

公表時間
7月16日(木) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2020年7月



本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経済・物価情勢の展望（2020年7月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、経済活動が再開していくも、本年後半から徐々に改善していくとみられるが、世界的に新型コロナウイルス感染症の影響が残るなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後、世界的に感染症の影響が収束すれば、海外経済が着実な成長経路に復していくも、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。
 - 先行きの物価を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落の影響が剥落していくことから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
 - 今回の経済・物価の見通しは、いずれも、概ね前回の見通しの範囲内である。
 - こうした先行きの見通しについては、感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、上記の見通しは、大規模な感染症の第2波が生じないことに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下しないことや、金融システムの安定性が維持されるも、金融仲介機能が円滑に発揮されることなどを前提としているが、そうした前提には大きな不確実性がある。
 - リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。
-

¹ 本基本的見解は、7月14、15日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、経済活動は徐々に再開しているが、内外で新型コロナウイルス感染症の影響が引き続きみられるもとで、きわめて厳しい状態にある。海外経済は、持ち直しに向かう動きもみられるが、感染症の世界的な大流行の影響により、大きく落ち込んだ状態にある。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は大幅に減少している。企業収益や業況感は悪化しており、設備投資は横ばい圏内の動きとなっている。感染症の影響が続くなかで、雇用・所得環境には弱い動きがみられている。個人消費は飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少してきたが、足もとでは、持ち直しの動きがみられる。住宅投資は緩やかに減少している。この間、公共投資は緩やかに増加している。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りは悪化しているなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、原油価格の下落の影響などにより、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含んでいる。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

（1）経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済は、経済活動が再開していくもとで、ペントアップ需要（抑制されていた需要）の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、本年後半から徐々に改善していくとみられる。もっとも、世界的に新型コロナウイルス感染症の影響が残るなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後、世界的に感染症の影響が収束すれば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。

新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行は、外出制限や営業・生産活動の停止といった厳格な公衆衛生上の措置の実施も伴うことで、世界経済に大きな影響を及ぼした。現在、感染症の拡大が収まりつつある国などでは、こうした措置が段階的に解除されてはいるが、感染症への警戒感から、企業や家計の経済活動は引き続き抑制的である。今回の見通しにおいては、先行き、大規模な感染症の第2波が生じないことを前提としつつも、世界的に感染症が収束す

るまでは、企業や家計の自主的な感染防止への取り組みが、経済活動を抑制する力として、徐々に和らぎながらも、作用し続けると想定している²。

こうした想定のもとで、先行きの海外経済は、感染症の影響が和らいでいくのに伴い、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、大きく落ち込んだ状態から回復していくが、そのペースは緩やかなものにとどまるとみられる。わが国の輸出は、海外経済の回復に伴い、徐々に増加していくとみられるが、当面、抑制された動きが続くと考えられる。インバウンド消費については、入国に制限がかかり続ける間、落ち込んだ状態が続くとみられる。

国内需要は、感染症の影響が和らいでいくのに伴い、水準を回復していくと考えられるが、感染症の影響が残る間は、低い水準にとどまるとみられる。すなわち、個人消費などの家計支出は、経済活動の再開に伴い、ペントアップ需要の顕在化に加え、政府の経済対策や緩和的な金融環境も支えとなり、大きく落ち込んだ状態から持ち直していくとみられる。ただし、人々の感染症に対する警戒感が続くもとでは、抑制的な状態が続くと考えられる。設備投資などの企業支出は、輸出や消費の大幅な減少の影響を強く受ける業種を中心に減少したあと、感染症の影響が和らぐもとで持ち直していくとみられる。

この間、政府の経済対策や緩和的な金融環境などによって、事業の継続や雇用の維持が支えられるとともに、わが国の企業や家計の中長期的な成長期待は大きく低下しないとみられる。そうしたことから、その後、グローバルに感染症の影響が収束すれば、海外経済の成長を背景に輸出は増加を続け、家計や企業の支出は、再び、安定した増加基調に復していくと考えられる。

(2) 物価の中心的な見通し

消費者物価の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとみられる。感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで、景気感応的な財やサービスの価格が下押しされるほか、

² 多くの国際機関の世界経済見通しでは、ベースラインシナリオとして、感染症の急速な拡大が2020年上期に経済を大きく押し下げたあと、2020年下期からは回復していくことを予想している。こうしたベースラインシナリオでは、大規模な感染症の第2波が生じないことを前提としているが、有効な治療薬やワクチンの開発などの医学的な解決により感染症が収束するまでは、自主的なものも含め、感染防止策が継続されるもとで、経済の回復は緩やかなものになるとの見通しが示されている。

ひと頃に比べて大きく下落した原油価格が、エネルギー価格を通じて消費者物価を押し下げると考えられる。そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率も、引き続き弱含むと考えられる。

その後、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力は次第に減衰していくと予想される。加えて、エネルギー価格下落の影響も剥落していくとみられる。そうしたもとで、消費者物価の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。

(3) 金融環境

こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、感染症の流行による経済活動の抑制を受けた売上減少などから、企業の資金繰りにはストレスが加わっている。こうした状況に対して、日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、3月以降、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に向けて、各種の強力な金融緩和措置を実施している³。また、政府は、信用保証協会による保証を利用した融資制度や資本金性を供給する制度など、企業等の資金繰りを支援するための各種の施策を講じている。そうしたもとで、民間金融機関による積極的な取り組みもあって、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている。この先も、日本銀行・政府の措置や、そうしたもとでの民間金融機関の取り組みから、緩和的な金融環境が維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることは回避されると想定している⁴。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しについて、感染症の影響が収束するまでの間は、特に以下の3つのリスク要因（上振れないし下振れの可能性）に注意が必要で

³ 「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」（2020年3月16日）、「金融緩和の強化について」（2020年4月27日）、「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」（2020年5月22日）。

⁴ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

ある。

第1に、新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響である。感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさについては、きわめて不確実性が大きい。すなわち、感染症に有効な治療薬やワクチンが開発されるまでは、世界的な感染症の流行が今後どのように展開していくか、また、感染症の収束にどの程度の期間を要するかといった点は、非常に不透明である。特に、大規模な感染症の第2波が発生した場合には、経済活動が、再び大きく抑制される可能性がある。また、感染症が収束するまでの間、人々が自主的に感染予防を図るもとで、内外の家計や企業の行動がどのようなものになるかも、不確実である。

第2に、企業や家計の中長期的な成長期待である。感染症の経済への大きな下押しというショックによって、企業や家計の中長期的な成長期待が低下する場合には、感染症の収束後も企業や家計の支出意欲が高まりにくくなるリスクがある。一方、今回の問題を契機に、感染予防のための情報通信技術の活用や新たな需要に対応した投資等が、イノベーションの促進を含め、経済活動にプラスの影響を及ぼせば、中長期的な成長期待を高める可能性もある。

第3に、金融システムの状況である。感染症の影響から金融システムは強いストレスを受けているが、日本銀行や政府は、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持のために、積極的な対応を講じている。また、金融機関は資本・流動性の両面で相応に強いストレス耐性を備えている。こうしたもとで、金融システムは全体として安定性を維持している。ただし、感染症の影響が想定以上に大きくなった場合には、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を及ぼし、それが実体経済へのさらなる下押し圧力として作用するリスクがある。現時点で、こうしたリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶと考えられる。

このほか、物価固有のリスク要因としては、第1に、感染症の影響が、経済活動の需要・供給両面に及ぶもとでの、企業の価格設定行動の不確実性がある。

経済活動の抑制に伴う需要の減少は、景気感応的な財やサービスの価格に下押し圧力を加えると考えられる。一方で、感染防止のための客数制限のように、供給面からの制約も生じる場合に、企業がどのような価格設定行動を取るかという点には不確実性がある。また、こうした状況がマクロ的にみて物価にどのような影響を及ぼすかも不透明である。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向およびその輸入物価や国内価格への波及の状況は、上振れ・下振れ双方の要因となる。特に、原油価格の変動が大きくなっており、エネルギー価格を通じた消費者物価への影響については、注意してみていく必要がある。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁵。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、先行き、「物価安定の目標」に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。当面は、感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで物価には下押し圧力がかかり、中長期的な予想物価上昇率も弱含むと考えられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していき、物価は徐々に上昇していくとみられる。また、中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。先行きの経済・物価の見通しは、新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、今回の見通しは、大規模な感染症の第2波が生じないことに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下しないことや、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されることなどを前提としているが、そうした前提には大きな不確実性がある。リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通

⁵ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

しについても、新型コロナウイルス感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった従来からの環境に加え、今般の新型コロナウイルス感染症の影響もあって、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

(参考)

2020～2022 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース
2020 年度	-5.7 ~ -4.5 <-4.7>	-0.6 ~ -0.4 <-0.5>	-0.7 ~ -0.5 <-0.6>
4月時点の見通し	-5.0 ~ -3.0	-0.7 ~ -0.3	-0.8 ~ -0.4
2021 年度	+3.0 ~ +4.0 <+3.3>	+0.2 ~ +0.5 <+0.3>	
4月時点の見通し	+2.8 ~ +3.9	0.0 ~ +0.7	
2022 年度	+1.3 ~ +1.6 <+1.5>	+0.5 ~ +0.8 <+0.7>	
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.6	+0.4 ~ +1.0	

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

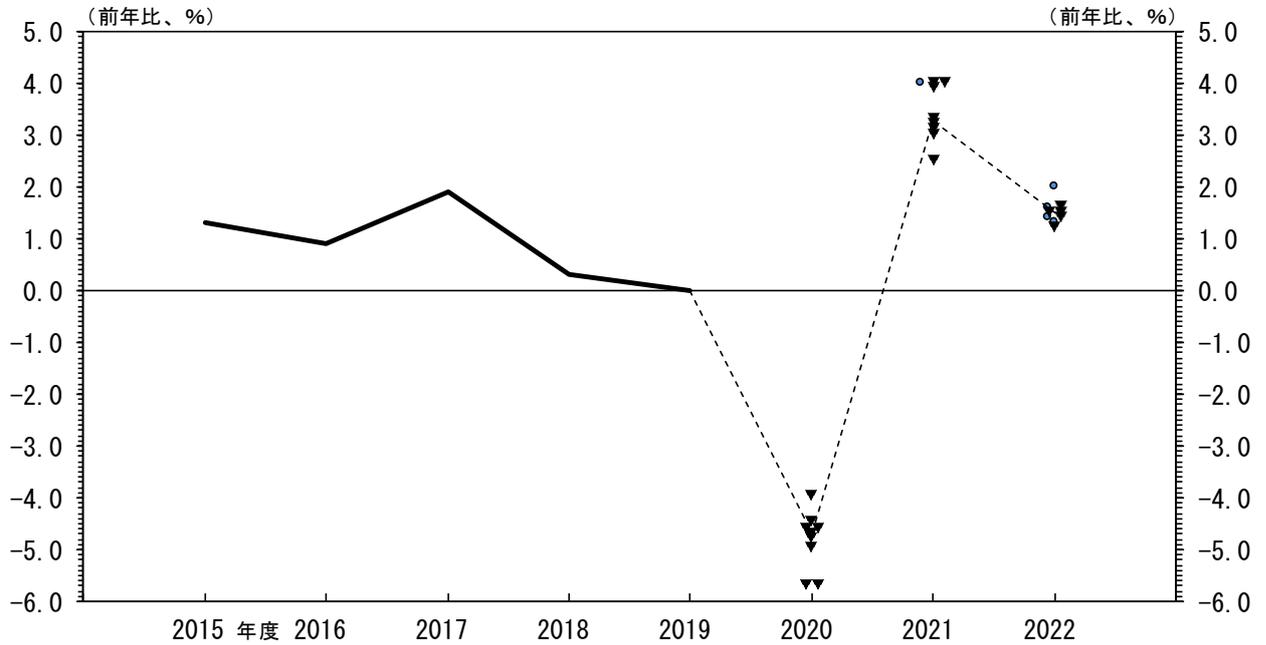
(注2) 4月時点の大勢見通しは、各政策委員が最大1.0%ポイントのレンジの範囲内で見通し(上限値・下限値の2つの値)を作成し、9名の政策委員の見通し値(上限値・下限値)のうち上から2個、下から2個、計4個の値を除いて、幅で示したものである。そのため、今回の大勢見通しとは異なることに留意が必要である。

(注3) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

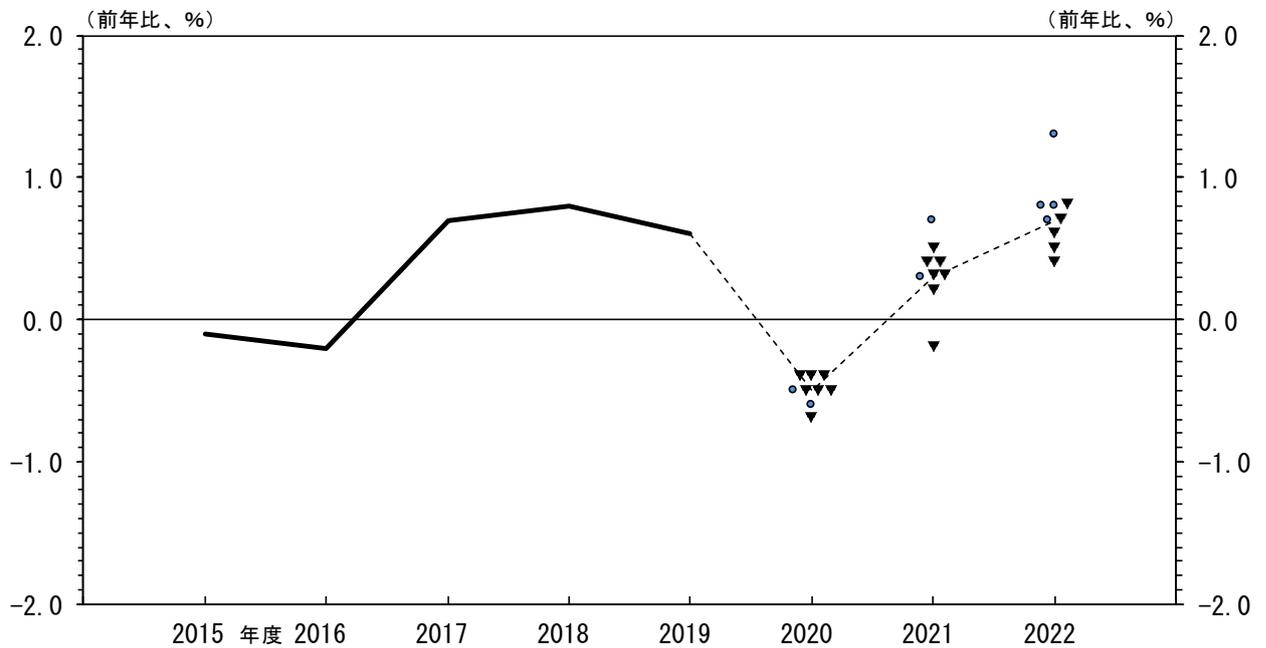
(注4) 2019年10月に実施された消費税率引き上げの2020年度の消費者物価への直接的な影響は、+0.5%ポイントとなる。また、教育無償化政策の2020年度の消費者物価への直接的な影響を一定の仮定に基づき計算すると、-0.4%ポイント程度となる。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すと同時に、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

(注3) 消費者物価指数（除く生鮮食品）の2015年度については、2014年4月の消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

【背景説明】⁶

1. 経済活動の現状と見通し

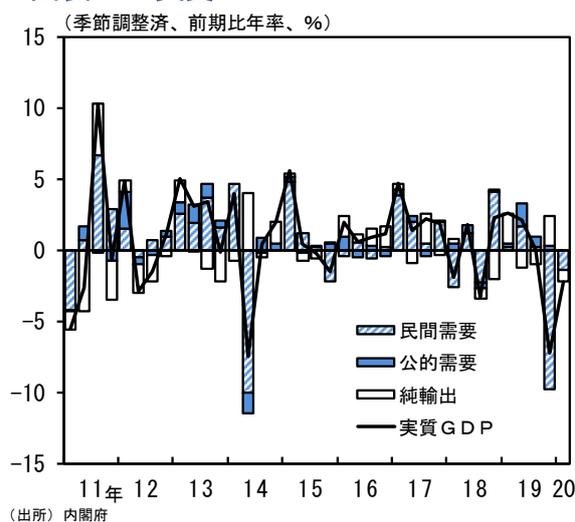
1. 1 景気動向

わが国の景気は、経済活動は徐々に再開しているが、内外で新型コロナウイルス感染症の影響が引き続きみられるも、きわめて厳しい状態にある。

2020年1～3月の実質GDPは、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を主因に個人消費や輸出を中心に減少し、前期比-0.6%（同年率-2.2%）と2四半期連続のマイナス成長となった（図表1）。4月以降も、新型コロナウイルス感染症は、①海外経済の落ち込みに伴う財輸出の減少、②インバウンド需要（サービス輸出）の減少、③外出自粛や営業制限等に伴う国内個人消費の減少、の3つの経路を通じて総需要の大幅な減少をもたらしている。総需要の減少を受けて、労働需要は大きく減退しており、失業率や有効求人倍率は悪化しているほか、就業者数もはっきりとした減少に転じている（図表2、3）。こうしたも、労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップは、1～3月にほぼゼロの水準までプラス幅が縮小したあと、4～6月も、6月短観における雇用・設備関連のDI悪化を踏まえると、引き続き悪化し、相応のマイナスとなっている可能性が高い（図表4）。

わが国経済の先行きを展望すると、当面は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から、なお厳しい状態が続くとみられるが、経済活動の

図表1：実質GDP



図表2：労働需給



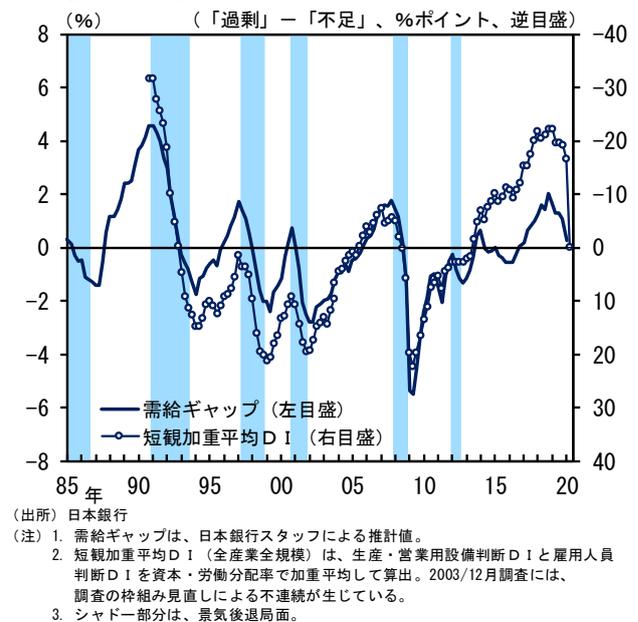
⁶ 7月14、15日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

再開が徐々に進むにつれて、ペントアップ需要(抑制されていた需要)の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて⁷、本年後半から徐々に改善していくとみられる。すなわち、財輸出は、自動車関連を中心に足もと大幅に減少しているが、本年後半には下げ止まりから持ち直しに転じ、その後も、世界的に感染症の影響が和らいでいくのに伴い、ペントアップ需要や挽回生産にも支えられて増加していくとみられる。サービス輸出であるインバウンド需要は、入国に制限がかかり続ける間、落ち込んだ状態が続くとみられる。個人消費は、緊急事態宣言の影響から大幅に減少した4～6月をボトムに、持ち直していくとみられるが、感染症への警戒感や社会的距離の確保の必要性から、そのペースはかなり緩やかなものにとどまる可能性が高い。雇用・所得環境は、内外需要の減少による労働需要の減退を反映して、当面下押し圧力がかかり続けるとみられるが、今次局面で拡充された雇用調整助成金が雇用削減の歯止めとして作用するほか、特別定額給付金などの所得支援策も処分所得の下支えになると考えられる。設備投資は、企業収益の減少や先行き不透明感の高まりを背景に、今後、減少基調に転じていくとみられる。もっとも、日本銀行や政府による企業等の資金繰り支援策やそのもとでの金融機関の取り組みにより緩和的な金融環境が維持されるもとで、中長期的な投資案件の多くは継続されることもあって、大幅な資本ストック調整には至らず、感染症の影響が一巡したあとは、再び増加していくと考えられる。この間、

図表3：労働参加と就業



図表4：需給ギャップ



⁷ 2020年4月に閣議決定された「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」(事業規模117.1兆円程度、財政支出48.4兆円程度)を踏まえ、2020年度第1次補正予算が成立したほか、緊急事態宣言の対象地域拡大および発令長期化を受けて、2020年度第2次補正予算(事業規模117.1兆円程度、財政支出72.7兆円程度)も成立した。

政府支出は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事の進捗を反映して着実に増加したあと、高めの水準で推移すると想定している。

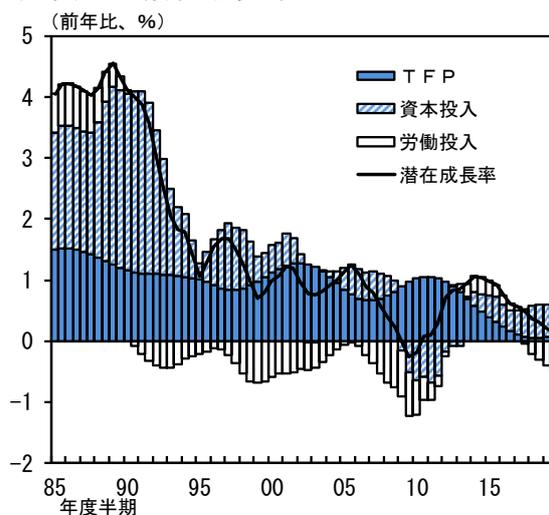
その後、やや長い目でみて、世界的に感染症の影響が収束すれば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとの、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。

以上の内外需要を反映して、わが国経済の成長率は、2020年度は大幅なマイナス成長となるが、2021年度には、ペントアップ需要やオリンピックの開催もあって、高めの成長となったあと、2022年度も、海外経済の改善を背景に、しっかりと成長が続くと見込まれる。

この間、潜在成長率の先行きについては、目先、①感染症対策や労働保蔵などに伴う全要素生産性（TFP）の低下や、②休業や営業時間短縮に伴う労働時間トレンドの減少、③設備投資の減少に伴う資本ストックの減速から、いったん低下するとみられる（図表5）。その後は、暫くの間、低水準で推移するが、見通し期間の終盤にかけては、①TFP成長率が、「新しい生活様式」への適合やデジタル・トランスフォーメーションの進展、それに伴う資源配分の効率化もあって緩やかな上昇に転じるなかで、②労働時間の減少にも歯止めがかかり、③資本ストックも循環的に伸びを高めていくことから、緩やかに上昇していくと想定している。ただし、今回の感染症は、人々の働き方や企業のビジネスプロセスなどに対し、従来のトレンドとは非連続な構造変化をもたらす可能性があり、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、通常以上に幅をもってみておく必要がある。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2020年

図表5：潜在成長率



(出所) 日本銀行
(注) 日本銀行スタッフによる推計値。

度については、内外における感染症の影響から、成長率は、4～6月に大幅に落ち込んだあと、年度後半にかけて緩やかに持ち直していくと予想される。輸出は、海外需要の大きな落ち込みやそれに伴う在庫調整圧力の高まりから、足もとでは自動車関連を中心に大幅に減少しているが、年度後半にかけては、在庫調整の進捗に加え、経済活動の再開に伴う海外需要の増加を背景に、緩やかに持ち直していくと見込まれる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、暫くの間、入国制限措置による入国者数の大幅な減少から、落ち込んだ状態が続くとみられる。個人消費は、4～6月に、緊急事態宣言に伴う外出自粛や営業制限を受けて飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少したあと、年度後半にかけては、営業活動の再開に伴い、特別定額給付金などの所得支援策も下支えとなり、持ち直していくと見込まれる。ただし、人々の感染症に対する警戒感が続き、社会的距離の確保も意識されるもとの、個人消費の持ち直しのペースは緩やかなものにとどまらざるを得ないと考えられる。設備投資は、企業収益の減少や先行き不透明感の高さから、機械投資を中心に不急の案件の先送りの動きが広がるなかで、減少基調に転じていくと予想される。この間、政府支出は、オリンピック開催に伴う仮施設向けの経費支出は2021年度に後ずれするものの、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事等の拡大から、緩やかな増加を続けると考えられる。

2021年度は、世界的に感染症の影響が和らぎ、海外経済の成長率がはっきりと高まるなかで、緩和的な金融環境や各種の需要刺激策の効果に加え、pent-up需要とオリンピック開催に伴うマインドの改善にも支えられて、景気の改善基調が明確になると予想される。輸出は、海外経済が回復していくなかで、pent-up需要や挽回生産に

も支えられて、しっかりと増加すると考えられる。個人消費は、感染症の影響が引き続き和らいでいくも、雇用者所得の持ち直しや各種の需要刺激策の効果に加え、オリンピック関連需要にも支えられて、緩やかに増加すると考えられる。設備投資については、企業収益が改善するも、先送りされていた投資案件の実施に加え、テレワークや遠隔サービスの環境整備に向けたIT関連投資の増加も押し上げ要因となり、ややラグを伴いつつも増加していくと予想される。この間、政府支出は、災害復興事業や河川の洪水対策、インフラ整備などが実施されるほか、オリンピック関連の経費支出もあって、高水準で推移することが見込まれる。

2022年度は、海外経済の改善を背景とした輸出と設備投資の増加が牽引するカタチで、しっかりと成長が続くと見込まれる。輸出は、海外経済の改善に伴って、はっきりとした増加が続くと考えられる。そうしたも、企業収益は改善傾向をたどり、設備投資も、機械投資が伸びを高めるほか、IT関連投資や成長分野への研究開発投資なども増加を続けると考えられる。個人消費は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するも、緩やかな増加を続けると考えられる。この間、政府支出は、オリンピック関連の経費支出は剥落するものの、老朽インフラの維持更新需要もあって高水準で推移すると想定している。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、緩やかに増加している(図表6)。一致指標である公共工事出来高は、2019年初以降、緩やかな増加基調をたどっている。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、振れを伴いつつも、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事の進捗を反映して、緩やかな増加傾向にある⁸。先行きの公共投資は、これらインフラ関連工事の進捗を反映して着実に増加したあと、2021年度以降も、オリンピック関連工事やインフラ関連工事等が下支えとなり、高めの水準で推移すると想定している⁹。

(海外経済)

海外経済は、持ち直しに向かう動きもみられるが、感染症の世界的な大流行の影響により、大きく落ち込んだ状態にある(図表7)¹⁰。感染症の流行がいち早く落ち着いた中国に続き、欧米各国でも、感染症の拡大が収まりつつある地域を中心に、外出制限や営業・生産活動の停止といった厳格な公衆衛生上の措置は段階的に解除されてきており、経済活動を再開する動きもみられている。グローバルな企業の業況感をPMIでみると、足もとでは経済活動の再開の動きを受けて持ち直しに向かう動きがみられる(図表8)。もっとも、感染症へ

⁸ 2018年12月に閣議決定された「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」(総事業規模約7兆円程度)を受けて、重要インフラ等の機能維持対策が、2018~2020年度までの3年間で集中的に実施される計画となっている。

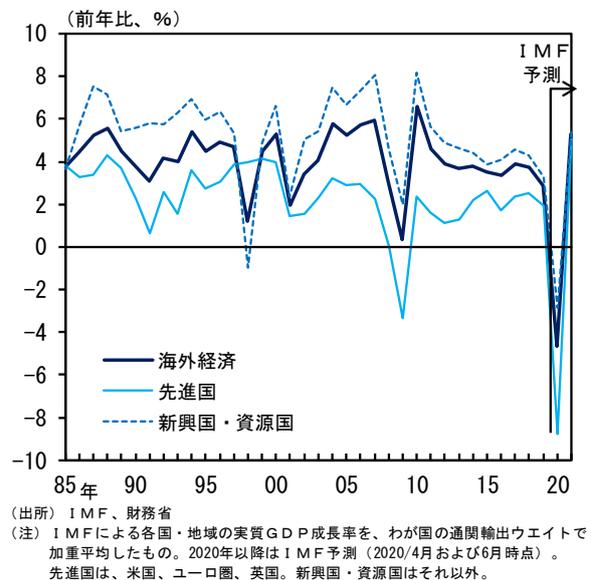
⁹ 2019年12月に閣議決定された「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」(事業規模26.0兆円程度、財政支出13.2兆円程度)は、災害復旧・復興事業や治水対策等を中心に公共投資の押し上げ要因になると考えられる。

¹⁰ 感染症が、海外経済の動向に及ぼしている影響については、BOX1を参照。

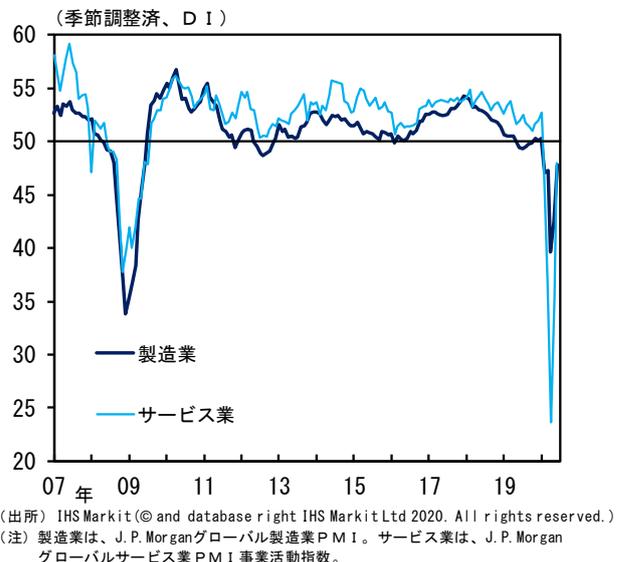
図表6：公共投資



図表7：海外経済見通し



図表8：グローバルPMI



の警戒感のほか、グローバルな雇用環境の悪化や企業収益の減少から、個人消費や設備投資は、多くの国で、大きく落ち込んだ状態にある。

主要地域別にみると、中国経済は、積極的なマクロ経済政策の効果発現や pent-up 需要の顕在化から、持ち直している。米国経済や欧州経済は、一部に持ち直しに向かう動きもみられるが、大きく落ち込んだ状態にある。中国以外の新興国・資源国経済は、感染症拡大が続くもとで、大きく落ち込んだ状態にある。

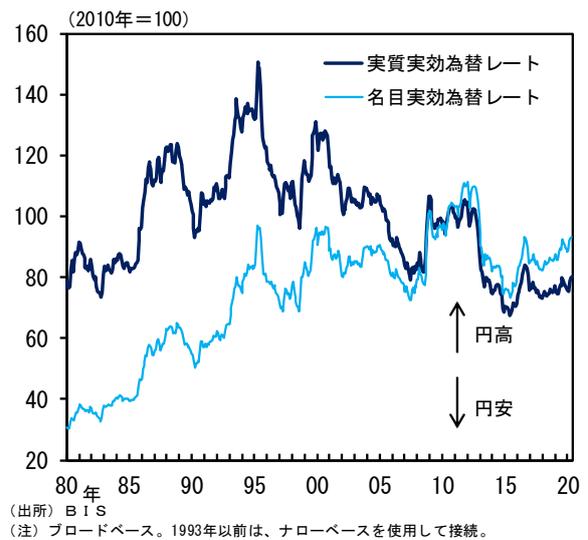
先行きの海外経済については、感染症の影響が和らいでいくのに伴い、pent-up 需要や挽回生産が押し上げに作用し、各国・地域の積極的なマクロ経済政策にも支えられて、大きく落ち込んだ状態から回復していくとみられる。もっとも、回復ペースについては、企業や家計の自主的な感染防止への取り組みなどが、経済活動を抑制する力として作用し続けるため、緩やかなものにとどまると考えられる。

こうした海外経済の先行きの見通しについては、中南米・インドなどの新興国や米国で、感染者数の増加に依然として歯止めがかからないなど、感染症の帰趨や、それが海外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、きわめて不確実性が大きい。

(輸出入)

輸出は、海外経済が大きく落ち込んだ状態にあるもとで、大幅に減少している(図表10)。地域別にみると、米国やEU等の先進国向けは、各国での厳格な公衆衛生上の措置の影響が残るもとで、自動車関連を中心に、大幅に減少している(図表11)。新興国向けは、中国向けが持ち直している一方、NIEs・ASEAN等やその他地域向けは

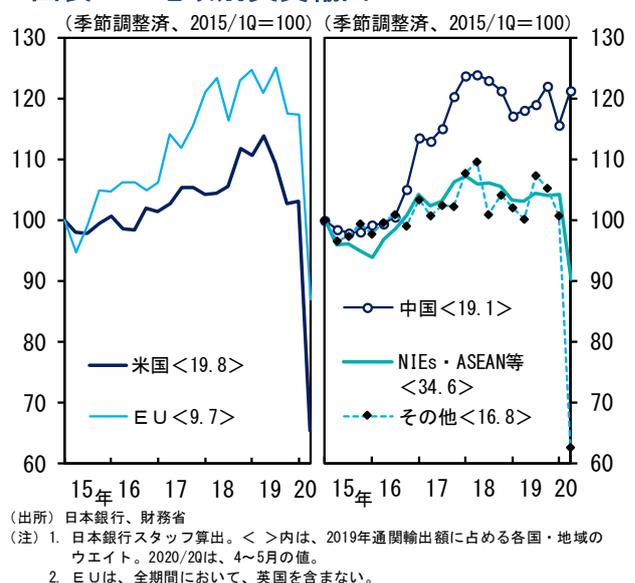
図表9：実効為替レート



図表10：実質輸出入



図表11：地域別実質輸出

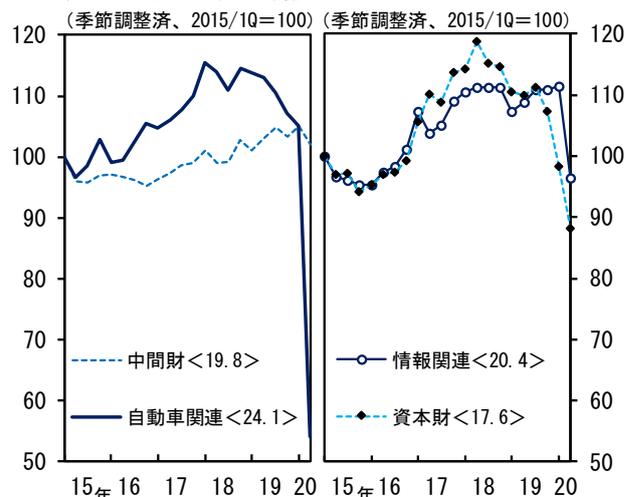


大きめの減少となっている。財別にみると、自動車関連は、米欧を中心とする海外販売の急速な落ち込みとそれを受けた在庫調整圧力を背景に、大幅に減少している（図表12）。資本財は、半導体製造装置が底堅く推移しているものの、グローバルな設備投資先送りの動きを反映して、金属加工機械や建設用・鉱山用機械を中心に、はっきりとした減少が続いている。一方、情報関連は、足もとでは車載向けやスマートフォン向けを中心に減少しているものの、データセンター向けやパソコン関連の堅調さに支えられて、落ち込みは相対的に小幅にとどまっている。中間財は、中国向けの化学製品の増加とNIEs・ASEAN等向けの鉄鋼の減少が相殺し、横ばい圏内の動きとなっている。

先行きの輸出は、当面、自動車関連を中心に低水準となるが、世界的に感染症の影響が和らいでいくのに伴い、下げ止まりから持ち直しに向かっていくとみられる。財別に展望すると、自動車関連は、当面は低水準で推移するが、米中の自動車販売の回復や在庫調整の進捗に伴い、徐々に持ち直しに転じていくと見込まれる。資本財は、自動車関連向けの工作機械や資源産業向けの建設用・鉱山用機械等を中心に、暫くの間、減少基調が続くと予想される。情報関連は、データセンター向けやパソコン関連の需要の堅調さが続くもとで、5G関連需要の高まりもあって、次第に増加基調が明確になっていくとみられる。

輸出の先行きを「世界貿易量¹¹」との関係からみると、①「世界貿易量」が増加基調に復し、②それに占める「日本の輸出シェア」も、自動車関連や資本財の回復を反映して持ち直すことから、

図表12：財別実質輸出



（出所）日本銀行、財務省
 （注）日本銀行スタッフ算出。< >内は、2019年通関輸出額に占める各財のウエイト。
 2020/2Qは、4～5月の値。

¹¹ ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

輸出は増加していく、と考えられる(図表 13、14)。

「世界貿易量」の伸び率をみると、当面は感染症の影響から前年比マイナスが続くが、グローバルな製造業の生産活動の回復に伴って下げ止まり、徐々に持ち直しに向かう可能性が高い。その後は、①情報関連が基調として堅調に推移するなかで、②感染症の影響による自動車販売の減少圧力は和らぎ、③不確実性の高さから先送りされていた設備投資も徐々に実施されていくことから、「世界貿易量」は伸びを高めていくと考えられる。他方、先行きの「日本の輸出シェア」については、当面、わが国が比較優位を持つ自動車関連や資本財の減少を反映して低水準で推移するが、その後は、グローバルな設備投資需要や自動車販売の回復を背景に、持ち直していくと考えられる。

輸入は、1～3月に中国における感染症拡大の影響からいったん減少したが、足もとでは、中国の生産活動の再開が進むもとの、消費財(パソコン、携帯電話機、マスク等)を中心に持ち直している(前掲図表 10)。先行きの輸入は、当面は、国内の生産活動の停滞による下押し圧力がかかるとみられるが、その後は、国内の経済活動の再開に伴い増加基調が明確になっていくと考えられる。

(対外収支)

名目経常収支の黒字幅は、縮小している(図表 15)。内訳をみると、名目貿易収支は、財輸出の大幅な減少を主因に、大きめの赤字となっている。サービス収支も、インバウンド需要の減少による旅行収支の大幅な悪化を反映して、赤字となっている。一方、第一次所得収支は、既往の証券投資からの利息収入等が下支えとなり、大きめの黒字を維持している。

この間、入国者数(季節調整済年率換算)をみ

図表13：世界の貿易量と実質GDP



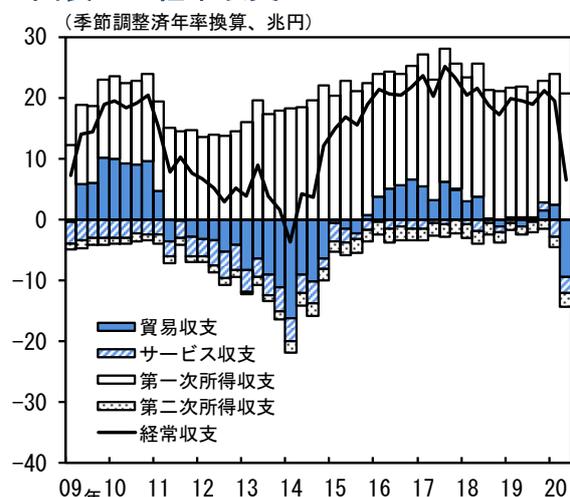
(出所) オランダ経済政策分析局、IMF等
 (注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2020/20は、2020/4月の2019/4～6月対比。
 2. 世界実質GDPは、IMF公表のGDPウェイトを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表14：日本の輸出シェア



(出所) オランダ経済政策分析局
 (注) 世界貿易量に占める日本の輸出シェア(日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準)。2020/20は、4月の値。

図表15：経常収支



(出所) 財務省・日本銀行
 (注) 2020/20は、4～5月の値。

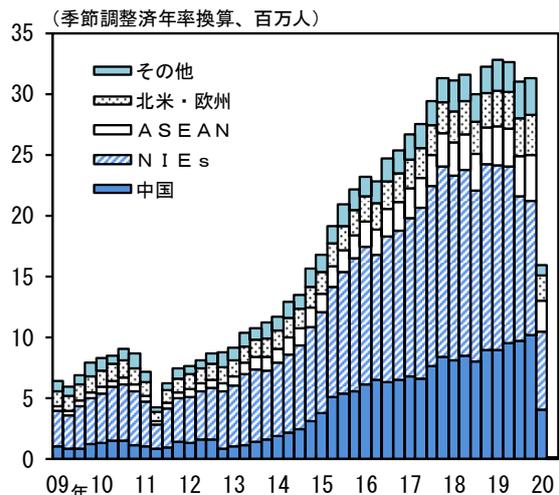
ると、世界的な感染症の大流行に伴う入国制限措置の強化などの結果、昨年3千万人を超える水準から足もとでは数万人程度へと激減している（図表16）。こうした動きを反映して、旅行収支の受取は大幅に減少している。渡航制限の強化に伴う出国者数の減少により、旅行収支の支払も減少しているが、受取減の影響は支払減の影響よりも大きく、ネットの旅行収支は悪化している。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、輸出が大幅に減少するも、大幅に減少している（図表17）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、内外の自動車販売の急速な落ち込みとそれを受けた在庫調整圧力を背景とした自動車関連の大幅減産に加え、航空機関連の減産もあって、大幅に減少している。こうした輸送機械の減産は、「鉄鋼」、「非鉄金属」といった関連業種の大幅な減産にもつながっている。「はん用・生産用・業務用機械」は、半導体製造装置が底堅さを維持しているものの、建設・鉱山機械や金属加工機械を中心に減少している。一方、「電子部品・デバイス」は、車載向けやスマートフォン向けは減少しているが、データセンター向けやパソコン関連の需要は堅調に増加していることから、落ち込みは相対的に小幅にとどまっている。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、「輸送機械」の動きを主因に、足もとで大きめの悪化となっている（図表18）。

先行きの鉱工業生産は、当面、感染症の影響による海外経済の落ち込みや在庫調整圧力から低水準となるが、感染症の影響が世界的に和らぎ、在庫調整が進捗するに伴い、下げ止まりから持ち直しに向かうと見込まれる。その後も、海外経済が着実な成長を続けるも、ペントアップ需要や挽回生産の動きにも支えられて、増加基調が

図表16：入国者数



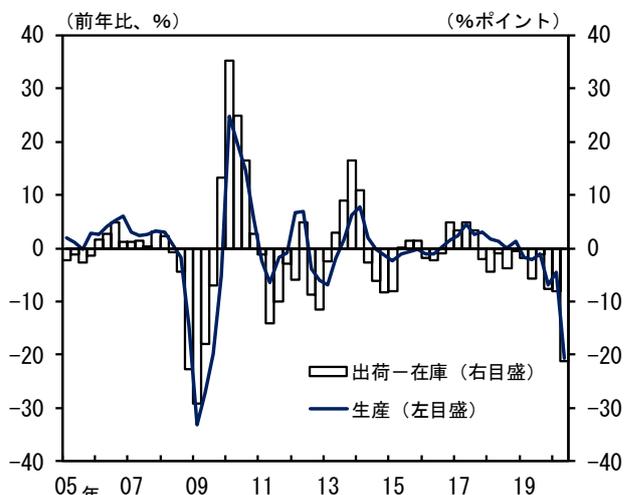
(出所) 日本政府観光局 (JNTO)
(注) 北米・欧州は、米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ。2020/20は、4～5月の値。

図表17：鉱工業生産



(出所) 経済産業省
(注) 1. シャド一部分は、景気後退局面。
2. 生産の2020/2Qおよび3Qは、6、7月の予測指数を用いて算出。
在庫の2020/2Qは、5月の値。

図表18：出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省
(注) 生産と出荷の2020/2Qは、4～5月の値。在庫の2020/2Qは、5月の値。

徐々に明確となっていくと考えられる。

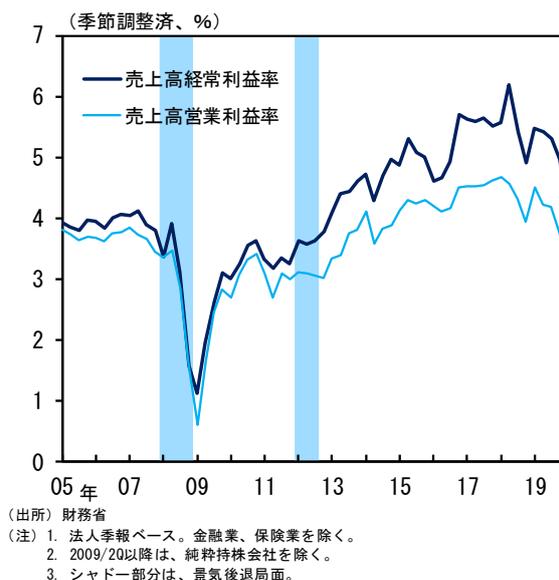
(企業収益)

企業収益は、感染症の影響から、悪化している。法人企業統計の利益率（全産業全規模ベース）は（図表 19）、昨年以降、海外経済の減速や消費税率引き上げの影響から低下してきたが、1～3月は、感染症の影響も下押しとなり、低下傾向が明確となった¹²。足もとでは、原油価格の下落による交易条件の改善や各種の所得支援策が下支えに寄与しているものの、輸出や個人消費などの減少による売上減の影響は大きく、後述の業況感の悪化も踏まえると、企業収益は大幅に減少している可能性が高い。

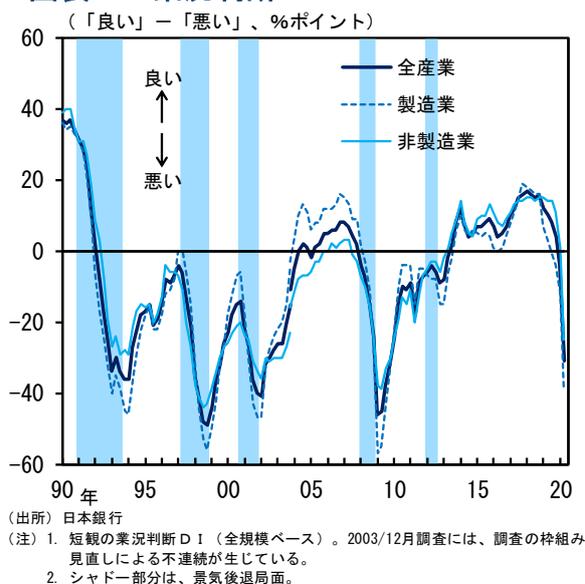
企業の業況感は、内外需要の減少を受けて、悪化している。6月短観の業況判断DIをみると（図表 20）、全産業全規模ベースでは、感染症の影響を背景に、「悪い」超幅を大幅に拡大した。業種別にみると、製造業は、自動車や鉄鋼を中心に、幅広い業種で大幅な悪化を続けている。非製造業では、外出・イベント自粛の動きや営業制限などを背景に、宿泊・飲食サービスや対個人サービスが大幅な悪化を続けている。

先行きの企業収益は、感染症の影響から、当面、下押し圧力の強い状態が続くとみられるが、世界的に感染症の影響が和らぐなかで、ペントアップ需要にも支えられた内外需要の回復に伴い、徐々に改善基調に復していくと考えられる。

図表19：企業収益



図表20：業況判断



¹² 1～3月の法人企業統計については、感染症の影響から回収率が低下したため、財務省は回答期限を2か月程度延長したうえで、7月27日に確報値を公表する予定としている。

（設備投資）

設備投資は、横ばい圏内の動きとなっている（図表 21）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、在宅勤務の拡大などから堅調な動きとなっているパソコン等の I T 関連を除けば、輸出の急速な落ち込みや先行き不透明感の高まりから、全体として弱めの動きとなっている。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）は、なお高水準ながら横ばい圏内の動きとなっている。

機械投資の先行指標である機械受注は、昨年来の海外経済の成長率低下に加え、感染症に伴う不確実性の高まりも下押しとなり、このところ減少基調が明確となってきている（図表 22）。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、倉庫（物流施設等）が増加する一方で、工場や店舗は減少しており、全体では横ばい圏内の動きとなっている。短観における設備投資計画をみると、GDP の概念に近い「全産業全規模+金融機関・持株会社等」のソフトウェア・研究開発を含む設備投資計画（除く土地投資）は、2020 年度も前年比プラスを維持しているが、6 月時点としては 2009 年度以来の低い伸びとなっている（図表 23）。

先行きの設備投資は、企業収益に対する下押し圧力や感染症に関する先行き不透明感の高さが続くもとで、世界的な需要減の影響が大きい自動車のほか、国内のサービス消費の減少の影響が資金繰り悪化につながっている飲食・宿泊サービスなどを中心に、減少基調に転じていくとみられる。もっとも、日本銀行・政府による積極的な資金繰り支援策を背景に緩和的な金融環境が維持され、企業の成長期待も大きく低下しないもとで、研究開発や I T 関連の中長期的な案件の多くは継続され、リーマン・ショック時のような大幅な資本ス

図表21：設備投資一致指標



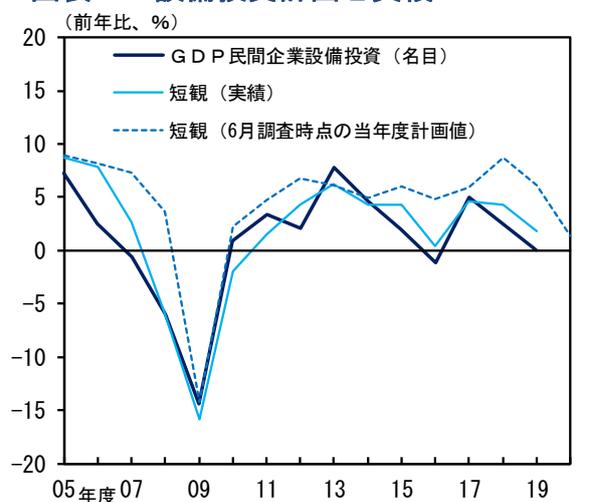
(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省
 (注) 1. 資本財総供給の2020/2Qは、4~5月の値。建設工事出来高の2020/2Qは、4月の値。
 2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表22：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省
 (注) 2020/2Qは、4~5月の値。

図表23：設備投資計画と実績



(出所) 日本銀行、内閣府
 (注) 短観は、ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない（2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない）。全産業+金融機関・持株会社等の値（2020/3月調査以前は、持株会社等を含まない）。

トック調整には至らないと考えられる（図表 24、25）¹³。やや長い目で設備投資の先行きを展望すると、世界的に感染症の影響が和らいでいくなかで、設備投資は、企業収益の改善からややラグを伴って、緩やかな増加基調に復していくと考えられる。具体的な案件としては、①テレワーク関連や遠隔サービス関連のIT投資のほか、②Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、③成長分野へのソフトウェア・研究開発投資などが牽引役になると見込まれる。

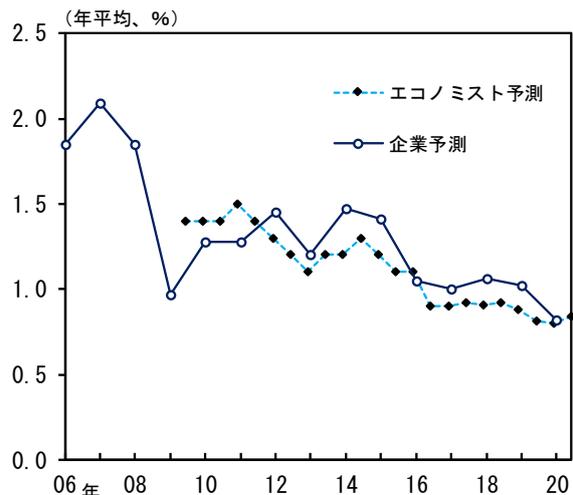
（雇用・所得環境）

感染症の影響が続くなかで、雇用・所得環境には弱い動きがみられている。

雇用面をみると、感染症の影響から労働需要は大きく減退している。労働力調査の雇用者数は、パートやアルバイト等の非正規を中心にはっきりと減少し、足もとでは2012年末以来の前年比マイナスとなっている（図表 26）。就業者数でみると、雇用者数の減少に自営業主・家族従業員の減少も加わり、4～5月の落ち込み幅は大きくなっている。労働需給面をみると、求人数の大幅な減少を反映して、有効求人倍率は、はっきりと低下している（前掲図表 2）。短観の雇用人員判断DIは、宿泊・飲食サービスで「過剰」超に転じるなど、全体として人手不足感が大きく後退している。こうした動きを反映して、失業率は、足もとでは3%程度まで上昇しているが、就業者の減少に比べると失業者の増加は抑制されている。これには、職を失った人々が、感染症への警戒感や学校の休校の影響から職探しを控え、一時的に非労働力化したことが影響しており、労働力率は高齢層と女性を中心にこのところ低下している（図表 27）。

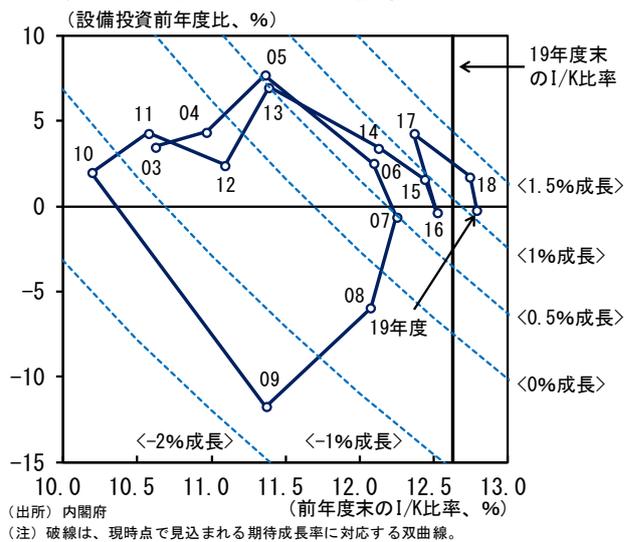
¹³ 感染症の影響を受けた企業行動の特徴点については、BOX 2を参照。

図表24：中長期の実質GDP成長率見通し



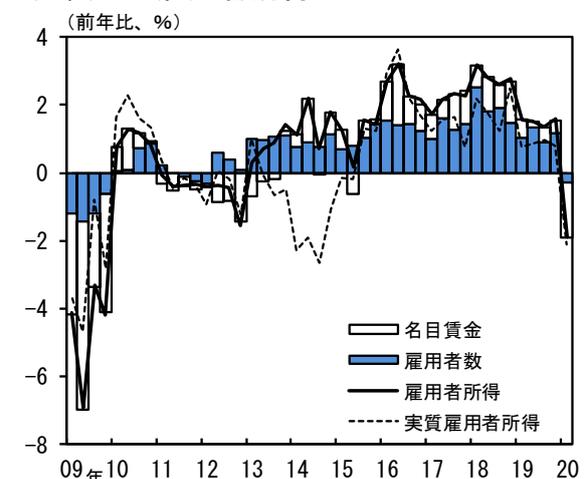
（出所）内閣府、JCER「ESPフォーキャスト調査」
 （注）1. 横軸は、調査時点。
 2. エコノミスト予測は、ESPフォーキャスト調査の2～6年度先の成長率の平均（調査は毎年6、12月）。直近値は、2020/6月。
 3. 企業予測は、企業行動に関するアンケート調査（上場企業・全産業）の今後5年間の見通し（年度平均、調査は毎年1月）。

図表25：資本ストック循環図



（出所）内閣府
 （注）破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。

図表26：雇用者所得



（出所）厚生労働省、総務省
 （注）1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）
 3. 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。
 4. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

この間、就業者数の内訳をみると、月末1週間の就業時間がゼロの休業者は、4～5月に急速に増加しており、潜在的な雇用調整圧力の強い状態が続いている（図表28）。

先行きについては、需要減の影響が大きい飲食・宿泊等のサービス業や自動車産業などを中心に、雇用調整圧力が残存するも、雇用者数は当面減少傾向をたどると考えられる。もっとも、今次局面で拡充された雇用調整助成金が、雇用削減に対する一定の歯止めとして働くほか、日本銀行や政府による資金繰り支援策が企業の倒産・廃業を抑制することから、雇用者数の減少は、経済活動の落ち込みと比べ、抑制される可能性が高い。やや長い目でみれば、感染症の影響が和らいでいくにつれて、政府の需要刺激策も下支えとなり、雇用者数は下げ止まりから持ち直しに転じていくことが見込まれる。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金の前年比は、所定外給与の減少幅拡大に加え、所定内給与のマイナス転化も下押しとなり、足もとでは大きめの低下となっている（図表29）¹⁴。名目賃金の内訳を仔細にみると、一般労働者の所定内給与の前年比は、これまでプラスで推移してきたが、休業者の増加が下押しに作用し¹⁵、小幅のマイナスに転じている（図表30）。パートの所定内給与も、労働時間の大幅な減少などに伴い、はっきりとしたマイナスとなっている。所定外給与は、「働き方改革」に伴う所定外労働時間の減少が基調的な下押し圧力として作用するなかで、足もとでは、感染症の影響による労働時間の減少も加わり、大幅

¹⁴ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えの影響を受けにくい共通事業所ベースで評価している。

¹⁵ 休業手当は、労働基準法上、平均賃金の6割以上の支払いが義務付けられている。休業手当が平均賃金を下回ると、その分、所定内給与に対し下押し圧力がかかることになる。

図表27：労働力率



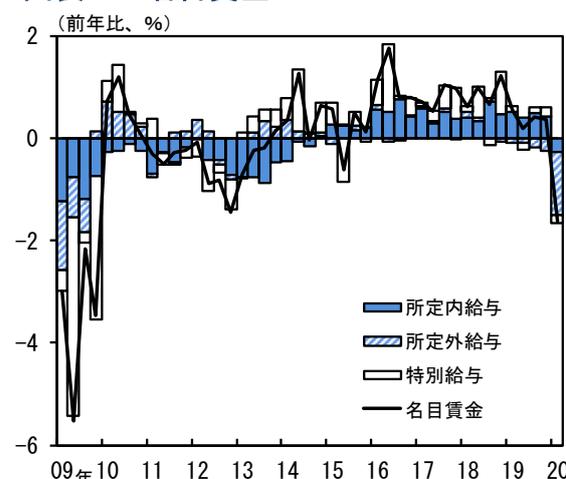
(出所) 総務省
(注) 2020/20は、4～5月の値。

図表28：休業者数と失業者数



(出所) 総務省

図表29：名目賃金



(出所) 厚生労働省
(注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

に減少している。

先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の所定内給与は、今年の春季労使交渉でベースアップがプラスで決着したものの、休業者の高止まりが押し下げ圧力として作用すると見込まれる。また、パートの所定内給与も、労働需給の悪化と労働時間の減少が下押しとなり、減少すると考えられる。特別給与（賞与）も、企業収益の悪化にややラグを伴うかたちで、当面は大きめのマイナスとなる可能性が高い。以上を総合すると、労働者全体の一人当たり名目賃金の前年比は、当面は、はっきりとしたマイナスになるとみられる。その後は、景気の改善に伴う労働需給の引き締めや企業収益の改善を反映して、一人当たり名目賃金は緩やかな増加基調に復していくと考えられる。

上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、当面、はっきりとした減少となるが、その後は、景気の改善を反映して、緩やかな増加基調に復していくと考えられる。労働分配率は、労働者の企業内保蔵や賃金の粘着性を反映して足もとでは大きく上昇しているが、先行きについては、名目GDPの伸びが高まるにつれて、緩やかな低下基調に転じていくと考えられる(図表31)。

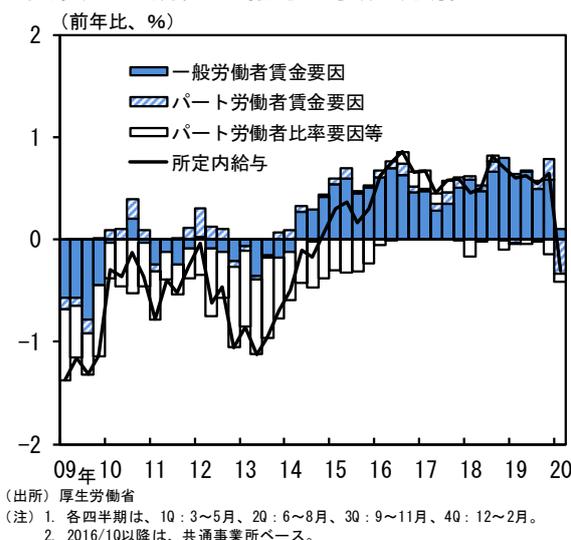
(家計支出)

個人消費は飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少してきたが、足もとでは、持ち直しの動きがみられる。

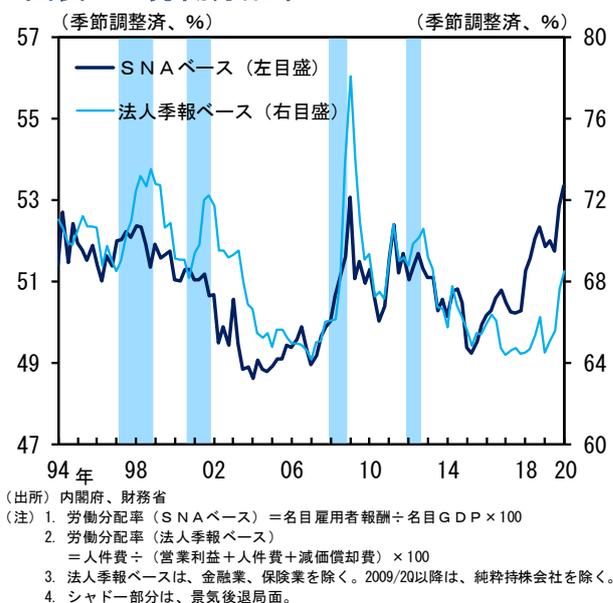
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)¹⁶をみると、消費税率引き上げや

¹⁶ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「消費活動指数の08SNA対応と精度向上を企図した見直し」(2018年4月)を参照。

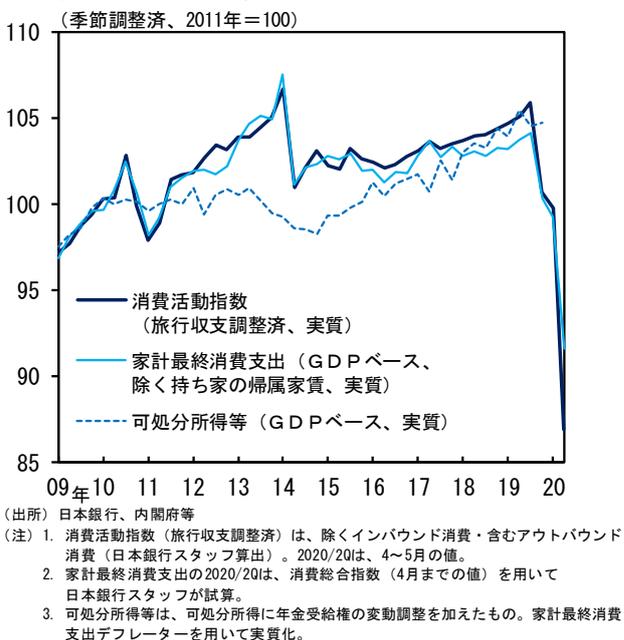
図表30：所定内給与の要因分解



図表31：労働分配率



図表32：個人消費

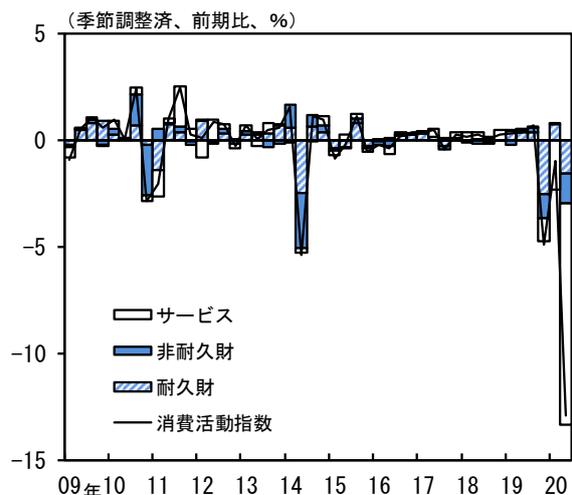


自然災害の影響から大幅に減少した昨年 10～12 月に続き、1～3月も感染症の影響により 2 四半期連続の減少となったあと、4～5月は、緊急事態宣言の発令とその対象地域の拡大の影響から、一段と減少した（図表 32、33）。各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、6月以降、消費活動は、なお低水準にあるとはいえ、経済活動の再開に伴って、徐々に持ち直しに向かっているとみられる¹⁷。

形態別にみると、耐久財消費は、1～3月に消費税率引き上げや自然災害の影響の剥落に伴っていったん増加したが、4～5月は店舗休業や外出自粛の影響が強まり、再び減少した（図表 34）。このうち乗用車販売は、感染症の影響によるディーラーへの来店客数の減少や、輸入部品の供給制約の影響などから、大幅に減少していたが、足もとでは持ち直しに転じている。家電販売額は、営業時間の短縮や店舗休業の影響から、4月までは減少していたが、足もとにかけては、店舗営業が徐々に正常化するもとで、パソコンやテレビ、白物家電などを中心に持ち直している。非耐久財消費をみると、食料品や日用品は、外食へのシフトもあって増勢が鈍化している一方で、衣料品は、外出の減少や店舗休業などを背景に減少したあと、営業活動の再開を受けて持ち直している。サービス消費は、感染症の影響による外出自粛や休業・営業時間短縮の動きから、外食や宿泊などの選択的支出を中心に大幅に減少している（図表 35）。外食は、テイクアウト・デリバリー需要がファーストフードを中心に下支えとなるもとで、足もとでは、緊急事態宣言の解除に伴い客足も幾分持ち直しているとみられるが、居酒屋やファミリーレ

¹⁷ BOX 3 では、感染症が個人消費に与えている影響について、高頻度データなどを用いて、足もとまでの動きを整理している。

図表33：消費活動指数（実質）



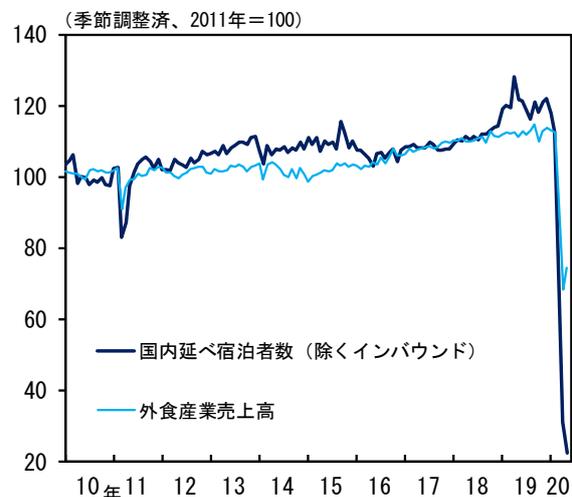
(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 消費活動指数は、旅行収支調整済（日本銀行スタッフ算出）。内訳は、旅行収支を調整していない。2020/20は、4～5月の値。
 2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

図表34：耐久財消費



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、経済産業省、総務省
 (注) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表35：サービス消費



(出所) 観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
 (注) 国内延べ宿泊者数の2010年は、従業者数10人以上の宿泊施設の調査結果における前年比を用いて接続。

ストランを中心に引き続き低水準で推移している。旅行は、感染症の影響が続くなかで、国内・海外ともに大幅に落ち込んだ状態が続いている。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表36）、消費者態度指数や、景気ウォッチャー調査のDIは、感染症の影響から、4月に大幅に悪化した。5月以降は、緊急事態宣言の解除を受けて、持ち直しに転じている。

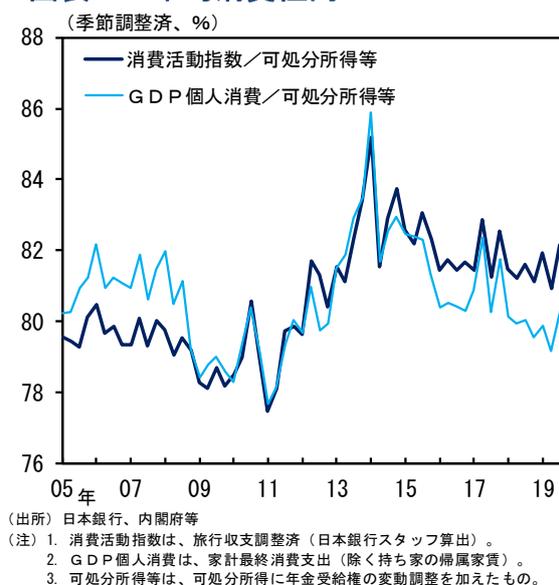
先行きの個人消費は、当面、サービス消費を中心に低水準が続くとみられるが、営業活動の段階的な再開の動きに伴い、各種の所得支援策にも支えられて緩やかに持ち直していくとみられる。感染症の影響が和らぐもとの、各種の需要刺激策も、外食や旅行などのペントアップ需要を喚起していくと考えられる。もっとも、①外食や個人向けサービスなどでは、社会的距離を確保する観点から、稼働率が従来よりも低下するほか、②感染症への警戒感を背景に、人混みを避ける動きが残ることなどから、持ち直しのペースはかなり緩やかなものにとどまる可能性が高い。「新しい生活様式」への家計・企業の適応が進み、新たな財・サービスも創出されていけば、個人消費は、雇用・所得環境の改善にも支えられて、増加基調が次第に明確になっていくと考えられる。

消費性向は、①個人消費の急激な減少と、②各種の所得支援策による可処分所得の増加を反映して、いったん大幅に低下すると見込まれる。その後は、経済活動の正常化に伴い回復していくとみられるが、先行き不安の高まりなどから、消費性向は、過去平均対比で幾分低い水準にとどまり続ける可能性が高い（図表37）。

図表36：個人消費関連のマインド指標



図表37：平均消費性向



住宅投資は、緩やかに減少している(図表 38)。
 住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、消費税率引き上げの影響に加えて、感染症の影響もあって、このところ減少している。先行きの住宅投資は、雇用・所得環境の弱さや先行き不透明感の高まりもあって、当面、緩やかな減少が続くとみられるが、その後は、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境が下支えとなり、下げ止まりから持ち直しに転じていくと考えられる。

図表38：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省
 (注) 2020/2Qは、4~5月の値。

2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、大幅に下落している（図表 39）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、企業収益の悪化に伴う経費節減圧力の高まりや、感染症による旅行・飲食需要減少の影響などから、広告や宿泊サービス、店舗・ホテル賃貸を中心に、大きめのマイナスとなっている（図表 39）。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、エネルギー価格下落の影響などから、このところ伸び率が低下し、0%程度となっている（図表 39、40）。一方、除く生鮮食品・エネルギーは、振れを伴いつつも、このところ0%台前半で推移している。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くベース）の前年比の内訳をみると、一般サービスがマイナスとなっているほか、公共料金もプラス幅を縮小している（図表 41）。品目別にみると、旅行関連をはじめ、感染症の影響を強く受けた一部の品目で、下落率が大きめとなっている。もっとも、現時点では、値下げにより需要喚起を図る価格設定が幅広い品目に広がっているようには窺われない¹⁸。

この間、GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターの上昇に加え、原油価格下落による輸入デフレーターの下落もあって、全体では1%程度のプラスとなっている（前掲図表 39）。内需デフレーターの前年比は、消費税率引き上げもあ

¹⁸ BOX 4では、感染症の影響を受けた、最近の物価変動の特徴点について分析している。

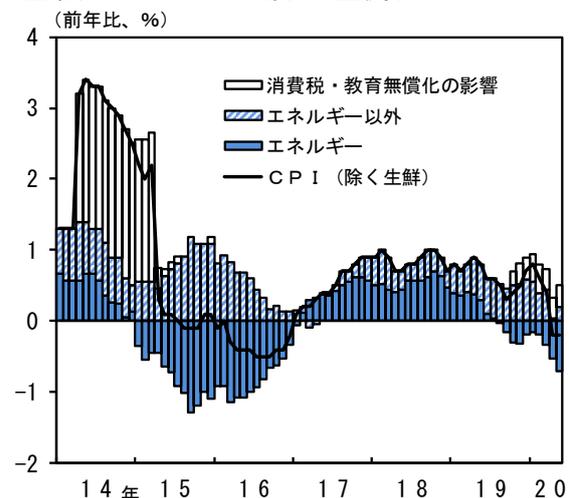
図表39：物価関連指標

	(前年比、%)			
	19/3Q	19/4Q	20/1Q	20/2Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	0.5	0.6	0.6	-0.2
消費税・教育無償化の影響を除く		0.2	0.2	-0.5
除く生鮮・エネルギー	0.6	0.8	0.7	0.3
消費税・教育無償化の影響を除く		0.6	0.4	0.1
国内企業物価指数（前期比）	-0.9	-0.1	-0.4	-2.4
企業向けサービス価格指数	0.5	0.4	0.2	-1.0
GDPデフレーター	0.6	1.2	0.9	
内需デフレーター	0.2	0.7	0.7	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

- (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。いずれも、消費税率引き上げの影響を除く。
2. 2020/2Q以降のCPI（消費税・教育無償化の影響を除く）は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。
3. CPIと企業向けサービス価格指数の2020/2Qは、4~5月の値。

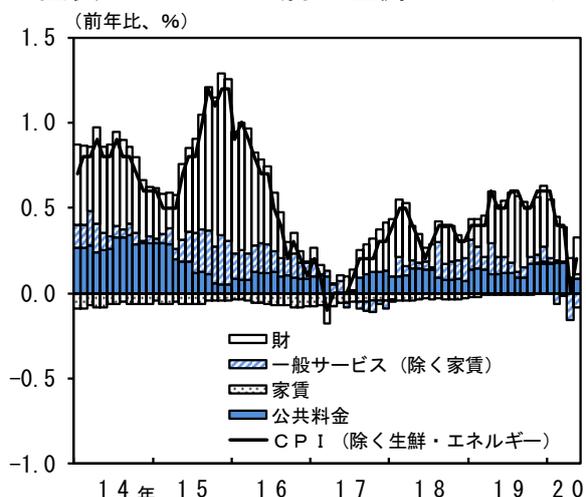
図表40：CPI（除く生鮮）



(出所) 総務省

- (注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。
2. 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表41：CPI（除く生鮮・エネルギー）



(出所) 総務省

- (注) 1. 公共料金（除くエネルギー）＝「公共サービス」＋「水道料」
2. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く（2020/4月以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値）。

って、個人消費デフレーターを中心に、0%台後半のプラスとなっている。

(物価を取り巻く環境)

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップは、当面、感染症の影響による失業率の上昇や労働時間の減少、資本稼働率の低下などからはっきりと悪化し、大きめのマイナスで推移すると考えられる(前掲図表4、図表42)。その後は、感染症の影響が和らいでいくもとで、成長率が潜在成長率を上回って推移することから、需給ギャップは改善基調を続け、プラス基調に復していくと考えられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、弱含んでいる(図表43、44)。先行きについても、当面は、後述するようにエネルギー価格下落の影響も含めた実際の物価がマイナスで推移することを受けて、予想物価上昇率は、引き続き弱含むとみられる。もっとも、その後は、景気が改善していくもとで、現実の物価が上昇していくことや、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、予想物価上昇率は再び高まっていくと考えられる。

第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格の大幅な下落は、当面は石油製品の下落を通じて、その後はややラグを伴って電気代等の下落を通じて、消費者物価を下押しすることが見込まれる(図表45)。もっとも、やや長い目で見れば、そうした下押しの影響は次第に減衰していくとみられる。

(物価の先行き)

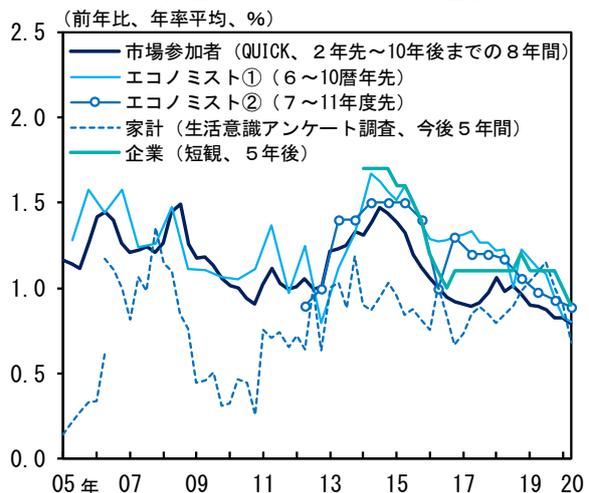
消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前

図表42: CPIと需給ギャップ



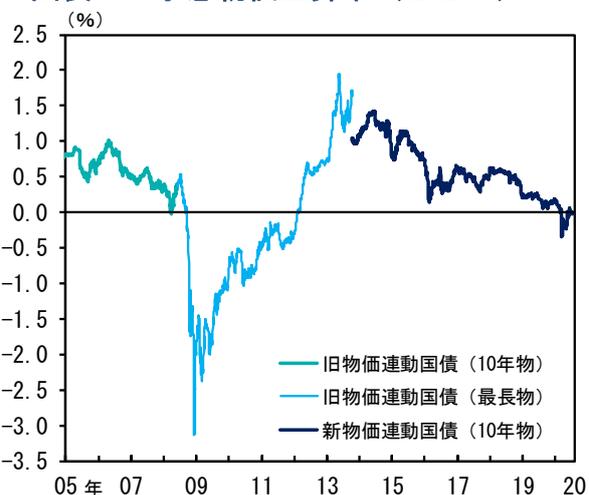
(出所) 総務省、日本銀行
 (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く(2020/2Q以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値)。2020/2Qは、4~5月の値。
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表43: 予想物価上昇率(各種調査)



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
 (注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。
 2. 家計は、修正カールソン・パーキン法による。
 3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

図表44: 予想物価上昇率(BEI)



(出所) Bloomberg
 (注) 固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。

年比について、先行きを展望すると、当面は、プラス幅を縮小していくと見込まれる。内訳をみると、①目先、宿泊料や外国パック旅行費は、内外の旅行需要の落ち込みを反映して、マイナス幅を拡大すると予想される。また、②景気感応的な食料工業製品や耐久消費財、被服、外食等の伸び率も、若干のラグを伴いながら、次第に低下していく可能性が高い。さらに、③携帯電話関連（携帯電話機・携帯電話通信料）は、業界内の競争環境の強まりを受けて、弱めの動きが続くとみられる¹⁹。

やや長い目で消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の先行きを展望すると、感染症の影響が和らぎ、需給ギャップが改善するもとで、経済対策における需要喚起策やオリンピック開催を背景に、宿泊料や教養娯楽関連サービス等も上昇に転じると予想されることから、次第に伸び率が高まっていくと考えられる。その後、見通し期間の終盤にかけても、①需給ギャップの改善が続くことに加え、②中長期的な予想物価上昇率が、「適格的」、「フォワードルッキング」双方の期待形成メカニズムを通じて高まっていくのに伴い、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、さらに上昇率が高まっていくと考えられる(図表 46)。

以上を踏まえ、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望すると、エネルギー価格が、既往の原油価格の大幅な下落を反映して、電気代・都市ガス代を中心にマイナス幅を拡大していくことを主因に、当面は、マイナスで推移するとみられる。その後は、エネルギー価格の下落の影響が減衰するとともに、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）が伸びを高めていくことから、消費

図表45：国際商品市況

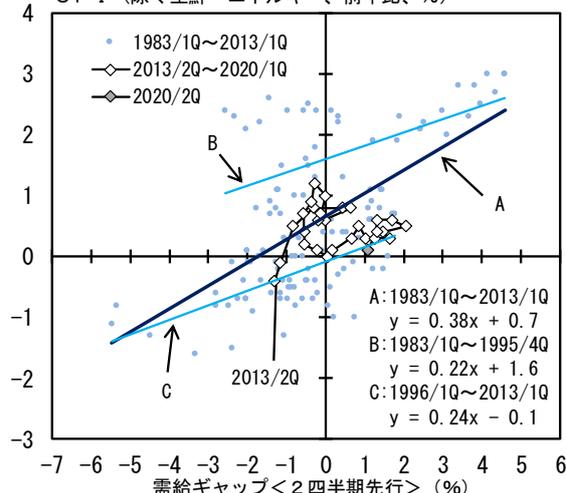
(月中平均、原油：ドル/バレル、銅：百ドル/トン)



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

図表46：フィリップス曲線

CPI (除く生鮮・エネルギー、前年比、%)



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く(2020/2Q以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値)。
2020/2Qは、4~5月の値。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

¹⁹ このほか、消費税率引き上げの影響が剥落することが、前年比の押し下げ要因となる。

者物価(除く生鮮食品)の前年比もプラスに転じ、
見通し期間終盤にかけて徐々にプラス幅が拡大し
ていくと考えられる。

3. わが国の金融情勢

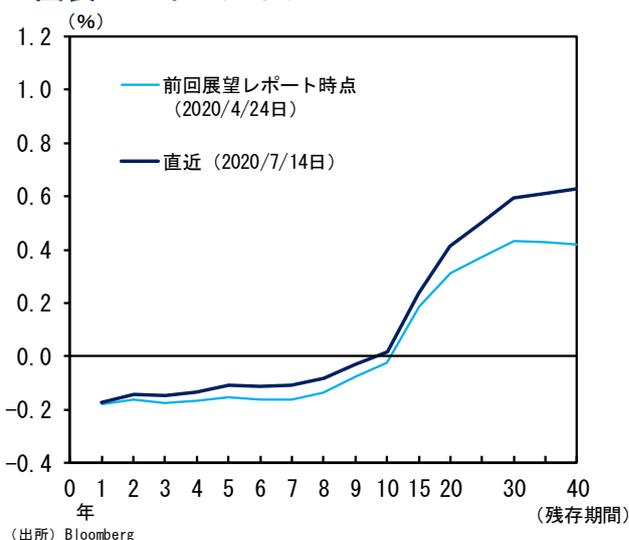
(金融環境)

わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りは悪化しているなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている²⁰。

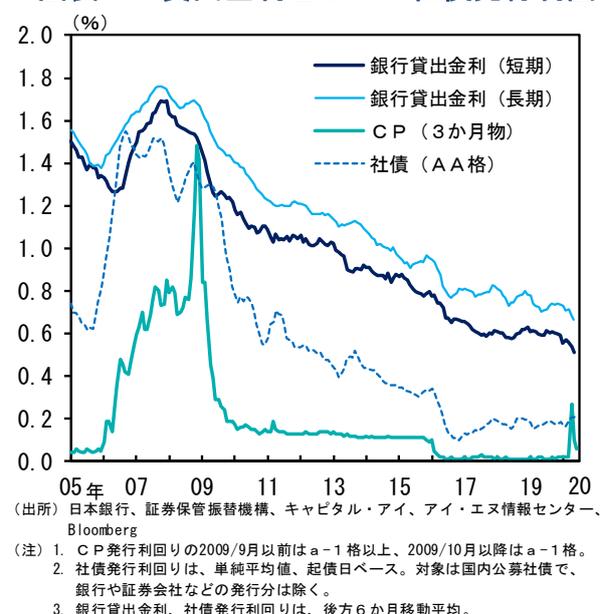
日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）に沿ったかたちとなっている（図表47）。すなわち、日本銀行が、政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえ、債券市場の安定を維持し、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、長期国債、短期国債ともに、さらに積極的な買入れを行うもとで、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物はゼロ%程度で推移している。この間、20年物は、0%台前半で推移している。

企業の資金調達コストは、CPを中心に上昇していた市場調達レートが、日本銀行による金融緩和措置の効果もあって、低下に転じるもとで、低水準で推移している（図表48）。CPの発行金利は、4月に一旦大きく上昇したものの、日本銀行によるCP等買入れの増額公表後は低下しており、足もとでは低水準で推移している。この間、短観のCP発行環境判断DIは、一時的な発行金利の上昇もあって、「楽である」との回答割合が減少したため低下した。社債の発行金利も、幾分上昇した水準から、足もとにかけて低下しており、きわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利

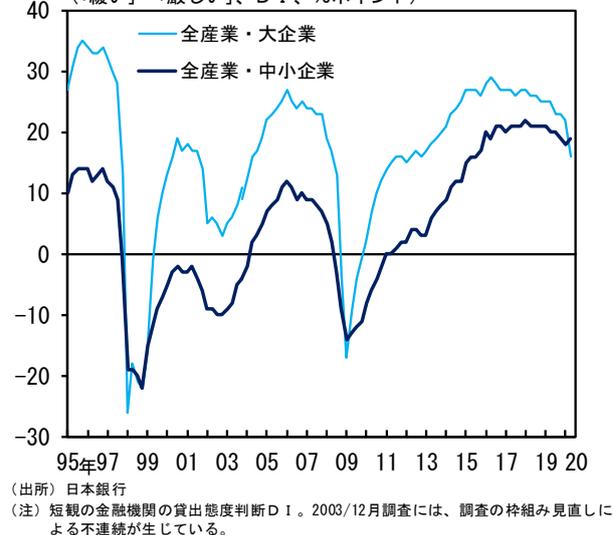
図表47：イールドカーブ



図表48：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表49：企業からみた金融機関の貸出態度
（「緩い」-「厳しい」、DI、%ポイント）



²⁰ 新型コロナウイルス感染症の影響下でのわが国の金融環境と企業等の資金繰り支援のための日本銀行・政府による対応については、BOX 5を参照。

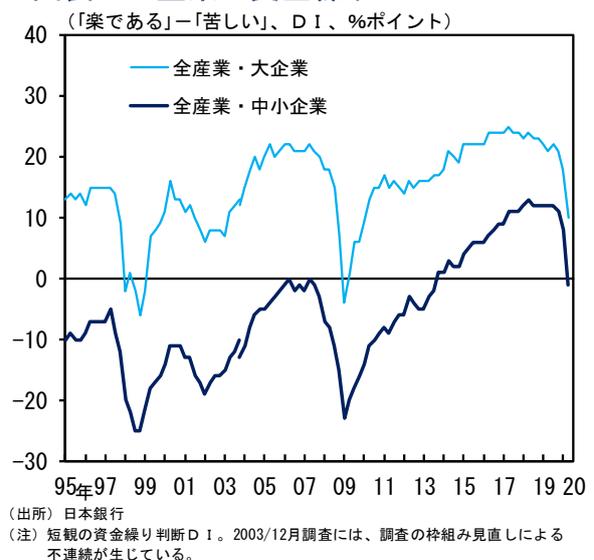
(新規約定平均金利)は、既往ボトム圏の水準で推移している。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、大企業では「緩い」との回答割合の減少を背景に幾分低下しているが、中小企業ではごく小幅に上昇している。また、大企業、中小企業とも、「厳しい」との回答割合は抑制されており、日本銀行や政府による企業等の資金繰り支援のための各種措置、そのもとでの金融機関の取り組みを背景に、総じて緩和的な水準を維持している(図表49)。一方、企業の資金繰りを短観のDIでみると、感染症の影響による売上げの減少等を受けて、規模を問わず悪化している(図表50)。

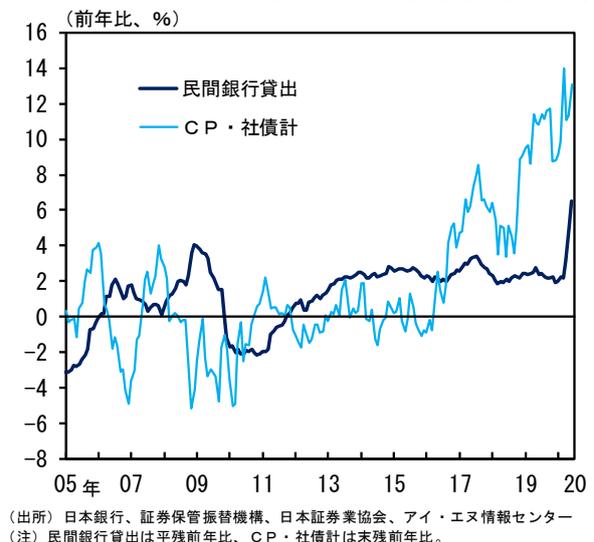
企業の資金需要面をみると、感染症の影響を受けた売上げの減少や予備的な需要などによる資金需要が増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は6%台半ばと、約30年ぶりの高い伸びとなっている(図表51)。また、直接金融による資金調達も活発に行われており、CP・社債合計の発行残高の前年比は、10%を超える高めのプラスで推移している。

マネタリーベースは、前年比で6%程度の伸びで推移しており、6月末時点の残高は565兆円(対名目GDP比率は103%²¹)となっている。マネーストック(M2)の前年比は、銀行貸出の増加や財政要因による押し上げなどを背景に、7%台前半の伸びとなっている(図表52)。

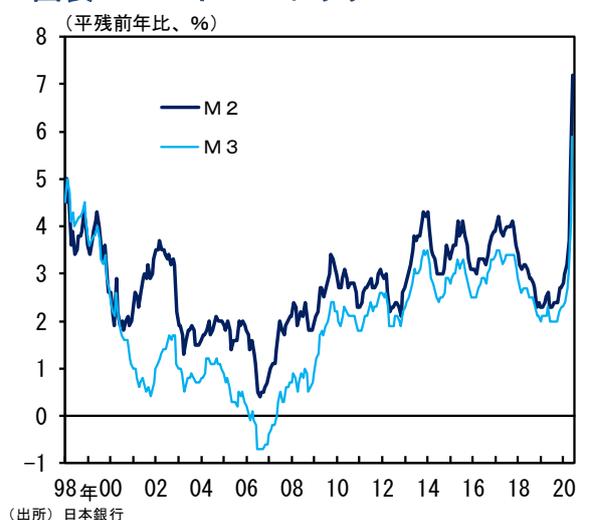
図表50：企業の資金繰り



図表51：貸出残高とCP・社債発行残高



図表52：マネーストック



²¹ 名目GDPは、2020年1～3月期の値を用いている。

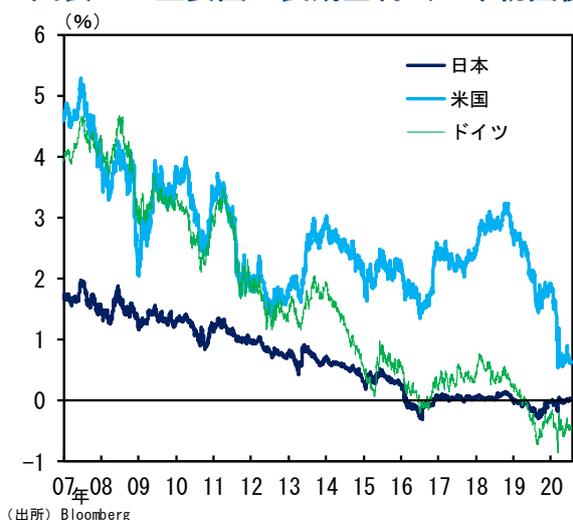
(金融市場動向)

国際金融市場の動向をみると、各国・地域における積極的な財政・金融政策や、先進国などでの経済活動再開に向けた動きから、ひと頃の緊張は緩和している。株価は、多くの国・地域で上昇している。長期金利は、センチメント改善や財政支出の拡大による国債発行の増加を背景に上昇する場面もみられたが、各国・地域の中央銀行が金融緩和を進めるもとで積極的な国債買入れを実施していることもあり、横ばい圏内で推移している。もともと、内外経済の不透明感が強いもとで、株価のボラティリティは高めの水準で推移するなど、依然として神経質な状況にある。

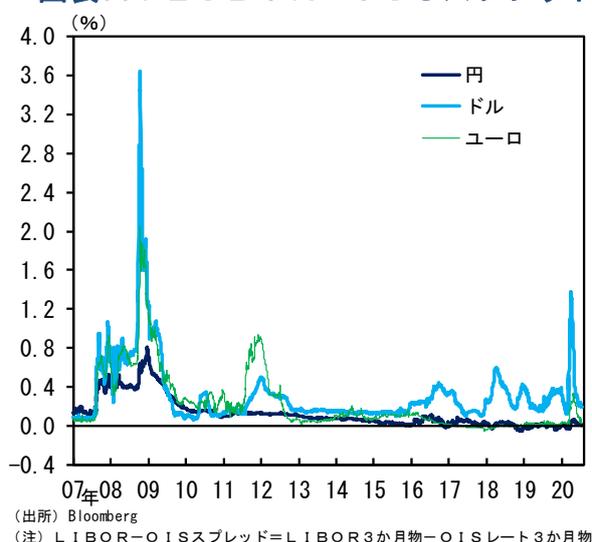
米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、経済活動再開の動きやそれを映じた経済指標、国債発行の増額などを背景に上昇する場面もみられたが、FRBによる国債買入れや、政策金利が低水準で維持される期間が長期化すると、観測の強まりもあって、横ばい圏内での推移となっている(図表53)。ドイツでも、経済活動の再開や国債発行の増額観測などを背景に上昇する場面もみられたが、ECBが国債買入れを行うもとで、横ばい圏内での推移となっている。

主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、主なドルの出し手であるプライムMMFの資金放出スタンスがひと頃と比べ改善していることなどから縮小している(図表54)。ユーロでも幾分縮小している。この間、円は低水準で推移している。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、日本銀行を含めた各国・地域の中央銀行による米ドル資金供給オペを通じて多額のドルが供給されたこともあって縮小しており、足もとでは低めの水準で推移している(図表55)。

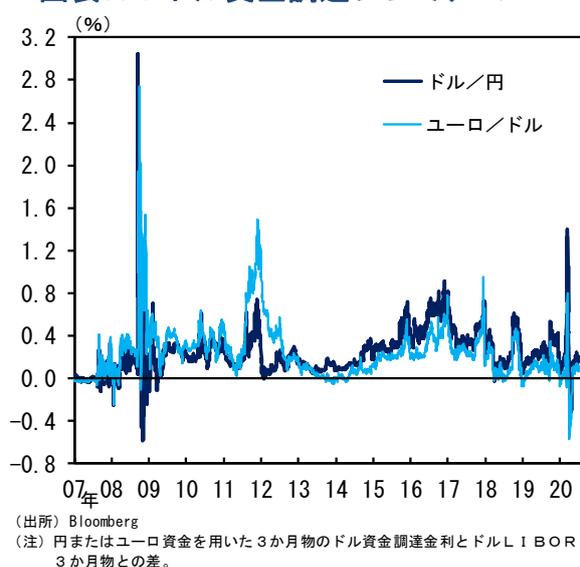
図表53：主要国の長期金利（10年物国債）



図表54：LIBOR-OISスプレッド



図表55：ドル資金調達プレミアム



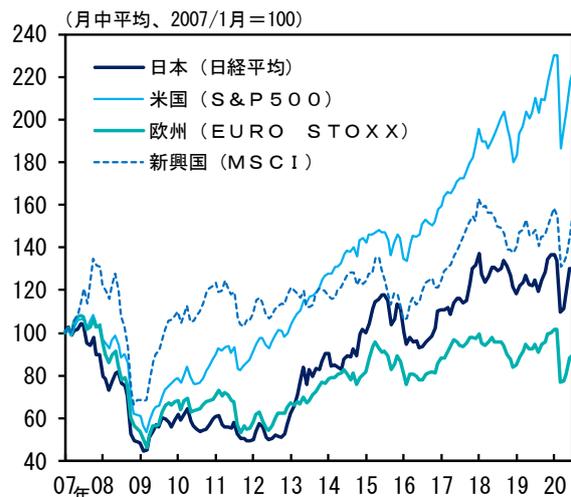
株式市場をみると、米国の株価は、各国・地域における積極的な財政・金融政策や、先進国などでの経済活動再開に向けた動きを受けた投資家のセンチメント改善を背景に上昇している（図表56）。もっとも、感染症の再拡大への警戒感などから大きめの下落となる場面もみられたほか、ボラティリティも高めの水準で推移するなど、神経質な状況が続いている。欧州やわが国の株価も、米国株価につれた動きとなっている。

わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は、経済再開に向けた動きを背景とした投資家のリスクセンチメントの改善から、幾分上昇している（図表57）。もっとも、感染症がホテルや商業施設などに与える影響についての慎重な見方もあって、上昇ペースが緩やかなものとなっている。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、横ばい圏内の動きとなっている（図表58）。円の対ユーロ相場は、振れを伴いつつも、ユーロ圏の財政・金融政策による経済下支えへの期待感の高まりなどを背景に、ユーロ高・円安方向の動きとなっている。

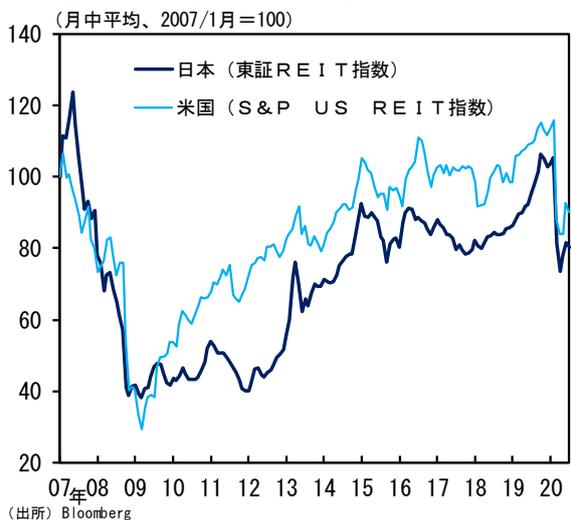
以上

図表56：主要株価指数



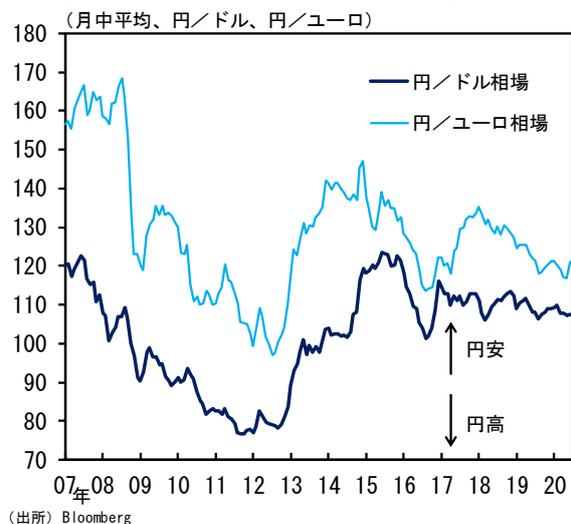
(出所) Bloomberg
(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

図表57：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表58：円ドル・円ユーロ相場



(出所) Bloomberg

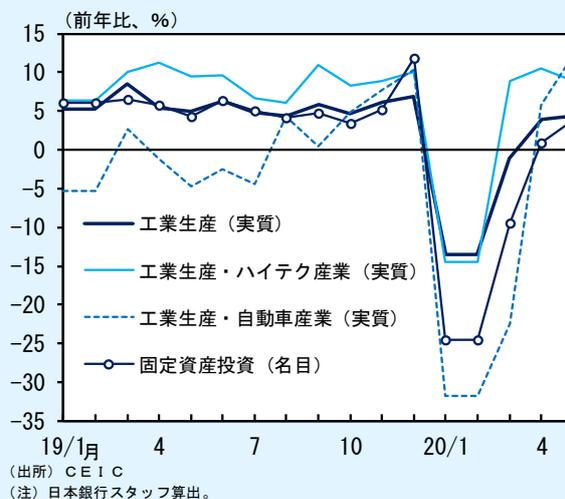
(BOX 1) 感染症流行下の海外経済の動向

海外経済は、新型コロナウイルス感染症の拡大が収まりつつある国を中心に経済活動を再開する動きもみられているが、感染症の影響が引き続きみられるもとの、大きく落ち込んだ状態にある。本BOXでは、感染症流行下の海外経済について、景気が持ち直している中国のこれまでの動向を振り返ったあと、欧州や米国の動向をみていく。

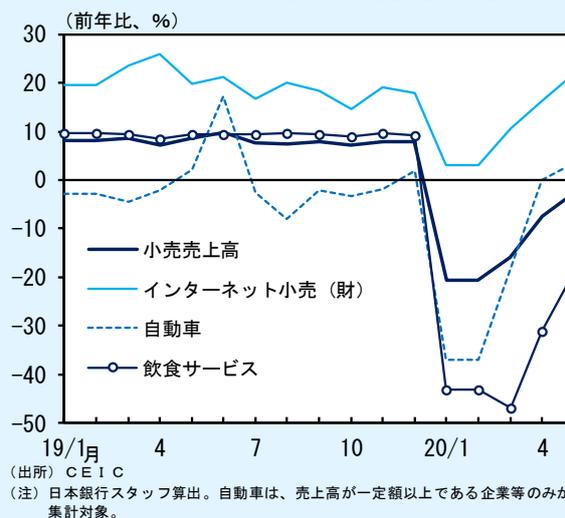
中国では、1月下旬以降、感染症拡大の影響から景気が大きく落ち込んだものの、その後は、中国国内での感染症流行が落ち着いていくもとの、経済活動の再開が進捗し、景気は持ち直している。工業生産は、労働力不足やサプライチェーン障害などの供給制約が和らぐにつれ、挽回生産の動きもあって、ハイテク関連や自動車関連を中心に、このところ前年を上回る水準にまで回復している(図表B1-1)。また、固定資産投資も、重点インフラプロジェクトの実施促進など中国当局による積極的なマクロ経済政策に支えられ、前年の水準を上回っている。小売売上高は、自主的な感染防止への取り組みなどにより、飲食サービスの回復がやや遅れているものの、インターネット販売の好調さやペントアップ需要の顕在化から、前年の水準に復しつつある(図表B1-2)。

欧州については、3月中旬以降、感染症拡大とそれを受けた職場閉鎖や外出制限等の影響から、消費電力が前年の水準を大きく下回ったように、景気は大きく落ち込んだ(図表B1-3)。その後は、感染症の流行が収束に向かうなか、厳格な公衆衛生上の措置が緩和されるにつれ、消費電力の前年比マイナス幅が縮小するなど、経済活動には持ち直しに向かう動きがみられている。こうしたもとの、雇用環境の悪化にも歯止めのかかる兆しがう

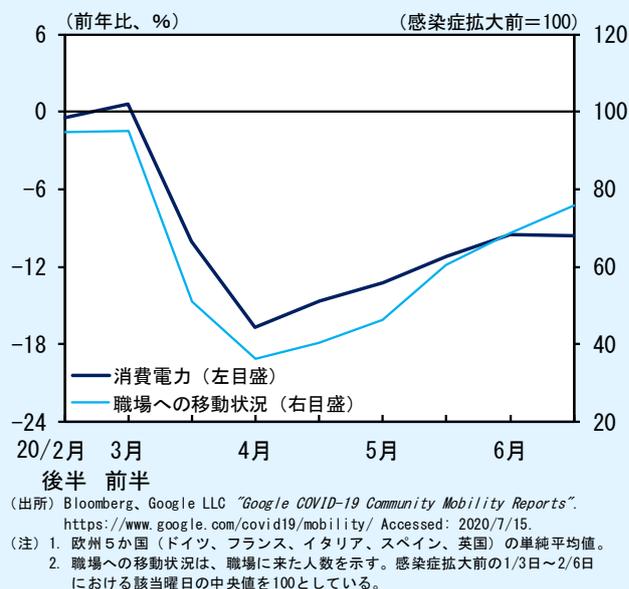
図表B1-1：中国の工業生産・固定資産投資



図表B1-2：中国の名目小売売上高



図表B1-3：欧州の消費電力と移動状況

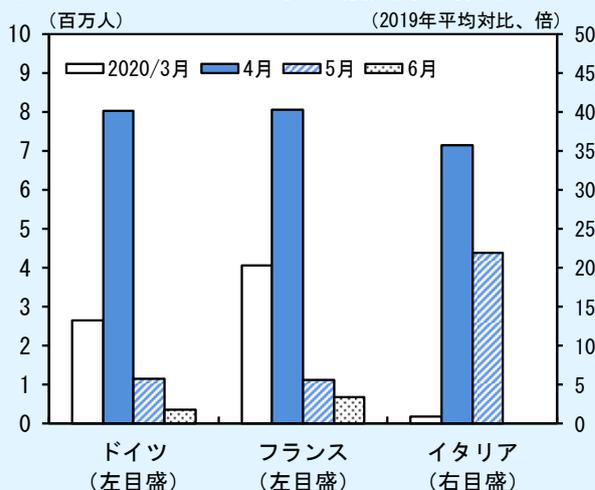


かがわれる。ドイツやフランス、イタリアでは、時短勤務時の助成金を申請する企業が、4月にかけて急増したものの、5月以降、大幅に減少している（図表 B1-4）。

米国でも、3月中旬以降、感染症拡大と厳格な公衆衛生上の措置の影響から、様々な経済活動の高頻度データを集約した米国地区連銀公表の Weekly Economic Index (WEI) が前年の水準を大きく下回ったように、景気は大きく落ち込んだ（図表 B1-5）。雇用面をみても、4月の失業率が、1940年以来の水準にまで悪化した（図表 B1-6）。その後、感染症の流行は米国全体としてみれば続いているものの、厳格な公衆衛生上の措置の緩和や米国政府による家計への現金給付などを背景に、自動車販売や飲食などサービス消費が増加に転じている。こうしたもとで、消費支出関連のカード取扱高の落ち込みが和らいでおり、WEI にみられる経済活動は上向きつつある。雇用面でも、米国政府の給与保護プログラムによる下支えが続くなか、5月以降、雇用者数が経済活動再開の進捗を背景に増加したほか、失業率も低下に転じている。

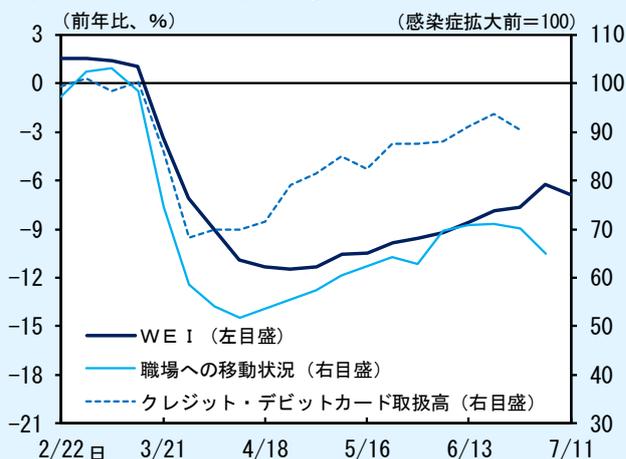
このように、欧州や米国では、持ち直しに向かう動きもみられるが、経済活動の水準は感染症拡大前を依然はつきり下回っている。先行き、企業や家計の自主的な感染防止への取り組みなどが、経済活動を抑制する力として作用し続けることもあって、海外経済が感染症拡大前の水準を回復するには時間を要する点に留意が必要である。さらに、中南米・インドなどの新興国や米国で、感染者数の増加に依然として歯止めがかからないなど、感染症の帰趨や、それが海外経済に与える影響の大きさについては、きわめて不確実性が大きく、引き続き、注意が必要である。

図表B1-4：欧州の時短勤務関連指標



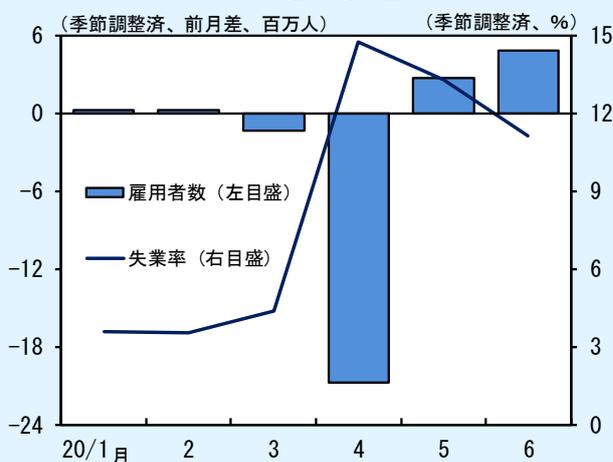
(出所) Haver、フランス労働省調査研究統計局
 (注) ドイツとフランスは、時短勤務申請数。イタリアは、短時間労働制度（所得補償金庫）のもとで認可された時間。イタリアの直近値は、2020/5月。

図表B1-5：米国の高頻度データ



(出所) Haver, Opportunity Insights, Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports". <https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: 2020/7/15.
 (注) 1. 職場への移動状況は、職場に来た人数を示す。感染症拡大前の1/3日～2/6日における該当曜日の中央値を100としている。
 2. クレジット・デビットカード取扱高は、季節調整済。感染症拡大前の1/4日～31日の平均値を100としている。

図表B1-6：米国の雇用関連指標



(出所) Haver
 (注) 雇用者数は、非農業部門。

(BOX 2) 感染症の影響を受けた企業行動

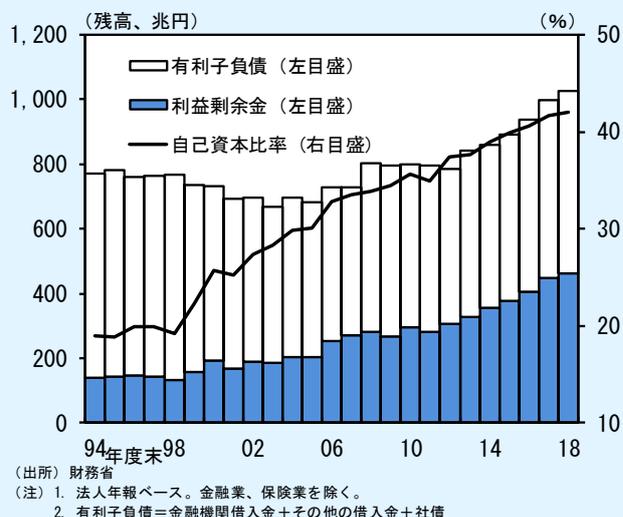
本BOXでは、新型コロナウイルス感染症の影響を受けた企業行動の変化について、設備投資スタンス、雇用スタンスの順に、足もとの特徴点を整理する。

まず、本年度の企業の設備投資計画をみると、収益の大幅な落ち込みに直面しているにもかかわらず、大企業、中小企業ともに比較的底堅いスタンスを示している（前掲図表 23）。これには、①大企業を中心にリーマン・ショック以降に進んだ企業財務の健全化と、②日本銀行・政府の資金繰り支援策とそのもとでの金融機関による積極的な取り組みが、金融面からの下押し圧力の高まりを抑制していることの影響が大きいと考えられる。

わが国企業は、リーマン・ショック以降、財務体質改善を優先したリスク回避的なスタンスを継続してきている。具体的に、企業は、借入金の返済を積極的に進めることで、自己資本比率を高めている（図表 B2-1）。また、返済が進んだ先においては、利益の多くを現預金で保有するなど、手元流動性比率も高めている（図表 B2-2）。その結果、わが国企業には、今回のような予想外の大きなストレスに直面しても、必要な成長投資を実施するだけの財務余力を有する先は、大企業を中心にかなりの数、存在するとみられる。

大企業に比べると中小企業の財務余力は限られるが、金融機関が、実質無利子・無担保融資などを通じて、企業の資金需要の増加に積極的に対応していることが、中小企業の設備投資の削減圧力がある程度和らげているとみられる。実際、中小企業を中心に設備投資額（法人季報）と高い相関関係を持つ金融機関の貸出態度判断DI（短観）は、リーマン・ショック時と比較して、今次局面では

図表B2-1：利益剰余金と有利子負債



図表B2-2：現預金の動向



図表B2-3：貸出態度と設備投資

①大企業

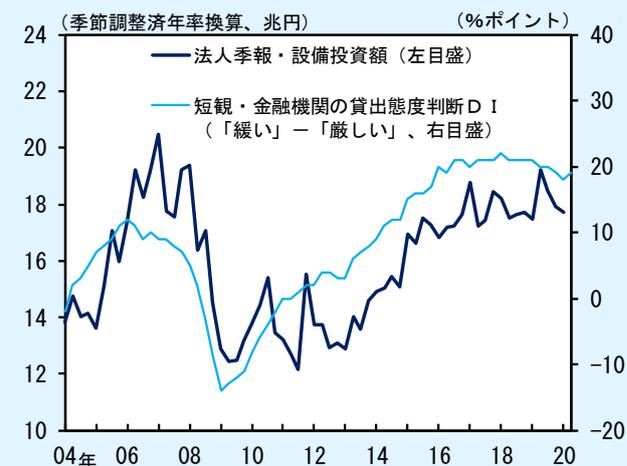


かなり緩和的な水準を維持している(図表 B2-3)。こうした金融機関による積極的な融資スタンスは、資本市場へのアクセスが限られ、流動性制約に直面する企業が多い中小企業を中心に、設備投資を下支えする役割を果たしていると考えられる。この点、①マクロ経済不確実性指数²²、②鉱工業生産指数、③東証株価指数、④金融機関の貸出態度判断DI、⑤設備投資額の5変数からなる簡単なVARモデルを推計すると、金融機関の貸出態度判断DIが悪化した場合には、中小企業の設備投資に対し、統計的に有意で、かつ大企業よりもかなり大きな負の影響を及ぼし得ることを確認できる(図表 B2-4)。今回の6月短観における中小企業の貸出態度判断DIの「緩い」超幅は、前期並みの水準となっていることから、中小企業の設備投資に対する金融面からの下押しは回避される可能性が高いと考えられる。

次に、雇用面についてみると、感染症の影響を受けて、企業の雇用スタンスは、大きく後退しているものの、その悪化度合いは、経済活動の落ち込み幅と比べ、これまでのところ比較的抑制されている。感染症の影響により、短観の雇用人員判断DIの人手不足感は後退し、失業率にも上昇圧力がかかっているが、雇用人員判断DI、失業率ともに、現時点ではリーマン・ショック時ほどの悪化は回避されている(図表 B2-5)。雇用人員判断DIを業種別にみると、今回の感染症が直撃した宿泊・飲食サービスでは、足もとで大幅な「過剰」超へと転じているものの、建設や運輸・郵便をはじめとする多くの業種では、なお「不足」超が維持されている(図表 B2-6)。企業は、①感染症流行以前は、慢性的な人手不足がビジネスの制

²² マクロ経済不確実性指数は、様々なマクロ経済指標に関する時系列モデルの予測誤差の分散を集計したもの(日本銀行スタッフ算出)。

②中小企業

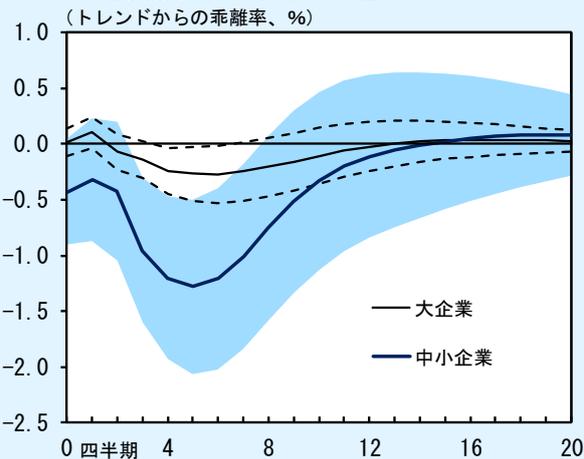


(出所) 財務省、日本銀行

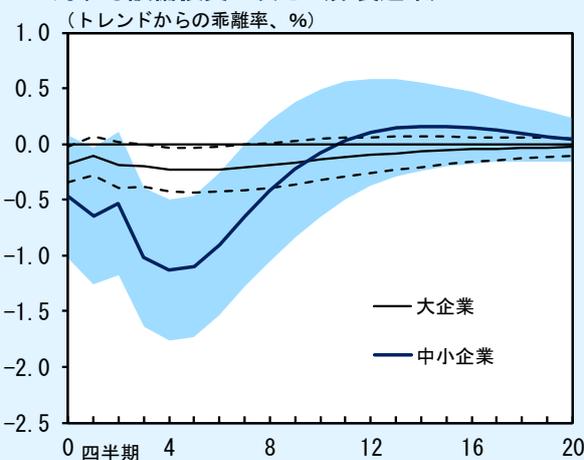
(注) 1. 法人季報・設備投資額は、ソフトウェア投資額を含まない。資本金10億円未満。金融業、保険業、リース業を除く。
2. 短観・金融機関の貸出態度判断DIは、中小企業ベース。

図表B2-4：金融環境と設備投資

①貸出態度判断DIショック(-1%ポイント)に対する設備投資の反応(製造業)



②貸出態度判断DIショック(-1%ポイント)に対する設備投資の反応(非製造業)



(出所) 経済産業省、Bloomberg、財務省、日本銀行等

(注) 1. ①マクロ経済不確実性指数、②鉱工業生産指数、③東証株価指数、④短観・貸出態度判断DI、⑤法人季報・設備投資額の5変数VARを推計(ラグは3期)。推計期間は1994/10~2020/10。ショックの識別は、上記の順のコレスキー分解。
2. シャドロー、点線の範囲は、90%タイルバンド。

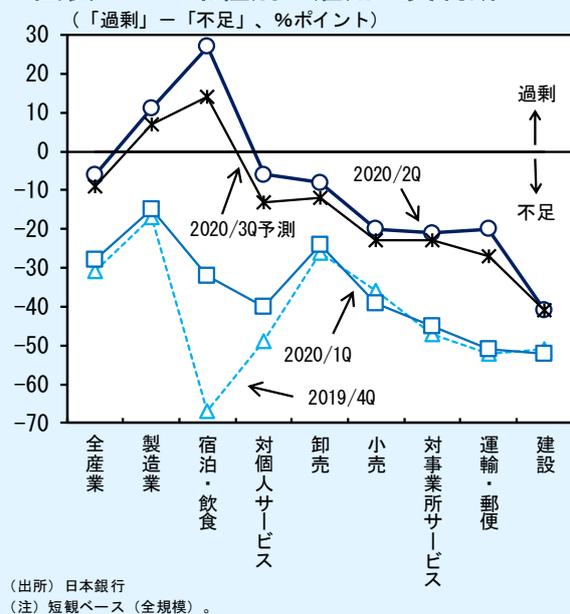
約となり続けてきたこと、②先行きも、長期的には生産年齢人口の減少トレンドが続くと予想されることから、今回の経済対策で大幅に拡充された雇用調整助成金や金融機関による資金繰り支援を積極的に活用しつつ、一時帰休などにより、何とか雇用を繋ぎ止めようとしていると考えられる（図表 B2-7）。

以上のような企業の設備投資・雇用スタンスは、今後の感染症の動向により、大きく変化し得る点には注意が必要である。特に、大規模な感染症の第2波の発生などにより、感染症の影響が予想以上に拡大・長期化することで中長期的な成長期待が大きく下振れたり、それに伴う国際金融資本市場の変調などを契機に金融環境が引き締まったりした場合には、企業の支出スタンスは大きく慎重化するリスクがある。

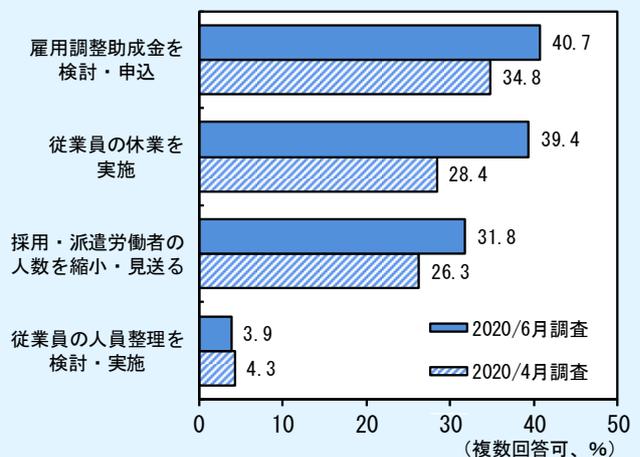
図表B2-5：失業率と雇用人員判断



図表B2-6：業種別の雇用人員判断



図表B2-7：感染症への雇用・採用関連の対応



(BOX 3) 感染症が個人消費に与える影響

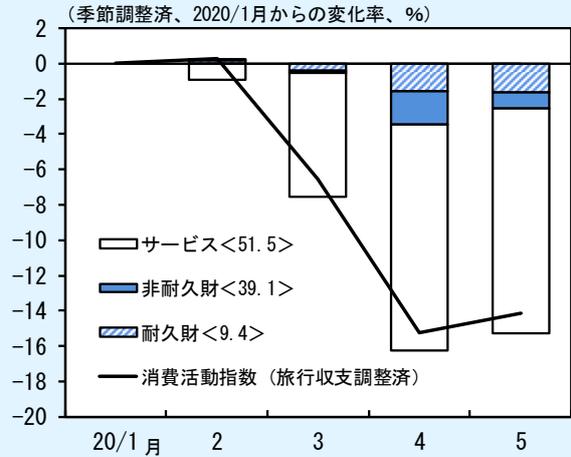
本BOXでは、新型コロナウイルス感染症が個人消費に及ぼしている影響について、高頻度データを活用しつつ、足もとまでの動きの特徴点を整理する。

まず、感染症の影響が顕在化する前の本年1月から5月までの消費活動指数の動きを振り返ると(図表B3-1)、3月には既に減少基調が明確となっていたが、4~5月は、緊急事態宣言の影響により一段と減少し、1月対比-15%程度の大幅な落ち込みとなった。形態別にみると、外出自粛と店舗休業の動きが販売減に直結したサービス消費が、最も大幅な減少となっており、1月以降の個人消費の落ち込みの8~9割程度がサービスによる寄与となっている。他方、財消費については、在宅時間の長期化を背景とした食料品・日用品需要の堅調さが一定の下支えとして作用したものの、来店客数の減少による自動車や衣料品の販売の落ち込みの影響は大きく、4~5月は1月対比相応の減少となった(図表B3-2)。

サービス消費の内訳をみると(図表B3-3)、外食・娯楽・宿泊といった不急の性格の強い「選択的サービス」の落ち込みが顕著となっている。日次ベースで見ると、Googleによるスマートフォン等の位置情報サービスに基づく「小売、娯楽」関連の人出の動きは²³、家計調査における選択的サービス支出とかなり似通った変動を示しており、外出自粛による人出の減少が、選択的サービスの減少に直結した様子が窺われる(図表B3-4)。

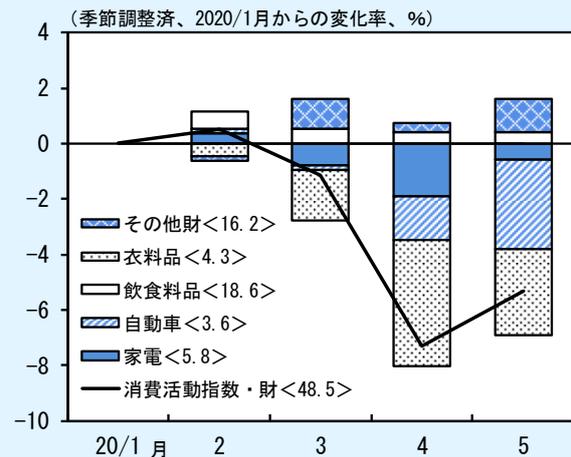
²³ Googleは、各国・地域別の「施設種別」の人出の増減率を公表している。「小売、娯楽(Retail and recreation)」は、レストラン、カフェ、ショッピングセンター、テーマパーク、博物館、図書館、映画館などが対象となっている。食料品店やドラッグストア等は、「食料品店、薬局(Grocery and pharmacy)」という別のカテゴリーに含まれる。

図表B3-1：消費活動指数の推移(実質)



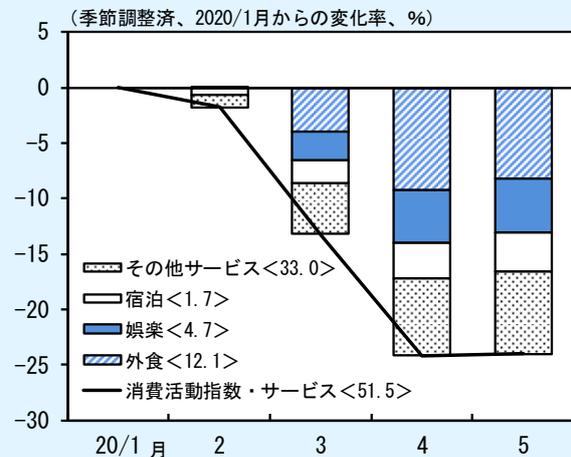
(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出)。内訳は、旅行収支を調整していない。
 2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。
 3. <>内は、消費活動指数におけるウエイト。

図表B3-2：財消費の推移(実質)



(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。旅行収支を調整していない。
 2. <>内は、消費活動指数におけるウエイト。

図表B3-3：サービス消費の推移(実質)



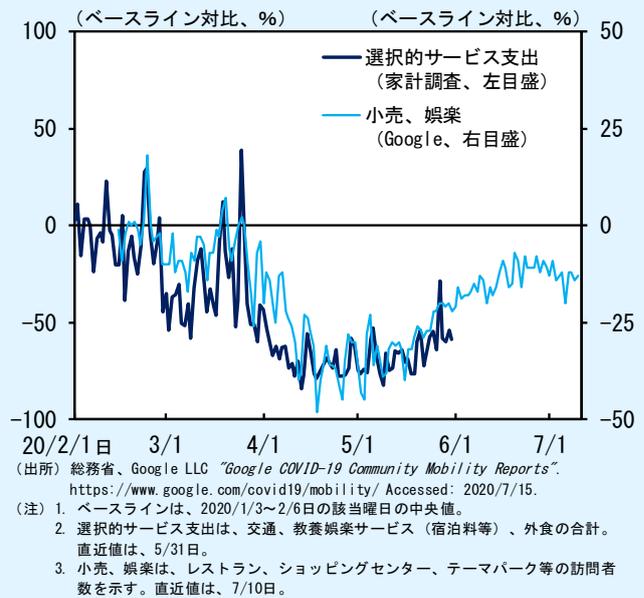
(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。旅行収支を調整していない。
 2. <>内は、消費活動指数におけるウエイト。

方、選択的サービス以外のサービス消費(図表 B3-3 では「その他サービス」に分類)も、医療や冠婚葬祭、学習塾等を中心に、相応の減少となっている。このことは、人々の感染症への警戒感が、選択的サービスのみならず、基礎的サービスも含む対面でのサービス消費全般に対し、強い下押し圧力として作用したことを示している。

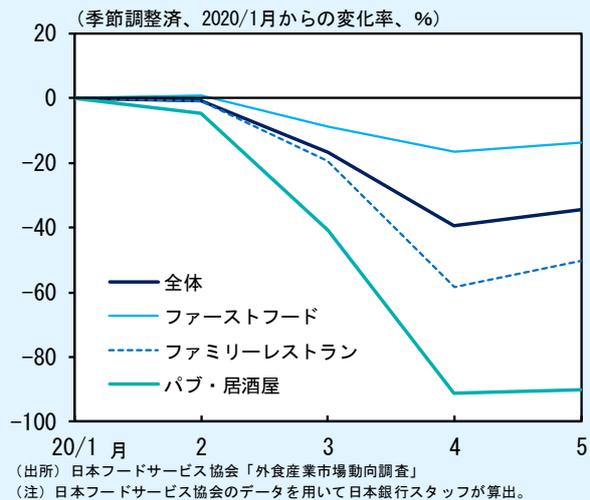
このように、今回の感染症により、個人消費は全体として大幅な減少となったが、同時に、感染防止と両立しやすい一部の分野では、新たな財・サービスに対する需要も創出されている。例えば、外出自粛の動きが強まるなかで、外食におけるテイクアウト・デリバリー需要は、このところ急速に拡大している。この点、テイクアウト・デリバリーに強みを持つファーストフードは、3月以降、外食全体が大きく落ち込むなかにあっても、相対的に底堅く推移している(図表 B3-5)。また、在宅でのテレワークやオンライン授業の急速な拡大は、家庭用パソコン需要の増大につながっているほか、在宅時間の長期化は、テレビのほか、高性能なエアコン等の白物家電の需要の増加をもたらしている。この結果、家電販売額をみると、4月は、店舗休業や営業時間短縮の動きからいったん落ち込んだが、足もとにかけては、パソコンやテレビ、白物家電に牽引されて、持ち直している(図表 B3-6)。

6月以降、足もとまでの動きについては、ハードデータが十分に揃っていないが、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報を踏まえると、消費活動は全体として緩やかに持ち直しに向かっている可能性が高い。特に、選択的サービスと関連の強い人出は、緊急事態宣言が段階的に解除された5月後半以降、緩やかに持ち直してきており、サービス消費に対する下押し圧

図表B3-4：人出と選択的サービス支出



図表B3-5：外食売上高の推移



図表B3-6：家電販売額 (METI POS)



力は、足もとにかけて和らいできているとみられる。ただし、感染症への警戒感が根強く残るなかで、外食におけるディナーレストランや居酒屋と相関の強い夜間の繁華街の人出は戻りがかなり鈍いうえ（図表 B3-7）、国内旅行についても、6月18日まで都道府県境をまたぐ移動には自粛要請が行われていたこともあり、遠距離旅行を中心に持ち直しペースはかなり緩慢なものとなっている模様である。一方、財消費については、①家電販売は特別定額給付金の支給もあって足もとにかけて持ち直しているほか（前掲図表 B3-6）、②衣料品販売も営業活動が徐々に再開するもとの、持ち直しているものの、③ウエイトの大きい食料品や日用品の需要は、外食へのシフトもあって増勢が鈍化していることから（図表 B3-8）、全体としては小幅な増加にとどまっているとみられる。

図表B3-7：飲食店への来店件数



(出所) TableCheck、Agoop

- (注) 1. 飲食店への来店件数は、1店舗当たりの来店件数。集計対象は、TableCheckが提供する飲食店予約顧客管理システムを導入している、約4,500店舗。直近値は、7/12日。
2. 東京の繁華街における夜間人口は、銀座、新宿、六本木各駅を中心とした半径500mの領域における20～24時までの滞在人口。2019年については、各駅を中心とした900m四方の領域のデータを用いて推計した値。直近値は、7/12日。

図表B3-8：スーパー販売額（日経CPINow）



(出所) 株式会社ナウキャスト

- (注) 横軸は各週初の日付を示す。直近値は、7/7～13日週。

(BOX 4) 感染症が物価変動に与える影響

本BOXでは、新型コロナウイルス感染症が足もとの物価動向に及ぼしている影響について、品目別の価格変動の違いに注目しつつ、考察する。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、感染症拡大前の1月の+0.8%から、5月には-0.2%まで-1.0%ポイント低下している（前掲図表40）。こうした動きには、石油製品（ガソリン）を中心としたエネルギー価格の下落の影響が約-0.6%ポイントと大きい。感染症の直接的な影響を主因に、①旅行関連（宿泊料・外国パック旅行費）、②水道料（自治体による生活困窮者への免除）、③補習教育（オンライン授業導入による値下げ）、といった比較的ウエイトの大きい品目が下落していることも影響している（図表B4-1）²⁴。

消費者物価の基調的な変動を捉える観点から作成された各種のコア指標をみると²⁵、ウエイトの大きい品目の価格変動の影響を比較的受けやすい「刈込平均値」は、上述した各品目の動向などを反映して、伸びが低下している（図表B4-2）²⁶。一方、各品目の影響を均等に扱って計算するためウエイトの大きな品目の影響を受けにくくなっている「中央値」や「最頻値」は、足もとでも+0%台前半で推移しており、特段の変調は窺われない

²⁴ また、4月からは、高等教育無償化や自動車保険料（自賠責）の値下げといった、感染症拡大前から予定されていた価格下落も影響している。

²⁵ 以下の分析は、いずれも、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くベースの消費者物価指数を用いている。

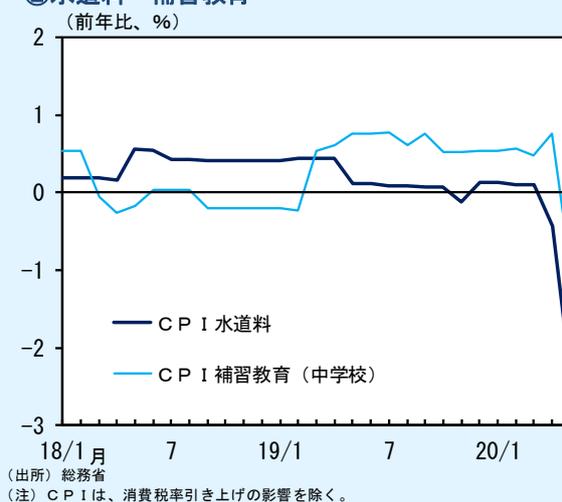
²⁶ 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除した値。加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。

図表B4-1：品目別にみた価格変動

①宿泊料・外国パック旅行費



②水道料・補習教育



図表B4-2：消費者物価の基調的な変動（1）



(図表 B4-3)²⁷。上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標も、これまでのところ、高めの水準を維持しているほか、下落品目比率も大きくは上昇していない(図表 B4-4)。

次に、品目別価格変動分布をみると、各品目の持つウエイトで積み上げた場合には、上記の感染症の影響による一部品目の価格下落を反映して、このところ、下方の裾野がやや厚くなっている(図表 B4-5①)。一方、「1人1票」で積み上げた品目数ベースでは、本年初から足もとにかけて、有意な形状の変化は観察されない(図表 B4-5②)。こうした品目別価格変動分布の形状をみても、足もとにかけての消費者物価前年比の下落は、感染症の影響を強く受けた一部品目の下落という面が大きいと考えられる。

以上のように、現時点では、過去のデフレ期にみられたような、値下げにより需要喚起を図る価格設定行動の広範化は窺われていない。その要因としては、幾つかの仮説が考えられるが、今次局面では、まず、①海外経済が急速に落ち込むなかにあっても、急激な円高化が回避されており、為替レートの動きに感応的な耐久消費財や食料工業製品において価格下落圧力が大きく高まっていないことが挙げられる(図表 B4-6)。こうした動きは、急激な円高の進行により、耐久消費財や食料工業製品の下落が消費者物価全体の押し下げ要因となったリーマン・ショック直後とは対照的である。また、②政府による大規模な所得支援策が、家計の可処分所得をしっかりと下支えしているため、家計の節約志向が従来のデフレ期ほどには強まっていないことも、影響しているとみられる。さらに、③「新しい生活様式」のもとで、混雑回

図表B4-3：消費者物価の基調的な変動（2）



(出所) 日本銀行、総務省
 (注) CPI (消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く) を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

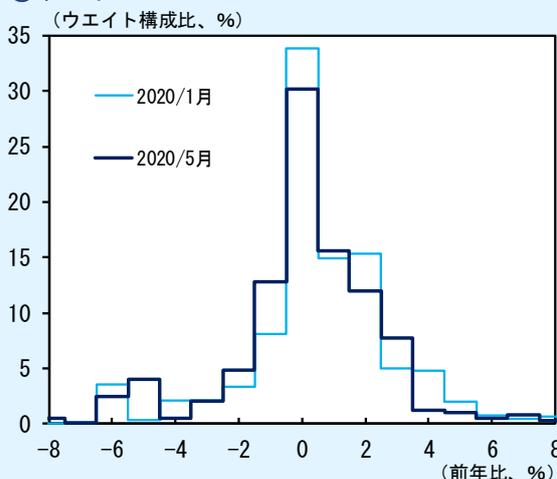
図表B4-4：上昇・下落品目比率



(出所) 日本銀行、総務省
 (注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合 (CPI 除く生鮮、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く)。日本銀行スタッフ算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表B4-5：品目別価格変動分布

①ウエイトベース

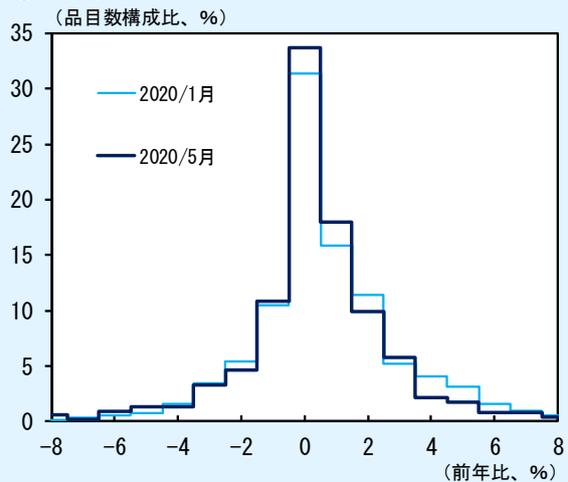


(出所) 総務省
 (注) CPI 除く生鮮・エネルギー・家賃 (消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く、家賃=民営家賃+持家の帰属家賃) を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/5月は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

²⁷ 中央値とは、品目別価格変動分布において中央に位置する価格変化率。最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。

避のため、外食や教養娯楽サービス等では、生産性低下（同じ生産要素の投入量でサービスを提供できる客数の減少）を余儀なくされており、需要喚起を目的とした価格引き下げの動きに踏み切りにくいとみられることも、要因として考えられる。消費者物価は景気循環にやや遅行して変動するだけに、これらの仮説の検証には、今後のデータの蓄積をもう少し待つ必要がある。

②品目数ベース

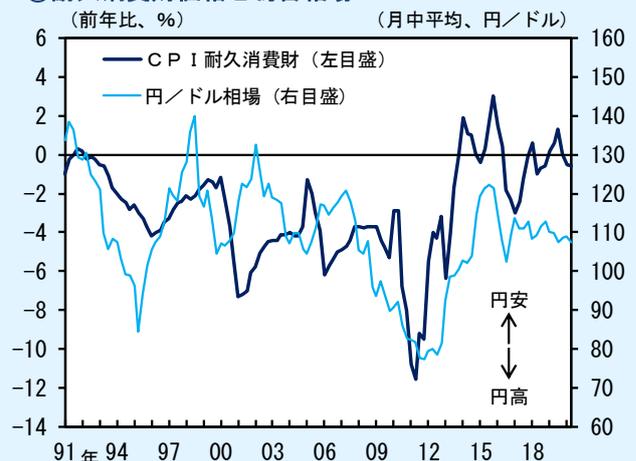


(出所) 総務省

(注) C P I 除く生鮮・エネルギー・家賃（消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く、家賃＝民営家賃＋持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/5月は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表B4-6：消費者物価と為替相場

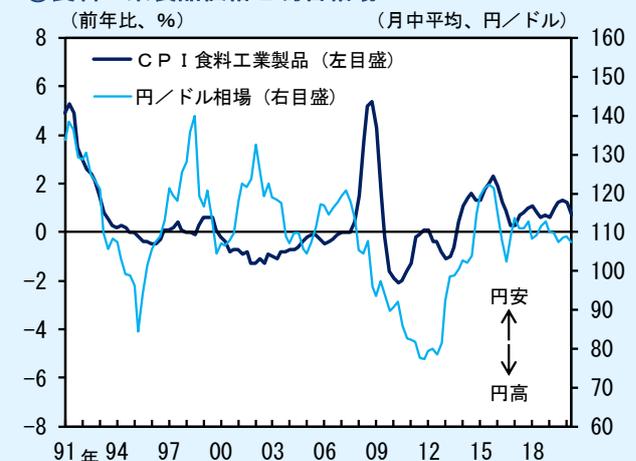
①耐久消費財価格と為替相場



(出所) 総務省、Bloomberg

(注) C P I は、消費税率引き上げの影響を除く。2020/20は、4～5月の値。

②食料工業製品価格と為替相場



(出所) 総務省、Bloomberg

(注) C P I は、消費税率引き上げの影響を除く。2020/20は、4～5月の値。

(BOX 5) 感染症の影響下でのわが国の金融環境

新型コロナウイルス感染症は、経済活動抑制による売上減少などを通じて、企業等の資金繰りにストレスを加えている。こうしたもと、企業等の資金繰り支援に向けて、日本銀行は政府とも連携しながら積極的な対応措置を講じている。本BOXでは、感染症の影響下でのわが国の金融環境を点検するとともに、政策の効果について確認する。

わが国企業等の資金繰りは、感染症の影響を受けた売上減少などから、規模の大小を問わず、悪化している（前掲図表 50）。こうした状況に対して、政府と日本銀行は、企業等の資金繰りを支援するために、積極的に対応措置を講じている（図表 B5-1）。政府は、中小・小規模事業者に対し、政府系金融機関や民間金融機関を通じた実質無利子・無担保融資制度などを用意しているほか、大企業・中堅企業にも、政府系金融機関による危機対応融資を実施している。日本銀行も、3月以降、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」として、CP・社債等の買入れの増額や、金融機関の貸出を促すための新たな資金供給手段である「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の新設・拡充を行ってきている。特別オペには、主として政府の資金繰り支援制度を利用した、民間金融機関による中小企業や個人事業主に対する融資を対象として、日本銀行が民間金融機関に有利な条件でバックファイナンスを行う措置も含まれている。これは、政府の措置とも連携して、民間金融機関の積極的な取り組みを後押しするものである。

こうした日本銀行・政府の各種の措置のもとで、金融機関の貸出態度は緩和的な水準を維持している（図表 B5-2、前掲図表 49）。特に、過去のストレス局面と比較して、「厳しい」との回答比率が抑

図表B5-1：主な資金繰り支援措置

政府	<ul style="list-style-type: none"> 日本政策金融公庫や民間金融機関等を通じた中小企業等向けの実質無利子・無担保融資 日本政策投資銀行や商工中金による中堅・大企業向けの危機対応融資 信用保証協会によるセーフティネット保証（4号・5号）や危機関連保証 劣後ローンや出資等の資本性資金支援
日本銀行 〈特別プログラム〉	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナ対応特別オペ <ul style="list-style-type: none"> ①担保として差入れられた民間債務見合いの資金供給 ②政府の上記措置による無利子・無担保融資等の残高見合いの資金供給 CP・社債等の買入れ増額

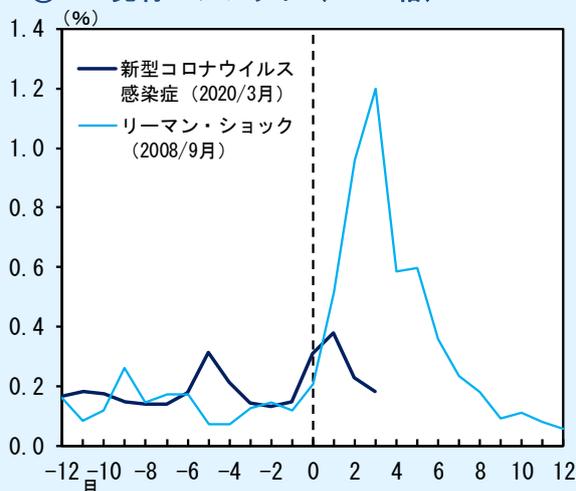
図表B5-2：資金繰りと金融機関の貸出態度



（出所）日本銀行
（注）短観ベース（全産業全規模）。

図表B5-3：国内金融市場の資金調達環境

① CP発行スプレッド（a-1格）



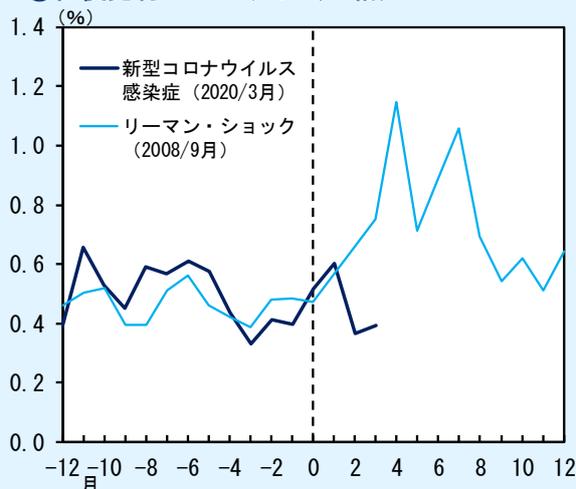
（出所）日本銀行、証券保管振替機構、Bloomberg
（注）1. スプレッド＝CP発行金利－国庫短期証券（3か月物）の利回り
2. 0月は、凡例に記載の年月。

制されている点が特徴的である。実際に、銀行貸出は、前年比6%台半ばと、約30年ぶりの高い伸びとなっている。また、CPや社債の発行スプレッドは、一旦拡大する動きもみられたが、ひと頃に比べて落ち着いており、リーマン・ショック時と比較しても、良好な発行環境が維持されている（図表 B5-3）。こうしたもとで、民間部門の資金調達は、銀行貸出、CP・社債発行残高のいずれもが増加に寄与する形で、高い伸びを維持している（図表 B5-4）。過去のショック時対比で急激な悪化をみせていた中小企業の資金繰りDIも、足もとで「悪化」超幅縮小の動きがみられている（図表 B5-5）。

このように、日本銀行・政府の各種措置のもとで、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されており、流動性の問題に対する金融面からの下支え機能は発揮されている。また、ソルベンシー（支払い能力）の問題が意識されるもとの支援措置としては、政府が、信用保証協会による保証を利用した融資制度の拡充を行っているほか、政府系金融機関や各種機構を通じて、資本性資金を供給する制度を設けている（図表 B5-1）。

もとより、感染症の帰趨やそれが経済に与える影響の不確実性はきわめて大きい。今後、感染症の影響が想定以上に大きくなった場合には、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を及ぼし、それが実体経済へのさらなる下押し圧力として作用するリスクがある。金融機関が資本・流動性の両面で相応に強いストレス耐性を備えていることや、企業が全体として良好な財務基盤を備えていることに加え、日本銀行・政府の政策対応もあって、現時点でこうしたリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

②社債発行スプレッド（A格）



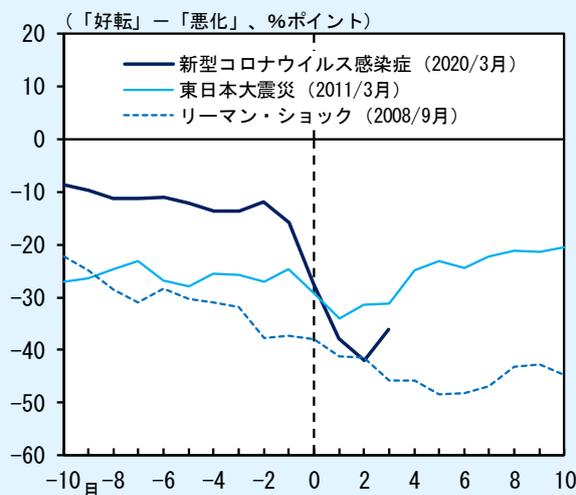
(出所) キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター
 (注) 1. スプレッド=社債発行金利-国債(同年限)の利回り
 2. 0月は、凡例に記載の年月。

図表B5-4：民間部門の資金調達



(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター
 (注) 民間銀行貸出には、地方公共団体向けを含む。

図表B5-5：中小企業の資金繰りの局面比較



(出所) 日本商工会議所「LOBO調査」
 (注) 1. LOBO調査の資金繰り判断DI。調査対象は、個人事業主を含む。
 2. 0月は、凡例に記載の年月。

