

Economic Trends

発表日：2020年5月20日(水)

グローバル経済見通し

～経済活動再開で持ち直しを見込むも、落ち込みを取り戻すには時間～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

1. 日本経済

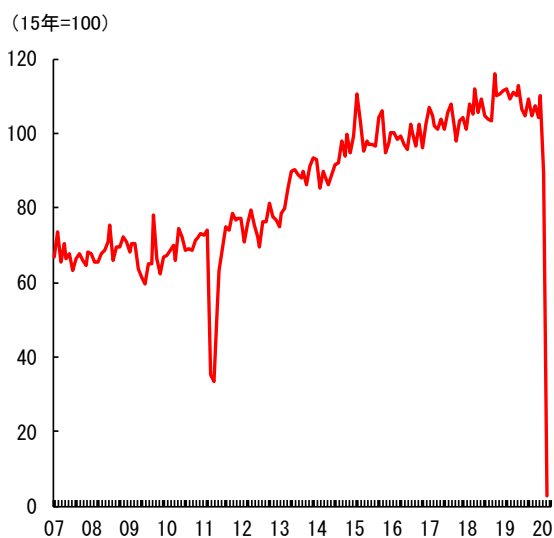
景気の現状 ～不要不急の消費激減で、景気は記録的な落ち込みに～

景気は急速に悪化している。2月末以降、感染拡大防止のための外出抑制等の影響でサービスを中心に個人消費が大幅に悪化したことで、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲3.4%と、2四半期連続のマイナス成長となった。輸出の減少によって元々景気が緩やかに悪化していたところに消費増税が追い打ちをかけ、新型コロナウイルスの感染拡大によって一段と落ち込みが深まった。

4月に入り、悪化ペースはさらに加速している。政府は4月7日に7都府県を対象とした緊急事態宣言を発令、16日には対象地域が全国に拡大された。不要不急の外出抑制、在宅勤務の推進、店舗の営業自粛等が一気に進んだことで、経済活動は著しく抑制された。遊園地や映画館といった娯楽施設の売上は休業の影響でゼロを窺うレベルにまで減少、旅行や出張等、人の移動が抑制されたことによって鉄道・航空輸送量も激減したほか、飲食店の休業が相次いだことで外食も大幅に減少するなど、不要不急の消費は激減した。個人消費のほか、先行き不透明感が著しく強まるなか、投資の手控え・先送りの動きが強まったことから設備投資も大幅に落ち込むなど、内需は急激に悪化している。

加えて、欧米を中心として厳しい感染拡大抑制策がとられたことから海外経済も急激に落ち込んでおり、日本からの輸出は今後急減が見込まれる。内外需ともに厳しさを増すことで、日本経済は当面、全面的な落ち込みとなる可能性が高い。特に20年4-6月期の悪化度合いは大きくなり、前期比年率▲22.1%と記録的な悪化になると予想している。瞬間風速ではリーマンショック以上の落ち込みとなるだろう（09年1-3月期：▲17.8%）。

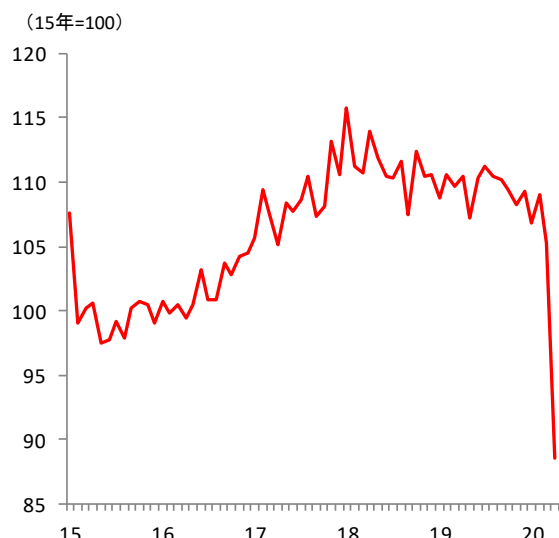
遊園地・テーマパーク売上高（季節調整値）



(出所) 経済産業省「特定サービス産業動態統計」

(注) 季節調整は第一生命経済研究所

実質輸出（季節調整値）



(出所) 日本銀行「実質輸出入」

(注) 直近の20年4月は第一生命経済研究所による試算値



景気の先行き ～4～5月が大底も、V字回復は困難～

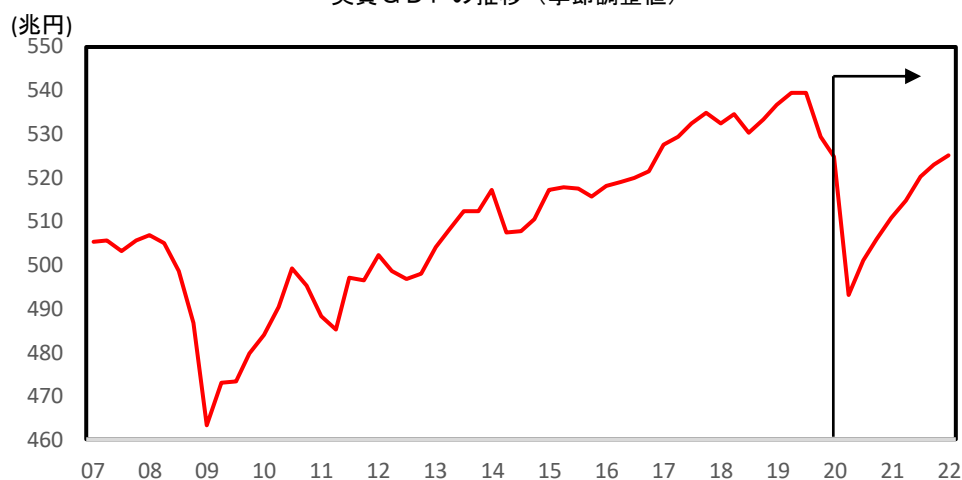
こうした急激な景気の悪化には歯止めがかかり、景気は4～5月を大底として持ち直しに転じると予想している。新規感染者数の増加ペースが鈍化傾向にあることを受け、政府は5月14日に、39県において緊急事態宣言を解除することを決定した。これにより、外出抑制等の自粛度合いが緩和され、営業活動の一部再開等も見込まれることから、宣言が継続されていた場合と比較して経済への下押し圧力が弱まることは間違いない。景気は最悪期を脱するだろう。

とはいえ、宣言が解除された地域でも経済活動が一気に正常化に向かうわけではない。経済の正常化を急ぐことで再び感染が急速に拡大する状況は避けなければならないため、今後もある程度の外出自粛や行動制限は続けざるを得ず、経済活動には強い制約が残り続ける。経済活動再開の動きはある程度の時間をかけて段階的に行わざるをえないため、景気のV字回復は望めない。20年前半の急激な景気の落ち込みの影響で雇用・所得環境が悪化することも回復の頭を押さえるだろう。

実質GDP成長率（前期比年率）は20年4～6月期に▲22.1%減少した後、7～9月期に+6.6%、10～12月期に+3.9%、21年1～3月期に+3.8%と予測する。7～9月期以降の成長率は通常であれば高成長と呼んで差し支えないものになるが、20年前半の大幅な落ち込みを取り戻すことはできない。GDPの水準でみれば、消費増税前の19年7～9月期と比較して、21年1～3月期は5.3%Pt、22年1～3月期でも2.7%Pt下回る。経済活動が元の水準に戻るまでには長い時間がかかるだろう。

（主席エコノミスト 新家 義貴 TEL03-5221-4528）

実質GDPの推移（季節調整値）



（出所）内閣府「国民経済計算」

（注）予測は第一生命経済研究所

日本経済見通し（前年比、%）

年度	名目GDP	実質GDP		個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需		政府支出	
		内需						輸出	輸入		
2016	0.8			0.9	0.1	0.0	▲0.4			6.3	▲0.1
2017	2.0	1.9	1.5	1.1	4.3	▲1.4	0.2	0.5	6.4	3.9	0.5
2018	0.1	0.3	0.4	0.1	1.7	▲4.9	0.0	▲0.1	1.7	2.5	0.8
2019	0.7	▲0.1	0.1	▲0.6	▲0.9	0.3	▲0.1	▲0.2	▲2.7	▲1.7	2.6
2020	▲4.6	▲5.7	▲4.4	▲5.6	▲7.9	▲11.3	▲0.1	▲1.2	▲16.2	▲8.9	1.4
2021	4.1	3.6	3.3	3.6	4.1	4.4	0.0	0.2	12.2	9.5	2.0

（出所）内閣府資料より、第一生命経済研究所作成（予測は第一生命経済研究所）

（注）カッコ内は寄与度

2. 米国経済

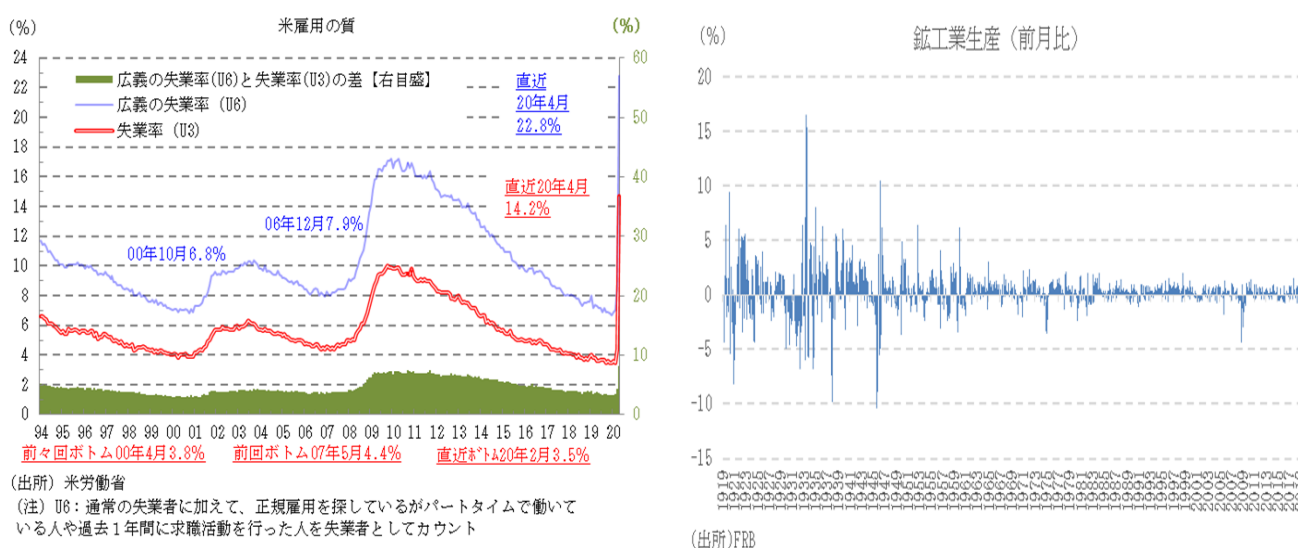
景気の現状 ～大恐慌以来の景気悪化～

米国では、新型コロナウイルスの感染が急激に拡大したことを受け、感染拡大を防ぐために3月中旬以降、州がロックダウンを行った。外出制限、イベントの中止、店舗の休業、工場の操業停止による経済活動の一部休止を背景に、経済成長は急激に縮小した。約11年続いた景気拡大は2月に終了し、3月から景気後退期に入ったと判断される。

3月は2週間程度の停止だったものの、1-3月期の実質GDP成長率（1次推計）は、前期比年率▲4.8%と08年10-12月期の同▲8.4%以来11年ぶりの低い伸びとなった。住宅投資が前期比年率+21.0%と加速した一方、個人消費が前期比年率▲7.6%（10-12月期同+2.1%）と80年4-6月期の同▲8.7%以来の急減となったほか、設備投資が前期比年率▲8.6%（同▲2.4%）とマイナス幅を拡大し、4四半期連続の減少となった。

FRBは、3月に入ってから、緊急対応措置をとり、事実上のゼロ金利への大幅利下げのほか、無制限の国債やMBS購入、流動性供給、融資支援策などを相次いで実施したことで金融危機を回避できている。また、米政府・議会は3月以降経済基盤や雇用維持のため3兆ドル規模の支援策を実施した。これらの政策によって、企業倒産は抑えられているが、先行き不透明感が強いなか、企業はレイオフを大規模に行っている。4月の非農業部門雇用者数（季節調整済み）は前月差▲2050万人（3月同▲87万人）と戦後最悪、39年の同統計作成開始以降で最大の減少幅となった。4月の失業率（U3）が14.7%（前月4.4%）と48年1月の同統計作成開始以降で最悪、作成方法の異なる30年代の世界大恐慌時の約25%以来の高い水準となった。

生産面では、新型コロナウイルスの感染拡大によるサプライチェーンの毀損、工場での感染・感染防止、需要の減少を受けた操業停止の広がりによって、4月の鉱工業生産は、前月比▲11.2%（3月同▲4.5%）、製造業が前月比▲13.7%（3月同▲5.5%）とともに1919年の統計作成開始以降の過去101年で最大の落ち込みとなった。鉱工業の設備稼働率は、64.9%と1967年の統計作成開始以降の最低水準を更新した。また、製造業は61.1%と1948年の統計作成開始以降の最低水準を更新した。

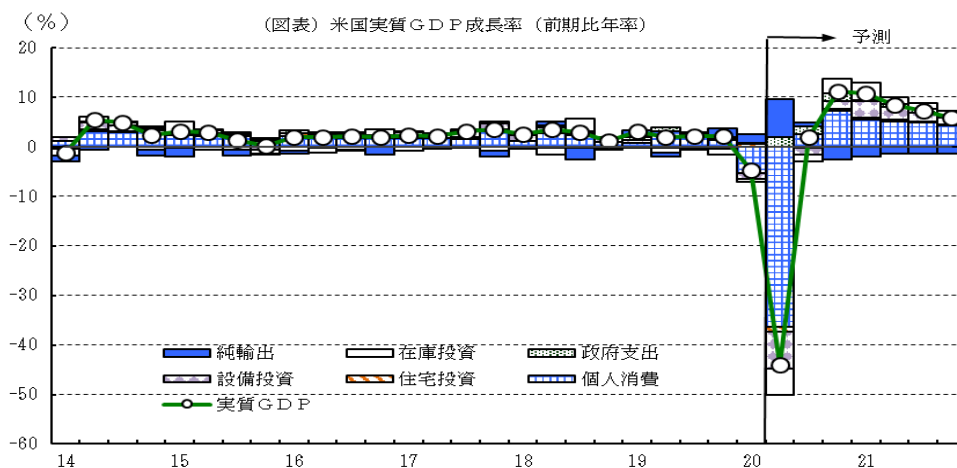


景気の先行き ～5月以降持ち直しも急激な改善には時間が必要～

今後に関して、4月末から5月にロックダウンが段階的に解除され始めていることから、経済活動は5月以降前月比で改善すると予想される。しかし、米国を含む世界の新型コロナウイルスの感染者数、死者数の拡大ペースは高水準で完全終息には何年もかかり、安全性の確認されたワクチンの開発・大量生産は早くても21年とみられている。このため、経済活動に配慮し外出制限や営業規制などが段階的に緩和されても、ソーシャルディスタンスなど感染拡大防止策を維持しながらの経済活動とならざるを得ないだろう。

3、4月の落ち込み、5月以降の制約を受けた経済活動の再開によって、20年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲40%程度の大恐慌以来の落ち込みになると予想する。7-9月期は改善の動きが続くもののソーシャルディスタンスなどの制約を強く受け続け、停滞感が残存する見込み。10-12月期以降については、新型コロナウイルスの感染第2波が起きずに感染者数が大幅に減少していれば、景気回復ペースが加速するだろう。

(主任エコノミスト 桂畑 誠治 TEL03-5221-5001)



(出所)米商務省、予測は当社。

(図表) 米国経済見通し (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP									
		内需			個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需		政府支出
								輸出	輸入		
2008	1.8	▲0.1	(▲1.2)	▲0.2	0.6	▲24.2	(▲0.5)	(1.0)	5.7	▲2.2	2.5
2009	▲1.8	▲2.5	(▲3.7)	▲1.3	▲14.5	▲21.7	(▲0.9)	(1.1)	▲8.4	▲13.1	3.5
2010	3.8	2.6	(3.1)	1.7	4.5	▲3.1	(1.5)	(▲0.5)	12.1	13.1	▲0.0
2011	3.7	1.6	(1.6)	1.9	8.7	▲0.1	(▲0.1)	(▲0.0)	7.1	5.6	▲3.1
2012	4.2	2.2	(2.2)	1.5	9.5	13.0	(0.2)	(0.1)	3.4	2.7	▲2.1
2013	3.6	1.8	(1.7)	1.5	4.1	12.4	(0.2)	(0.2)	3.6	1.5	▲2.4
2014	4.4	2.5	(2.8)	3.0	7.2	3.8	(▲0.1)	(▲0.3)	4.2	5.0	▲0.9
2015	4.0	2.9	(3.8)	3.7	1.8	10.2	(0.3)	(▲0.9)	0.5	5.3	1.9
2016	2.7	1.6	(2.0)	2.7	0.7	6.5	(▲0.6)	(▲0.4)	▲0.0	2.0	1.8
2017	4.3	2.4	(2.7)	2.6	4.4	3.5	(0.0)	(▲0.4)	3.5	4.7	0.7
2018	5.4	2.9	(3.3)	3.0	6.4	▲1.5	(0.1)	(▲0.4)	3.0	4.4	1.7
2019	4.1	2.3	(2.2)	2.6	2.1	▲1.5	(0.1)	(0.1)	2.0	1.0	2.3
2020	▲8.2	▲9.7	(▲11.5)	▲12.7	▲15.9	▲0.3	(▲1.4)	(1.8)	▲13.4	▲19.7	4.6
2021	5.3	3.8	(4.7)	2.2	6.9	4.1	(1.4)	(▲0.9)	3.2	8.3	4.2

予測 (出所) 米商務省、予測は当社
(注) 図中カッコ内は寄与度。

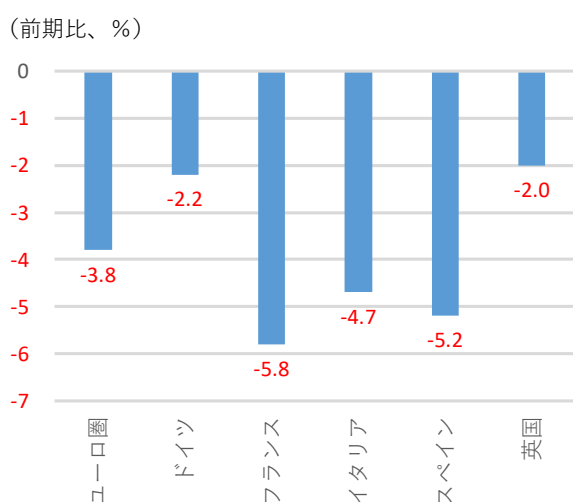
3. 欧州経済

景気の現状 ～感染防止を目指した都市封鎖の影響で経済活動が全面停止～

新型コロナウイルスの感染は3月に入って欧州各国に飛び火した。イタリアやスペインでの爆発的な感染と医療崩壊の危機に直面し、各国は相次いで厳しい外出・移動制限、生活必需品を除く小売店舗の閉鎖、集会やイベントの禁止、学校休校などの感染防止策を打ち出した。厳しい行動制限で経済活動が全面的に停止した結果、3月以降の景気指標が急速に落ち込んでいる。1～3月期のユーロ圏の実質GDP成長率の速報値は前期比▲3.8%、同年率▲14.2%と、リーマンショック時を上回る史上最大の落ち幅を記録した。国別には、フランス（同▲5.8%）、スペイン（同▲5.2%）、イタリア（同▲4.7%）、ドイツ（同▲2.2%）など主要国が軒並みマイナス成長となった。1・2月中は緩やかな景気拡大が続いていたとみられ、3月中旬にかけて経済活動が一気に20%近く落ち込んだものと推測される。その後、感染拡大ペースが鈍化したことを受け、4月中旬以降、一部の国が都市封鎖の段階的な解除を開始している。だが、感染再拡大のリスクを警戒し、制限緩和は限定的なものにとどまっている。日次や週次で経済活動が捕捉可能な各種データによれば、制限解除後も経済活動の戻りは鈍い。4～6月期の実質GDP成長率は一段の大幅マイナス成長が避けられそうにない。

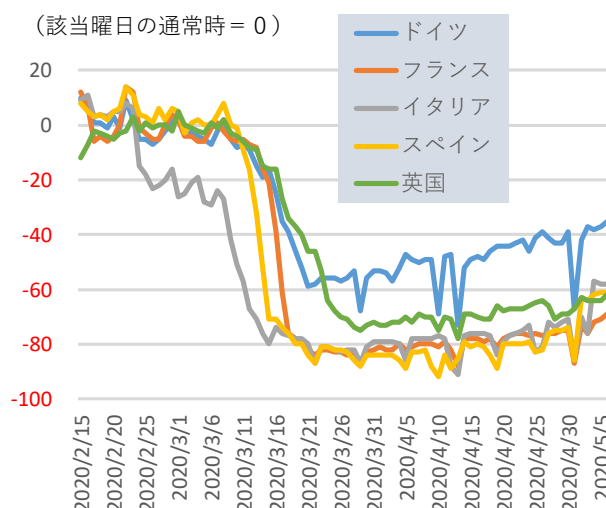
経済活動停止の影響を緩和するため、各国政府は医療関連の歳出拡大、資金繰りが悪化した企業への信用供与や公的保証、経営悪化企業の財務支援、休業者や時短労働者に対する所得補填、失業給付の拡充、納税や公共料金の支払い猶予など、大規模な対策を打ち出している。欧州連合（EU）全体ではGDP比で3%規模の財政出動、同16%程度の流動性支援を約束している。EUとしての一体的なコロナ危機対応策として、EUの金融安全網（ESM）を活用した財政資金枠、雇用対策の融資基金、汎欧州の保証融資、感染終息後の経済復興資金を賄う復興基金の創設が検討されている。また、域内の金融政策を担う欧州中央銀行（ECB）は、資産買い入れの一時増額、機動的な市場介入が可能な緊急資産買い入れの開始、流動性供給オペの利用条件緩和などの金融緩和策を強化している。

欧州主要国の2020年1-3月期の実質GDP成長率



出所：各国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

Google位置情報に基づく欧州主要国の乗換駅の混在状況



出所：Google資料より第一生命経済研究所が作成

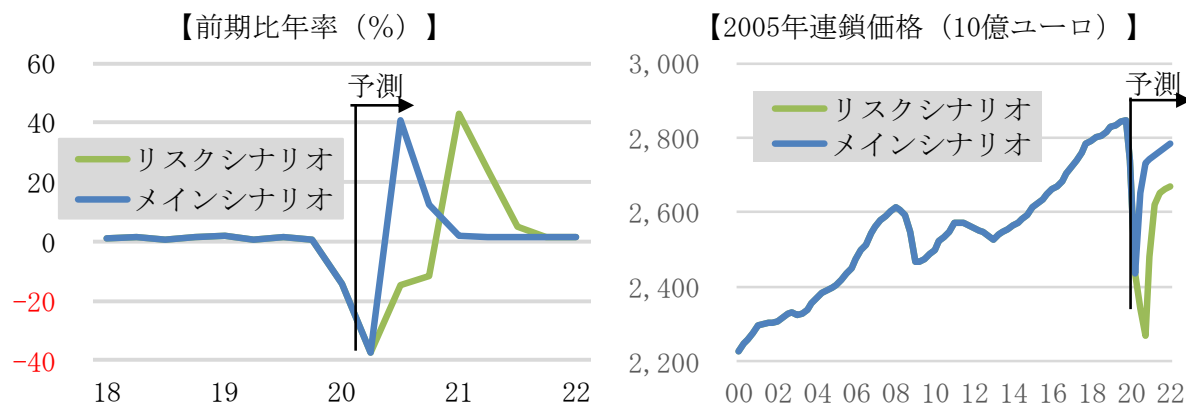
景気の先行き ～年後半にプラス成長復帰も、落ち込みを取り戻すには時間～

段階的な制限解除の影響で、7～9月期の成長率は大きくリバウンドするとみられるが、経済活動の全面再開には時間が掛かりそうなことから、1～3月期と4～6月期の落ち込みを取り戻すのは困難だろう。財政・金融政策の総動員にもかかわらず、解雇や企業倒産の増加も避けられない。再発防止を恐れた家計や企業の行動変容もあり、感染が落ち着いた後も人の往来や企業活動がすぐに危機前の水準に戻ることはないだろう。債務増加による返済能力悪化から、政府や企業の資金調達コストが増加することも、感染終息後の潜在成長率を引き下げる公算が大きい。2020年のユーロ圏の実質GDP成長率は▲7.0%と統計開始以来の落ち込みを記録すると予想する。経済活動再開の影響で2021年の成長率は+4.5%にリバウンドするが、2020年の落ち込みを取り戻すことはできないとみる。

こうしたベースライン・シナリオは、夏頃までに都市封鎖の多くが解除され、感染の第二波や第三波が回避、債務危機が再燃しないことを前提としている。リスクシナリオには様々なバリエーションが考えられるが、感染終息が冬場までずれ込むと想定した場合、2020年のユーロ圏の実質GDP成長率は▲13.8%とマイナス幅が一段と大きくなり、2021年は+6.5%へのリバウンドを予想する。債務危機が再燃する場合、上記以上に悲観的な見通しとなり、2021年の戻りも弱くなる。反対に景気が上振れするサブシナリオとしては、金融緩和の強化による株高・金利低下の需要喚起、原油安による家計や企業の購買力上昇、テレワークの導入加速による生産性向上などが考えられる。

(主席エコノミスト 田中 理 TEL03-5221-4527)

ユーロ圏の実質GDP成長率の推移



ユーロ圏経済見通し (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP	内需				外需			
			個人消費	政府支出	固定資本投資	在庫	輸出	輸入		
2012	0.4	▲ 0.8	(▲ 2.3)	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 3.0	(▲ 1.0)	(1.4)	2.5	▲ 1.1
2013	1.0	▲ 0.2	(▲ 0.5)	▲ 0.6	0.2	▲ 2.3	(0.2)	(0.3)	1.9	1.4
2014	2.4	1.4	(1.3)	0.9	0.8	1.4	(0.4)	(0.1)	4.7	4.9
2015	3.4	2.0	(2.1)	1.8	1.3	4.5	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	6.4	7.5
2016	2.8	1.9	(2.3)	1.9	1.9	3.9	(0.1)	(▲ 0.4)	2.9	4.2
2017	3.7	2.7	(2.2)	1.8	1.3	3.7	(0.2)	(0.5)	5.7	5.2
2018	3.2	1.9	(1.5)	1.4	1.1	2.4	(0.0)	(0.4)	3.3	2.7
2019	3.0	1.2	(1.7)	1.3	1.7	5.5	(▲ 0.5)	(▲ 0.4)	2.5	3.8
2020	▲ 6.1	▲ 7.0	(▲ 5.9)	▲ 5.8	1.6	▲ 15.2	(0.1)	(▲ 1.1)	▲ 11.3	▲ 9.9
2021	5.2	4.5	(4.4)	3.9	1.7	9.0	(0.1)	(0.1)	7.9	8.3

注：表中カッコ内は寄与度。

出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

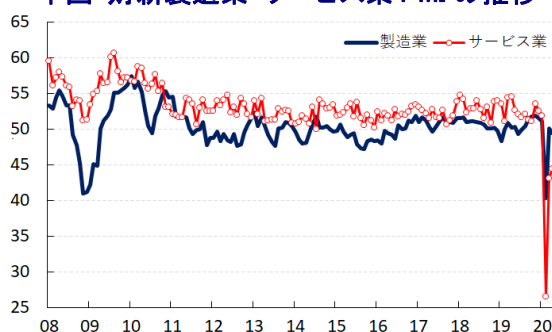
4. 中国、アジア新興国経済

景気の現状 ～中国は「最悪期」越えも回復力に乏しい、アジア諸国も下押し圧力に直面～

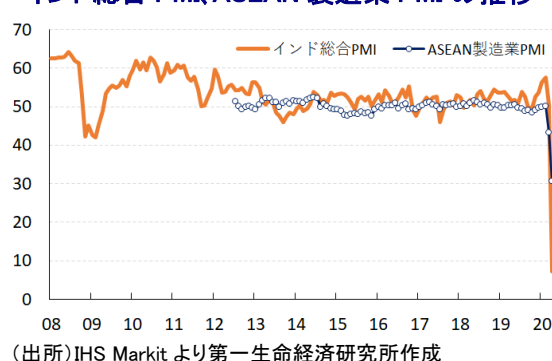
昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）は、その後中国全土に感染拡大の動きが広がり、感染者数及び死亡者数は同国で2002～03年に流行したSARS（重症呼吸器症候群）を上回る事態となった。中国政府は感染封じ込めの観点から都市封鎖措置に踏み切った結果、1～3月の実質GDP成長率は前年比▲6.8%と四半期ベースで初めてのマイナス成長となるなど、同国経済に甚大な悪影響が出た。なお、その後は新規の感染者数が鈍化するなど事実上の封じ込めに成功したことを受けて、都市封鎖が解除されるなど経済活動の正常化が進められている。結果、足下の中国経済は当面の『最悪期』を過ぎており、いわゆる『ポスト・コロナ』のフロントランナーになっていると捉えられる。地方政府レベルでの景気刺激策に加え、中銀は金融緩和などを通じて企業の資金繰り支援を強化しており、企業部門のマインドは底入れが進んでいる一方、雇用環境は依然として回復途上の状況が続いている。こうした動きを反映して生産活動は底入れが進んでいるものの、家計消費や企業部門による投資活動は力強さを欠く展開が続いており、足下の景気回復の動きは道半ばの状況にあると判断出来よう。

一方、中国との間でサプライチェーンなどを通じて経済的な結び付きが深いアジア新興国においては、中国での新型コロナウイルス感染拡大による外需の下振れに加え、各国での感染拡大を受けた経済活動を制限する動きも景気の重石となっている。なお、台湾は感染封じ込めに成功したほか、韓国も同様に感染封じ込めを受けて経済活動の正常化に向けた動きが前進している。また、ASEAN（東南アジア諸国連合）諸国においても、ベトナムやタイ、マレーシア、シンガポールなどで経済活動の正常化に向けて外出制限の緩和に動く流れが広がりを見せている。経済活動の正常化に向けた動きは前進しつつあるものの、依然として感染拡大前の状況にはほど遠い展開が続いている。さらに、ASEAN内で最も経済規模が大きいインドネシアでは外出制限措置が継続しているほか、インドにおいても外出制限措置の長期化を受けて企業マインドが大きく下振れしており、1～3月以上に4～6月の景気の下振れが避けられなくなっている。上述のように中国で経済活動の正常化が進んでいるほか、足下では欧米など主要国でも経済活動の正常化に向けた模索が進められているものの、世界経済の減速による世界貿易の鈍化は、経済構造面で相対的に外需依存度が高いアジア新興国の重石となることは避けられず、多くの国で軒並みマイナス成長となる事態に直面している。

中国 財新製造業・サービス業 PMI の推移



インド総合 PMI、ASEAN 製造業 PMI の推移



景気の先行き ～来年は反動で軒並み高成長となるも、景気の勢い事態は乏しい展開に～

中国経済については、すでに都市封鎖措置の解除など経済活動の正常化が進んでいる上、財政及び金融の両面で政策的な後押しが期待されるなど、先行きについては景気の底入れが進むとみられる。22日に開幕する全人代（全国人民代表大会）では、インフラ関連など公共投資の拡充や家計消費の下支えなどを図るべく景気刺激策が打ち出されると見込まれる。しかし、世界金融危機後に実施された巨額の景気対策はその後の企業部門を中心とする過剰債務問題の元凶となったことを勘案すれば、短期的な景気下支えに拘泥するかは見通しが立たない。さらに、ここ数年は米中摩擦の余波を受ける形で外需関連を中心に企業部門は打撃を受けており、世界経済の回復の足取りが重いなかでは外需が景気の足かせとなる展開が続くと見込まれる。結果、今年通年の経済成長率は+1.3%に留まり、1978年に中国が改革開放路線に舵を切って以降最も低い伸びとなると予想する。他方、来年前半は今年に下振れした反動による大幅上振れが見込まれるほか、景気刺激策の効果も継続して成長率が押し上げられ+8.1%と久々の高成長になるものの、あくまで反動の域を出ない可能性には注意が必要である。

その他のアジア新興国については、外出禁止など経済活動の制限に繋がる動きが長期化していることから、当面の景気については一段の下振れが避けられなくなっている。年後半にかけては新型コロナウイルスの収束を理由に経済活動の正常化に向けた動きが進むと期待されるものの、年前半の下振れに加え、世界経済の回復の足取りの重さが外需の足かせとなる状況がしばらく続くと見込まれる。結果、多くの国で2020年の経済成長率は久々のマイナス成長となることは避けられず、マイナス幅も世界金融危機直後を上回ることが予想される。なお、多くの国で巨額の財政出動のほか、金融緩和などを通じた景気下支えに動いており、年後半から来年にかけてはこうした取り組みによる景気押し上げが進むと期待される。ただし、国際金融市場では全世界的な金融緩和による『カネ余り』が続いている一方、アジア新興国においても低金利となるなど以前に比べて投資妙味が低下していることを勘案すれば、活発な資金流入が経済活動を押し上げる好循環に繋がるかは見通しにくい。結果、来年の経済成長率は今年の下振れの反動も重なり多くの国で高水準になることが見込まれるものの、景気の勢いそのものは数字に比べて乏しい展開となるものと予想される。

(主席エコノミスト 西濱 徹 TEL03-5221-4522)

中国・インド・NIES・ASEAN5 諸国の経済成長率の実績及び見通しの推移

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.1	1.3	8.1
インド	6.1	7.0	7.5	9.0	6.6	6.8	5.3	▲3.3	5.6
NIES	3.2	3.5	2.5	2.7	3.4	2.8	1.6	▲1.9	3.6
韓国	3.2	3.2	2.8	2.9	3.2	2.7	2.0	▲1.0	3.2
台湾	2.5	4.7	1.5	2.2	3.3	2.7	2.7	0.0	3.3
香港	3.1	2.8	2.4	2.2	3.8	2.8	▲1.2	▲5.5	4.1
シンガポール	4.8	3.9	3.0	3.2	4.3	3.4	0.7	▲5.0	5.3
ASEAN5	4.5	4.7	4.9	5.1	5.4	5.2	4.7	▲1.9	5.0
インドネシア	5.6	5.0	4.9	5.0	5.1	5.2	5.0	▲0.2	4.6
タイ	0.0	1.0	3.2	3.4	4.1	4.1	2.4	▲6.6	3.4
マレーシア	4.7	6.0	5.1	4.4	5.8	4.8	4.3	▲2.7	5.0
フィリピン	6.8	6.3	6.3	7.1	6.9	6.3	6.0	▲3.0	6.8
ベトナム	5.4	6.0	6.7	6.2	6.8	7.1	7.0	3.3	7.2

(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、見通しは当社

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

