

2020年6月23日 全10頁

# 日本経済見通し：2020年6月

## 「リベンジ消費」の賞味期限 – 警戒すべき二つの「財政の崖」 –

経済調査部 シニアエコノミスト 小林 俊介  
エコノミスト 鈴木 雄大郎

### [要約]

- 日本経済は猛烈かつ急速な縮小を経験したのち、4月下旬から5月上旬頃を底として、足下では一旦の回復局面を迎えている。回復の背景は緊急事態宣言の解除と、給付金等による家計所得の一時的な増加である。
- これらを考慮に入れると、目先1-2か月の期間では、広く予想されているより急ピッチで国内消費の回復が実現する可能性も否定できない。その中で、一時的な牽引役として期待されるのは、耐久財（家電・乗用車など）や娯楽（旅行・行楽）など、自粛期間中に大幅に需要が落ち込んだカテゴリーの「リベンジ消費」である。他方、巣ごもり関連（バーチャルスペースやローカルエリアでの）消費への順風は縮小する見込みだ。
- しかし急角度での回復は短期間で終わる公算が大きい。まず、給付金による需要刺激は一時的なものにすぎない。また、雇用調整助成金の効力縮小がもう一つの「財政の崖」を発生させる懸念も残る。雇用調整助成金の拡充措置が9月末に終了することを受け、既に597万人に上っている休業者が一気に失業者に転化するリスクも否定できない。
- 加えて、感染拡大の収束という、景気回復に向けた大前提が根底から覆るリスクも未だ残る。また、水準として大幅に低下した稼働率が、当面の設備投資や輸出の回復を抑制する公算も大きい。日本経済は、ごく短期的なV字回復を経験したのち、極めて緩慢な回復ペースに移行する可能性が高い。

## 短期的なV字回復の予兆と、長期的な回復持続への疑義

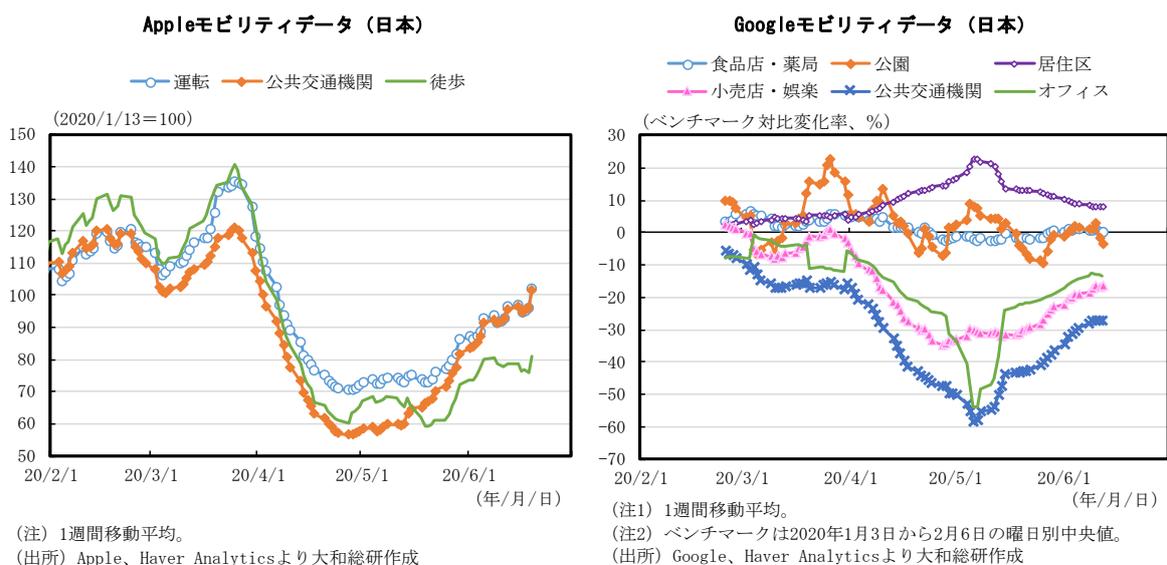
日本経済は猛烈かつ急速な縮小を経験<sup>1</sup>したのち、4月下旬から5月上旬頃を底として、足下では一旦の回復局面を迎えている（各種のリアルタイムデータ（**図表1・図表4・図表5**）等から示唆されている）。経済活動の底入れは、当然のことながら一義的には5月中旬以降の緊急事態宣言解除を背景としたものである。加えて、後述する「特別定額給付金」や「雇用調整助成金」等に代表される財政措置の存在が、一時的とは言えコロナ禍の最中でも家計所得を劇的に改善させると予想されることも見逃せないだろう。

これらを考慮に入れば、目先1-2か月の期間ではいわゆる「リベンジ消費」の発生が、広く予想されているより急ピッチで国内消費の回復を実現させる可能性も否定できまい。しかしながらこのことは同時に、V字回復局面が長くは続かないことをも意味している。財政効果の期限切れとともに需要が再度急減する、いわば「財政の崖」が遠からぬ将来に予見されるためだ。

言わずもがな、感染拡大の収束という、景気回復に向けた大前提が根底から覆るリスクも未だ色濃く残されている<sup>2</sup>。また、仮に経済活動の緩やかな回復が継続したとしても、コロナ以前の稼働率水準に復するまでには相応の時間を要することは想像に難くない。このことはすなわち、企業にとって設備投資や雇用を拡大させるインセンティブを当面持ちづらい状況が続くことを意味する。資本財に強みを持つ日本の輸出構造を加味すると、主要な輸出先国でも同様に低い稼働率が続く中、内需のみならず外需をも通じてこの問題は日本経済の重石として残り続ける公算が大きい。

このような全体感を念頭に置きつつ、以下、本稿では日本経済の現状を詳細に確認・整理していこう。

**図表1： AppleとGoogleから確認する日本の日次移動データ**



<sup>1</sup> 時系列の詳細は、小林俊介・鈴木雄太郎「[日本経済見通し：2020年5月 産業連関表で読み解く『コロナ禍』—経済的打撃の網羅的整理と展望—](#)」（大和総研レポート、2020年5月22日）を参照。

<sup>2</sup> 詳細は脚注1のレポートを参照。

## 壊滅的な数値が並ぶ4月経済統計

まず、主な経済統計のうち、現時点で入手可能なデータのうち最新となる4月の実績値を簡単に確認しよう(図表2・図表3)。コロナ禍以前の1月と比べ、家計調査による消費は▲8.5%、商業販売統計は▲12.9%、鉱工業出荷は▲14.8%、第3次産業活動指数が▲10.1%と、いずれもたった3か月の間に壊滅的な減少・下落を記録している。しかもこれらの落ち込みの大半は、3月から4月にかけて発生したものであり、4月7日に発令された緊急事態宣言が経済に与えた影響の大きさを物語っている。

その内訳を品目別に確認すると、家計調査からは外出自粛の影響が顕著に観察される。外食、旅行、娯楽、宿泊、交通、服飾などに関連する品目が減少し、内食用食材や電気代、光熱費、通信料などに関連する品目が増加した。商業動態統計からも同様の品目別動向がうかがえるが、同時に都心に多く立地する百貨店やコンビニエンスストアの不振と、相対的にローカルエリアに展開するスーパー、ドラッグストア、ホームセンターの堅調さが浮き彫りとなる。

図表2：コロナ禍が品目別消費に与えた影響

家計調査ベース		商業動態統計ベース	
全体の減少額(4月、1月対比)	-8.5%	全体の減少率(4月、1月対比)	-12.9%
減少額上位20品目	寄与度(%pt)	減少額上位20項目	寄与度(%pt)
一般外食	-3.18	百貨店 その他	-0.72
贈与金	-1.11	百貨店 飲食料品	-0.69
バック旅行費	-1.00	百貨店 婦人・子供服・洋品	-0.69
他の教養娯楽サービス	-0.77	百貨店 身の回り品	-0.44
入場・観覧・ゲーム代	-0.72	コンビニエンスストア ファーストフード及び日配食品	-0.39
国内遊学仕送り金	-0.71	コンビニエンスストア 加工食品	-0.20
仕送り金	-0.67	コンビニエンスストア 非食品	-0.20
宿泊料	-0.61	百貨店 紳士服・洋品	-0.20
鉄道運賃	-0.60	スーパー 婦人・子供服・洋品	-0.19
婦人用洋服	-0.56	スーパー その他	-0.13
理美容サービス	-0.49	家電大型専門店 生活家電	-0.11
月謝類	-0.45	コンビニエンスストア サービス	-0.10
婦人用シャツ・セーター類	-0.26	ドラッグストア ビューティケア(化粧品・小物)	-0.10
医科診療代	-0.25	百貨店 食堂喫茶	-0.09
運動用具類	-0.23	スーパー 紳士服・洋品	-0.09
男子用洋服	-0.21	百貨店 家庭用品	-0.07
かばん類	-0.19	家電大型専門店 その他	-0.07
航空運賃	-0.17	家電大型専門店 カメラ類	-0.06
婚礼関係費	-0.16	百貨店 商品券	-0.06
他の入院料	-0.16	スーパー 身の回り品	-0.05
増加額上位10品目	寄与度(%pt)	増加額上位10項目	寄与度(%pt)
生鮮肉	0.51	スーパー 飲食料品	0.88
生鮮野菜	0.42	ドラッグストア 食品	0.28
電気代	0.40	ドラッグストア 家庭用品・日用消耗品・ペット用品	0.11
自動車等購入	0.38	ホームセンター D I Y用具・素材	0.05
保健用消耗品	0.31	家電大型専門店 情報家電	0.05
私立大学	0.30	ホームセンター その他	0.03
調味料	0.29	ホームセンター 園芸・エクステリア	0.03
携帯電話通信料	0.27	ホームセンター 家庭用品・日用品	0.03
麺類	0.19	ドラッグストア 調剤医薬品	0.02
上下水道料	0.16	ホームセンター 電気	0.02

(出所)総務省、経済産業省統計より大和総研作成

製造業の概況を示す鉱工業出荷の中では、国内における休日の活動自粛や主要輸出先のロックダウンによりそもそも販売活動が停止していた乗用車に関連する財の出荷の落ち込みが目立つ<sup>3</sup>。他方で在宅用PCやテレビなどに使われる液晶パネルや、それを生産するための製造装置、エアコンなどの出荷は増加した。サービス業の概況を示す第3次産業活動指数を確認すると、飲食、機械器具卸売、交通、娯楽関連の業種が軒並み大幅な下落を記録している。この点は前述した家計調査や商業動態統計と整合的だ。他方、ソフトウェア、金融、通信、飲食料品、福祉、医療などの分野は堅調である。やや乱暴な括り方をすれば、全体として経済活動が劇的に縮小すると同時に、総じて「リアルスペースからバーチャルスペースへ」「アーバンエリアからローカルエリアへ」のシフトが発生していたと言うこともできるだろう。

図表3：コロナ禍が企業活動に与えた影響

鉱工業出荷		第3次産業活動指数	
全体の減少額（4月、1月対比）	-14.8%	全体の減少率（4月、1月対比）	-10.1%
減少額上位20品目	寄与度（%pt）	減少額上位20業種	寄与度（%pt）
普通乗用車	-3.29	飲食店、飲食サービス業	-2.28
駆動伝導・操縦装置部品	-0.77	機械器具卸売業	-0.75
自動車用エンジン	-0.65	宿泊業	-0.70
ガソリン	-0.45	織物・衣服・身の回り品小売業	-0.64
普通トラック	-0.39	洗濯・理容・美容・浴場業	-0.64
プラスチック製機械器具部品	-0.34	鉄道業	-0.61
航空機用機体部品	-0.33	パチンコホール	-0.59
軽乗用車	-0.31	不動産取引業	-0.43
ジェット燃料油	-0.30	旅行業	-0.40
小型乗用車	-0.29	自動車小売業	-0.38
ショベル系掘削機械	-0.28	運輸に附帯するサービス業	-0.38
シャシー・車体部品	-0.28	道路旅客運送業	-0.35
特殊鋼熱間圧延鋼材	-0.22	各種商品小売業	-0.35
カメラ用交換レンズ	-0.20	スポーツ施設提供業	-0.31
重油	-0.19	道路貨物運送業	-0.29
航空機用発動機部品	-0.17	遊園地・テーマパーク	-0.24
一般用蒸気タービン	-0.16	職業紹介・労働者派遣業	-0.22
軸受	-0.15	映像・音声・文字情報制作業	-0.18
ばね	-0.15	航空運輸業	-0.17
自動車用電気照明器具	-0.14	冠婚葬祭業	-0.15
増加額上位10品目	寄与度（%pt）	増加額上位10業種	寄与度（%pt）
フラットパネル・ディスプレイ製造装置	0.59	ソフトウェア業	0.54
アクティブ型液晶パネル（中・小型）	0.26	金融商品取引業、商品先物取引業	0.12
灯油	0.22	生命保険業	0.11
金型	0.15	電気業	0.08
ノートパソコン	0.10	飲食料品小売業	0.08
アクティブ型液晶パネル（大型）	0.09	通信業	0.06
一般用タービン発電機	0.09	機械修理業	0.06
運搬用クレーン	0.08	銀行業・協同組織金融業	0.05
セパレート形エアコン	0.06	情報処理・提供サービス業	0.05
圧縮機	0.05	社会福祉・介護事業	0.04

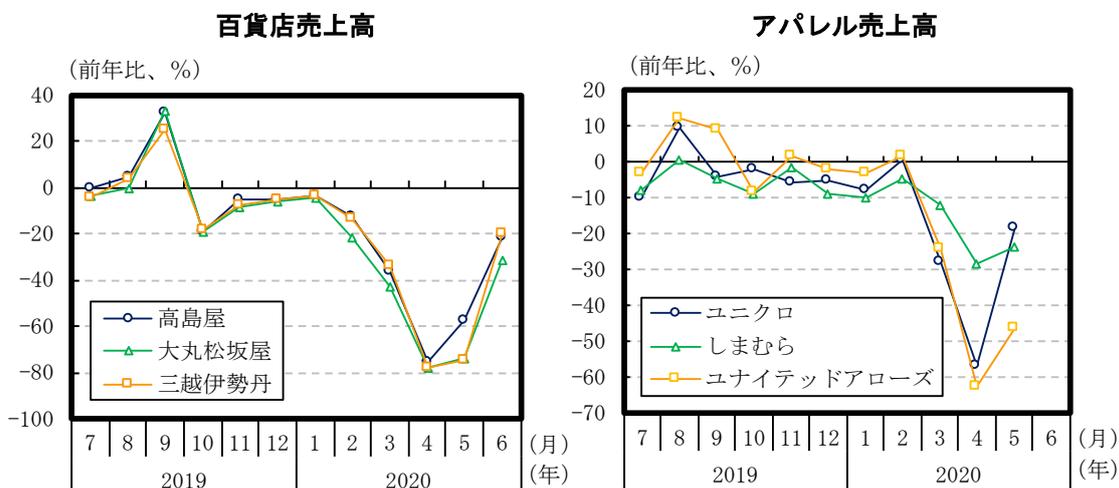
（出所）経済産業省統計より大和総研作成

<sup>3</sup> 家計調査ベースでの自動車購入は増加しているが、同統計の持つサンプルバイアスの影響とみられる。

## 宣言解除後の回復と、「ローカルからアーバンへ」「バーチャルからリアルへ」の回帰の流れ

しかし5月以降、明確に潮目は変化している。図表1に示した通り、緊急事態宣言の解除を受けて経済活動が再び活発化するとともに、居住区に滞留していた人々が都市部にシフトし始めた。このように「ローカルエリアからアーバンエリアへ」回帰する動きと軌を一にするのが、図表4・図表5だ。都市部に展開する百貨店・アパレル店の売上回復が目を見守る一方、スーパーやホームセンターなど、いわば「ウィズ・コロナの追い風」に肖ってきた業態で失速が確認され始めた。同様の動きは「[JCB消費NOW](#)」でも確認されている。また、同社調査によれば、「コンテンツ配信」、「EC（各種商品小売業）」といったバーチャルスペースにおける消費活動は好調さを維持しているものの、「居酒屋」や「電気・ガス・熱供給・水道業」への出費は伸びが鈍化し、「喫茶店・カフェ」、「居酒屋」、「ファミレス」など、リアルスペースでの消費回復が確認されている。

図表4：百貨店・アパレルの売上高

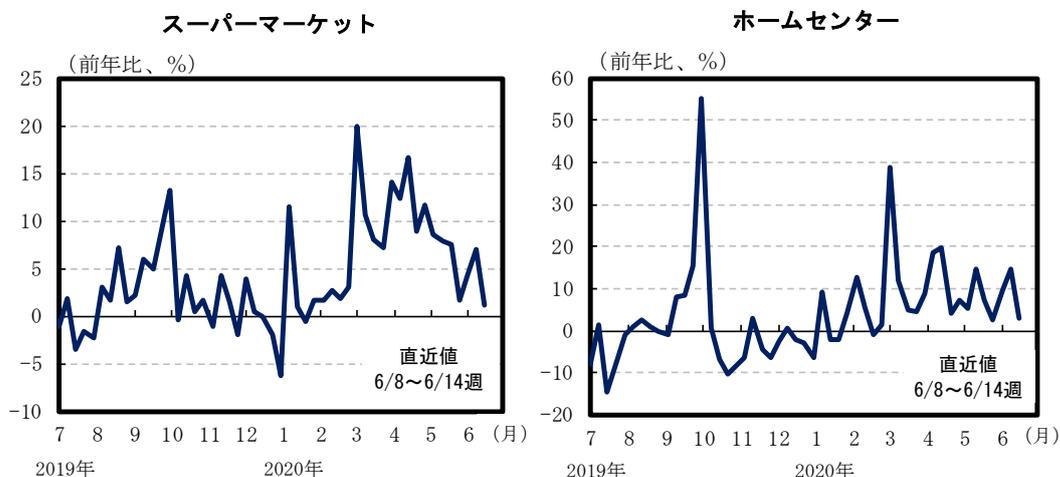


(注1) 百貨店：既存店ベース。6月は14日までの数値。

(注2) アパレル：既存店ベース。ユニクロとユナイテッドアローズはネット通販を含む数値。しまむらの各月の数値は前月21日から当月20日の集計値。

(出所) 各社資料より大和総研作成

図表5：スーパーマーケット・ホームセンターの売上高



(注) METI POS小売販売額指標の週次データ。消費税を除くベース。

(出所) 経済産業省より大和総研作成

## 「リベンジ消費」を加速させる特別定額給付金

もちろん、足下の消費活発化は、緊急事態宣言解除によってのみもたらされたものではない。「特別定額給付金」や「雇用調整助成金」といった財政措置が家計所得の見通し、ひいては消費を押し上げる効果を見逃すべきではないだろう。

特別定額給付金制度は、日本国内における居住者 1 人につき 10 万円を支給する制度であり、総額 12.73 兆円が予算として計上されている。これは日本の家計可処分所得総額の約 0.5 か月分に相当する金額だ。給付状況は**図表 6**に示す通り 6 月 17 日時点で 6.94 兆円、5 月から概ね 1 週間あたり 1 兆円が支給されている。同ペースで 7 月にかけて支給が続くとすれば、5-7 月の 3 か月間に亘って、およそ 15%pt から 20%pt 程度も家計可処分所得は押し上げられる計算となる。

同様の現象は米国でも確認されている。2,000 万人を超える天文学的規模の失業発生を背景として、4 月の家計可処分所得は顕著に減少することが見込まれていたが、**図表 7**に示す通り、実際には大幅な増加が記録された。その差異を発生させた主因が現金給付政策である（**図表 7**では「その他の社会給付」としてカウントされている）。米国で行われた現金給付は 1 人当たりで最大 1,200 ドル（17 歳以下は 500 ドル）、総額 2,900 億ドルで、大部分は 4 月に支給された。

その結果が家計所得の大幅な改善であり、翌 5 月の小売売上高の、これまた事前予想よりも急速な回復である。同様のロジックから、日本でも広く予想されているよりも急ピッチで国内消費の回復が実現する可能性は否定できないだろう。家計可処分所得総額対比でも GDP 比でも給付規模が米国よりも大きいことを勘案すれば尚更だ。

**図表 6：日本の特別定額給付金の給付済み金額の推移**

	給付済み金額 (兆円)	予算額に対する 比率 (%)
2020/6/5	3.85	30.2
2020/6/10	4.91	38.5
2020/6/12	5.96	46.8
2020/6/17	6.94	54.5

(出所) 総務省より大和総研作成

**図表 7：米国の家計所得（2020 年 4 月）**

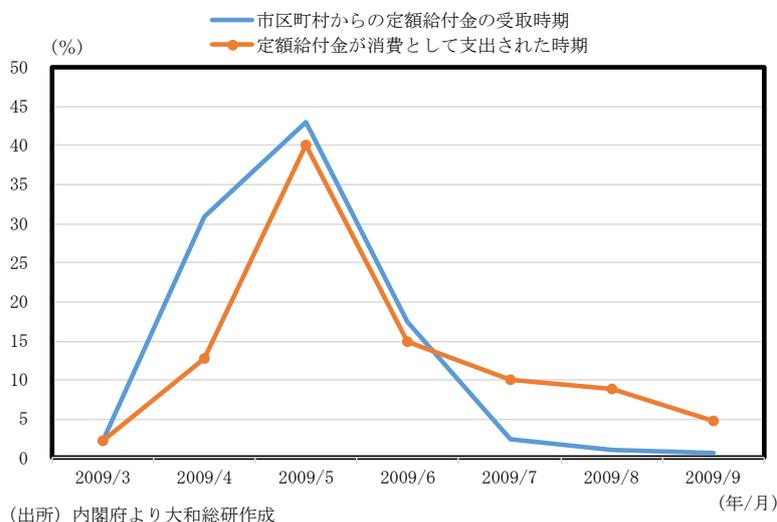
	家計所得 (10億ドル、年率)								(差引) 社会保険料
	雇用者報酬	事業主収入	家賃収入	資産収入	政府等からの所得移転		その他の 社会給付		
実額	20,674.5	10,477.9	1,424.5	800.8	2,959.8	6,347.1	430.1	3,122.1	1,335.6
前月差	1,965.9	-878.5	-197.7	0.1	-45.2	2,999.1	360.5	2,593.8	-88.1

(出所) BEA, Haver Analyticsより大和総研作成

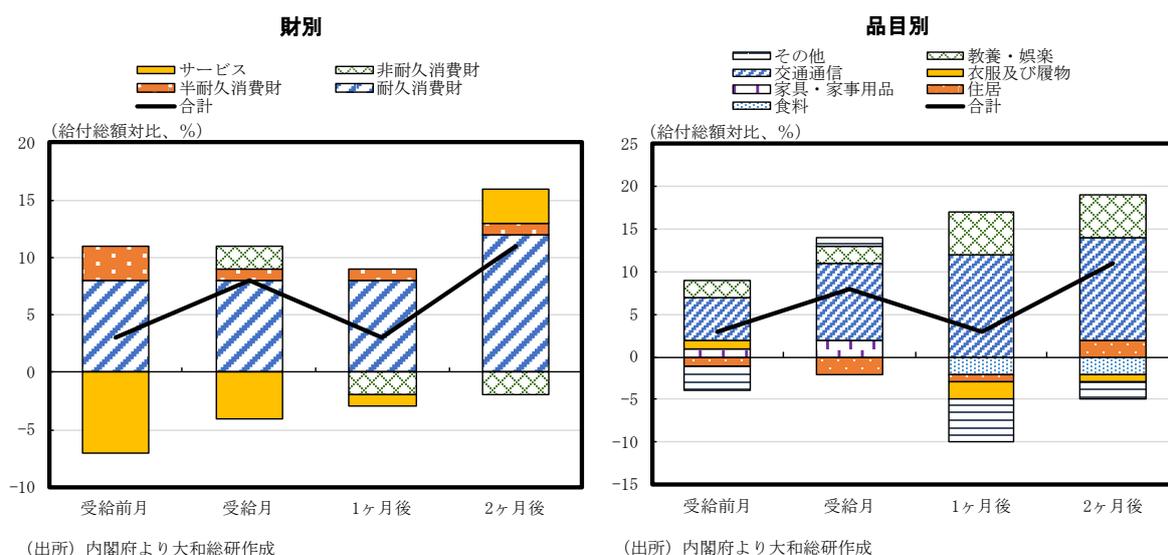
## 2009年に実施された定額給付金の効果測定から探る今回へのインプリケーション

問題は、給付金が消費を押し上げる効果（限界消費性向）がどの程度あるのかである。また、その効果はいつ、どのような分野に表れるのか、も問われることになる。そこで2009年に実施された定額給付金政策の消費喚起効果を振り返ってみたい。「[定額給付金に関連した消費等に関する調査](#)」（内閣府）によれば、その多くが実際の受取直後に行われていることが示唆されている（**図表 8**）。また、「[定額給付金は家計消費にどのような影響を及ぼしたかー『家計調査』の個票データを用いた分析ー](#)」（内閣府）によれば、受給額に対する消費喚起効果（限界消費性向）は25%と推計されている。**図表 9**で分析結果の詳細を確認すると、財別では「耐久消費財」の消費喚起効果が大きく、品目別では「交通通信」「教養・娯楽」の消費喚起効果が大きかったという結果が得られている。

**図表 8 : 2009年に実施された定額給付金の消費喚起効果**



**図表 9 : 2009年に実施された定額給付金の消費喚起効果（家計調査の個票データを用いた分析）**



## 短期的に期待される「V字回復」だが…その賞味期限は短い

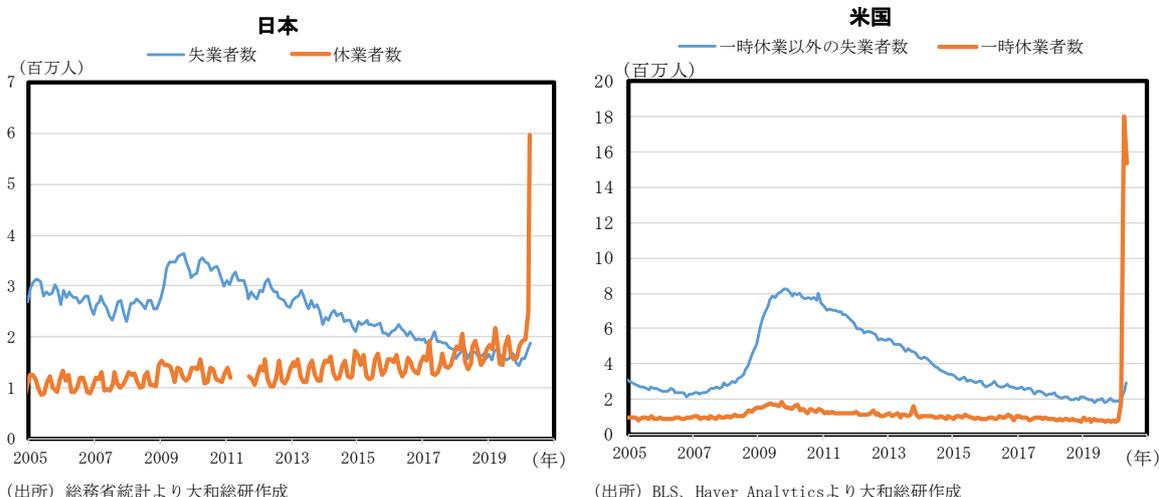
今回の特別定額給付金の効果を予測する上で、2009年に実施された定額給付金の消費喚起効果を線形に転用することは賢明でないかもしれない。他方、定性的に考えると、一部の耐久財や旅行・行楽など、前回は消費喚起効果が確認された分野で、一時的に需要が喚起される蓋然性は決して小さくないだろう。在宅勤務の生産性や快適性を改善させるための家電や、今後再発し得る自粛期間中の外出を助ける乗用車の需要は強まっている可能性がある。乗用車の販売は未だ不振だが、前述したようにPCや液晶パネルの需要は既に強い。また、足下ではエアコンの販売も好調である。加えて、8月開始予定の「Go Toキャンペーン」などの支えもあり、春休みやゴールデンウィークに我慢せざるを得なかった分、夏の行楽需要が回復する可能性も指摘される。

しかし残念ながら、急角度での経済回復は、短期間で終わる公算が大きい。当然だが、給付金による需要刺激は一時的なものだ。また、消費増税対策として2019年10月に導入されたキャッシュレス決済に対するポイント還元策も6月末を以て終了する。その恩恵に肖ってきた商材および店舗は、駆け込み需要の発生とその反動を経て再び低迷に向かう可能性が高い。先述したエアコンの足下での好調さの背景にも一部、こうした要因が働いている可能性も指摘される。

## もう一つの「財政の崖」、雇用調整助成金

もう一つ気がかりな「財政の崖」が、雇用調整助成金に関する問題だ。同制度を含む一連の政策は、コロナ禍による打撃を強く受けながらも雇用保蔵を行った企業を対象として補助金を支給するものである。今回の経済的危機を受けて、これらの措置に対しては、大幅な条件緩和と、支給上限の引き上げが行われている。こうした政策が雇用・家計所得の壊滅的減少を抑制している効果は無視されるべきでない。逆に言えば、同措置が終了ないしは縮小された場合の打撃も過小評価されるべきでない。

図表 10：日米の労働市場



この見方を裏付ける一つの材料が**図表 10**だ。

経済活動が著しく収縮する中でも緩やかにしか増加しなかった日本の失業者数を以て、米国等の諸外国との差異を際立たせるような言説が一部にあったようだが、これは事実誤認である。今回に限って言えば、日米の雇用環境は酷似している。日本では失業者数こそ顕著には増加しなかったものの、「休業者（被雇用者のうち、当該月の最終週に全く勤労しなかった者）数」は4月時点で597万人と、統計で遡れる1967年12月以降で最大となった。休業を失業に含めれば、日本の失業率は13%程度となる。そして、米国では統計の定義上、休業者を失業としてカウントしている。このため見た目上の失業率は急上昇したが、その大宗を占めるのは、やはり休業者だ。すなわち、日米の差異は統計の定義に依拠するものでしかない。

いずれにせよ、大量に発生した「休業者」を「失業者」に転化させないバックストップ措置が、日本の場合は雇用調整助成金であり、米国であれば給与補償プログラム（PPP）である。これらが効果を発揮している間は（日本の定義における）失業増加ペースを和らげることが可能となろう。しかし、これらはいくまでも時限措置であり、**図表 11**に示す通り、日米ともに遠からぬ将来に政策効果が消失する見込みとなっている。

こうした「財政の崖」の問題に加え、冒頭でも指摘した通り、感染拡大の収束という、景気回復に向けた大前提が根底から覆るリスクも未だ色濃く残されている。また、仮に経済活動の緩やかな回復が継続したとしても、コロナ以前の稼働率水準に復するまでには相応の時間を要することは想像に難くない。このことは冒頭でも触れた通り、内需のみならず外需をも通じてこの問題は日本経済の重石として残り続ける公算が大きい。日本経済は、ごく短期的なV字回復を経験したのち、極めて緩慢な回復ペースに移行する可能性が高い。

**図表 11：日米 家計支援・雇用維持策の時間軸**



(出所) 大和総研作成

## 第205回日本経済予測 改訂版 (2020年6月8日)

	2019年度	2020年度 (予測)	2021年度 (予測)	2019暦年	2020暦年 (予測)	2021暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	0.8	-4.5	2.5	1.3	-4.1	1.5
実質GDP成長率 (2011暦年連鎖価格)	0.0	-5.1	2.9	0.7	-5.0	1.8
内需寄与度	0.2	-4.2	2.2	0.8	-4.1	1.4
外需寄与度	-0.2	-0.9	0.7	-0.2	-0.9	0.5
GDPデフレーター	0.8	0.7	-0.4	0.6	0.9	-0.4
全産業活動指数上昇率	-1.3	-7.0	3.0	-0.3	-7.2	1.7
鉱工業生産指数上昇率	-3.7	-5.3	3.8	-2.8	-6.3	3.0
第3次産業活動指数上昇率	-0.7	-7.8	3.1	0.5	-10.6	1.5
国内企業物価上昇率	0.1	-3.8	0.4	0.2	-2.7	-0.8
消費者物価上昇率 (生鮮食品除く総合)	0.6	-0.9	-0.8	0.7	-0.3	-1.1
失業率	2.4	3.8	3.5	2.4	3.4	3.7
10年物国債利回り	-0.12	0.00	0.00	-0.11	-0.02	0.00
国際収支統計						
貿易収支 (兆円)	0.6	1.1	4.0	0.6	0.9	3.6
経常収支 (億ドル)	1,818	1,870	2,194	1,840	1,813	2,134
経常収支 (兆円)	19.8	20.4	24.0	20.1	19.8	23.4
対名目GDP比率	3.6	3.9	4.4	3.6	3.7	4.3
<b>2. 実質GDP成長率の内訳</b> (括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格)						
民間消費	-0.6 (-0.3)	-5.2 (-2.9)	3.1 (1.7)	0.1 (0.1)	-5.4 (-3.0)	2.2 (1.2)
民間住宅投資	0.5 (0.0)	-8.2 (-0.2)	-0.8 (-0.0)	2.0 (0.1)	-8.2 (-0.3)	-2.2 (-0.1)
民間設備投資	-0.2 (-0.0)	-7.2 (-1.2)	1.1 (0.2)	0.7 (0.1)	-6.0 (-1.0)	-1.0 (-0.2)
政府最終消費	2.4 (0.5)	1.3 (0.3)	0.8 (0.2)	1.9 (0.4)	1.6 (0.3)	1.0 (0.2)
公共投資	3.3 (0.2)	-0.7 (-0.0)	3.2 (0.2)	2.9 (0.1)	-0.8 (-0.0)	4.0 (0.2)
財貨・サービスの輸出	-2.7 (-0.5)	-17.2 (-2.9)	12.0 (1.8)	-1.6 (-0.3)	-17.0 (-3.0)	8.5 (1.3)
財貨・サービスの輸入	-1.7 (0.3)	-11.5 (2.0)	6.6 (-1.1)	-0.7 (0.1)	-12.0 (2.1)	5.3 (-0.8)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	1.8	-2.6	5.3	3.0	-3.5	4.7
原油価格 (WTI、\$/bbl)	54.7	36.3	39.0	57.0	38.0	39.0
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率 (2012暦年連鎖価格)	1.7	-5.5	4.6	2.3	-4.8	3.2
米国の消費者物価上昇率	1.9	0.5	2.0	1.8	0.9	1.7
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	4.9	-0.4	3.1	4.5	0.1	3.7
為替レート (円/ドル)	108.7	109.2	109.5	109.0	109.0	109.5
(円/ユーロ)	120.9	122.4	123.5	122.2	121.6	123.5

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研