

国内外経済の動向

緩慢な景気持ち直しが続く日本経済

【ポイント】

1. 日本の4～6月期の実質GDP成長率は新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う緊急事態宣言の発令などで経済活動が停滞し、記録的な落ち込みとなった。
2. 7～9月期は前期比年率10%超のプラス成長に転じると見込んでいるが、今後も、新型コロナウイルスの影響による経済活動の制限が残るなかでは緩慢な回復にとどまるだろう。社会的距離の確保などの感染拡大防止策や悪化した雇用・所得環境が個人消費の回復の妨げとなるほか、企業業績の悪化や景気の先行き不透明感が企業の設備投資意欲を弱めることとなる。回復にはかなりの時間を要し、感染拡大前のGDP水準への回復は2024年度までかかると予想する。

当社では、2020年4～6月期のGDP統計を踏まえて、2020・2021年度日本経済見通しを改訂した。本稿では、日本経済の現状と見通しについて主な需要項目を中心にまとめる。

1. 緊急事態宣言に伴う経済活動の停滞により記録的な落ち込み

8月17日に発表された2020年4～6月期の2次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲7.9%、年率換算▲28.1%となった（図表1）。新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う緊急事態宣言などにより、経済活動が停滞し、マイナス幅はリーマンショック後の2009年1～3月期（前期比年率▲17.8%）を超え、比較可能な1980年以降で過去最大の落ち込みを記録した。

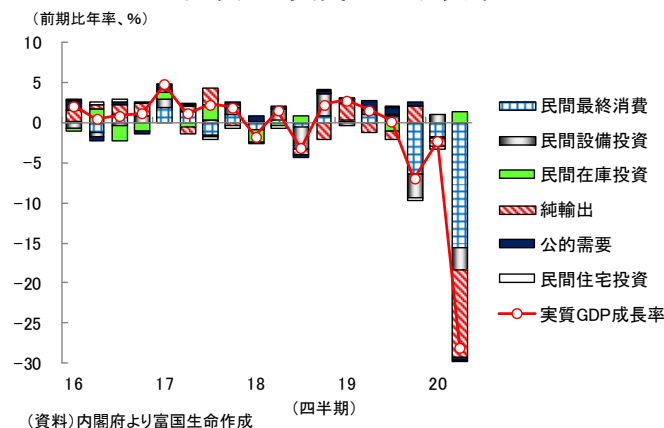
需要項目別にみると、民間最終消費が同7.9%減と、緊急事態宣言発令に伴う営業時間短縮・休業の要請、外出自粛で

落ち込んだ。また、住宅投資は同0.5%減と3四半期連続の減少となったほか、設備投資は同4.7%減と景気の先行き不透明感などから投資を先送りする動きが広がった一方、在庫投資は同0.3ポイントのプラス寄与となった。公的需要については、公的固定資本形成が同1.1%増と2四半期ぶりに増加した一方、政府消費は新型コロナウイルス感染への警戒から医療機関の利用が減少した影響から同0.6%減と8四半期ぶりの減少となった。輸出は欧米経済の悪化やサプライチェーンの混乱などにより同18.5%減と大幅に減少する一方、輸入はマスクや在宅勤務用のパソコンなどの需要が高まったこともあり同0.5%減にとどまったことから、外需寄与度は同▲3.0ポイントとなった。

2. 景気を持ち直しは緩慢、感染拡大前のGDP水準への回復は2024年度

景気を持ち直しは緩慢なものにとどまるだろう。社会的距離の確保などの感染拡大防止策や悪化した雇用・所得環境が個人消費の回復の妨げとなるほか、企業業績の悪化や景気

図表1. 実質GDP成長率



の先行き不透明感が企業の設備投資意欲を弱めるだろう。世界経済について、中国はいち早く最悪期を脱したが個人消費や設備投資といった民間内需は力強さを欠くほか、欧米も感染再拡大の影響などから鈍い回復が見込まれることから、輸出は低調な推移となるだろう。

2020年7～9月期は前期比年率10%超のプラス成長に転じると見込んでいるが、緊急事態宣言下で抑え込まれた需要が経済活動の再開で顕在化した側面が強い。一方で感染が再拡大しており、その後も新型コロナウイルスの影響による経済活動の制限が残るなかでは緩慢な回復にとどまり、感染拡大前のGDP水準には遠く及ばない状況が続くだろう。

想定を上回る4～6月期実績の落ち込みや東京都を含む一部自治体における営業自粛の再要請などを踏まえ、2020年度の実質GDP成長率は前年比▲6.4%と前回予測(5月)から1.1ポイント下方修正、2021年度は同+3.2%と予測する(図表2)。なお、四半期ごとの成長率予測としては、2020年7～9月期が前期比年率+12.8%と大幅なプラス成長となった後は回復ペースが鈍化し、10～12月期が同+3.7%、2021年1～3月期も同+3.7%と予測する。

7月30日に内閣府は景気の山と谷を判定する有識者会議を開き、図表3に示す通り、2012年12月に始まった直近の景気回復局面は2018年10月を暫定的な景気の山として後退局面に入ったことを認定した。アベノミクスのもとでの戦後最長の景気拡大は幻に終わり、公表済みの景気動向指数の動きを踏まえると、米中貿易摩擦の激化、昨年10月の消費税率引上げの影響、さらには今般の新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が重なったことにより、少なくとも2020年5月までの19カ月は景気後退局面が続いたとみられる。緊急事態宣言が解除された5月に景気は既に底打ちしたとみているが、景気の「方向」が後退局面から回復局面に転じたに過ぎず、景気の「水準」は低い。当社の予測通り景気回復が続いた場合、2022年1～3月期時点で感染拡大前のGDP水準(2019年7～9月期)を4%下回る。回復にはかなりの時間を要するとみられ、感染拡大前の水準への回復は2024年度まで後ずれすると予想する。

3. 主な需要項目の見通し

(1) 個人消費は、社会的距離確保などの感染拡大防止策や雇用・所得環境の悪化が重石

新型コロナウイルスの影響で雇用・所得環境は悪化している。7月の失業率は2.9%と依然低水準にあるものの、昨年12月の2.2%から上昇、7月の就業者数(原数値)は6,650

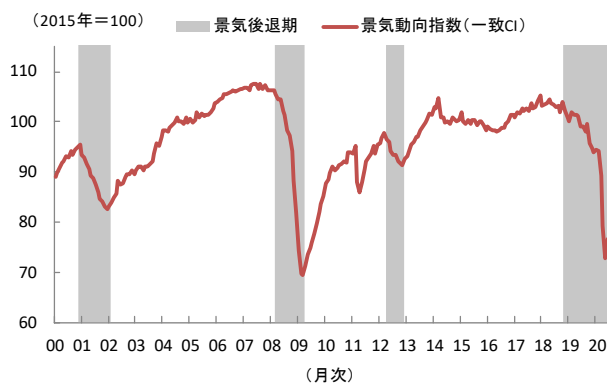
図表2. 日本経済の見通し

	2019年度実績	(前年比、%)	
		2020年度予測	2021年度予測
名目国内総生産(兆円)	552.5	526.2	542.6
	0.8	▲4.8	3.1
実質国内総生産(兆円)	533.5	499.6	515.8
	0.0	▲6.4	3.2
内 需	0.2	▲4.2	2.7
民間需要	▲0.5	▲4.4	2.2
民間最終消費	▲0.5	▲5.6	4.0
民間住宅投資	0.6	▲8.1	0.3
民間設備投資	▲0.3	▲5.8	1.6
公的需 要	0.6	0.2	0.4
政府最終消費	2.3	0.5	1.6
公的固定資本形成	3.3	2.4	1.8
財貨・サービスの純輸出	▲0.2	▲2.2	0.5
財貨・サービスの輸出	▲2.6	▲17.4	9.9
財貨・サービスの輸入	▲1.5	▲4.5	5.6

注1. 実質値は2011暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

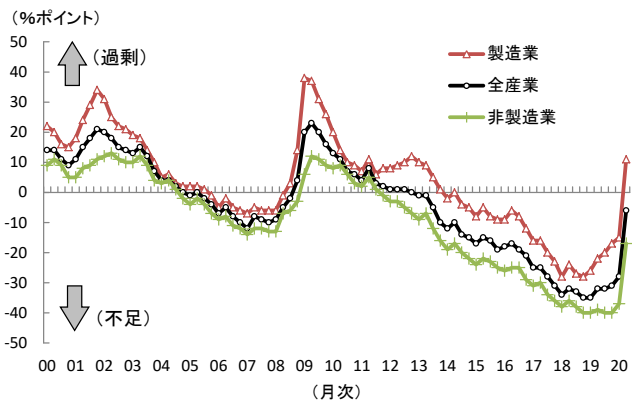
図表3. 景気動向指数の推移



(資料)内閣府より富国生命作成

万人と前年比 76 万人減少した。新型コロナウイルス感染拡大に伴う外出自粛や休業などの影響を強く受けた宿泊・飲食サービス業、生活関連サービス・娯楽業などで減少が目立っている。雇用環境は当面、悪化が続く見込みである。図表 4 の通り、日銀短観 6 月調査の雇用人員判断 DI によれば、製造業では「過剰」に転じ、全体でも人手不足感が大きく緩んでおり、7 月の有効求人倍率は 1.08 倍と 2014 年 4 月以来の低水準となっている。また先行指標である新規求人数についても大幅に減少しており、企業の採用意欲は低下が鮮明となっている。政府の経済対策では雇用の維持が図られてはいるものの、先行きも失業率のさらなる悪化は避けられないだろう。長引く新型コロナウイルスの影響によりインバウンド・娯楽関連の業種を中心に雇

図表 4. 雇用人員判断 DI の推移



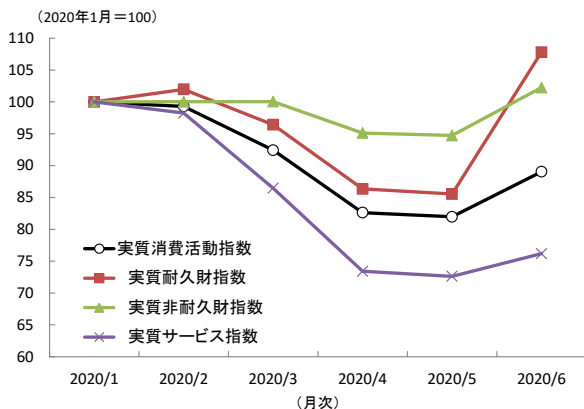
(資料) 日本銀行より富国生命作成

用調整が続くとみられることや、新規採用の抑制により、失業率は 2020 年末にかけて 3% 台半ばまで悪化すると予想する。また、賃金の面においても悪影響が及んでおり、厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」によれば 2020 年春闘賃上げ率は 2.00% と前年 (2.18%) に比べ 0.18 ポイントの低下となったほか、企業業績の悪化で賞与の減少も避けられない。2020 年度の名目賃金はマイナスに転じるとみられ、雇用・所得環境の悪化が消費を抑制する要因になるだろう。

4~6 月期の民間最終消費支出は前期比 7.9% 減と大きく落ち込んだ。4 月に緊急事態宣言が発令されて以降、店舗の休業や営業時間短縮といった動きが広がり、消費者の自粛姿勢も一層強まった。外出機会が減少した結果として、外食や娯楽サービス、宿泊などのサービスを中心として大幅に落ち込んだ。もっとも、5 月 25 日には緊急事態宣言が全面的に解除され、自粛要請が段階的に緩和されるなかで、1 人当たり 10 万円の特別定額給付金が順次支給され始めたことや、6 月末に終了期限を迎えたキャッシュレス決済のポイント還元事業もあって、6 月の個人消費は持ち直し動きが鮮明となっている。

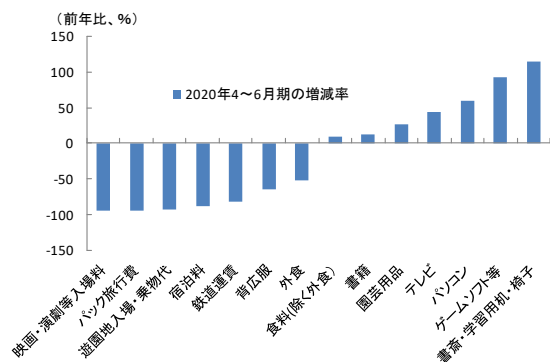
そのため、7~9 月期の個人消費は高い伸びが見込まれる。ただし、緊急事態宣言下で抑え込まれた需要が経済の再開とともに顕在化した側面が強く、個人消費の基調が強まったわけではない。日本銀行が作成する実質消費活動指数をみると、耐久財や非耐久財は 5 月にかけて大きく落ち込んだものの、6 月には大きく反発し、感染拡大前の 2020 年 1 月の水準を上回っている (図表 5)。一方で、サービスも 6 月は反発したが、感染拡大前の 8 割弱の水準にとどまっている。

図表 5. 実質消費活動指数の推移



(資料) 日本銀行より富国生命作成

図表 6. 品目別の家計消費支出の増減率



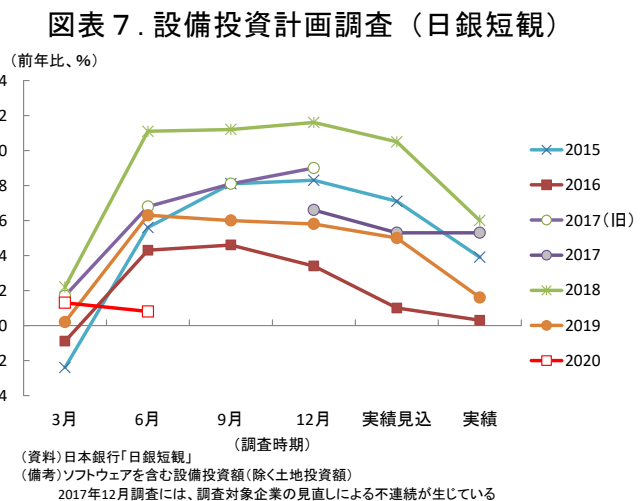
(資料) 総務省「家計調査」より富国生命作成
(備考) 二人以上の世帯

「新しい生活様式」のもと、実店舗からネットショッピングへのシフトが加速しており、総務省「家計消費状況調査」によれば、新型コロナウイルスの影響が顕著となった3月頃からネットショッピング利用世帯の割合はこれまでの40%程度から50%程度まで上昇している。消費支出の中身も影響を受けており、書斎・学習用机・椅子、ゲームソフト、パソコン、テレビなど、在宅勤務の環境整備や巣ごもり消費を思わせる品目への支出が増えている（図表6）。一方、外出機会の減少などを受け、各種入場料やパック旅行費、背広服などが大幅に減少している。今後も在宅勤務のための環境改善、巣ごもり需要といった需要が喚起される面はあるが、外食や旅行といったサービスへの支出は抑制的にならざるを得ないだろう。特別定額給付金による所得押し上げ効果も7月には一巡していくほか、悪化した雇用・所得環境の影響が徐々に顕在化していくことで、消費マインドは抑制された状況が続くと予想する。

（2）設備投資は当面弱い動きが続く

今後の設備投資は当面弱い動きが続くだろう。日銀短観6月調査における全規模・全産業の2020年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前回3月調査から0.5ポイント下方修正され、前年比0.8%増となった（図表7）。増加計画とはなったが、同時期の調査としては過去5年度の計画を下回る低い伸びである。

設備投資の先行きを左右する企業収益が新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けて急速に悪化しており、法人企業統計調査によれば、4～6月期の、金融機関を除く全産業の経常利益は前年比46.6%減少となった。製造業では自動車販売の低迷で輸送用機械を中心に大きく落ち込んだ。また、非製造業では営業自粛、外出抑制などにより、鉄道・航空などの運輸業・郵便業、飲食・宿泊サービス業、娯楽業といった対個人サービス業を中心に企業業績が悪化している。新型コロナウイルスの影響によって企業収益



の見通しがたたないなかでは、企業は設備投資計画を見直し、当面は不急の投資を手控え・先送りする姿勢を強める可能性が高い。テレワークなどデジタル化に向けたIT投資の拡大は見込まれるものの、企業のキャッシュフローが急減するなか、積極的な能力増強投資は期待できず、当面は最低限必要な設備の維持・更新投資が中心になるだろう。

4. 広範囲にわたる制限措置の再強化リスクと米中対立リスク

リスク要因は引き続き新型コロナウイルスの感染動向であるが、日本国内はもとより、欧米諸国や中国において感染拡大を抑えるため、広範囲にわたって制限措置が再度強化されることとなれば、回復に向かいつつある需要が再び落ち込み、景気後退局面が長引くリスクがある。一方、有効なワクチンが早期に開発されることで、コロナ前の世界への経済が急速に回復するというアップサイドのリスクも否定できない。また、香港の自治に関する対応などを巡って米国は中国への圧力を強め、米国と中国は双方の総領事館を閉鎖するなど関係が悪化しており、一段と米中の対立が激化すれば、世界的な貿易停滞や金融資本市場の混乱などを通じて、日本の景気持ち直しをさらに遅滞させる可能性がある。

(財務企画部 大野 俊明)