

令和 2 年 度

年 次 経 済 財 政 報 告

(経済財政政策担当大臣報告)

— コロナ危機：日本経済変革のラストチャンス —

令和 2 年 11 月

内 閣 府

令和2年度年次経済財政報告公表に当たって

変革のラストチャンス。新型コロナウイルス感染症の影響により、デジタル化の遅れをはじめとした、我が国経済が抱えてきた長年の課題の数々が浮き彫りになりました。その宿題返しが求められています。こうした強い危機感も含め、副題は「コロナ危機：日本経済変革のラストチャンス」としました。今後、強い決意とスピード感を持って日本経済の変革に挑んでいきます。

令和2年前半の我が国経済は、新型コロナウイルス感染症の影響により、大きく落ち込みました。我が国では、欧米諸国のような強制力を伴うロックダウンは実施しませんでした。4月の緊急事態宣言を受けて外出や営業の自粛が進み、国内の経済活動は大幅に抑制されることになりました。また、ロックダウンが行われた諸外国経済の停滞により、我が国の輸出も急減しました。これらの結果、4－6月期の実質GDPはリーマンショック時を超える過去最大の減少となりました。

この間、感染者数の動きに落ち着きがみられるようになったことから5月に緊急事態宣言を解除し、感染拡大防止に努めながら経済社会活動を段階的に引き上げました。したがって、月次の動きを見ていくと、4、5月を底にして、6月以降、経済は持ち直しに転じました。その後は、感染者数の変動による経済活動の振れは見られますが、持ち直しの動きが続いています。

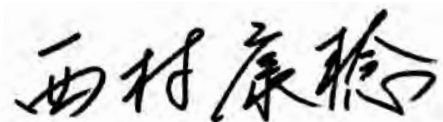
今回の新型コロナウイルスとの闘いはまだ続いています。感染リスクはゼロにはなりませんが、流行が起こっても小さな波に抑え込むことが重要です。また、感染症の拡大防止と経済社会活動の両立という困難な課題を克服するには、「新たな日常」の構築・定着が必須となります。感染拡大防止によって、需要が抑制される面は確かにありますが、ネット配信やデジタル決済、テレワーク等のデジタル技術を活用するなど「新たな日常」を構築し、実践することで需要を生み出し、経済を拡大していくことは十分に可能です。

今回の年次経済財政報告では、感染症によって下押しされた我が国経済の現状を分析すると同時に、コロナ後の経済においてカギとなる働き方改革の進捗確認、女性の正規雇用にみられる「L字カーブ」の解消を含めた継続就業の促進に向けた動き、そして、ネット消費を始めとしたデジタル化の動きと課題について取り上げています。

昭和22年に「経済実相報告書」が公表されて以来、名前は変わりましたが、今回は74回目になります。過去においても、我が国経済が直面する課題をデータに基づいて実証的に分析し、幅広い政策課題について論じてきましたが、今回の報告も、経済の現状認識や政策課題の議論の深化に資することを願ってやみません。

令和2年11月

経済財政政策担当大臣

A stylized handwritten signature in black ink, reading '西村康稔' (Taro Arai).

目次

はじめに

1

第1章 新型コロナウイルス感染症の影響と日本経済

3

第1節 感染症流行下の我が国経済の動向	5
1 感染症の拡大と我が国の経済動向	6
2 家計部門の動向	19
3 企業部門の動向	30
4 対外経済関係の動向	39
第2節 賃金物価の動向と財政金融政策	47
1 賃金の動向	47
2 物価の動向	55
3 財政金融面の動向	63
第3節 感染症の経済への影響と今次景気循環の検証	71
1 景気循環の局面判断とその指標	71
2 今次景気局面での経済の構造変化	78
第4節 本章のまとめ	85

第2章 感染症拡大の下で進んだ柔軟な働き方と働き方改革

87

第1節 感染症拡大の影響を受けた労働・生活環境と働き方の変容	89
1 感染症の拡大を受けて急速に進んだ柔軟な働き方	89
2 労働時間の減少と生活の変化	98
第2節 働き方改革の進捗	104
1 有休取得、残業抑制に向けた企業の取組と労働時間	105
2 同一労働同一賃金の取組と賃金の動向	110
第3節 働き方改革の効果検証	117
1 働き方改革の雇用や生産性への影響	117
2 多様な働き方と働き方改革	123
第4節 本章のまとめ	129

第3章	女性の就業と出生を巡る課題と対応	131
第1節	女性の就業と子育てを巡る現状と課題	133
1	他国と比較した我が国の特徴	134
2	地域間比較を通じた特徴	139
3	子育て世帯の就業促進にむけて	145
第2節	女性の継続就業と結婚・出産を巡る現状と課題	151
1	就業と出産の関係	151
2	出生率の決定要因と継続就業	157
3	継続就業率と出生率の同時引上げ	163
第3節	本章のまとめ	168
第4章	デジタル化による消費の変化とIT投資の課題	171
第1節	デジタル化による消費の変化	171
1	ECの普及と消費	172
2	EC市場の拡大と実店舗の動向及びEC普及の将来見通し	186
3	シェアリングエコノミー・サブスクリプションの現状	191
第2節	「新たな日常」に向けたIT投資と課題	200
1	企業投資の現状と課題	200
2	IT関連投資による省力化と労働生産性	205
3	「新たな日常」に向けた投資の課題	211
第3節	本章のまとめ	217
おわりに		219
付図・付表		223
付注		239

目 次

参考文献一覧

281

長期経済統計

291

国民経済計算	293
家計、企業、人口・雇用、物価	298
国際経済	304
金融、財政	307
四半期統計（実質GDP成長率とその寄与度）	310

図表索引

図表索引 - 1

コ ラ ム

コラム 1 - 1	感染症対策と経済活動の両立	17
コラム 2 - 1	いわゆる働き方改革関連法の内容と施行期日について	104
コラム 4 - 1	感染症の拡大とEC消費	181

はじめに

2020年の我が国経済は、新型コロナウイルス感染症の影響により、急速な景気の悪化を経験することになった。1月に感染者が確認され、月末には中国からの団体旅行客が渡航禁止となってインバウンド需要が減少し始めた。その後も感染者数の増加は続き、次第に医療提供体制への負荷が高まることとなった。こうした事態を受け、政府は4月に緊急事態宣言を発し、地方自治体、専門家、事業者を含む国民の一丸となった感染防止に向けた取組を進めた。その結果、感染症の拡大は抑え込むことができたものの、経済活動を大幅に抑制したこともあり、景気は極めて厳しい状況となった。

その後、緊急事態宣言の解除を受け、5月後半からは経済活動の再開が段階的に進み、消費を中心として次第に上向きの動きが広がることになった。外出自粛や休業要請で抑制されてきた外食や衣料品への支出機会が次第に増加するなか、個人向け特別定額給付金の効果もあり、例えば、家電等の販売高は6月に大きく伸長した。

個人消費は持ち直し、6月以降は輸出や生産も増加に転じたものの、経済全体の活動水準は低く、依然として厳しい状況が続いた。7、8月は、豪雨災害の発生や天候不順もあるなか、全国的に感染者数が再び増加傾向に転じたことや一部の地域で旅行等の活動自粛要請が行われたことから、旅行や外食といった対面型のサービス消費に足踏み感もみられたが、輸出から生産への循環が続いており、全体としては持ち直しの動きが続いている。ただし、海外においても、感染者数の増加・再増加が続いている国も少なくないことから、景気の下振れリスクは依然として高い。

したがって、感染症の拡大防止を図りつつ、雇用調整助成金の活用や働き手と働く場のマッチングを促進すること等によって雇用を守りながら、早急に経済活動のレベルを引き上げることは引き続き最重要課題である。その際、我が国のみならず、世界各国において、感染症拡大の経験を踏まえた暮らし方や働き方の転換、「新たな日常」の構築が求められている。社会生活の基本的な動作や長年の慣行を見直すことは極めて稀な出来事だが、人々の安心と安全の確保と経済活動の拡大を両立させることが求められている。

この点、我が国は「新たな日常」の構築をひとつの契機にして、大きく飛躍できると考えられる。すなわち、社会実装の遅れているデジタル化を一気に進めること、長年の課題であった

働き方改革を進めること等である。これらの具体化は、骨太2020において年内に策定することとされた実行計画によって進められるが、本報告では、我が国経済の現状と課題の分析を通じて、政策検討に資することも意図している。構成は以下の通りである。

第一章では、昨年以降の我が国経済の動きを振り返りつつ、内需の柱である家計の所得・消費の動向や需給と賃金物価の動向について、感染症がもたらした経済活動への影響を整理する。また、2011年11月から始まった大型の景気拡張局面が終わりを告げたことから、循環論的な特徴を分析する。

第二章では、感染症の拡大によって生じた労働時間の減少、あるいは生活時間の変化を分析した後、既に始まっている働き方改革の政策効果を検証する。テレワーク利用者の増加やパートタイム労働者の待遇改善等、顕在化している働き方の変化を確認した上で、具体的な働き方改革の取組が、企業レベルの雇用や労働生産性に与える影響について定量的に評価する。

第三章では、働き方改革にも関連する女性の就業と出生率に着目し、国際比較や国内地域間比較から得られる含意を整理している。その上で、保育の充実や育児休業等の政策と就業の関係を確認し、子育て世代の女性の継続就業を促すために必要な働き方の見直しや環境整備、また、女性の就業と出生率に対する男性の働き方が抱える課題を検討している。

第四章では、「新たな日常」に関連する消費と投資の課題を取り上げている。消費面では、近年増加している電子商取引（EC）やインターネットを活用して広がっている新たな消費形態（シェアリング、サブスクリプション）に着目し、家計や企業行動の変化やEC普及の持続性を検討している。投資面では、省力化や接触機会抑制に向けたITやソフトウェア投資の動向を振り返りつつ、民間部門での取組状況や投資の効果を分析している。また、感染症の拡大が明らかにした我が国の弱点である公的部門のIT、デジタル化の遅れに言及し、IT人材を巡る課題を整理している。

最後の「むすび」では、本報告の主な分析の内容を要約し、それらが示唆する含意について記している。

第1章

新型コロナウイルス感染症の 影響と日本経済



第1章

新型コロナウイルス感染症の影響と日本経済

第1章

2020年は、新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）の世界的流行（パンデミック）による未曾有の経済停滞にさらされた。感染者数は世界で3,000万人を上回り（2020年9月中旬）、中国での最初の症例確認から半年以上が経過した今もなお増加を続けている（付図1-1）。多くの国々では、感染拡大防止のために経済活動の人為的な抑制を余儀なくされ、これにより急激かつ大幅な景気後退を経験するに至った。

我が国経済も、その例外ではない。感染症の拡大に伴い、まずはインバウンド需要の減少から消失、続いて中国の生産活動停滞によるサプライチェーンを通じた供給制約による生産の滞りに見舞われた。さらに、感染拡大防止のために国内の経済社会活動の抑制を余儀なくされ、その後は主要貿易相手国における経済活動停止に伴い輸出が大幅に減少する等、感染症はその経済的な波及経路を駆けながら、我が国経済に甚大な影響をもたらした。感染症による景気の下押しは、我が国経済が2019年10月の落ち込みから持ち直していた過程を直撃した。

こうした難局において、引き続き経済財政運営を適切に行っていくためには、これらの非循環的な要因による下押しを受けた我が国経済の状態を正しく診断することが必要である。また、足下の動向から離れて俯瞰すると、構造的な生産年齢人口の減少が続いたにもかかわらず、2012年末以降、景気拡張局面が長らく続いた背景を分析することで、経済成長を促す要因を明らかにすることも必要である。

以上を踏まえ、本章の第1節では、GDP統計から経済全体の動きを概観した上で、家計部門、企業部門、対外経済活動の3つの側面から、感染症の拡がりによって下押しされた経済状況を確認する。第2節では、世界的にデフレ圧力が高まる中で、我が国の賃金や物価の状況进行分析するとともに、金融市場や危機対応の政策について触れる。第3節では、少し長期的な景気循環の動きについて、2012年11月から今回の感染症の影響によって後退に至るまでの景気拡張局面の特徴を検証する。

第1節 感染症流行下の我が国経済の動向

本節では、感染症の拡大過程を時系列で整理するとともに、主にGDP統計を用いて我が国経済への影響を確認する。また、感染症の影響下の経済状況について、家計部門、企業部門、対外経済活動の3つの側面からより詳しく点検する。

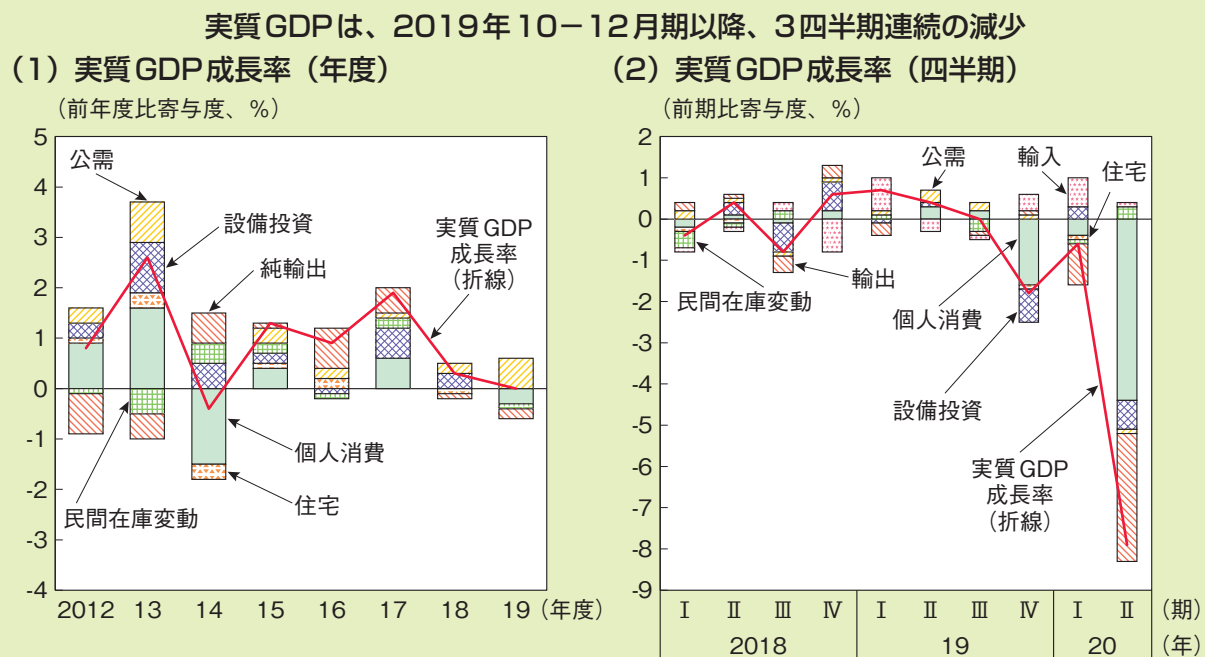
1 感染症の拡大と我が国の経済動向

●非循環的な要因により大きく下押しされた日本経済

我が国経済は、2012年11月を景気の谷として、それ以降、緩やかな回復を続けてきた。実質GDPの推移をみると、2014年度は、消費税率引上げ後の反動減等もあってマイナス成長となったものの、その後は2018年度まで4年連続でのプラス成長を実現した（第1-1-1図（1））。しかしながら、2019年度は前年度比0.0%と、マイナス成長にこそ至らなかったものの、実質GDPが拡大する動きは、年度後半から途切れることとなった。

そこで、2019年度の実質GDPの動向を四半期別にみると、4-6月期及び7-9月期は、外需（＝輸出－輸入）の前期比寄与度が、それぞれ－0.3%、－0.2%と下押し要因となった一方、個人消費や設備投資、公需といった内需の前期比寄与度が、それぞれ0.7%、0.3%とプラスとなり、GDP全体として増加基調が続いた（第1-1-1図（2））。続く10-12月期は、前回ほどではないものの、10月の消費税率引上げに伴う家電等の一部にみられた駆け込み需要の反動減に加え、大型台風に伴う計画運休や休業の影響、記録的な暖冬による冬物季節商材の販売不振が加わったことから個人消費が大きくマイナスに寄与した（前期比－2.9%、前期比寄与度－1.6%¹⁾）。その結果、実質GDP成長率は前期比－1.8%（前期比年率－7.0%）と大幅なマイナスとなった。

第1-1-1図 実質GDPの推移



注 (1) 2014年4月の消費税率引上げ直後（2014年4-6月期）の個人消費は前期比－4.8%、前期比寄与度－2.9%であったことを踏まえると、今回の消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動減は前回ほどではなかった。

さらに、2020年1－3月期及び4－6月期もマイナス成長は続いた。詳しくは次項で触れるが、消費税率の引上げや台風の影響等は、2020年初めにかけて徐々に和らいでいたものの、新たに感染症の世界的な流行が生じ、2月以降、まずはインバウンド需要が消失した。続いて、感染拡大防止のための外出自粛等により、個人消費を中心に内需が下押しされた。さらに、主要貿易相手国でも経済活動の停止（ロックダウン：都市封鎖）等が講じられたことから、外需も大幅に減少した。このように、この1年間の我が国経済は、過剰投資や在庫増といった経済活動内に生じる循環的な要因ではなく、非循環的な外生要因により大きな下押しを受け続けたといえる。

●海外経済は世界恐慌以来の悪化見通し

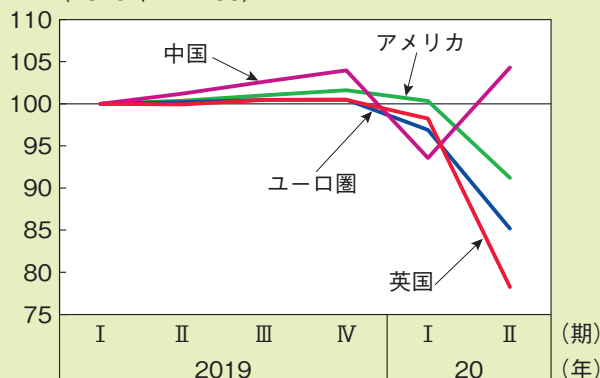
我が国経済を取り巻く世界経済の状況をみると、主要国・地域の経済は、感染症の影響を受け、軒並み悪化した（第1－1－2図）。感染症の拡大が最初に深刻化した中国では、多くの地域において1月下旬の春節の時期から2月上旬の間、感染拡大防止のために休業措置等を講じた。その結果、2020年1－3月期の実質GDPは、前期比－10.0%とマイナス成長を記録することとなった。一方、同国では、3月以降感染者数の増加ペースが抑えられ、経済活動の再開が進んだことで、4－6月期の実質GDPは前期比11.5%と増加した。

第1－1－2図 海外経済の動向

感染症の影響により、海外経済は世界恐慌以来の悪化見通しに

(1) 実質GDPの推移（実績）

(2019年 I = 100)



(前期比、%)

	2020年	
	I	II
中国	-10.0	11.5
アメリカ	-1.3	-9.1
ユーロ圏	-3.6	-12.1
英国	-2.2	-20.4

(2) 実質GDP成長率の見通し

(前年比、%)

	2019年	2020年	2021年
世界	2.9	-4.9	5.4
アメリカ	2.3	-8.0	4.5
ユーロ圏	1.3	-10.2	6.0
英国	1.4	-10.2	6.3
中国	6.1	1.0	8.2

(備考) アメリカ商務省資料、中国国家統計局資料、Datastream、IMF “World Economic Outlook, June 2020 Update” により作成。

また、欧米各国では、感染者数が増大し始めた3月からおおむね5月にかけてロックダウンを含む経済活動の大規模な抑制を行ったことから、1－3月期から4－6月期にかけて、大幅なマイナス成長が続いた。

2020年6月に公表されたIMFの世界経済見通しでは、2020年の世界経済成長率は－4.9%となっており、1929年に発生した世界恐慌以来の落ち込みが見込まれている。リーマンショックの影響が現れた2009年の世界経済の成長率が－0.1%だったことを踏まえると、感染症の経済的影響の大きさが分かる。2021年の世界経済はプラス成長に復することが見込まれているが、各国が感染症前のGDP水準を取り戻すには各々における感染症抑止にも依存しており、我が国の対外的な環境は厳しい。

●感染症は、世界的流行が進むなかで、波及経路を拡大

感染症の経済的影響を考察するために、最初に感染症の発生以降の過程を整理しておこう(第1－1－3表)。感染症は、2019年12月に中国武漢市で最初の症例が報告されて以降、まず中国国内で広がった。中国政府は、2020年1月の春節休暇中に中国から国外への団体旅行の渡航禁止措置を講じるとともに、多くの地方省市において、生産・販売拠点の操業停止等の休業措置を講じた。前者はインバウンド需要の減少(サービス輸出の減少)、後者はサプライチェーンを通じた生産・流通の停滞(財輸入・生産の減少)という形で、我が国経済に影響することになった。

その後、2月から3月にかけて感染症が世界的に広がるにつれて、各国政府は入国制限措置を採るとともに自国民の海外渡航に自粛勧告を行うようになり、国境を越える人の移動は急速に減少した。訪日外国人数や出国邦人数をみると、3月には前年比9割減に及ぶなど²、人の移動に関連するサービス貿易は大きく下押しされた。さらに、3月中旬以降、欧米諸国においても感染者数の増加が顕著となり、防止策としてロックダウン等の経済活動の抑制が行われ、当該国の経済が急激に悪化した。こうして、感染症の影響は、中国から世界経済全体に伝播し、我が国の財輸出も急速な減少を余儀なくされた。

国内の動きに戻ると、2020年1月30日に新型コロナウイルス感染症対策本部が設置されて以降、各般の感染防止策が講じられ、2月下旬には全国規模のイベント自粛や臨時休校の要請が行われた。これ以降、外出自粛や接触機会の削減が一段と進み、経済活動が抑制された。国内の経済活動は、4月7日に緊急事態宣言が一部地域に対して発出され、さらに、同16日に対象地域が全都道府県に拡大されたことで、より一層抑制された。

注

(2) 訪日外国人数(前年比)は、2020年1月－1.1%、2月－58.3%、3月－93.0%。出国邦人数(前年比)は、同年1月－4.9%、2月－14.2%、3月－85.9%。詳しくは、第1－1－25図を参照のこと。

第1-1-3表 感染症を巡る事態の推移

感染症は、世界的流行へと拡大し、各国の経済活動を抑制

	日本	世界
2019年		
12月		31日 WHOに対し、中国の湖北省武漢市で原因不明の肺炎事例発生を報告
2020年		
1月	15日 国内で初の感染者 30日 新型コロナウイルス感染症対策本部を設置	23日 中国、武漢市をロックダウン（都市封鎖） 24日 中国の春節休暇開始（当初は30日まで。その後、2月2日まで期間延長） 26日 中国、海外への団体旅行の禁止を発表 27日 中国、上海市等が春節休暇後の休業措置の延長を指示 30日 WHO、「国際的に懸念される公衆衛生上の緊急事態」を宣言
2月	13日 新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策（財政措置153億円）を決定 26日 全国規模のイベントの中止、延期、規模縮小等の対応を要請 27日 小中高校等に3月2日から春休みまでの臨時休校を要請	10日 中国、湖北省を除く省市で休業措置を解除
3月	10日 新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策第2弾（財政措置4,308億円、金融措置1.6兆円）を決定 13日 新型インフルエンザ等対策特別措置法の改正 16日 日本銀行、金融緩和の強化を決定	11日 WHO、「世界的流行（パンデミック）」を宣言 中国、湖北省で休業措置を一部解除 13日 アメリカ、国家緊急事態を宣言（ロックダウン等の措置は州ごと） 17日 EU、域外からの入域を制限 フランス、全土のロックダウンを開始 22日 ドイツ、全土のロックダウンを開始 23日 英国、全土のロックダウンを開始
4月	7日 緊急事態宣言の発出（対象地域：首都圏、大阪府、兵庫県、福岡県の7都府県、期限：5月6日） 16日 緊急事態宣言の対象地域を全都道府県に拡大 20日 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策（国費33.9兆円、事業規模117.1兆円）を決定（4月7日の決定を変更） 27日 日本銀行、金融緩和の強化を決定 30日 令和2年度補正予算（第1号）が成立	8日 中国、武漢市のロックダウンを解除 20日 ドイツ、ロックダウンの段階的緩和を開始
5月	4日 緊急事態宣言の期限を5月末まで延長 14日 緊急事態宣言の対象地域を縮小（北海道、首都圏、京都府、大阪府、兵庫県の8都道府県を除く39県を解除） 21日 緊急事態宣言の対象地域を縮小（関西3府県を解除） 22日 日本銀行、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」の導入を決定 25日 緊急事態宣言の全面解除	8日 アメリカ、カリフォルニア州でロックダウンの段階的緩和を開始 11日 フランス、ロックダウンの段階的緩和を開始 11日 英国、ロックダウンの段階的緩和を開始 15日 アメリカ、ニューヨーク州でロックダウンの段階的緩和を開始
6月	12日 令和2年度補正予算（第2号）が成立 19日 都道府県をまたぐ移動について全国的に緩和	
7月	22日 Go Toトラベル事業の開始	1日 EU、域外からの入域制限を段階的に緩和 13日 アメリカ、カリフォルニア州全域で飲食店や店舗の営業制限を再開
8月	7日 令和2年度補正予算予備費の支出決定（1.1兆円） 28日 新型コロナウイルス感染症に関する今後の取組（検査体制、医療提供体制の確保・拡大等）を決定	
9月	15日 令和2年度補正予算予備費の支出決定（1.6兆円） 19日 催物の開催制限を条件付きで緩和	24日 英国、飲食店の営業制限を再開

（備考）各種報道、各国政府資料等により作成。

5月に入り、緊急事態宣言が段階的に解除されていくにつれて、個人の消費活動や企業の生産活動は4、5月を底として再び持ち直し始めた。世界的にも、4月から5月にかけて、欧米主要国におけるロックダウンが段階的に緩和されたこともあり、海外経済にも復調の兆しがみられ始めた。しかしながら、アメリカやブラジル、インド等の新興国では、依然として速いペースで感染者数の増加が続いており、世界全体として感染の抑止には至っていない（再掲付図1-1）。感染症による先行きの不確実性が高い状況はいまだ続いている。

●今回の感染症の影響は、SARSとは比較にならない大規模なもの

このような拡大経路をたどった感染症の経済的影響は、過去の感染症流行や自然災害、経済危機の影響と比べても大きい（第1-1-4表、第1-1-5図）。

今回の感染症と同様、ウイルスが世界的に流行した最近の事例である2003年のSARSと比較すると、類似点としては、中国で最初の症例が報告されたこと、春節の時期を契機に国際的な感染拡大が始まったこと、一部地域に対する渡航自粛勧告が出され、国際的な人の移動が制約されたこと等が挙げられる。一方、相違点としては、感染拡大の規模が、世界の感染者数や死者数でみても、感染者の報告がなされた国・地域の数でみても、今回の感染症と比較するとSARSは限定的であったこと、流行期間がSARSは7月に終息したのに対し、今回の感染症は9月時点においてもいまだに感染者数の増加が続いていること等が挙げられる。

また、我が国に関しては、SARSは国内感染を防ぐことができた結果、経済への影響は大きなものとはならなかった。海外でSARSの感染拡大が始まった2003年2月以降、景況感（景気ウォッチャー調査現状判断DI）は大きく低下することなく改善が進み、実質GDPも一貫して増加が続いた。訪日外国人数の大幅な減少とそれによる輸出の伸びの鈍化はみられたものの、それ以上に出国邦人数が減少して輸入が落ち込んだこと等から、2003年4-6月期のGDPは減少しなかった。

●感染症の影響は需給両面にみられるが、需要ショックの側面が強い

次に、近年の大規模な経済ショックの例として、2008年のリーマンショックと2011年の東日本大震災と比較する（再掲第1-1-4表、第1-1-5図）。前者は、サブプライムローンに代表される過剰与信とその崩壊が金融システムを機能不全に陥らせたことで総需要の縮小を招いた海外発の「信用収縮・需要ショック」である³。後者は、地震と津波による直接的な被害に加えて、原子力災害と電力供給の制約、サプライチェーン寸断といった被害も加わった国内発の「供給ショック」である⁴。

注 (3) 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2007）では、サブプライム住宅ローンの問題と欧米における不動産・住宅投資バブルの動きを整理している。また、内閣府（2008、2009）では、日本経済への影響について分析しているが、当初は一部の不動産バブルと金融機関における債務問題との捉え方であったが、次第に、金融市場における流動性の枯渇や金融機関におけるバランスシート調整がグローバルな資金フローを通じて伝播した様子が記されている。

(4) 例えば、内閣府（2011）では、東日本大震災後、我が国の潜在GDPは1%程度（実質年率換算6兆円程度）の下方への水準シフトがあったと分析している。

第1-1-4表 過去の感染症流行及び経済ショックとの比較

今回の感染症は、過去の感染症流行や経済ショックと比べても、経済活動を大幅に下押し

	発生日	主な特徴	人的・経済的被害
新型コロナウイルス感染症	2019年 12月31日 (WHOに原因不明の肺炎事例の報告)	・2020年1月以降、200を超える国・地域へと感染が拡大し、同年8月時点で終息に至っていない。 ・感染拡大防止のために、世界各国で政策的に経済活動を抑制 ・防疫政策と経済政策のジレンマ	・感染者数： 世界 3,009万人（注1）（世界人口比0.39%） 国内 77,474人（注2）（国内人口比0.06%） ・死者数： 世界 943,630人（注1）（世界人口比0.01%） 国内 1,482人（注2）（国内人口比0.001%） ・2020～21年の2年間で、世界全体の名目GDPの損失額12.5兆ドル程度（注3）（世界GDP比1年当たり7.17%） ・2020年の世界の実質GDP成長率は－4.9%の見通し（注3）
SARS	2002年 11月16日 (中国で最初の症例報告)	・2003年2月中旬以降、29の国・地域へと感染が拡大、同年7月5日にWHOは終息宣言 ・国内では、最終的に感染者と認められた事例なし ・WHOは同年4月以降に、中国・カナダの一部地域等への渡航自粛を勧告、訪日外客数や出国日本人数の減少を通じた影響	・感染者数： 世界 8,096人（注4）（世界人口比0.0001%） 国内 0人（注5）（国内人口比0%） ・死者数： 世界 774人（注4）（世界人口比0.00001%） 国内 0人（注5）（国内人口比0%） ・東アジア及び東南アジア全体の名目GDPの損失額180億ドル程度（注6）（世界GDP比0.05%）
リーマンショック	2008年 9月15日 (リーマン・ブラザーズの経営破綻)	・2007年にサブプライム住宅ローン危機が顕在化 ・リーマンブラザーズの経営破綻を契機に世界的な金融危機に発展	・世界全体の金融機関の債権及び有価証券の評価損2.3兆ドル程度（注7）（世界GDP比3.96%） ・リーマンショック直後の2009年の世界の実質GDP成長率は－0.1%
東日本大震災	2011年 3月11日	・12都道県で死者・行方不明者が発生 ・甚大な津波被害 ・サプライチェーンの寸断 ・原子力発電所の被災、電力供給制約	・死者数： 国内 15,899人（注8）（国内人口比0.01%） ・行方不明者数： 国内 2,529人（注8）（国内人口比0.002%） ・震災関連死： 国内 3,739人（注9）（国内人口比0.003%） ・資本ストックの毀損額16.9兆円程度（注10）（国内GDP比3.38%）

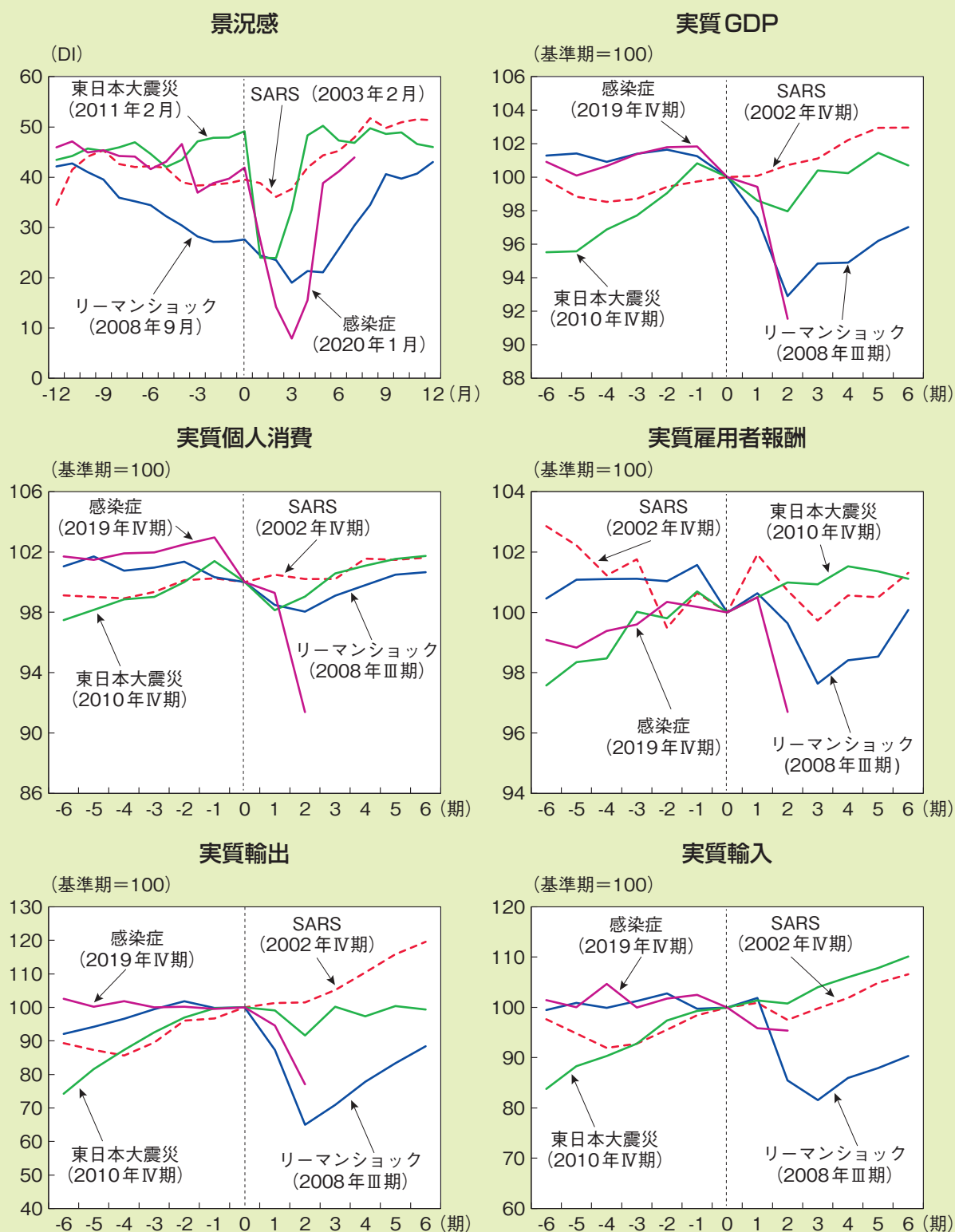
(備考) 1. 各データの出典は、次のとおり。

（注1）WHO（2020年9月18日時点）、（注2）厚生労働省（2020年9月18日時点）、（注3）IMF（2020年6月）、（注4）WHO（2004年4月）、（注5）厚生労働省、（注6）ADB（2003年9月）、（注7）IMF（2010年5月）、（注8）警察庁（2020年6月）、（注9）復興庁（2019年12月）、（注10）内閣府防災担当推計値（2011年6月）

2. 人口比及びGDP比は、事態発生の前年の人口又はGDPで除したもの。

第1-1-5図 ショック前後の経済変動

感染症は、需要ショックと供給ショックの両方の特徴を併せ持つ



(備考) 1. 内閣府「景気ウォッチャー調査」、「国民経済計算」により作成。
2. 表中の () 内は、各指標の基準月 (期)。なお、基準月 (期) は、ショックの原因となった事象や、それによる経済変動の発生時期を踏まえて設定している。

今回の感染症による経済への影響は、いずれに近い動きをしているだろうか。幾つかの指標の動きを確認しよう。景況感（景気ウォッチャー調査現状判断DI）をみると、リーマンショック時は時間をかけて低下し、その後は上昇した。他方、東日本大震災時は、発災した2011年3月に急激に低下し、電力供給等が回復して政策対応が明らかになっていった5月から6月にかけて急上昇した。今回の動きは東日本大震災時に似ており、景況感は、自粛の動きが急速に高まった2020年2月から3月にかけて急落し、緊急事態宣言明けの6月に急上昇した。感染拡大防止のために経済を人為的に止めたことが、震災に似た非連続的な動きをもたらしたといえる。

感染症が供給ショックの側面を持つことは、輸入の動きにもみられる。先述のとおり、1月下旬から2月上旬にかけて中国国内においては休業措置が採られたことから、中国からの中間財や最終財の供給が滞ったことで、我が国の生産や消費に影響が生じた。これは、リーマンショック時にみられたような、国内の経済活動が先に縮小し、それに伴う輸入需要の減少が生じたことと対照的である。なお、東日本大震災は国内問題であったため、供給制約による輸入の減少はなかったが、地域間では、東北地方の工場等が被災したことで国内のサプライチェーンが寸断され、国内他地域での生産活動が下押しされる、あるいは代替生産で押し上げられるという動きもみられた。

次に、個人消費の動きをみると、比較の2例及び今回のいずれでも減少している。こうした消費の減少が、需要と供給のいずれの変化に由来するかについて、財の価格変化（ここでは家計調査デフレーター）に着目して検討しよう。一般的に、価格が上昇する際には、需要スケジュールが変わらなければ供給スケジュールが（例えば、生産性の低下によって）内側にシフトしており、供給スケジュールが変わらなければ需要スケジュールが（例えば、所得の増加によって）外側にシフトしている。したがって、需要曲線か、供給曲線のどちらか一方のみがシフトすると仮定した場合には、財の価格が上昇した際、取引量が減少していれば供給ショック、増加していれば需要ショックとみなせる。逆に、価格が下落する場合には、取引量が増加していれば供給ショック、減少していれば需要ショックとみなせる⁵。

総務省「家計調査」における品目別（小分類⁶）の消費支出の変化について、①価格上昇かつ数量減少（供給要因）、②価格低下かつ数量増加（供給要因）、③価格上昇かつ数量増加（需要要因）、④価格低下かつ数量減少（需要要因）の4つのカテゴリーに分類し、その割合を求めた。結果をみると、例えば、リーマンショック時の2008年後半から2009年にかけて、①と③の割合が低下して②と④の割合が増加、中でも②の割合が増加したといった特徴がみられる（第1-1-6図（1））。これは、需要が低迷して価格が低下するだけでなく、供給の増加もまた、価格低下に寄与したことを示唆している。

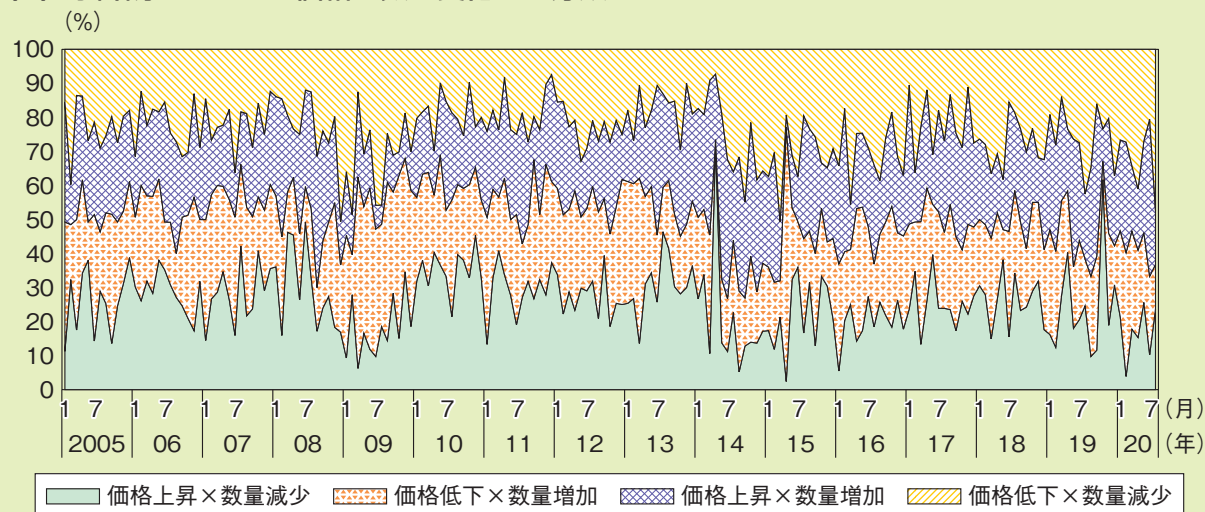
注 (5) ここでの分析は、内閣府（2018）及び小寺他（2018）を参考にしている。また、感染症の下における最近の分析は渡辺（2020）でも行われている。

(6) 家計調査の小分類（小分類の設けられていない場合は中分類）のうち、名目前年増減率及び実質前年増減率が公表されている品目を用了。

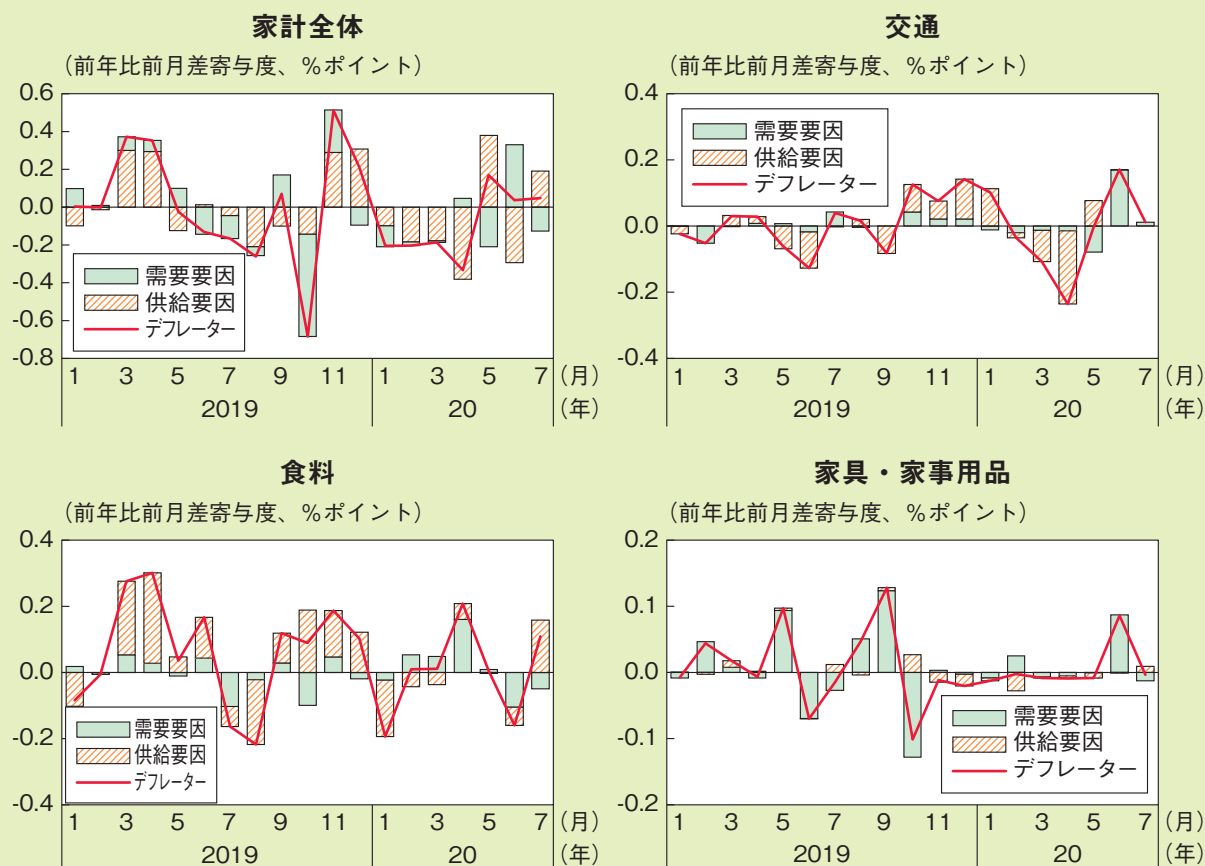
第1-1-6図 家計調査による価格変化の要因分解

感染症の影響下の価格変化は、相対的に需要要因の寄与が大きい

(1) 家計調査に基づく価格・数量変化の4分類



(2) 家計調査デフレーターの前年比前月差の要因分解（需要要因と供給要因の識別）



- (備考) 1. 総務省「家計調査」、「消費者物価指数」により作成。
 2. 家計調査で公表されている小分類の名目前年増減率と実質前年増減率を用いて、前者と後者の寄与度を算出し、その差分を価格要因、後者を数量要因として前月差を取り、集計した。
 3. 小分類については、家計調査の小分類（小分類の設けられていない場合は中分類）のうち、名目前年増減率及び実質前年増減率が公表されている品目を用いた。
 4. 要因分解等の詳細は内閣府（2018）、小寺他（2018）を参照のこと。

また、2回の消費税率引上げ時（2014年4月、2019年10月）には供給要因（①価格上昇と数量減少）の割合が上昇し、需要要因（③価格上昇と数量増加、④価格低下と数量減少）は低下している。ただし、2014年時には、引上げ前の2013年後半から需要要因の割合が上昇し、供給要因の割合が一時的に上昇した後は、需要要因の割合が高まったまま推移し、2015年に5割程度へと戻っている。2019年時には、こうした需要要因の変動が見られず、例えばキャッシュレス・ポイント還元事業等の需要平準化措置に一定の効果があったとみられる。

感染症の影響が現れた2020年の動きをみると、年初から4月までは、供給要因（①と②）と需要要因（③と④）の割合はおおむね一定で推移している中で、供給要因では①、需要要因では④の割合が上昇しており、需給スケジュールがともに内側へシフト（数量減）したことを示唆している。また、5月以降は需要要因、中でも③（価格上昇と数量増）の割合が高まっていることから、経済活動の再開によって需要スケジュールが外側にシフトしたことが示唆される。

さらに、変化の方向を分類した上で、品目ごとの価格変化率の大きさを勘案すると、家計調査における消費支出全体の価格変化を需要要因と供給要因の寄与に分解できる（第1-1-6図（2））。感染症の影響が現れた2020年において、家計の消費支出全体では、1月から4月にかけて価格は低下し、5月以降は上昇に転じている。低下は専ら供給要因によってもたらされ、その後の上昇は需給要因が相反して動いた結果となっており、経済的な背景が判然としない。そこで、価格の動きを品目別（大分類）に分けると、燃料を含む「交通」の価格が2月から4月にかけて供給要因によって低下している。これは、ガソリン価格の低下を反映したものであり、この期間、家計消費全体の価格に影響したことがうかがえる。5月にはガソリン価格が反転したことから、供給要因による下振れは弱まったが、緊急事態宣言明けとなる6月には、需要要因によって「交通」の価格は上昇へと転じている。緊急事態宣言による外出自粛は他の品目の価格動向にも影響を与えている。例えば、「食料」価格の動きをみると、外出自粛や内食機会の増加を反映して、3月と4月は需要要因がプラスに寄与しており、6月にはマイナス寄与へと転じている。また、「家具・家事用品」価格は、家電販売が好調となった6月に上昇している。まとめると、全体の動きにはガソリン価格といった供給要因の影響もみられるが、品目数の割合の動きと同様、相対的には需要要因によって価格が動いた程度が大きいとみられる。

最後に所得面について雇用者報酬に着目すると、東日本大震災の際は供給制約が短期的に解消されたため増加基調が維持され、発災後の経済の持ち直しに寄与した。他方、リーマンショック時は、景気後退が長期化するなかで、大規模な雇用調整が発生し、雇用者報酬は弱い動きとなった。今回の感染症下では、2020年4-6月期の雇用者報酬は雇用者の非労働力化や休業等による労働時間の減少が大きく影響して減少したが、こうした動きが続くか否かが今後の景気の持ち直しの力強さを推し量る上で重要なポイントであり、十分に注視する必要がある。

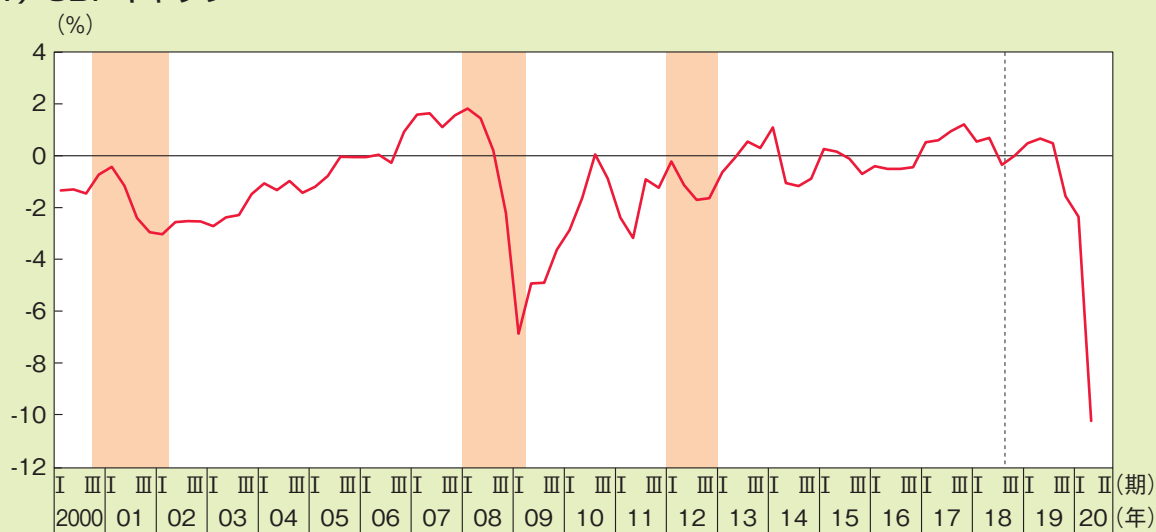
● 経済活動の水準で測ると今回のショックは極めて大きい

今回の感染症による影響の大きさをGDPギャップによって評価すると、2019年10－12月期以降、3四半期連続でマイナスとなる中、2020年4－6月期は－10.2%と大幅なマイナスとなった⁷。このマイナス幅は、リーマンショック時の過去最低水準（2009年1－3月期－6.9%）を超えており、今回のショックは極めて大きい（第1－1－7図（1））。

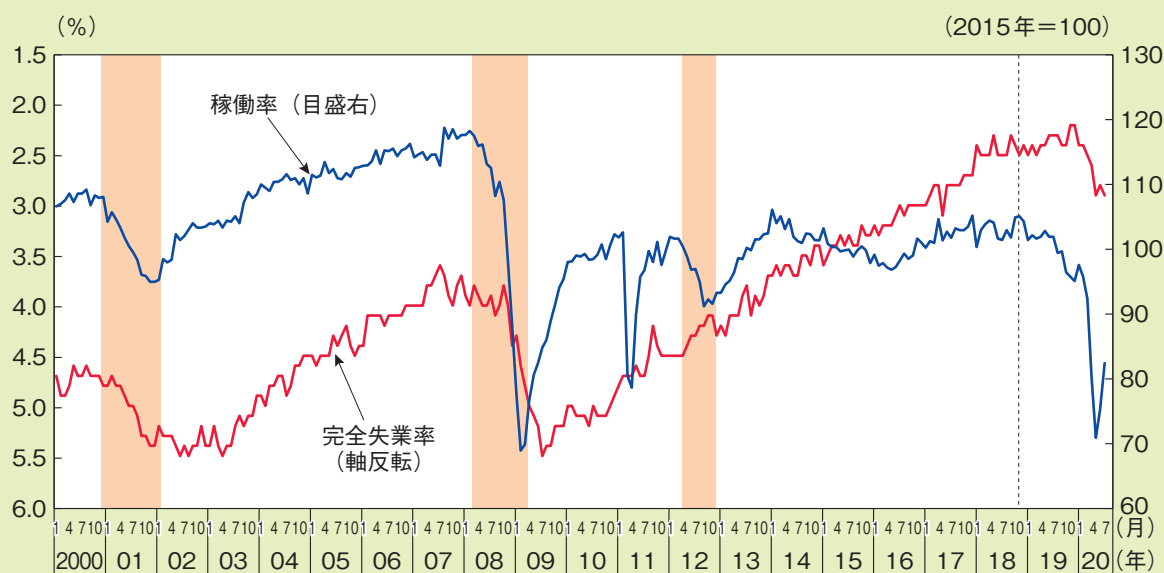
第1－1－7図 GDPギャップ・稼働率・失業率の推移

経済活動の水準は急速に低下、ただし、稼働率は下げ止まりの兆し

(1) GDPギャップ



(2) 失業率と稼働率



(備考) 1. 内閣府推計値、総務省「労働力調査」、経済産業省「鉱工業指数」により作成。季節調整値。
2. シャドーは景気後退期。また、破線は第16循環の景気の山（暫定）。

注 (7) 内閣府におけるGDPギャップの定義や計算方法については、吉田（2017）を参照のこと。

経済活動水準は、資本設備稼働率や就業者の完全失業率といった資本・労働の利用状況でも確認できる（第1-1-7図（2））。月次指標をみると、まず製造業の資本設備稼働率については、国内外の需要減や感染防止によって極めて低い水準となった。ただし、緊急事態宣言解除後の2020年6、7月には上昇に転じ、下げ止まりの兆しがみられている。また、完全失業率も資本設備稼働率と同様に変化しているものの、3%程度でとどまっている。これには、拡充された雇用調整助成金の活用により、企業が従業員を休業させることも寄与しているとみられる。実際、休業者数は4月以降に急増し、就業者に占めるその割合は、前年の4-6月期から4.0%ポイントの上昇となった⁸。過年度の動きからも分かるとおり、失業率は景気に遅れて変動することから、上昇懸念があることには留意が必要である。

コラム

1-1 感染症対策と経済活動の両立

新型コロナウイルス感染症は、中国の湖北省武漢における原因不明の肺炎の発生として、WHO（世界保健機関）に報告された。これをきっかけにその名前が世間で認知され、我が国でも2020年1月15日に国内初の感染者が確認された。我が国は、二つの法令を基に感染対策を講じているが、3月に改正されたいわゆる特措法による緊急事態宣言が4月に発せられ、経済への直接的な影響が顕在化した⁹。

緊急事態宣言期には、経済社会活動が大幅に制限されて外出者数は減少し、感染者数は減少した。ただ、外出の抑制によって感染者数が減少したかどうかは検証が必要である。そこで、2020年2月15日から9月1日のデータを5月31日までの期間とその後の期間における、外出の程度を示すGoogle mobility index（小売・娯楽施設）と新規感染者数の関係について、グレンジャーの因果性検定を行った。統計的に有意だと確認できるのは、2月15日から5月31日の間において、新規感染者数の増加／減少は、外出率を低下／上昇させるという点だけである¹⁰。

確かに、流行の初期には、強制的な感染予防策を講じなければ死亡者数が急増するとの見方が専門家から示されたこともあり、諸外国のような強制力はないものの、緊急事態宣言もあり、多くの者が外出を控える選択をした¹¹。結果的には、これまでのところ、年初来の人口10万人対比でみた死亡率は1.2%程度と、欧米諸国の数十分の1に抑えられている¹²（コラム図1-1）。なお、海外の研究では、移動制限やロックダウンといっ

注

(8) 就業者に占める休業者の割合。2019年4-6月四半期は2.3%、2020年4-6月四半期は6.3%。

(9) 一つ目は、新型コロナウイルス感染症について、「感染症の予防及び感染症の患者に対する医療に関する法律」（平成10年法律第114号、以下「感染症法」という）上の指定感染症とする政令（令和2年政令第11号）の改正（1月28日）である。これにより、患者に対して入院の勧告等の措置ができるようにした。二つ目は、「新型インフルエンザ等対策特別措置法」（平成24年法律第31号、以下「特措法」という）を改正（令和2年法律第4号）し、新型コロナウイルス感染症にも特措法が適用されることにしたこと（3月13日）である。

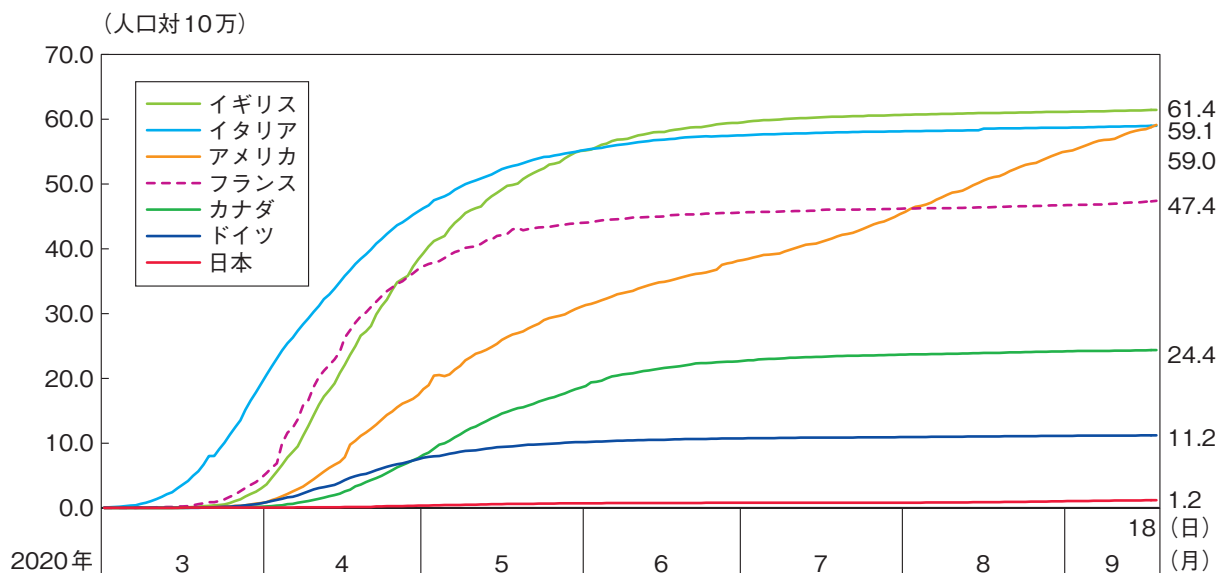
(10) 全国の新規感染者数（10万人比）とGoogleのモビリティインデックス（1月3日～2月6日の小売・娯楽施設における外出者数を基準とした変化率、%）を用いた。期間は2月15日から9月1日の日次データで、第1期（2月15日から5月31日）と第2期（6月1日から9月1日）に分けて使用した。また、分析においては、緊急事態宣言下であるかどうかを示すダミー変数と、休祝日を示すダミー変数も用いた。因果関係（グレンジャー検定）の結果は、第1期では、新規感染者数からモビリティインデックスに向けた関係だけが有意となったが、第2期では両者に関係性は見られなかった。VAR分析によると、新規感染者数の変化からモビリティインデックスの変化に向けた関係は、第1期では有意となった。つまり、第1期では、新規感染者数が増加すると、外出率が低下していたということになる（付注1-1）。

(11) 令和2年4月15日に、厚生労働省新型コロナクラスター対策班の西浦博教授らの記者会見において、「人と人の接触を8割減らさないと、日本で約42万人が新型コロナウイルスで死亡」と発表している。この発表は、政府による公式見解ではないものの、専門知を有する者によって示されたものである。

(12) WHO "Coronavirus Disease (COVID-2019) Situation Reports" より作成。令和2年8月27日時点。

た公衆衛生政策が死亡率で測った感染症拡大を防ぐのに効果的だったという分析がある一方、感染症の自律的な収束パターンがみられることから、ロックダウンの効果は過大評価されているという分析もある¹³。

コラム1-1 欧米各国と日本の10万人当たりの死亡率の推移



(備考) 1. WHO “Coronavirus Disease (COVID-2019) Situation Reports”、United Nations “World Population Prospects 2019” より作成。
2. 2020年9月18日時点。

感染症に対応した経済活動の抑制策は、感染による死者数を減らせたのかもしれないが、これによる経済的には無視できない損失を世界的に生んでいる。比較的影響の小さい我が国においても、政府の各種支援策によって、倒産や失業といった損失を何とか小幅なものにとどめようとしているが、売上げの低迷が長期化すれば、下振れリスクは顕在化してしまう。

さきの緊急事態宣言は、実施された4、5月を含む四半期データが示唆するところによると、消費だけで、約7.6兆円(第1-1-11図、年額換算で31兆円、平年対比で10%程度)に上るコストを伴っている。欧米諸国では、厳しい活動制限を導入しても、感染症による死者数が年間死者数の1割近くに達してしまった国もある。

元々、我々は新型コロナウイルス感染症のリスクだけでなく、様々な死亡リスクに直面している。例えば、インフルエンザは例年約1,000万人前後の患者が発生しており、1日当たりの死者数は、感染者数がピークとなる1、2月には47人程度、年間の死亡率(人口10万対)は2.9程度である¹⁴。新型コロナウイルス感染症については、日常の感染症対策(手洗い・マスク・うがい等の実践や三密を避ける行動)を徹底することで感染拡大の防止を図ることが可能であることを踏まえると、過度に経済活動を規制することなく、流行を防止できるのではないかと考えられる。

地道ではあるものの、「新たな日常」に向けた働き方の見直し、行動時におけるエチケットの実践といった、一般的な生活様式の見直しを図り、感染防止と経済活動の両立を目指すことが肝要である。

注 (13) 移動規制に効果があったとする指摘は、Korevaar, et. al. (2020) や Glaeser, Gorbach, and Redding (2020) を参照。他方、公衆衛生政策を過大評価しているのではないかと指摘は、Atkeson, Kopecky, and Zha (2020) を参照。
(14) さらに、厚生労働省(2020)によると、2019年の死因別死亡率(人口10万対)は、交通事故が3.5、溺死が6.2、窒息が6.5、転倒・転落・墜落が7.7、自殺が15.7である。

2 家計部門の動向

前項では、マクロ経済全体の動きについて、専らGDP統計を用いながら過去の経済ショックとの比較を通じて概観してきたが、本項では、家計部門の動向について確認する。具体的には、感染症の影響による経済活動の停滞が家計所得に与えた影響や、感染拡大防止のための外出自粛が家計の支出に与えた影響について分析する。

●増勢が続いてきた家計所得は、感染症の影響により減少するも、政策効果が下支え

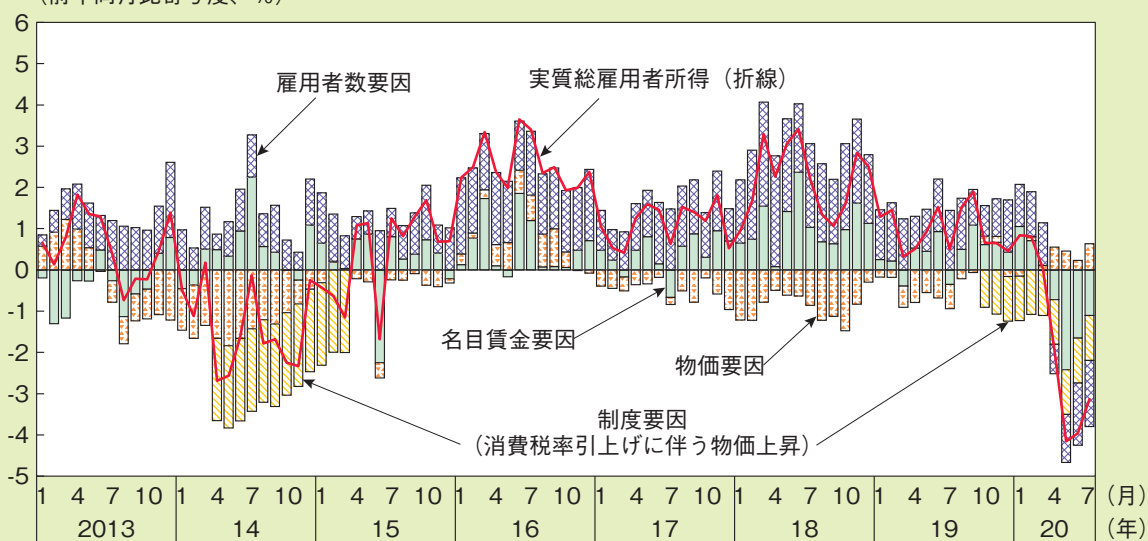
前項でも記した通り、雇用者報酬は増加してきたが、ここでは雇用者数、一人当たり所得（賃金）、物価の動きに分解しながら推移をみていこう。まず、2014年4月の8%への消費税率引上げに伴う物価上昇が一巡した2015年4月以降、雇用者数の増加と名目賃金の上昇を通じて、実質総雇用者所得は2019年まで増加した。2019年10月には、消費税率が10%へと引き上げられたが、引上げ幅が2%だったことや軽減税率の導入によって物価上昇は抑制されたため、2020年初めまで、実質総雇用者所得は前年比プラスを維持した。

しかし、感染症の影響が顕著となった2020年3月には、労働時間の減少に伴って名目賃金の寄与がゼロとなり、翌4月以降は名目賃金要因と雇用者数要因がともにマイナス寄与へと転じた。その結果、実質総雇用者所得は、約5年ぶりに減少している（第1-1-8図）。

第1-1-8図 実質総雇用者所得の動向

緩やかな増加が続いた実質総雇用者所得は、賃金の低下と雇用者数の減少により足下で減少

（前年同月比寄与度、%）



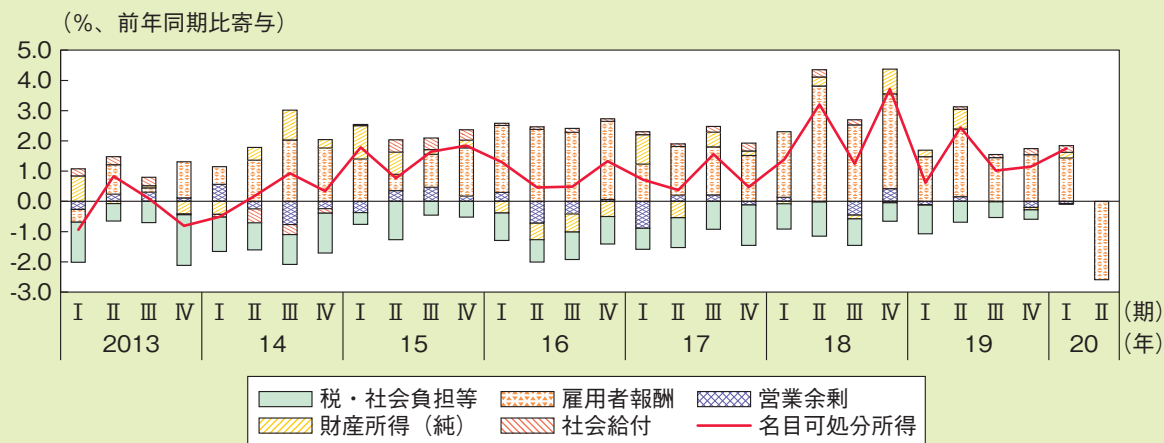
（備考） 1. 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、内閣府「国民経済計算」等により作成。
2. 総雇用者所得は、毎月勤労統計調査の再集計値（抽出調査系列）に2019年7月以降の全数調査系列を接続したものを基に推計。

こうした勤労所得に財産所得や社会給付を加え、かつ直接税や社会保険料負担を除いた家計の名目可処分所得の動きを確認すると、税や社会負担は増加してきたものの、雇用者報酬の増加がこれを大きく上回ってきたことで、2020年初めまでは増勢を維持していた（第1-1-9図（1））。また、その後の動きについて、総務省「家計調査」の総世帯のうち勤労世帯の世帯収入を用いて類似の家計可処分所得を計算し、その動きをみると、2020年4-6月期は、総雇用者所得の動きと同様に勤労収入の前年同期比はマイナスに転じたものの、特別収入等が大きく増加して全体を大きく押し上げている（第1-1-9図（2））。

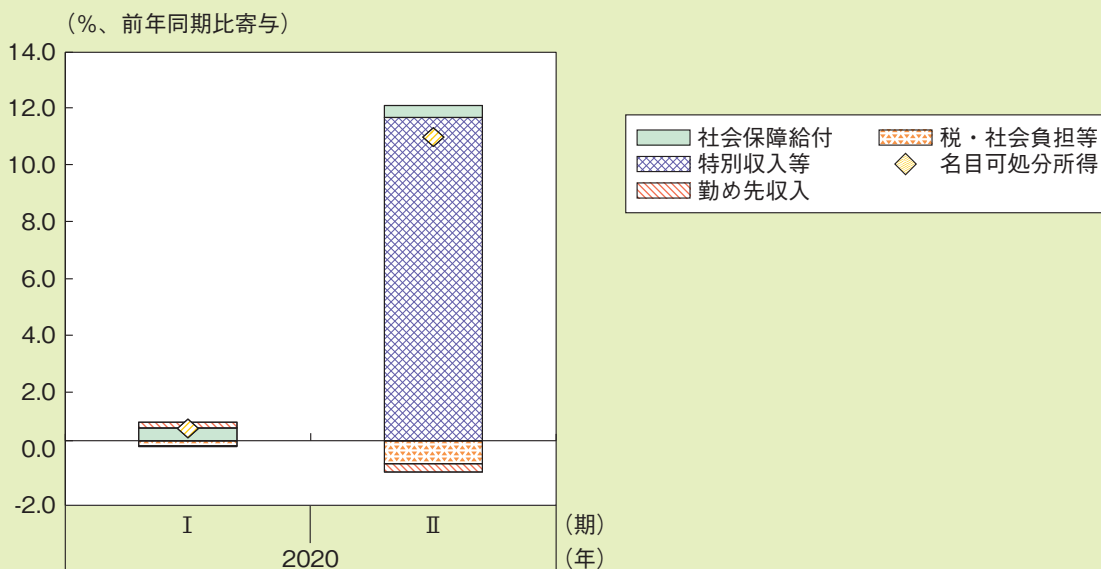
第1-1-9図 家計の名目可処分所得の動向

雇用者報酬は緩やかな増加が続いていたが、足下では減少
ただし、可処分所得については特別定額給付金の下支えする動きもみられる

(1) 家計の名目可処分所得（SNAベース）



(2) 世帯の名目可処分所得（家計調査ベース）



- (備考)
1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査」により作成。
 2. (1) の「財産所得(純)」は受取から支払を引いたもの。また、「税・社会負担等」は、所得・富等に課される経常税、純社会負担、その他の経常移転(純)の合計。
 3. (2) は、総世帯のうち勤労者世帯の値。「特別収入等」は、財産収入、事業・内職収入、仕送り金、特別収入の合計。「税・社会負担等」は、直接税、社会保険料、他の非消費支出の合計。

特別収入等の増加は、「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」（令和2年4月20日閣議決定）に盛り込まれた「特別定額給付金」¹⁵によるものと考えられ、現金給付策の迅速な執行が勤労所得の弱さを補う姿となっている。なお、特別定額給付金は、給付予算額12.7兆円に対し、2020年6月末（6月26日）時点で9.1兆円が、7月31日時点で12.3兆円が支給されており、支出タイミングは各世帯に委ねられるものの、消費を下支えすることが期待される。

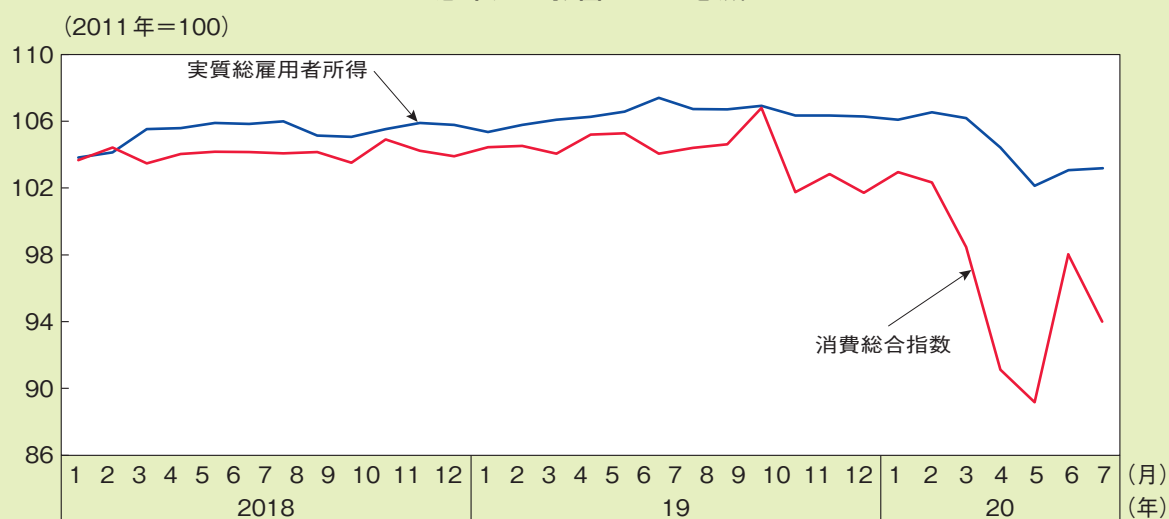
●個人消費は、外出自粛等により大きく減少

次に、個人消費の動きをみていこう。2019年から2020年初めにかけて、家計所得の底堅さを背景に、緩やかではあるものの、個人消費は増勢を維持していた。2019年10月には、前回ほどではないものの、消費税率引上げに伴う家電等の一部にみられた駆け込み需要の反動減に大型の台風による計画運休や店舗の休業等の影響が加わったことから、個人消費の水準は大きく低下したが、こうした影響は徐々に和らぎ、2020年2月頃までは持ち直す動きが見られていた¹⁶。

しかし、2月下旬以降、感染症の拡大防止のために外出自粛要請や休業の実施が行われるようになり、4月には緊急事態宣言が発出されたなかで、個人消費は急減した。その減少テンポが所得の減少を上回っていることから、防疫という外生的な行動規制によってもたらされた変動であることがうかがえる。また、循環的な変動ではないが故に、緊急事態宣言の段階的な解除に伴う店舗等の営業再開によって、消費は大きく反発して増加に転じた（第1-1-10図）。

第1-1-10図 消費総合指数、実質総雇用者所得の動向

個人消費は、2019年10月の消費税率引上げ後も持ち直す動きがみられたが、感染症の影響により急減



(備考) 1. 消費総合指数と実質総雇用者所得はともに内閣府推計値。季節調整値。

2. 総雇用者所得は、毎月勤労統計調査の再集計値（抽出調査系列）に2019年7月以降の全数調査系列を接続したものを基に推計。

注 (15) 国民（2020年4月27日において住民基本台帳に記録されている者）一人につき10万円を給付する事業。給付予算額12.7兆円。

(16) 2019年から2020年にかけての秋冬（2019年9月～2020年2月）の気温が記録的に高かったことも、冬物の季節商材の販売不振を通じて、この時期の個人消費を押し下げた。

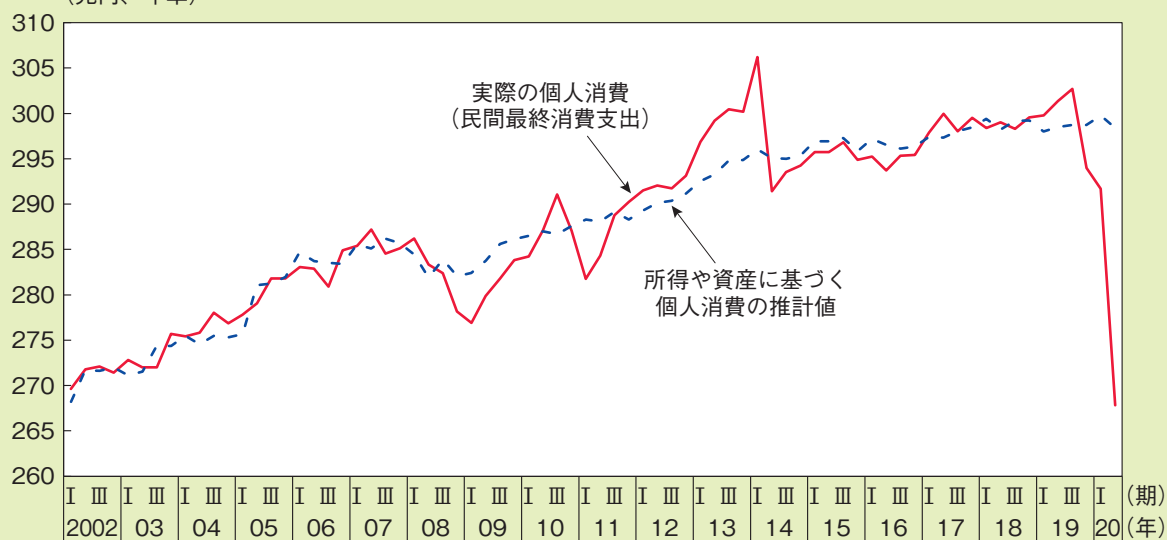
このように、2019年後半以降の消費は、非循環的な要因で大きく変動したが、本来であればどの程度の消費水準が実現したのであろうか。そこで、家計の所得や資産から導かれる消費水準を推計し、実績消費とのかい離幅を計算すると、2020年1－3月期は年額換算約8兆円、4－6月期は年額換算約31兆円の下振れとなっている（第1－1－11図）。すなわち、1四半期で23兆円分下振れたことになる。リーマンショック時（2009年1－3月期）は5.5兆円程度、東日本大震災時（2011年1－3月期）は6.5兆円程度の下振れとなっていたことから、今回の下振れ幅は相当大きいことが示唆される。

第1－1－11図 個人消費の理論値と実績値

2020年の個人消費は、家計の所得や資産から導かれる消費水準に対して、大きく下振れ

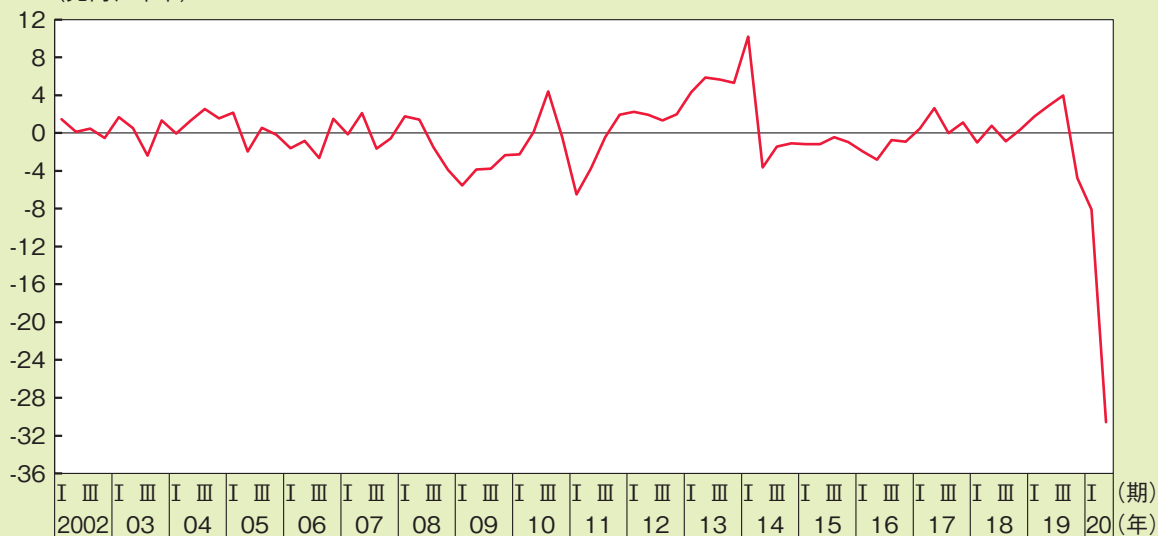
(1) 個人消費の実績と推計値

(兆円、年率)



(2) 個人消費の推計値からの乖離

(兆円、年率)



(備考) 内閣府「国民経済計算」、総務省「人口推計」、日本銀行「資金循環統計」より作成。詳細は付注1－2参照。

● 選択的支出への影響が大きい一方、そうした品目には政策がサポート

また、消費の動きを形態別にみると、2019年7－9月期までは耐久財とサービスを中心に増加してきたものの、2019年10－12月期には主に耐久財が減少し、2020年に感染症の影響が顕在化すると、対人接触を伴うサービスが急減した（第1－1－12図（1））。

さらに品目・業態別に細分化すると、耐久財である自動車の販売台数は、2019年10月以降、緩やかながらも2020年初めにかけて持ち直しの動きがみられていたが、販売側も営業を控えたこともあり、緊急事態宣言下の4、5月に大きく減少した。しかし、6月以降は再び持ち直している¹⁷（第1－1－12図（2））。

同じく耐久財である家電の売上高については、消費税率引上げ前後に振れが生じた点は自動車と同様だが、反動減は小さく、また、その後の回復ペースは速く、2020年初めには前年比プラスを取り戻していた。その後、緊急事態宣言下で弱い動きとなったものの、そのマイナス幅は自動車に対して浅く、5月には前年を上回り、6月にはエアコンを中心に大幅増となった週もある¹⁸（第1－1－12図（3））。こうした家電の堅調さの背景には、テレワークが促進されたことに伴うパソコン需要の高まりや在宅時間の増加に伴う身の回り家電への需要が顕在化したこともあるが¹⁹、前述した特別定額給付金の効果もある。

次に、非耐久財である飲食料品を主に扱うスーパーの販売額をみると、外出自粛や外食店舗の休業に伴って家庭での食事機会が増えたことから、3月から5月にかけて、前年比10%程度以上の増加となった（第1－1－12図（4））。

最後に、感染症の影響による落ち込みが最も大きかったサービスについてみると、旅行取扱額は、国内外で人の移動が抑制された結果、4、5月には前年比－100%近くまで減少した。海外旅行については、多くの国・地域で入国制限や渡航自粛勧告が継続していることから、持ち直しの兆候は全くみられないものの、国内旅行については、緊急事態宣言が解除されて以降、上向き始めている（第1－1－13図（1））。また、家計にとってより身近な外食の売上高については、緊急事態宣言下で大きく減少したものの、その段階的解除が進められた5月以降持ち直しの動きがみられる（第1－1－13図（2））。

以上のとおり、今回の感染症で大きく減少したのはサービス関連の消費であるが、緊急事態宣言下における家計の消費行動には、選択的支出を抑え、基礎的支出を増加させる傾向がみられた²⁰。また、形態別消費の所得及び価格弾性値をみると、サービスは耐久財と並んで大きい

- 注 (17) 2020年8月の自動車販売台数は、前年比のマイナス幅が前月から拡大しているが、これには前年同月に消費税率引上げ前の駆け込み需要が生じていたことが影響している。季節調整済み前月比でみると、2020年8月は3.8%と増加している。
- (18) 2020年9月の家電販売額は前年比マイナスとなっているが、これには前年同月に消費税率引上げ前の駆け込み需要が生じていたことが影響している。2018年比でみると、9月第1週（8月31日～9月6日）は41.2%増、第2週（9月7～13日）は30.0%増となっている。
- (19) 大手メーカーによる一部OSのサポート期限終了が2020年1月に予定されていたことも、それまでのパソコンの買い替え需要を押し上げた。
- (20) 総務省「家計調査」では、支出弾力性（消費支出総額が1%変化する時に各財・サービスが何%変化するかを示した指標）が1.00未満の支出項目を基礎的支出（必需品的なもの）とし、1.00以上の支出項目を選択的支出（贅沢品的なもの）としている。前者は、食料、家賃、光熱費、保健医療サービスなどが該当し、後者は、教育費、教養娯楽用耐久財、月謝などが該当する。

(1) 形態別実質消費支出

消費税率引上げ

年	月	消費税率 (%)
2019	1	1
2019	2	-2
2019	3	-6
2019	4	2
2019	5	6
2019	6	7
2019	7	-2
2019	8	2
2019	9	5
2019	10	14
2019	11	-25
2019	12	-12
2020	1	-12
2020	2	-11
2020	3	-10
2020	4	-10
2020	5	-30
2020	6	-48
2020	7	-25
2020	8	-15

[illegible]

消費税率上げ

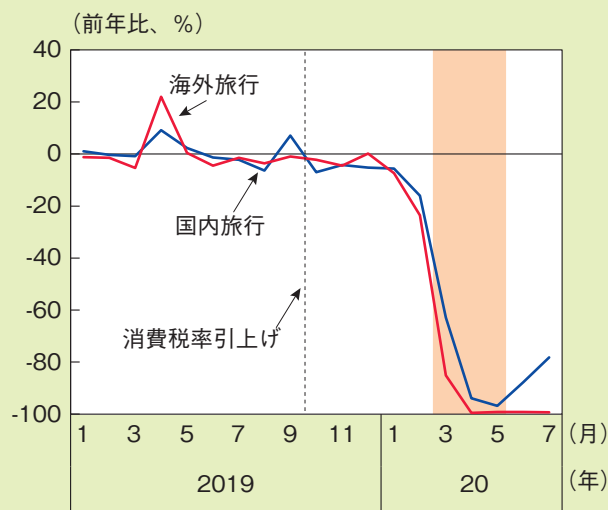
COVID-19

24

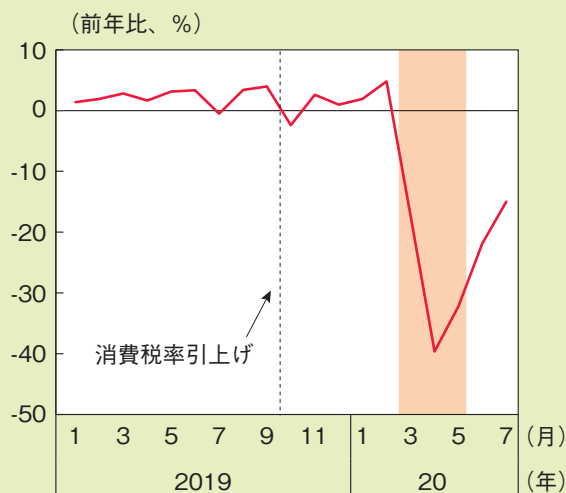
第1-1-13図 品目・業態別の消費の動き (2)

耐久財やサービスは、所得や価格の変動に対する弾力性が高い

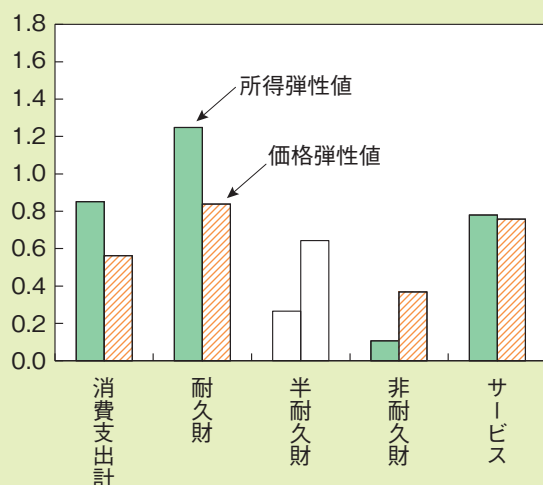
(1) 旅行取扱額



(2) 外食売上高



(3) 実質消費支出の所得及び価格弾性値



(備考)

1. 鉄道旅客協会「販売概況」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」、内閣府「国民経済計算」により作成。
2. シャドー部分は、政府による全国規模のイベントの自粛要請（2020年2月26日）から緊急事態宣言が全国で解除（同年5月25日）されるまでの期間を示している。
3. (3) 実質消費支出の所得及び価格弾性値については、形態別実質消費支出を被説明変数、実質家計可処分所得及び形態別消費支出デフレーターを説明変数として回帰。なお、それぞれの変数について対数をとっている。推計期間は2002年第1四半期～2020年第1四半期。棒グラフのうち、白抜き部分は有意水準5%を満たさない。

(第1-1-13図 (3))。耐久財の場合、家電等は特別定額給付金による所得増の恩恵を受けたと思われる一方、接触機会を伴う外食や宿泊・旅行については、こうした恩恵が届いていない。こうしたこともあり、政府は、7月22日より国内旅行を対象に旅行代金の一部を支援するGo Toトラベル事業²¹を開始した。また、10月以降、プレミアム付食事券の発行やポイントの付与により飲食店を応援するGo Toイート事業²²も開始された。旅行や飲食といった消費には、

注 (21) Go To トラベル事業は、国内旅行を対象に、宿泊・日帰り旅行代金の2分の1相当額を支援するもの。支援額のうち、7割は旅行代金の割引に、3割は旅行先で使える地域共通クーポンとして付与される。一人一泊当たり2万円が上限（日帰り旅行については、1万円が上限）。連泊制限や利用回数の制限はない。

(22) Go To イート事業は、登録飲食店で使えるプレミアム付食事券の発行（購入額の25%分を上乗せ、販売は2021年1月末まで、有効期限は3月末まで）や、オンライン飲食予約に対して次回以降に飲食店で使用できるポイントの付与（昼食時間帯は500円分、夕食時間帯は1,000円分のポイント付与、ポイント付与の上限は1回の予約当たり10人分（最大10,000円分）、ポイントの付与は2021年1月末まで、利用は3月末まで）を実施するもの。

財の購入時以上に感染防止が求められるが、ガイドラインに沿った対応を進めて安心を確保しつつ、これらの事業がもたらす価格低下が需要創出効果を発現できるよう、合わせて、休日分散等の措置も講じることも効果があるだろう。サービス消費の持ち直しと被害を受けている事業の継続には、売上げを引き出す支援が必要な局面が続いている。

●住宅投資は弱い、将来の世帯数減少も考慮した最適供給の実現を図ることが重要

続いて、住宅投資の動向を着工戸数により確認すると、2019年以降、趨勢的に弱含んでおり、その背景には幾つかの要因がある。まず、貸家については、事業者の不正建築問題や金融機関の不正融資問題等が次々に発生したことから投資家が離れ、金融機関においても融資態度の厳格化が進んだことで、減少傾向が続いている。持家については、消費税率引上げの半年前にあたる2019年3月末を見越した受注の増加もあり²³、着工戸数は6月頃まで増勢をみせたのちに減少へと転じた。その後は一進一退で推移してきたが、4月以降は感染症対応による営業抑制等もあり、再び弱い動きとなっている。また、開発案件の都合から振れの大きな分譲住宅も、持家と同様、感染症の影響により弱い動きとなっている（第1-1-14図（1）、（2））。

こうした感染症対応による営業抑制の動きは、住宅展示場来場者組数の減少に現れている。6月以降は大きく持ち直しているが、受注から着工には、3か月程度のラグがあるとみられるため、受注の持ち直し²⁴が着工戸数に現れてくるのは9月以降と見込まれる（第1-1-14図（3）、（4））。

また、首都圏新築マンション販売戸数も、4、5月は大きく減少した。これは、販売側が供給量を絞ったことが主たる要因であり、この間においても、契約率は70%超と高い水準となっていた。6、7月の販売戸数は、供給戸数の増加もあって大きく増加し、持ち直しの動きとなっている。なお、住宅投資については、テレワークの普及等により、顧客ニーズが都市部から郊外へシフトするのではないかとの見方もあり、首都圏郊外の戸建て住宅に関心が高まっているとの指摘もある。首都圏新築マンションの販売戸数について、23区及び都下並びに各県でみると、大型物件等の一時的要因によると思われる振れが大きいこともあるが、地域別の販売順位でみる限り、現時点では地域的な需要傾向に大きな変化は顕在化していないようにみられる。ただし、感染症後に生じている働き方やビジネスの変化は、大都市への集中という従来の人流を大きく変えるかもしれないことから、オフィス需要の変化と合わせて動向をみていく必要がある（第1-1-14図（5）、（6））。

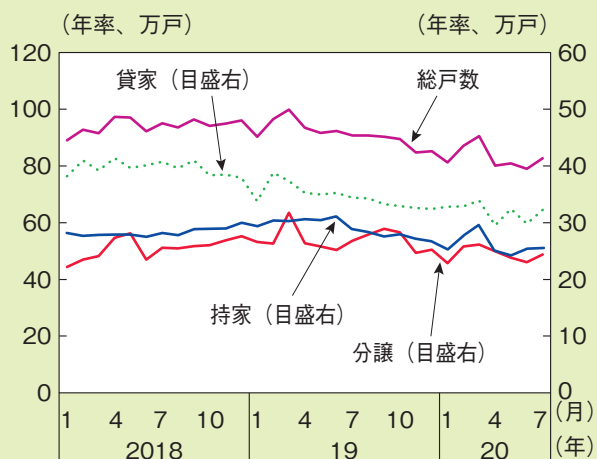
注 (23) 引上げ前の消費税率が適用される請負工事等の請負契約期限が2019年3月末であったことから、この時期に受注の増加がみられたが、住宅ローン減税の拡充等の住宅取得支援対策が講じられたことにより、前回の消費税率引上げ時と比べると駆け込み需要とその反動減は抑制された。

(24) 大手ハウスメーカー4社の持家の受注前年比（各社の前決算期受注額による加重平均、3か月移動平均）は、2020年4月-20.3%、5月-26.4%、6月-22.6%、7月-14.5%、8月-2.6%と、6月以降マイナス幅が縮小しており、持ち直しの動きがみられる。

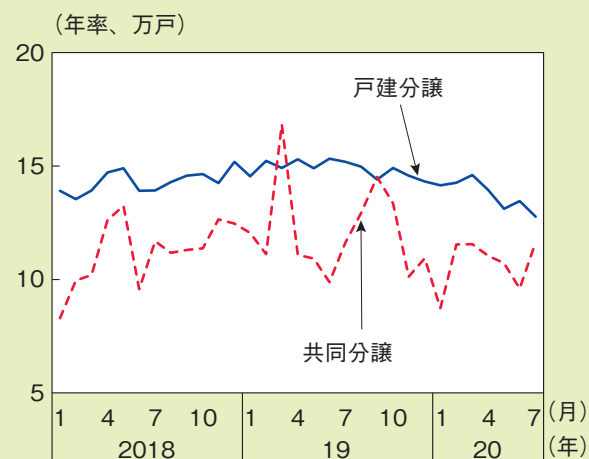
第1-1-14図 住宅投資の動向

住宅は全体的に弱含み、感染症の影響により受注や販売が減少するも足下では反発

(1) 新設住宅着工戸数



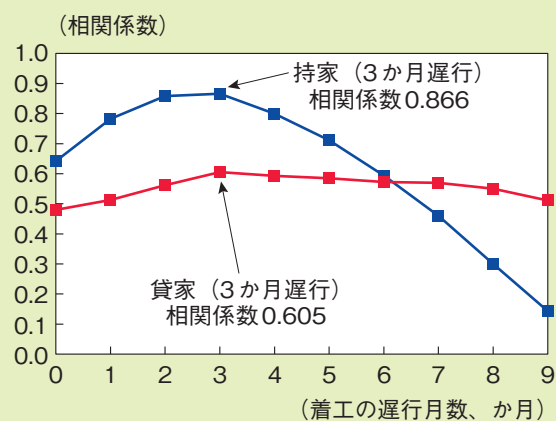
(2) 戸建・共同別分譲着工戸数



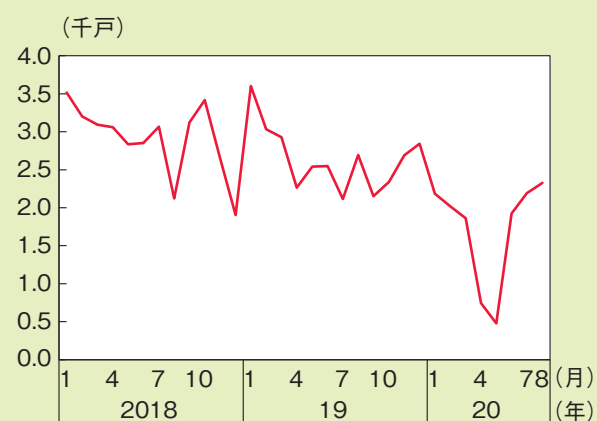
(3) 住宅展示場来場者組数



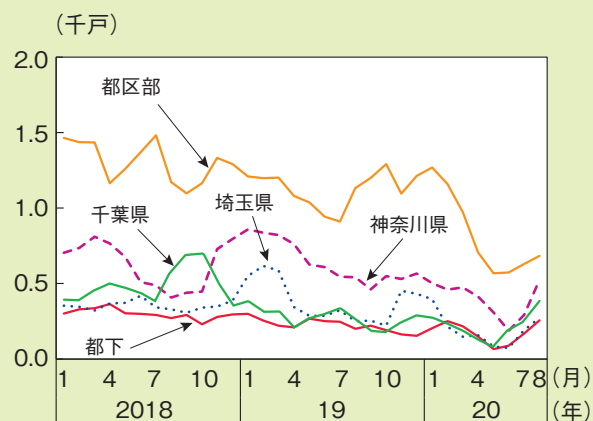
(4) 受注から着工までの時差相関



(5) 首都圏マンション総販売戸数



(6) 地域別マンション新規発売戸数



- (備考) 1. 国土交通省「住宅着工統計」、住宅展示場協議会・一般財団法人住宅生産振興財団「総合住宅展示場来場者組数調査」、各社IR情報、株式会社不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」により作成。
2. (1) および (2) は、単月の季節調整値を12倍した年率季節調整値。
3. (3)、(5) および (6) の数値は、内閣府による季節調整値。(6) は3か月移動平均値。
4. (4) は、大手ハウスメーカー各社（持家、貸家それぞれ4社）における受注前年比（速報）の前決算期受注額による加重平均と住宅着工戸数（持家、貸家）の前年同期比の時差相関。

こうした「新たな日常」に向けた働き方や生活スタイルの変化がもたらす住宅市場への影響と同時に、住宅投資の先行きを考える上では、趨勢的な人口や世帯数の動向が、住宅着工に与える影響も無視できない。実際、1960年代以降の住宅投資は、人口と世帯数の増加を背景に増加傾向にあったが、90年代半ば以降、単身世帯の増加等により総世帯数は増勢を維持しているものの、人口は減少局面に入り、住宅投資も同時期をピークに減少している（第1-1-15図（1）、（2））。

住宅着工戸数の変化は、定義的に総戸数（ストック）の前期差と建替え等に分解される。総戸数には居住物件と非居住物件があり、前者は世帯数の増減、後者は空き家の増減として定義できる。そこで、住宅着工戸数の変化について、3つの動き（世帯数の増減、空き家の増減、建替え等の増減）に分解すると、世帯数要因による着工戸数の減少が続いている²⁵。将来の推計世帯数を基に将来の着工戸数を計算すると、世帯数要因による着工戸数は、2025年にはおおむねゼロ、2030年にはマイナスに転じ、着工戸数全体の減少傾向も続くと思込まれる（第1-1-15図（3））。

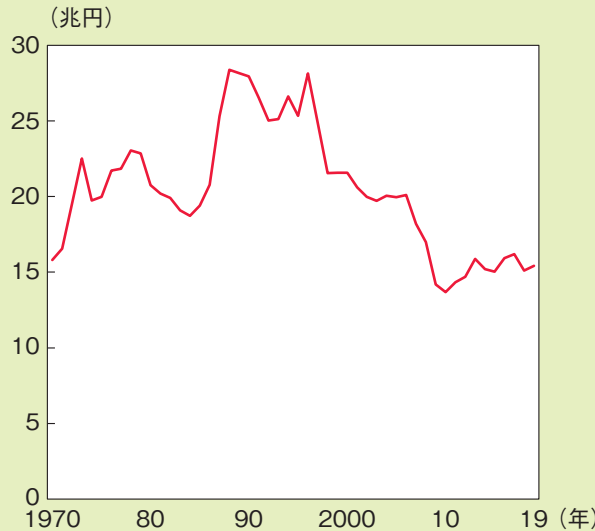
これまで、景気対策の一環として住宅投資を促すこともしばしば行われたが、将来必要とされる住宅の総量は減少が見込まれる。総務省「住宅・土地統計調査」によれば、2018年の空き家総戸数は、約850万戸、全体戸数の13.6%を占める。住宅の種類別にみると、賃貸用住宅が6.9%と過半を占めている。人口減少・過疎化が進む地方圏において、空き家が増加していることは知られているが、今後は首都圏、例えば東京23区外においても、高齢化と人口減少が進むと見込まれ、空き家の増加が懸念される。空き家の増加が課題となっている現状を考慮すれば、未利用資産の有効活用、転用を含めたバランスの取れた最適供給が住宅市場には求められる。

注 (25) この分解では、空き家（居住されていない物件）の増減が要因に出てくるため、一見、空き家が増えたと着工が増えるようにみえるが、因果関係は逆である。その意味は、住宅ストックが増加（着工が増加）したにも関わらず、居住されない物件が増加しているということである。詳細は、東郷（2020）を参照のこと。

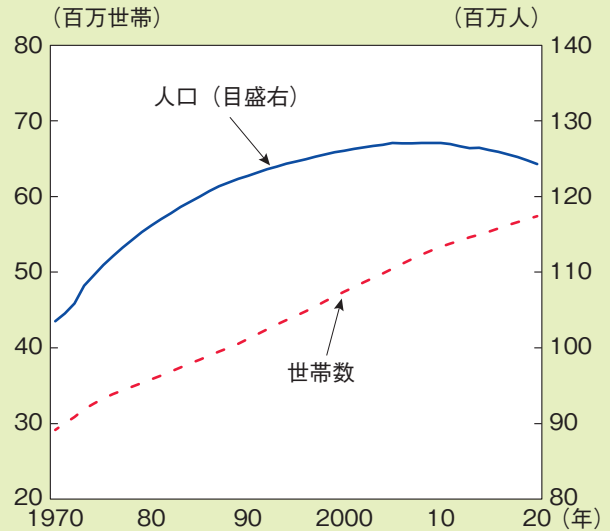
第1-1-15図 住宅着工戸数の先行き

住宅投資は、将来の世帯数減少も考慮した最適供給の実現を図ることが重要

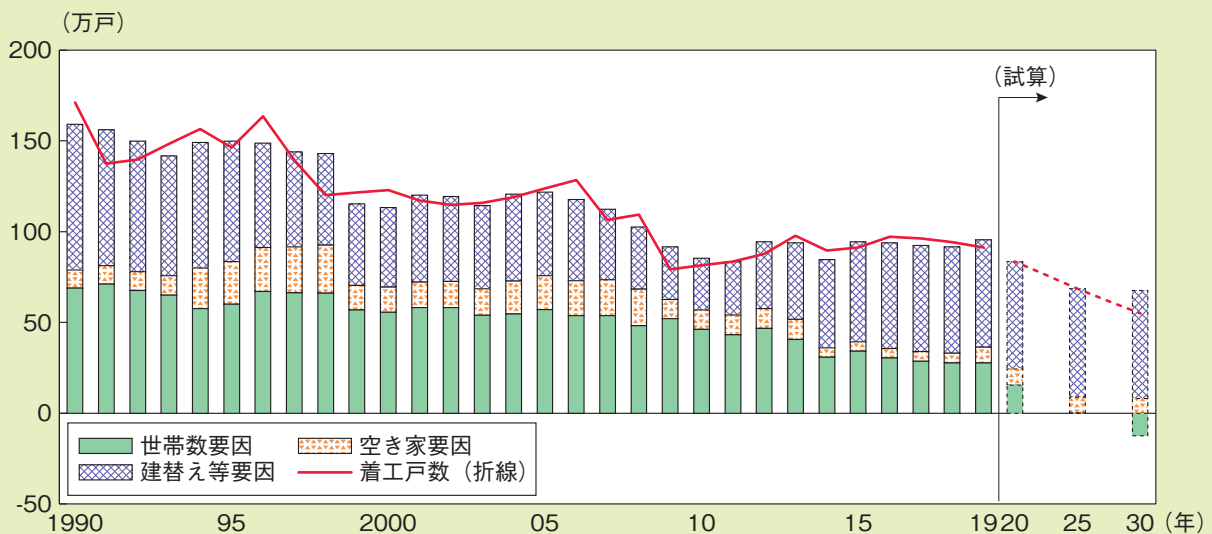
(1) 住宅投資額の推移



(2) 日本人人口及び世帯数の推移



(3) 潜在着工戸数の推計



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数」、「住宅・土地統計調査」、国土交通省「住宅着工統計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計（全国推計）」により作成。
2. (1) の民間住宅投資については、1979年以前は「平成10年度国民経済計算（1990年基準・68SNA）」、1980年から1993年までは「支出側GDP系列簡易週及（2011年基準・08SNA）」、1994年以降は「2020年4～6月期四半期別GDP速報（2次速報値）（2011年基準・08SNA）」による。
3. (3) は、内閣府「日本経済2013～2014」付注1～3を参考に、以下の通り算出。
- 世帯数要因：実績は居住者あり建物数を世帯数の前年比を用いて補間。2020年以降は、将来推計世帯数の変化率を用いて算出。
- 空き家要因：実績は居住者なし建物数を線形補間。2019年以降は、直近3回分の調査を用いてトレンド推計。
- 建替え等要因：実績は新設着工戸数と世帯数要因及び空き家要因の差（D）について、中心5か年移動平均。2018年以降は、2015～2019年のDと総戸数の比の平均を用いて算出。

3 企業部門の動向

家計部門に続き、本項では企業部門の動向について分析する。まず企業収益への影響を概観し、国内外の需要が弱まったなかでの生産の状況を確認する。さらに、今後の設備投資の展望について議論する。

●企業収益は感染症の影響により大幅減、ただし、年初来の原油安は交易利得を押し上げ

最初に企業収益の動向について確認しよう。長く増勢が続いてきた企業収益は、2019年に入り、海外経済の鈍化から、製造業を中心に弱い動きがみられだした。他方、非製造業の企業利益は、この間も底堅く推移していたが、2020年1－3月期に感染症の影響が顕在化するに及び、大きく減少し、全産業の企業収益も急速に減少した。(第1－1－16図(1))。

経常利益の変動について、製造業と非製造業に分けて要因を分解すると、製造業では、2018年7－9月期以降、海外経済が減速するなかで、徐々に売上高のプラス寄与が縮小し、2019年4－6月期からはマイナス寄与に転じた。特に、感染症の影響により輸出が急減した2020年4－6月期の売上高要因は大幅なマイナスとなった(第1－1－16図(2))。また、コスト面については、人件費要因は変動が小さく、2019年以降は目立った影響はみられていない一方、仕入れコスト等を反映する変動費要因が傾向的にマイナス寄与となっている。ただし、2019年10－12月期はプラス寄与(仕入れコストの低下)となっている。この時期は、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動減があらかじめ見込まれていたことから、生産調整のために仕入れを減らしていた可能性が示唆される。

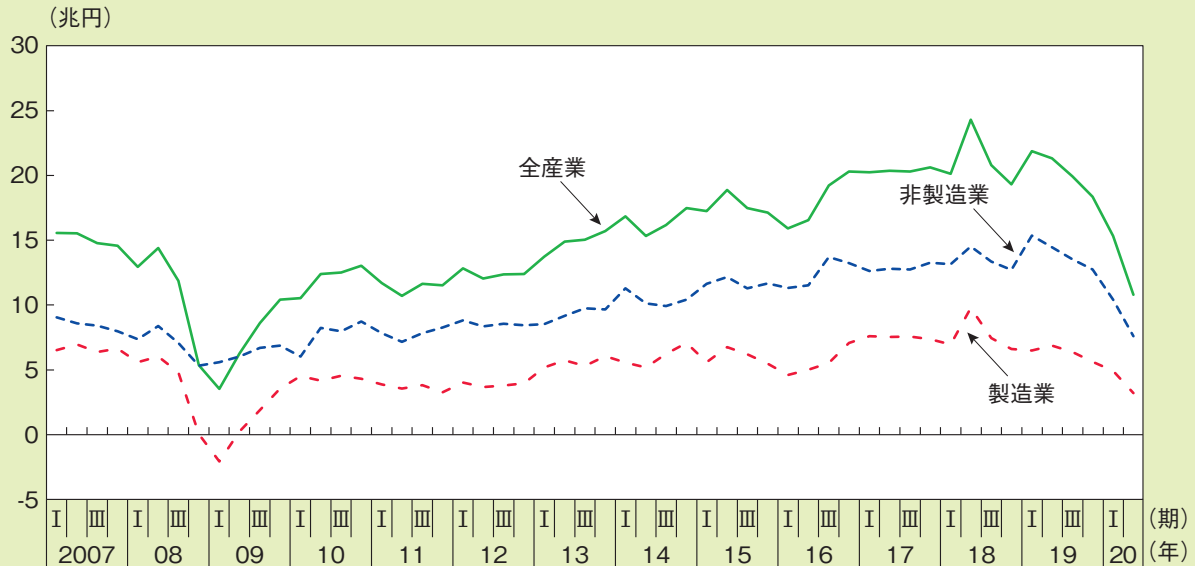
非製造業では、内需の底堅さを背景に、製造業に比べて2018年から2019年4－6月期を通じ、売上高要因のプラス寄与が続いた。7－9月期には、売上高要因がマイナスとなっているが、これは、前年同期の売上高要因が強かったことの反動と、原油価格の下落等により取引価格が低下したためとみられる。同じ7－9月期には、変動費も減少(仕入れコストの低下)しており、原油価格による売上高要因のマイナス寄与の一部を相殺している²⁶。10－12月期は、消費税率引上げ後の反動減や大型台風の影響等により売上高要因は大幅なマイナス寄与となったが、一方で、製造業と同様にこの期の変動費要因はプラスに寄与し、売上高要因を相殺したことで、減益には至らなかった。2020年1－3月期及び4－6月期には、感染症の影響のために売上高が大きく下押しされたことで、非製造業も大幅な減益となった。

注 (26) 非製造業のうち卸売業等では、財の仕入価格と販売価格との対応関係が強く、仕入れ価格の低下が、変動費のみならず、売上高も減少させるケースがある。この場合、経常利益に対して、変動費の減少はプラス寄与、売上高の減少はマイナス寄与となるため、双方の経常利益への影響は相殺し合う関係にある。

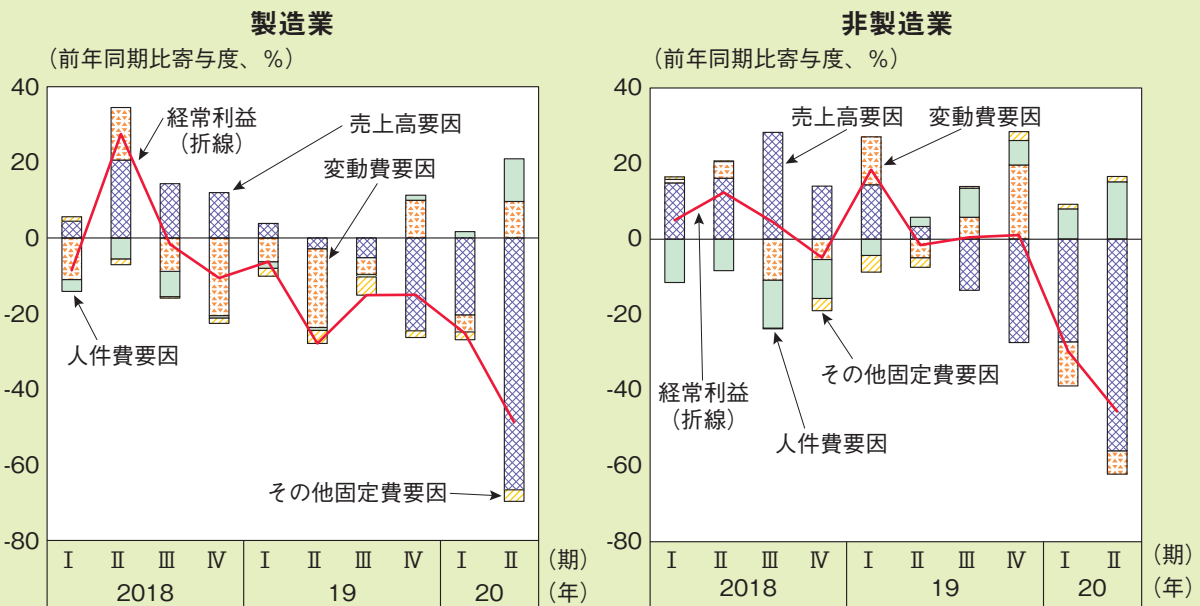
第1-1-16図 経常利益の動向

企業収益は、感染症の影響による売上高の減少を背景に大幅減

(1) 経常利益の推移



(2) 経常利益の要因分解



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。

2. (1) は季節調整値。

3. (2) の要因分解は、次式により求めた。

$$\Delta \text{経常利益} / \text{経常利益}_{-1} = \underbrace{(1 - \text{変動費率}) \times \Delta \text{売上高} / \text{経常利益}_{-1}}_{\text{売上高要因}} - \underbrace{\text{売上高}_{-1} \times \Delta \text{変動費率} / \text{経常利益}_{-1}}_{\text{変動費要因}} \\ - \underbrace{\Delta \text{人件費} / \text{経常利益}_{-1}}_{\text{人件費要因}} - \underbrace{\Delta \text{その他固定費} / \text{経常利益}_{-1}}_{\text{その他固定費要因}}$$

ただし、変動費 = 売上高 - 経常利益 - 固定費用
 変動費率 = 変動費 / 売上高
 固定費用 = 人件費 + その他固定費用 (減価償却費、支払利息等)

このように、内外経済が急速に悪化したなかで、企業の収益環境は極めて厳しい状況となった。こうした中において、年初から起こった原油価格の急落は、企業負担を和らげた数少ない材料だと考えられる。そこで、交易利得の動向をみることで、一国全体の海外との所得移転について確認してみよう。

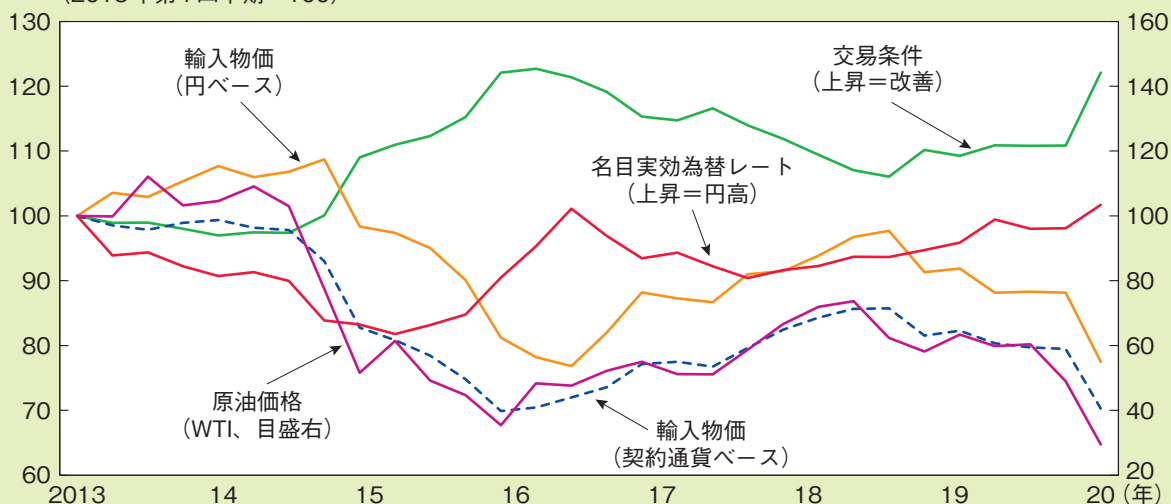
2018年後半以降、原油価格は、世界経済の減速を背景として緩やかな下落傾向にあったが、2020年に入ると、産油国間の協調減産の破綻と感染症による世界的な景気後退懸念から、急落した。この間、名目実効為替レートは、円高方向に緩やかに推移していたことから、我が国の輸入物価（円ベース）も大きく下落することとなった（第1-1-17図（1））。

第1-1-17図 交易条件と交易利得の動向

資源価格の下落による交易条件の改善が所得減を緩和

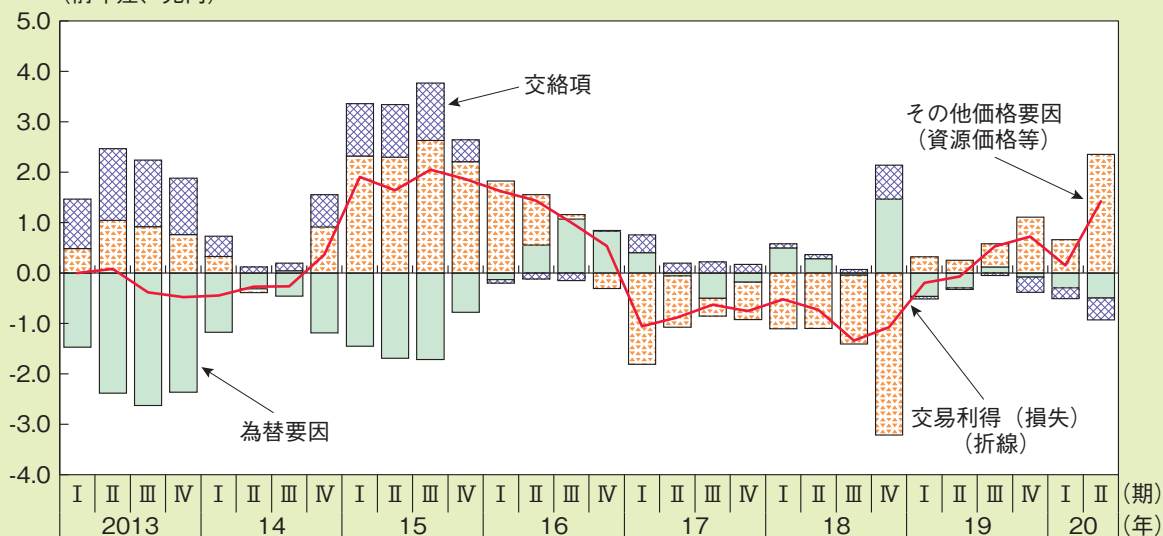
(1) 輸入物価と交易条件の動向

(2013年第1四半期=100)



(2) 交易利得の要因分解

(前年差、兆円)



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業物価指数」、Bloombergにより作成。
 2. 交易条件 = 輸出物価指数 / 輸入物価指数 × 100 として算出。
 3. (2) 図の作成方法については付注1-3を参照。

輸入物価の下落は、交易条件（＝輸出物価／輸入物価）の改善（上昇）につながる。このことは、より少ない輸入代金でこれまでと同じ量を輸入することができるようになるため、海外から国内への所得の流入（交易利得）が生じることを意味する。逆に、輸入物価が上昇すれば、交易条件の悪化（低下）によって、国内から海外への所得の流出（交易損失）が発生する。

2018年後半から始まった交易条件の改善は、2019年7－9月期以降において、我が国に交易利得をもたらした。特に、感染症の影響により経済が強く下押しされた2020年4－6月期の交易利得は大きく増加している。ここで、交易利得の変化を、「為替要因」と「その他価格要因」に分解すると、「その他価格要因」が近年の交易利得の動きを決めていることが分かる。「その他価格要因」には、契約通貨ベースの輸入価格や輸出品の国内生産コストの影響が含まれるが、主要な部分は前者のうち特に原油等の資源価格の変動である。2020年の我が国経済は、感染症の影響により一国全体の所得減は生じているものの、同時期に発生した原油価格の急落により、海外への所得の流出（交易損失の発生）は免れていたことが分かる（第1－1－17図（2））。

●製造業の生産は、輸出急落に伴い大幅に減少した後、在庫調整の進展から持ち直し

製造業の利益動向には2018年後半から弱さがみられていたが、こうした弱さは生産活動と整合的である。鉱工業生産は、2018年後半以降、世界経済の減速が進むなかで、緩やかな減少傾向をみせており、2020年3月から5月にかけては感染症の影響により急落した。具体的には、感染防止のために国内の経済活動が抑制されたことに加え、我が国の主要貿易相手国である欧米諸国において、3月以降、ロックダウン等の強力な経済活動抑制策が実施されたこともあり、こうした国・地域向けへの輸出が大幅に減少したこと等が要因である。生産の減少は、自動車等の輸送機械や主として設備投資に向けられる生産用機械等においてみられた。ただし、5月以降、欧米主要国では経済活動の再開が順次進み、こうした国・地域への輸出も6月から増加に転じたこともあり、生産は増加に転じている（第1－1－18図（1）、（2））。

今回の生産動向をリーマンショック時と比べると、輸送機械は、リーマンショック時を若干上回るペースで減少したが、回復のペースも速くなっている。生産用機械は、リーマンショック時ほどの減少には至っていないものの、感染症の影響が長引けば、海外における設備投資が下押しされるため、底打ちが遠のくおそれがある。電子部品・デバイスは、リーマンショック時と様相が大きく異なっており、底堅さをみせている。その背景には、いち早く感染症の影響から脱した中国向けの輸出が多いこと、また、世界的には5G対応やデータセンター向けの半導体需要の高まりがある（第1－1－18図（3））。

生産全体としては、6月以降持ち直しの動きがみられるようになったところだが、在庫循環図を確認すると、2018年10－12月期（第16循環の景気の山（暫定））以降、我が国の製造業は調整局面に入っていたが、2020年4－6月期には在庫が減少に転じている。循環パターンに照らせば、今後は、出荷が増加に転じることになり、次の拡張局面に入ることが期待される（第1－1－19図）。

第1-1-18図 製造業の生産の動向

製造業の生産は、輸出が急減するなかで大幅に減少、輸送機械の落ち込みが大きい

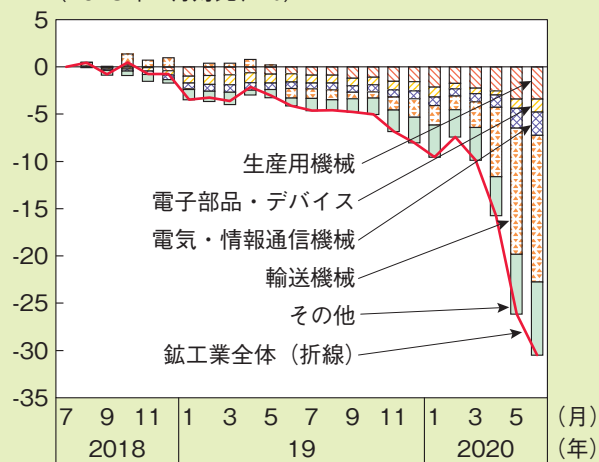
(1) 生産の動向

(2015年=100)



(2) 輸出向け出荷の業種別累積寄与度

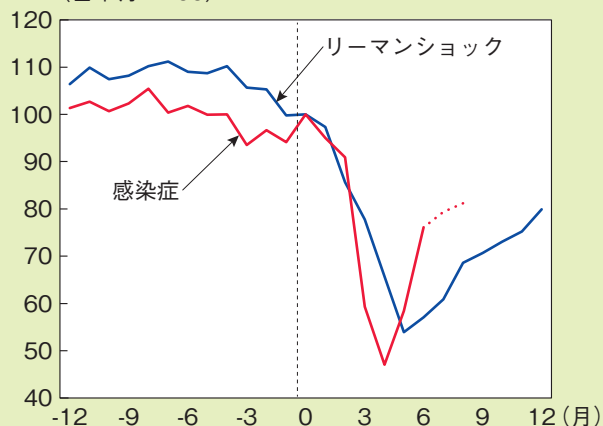
(2018年7月対比、%)



(3) 業種別の生産の動向（リーマンショック時との比較）

輸送機械

(基準月=100)



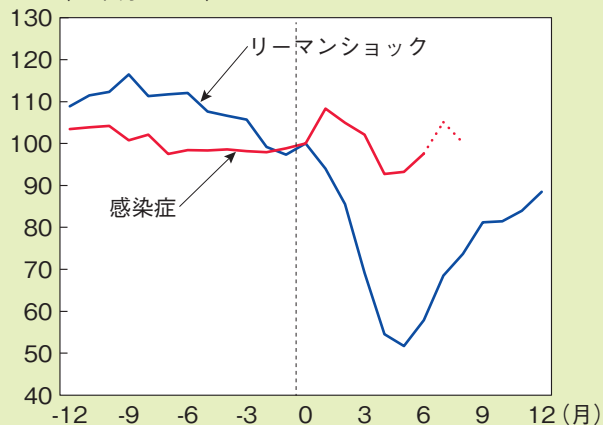
生産用機械

(基準月=100)



電子部品・デバイス

(基準月=100)

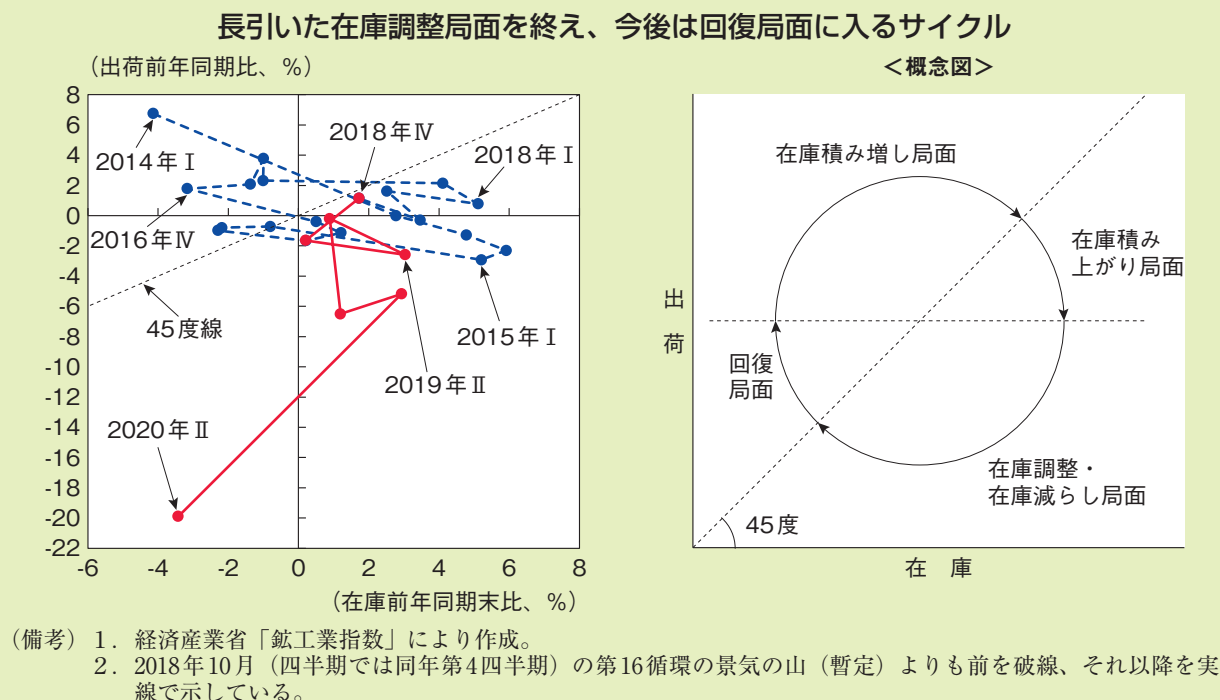


(備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」、「鉱工業出荷内訳表」により作成。

2. (2) は、後方3ヶ月移動平均。

3. (3) の基準月は、リーマンショック：2008年9月、感染症：2020年1月。点線は、予測調査。

第1-1-19図 製造業の在庫循環



続いて、非製造業の動きについて検証するが、全産業活動指数によって製造業（鉱工業）も含めた生産の全体像を確認すると、今回の局面は、製造業よりも非製造業（第3次産業）の落ち込みが大きい。リーマンショックの際には、製造業のマイナス寄与が大きかったことと対照的である。また、全産業の減少ペースも、リーマンショック時よりも急速かつ大幅となっている（第1-1-20図（1））。

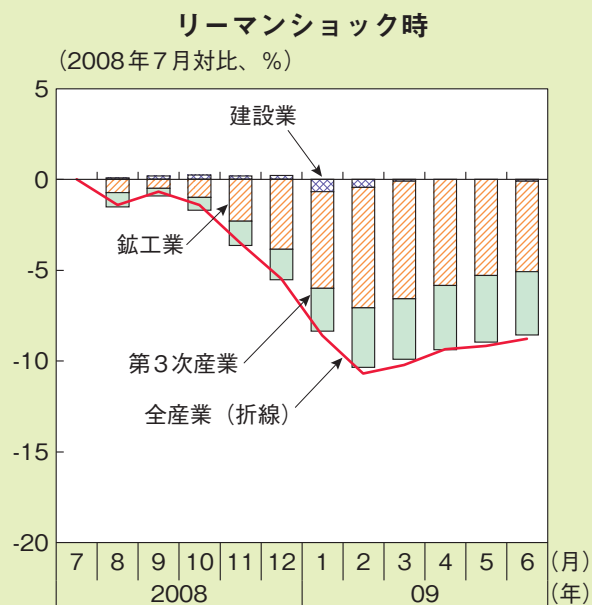
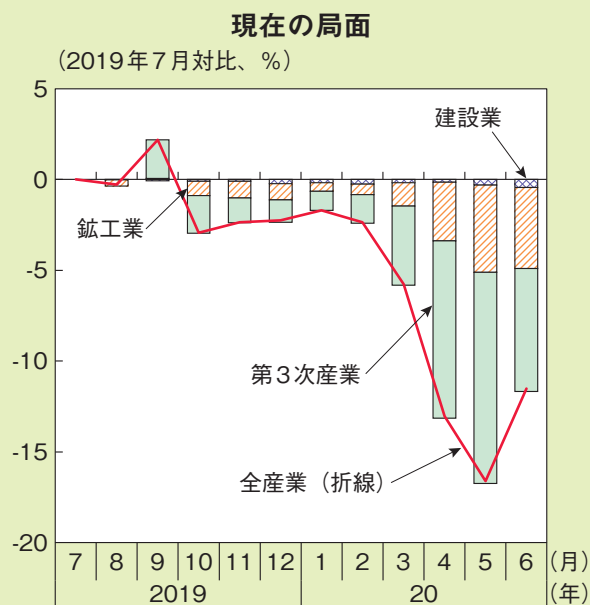
非製造業の業種別に活動指数の動きをみると、対人サービスである「宿泊業、飲食サービス業」、「生活関連サービス業、娯楽業」が、緊急事態宣言下の外出自粛の影響により2020年3月から5月にかけて大きく低下しているほか、「運輸業、郵便業」、「卸売業、小売業」など、「情報通信業」を除く多くの業種で弱い動きとなっている（第1-1-20図（2））。

こうした非製造業の活動指数の低下について、「労働投入」（マンアワーベース）要因と「労働生産性」要因に分解すると、2020年3月から5月までの期間を均してみれば、多くの業種において、労働投入の減少以上に、労働生産性の低下寄与が大きい。ここでの労働生産性は労働1単位当たりの生産量を意味するが、非製造業のうち、サービスは生産と需要が同時発生するため、短期的には需要減（売上減）が労働生産性の低下として観察される。このため、労働生産性要因は近似的に需要減要因とみなすことができるため、企業側の休業や営業時間の短縮だけでなく、客足が遠のいたことにも影響される。「運輸業、郵便業」、「卸売業、小売業」では、労働や資本をある程度保有しながら売上の減少が生じたことから、労働生産性要因が大きい。他方、「宿泊業、飲食サービス業」、「生活関連サービス業、娯楽業」では、売上の減少に対してある程度の労働が削減されたことから、両者の寄与に違いが生じたのではないかと考えられる（第1-1-20図（3））。

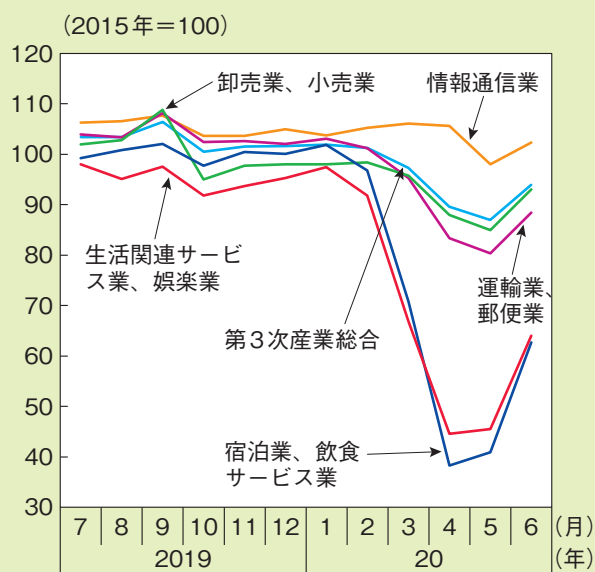
第1-1-20図 非製造業の生産の動向

リーマンショック時と異なり、今回は非製造業の生産低下が顕著

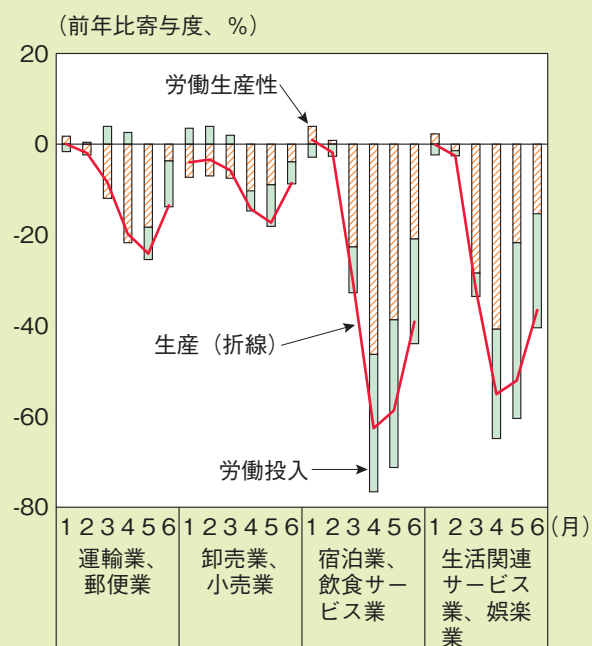
(1) 全産業活動指数



(2) 第3次産業活動指数



(3) 第3次産業活動の業種別の寄与度分解 (2020年)

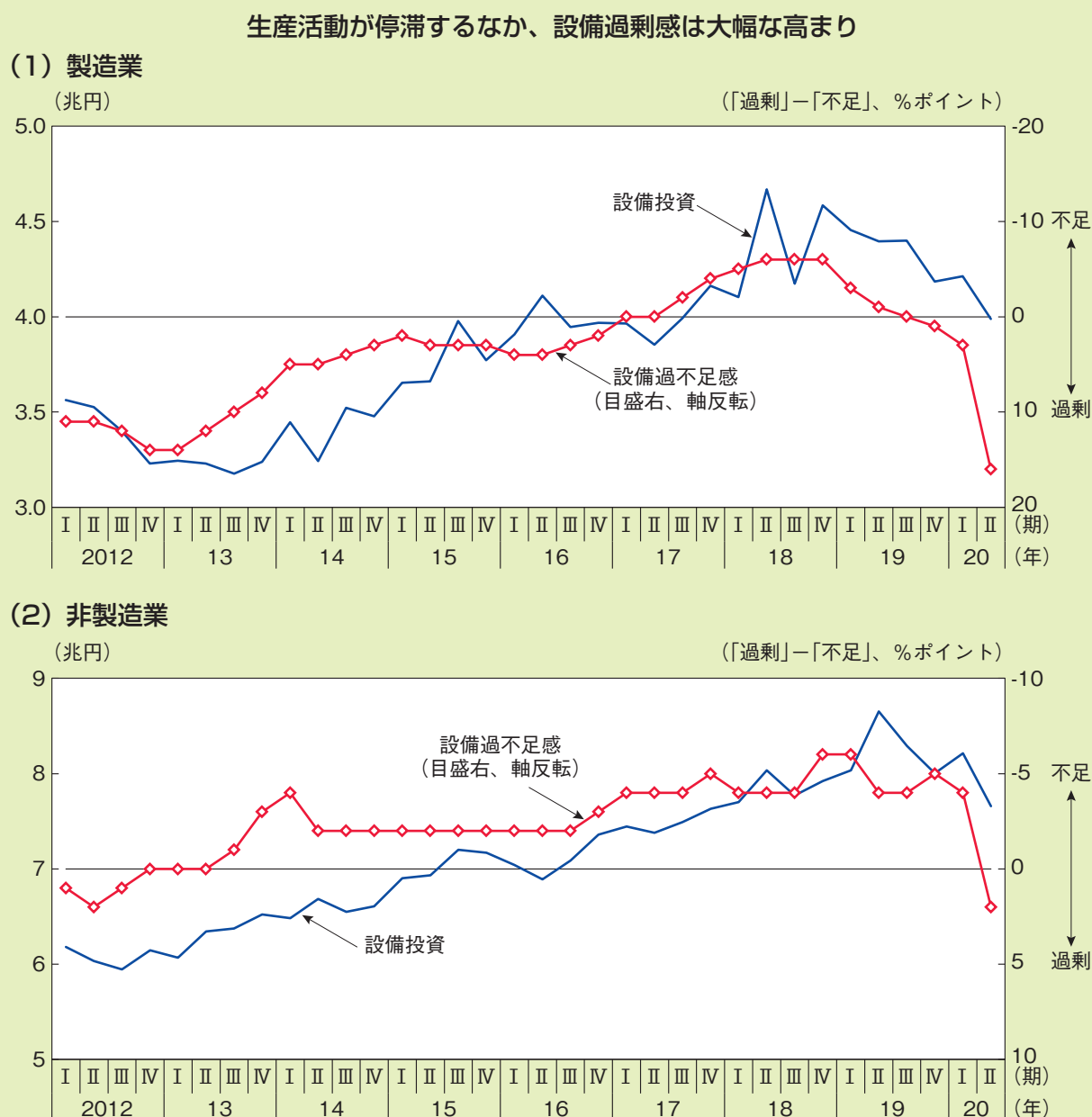


- (備考) 1. 総務省「労働力調査」、経済産業省「全産業活動指数」、「第3次産業活動指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. (3)の労働生産性は、第3次産業活動指数を労働投入で除したものの、労働投入はマンパワーベース。

●今後の設備投資の下振れには注意が必要

以上のとおり、企業の収益環境は厳しい状況にあり、生産は持ち直しの動きがみられるものの、その水準は低く、設備投資にはマイナスの環境である。景気拡張局面が始まった2012年10－12月期以降を振り返ると、製造業の設備投資は、設備過不足感の改善にやや遅行しながら、趨勢的に増加してきた。しかし、2018年後半以降は、企業収益が弱含むなかで、設備過不足感の不足超が低下し、設備投資にも増勢がみられなくなった（第1－1－21図（1））。一方、製造業よりも労働集約的な非製造業の設備投資は、人口減少下で人手不足が顕在化するなか、2013年7－9月期には設備過不足感が不足超へと転じ、その状態が2020年1－3月期まで続いた下で、増加基調が続いた（第1－1－21図（2））。

第1－1－21図 設備投資と設備過不足感の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
2. 設備投資は季節調整値（ソフトウェア投資を含む）。

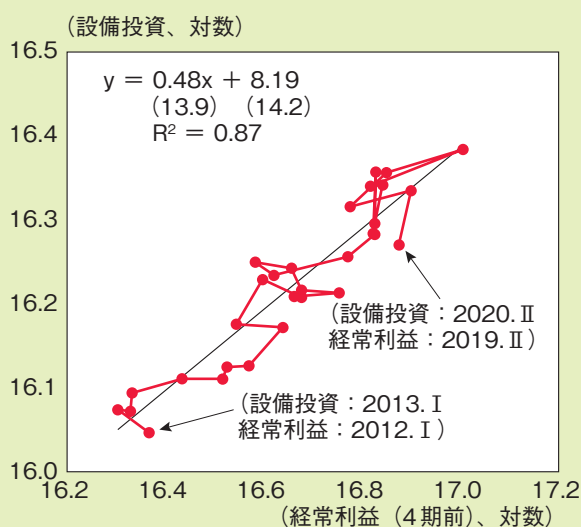
こうした非製造業の設備過不足感における不足超も、2020年4－6月期には、感染症の影響により、製造業とともに急激に変化し、過剰超へと転じた。設備過不足感の設備投資に対する先行性を考慮すると、今後、設備投資の下振れには注意が必要である。

設備投資の先行性を探るために、主たる決定要因となる企業収益（経常利益）や設備稼働率との関係を見ると、当期の経常利益水準は4四半期後の全産業の設備投資水準と、当期の設備稼働率水準は3四半期後の設備投資水準と、それぞれ相関が高い（第1－1－22図（1）、（2））。これらを踏まえると、2020年前半に生じた感染症の影響による企業収益や設備稼働率の低下は、その後1年間程度は投資を下押しする可能性がある。

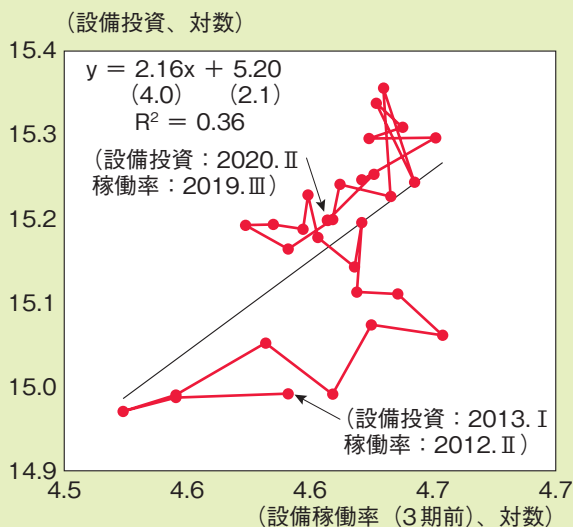
第1－1－22図 設備投資の展望

資本ストックの調整は、1年程度続く可能性

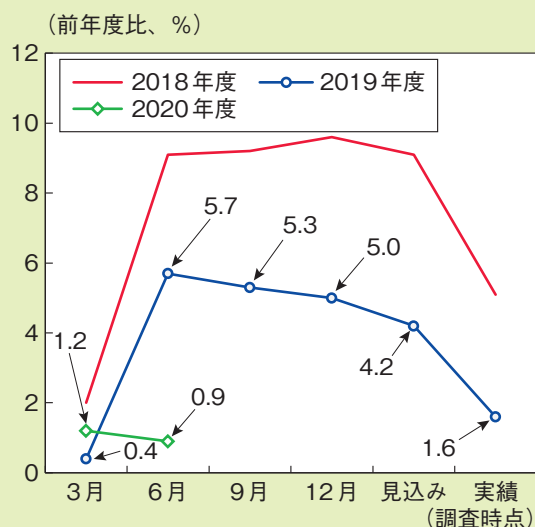
（1）設備投資と経常利益の相関（全産業）



（2）設備投資と設備稼働率の相関（製造業）



（3）日銀短観の設備投資計画（修正パターン）



（4）日銀短観のソフトウェア投資計画の推移



（備考）1. 財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。

2. 設備投資と経常利益、設備稼働率は、それぞれ時差相関が最も高いラグを選んだ。（）内はt値。

また、日本銀行の短観（2020年6月調査）における設備投資計画では、全産業は前年度比で増加が見込まれているものの、修正パターンを踏まえると低い結果となる可能性が高い。ただし、ソフトウェア投資の計画は全体よりも高い伸び率となっている。企業においても、感染症の影響により加速が求められているデジタル化の推進や非対面型ビジネスモデルへの転換、あるいはリモート型の働き方の拡がりへの対応が課題となっており、ソフトウェア投資や研究開発投資をさらに増加させる誘因となり得る（第1-1-22図（3））。

4 対外経済関係の動向

国内の家計部門と企業部門の動向に続き、対外的な経済関係を点検する。財貿易については、感染症の影響により輸出は急減した一方、輸入がそれほどまでに減少しなかった背景を探る。次に、感染症の影響によりかつてないほどに落ち込んだサービス貿易の現状について確認する。最後に、今後の対外直接投資やサプライチェーンの再編成の議論の前提として、我が国の現状について点検する。

●財輸出は急速に減少したものの、感染症下特有の需要増もあり財輸入は底堅い動き

2018年後半以降に激化した米中貿易摩擦の影響もあり、財輸出は、アジア向けを中心に弱含みで推移していた（第1-1-23図（1））。こうした流れの下、最初に感染拡大が起こった中国における経済活動の停止により、輸出は減少した（第1-1-23図（2））。中国経済は3月には持ち直しを始めたものの、同時期に感染症の拡大が生じた欧米主要国向けの輸出が減少を始め、4、5月は急減することとなった。しかしながら、6月に入り、各国の製造業PMIでも確認できるとおり、経済活動の再開が進み、財輸出は持ち直しの動きがみられている（第1-1-23図（3））。

品目別にみると、自動車関連財が大きく減少したが、各国での経済活動再開に伴って自動車販売が回復するにつれ、増加に転じた（第1-1-23図（4）、（5））。また、情報関連財は、年初来軟調な動きとなっているものの、先行きの堅調な見通しもある中、他の財に比べると落ち着いた動きで推移している（第1-1-23図（4）、（6））。

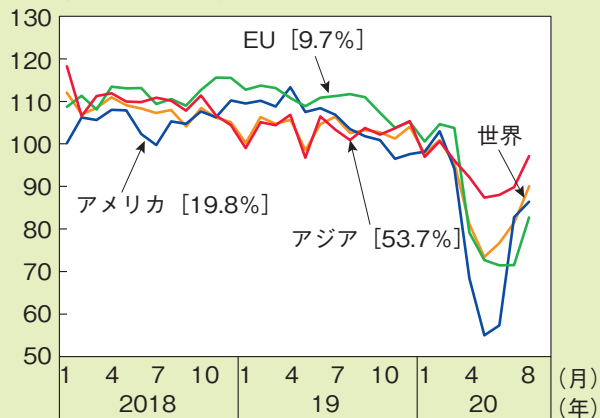
財輸入は、2月に感染が拡大した中国において生産活動が停止した影響により一時的に急減したが、その後は、同国の生産再開に伴って急速に増加するという動きがみられた（第1-1-24図（1）、（2））。輸入について品目別にみると、3、4月は、繊維製品、化学製品、電気機器が増加に寄与している。繊維製品はマスクやその材料となる不織布が、化学製品は感染予防のために用いられる防護服やフェイスガード等に用いられる有機化合物が、電気機器はテレワーク下で需要が高まったパソコンが、それぞれ押し上げており、感染症下特有の需要増によるものと考えられる。特に、繊維製品は輸入浸透度が高く、国内での需要増が直接輸入増に結び付きやすいという点も寄与したと考えられる（第1-1-24図（3）、（4））。

第1-1-23図 財輸出の動向

輸出は急減も、海外の経済活動再開に伴い、持ち直し

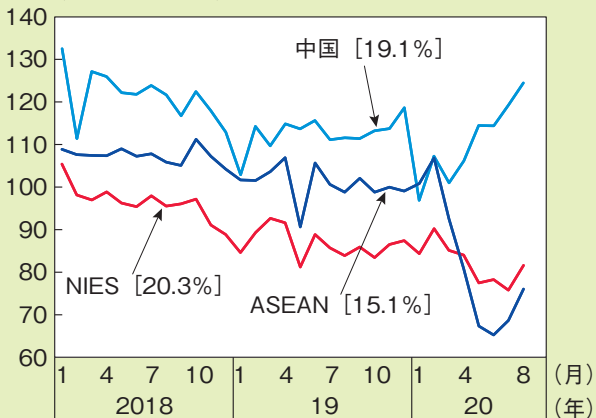
(1) 地域別

(2015年=100)



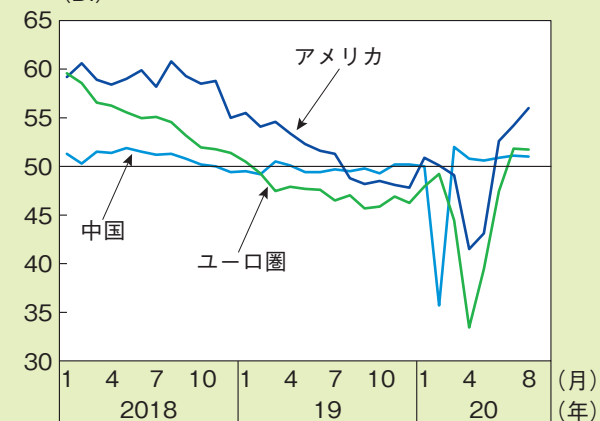
(2) アジアの内訳

(2015年=100)



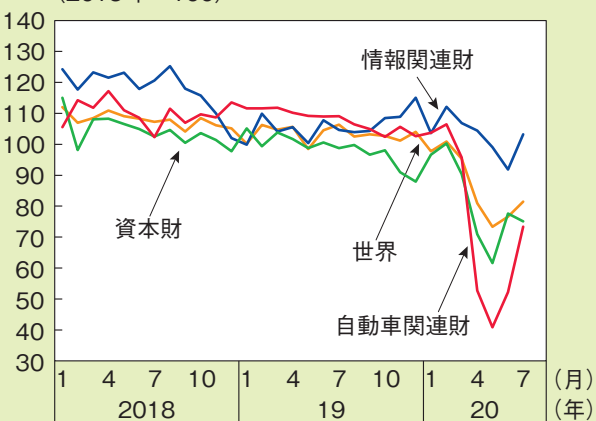
(3) 各国の製造業PMI

(DI)



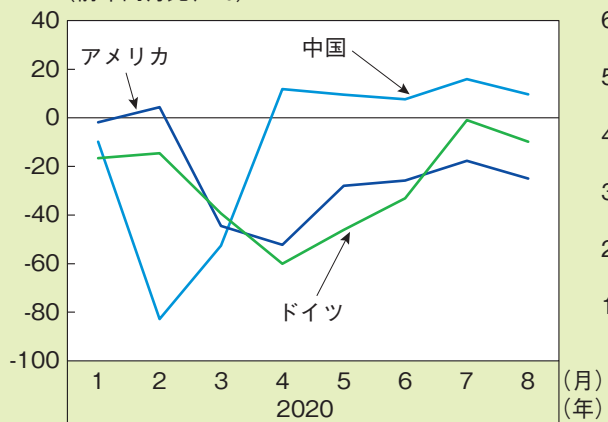
(4) 主要財別

(2015年=100)



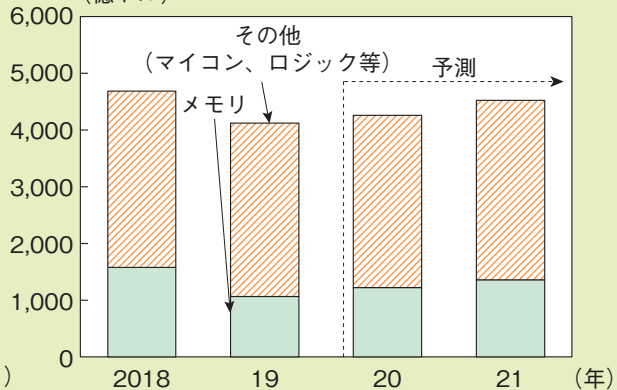
(5) 主要国における日本車販売台数

(前年同月比、%)



(6) 世界の半導体出荷見通し

(億ドル)

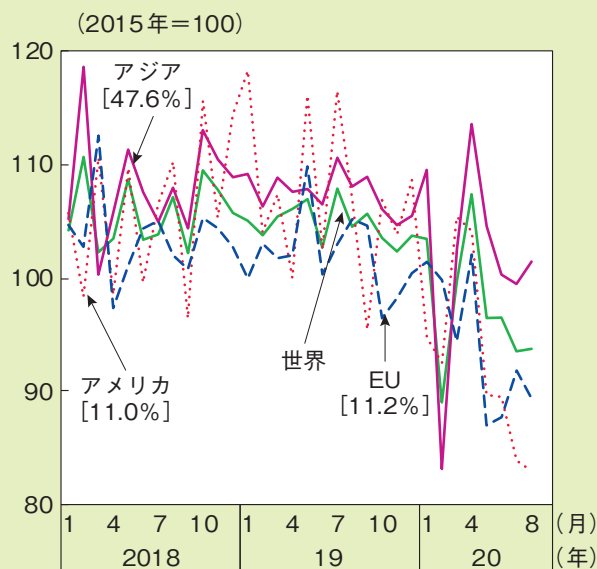


- (備考) 1. 財務省「貿易統計」、中国国家统计局、Institute for Supply Management、Markit、WSTS「2020年春季半導体市場予測」、MARKLINESにより作成。
2. (1)、(2) 及び (4) 図は内閣府による季節調整値。
3. (1)、(2) 図の [] 内の値は、2019年の金額シェア。

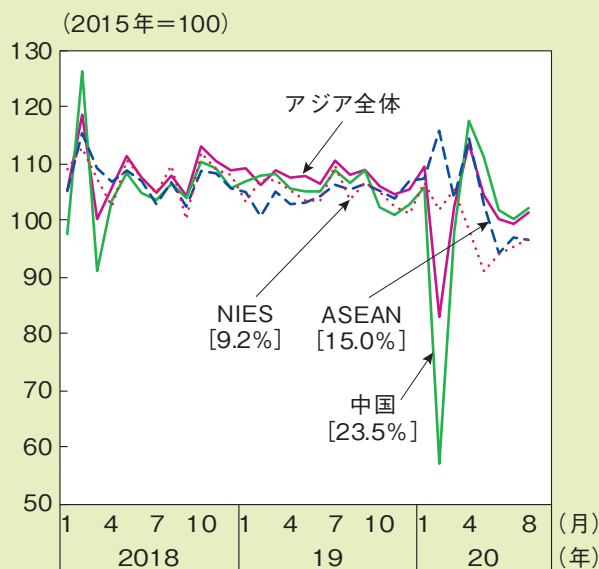
第1-1-24図 財輸入の推移

輸入は、今回の危機下で需要の強い財の輸入浸透度が高いこともあり、輸出ほど減少せず

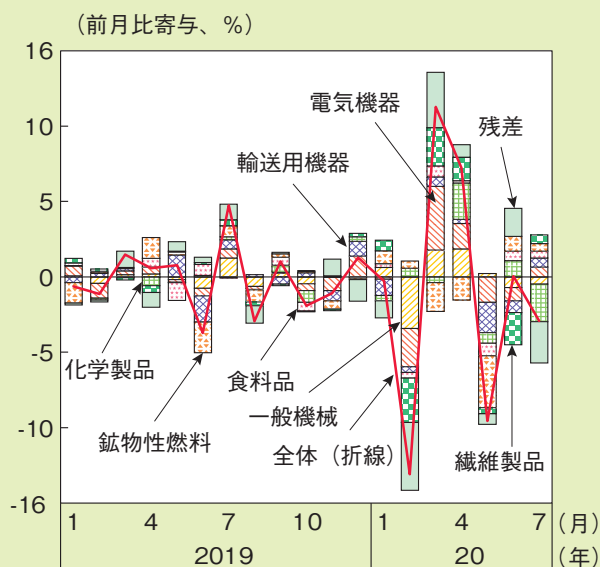
(1) 地域別



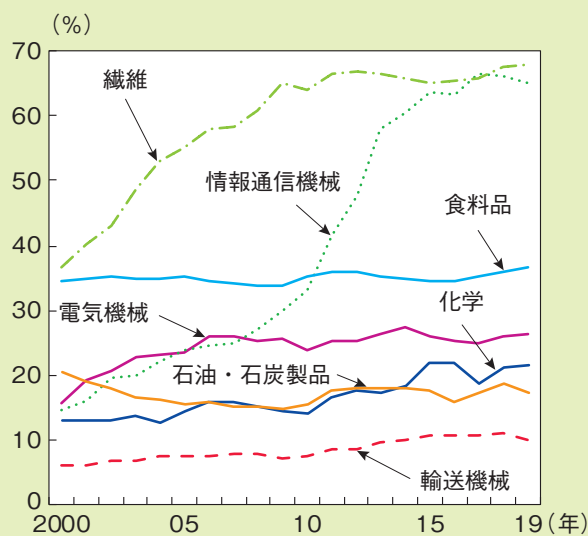
(2) アジアの内訳



(3) 財別（前月比寄与度）



(4) 財別の輸入浸透度



(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。

2. (1)～(3)図は、内閣府による季節調整値。

3. (1)～(2)図の[]内の値は、我が国の輸入に占める各国・地域のシェア。

4. 輸入浸透度について、経済産業省「鉱工業総供給表」により、 $\text{輸入浸透度} = (\text{輸入} \times \text{輸入ウェイト}) / (\text{総供給} \times \text{総供給ウェイト})$ として計算。ただし、食料品については、社団法人食料需給研究センター「食品生産流通統計」、財務省「貿易統計」により、 $(\text{輸入数量指数} \times \text{ウェイト}) / (\text{輸入数量指数} \times \text{ウェイト} + \text{食品製造業生産指数} \times \text{ウェイト})$ として計算した。ウェイトは、内閣府「国民経済計算」により算出。

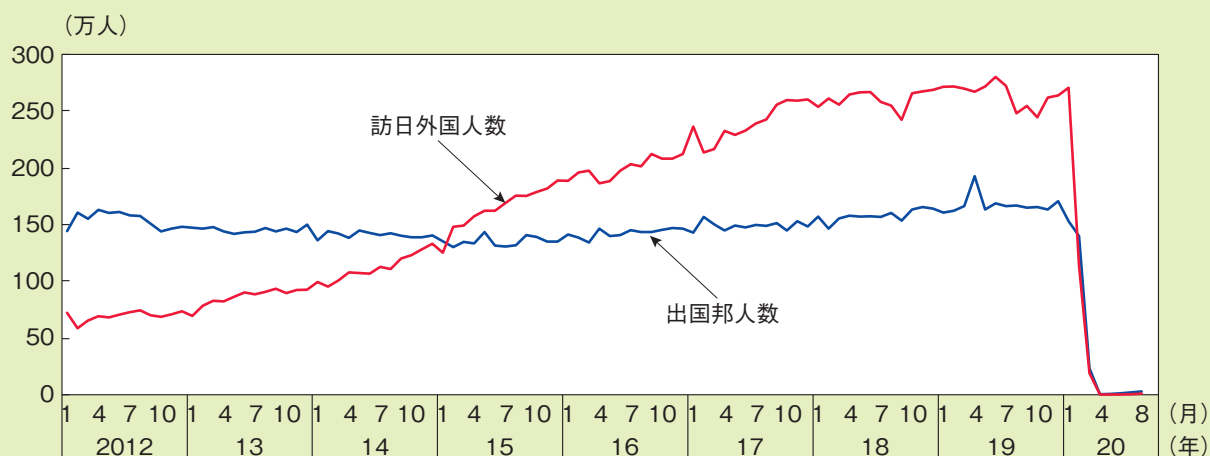
●国境を越えた人の移動はなくなり、インバウンド需要は消失

次にサービスの貿易に密接に関係する訪日外国人数と出国邦人数の動きを確認しよう。いずれについても、感染症の拡大防止のために、各国政府が入国制限と渡航自粛勧告等を行った影響により、2020年1－3月期から急速に減少し、4－6月期にはゼロ近傍の水準で推移している。これにより、サービス輸出についてみれば、四半期あたり1.3兆円程度存在したインバウンド需要が4－6月期にはほぼ消失することとなった。この結果、2020年1－3月期及び4－6月期における輸出の前期比を財とサービスに分解すると、サービス輸出の減少が大きくマイナスに寄与することとなった。特に、1－3月期については、財輸出のマイナス寄与よりもサービス輸出のマイナス寄与が大きくなっている。また、出国邦人数の減少は、同様に、輸入に対してマイナス寄与となっている。2020年4－6月期は、財輸入はプラスの寄与だったが、サービス輸入のマイナス寄与がこれを上回ったため、輸入全体としてマイナスとなっている（第1－1－25図）。

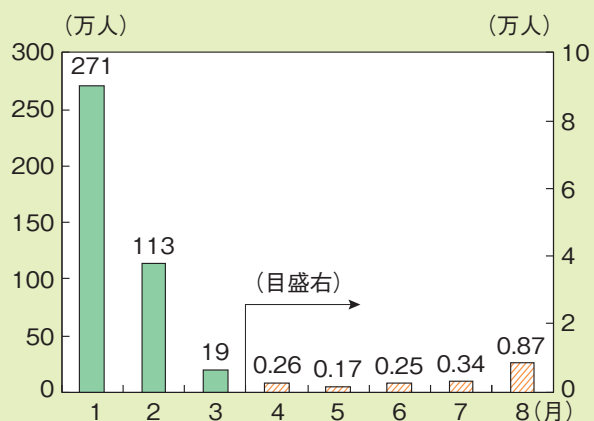
第1－1－25図 サービス輸出の動向

国境を越えた人の移動はなくなり、サービスの輸出入は急減

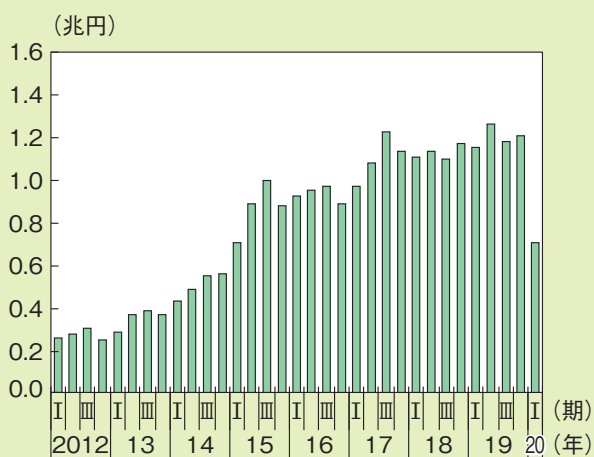
(1) 訪日外国人数と出国邦人数の推移（2012年以降）



(2) 2020年の訪日外国人数の推移

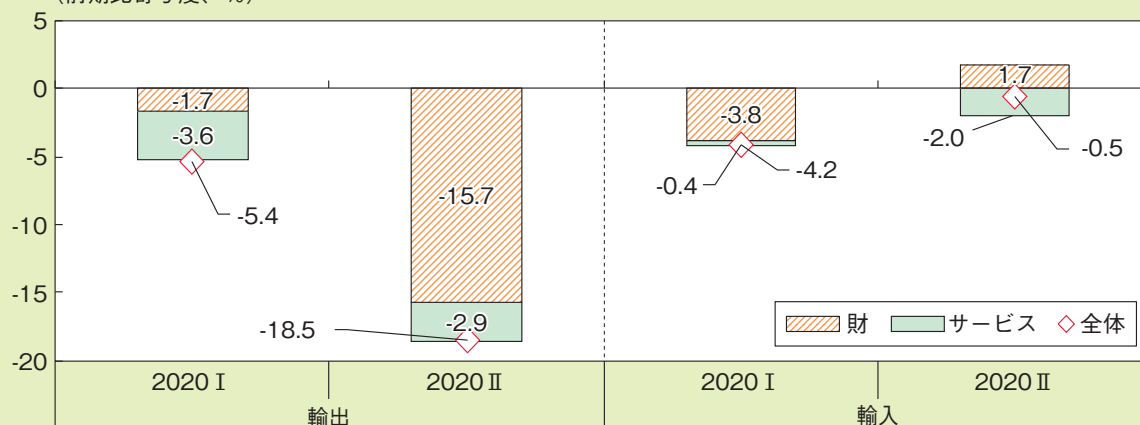


(3) 訪日外国人による旅行消費額



(4) 輸出入の財・サービス別寄与度分解

(前期比寄与度、%)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本政府観光局 (JNTO)「訪日外客統計」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」により作成。
2. (1)、(2)は内閣府による季節調整値。

● 対外直接投資とサプライチェーンの見直しは我が国にとって重要な課題

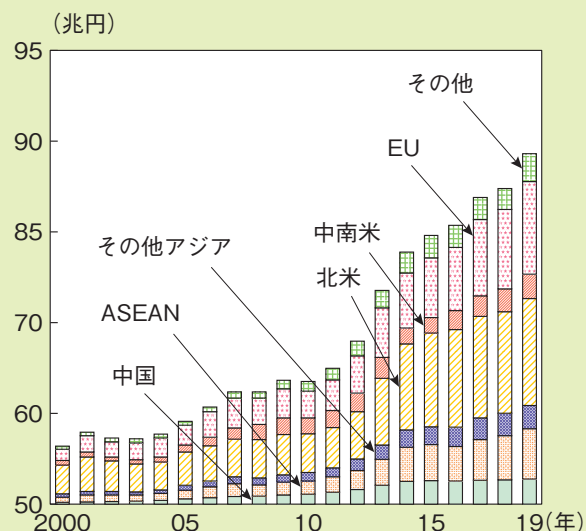
感染症拡大による世界的な経済活動の停滞は、財・サービス貿易のみならず、これまで我が国企業が進めてきた対外直接投資の方向性やグローバルなサプライチェーンの在り方にも影響を及ぼし得る。投資行動の変化は時間をかけて表面化してくると思われるが、この段階で、対外直接投資や業種別の海外生産比率等の現状を確認しておきたい。

我が国の対外直接投資残高は、2010年代を通じて増加してきた。地域別にみると、北米の残高が最も大きい。近年ではアジア向けが増加しており、さらには中南米向けも増加している (第1-1-26図 (1))。直接投資の収益率をみると、2000年代前半からアジアの収益率は北米やEUなどの先進国を上回って推移しており、中南米の収益率も2015年以降上昇している (第1-1-26図 (2))。過去においても増勢は確認できるが、リーマンショック後には、投資収益率が低下し、対外直接投資残高の増勢にも足踏みがみられた。2020年1-3月期までのデータでは、直接投資の増勢に陰りはみられておらず、投資収益率も、アジアでは振れが大きいものの、目立った低下は確認できないが、今回の感染症拡大による世界規模での経済停滞は、リーマンショック以上に対外直接投資の増勢を鈍化させる可能性が示唆される (第1-1-26図 (3)、(4))。

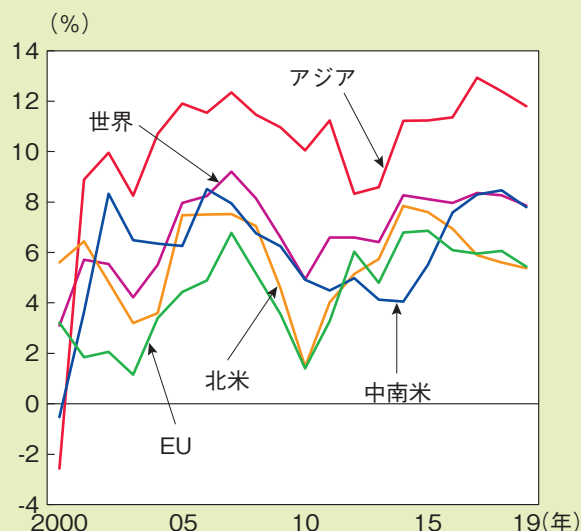
第1-1-26図 対外直接投資と収益率

直接投資は、収益率の高いアジア向けを中心に増加

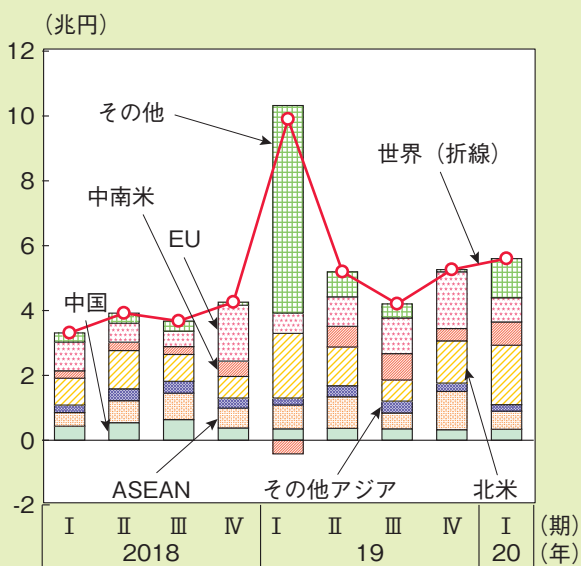
(1) 地域別対外直接投資残高



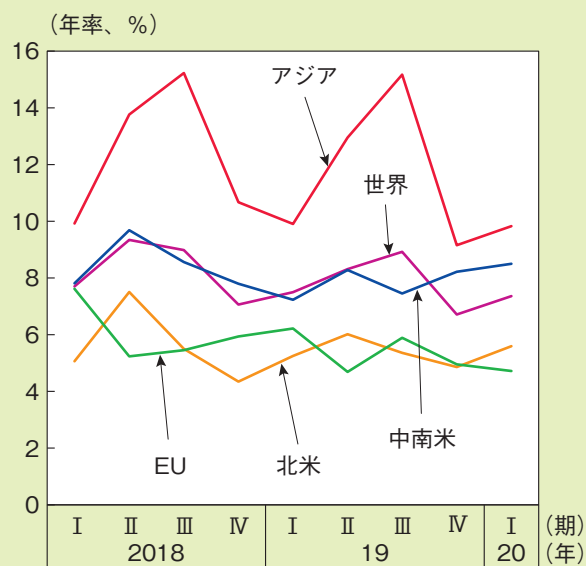
(2) 地域別対外直接投資収益率



(3) 足下の地域別対外直接投資



(4) 最近の地域別対外直接投資収益率



- (備考) 1. 財務省・日本銀行「国際収支統計」、日本銀行「直接投資残高」、「直接投資・証券投資等残高地域別統計」により作成。
2. 対外直接投資残高と対外直接投資は、関連会社から親会社への投資を、親会社による投資の回収として計上（親子関係原則）された値。
3. 直接投資収益率 = (当年（四半期）直接投資収益（受取）) ÷ ((前年末直接投資残高 + 当年末直接投資残高) ÷ 2) × 100
- ただし、2020年第1四半期の値は、
(2020年第1四半期直接投資収益（受取）) ÷ (2019年末直接投資残高) × 100により計算。
4. EUについては、(1)、(2)はすべて28か国ベース（含む英国）、(3)、(4)は、2020年1月まで28か国ベース（含む英国）、同年2月以降は27か国ベース（除く英国）。
5. (3)の2019年第1四半期で「その他」が大きく増加しているが、これは特定の国に対して大型の投資が行われたことによる一時的な要因とみられる。

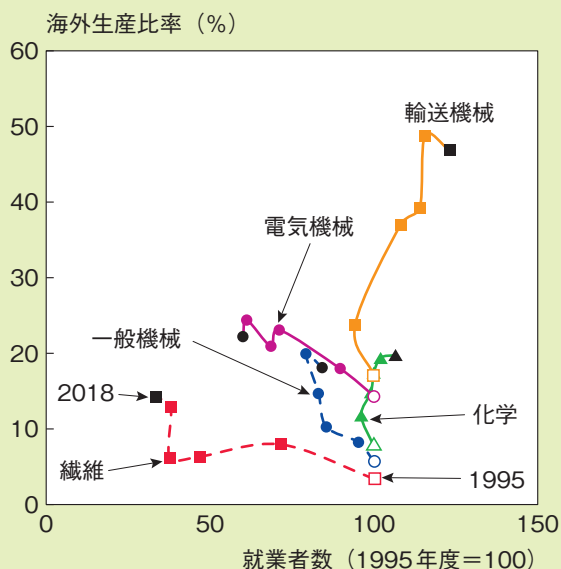
これまでの対外直接投資の結果、我が国企業の海外生産比率は多くの業種で高まっている。他方、今回の感染症の経験からは、海外からの調達が困難になった場合に備えて、特に緊要性の高い物資については、国内での生産能力の保持が重要ということが指摘される。では、海外生産比率の上昇と国内での生産能力の増強とは相反する関係にあるのか。こうした観点から、業種ごとに海外生産比率と国内の就業者数、生産、労働生産性の関係について確認しよう。まず、産業別就業者数については、輸送機械や化学では幾分増加しているが、その他業種では減少している。ただし、この減少の多くは1995年から2000年代にかけて生じており、2010年代に入ると、減少ペースは和らいでいる（第1-1-27図（1））。次に産業別GDPについては、海外生産比率が上昇するなかでも、繊維を除く業種では増加している。海外生産比率の上昇が必ずしも国内GDPを減少させてきたわけではない（第1-1-27図（2））。最後に労働生産性については、多くの業種で労働生産性は高まっているが、就業者数とGDPがともに減少した繊維では足踏みがみられる（第1-1-27図（3））。

以上をまとめると、製造業の多くの業種では、海外生産比率が高まる過程で、労働生産性を向上させることでGDPも増加させてきた。今回の感染症の流行下では、国内において縮小傾向がみられる繊維産業の生産財であるマスク等が不足するという問題が生じたが、国内での生産能力を増強しようとするれば、当該資源に生産要素を配分することが必要となり、生産性の低下から価格の上昇等のコストが発生するかもしれない。国内の様々な資源制約を考慮すれば、グローバル・サプライチェーンの存在・構築は、資源配分の最適化を国内外の広い範囲で行うことによって生産性を向上させる手段の一つであり、今後もその重要性は変わらない。ただし、その前提には、取引が安定的に行われることや最低限のニーズが満たされる必要があり、市場の失敗には公的な介入が必要となる。こうした点を勘案すると、危機に際して必須となる財の供給問題については、当該財の属性を踏まえた上で、国内の資源制約状況、輸入相手国との通商協定の内容、当該財に関する民間取引への公的な介入とリスクの関係といった面を考慮しつつ、国内における生産能力保持の可否を検討する必要がある。また、海外生産比率の評価についても、供給寸断リスクは、全体的な輸入比率の水準ではなく、特定国への依存度・集中度の高まりに起因するため、輸入構造を含めて評価することが必要である。

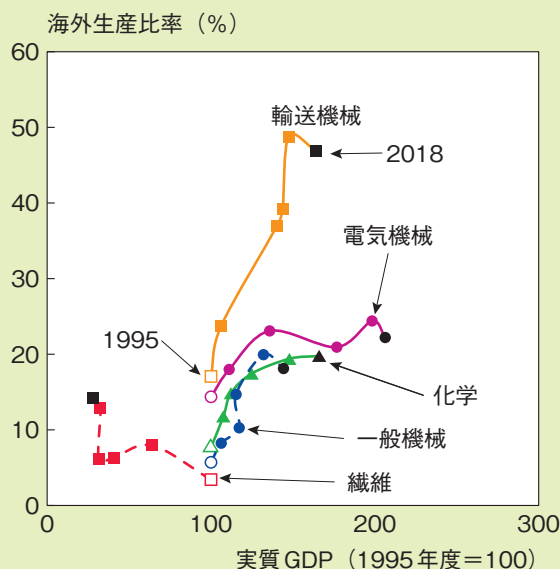
第1-1-27図 業種別の海外生産比率と国内の就業者数、生産、労働生産性

繊維業では、これまで海外生産比率の上昇とともに、国内の雇用や付加価値が減少

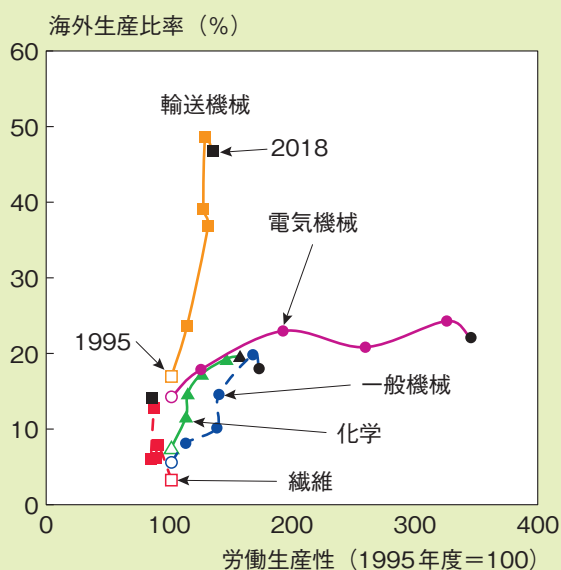
(1) 国内の就業者数



(2) 国内の生産



(3) 国内の労働生産性



- (備考) 1. 経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」により作成。
 2. 海外生産比率 = (現地法人売上高) ÷ (現地法人売上高 + 国内法人売上高) × 100
 3. 図中の点は、1995、2000、2005、2010、2015、2018年度の6時点の値を示している。白塗りは1995年度、黒塗りは2018年度の値。なお、業種別実質 GDP のみ暦年の値。
 4. 一般機械は、はん用、生産用、業務用機械の合計、電気機械は、情報通信機械（機器）を含む。

第2節 賃金物価の動向と財政金融政策

第1節では、専ら実質面、数量面から感染症の影響をみてきたが、本節では、賃金や物価といった価格面での動きをみていく。その後、政府と日本銀行による対応策の概要を紹介しつつ、財政金融面の動きについても概観する。

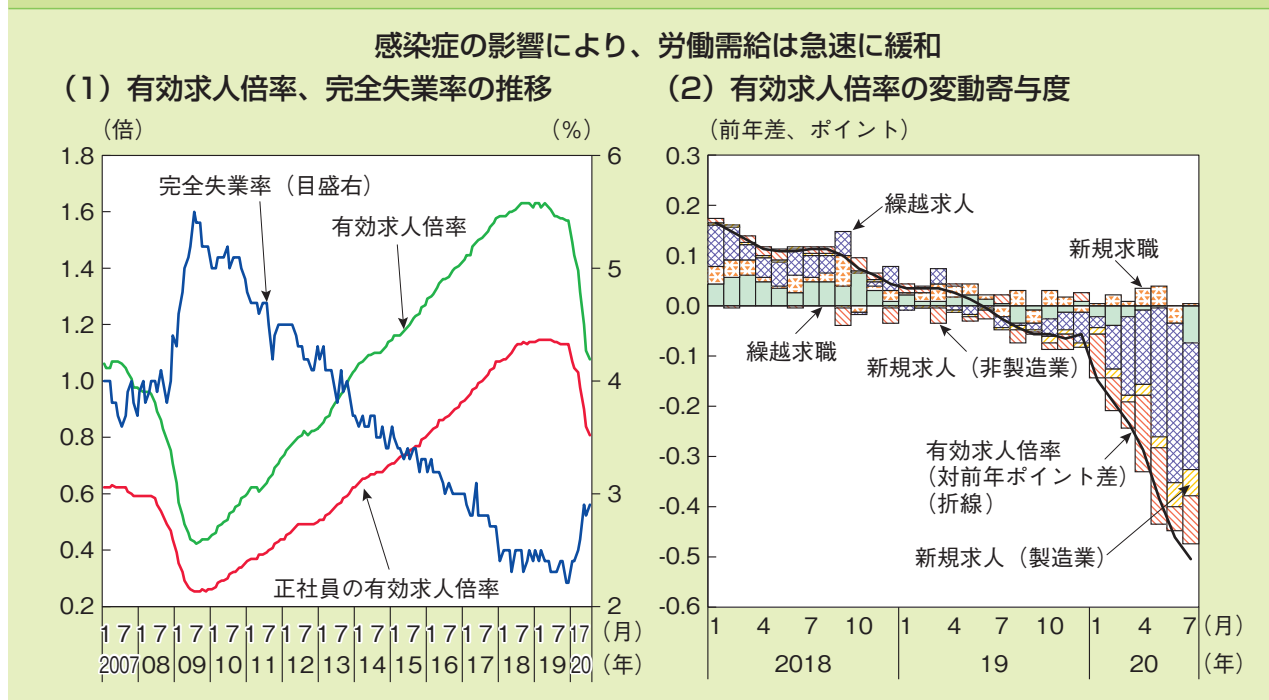
1 賃金の動向

●労働需給は緩和したが、企業の雇用保蔵と非労働力化の動きが失業率の上昇を抑制

賃金の動きは労働需給にも影響されることから、まずは雇用情勢を示す代表的な指標の動きからみていこう（第1-2-1図（1））。2020年に入り、有効求人倍率は大きく低下することになった。これには、本来的な労働需給の動きの中に、求人票の記載項目の変更という技術的な影響²⁷が含まれているが、こうした要因を除外しても、3月頃には感染症の影響によって求人数は大きく減少した。有効求人倍率の変動を有効求人数と有効求職者数に要因分解すると、低下に寄与しているのは専ら有効求人要因を構成する繰越求人と新規求人である。新規求人数は、製造業、非製造業ともにマイナス寄与が続いているが、6月に入り、非製造業の新規求人数のマイナス幅が縮小している（第1-2-1図（2））。

失業率についても、長期に渡る低下傾向が終了し、このところ上昇へと転じている。需要変動の大きさに対して悪化の程度は相当抑制されているものの、失業率は需給指標（GDPギャップ）に遅れて悪化する傾向があり、今後の動きに注意する必要がある（第1-2-1図（3））。

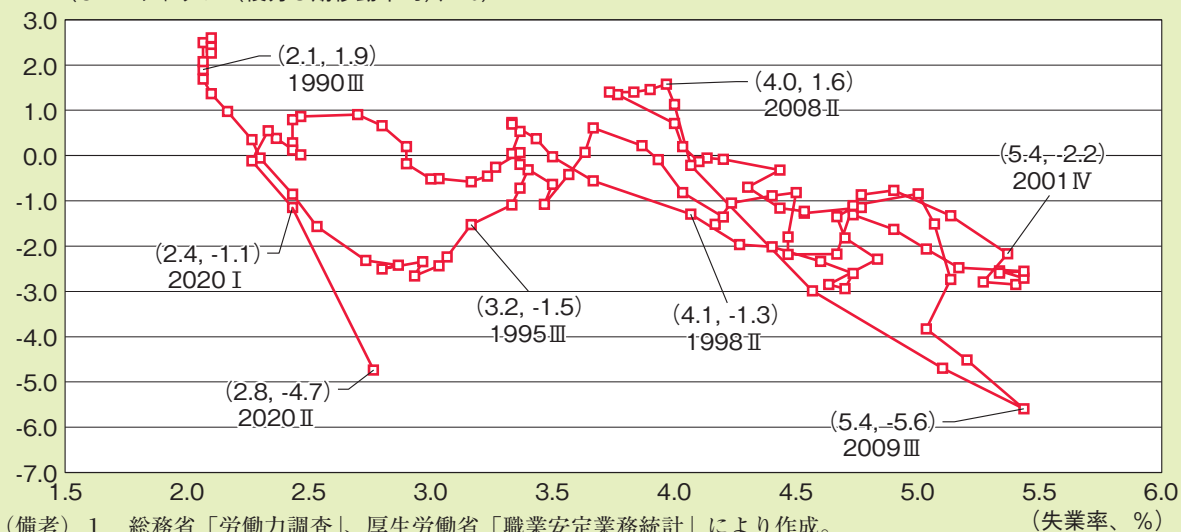
第1-2-1図 有効求人倍率、完全失業率



注 (27) 2020年1月に、ハローワークインターネットサービスの機能充実に併せて、求人票の記載項目が拡充された結果、求人の更新の前倒し及びその反動減並びに求人の更新の差し控えにより、2020年1月以降、有効求人倍率の前年比がマイナス方向に押し下げられる影響が生じていることに留意が必要。

(3) GDPギャップと失業率の関係

(GDPギャップ (後方3期移動平均)、%)



- (備考) 1. 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」により作成。
 2. (1) は季節調整値、(2) は原数値。(3) の失業率は季節調整値。
 3. (2) の要因分解は以下のとおり。

$$\text{有効求人倍率} = \text{Oe} / \text{Ae} = (\text{Ob} + \text{On}) / (\text{Ab} + \text{An})$$
 より

$$\Delta (\text{Oe} / \text{Ae}) = 1 / \text{Ae} (\Delta \text{Ob} + \Delta \text{On}) - \text{Oe} / \text{Ae}^2 (\Delta \text{Ab} + \Delta \text{An})$$
 ただし、Oe: 有効求人、Ob: 前月から繰り越された有効求人、On: 新規求人
 Ae: 有効求職、Ab: 前月から繰り越された有効求職、An: 新規求職

需要が大きく減少しているにもかかわらず、これまでのところ失業者の増加が抑制されている背景には、多くの企業が短期的な需給調整を行わず、雇用を維持していることがある。企業による雇用維持の程度について、労働生産性の動きから活動に必要な雇用者数を推計すると、2020年4～6月期（期中平均）は、生産に対して製造業で200万人程度、非製造業で400万人程度の雇用者を追加的に抱えている様子がうかがえる（第1-2-2図（1））。こうした企業の雇用保蔵行動には合理的な根拠があり、例えば、今回の需要急減が一過性のものととどまり、以前の生産水準を回復するのであれば、その際に新たな雇用者を探すよりも既存雇用を維持する方が費用面で妥当と判断する場合がある。実際、生産年齢人口が減少する我が国においては、これだけの需要ショックが生じてでも有効求人倍率が1倍を超えており、企業が先行きの人手不足を見通して判断することには妥当性がある。

こうした企業の取組を支えることは社会的にも有益であり、雇用調整助成金による公的な雇用の下支えは重要となる。2008年から2009年のリーマンショック時には、雇用調整助成金の活用により失業の増加を約0.5～1.0%程度抑制したとの分析結果もあるが²⁸、今回は、従前の仕組みを大幅に緩和することで利便性を高め、支援額も拡充している（第1-2-2図（2））。その結果、休業者数は4月に652万人と大幅に増加したものの、大量解雇にはつながら

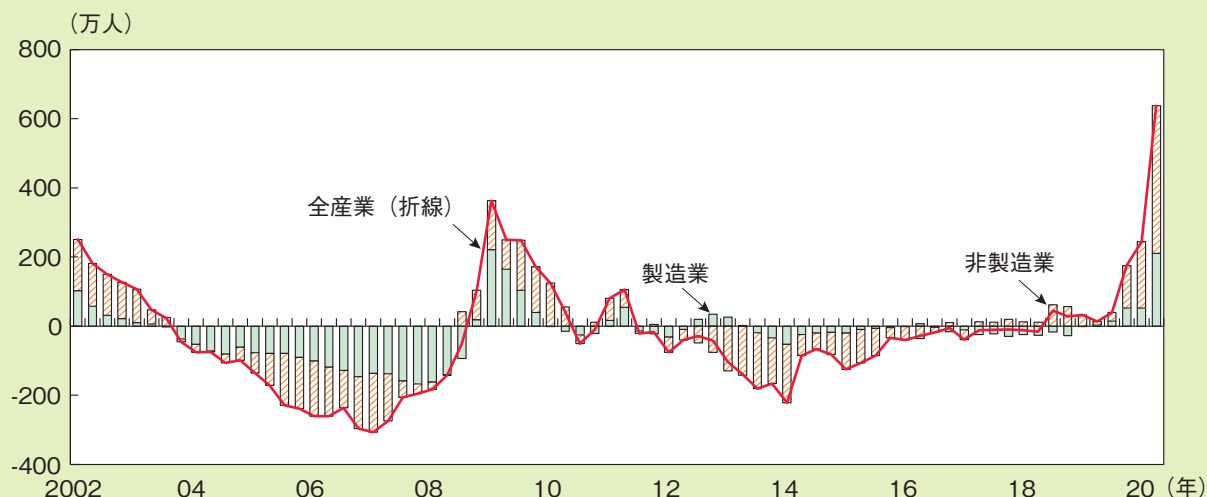
注 (28) 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2013）を参照。

ず、その後の経済活動の再開に合わせ、7月には207万人へと減少することとなった²⁹。このように、一旦休業した就業者の現場復帰は進んでいると思われるが、3月に比べれば7月の就業者数はなお84万人減少した状態にあるなど³⁰、需要水準は低いところにとどまっており、当面の間は、雇用に対する下支えが必要となっている。

第1-2-2図 雇用保蔵の推計

雇用保蔵は足下で急速に増加、リーマンショック時と異なり非製造業で増加が顕著

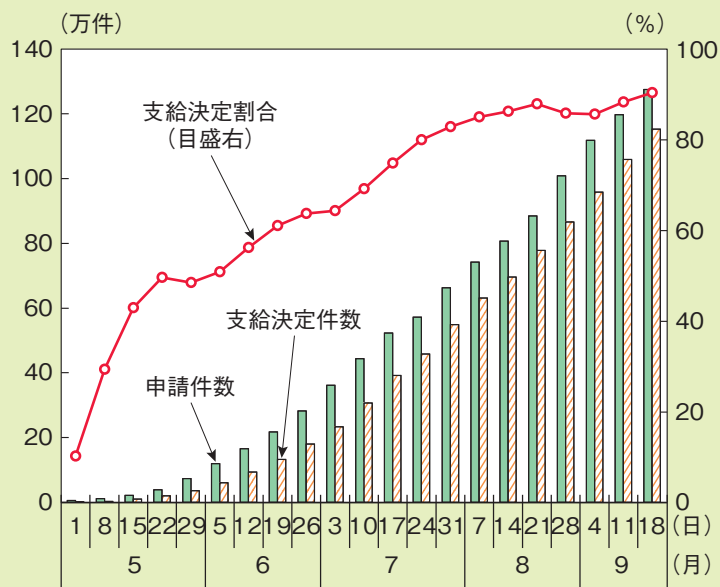
(1) 雇用保蔵



【推計結果】

	2020年第Ⅱ期の 雇用保蔵者数
全産業	640万人
製造業	212万人
非製造業	428万人

(2) 雇用調整助成金の支給状況（2020年）



- （備考）1. 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「国民経済計算」、厚生労働省ホームページにより作成。
2. 稼働率とタイムトレンドを説明変数として推計した労働生産性関数のうち、日銀短観の雇用人員判断DIがゼロであった2012年の稼働率を代入したものを適性労働生産性として雇用保蔵率を推計。全産業の稼働率は製造業のもので代用。非製造業の雇用保蔵者数は、全産業と製造業の差分。詳細は付注1-4参照。

注

(29) 休業者数は、内閣府による季節調整値。2020年3月200万人、4月652人、5月501万人、6月267万人、7月207万人。

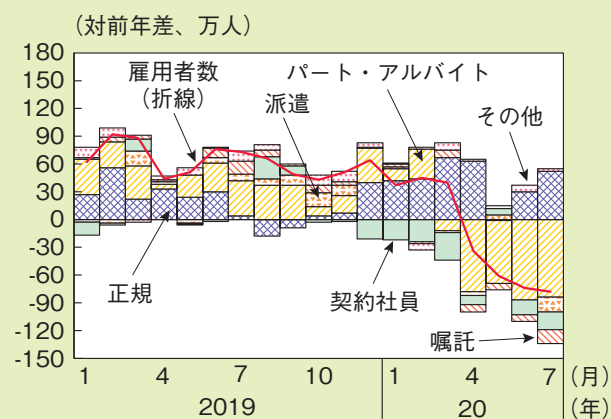
(30) 就業者数（季節調整値）は、2020年3月6,732万人、4月6,625万人、5月6,629万人、6月6,637万人、7月6,648万人。

また、労働需給に関連して生じている注目すべき動きは、就業者、特に雇用者の非労働力化である。2019年末以降、雇用法制の変更に向けた対応と思われる正規雇用化の動きが顕在化していたが、緊急事態宣言が発出された4月以降の経済活動の低下を受けて、多くの非正規雇用者が非労働力化した（第1-2-3図（1）、（2））。正規雇用者数は全体として前年を上回っているが、非正規雇用者は大幅に減少し、その過半をパート・アルバイト、64歳以下の女性が占めている。マクロ的にみると、経済変動と性別・年齢別労働参加率の関係には違いがあり、64歳以下の女性や男女合計の高齢者の労働参加率はGDPの増減に対して変化しやすい傾向がみられる（第1-2-3図（3））。

第1-2-3図 雇用者数の減少と非労働力化の背景

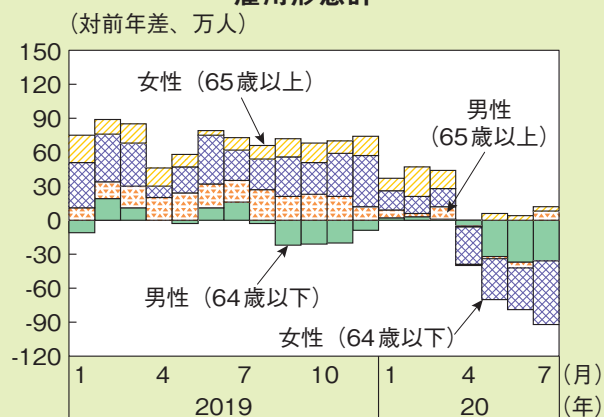
雇用者数は、非正規雇用や女性・高齢者を中心に減少

(1) 雇用形態別雇用者数（役員を除く）

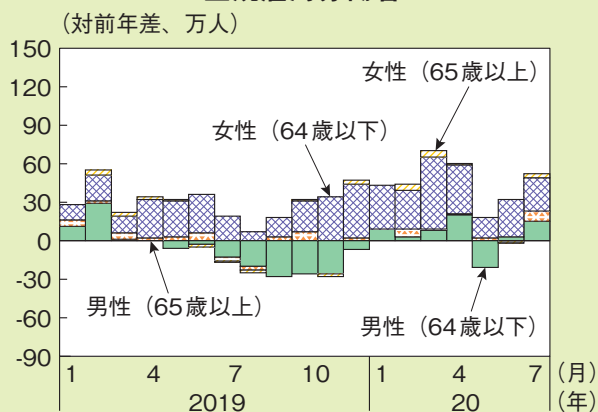


(2) 性別・年齢別雇用者数

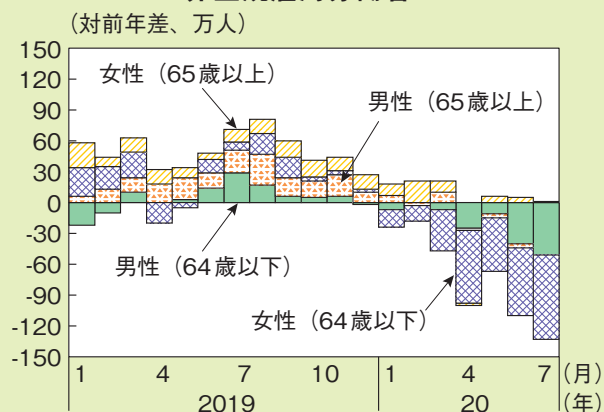
雇用形態計



正規雇用労働者

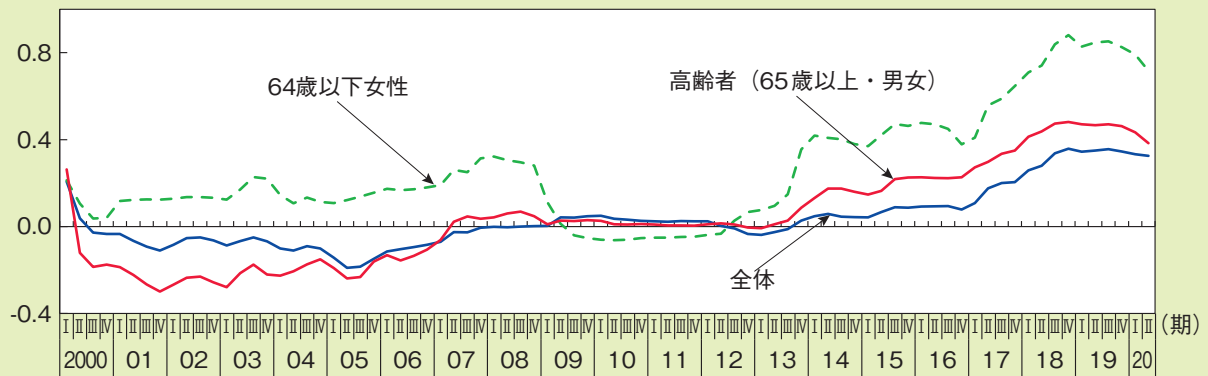


非正規雇用労働者



(3) 労働参加率のGDP弾性値（就業者の属性別）

(弾力性)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」により作成。

2. (1) 及び (2) は原数値。

3. (3) は、実質GDP1%の変化に対する労働参加率（1期遅行）の弾性値（前方12四半期のローリング推計）を算出した。

●平均賃金は弱い動きとなったが、休業と残業時間の減少も影響の影響

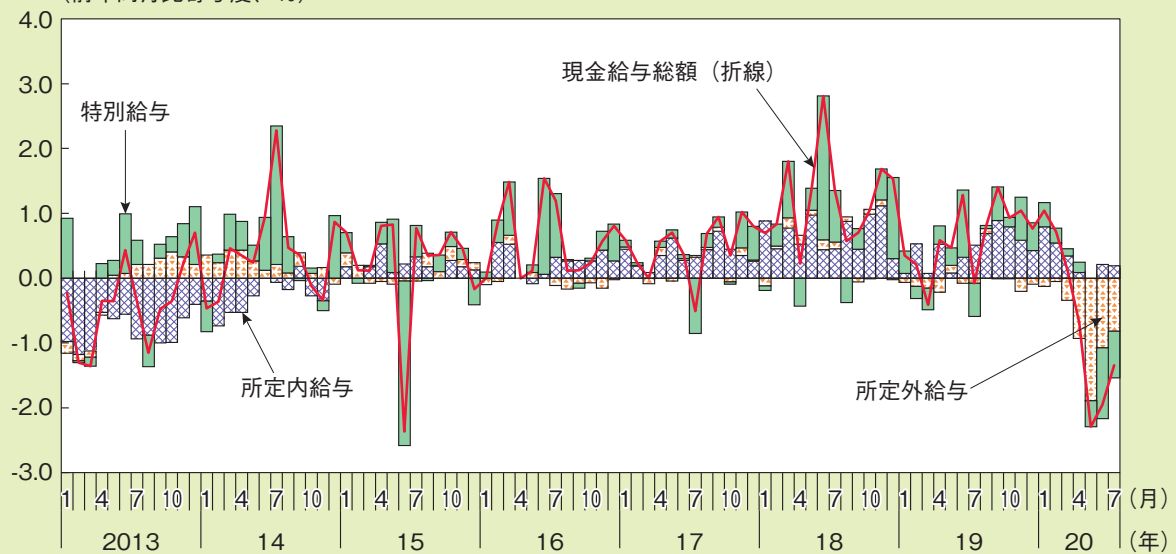
雇用者の賃金動向について、厚生労働省「毎月勤労統計」の現金給与総額の推移でみると、所定内給与は底堅い動きをしているものの、感染症の拡大に伴う経済活動の低下の影響から、残業時間の減少を背景に所定外給与が大きなマイナスに寄与となった（第1-2-4図）。

第1-2-4図 現金給与総額の動向

労働時間の減少を受けて、現金給与総額は減少

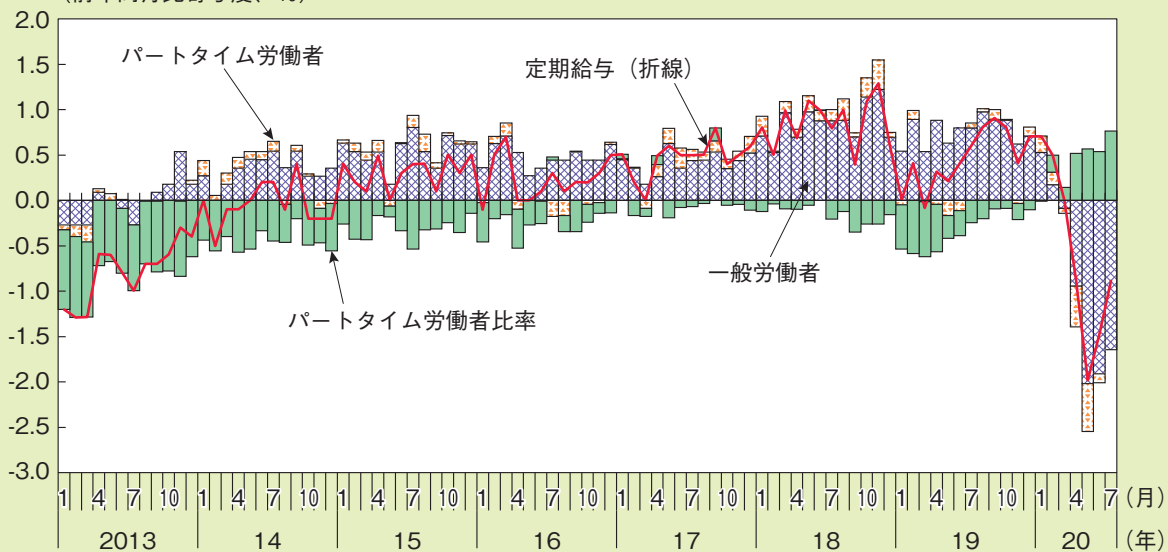
(1) 現金給与総額

(前年同月比寄与度、%)



(2) 定期給与（所定内給与+所定外給与）

(前年同月比寄与度、%)



- (備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。本系列を使用。
 2. 2019年1月のサンプル入替により、新サンプルは旧サンプルに対して断層が生じており、2019年1月以降は、公表値に対してこの割合を除することで接続している。生じた断層は以下の通り。
 ・現金給与総額：就業形態計-2,532円 (-0.9%)、一般-2,375円 (-0.7%)、パート-55円 (-0.1%)
 ・定期給与：就業形態計-1,576円 (-0.6%)、一般-1,055円 (-0.3%)、パート-77円 (-0.1%)
 ・所定内給与：就業形態計-1,641円 (-0.7%)、一般-1,268円 (-0.4%)、パート-74円 (-0.1%)
 3. 2020年7月のみ速報値。

現金給与総額は5月を底に反転しているものの、自粛や休業要請の影響が現れた。現金給与総額を労働時間の変化と時間あたり賃金の変化に分解すると、4月以降、労働時間の減少が下押し要因となり、総額が減少したことが分かる（第1-2-5図（1））。こうした労働時間の減少は、就業中の雇用者の所定内外の労働時間が短くなるだけでなく、休業者が増加した影響も含まれている（第1-2-5図（2））。休業者（所定内労働時間がゼロ）の増加も考慮して現金給与総額の動きを分解すると、「宿泊・飲食サービス業」や「生活関連サービス・娯楽業」を中心として、休業者の増加が下押ししたことが分かる（第1-2-5図（3））。なお、労働時間の変化については、第2章第1節において詳細に分析している。

●労働需給の緩和や雇用環境の悪化は賃金を下押しするおそれ

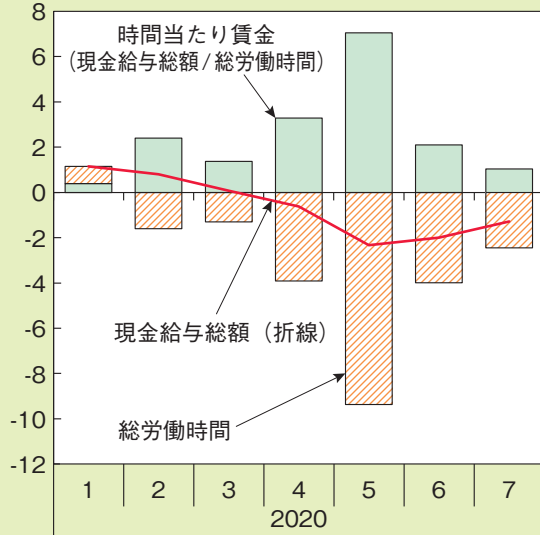
労働需給の緩和は、ある程度の期間をとると賃金の下押し要因となる。例えば、失業率水準と一般労働者の所定内給与の増加率には負の相関がみられる（第1-2-6図（1））。また、非労働力人口に含まれる求職の意思を失った者の15歳以上人口比率と所定内給与の増加率にも負の相関がみられる（第1-2-6図（2））。さらに、非正規で就業している者の中に含まれる不本意型（正規の職員・従業員の仕事がないから非正規で働いている）の比率と所定内給与の増加率にも同様に負の相関がある（第1-2-6図（3））。これらのことから、現状の労働需給の緩和が続くと賃金に下押し圧力が生じるおそれがある。

第1-2-5図 休業による雇用調整が現金給与総額に与える影響

休業は、平均賃金を押し下げるが、それは雇用が守られたことの証左

(1) 現金給与総額の寄与度分解

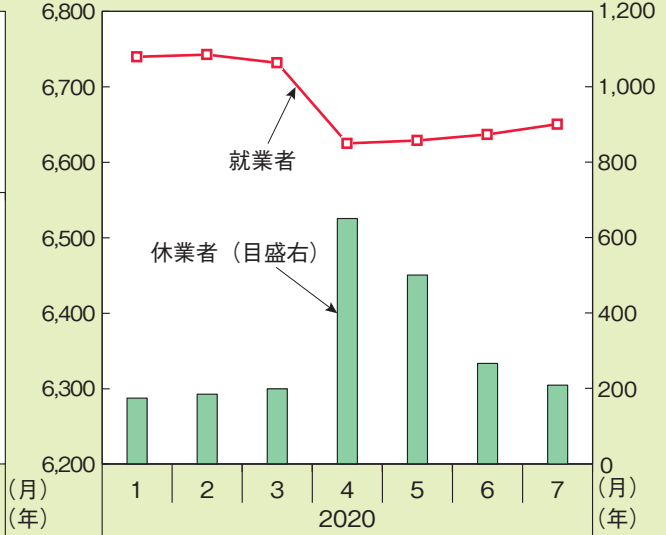
(前年比寄与度、%)



(2) 就業者数と休業者数の推移

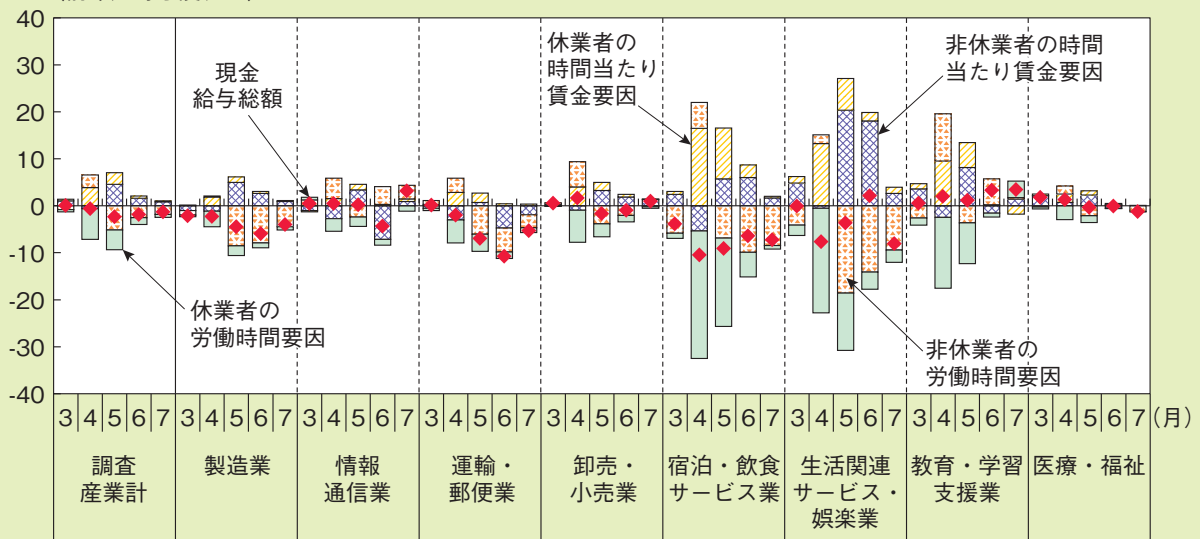
(万人)

(万人)



(3) 休業者数の増加を考慮した現金給与総額の寄与度分解 (業種別、2020年)

(前年比寄与度、%)



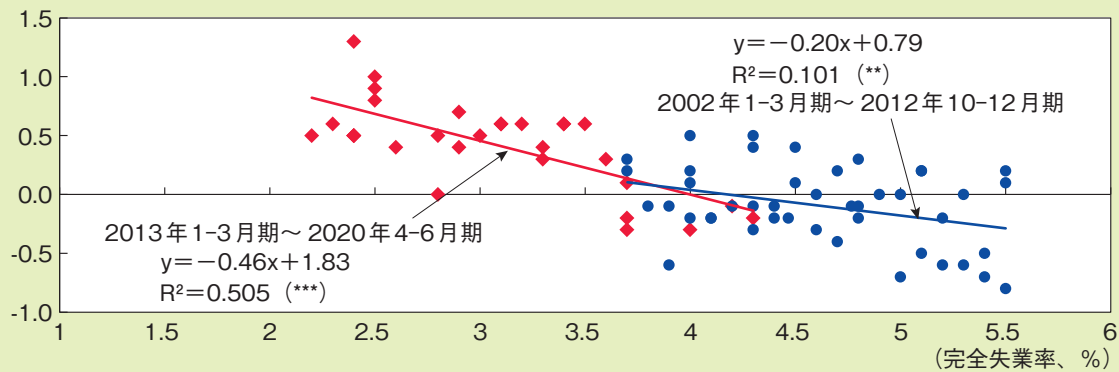
- (備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「労働力調査」により作成。
 2. (1)、(3) は現金給与総額と総労働時間の実額を基に内閣府で計算したもの。(2) は季節調整値。
 3. (3) は2020年3～7月各月の前年比寄与度。計算方法は、付注1-5参照。休業者の増加は、労働時間を減少させる一方(休業者の労働時間要因)、労働時間がゼロにもかかわらず休業手当を得る分、時間あたり賃金を上昇させる効果がある(休業者の時間あたり賃金要因)。

第1-2-6図 労働需給に係る各種指標と賃金の関係

労働需給の緩和は賃金上昇圧力を低下させるおそれ

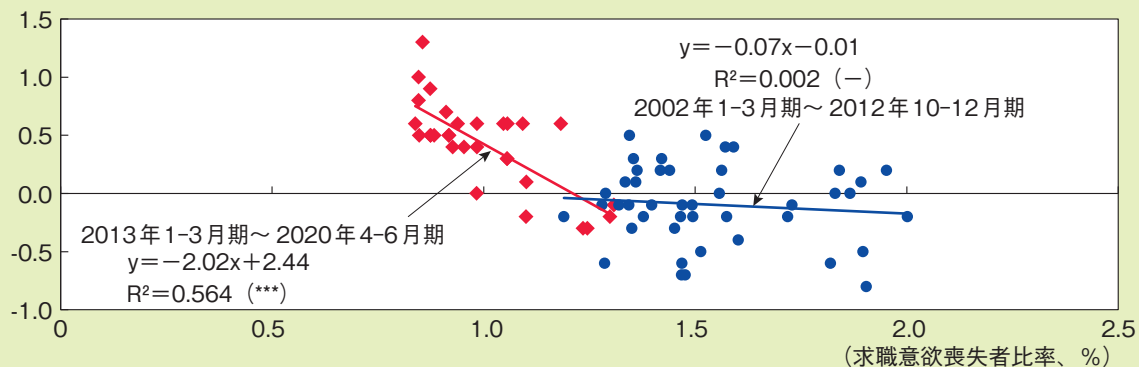
(1) 賃金と失業率の相関

(一般労働者の所定内給与前年比、%)



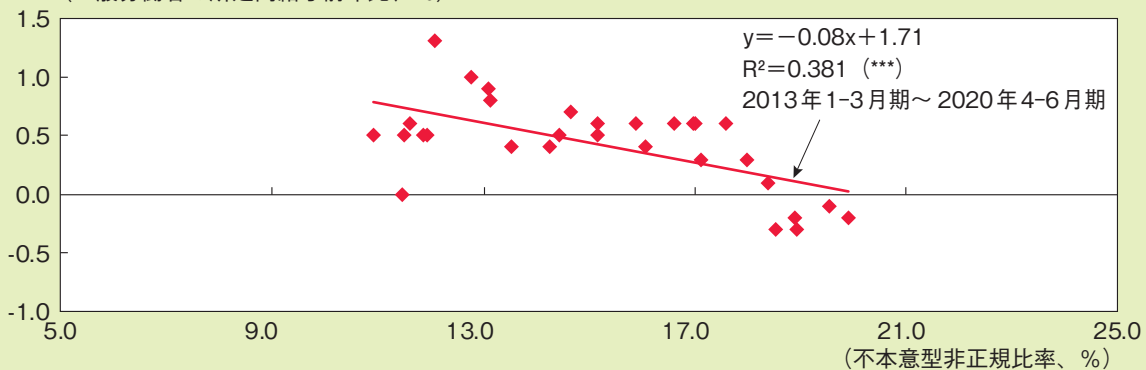
(2) 賃金と求職意欲喪失者の相関

(一般労働者の所定内給与前年比、%)



(3) 賃金と不本意型非正規労働者の相関

(一般労働者の所定内給与前年比、%)



- (備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「労働力調査」により作成。
 2. 期間は2002年1-3月期から2012年10-12月期と2013年1-3月期以降。
 3. 賃金は一般労働者の所定内給与。
 4. 求職意欲喪失者は非労働力人口のうち、適当な仕事がありそうにないを理由に挙げた者。求職意欲喪失者比率は、15歳以上人口に占める割合。
 5. 不本意型非正規労働者は、非正規で働く理由に、正規の職員・従業員の仕事がないから、を挙げた者。不本意型非正規比率は、非正規で働く理由別の合計に占める割合。
 6. 図中の () 内の***、**はそれぞれ、1%、5%水準で有意であることを示す。また、-は有意ではなかったことを示す。

2 物価の動向

●企業は自身の稼働状況を踏まえて販売価格を設定

マクロの需給バランスが緩和的になれば、物価にも下押し圧力が生じることになる。まず、企業の取引価格である国内企業物価や企業向けサービス価格の動向をみると、需給に応じて大きく変動していることが分かる。2020年に入り、国内企業物価は国際市況の軟化を反映し、石油・石炭製品の寄与を背景に大幅に低下している（第1-2-7図（1））。また、化学製品や非鉄金属等、市況や生産活動に影響されやすい財の価格も低下に寄与した。サービス価格については、これまで労働需給の逼迫や堅調な内需を背景に上昇基調がみられたが、財価格と同様に大きく低下している（第1-2-7図（2））。特に、今回の下落には広告が大きく寄与しており、消費活動の自粛や店舗・施設の休業に伴う影響が顕著に現れている。

こうした企業物価の変動は、企業収益等には影響するものの、一時的なものであれば、ある程度の時間経過（トレンド）を踏まえて形成される予想物価やメニュー改定のコストが発生する小売価格（消費者物価）には大きく影響することはない。しかし、今回の感染症は長引くと企業が予想すれば、その期待は価格決定にも反映され得ると考えられる。そこで、消費動向調査や市場金利動向（BEI）から予想物価上昇率の動きを確認すると、いずれの指標も横ばい圏内の動きにとどまっており、8月までのところ、予想物価が大きく低下したとはみられない（第1-2-8図（1））。ただし、日本銀行の短観における企業による販売価格や物価の1年後の見通しの動きをみると、大幅に低下することが示唆されている（第1-2-8図（2））。特に、販売価格についてはマイナスになっており、これは、需要が低迷すると見込むなかで、価格を引き下げるスタンスを取る可能性を示唆している。製造・非製造別に販売価格の見通しをみると、いずれも1年先にはマイナスと答えており、特に非製造業の販売価格の下降幅が大きい（第1-2-8図（3））。

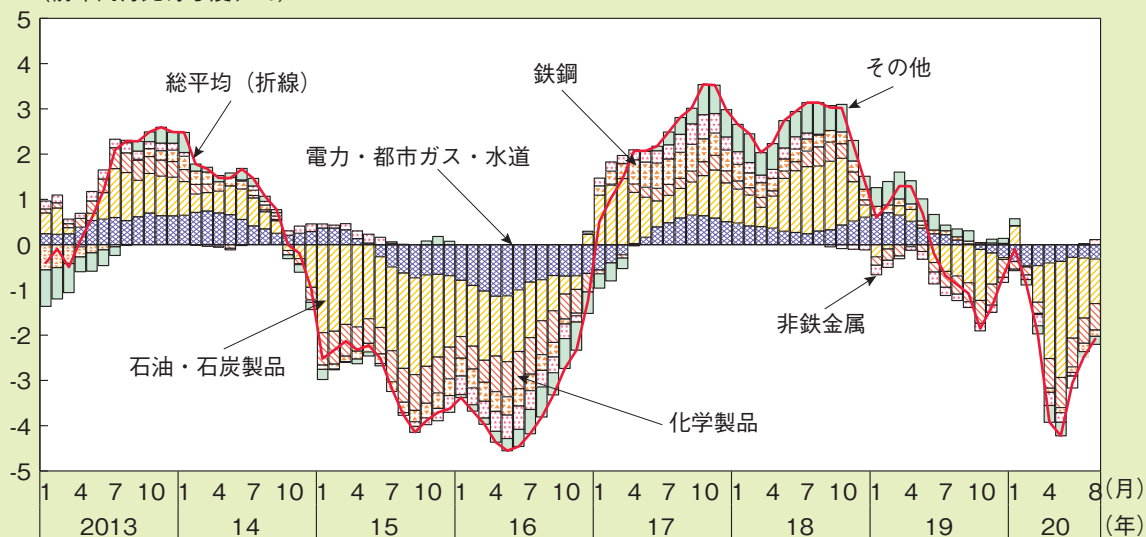
こうした将来の販売価格は、企業の抱えている資本や労働という生産資源の稼働状況と対になっている。日本銀行の短観に示されている資本や労働の過不足判断DIを用いて、製造・非製造業別に、現在の生産資源の過不足状況と販売価格の変化率を描くと、両者の間には強い相関がみられる（第1-2-9図）。製造業においては、過不足感が10ポイント変化すると、販売価格は0.3%変化し、非製造業では0.4%変化することが示唆される。したがって、緩和的な需給バランスが続けば、企業は価格を引き下げることで販売数量を確保する傾向がある。

第1-2-7図 企業の取引価格の動向

感染症の影響等により企業の取引価格は大幅下落も、足下では下げ止まり

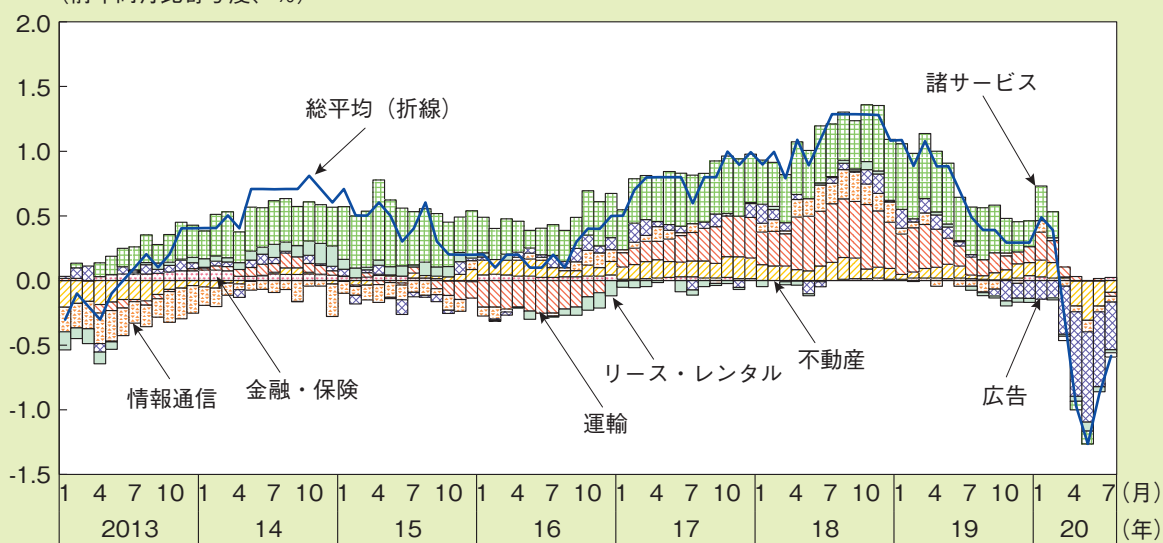
(1) 国内企業物価の寄与度分解

(前年同月比寄与度、%)



(2) 企業向けサービス価格の寄与度分解

(前年同月比寄与度、%)

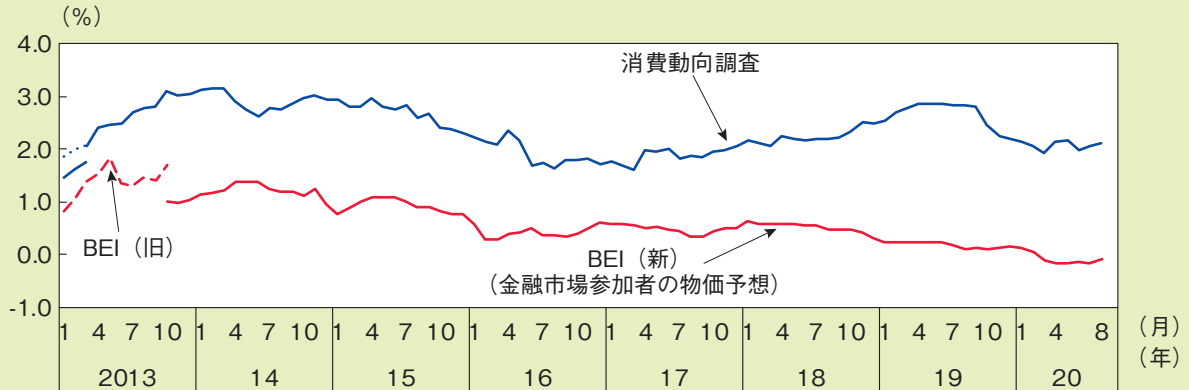


(備考) 1. (1) については、日本銀行「企業物価指数」により作成。消費税を除いた夏季電力調整後の値。
2. (2) については、日本銀行「企業向けサービス価格指数」により作成。消費税を除いた値。

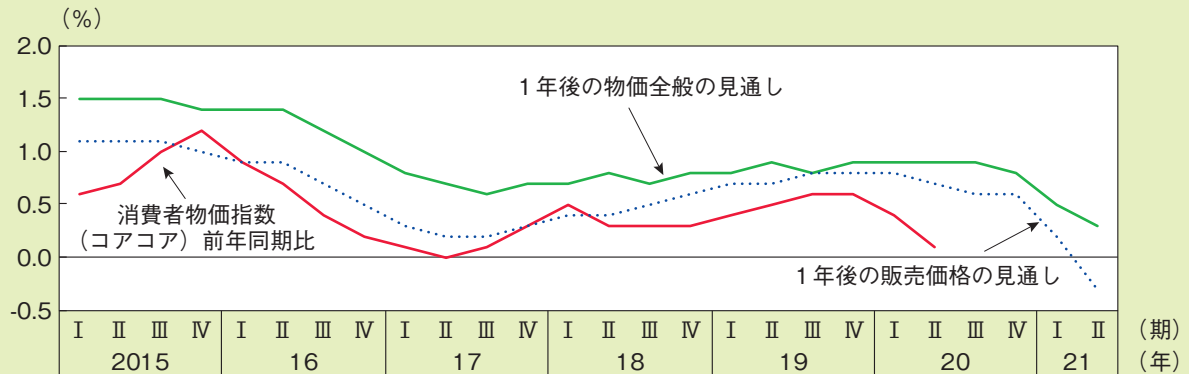
第1-2-8図 予想物価上昇率の推移

予想物価上昇率は下落、企業の販売価格の見通しは消費者物価と強い相関

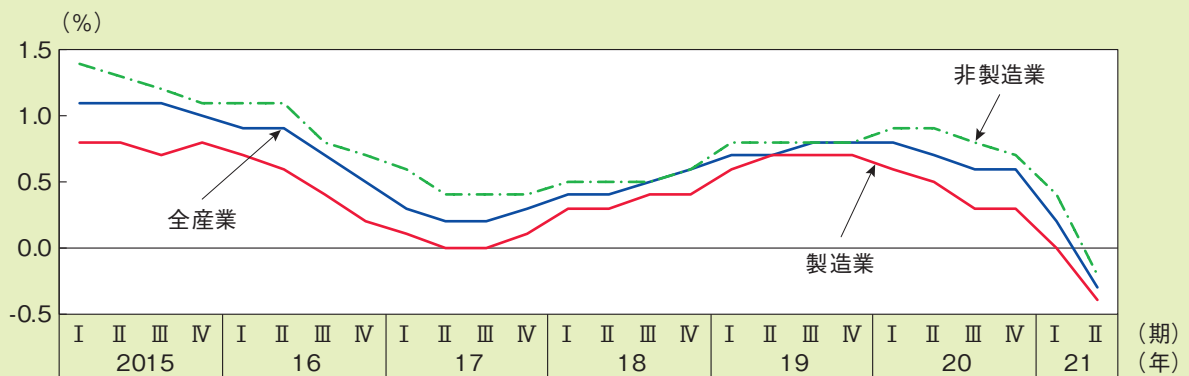
(1) 予想物価上昇率の推移



(2) 企業による販売価格及び物価全般の見通しと消費者物価上昇率の比較



(3) 企業による「1年後の販売価格の見通し」の業種別の推移

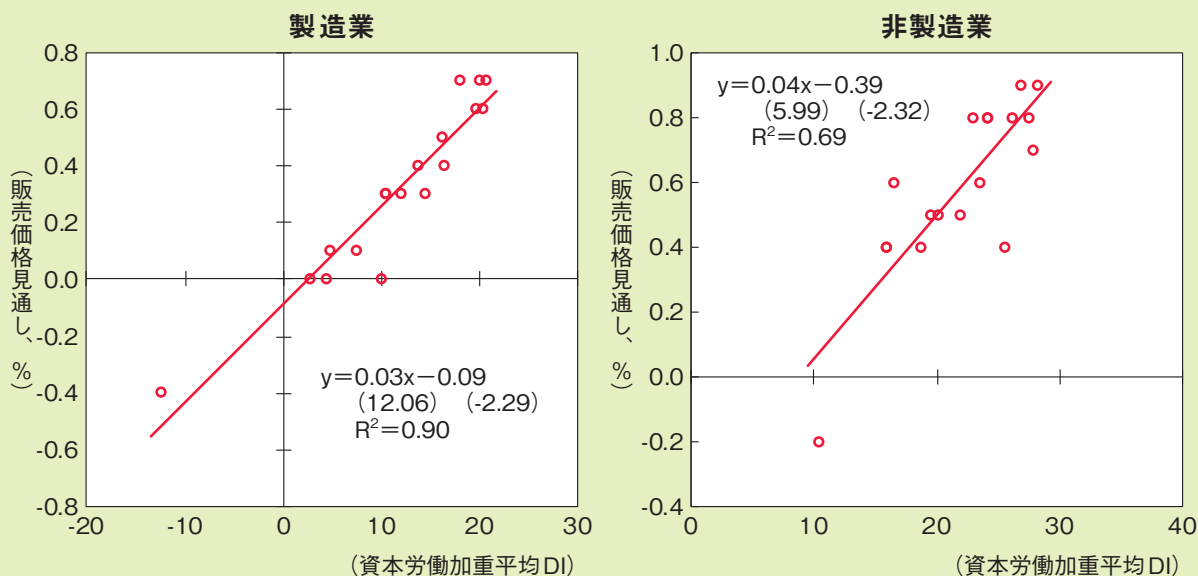


- (備考) 1. (1)については、内閣府「消費動向調査」(二人以上の世帯)、bloombergにより作成。(2)、(3)は、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」及び総務省「消費者物価指数」により作成。
2. 「消費動向調査」は、2013年4月から郵送調査への変更等があったため、それ以前の訪問留置調査の数値と不連続が生じている。破線部(2013年1月から2013年3月)は、郵送調査による試験調査の参考値。また、2018年10月より郵送・オンライン併用調査を開始。
3. BEI(ブレーク・イーブン・インフレ率)は、物価連動国債売買参加者による物価予想。それぞれの時点で残存期間が最長のもの(BEI(旧)は旧物価連動国債、BEI(新)は新物価連動国債(残存10年物))を使用。
4. 消費者物価指数(コアコア)前年同期比は、消費税率引上げ等の影響を除いたもの。(2)及び(3)の「1年後の販売価格の見通し」及び「1年後の物価全般の見通し」は、各調査時(2014年第1四半期から2020年第2四半期まで)における1年後の価格を見通したものの(全規模ベース)。1年後の実際の消費者物価指数と比較するために、図中では調査時点から1年ずつ後方に移動して示している。

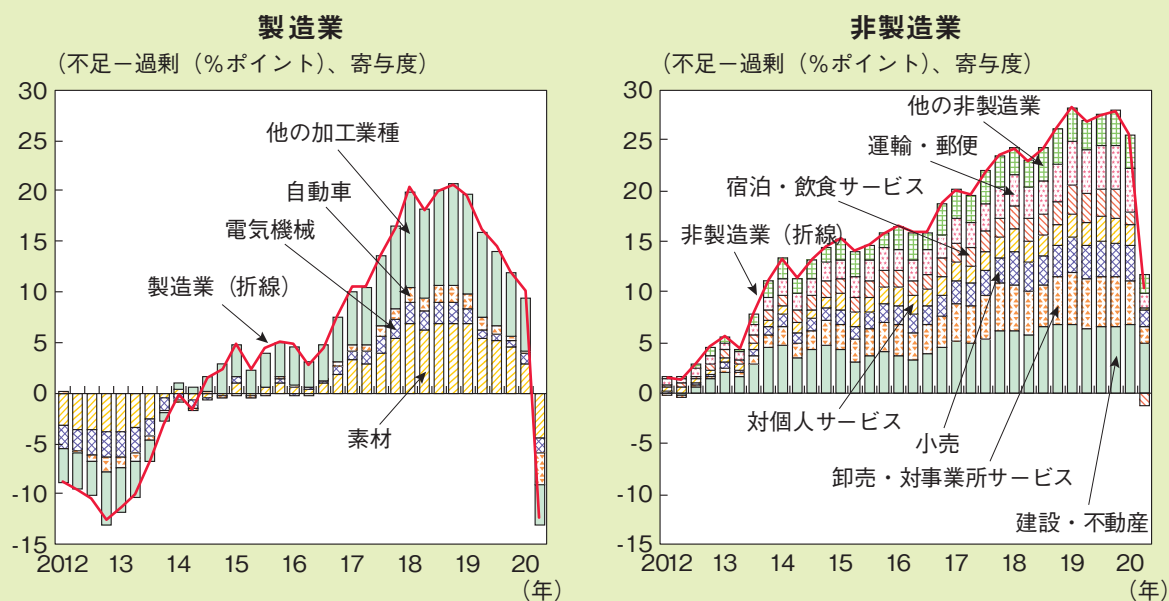
第1-2-9図 企業の販売価格見通しの決定要因

企業の1年後の販売価格見通しは企業内の資本や労働の稼働状況と強い相関

(1) 資本労働加重平均DIと販売価格の見通し



(2) 資本労働加重平均DI



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「短期経済観測調査」により作成。
2. 資本労働加重平均DIは、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均し、マイナスをかけて符号を逆転したもの。資本・労働分配率は、以下により算出。
 労働分配率 = 人件費 / 付加価値 資本分配率 = 1 - 労働分配率
 人件費 = 役員給与 + 役員賞与 + 従業員給与 + 従業員賞与 + 福利厚生費
 付加価値 = 人件費 + 営業純益 + 支払利息 + 動産・不動産賃借料 + 租税公課
3. (1) の () 内の数値は各係数のt値。いずれも5%水準で有意。

●エネルギー価格による下押しはみられるものの、消費者物価の基調は横ばいの動き

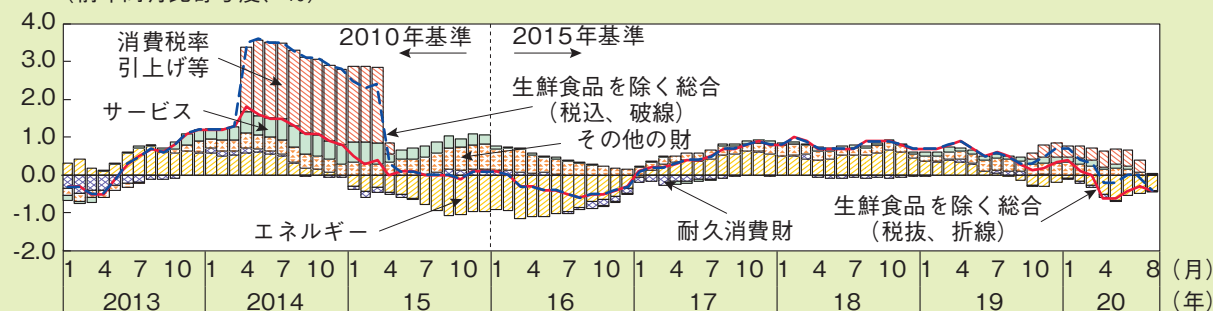
次に消費者物価の動きをみると、消費税率引上げ等の影響³¹を除く生鮮食品を除く総合（コア）の前年比は、エネルギー価格の低下により、このところマイナス圏で推移している（第1-2-10図（1））。他方、コアからエネルギーを除いた総合（コアコア）の動きをみると、サービス関連が下押ししているものの、食料やその他の一般財の押上げにより、前年比もプラス圏で推移している（第1-2-10図（2））。

第1-2-10図 消費者物価の動向

原油価格下落を背景にコアは下落、コアコアは横ばいの動き

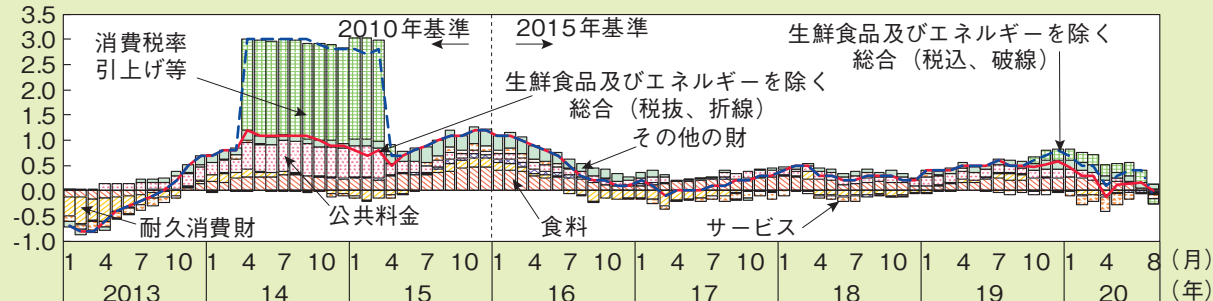
（1）「生鮮食品を除く総合（コア）」の寄与度分解（連鎖基準）

（前年同月比寄与度、％）



（2）「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア）」の寄与度分解（連鎖基準）

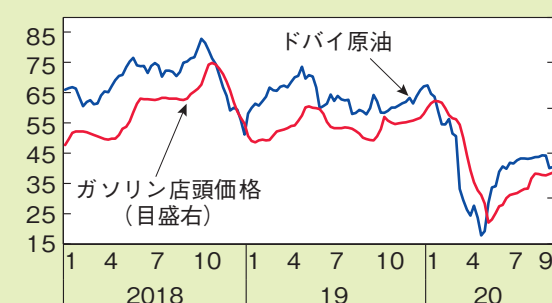
（前年同月比寄与度、％）



（3）原油価格及びガソリン価格

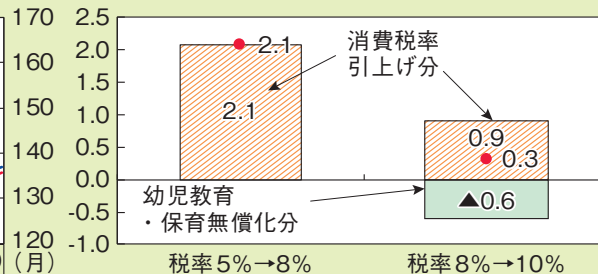
（ドル／バレル）

（円／リットル）



（4）消費税率引上げ等の消費者物価への影響

（前年同月比寄与度、％ポイント）



（備考） 1. （1）、（2）、（4）については、総務省「消費者物価指数」を基に内閣府において試算。消費税率引上げ等の影響には、消費税率引上げ、幼児教育・保育無償化及びGo Toトラベル事業による直接の影響を含む。
2. （3）については、資源エネルギー庁「石油製品価格調査」及び日経NEEDSにより作成。

注 (31) 消費税率引上げ等の影響には、消費税率引上げ、幼児教育・保育無償化及びGo Toトラベル事業による直接の影響を含む。内閣府において試算。

コアを押し下げているエネルギー価格が軟調となっている背景には、企業物価と同様に国際市況の軟化がある。具体的には、ドバイの原油価格が感染症の影響もあって大幅に低下し、それが輸入価格を経由して、消費者物価を構成するガソリンの店頭価格につながっている（第1-2-10図（3））。ガソリン価格は5月までは低下傾向にあり、その後は緩やかながら上昇へと転じているが、前年に比べると大幅に低い水準にとどまっており、当面は前年比の動きを下押しするとみられる。

なお、消費税率の引上げが物価に与える影響について補足すると、今回の引上げ幅が2%ポイントにとどまったことに加え、軽減税率制度の導入により税率が据え置かれた品目等もあったことから、上昇寄与は0.9%ポイント程度にとどまっている。同時に導入された幼児教育・保育無償化の下降寄与はマイナス0.6%ポイントであったことから、2019年10月の制度改正によって消費者物価の変動した幅は0.3%ポイントにとどまっている（第1-2-10図（4））。

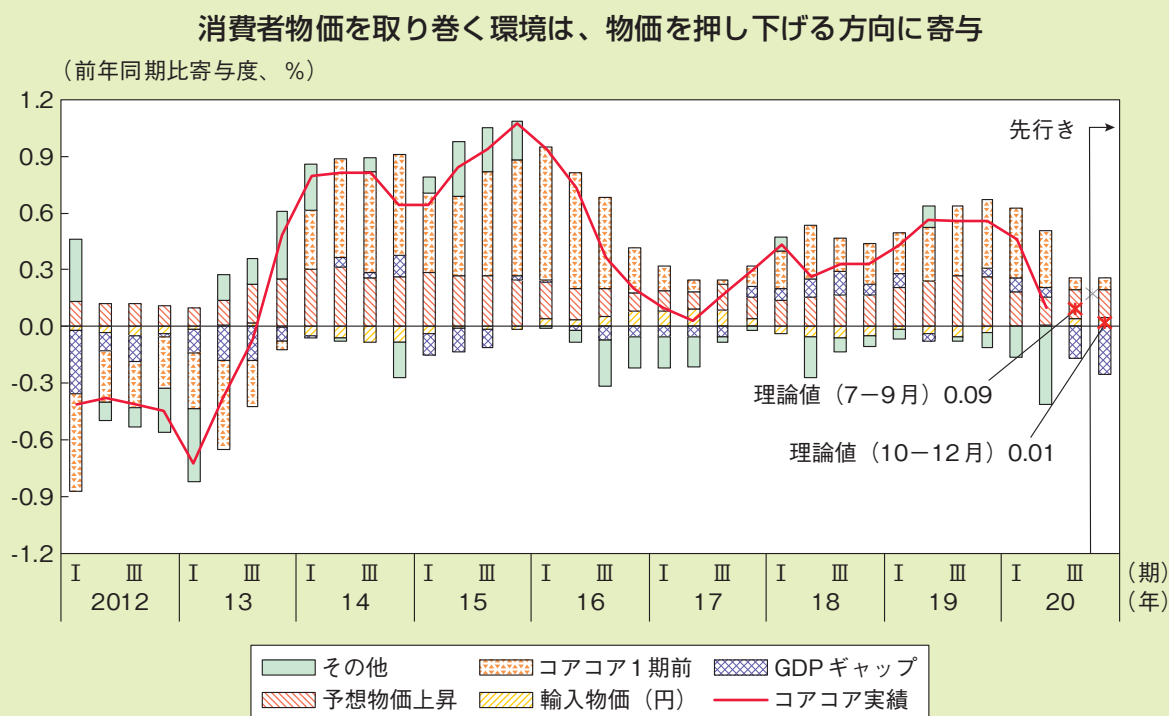
●マクロの需要不足がもたらすデフレ圧力に留意

マクロ的な需給の緩みと企業にみられる価格設定の方向感を勘案すると、消費者物価にも下押し圧力が顕在化するかもしれない。そこで、消費者物価のうち、エネルギー価格等の一時的な変動の影響を受けにくいコアコアの動きについて、経済的な因果関係のある指標の動きで説明する式を推計し、先行きを考えてみよう。具体的には、需給バランスを表すGDPギャップ（3期前）、先行き期待を表す予想物価上昇率（前期）、外生的に影響を与える輸入物価（4期前）、そして価格形成の粘着さを表す自己ラグによって、コアコアを推計した。これによると、2019年の物価上昇率は、過去の物価上昇の慣性によって半分程度説明され、予想物価上昇率が残りを説明している。GDPギャップは若干プラス側に寄与している（第1-2-11図）。2020年に入ってからプラス圏に在るが、4-6月期には、4月に実施された高等教育の無償化や自賠責保険料の引下げ等を含む「その他要因」が押下げに寄与している。2020年7-9月期以降は、こうした制度改正によって前年比が下押しされることに加え、3期前のGDPギャップが影響することから、マイナスへの圧力が続くことになる。

次にデフレ状況を確認する指標の一つである単位労働費用（ULC）の動きをみていく。ULCは、労働生産性の変化に対して労働費用である単位賃金がどのような動きをしているかを示す指標である。すなわち、労働生産性の上昇に見合って賃金が上昇する場合にはゼロとなり、生産性が上昇しているにもかかわらず賃金が上昇しない場合には低下する。景気循環の文脈においては、景気後退に伴う雇用調整が遅れると上昇し、景気拡張に伴う人手不足が賃金上昇につながれば、これも上昇することになる。2020年の動きをみると、生産活動の低下によって労働生産性が低下（押し上げ要因）し、雇用保蔵の影響から単位賃金が上昇（押し上げ要因）することで、ULCの前年比は上昇が続いている（第1-2-12図（1））。

現状では、人件費抑制によるデフレ圧力はないものの、単位賃金の上昇を持続させるためには、労働生産性の上昇が必要となる。雇用を維持しながら労働生産性の上昇を実現するためには、まずは早期の需要復元を図りつつ、企業が人件費等を適切に販売価格へと転嫁していくことが必要となる。なお、ULCと消費者物価の間にはプラスの関係が色濃くみられてきたが、2012年以降の景気拡張局面のデータにおいては、両者の関係が希薄化しており、賃金と物価の連動性は薄らいでいる（第1-2-12図（2））。

第1-2-11図 消費者物価（コアコア）の要因分解



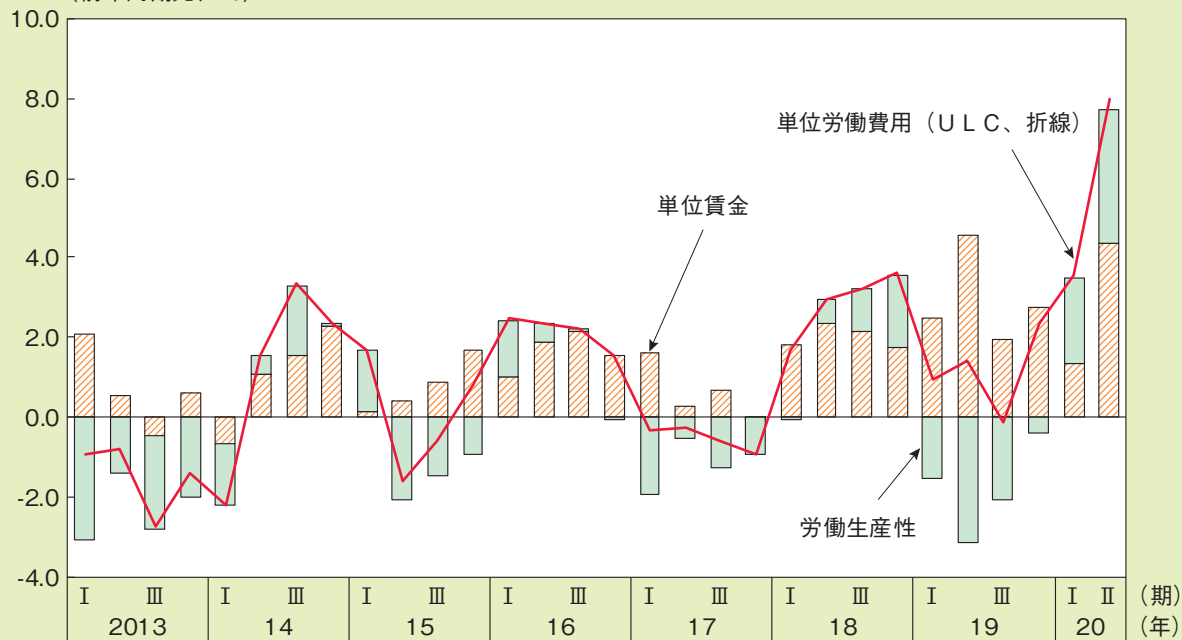
- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」等により作成。
2. 消費者物価（コアコア）は、消費税率引上げ等の影響を除いたもの。
3. GDPギャップは、内閣府による試算値。GDPギャップ＝(実際のGDP－潜在GDP)／潜在GDP
4. 予想物価上昇率は消費動向調査により一定の仮定に基づき試算したもの。
5. 消費者物価（コアコア）の推計式は以下のとおり。ただし、
 $CPI(t) = \alpha GAP(t-3) + \beta EXP(t-1) + \gamma IPI(t-4) + \delta CPI(t-1)$
 推計結果は以下のとおり。括弧内の数値はt値。 α 、 β 及び δ は5%水準で有意。 γ は10%水準で有意。
 $\alpha = 0.105$ (4.64)、 $\beta = 0.152$ (4.99)、 $\gamma = -0.005$ (-1.79)、 $\delta = 0.656$ (10.71)
6. 「その他」には、高等学校授業料無償化や高速自動車国道料金の引下げ、高等教育無償化等の制度改正要因も含まれる。
7. 2020年第4四半期の理論値は、同年7月、8月の期待物価上昇率の平均値がそれ以降も維持されると仮定し、第3四半期のコアコア理論値を用いて推計。

第1-2-12図 ULC（単位労働費用）の動向

ULCと消費者物価の連動性は、過去2回の景気循環時よりも低下

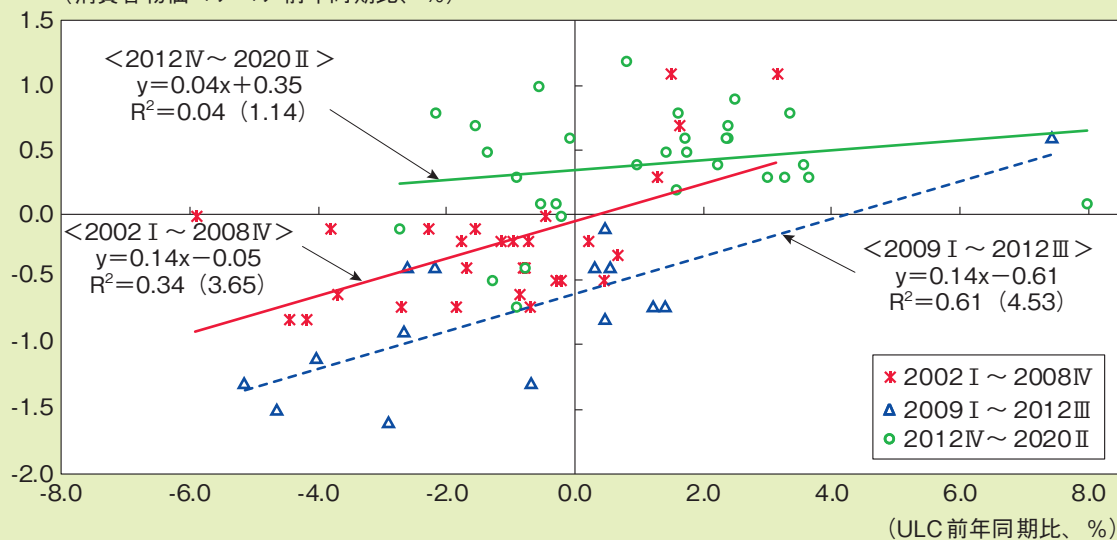
(1) ULCの要因分解

(前年同期比、%)



(2) ULCと消費者物価（コアコア）の関係

(消費者物価コアコア前年同期比、%)



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. $ULC = \text{名目雇用者報酬} / \text{実質GDP}$
 $= (\text{名目雇用者報酬} / \text{労働投入}) / (\text{実質GDP} / \text{労働投入})$
 $= \text{賃金要因} / \text{生産性要因}$
 ※ 労働投入 = 総実労働時間 × 雇用者数
3. 単位賃金は時間当たり、労働生産性はマンアワーベース。
4. (2) 中の () 内の数字は、x の係数の t 値。2002 I ~ 2008 IV と 2009 I ~ 2012 III については 1% 水準で有意。

3 財政金融面の動向

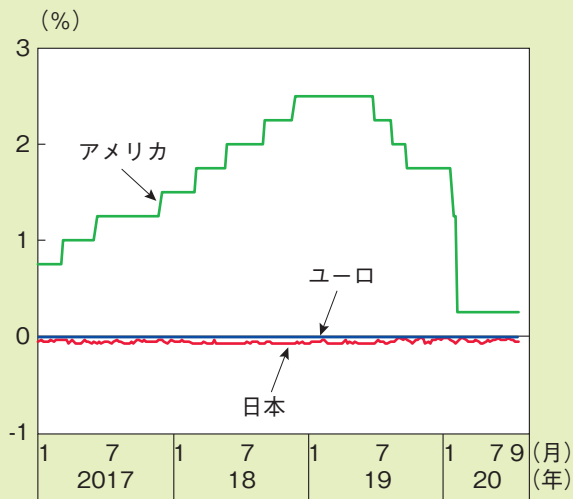
●主要地域の中央銀行は大規模な金融緩和を実施

感染症に伴う景気後退に対し、我が国のみならず、主要地域の中央銀行は、いずれも大規模な金融緩和を実施している（付表1-2）。政策金利はゼロ近傍へと引き下げられ、国債や社債等の資産購入枠を引き上げることで量的な緩和も実施している（第1-2-13図（1）、（2））。さらに、いずれの中央銀行でも、民間金融機関への流動性供給や資金繰り融資の支援を意図し

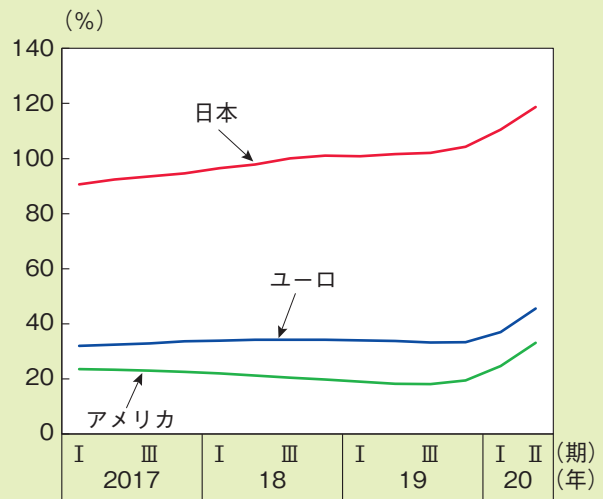
第1-2-13図 日米欧の政策金利とバランスシートの推移

我が国及び主要地域の中央銀行は大規模な金融緩和策を実施

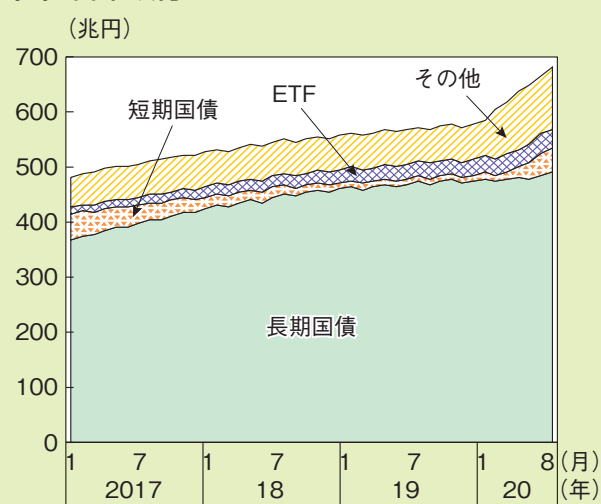
(1) 政策金利の推移



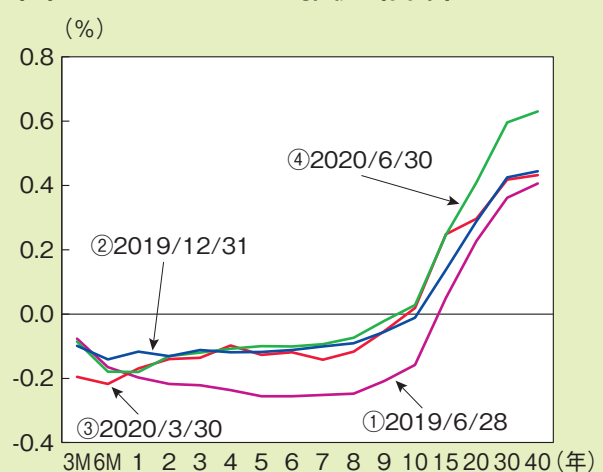
(2) バランスシート規模／名目 GDP



(3) 日本銀行のバランスシート



(4) イールドカーブの推移（日本）



（備考）1. 日本銀行、Bloombergにより作成。

2. (2) のバランスシート規模の値については、四半期末のデータを使用。

3. 各国の政策金利は、無担保コールレート翌日物（日本）、FF金利（アメリカ）、市場介入金利（ユーロ）を使用。

4. (4) の3Mは3か月、6Mは6か月。

た資金供給等を行っている。日本銀行のバランスシートをみると、最近「その他」に含まれる貸付金や短期国債、長期国債、ETFが増加している（第1-2-13図（3））。

こうした結果、2019年後半以降、おおむね3%程度で推移していたマネタリーベースの前年比は12%へと上昇している（第1-2-14図（1））。日本銀行の緩和措置は、貨幣乗数が安定する下で、運転資金向け貸出の高い伸びを背景としたマネーストック（M2）の増加へとつながり、こちらも8%と高い伸びを示している（第1-2-14図（2））。

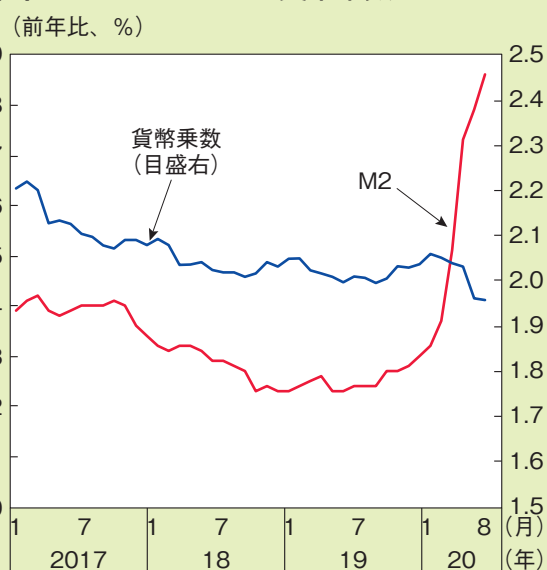
第1-2-14図 マネー指標の動向

マネタリーベースの増加は、安定した貨幣乗数の下、マネーストックの増加につながっている

(1) マネタリーベース



(2) マネーストック・貨幣乗数



(備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」、「マネーストック」、「資金循環統計」により作成。

2. (2) の貨幣乗数 = M2 / マネタリーベース。

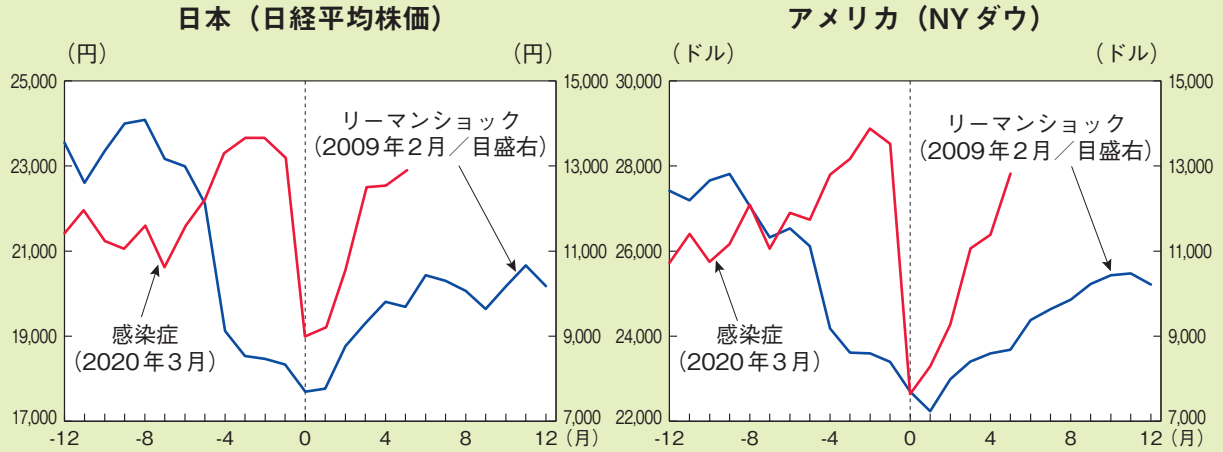
●リーマンショック時と異なり、民間企業の資金調達環境は緩和的

各国中央銀行の緩和措置もあり、金融資本市場は一時の急変を脱して安定している。株価や為替レート、長期金利について、今回の動き（2020年3月＝0期）をリーマンショック時（2009年2月＝0期）と比較して、その特徴を示そう。株価の変動は、我が国でもアメリカでも、今回の下落幅は大きいものの、リーマンショックの時と比べると、下落に要する時間も反発に要する時間も短い。また、今後の推移如何ではあるものの、リーマンショック時には、危機から1年過ぎても株価水準は戻っていない（第1-2-15図（1））。為替は、一時的な変動はありながらも、ドル円もユーロ円もおおむね横ばい圏内の動きを示している（第1-2-15図（2））。長期金利については、我が国ではおおむねゼロ近傍で安定的に推移している。他方、アメリカの長期金利は、リーマンショック時には3か月程度を過ぎたところから上昇し、危機前の水準へと戻ったものの、今回は低下したまま推移している（第1-2-15図（3））。

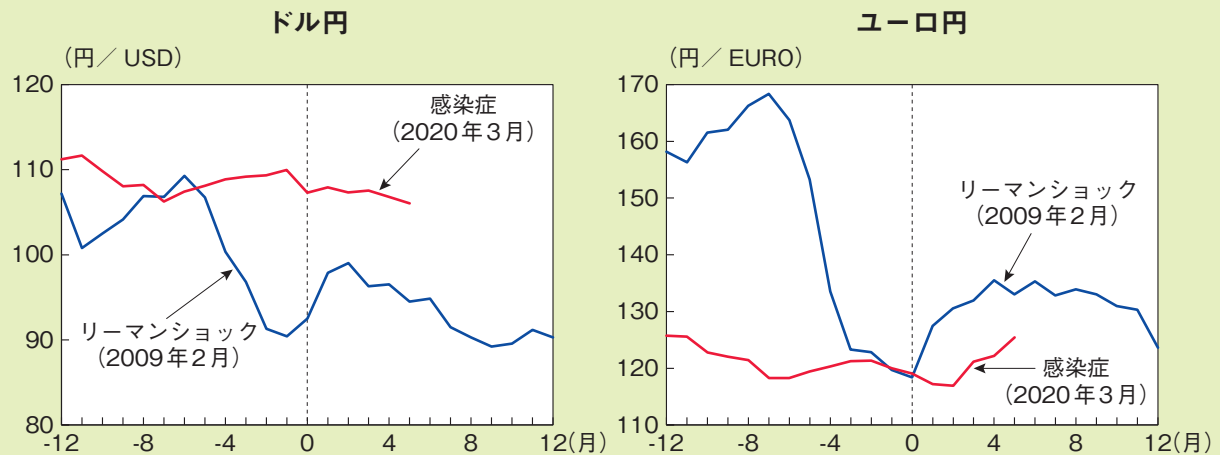
第1-2-15図 マーケットの動向

リーマンショック時と比べると、株価の戻りは早く為替は安定的

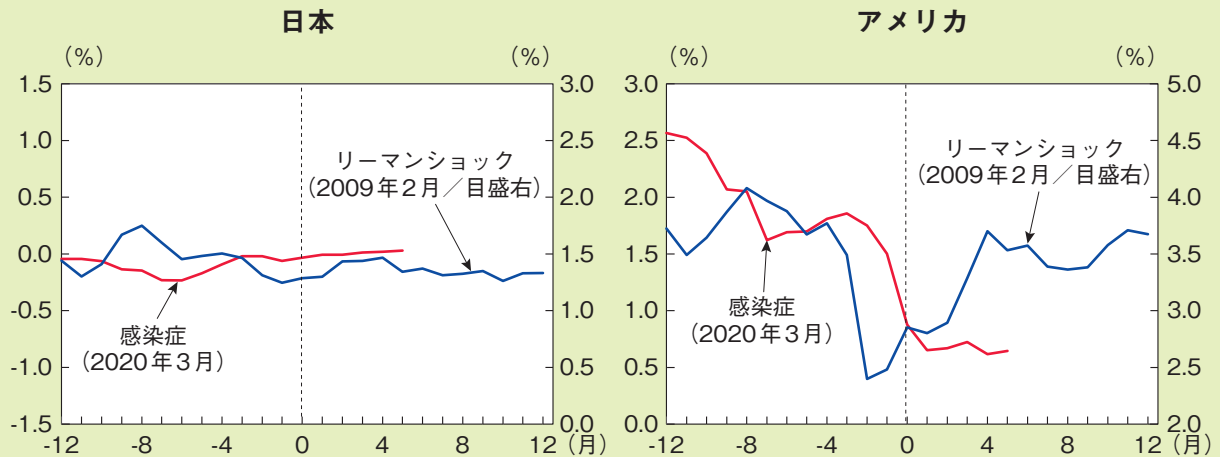
(1) 株価



(2) 為替



(3) 長期金利



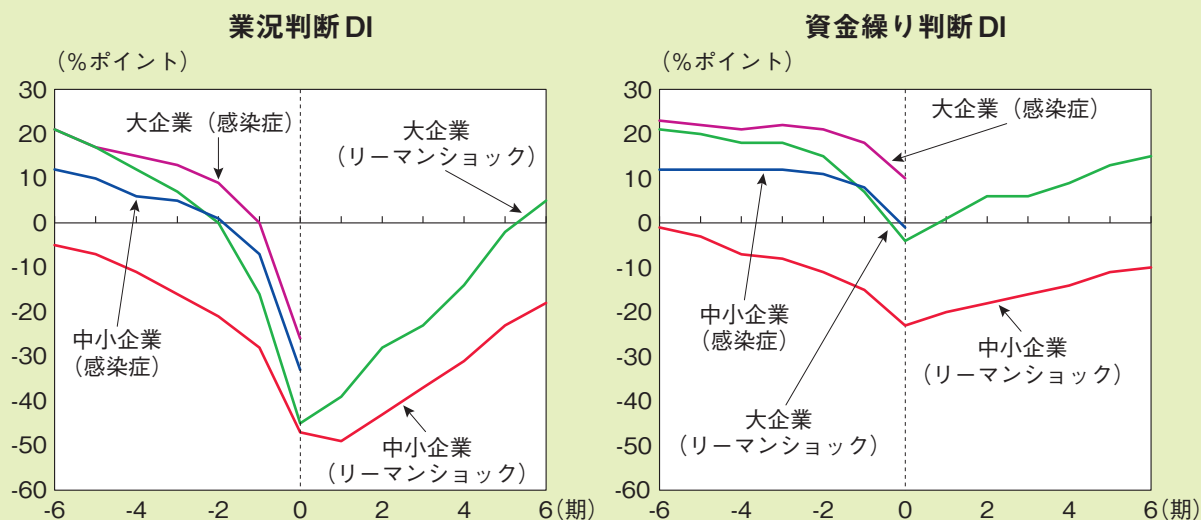
（備考） 1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
2. 各値は月中平均。

こうした緩和策が講じられている下での民間企業の資金繰り動向を企業規模別にみると、いずれも業況判断の悪化に比べると、資金繰り判断の低下は抑制されていることがうかがえる（第1-2-16図（1））。また、借り手企業がみた金融機関の貸出態度は、大企業で若干厳しさが増しているという回答割合が増えたものの、中小企業においては、リーマンショック時とは異なり、金融機関の貸出態度は緩和しているとの回答割合が増えるという動きが生じている（第1-2-16図（2））。こうした背景には、金融機関の貸出運営スタンスの積極化がある。通常であれば、金融機関は危機に際して貸出運営スタンスを厳格化するが、今回は急激に積極化している。

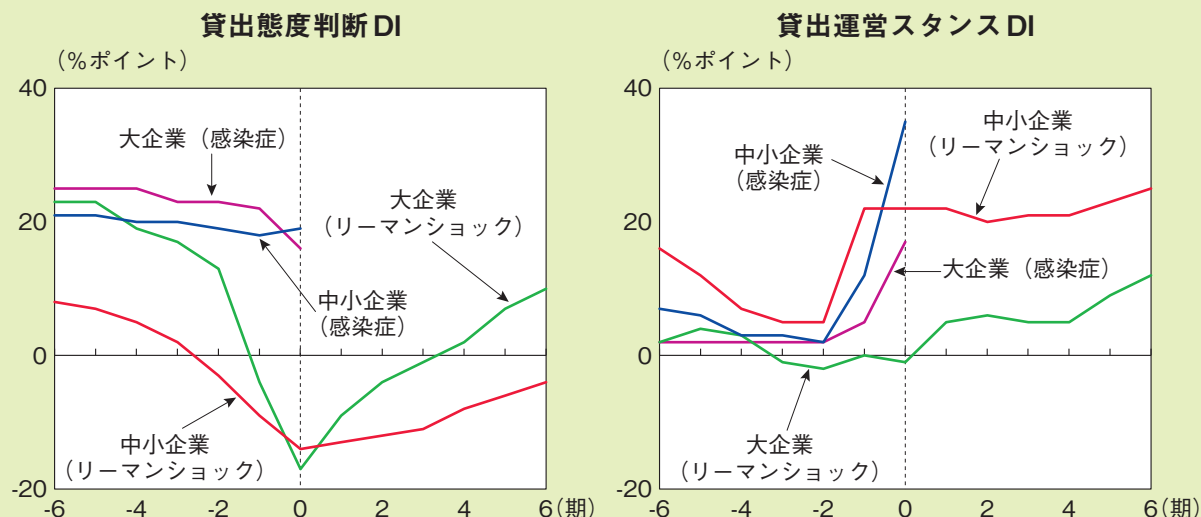
第1-2-16図 業況判断・資金繰り判断・貸出態度判断DIの関係

業況判断の悪化に比べ資金繰り判断の低下は抑制的、金融機関の貸出運営スタンスは積極化

（1）業況判断・資金繰り判断DI



（2）貸出態度判断・貸出運営スタンスDI



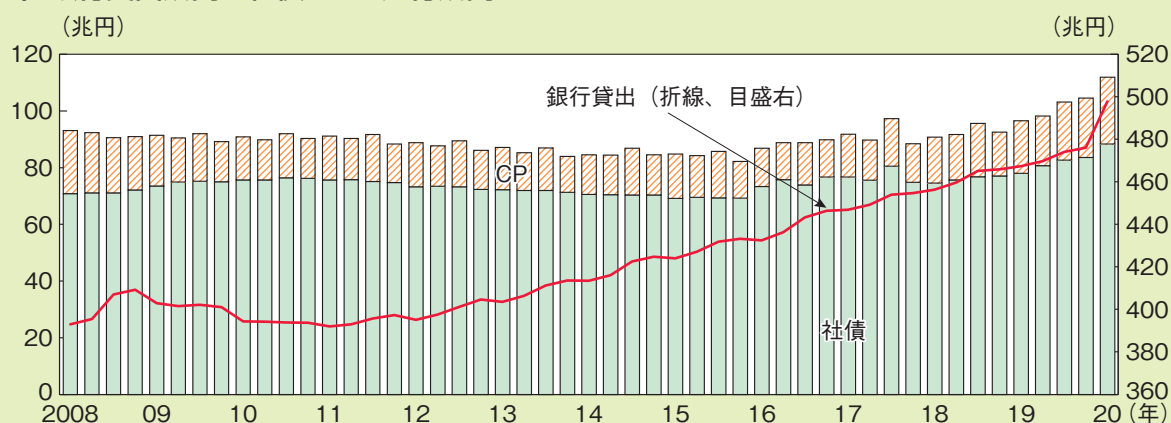
- （備考）
1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、「主要銀行貸出動向アンケート調査」により作成。
 2. 横軸は、「感染症」=2020年第Ⅰ四半期、「リーマンショック」=2009年第Ⅱ四半期を基準値とする。
 3. 業況判断DI=「良い」とみる企業の割合（%）-「悪い」とみる企業の割合（%）
 4. 資金繰り判断DI=「楽である」とみる企業の割合（%）-「苦しい」とみる企業の割合（%）
 5. 貸出態度判断DI=「緩い」とみる企業の割合（%）-「厳しい」とみる企業の割合（%）
 6. 貸出運営スタンスDI=（「積極化」とした金融機関の割合（%）+0.5×「やや積極化」とした金融機関の割合（%））

金融機関の貸出運営スタンスの積極化は、融資等の動きからも観察される。2020年に入り、銀行貸出残高は社債やCPといった市場からの資金調達増加に比べても急激に増加しており、その用途は専ら運転資金となっている（第1-2-17図（1）、（2））。事業環境の悪化や休業要請により、売上げによるキャッシュインが無くなったため、資金需要が急速に高まったことに呼応した動きとなっているが、こうしたことが可能となった要因は、感染症対策として実施されている資金繰り支援（実質無利子・無担保融資）である（第1-2-17図（3））。公的金融機関による融資残高も増加しているが、民間金融機関による資金繰り支援は、5月末の2.7兆円程度から8月末には12.4兆円程度と急増している。こうした動きが、企業側がみる金融機関の貸出態度や金融機関側の貸出運営スタンス、さらには実際の融資増加に現れている。

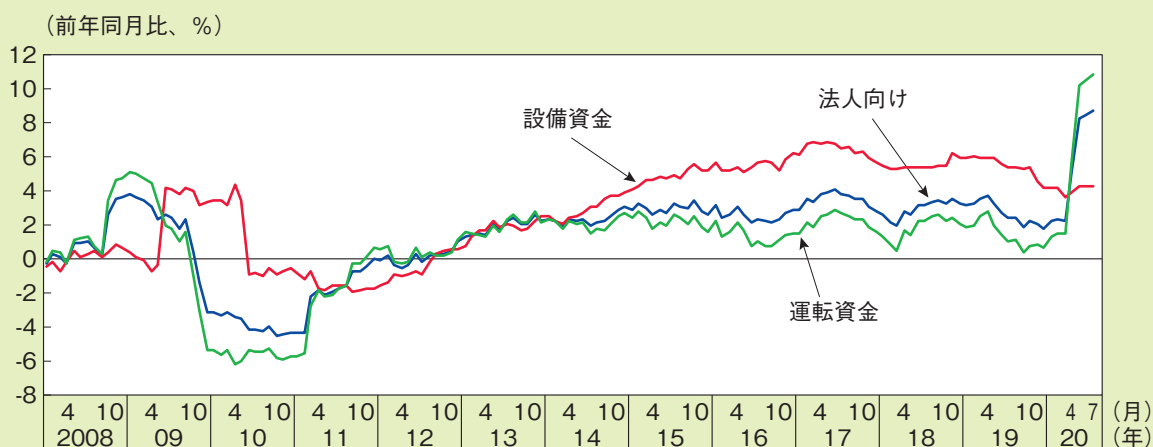
第1-2-17図 銀行貸出・社債・CP

事業環境の悪化や休業要請により運転資金需要が急増し、銀行貸出が急増

（1）銀行貸出残高と社債・CP発行残高

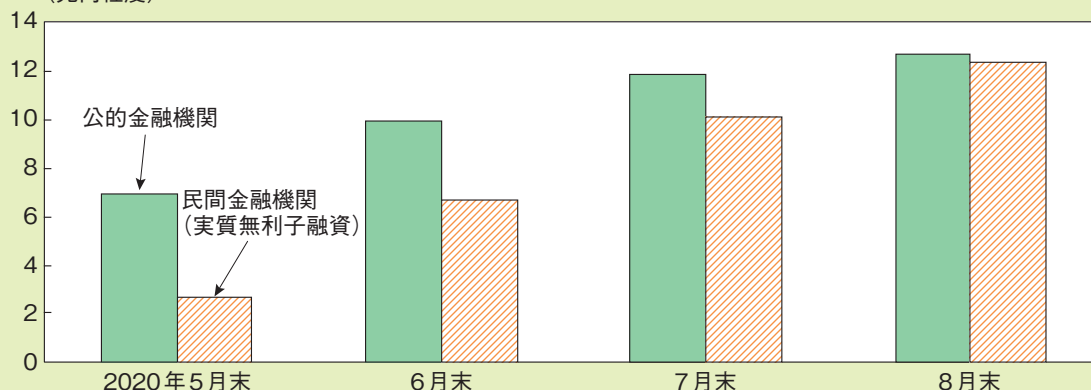


（2）銀行貸出動向（資金使途別）



(3) 公的金融機関等の資金繰り支援額（累積）

(兆円程度)



- (備考) 1. (1) は、日本銀行「貸出・預金動向」、証券保管振替機構により作成。社債は、普通社債及び資産担保型社債の合計。実質金額ベース（既償還分を差し引いたもの）。銀行貸出は、銀行計（都銀、地銀、地銀Ⅱの合計）の総貸出平残。
2. (2) は、日本銀行「現金・預金・貸出金」により作成。「運転資金」は、法人向け貸出金から「設備資金」を差し引いたもの。
3. (3) は、中小企業庁、財務省提供データにより作成。「公的金融機関」は、日本政策金融公庫（中小企業事業、国民生活事業、農林水産事業）及び商工中金。

●機動的な財政出動で経済を下支え、早期の成長軌道への回復が財政の持続性確保にも重要

感染症への対応策は金融支援だけでなく、家計や企業への直接的な資金移転（給付金）や公共投資といった需要喚起を伴う政府支出も含まれている（第1-2-18図）。特に、給付金は、家計や企業の支出増へと転じることで需要創出効果を発揮することが期待される。財政負担を伴う支出の増加は、先々の負担増になるものの、民間主体の対応余地を大きく超えた経済ショックによって将来の成長基盤を失いかねない危機に際しては、積極的な公的支援を行うことで、政府が保険機能を発揮することが求められる。

では、今回の積極的な財政運営によって政府債務はどうなるのだろうか。内閣府の中長期の経済財政に関する試算では先々の経済と財政の姿が描かれているが、ここでは過去の実績値と2020年7月の試算値を利用して、債務残高対GDP比が変化する要因について確認する。なお、ここでの債務残高とは、国民経済計算上の中央及び地方政府が保有するグロスの債務残高³²であり、政府や社会保障基金が保有する資産は含めていない。

債務残高対GDP比の前年差について、定義関係を利用すると、基礎的財政収支要因、利払費要因、GDPデフレーター（物価）要因、そして実質GDP成長率要因に分解できる。2020年度の債務残高対GDP比の前年差は23.2%ポイントの増加となっているが、このうち、基礎的財政収支要因によって12.8%ポイント、実質経済成長率要因によって9.9%ポイントが説明される（第1-2-19図）。また、物価要因は-0.9%と債務残高対GDP比を引き下げる要因となっている。これまでも、基礎的財政収支の赤字は債務残高が増加する主要因であり、そのコントロールは、引き続き、政策目標として重要である。しかし同時に、基礎的財政収支は歳入と歳出の差であり、歳入は名目経済成長率によっておおむね規定され、歳出は総需要の一部を

注 (32) 「中長期の経済財政に関する試算」における公債等残高とは定義が異なる。

構成して名目経済成長率を規定する要素である。基礎的財政収支要因の悪化拡大は、現下の危機対応による歳出増によって大きくなっている面もあり、これは早晚低下すると考えられるが、その際、直接的な給付から民需を引き出すワイズスペンディングと呼べる支出へと切り替えていくことが重要であり、規制改革等を合わせて講じていくことが求められる。また、歳入減は経済活動全般の低迷によって生じており、欠損金が翌期以降に繰り越されること等によって課税ベースが縮小すれば、回復には時間を要するかもしれない。したがって、デフレ状況に戻さないこと、自律的な成長経路への回帰を急ぐことは、財政健全化を図る前提である。

第1-2-18図 経済対策・補正予算の概要

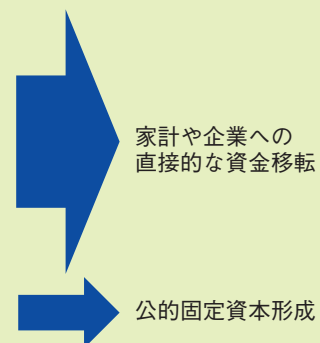
民間への直接的な資金移転や公共投資など、積極的な財政出動により需要を喚起

(1) 一般会計補正予算の内容・規模

	内容	追加歳出額
令和元年度 補正予算 (第1号) (2020年 1月30日 成立)	1. 災害からの復旧・復興と安全・安心の確保 2. 経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援 3. 未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上 4. その他の経費 5. 既定経費の減額 6. 地方交付税交付金	3.2兆円
令和2年度 補正予算 (第1号) (2020年 4月30日 成立)	1. 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策関係経費 (1) 感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発 (2) 雇用の維持と事業の継続 (3) 次の段階としての官民を挙げた経済活動の回復 (4) 強靱な経済構造の構築 (5) 新型コロナウイルス感染症対策予備費 2. 国債整理基金特別会計へ繰入	25.7兆円
令和2年度 補正予算 (第2号) (2020年 6月12日 成立)	1. 新型コロナウイルス感染症対策関係経費 (1) 雇用調整助成金の拡充等 (2) 資金繰り対応の強化 (3) 家賃支援給付金の創設 (4) 医療提供体制等の強化 (5) その他の支援 (6) 新型コロナウイルス感染症対策予備費 2. 国債整理基金特別会計へ繰入（利払費等） 3. 既定経費の減額（議員歳費）	31.9兆円

(2) 補正予算に係る主な政府支出の内容・規模

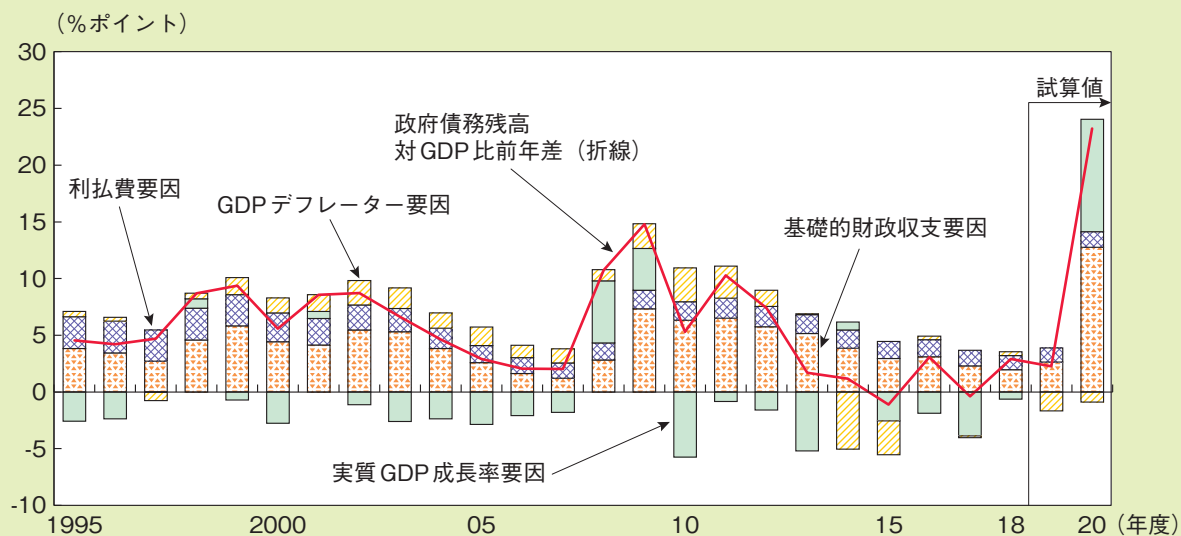
民間への主な給付金・助成金等		(兆円)
特別定額給付金		12.9
雇用調整助成金の拡充		1.6
持続化給付金		5.2
家賃支援給付金		2.0
緊急小口資金等の特例貸付		0.7
休業支援金		0.5
Go To キャンペーン		1.7
公共投資（公共事業関係費＋その他施設費）		2.3



(備考) 1. 内閣府、財務省資料により作成。
2. (2)の雇用調整助成金及び休業支援金は労働保険特別会計による措置分を含む。
また、持続化給付金及び緊急小口資金等の特例貸付は令和2年度予備費使用分（2020年8月7日閣議決定及び同年9月15日閣議決定）を含む。

第1-2-19図 国・地方の債務残高の寄与分解

2020年度には、政府の債務残高対GDP比は大幅に上昇する見込み



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「中長期の経済財政に関する試算」(2020年7月公表)により作成。
 なお、「中長期の経済財政に関する試算」は復旧・復興対策の経費及び財源の金額を含んだベースを使用。
2. 債務残高(GDP比)の変動については以下の式により要因分解した。

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = i_t \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} - g_t \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{PB_t}{Y_t}$$
 さらに名目GDPを実質GDPとGDPデフレーターに分解した。

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = i_t \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} - (rg_t + d_t) \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{PB_t}{Y_t}$$
 B: 債務残高、Y: 名目GDP、PB: 基礎的財政収支、i: 名目利子率(当期利払費/前期債務残高)
 g: 名目GDP成長率、rg: 実質GDP成長率、d: GDPデフレーター伸び率、
 利払費要因: 金利変動と債務残高変動の両方に起因する要因、
 基礎的財政収支要因: 国と地方の基礎的財政収支に起因する要因、
 実質GDP要因: 実質GDPの増減に起因する要因、
 GDPデフレーター要因: GDPデフレーターの増減に起因する要因。
3. 上記のような要因分解式を用いるため、債務残高系列は、以下のものを用いた。
 1994年度: 「国民経済計算」による国と地方の負債残高。
 1995年度～2018年度: 1994年度の値に、それ以降の「純貸出(+)/純借入(-)」の累積を加算した値。
 2019年度～2020年度: 2018年度の値に、それ以降の「中長期の経済財政に関する試算」の財政収支の累積を加算した値。

第3節 感染症の経済への影響と今次景気循環の検証

今回の感染症の経済的影響は、過去の感染症流行や自然災害、経済危機と比べても規模が大きく、様々な波及経路を通じて、我が国経済を下押ししたが、これは、2012年11月以降の景気拡張局面が終わったことも意味している。そこで本節では、2020年7月に景気基準日付上の暫定の山が設定された経緯を振り返りつつ、今次の景気循環局面の動きを検証する。

1 景気循環の局面判断とその指標

政府の景気判断である月例経済報告では、景気の基調は、2020年2月までは緩やかな回復が続いているとの判断を示してきた³³。しかし、最近発表された景気基準日付では、2018年10月が第16循環の暫定的な景気の山であったとされた。この景気基準日付は、景気動向指数研究会での議論を踏まえて内閣府経済社会総合研究所長が設定しているが、この局面判断と政府の景気判断の間には違いがある³⁴。ここでは、その違いの原因を探りつつ、景気の定義や見方、現行の景気動向指数の特徴、さらには異なる動きをする経済指標の動向について整理する。

● 2018年10月の景気の山の暫定設定と景気動向指数の課題

2020年7月30日に開催された第19回景気動向指数研究会では、景気の山の暫定設定等について議論が行われた。その場では、従来のルールに基づき、景気動向指数のCI一致指数の構成系列から作成されるヒストリカルDIの動きから、2018年10月を景気の山の候補とした上で、これが、「波及度」、「量的な変化」、「期間の長さ」の3つの判断基準を全て満たしていることが確認された³⁵。

一方、同研究会では2018年10月以降、2019年7－9月期頃までは、全体としての景気変動の方向性が見えにくい状況が一年近く継続するなど、これまでの景気循環とは異なる特徴がみられたことも確認された。確かに、CI一致指数と実質GDPの推移を重ねると、過去の景気循環では両者の動きはおおむね一致していたが、2018年10－12月期以降は、CI一致指数が低下を続けるなかで、実質GDPは2019年7－9月期まで増加しており、持続的なきらい離が生じている（第1－3－1図）。

注 (33) 政府の景気認識を示す「月例経済報告」では、2020年2月まで、海外経済の減速を背景に輸出を起点とする弱さはあるものの、景気全体としては緩やかな回復が続いているとの判断を示していた。

(34) 「景気動向指数研究会」とは、幅広い観点から景気転換点の設定や景気動向指数のパフォーマンス等について議論するため、経済社会総合研究所長の研究会として開催される有識者会議である。

(35) 景気の山判定方法は、次のとおり。CI一致指数の構成系列によるヒストリカルDIが50%を下回る（過半の系列が下降トレンドとなる）直前の月を山の候補とした上で、次の①～③の判断基準をすべて満たしているかを確認する。

①波及度：ヒストリカルDIが0%近傍まで下降したか

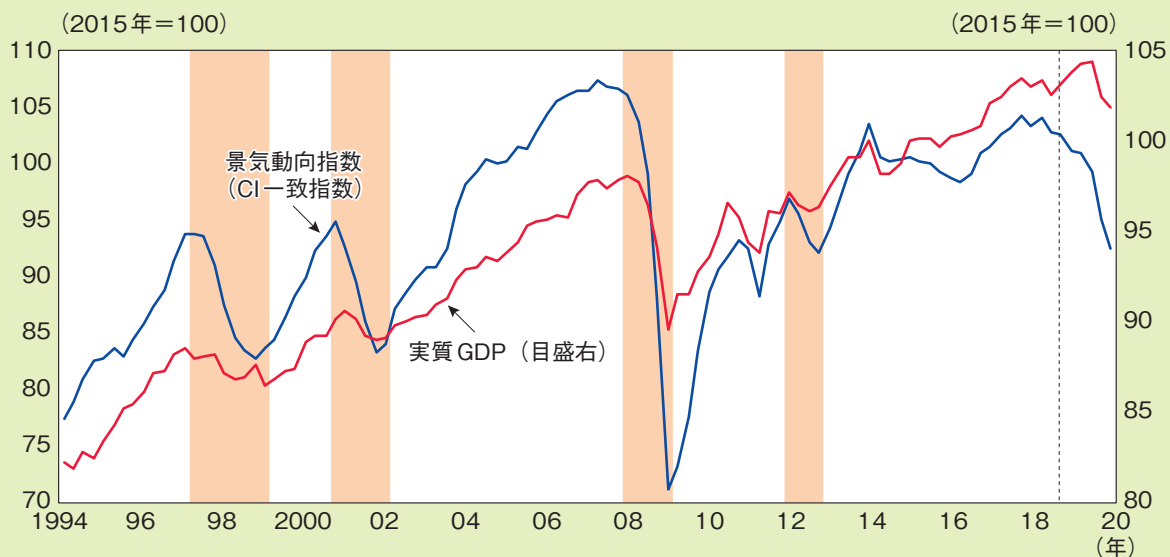
②量的な変化：CI一致指数の下降が過去の参照すべき後退局面のうち下降が小さかった例と同等以上か

③拡張・後退期間の長さ：1局面（谷から山、山から谷）が5か月以上、1循環（谷から谷、山から山）が15か月以上経過したか。

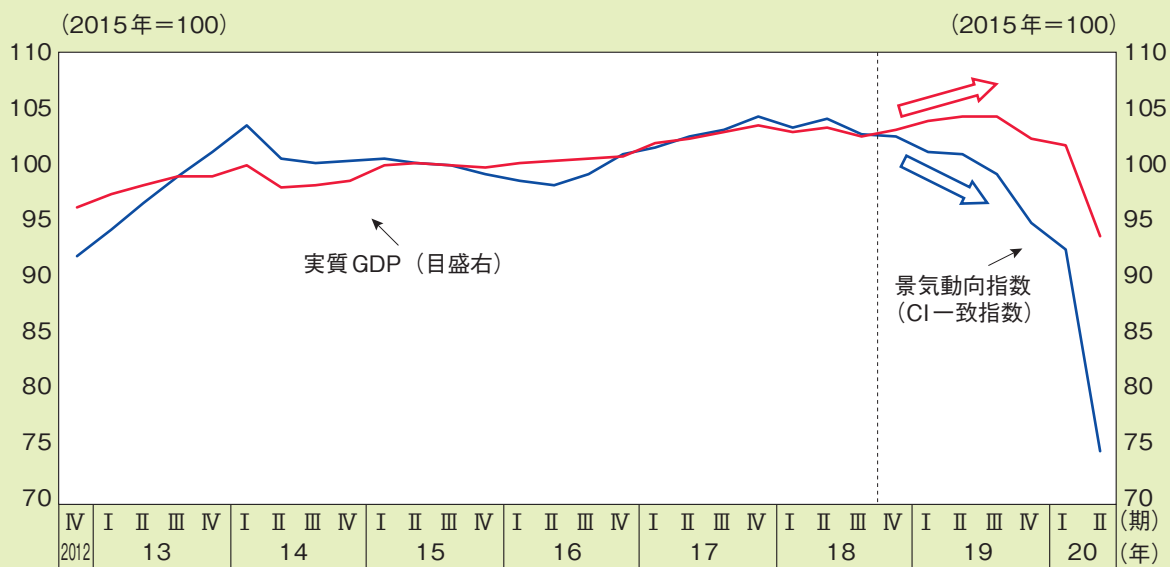
第1-3-1図 景気動向指数と実質GDP

過去の局面で概ね一致していた実質GDPとCIは、2018年後半以降乖離

(1) 長期時系列



(2) 第16循環 (2012年第4四半期以降)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「景気動向指数」により作成。
2. シャドーは景気後退期、破線は第16循環の景気の山 (暫定)。

こうした関連統計間での不整合な動きがみられるものの、同研究会においては、議論の結果として、景気の転換点の判定にあたり、「その手法に変更を加えたり、それとは異なる指標を重視したりすることは、判定の中立性や継続性を確保する観点から問題」であるとして、「従来から用いている手法に則り、ヒストリカルDIが示す2018年10月を、景気の暫定的な山に設定することが妥当」と結論付けた。ただし、研究会でも指摘されたCI一致指数と実質GDP等のかい離は、現行のCI一致指数が景気変動を捉えきれていない可能性を示唆している。そのため、同研究所では、景気の山の暫定設定と同時に、「同研究会で示された意見、問題意識等

を踏まえ、今後、同研究会委員等専門家の協力を得ながら、景気動向指数及び景気基準日付の判定手法の見直しについて検討を行っていく」ことも決定した（第1-3-2図）。

第1-3-2図 景気基準日付と内閣府経済社会総合研究所の対応

第16循環の暫定的な景気の山の後も、景気拡張局面の継続を示唆する動きが存在との指摘

(1) 景気基準日付

循環	谷（年／月）	山（年／月）	谷（年／月）	期間（か月）		
				拡張	後退	全循環
1		1951-6	51-10		4	
2	51-10	54-1	54-11	27	10	37
3	54-11	57-6	58-6	31（神武）	12	43
4	58-6	61-12	62-10	42（岩戸）	10	52
5	62-10	64-10	65-10	24	12	36
6	65-10	70-7	71-12	57（いざなぎ）	17	74
7	71-12	73-11	75-3	23	16	39
8	75-3	77-1	77-10	22	9	31
9	77-10	80-2	83-2	28	36	64
10	83-2	85-6	86-11	28	17	45
11	86-11	91-2	93-10	51（バブル）	32	83
12	93-10	97-5	99-1	43	20	63
13	99-1	2000-11	02-1	22	14	36
14	02-1	08-2	09-3	73	13	86
15	09-3	12-3	12-11	36	8	44
16	12-11	18/10（暫定）		71		
第2～第15 循環の平均				38.5	16.1	52.4

(2) 第19回景気動向指数研究会を受けた内閣府経済社会総合研究所における対応（2020年7月30日）

1. 経済社会総合研究所は、第19回景気動向指数研究会における合意に従い、第16循環の景気の山を2018年10月と暫定的に設定することとする。ただし、今回の景気の山の設定にあたっては、以下の点について十分に留意する。
 - ・今回設定した景気の山の後も、景気後退局面に入ったことを示唆する動きと、景気拡張局面の継続を示唆する動きがともに存在していたこと。
 - ・今回の景気の山は景気変動が緩やかな中での判定となったため、景気の山を挟んで、その前後の経済状態が著しく変化していたわけではないこと。逆に、同じ景気後退局面の中にあっても、当初の緩やかな動きをしていた局面と、新型コロナウイルス感染拡大に伴い大幅に悪化した局面とは、その内容も背景も大きく異なっていたこと。
2. （略）
3. さらに、同研究会で示された意見、問題意識等を踏まえ、今後、同研究会委員等専門家の協力を得ながら、景気動向指数及び景気基準日付の判定手法の見直しについて検討を行っていくこととする。

（備考）内閣府経済社会総合研究所資料「第19回景気動向指数研究会について（概要）」、「第19回景気動向指数研究会を受けた経済社会総合研究所における対応」等により作成。

●景気を測る物差しは一様ではない

今回の景気基準日付の決定は、景気を量的に観測することの難しさを物語っている。そもそも観測対象である景気とは何か。この点を押さえておくことは、今後の景気動向指数の見直しを進める上でも有益だろう。一般的な経済用語の辞書によると、景気とは、「経済の生産、売上、在庫、

価格、利益、雇用などの多くの分野にわたって、同じように上昇したり下降したりする状況」と定義される³⁶。すなわち、経済の多分野における共通変動が景気変動である。こうした見方は、アメリカの景気基準日付を定めているNBER³⁷も念頭に置いており、その点については我が国も同様である。同機関は景気後退の定義を示しているが、それによると、「経済活動の顕著な落ち込みが経済全体に広がって数か月継続し、実質GDP、実質所得、就業者数、鉱工業生産、卸小売販売において顕在化する」とされている。また、同機関は、景気基準日付を決定するに当たっては、経済全体に渡る経済活動の指標を重視するとし、中でも実質GDPを総合的な経済活動をみるただ一つの最良の指標とみなし、さらに、四半期指標である実質GDPに加え、月次指標では、①実質可処分所得、②雇用者数、③鉱工業生産、④卸小売販売量を重視するとしている³⁸。

こうしたNBERが重視する経済指標を一つの参考として、我が国の景気局面を確認しよう。そのためには、アメリカのコンファレンスボードが作成している我が国の景気一致指標（coincident economic index）を参照することが便利である。その理由は、同指標の構成系列がNBERが重視する経済指標に沿って選定されているからである。内閣府経済社会総合研究所のCI一致指数（以下「ESRI型CI」という。）と、コンファレンスボードの景気一致指標（以下「CB型CI」という。）を比較すると、構成系列の割合は、ESRI型CIが、供給面40%、雇用・所得面30%、需要・販売面30%、CB型CIは、供給面25%、雇用・所得面50%、需要・販売面25%となっている（第1-3-3表）。すなわち、ESRI型CIは供給面のウェイトが大きく、その四つの指標がいずれも財の生産・出荷に関するものであるため、言い換えれば、製造業の動きを示す指標のウェイトが大きいといえる。また、CB型CIは、全産業をカバーする雇用・所得面のウェイトが大きい。さらに、雇用・所得面の系列をみると、ESRI型CIは、所定外労働時間、営業利益、有効求人倍率と、生産活動の変動を敏感に捉える限界的な系列を揃えているのに対し、CB型CIは、就業者数に実質賃金と、マクロの所得を分解した形となっていることも特徴的である。

次に、異なる構成系列を持つ2つのCIが、指数の動きとしてどのような違いを持つのか確認しよう³⁹（第1-3-4図（1））。まず2つのCIと実質GDPの動向を併せみると、今次の景気循環では、CB型CIの方が、ESRI型CIよりも実質GDPと整合的に推移している。特に、景気の山（暫定）である2018年10月以降、ESRI型CIが低下を続ける一方、CB型CIは2019年7-9月期まで底堅く推移するという違いがある。同年10-12月期以降は、いずれのCIも低下している。

注

(36) 金森久雄・荒憲治郎・森口親司（2013）を参照。

(37) NBER（National Bureau of Economic Research）は、アメリカの民間非営利機関。2020年6月8日にも、同国が同年2月（四半期では2019年10-12月期）に景気の山を迎え、それ以降、景気後退局面にあることを発表した（<https://www.nber.org/cycles/june2020.html>）。今回のアメリカの景気の局面判定は通常よりも早く行われたが、NBERはその理由を景気変動の大きさと拡がりによると説明している。

(38) NBER景気日付決定委員会の公表資料による（http://www.nber.org/cycles/recessions_faq.html, <https://www.nber.org/cycles/jan2003.html>）。

(39) ここでは、コンファレンスボードの景気一致指標と同じ構成系列（就業者数、実質定期給与、生産指数（鉱工業）、小売・卸売・製造業実質売上高の4系列）を合成することで、CB型CIを作成した。

第1-3-3表 景気動向指数の構成系列の比較

ESRI型CIはCB型に比べ雇用・所得面の指標のウェイトが小さい

	分類	ESRI型CI (内閣府経済社会総合研究所) [構成系列：計10指標]	CB型CI (アメリカ・コンファレンスボード) [構成系列：計4指標]
構成系列	供給面	- 生産指数（鉱工業） - 鉱工業用生産財出荷指数 - 耐久消費財出荷指数 - 投資財出荷指数 (4/10指標、40%)	生産指数（鉱工業） (1/4指標、25%)
	雇用・所得面	- 所定外労働時間指数 - 営業利益 - 有効求人倍率（除学卒） (3/10指標、30%)	- 就業者数 - 実質定期給与 (2/4指標、50%)
	需要・販売面	- 商業販売額（小売業） - 商業販売額（卸売業） - 輸出数量指数 (3/10指標、30%)	小売・卸売・製造業実質売上高 (1/4指標、25%)

(備考) 1. 内閣府「景気動向指数」、アメリカ・コンファレンスボードにより作成。

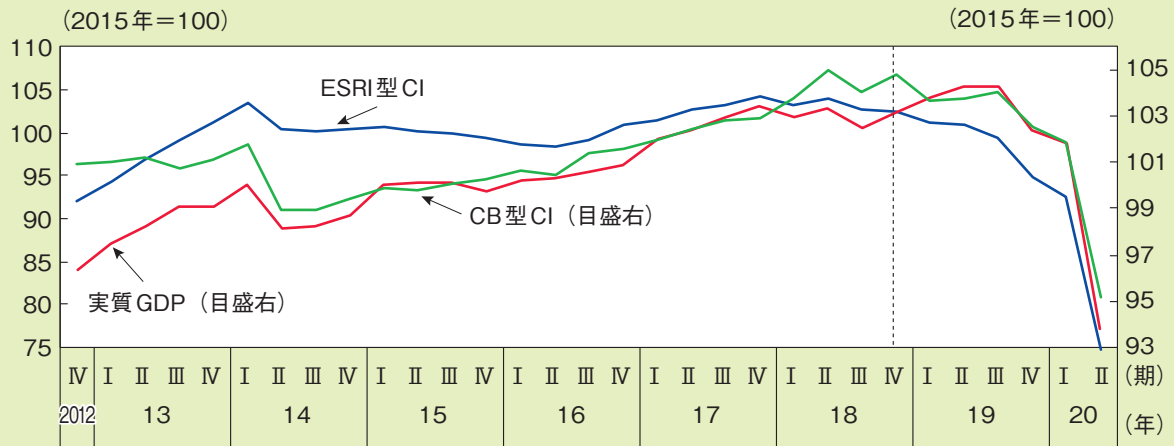
2. ESRI型CIは、内閣府経済社会総合研究所が公表しているCI一致指数を指す。また、CB型CIはアメリカ・コンファレンスボードが公表している日本のCI一致指数（coincident economic index）を指す。

両者の違いをヒストリカルDIでみるとどうだろうか。ESRI型CIの構成系列によるヒストリカルDIは、研究会でも取り上げられたとおり、2018年11月に50%を下回り（過半の系列が下降トレンド）、その後、2019年6月には0%に到達した。これにより景気後退の動きが広範囲に波及したとみなされ、50%を下回る直前の月である2018年10月が景気の山とされた（第1-3-4図（2））。一方、CB型CIの構成系列によるヒストリカルDIでは、水準が50%を下回った時期は、ESRI型よりも1年程度遅く2019年10月であり、かつ2019年12月までは40%の水準を維持していた⁴⁰。40%のヒストリカルDIであれば、景気後退の動きが経済の広範囲に波及したとはみなされない。しかしながら、その後は、感染症の影響により、CB型のヒストリカルDIも2020年1月以降は20%に低下した（第1-3-4図（3））。なお、2つのヒストリカルDIの過去の推移をみると、2001年頃及び2008年頃の景気後退については同じような動きを示しており、両者にかい離はみられない。他方、2012年頃の景気後退については、CB型では2011年3月の東日本大震災による景気の下押しから2012年半ばにかけて緩やかに上昇する姿となっており、ここでも動きに違いが生じている。

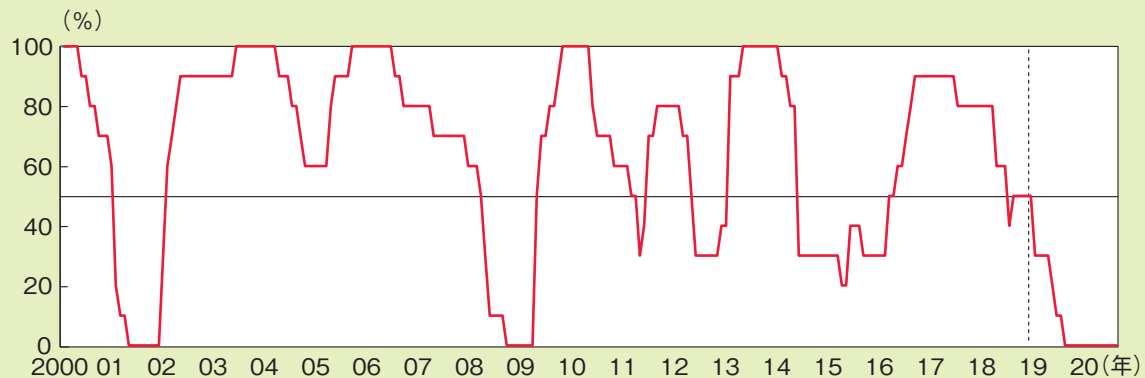
注 (40) CB型のヒストリカルDIの場合には実質GDPを加えた5系列で算出されているため、実質GDPの動きに左右されやすい。

第1-3-4図 CIのパフォーマンス比較

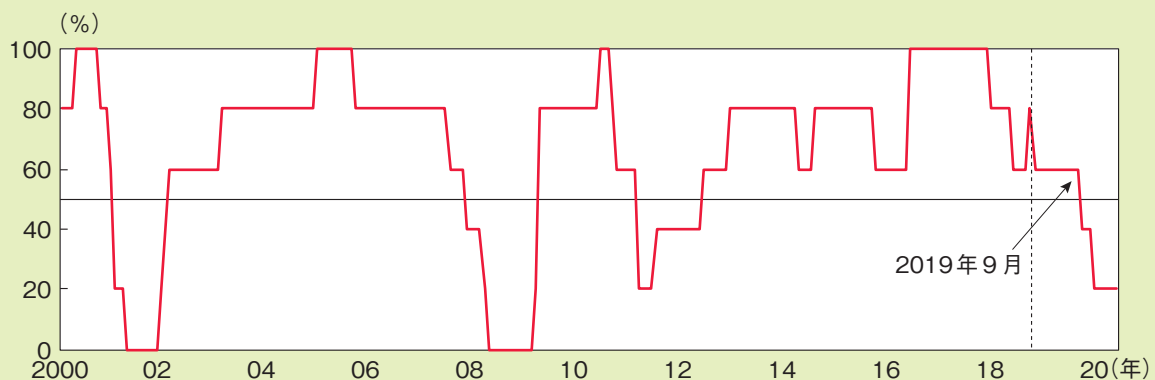
CB型CIはESRI型よりも今次局面では実質GDPと整合的な動き
 CB型CIの構成系列によるヒストリカルDIが50を下回るのは2019年10月以降
 (1) 2つのCIの比較 (ESRI型とCB型)



(2) ESRI型CIの構成系列によるヒストリカルDI



(3) CB型CIの構成系列によるヒストリカルDI



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「景気動向指数」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、経済産業省「鉱工業指数」、「商業動態統計」、日本銀行「企業物価指数」により作成。
2. 破線は、第16循環の景気の山（暫定）。
3. ESRI型CIとは、内閣府経済社会総合研究所が公表している景気動向指数（CI一致指数）。CB型CIとは、アメリカ・コンファレンスボードが採用している構成系列に基づき内閣府にて推計したもの。
4. ESRI型CIの構成系列によるヒストリカルDIは、CIを構成する9系列に輸出数量指数を加えた10系列で計算されている。CB型CIの構成系列によるヒストリカルDIは、アメリカ・コンファレンスボードの方針に沿って、CIを構成する4系列に実質GDPを加えた5系列で試算している。

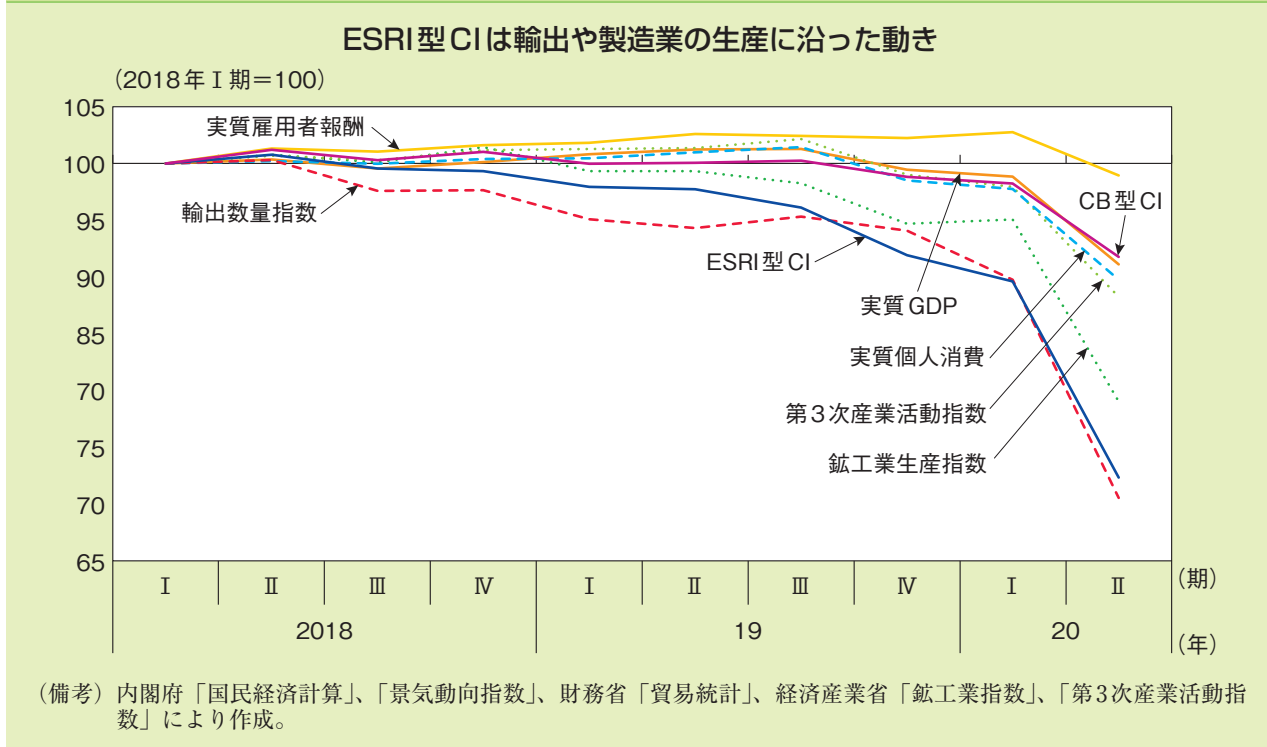
● CIの動きは構成系列によって大きく左右される

このように、今次の景気循環においては、構成系列の選択によって景気動向指数の示す景気変動の姿は大きく変わることがわかった。次に、この違いを生み出した要因を探るべく、2018年以降の2つのCIと主要なマクロ経済指標の動きを確認しよう（第1-3-5図）。

2018年後半以降、海外経済が減速するなかで、輸出数量指数とその影響を受けやすい製造業の生産（鉱工業生産指数）は低下しており、製造業の動きを示す指標のウェイトが高いESRI型CIはこれらの動きに沿ったものとなっている（再掲第1-3-3表）。一方、この間も、雇用者報酬は底堅く推移し、その下で、個人消費や、さらにはその影響を受けやすい非製造業の生産（第3次産業活動指数）は、2019年7-9月期まで増勢を維持していた。このように、2018年後半以降の我が国経済は、外需が弱く内需が堅調、製造業の生産が弱く非製造業の生産が堅調というデカップリングの状態に長らくあったが、経済全体の動きを示す実質GDPは、内需の強さが外需の弱さを上回ったことで、2019年7-9月期まで増加傾向で推移した。CB型CIは、こうした実質GDPの動きにより連動したものとなっている。

過去の景気循環においては、ESRI型CIが敏感に捉えている外需や製造業の弱さは、内需や非製造業への波及し、実質GDPもほどなく減少に転じていたため、両者は連動していた。また、早めに景気変動の転換点を見極められる系列を重視することには妥当性もあったが、今次の景気局面では従来のパターンが当てはまらず、実質GDPとESRI型CIのかい離を生む要因となった。このことは、第16循環の景気拡張局面において、経済変動の波及メカニズムに何らかの構造的な変化が起こっていたことを示唆している。詳しくは次項で記すが、ここまでの検証によ

第1-3-5図 CIと主要なマクロ経済指標の動き



り、次の3点について指摘することができる。第一に、景気判断において景気動向指数は有益なツールであるが、その動きは構成系列によって大きく左右されることから、より幅広い指標を観察する必要がある。第二に、より広い指標を観察する必要があるものの、過去から現在までの景気変動を一貫して捉えるためには、供給面、雇用・所得面、需要面といったグループごとに、その変動を十分に捉えることのできる代表性と、循環変動を的確に反映できる頑健性を持った指標によって景気動向指数を構成することが必要である。第三に、経済の全体的な動向を捉えるという面からは、系列の選定を行う際に、実質GDPとの連動性の高さは一つの検証事項となり得る。今後の景気動向指数の見直しに当たっては、こうした点を踏まえることが重要である。

2 今次景気局面での経済の構造変化

前項において、過去の景気循環ではみられなかった景気動向指数と実質GDPの動きの乖離が2018年後半以降にみられたこと、また、その直接の原因は長期化した内需と外需（あるいは製造業と非製造業）のデカップリングにあったこと、さらに、こうしたデカップリングの長期化をもたらした経済の構造変化が今次景気局面では生じていたことに触れた。本項では、その構造変化の内容について点検する。

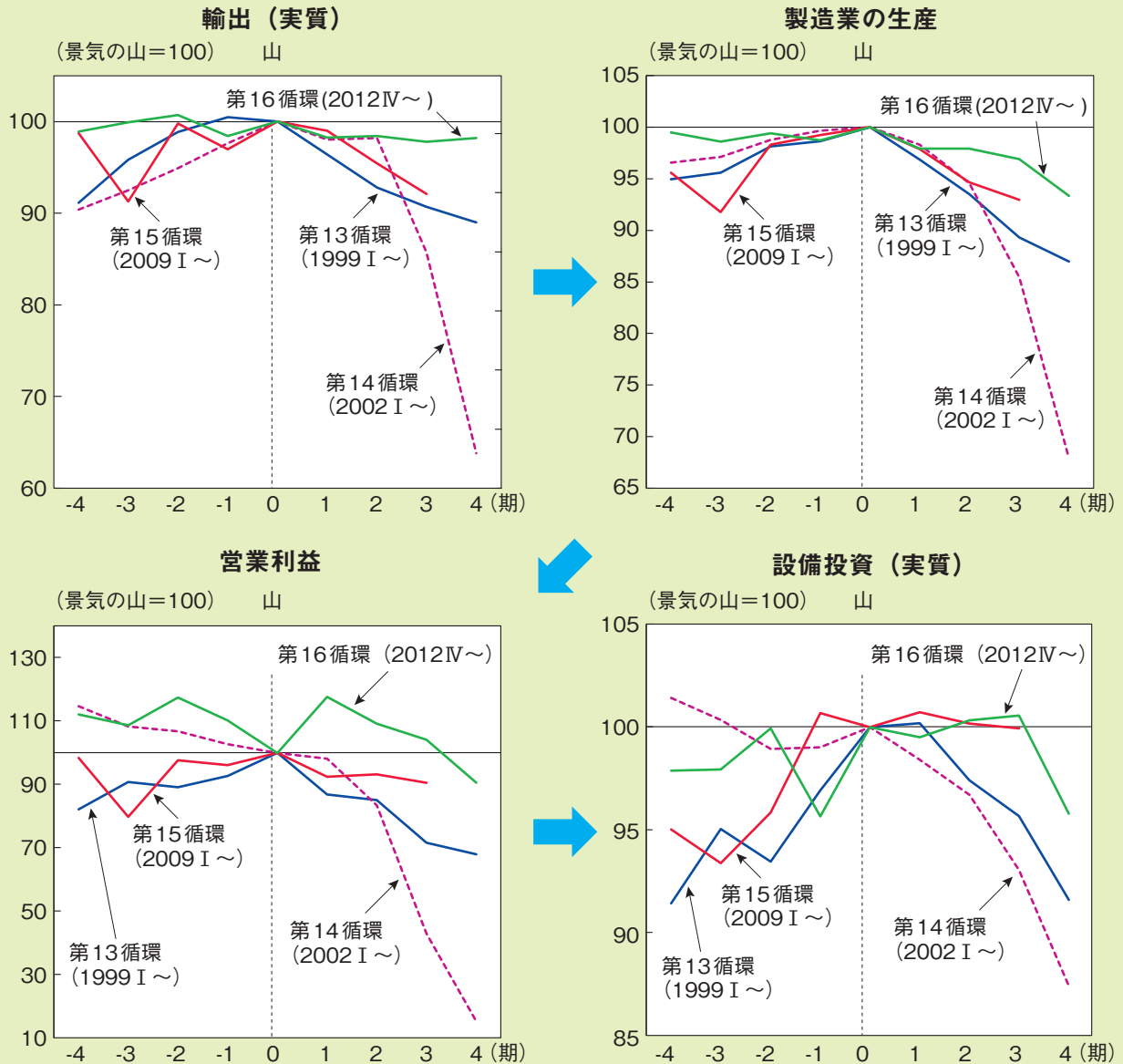
●長期的なデカップリングを生じさせた背景に外需の減少ペースの緩やかさ

はじめに、内需と外需のデカップリングがなぜ長期化したかについて考察する。通常、外需の弱さは、輸出減少を通じて、生産を減少させるとともに企業収益を悪化させ、設備投資の下押し要因となり得る。また、生産や企業収益の減少が起これば、雇用や賃金への悪影響を通じて個人消費も下押しされかねない。ところが、2018年後半以降、感染症の影響を受ける前の2020年初めまで、我が国経済は、外需が振るわないなかで、内需は、2019年10月の消費税率引上げ等に伴う振れを伴いながらも、緩やかな持ち直しを続けた。これを可能にした今次景気循環（第16循環）の特徴を過去の景気循環との比較で詳しくみてみよう。

ここでは、今回と過去3回の景気循環について、それぞれの景気の山を基準期として指数化し、基準期前後1年間の動向を比較する。まず、企業部門について確認すると、以下の特徴が指摘できる（第1-3-6図）。第一に、今回の循環は過去と比べ、景気の山以降、4四半期が経過する（2019年10-12月期）までの間、輸出の下落ペースが緩やかなものにとどまっていた。アメリカのITバブル崩壊や、リーマンショックといった需要を急激に縮小させる経済ショックに見舞われた第13循環や第14循環とは対照的である。第二に、輸出の影響を受けやすい製造業生産の減少も、過去の動きと比べれば緩やかなものにとどまり、企業収益（営業利益）も底堅く推移していた。過去の景気循環では、輸出の減少が、生産を減少（＝設備稼働率を低下）させるとともに企業収益を下押しすることで、設備投資の抑制につながっていた。しかし、今回の局面では、企業収益に余り波及しなかったことで、設備投資は、景気の山の後も2019年7-9月期まで増勢を維持していた。

第1-3-6図 企業を巡る経済の循環

今次景気循環では、景気の山の後も営業利益が堅調、設備投資も底堅い動き



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」により作成。

2. 「製造業の生産」は鉱工業生産による。

3. 各景気循環において景気の山を100として指数化（四半期データ）。ここでは景気の谷までを当該景気循環の期間としている。各循環の山とその後の谷は次のとおり。

第13循環：(山) 2000Ⅳ、(谷) 2002Ⅰ

第14循環：(山) 2008Ⅰ、(谷) 2009Ⅰ

第15循環：(山) 2012Ⅰ、(谷) 2012Ⅳ

第16循環：(山) 2018Ⅳ(暫定)

●国内では需要・供給・分配を巡る自律性の高い循環が存在

同様に、家計部門について確認すると、次の特徴が指摘できる（第1-3-7図）。第一に、雇用の前提となる生産活動は、輸出の影響を受けやすい製造業の生産（鉱工業生産）の減少ペースが緩やかなものにとどまる一方、非製造業の生産活動は2019年7-9月期まで緩やかな増加を続けていた。非製造業は相対的に海外経済の影響を受けにくいだが、第13循環時には景気の山から1四半期後から、第14循環時には景気の山の直後から、活動指数は低下していた。こうした非製造業の増勢継続は企業収益の底堅さにも寄与した。第二に、雇用吸収力のある非製造業の生産活動指数が上昇する中で、今回は雇用者数の増加が続いており、その結果、雇用者報酬の増加も続いた。過去の循環では、例えば、第13循環では、生産の低下に伴い雇用者数も減少していた。また、景気後退期間が短く、雇用者数が減少しなかった第14循環でも、雇用者報酬は減少していた。第三に、こうした雇用者報酬の動きが支えとなり、今回の個人消費は、景気の山の後も1年間にわたって持ち直しの動きが続いた。過去の循環では、例えば、第13循環では、当初は個人消費も増加していたが、雇用者報酬が減少するなかで減少に転じた。

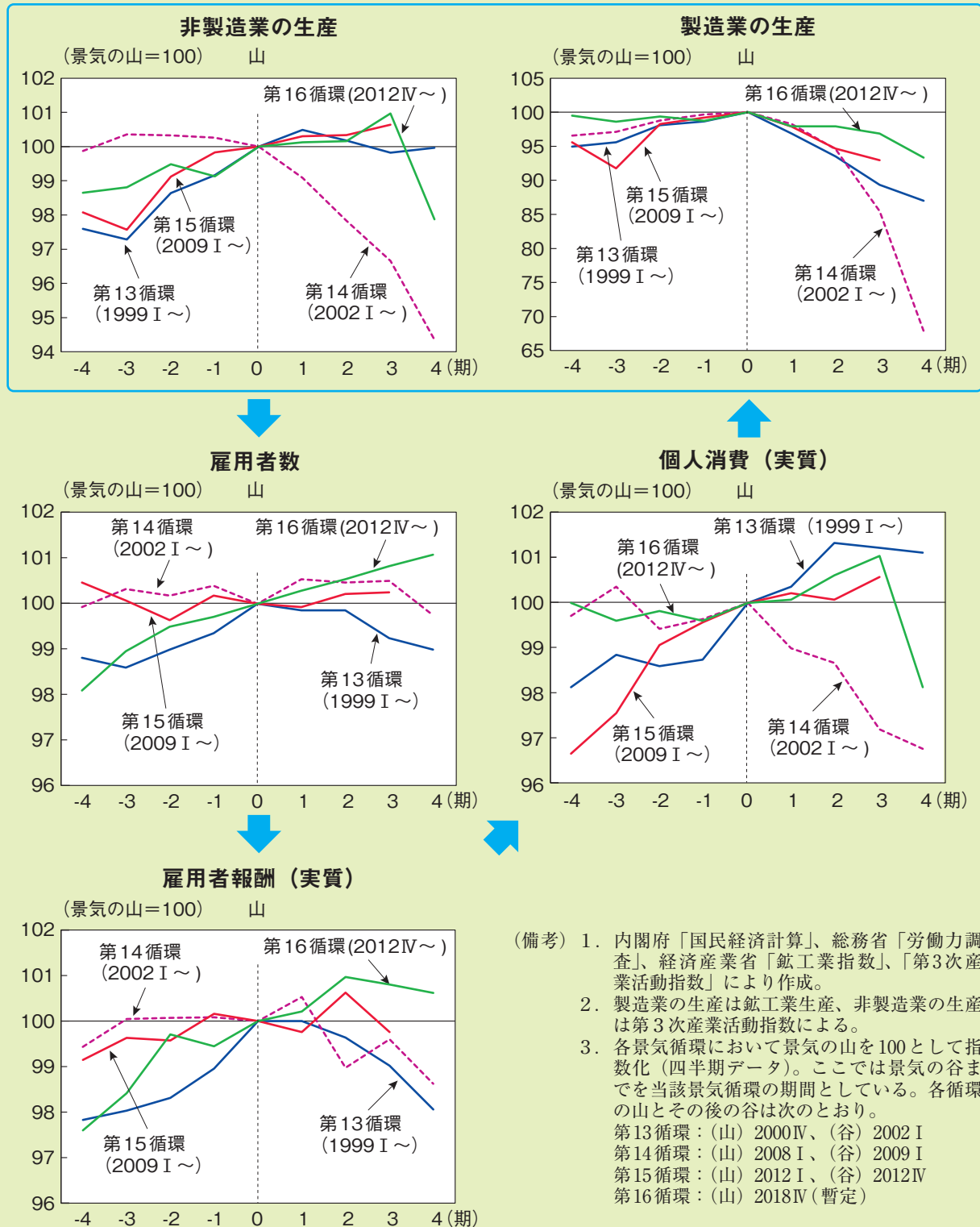
以上を踏まえると、第一に、外需の減少ペースが景気を一気に冷え込ませるような急激なものではなかったこと、第二に、外需の影響を受けにくい非製造業の堅調さが企業収益や雇用・所得環境といった我が国のファンダメンタルズを支えていたこと、が指摘できる。非製造業の堅調さが雇用・所得環境の改善をもたらし、雇用・所得環境の改善が個人消費を支え、そして個人消費の底堅さが非製造業を中心に生産を支えるという、自律的な経済の好循環が機能していた面がうかがえる。

●自律性の高い循環を生み出した労働参加の拡大

こうした自律性の高い経済循環を支えたのは、就業者数の増加である。我が国は人口減少局面に入っており、15歳以上人口も減少しているが、2012年以降、消費需要が底堅いなか、人手不足の状況下で、労働参加率が上昇することで就業者数は増加してきた（第1-3-8図（1））。労働参加率は、感染症の影響を受ける前の2020年初めまで上昇を続けた。就業者数の増減を性別・年齢階層別にみると、64歳以下の男性就業者は、専ら該当する人口数の減少により、増加していない。それに対し、64歳以下の女性就業者は、男性と同様に該当する人口数は減少しているが、労働参加率の上昇によって増加している。また、男女あわせた高齢（65歳以上）の就業者は、人口数が増加しているだけでなく、労働参加率の上昇により増加している（第1-3-8図（2））。

第1-3-7図 家計を巡る経済の循環

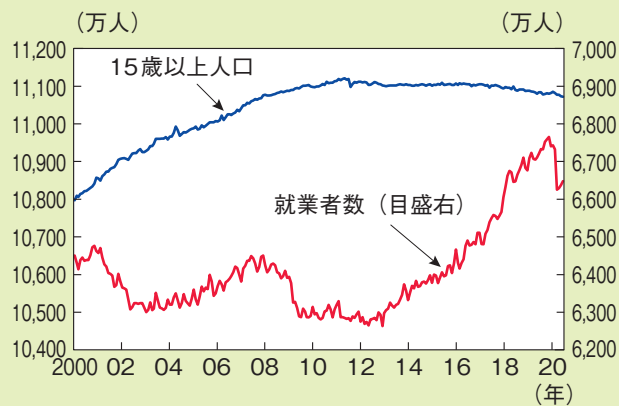
今次景気循環では、景気の山の後も、雇用者報酬が増加するなかで、個人消費も増加



第1-3-8図 就業者数の増減要因の分解

人口減少が進むなか、女性や高齢者を中心に労働参加率が上昇する形で就業者数が増加

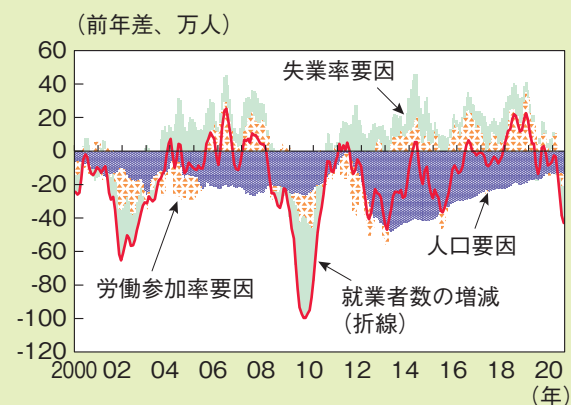
(1) 15歳以上人口、就業者数



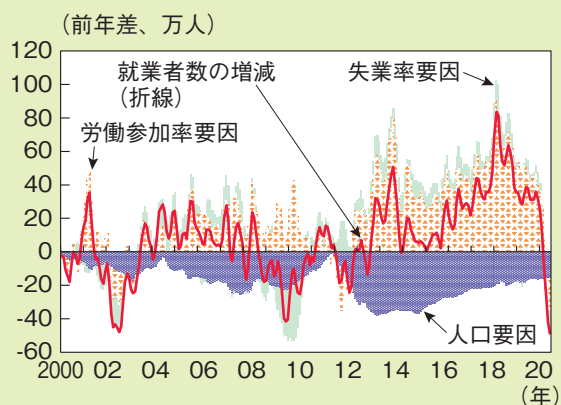
(2) 労働参加率



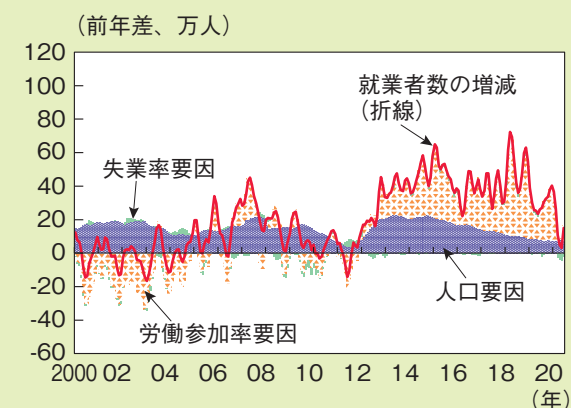
(3) 男性（15～64歳）就業者数の増減要因



(4) 女性（15～64歳）就業者数の増減要因



(5) 高齢者（男性・女性65歳以上）の増減要因



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」により作成。

2. (3)～(5)は次式により計算。

$$\Delta E = \underbrace{\Delta P \times \left(\frac{L_{t-1}}{P_{t-1}} \right) \times (1 - U_{t-1} / L_{t-1})}_{\text{人口要因}} + \underbrace{P_t \times \Delta L / P \times (1 - U_{t-1} / L_{t-1})}_{\text{労働参加率要因}} + \underbrace{P_t \times (L_t / P_t) \times (-\Delta U / L)}_{\text{失業率要因}}$$

E：就業者数、P：人口、L：労働力人口、U：失業者数 ただし、 $\Delta L = L_t - L_{t-1}$ 、後方3か月移動平均。

●第16循環は人口減少局面での経済成長の一つのモデルを示す

こうした女性や高齢者の就業者が増加したことは、一国全体の所得の増加につながる。景気拡張局面ごとの実質雇用者報酬の平均伸び率を比較すると、2000年以降の景気循環では、今回は第13循環と並んで高い伸びを示している（第1-3-9図（1））。今次の景気拡張局面が、第13循環と異なり人口減少局面であったにもかかわらず、また、消費税率の引上げが2回実施され、物価上昇も相応に起こっているにもかかわらず、実質雇用者報酬は相対的に高い伸びを示したことになる。

また、女性や高齢者の就業者が、外需の影響を受けにくい非製造業において増加したことは、結果として、海外経済が減速するなかでの雇用・所得面の安定的な成長をもたらした面もある。64歳以下の女性の就業は、高齢化が進む中で医療・福祉が雇用の受け皿となっており（第1-3-9図（2））、高齢者の就業は、それまでの職務経験で培ったスキルに基づいて就労することが多いと考えられることから、幅広い業種が受け皿となっている様子がうかがえる。（第1-3-9図（3））。

さらに、今次の景気循環局面は、15歳以上人口が減少していたこともあり、成長に伴う人手不足の程度も大きかった。これまで労働参加率の低かった女性や高齢者の就労を促進する企業や政府の取組による後押しもあり、新たに労働市場に参入する者が増えるという構造変化が生じていた。こうした新たな労働力は非製造業を中心に就労し、そのことが、海外経済減速の中でも、所得、消費、生産、雇用増、そして再び所得増へとつながる自律性の高い好循環をもたらしたと考えられる。

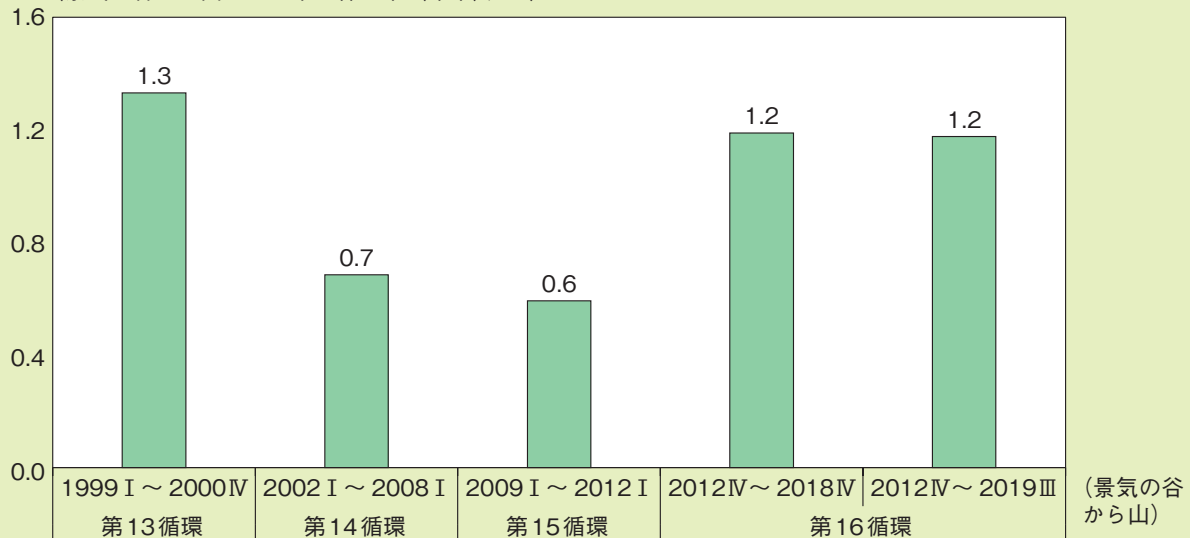
現在までのところ、我が国経済は感染症の影響により厳しい状況に置かれているものの、4、5月の緊急事態宣言が解除されて以降は、個人消費を中心に持ち直している。海外経済の改善に伴う輸出の増加から生産と雇用へのプラスの効果を期待しつつも、世界的な感染症の動きによる不確実性が高いことから、当面、内需主導による回復を目指すことが現実的である。それが可能となるかどうかは、感染症の影響が顕在化する前までにみられていた、こうした自律的な循環を再び取り戻せるかどうかにかかっている。

第1-3-9図 雇用者報酬の伸びと業種別就業者数の変化

労働参加の拡大はマクロの所得の増大に結びつく
 今次回復局面で増加した女性や高齢者の就業者は多くが非製造業に就業

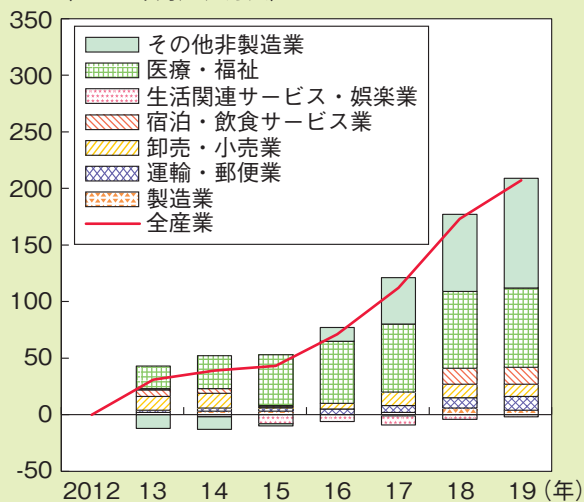
(1) 実質雇用者報酬の平均伸び率（景気循環別）

（景気の谷から山までの平均伸び率（年率）、％）



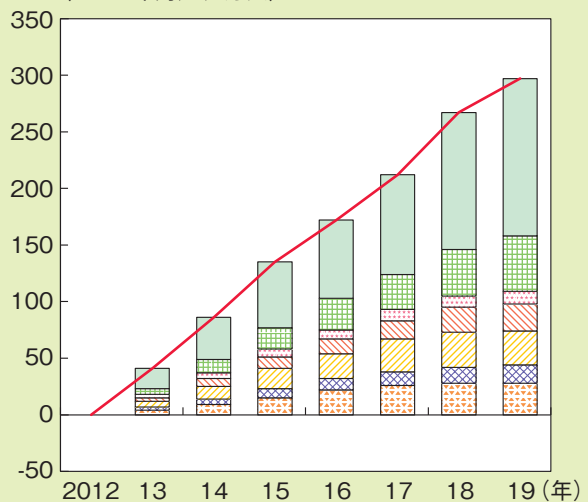
(2) 女性（15～64歳）の業種別就業者数の変化

（2012年対比、万人）



(3) 高齢者の業種別就業者数の変化

（2012年対比、万人）



（備考）1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」により作成。

2. (1) は各景気循環の谷から山までの実質雇用者報酬（四半期）の平均伸び率（年率）。ただし、第16循環は、2018年第4四半期を山とするケースと、2019年第3四半期を山とするケースの両方を掲載。

第4節 本章のまとめ

本章では、最初にGDP統計を用いて最近の経済全体の動きを概観した上で、家計部門、企業部門、対外経済活動の3つの側面から、感染症の拡がりによって下押しされた状況を確認した。我が国経済は、感染症対策として要請した自粛等の影響により、個人消費を中心とした大幅な内需の減少と、より強制力のある感染症対策を実施した諸外国への輸出の大幅な減少により、これまでにない厳しい状況に陥った。しかし、全体としては、4、5月を底として持ち直しの動きがみられており、経済活動を引き上げていく局面に入っている。政策支援の効果もあって、消費は大きく反転したが、感染症患者数の増加がマインドや行動抑制へとつながり、需要の下振れが顕在化するリスクは小さくない。同様のことは輸出にも当てはまり、諸外国における感染動向とそれに対する防疫措置が、我が国に与える影響には十分留意する必要がある。

こうした需給の緩みは世界中で生じており、当面はデフレ圧力の顕在化に注意を払う必要がある。実際、企業の予想物価は下振れしており、今後、需要回復のテンポが鈍化すれば、物価には下押し圧力が高まることになる。他方、需要の弱さは設備投資にも影響し、投資不足が長引けば、潜在成長力が低下することになる。潜在成長力の低下は、短期的なデフレリスクを緩和するものの、それは豊かさの喪失であり、中長期の成長経路が下振れするという、より深刻なリスクの顕在化を意味している。したがって、早急に「新たな日常」を構築するために求められる投資を促進し、同時に、感染防止を図りながら需要の顕在化、回復を図ることが極めて重要になっている。

本章の最終節では、2012年11月から始まった大型の景気拡張局面が終わったことを受けて、景気動向を把握するポイントや今次の循環にみられた特徴について分析した。その結果、我が国においては、これまで以上に雇用者数の増減が景気変動に影響していることが明らかになり、雇用構造の変化が外生的な経済ショックへの頑健さを生み出しつつ、自律性の高い生産、所得、消費の循環を形作っていたことを示した。当面、感染症の影響は残るものの、経済活動との両立を図ることが必要であり、外需の持ち直しに期待しつつも、内需を持ち上げていくことが自律的な循環を再び取り戻すためにも必要である。特に、ソフトウェアやIT投資、人的投資を促すことで生産性の高い供給体制を構築し、同時に、感染防止策を講じる下において需要を十分発現させることが出来れば、再び自律性の高い経済成長軌道へ復することは可能である。