

公表時間
4月28日(火) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2020年4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4月）

【基本的見解】¹

<概要>

- わが国の経済・物価情勢を展望すると、経済は、当面、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から厳しい状態が続くとみられる。また、物価についても、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症の拡大や原油価格の下落などの影響を受けて弱含むとみられる。
 - その後、内外で感染症拡大の影響が和らいでいけば、ペントアップ需要（抑制されていた需要）の顕在化や挽回生産が予想されることに加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、わが国経済は改善していくと考えられる。物価も、徐々に上昇率を高めていくとみられる。今回の見通しにおいては、感染症拡大の影響が、世界的にみて、本年後半にかけて和らいでいくことを想定している。
 - もっとも、先行きについては、感染症の拡大が収束する時期や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、感染症拡大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。
-

¹ 本基本的見解は、4月27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、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響により、厳しさを増している。海外経済は、感染症の世界的な大流行の影響により、急速に落ち込んでいる。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は減少している。企業の業況感は悪化しており、設備投資はこのところ増勢の鈍化が明確となっている。感染症拡大の影響が強まるなかで、雇用・所得環境には弱めの動きがみられ始めており、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いる。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移しており、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、企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面で緩和度合いが低下している。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、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、弱めの指標がみられている。

2. わが国の経済・物価の見通し

（1）当面の経済・物価の見通し

当面のわが国経済は、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、厳しい状態が続くとみられる。

新型コロナウイルス感染症は、中国で流行したあと、アジアや欧州、米国など、世界中で急速に拡大し、パンデミック（世界的な大流行）の状態にある。各国・地域で、外出・出入国制限や営業・生産活動の停止措置などの感染拡大防止策がとられている結果、経済活動が大きく制約されている。感染症拡大が収束に向かうまで、経済活動の抑制が続くと予想され、その間、海外経済は落ち込んだ状態が続くと考えられる。

そうしたもとで、インバウンド消費を含めたわが国の輸出は、低迷した状態を続けるとみられる。また、国内需要は、政府の経済対策が下支えとなるものの、感染症拡大の影響を受けて経済活動が抑制されるなか、個人消費を中心に落ち込んだ状態が続くとみられる。

消費者物価の前年比は、プラスで推移しているものの、先行きは、当面、感染症の拡大や原油価格の下落などの影響を受けて弱含むとみられる。

(2) やや長い目でみた経済・物価の見通し

やや長い目でみた経済の見通しについては、後述するように、きわめて不確実性が大きいですが、今回の見通しにおいては、感染症拡大の経済への影響が、世界的にみて、本年後半にかけて和らいでいくことを想定している²。

こうした想定のもとで、海外経済は、本年後半頃から、ペントアップ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の効果も発現すると予想されることから、成長ペースは高まっていくとみられる。

わが国経済も、内外で感染症拡大の影響が和らいでいけば、改善していくと考えられる。輸出は、海外経済の成長ペースが高まっていくもとで、再び増加に向かっていくと予想される。また、国内需要は、ペントアップ需要の顕在化が予想されることに加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて持ち直しに転じ、先行き、増加していくと考えられる。

物価については、このように景気が改善していくもとで、消費者物価の前年比は、先行き、徐々に上昇率を高めていくとみられる。

(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、感染症拡大を受けて、内外の金融資本市場で不安定な動きがみられているほか、世界的にみて企業金融に影響が生じている。もっとも、各国・地域の政府・中央銀行は、金融市場の安定を維持し、企業金融の円滑を確保するために、積極的な対応を行っている。わが国についても、政府は、企業の資金繰りを支援するための各種の施策を講じている。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月以降は、企業等の資金調達の円滑確保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。そうしたもとで、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。

² IMFの世界経済見通し（2020年4月）の標準シナリオでは、感染症の世界的な流行が2020年後半には収束に向かい、各国・地域で実施されている感染拡大防止策も徐々に解除に向かうことを前提としている。本経済・物価見通しでも、概ね同様の考え方である。

³ 「新型感染症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）。

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。

3. 経済・物価のリスク要因

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拡大が収束する時期や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、感染症拡大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。以下は、経済・物価見通しの主なリスク要因（上振れないし下振れの可能性）であるが、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、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。

先行きの経済について、感染症拡大の影響が収束するまでの間は、特に以下の3つのリスク要因に注意が必要である。

第1に、新型コロナウイルス感染症拡大による内外経済への影響である。感染症拡大の帰趨やそれが収束する時期、収束までの間の内外経済に与える影響の大きさについては、不確実性が大きい。新型コロナウイルス感染症に有効な治療薬やワクチンの開発が現時点で見通せないことから、感染症拡大の収束にどの程度の期間を要するかは非常に不透明である。また、外出の制限・自粛要請などの感染拡大防止策が経済に与える影響についても、その大きさを予測することは難しい。さらに、感染症拡大が収束した後の経済の改善ペースについても不確実性が大きい。

第2に、企業や家計の中長期的な成長期待である。感染症拡大の長期化などを契機に、企業や家計の中長期的な成長期待が低下する場合には、感染症拡大の収束後も企業や家計の支出意欲が高まりにくいリスクがある。一方、今回の問題を契機に、外出制限時の様々な情報通信技術の活用が、イノベーションの促進を含め、デジタル分野など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。感染症拡大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、企業等の資金調達の円滑確保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⁵。ただし、感染症拡大の影響が想定以上に長引いた場合には、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。

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みられる。また、原油価格をはじめとする国際商品市況の動向や、今後の為替相場の変動が物価に与える影響についても、注意してみていく必要がある。

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2020年4月）を参照。

(参考)

2019～2022 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%

	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
2019 年度	-0.4 ～ -0.1	+0.6	+0.4
1 月時点の見通し	+0.8 ～ +0.9	+0.6 ～ +0.7	+0.4 ～ +0.5
2020 年度	-5.0 ～ -3.0	-0.7 ～ -0.3	-0.8 ～ -0.4
1 月時点の見通し	+0.8 ～ +1.1	+1.0 ～ +1.1	+0.9 ～ +1.0
2021 年度	+2.8 ～ +3.9	0.0 ～ +0.7	
1 月時点の見通し	+1.0 ～ +1.3	+1.2 ～ +1.6	
2022 年度	+0.8 ～ +1.6	+0.4 ～ +1.0	

(注 1) 今回、先行きの不確実性が従来以上に大きいことに鑑み、各政策委員は最大 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)を作成することとした。「大勢見通し」は、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(政策委員が単一の値で見通しを作成した場合には、当該値を2個と数える)。1月時点の大勢見通しは、各政策委員が単一の値で示した見通し値から、最大値・最小値を1個ずつ除いて幅で示したものであり、今回の大勢見通しとは異なることに留意が必要である。

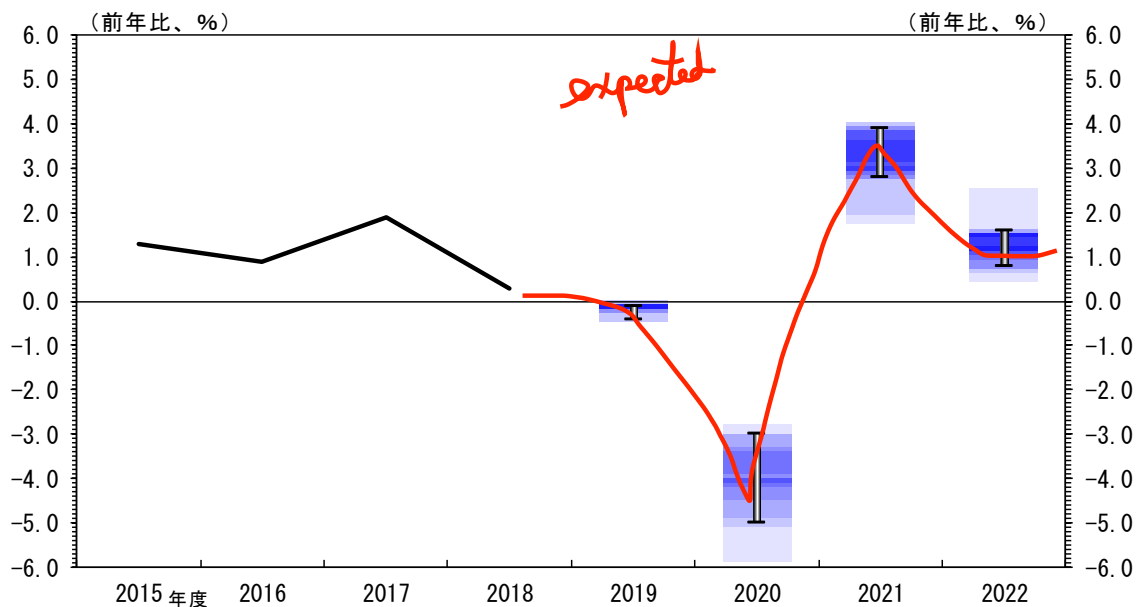
(注 2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注 3) 2019 年 10 月に実施された消費税率引き上げの 2019 年度と 2020 年度の消費者物価への直接的な影響は、それぞれ+0.5%ポイントとなる。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策の 2019 年度と 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、それぞれ-0.3%ポイント程度、-0.4%ポイント程度となる。

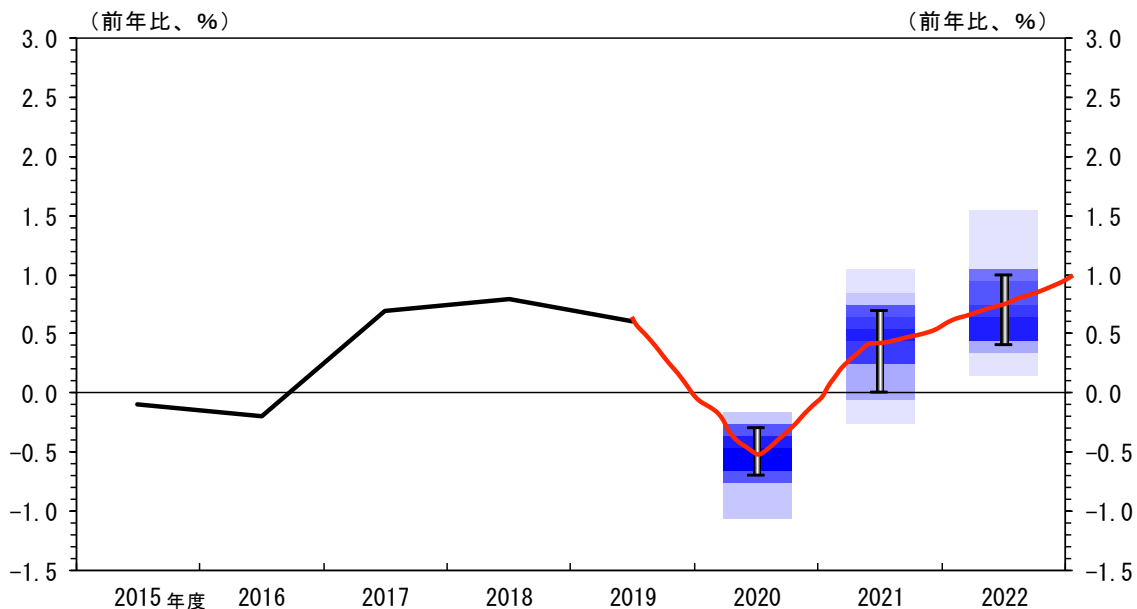
(注 4) 2019 年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)は、実績値。

政策委員の経済・物価見通し

(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。シャドーは、当該値（0.1%ポイント刻み）が何人の政策委員の見通し値（レンジ）に含まれているかを、以下の分類で示したもの。縦線は政策委員の「大勢見通し」を表す。

0人	1人	2人	3人	4人	5人	6人	7人	8人	9人
----	----	----	----	----	----	----	----	----	----

（注2）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・物価情勢の現状と見通し

1. 1 総論

（景気動向）

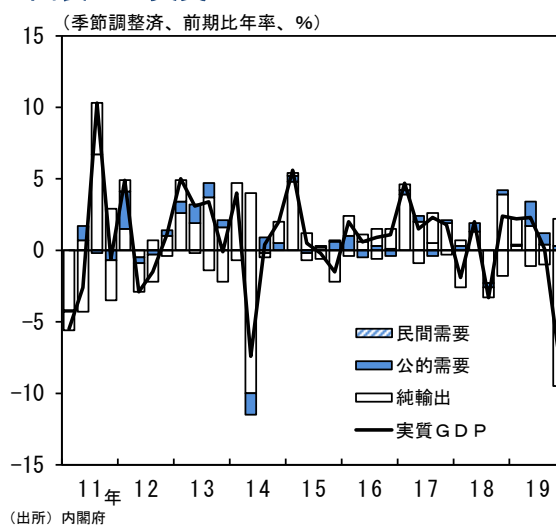
わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響により、厳しさを増している。

2019 年 10～12 月の実質 GDP は、海外経済の減速の影響から輸出が減少したほか、消費税率引き上げや自然災害等の影響から、個人消費や設備投資といった国内需要も減少したことから、前期比 -1.8%（同年率 -7.1%）と 5 四半期振りのマイナス成長となった（図表 1）。失業率や有効求人倍率でみた労働需給は引き締まった状態が続き、就業者数は引き続き増加傾向をたどったものの

（図表 2、3）、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、プラス幅を縮小した（図表 4）。2020 年初までは、消費税率引き上げの影響が徐々に和らぐもとで、個人消費などに持ち直しの動きもみられていたが、その後、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響により、情勢は大きく変化し、わが国の景気は厳しさを増している。すなわち、海外経済が急速に落ち込んでいるもとで、輸出は減少している。国内需要をみると、設備投資はこのところ増勢の鈍化が明確となっているほか、感染症拡大の影響が強まるなかで、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いる。

先行きのわが国経済は、当面、内外における新

図表 1：実質 GDP



図表 2：労働需給



⁶ 4 月 27 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。

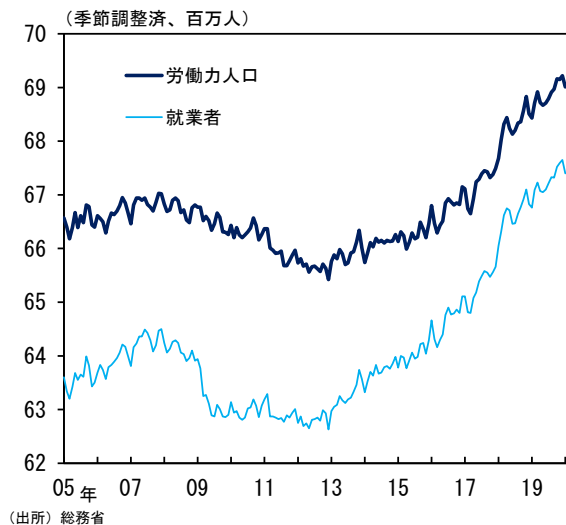
型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、厳しい状態が続くとみられる。感染症の世界的な大流行の影響により、海外経済は落ち込んだ状態が続くもとで、インバウンド消費を含めたわが国の輸出は低迷した状態を続けると見込まれる。また、国内需要は、政府による経済対策が下支えとなるものの⁷、サービス消費を中心に個人消費は落ち込んだ状態が続くと見込まれる。

やや長い目で先行きをみると、内外で感染症拡大の影響が和らいでいけば、海外経済の成長率も高まるなかで、金融緩和と政府の経済対策による相乗的な需要刺激効果に加え、ペントアップ需要が押し上げに作用すると予想されることから、わが国経済は改善していくと考えられる。輸出は、海外経済の成長率が高まるもとで、再び増加に向かっていくと予想される。設備投資は、製造業の機械投資を中心にいったん減少するものの、緩和的な金融環境に支えられて、都市再開発関連の建設投資、人手不足に対応した省力化投資、成長分野におけるソフトウェア・研究開発（R & D）投資を中心に、ややラグを伴って増加基調に復すると見込まれる。個人消費も、感染拡大防止策の緩和に伴って、持ち直しに転じ、先行き増加していくと考えられる。この間、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等の拡大から着実に増加したあと、高めの水準で推移するとみられる。

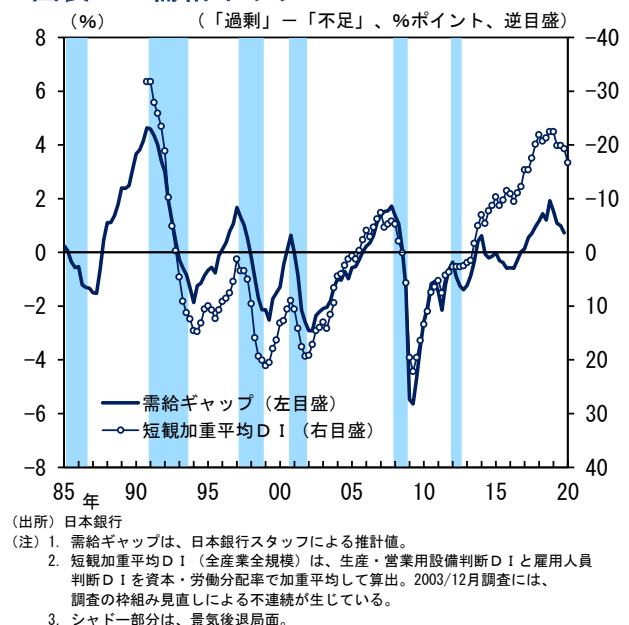
以上のように、当面のわが国経済は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から厳しい状態が続くと考えられる。その後、内外で感染症拡大の

⁷ 政府は、2020年4月に、事業規模117.1兆円程度、財政支出48.4兆円程度となる「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」を閣議決定した。今回の見通しでは、同対策を踏まえた2020年度補正予算が成立・執行され、個人消費を中心に国内需要が下支えされることを見込んでいる。

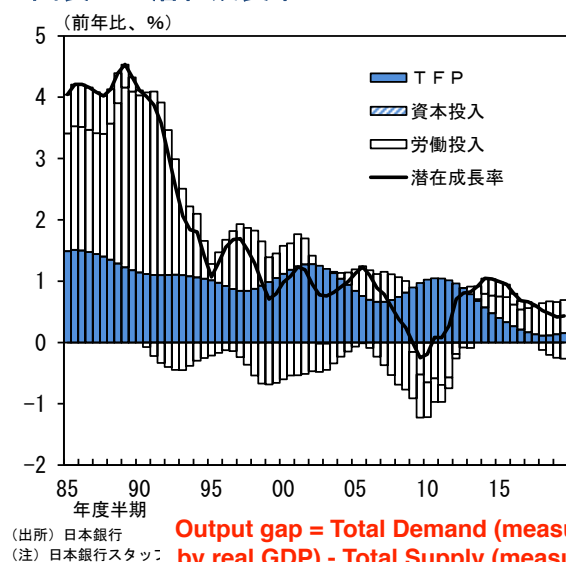
図表3：労働参加と就業



図表4：需給ギャップ



図表5：潜在成長率



Output gap = Total Demand (measured by real GDP) - Total Supply (measured by potential output/GDP)
when value is negative, labor force and production resources aren't being fully utilized.

影響が和らいでいけば、わが国経済は改善していくことが見込まれる。今回の見通しにおいては、感染症拡大の経済への影響がどの程度続くかについては不確実性が大きいものの、世界的にみて、本年後半にかけて和らいでいくことを想定している。そうしたもとで、実質GDP成長率は、2020年度に大きめのマイナス成長となった後、2021年度には落ち込みからの反動もあって、高めの成長となると考えられる。

（物価情勢）

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっている。

先行きについては、当面、感染症の拡大や原油価格の下落などの影響を受けて弱含むとみられる。すなわち、①感染症拡大の直接的な影響から宿泊料や外国パック旅行費が下落するほか、②食料工業製品や外食等の景気感応的な品目が弱含むと考えられる。また、③石油製品等のエネルギー価格の下落が下押し要因として作用すると見込まれる。そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率は、当面、弱含むと考えられる。もっとも、その後については、エネルギー価格下落の影響が減衰していくことや、景気が改善していくもとで、中長期的な予想物価上昇率も緩やかに高まっていくことから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

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、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、緩やかな増加を続けている^{8,9}。

(海外経済)

海外経済は、感染症の世界的な大流行の影響により、急速に落ち込んでいる¹⁰(図表7)。グローバルな製造業の業況感をPMIでみると、昨年後半はITサイクルの好転や米中通商協議の進展などを背景に、下げ止まりから持ち直しに向かっていたが、足もとでは感染症の世界的な大流行の影響から大幅に悪化している(図表8)。こうしたもとで、製造業、非製造業部門ともに経済活動は大きく抑制され、貿易活動も急速に落ち込んでいる。

主要地域別にみると、米国経済や欧州経済、中国以外の新興国・資源国経済は、感染症拡大の影響から、急速に落ち込んでいる。一方、中国経済は、感染症拡大による影響が和らぐなか、落ち込んだ状態から持ち直す動きがうかがわれる。

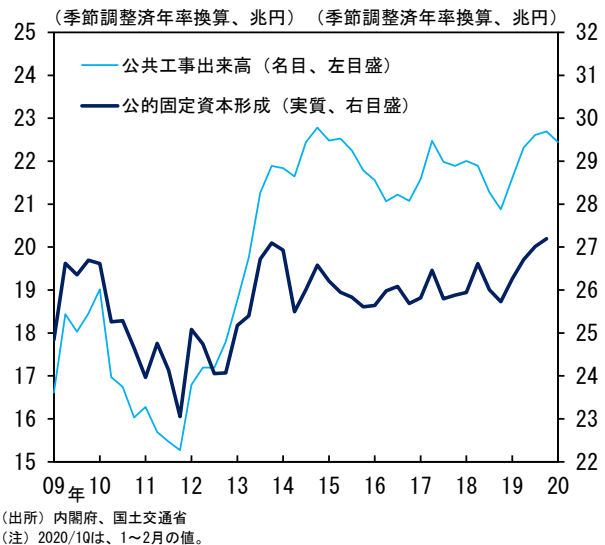
⁸ 2018年12月に閣議決定された「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」(総事業規模約7兆円程度)を受けて、重要インフラ等の機能維持対策が、2018~2020年度までの3年間で集中的に実施される計画となっている。

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)を踏まえ、2019年度補正予算および2020年度当初予算が成立した。先行き、公共投資は、災害復旧・復興事業や治水対策等を中心に押し上げられることを見込んでいる。

¹⁰ 新型コロナウイルス感染症拡大が、海外経済の動向に及ぼす影響については、BOJの発表

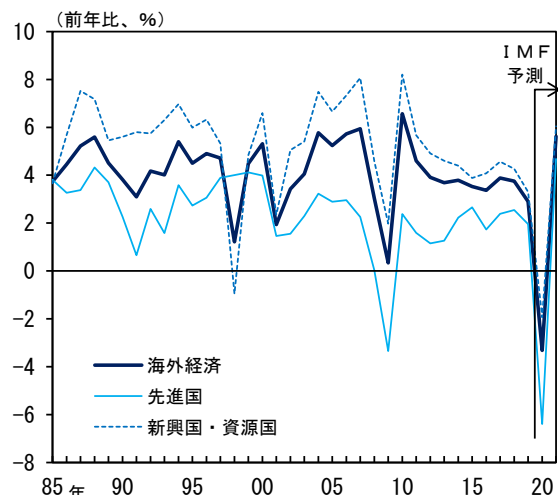
The PMI is compiled and released monthly by the Institute for Supply Management (ISM). The PMI is based on a monthly survey sent to senior executives at more than 400 companies in 19 primary industries, which are weighted by their contribution to U.S. GDP. The PMI is based on five major survey areas: new orders, inventory levels, production, supplier deliveries, and employment. The ISM weighs each of these survey areas equally. The surveys include questions about business conditions and any changes, whether it be improving, no changes, or deteriorating.

図表6：公共投資



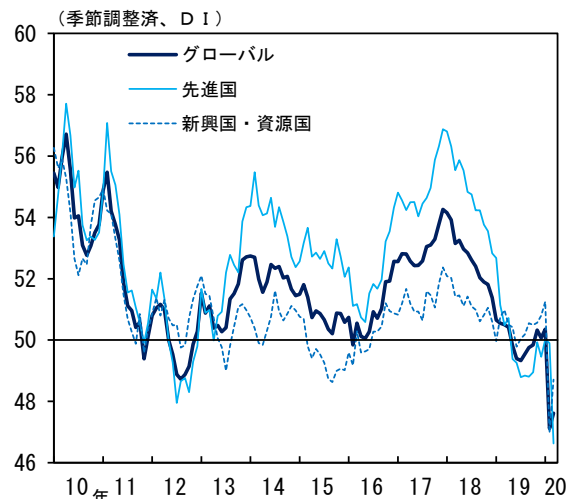
(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2020/10は、1~2月の値。

図表7：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2020年以降はIMF予測(2020/4月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

図表8：グローバル製造業PMI



(出所) IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2020. All rights reserved.)等
(注) グローバルは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は20か国(ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIをIMF公したものの。

P1 = percentage of answers reporting an improvement
P2 = percentage of answers reporting no change
P3 = percentage of answers reporting a deterioration

(輸出入)

輸出は、海外経済が急速に落ち込んでいるもとで、減少している¹¹ (図表 10)。地域別にみると、米国やEU等の先進国向けは、昨年央頃まで増加基調にあったが、足もとでは自動車関連や資本財を中心にはっきりと減少している (図表 11)。中国やNIEs・ASEAN等の新興国向けは、情報関連には持ち直しの動きがみられるものの、資本財を中心に、弱めの動きを続けている。財別にみると、自動車関連は、海外への生産移管の動きは一巡したものの、グローバルな自動車販売の落ち込みから、減少傾向が明確となっている (図表 12)。資本財も、ITサイクルの影響を受ける半導体製造装置を除けば、グローバルな設備投資の落ち込みを反映して、はっきりと減少している。一方、情報関連は、データセンター向けや5G関連向けを中心に、底堅く推移している。この間、中間財は、昨秋までは化粧品や医薬品を中心に緩やかな増加基調にあったが、このところ増勢が鈍化している。

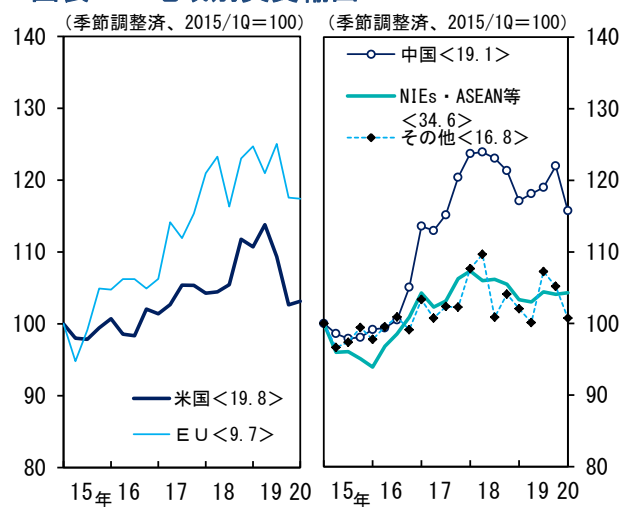
図表9：実効為替レート



図表10：実質輸出入



図表11：地域別実質輸出

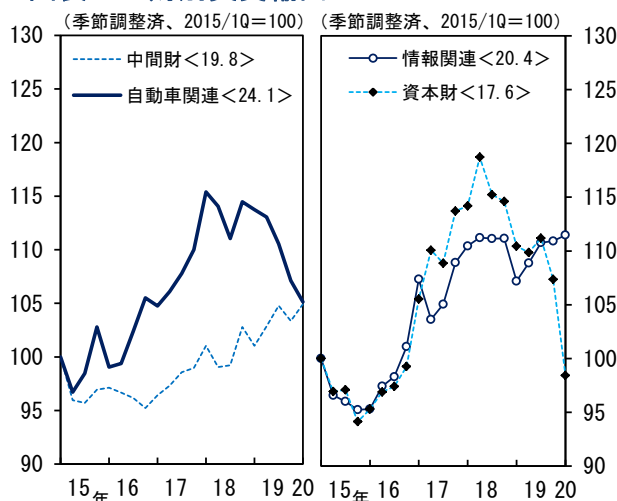


¹¹ 新型コロナウイルス感染症拡大が、財・サービス輸出や個人消費などのわが国経済に及ぼす影響については、BOJ X2を参照。

「世界貿易量¹²」の伸び率をみると、世界経済成長率をはっきりと下回り、昨年後半以降、前年比マイナスで推移している（図表 13）。世界貿易量に占める日本の輸出シェアは、このところ横ばい圏内で推移している（図表 14）。

輸入は、感染症拡大に伴う中国を中心とした生産活動の停滞もあって、はっきりと減少している（前掲図表 10）。

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ェイト。

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。2020/1Qは、2020/1～2月の2019/1～3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に割って算出、2010年基準）。2020/1Qは、1～2月の値。

¹² 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。

(対外収支)

名目経常収支の黒字幅は、本年1～2月にかけて拡大した(図表15)。内訳をみると、名目貿易収支は、輸出が減少する一方、中国における生産活動の停滞や既往の原油価格下落などを背景に輸入が大きく減少したことから、黒字幅を拡大した。

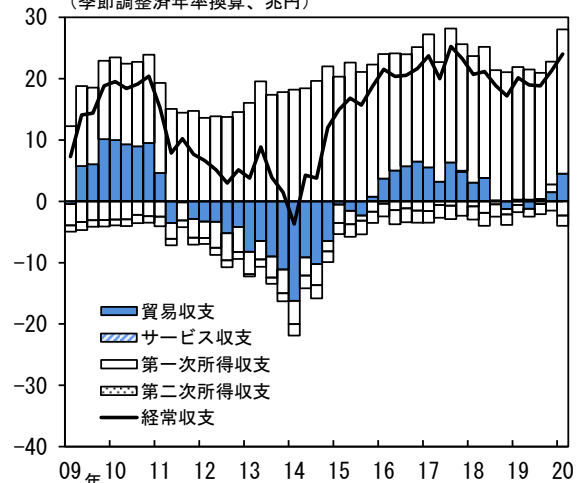
サービス収支は、ほぼゼロ近傍で推移してきたが、足もとでは感染症拡大の影響による旅行収支の大幅な悪化を映じて、赤字となっている。一方、第一次所得収支は、大きめの黒字を維持している。

第一次所得収支 雇用者報酬、対外資産からの利子・配当
金の受け取り・支払い。 受け取り－支払い

この間、サービス収支に含まれる旅行収支の受取に影響を与える入国者数をみると、本年2月以降は、入国制限措置などの感染拡大防止策の影響を主因に、大幅に減少している(図表16)。こうした動きを映じて、旅行収支の受取は大幅に減少している。

図表15：経常収支

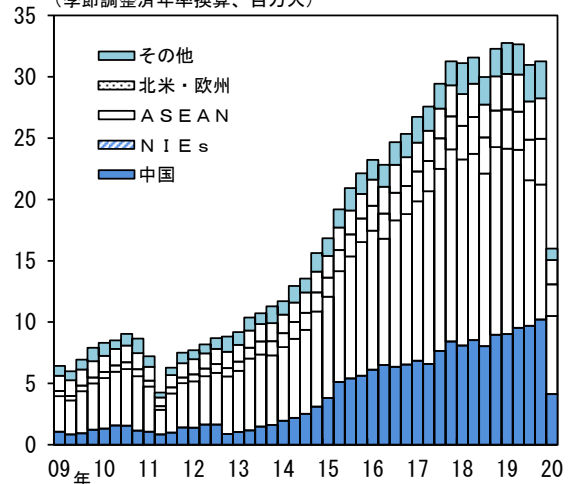
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2020/10は、1～2月の値。

図表16：入国者数

(季節調整済年率換算、百万人)



(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。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、海外経済が急速に落ち込んでいるもとで、減少している（図表 17）。主な業種について2月までのデータをみると、「輸送機械」は、昨年秋の自然災害からの挽回生産の動きがみられるものの、海外の自動車販売の不調が下押しとなり、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。「はん用・生産用・業務用機械」は、自然災害からの挽回生産が押し上げとなっているものの、資本財輸出の減少の影響が大きく、減少基調が続いている。一方、「電子部品・デバイス」は、データセンタ向けや5G関連向けの海外需要の増加を背景に、持ち直している。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、生産財などを中心に、悪化している（図表 18）。

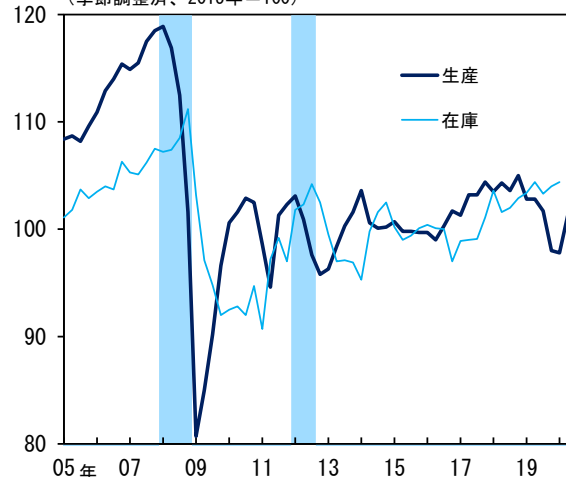
（企業収益）

企業収益は、総じて高水準で推移してきたが、足もとでは感染症拡大の影響から下押し圧力が強まっている。法人企業統計で、昨年までの利益率（全産業全規模ベース）の推移をみると（図表 19）、海外経済の減速や自然災害などの影響からひと頃に比べ低下しているが、やや長い目でみれば高水準を維持していた。

企業の業況感をみると、感染症拡大の影響から、悪化している。3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、感染症拡大の影響を背景に、「悪い」超に転化した。業種別にみると、製造業は、自動車やはん用・生産用・業務用機械、鉄鋼など幅広い業種で悪化している。非製造業では、感染拡大防止策を受けた外出やイベント自粛の動きを背景に、宿泊・飲食サービスや対個人サービスが大幅に悪化している。こうしたことから、足もとの企業収益の動向には注意が

図表17：鉱工業生産

（季節調整済、2015年＝100）



（出所）経済産業省

（注）1. シャドー部分は、景気後退局面。

2. 生産の2020/1Qおよび20は、3、4月の予測指数を用いて算出。
在庫の2020/1Qは、2月の値。

図表18：出荷・在庫バランス

（前年比、%）

（%ポイント）



（出所）経済産業省

（注）生産と出荷の2020/1Qは、1～2月の値。在庫の2020/1Qは、2月の値。

図表19：企業収益

（季節調整済、%）



（出所）財務省

（注）1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

2. 2009/2Q以降は、純粋持株会社を除く。

3. シャドー部分は、景気後退局面。

必要である。

(設備投資)

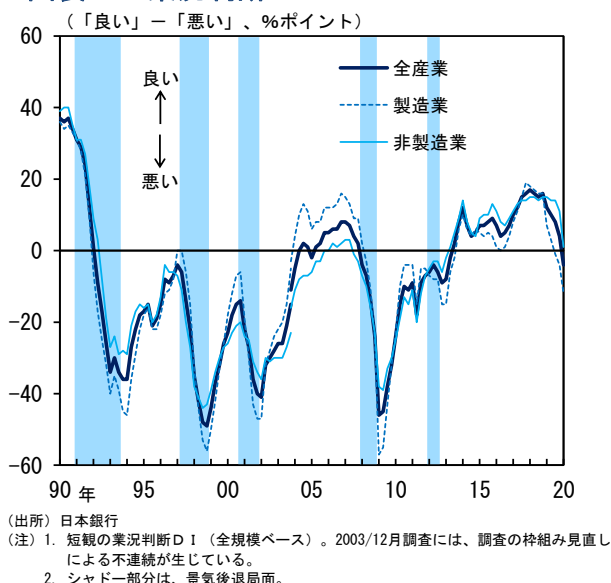
設備投資は、このところ増勢の鈍化が明確となっている(図表 21)。機械投資の一致指標である資本財総供給は、海外経済減速の影響などから、足もとでは弱めの動きとなっている。建設投資の一致指標である建設工事出来高(民間非居住用)は、このところ増勢の鈍化が明確となっている。

機械投資の先行指標である機械受注をみると、昨年央頃までは増加傾向を続けてきたが、足もとでは、海外経済の減速の長期化を背景に、製造業を中心に弱めの動きとなっている(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、大型案件の反動や本年夏に開催予定であったオリンピックを見据えて着工を手控えた動きもあって、減少している。

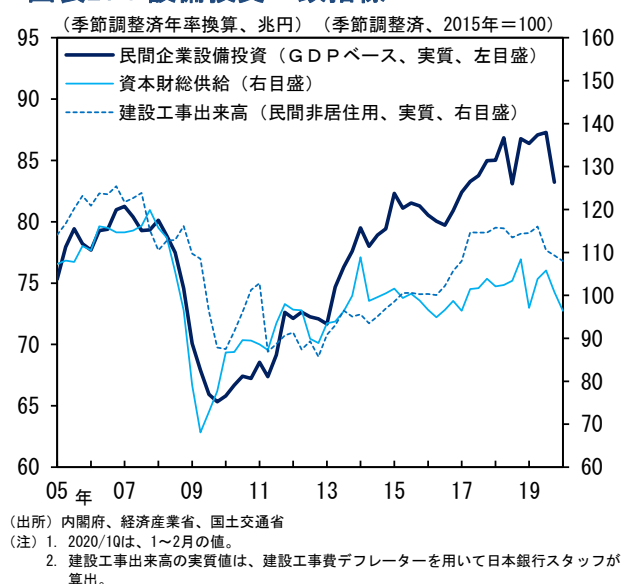
現時点では、人手不足に対応した効率化・省力化投資や成長分野への研究開発投資などにおいて、企業の前向きな設備投資スタンスは維持されているとみられる。3月短観における設備投資計画をみると、2019年度、2020年度ともに、3月調査時点の過去の平均を上回っており、増加計画が維持されている(図表 23)。GDPの概念に近い、「全産業全規模+金融機関」のソフトウェア・研究開発を含む設備投資計画(除く土地投資)をみると、2019年度は前年比+4.4%の増加となったあと、2020年度も同+1.3%のプラスとなっている。ただし、足もとの感染症拡大を受けた収益環境の変化などが、設備投資の下押し圧力とならないか注意が必要な状況である。

名目設備投資・GDP比率は、設備投資が増加してきたもとで、高水準を維持してきた(図表 24)。もっとも、足もとでは、設備投資の増勢が鈍化し

図表20：業況判断



図表21：設備投資一致指標

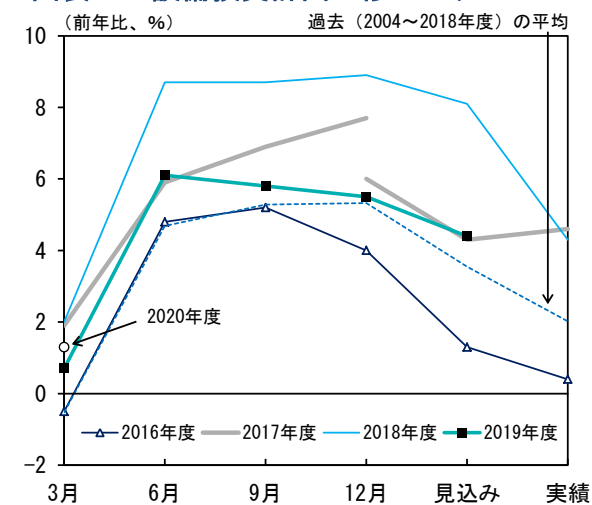


図表22：設備投資先行指標



ていることから、同比率は幾分低下している。

図表23：設備投資計画の修正パターン



(出所) 日本銀行

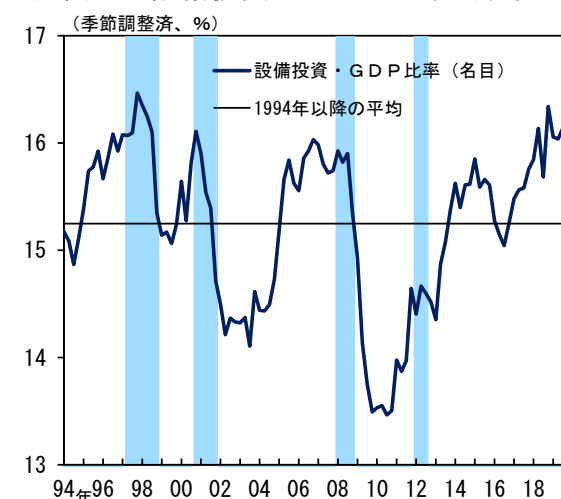
(注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。

2. 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。

3. 2017/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

図表24：設備投資・GDP比率（名目）



(出所) 内閣府

(注) シャドー部分は、景気後退局面。

（雇用・所得環境）

感染症拡大の影響が強まるなかで、雇用・所得環境には弱めの動きがみられ始めている。

労働需給面をみると、有効求人倍率は、本年初まではバブル期のピークを超えた高水準で推移していたが、足もとでは、感染症拡大の影響もあって、大きめに低下している¹³（前掲図表2）。短観の雇用人員判断DIをみると、非製造業を中心に人手不足感の強い状態が続いているが、宿泊・飲食サービスや対個人サービスでは、感染症拡大の影響が強まるなかで、人手不足感が和らいでいる。

雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、本年1～2月までは、着実な増加を続けた（図表25）。そうしたもとで、失業率は、2%台前半と低水準で推移している（前掲図表2）。この間、労働力率は、女性を中心に上昇傾向が続いている（図表26）。

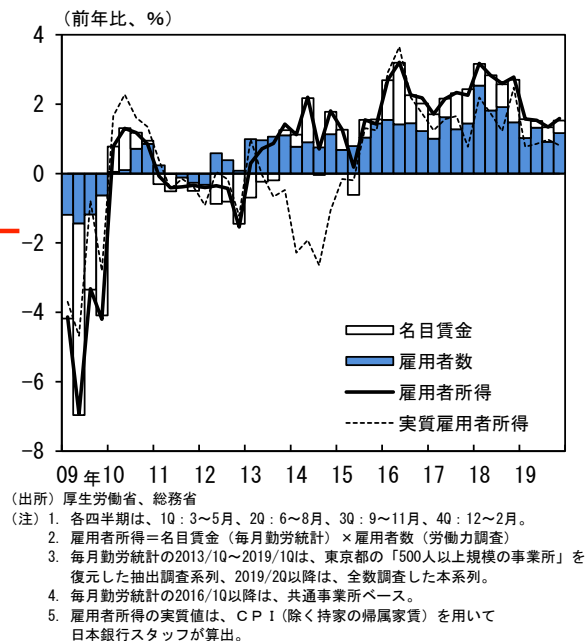
賃金面をみると¹⁴、一人当たり名目賃金は、賞与の伸び悩みや所定外給与の減少を反映してややペースが鈍化しているが、所定内給与を中心に緩やかな上昇が続いている¹⁵（図表27）。ただし、ごく足もとでは、感染拡大防止策を受けた店舗の営業時間短縮や休業が、所定外給与などに影響を

¹³ 2020年1月以降の求人倍率の大幅な低下には、事業所が職業安定所に提出する求人票の記載項目が大幅に拡充されたことを受けて、一部に求人票の提出を見送る動きがみられたことが影響しているとみられる。もっとも、こうした要因を除いてみても、足もとの求人倍率は、海外経済減速や感染症拡大の影響により低下していると考えられる。

¹⁴ 厚生労働省は、毎月勤労統計の2019年6月分調査から、東京都の500人以上規模の事業所について全数調査を行った系列の公表を開始した。本展望レポートにおける同統計を用いた図表では、2019年6月分以降は全数調査結果を用い、2019年5月分までについては、抽出調査結果に復元処理を加えた集計値が利用可能な部分では、これを用いている。

¹⁵ 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。

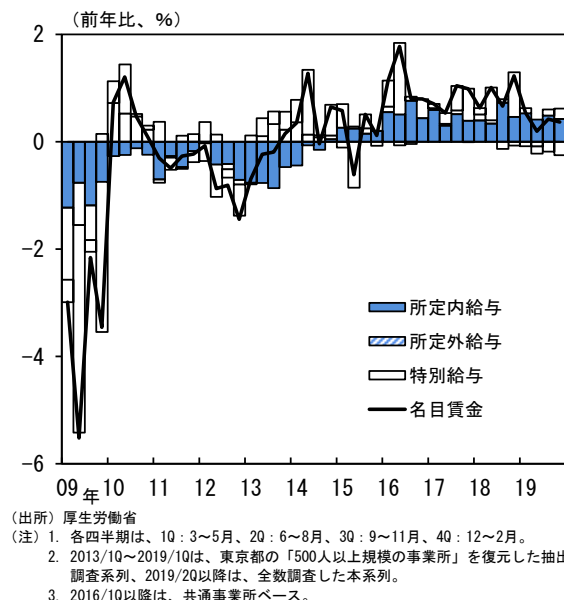
図表25：雇用者所得



図表26：労働力率



図表27：名目賃金



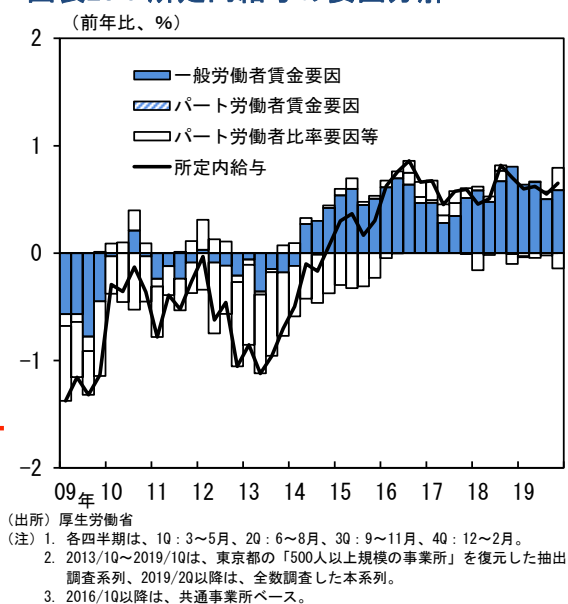
与え始めているとみられる。

名目賃金の内訳をみると、所定内給与は、一般労働者の賃金上昇を主因に、緩やかな上昇を続けている（図表 28）。一般労働者の所定内給与の前年比は、0 %台半ばから 1 %程度のプラスで推移している¹⁶（図表 29）。労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり所定内給与の前年比は、最低賃金引き上げの影響もあって、3 %程度の高めの伸びを続けている。一方、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、海外経済の減速に伴う製造業の生産活動低下や、感染拡大防止策による経済活動抑制の影響もあって、減少傾向にある。特別給与^{ボーナス}も、企業収益の鈍化に伴う賞与の伸び悩みを反映して、このところ伸びが鈍化している。

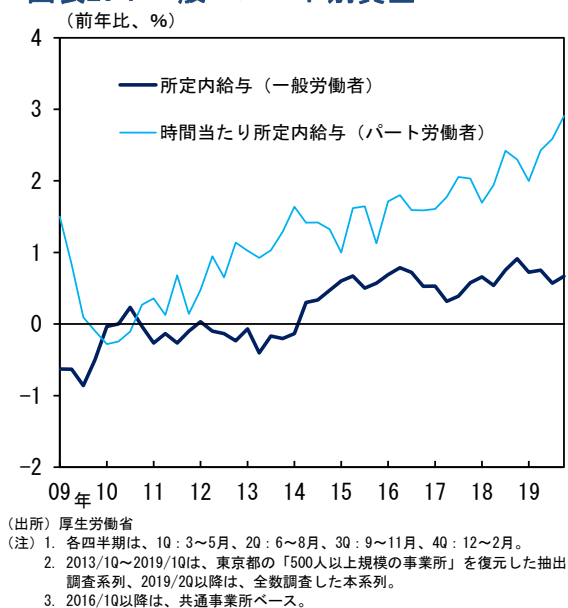
上記のような雇用・賃金情勢を反映して、昨年 10～12 月の労働分配率は、雇用者所得が増加した一方、名目 GDP が減少したことから、はっきりと上昇した（図表 30）。

雇用者所得/名目 GDP

図表28：所定内給与の要因分解



図表29：一般・パート別賃金



図表30：労働分配率



¹⁶ 2020年度のベースアップについて、連合による第3回集計結果（0.46%）をみると、2019年度実績（0.56%）からは伸びをやや低下させつつも、プラスを維持している。

消費活動指数は、財とサービスに関する各種の販売・供給統計を基礎統計としており、月次や四半期といった短期的な消費活動を把握することが可能となっています。また、消費活動指数は、最も包括的にわが国の消費活動を表す国民経済計算・確報の家計消費と同様の変動をしているだけでなく、確報とは異なり、速報性を有しています。さらに、サンプルに起因する振れも小さく、各種のマインド指標との相関も高いものとなっています。

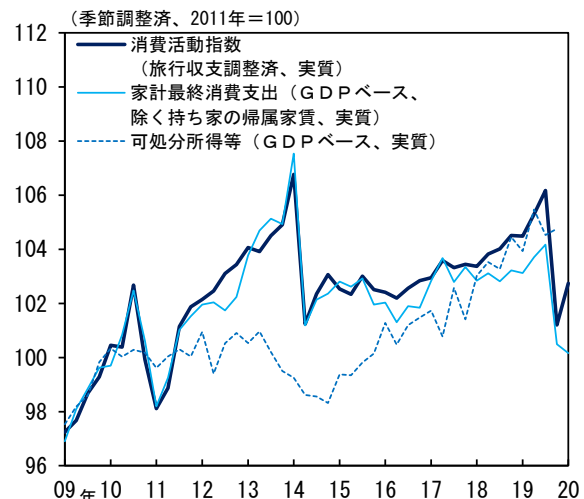
（家計支出） 具体的には、名目値と実質値、旅行収支を調整したものと調整していないもの、形態別の内訳など、様々な系列を作成・公表しており、分析目的に応じて使い分けることが可能となっています。

個人消費は、感染症拡大の影響が強まるなかで、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している。

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）¹⁷の動きをみると、昨年10～12月は消費税率引き上げ前の需要増の反動に加え、自然災害の影響などもあって、大きめの減少となったあと、感染症拡大の影響がみられ始めたこともあって、1～2月の持ち直しは小幅にとどまった（図表31、32）。

形態別にみると、耐久財消費は、消費税率引き上げ前の需要増の反動や自然災害の影響が和らぐにつれて緩やかに持ち直してきたが、3月以降は、感染症拡大の影響から減少に転じている。このうち乗用車販売は、自然災害による供給制約などから大きめの減少となったあと、緩やかながらも持ち直してきたが、足もとでは感染症拡大に伴う影響がみられ始めている（図表33）。家電販売は、消費税率引き上げ前の需要増の反動や自然災害に伴う店舗休業からいったん減少したあと、テレビやパソコンを中心に持ち直してきた。もっとも、3月以降は、外出自粛の動きを背景に再び弱含んでいる。非耐久財消費は、暖冬の影響から弱めの動きがみられたものの、軽減税率やキャッシュレス決済時のポイント還元制度の効果に加え、足もとでは外食からのシフトに伴う食料品需要の高まりなどもあって、底堅く推移している。サービス消費は、通信や医療の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加傾向を続けてきたが、足もとでは感

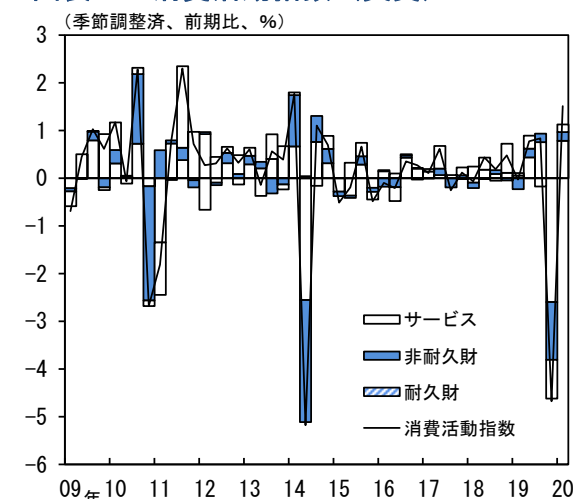
図表31：個人消費



（出所）日本銀行、内閣府等

（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）。2020/1Qは、1～2月の値。
2. 家計最終消費支出の2020/1Qは、消費総合指数（2月までの値）を用いて日本銀行スタッフが試算。
3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

図表32：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。2020/1Qは、1～2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33：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。

¹⁷ 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。

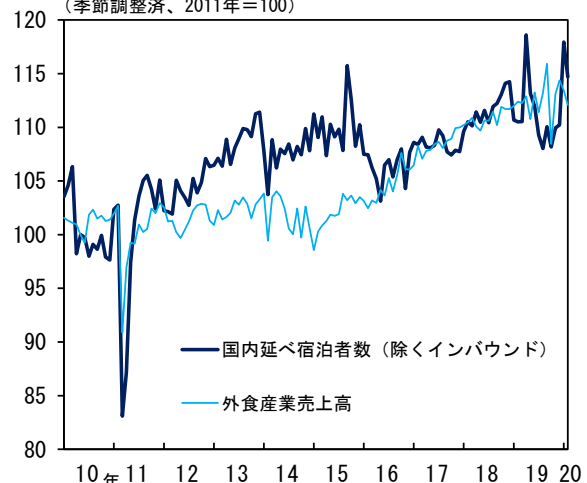
感染症拡大の影響から大幅に減少している。外食は、ファーストフードを中心に、緩やかな増加基調を維持してきたが、足もとでは外出自粛等の動きから大幅に減少しているとみられる（図表 34）。旅行は、感染症拡大の影響が強まるなかで、国内・海外ともに大幅に落ち込んでいる。娯楽サービスや鉄道・旅客サービスなどその他のサービスも、外出自粛や休業による影響から大幅に減少しているとみられる。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表 35）、消費者態度指数は、昨年 9 月をボトムに持ち直していたが、感染症の拡大懸念が強まるなかで、悪化している。景気ウォッチャー調査の D I も、足もとでは大幅に悪化している。

昨年 10～12 月までの消費性向は、消費税率引き上げによる振れを伴いつつ、横ばい圏内で推移した（図表 36）。

図表34：サービス消費

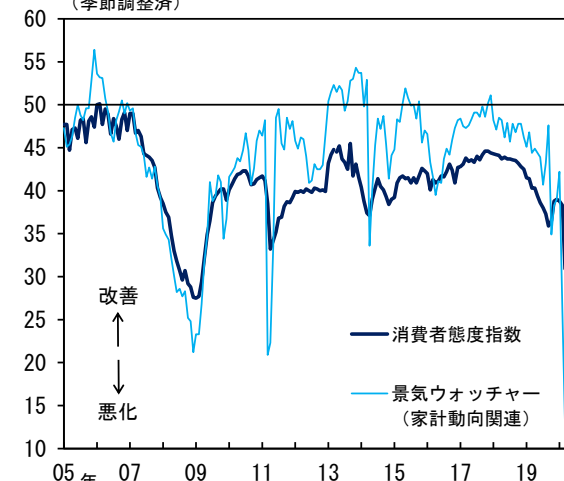
（季節調整済、2011年=100）



（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。

図表35：個人消費関連のマインド指標

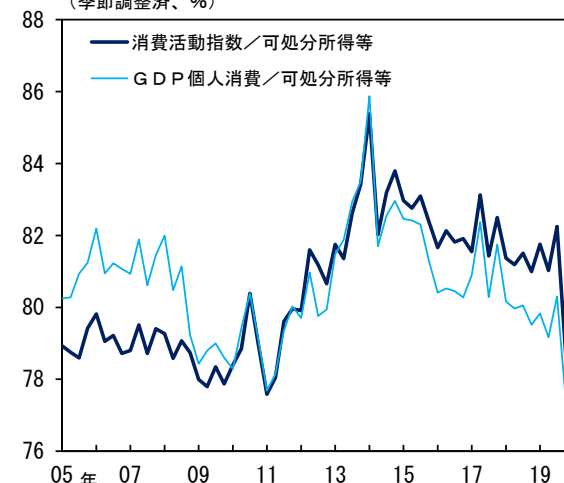
（季節調整済）



（出所）内閣府
（注）景気ウォッチャーは、景気の現状判断 D I。

図表36：平均消費性向

（季節調整済、%）



（出所）日本銀行、内閣府等
（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）。
2. GDP個人消費は、家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）。
3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している（図表37）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、足もとでは水準が切り下がっている。内訳をみると、持家は、2014年の消費増税時に比べ小幅ながらも、昨年の消費税率引き上げ前の需要増の反動が生じている。分譲は、大型物件の有無による振れを伴いつつ、このところ弱めの動きとなっている。貸家は、金融機関の融資姿勢の慎重化などを背景に、減少傾向を続けてきたが、貸家向けマンションの増加から、足もとでは減少ペースが鈍化している。

図表37：住宅投資



1. 3 わが国の物価情勢

(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、下落している（図表38）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、企業収益の鈍化に伴う経費節減圧力などからプラス幅が縮小しており、本年3月は感染症拡大の影響もあってマイナスに転化した¹⁸。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品・エネルギー、除く生鮮食品ともに0%台半ばとなっている（図表38、40）。

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、食料工業製品や外食などにおいて、原材料費や人件費の上昇の価格転嫁が進むもで、全体ではプラス幅を拡大する動きがみられてきた。一方、足もとでは、感染症拡大の影響によるインバウンド需要の落ち込みから、宿泊料などのサービスの一部（旅行関連）が弱含んできている（図表41）。

国外からの国内への需要
観光など

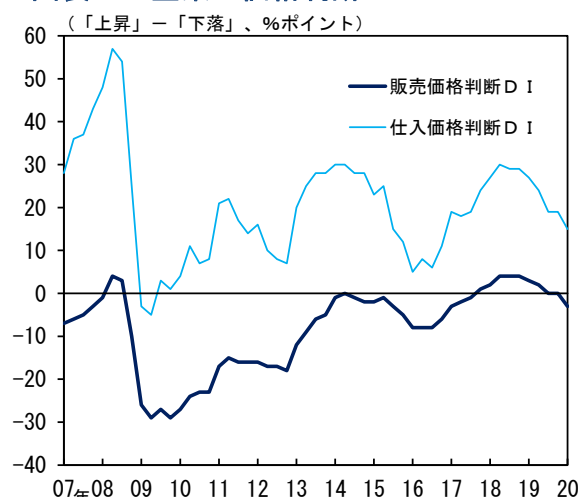
図表38：物価関連指標

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

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

(注) 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。

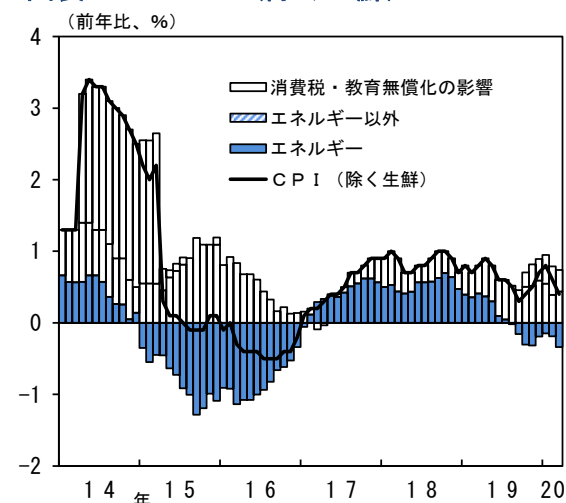
図表39：企業の価格判断



(出所) 日本銀行

(注) 短観ベース（全産業全規模）。

図表40：CPI（除く生鮮）



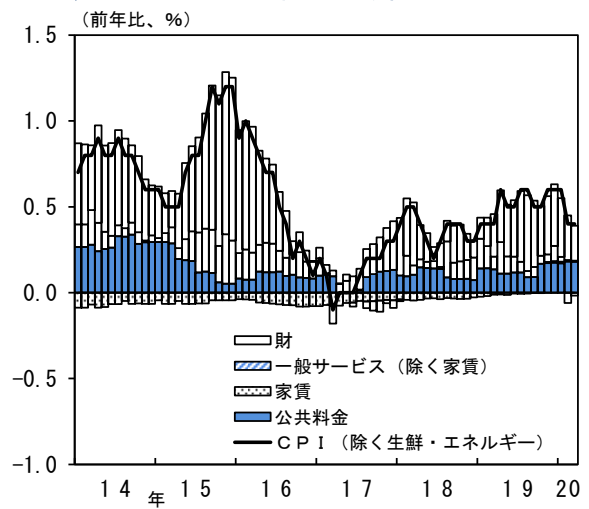
(出所) 総務省

(注) エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。

¹⁸ こうしたなかで、短観の仕入価格判断DIは、原油などの商品市況の下落や需要減もあって「上昇」超幅が縮小しているほか、販売価格判断DIは「下落」超に転化している（図表39）。

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を背景に、全体では1%台前半のプラスとなっている（前掲図表38）。内需デフレーターの前年比は、消費税率引き上げもあって、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。

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」

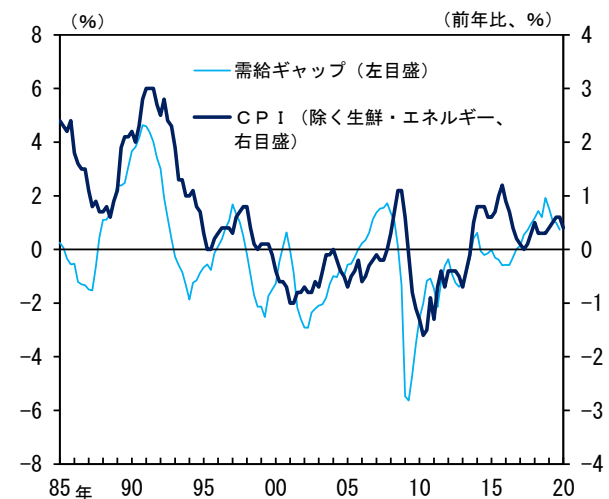
2. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く。

（物価を取り巻く環境）

物価情勢を点検するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について整理する。第1に、マクロ的な需給ギャップをみると、2019年10～12月は、7～9月からプラス幅を縮小したものの、引き続きプラスを維持した（前掲図表4、図表42）。もっとも、足もとでは、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、需給ギャップは弱含んでいると考えられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、弱めの指標がみられている（図表43、44）。先行きについては、当面は、エネルギー価格下落の影響も含めた実際の物価の弱含みを受けて、予想物価上昇率も弱含むとみられる。もっとも、その後は、景気が改善していくことで、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、予想物価上昇率は緩やかに高まっていくと考えられる。

図表42：CPIと需給ギャップ

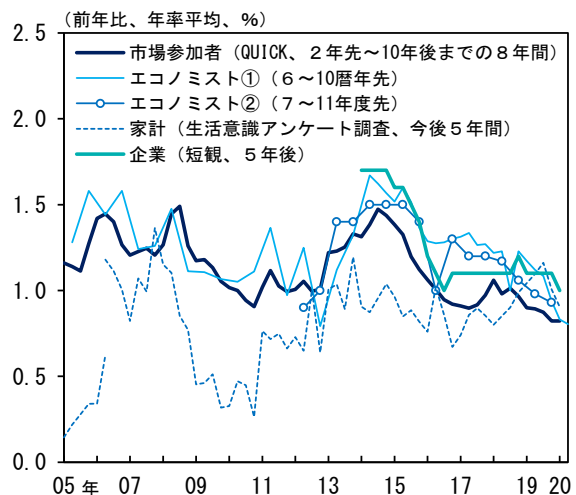


（出所）総務省、日本銀行

（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。

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）」、JOER「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

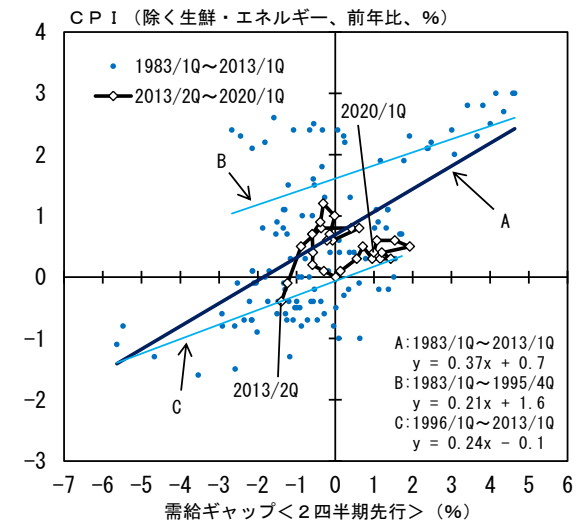
（注）固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りをを用いて算出。

第3に、輸入物価についてみると、足もとの原油価格は、感染症拡大に伴う需要の急激な減少などを背景に大幅に下落している（図表45）。こうした原油価格の動向は、エネルギー価格の下落を通じて、当面、消費者物価を下押しすると見込まれる。

図表45：国際商品市況



図表46：フィリップス曲線



(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。
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

2. わが国の金融情勢

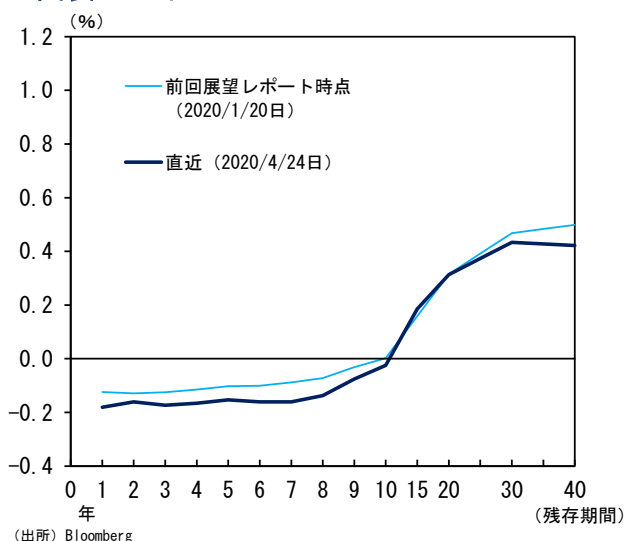
(金融環境)

わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面で緩和度合いが低下している¹⁹。

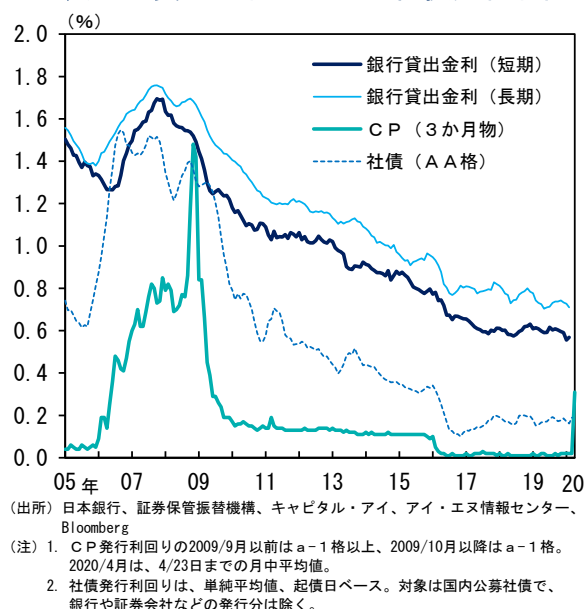
日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）に沿ったかたちとなっている（図表47）。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域で推移している。10年物は、米欧の長期金利同様、不安定な動きもみられたが、日本銀行が国債買入れを増額し、オファー回数を増やしたこともあって、ゼロ%程度で推移している。この間、20年物は、10年物同様に振れの大きい動きとなったが、0%台前半で推移している。

企業の資金調達コストは、総じてみれば低い水準で推移しているが、4月入り後はC Pを中心に市場調達レートが上昇する場面もみられている（図表48）。C Pの発行環境は、3月短観のD Iなどをみると良好であるほか、発行金利も総じて低い水準で推移している。もっとも、4月入り後は、新型コロナウイルス感染症の拡大により運転資金需要が増加するなか、投資家のスタンスが幾分慎重化していることもあって、需給悪化を背景にレートが大きく上昇している。社債の発行金利は、きわめて低い水準で推移しているが、4月入り後は、幾分上昇している。この間、貸出金利（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。

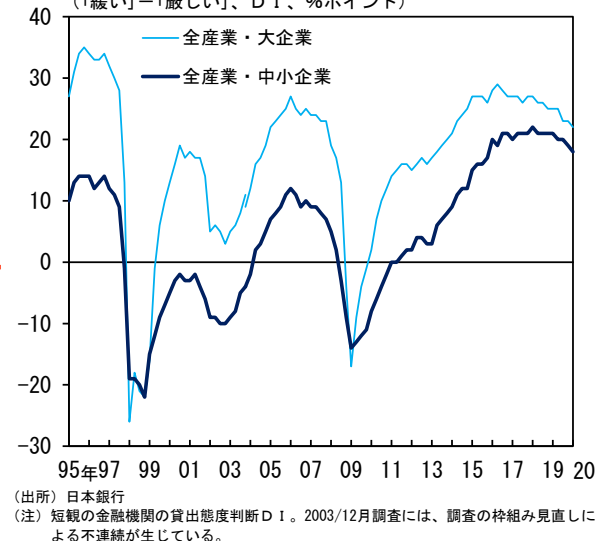
図表47：イールドカーブ



図表48：貸出金利とC P・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」、D I、%ポイント）



¹⁹ 新型コロナウイルス感染症拡大が、内外の金融環境に及ぼす影響とそうしたもとでの各国・地域の中央銀行の対応については、BOX 3を参照。

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D Iでみると、「緩和的」との回答割合の減少を背景に、大企業、中小企業ともに幾分低下しているが、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D Iでみると、全体としてみれば良好な水準を維持しているものの、感染症の拡大に伴う売上減少などを背景に悪化しており、特に感染症拡大の影響の大きい業種において悪化幅が大きくなっている（図表 50）。

企業の資金需要面をみると、これまで設備投資向けや企業買収関連などが資金需要の伸びを支えてきたが、足もとでは感染症拡大の影響を受けた売上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、2%台前半のプラスとなっている（図表 51）。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。このうち、CPについては、例年残高が減少する年度末にかけても、感染症拡大の影響を受けた売上の減少や予備的な需要などによる資金需要を背景に積極的な発行がみられたため、大幅に前年比プラス幅が拡大している。

マネーストックは、前年比で2%台後半の伸びで推移しており、3月末時点の残高は510兆円（対名目GDP比率は93%²⁰）となっている。マネーストック（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、3%台前半の伸びとなっている（図表 52）。

M1 = 現金 + 流動性預金（当座預金、普通預金）
M3 = M1 + 準通貨（定期預金など解約して金が使えようになる） + CD（譲渡制限預金）
M2 = M3 - ゆうちょ銀行、その他金融機関（組合）

今は主にM3を使う

図表50：企業の資金繰り

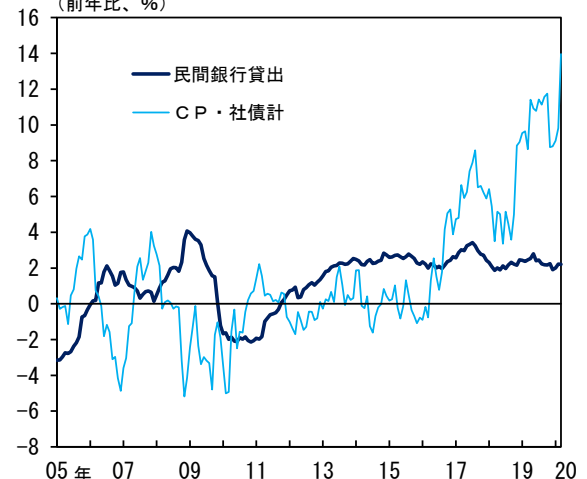
（「楽である」－「苦しい」、D I、%ポイント）



（出所）日本銀行
（注）短観の資金繰り判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表51：貸出残高とCP・社債発行残高

（前年比、%）



（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）民間銀行貸出は平残前年比、CP・社債計は末残前年比。

図表52：マネーストック

（平残前年比、%）



（出所）日本銀行

²⁰ 名目GDPは、2019年10～12月期の値を用いている。

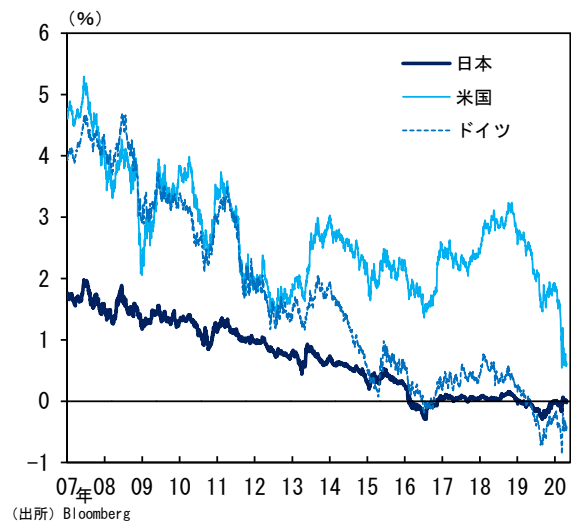
(金融市場動向)

国際金融市場の動向をみると、新型コロナウイルス感染症の拡大による投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景に、多くの国で株価や長期金利が低下したほか、ドル資金市場でも需給の逼迫がみられるなど、きわめて不安定な動きとなった。各国・地域の中央銀行による積極的な資金供給や資産買入れなどの対応もあって、足もとにかけてはひと頃の緊張が幾分緩和しつつあるが、引き続き、神経質な状況にある。

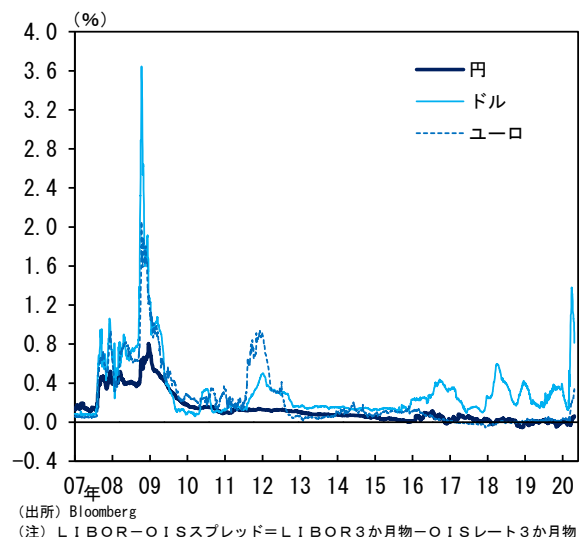
米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、投資家のリスク回避姿勢の強まりやF R Bによる金融緩和などを背景に大幅に低下しており、既往最低水準を更新する場面もみられた(図表 53)。この間、リスク回避姿勢が強まるなかでも長期金利が上昇する場面もみられるなど、不安定な動きもみられたが、F R Bが積極的な国債買入れを行うもとで、再び低下に転じている。ドイツでは、米国の長期金利につれて、既往最低水準を更新する場面もみられたが、その後上昇するなど、振れの大きい展開となっている。

主要通貨のL I B O R - O I S スプレッドをみると、米ドルは、感染症拡大を受けてドル調達需要が高まるなかで、主なドルの出し手であるプライム MMF が解約による資金流出を受けて放出スタンスを慎重化させたことなどから大きく拡大した(図表 54)。ユーロでも幾分拡大している。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、ドル資金市場の需給がひっ迫するなか、年度末越えも意識され、リーマン・ショック以来の水準まで拡大した(図表 55)。もっとも、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ほか、年度末を越えた

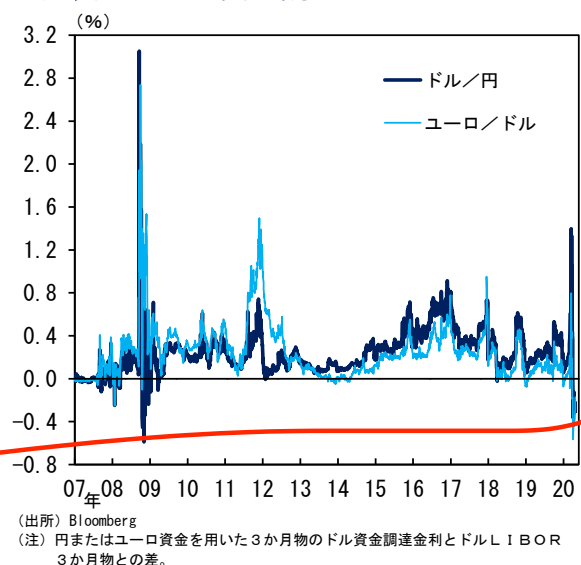
図表53：主要国の長期金利（10年物国債）



図表54：L I B O R - O I S スプレッド



図表55：ドル資金調達プレミアム



日本銀行の米ドル資金供給オペは日本銀行がアメリカのFRBと円・ドルを交換し、それで得たドルを金融商品と引き換えに放出するオペレーション。basically japan does QE for the FRB. Pumps dollars into economy, deflates the dollar, inflates the yen (typically).

仮に、投資家Aさんは、昨年12月に国債を発行価格98円で買いました。一方、1月になって、国債の人気が高まり、購入者が増えました。投資家Bさんも、前月より1円高いかいけれど、発行価格99円で国債を買いました。

AさんとBさんの実質金利(実質債券利回り)は上表(例)のとおりですが、Aさんが買った12月とBさんが買った1月の債券価格を比べると、購入者が多い1月が高く、その結果、1月の実質利回りは、低下するしくみとなります。

これと反対に、経済状況が改善してくれば、多少のリスクを取っても、他の市場金利が高い方の金融商品を買います。そうすると、安全資産の国債が売られるので、債券価格は下がり、逆に実質利回りは上がるしくみとなります。

つまり、上表の通り、債券価格と債券利回りは、いつも逆の関係となっています。(執筆者：小林 仁志)

※公表値は、新発(しんぱつ)国債(こくさい)10年物(新規に発行する国債)の利回りを長期金利の指標としているのが一般的です。

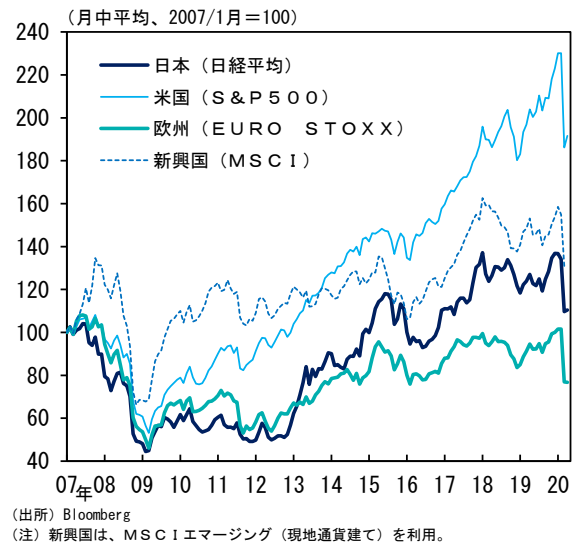
こともあって縮小に転じており、足もとではプレミアムが剥落している。ただし、円を見合いとするドルの調達コストは、ひと頃に比べれば低下しているものの、O I Sとの比較では、なお高めで推移している。

株式市場をみると、米国の株価は、2月半ば頃までは最高値圏で推移していたが、米欧においても感染症が拡大したことを契機に、2月下旬以降、投資家のリスク回避姿勢が強まり、大幅に下落した（図表56）。その後、米国政府による経済対策などが好感される形で幾分値を戻しているが、直近ピークと比べると2割程度低い水準にとどまっている。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。

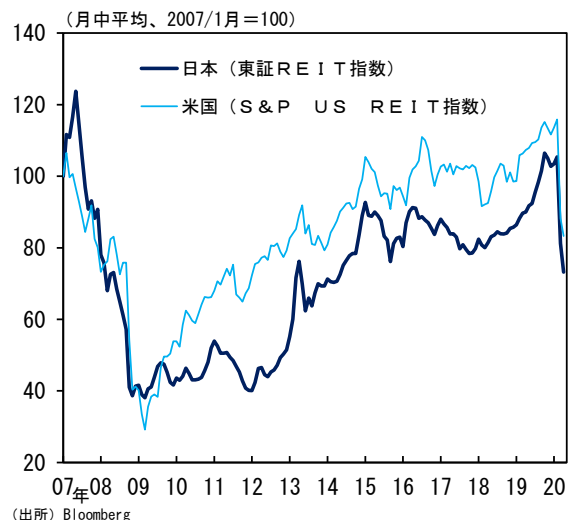
わが国の不動産投資信託（J－REIT）市場をみると、J－REIT価格は、投資家のリスク回避姿勢の強まりから、大きく下落している（図表57）。

為替市場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は、非常に大きな振れを伴いつつ、幾分円高方向に推移している（図表58）。この間の円の対ドル相場を詳しくみると、米国経済の相対的な堅調さ等を背景としたドル高から、112円台をつけた後、感染症拡大等によるグローバルな投資家のリスク回避姿勢の強まりから、101円台まで円高が進んだ。もっとも、その後は、ドル資金需要の高まりから円安方向で推移するなど、振れの大きい展開となった。

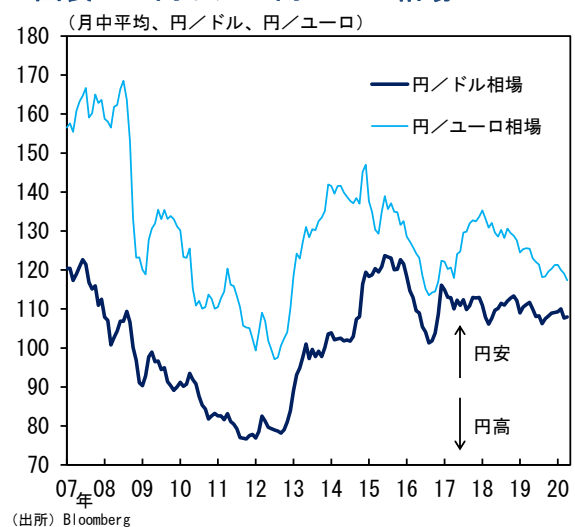
図表56：主要株価指数



図表57：主要REIT指数



図表58：円ドル・円ユーロ相場

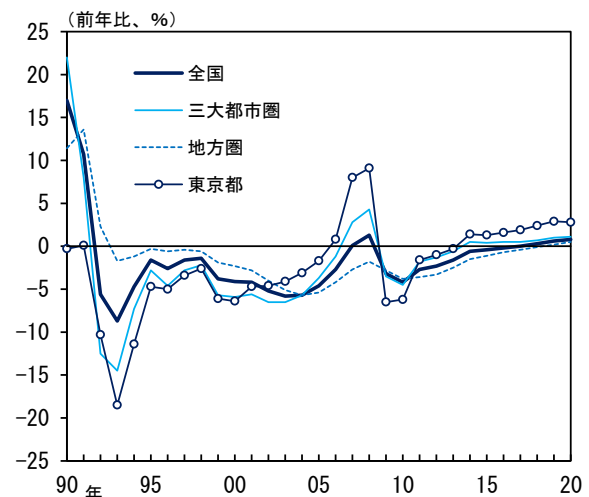


（地価）

地価は、全体として緩やかに上昇している。
2020 年の地価公示（1月1日時点）で地価の前
年比をみると、商業地・住宅地ともに、プラス幅
を拡大している（図表 59、60）。東京、大阪、名
古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに、
プラス幅を拡大している。地方圏でも、商業地・
住宅地ともに、プラス幅を拡大している。

以 上

図表59：地価（住宅地）

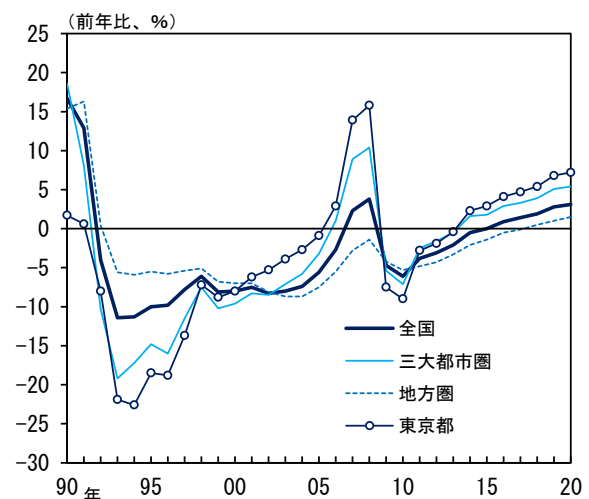


（出所）国土交通省

（注）1. 公示地価ベース（1月1日時点）。

2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、
大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。
地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

図表60：地価（商業地）



（出所）国土交通省

（注）1. 公示地価ベース（1月1日時点）。

2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、
大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。
地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

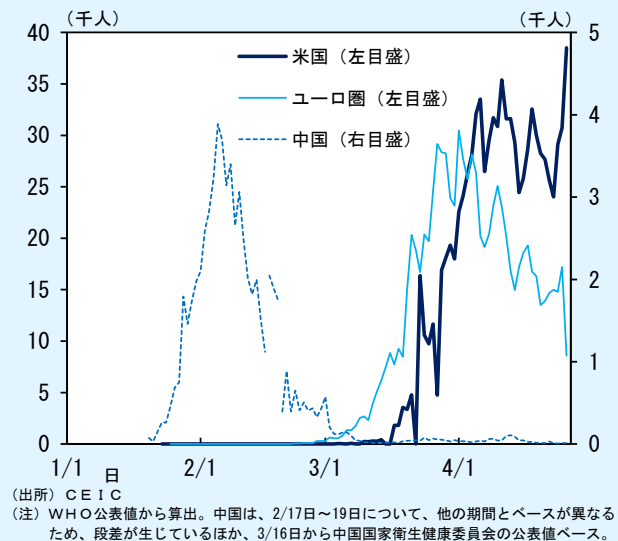
(BOX 1) 新型コロナウイルス感染症拡大以降の海外経済の動向

前回の展望レポート以降、新型コロナウイルス感染症が世界的に大流行し、その影響により、海外経済は急速に落ち込んでいる。また、感染症拡大が収束に向かうまで、落ち込んだ状態が続くと考えられる。本BOXでは、感染症の拡大やその経済活動への影響がはじめにみられた中国の動向を確認したあと、米国や欧州の動向について、足もとを中心にみていく。

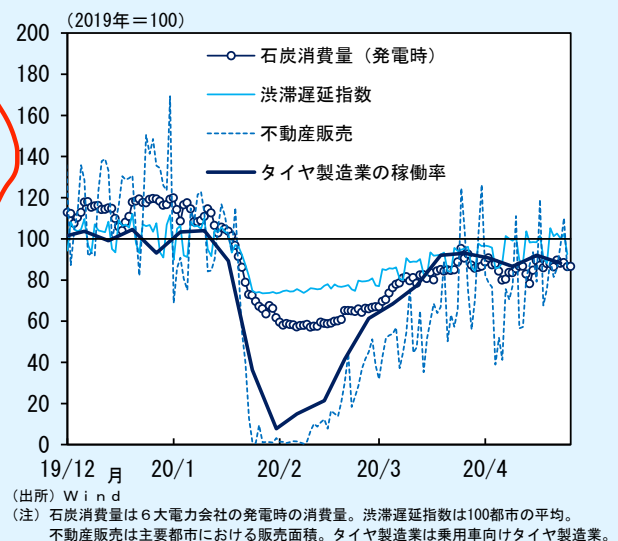
中国では、1月下旬以降、感染症が急速に拡大したものの、移動・外出制限や工場の操業停止など当局による厳格な感染拡大防止策が実施され、2月上旬ごろから、その拡大ペースは鈍化した(図表B1-1)。足もとでは、感染症の流行は落ち着いている。この間、厳格な感染拡大防止策のもと、労働力不足やサプライチェーン障害など供給制約が生じ、また、家計や企業のマインド慎重化による需要の減少もあって、幅広い業種で経済活動が大幅に落ち込んだ(図表B1-2)。もっとも、2月上旬以降は、感染症の流行が落ち着き始めるにつれ、中国国内での感染拡大防止策が緩和され、工場が操業を再開し、稼働率も上向いている。また、電力使用量も回復しつつあり、経済活動は全体として持ち直しの動きがうかがわれる。

このように足もとで中国での感染症の流行が落ち着いている一方、欧州や米国では感染症が急拡大している(前掲図表B1-1)。中国でみられたような厳格な感染拡大防止策が、3月中旬以降、欧米でも実施され、幅広い経済活動に影響が生じている。サービス業の多くでは、外出制限などから、需要が大きく落ち込んでいる。例えば、レストランの客数は、3月中旬から大幅に減少し、足もとでは客足が途絶えている(図表B1-3)。製造業で

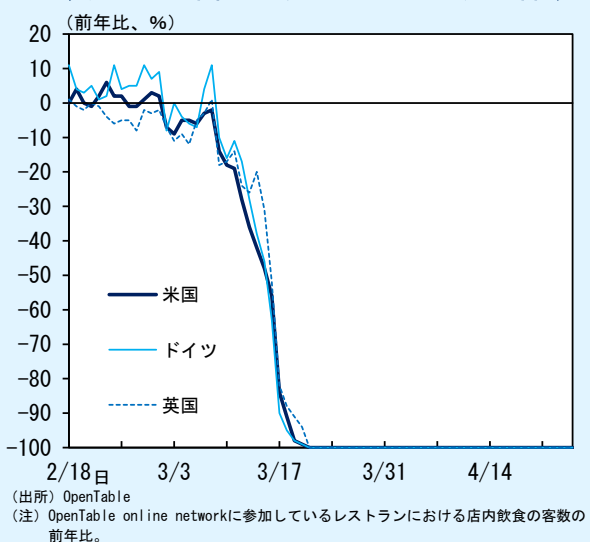
図表B1-1：主要国・地域の新規感染者数



図表B1-2：中国の高頻度データ



図表B1-3：米国・欧州のレストラン客数



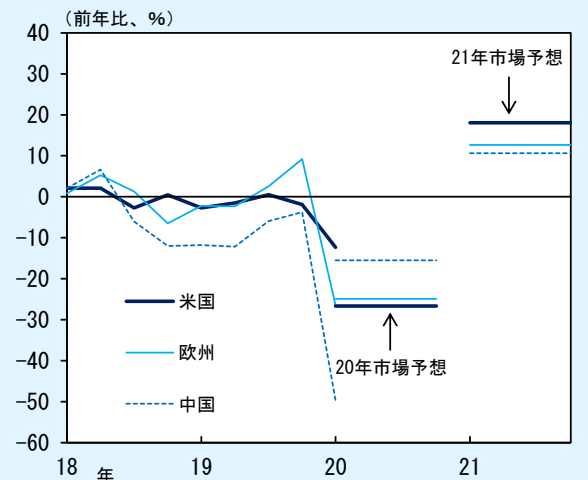
は、国内外のサプライチェーン障害や工場での感染拡大防止策から操業を停止する動きなどが、供給面の制約となっている。自動車セクターでは、工場の操業停止が長期化の様相を呈し始めており、供給面の制約に加えて、外出制限などによる需要面の減少も指摘されている(図表 B1-4)。ただし、直近の市場予想によれば、感染症拡大の影響が和らいでいくもとで、自動車販売は徐々に持ち直し、2021 年には前年を上回るとみられている。

こうした欧米での経済活動の急速な落ち込みは、雇用面にも大きな影響を及ぼしている。米国では、失業保険の新規申請数が大幅に増加し、既往ピークを上回っている(図表 B1-5)。ドイツでも、時短勤務を導入する企業が急増している。海外経済が持ち直していくうえで、雇用・所得環境の動向には注意が必要である。

以上のような感染症拡大の影響に対し、各国・地域で、医療態勢の拡充はもとより、景気下押し圧力の緩和に向けた雇用対策や中小企業支援など、大規模な財政政策が積極的に打ち出されている(図表 B1-6)。

海外経済は、当面、落ち込んだ状態が続くとみられる。もっとも、足もと中国でみられているように感染症拡大の影響が和らいでいけば、ペントアップ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の効果も発現すると予想されることから、先行き、成長ペースは高まっていくと考えられる。ただし、感染症拡大の帰趨やそれが収束する時期、経済に与える影響の大きさについては、不確実性が大きく、注意が必要である。

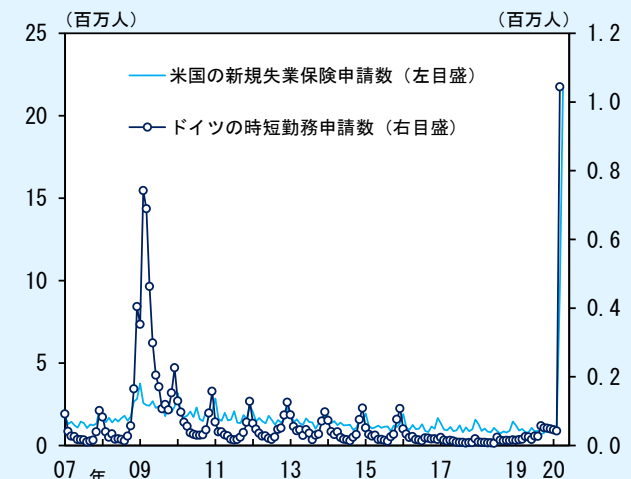
図表B1-4：主要国・地域の自動車販売台数



(出所) IHS Markit

(注) 総車両重量6トン未満の商用車を含む乗用車の販売台数。2020/10は、見込み値。市場予想は、4/15日時点。

図表B1-5：米国・ドイツの雇用関連指標



(出所) Haver、ドイツ連邦雇用庁

(注) 米国の新規失業保険申請数は、週次の計数を用いて月次に換算。2020/4月は、4/18日週末までの月次換算値。

図表B1-6：主要国・地域の主な財政政策対応

米国	<ul style="list-style-type: none"> 失業保険の給付額拡大・給付期間延長や、個人への現金給付 中小企業や航空業などへの資金調達支援
EU	<ul style="list-style-type: none"> 時短勤務に伴う賃金減少分の補填などを通じた雇用対策 中小企業を主な対象とする信用保証などを通じた資金調達支援
中国	<ul style="list-style-type: none"> 新卒者と雇用契約を結んだ中小企業に対する補助金支給などの雇用対策 減税などによる企業負担の軽減 重点インフラプロジェクト等の実施に向けた地方专项債の発行規模拡大

(出所) 各国政府等

（BOX 2）新型コロナウイルス感染症拡大以降のわが国経済の動向

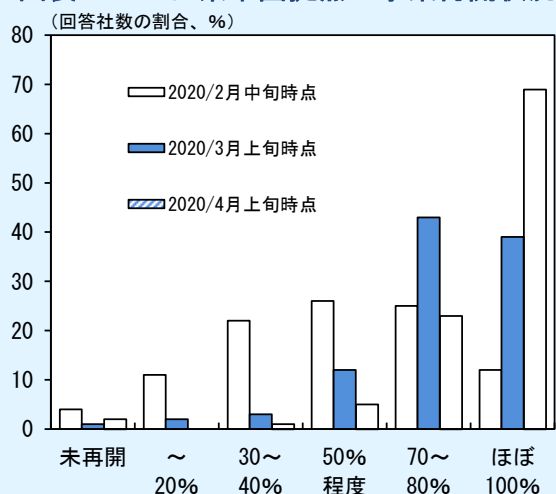
3 新型コロナウイルス感染症の拡大は、①海外経済の落ち込みに伴う財輸出の減少、②サービス輸出（インバウンド需要）の減少、③外出・イベント自粛による国内個人消費の落ち込み、という主に3つの経路を通じて、わが国の景気に影響を及ぼしている。本BOXでは、財・サービス輸出および国内個人消費の動向について、わが国経済に及ぼす影響を整理する。

（財輸出の動向）

まず、わが国の財輸出について、地域別にみると、中国向け輸出は、昨年末まで増加を続けてきたが、本年1～3月は、中国政府による感染拡大防止策の影響から、減少した（前掲図表11）。もっとも、BOX 1で概観したとおり、中国では、感染症の流行が落ち着き始めるにつれて、当局が順次、人の移動や工場の再稼働を許可してきていることから、経済活動には全体として持ち直しの動きがうかがわれる。日系企業の中国拠点に関するアンケート調査によれば、物流面での障害などから本格的な事業回復に至っていないという先も引き続きみられているものの、新規感染者数が少数の地域を中心に生産活動が回復しつつあるようにうかがわれる（図表B2-1）。こうした状況を踏まえると、先行きの中国向け輸出は、下げ止まりから緩やかな持ち直しに転じていくと見込まれる。

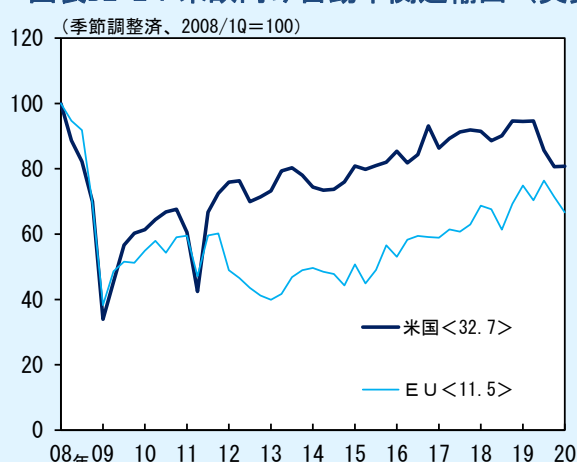
他方、米欧向け輸出をみると、自動車関連や資本財を中心に、はっきりと減少している。足もと、欧州や米国では、都市封鎖などによる外出抑制の結果、サービス部門を中心に経済活動が大きく落ち込んでおり、BOX 1で概観したとおり、自動車販売も減少している（前掲図表B1-4）。米欧における自動車販売が減少すると、わが国からの自

図表B2-1：日系中国拠点の事業再開状況



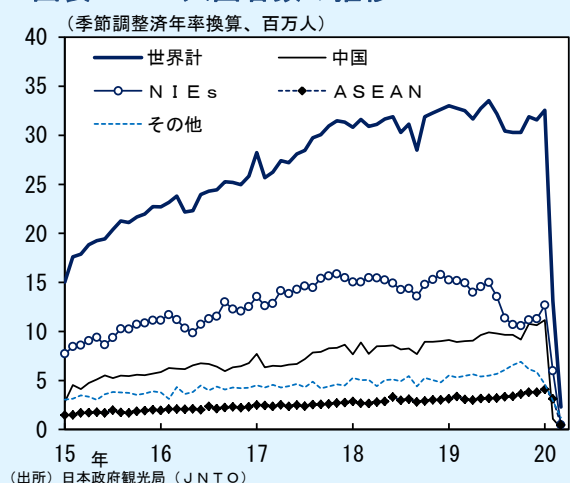
（出所）華東地域日商俱樂部懇談会「新型コロナウイルスの企業活動への影響について」
（注）華東地域（上海市、江蘇省、浙江省、安徽省）の商工クラブ会員企業のうち、製造拠点を有する先が対象。回答社数と調査期間は以下のとおり。
2月中旬：570社・2/19～21日、3月上旬：481社・3/4～6日、4月上旬：424社・4/1～6日。

図表B2-2：米欧向け自動車関連輸出（実質）



（出所）日本銀行、財務省
（注）1. 日本銀行スタッフ算出。＜＞内は、2019年通関輸出額（自動車関連）に占める各国・地域のウエイト。
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表B2-3：入国者数の推移



（出所）日本政府観光局（JNTO）

動車関連輸出は落ち込む傾向がある(図表 B2-2)。目先、米欧の自動車販売が停滞することが見込まれるもでは、わが国からの米欧向けの自動車関連輸出には一段と下押し圧力がかかると予想される。

(サービス輸出の動向)

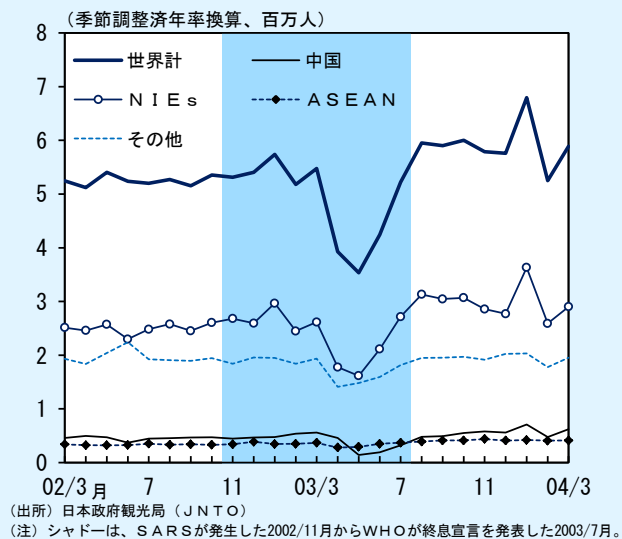
次に、サービス輸出をみるため、旅行収支の受取に影響を与える入国者数の動向を確認すると、昨秋以降は、中国人訪日客の増加により持ち直しの動きがみられたが、本年2月以降は、感染症拡大の影響から大きく減少している(図表 B2-3)。4月入り後は、海外からの渡航者に対する入国制限措置の強化もあって、入国者数はさらに減少していると思われる。

2003年にSARSの感染が広がった際の入国者数の動きをみると、当時は、4～5月にかけて大きく落ち込んだあと、6月には終息宣言を待たずに回復に転じ、7月に概ねSARS感染拡大前の水準を取り戻した(図表 B2-4)。こうした経験によれば、ひとたび感染症拡大が収束に向かい、入国制限措置が解除されれば、入国者数は徐々に回復すると考えられる。もっとも、新型コロナウイルス感染症はラグを伴いつつ世界的な広がりをみせていることもあって、その影響は相応の期間残ることも考えられるため、回復ペースが緩やかなものにとどまる可能性にも十分注意しておく必要がある。

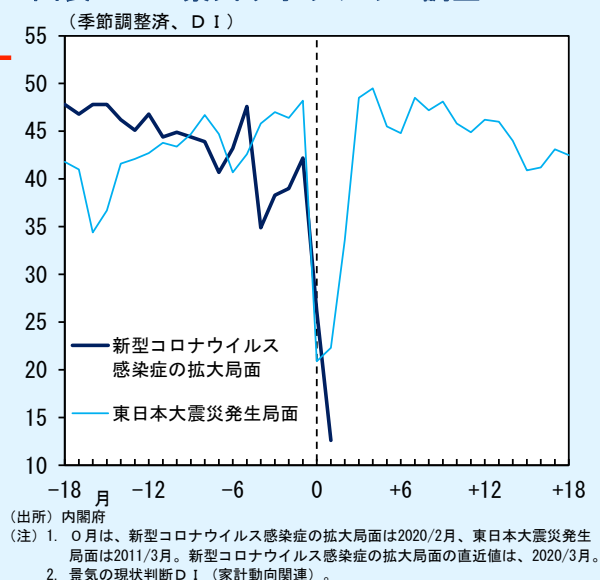
(個人消費の動向)

最後に、国内個人消費は、感染症拡大の影響が強まるなかで、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している。感染症の拡大が個人消費に与える影響を早期に把握できる指標として景気ウォッチャー調査をみると、2月は、消費関連企業

図表B2-4：SARS流行時の入国者数

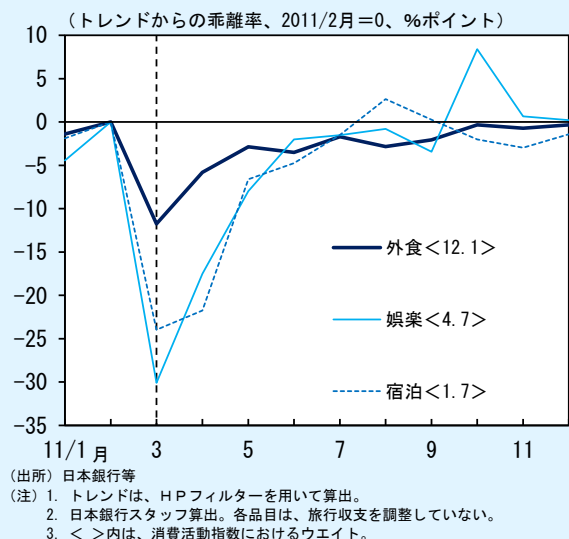


図表B2-5：景気ウォッチャー調査



図表B2-6：震災時の消費活動指数の推移

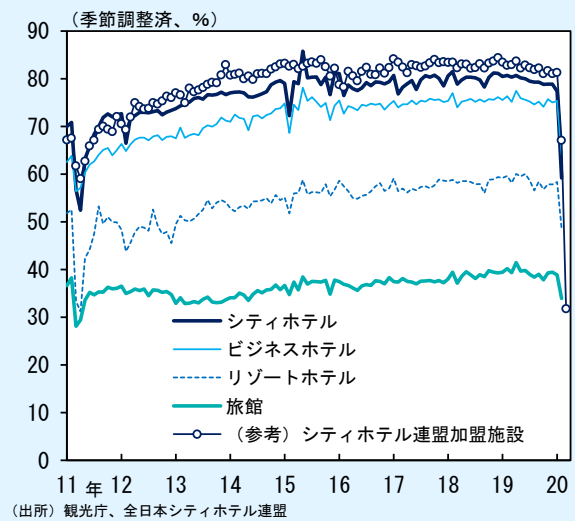
主要サービス品目・実質



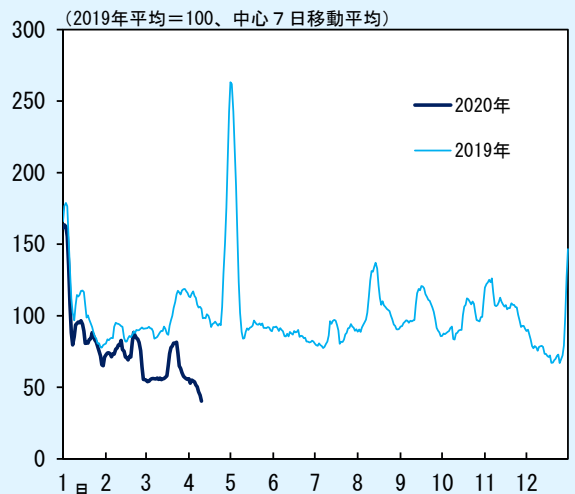
のマインドが東日本大震災以来の低水準まで悪化したあと、3月は外出自粛の強まりを背景に一段と悪化している(図表 B2-5)。包括的な個人消費の動向を月次で把握することが可能な消費活動指数を用いて、東日本大震災時の動きを振り返ると、当時は、自粛ムードを受けて宿泊、娯楽、外食などのサービスが大きく落ち込んだ(図表 B2-6)。今回も、宿泊施設の客室稼働率が大幅に低下しているなど、同様の動きがみられている(図表 B2-7)。日次で利用可能な携帯電話の位置情報データを用いて、3月以降のリアルタイムの消費動向を検証すると、旅行需要を表すとみられる国内の世界文化遺産における滞在者数は、例年であればみられる3月下旬から4月上旬にかけての増加が本年はみられず、外出自粛要請を背景に落ち込んでいる(図表 B2-8)。また、飲食需要を表すとみられる東京の繁華街における夜間人口は、外出自粛や飲食店の休業もあって、3月に大きく減少したあと、4月は7日の緊急事態宣言を受けて一段と減少している(図表 B2-9)。

先行きについては、2020 年4月に閣議決定された政府による緊急経済対策が執行されていくことにより、家計への現金給付や雇用調整助成金の支給要件の緩和などの各種支援策が個人消費の下支えとして作用していくと予想される。また、感染症の影響が和らぐにつれて、ペントアップ需要も見込まれる。ただし、感染症拡大の帰趨やそれが収束する時期に関する不確実性は高く、個人消費の回復が遅れる可能性があることには、十分注意しておく必要がある。

図表B2-7：宿泊施設別にみた客室稼働率



図表B2-8：世界文化遺産における滞在者数



(注) 1. スマートフォンの位置情報をもとに、2017年までに登録された日本の世界文化遺産における9～17時までの滞在人口を集計。
2. 2020年の直近値は、4/7～13日の平均値。

図表B2-9：東京の繁華街における夜間人口



(注) 1. スマートフォンの位置情報をもとに、銀座、新宿、六本木の各駅を中心とした1.5km四方の領域における20～24時までの滞在人口を集計。
2. 2020年の直近値は、4/7～13日の平均値。

(BOX 3) 新型コロナウイルス感染症拡大以降の内外の金融環境

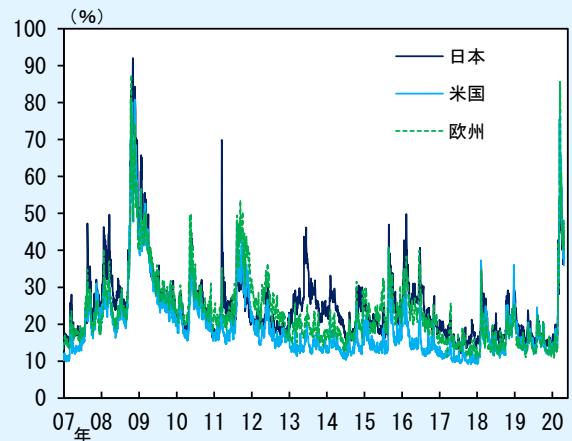
新型コロナウイルス感染症が世界的に拡大するもとで、内外の金融市場ではきわめて不安定な動きがみられている。また、経済活動の抑制に伴う売上減少などを受けて、世界的に企業金融面に影響が生じている。本BOXでは、感染症拡大以降の内外の金融環境を点検するとともに、こうした状況のもとでの、日本銀行および各国・地域の中央銀行の対応を整理する。

国際金融市場では、米欧で感染症が拡がり始めた2月下旬から、世界的にきわめて不安定な動きがみられている。投資家のリスク回避姿勢の強まりから株価や長期金利が低下したことに加え、後述する米ドル需要の高まりにより安全資産とされる国債にも売り圧力が強まる（長期金利に上昇圧力がかかる）場面がみられた。また、金融機関が業務継続計画（BCP）に基づき代替拠点を使った分散勤務や在宅勤務などの業務体制に移行し、取引執行環境が変化したこともあって、債券市場などでは、流動性が低下した。こうしたなか、株式市場、債券市場のいずれにおいてもボラティリティ指標がリーマン・ショック以来の水準まで上昇するなど、市場機能の低下が広くみられたことが今次局面の特徴である（図表 B3-1）。さらに、感染症の拡大を背景にした米ドル需要の高まりなどから、米ドル資金市場の需給がタイト化するとともに、為替市場ではドル高が進む場面がみられた（前掲図表 54、55、58）。欧米市場を中心に、社債やCPのスプレッドが拡大するなどクレジット市場でも不安定な動きがみられており、企業金融面にも影響が及んでいる（図表 B3-2）。

この間、わが国の金融環境をみると、感染症拡大の影響を受けた売上減少などから企業の資金繰

図表B3-1：株価・国債のボラティリティ

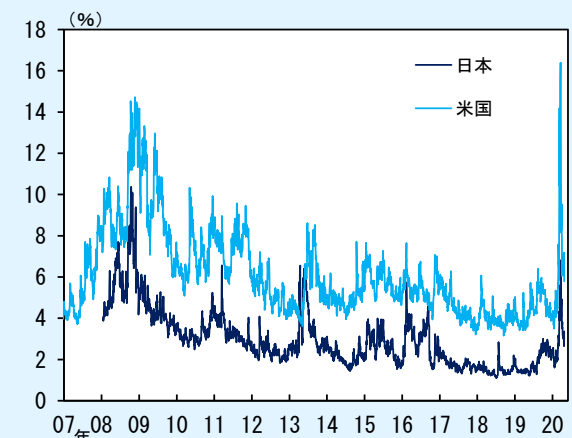
①株価



(出所) Bloomberg

(注) 日本は日経平均ボラティリティ・インデックス、米国はVIX指数、欧州はVSTOXX指数。

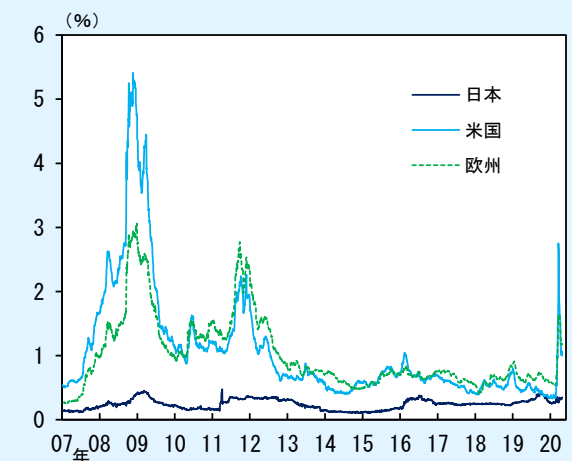
②長期国債先物オプション



(出所) Bloomberg

(注) 日本はS&P/JPX日本国債VIX指数、米国はTVIX指数。

図表B3-2：A A格社債の対国債スプレッド



(出所) Bloomberg、QUICK

(注) 日本の社債流通利回りは日本証券業協会の売買参考統計値、格付けはR&Iによる。集計対象は、残存3年以上7年未満の銘柄。米欧はICE Data Indices算出、格付けはMoody's、S&P、Fitchによる。集計対象は、残存3年以上5年未満の銘柄。

りが悪化している（前掲図表 50）。特に、売上の急激な減少などに直面している宿泊・飲食などのサービス業や小売業、とりわけ相対的に規模の小さい企業を中心に、資金繰りがより悪化している姿がみられている（図表 B3-3）。もっとも、現時点では、金融機関の貸出態度は長い目でみて緩和的な水準を維持しているほか、国内金融市場を通じた資金調達環境も総じて安定しているとみられる。今後、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を与えないか、すなわち、引き続き、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かについては、注意してみていく必要がある（前掲図表 48、49、51）。

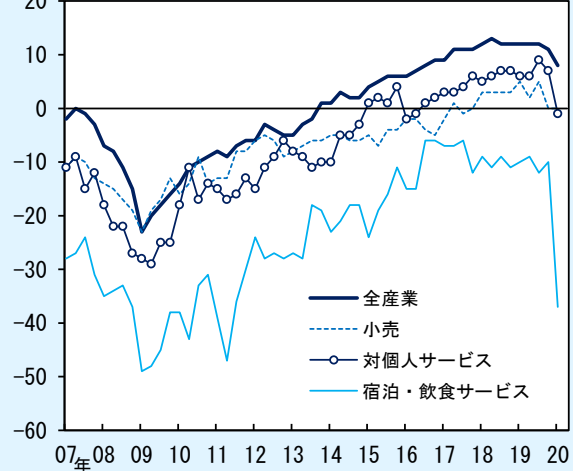
上述したような金融市場の不安定化や企業金融面への影響に対して、日本銀行は、金融市場の安定維持や企業等の資金調達の円滑確保に向けて、様々な対応を積極的に行ってきた。また、金融市場の不安定化や企業金融面への影響への対応は世界共通の課題となっており、米欧の中央銀行も、貸出・債券市場の構造や状況の違いなどに応じて具体的な対応には差があるものの、対策を実施している。さらに、6中銀で協調して、米ドルの資金供給にも万全を期している。こうしたもと、中央銀行のバランスシートは、大幅に拡大している（図表 B3-4）。

金融市場では神経質な状況が続いているが、こうした各国・地域の中央銀行の積極的な対応によって、ひと頃の緊張が幾分緩和しつつある（図表 B3-5）。また、各国・地域の中央銀行の対応は、政府の様々な対応とも相俟って、金融経済活動の下支えに貢献するものと考えられる。

図表B3-3：中小企業の資金繰り環境

①短観

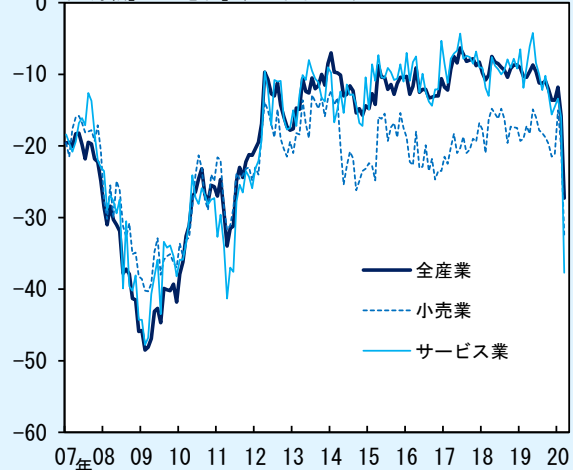
（「楽である」－「苦しい」、%ポイント）



（出所）日本銀行
（注）短観の資金繰り判断D1。

②LOBO調査

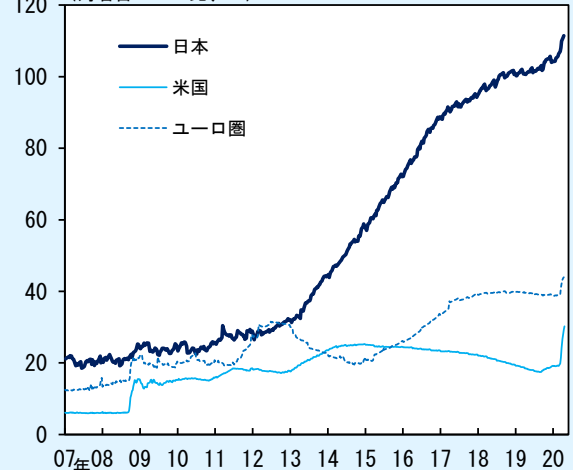
（「好転」－「悪化」、%ポイント）



（出所）日本商工会議所「LOBO調査」
（注）LOBO調査の資金繰りD1。調査対象は、個人事業主を含む。

図表B3-4：中央銀行の資産規模

（対名目GDP比、%）



（出所）Haver
（注）2020/1月以降は、2019/4Qの名目GDPを用いて算出。

図表B3-5：中央銀行による政策対応

日本	<ul style="list-style-type: none"> ・積極的な国債買入れなどを含む一層潤沢な資金供給 ・特別オペの導入・拡充やＣＰ・社債等買入れの増額を通じた企業等の資金調達の円滑確保 ・金融市場の安定維持を企図したＥＴＦ・Ｊ－ＲＥＩＴの積極的な買入れ
米国	<ul style="list-style-type: none"> ・２度にわたる政策金利の引き下げ ・市場機能の円滑化や金融政策の効果的な波及を企図した国債等の必要額の買入れ ・ＣＰ・社債買入れや企業金融支援等を企図したファシリティの拡充
ユーロ圏	<ul style="list-style-type: none"> ・企業金融支援や金融システムへの流動性供給を企図した長期資金供給オペの拡充 ・ＣＰ・社債等の資産買入れプログラムの拡充 ・金融政策の波及や経済見通しのリスクに対応するため、国債等の緊急買入れプログラムの導入

⑥ 中銀による米ドル流動性供給

- ・カナダ、英国、日本、ユーロ圏、米国、スイスの中央銀行による、米ドル・スワップ取極を通じた米ドル流動性供給の拡充（適用金利の引き下げ、供給期間の長期化、供給頻度の引き上げの実施）

