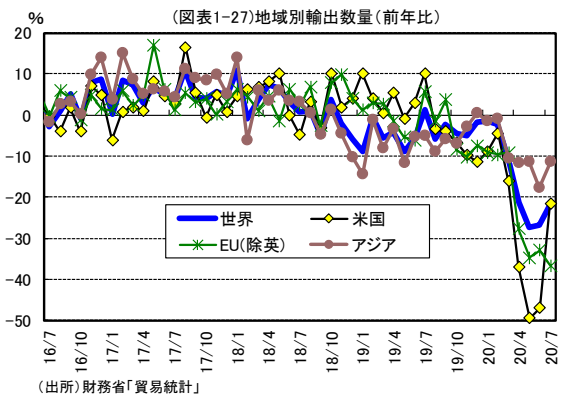
4－6 月期の実質輸出は前期比▲18.5%（年率換算：▲56. 0 %）と、2009 年 1－3 月期に同▲25.5%を記録して以来のマイナス幅となった。当時は、金融危機の影響で貿易信用が一時的に機能不全となった影響が大きく、需要が消えたわけではなかったため、翌期以降急回復したが、今回は需要も減少しており、金融危機時と同様の回復パターンは期待薄である。



財務省の貿易統計からは、輸出が下げ止まりつつある様子も確認できる。7 月の輸出金額は前年比▲19.2%と、6 月の同▲26.2%からマイナス幅が縮小した。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 1-26）。季節調整済みの前月比では＋4.7%と、2 ヵ月連続の増加となっている。

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▲21.5%と、6 月の同▲47.0%からマイナス幅が大きく縮小したほか、アジア向けのマイナス幅も 6 月の同▲17.7%から同▲11.4%へと縮小した（図表 1-27）。アジア向けについては、主要先進国に先んじて経済活動が再開した中国向けが同＋8.5%と、7 ヵ月ぶりにプラスに転じたことが大きい。一方、EU 向けは同▲36.7%と、6 月の同▲33.0%から逆にマイナス幅を拡大させている。日本の輸出は、しばらくは中国向けに頼らざるを得ないといった状況かもしれない。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。

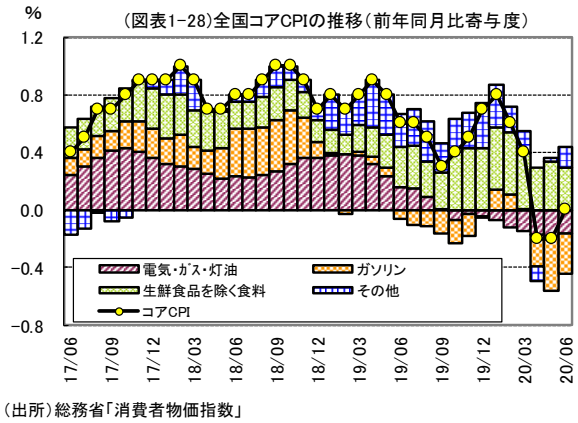


世界景気に関しては、今後、感染拡大ペースが夏場以降ピークアウトに向かうことを前提にしても、回復ペースが緩慢なものとなるのは避けられない。第二波への警戒感が投資・消費マインドの下押し圧力になることや、米中対立の世界貿易への影響を考えると、輸出は 2021 年度にかけても停滞が続く可能性が高い。

コア CPI は 3 ヵ月ぶりにマイナスを脱する

6 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%を小幅上回った。4 月に 3 年 4 ヵ月ぶりのマイナスに転じた後、2 ヵ月連続でマイナスが続いていたが、3 ヵ月ぶりにマイナス圏を脱した（図表 1-28）。

今後、個別品目はまちまちの動きを見せそうである。「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 東日本が 7 月 20 日から、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を開始しており、鉄道運賃（JR）は値下がりが予想される。一方、ホテル稼働率は 6 月に底を打っている。特別定額給付金の給付が進んでいるほか、最終的に東京は除外されたものの、Go To キャンペーンの開始もあって、ここへきて各宿泊施設が価格設定に強気になり始めている様子も垣間見える。パック旅行費も 6 月は前年比▲7.1%と下落トレンドが続いているが、今後は下げ止まる可能性が高いだろう。



ただ、マクロベースで見れば、今後も物価上昇圧力は鈍い状態が続くとみられる。新型コロナウイルス

感染症の影響は、日本経済にとって総需要、総供給両面からの下押し圧力になっているが、需要ショックがより大きく、足元ではマイナスの需給ギャップが拡大した状況にある。内閣府が発表した 1－3 月期の需給ギャップは▲2.4%で、マイナス幅は東日本大震災直後の 2011 年 4－6 月期の▲3.2%以来の大きさに達している（図表 1-29）。4－6 月期はリーマン・ショック時の水準である▲6.9%に迫る可能性もあり、これが文字通りのデフレギャップとして働く。

7－9 月期は高めの成長率が期待できそうだが、反動増局面は冬までには一巡の可能性が高い。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、デフレギャップはしばらく残る可能性が高い。賃金面からの顕著な物価押上げ圧力もしばらく出てこない可能性が高い。

小幅のデフレなら追加緩和はなしか

7 月 15 日の日銀総裁定例会見では、2%の物価目標は変えないのかとの記者の問いに対し、黒田総裁が「全くありません」とやや色を作して反論する場面があった。ただ、2%へのこだわりは後退しているのが実態で、これは日銀自身、2022 年度末まで物価目標の達成を見込んでいないという点にも現れている。たとえ来月以降の CPI がマイナス圏に逆戻りしたとしても、小幅のマイナスであれば、それだけを理由に追加緩和に踏み切る可能性は低いだろう。幸い、政治サイドも金融市場も、以前ほど物価に大きな関心は抱いていない。物価を理由に政治サイドからの追加緩和圧力が強まったり、金融市場が催促相場のような動きを見せる可能性は低い。

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を大きく下回るのが確実なこともあり、12 月には追加の景気対策を含んだ第三次補正予算の編成が俎上に載る可能性が高く、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のではないか。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が、長短金利に深堀りの余地が乏しく、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堀りは難しく、なんらかの副作用対策とセットで行なうか、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。結果として日銀の金融政策はますますわかりにくくなるだろう。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

4－6月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率▲32.9%と、比較可能な1947年以降で最大の落ち込みとなった。新型コロナウイルスの感染拡大防止のため、各種の経済活動の制限が実施され、家計や企業のさまざまな活動が低迷した影響で民需が総崩れとなった。

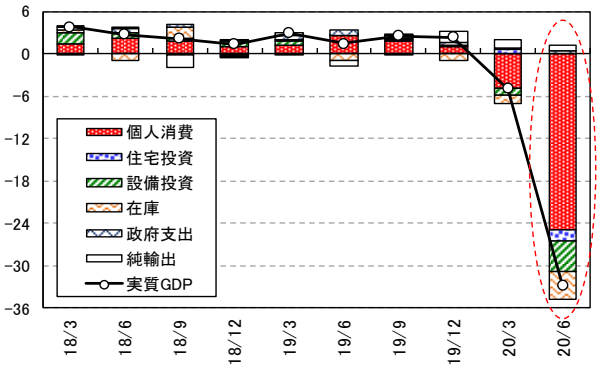
7－9月期の成長率は、財政・金融政策の効果やペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化により、高めの伸びを見込む。もっとも、メインシナリオのもとでは、反動増一巡後の成長率は、感染再流行への不安感が燻り続けることや、経済活動の制限を完全には撤廃できないと考えられることから、均せば緩慢な伸びを余儀なくされると予想する。

サブシナリオでは、再度感染拡大ペースが加速することで10－12月期に再びマイナス成長へ逆戻りすると見込む。ロックダウンの強化により米国経済は再び停止状態に追い込まれる。4－6月期以降、経済活動は再び回復に向かうが、二度のロックダウンを余儀なくされた国民の精神的ショックは大きく、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と想定する。

4－6月期の成長率は空前の落ち込みに

4－6月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率▲32.9%と、比較可能な1947年以降で最大の落ち込みとなった（図表2-1）。新型コロナウイルスの感染拡大防止のため、各種の経済活動の制限が実施され、家計や企業のさまざまな活動が低迷した影響で、個人消費を中心に民需が総崩れとなった。

（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

需要項目別にみると、個人消費は前期比年率▲6.9%→▲34.6%と2四半期連続のマイナスとなり、マイナス幅も大きく拡大した。サービス消費の落ち込みが目立っており、感染拡大防止のための外出制限や都市封鎖によって外食や旅行などが手控えられたことが影響した。住宅投資は同＋19.0%→▲38.7%と大幅マイナスに転じた。住宅ローン金利が低下したものの、外出制限や建設工事の先延ばしなどが影響した。設備投資は同▲6.7%→▲27.0%と3四半期連続のマイナスとなった。構築物や機械設備が大きく落ち込んだほか、知的財産投資が21四半期ぶりにマイナスに転じた。米企業は、5G 等で中国と主導権争いを繰り広げるなか、競争力維持・向上のため積極的に知的財産投資を行なってきたが、コロナ対応で各種の活動が制限された影響が現れた。

純輸出は、輸出が同▲9.5%→▲64.1%と記録的な落ち込みを示したものの、輸入も同▲15.0%→▲53.4%とマイナス幅を大きく拡大させたため、成長率全体に対する寄与度は＋1.1%→＋0.7%と4四半期連続のプラスとなった。在庫投資の寄与度は▲1.3%→▲4.0%と、5四半期連続のマイナス寄与となった。

7－9月期の成長率は、経済活動の再開や各種対策効果により、高めの伸びが見込まれる。しかしながら、国民の間に感染再流行への不安感が燻り続けることや、政府も経済活動の制限を完全には撤廃できな

明治安田総合研究所

いと考えられることから、反動増一巡後の成長率は均せば緩慢な伸びを余儀なくされると予想する。

コロナ問題が個人消費の重しに

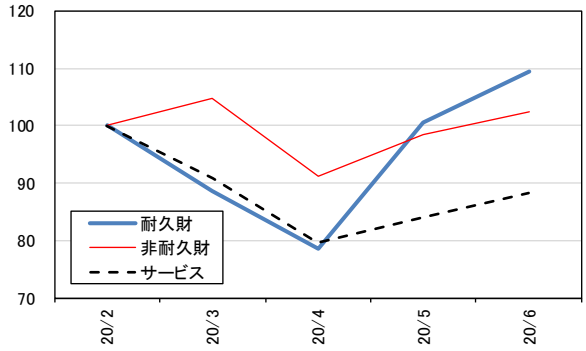
米実質個人消費支出（前月比）は、3,4 月に大きく落ち込んだものの、5,6 月は 2 ヵ月連続で増加した。新型コロナウイルスの感染拡大を防止すべく実施してきた各種制限が緩和され、経済活動が正常化へ向けて動き始めた効果が現れた。5,6 月の同支出を財別にみると、耐久財、非耐久財、サービスのいずれもが 2 ヵ月連続でプラスとなった。

ただ、感染の影響は引き続き消費支出の重しとなっている。米国で感染拡大が本格化する前の、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小幅にとどまっている（図表 2-2）。ペントアップディマンドのほか、コロナ対策として家計に支払われた現金給付などの対策効果が、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た様子がうかがえる。

ダラス連銀が、人々の活動状況を把握するため、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 指数をみると、4 月下旬以降持ち直してきたが、6 月後半以降は頭打ちとなっている（図表 2-3）。早期に経済活動の再開に動き出した南部の州を中心に新規感染者数が増加した結果、6 月下旬以降、全米合計でも感染者が急増した（図表 2-4）。感染者の増加がみられた南部の州において、飲食店の営業を停止するなど各種制限が再導入されたことが、7 月の経済活動の停滞につながったとみられる。

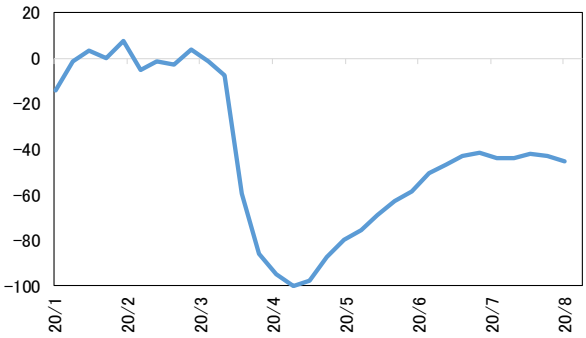
今後の個人消費は、新型コロナウイルスの感染状況次第だが、メインシナリオのもとでは緩やかながらも回復基調が続くと予想する。調査会社の Ipsos が実施したアンケート調査によれば、不要不急の外出を自粛すべきと考える人が引き続き大勢を占めるものの、感染拡大初期の 4 月に比べるとその割合は低下しており、外出への警戒心が幾分薄れているとの結果が示されている（図表 2-5）。こうした背景には、これまでの

20/2＝100　（図表2-2）財別実質個人消費支出の推移



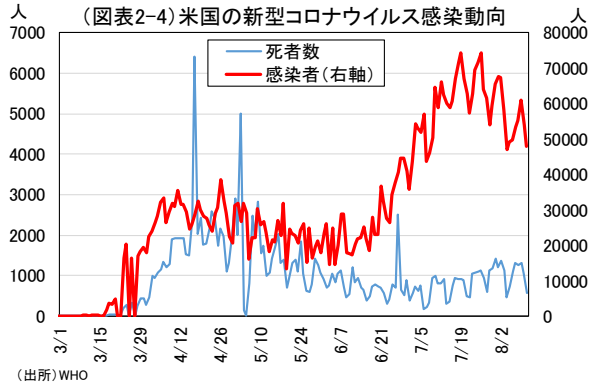
（出所）米商務省

ポイント　（図表2-3）ダラス連銀MEI指数



（出所）ダラス連銀

（図表2-4）米国の新型コロナウイルス感染動向



（出所）WHO

（図表2-5）コロナウイルスに関するアンケート調査結果

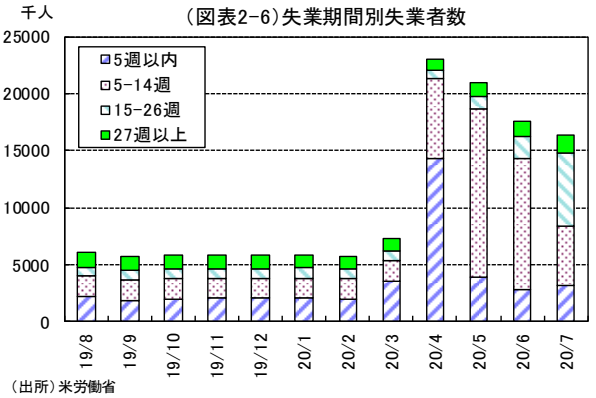
		4/10-13	4/17-20	4/27-28	6/23-24	7/21-22	
必要な用事、仕事以外は家にいる	賛成	85%	85%	81%	69%	69%	
	反対	6%	6%	8%	17%	18%	
必要な用事、仕事での外出が怖い	賛成	42%	35%	33%	29%	29%	
	反対	38%	43%	46%	52%	51%	
実店舗での買い物は避ける	賛成	63%	61%	56%	47%	48%	
	反対	18%	21%	27%	35%	34%	
毎月の支払がいつもより苦しい	賛成	31%	26%	27%	27%	26%	
	反対	43%	49%	50%	50%	51%	
		4/27-28	5/4-5	5/14-15	5/28-29	6/23-24	7/21-22
次の感染拡大時に行動を変えない	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

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きていることなどがあると考える。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。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な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 2-5 では、次の感染拡大時に行動を変える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している。また、外出への警戒感が薄れることが感染拡大ペースの再加速を招くリスクもある。結局は、ワクチンや特効薬が完成し、感染収束が明確となるまで、コロナ問題は個人消費を抑制する要因になり続けると考えられる。7 月の消費者態度指数は 4 月を底に回復しているものの、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、消費マインドの改善は道半ばである。

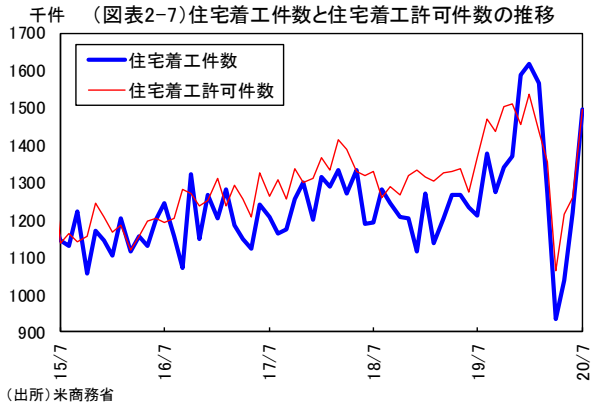
また、個人消費の行方を占ううえで最も重要な雇用環境についても、7 月の非農業部門雇用者数がコロナ前の水準を 4 割ほど取り戻すにとどまっている。足元の雇用の回復は、経済活動の休止で一時解雇となっていた労働者の復帰が進んでいることが主因とみるが、その一方で失業期間の長い失業者が増加傾向をたどっている。相対的に重要度の低い雇用者ほど、失業期間が長期化する傾向があると考えられることから、今後の雇用環境の回復ペースは鈍化する可能性が高い（図表 2-6）。経済活動の再開に伴うペントアップディマンドや対策効果が一巡すれば、個人消費の回復ペースは鈍化しよう。今後の個人消費は、感染が拡大すれば抑制され、感染が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。



（図表2-6）失業期間別失業者数
（出所）米労働省

住宅投資は低金利が下支え要因に

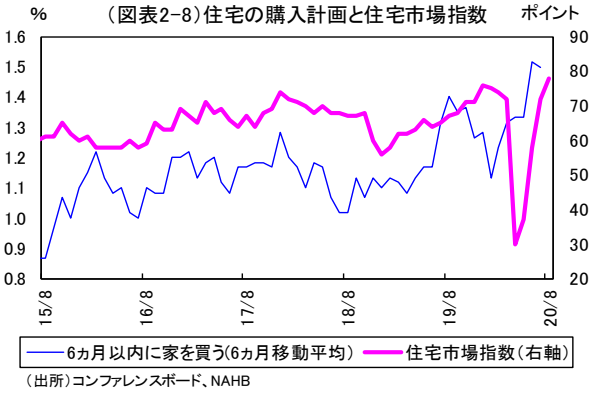
7 月の米住宅着工件数は前月比＋22.6%と、3 ヵ月連続で増加した（図表 2-7）。外出自粛や建設工事の先送りなどが行われたことで、3,4 月には 2 桁減となっていたが、経済活動の再開に伴い持ち直している。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数は前月比＋18.8%と、3 ヵ月連続で増加しているほか、許可件数に対する未着工件数の比率が高水準で推移していることなどから、目先は住宅投資の回復基調が続く見込みである。住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も 8 月に 78 と 4 ヵ月連続で上昇、好不調の境目となる 50 を 3 ヵ月連続で上回り、1998 年 12 月に記録した調査開始以来の最高値に並んだ（図表 2-8）。発表元の NAHB によれば、建設業者は、①感染拡大の影響で春に見送られた住宅需要の恩恵を受けている、②住宅在庫の少なさを背景に新築物件の強い引き合いと大きな関心を目の当たりにしている、との現状認識を示し、住宅市場が景気回復を先導することが



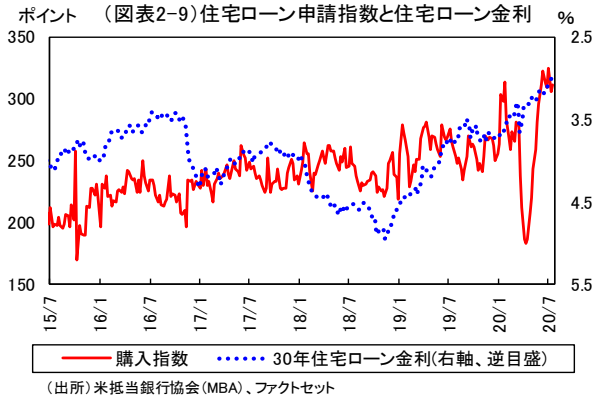
（図表2-7）住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移
（出所）米商務省

期待される、と楽観的な見方を示している。

実際、家計の住宅購入意欲は強い。コンファレンスボードの調査によれば、6 ヵ月以内に住宅を購入すると考える人が、住宅バブルが発生した 2007 年当時を上回っている。要因の一つと考えるのが住宅ローン金利の低さである。足元の 30 年住宅ローン金利を見ると、FRB（米連邦準備制度理事会）による金融緩和策を主因に、歴史的低水準で推移しており、住宅ローン申請指数（購入指数）は低金利等を背景に上昇傾向をたどっている（図表 2-9）。NAHB は、今後数年間でテレワークへの柔軟性が一段と高まることを想定し、より大きな物件を求めて郊外での新築住宅需要が高まっているとの見解も紹介している。



（出所）コンファレンスボード、NAHB



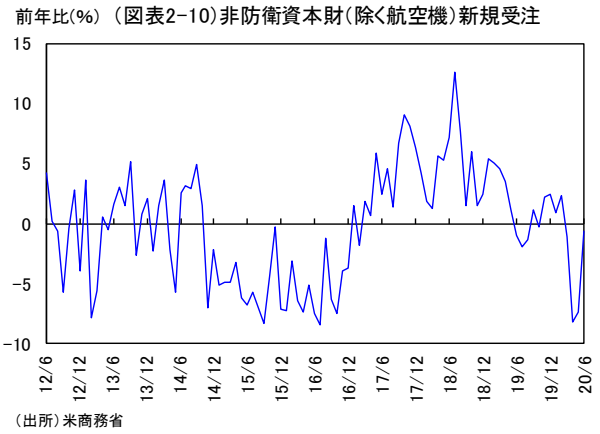
（出所）米抵当銀行協会（MBA）、ファクトセット

FRB は、7 月の FOMC（米連邦公開市場委員会）で景気の先行きに対する不確実性の高さを指摘し、米景気をサポートするためにあらゆる手段を講じるとのスタンスを表明した。政策金利については、少なくとも 2022 年末まですえ置くとする委員会メンバーの見通しが示されており、当面、低金利環境の継続が見込まれる。家計の住宅取得意欲が高いほか、アフターコロナを見据えた住宅需要の顕在化などもあり、今後の住宅投資は増加基調を持続しよう。

しかしながら、NAHB によれば、木材価格が 2 年ぶりの高値となるなど、建材価格が上昇していることや、熟練労働者不足が続いており、供給面での制約が課題となるリスクを指摘している。需要面でも、雇用環境の改善ペースが緩やかなものにとどまると見込まれるほか、新型コロナウイルスへの警戒感が住宅購入の重しになると考える。経済活動の再開に伴うペントアップディマンドが一巡すれば、住宅投資の回復ペースは鈍化するとみている。

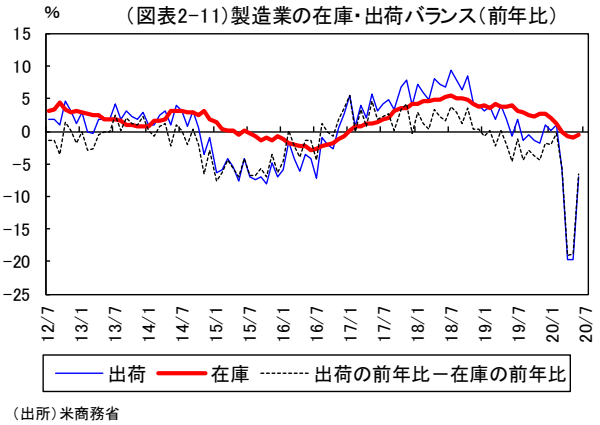
設備投資の回復は鈍い

設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、経済活動の再開に伴って4月を底に持ち直しの動きが続いている（図表2-10）。足元ではグローバル製造業 PMI や OECD 景気先行指数が反発しているほか、ISM 製造業景況指数や生産指数に先行する傾向のみられる「新規受注指数－在庫指数」もすでに底を打って上昇しており、設備投資は緩やかながらも回復基調をたどると予想する。コロナ禍で重要性が改めて認識され、アフターコロナの世界でもいっそう需要が増していくとみられる5G 関連等の IT 投資も下支え役となろう。



（出所）米商務省

しかしながら、製造業の在庫・出荷バランスをみると、改善には向かっているものの、いまだに在庫の伸びが出荷の伸びを大きく上回っており、在庫調整には相応の時間がかかると見込まれる（図表2-11）。また、コロナ問題に抜本的な解決策が見当たらないなか、移動制限や営業規制を完全に撤廃することはできず、非製造業では特に対面サービスを提供する業態で、設備投資に二の足を踏む動きが残る可能性が高い。

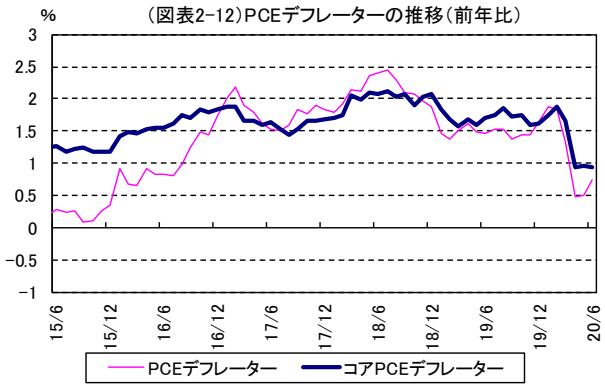


（図表2-11）製造業の在庫・出荷バランス（前年比）
（出所）米商務省

足元では、トランプ大統領が、新型コロナウイルスを世界中に拡散した責任が中国にあるとの考えを示しているほか、香港等の自治問題も加わり、対中関係が一段と困難な状況になりつつある。今年1月には、米中間で貿易交渉を巡る第一段階の合意に至ったものの、合意の履行自体が危ぶまれており、8月15日に予定されていた履行検証は無期延期となった。しばらく下火になっていた米中摩擦が再び激しさを増していることから、米中対立が世界景気の重しとなる構図は当面続く見込みである。コロナ問題に関しても、ワクチンや治療法が確立しない限り、感染への警戒を容易に解けない状態にあり、景気の先行き不透明感の高さが企業収益を抑制する要因となる。設備投資は持ち直したとしても、回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

FRB は平均インフレ目標を導入へ

6 月のコア PCE デフレーターは前年比＋0.9％と、FRB が目標とする 2％を下回って推移している（図表 2-12）。経済活動の再開に伴い、米景気は最悪期を脱したと考えられることから、今後は徐々にプラス幅が拡大すると予想する。しかしながら、景気の回復ペース自体は緩やかなものにとどまると見込まれ、コア PCE デフレーターの伸びも 2％を下回る状態が続こう。



（図表2-12）PCEデフレーターの推移（前年比）
（出所）米商務省

7 月 FOMC 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。声明文では前回に続き、「経済が最近の出来事を乗り切り、最大雇用と物価の安定という目標を達成する軌道に乗っていると確信するまで、この誘導目標レンジを維持する」との姿勢が示された。資産の買い入れについても、「今後数ヵ月にわたって、少なくとも現在のペースで購入」するとのスタンスを維持した。

声明文の冒頭には、「この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じる」との考えが示されており、FOMC メンバーの危機対応モードに変化はみられない。今後については、パウエル議長が近い将来にまとめる意向を示した「金融政策の枠組み変更」において、平均インフレ目標と、物価に結びつけたフォーワードガイダンスが導入されると予想する。また、新型コロナウイルスの感染状況によっては、各種流動性供給策の期間延長や規模拡大などが実施されよう。なお、マイナス金利については、複数の FOMC メンバーが否定的な考えを示していることから、導入の可能性は低いと考える。（担当：大広）

３．欧州経済見通し

〈要　　約〉

4－6月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比▲12.1%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。6月以降、新規感染者数も落ち着き、経済活動も再開されていることから、7－9月期はペントアップディマンドの顕在化による高成長を見込む。その後も、各種財政・金融政策の効果発現に伴い、回復基調での推移を見込むが、再流行への不安が燻り続けるなか、ペース自体は緩やかなものにとどまると予想する。サブシナリオ下での景気は、2021年も低迷が続くとみる。財政支出の膨張で、財政危機と金融危機が引き起こされる可能性もあろう。ECBは当面、政策効果を見極めるべく、様子見姿勢を維持するとみられるが、来年以降にパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の拡充を軸とした追加緩和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）に踏み込まざるを得なくなるだろう。

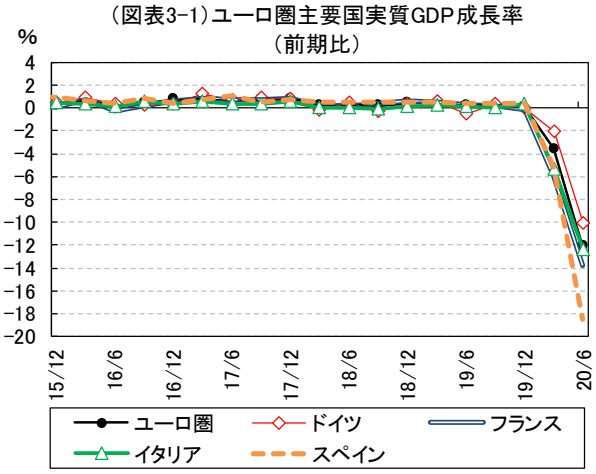
英国も4－6月期実質GDP成長率は大きく落ち込んだ。今後の英景気は、7－9月期以降、均せば緩やかな回復に向かうとみている。ただ、EU離脱交渉は全く進展が見られず、来年にかけての英景気や金融市場の波乱要因となろう。事実上の合意なき離脱になるとは見込まないが、不透明感は強い。

ユーロ圏景気は過去最大の落ち込み、今後は緩やかな回復

4－6月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比 ▲12.1%（前期は同▲3.8%）と、新型コロナウイルスの影響で過去最大の落ち込みとなった（図表3-1）。主要国の成長率をみると、ドイツ（同▲2.2%→▲10.1%）、フランス（同▲5.9%→▲13.8%）、イタリア（同▲5.4%→▲12.4%）、スペイン（同▲5.2%→▲18.5%）がいずれも大幅マイナスとなっている。新型コロナウイルスが流行した影響で、各国とも都市封鎖を余儀なくされ、内需が大きく落ち込んだほか、主要な輸出先である米国経済や中国経済も失速したことで、外需も低迷した。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月に過去最低となった後、5,6月と切り返したものの、6月の時点ではまだ好不況の境目である50を下回っていた（図表3-2）。特にサービス業PMIの落ち込みが大きかった。

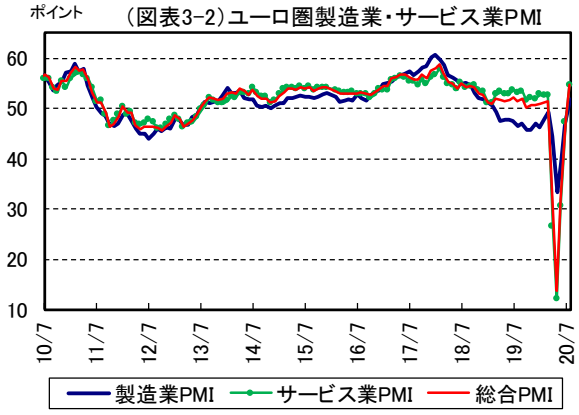
7－9月期のユーロ圏実質GDP成長率は、ペントアップディマンドが顕在化することで、高めの伸びが実現するとみている。ユーロ圏総合PMIは、7月に入り、製造業、非製造業ともに50を上回ってきている。各種財政・金融政策の効果が発現することで、メインシナリオ下のユーロ圏景気は10－12月期以降も回復基調での推移を予想する。しかし、再

（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

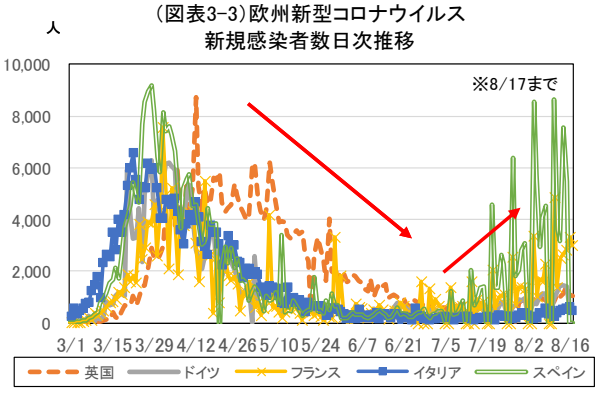
流行への不安が燻り続けるなか、消費マインドは停滞し、企業の投資姿勢も慎重にならざるを得ないことから、そのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。ユーロ圏の実質GDPが新型コロナウイルス流行前の2019年10－12月期の水準に戻るのは、2023年までずれこむとみる。

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とみる。特に、観光業のウェイトが大きい南欧諸国の回復は遅れる可能性が高い。さらなる財政支出が避けられないことから、南欧諸国の国債マーケットが再び不安定化し、金融危機と財政不安のスパイラルが再来する可能性もある。復興基金のように、経済的に打撃を受けた南欧を欧州全体で救済する策の強化が検討されることになるだろうが、協議の難航は避けられず、低迷が長期化する可能性が高い。

新型コロナウイルスに収束の兆しはみえない

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が、6月には主要国の新規感染者数が1,000人を切るなど、いったんは落ち着いたかに見えた（図表3-3）。しかし、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。

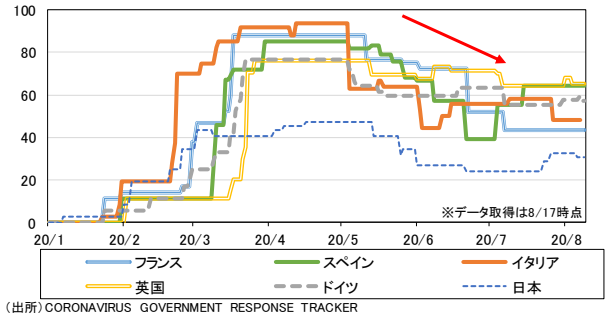
（図表3-3）欧州新型コロナウイルス
新規感染者数日次推移



（出所）EU Open Data Portal

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、完全な解除には至らないまま、足元では再び強化への動きがみられる。Oxford大学による、世界各国政府の新型コロナウイルスへの対応を指数化した厳格指数（Government Response Stringency Index）をみると（図表3-4）、国によって多少の差はあるものの、6月までは都市封鎖を緩める方向に向かっていた。しかし、再びクラスターの発生がみられたドイツや、カタルーニャ州で感染者数が増加しているスペインでは、厳格指数が足元でやや上昇している。国全体を一律対象とした都市封鎖の実施に踏み切るところが再び出てくる可能性は低いが、感染者が増加した一部地域のみを対象とした都市封鎖は、今後も続く可能性が高い。都市封鎖が完全に解除されるためには、新型コロナウイルスのワクチンないし治療薬の開発を待たねばならないだろう。

（図表3-4）都市封鎖厳格指数

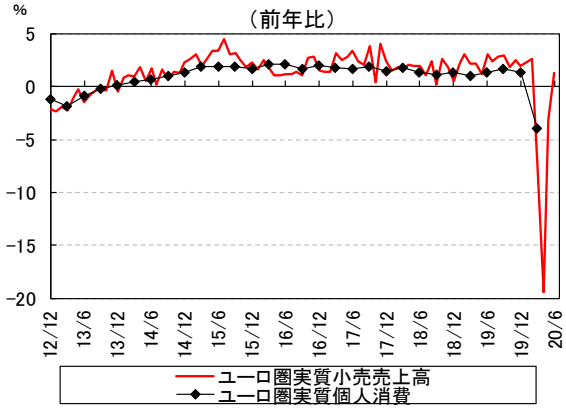


（出所）CORONAVIRUS GOVERNMENT RESPONSE TRACKER

個人消費は緩やかな回復

GDP統計上の個人消費と概ね似た動きをするユーロ圏の実質小売売上高は、4－6月平均で前年比▲7.1％と、1－3月平均の同▲1.2％からマイナス幅を拡大させた（図表3-5）。現時点で未発表のGDPベースの4－6月期の実質個人消費も、大幅マイナスを記録したとみられる。ただ、月次ベースの実質小売売上高は、4月を大底に切り返し、6月は前年比＋1.3％と、4ヵ月ぶりにプラスへ戻っていることか

（図表3-5）ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高
（前年比）

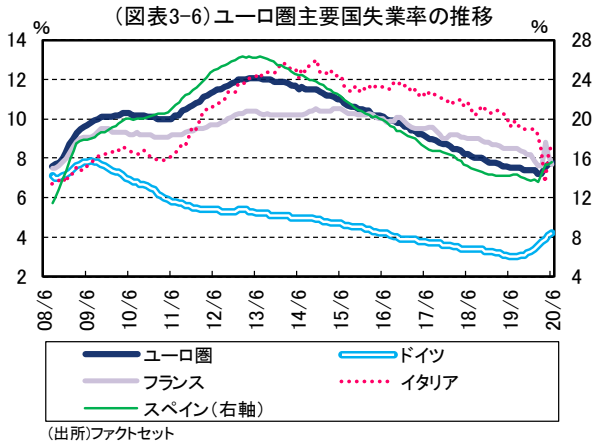


（出所）ユーロスタット

ら、足元の個人消費は回復途上にあるといえる。

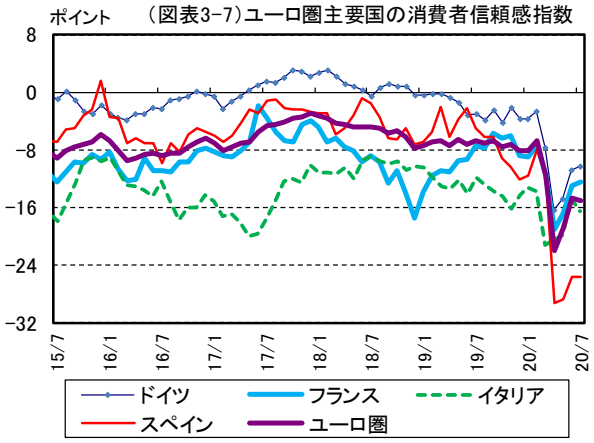
個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境をみてみると、コロナ禍によって失業率は上昇傾向で推移しているものの、急激な悪化はみられない。6月のユーロ圏の失業率（季節調整値）は7.8%と、コロナ禍直前の2月から0.6ポイント上昇したにすぎない（図表3-6）。GDP統計などを見る限り、コロナ禍による経済的な落ち込みは、リーマン・ショック時を大きく超えるものであるにもかかわらず、失業率の悪化はリーマン・ショック時と同程度にとどまっている。背景には、従業員の労働時間を減らす代わりに減少した給与の一部を政府が穴埋めする時短勤務制度や、休業補償制度といった各種政策の効果がでていることがある。今後も、欧州各国政府による企業への各種資金支援策や、ECBがこれまで実施してきた各種流動性供給策によって、企業の倒産は引き続き抑制され、雇用環境の悪化も緩やかなものにとどまるとみる。2021年以降は緩やかな改善傾向に転じよう。

（図表3-6）ユーロ圏主要国失業率の推移



（出所）ファクトセット

（図表3-7）ユーロ圏主要国の消費者信頼感指数



（出所）ファクトセット

前述の給与保障以外に、ドイツやオーストリアなどが付加価値減税を実施しているほか、フランスやオランダでは各種納税の延期や中断、イタリアやスペインなどでは個人事業主への現金給付などを実施している。これらの各種政策は、今後の個人消費の下支えとなろう。一方で、マインド指標である消費者信頼感指数をみると、4月を底に切り返しているが、コロナ前の水準にはまだ遠い（図表3-7）。新型コロナウイルスのワクチンないし治療薬の開発がされない限り、消費者の先行き不透明感は払しょくされないとみられ、個人消費の急回復も見込みがたい。

今後の個人消費は、基本的には各種政策効果によって回復傾向で推移するとみており、2021年以降は、雇用環境の改善も加わることで、回復ペースがやや強まると見込む。サブシナリオ下では、中小企業を中心に企業倒産が急増するとみられ、失業率は2021年以降も悪化すると予想する。2度にわたるコロナ禍の到来で、先行き不透明感はさらに高まり、家計の消費抑制姿勢も強まることから、2021年にかけても個人消費は低迷を余儀なくされよう。

固定投資の本格回復は2021年以降

GDP統計上の固定投資に数ヵ月先行するとされる資本財受注は、前年比マイナス圏での推移が続いている（図表3-8）。現時点で未発表のGDPベースの固定投資も、4－6月期は大きく落ち込んだとみられる。すでに需要項目別の数値が公表されているフランス（前期比▲17.8%）、スペイン（同▲22.3%）の固定投資はいずれも大幅マイナスとなっている。4,5月の資本財受注は引き続き大幅な落ち込みを示していることから、7－9月期の固定投資は、大きく低下した4－6月実績との比較にもかかわらず、前期比で小幅のプラスにとどまるとみている。

日本や米国などに比べ、ユーロ圏は輸出依存度が高いことをふまえると、外需が回復しないことには、

固定投資の回復も見込みがたい。外需の回復は新型コロナウイルスの動向次第であるが、世界的には、南米、アフリカ、インドをはじめとする新興国で感染が拡大を続けており、収束には程遠い状況である。コロナ禍によって、企業収益が悪化し、企業の設備投資意欲に影響を与えているほか、各国政府による融資保証制度の終了によって貸出基準が厳格化する見込みとなっていることなどをふまえると、固定投資は年後半も停滞気味の推移が続く可能性が高い（図表3-9, 3-10）。

ただし、前述の融資保証制度は経済環境や新型コロナウイルスの動向によって、延長や拡充される可能性も十分にある。ECBがこれまで実施してきた金融緩和策によって、金利が低位で抑えられていることも、固定投資の下支えとなろう。また、今回のコロナ禍によって、デジタル化、テレワークの環境整備といった非対面型のビジネスモデルへの転換がいっそう進むとみられることも、固定投資のプラス要因になるとみている。

今後の固定投資は、金融政策や非対面ビジネスモデルへの転換が押し上げ要因となるものの、企業収益の悪化や、外需の落ち込みなどによって、4－6月期に大きく落ち込んだ後の回復ペースは鈍いものになると見込む。固定投資の本格的な回復は、2021年以降にずれ込むとみている。

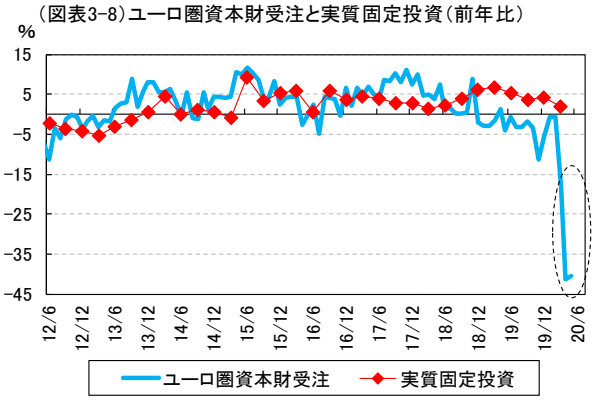
輸出は2021年にかけて持ち直しへ

貿易統計ベースの輸出金額は、新型コロナウイルスの流行に伴う世界的な経済活動の急減を背景に、大きく落ち込んでいる（図表3-11）。今後発表されるGDP統計上の4－6月期の輸出も落ち込みは避けられない。

今後の輸出について、主要国別に見通すと、まず中国向けは、中国経済が一足先にコロナ禍から立ち直りつつあるため、回復傾向で推移するとみている。もっとも、ファーウェイ問題や香港人権問題を巡り、欧州と中国の政治的対立が深刻化しつつあり、中国側から何らかの大規模な報復措置が取られた場合には、伸び悩むことになろう。

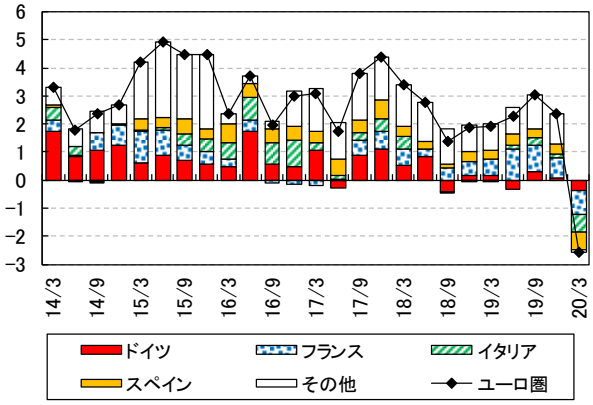
米国向けについても、経済活動の再開に伴い、回復傾向での推移を見込んでいるが、米国の保護主義的な通商政策の推進には引き続き注意が必要である。現在、米国はEUのエアバスへの補助金を巡り、報復関税の拡大を計画してい

（図表3-8）ユーロ圏資本財受注と実質固定投資（前年比）



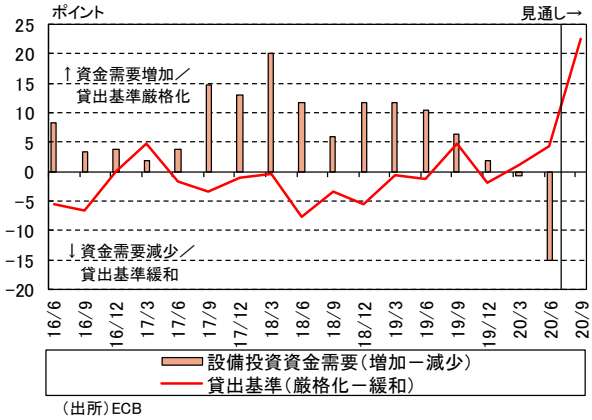
（出所）ECB、ユーロスタット

（図表3-9）ユーロ圏の営業余剰と主要国別寄与度（GDPベース、前年比）



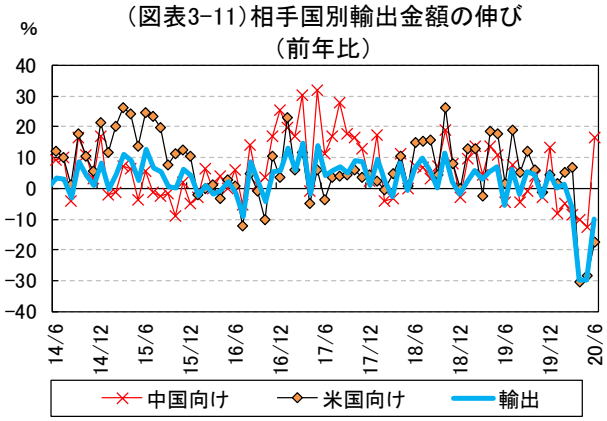
（出所）ファクトセット

（図表3-10）ユーロ圏の設備投資資金需要と貸出基準の推移



（出所）ECB

（図表3-11）相手国別輸出金額の伸び（前年比）



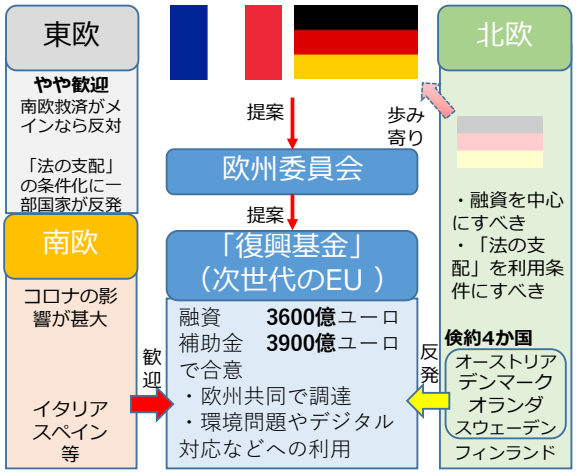
（出所）ユーロスタット

る。具体的には、フランス、ドイツ、スペイン、英国のオリーブなどの加工食品、酒類、トラックなどの工業品に対し、100%の税率を上限に新たな関税の導入を検討している。仮に導入されれば、輸出の回復ペースの鈍化は避けられない。

英国向けについては、EU離脱の移行期間の期限である2020年末後のEUと英国間の新協定がどのようなものになるかにかかっている。EUと英国との協議は難航し、現時点では何も決まっていない。一切の協定を結ばずにEUを離脱する「事実上の合意なき離脱」に至る事態は想定しないが、不透明感はきわめて高い。企業も最悪の事態に備え、英国を外したサプライチェーンの再構築を実施していると考えられ、英国への輸出は伸びにくい状況が続くとみられる。

今後の輸出は、不確定要因が多いものの、世界景気の回復に伴い、2021年にかけて緩慢な回復傾向で推移するというのがメインシナリオである。サブシナリオ下では、世界的なスロートレードの流れが定着し、低迷が継続すると見込む。

（図表3-12） 欧州復興基金国家間対立図



（出所）各種報道より明治安田総合研究所が作成

対立を乗り越え復興基金合意に至る

7月下旬の欧州サミットにて、コロナ禍で深刻な打撃を受けた南欧諸国の支援を主目的とした欧州復興基金（7,500億ユーロ）がいわゆる倹約4ヵ国の主張を受け入れる形で合意された（図表3-12）。合意案には、返済不要の補助金を当初案の5,000億ユーロから3,900億ユーロに引き下げたほか、各種改革条件を事前に申請し、改革条件を満たしていない場合に復興基金の利用を停止する要件などが盛り込まれた。

当該復興基金は、2021年と2022年に70%利用され、残りについては、2023年に利用される計画となっている。配分については、2021年と2022年については、一人当たりのGDPと人口、失業率によって決められることになった。相対的に失業率の高く、回復が遅れる可能性のある南欧への配分を多めにすることを意識した形とみられる。復興基金の融資部分は、被支援国にとって必ずしも有難みは大きくない。ECBのQE（量的緩和）拡大によって、金利は低位に抑えられているほか、ESM（欧州安定メカニズム）から低金利で借り入れできるスキームも存在するため、当初案でも満額利用されない可能性があると言われていた。従って、本合意による景気押し上げ効果は補助金の3,900億ユーロ（EUの名目GDP比約2.5%）の部分が中心になるとみるが、これだけでも2021年のユーロ圏実質GDPを1%ほど押し上げる効果があると見込む。

復興基金は、欧州委員会発行の債券が原資であり、EUではじめての大規模な債務共有化になるという点で、歴史的意義はきわめて大きい。本合意は、一時的な措置とはいえ、EUの将来的な財政統合に一歩近づいた決定といえる。もっとも、EUサミットで合意にこぎつけたからといって、まだ復興基金が成立したわけではない点には注意が必要である。今後は、欧州議会での通過と、全加盟国の承認という最終ステップが待ち受けている。各国首脳が合意したこともあり、復興基金の成立を見込んではいるが、最後まで予断を許さない状況が続くとみている。

金融政策は出尽くし感

ECBは3月以降、コロナ禍で打撃を受けたユーロ圏経済を下支えすべく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（図表3-13）。6月の理事会では、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の規模を6,000億ユーロ増額し、総額1兆3,500億ユーロとしたほか、実施期間の6ヵ月延長、再投資を2022年末まで実施するとのPEPPを中心とした追加緩和策を発表した。7月の理事会では、金融政策の変更はなかったが、理事会後の記者会見において、緩和策の近い将来の終了を意識させる発言は一切なかったほか、PEPPを満額使い切るとの発言があるなど、全体的にハト派的な内容となった。これまでの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。ただ一方で、出尽くし感も否めない状況である。

（図表3-13）コロナ禍以降のECBの金融政策

政策金利（すえ置き）

預金ファシリティ金利：▲0.5%
主要リファイナンス金利：0.0%
限界貸出ファシリティ金利：＋0.25%

量的緩和（資産買い入れ拡大）

APP全体で200億ユーロ/月の規模拡大（3月）
上記に加え、年内で1,200億ユーロの追加（3月）
7,500億ユーロ規模のPEPPを新設（3月）
PEPPを6,000億ユーロ増額（6月） （買い入れ期間は2021年6月まで延長、債券再投資は2022年末まで実施）

信用緩和（民間金融機関への資金供給要件の緩和等）

追加のLTROの実施（3月）
TLTROⅢ適用金利引き下げ（3月、4月）
貸出条件のないPELTROを新設（4月）

（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

（図表3-14）ECBスタッフ予想

失業率以外は前年比 失業率の矢印は改善の場合は上向きとなる	6月予想				（前回）3月予想			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
実質GDP成長率	- 1.2	↓ -8.7	↑ 5.2	↑ 3.3	1.2	0.8	1.3	1.4
失業率	- 7.6	↓ 9.8	↓ 10.1	↓ 9.1	7.6	7.6	7.6	7.5
インフレ率	- 1.2	↓ 0.3	↓ 0.8	↓ 1.3	1.2	1.1	1.4	1.6

（出所）ECB

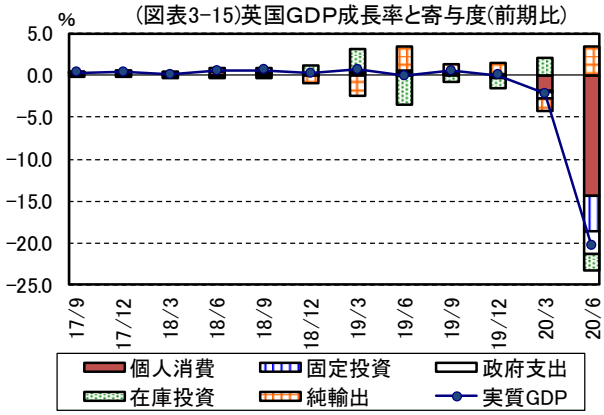
今後、年内のECBの金融政策については、深刻な感染第二波の到来といった大きな変化がない限り、様子見姿勢を維持するとみている。一方で、6月の理事会にて公表されたマクロ経済見通しを見ると、物価目標の2%を2022年まで下回り続ける見通しであり（図表3-14）、このまま正常化まで様子見姿勢を続けるとも考えにくい。2021年前半には、PEPPの拡大を軸としたQE拡大を中心にすえた追加緩和を実施すると予想する。なお、マイナス金利の深堀りについては、副作用が大きいため実施されないとみている。

一方、サブシナリオ下では、財務危機国へのESMの支援を前提とする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、過去最大の落ち込みとなった（図表3-15）。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である。

（図表3-15）英国GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）英国国家統計局　※統計上の誤差あり

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。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。

足元の英国の都市封鎖は解除されつつあるが（前掲図表3-4）、新型コロナウイルス感染状況は予断を許

明治安田総合研究所

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、イングランドの一部北部地域では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。今後も感染が拡大した一部地域を対象とした都市封鎖が実施されるとみている。

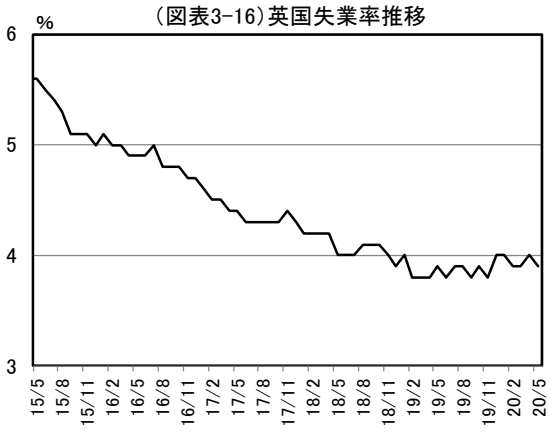
英国のGDPの約6割を占める個人消費の先行きを占う雇用環境だが、足元の失業率は低位で推移している（図表3-16）。これは、コロナ禍で一時帰休となった従業員の給与の80％を支給する企業支援制度（Coronavirus Job Retention Scheme（CJRS））のおかげである。ただ、当該制度は、10月末に期限となり、スナール財務相が延長しないと明言していることもあって、終了後雇用環境が悪化する可能性がある。もっとも、政府はCJRS終了後の雇用維持も含めた各種経済対策を7月に打ち出しており（図表3-17）、雇用環境は大きくは悪化しないとみている。こうした経済対策の効果で、今後の個人消費は緩やかながらも回復傾向で推移しよう。

また、BOE（イングランド銀行）が実施している各種金融緩和策も今後の英国景気を下支えするとみている。金融政策委員会は、3月に政策金利を2回にわたり引き下げ、政策金利は0.75％から0.10％となった。また、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、6月の委員会では、資産買い入れ額をさらに1,000億ポンド引き上げ、7,450億ポンドとした。今後の金融政策については、資産買い入れの増額を年内に実施した後、様子見姿勢へ転じるとみている。一方で、マイナス金利の導入については、8月の委員会にて、ベイリー総裁がマイナス金利導入計画はないと発言したこともあり、実施されないとみる。

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。その後については、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、各種財政・金融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。サブシナリオ下では、景気回復ペースが鈍化することが見込まれ、さらなる財政支出、追加緩和が実施されるとみている。

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との間に何の協定も結べずに離脱する「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、不透明感がきわめて強いのは確かである。（担当：西山）

（図表3-16）英国失業率推移



（出所）英国国家統計局

（図表3-17）英国の財政政策（7月8日発表）

雇用維持ボーナス

CJRSの適用を受けていた従業員を2021年1月まで継続して雇用した事業者へ一人当たり1,000ポンドの支給	最大94億ポンド

雇用支援

キックスタート支援（若手への就業体験を提供した企業へ一部費用負担）	21億ポンド
職探し支援	16億ポンド

雇用保護

一部を対象にした付加価値減税	41億ポンド
飲食店応援（外食費用の一部負担）	5億ポンド

雇用創出

インフラ投資	56億ポンド
公共部門の脱炭素化	11億ポンド
環境に配慮した住宅への助成金	20億ポンド
印紙税の控除額引き上げ	38億ポンド
計	約300億ポンド

（出所）英政府より明治安田総合研究所作成

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

4－6月期実質GDP成長率は前年同期比＋3.2%と、2四半期ぶりにプラスに転じた。政府主導で感染拡大を抑制しながら、いち早く経済活動の正常化へと動いた結果、諸外国に先んじてプラス成長に回帰した。

5月下旬に開催された全人代では、「安定を保ちつつ進歩を求める（穏中求進）」姿勢が示されたこともあり、各種対策効果による下支えで景気は回復基調を持続すると予想する。特に、雇用の安定や5G関連等の新型インフラ投資に注力する姿勢が示されていることから、内需がけん引役となろう。

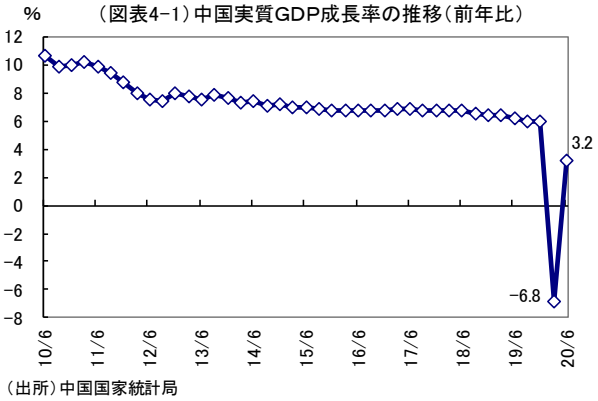
もっとも、コロナ対策としての財政規模は諸外国比で小さなものにとどまっており、リーマン・ショック後の4兆元対策時のように、世界景気全体に大きなインパクトを与えるほどの効果は期待できない。感染再流行への不安が根強く残り、人やモノの往来が完全には元に戻らない可能性が高いことも成長の抑制要因となりうる。輸出についても、海外の感染収束が中国よりも遅れているほか、米中対立の継続も見込まれることから、冴えない展開が続くと予想する。従って、景気回復の力強さという点では、物足りなさが残る展開となろう。メインシナリオにおいては、ペントアップディマンドや対策効果によって目先の景気は持ち直しが見込まれるものの、そうした動きが一巡した後は、緩慢なペースでの回復を余儀なくされると予想する。

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成長率は再びマイナスに転落する。春先には再びプラスに戻るが、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と想定する。

4－6月期の成長率はプラスに回帰

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

（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

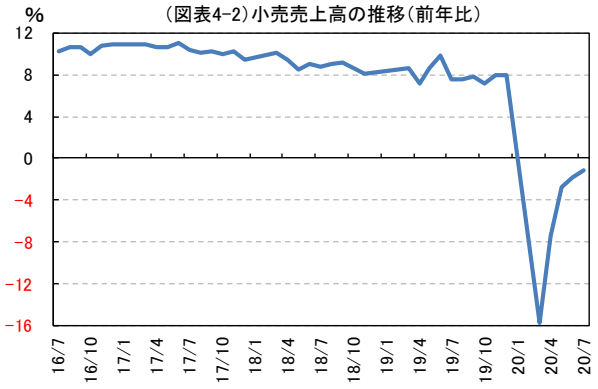
もっとも、年初からの累計ベースでは同▲1.6%といまだマイナス圏内にある。産業別にみると、第一次産業が同＋0.9%（1－3月期：同▲3.2%）と唯一プラスに転じたものの、第二、三次産業は各々同▲1.9%（同▲9.6%）、同▲1.6%（同▲5.2%）と、相対的な回復の遅れが目立つ。感染拡大の影響は最悪期を脱したものの、製造業やサービス業を中心に、幅広い産業が問題を抱えている様子がうかがえる。

個人消費の回復ペースは緩やかに

個人消費の動向をみると、7 月の小売売上高は前年比▲1.1%と依然マイナスが続いている（図表 4-2）。都市部（同▲1.1%）、農村部（同▲1.3%）ともに前年割れとなっており、すでに前年比でプラスに復帰した鉱工業生産と比べると、家計部門の活動の回復が相対的に遅れている様子を示している。地方政府による家計向け消費券の配布や自動車購入促進策などの消費刺激策が実施されているが、年初からの累計ベースの小売売上高は前年比▲9.9%と、いまだ大幅マイナスであり、必ずしも十分な成果を挙げているとは言えない。

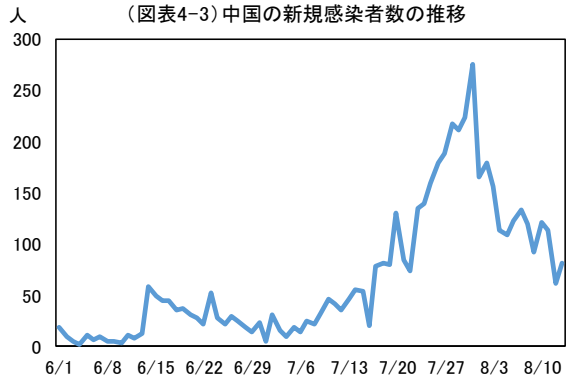
図表 4-2 のとおり、前年比のマイナス幅は春先を底に縮小傾向が続いているものの、足元で縮小ペースが鈍化している。新型コロナウイルスの感染源とされる武漢の都市封鎖が 4 月 8 日に解除されたことで、個人消費の持ち直しが続いてきたが、6 月中旬に北京最大の食品卸売市場「新発地」で集団感染が発生したことにより、再び外出制限や飲食店の営業停止などの措置がとられた影響が現れた。品目別にみると、コロナ関連業態とされる通信機器や医薬品などが堅調な伸びを続け、飲料なども高い伸びを示す一方、家具や被服などの売上が落ち込んだ。家計は、巣ごもり的な消費を増やす一方、感染への警戒から不要不急の消費を抑制している。中国における新型コロナウイルスの感染者数は、8 月に入りピークアウトしているものの（図表 4-3）、今後も感染への警戒感が消費マインドの重しとなろう。

（図表4-2）小売売上高の推移（前年比）



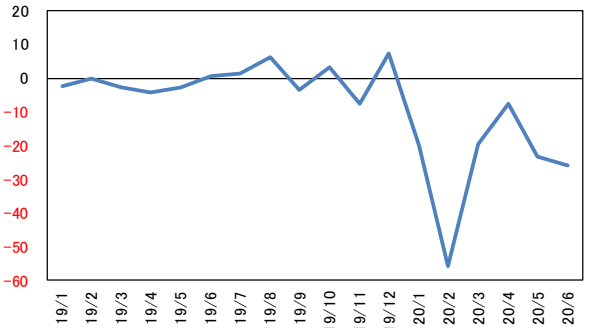
（出所）中国国家統計局

（図表4-3）中国の新規感染者数の推移



（出所）WHO

（図表4-4）都市部新規雇用



（出所）中国人力資源社会保障部　※年初来累計値の前年比

個人消費の先行きを占ううえで重要な雇用・所得環境も、冴えない動きが続いている。6 月の都市部新規雇用は、年初来累計値で前年比▲23.5%と、2 ヵ月連続でマイナス幅が拡大した（図表 4-4）。4－6 月期の都市部所得は年初来累計値で同＋1.5%、農村部現金収入は同＋3.7%にとどまっており、約 8～10%で推移していた昨年と比べて見劣りする。

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

もっとも、2020 年の都市部新規雇用増の目標は 900 万人以上と、前年実績の 1,352 万人に遠く及ばないほか、失業率の目標も前年実績より悪化する数値となっている（図表 4-5）。中国政府も一足飛びにコロナ前の水準に戻ることを想定している訳ではなさそうである。今後の個人消費は、政策効果や経済活動の再開に伴うペントアップディマンド（繰り越し需要）により持ち直しが持続するものの、そうした影響が一巡した後は、緩やかな回復にとどまると予想する。

（図表4-5）全人代で示された主要政府目標

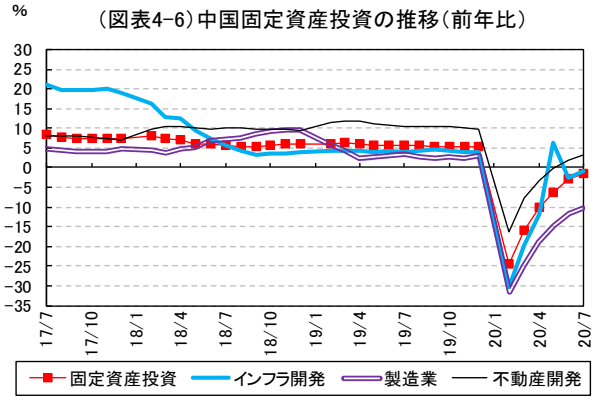
	19年目標	19年実績	20年目標
経済成長率	6.0～6.5%	6.1%	**設定せず**
CPI	3%前後	2.9%	**3.5%前後**
財政赤字	2.76兆元	2.76兆元	**3.76兆元**
対GDP比	2.8%	2.8%	**3.6%以上**
社会資金調達規模	18年と同様	10.7%	**19年超**
M2	18年と同様	8.7%	**19年超**
都市部調査失業率	5.5%前後	5.2%	**6%前後**
都市部新規雇用増	1,100万人以上	1,352万人	**900万人以上**
地方政府特別債券発行額	2.15兆元	2.15兆元	**3.75兆元**

（出所）中国政府等より明治安田総研作成

インフラ投資が下支え役に

7 月の固定資産投資は年初来累計値で前年比▲1.6%と前年割れが続いたものの、足元でマイナス幅が縮小している（図表 4-6）。内訳をみると、インフラ投資が同▲1.0%と 2 ヵ月連続のマイナスとなったものの、不動産開発投資が同＋3.4%と 2 ヵ月連続で増加し、プラス幅も拡大した。製造業投資も生産の持ち直しを背景に同▲10.2%と、前月の同▲11.7%からマイナス幅が縮小した。

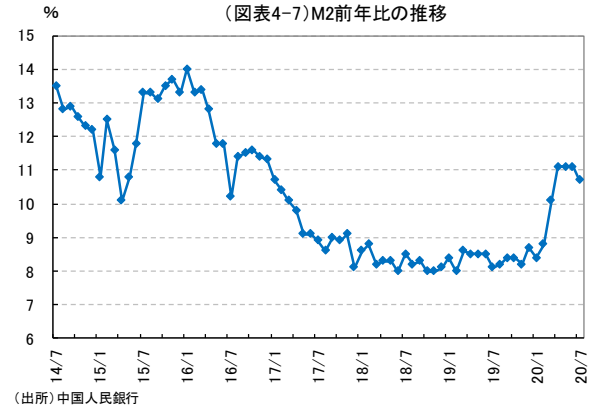
（図表4-6）中国固定資産投資の推移（前年比）



（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

インフラ投資については、5 月に同＋6.3%とプラスに転じたものの、その後、再びマイナスに転じており、力強さを欠く状況が続いている。しかしながら、今後は均せば増加傾向での推移が期待できそうである。5 月の全人代で、インフラ投資の主たる原資となる地方政府の特別債券発行額を、前年より 1.6 兆元増やす目標が発表された（前掲図表 4-5）。李克強首相は、老朽化した住宅街の改造や高速鉄道プロジェクト等、従来型のインフラ投資を実施するほか、コロナ禍を契機とした 5G 関連投資や電気自動車用の充電施設、データセンター、人工知能（AI）等、新型インフラ投資を強化し、産業の高度化を後押しする意向を示している。また、金融政策についても、預金準備率の引き下げや利下げなどを総合的に活用し、M2 の伸び率を前年の水準を顕著に上回るよう誘導する方針を示した（図表 4-7）。今後の固定資産投資はインフラ投資をけん引役に回復傾向が持続しよう。

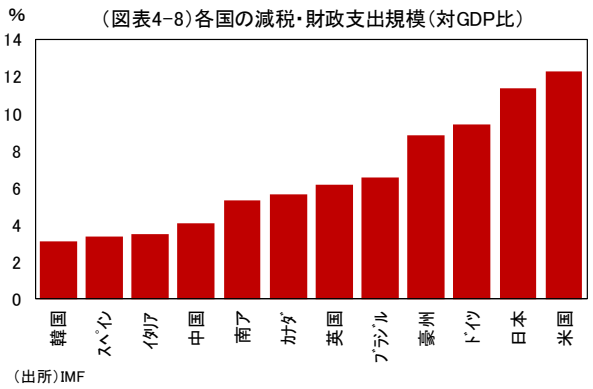
（図表4-7）M2前年比の推移



（出所）中国人民銀行

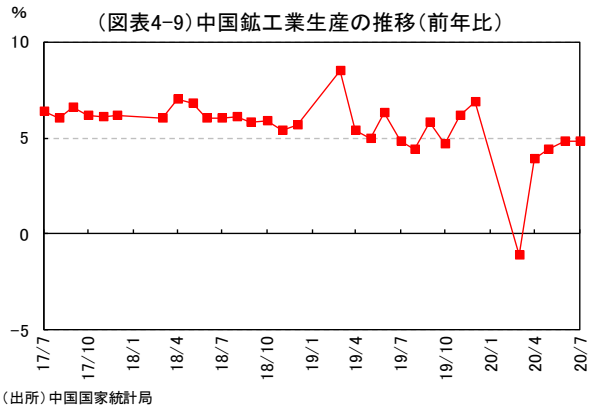
一方、全人代では、積極的な財政政策を実施するものの、精緻な計画の下、必要なところに資金を振り向けて効率を高めることや、後遺症を残さない方針なども示された。これは、リーマン・ショック後に実施した 4 兆元にのぼる大規模な経済対策によって、非効率な財政支出が行なわれ、債務問題が一段と悪化する副作用を引き起こしたことを教訓にしていると考えられる。中国政府がコロナ対策として打ち出した減税・財政支出額は諸外国比で小幅なものにとどまっていることから、リーマン・ショック後のよう

に世界景気をけん引するほどの効果は期待できないと考える（図表 4-8）。

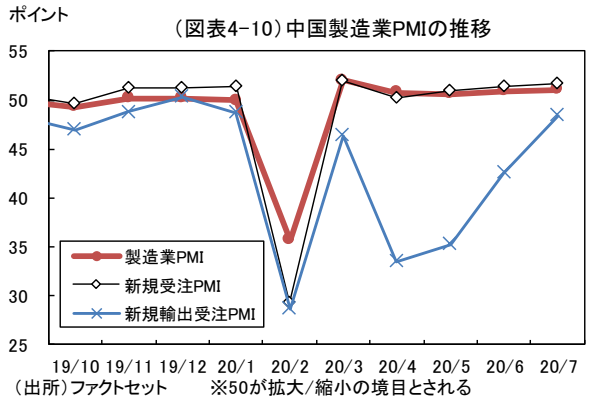


相対的に生産の戻りが早い

7 月の鉱工業生産は前年比＋4.8%と、伸び率は 6 月から横這いにとどまったものの、増加基調が続いている（図表 4-9）。小売売上高や固定資産投資と比較すると戻りは早く、年初来累計値でも同▲0.4%と、プラスまでもう一歩のところまで持ち直している。



業種別にみると、自動車が同＋21.6%と大きく改善し、全体をけん引している。7 月の自動車販売台数は同＋16.4%と、4 ヵ月連続で増加したが、内訳をみると、トラックなどの商用車が同＋59.4%、乗用車が同＋8.5%となっており、政府によるインフラ投資の推進が背景にあると考える。地方政府がナンバープレートの発給枚数を増やしたり、新エネルギー車を購入する際の補助金を支給したりするなど、自動車購入促進策を実施していることも下支えとなっている。



製造業 PMI が好不調の境目とされる 50 を上回って推移していることから、今後も当面生産の回復基調が継続すると予想する（図表 4-10）。もっとも、新規受注指数が 50 を上回って推移する一方、新規輸出受注指数は 50 を下回って推移しており、外需には不安が残る。海外の感染収束が中国よりも遅れていることから、今後は外需の低迷が中国景気の回復に重しとなる可能性が高い。また、中国の場合、米国との貿易摩擦が現在進行形というハンデも負っている。米中の対立軸にコロナ問題が加わったことで、対立が早期に緩和する可能性はますます遠のいた。主要先進国のグローバル企業のサプライチェーン見直しの過程で、「中国外し」の動きが強まるリスクもある。

内需についても、感染再流行への不安が根強く残り、人やモノの往来が完全には元に戻らない可能性が高く、力強さに欠ける展開が予想される。ペントアップディマンドや対策効果によって今後の中国景気は持ち直しが続くと見込まれるものの、そうした動きが一巡した後は、緩慢なペースでの回復を余儀なくされよう。2020 年通年の成長率は前年比＋2.0%、2021 年は同＋7.0%と予想する。（担当：大広）

５．豪州・アジア新興国経済見通し

〈要　　約〉

豪州経済は、新型コロナウイルスへの警戒感から家計や企業マインドが抑制される結果、内需は緩やかな回復にとどまり、対中関係の悪化などから輸出も力強さに欠ける展開を予想する。ペントアップディマンドや経済対策効果で、7－9月期以降はプラス成長への復帰を予想するものの、回復ペースは緩慢となろう。RBA（豪州準備銀行）は、完全雇用に向けて進展がみられ、インフレが持続的に目標レンジにあると確信するまで政策金利を引き上げない姿勢を示しており、様子見姿勢を継続しよう。

韓国経済は、総額60兆ウォンの追加予算、政策金利の引き下げ、雇用創出政策など、景気刺激策を発表しているものの、2020年の実質GDP成長率は、1998年以来のマイナス成長を予想する。

台湾経済は、大規模な経済対策、政策金利の引き下げ、半導体関連需要などの好材料はあるものの、2020年はゼロ成長にとどまると予想する。

シンガポール経済は、総額 929 億シンガポールドルの経済対策、緩和的な金融政策などで景気刺激を図っているものの、2020 年の実質 GDP 成長率は、2001 年以来のマイナスを予想する。

インド経済は、総額約 20 兆ルピーの経済対策、緊急利下げなどのアグレッシブな政策対応が取られているものの、2020 年は、やはりマイナス成長が避けられないとみる。

（図表5-1）豪州・アジア新興国の
実質GDP成長率予測（前年比、%）

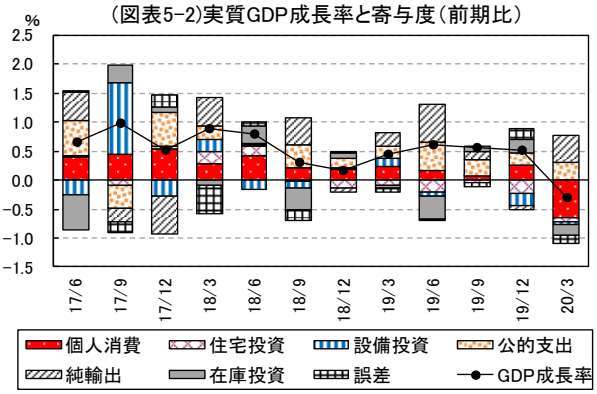
	2018年（実績）	2019年（実績）	2020年（予測）	2021年（予測）
豪州	2.8	1.8	-3.8	2.4
韓国	2.9	2.0	-0.9	3.1
台湾	2.7	2.7	0.0	3.2
シンガポール	3.4	0.7	-5.4	4.5
インド	6.1	4.2	-3.2	6.3

※インドは会計年度数値（4月～3月）
（出所）各種資料より明治安田総研作成

＜豪州＞

豪州の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.3%と、2011 年 1－3 月期以来、9 年ぶりのマイナスとなった（図表 5-2）。新型コロナウイルスの感染拡大防止策の影響で 4－6 月期の成長率はマイナス幅が一段と拡大する見込みであり、豪州景気は約 29 年ぶりに景気後退入りすることが確実な情勢である。

（図表5-2）実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）豪州統計局、ファクトセット

7－9 月期は、ペントアップディマンドの顕在化や経済対策の効果により、プラス成長に復帰することが見込まれるものの、回復の足取りは鈍いものにとどまりそうである。豪州では、5 月以降、経済活動の制限を段階的に解除してきたが、6 月中旬以降、ビクトリア州で感染者数が再拡大したことを受け、州都メルボルンで 2 度目のロックダウンが実施されており、経済活動に再び制限が加わっている。

10－12 月以降についても、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまりそうである。7 月の失業率は 7.5%まで上昇した。失業率の先行指標とされる求人広告件数は足元で最悪期を脱しているものの、感染拡大前

明治安田総合研究所

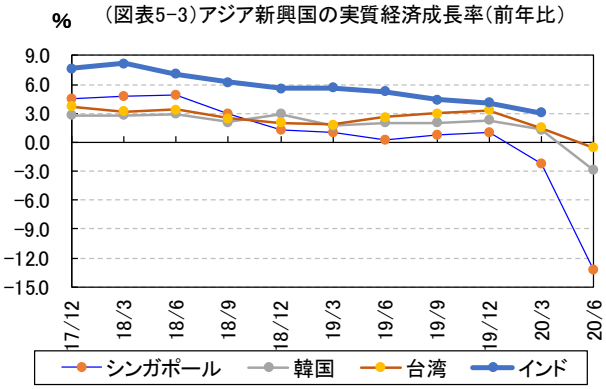
の水準を約 3 割下回っている。RBA（豪州準備銀行）が完全雇用の水準と推定する自然失業率（5%程度）に戻るには相応の時間を要する見込みであり、賃金上昇圧力も弱い状況が続く可能性が高い。感染拡大への警戒感から、人やモノの往来が完全には元に戻らず、家計や企業マインドが抑制された状態が続くとみられることも景気回復の重しとなろう。

輸出面でも懸念材料が多い。最大の輸出先である対中関係については、豪州政府が中国政府に対し、新型コロナウイルスの発生源について独自調査を求めたことをきっかけに悪化している。中国は豪州からの食肉輸入を一部停止したほか、大麦に追加関税を課すなどの措置を講じた。その他にも、コロナ問題などを背景に米中対立が先鋭化しているほか、世界景気の低迷が続くと予想されるなかで、豪州の主要輸出品である鉄鉱石等の国際商品需要が伸び悩むことが予想される。輸出にも力強いけん引役を期待しにくく、豪州景気の回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。

RBA は、8 月の金融政策理事会で政策金利をすえ置いたほか、3 年金利を 0.25%に誘導するイールドカーブコントロールの継続を決定した。声明文では、雇用や所得、企業を支援するために必要な限り緩和策を維持すること、完全雇用に向けて進展がみられ、インフレが持続的に 2～3%の目標レンジにあると確信するまで、政策金利を引き上げない姿勢を示した。豪州景気の回復ペースが緩慢なものにとどまると見込まれるなか、RBA は様子見を続けると予想する。

＜韓国＞

韓国の 4－6 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前年同期比▲2.9%となった。「緊急災難支援金」の支給などによる民間消費、政府支出の増加がプラス寄与となったものの、主力である輸出の減少が大きく、設備投資、建設投資も減少したことから、1998 年 10－12 月期以来の大幅マイナスとなった。



（図表5-3）アジア新興国の実質経済成長率（前年比）
（出所）ファクトセット

2020 年通年でも▲0.9%と、アジア通貨危機下にあった 1998 年以来のマイナスを予想するが、マイナス幅は OECD 加盟国の中では、最も小さい部類に入る見通しである。積極的な財政・金融政策に加え、好調な半導体需要が設備投資を下支えするとみられることが要因である。韓国政府は、2 月以降、12 兆ウォン（約 1 兆円）規模の補正予算を 2 度編成、6 月には、さらに約 35 兆ウォン（約 3.1 兆円）の補正予算を追加し、2020 年の補正予算は、過去最大の 60 兆ウォン（約 5.3 兆円）にまで膨らんでいる。また、中央銀行である韓国銀行は、政策金利を 3 月 16 日に 0.75%へと史上初の 0%台に引き下げた後、5 月 28 日には 0.50%へとさらに引き下げた。

輸出の GDP に占める割合が 4 割以上の韓国経済にとって、安定的な景気回復のためには世界経済の持ち直しが不可欠である。この点、多くの先進国がいまだ感染拡大に苦しんでいる現状を考えれば、景気回復ペースは緩慢なものにならざるを得ない。結びつきの深い中国経済の早期回復と、世界的に堅調な半導体需要は下支えになるものの、韓国経済は、不安定な推移が続く可能性が高い。

＜台湾＞

台湾の 4－6 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前年同期比▲0.58%となった。速報値からは 0.15%

ポイント上方修正されたものの、観光客の大幅な減少と消費マインドの冷え込みが足を引っ張る形でマイナス成長となっている。ただ、データセンターやサーバー需要の拡大に伴い、設備投資は堅調な伸びを示している。

台湾は、ここまで感染拡大の封じ込めに関しては大きな成果を挙げており、都市封鎖、外出制限といった強制的な措置は取ってこなかった。国民の間に経済活動の自粛ムードは残るものの、今後は、世界的に堅調な半導体需要が景気を支える展開が予想される。

7 月の輸出額は、前年同月比＋0.4%と、5 ヵ月ぶりのプラスに転じた。台湾の主要 IT 企業は、テレワークの普及に伴うサーバー、タブレットなどの需要増の恩恵を受けている。最大手の TSMC は、米中対立の影響でファーウェイとの取引が難しくなるという逆風を受けているものの、強みを誇る高性能半導体の受注増に支えられ業績は好調である。2020 年 4－6 月期の純利益は、前年同期比 81%増の 1,208 億台湾元（約 4,300 億円）と、過去最高を記録した。

政府は、4 月に、政府系金融機関による金融支援 7,000 億台湾元（約 2.5 兆円）を含む、1 兆 500 億台湾元（約 3.7 兆円）規模の経済対策を講じることを決定。予算規模も、当初計画から 2 倍以上に引き上げている。その後も随時、対策費を追加しており、7 月からは、消費者が 1,000 台湾元（約 3,600 円）を支払えば、その 3 倍となる 3,000 台湾元（約 1 万円）の消費が可能となる「振興三倍券」の配布を開始している。また、台湾中央銀行は、3 月に政策金利を 1.375%から 1.125%へと、約 3 年 9 ヵ月ぶりに引き下げている。

こうした中、6 月の失業率（季節調整値）は＋3.97%と、5 月から▲0.19%ポイント低下、3 ヵ月ぶりに 3%台に戻っている。2020 年に関しては、政府の経済対策と半導体需要に支えられ、前年比 0.0%前後と、横ばいの水準を確保すると予想する。

＜シンガポール＞

シンガポールの 4－6 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前年同期比▲13.2%となった。2 桁のマイナスは史上初で、1－3 月期の同▲0.7%からマイナス幅が大きく拡大した。4 月から約 2 ヵ月間、職場閉鎖を実施した影響が大きく、特に建設業では、外国人労働者の間で新型コロナウイルスの感染が拡大したことで、多くのプロジェクトが中断したことが大きな影響を与えた。観光の不振も大きく、小売、飲食等の関連産業に打撃が広がった。

政府は、5 月 26 日、雇用支援などに、330 億シンガポールドル（約 2.5 兆円）を追加拠出する政策を発表した。経済対策は 4 回目で、総額 929 億シンガポールドル（約 7.1 兆円）と GDP の約 19%の規模にまで拡大している。金融緩和も推進している。シンガポール金融通貨庁は、金融政策として自国通貨の名目実効為替レートの誘導目標を定める方式を採用しているが、昨年 10 月に続き、今年の 3 月に、シンガポールドルの上昇を抑える金融政策を発表した。

貿易立国のシンガポールにとって、6 月の輸出額が前年同月比＋16.0%と、医薬品の輸出増などにより、5 月の同▲5.0%から大幅プラスに転じたのは、ポジティブサプライズだった。4－6 月期の失業率（季節調整値）も 2.9%と、低位に抑えられているものの、厳格な国境管理、ソーシャルディスタンスのルール、外国人労働者の感染拡大による人手不足、国際会議の延期・中止など下押し要因は多い。2020 年の実質 GDP 成長率は▲5.4%と、2001 年以来のマイナスを予想する。

<インド>

インドは、アジア諸国の中では、新型コロナウイルスの感染拡大が、最も深刻な状況にある。累計の感染者数は 200 万人を超え、世界的にも米国、ブラジルに次ぐ世界 3 位となっている。インド経済は、すでに 2019 年後半から失速気味だったが、3 月末には都市封鎖が始まり、経済活動が停止したことで、約 1 億 2,000 万人が職を失い、5 月の失業率は 23.5%まで跳ね上がった。

インド政府は、3 月に貧困層向けの 1 兆 7,000 億ルピー（約 2.3 兆円）の経済対策を発表したのに続き、5 月には、総額約 20 兆ルピー（約 28.2 兆円）の経済対策パッケージを発表している。内訳は、中小企業向けの支援策、出稼ぎ労働者・農家・小規模事業者・露天商向けの支援策、農林水産・酪農・畜産業向けの支援策、全国農村雇用保障法プログラムへの追加支援などで、インドの名目 GDP の約 10%に相当する内容になっている。

インド準備銀行は、政府に呼応する形で、3 月に政策金利を 5.15%から 4.4%に 0.75%ポイント引き下げたのに続き、5 月には臨時の金融政策決定会合を開き、さらに 0.4%ポイントの利下げを実施。現在、政策金利は、2000 年以降で最低の 4.0%になっている。また、3 月には、3.7 兆ルピー（約 5.2 兆円）に上る資金を市場に注入する量的緩和策を打ち出したほか、銀行、ノンバンクによる融資のすべての元利支払いの 3 ヵ月間猶予、銀行の余資運用に使われるリバースレポ金利の引き下げなど、あらゆる緩和手段を総動員しており、市場からは、RBI（インド中銀）バズーカと評されている。

気がかりなのがインフレ動向で、今後の金融緩和の制約要因となりうる。7 月の CPI は、前年同月比で＋6.93%の上昇となっており、インド準備銀行の目標（2.0%～6.0%）の上限を上回る水準が続いている。

政府は、感染症と共存する方向に舵を切っており、感染拡大が続く中でも、段階的な経済活動の再開を進めている。これに伴い、7 月の失業率は 7.4%まで改善したが、今後の経済活動の回復が緩慢なものとなるのは避けられない。4－6 月期の GDP が、記録的な落ち込みとなることが予想されることもあり、2020 年通年でも前年比▲3.2%と、約 40 年ぶりのマイナス成長となる可能性が高い。（担当：大広、水野）

６．原油相場見通し

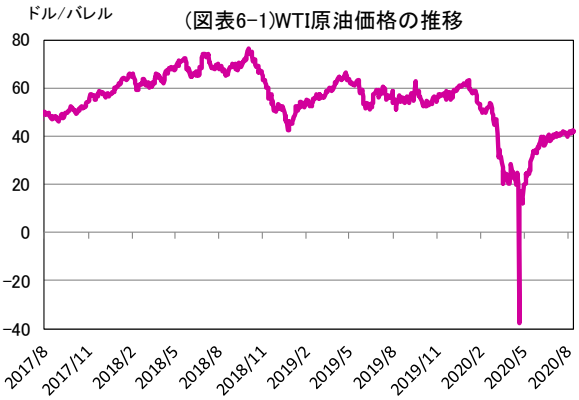
2020 年の WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物価格は、WTI 受け渡し拠点のクッシングの在庫が上限に近づき、現物を保有できない投資家が投げ売りしたことを要因に、4 月 21 日に一時史上初のマイナスをつけた。しかし、以後、6 月までは協調減産や経済活動の再開によって上昇傾向で推移、7 月以降は、コロナ禍からの回復期待と感染第二波への警戒感から 40 ドル/バレル前後での膠着状態が続いている（図表 6-1）。

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・2021 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たが、都市封鎖が徐々に解除され、足元の各種経済指標が改善していることもあり、6 月以降は小幅上方修正が続いている（図表 6-2）。四半期毎の需要量推移をみると、7-9 月期に急回復した後は、緩やかな回復傾向での推移が見込まれている（図表 6-3）。

原油の供給過剰懸念に対処すべく、OPEC プラス（OPEC（石油輸出国機構）および非 OPEC 主要産油国）は 4 月の緊急テレビ会議にて、過去最大の減産を実施することで合意した（図表 6-4）。その後、6 月に開催された OPEC プラス会合では、第 1 段階（2020 年 5 月から 6 月末まで）の減産期間を 1 ヵ月延長する追加減産を決定した。

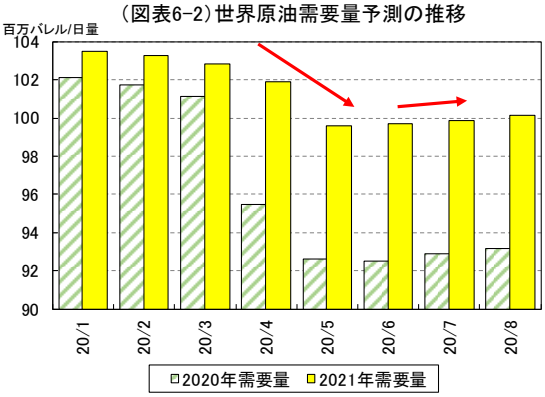
今後の OPEC プラスの動きについては、原油価格が緩慢ながらも回復傾向で推移していることもあり、当面は現状の協調減産を維持するとみられる。協調減産に積極的なサウジアラビアと、消極的なロシアとの対立は、前回 3 月の合意決裂の原因だった。しかし、原油価格が回復していることに加え、OPEC プラス参加国への減産量の順守徹底で共闘していることもあり、足元では目立った対立は起きていない。コロナ禍からの経済回復ペースや、新型コロナウイルスの感染動向によって、協調減産量が微修正される可能性はあるものの、大幅な修正や協調減産の決裂は予想しない。

（図表6-1）WTI原油価格の推移



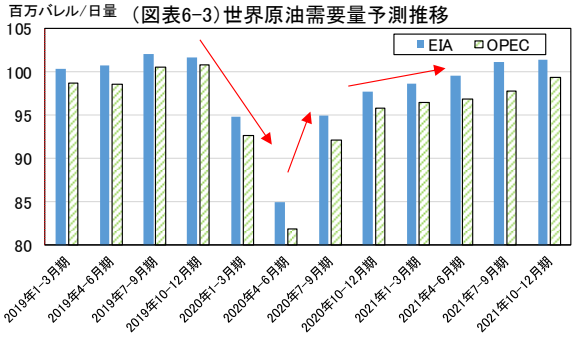
（出所）ファクトセット

（図表6-2）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6-3）世界原油需要量予測推移



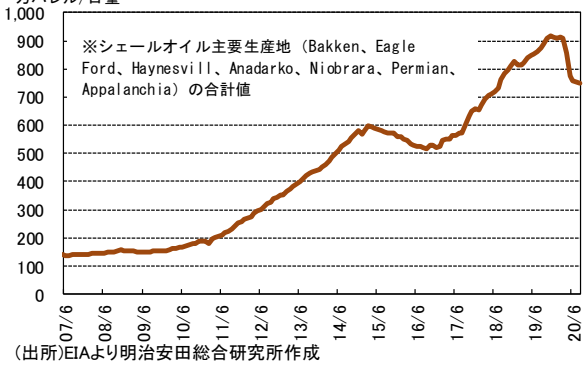
（出所）EIA（Short-Term Energy Outlook）、OPEC月報の8月号

（図表6-4）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

（図表6-5）米国のシェールオイル生産の推移

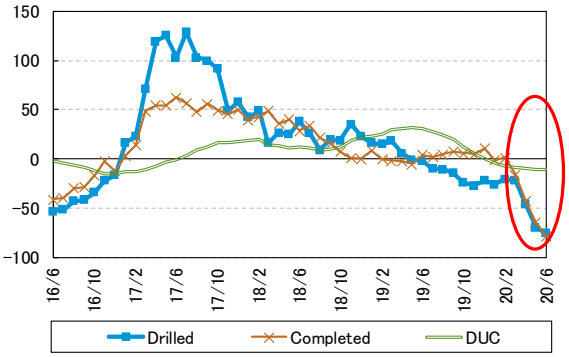


（出所）EIAより明治安田総合研究所作成

コロナ禍前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て急減している(図表 6-5)。開発動向についての EIA(米国エネルギー省エネルギー情報局)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り、特に Completed、Drilled については、対前年比で約 8 割の大幅減少となっている (図表 6-6)。引き続き、採算割れ油田の操業停止が見込まれるが、原油価格が回復してきていることもあり、採算の取れる一部の油田を中心に生産が再開するところも出てくるとみており、シェールオイル生産は年内には下げ止まり、上昇に転じると見込む。技術革新により、シェールオイルの掘削期間は短縮されてきているが、掘削から生産まで数ヵ月は最低でもかかるため、本格的な生産回復は 2021 年以降とみている。

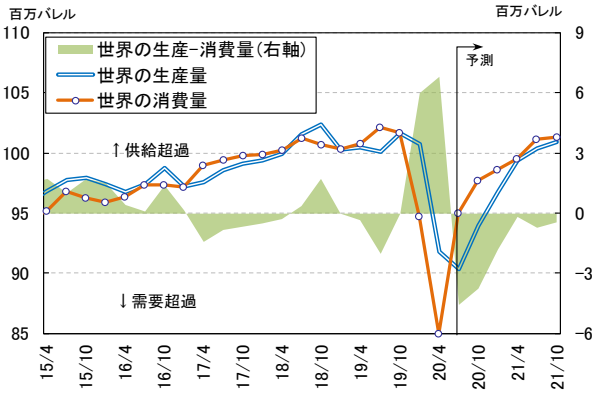
世界の原油需給見通しについて、8 月発行の EIA の「Short-Term Energy Outlook」をみると、7－9 月期に供給過剰状態が解消される見通しとなっている (図表 6-7)。今後の WTI 原油先物価格は、基本的には、緩やかな上昇基調で推移するとみる。ただ、原油価格が上昇するにつれ、シェールオイルの生産を再開する油田がでてくるとみられるため、多くの油田の採算ラインといわれる 50 ドル/バレル付近で頭打ちになるとみている。その後、基本的には、35～55 ドル/バレルのボックス圏で推移しよう。サブシナリオ下では、30 ドル/バレルを割る展開もあり得る。

(図表6-6)米国シェールオイルの油井開発動向(前年比)



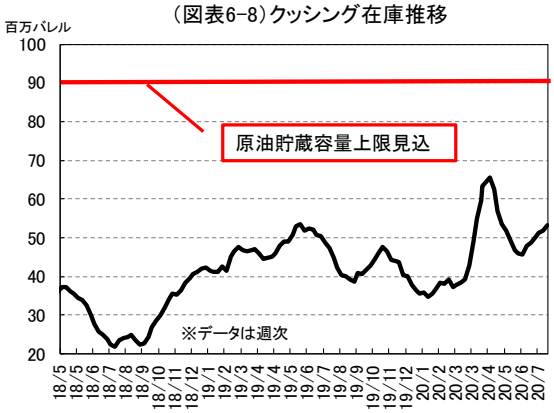
(出所) EIA

(図表6-7)世界の原油消費量と生産量(四半期ベース)



(出所)EIA

(図表6-8)クッシング在庫推移



(出所)EIA

なお、初のマイナス価格となった原因であるクッシング在庫であるが、足元緩やかに上昇している (図表 6-8)。しかし、現状のペースで在庫が積み増されたとしても、上限に達するには時間がかかるうえ、米国は経済活動を再開しており、前回のような需要の急減は考えにくいことから、再度マイナスになることはないとみている。サブシナリオのような状況になったとしても、一斉に多くの米国の都市で都市封鎖が実施されるとは考えにくく、やはり WTI 原油価格が再度マイナスになることはないとみる。(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