



日本経済 (月次) 予測 (2020年5月)

内容に関するお問い合わせは下記まで
e-mail:inada-y@apir.or.jp

ポイント

●5月発表データのレビュー

- ▶1 次速報によれば、1-3 月期の実質 GDP は前期比年率 -3.4%減少し、2 四半期連続のマイナス成長。市場コンセンサス最終予測を上回った。CQM 最終予測は支出サイドが同-5.2%、生産サイドが同-1.7%、平均同-3.4%となった。
- ▶1-3 月期は COVID-19 の感染拡大により、民間最終消費支出を中心に民間需要が減少し、加えて二つの輸出が大幅に減少した。ただ COVID-19 の影響は十分出ておらず、4-6 月期には民間消費を中心にマイナス幅が拡大しよう。
- ▶4 月の小売業販売額は前月比-9.6%減と 2 カ月連続のマイナス。COVID-19 感染拡大に伴う緊急事態宣言の影響が大きかった。このため、1-3 月期平均比-12.2%減少した。
- ▶4 月の建築工事費予定額、資本財出荷指数及び最終需要財在庫指数を更新。民間住宅及び民間企業設備の予測値は依然低調。また出荷の低下により在庫が積み上がっている。
- ▶4 月の輸出数量指数、実質輸出額(日銀試算)は 2 カ月連続の前月比大幅減少。一方、輸入数量指数、実質輸入額(日銀試算)は 2 カ月連続の増加となった。このため、4-6 月期の純輸出は大幅悪化しよう。

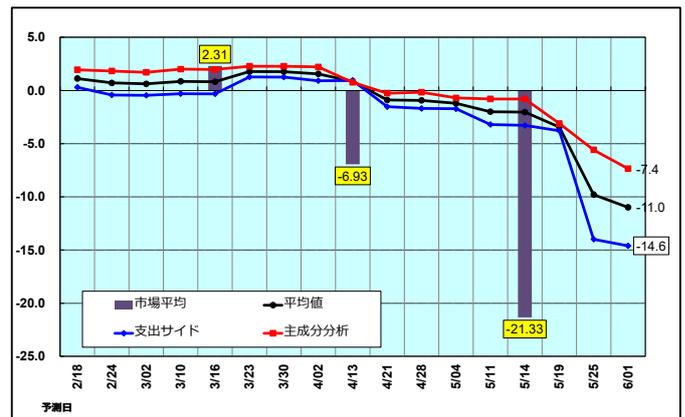
●4-6 月期実質 GDP 成長率予測の動態

- ▶今週の CQM(支出サイド)は、4-6 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率-14.6%と予測する。一方、生産サイド(主成分分析モデル)は同-7.4%と予測。結果、両サイドからの平均成長率予測は同-11.0%となる(図表 1 参照)。
- ▶今後予測にとって、未発表の 4 月の家計消費関連データが重要である。更新の結果、4-6 月期の実質 GDP 成長率のマイナス幅はさらに拡大する可能性が高い。

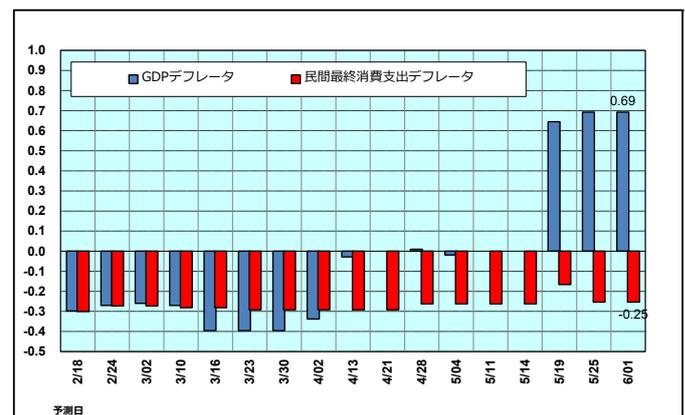
●4-6 月期インフレ予測の動態

- ▶COVID-19 の影響もあり、4 月の全国消費者物価コア指数(除く生鮮食品)は前年比-0.2%低下し、40 カ月ぶりのマイナスとなった。季節調整値は前月比-0.5%下落し、3 カ月連続のマイナス。
- ▶今週の CQM は 4-6 月期の民間最終消費支出デフレータを前期比-0.3%、国内需要デフレータを同-0.3%と予測。交易条件は大幅改善するため、GDP デフレータを同+0.7%と予測する(図表 2 参照)。

図表 1 CQM 予測の動態 : 実質 GDP 成長率
2020年4-6月期 (% , 前期比年率)



図表 2 CQM 予測の動態 : インフレーション
2020年4-6月期 (% , 前期比)

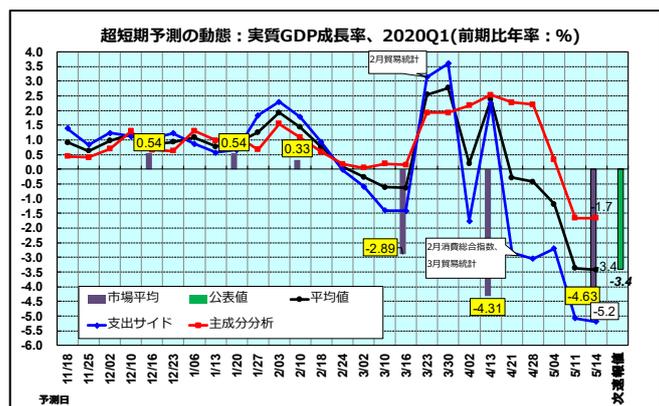


本予測はペンシルバニア大学クライン名誉教授によって開発された超短期モデル (Current Quarter Model) のアイデアを日本経済に適用したものである。本予測システムでは、毎週発表されたデータの景気への影響を調べることができる。予測は支出サイド、生産サイド(主成分分析)の2つのモデルを用いて行われ、前者の予測値を主要系列とし、後者の予測値と両モデルの予測平均値を参考系列としている。

＜民間消費関連以外の4月データを更新した結果、4-6月期の
実質 GDP 成長率予測は前期比年率-14.6%＞

【1-3月期 GDP の予測動態】

5月18日発表のGDP1次速報によれば、1-3月期の実質GDPは前期比年率-3.4%(前期比-0.9%)減少し、2四半期連続のマイナス成長。市場コンセンサス(ESPフォーキャスト5月調査)最終予測の同-4.63%を上回った。CQM最終予測は、支出サイドが同-5.2%、生産サイドが同-1.7%、平均同-3.4%となった。



【1-3月期 GDP 要約】

1-3月期はCOVID-19の感染拡大の影響(経済活動の自粛)により、民間最終消費支出を中心に民間需要が減少し、加えて二つの輸出(財とサービス)が大幅に減少した。ただ、1-3月期におけるCOVID-19の影響は十分出ておらず、4-6月期にこれらの項目でマイナス幅がさらに拡大することが予想される。

実質GDP成長率(前期比-0.9%)への寄与度を見ると、国内需要は同-0.7%ポイントと2四半期連続のマイナス。また純輸出も同-0.2%ポイントと2四半期ぶりのマイナスとなった。

【COVID-19の影響：マクロ経済の枠組みから】

1-3月期にCOVID-19の影響がどのようにGDP統計に表れたかを知ることは興味深い。これを知るためには、マクロ需給一致式による説明が有効である。

$$Y + MG + MS = C + I + G + EG + ES$$

Y：国内総生産 MG：財貨の輸入 MS：サービスの輸入 C：民間最終消費支出 I：民間資本形成 G：政府支出 EG：財貨の輸出 ES：サービスの輸出

上式の左辺は総生産(総供給)、右辺は総需要を示す。中国武漢に端を発するCOVID-19の感染拡大に対して、各国は国境を封鎖したため内外の生産活動(Y)が停止し、またイベント等の自粛からサービス生産の停止が起こった。同時に、グローバ

ルサプライチェーンの機能不全から海外製品の供給(MG)に影響が出た。まず(1)供給面にショックが起こった。

供給ショックに対して、次に需要側で調整が起こった。国内外の財・サービスの突如の供給停止に伴い、(2)輸出(EG)が減少した。また(3)国境の封鎖によりサービスの輸出(ES：インバウンド需要)が大幅減少した。加えて、家計は不要不急の需要を削減した結果、(4)民間最終消費支出(C)が急減した。(2)(3)(4)の急減は、いわゆる「需要の蒸発」と呼ばれる。インバウンド需要の蒸発は需要側の調整であるが、国境の封鎖の影響はアウトバウンド需要(MS：居住者家計の海外での直接購入)の縮小にも影響している。

以上の説明を数値で確認しよう。1-3月期を供給面からみると、国内生産は前期比-4.5兆円、財貨・サービスの輸入は同-4.6兆円減少した。うち、財の輸入が同-3.7兆円、サービスの輸入が同-0.9兆円となっている。これに対して需要面では、民間最終消費支出同-2.1兆円、民間資本形成同-1.3兆円、また財貨・サービスの輸出同-5.3兆円の減少が対応。うち、財の輸出が同-1.7兆円、サービス輸出が同-3.6兆円である。4-6月期においては緊急事態宣言による消費削減の影響が強くてこよう。

1-3月期日本経済の調整 単位：10億円

	Y	MG	MS	C	I	G	EG	ES
2019Q4	529,375	76,276	17,470	293,916	99,127	137,356	72,741	19,091
2020Q1	524,855	72,590	16,533	291,818	97,786	137,369	71,059	15,454
差額	-4,521	-3,686	-938	-2,098	-1,340	13	-1,682	-3,637

出所：内閣府経済社会研究所国民経済計算部『2020年1-3月期四半期別GDP速報』より筆者計算

供給ショックは、分配面にも影響を与える。また分配面から需要に影響が波及し、さらに供給面に調整が及ぶ。今後の経済の見通しにとって重要なのは、ショックによる経済的な損失幅とその持続性である。緊急事態宣言の解除(5月25日)により、4-6月期の経済が大底となるが、今後経済活動の再開により第二波のCOVID-19の感染拡大の可能性があり、一様な収束・回復は期待しがたい。ソーシャルディスタンス(社会的距離の確保)が今後も続くため、経済のV字型回復は期待しがたいといえよう。

【5月発表データのレビュー】

先週の統計発表集中日までに更新された基礎データは、4-6月期GDPの約1/3を説明する。指標には緊急事態宣言の影響が色濃く表れている。

経済産業省の鉱工業指数(速報)によれば、4月の生産指数は87.1と前月比-9.1%大幅低下し、3カ月連続のマイナス。結果、

水準は現行基準で比較可能な 2013 年 1 月以降で最低となった。また 4 月実績は 1-3 月期平均比-11.5%大幅低下した。経産省は 4 月生産の基調判断を前月の「低下している」から「急速に低下している」に下方修正した。

経済産業省の商業動態統計(速報)によれば、4 月の小売業販売額は前年比-13.7%大幅減少し 2 カ月連続のマイナス。COVID-19 感染拡大に伴う緊急事態宣言の影響が大きかった。季節調整値は前月比-9.6%減少し、2 カ月連続のマイナス。結果、4 月実績は 1-3 月期平均比-12.2%減少した。経産省は 4 月の基調判断を「急速に低下している」と前月の「低下している」から引き下げた。業態別にみると、外出自粛の影響により百貨店は前年同月比-71.5%と過去最大の下げ幅となった。7 カ月連続のマイナス。一方、スーパーは飲食料品が好調で、同+3.6%増加した。3 カ月連続のプラス。

政府は 4 月 7 日に緊急事態宣言を 7 都府県に発令し、16 日に対象を全国に拡大した。22 日には首相が大型連休中の外出自粛要請を行った。これらの影響が 4 月指標の大幅悪化となって表れた。一方、5 月 4 日に緊急事態宣言の期限を 31 日まで延長したものの、14 日に 39 県で宣言を解除、21 日に関西圏 3 府県を解除、25 日に首都圏など 5 都道府県を解除し、26 日に宣言は全面解除となった。4-5 月が景気の大底といえよう。

国土交通省によれば、GDP ベースの民間住宅投資をよく説明する建築工事費予定額(居住用+0.7*居住産業併用)は、4 月に前年比-10.0%減少し、6 カ月連続のマイナス。季節調整値(APIR 推計)は前月比-16.9%減少し、3 カ月ぶりのマイナスとなった。結果、4 月実績は 1-3 月期平均比-8.6%減少した。民間住宅は依然低調である。

経済産業省の鉱工業指数(速報)によれば、4 月の資本財指数は前月比-1.9%低下、4 カ月連続のマイナス。1-3 月期平均と比較すれば、-8.5%低下した。一方、最終需要財在庫指数は前月比+2.0%上昇した。2 カ月連続のプラス。出荷の落ち込みにより在庫が積み上がっている。

国土交通省の建設総合統計によれば、3 月の公共工事(出来高ベース)は前年比+6.6%と 2 カ月連続のプラス。季節調整値(APIR 推計)は前月比+3.6%と 4 カ月ぶりに増加した。結果、1-3 月期は前期比-1.8%減少し、5 四半期ぶりのマイナス。COVID-19 による工事の遅れもあり、本格的な公共工事の増加は 20 年 7-9 月期以降となろう。

財務省発表の貿易統計(速報ベース、季節調整値)によると、4 月の貿易収支は-9,963 億円と 2 カ月連続の赤字、赤字幅は前月比+161.6%拡大。結果、4 月実績(赤字)は 1-3 月期平均

比+1027.6%拡大した。数量ベースでみると、4 月の輸出数量指数は前月比-9.6%と 2 カ月連続の減少。実質輸出額(日銀試算)も同-14.2%と 2 カ月連続の減少。一方、輸入数量指数は同+10.1%と 2 カ月連続の増加。実質輸入額(日銀試算)も同+4.0%と 2 カ月連続の増加となった。4 月を 1-3 月期平均と比較すれば、輸出数量指数は-15.4%、実質輸出額は-15.6%、それぞれ大幅減少した。一方、輸入数量指数は+14.6%、実質輸入額は+9.6%、それぞれ増加した。4-6 月期の純輸出は大幅悪化しよう。

【4-6 月期実質 GDP 成長率予測の動態】

データ更新の結果、今週の CQM(支出サイド)は、4-6 月期の実質 GDP 成長率を前期比-3.9%、同年率-14.6%と予測する。国内需要は実質 GDP 成長率に対して前期比-0.6%ポイント、純輸出は同-3.3%ポイントの寄与度となった。今後 GDP 最終予測にとって重要なのは、4 月の家計消費関連データであるが、マイナス幅は拡大する可能性が高い。

一方、生産サイド(主成分分析モデル)は前期比年率-7.4%となっている。結果、両サイドからの平均成長率予測は同-11.0%となる(図表 1 参照)。

4-6 月期の国内需要を見れば、実質民間最終消費支出は前期比-0.7%減少する。実質民間住宅は同-1.9%減少、実質民間企業設備は同-2.5%減少する。実質民間在庫変動は 1 兆 2,477 億円増加する。実質政府最終消費支出は同+0.4%増加、実質公的固定資本形成は同+1.1%増加する。また実質公的在庫変動は 172 億円増加する。財貨・サービスの実質輸出は前期比-14.9%大幅減少、実質輸入は同+5.0%増加する。結果、実質純輸出は-19 兆 7,833 億円となる。

【4-6 月期インフレ予測の動態】

総務省によれば、COVID-19 の影響もあり、4 月の全国消費者物価コア指数(除く生鮮食品)は前年比-0.2%低下し、40 カ月ぶりのマイナスとなった。季節調整値は前月比-0.5%下落し、3 カ月連続のマイナス。

インフレ予測の動態を見ると、CQM は 4-6 月期の民間最終消費支出デフレータを前期比-0.3%、国内需要デフレータを同-0.3%と予測。交易条件は大幅改善するため、GDP デフレータを同+0.7%と予測する(図表 2 参照)。

5月発表の主要経済指標

5/29:

労働力調査: (4月)

就業者数: 6,625万人 -107万人 前月比

失業者数: 178万人 +6万人 前月比

失業率: 2.6% +0.1%ポイント 前月比

一般職業紹介状況: (4月)

有効求人倍率: 1.32 -0.07ポイント 前月比

鉱工業指数: (2015年=100: 4月 速報)

生産: 87.1 (-9.1% 前月比)

出荷: 85.0 (-8.8% 前月比) 在庫: 106.1 (-0.3% 前月比)

商業動態統計: (4月 速報)

小売業: 10兆9,290億円 -9.6% 前月比 -13.7% 前年比

新設住宅着工: (4月):

住宅着工戸数: 69,162戸 -12.0% 前月比 -12.9% 前年比

工事費予定額: 1兆1,759億円 -16.9% 前月比 -10.0% 前年比

建設工事費デフレータ: (2011年=100: 3月 前年比)

住宅建築: 114.0 +2.5% 公共事業: 116.2 +2.7%

消費者態度指数: 24.0 (5月 前月差 +2.4)

東京都区部消費者物価指数: (2015年=100: 5月)

コア: 101.8(+0.2% 前月比 +0.2% 前年比)

5/28:

製造業部門別投入・産出物価指数: (2011年=100: 4月 前年比)

投入物価: 93.7 -6.3% 産出物価: 96.8 -3.9%

5/26:

全産業活動指数: (2010年=100: 3月、前月比)

全産業: 99.5 -3.8% 建設業: 107.7 +1.4%

企業向けサービス価格指数: (2015年=100: 4月 前年比)

総合指数: 104.1 +1.0%

5/25:

景気動向指数: (2015年=100: 3月 改訂 前月差)

先行: 84.7 -7.2 一致: 90.2 -5.2 遅行: 100.0 -0.7

5/22:

毎月勤労統計調査: (3月 確報、前年比)

現金給与総額: 281,632円 +0.1%

総実労働時間: 137.0時間 -1.2%

建設総合統計: (3月)

民間建築: 非居住: (8,186億円 -6.4% 前年比)

公共工事: (2兆1,160億円 +6.6% 前年比)

全国消費者物価指数: (2015年=100: 4月)

コア: 101.6 (-0.5% 前月比 -0.2% 前年比)

5/21:

消費総合指数: 98.6 (2011年=100: 3月 前月比 -3.5%)

貿易統計: (通関ベース: 4月)

貿易収支: -9,304億円 (+161.6% 前月比, -9,894億円 前年差)

輸出: 5兆2,023億円 (-10.4% 前月比 -21.9% 前年比)

輸入: 6兆3,529億円 (+0.2% 前月比 -7.2% 前年比)

5/20:

民間コア機械受注: 8,547億円 (3月 前月比 -0.4%)

5/19:

鉱工業指数: (2015年=100: 3月 確報)

生産能力: 98.2 -0.4% 前年比 稼働率: 92.2 -3.6% 前月比

生産: 95.8 -3.7% 前月比

出荷: 93.2 -5.8% 前月比 在庫: 106.4 +1.9% 前月比

5/18:

第3次産業活動指数: 96.9 (2015年=100: 3月 前月比 -4.2%)

5/15:

公共工事前払金保証統計: (4月)

請負金額: (2兆3,053億円 +3.2% 前年比)

請負件数: (19,888件 +2.3% 前年比)

国内企業物価指数: (2015年=100: 3月)

国内企業物価: 99.6 (-1.5% 前月比 -2.3% 前年比)

輸出物価: 89.4 (-1.1% 前月比 -6.6% 前年比)

輸入物価: 84.7 (-5.6% 前月比 -13.1% 前年比)

5/14:

情報サービス業売上高: 1兆8,712億円 (3月 前年比 +4.6%)

5/13:

景気ウォッチャー調査: 4月、前月差)

現状判断 DI: (7.9 -6.3) 先行き判断 DI: (16.6 -2.2)

国際収支: (3月)

経常収支: 1兆9,710億円 (-59.9% 前月比 -32.1% 前年比)

輸出: 6兆1,974億円 (-9.9% 前月比 -12.2% 前年比)

輸入: 6兆943億円 (+6.1% 前月比 -4.2% 前年比)

5/12:

景気動向指数: (2015年=100: 3月 速報 前月差)

先行: 83.8 -8.1 一致: 90.5 -4.9 遅行: 101.7 +0.8

5/8:

毎月勤労統計調査: (3月 速報、前年比)

現金給与総額: 281,812円 +0.1%

総実労働時間: 136.8時間 -1.5%

家計調査報告: (3月 2人以上世帯: 消費支出)

名目: 292,214円 -4.6% 前月比 -5.5% 前年比

実質: -4.0% 前月比 -6.0% 前年比

総消費動向指数: 98.0 (2015年=100: 3月 前月比 -2.8%)

5/7:

食料安定供給: (4月 -51億円 +103億円 前年差)

5/1:

乗用車新車販売台数: (4月 219,232台 -30.4% 前年比)

東京都区部消費者物価指数: (2015年=100: 4月)

コア: 101.7(-0.3% 前月比 -0.1% 前年比)

CQM(超短期)予測の動態

予測日	実質GDP			デフレーター		実質GDP			デフレーター		実質GDP			デフレーター			
	生産サイド			GDP	PCE	生産サイド			GDP	PCE	生産サイド			GDP	PCE		
	支出サイド	(主成分分析	平均			支出サイド	(主成分分析	平均			支出サイド	(主成分分析	平均				
	モデル)			モデル)			モデル)										
2020Q1						2020Q2						2020Q3					
前期比年率(%)			前期比(%)			前期比年率(%)			前期比(%)			前期比年率(%)			前期比(%)		
2/18	0.9	0.6	0.8	0.2	0.4	0.3	2.0	1.1	-0.3	-0.3							
2/24	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.1	-0.4	1.8	0.7	-0.3	-0.3							
3/02	-0.6	0.0	-0.3	0.0	0.1	-0.5	1.7	0.6	-0.3	-0.3							
3/09																	
3/10	-1.4	0.2	-0.6	0.0	0.1	-0.3	2.0	0.9	-0.3	-0.3							
3/16	-1.4	0.2	-0.6	-0.1	0.1	-0.3	2.0	0.8	-0.4	-0.3							
3/23	3.1	1.9	2.5	-0.1	0.1	1.3	2.3	1.8	-0.4	-0.3							
3/30	3.6	1.9	2.8	-0.1	0.1	1.3	2.3	1.8	-0.4	-0.3							
4/02	-1.8	2.2	0.2	-0.1	0.1	0.9	2.2	1.6	-0.3	-0.3							
4/13	2.2	2.5	2.4	0.0	0.1	0.9	0.8	0.9	0.0	-0.3							
4/21	-2.8	2.3	-0.3	0.0	0.1	-1.5	-0.3	-0.9	0.0	-0.3							
4/27	-3.0	2.2	-0.4	0.0	0.1	-1.7	-0.2	-0.9	0.0	-0.3							
5/04	-2.7	0.3	-1.2	0.0	0.1	-1.7	-0.7	-1.2	0.0	-0.3							
5/11	-5.1	-1.7	-3.4	0.0	0.1	-3.2	-0.8	-2.0	0.0	-0.3							
5/14	-5.2	-1.7	-3.4	0.0	0.1	-3.3	-0.8	-2.0	0.0	-0.3							
5/18	-3.4			0.1	-0.2												
5/19						-3.8	-3.1	-3.4	0.6	-0.2	-0.2	-0.6	-0.4	-0.1	0.0		
5/25						-14.0	-5.6	-9.8	0.7	-0.3	-1.7	-0.5	-1.1	-0.1	0.0		
6/01						-14.6	-7.4	-11.0	0.7	-0.3	-1.9	0.9	-0.5	-0.1	0.0		

注：下線の数値は1次速報。*印の数値は2次速報。データの改定時に季節調整は遡ってかけられるので、過去の値(季節調整値)はそのたびに变化することに注意。