

2020年8月20日

2020・2021年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 景気の持ち直しは緩慢、感染拡大前のGDP水準への回復は2024年度 ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2020・2021年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2020年度 ▲6.4%（前回▲5.3%）、2021年度 +3.2%（前回+2.4%）

- 4～6月期は緊急事態宣言に伴う経済活動の停滞により記録的な落ち込み
2020年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比▲7.8%（年率▲27.8%）と3四半期連続のマイナス成長となった。4月の緊急事態宣言発令とそれに伴う営業時間短縮・休業の要請、外出自粛により個人消費がサービスを中心に一段と落ち込んだほか、輸出は欧米経済の悪化を反映して大幅な減少となった。もっとも、緊急事態宣言が解除された5月下旬以降、経済活動の再開とともに景気は持ち直しの動きとなっている。
- 景気の持ち直しは緩慢、感染拡大前のGDP水準への回復は2024年度
景気の持ち直しは緩慢なものにとどまるだろう。社会的距離の確保などの感染拡大防止策や悪化した雇用・所得環境が個人消費の回復の妨げとなるほか、企業業績の悪化や景気の先行き不透明感が企業の設備投資意欲を弱めるだろう。世界経済について、中国はいち早く最悪期を脱したが個人消費や設備投資といった民間内需は力強さを欠くほか、欧米も感染再拡大の影響などから鈍い回復が見込まれることから、輸出は低調な推移となろう。2020年7～9月期は前期比年率10%超のプラス成長に転じると見込んでいるが、緊急事態宣言下で抑え込まれた需要が経済活動の再開で顕在化した側面が強い。一方で感染が再拡大しており、その後も新型コロナウイルスの影響による経済活動の制限が残るなかでは緩やかな回復にとどまり、感染拡大前のGDP水準には遠く及ばない状況が続くだろう。想定を上回る4～6月期実績の落ち込みや東京都を含む一部自治体における営業自粛の再要請などを踏まえ、2020年度の実質GDP成長率は前年比▲6.4%と前回予測（5月）から1.1ポイント下方修正した。また、感染拡大前のGDP水準を回復する時期は2024年度と予想する。
- 広範囲にわたる制限措置の再強化リスクと米中対立リスク
日本国内はもとより、欧米諸国や中国において新型コロナウイルスの感染拡大を抑えるため、広範囲にわたって制限措置が再度強化されることとなれば、回復に向かいつつある需要が再び落ち込み、景気後退局面が長引くリスクがある。また、米国と中国は双方の総領事館を閉鎖するなど関係が悪化しており、一段と対立が激化すれば外需や金融資本市場を通じて日本経済にも悪影響が及ぶため、留意が必要である。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社 担当：財務企画部 大野 俊明

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576

<http://www.fukoku-life.co.jp>

toshiaki.ono@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2020・2021年度 経済見通し

(前年比、%)

	2019 年度 実績	2020年度予測				前回 2020年5月 時点	2021年度予測		
		527.8	上期	下期	531.2		542.2	上期	下期
			(前期比)					(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	552.4 0.8	▲ 4.5	▲ 6.1	3.3	▲ 3.8	2.7	538.4 1.2	545.4 1.3	
実質国内総生産(兆円)	533.5 0.0	▲ 6.4	▲ 6.8	2.8	▲ 5.3	3.2	513.1 1.4	516.8 0.7	
内 需	0.2	▲ 4.2	▲ 4.1	2.3	▲ 4.0	2.7	1.2	0.7	
民間需要	▲ 0.5	▲ 4.4	▲ 4.1	2.1	▲ 4.4	2.3	0.9	0.5	
民間最終消費	▲ 0.6	▲ 5.8	▲ 6.5	4.3	▲ 5.1	4.0	1.4	0.7	
民間住宅投資	0.5	▲ 8.1	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 9.0	0.3	1.6	1.2	
民間設備投資	▲ 0.3	▲ 4.8	▲ 2.2	▲ 1.5	▲ 8.3	0.9	1.3	0.7	
公的需	0.6	0.2	0.0	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	
政府最終消費	2.3	0.6	▲ 0.1	0.6	1.1	1.5	0.9	0.6	
公的固定資本形成	3.3	2.4	1.3	1.1	1.6	1.8	0.9	0.8	
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.2	▲ 2.2	▲ 2.6	0.6	▲ 1.1	0.5	0.2	0.0	
財貨・サービスの輸出	▲ 2.6	▲ 17.4	▲ 19.6	8.1	▲ 21.1	9.9	5.0	1.4	
財貨・サービスの輸入	▲ 1.5	▲ 4.5	▲ 4.1	3.4	▲ 14.4	5.6	3.3	1.2	

注1. 実質値は2011暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 3.8	▲ 13.3	▲ 14.4	6.1	▲ 7.8	5.9	2.2	1.3
国内企業物価指数※	0.1	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 0.6	0.4	0.1	0.8
消費者物価指数※	0.5	▲ 0.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.4	0.3	0.1	0.4
消費者物価(除く生鮮)※	0.6	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	0.2	0.0	0.3
(除く消費税の影響)	0.1	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 0.4	▲ 0.9	0.2	0.0	0.3
貿易収支(兆円)	0.6	▲ 5.6	▲ 3.0	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 3.0	▲ 1.0	▲ 1.9
経常収支(兆円)	19.7	12.4	6.2	6.3	19.0	15.6	8.4	7.2
名目賃金指数※	0.0	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 0.5	0.2	0.1	0.1	0.2
完全失業率(%)	2.4	3.2	3.1	3.4	3.3	3.1	3.2	3.0
住宅着工戸数(万戸)	88.4	77.2	77.6	76.8	81.2	79.5	78.5	80.5
為替レート(¥/\$)	108.7	107.1	107.3	107.0	108.0	107.0	107.0	107.0
原油価格(\$/b)	67.9	40.1	36.4	43.8	39.6	46.7	45.7	47.6
米国実質成長率(年率)	2.2	▲ 5.9	▲ 11.0	▲ 3.0	▲ 7.5	3.3	5.3	6.0
中国実質成長率※	6.1	2.0	▲ 1.5	5.0	1.0	6.9	8.3	5.7

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

○4～6月期の実質GDP

8月17日に発表された2020年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲7.8%、年率換算▲27.8%となった（図表2）。3四半期連続のマイナス成長であり、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う緊急事態宣言などにより、経済活動が停滞したことが影響した。マイナス幅はリーマンショック後の2009年1～3月期（前期比年率▲17.8%）を超え、比較可能な1980年以降で過去最大の落ち込みを記録した。

需要項目別にみると、民間最終消費が同8.2%減と、緊急事態宣言発令とそれに伴う営業時間短縮・休業の要請、外出自粛によって、外食や娯楽サービス、宿泊などを中心に落ち込んだ。また、住宅投資は同0.2%減と3四半期連続の減少となったほか、設備投資は同1.5%減と景気の先行き不透明感などから投資を先送りする動きが広がり、2四半期ぶりに減少した。在庫投資の寄与度については、同▲0.0ポイントとなった。公的需要については、公的固定資本形成が同1.2%増と2四半期ぶりに増加した一方、政府消費は新型コロナウイルス感染への警戒から医療機関の利用が減少した影響から同0.3%減と8四半期ぶりの減少となった。輸出は欧米経済の悪化やサプライチェーンの混乱などにより同18.5%減と大幅に減少する一方、輸入はマスクや在宅勤務用のパソコンなどの需要が高まったこともあり同0.5%減にとどまったことから、外需寄与度は同▲3.0ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは同+0.5%となり、名目GDP成長率は同▲7.4%（年率換算▲26.4%）となった。

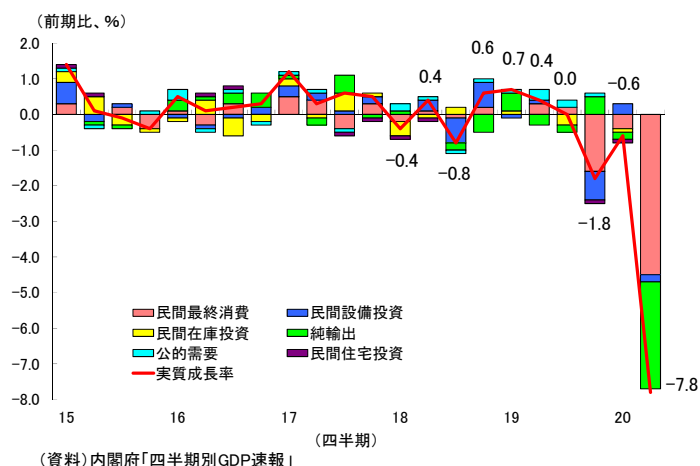
○景気の持ち直しは緩慢、感染拡大前のGDP水準への回復は2024年度

景気の持ち直しは緩慢なものにとどまるだろう。社会的距離の確保などの感染拡大防止策や悪化した雇用・所得環境が個人消費の回復の妨げとなるほか、企業業績の悪化や景気の先行き不透明感が企業の設備投資意欲を弱めるだろう。世界経済について、中国はいち早く最悪期を脱したが個人消費や設備投資といった民間内需は力強さを欠くほか、欧米も感染再拡大の影響などから鈍い回復が見込まれることから、輸出は低調な推移となろう。

2020年7～9月期は前期比年率10%超のプラス成長に転じると見込んでいるが、緊急事態宣言下で抑え込まれた需要が経済活動の再開で顕在化した側面が強い。一方で感染が再拡大しており、その後も新型コロナウイルスの影響による経済活動の制限が残るなかでは緩慢な回復にとどまり、感染拡大前のGDP水準には遠く及ばない状況が続くだろう。

想定を上回る4～6月期実績の落ち込みや東京都を含む一部自治体における営業自粛の再要請などを踏まえ、2020年度の実質GDP成長率は前年比▲6.4%と前回予測（5

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



月) から 1.1 ポイント下方修正した。なお、四半期ごとの成長率予測としては、**2020年 7～9 月期が前期比年率+12.0%**と大幅なプラス成長となった後は回復ペースが鈍化し、**10～12 月期が同+3.7%**、**2021年 1～3 月期も同+3.7%**と予測する。

7月30日に内閣府は景気の山と谷を判定する有識者会議を開き、**2012年12月に始まった直近の景気回復局面は2018年10月を暫定的な景気の山として後退局面に入ったことを認定**したが、緊急事態宣言が解除された5月に景気は既に底打ちしたと考えている。もっとも、景気の「方向」が後退局面から回復局面に転じたに過ぎず、景気の「水準」は低い。当社の予測通り景気回復が続いた場合、**2022年1～3月期時点で感染拡大前のGDP水準(2019年7～9月期)を4%下回る**。回復にはかなりの時間を要するとみられ、感染拡大前の水準への回復は2024年度まで後ずれすると予想する(前回予測では2023年頃)。

○広範囲にわたる制限措置の再強化リスクと米中対立リスク

日本国内はもとより、欧米諸国や中国において新型コロナウイルスの感染拡大を抑えるため、広範囲にわたって制限措置が再度強化されることとなれば、回復に向かいつつある需要が再び落ち込み、景気後退局面が長引くリスクがある。また、米中貿易摩擦問題は一時休戦状態にあるが、香港の自治に関する対応を巡って米国は中国への圧力を強めている。米国と中国は双方の総領事館を閉鎖するなど関係が悪化しており、一段と対立が激化すれば外需や金融資本市場を通じて日本経済にも悪影響が及ぶため、留意が必要である。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は、社会的距離確保などの感染拡大防止策や雇用・所得環境の悪化が重石

雇用環境は弱い動きがみられる。6月の失業率は2.8%と依然低水準にあるものの、昨年12月の2.2%から上昇している(図表3)。6月の就業者数(原数値)は6,670万人と前年比77万人の減少となった。新型コロナウイルス感染拡大に伴う外出自粛や休業などの影響を強く受けた宿泊・飲食サービス業、生活関連サービス・娯楽業などで減少が目立っている。

雇用環境は当面、悪化が続くだろう。日銀短観6月調査の雇用人員判断DIによれば、製造業では「過剰」に転じ、全体でも人手不足感が大きく緩んでおり、6月の有効求人倍率(季節調整値)は1.11倍と5年8ヵ月ぶりの低水準となっている。先行指標である新規求人数についても大幅に減少しており、企業の採用意欲は低下が鮮明となっている。政府の経済対策では雇用の維持が図られてはいるものの、先行きも失業率のさらなる悪化は避けられないだろう。6月の就業者のうち潜在的な失業者ともいえる休業者は236万人と4月の597万人からは減少したが、依然として平時よりも多い状況である。長引く新型コロナウイルスの影響によりインバウンド・

図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

娯楽関連の業種を中心に雇用調整が続くとみられることや、新規採用の抑制により、失業率は2020年末にかけて3%台半ばまで悪化すると予想する。

名目賃金については弱い動きとなるだろう。経団連の2020年春季労使交渉・大手企業業種別妥結結果によれば2020年春闘賃上げ率は前年から0.31ポイント低下の2.12%となった。消費増税の影響に新型コロナウイルス感染拡大の影響が加わったことで2年連続の前年割れとなっており、所定内給与の上昇は期待しにくい。また、営業自粛やテレワークの活用による残業時間の減少で所定外給与が急減していることや、企業業績が悪化するなかで賞与は減少が避けられない。2020年度の名目賃金はマイナスに転じるとみられ、雇用・所得環境の悪化が消費を抑制する要因になるだろう。

個人消費は、大きく落ち込んだものの、このところ持ち直しの動きとなっている。4～6月期の民間最終消費支出は前期比8.2%減と大幅な減少となった。4月に緊急事態宣言が発令されて以降、店舗の休業や営業時間短縮といった動きが広がり、消費者の自粛姿勢も一層強まった。外出機会が減少した結果として、外食や娯楽サービス、宿泊などのサービスを中心として大幅に落ち込んだ。

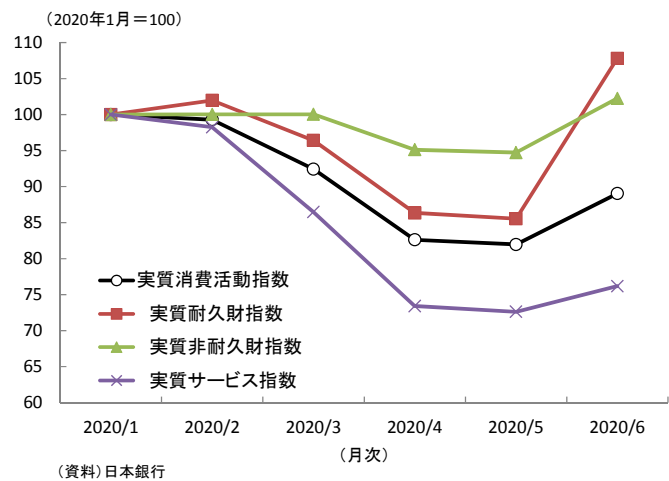
ただし、5月25日には緊急事態宣言が全面的に解除され、自粛要請が段階的に緩和されるなかで、1人当たり10万円の特別定額給付金が順次支給され始めたことや、6月末に終了期限を迎えたキャッシュレス決済のポイント還元事業もあって、6月の個人消費は持ち直し動きが鮮明となっている。そのため、7～9月期の個人消費は高い伸びが見込まれる。ただし、緊急事態宣言下で抑え込まれた需要が経済の再開と

ともに顕在化した側面が強く、個人消費の基調が強まったわけではなく、10～12月期以降、個人消費の回復は鈍いものとなる。日本銀行が作成する実質消費活動指数をみると、耐久時や非耐久財は5月にかけて大きく落ち込んだものの、6月には大きく反発し、感染拡大前の2020年1月の水準を上回っている(図表4)。一方で、サービスについても6月は反発したが、感染拡大前の8割弱の水準にとどまっている。「新しい生活様式」のもとでは、ネット通販の利用が増加し、出前や電子書籍、ゲームといった巣ごもり需要や、在宅勤務のための環境改善といった需要が喚起される面はあるが、外食や旅行といったサービスへの支出は抑制的にならざるを得ない。Go To トラベルキャンペーンは東京都の対象除外もあって効果は限定的とみられるほか、特別定額給付金による所得押し上げ効果も7月には一巡していく。今後は悪化した雇用・所得環境の影響が徐々に顕在化していくことで、消費マインドは抑制された状況が続くと予想する。

○新設住宅着工戸数は、7～9月期に一段と落ち込み、その後も回復ペースは鈍い

4～6月期の住宅投資は前期比0.2%減と3四半期連続で減少した。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は4～6月期が持家、貸家、分譲いずれも減少し、前期比

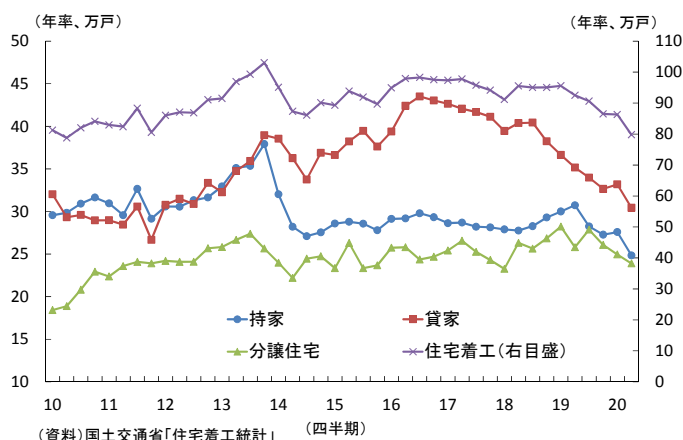
図表4. 実質消費活動指数の推移



7.6%減の年率 79.8 万戸と弱い動きが続いている（図表 5）。持家を中心とした駆け込み需要の反動減などの影響に加え、新型コロナウイルスの影響が下押し要因となっている。

7～9 月期の新設住宅着工戸数は、一段と落ち込むだろう。住宅展示場協会によれば、住宅展示場来場者組数は 3 月から前年割れとなっており、4 月、5 月は前年に比べ 7 割近く減少した。6 月も 3 割強の減少と、減少幅こそ縮小したが前年割れの状況が継続している。外出自粛の影響で住宅の見学や購入を検討する機会が抑制されており、その影響が着工戸数の減少に一部表れ始めているとみられるが、その影響は一段と本格化していくとみられる。景気回復には時間を要するとみられるなか、総じて住宅着工を取り巻く環境は厳しい状況が続くだろう。10～12 月期以降の着工戸数は持ち直すと見込んでいるが、回復ペースは鈍いものとなるだろう。持家や分譲戸建は、2020 年度後半には消費増税と新型コロナウイルスの影響が一巡し、持ち直しに向かうとみられるが、雇用・所得環境の悪化が回復を抑制する要因となるだろう。貸家については、相続税制改正による節税ニーズの一巡などから長らく減少傾向となっていただけに 2021 年度には底打ちすると想定しているが、引き続き金融機関はアパートローンに対して慎重な姿勢を継続するとみられることなどから、大幅な反発は期待しにくい。分譲マンションについては、首都圏では販売価格や在庫水準の高止まりが続くなか、デベロッパーはマンション供給に慎重な姿勢を続けるだろう。2020 年度の住宅着工戸数は 77.2 万戸、2021 年度は 79.5 万戸と予想する。

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



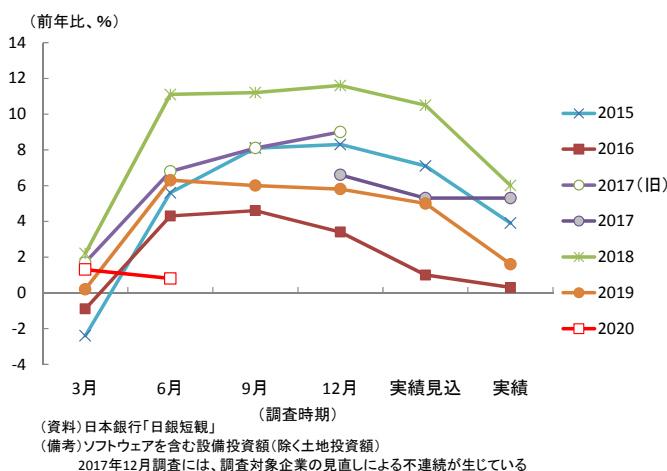
○設備投資は当面弱い動きが続く

設備投資は、弱い動きとなっている。

4～6 月期の実質設備投資は前期比 1.5%減と 2 四半期ぶりの減少となった。景気の先行き不透明感から投資を手控える動きが広がったとみられる。

今後の設備投資は当面弱い動きが続くだろう。日銀短観 6 月調査における全規模・全産業の 2020 年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前回 3 月調査から 0.5 ポイント下方修正され、前年比 0.8%増となった（図表 6）。増加計画とはなったが、同時期の調査としては過去 5 年度の計画を下回る低い伸びである。

図表 6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



設備投資の先行きを左右する企業収益は新型コロナウイルスの感染拡大の影響を

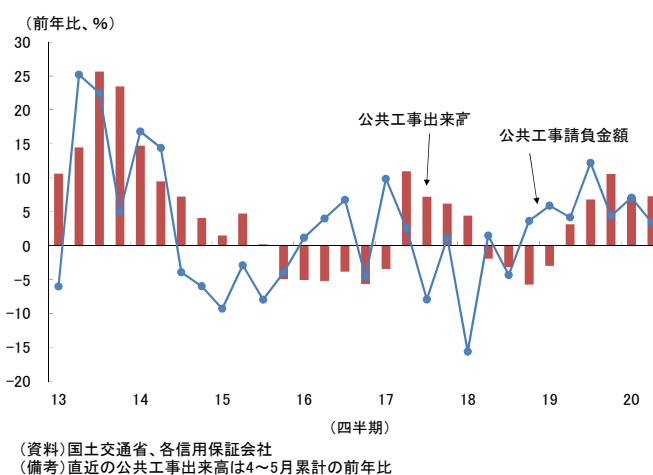
受けて急速に悪化している。非製造業では営業自粛、外出抑制などにより、鉄道・航空などの運輸業・郵便業、飲食・宿泊サービス業、娯楽業といった対個人サービス業を中心に企業業績が悪化している。また、世界的な景気悪化に伴う外需低迷が製造業の重石となる。新型コロナウイルスの影響によって企業収益の見通しがたたないなかでは、企業は設備投資計画を見直し、当面は不急の投資を手控え・先送りする姿勢を強める可能性が高い。テレワークなどデジタル化に向けた IT 投資の拡大は見込まれるものの、企業のキャッシュフローが急減するなか、積極的な能力増強投資は期待できず、当面は最低限必要な設備の維持・更新投資が中心になるだろう。

○公的固定資本形成は、底堅く推移

4～6月期の公的固定資本形成は前期比 1.2%増と 2 四半期ぶりの増加となった。自然災害からの災害復旧・復興関連や国土強靱化に向けた公共工事の進捗を反映して、緩やかな増加傾向にある。

今後の公的固定資本形成は、底堅く推移すると見込んでいる。先行指標である公共工事請負金額をみると、4～6月期は前年比 3.4%増と 7 四半期連続で前年比プラスとなり、進捗ベースの公共工事出来高も増加傾向となっている（図表 7）。引き続き防災などの国土強靱化に向けた公共工事の進捗が期待される。人手不足による供給制約もあり大幅な伸びこそ期待できないものの、公的固定資本形成は底堅く推移し、景気の一定の下支えとなるだろう。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移

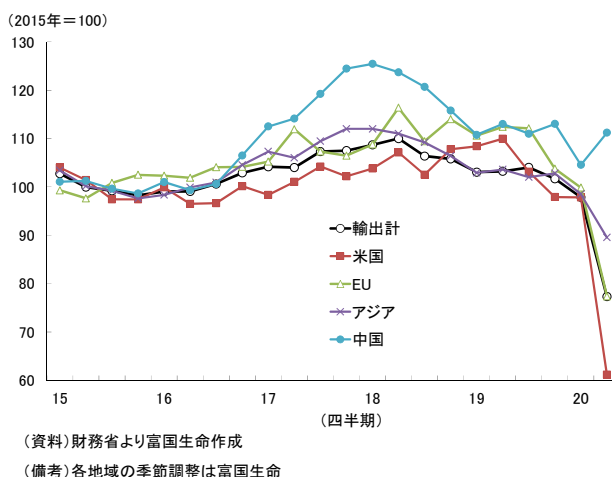


○輸出は世界的な需要低迷により低調に推移

輸出は急減した。4～6月期の実質輸出は財とサービスがいずれも減少し、前期比 18.5%減となった。財輸出は、欧米のロックダウンの影響などを受けて、自動車を中心に同 19.2%減少した。輸出数量指数を地域別にみると、いち早く経済活動が再開に向かった中国向けは上昇したが、米国、EU 向けが大幅に低下したほか、ASEAN や NIES といったアジア向けも低下が続いた（図表 8）。また、サービス輸出は、入国制限措置によって訪日客が急減しそれに伴ってインバウンド消費がほぼ消失したこともあって、同 15.8%減となった。

今後の輸出は、世界的な需要低迷により低調な推移となるだろう。欧米も既にロックダウンが解除され経済活動の再開が進むなか足元の輸出は持ち直して

図表 8. 輸出数量指数の推移



おり、7～9月期の輸出は増加に転じることが見込まれる。ただし、世界経済について、中国はいち早く最悪期を脱したが個人消費や設備投資といった民間内需は力強さを欠くほか、欧米も感染再拡大の影響などから鈍い回復が見込まれる。また、サービス輸出に計上されるインバウンド消費も入国制限措置が継続するなかで回復を見通すことはできない。今後の輸出は世界経済が回復に向かうなかで増加傾向になると予測しているが、そのペースは緩慢なものにとどまるだろう。

○消費者物価と金融政策の見通し

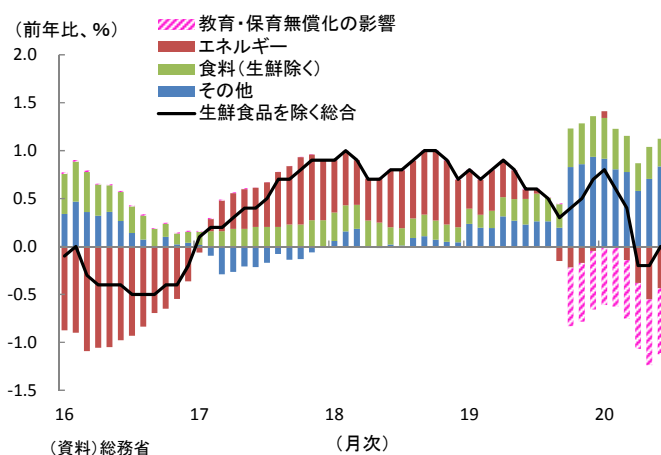
消費者物価は横ばいとなっている。2020年6月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+0.0%と3ヵ月ぶりにマイナスを脱した（図表9）。ただし、昨年10月の消費税率引き上げの影響を受けている一方、教育・保育無償化の影響で下押しされており、総務省が参考値として公表するこれらの影響を調整した指数では、6月は同▲0.4%と引き続きマイナス圏で推移している。携帯電話通信料は昨年大手キャリア2社の値下げの影響が一巡したものの、原油価格の下落に伴うエネルギー価格のマイナスに加え、新型コロナウイルスの感染拡大による国内外の出張や旅行の減少の影響を受けた外国パック旅行費や宿泊料の下落も下押し要因となっている。

今後のコアCPIは当面、0%前後で推移するだろう。新型コロナウイルス

の感染防止対策やサプライチェーンの再構築などによるコスト増加からインフレ圧力がかかる面はあるものの、雇用環境の悪化により個人消費の持ち直しが引き続き緩慢にとどまるとみられ、需要の弱さからデフレ圧力がかかりやすい。10月以降については、消費税率引き上げと幼児教育・保育無償化の影響が一巡することで0.3ポイント程度の押し上げ要因が剥落するため、コアCPIははっきりとしたマイナス圏に沈むとみている。なお、2020年度のコアCPIは前年比▲0.3%（消費税率引き上げの影響を除くと同▲0.8%）、2021年度は同+0.2%と予測している。

金融政策について、日銀は緩和的な政策スタンスを継続しよう。家計・企業の資金繰りを支援するために必要なだけ、量的緩和や資金供給策を継続すると見込んでいる。ただし、マイナス金利の深掘りについては金融機関への副作用などを勘案し大幅に円高が進行しない限り見送ると想定する。

図表9. 消費者物価指数の推移



図表10. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
国内総支出	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	0.8	2.1	▲ 0.5
民間最終消費	▲ 0.4	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3
民間住宅投資	▲ 0.3	1.8	1.6	1.5	0.8	0.6
民間設備投資	▲ 0.7	0.7	0.7	0.2	0.3	0.5
政府最終消費	▲ 0.3	0.6	0.1	0.4	▲ 0.0	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.2	1.8	1.8	1.6	0.4	0.5
財貨・サービスの輸出	▲ 6.5	3.8	0.8	▲ 3.1	▲ 1.6	0.5
財貨・サービスの輸入	▲ 8.5	7.5	4.6	▲ 4.6	▲ 7.6	0.6

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
実質国内総支出	0.9	1.9	0.3	0.0	▲ 6.4	3.2
民間需要	▲ 0.0	1.4	0.2	▲ 0.4	▲ 4.4	2.3
民間最終消費	▲ 0.0	0.6	0.0	▲ 0.3	▲ 3.2	2.2
民間住宅投資	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	0.0
民間設備投資	▲ 0.1	0.6	0.3	▲ 0.0	▲ 0.8	0.1
公的需要	0.2	0.1	0.2	0.6	0.2	0.4
政府最終消費	0.1	0.1	0.2	0.5	0.1	0.3
公的固定資本形成	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
財貨・サービスの純輸出	0.8	0.5	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 2.2	0.5
財貨・サービスの輸出	0.6	1.1	0.3	▲ 0.5	▲ 3.0	1.5
財貨・サービスの輸入	0.2	▲ 0.6	▲ 0.4	0.3	0.8	▲ 1.0

予測

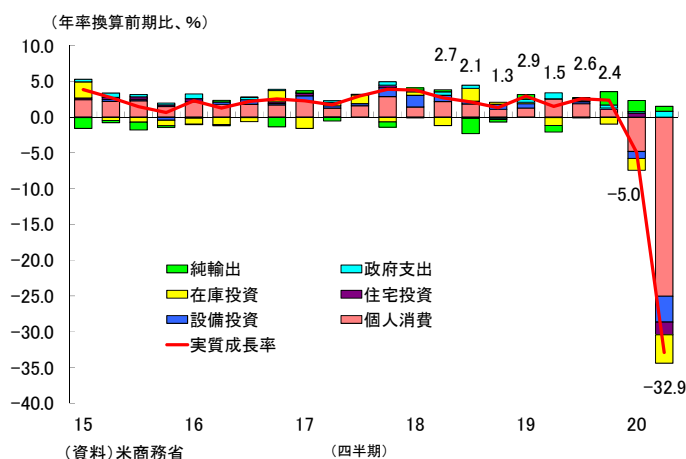
注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は、新型コロナウイルスの影響で大きく悪化したが持ち直している。4～6月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率▲32.9%となった（図表 12）。マイナス成長は 2 四半期連続で、1947 年の統計開始以降で最大の下げ幅を記録した。個人消費は新型コロナウイルス感染拡大に伴う外出制限・店舗閉鎖命令を受けてサービス分野と非耐久消費財が大きく落ち込み、同 34.6%減と過去最大の減少幅となった。設備投資もサプライチェーン寸断による供給制約などから同 27.0%減と大幅な減少になったほか、在庫投資も同 4.0ポイントのマイナス寄与となった。住宅投資は外出制限を受けて同 38.7%減と 4 四半期ぶりに減少した。輸出は同 64.1%減、輸入は同 53.4%減と両方がともに落ち込んだが、絶対額

図表 12. 米国実質 GDP 成長率の推移



としては輸入の減少が大きく純輸出の寄与度は若干のプラスとなった。このように、今回の GDP の大幅な減少には家計部門、企業部門が余儀なくされた異常事態が色濃く反映されている。ただし 5 月以降に制限措置が州ごとに順次解除され、雇用環境や個人消費は最悪期を脱しており、7～9 月期はプラス成長が見込まれる。

今後の景気回復のペースは緩慢なものにとどまるだろう。制限措置が段階的に解除される一方で、南部のフロリダ州などでは 6 月下旬から新規感染者数が再拡大した。国立アレルギー感染症研究所のファウチ所長は 8 月 5 日、強硬な外出禁止措置の復活までは必要ないが、マスク着用やバーなどの閉鎖は必要と発言している。特効薬・ワクチンが広く供給されない限り、制限措置の解除は二歩進んでは一歩戻るような進捗となり、感染拡大前の日常生活への復帰にはまだ時間を要するだろう。緩和的な金融政策や失業保険給付の増額の延長などの財政政策は経済の下支えとなる。ただし、7 月の失業率が 10.2%と依然として高い水準にあるなど雇用環境は大幅に悪化している。企業は引き続き再雇用に慎重姿勢を取ると考えられ、雇用面での不安が個人消費の重石となるだろう。また、サプライチェーン寸断による供給制約に加えて、新型コロナウイルスの再拡大に伴う先行き不透明感、双方に領事館の閉鎖命令を出すなど貿易面のみならず政治面にも広がりつつある米国と中国の対立激化が企業の設備投資意欲を阻害し、世界的な需要の減退により輸出は低調な推移を辿ると見込んでいる。住宅投資は低位で推移する住宅ローン金利が追い風となるものの、雇用への不安や供給面での制約が回復の妨げとなるだろう。その結果、景気を持ち直しは緩慢なものにとどまるだろう。なお、2020 年の実質 GDP 成長率は前年比▲5.9%、2021 年は同+3.3%と予測している。

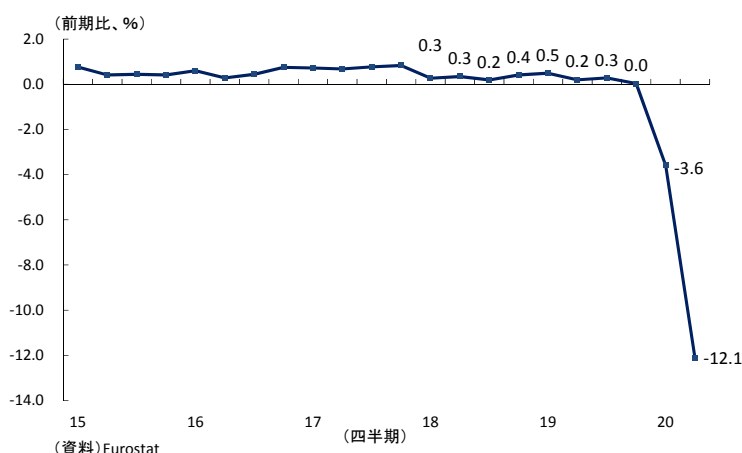
金融政策については、FRB（米連邦準備理事会）は少なくとも今後数カ月は現行ペースで資産保有を拡大すると発表している。リスクは明確に景気減速方向と述べてお

り、今後も緩和的な政策スタンスを継続しよう。なお、FRBにはマイナス金利に慎重な姿勢がみられることから、政策金利をマイナスに引き下げることはないと想定する。

【欧州経済】

欧州経済は、新型コロナウイルスの影響で大きく悪化したが持ち直している。4～6月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比▲12.1%（年率換算▲40.3%）と新型コロナウイルスの感染拡大を受けて個人消費や設備投資が大きく落ち込み、1995年の統計開始以来で最悪のマイナス成長となった（図表13）。主要国の成長率をみると、ドイツは四半期ごとのGDP成長率の統計を開始した1970年以降で最大のマイナス幅の同▲10.1%（前期：同▲2.0%）となった。フランスはサービス分野を中心に個人消費が落ち込んだほか、ロックダウンに伴う建設中断などで設備投資も落ち込み同▲13.8%（前期：同▲5.9%）のマイナスとなった。また、スペインは同▲18.5%（前期：同▲5.2%）、イタリアは同▲12.4%（前期：同▲5.4%）といずれも二桁のマイナス成長となった。ただし5月頃から制限措置が各国で解除され経済活動が正常化に向かっており、7～9月期はプラス成長が見込まれる。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



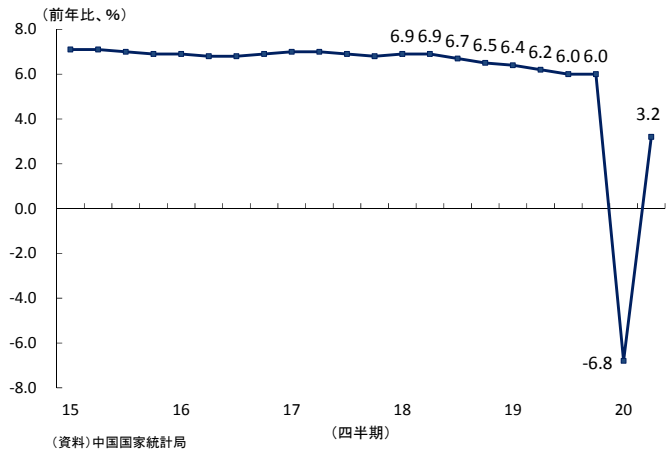
今後の景気回復のペースは緩慢なものにとどまるだろう。ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策に加えて各国の財政政策も経済の下支えとなる。7月21日のEU首脳会議で合意したコロナ復興基金設立に関しては、各国への実際の資金配分こそ2021年にずれ込むとはいえ、共同での資金調達スキームが出来たことは相対的に財政基盤が弱い国の調達金利の低下要因となっている。ただし雇用・所得環境の悪化が個人消費の下押し要因となるほか、設備投資は企業業績の悪化や景気の先行き不透明感から弱い動きが続くだろう。また、入国制限措置に伴うインバウンド需要の低迷も重石となるため、景気回復の動きは緩慢なものとなるだろう。

金融政策については、ECBは6月4日にパンデミック緊急買入プログラムによる追加の資産買入枠を7,500億ユーロから1兆3,500億ユーロに拡大し、買入期限も2020年末から2021年6月末まで延長した。今後もECBは家計・企業の資金繰りを支援するため、ユーロ参加国の意見を調整しながら量的緩和や資金供給策を継続するだろう。ただし、マイナス金利の深掘りについては金融機関への副作用などを勘案し見送ると想定する。

【中国経済】

中国経済は、持ち直しの動きとなっている。4～6月期の実質GDP成長率は前年比+3.2%となり、新型コロナウイルス感染拡大の影響で同▲6.8%と統計開始以来のマイナスに沈んだ1～3月期からプラス成長に復した(図表14)。世界経済が新型コロナウイルスの感染拡大に伴う悪影響を強く受けるなか、中国経済は1～2月を底として回復に向かい、いち早く最悪期を脱した形である。産業別にみると、製造業と建設業などの第2次産業が1～3月期の前年比▲9.6%から4～6月期が同+4.7%と大きく反発したが、サービス業などの第3次産業については同▲5.2%から同+1.9%と鈍い伸びにとどまった。主要経済指標をみると、1～6月期の固定資産投資は前年比1.6%

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



減と、1～3月期の同16.1%減から急速にマイナス幅を縮小しており、インフラ投資の拡大がけん引役となっている。また、4～6月期の輸出は前年比0.1%増と前年並みまで持ち直すなか、工業生産は4月以降の前年比4%程度の増産が続いた。一方、小売売上高は1～3月期の同19.0%減から1～6月期が同11.4%減、6月単月でも同1.8%減と依然として前年割れとなるなど、固定資産投資に比べて個人消費の回復は鈍い。

今後も、景気は持ち直しが続くものの、その動きは緩慢なものにとどまろう。中国における新型コロナウイルス新規感染者数の増加は抑制されており、再度の制限強化によって景気回復が後戻りするような事態は現時点では回避できそうな状況であり、引き続きインフラ投資主導での回復が続くと見込んでいる。5月の全人代で李首相はインフラ投資のための地方債発行額を2020年は3兆7500億元と前年対比1兆6,000億元増やすと強調した。引き続きインフラ投資の拡大をけん引役として固定資産投資は持ち直しの動きが続くだろう。もっとも、民間企業の設備投資については、緩和的な金融環境がサポート要因になるものの、企業収益の悪化に加え、米中対立の激化もあって先行き不透明感が強いなかで、積極的な投資は控えられ、弱い動きになると見込んでいる。また、個人消費は引き続き鈍い回復にとどまろう。2月に8割減の水準まで落ち込んだ乗用車販売台数は、供給制約が解消し1月から3月にかけて抑制された需要が顕在化したことや、購入補助金の支給といった政策効果もあって、4月以降プラスに転じている。もっとも、雇用・所得環境をみると、7月の調査失業率は5.7%と4月の6.0%から改善したとはいえ依然高止まりしており、1人当たり名目可処分所得の伸びも強くない。雇用の回復は遅れており、感染防止対策の継続の影響も相俟って、消費回復は鈍いものとなるだろう。また、外需にも期待はできない。感染再拡大の影響もあって欧米など主要先進国の回復は鈍く、当面、世界的な需要低迷の影響から輸出は低調に推移するだろう。なお、前回の想定を超える4～6月期実績を踏まえ、2020年の実質GDP成長率は同+2.0%と前回予測から1.0ポイント上方修正する一方、2021年は同+6.9%と0.2ポイント下方修正した。

以上