

## 第一生命経済研究所レポート selection

2020 年 9 月 23 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2020 年 9 月以降の市場環境見通し  
～有効なワクチン普及までは政策のつながりが不可欠～

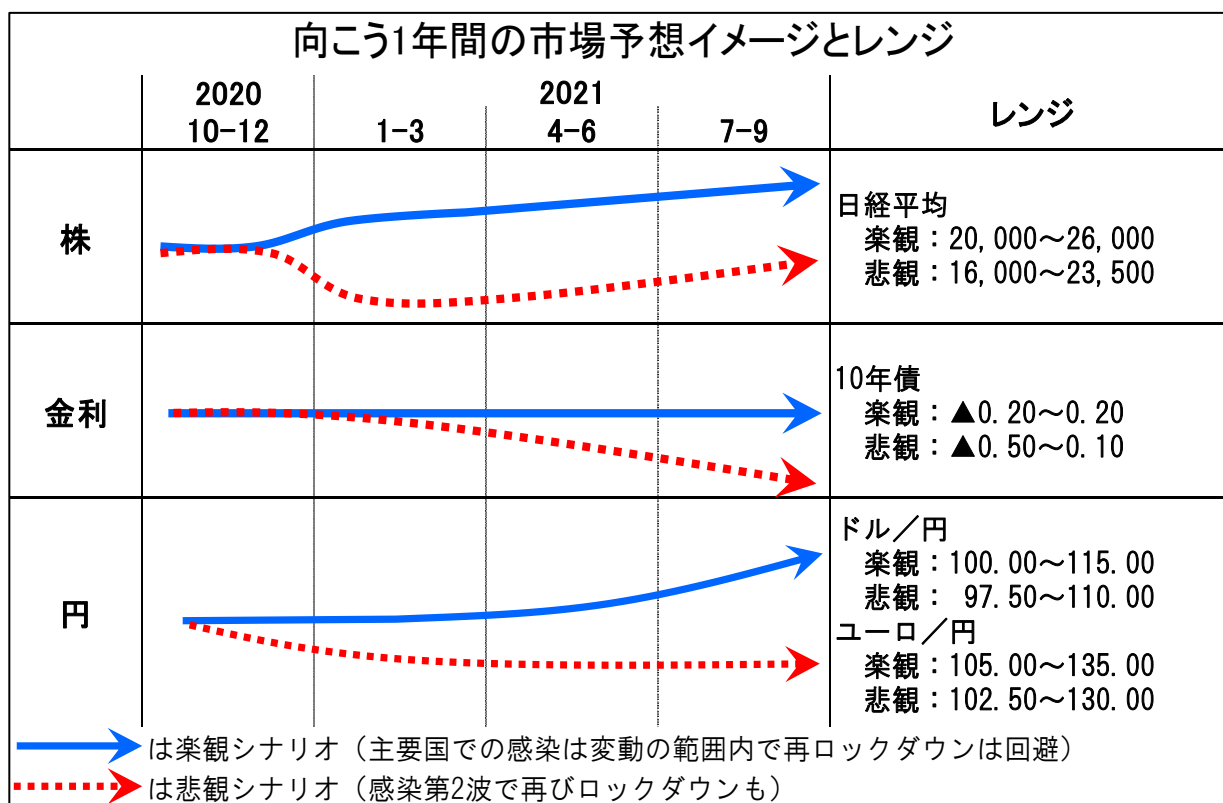
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の嶋峰首席エコノミストが四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2020 年 9 月以降の市場環境見通し～有効なワクチン普及までは政策のつながりが不可欠～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

## 内容

## ■トピックス：菅新首相が担う改革は、市場の安定化に繋がる

## ■市場見通し



## ■経済概況：世界・米国・欧州・中国・日本

# 四半期特別マーケットレポート

テーマ：2020年9月以降の市場環境見通し

発表日：2020年9月23日（水）

～有効なワクチン普及までは政策のつながりが不可欠～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

## 【トピックス：菅新首相が担う改革は、市場の安定化に繋がる】

戦後最長政権を担った安倍首相が辞任し、菅官房長官（当時）が自民党総裁・内閣総理大臣の座に就いた。取り敢えずの任期は来年10月までの1年余りと短い、課題は多い。新型コロナウイルスの感染拡大防止や、景気対策は喫緊の課題でもある。

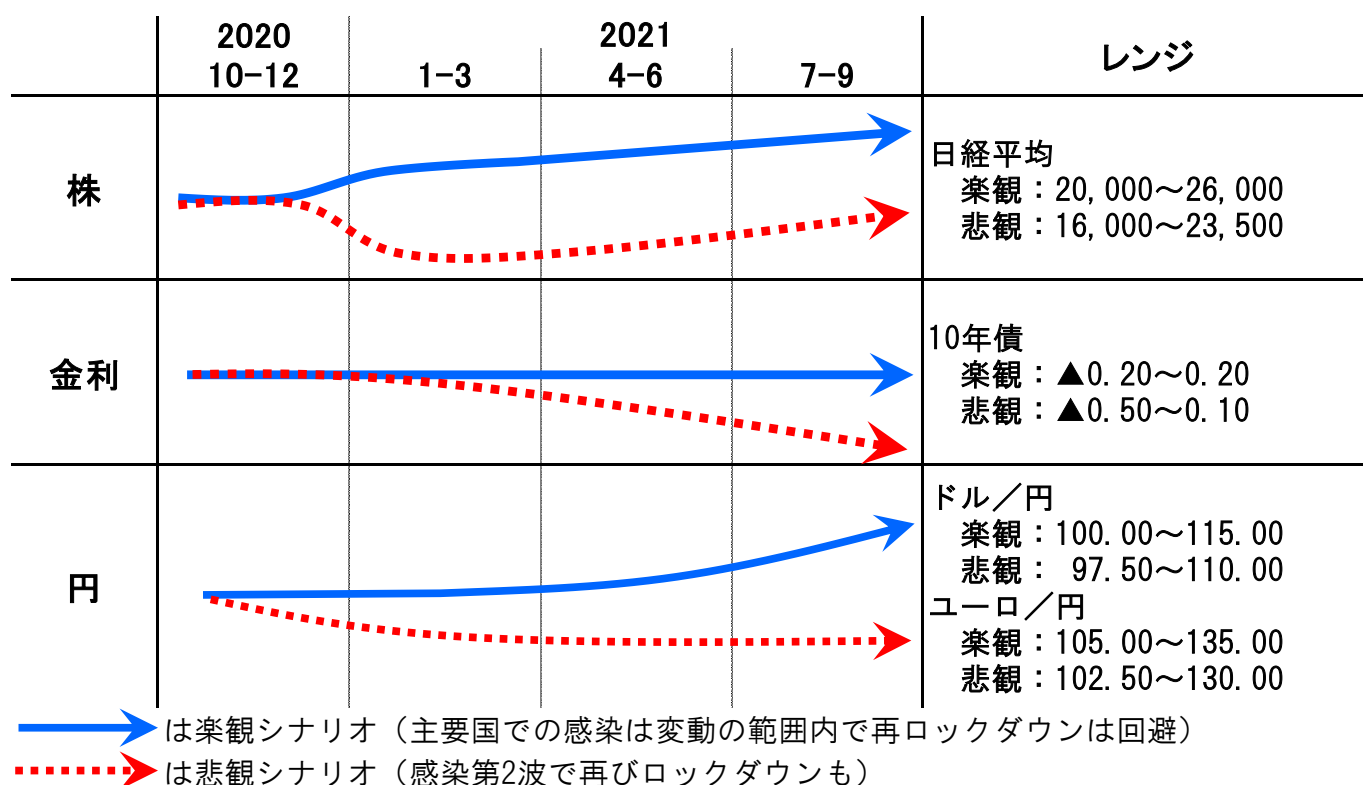
当面の市場の関心事は、解散・総選挙がいつになるのかということであろう。各種世論調査によれば、菅新内閣は高い支持率を得ている。高い支持率の下での解散総選挙は、与党に追い風になると考えられるため、10月中にもといわれる早期解散論も市場にとってはマイナス要因とはならない。日銀と緊密に協力し、積極財政を厭わないアベノミクスを継承する菅政権の安定化は、株式市場にも債券市場にもプラスに働く。これに対し、解散時期が後ずれすれば、支持率が低下してしまうリスクもある。新型コロナウイルスの感染状況が今後どのように変化していくか予見することは困難で、その対処方法が確立されているわけでもない。今後の感染と対応次第では、政府に批判が向くリスクも十分にある。一方で、コロナ禍という喫緊の課題が解決していない中での早期解散は、それ自体が政権批判を高めるリスクもある。通常、解散から総選挙までは4週間程度を要するが、その間は実質的に政治空白となって状況の変化に対して柔軟な対応が難しくなる。そもそも、投票日には感染が（一時的ではあっても）落ち着いていることが望ましいが、4週間後の国内の感染状況がどうなっているかを予測することは困難だ。仮に、感染者数が急増している中での投票となれば、投票率の低下に繋がるだけでなく、政権への批判票を多く生むリスクも高まる。過去の傾向では、高い支持率で船出した内閣は、その後支持率が徐々に低下することが多い。したがって、解散総選挙のタイミングは早ければ早いほど与党には追い風となり得る。しかし、足元はコロナ禍に見舞われていることを勘案すれば、必ずしも早い総選挙がプラスに働くとは言い切れないといえよう。

菅新首相がどのようなタイミングで解散総選挙を行おうと考えているのか、あるいは衆議院の任期満了を持つ総選挙となるのかはわからない。しかし、内閣支持率を左右する要因にもなり得る感染状況がどのように変化していくかわからない以上、感染対策は無論のこと、感染対策以外の分野でも支持率を押し上げる力を働かせておきたいと考えるのが自然だろう。

そこで注目されるのが、菅新首相が前面に打ち出しているデジタル対応や行政改革である。デジタル対応の遅れや行政の縦割りの弊害は、コロナ禍においてあぶり出された問題の一つであり、その改革は国民の支持も高い。同時に、これらの改革・推進が実を結べば、日本の生産性の向上にも繋がる。

菅新首相は、アベノミクスの継承を基本としており、市場もこれを好感してはいるが、実のところ市場が最も重視していた3本目の矢、すなわち成長戦略が安倍政権下では十分に機能してこなかったことで、これまで外国人投資家や長期投資家のマネーを十分に引きつけられてこなかった（この点は、コロナ禍にもかかわらずデジタル関係企業の株価が世界的には大幅に上昇していく中で、日本が出遅れていたこととも関係すると思われる）。しかし、菅新首相が掲げるデジタルや行革が前進していけば、欠けていた3本目の矢になり得る。日本株にとっては、長期マネーの流入こそが株価の安定と長期的な上昇トレンド形成に必要な不可欠である。予見しにくく不安定な新型コロナウイルスの感染動向に振り回されやすい環境は今後もしばらく続くと見込まれるが、デジタル・行政改革が目に見える形で推進されていけば、政府の安定と成長期待という、市場にとっては“二兎を得る”ことにも繋がりうる。

## 向こう1年間の市場予想イメージとレンジ

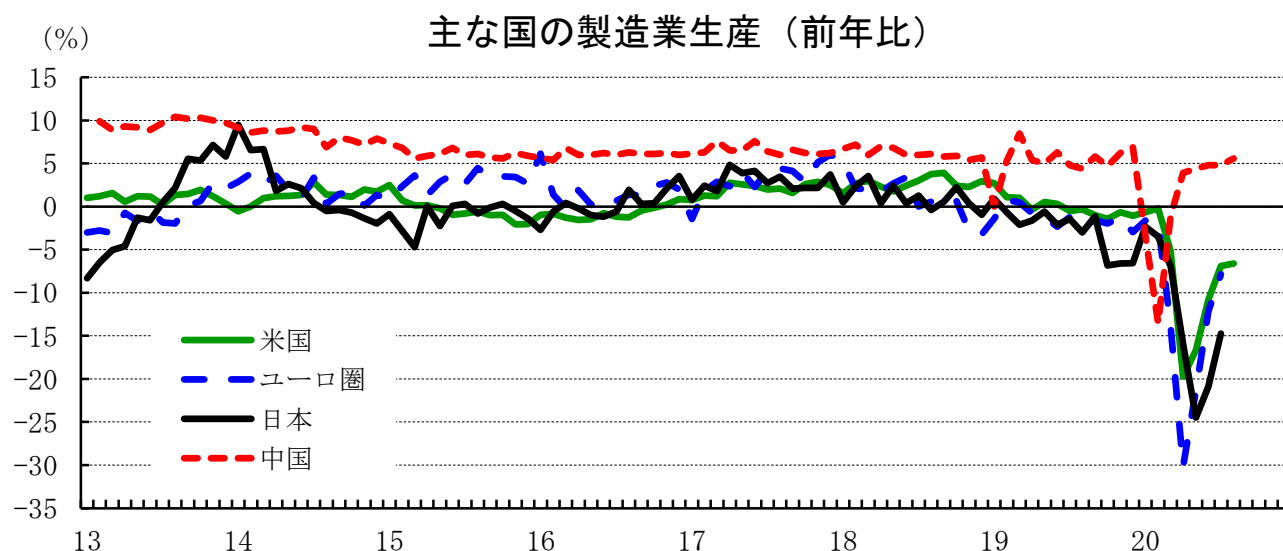
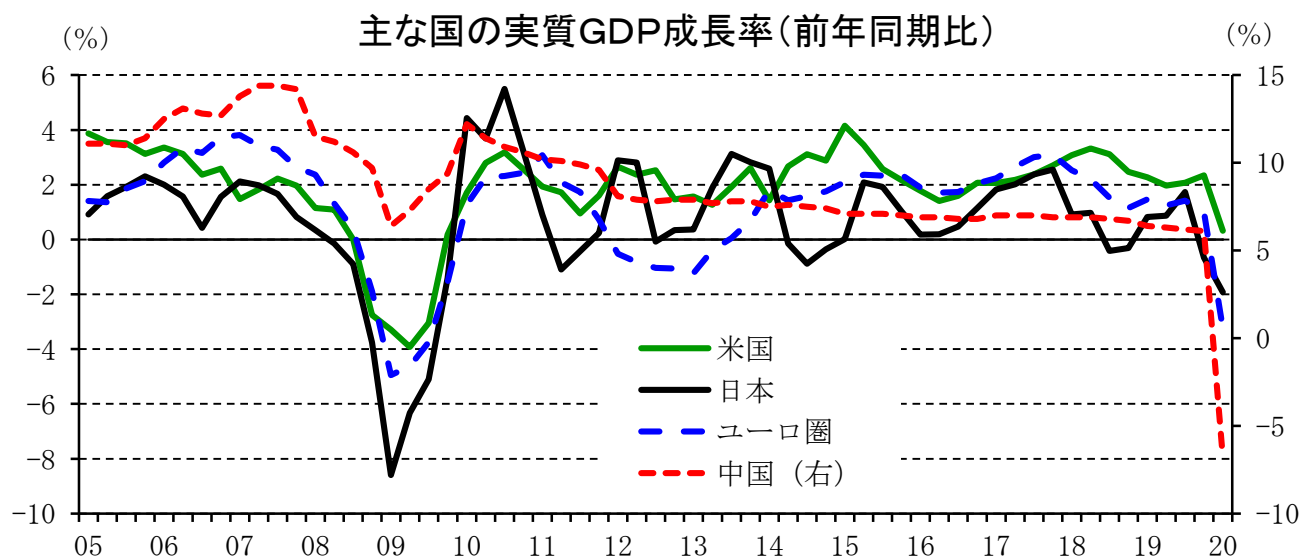


新型コロナウイルスの感染拡大に伴って、世界経済は戦後最悪とも言える急失速を演じたものの、4-6月期には底打ちしたものと判断される。その後、新規感染者数は一旦減少傾向を辿った後に流行の第二波に見舞われる国が目立つなど（アジアでは7～8月、欧州では8月～現在）、感染の収束は見えてこない。しかし、感染拡大の第一波が一旦収束した後、各国政府は経済活動を優先する政策に舵を切りつつある。大人数が集まる集会や、夜間の飲食店の営業を禁止することはあっても、外出を厳しく制限するなどのロックダウン措置は避けている。こうしたことが可能な背景には、医療体制の立て直しや感染防止策の浸透（マスクの着用や高齢者の感染予防策の徹底など）などにより、致死率が低下傾向を辿っていることが挙げられる。こうした状況であれば、世界経済が再失速することは避けられる公算が大きい。

日本を含め、世界の株価は割高感が否めない。ハイテク株の一部は、ITバブル時に匹敵するほどのPER水準に達している。しかし、①景気再失速のリスクは比較的小さく、いずれ有効なワクチン開発・普及によって新型コロナウイルスへの脅威は後退する、②それまで各国政府は景気対策を継続する、③中央銀行は、主要国を中心にかつてないほどの量的緩和政策を実施・今後も継続し、過剰流動性がリスク性資産を潤す——といった期待が市場を支えており、現状ではそれが覆るリスクは小さいと判断される。したがって、一時的に不安定化する局面はあっても、長期化・深刻化する可能性は低いと見込まれる。

したがって、基本的には株価は当面底堅く推移し、ワクチン開発・普及が期待される2021年には上値水準を切り上げる展開が予想される。一方、金利は横ばい圏で推移し、為替は株高につれて高金利通貨高・低金利通貨安の流れから、徐々に円安へとシフトしていこう。

逆に、上記条件が崩れるケースはリスクシナリオとなる。ウイルスの望ましくない方向への変異（強毒化・感染力アップ）や政策の遅れ・転換は、市場の雰囲気を一変させるリスクがある。政策という点では、菅新内閣の政策、米大統領選挙は、年度後半のマーケットを左右するポイントと言える。

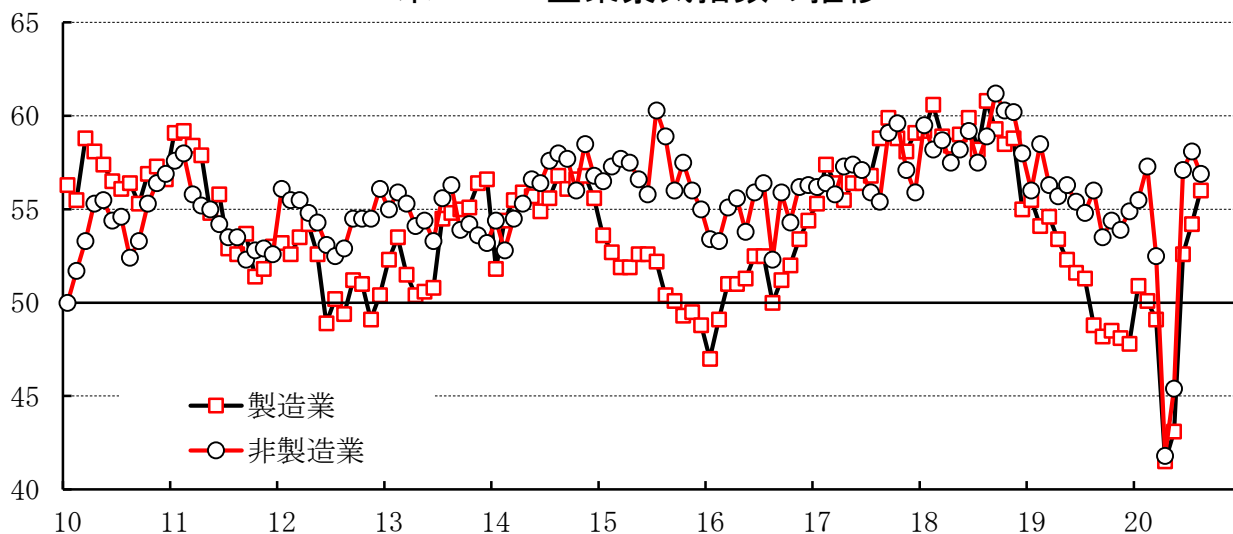


20年4～6月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率▲31.7%（1～3月期：同▲5.0%）、ユーロ圏で同▲39.4%（同▲14.1%）、日本で同▲28.1%（同▲2.3%）、中国で同+54.6%（同▲34.4%）となった。新型コロナウイルスの影響で、世界的に戦後最悪の落ち込みを記録した一方で、一足早く状況が改善した中国はプラス成長に転じた。なお、中国の実質GDP成長率は、前年同期比では▲1.6%と前年水準を下回っており、回復はまだ道半ばであることが示されている。7～9月期には大半の国で経済成長率はプラスに転じると見込まれる。北半球の冬場の感染動向にもよるが、各国経済は一旦は底打ちしたと判断される。

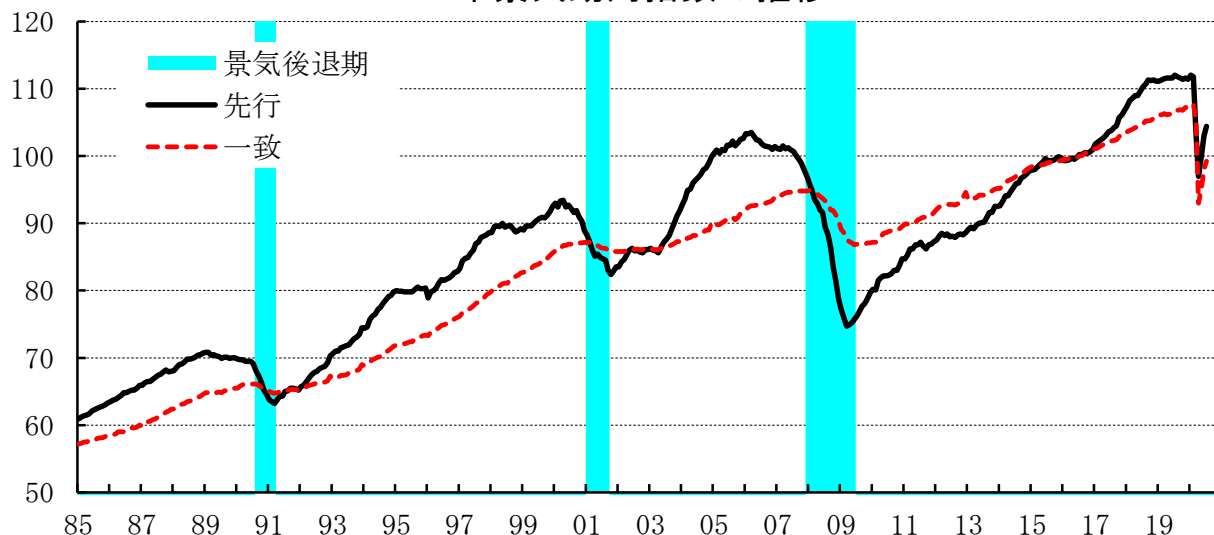
生産活動を見ると、製造業生産は日本（7月）が前年同月比▲15.3%、米国（8月）が同▲6.6%、ユーロ圏（7月）が同▲7.9%となった。すでに多くの国で経済活動は再開されており、米国とユーロ圏では4月、日本では5月を底にマイナス幅は縮小している。もっとも、経済活動の再開は全面的なものではなく、感染拡大前の状態には至っていない。ユーロ圏では、足元で感染の第二波に見舞われており、需要の回復次第では今後の生産活動が伸び悩む恐れがある。一足早く経済活動を再開させている中国では、8月の工業生産は同+5.6%と、徐々に感染拡大前の+6%前後のペースに近づいており、感染の抑制傾向の継続が生産活動回復に重要な要素であることが改めて示されている。

【米国】

### 米 I S M企業景気指数の推移



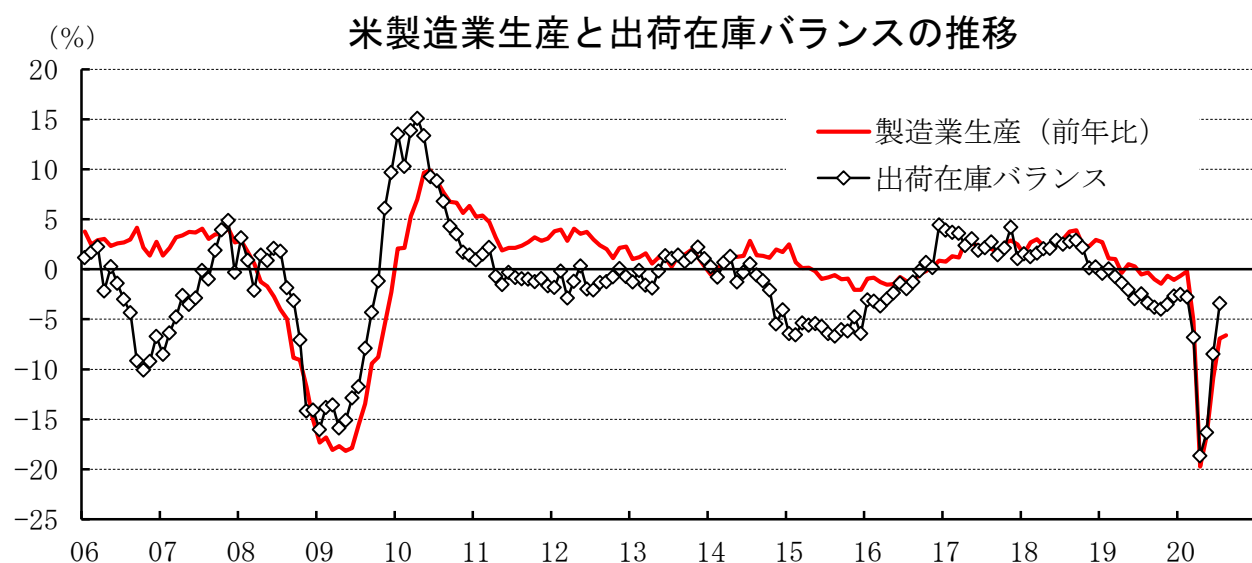
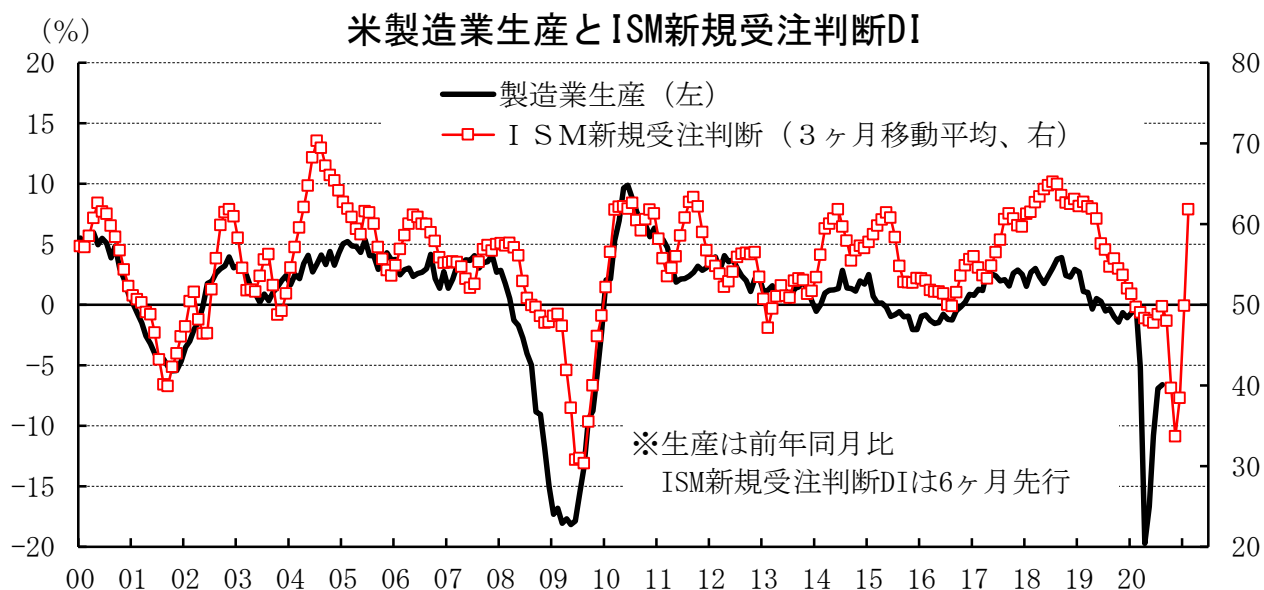
### 米景気動向指数の推移



米国のISM製造業景況指数は8月には56.0ポイントと、景況感が「良い・悪い」の判断基準の分かれ目となる50を3ヶ月連続で上回った。また、非製造業の景況指数は8月に56.9ポイントとこちらも3ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を上回った。両指数とも4月を底に回復傾向に転じ、感染拡大前の水準に達しているが、製造業が4ヶ月連続で上昇しているのに対し、非製造業は8月には4ヶ月ぶりに前月対比低下に転じた。米国内の新規感染者数はピークアウトしているものの、未だに一日あたり3～4万人と高水準での感染拡大が続いており、高齢者などを中心に不要不急の外出・消費を控える傾向があるようだ。また、給付金効果の剥落や、失業保険金の上乗せ額の縮小などが、非製造業の回復の足かせになりつつある可能性がある。

米景気に半年程度先行する景気先行指数は、7月に同+1.4%と3ヶ月連続で上昇した。景気と歩調を合わせる景気一致指数とあわせ、4月に底打ちして以降は回復傾向を辿っており、経済活動再開とともに景気が底打ちから持ち直し傾向に転じていることを示唆している。もっとも、前年同月比で見ると先行指数、一致指数とも▲6.8%にとどまっている。

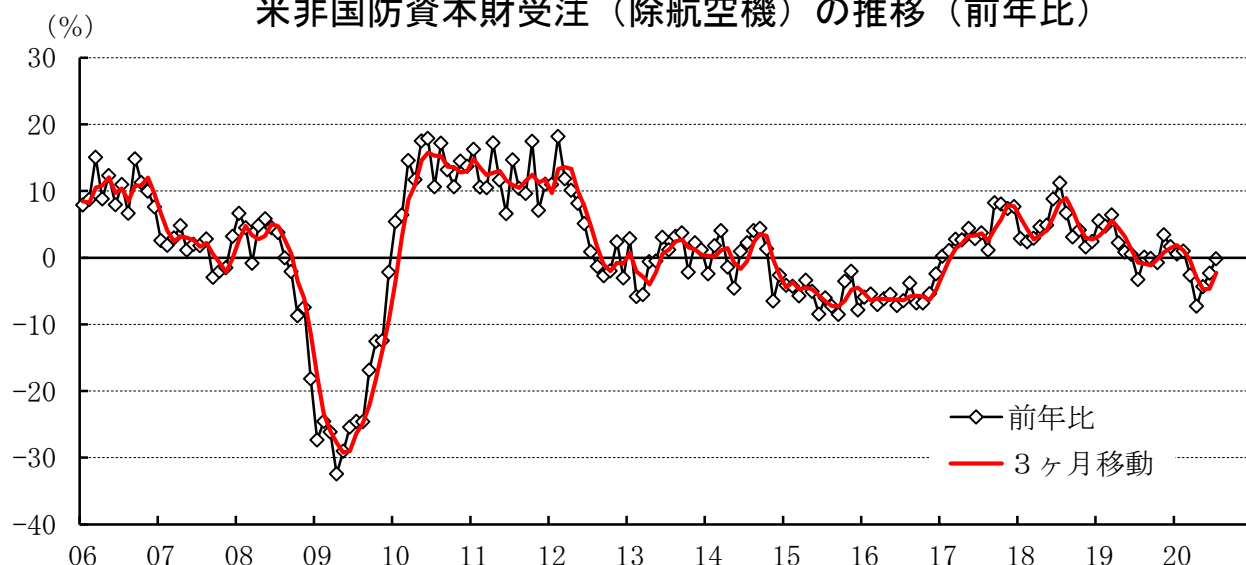




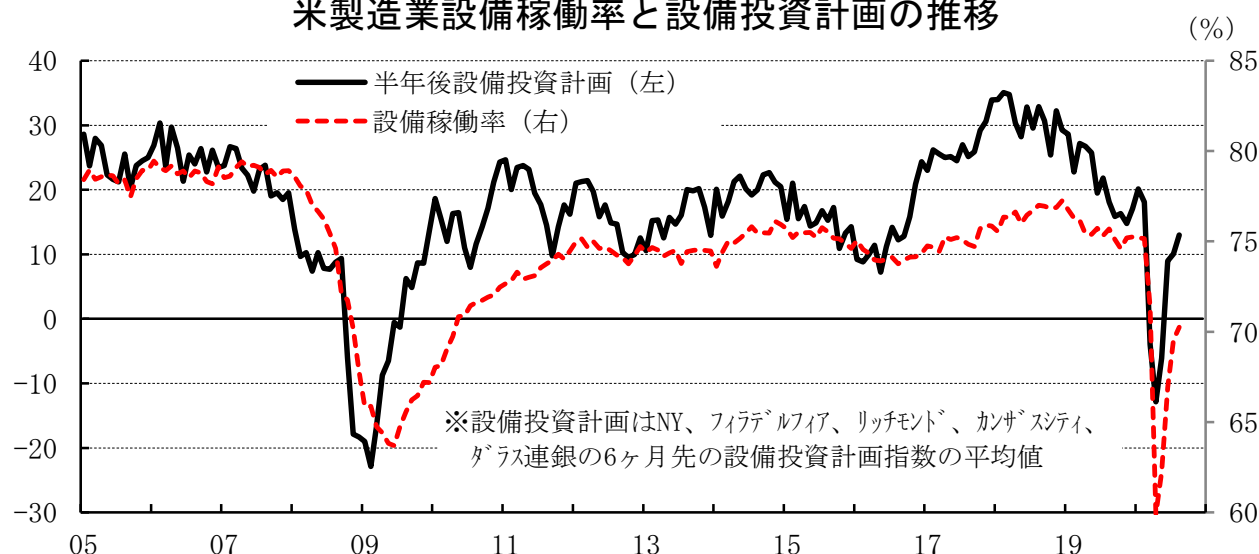
米国の生産活動に半年程度先行する ISM 製造業新規受注判断 DI は、8 月は 67.6 ポイントと 04 年 1 月以来の高い水準となった（上図は 3 ヶ月移動平均ベース）。新型コロナウイルスの影響を背景に 4 月には 27.1 ポイントとリーマンショック時以来となる低水準をつけたが、それ以降は 4 ヶ月連続で上昇し、直近 3 ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる 50 ポイントを上回った。一方、8 月の製造業生産は前月比 +1.0% と 4 ヶ月連続して増加した。ロックダウン措置などによる影響で生産活動が急減した 4 月からの上昇率は +17.4% となる。ただし、19 年から在庫調整局面に入っていたこともあり、前年同月比では ▲6.6% と 14 ヶ月連続で前年割れを記録している。なお、今底打ち局面では ISM 新規受注判断 DI の製造業生産に対する先行性が崩れているが、これはロックダウンとその解除によって経済活動が人為的に短期間に大きく変動したことによるもので、先行性は今後緩やかに回復していくものと判断される。

出荷在庫バランス（出荷の前年同月伸び率から在庫の同伸び率を引いたもの）を見ると（下図赤いライン）、7 月は ▲3.4 ポイントと 19 ヶ月連続でマイナスとなったものの、4 月の ▲18.6 ポイントを底に急速にマイナス幅が縮小している。在庫率は 1.43 ヶ月と、2 月の 1.40 ヶ月以来の水準にまで低下し、感染拡大前の水準にまで改善した。しかし、2010 年代の平均である 1.34 ヶ月からはまだ上振れしている。経済活動の再開によって生産はここ数ヶ月急速に拡大しているが、ロックダウンによる生産減少分が補われた後には、需要の回復に比べて生産の回復はもたつく可能性がある。

## 米非国防資本財受注（除航空機）の推移（前年比）

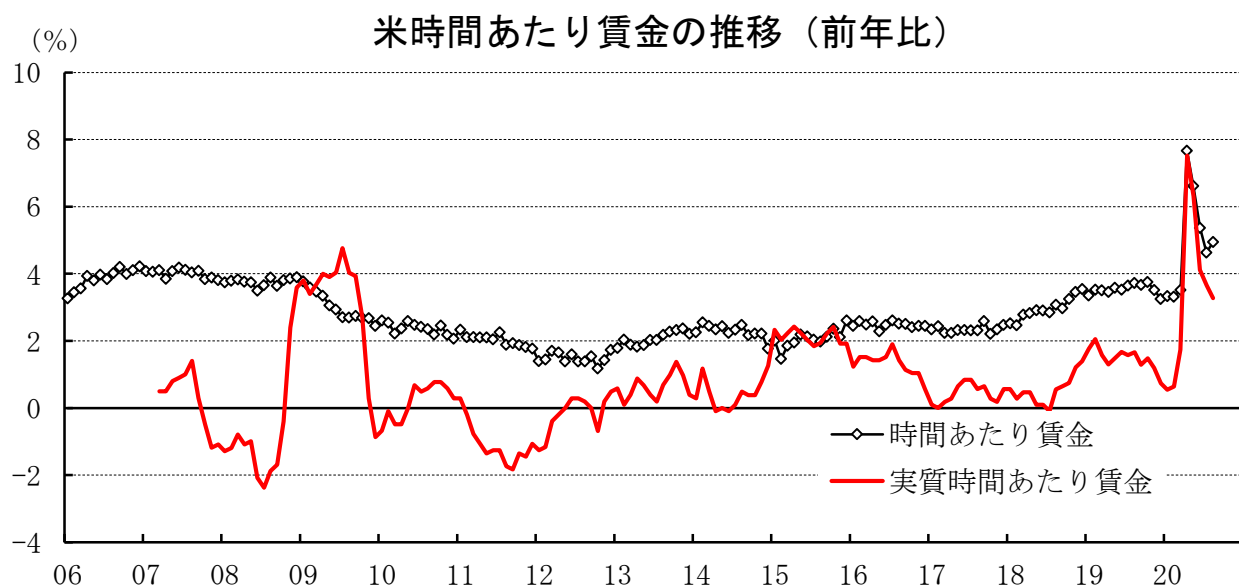
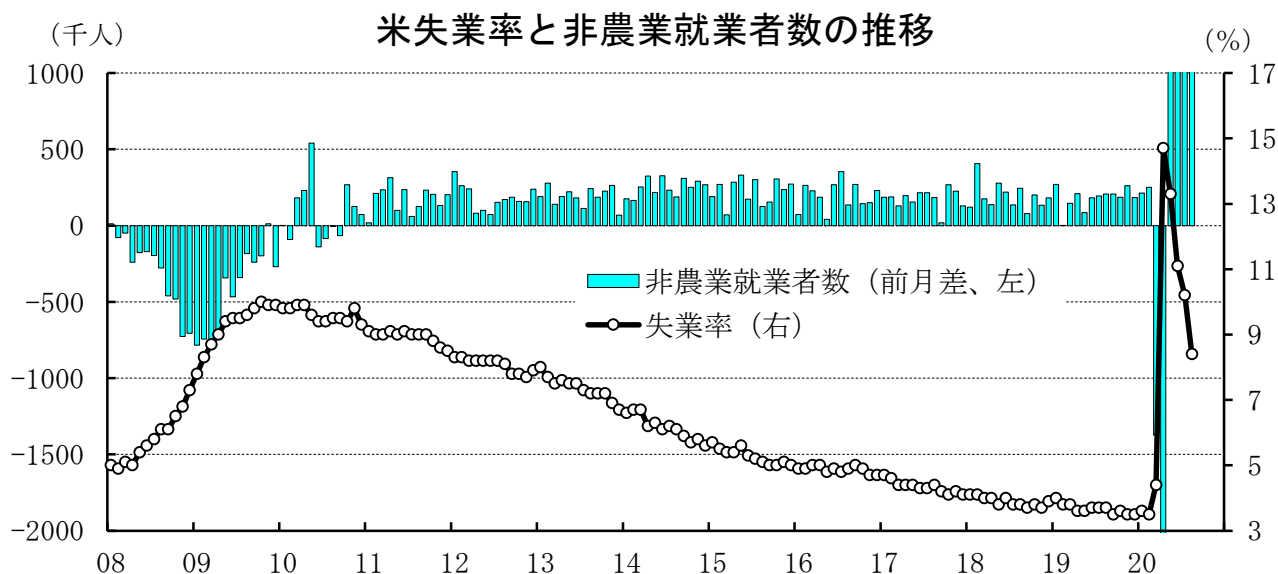


## 米製造業設備稼働率と設備投資計画の推移



設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注（航空機を除く）は、7月に前年同月比▲0.2%と5ヶ月連続の前年割れとなった。ただし、マイナス幅は3ヶ月連続で縮小している。前月比では3ヶ月連続で増加しており、金額は感染拡大前の2月以来の水準となった。

ロックダウン措置の影響により製造業の設備稼働率は4月に60.0%と、1948年の統計開始来の最低記録を更新するなど一気に低下したが、経済活動が再開された後には回復傾向に転じ、8月には70.2%となった。それでも感染拡大前となる2月の75.2%と比べると、低い水準にとどまっている。設備稼働率にも先行する傾向がある、主要5地区連銀（ニューヨーク、フィラデルフィア、ダラス、カンザス、リッチモンド）による設備投資計画指数（半年後の設備投資計画）を合成した指数を見ると、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で、4月には▲12.8ポイントと、リーマンショック時の09年3月以来となる水準にまで低下した。その後は回復基調に転じているが、8月の水準は+13.0ポイントと、感染拡大前となる2月の+18.1ポイントを下回る水準にとどまっている。米国においても、リモートワークやネット消費の需要は一段と高まっており、情報通信分野の設備投資需要は強いと判断されるものの、製造業の設備稼働率は低いことから、生産設備の増強目的の投資はしばらく低迷する公算が大きい。

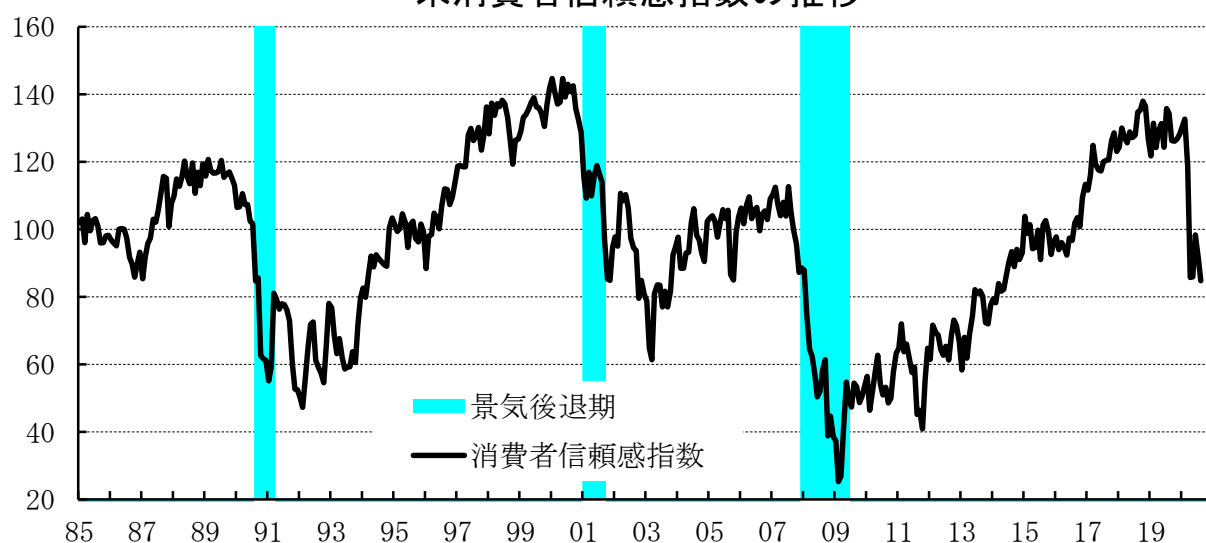


8月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差+137.1万人、失業率は8.4%となった。新型コロナウイルスの影響により、非農業就業者数は4月に同▲2078.7万人と戦後最悪の減少を記録したものの、その後は増加傾向がつづいている。それでも、8月の就業者数は感染拡大前の2月と比べると▲1154.9万人減少しており、コロナ禍で失われた雇用の回復は道半ばといったところだ。一方で、雇用の回復ペースは徐々に減速している点が気がかりだ。9/12に終わる週の失業保険新規申請件数は86.0万件となった。今局面のピークであった686.7万件（3/28に終わる週）からは大幅に減少しているが、感染拡大前の20万件と比較すれば4倍となっている。このところは低下ペースも鈍化しており、失業保険の受給者比率は8.6%と高止まりしている。さらに、職探しを行わず労働市場から退出して失業者にカウントされていない非労働力人口は、感染拡大前の2月と比べると463.8万人増えている。この増加分を失業者とカウントした場合、8月の失業率は11.3%に達する。経済活動が再開されたことで、8月の一時解雇者は620.6万人とピーク時（4月）の1787.8万人から▲1167.2万人減少した一方で、解雇者は414.1万人と4月の250.6万人から+163.5万人増えている。これは、経済活動再開後も回復が限定的なものにとどまっている旅行関連業や飲食・娯楽関連業などで、一時解雇から完全解雇に切り替えている企業が増えていることを示唆している。

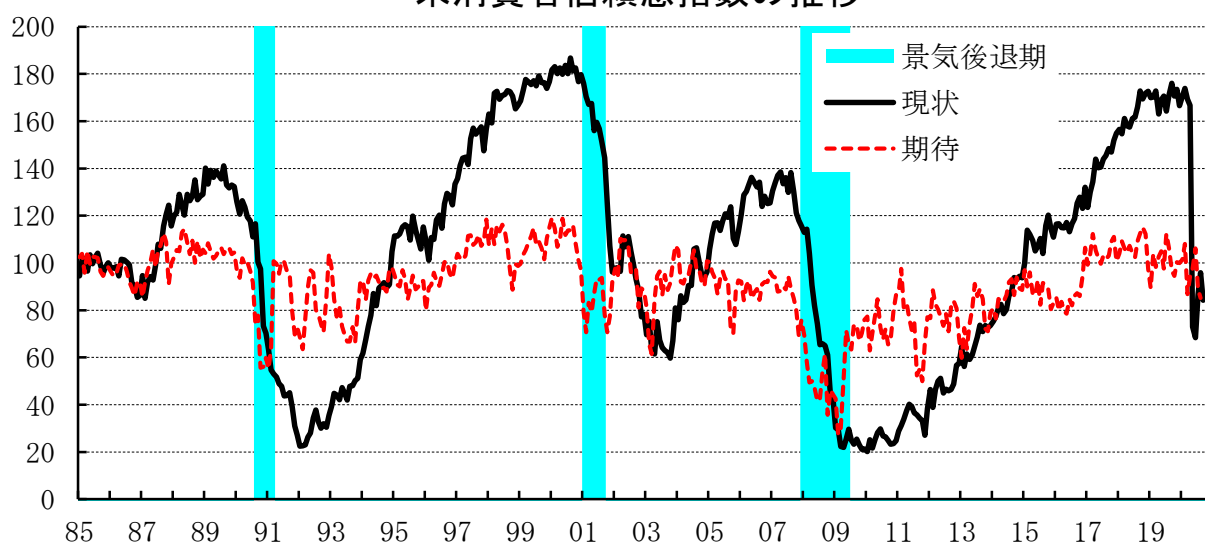
なお、非農業部門の時間あたり賃金は8月に前月比+0.7%、前年同月比+4.9%となった。主に低賃金労働者の一時解雇者が増えて就業者の平均賃金が押し上げられているが、その影響は徐々に剥落している。



## 米消費者信頼感指数の推移



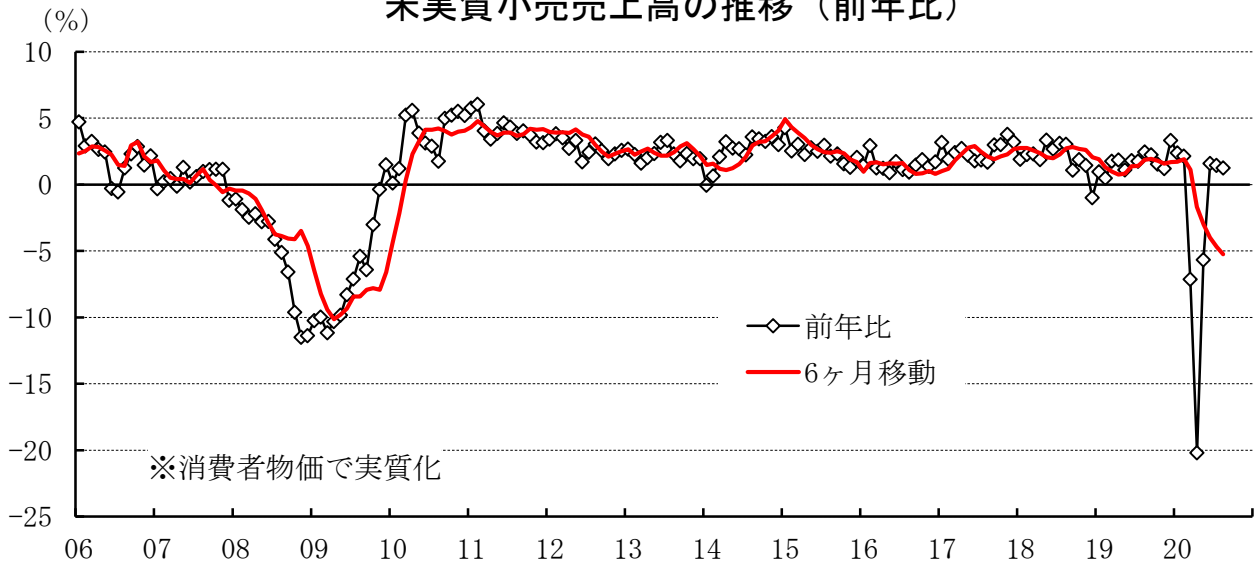
## 米消費者信頼感指数の推移



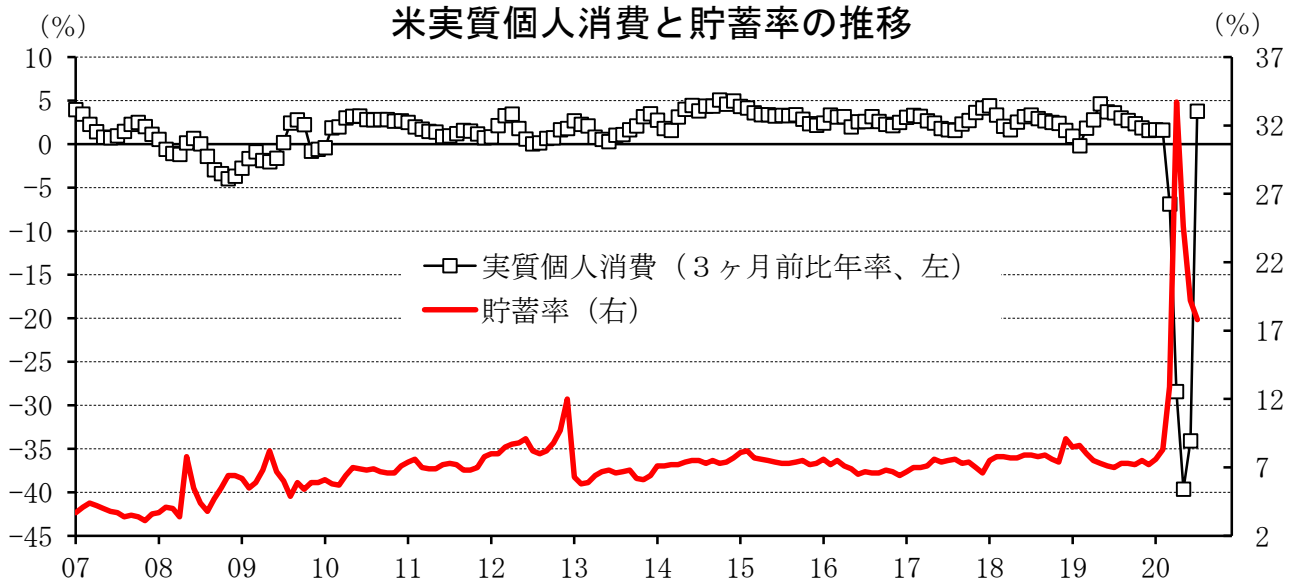
8月の消費者信頼感指数は84.8ポイントと、2ヶ月連続で低下した。新型コロナウイルスの感染拡大・ロックダウン措置などによる経済活動の冷え込み・外出抑制などで急低下した消費者の景況感は、経済活動再開によって4月（85.7ポイント）を底に一旦上昇に転じたものの、6月（98.3ポイント）をピークに再び低下に転じ、今局面で最低水準を更新した。内訳を見ると、足元の景気に対する判断である現状指数は前月から▲11.7ポイントと3ヶ月ぶりに低下に転じた。また、先行きへの期待指数は同▲3.7ポイントと2ヶ月連続で低下した。米国内での新規感染者数の増加基調が続き、感染拡大に歯止めがかからず、経済活動の回復が限定的なものにとどまっていることが消費者マインドを悪化させていると判断される。もっとも、米国の一日あたりの新規感染者数は7月下旬の7万人弱をピークに鈍化傾向に転じ、足元では3万人台半ばとなっている。他国と比較すれば新規感染者数は依然として多いものの、趨勢的には沈静化傾向を辿っており、消費者マインドを改善させる要因となろう。

詳細な項目を見ると、半年以内に住宅を購入する計画があると答えた人の割合は、一進一退ながらも6%前後で感染拡大前とほぼ同水準を保っている。金利が一段と低下したことを背景に、ローンを組みやすくなったと考えている人が多いようだ。一方で、自動車を購入する計画があると答えた人の割合は、8月には9.7%と、ロックダウン下の4月につけた8.1%を除くと2010年10月以来の低水準にとどまっている。住宅に比べると金利低下の恩恵が少なく、雇用・所得不安の影響を強く受けていると判断される。

## 米実質小売上高の推移（前年比）

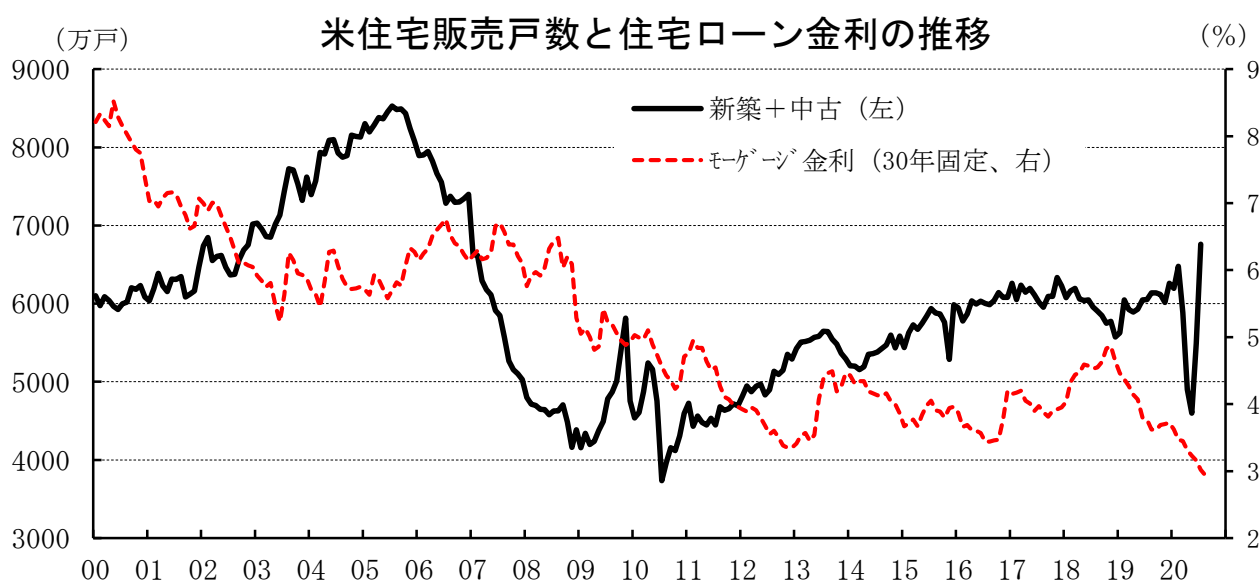
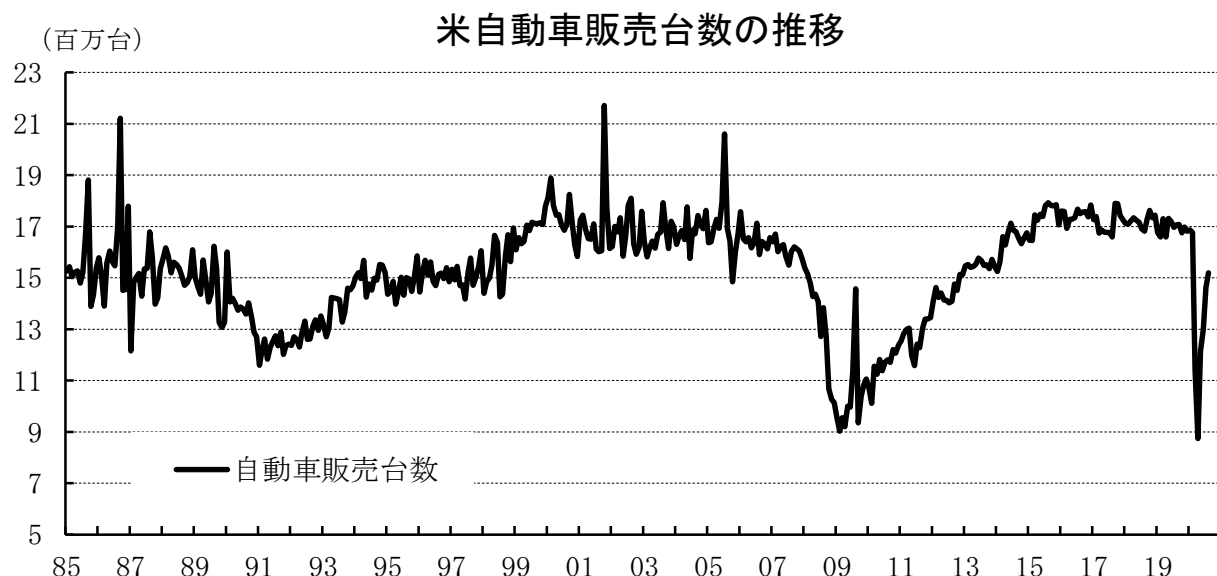


## 米実質個人消費と貯蓄率の推移



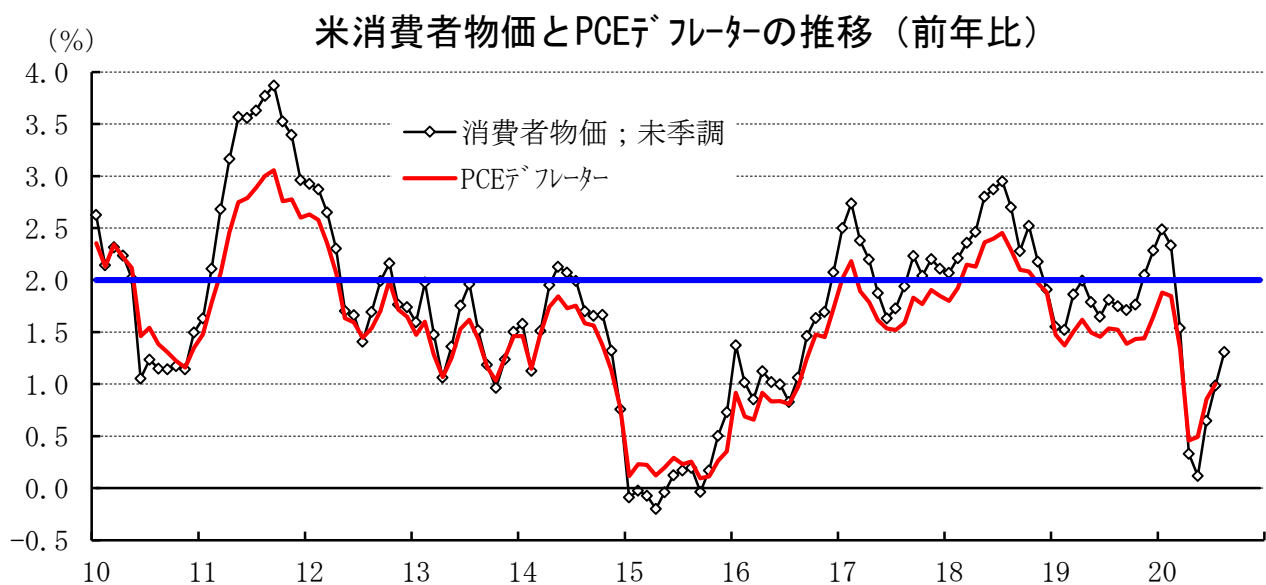
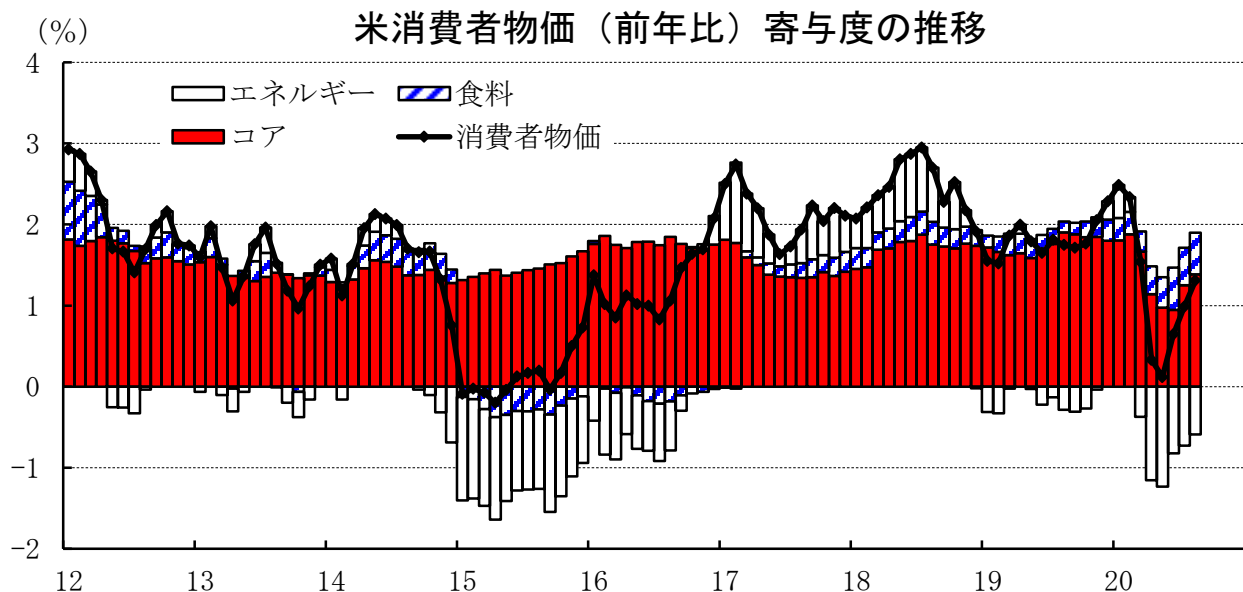
8月の小売上高（飲食サービスを含む）は、前月比+0.6%（前年同月比+2.6%）となった。感染拡大とロックダウン措置などにより3・4月に急減した後、経済活動が再開された5月以降は増加傾向に転じている。前年対比でも、伸び率は感染拡大前の+4%程度よりは低いものの、前年水準を3ヶ月連続で上回っている。また、水準で見ても7月の小売上高は感染拡大前となる2月を+1.9%上回っている。ただし、経済活動再開後の前月対比伸び率は徐々に鈍化しており、消費回復の勢いはやや衰えている。

7月の実質個人消費は前月比+1.6%（前年同月比▲3.8%）となった。主要財別に前年対比の伸び率を見ると、耐久財が+13.4%、非耐久財が+4.1%と前年水準を上回っている一方で、サービスは▲8.6%と出遅れが目立っている。7月は新規感染者の高止まりが続いていたこともあり、一部地域での飲食の制限措置や、消費者が外出を抑制するなどしたことが影響していると判断される。8月には、新規感染者数は鈍化傾向に転じていることから、サービス支出がどの程度回復するかが注目される。ただし、政府による一時給付金や失業保険の上乗せによる所得の押し上げによって消費が押し上げられていた側面があることには注意が必要だ。7月の実質可処分所得は、前年同月比で見れば+8.4%と高い伸びとなっているが、前月比では3ヶ月連続で減少している。一方で、雇用者報酬は雇用が回復に転じたことから3ヶ月連続で増加しているものの、前年同月比では▲1.1%と低迷している。失業保険金の上乗せ額は減額されており、今後雇用の改善が遅れるようだと、消費回復の足かせになる公算が大きい点には注意が必要だ。



8月の自動車販売台数は1,519万台（年率）となった。前年同月比では▲11.0%。新型コロナウイルスの影響で大幅に落ち込んだ4月（874万台）を底に増加傾向が続いている。もっとも、感染拡大前となる2月の販売台数は1,677万台で、感染前の水準にはまだ達していない。自動車販売は、感染拡大以前から緩やかな鈍化傾向が続いており、雇用・所得面での改善傾向が継続的なものとなるまでは、今後伸び悩む可能性がある。

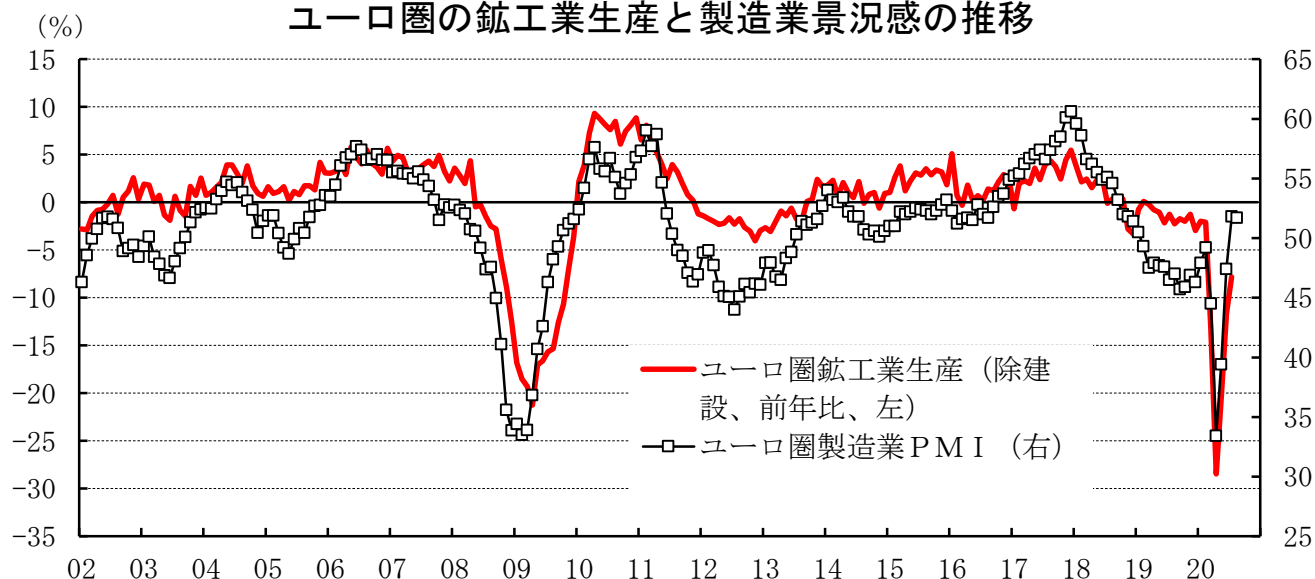
7月の米住宅販売戸数は、新築住宅が前年同月比+36.3%の90.0万戸、中古住宅が同+8.7%の586万戸とそれぞれ前年水準を上回った。新型コロナウイルスの感染拡大に伴って、住宅販売も一時大きく落ち込んだものの、4月を底に急回復した。好調な住宅販売を後押ししたのは金利の低下で、モーゲージ金利（30年固定）は3%程度と過去最低水準にまで低下している。金利低下を背景に住宅ローンの申請も好調で、8月の購入目的のモーゲージローン申請件数は前月比では▲2.6%と小幅低下したものの、前年同月比では+18.9%と急増している。好調な住宅需要を背景に、住宅建設業者や販売業者による住宅市場指数（住宅業界の景況感、50ポイントが判断基準の分かれ目）は、8月には78ポイントと前月から+6ポイント改善、1998年12月以来の高い水準を記録した。旺盛な住宅需要を背景に住宅価格の上昇傾向は続いているものの、6月のS&P/Case-Shiller住宅価格指数（Composite20）は前年同月比+3.5%と、比較的落ち着いた伸びにとどまっている（2015-2018年は年率4~6%程度の上昇ペース）。



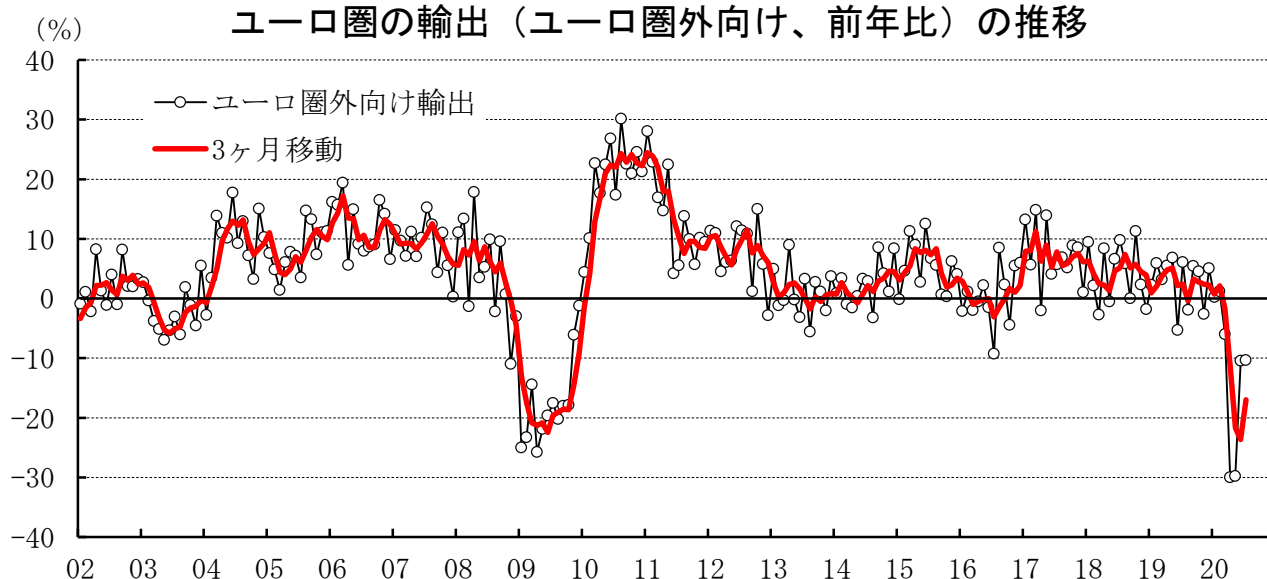
8月の米国消費者物価は前年同月比+1.3%、エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同+1.7%となった。コアベースでみた物価上昇率は6月につけた同+1.2%をボトムに2ヶ月連続で拡大している。ロックダウンなどの経済活動制限措置下では需要が急減したこともあって、物価上昇率は一時大幅に鈍化したものの、こうした制限が徐々に解除されて需要が持ち直したこともあり、物価上昇率は徐々に回復している。とはいえ、感染拡大前となる2月のコアベースの物価上昇率は同+2.4%で、依然として上昇率は低い。

FRBが金融政策を行う上で物価の参考指標としている個人消費デフレーター（PCEデフレーター）は、7月に前年同月比+1.0%、コアベースでは同+1.3%と、FRBが目標とする2%程度からは大幅に下ぶれている。FRBのパウエル議長は、8/27に行われたジャクソンホールの講演で、物価目標政策の修正を発表した。具体的には、中長期の平均で2%インフレ率の達成を目指す、景気低迷下などでインフレ率が2%を持続的に下回った場合には、一定程度2%を上回るインフレ率を目指すというものだ。しかし、ここ最近でPCEデフレーターの上昇率が2%を超えたのは、2018年の3月から11月にかけてで、当時の最高でも+2.5%（コアベースでは+2.1%）であったことから、FRBの新たなインフレ目標の達成のためのハードルは相当程度高い。これにより、市場では現行のゼロ金利政策が長期化するのではないかとの見方が強まっている。

## ユーロ圏の鉱工業生産と製造業景況感の推移



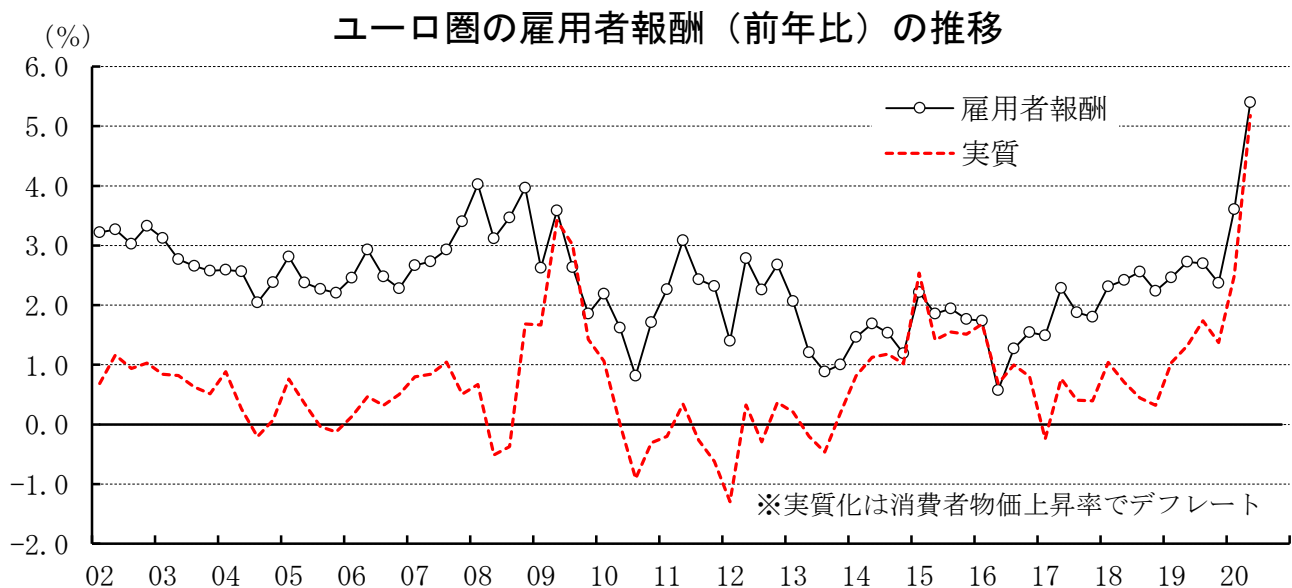
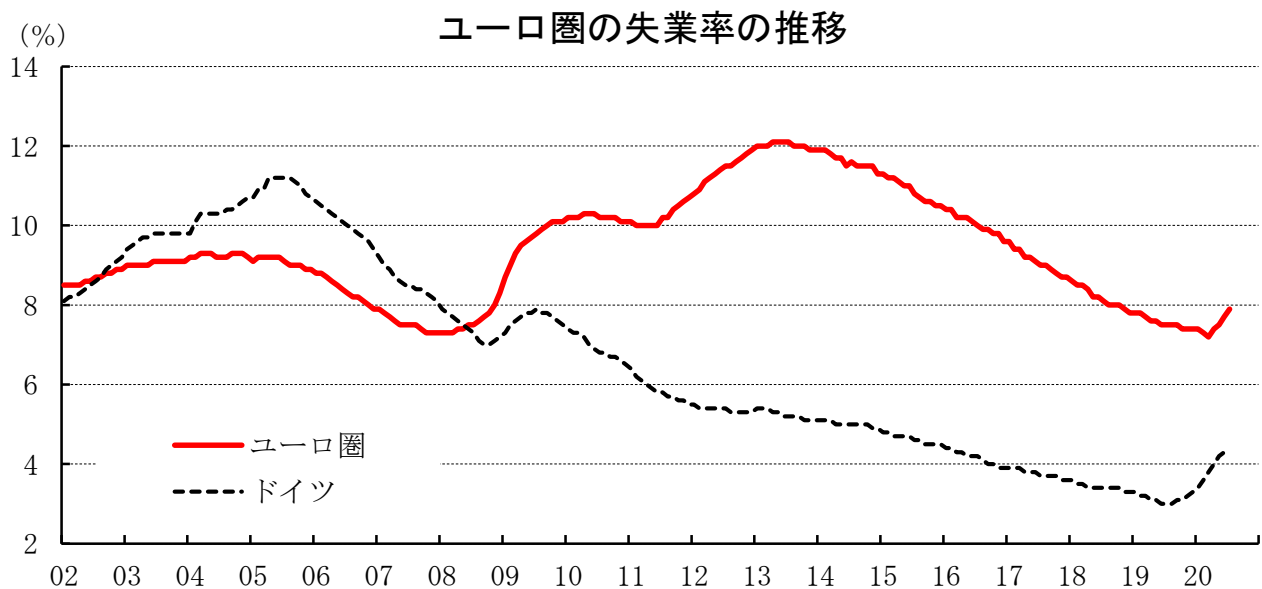
## ユーロ圏の輸出（ユーロ圏外向け、前年比）の推移



7月のユーロ圏の鉱工業生産（除建設業）は、前年同月比▲7.8%となった。コロナ禍によるロックダウン措置などによってユーロ圏発足以来最悪の落ち込みを記録した4月の同▲28.4%を底に、マイナス幅は3ヶ月連続で縮小した。ただし、前年割れは17ヶ月連続で、昨年来の在庫調整が長期化していることを示している。生産活動の先行指標となる受注面をみると、7月のドイツの製造業受注は前年同月比▲10.0%と24ヶ月連続での前年割れとなっている。ただし、4月を底にマイナス幅は縮小しており、前月対比では直近3ヶ月連続で増加している。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業PMIは8月には51.7ポイントと、判断基準の分かれ目となる50ポイントを2ヶ月連続で上回った。もっとも、欧州ではこのところ新型コロナウイルスの感染第二波に見舞われ、第一波時よりも新規感染者数が増えている国もある（スペイン、フランスなど）。これにより一部で経済活動を再び抑制する動きもあり、秋口から再び生産活動が伸び悩む可能性がある。

7月のユーロ圏の圏外向けの輸出は前年同月比▲10.4%と5ヶ月連続で前年水準を下回った。4月を底にマイナス幅は縮小しているものの、依然として二桁マイナスが続いている。地域別に見ると、中国向けは6月から前年水準を上回っているものの、その他地域向けは二桁マイナスが続いており、回復はまだ十分ではない。

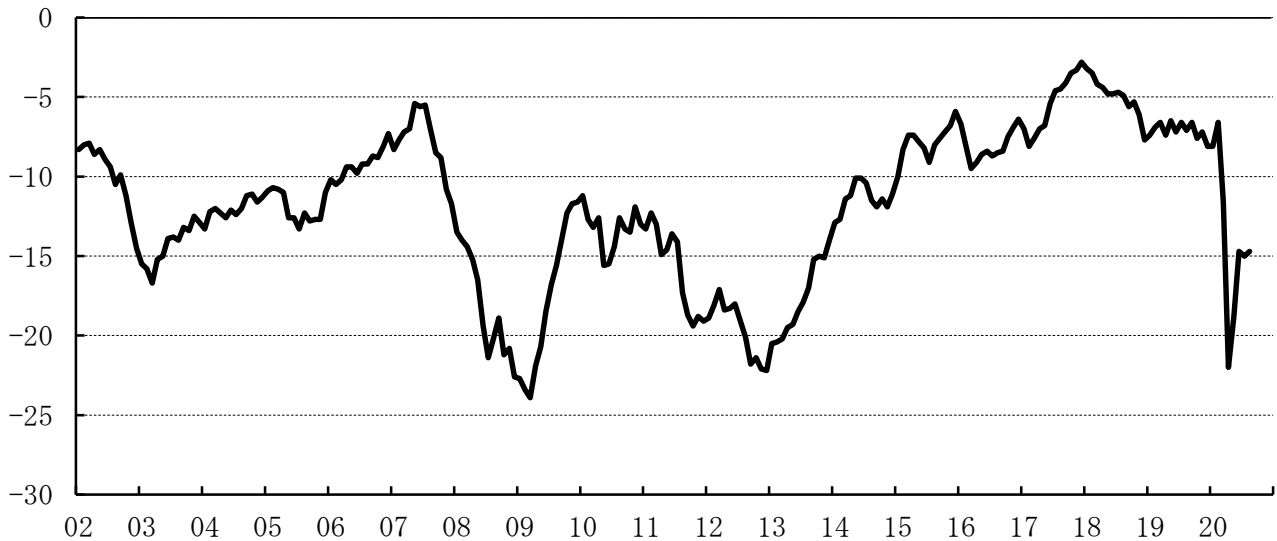




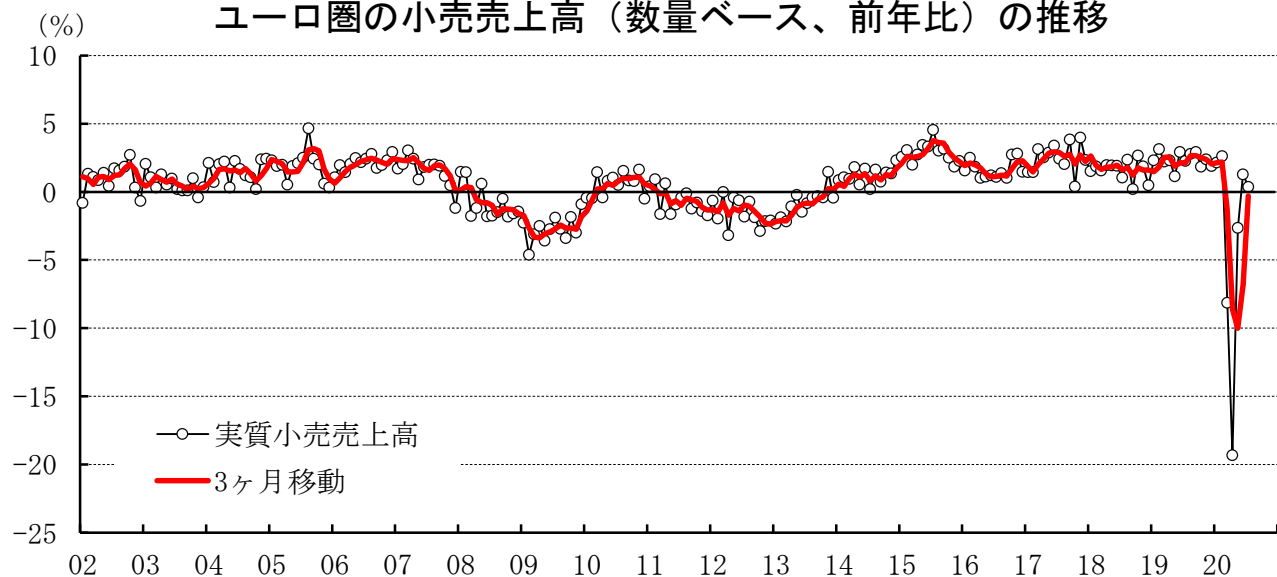
ユーロ圏の7月の失業率は7.9%と、前月から+0.2%ポイント上昇した。ドイツの失業率は4.4%と、前月から+0.1%ポイント上昇した。失業率は、歴史的に見れば非常に低い水準での推移が続いているものの、新型コロナウイルスの感染拡大前までの低下基調から、拡大後は上昇基調に転じている。欧州各国は、労働時間の短縮や一時的な解雇規制、操業短縮や一時帰休者の賃金補填（あるいはその拡充）など、雇用維持策を景気対策の柱の一つとしてきたが、その効果は徐々に剥落している。このところ、欧州では感染の第二波に見舞われており、雇用を維持できなくなった企業による解雇の動きが広がるリスクがある。

2020年4-6月期のユーロ圏の雇用者報酬は前年同期比+5.4%、インフレ率を差し引いた実質ベースで同+5.2%と、ユーロ発足来最も高い伸びを記録した。主に低賃金労働者を中心に解雇者が増えた結果、一人あたり雇用者報酬の平均水準が押し上げられたことによると考えられる。

## ユーロ圏の消費者信頼感指数の推移

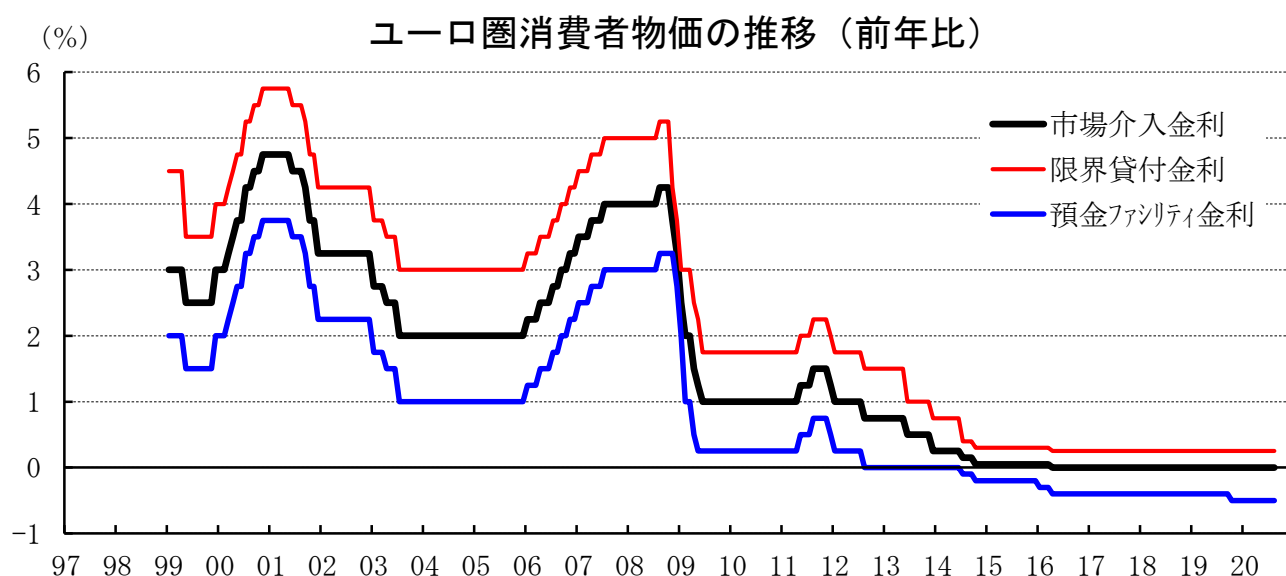
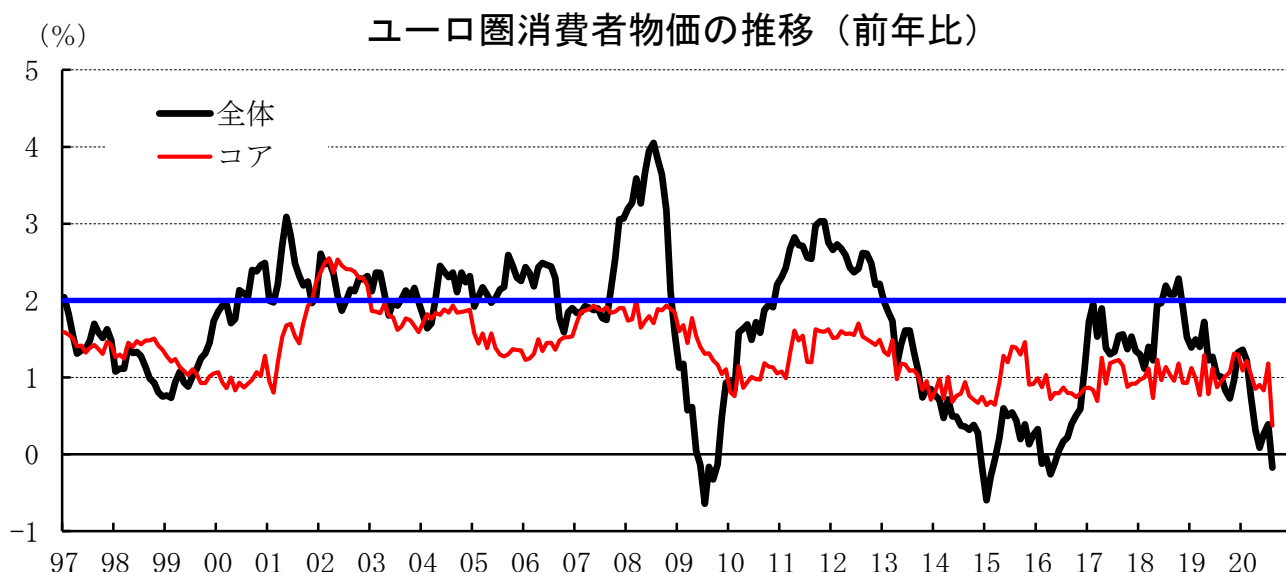


## ユーロ圏の小売売上高（数量ベース、前年比）の推移



8月のユーロ圏の消費者信頼感は▲14.7ポイントと、2ヶ月ぶりに上昇した。4月を底に持ち直しの動きに転じているものの、非常に低い水準で一進一退している。一旦収束しつつあったかに見えた新型コロナウイルスの感染者も、ここへ来て再び増加傾向を辿るなど、状況がなかなか改善しないことや、これに伴って雇用環境が徐々に悪化していることが影響しているものと判断される。

7月のユーロ圏の実質小売売上高は前年同月比+0.4%と2ヶ月連続で前年水準を上回った。しかし、前月の同+1.3%から伸び率は鈍化した。前月比で見ると、5月に+20.6%とロックダウンからの反動から急増、6月にも+5.3%と好調に推移したものの、7月には▲1.3%と3ヶ月ぶりに減少に転じた。8月以降足元にかけては再び感染者が急増しており、消費の足を引っ張る可能性が高い。

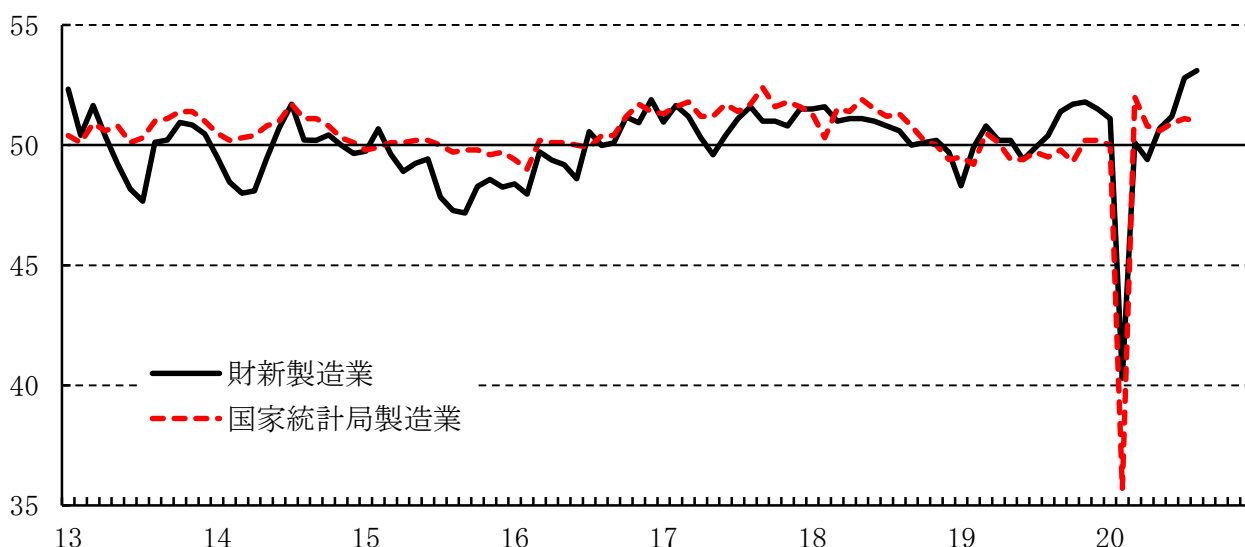


8月のユーロ圏の消費者物価は前年同月比▲0.2%と、2016年5月以来となる前年割れに転じた。上昇率は4ヶ月連続で鈍化している。エネルギーと食料品を除いたコアベースの伸びは同+0.4%と、統計開始来最も低い伸びを記録した。ドイツの付加価値税率引き下げの影響が遅れて顕在化したこともあるが、コロナ禍で需要が落ち込んだことが主因とみられ、工業製品価格が同▲0.1%と下落に転じたほか、サービス価格も同+0.7%と、前月の同+0.9%から伸びが鈍化している。

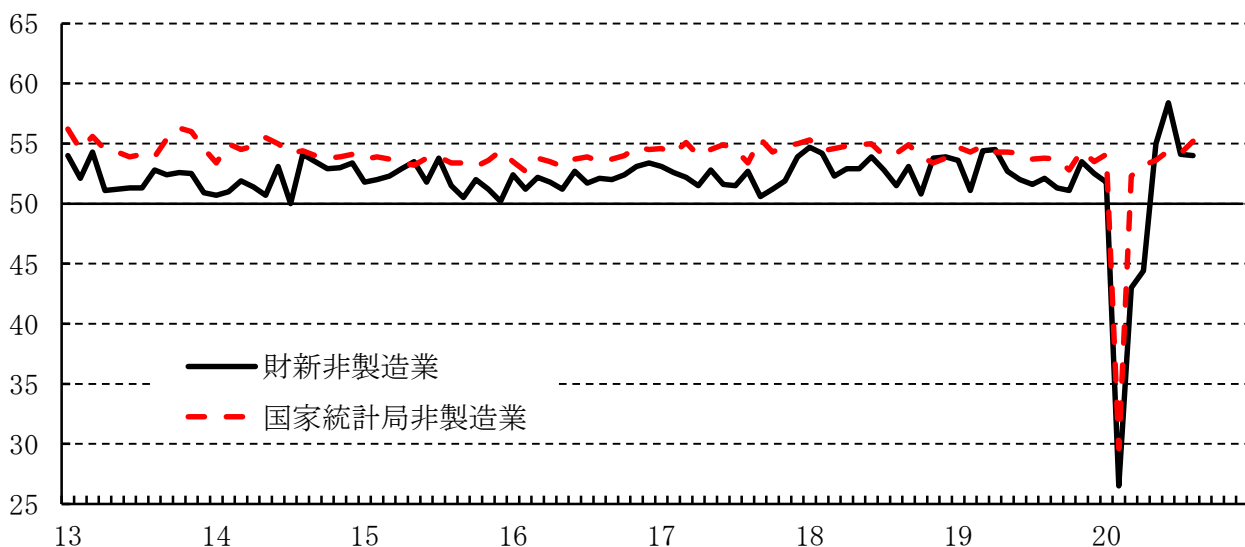
ECBIは、市場介入金利を0.00%、限界貸付金利を0.25%、預金ファシリティ金利を▲0.50%とした政策金利の据え置きを継続している（直近の変更は19年10月の預金ファシリティ金利の▲0.40→▲0.50%への引き下げ）。9月の理事会では、6月に増額したPEPP（パンデミック緊急資産買い入れ）の買い入れ枠も据え置いた。公表されたスタッフの経済見通しでは、2020年の経済成長率をそれまでの▲8.7%から▲8.0%に上方修正したものの、感染が再拡大して厳しいロックダウンを再び講じる場合には▲10.0%に落ち込むリスクがあるとした。現状では、感染の第二波に見舞われて新規感染者数が第一波のピークを越える国も出てきているが、厳しいロックダウンの再開に踏み切る動きはなく、メインシナリオとリスクシナリオの間で推移している。

【中国】

中国のPMI製造業景気指数の推移

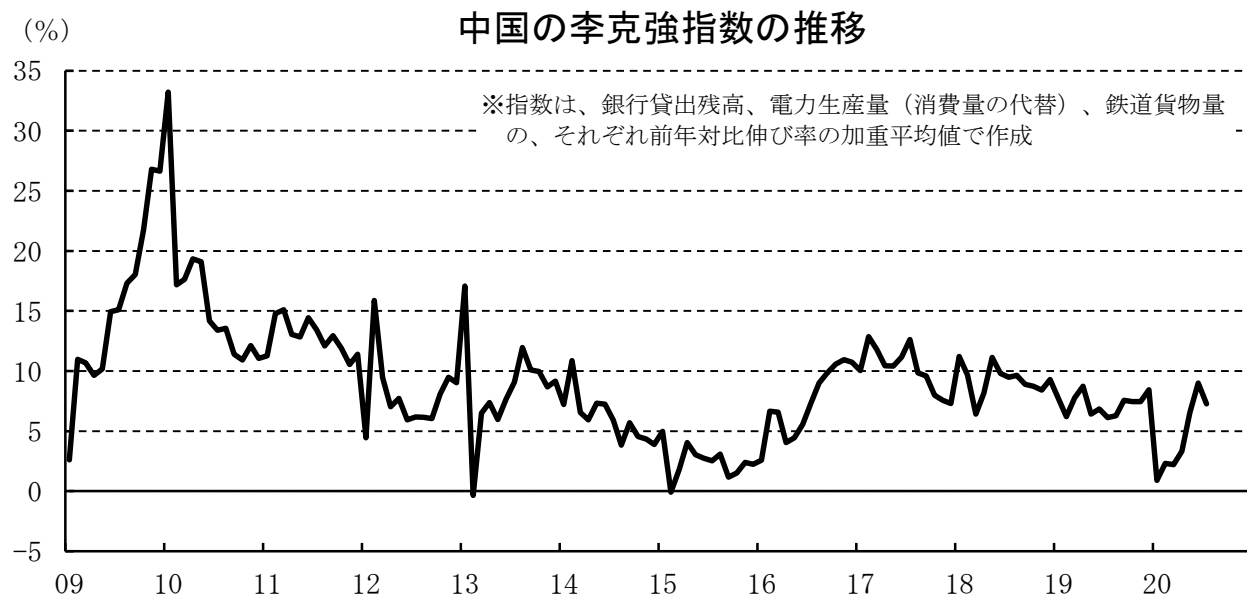
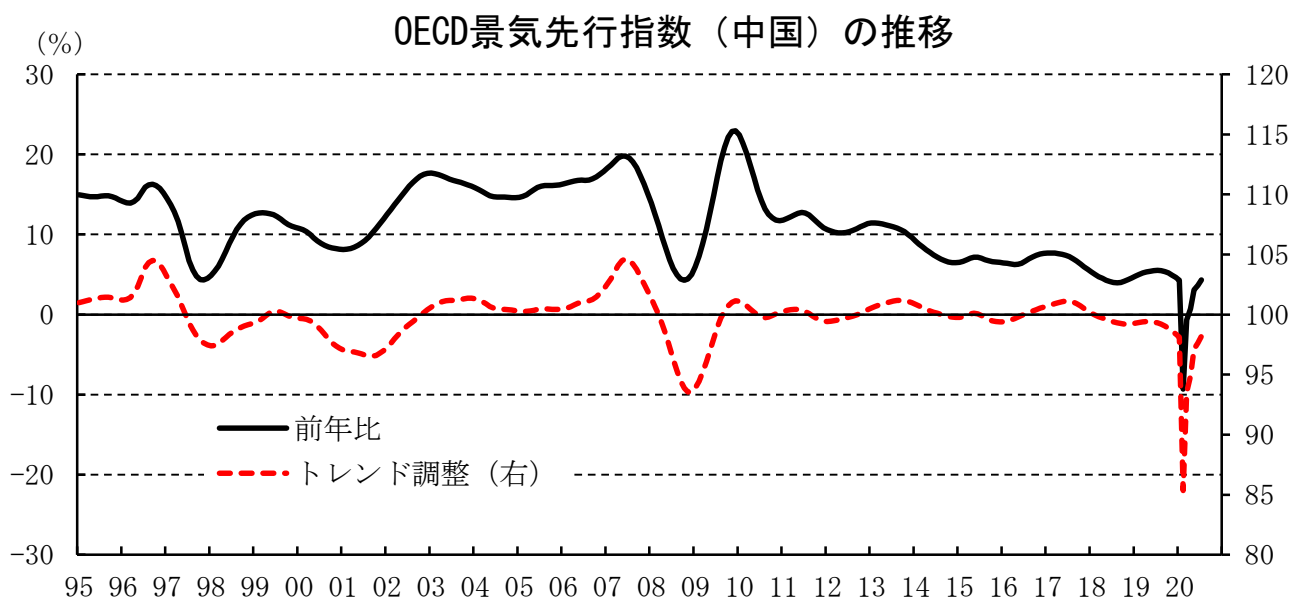


中国のPMI非製造業景気指数の推移



8月の中国の製造業PMIは国家統計局ベースで51.0ポイント、財新ベースでは53.1ポイントとなった。ロックダウンが解除された2・3月以降、製造業の景況感は改善傾向が続いている。特に財新ベースでは2011年11月以来の水準にまで改善するなど、明るさが徐々に強まっている。

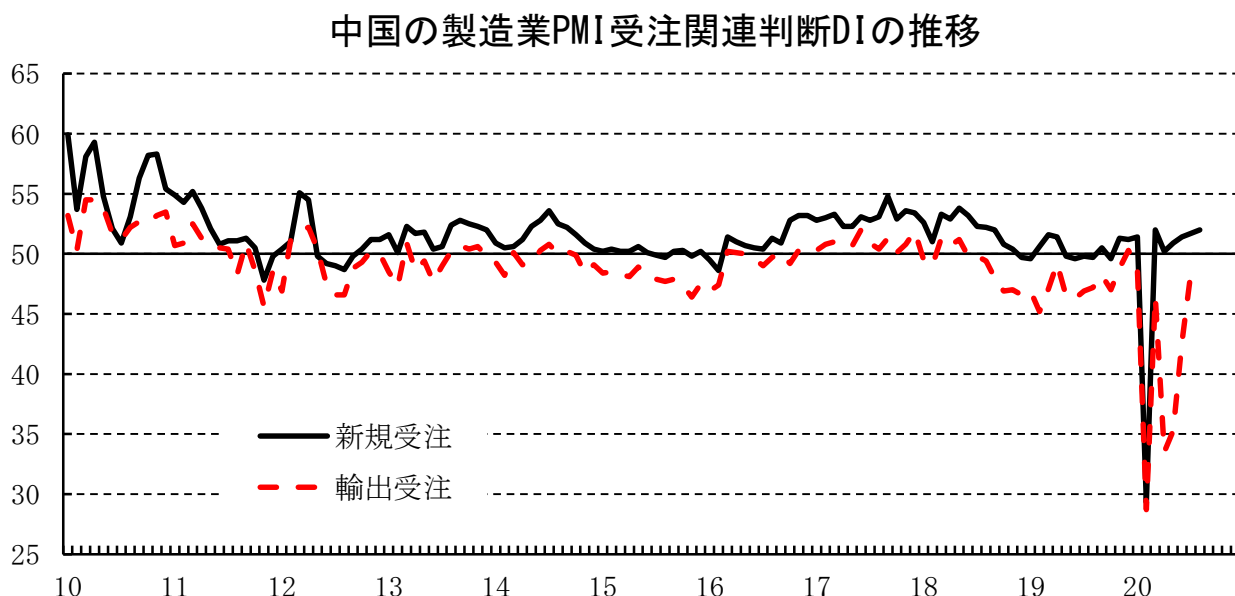
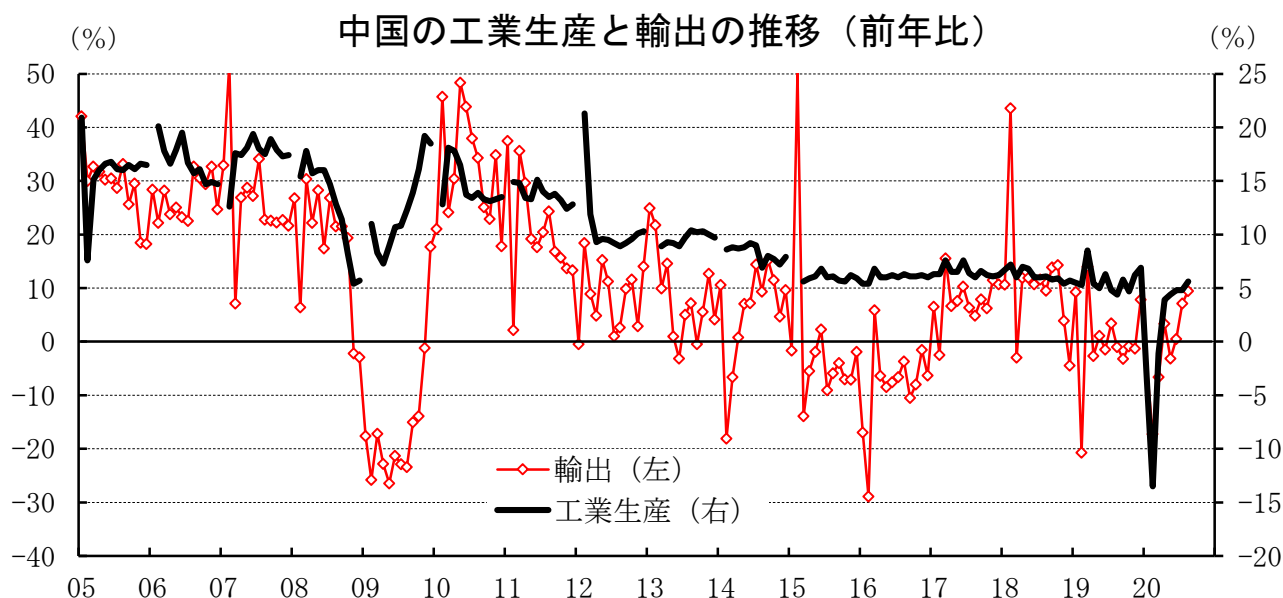
一方、8月の非製造業PMIは国家統計局ベースで55.2ポイント、財新ベースでは54.0ポイントとなった。両者とも、コロナウイルスの影響で2月には統計開始来初となる50ポイント割れを記録したが（国家統計局：29.6、財新：26.5）、国家統計局ベースでは3月、財新ベースでは5月以降、それぞれ判断基準の分かれ目となる50ポイントを上回っている。ただし、財新ベースでは7・8月と2ヶ月連続して前月から低下しており、消費がやや伸び悩んでいる可能性が示唆される。



中国景気に半年程度先行するとされるOECD景気先行指数（中国）は、7月に前月比+1.0%（前年同月比+4.3%）となった。新型コロナウイルスの影響により、2月に統計開始（1992年5月）来初の前月対比マイナス（前月比▲12.2%）を記録した後、3月には経済活動再開もあって同+10.6%と上昇に転じ、その後も上昇基調が続いている。

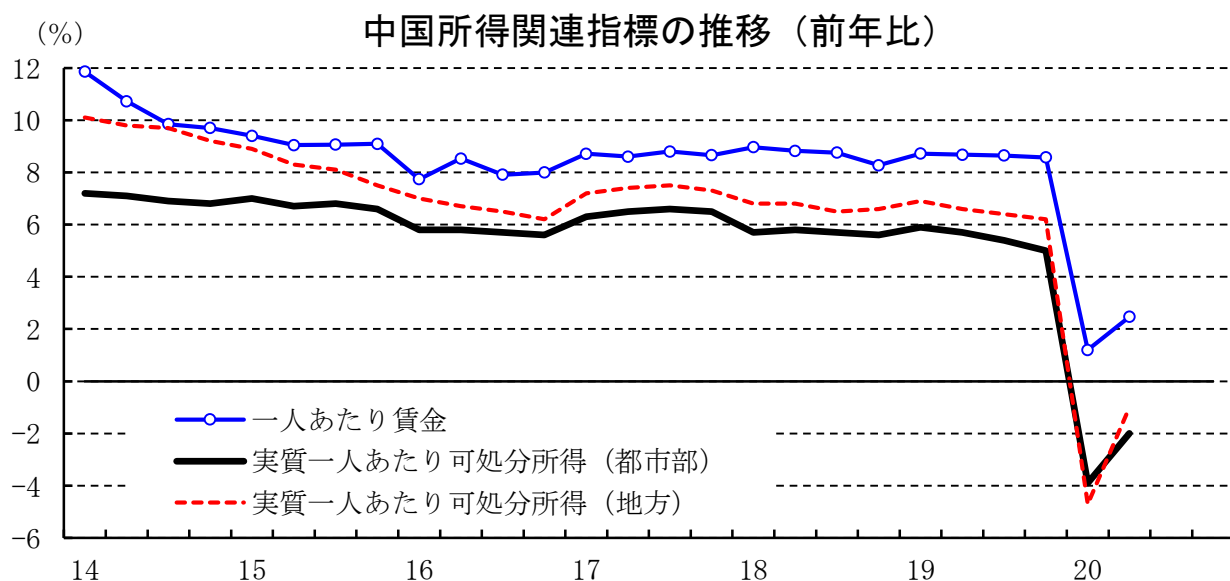
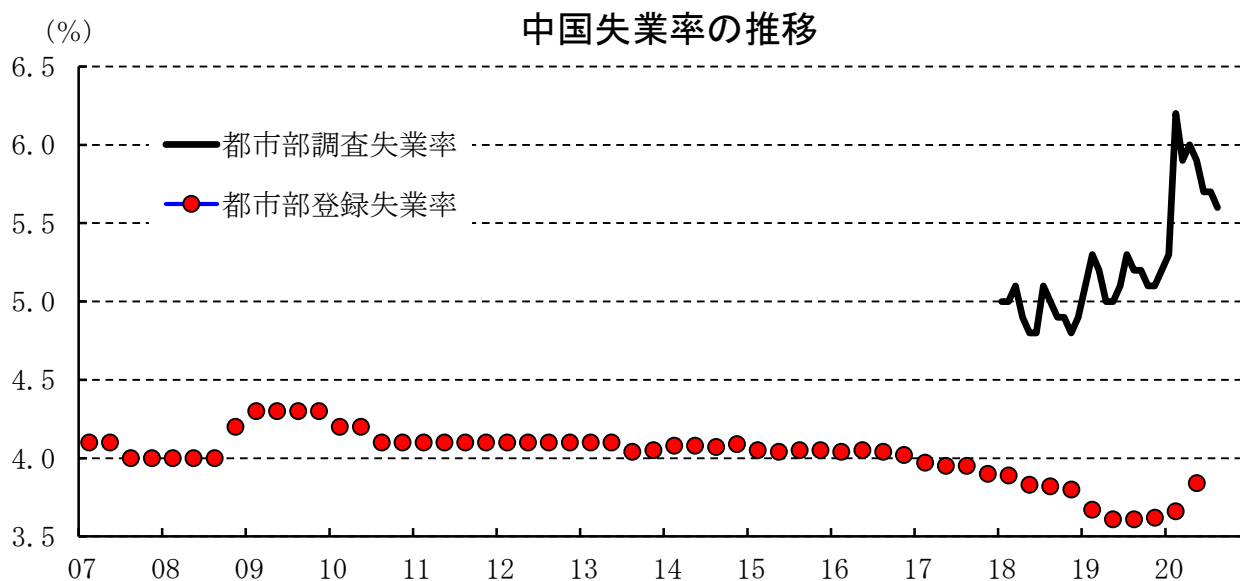
中国経済の実態に即した動きを示すと言われる李克強指数（銀行貸出残高、電力生産量（消費量の代替）、鉄道貨物量の、それぞれ前年対比伸び率の加重平均値で作成）は、1月に+0.9ポイントと、2015年2月（▲0.1ポイント）以来の低水準に急低下したが、その後持ち直しに転じ、7月は+7.3ポイントとなった。6月の+9.0ポイント（2018年12月以来の高水準）からは低下したものの、感染拡大前の水準にまで回復した。





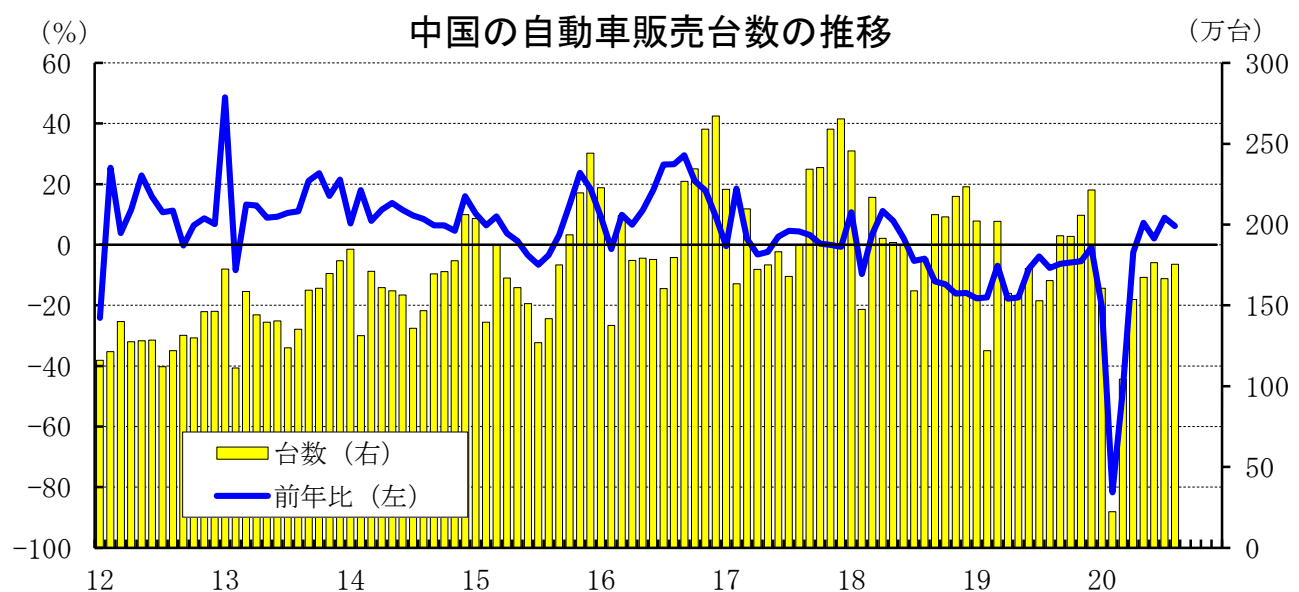
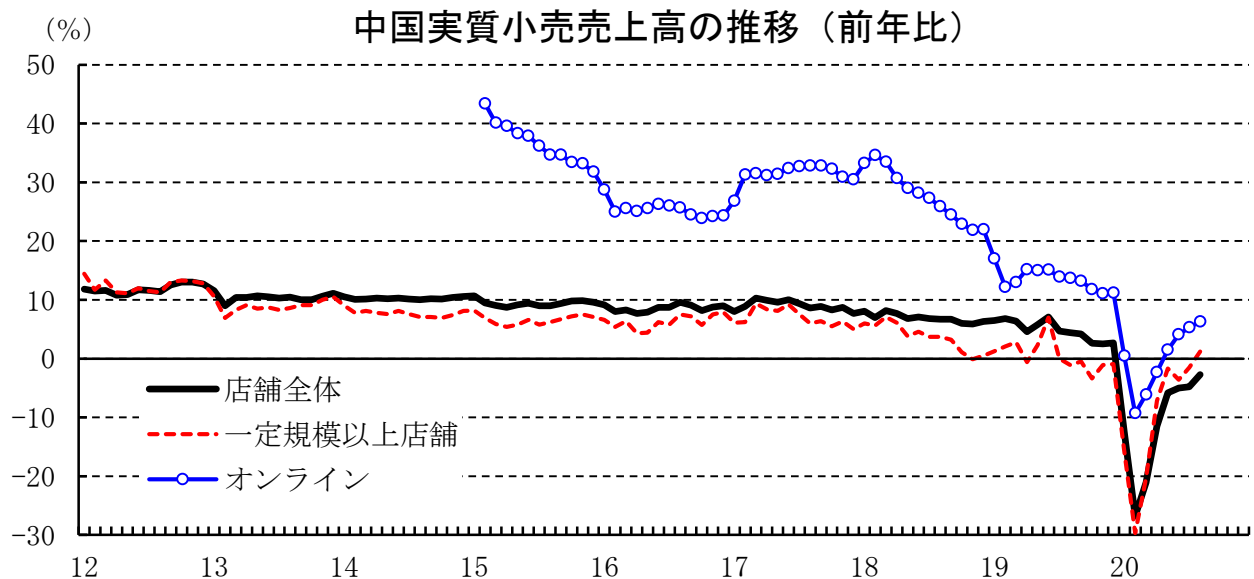
8月の中国の輸出（ドルベース）は前年同月比+9.5%と、3ヶ月連続で前年水準を上回った。伸び率としては2019年3月以来の高い伸びで、欧米での経済活動再開につれて、回復傾向が明確化してきた。8月の工業生産は前年同月比+5.6%となった。2月に同▲13.5%と急減した後は伸び率の拡大傾向が続いて感染拡大前の伸び率に肩を並べるようになっており、持ち直しが進んでいる。

輸出や生産活動に先行する受注面を見ると、8月のPMI輸出受注判断DIは49.1ポイント、製造業新規受注判断DIは52.0ポイントとなった（いずれも国家统计局ベース）。輸出受注判断DIは2月に28.7ポイントと急低下した後は徐々に水準を切り上げているものの、引き続き判断基準の分かれ目となる50ポイントを下回っており、外需の回復が限定的なものにとどまっていることを示唆している。一方、新規受注判断DIは3月以降、判断基準の分かれ目となる50ポイントを上回る水準での推移が続いており、国内からの受注が生産活動を支えている姿が窺われる。



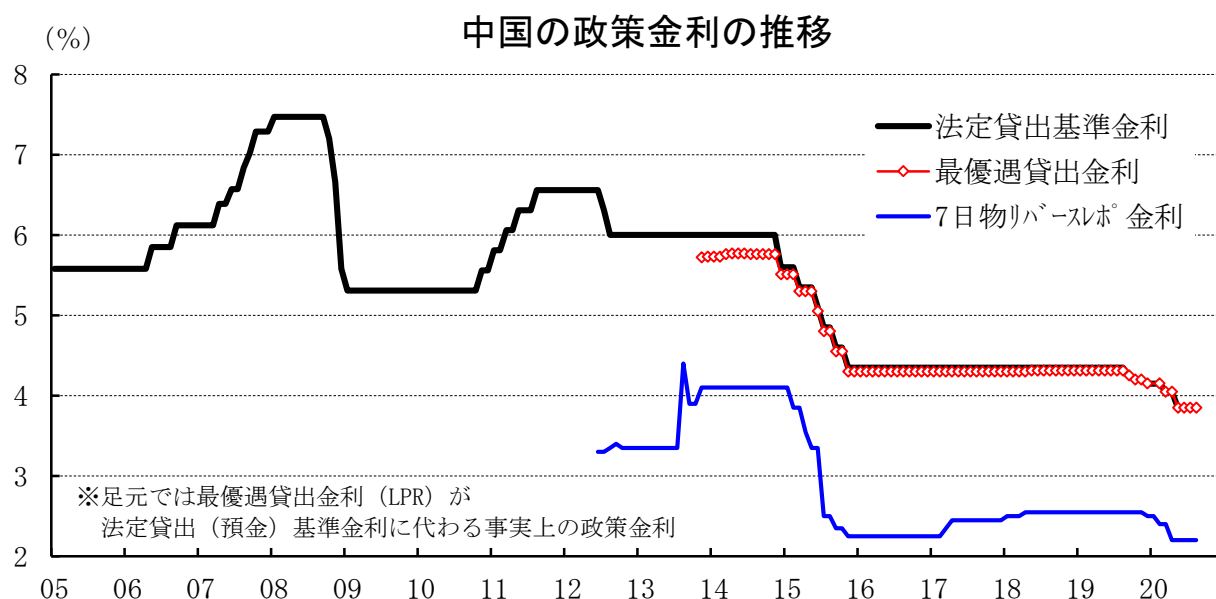
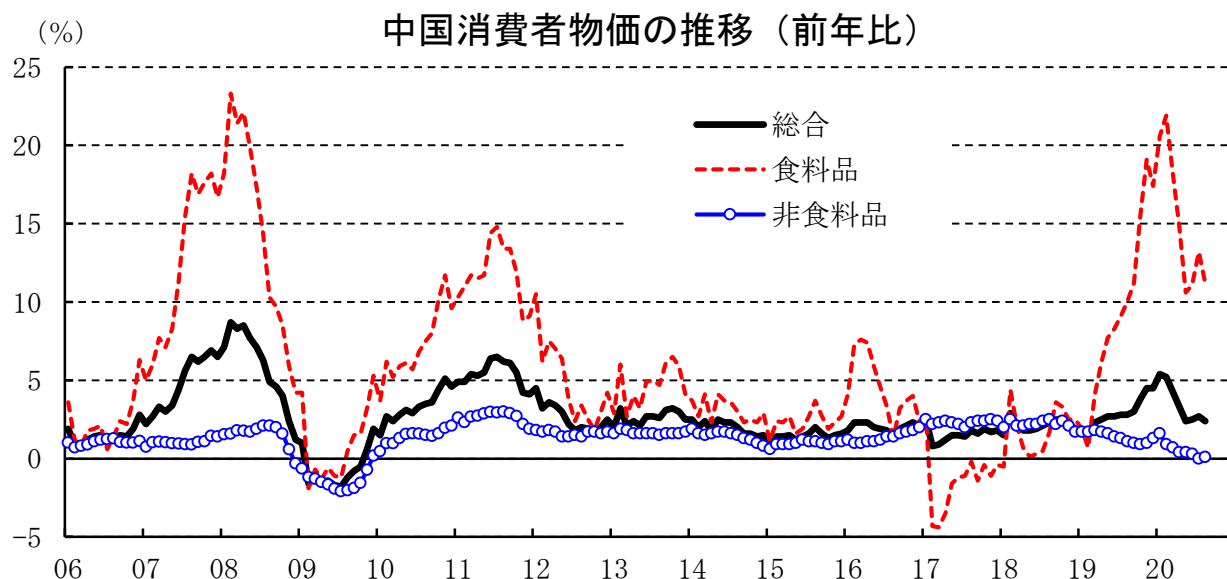
8月の中国の失業率（都市部調査失業率：都市部に戸籍を持たない、農村部から都市部に出稼ぎに来ている人を含めた失業率）は5.6%と、前月から▲0.1%ポイント低下した。新型コロナウイルスの影響で2月には6.2%（前月から+0.9%ポイント上昇）に上昇した後、低下には転じているものの、改善は小幅にとどまっている（都市部に戸籍を持つ登録失業率は、4-6月期に前期対比+0.1%ポイントの3.8%）。政府は、労働者のシェアを促すなど、雇用対策を講じているものの、新型コロナウイルスの感染拡大で悪化した雇用を十分に回復させるには至っていない。8月の都市部新規雇用者数は781万人と増加傾向が続いているものの、前年同月に比べると▲203万人少ない。

4-6月期の中国の一人あたり賃金は前年同期比+2.5%となった。ロックダウン下にあった1-3月期の同+1.2%からは伸び率は拡大したものの、昨年10-12月期の同+8.6%からは大幅に鈍化している。地域別に見ると、都市部で前年同期比+1.8%、地方では同+2.6%となった。同期の実質可処分所得（一人あたり）は、都市部で同▲2.0%、地方で同▲1.0%と、それぞれ統計開始来初めとなる前年割れとなった1-3月期に続くマイナスを記録、所得の回復は遅れていることが確認される。



8月の中国小売売上高は前年同月比+0.5%と、8ヶ月ぶりに前年水準を上回った。統計の信頼度がより高い一定規模以上の店舗の売上高は同+4.4%と2ヶ月連続で前年水準を上回った。外出制限の影響を受けにくいオンライン売上高は同+9.5%と伸び率の拡大傾向が続いている。足を引っ張っているのは一定規模以下の店舗と推察され、感染リスクを回避した行動の影響によるものと考えられる。物価上昇率を差し引いた実質ベースでは、店舗全体の小売売上高は同▲2.7%と8ヶ月連続で前年割れを記録した一方、一定規模以上の店舗の売上高は同+1.2%と、13ヶ月ぶりに前年水準を上回った。消費は趨勢としては回復傾向にあるものの、感染拡大前（名目ベースで店舗全体で8%程度の伸び）と比べると伸び率は小幅にとどまっており、回復の勢いは鈍いと判断される。

8月の中国の乗用車販売台数は前年同月比+6.1%と4ヶ月連続で前年水準を上回った。新型コロナウイルスの影響によって2月には同▲81.7%と猛烈に落ち込んだが、政府による購入促進策（新エネルギー車（NEV）購入時の補助金支給やナンバープレート発給制限の緩和など）の効果もあって、持ち直し傾向が続いている。

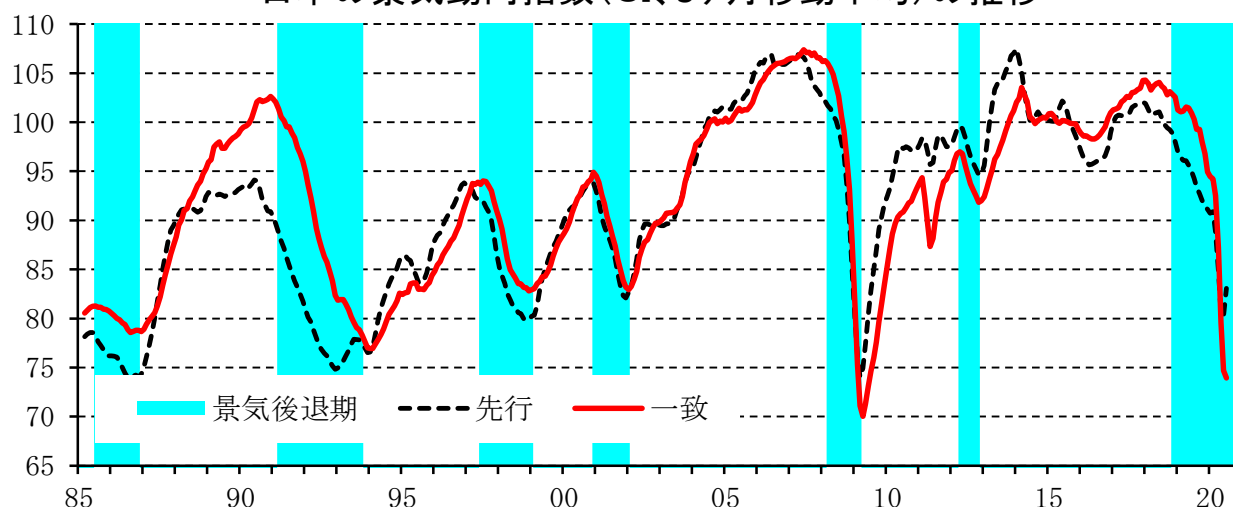


中国の8月の消費者物価は、前年同月比+2.4%と、前月の同+2.7%から伸びが鈍化した。需要の低迷もあって非食料品価格が同+0.1%と、鈍化傾向が続いている。一方、豚コレラの影響などもあって急騰していた食料品価格は、食肉流通の改善などもあって2月につけた同+21.9%をピークに鈍化傾向に転じたものの、8月には同+11.2%と、13ヶ月連続で二桁の上昇率を記録した。食料品とエネルギーを除いたコアベースの物価は同+0.5%と前月と同率となったが、これは2010年3月以来となる低い伸びで、総じてデフインフレ圧力が強い状態が続いている。

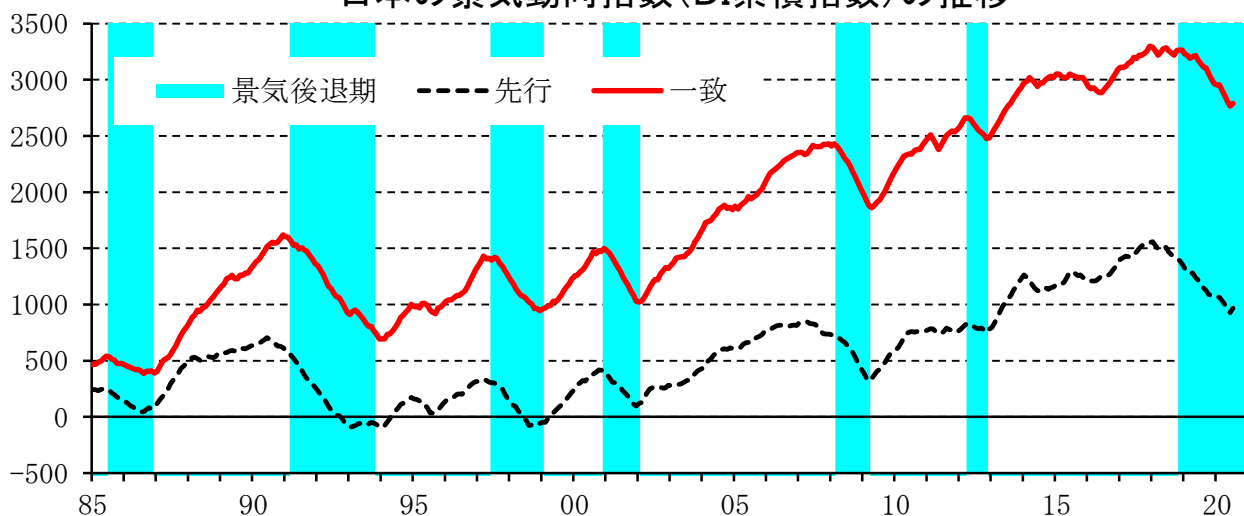
中国人民銀行は、鈍化傾向を辿る景気でこ入れのため、昨年半ばから利下げなどの金融緩和政策に転じたが、今年に入ってコロナウイルスの国内外での感染拡大とこれに伴う景気の失速を受けて、さらに緩和政策を強めている。最優遇貸出金利は4月に▲0.1%、5月に▲0.2%引き下げられたほか、リバースレポ金利も引き下げられた。さらに、中小零細企業向けの支援を目的に、中小銀行の預金準備率を昨年末から▲1.5%引き下げた。その後は金融政策の変更はないが、引き続き内外需ともに回復力に欠けており、局面次第では更なる緩和策が講じられる可能性がある。

【日本】

日本の景気動向指数(CI、3ヶ月移動平均)の推移



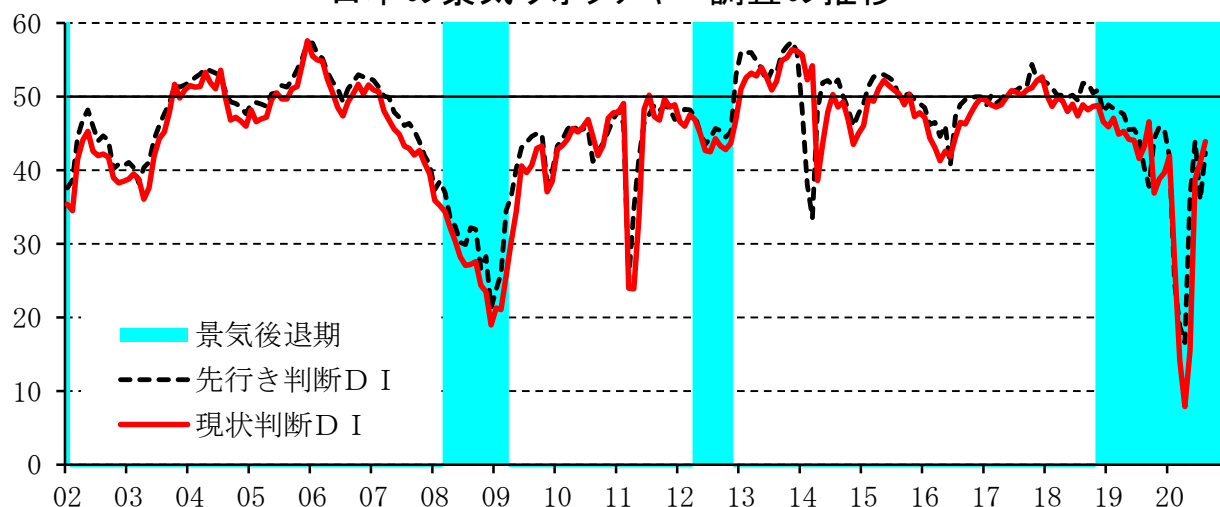
日本の景気動向指数(DI累積指数)の推移



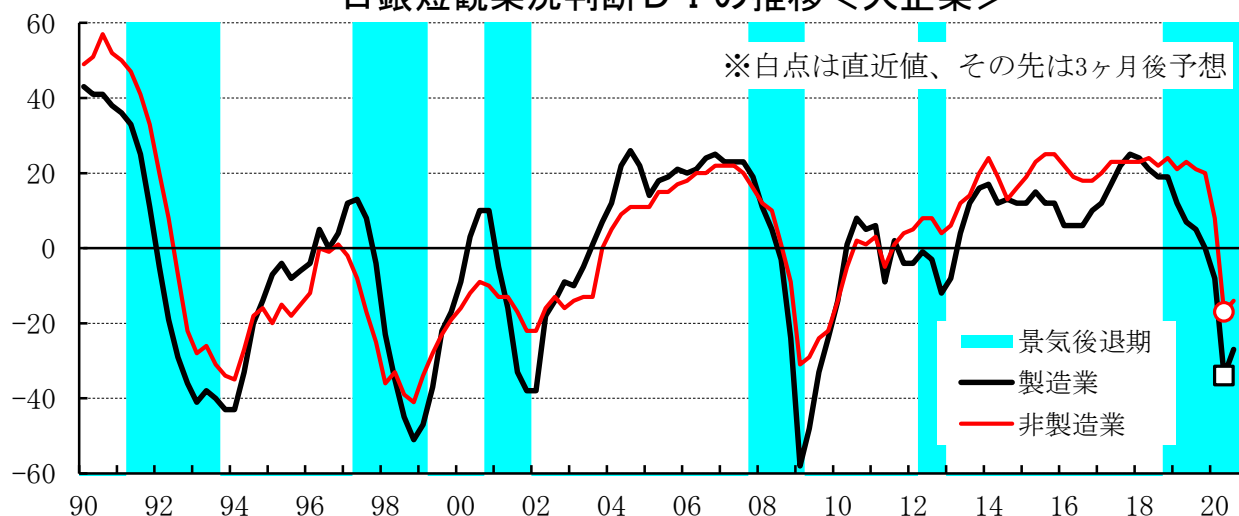
7月の景気動向指数は、C I 一致指数が前月比+2.4%と2ヶ月連続で前月水準を上回った。同先行指数は同+3.7%と、こちらも2ヶ月連続で上昇した。緊急事態宣言解除後経済活動が再開したことで、景気が一旦底打ちしたことが示唆された。景気判断に有用なD I 累積指数では、先行指数が7ヶ月ぶりに前月から上昇に転じた。また、一致指数は14ヶ月ぶりに前月から上昇に転じた。ただし、これまで続けていた低下基調から反転、上昇基調に転じたとまでは言い切れず、足元で日本経済は底打ちしたものの、2018年10月をピークとした景気後退局面が終了したかどうかの判断にはもう少し時間がかかる。



## 日本の景気ウォッチャー調査の推移

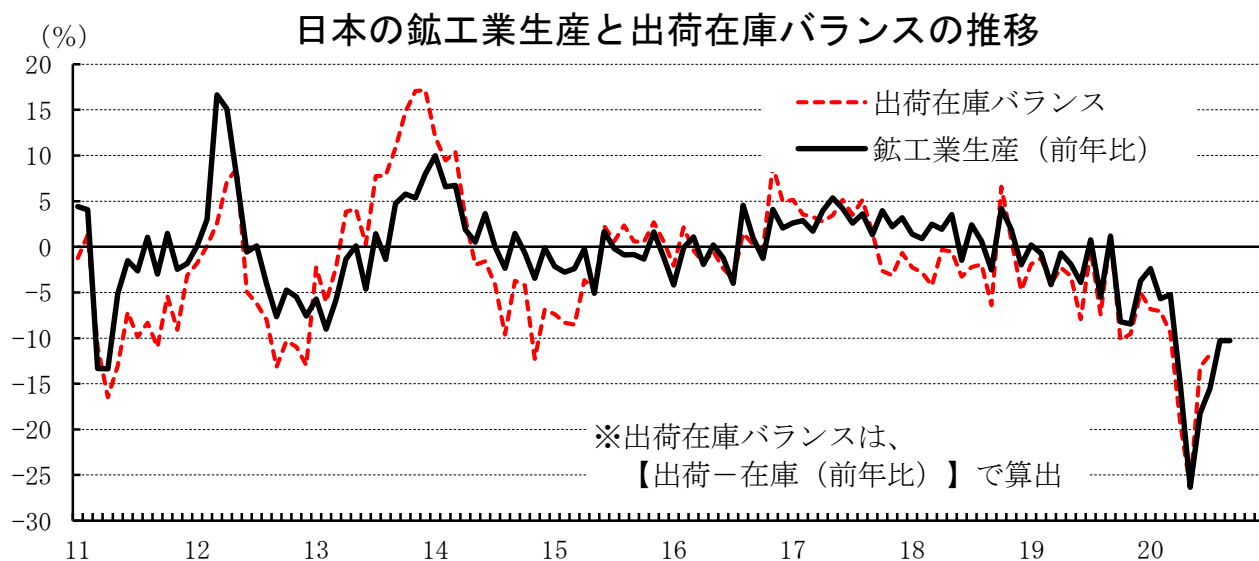
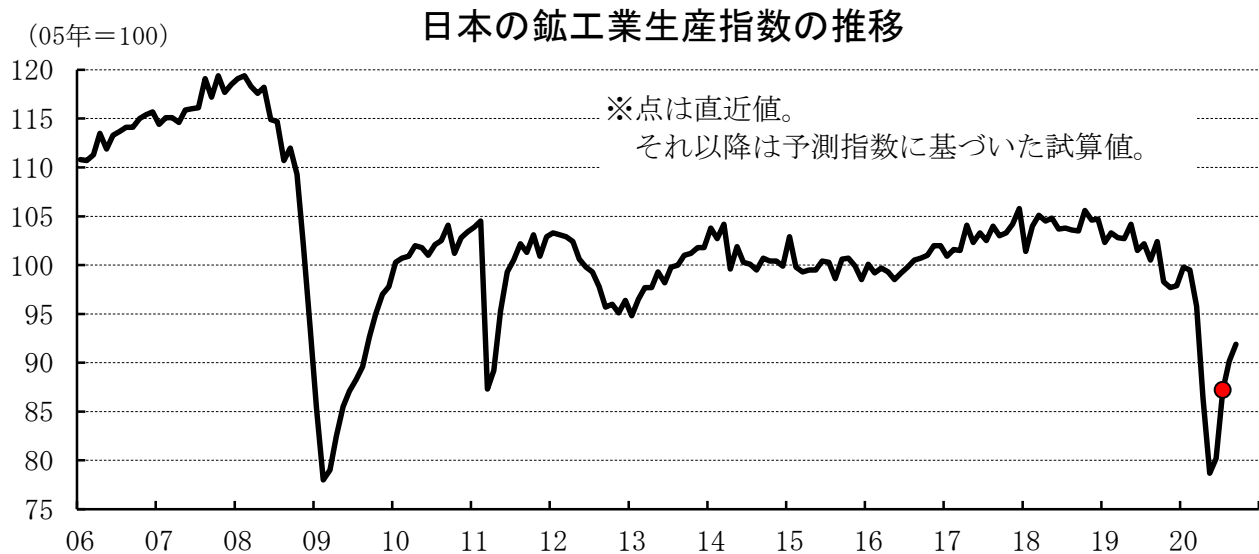


## 日銀短観業況判断DIの推移＜大企業＞



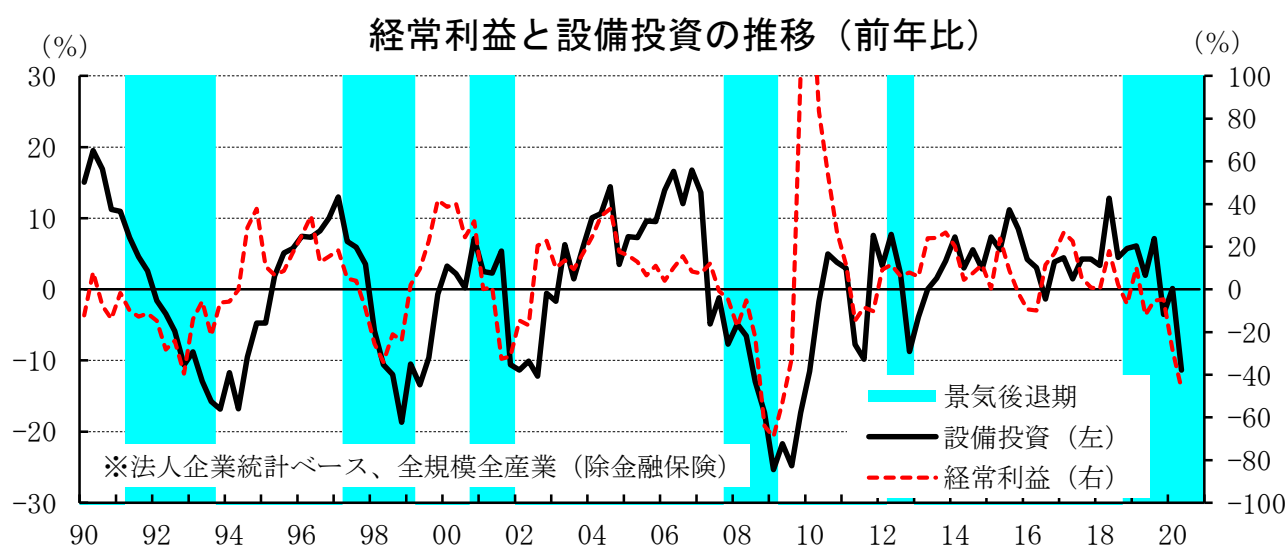
8月の景気ウォッチャー調査現状判断DIは前月から+2.8ポイント改善の43.9ポイント、先行き判断DIは同+6.4ポイント改善の42.4ポイントとなった。緊急事態宣言による外出自粛などから、4月には現状判断DIは7.9ポイント、先行き判断DIは16.6ポイントと過去最低水準をつけたが、そこから持ち直している。業種別に現状の水準に関する現状水準判断DIを見ると、感染の影響が長引く飲食関連で17.3ポイントと、持ち直してはいるものの非常に低い水準にとどまっているのに対し、小売関連は29.9ポイントと感染拡大前の水準にほぼ達している。

6月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断DIは▲34ポイントと、前回調査（3月）から▲26ポイント低下、2009年6月調査時（▲48ポイント）以来の低水準となった。先行き判断DIは▲27ポイントと改善が見込まれている。一方、大企業非製造業の業況判断DIは▲17ポイントと、前回調査から▲25ポイント急低下、2009年12月調査時（▲22ポイント）以来の低水準を記録した。先行き判断DIは▲14ポイントと、製造業と同様に改善が見込まれている。関連統計である法人企業景気予測調査では、7-9月の大企業製造業BSIは+0.1ポイント、大企業非製造業は+2.9ポイントと、3ヶ月前の水準からは大幅に改善（4-6月期：製造業同▲52.3ポイント、非製造業同▲45.3ポイント）した。短観と法人企業景気予測調査とは連動性も高く、9月調査短観でも同様の結果となる可能性がある。



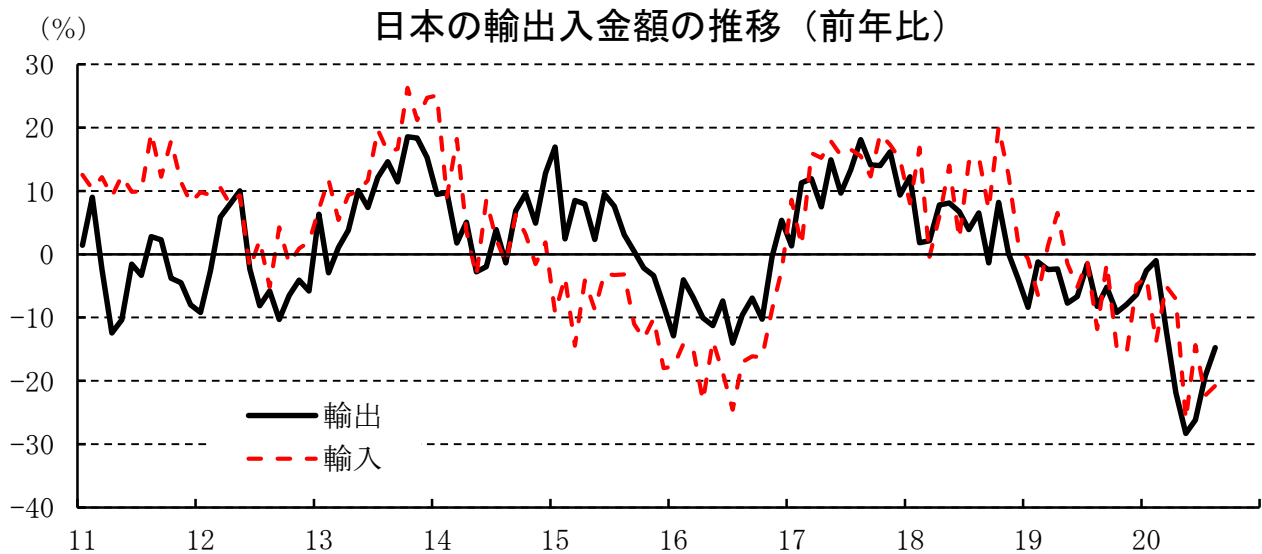
7月の鉱工業生産指数は前月比+8.7%と、2ヶ月連続で上昇した。前年対比伸び率は▲15.5%と10ヶ月連続で前年割れとなったが、マイナス幅は3ヶ月連続で縮小している。経済活動の再開とともに、生産活動も持ち直しに転じている。消費増税の影響から低下傾向を辿り、在庫調整圧力が強まっていたことを示唆していた出荷在庫バランス（鉱工業出荷の伸びから鉱工業在庫の伸びを引いて算出：鉱工業生産に数ヶ月先行する傾向）は▲11.8ポイントと2ヶ月連続でマイナス幅が縮小したものの、依然としてマイナス幅は非常に大きい。出荷在庫バランスと生産活動の連動性は非常に高く、現状では生産活動の回復力は限定的なものにとどまっていると判断される。

先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、8月は前月比+3.4%、9月は同+1.9%となった。新型コロナウイルスの新規感染者数は再び鈍化傾向に転じているものの、先行きは予断を許していない。そうした中でも、政府は経済活動を実質的に優先する姿勢を見せており、大きな流れで見れば生産活動はすでに底打ちした公算が大きい。ただし、前述したように出荷在庫バランスの改善は遅れており、今後の生産活動の回復ペースは緩やかなものとなっていくと見込まれる。



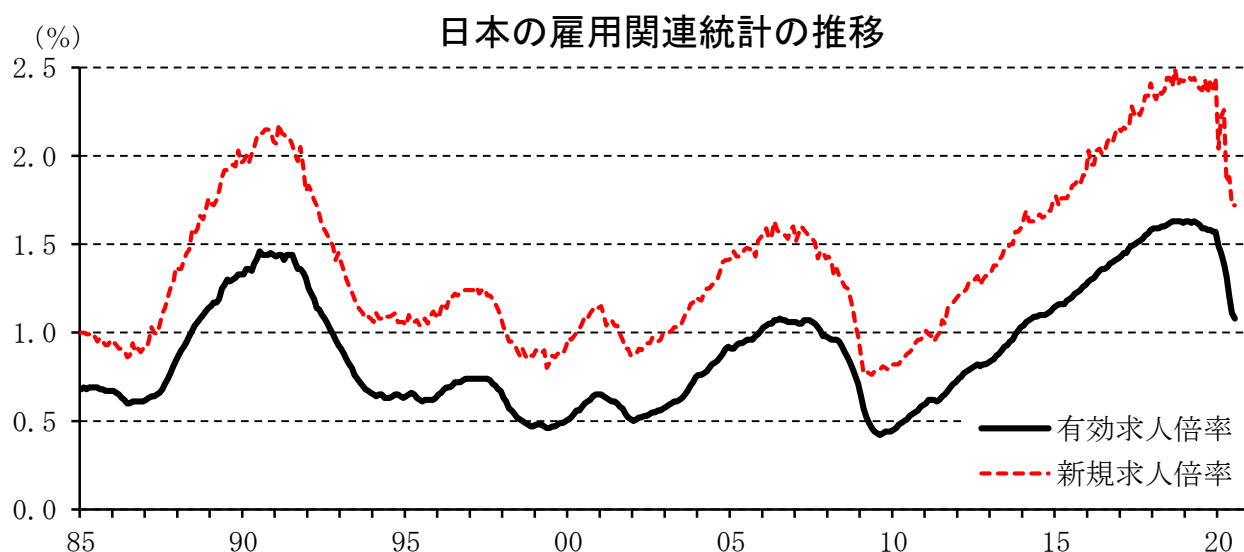
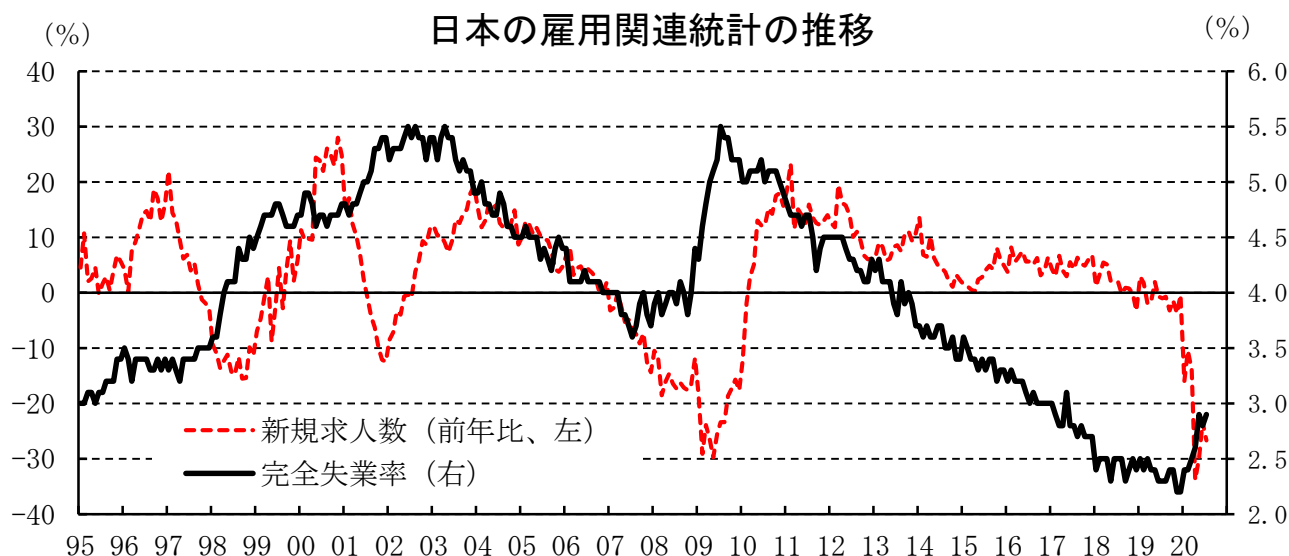
設備投資の先行指標となる機械受注(船舶・電力除く民需)は、7月には前月比+6.3%(前年同月比▲16.2%)となった。前月対比増加は2ヶ月ぶり、前年対比減少は8ヶ月連続となった。消費増税前後から、機械受注は鈍化傾向を辿りつつあったが、新型コロナウイルスの影響が顕在化して一気に落ち込んだあと、経済活動再開後も回復のペースは非常に鈍く、企業の設備投資気運は高まっていないことを示唆している。需要者別に見ると、海外からの受注が同+13.8%と5ヶ月ぶりに増加に転じたほか、中小企業からの発注が多いと考えられる代理店経由の受注は同+2.3%と2ヶ月連続で増加した。業種別には、製造業が同+5.0%と2ヶ月連続で増加した一方、非製造業(船舶・電力を除く)は同+3.4%と2ヶ月ぶりの前月対比増加となった。

法人企業統計によれば、4-6月期の全規模全産業(除金融保険業)の設備投資は前年同期比▲11.3%と、2四半期ぶりに前年水準を下回った。また、経常利益は同▲46.6%と5四半期連続で前年対比マイナスを記録した。企業業績は2018年10-12月期頃から悪化傾向を辿り始めていたが、昨年10月の消費税率の引き上げと、足元のコロナ禍によって一気に悪化度合いが深まった。今後についても、感染終息のめどが見えてこない状況の中で、企業業績の最悪期は脱しつつあるものの、明確な業績回復は遅れる公算が大きい。ただし、在宅勤務の拡大・定着など、コロナ禍で新たな働き方などヘシフトする傾向は強まっていくと判断され、これに関連した情報化投資などは好調に推移するものと予想される。



8月の輸出金額（円ベース）は前年同月比▲14.8%、輸入金額（同）は同▲20.8%となった。輸出の前年割れは21ヶ月連続、輸入の前年割れは16ヶ月連続。貿易収支は+2,483億円と、前年同月の▲1,522億円から黒字に転じた。季節調整値で見ると、輸出は前月比+5.9%と3ヶ月連続で増加、輸入は同+0.1%と5ヶ月ぶりに増加に転じた。輸出を地域別に見ると、米国向けが前年同月比▲21.3%、西欧向けが同▲15.3%、大洋州向けが同▲20.2%、中東欧ロシア向けが同▲12.2%と、いずれも二桁マイナスが続く一方で、一足早く経済活動を再開し始めた中国向けは同+5.1%と2ヶ月連続で前年水準を上回った。また、財別に見ると、輸送用機器が同▲23.2%、一般機械は同▲23.2%と他の主要財に比べると落ち込みが目立っている一方で、電気機器は同▲5.5%、化学製品は同▲8.2%と、いずれも前年割れが続いてはいるものの、持ち直し感が出始めている。

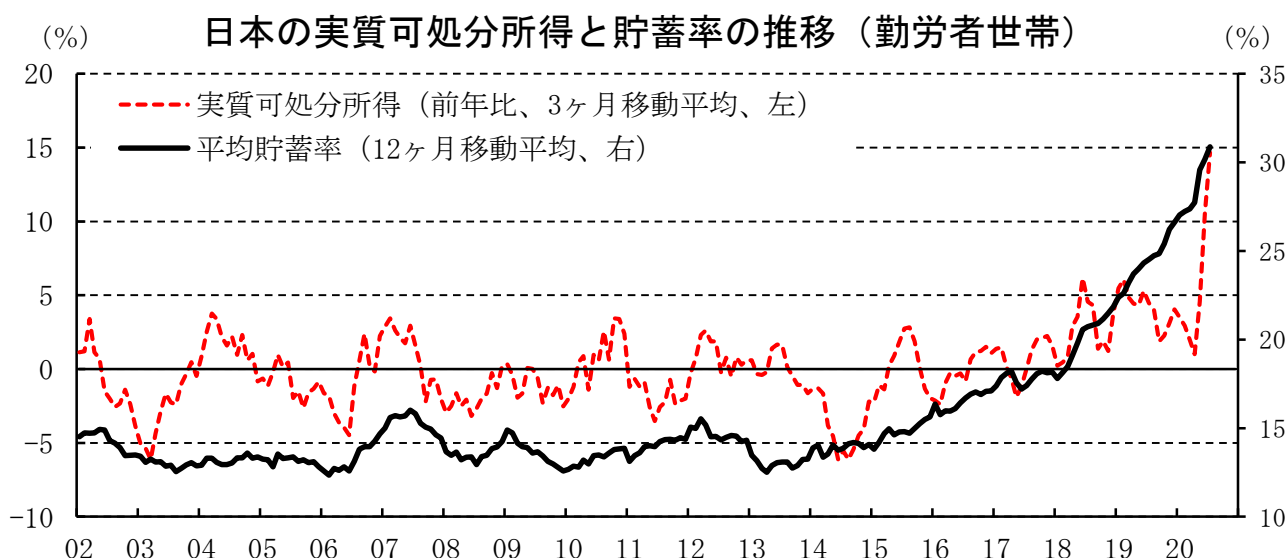
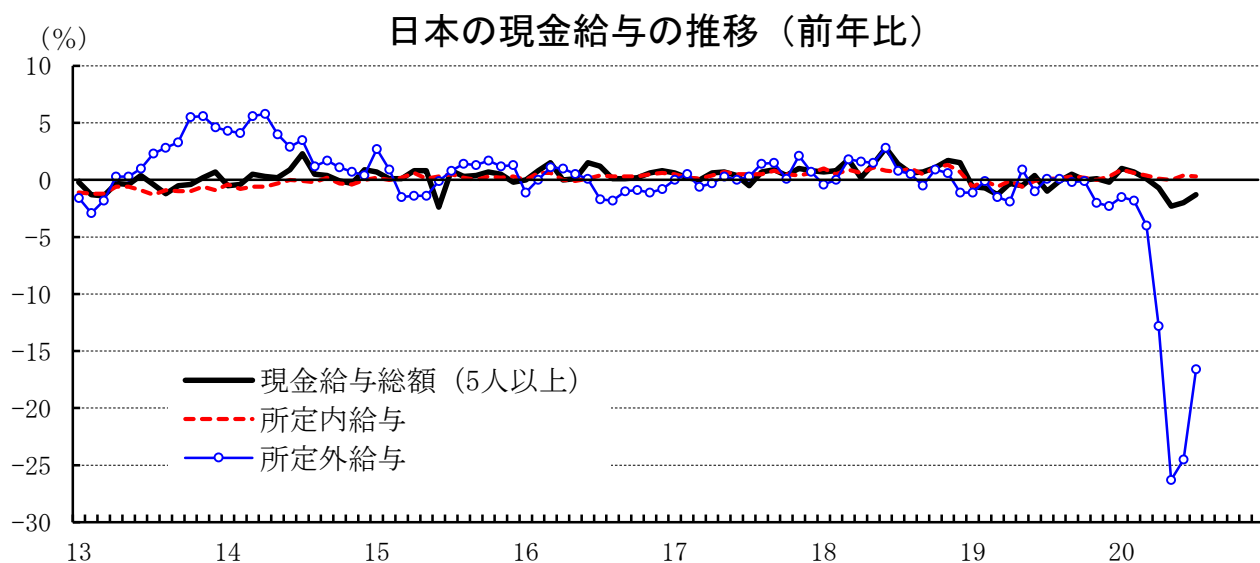
なお、8月の輸出数量指数は前年同月比▲14.9%と、13ヶ月連続で前年水準を下回った。ただし、マイナス幅は3ヶ月連続で縮小、季節調整済み前月比では+10.5%と3ヶ月連続して増加しており、主要各国を中心とした経済活動再開を受けて、輸出も持ち直しに転じ始めていることが窺われる。



7月の日本の失業率は2.9%と前月から+0.1%ポイント上昇、2017年5月以来の水準となった。昨年12月の2.2%を底に、今年に入ってから上昇基調が続いている。緊急事態宣言は解除されて経済活動は再開されているものの、東京都では飲食制限などが残ったこともあり、経済活動の全面再開は遅れた。7月の休業者は220万人と3ヶ月連続で減少しているものの、就業者については感染拡大前の2月と比べると▲92万人減少している。そのうち失業者としてカウントされたのは30万人で、62万人は労働力人口から外れた。これは、職探しをしなかったことによるものと推察され、雇用の実態は表面上の数字よりも厳しいと考えられる。

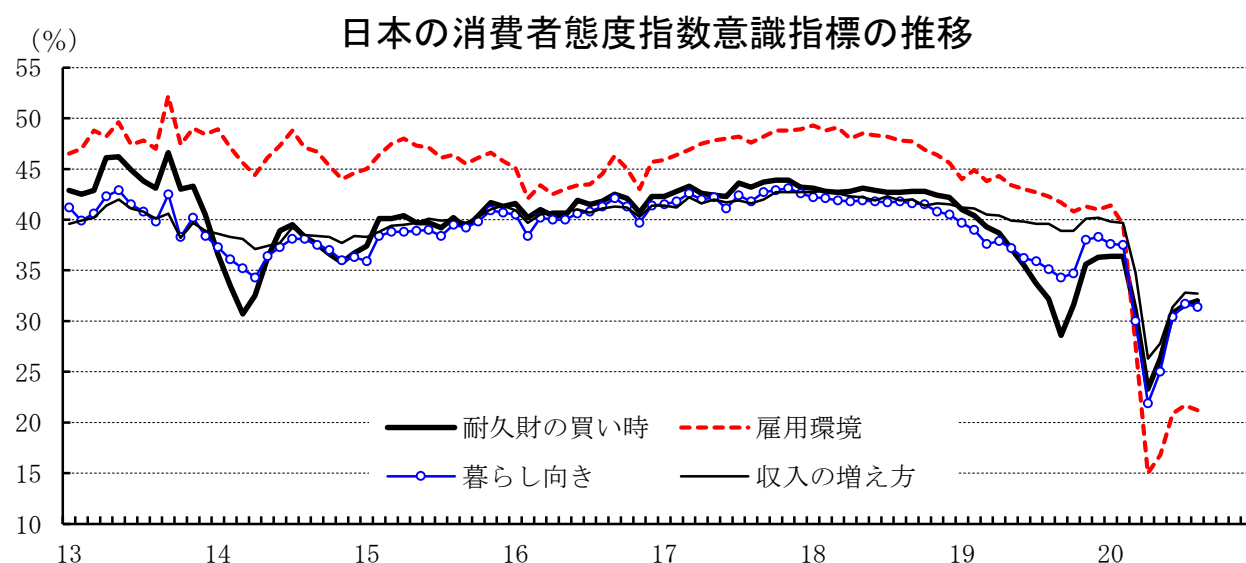
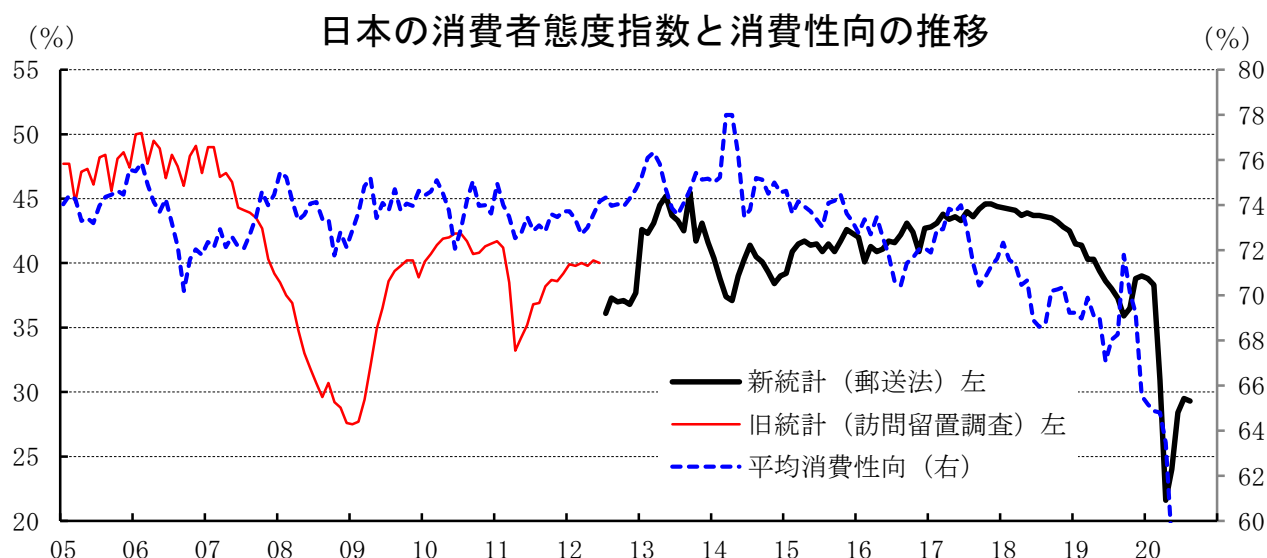
7月の有効求人倍率は1.08倍と6ヶ月連続で低下、2014年4月以来の低水準となった。依然として1倍は上回っていることから、求職者が有利な状況にあるとも言えないこともないが、昨年末対比では▲0.49%ポイントもの急低下で、実質的には労働市場は冷え込んでいるといえる。有効求人倍率にやや先行する新規求人倍率は1.72倍と、前月対比横ばいにとどまった。





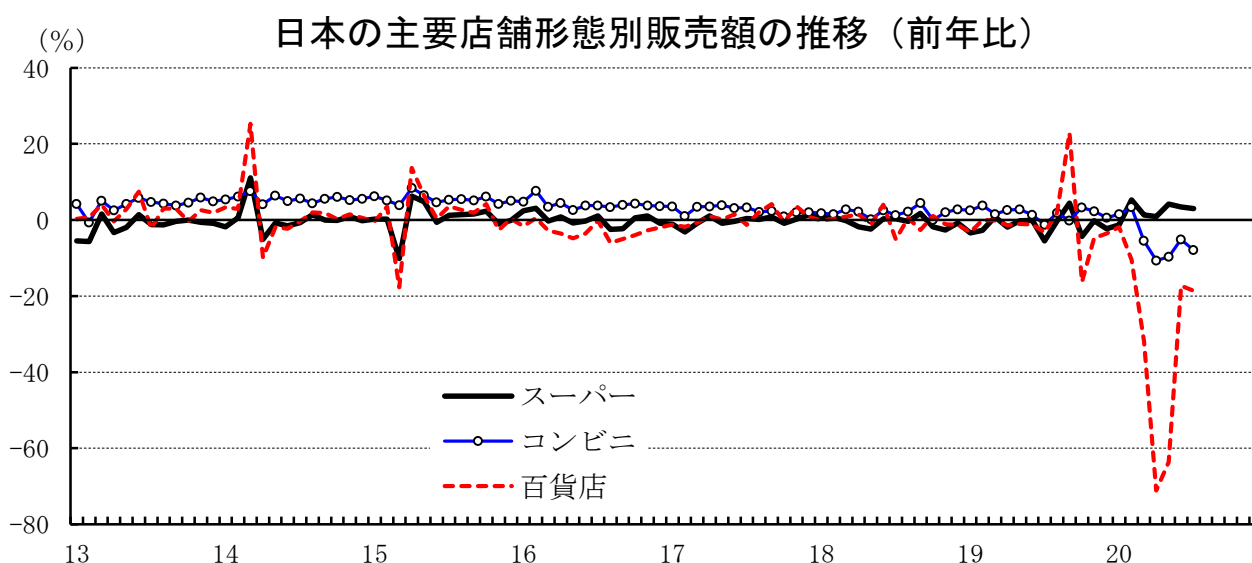
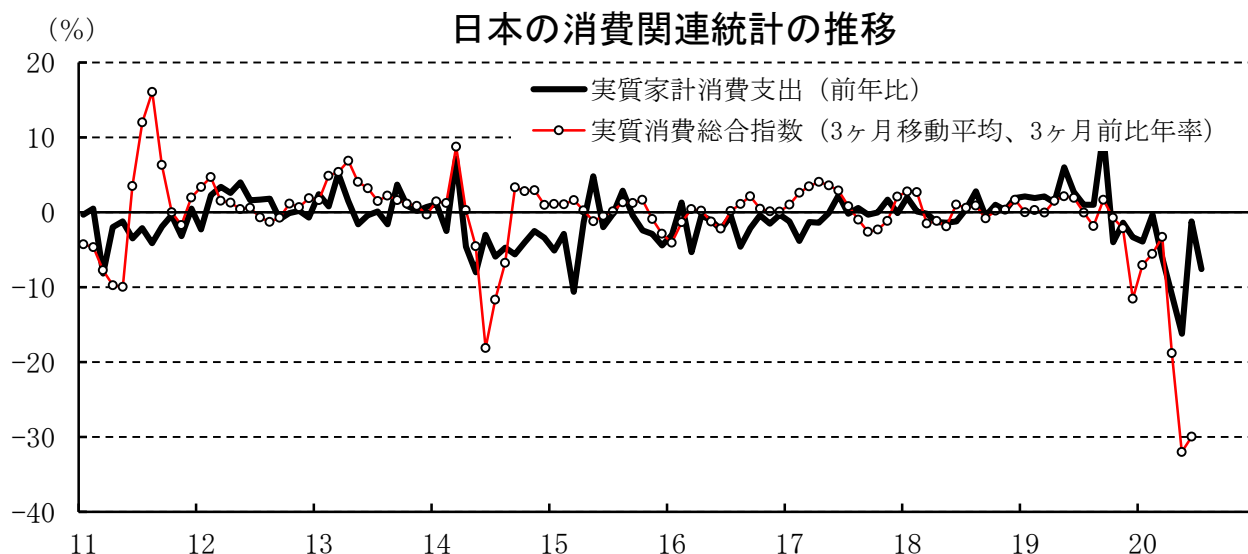
7月の現金給与総額（5人以上企業）は前年同月比▲1.3%と、4ヶ月連続で前年水準を下回った。所定外給与が同▲16.6%と4ヶ月連続で二桁マイナスを記録したことが響いた。引き続き、コロナウイルスの影響によるテレワークの推進や店舗開店時間の減少などにより、残業時間が大幅に減少したことが影響したと判断される。また、業績の悪化によってボーナスの支給にも影響が出ており、特別給与は同▲2.4%と3ヶ月連続で前年水準を下回った。所定内給与は同+0.3%と堅調な推移が続いている。なお、インフレ率を差し引いた実質現金給与総額は同▲1.6%と5ヶ月連続で前年水準を下回った。

7月の実質可処分所得（勤労者世帯）は前年同月比+11.7%と、3ヶ月連続で二桁の伸びを記録した。コロナ禍での景気対策である個人向け給付金などの影響によって押し上げられている。給与所得の影響を受ける世帯主収入は同▲2.3%と2ヶ月連続で前年割れとなるなど、実質的には所得環境は厳しく、景気対策で支えたことが見て取れる。なお、平均貯蓄率（12ヶ月移動平均ベース）は30.9%と上昇傾向が続いている。給付金の一部は家電製品などの購入に向けられたが、多くは貯蓄に回ったものと判断される。



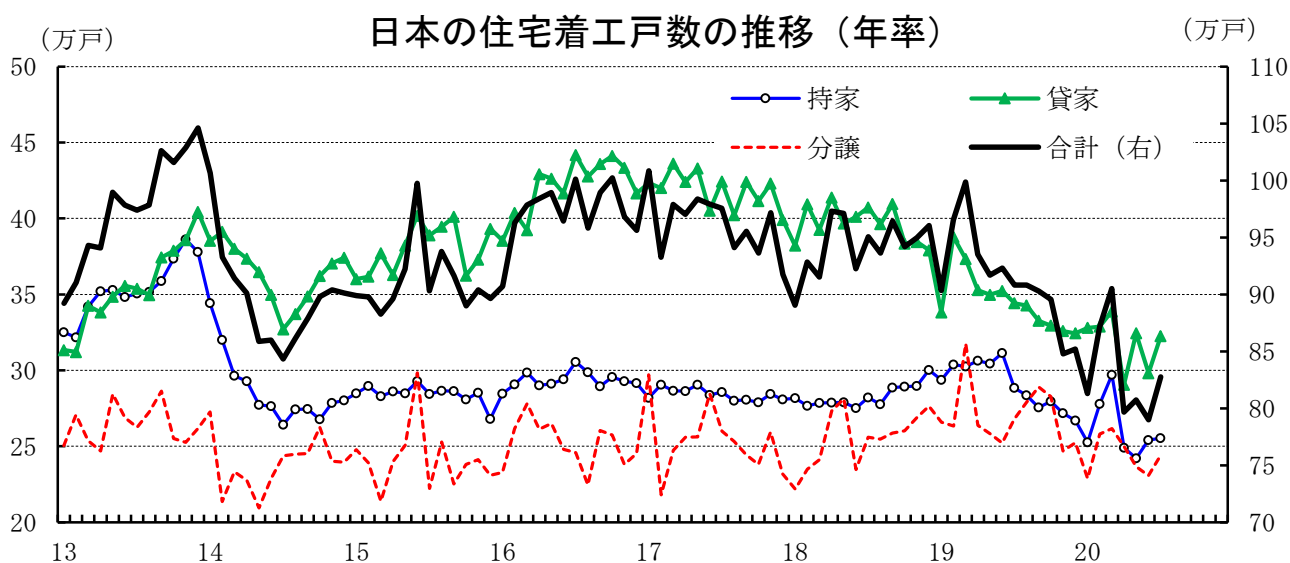
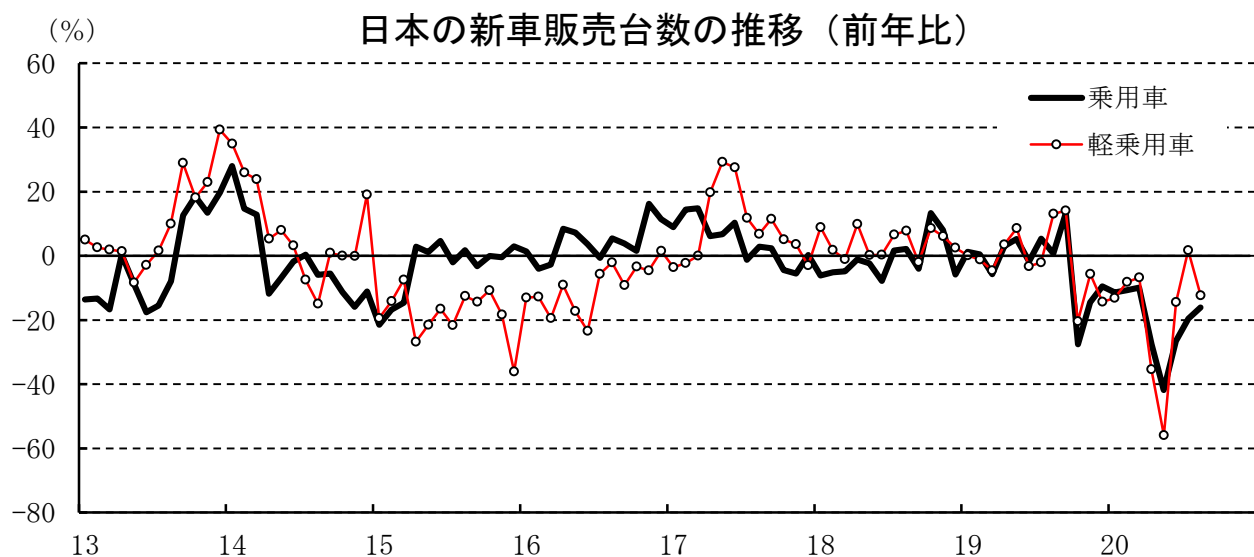
日本の消費者の景況感を示す消費者態度指数は、8月には29.3ポイントと、4ヶ月ぶりに前月から低下した。新型コロナウイルスの感染第二波の影響によるものと考えられる。消費者の景況感は、所得のうち消費に回した割合を示す平均消費性向にも影響を与えられ、実際に両者にはある程度の相関も確認される。7月の平均消費性向（勤労者世帯、季節調整値）は56.6%と、現統計の開始（2000年）来の最低記録となった6月（51.7%）からは上昇したものの、歴史的な低水準にある。ただし、給付金の支給が一時的に所得を押し上げ、平均消費性向を低下させた側面もある。

消費者態度指数の内訳を見ると、耐久財の買い時判断は前月から+0.4ポイント改善した一方で、暮らし向き判断が同▲0.3ポイント、雇用環境判断は同▲0.5ポイント、収入の増え方判断は同▲0.1ポイントそれぞれ前月から小幅ながら低下しており、消費者を取り巻く環境の改善が遅れていることが窺われる。



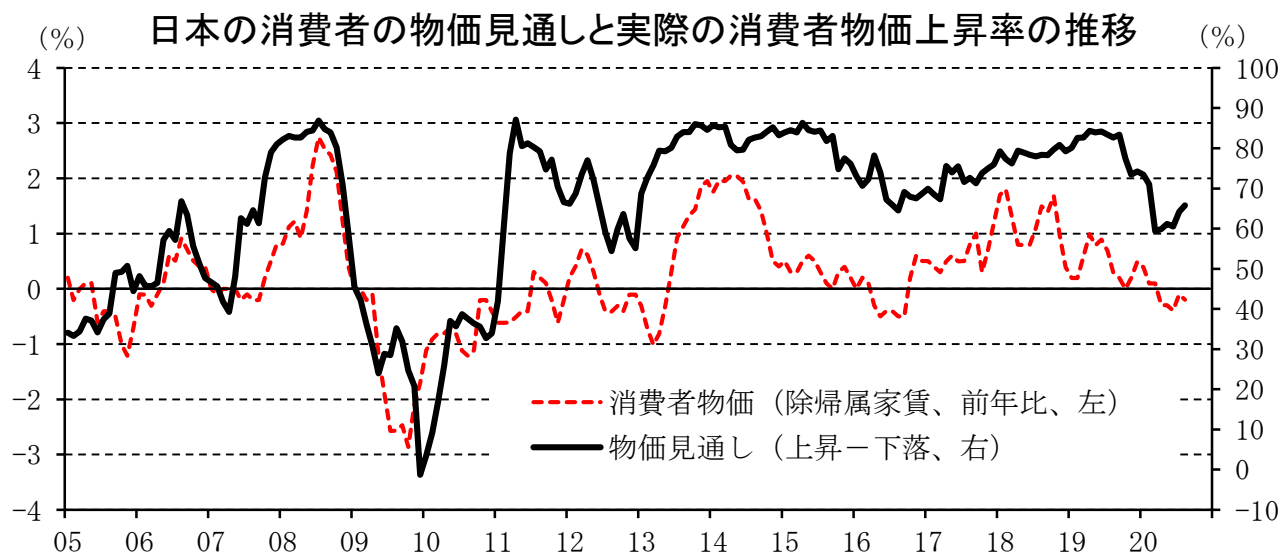
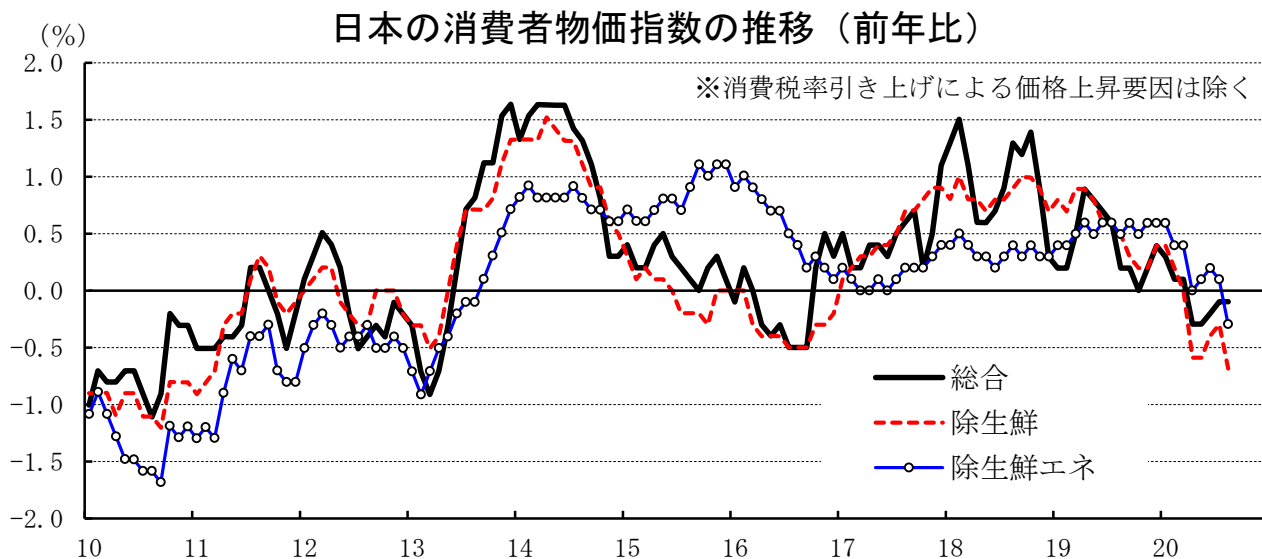
7月の実質家計消費支出（二人以上世帯）は前年同月比▲7.6%と10ヶ月連続での前年割れとなった。現統計では過去最大の落ち込みとなった5月（同▲16.2%）からはマイナス幅は縮小しているものの、消費の回復が限定的なものにとどまっていることが窺われる。内訳を見ると、パック旅行費が同▲89.1%、映画・演劇等入場料が同▲85.2%、遊園地入場・乗物代金が同▲71.1%と、外出や営業自粛の影響が続いていることがわかる。一方で、パソコンが同+129.1%、ゲームソフト等が同+40.3%と好調さを保っており、外出自粛による“巣ごもり消費”の傾向は続いている。

消費を販売側の統計から見ると、7月の小売業販売額は前年同月比▲2.9%と、5ヶ月連続で前年水準を下回った。店舗形態別に見ると、百貨店が同▲18.6%と大幅マイナスが続くほか、コンビニも同▲7.9%と低迷が続いている。一方で、ドラッグストアが同+5.5%、ホームセンターが同+10.6%、スーパーが同+3.0%と堅調に推移している。また、家電大型専門店は6月に同+25.6%、7月は同+12.1%と急増したが、ポイント還元の期限切れ前の駆け込み需要と、給付金の支給によって押し上げられた側面があると判断される。ただし、こうした効果は一巡したと判断される。今後は、感染の沈静傾向が続けば、旅行や飲食など落ち込みが大きかった分野で持ち直しの動きが期待されるものの、雇用所得環境が低迷する中で、消費全体としては回復傾向が頭打ちとなる公算がある。



8月の新車販売台数（乗用車）は前年同月比▲16.1%と、消費増税後の昨年10月から11ヶ月連続で前年割れを記録した。内訳を見ると、普通車が同▲20.7、小型車は同▲10.1%となった。また、軽自動車は7月に同+1.7%と10ヶ月ぶりに前年水準を上回ったものの、8月には同▲12.4%と、再び前年割れとなるなど、全体的に低迷が続いている。

7月の住宅着工戸数は前年同月比▲11.4%（季節調整済み前月比+4.8%）となった。前年割れは昨年6月以来14ヶ月連続、前月対比での増加は2ヶ月ぶりとなった。利用関係別に見ると、持家が同▲13.6%（同+0.5%）、貸家が同▲8.9%（同+8.2%）、分譲が同▲11.8%（同+5.8%）となっている。年率換算した住宅着工戸数は82.8万戸となった。米国など海外では、金利の低下によって住宅需要が刺激されている国もあるが、国内金利はコロナ前とほとんど変化はなく、金利面からの新たな住宅需要刺激材料に欠けている。今後も、雇用・所得環境の低迷が続いているうえ、消費者の景況感も低迷しており、住宅市場を取り巻く環境は芳しくない常態がしばらく続くものと予想される。



8月の全国消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は、前年同月比▲0.4%（消費税率引き上げによる影響を除くと前年同月比▲0.7%）と、3ヶ月ぶりに前年割れとなった（前月比では▲0.4%と3ヶ月ぶりの下落）。Gotoトラベルキャンペーンの影響で宿泊料が同▲32.0%となったことが主因で、宿泊料が生鮮食料品を除く消費者物価を▲0.42ポイント押し下げた。宿泊料を除いた物価上昇率は前年対比横ばいにとどまる。GOTOトラベルキャンペーンについては、宿泊料が35%割引かれるが、物価統計では割引後の価格を元に集計されたため、このような大幅な下落となった。このほか、年初の原油価格急落分が半年ほど遅れて電気代に反映されたこともあり、エネルギー価格も物価押し下げに寄与している。ただし、生鮮食品とエネルギーを除いたベースでは同▲0.1%（同▲0.4%）と2017年3月以来の前年割れを記録しているほか、欧米型の食料品とエネルギーを除いたベースでは同▲0.4%（同▲0.6%）となっている。一方、生鮮食料品を含んだ消費者物価は同+0.2%となった。長雨・猛暑の影響により、レタスなど生鮮野菜価格が高騰したことによる影響が大きい。

なお、消費者の物価見通し（1年後の物価を上昇すると予想している人の割合と、下落していると予想している人の割合の差）は、昨年4月の84.3%ポイントをピークに低下傾向にあり、足元は65.8%ポイントとなった。2月につけた59.3%ポイントからは上昇しているものの、感染拡大前の水準（2月：71.0%ポイント）には達しておらず、価格に対する消費者の目は厳しい状態が続いていると言えよう。