

国内外経済の動向

コロナ禍に伴う制約が残るなか、日本の景気回復ペースは緩慢

【ポイント】

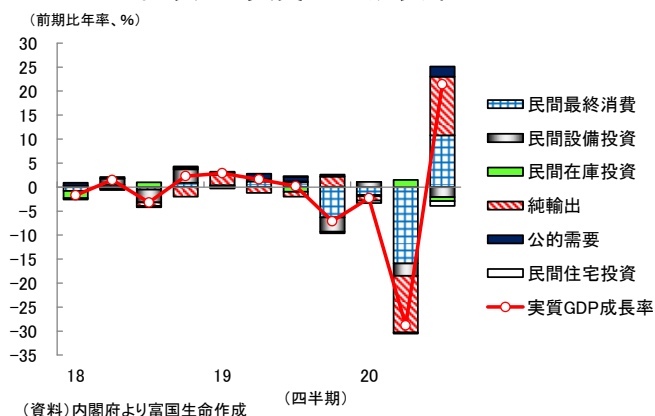
1. 日本の7～9月期の実質GDP成長率は、コロナ禍で大幅に落ち込んだ4～6月期から急反発したが、緊急事態宣言などにより経済活動が抑制されていたところからの反動という面が大きく、依然として感染拡大前のGDP水準を下回る。
2. 今後もコロナ禍に伴う制約が残るなか、景気回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。欧米のみならず日本国内も感染拡大が憂慮される状況にあるため、当面需要は抑制され年度後半の回復ペースが鈍化すると見込まれる。また、悪化した雇用・所得環境が個人消費の重石となるほか、景気の先行き不透明感から企業は設備投資を手控える動きが続くだろう。実質GDP成長率は2020年度が前年比▲5.5%となった後、2021年度は同+3.7%と緩やかな回復にとどまり、感染拡大前のGDP水準（2019年7～9月期）への回復は2023年度となるだろう。

当社では、2020年7～9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. 7～9月期は、緊急事態宣言解除に伴う反動増で高い伸び

11月16日に発表された2020年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+5.0%、年率換算+21.4%と4四半期ぶりのプラス成長となった（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、大幅に落ち込んだ4～6月期（前期比年率▲28.8%）から急反発し、高成長となった。需要項目別にみると、民間最終消費が緊急事態宣言解除に伴う営業再開や外出自粛の緩和により前期比4.7%増と高い伸びとなった。一方、景気の先行き不透明感などから設備投資は先送りする動きが広がり2四半期連続の減少となったほか、住宅投資も減少が続いた。輸出は経済活動の再開などにより中国や米国向けを中心に反発する一方、輸入が大幅に減少したことから、外需寄与度は同+2.9ポイントとなった。このように7～9月期は高い成長率となったものの、緊急事態宣言などにより経済活動が抑制されていたところからの反動という面が大きい。4～6月期の落ち込みの5割強程度を取り戻したに過ぎず、依然として感染拡大前の水準（2019年7～9月期）を5.9%下回っており、景気回復の足取りは鈍い（図表2）。

図表1. 実質GDP成長率



図表2. 実質GDP



2. コロナ禍に伴う制約が残るなか、景気回復ペースは緩慢

今後の景気回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。個人消費は政府の需要喚起策が下支えとなるものの、社会的距離の確保などコロナ禍に伴う制約が残るなか、悪化した雇用・所得環境が重石となり回復は鈍いものとなろう。輸出については、中国経済が世界に先駆けて着実な景気回復を遂げているものの、欧米経済が感染再拡大の影響から 10～12 月期に減速が見込まれることから、低調な推移となろう。また、設備投資は景気の先行き不透明感から投資を手控える動きが続くと予想される。

コロナ禍を巡っては、ワクチン開発への期待から金融資本市場で株高が進行するなど先行きに明るさがみられる反面、欧米のみならず日本国内も感染拡大が憂慮される状況にあるため、当面需要は抑制され年度後半の回復ペースが鈍化すると見込む。ただし、想定を上回る 7～9 月期実績を踏まえ、2020 年度の実質 GDP 成長率は前年比 ▲5.5%と前回予測（8 月）から 0.9 ポイント上方修正した。なお、四半期ごとの成長率予測としては、2020 年 10～12 月期が前期比年率+2.8%へと回復ペースが鈍化し、2021 年 1～3 月期は同+2.2%と予測する。2021 年度は前年比 3.7%（0.5 ポイント上方修正）と、コロナ禍に伴う制約が和らぐなか緩やかな回復基調を辿ると予測する。

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 2.4%下回る。新型コロナウイルスの影響が残るなか、景気回復ペースは緩やかなものにとどまることから、感染拡大前の水準への回帰にはかなりの時間を要し、感染拡大前の水準への回復は 2023 年度と予想する（前回予測：2024 年度）。

3. 主な需要項目の見通し

（1）個人消費は、コロナ禍に伴う制約や雇用・所得環境の悪化が重石

コロナ禍が長引くなか、雇用情勢は厳しさを増している。10 月の失業率は 3.1%と依然低水準ではあるものの上昇傾向にある。10 月の就業者数（原数値）は前年比 93 万人減の 6,694 万人と 7 ヶ月連続の減少となった。とりわけ、非正規の雇用者数は前年比 85 万人減と厳しい状況にあり、外出自粛や訪日客の減少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つ。

雇用・所得環境は当面、悪化が続くだろう。10 月の有効求人倍率は 1.04 倍とコロナ感染拡大前の 1.6 倍前後から大きく落ち込み、先行指標である新規求人数も前年比 23.2%減と大幅に減少するなど、企業の採用意欲の低下がみられる。就業者のうちの休業者は 4 月の 597 万人（前年比 420 万人増）から減少し 170 万人（同 12 万人増）と平常時に戻りつつある。しかし、対面型のサービス業を中心に雇用調整が続くとみられることや、新規採用の抑制により、失業率は今後 3%台半ばまで悪化すると予想する。また、所得の増加も期待薄である。コロナ禍における営業自粛やテレワークの活用により残業時間が減少し、所定外給与も減少が続くほか、企業業績の悪化で賞与は大幅な減少は避けられない。2021 年春闘については、雇用維持が優先され、積極的な賃上げは見送られるだろう。このように、景気全体の動きに遅れる形で雇用・所得環境の悪化が続き、消費の抑制要因となろう。

図表 3. 日本経済の見通し

	(前年比、%)		
	2019 年度 実績	2020 年度 予測	2021 年度 予測
名目国内総生産（兆円）	552.5	528.6	549.8
	0.8	▲ 4.3	4.0
実質国内総生産（兆円）	533.6	504.4	522.9
	0.0	▲ 5.5	3.7
内 需	0.2	▲ 4.2	3.0
民間 需 要	▲ 0.5	▲ 4.7	2.4
民間 最 終 消 費	▲ 0.5	▲ 5.6	4.1
民間 住 宅 投 資	0.6	▲ 9.9	1.7
民間 設 備 投 資	▲ 0.3	▲ 8.7	1.4
公 的 需 要	0.6	0.6	0.7
政府 最 終 消 費	2.3	2.2	2.5
公 的 固 定 資 本 形 成	3.3	2.4	1.9
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.2	▲ 1.2	0.6
財貨・サービスの輸出	▲ 2.6	▲ 14.1	10.4
財貨・サービスの輸入	▲ 1.5	▲ 6.5	5.9

注 1. 実質値は2011暦年連鎖価格

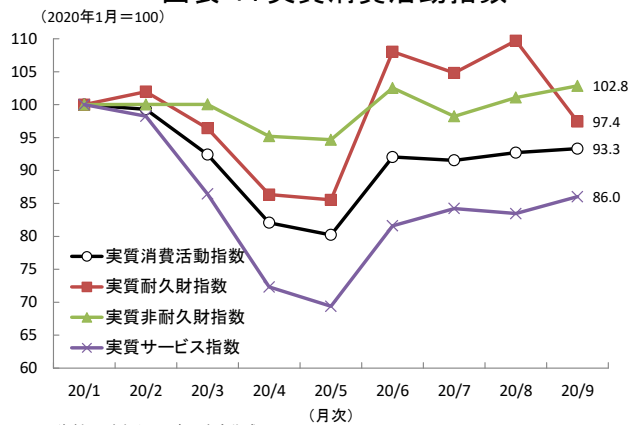
注 2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

今後の個人消費の回復は鈍いものにとどまろう。7～9月期の民間最終消費支出は前期比4.7%増となった。4～6月期は同8.1%減と、緊急事態宣言発令に伴う営業時間短縮、休業の要請や外出自粛により、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が、5月25日に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、7～9月期は高い伸びとなった。もともと、前年を7.2%下回る水準にとどまる。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いわけではない。

日本銀行が作成する実質消費活動指数をみると、5月にかけて大きく落ち込んだ耐久財は、1人当たり10万円の特別定額給付金などの政策効果もあり、6月には大きく反発し、感染拡大前の2020年1月を上回る水準まで回復したが、反動増が一巡し、9月は再び落ち込んだ(図表4)。また、サービスについては緩やかに持ち直しているが、感染拡大前の8割強の水準にとどまる。

コロナ禍における「新しい生活様式」のもとでは、ネット通販の利用が増加し、出前や電子書籍、ゲームといった巣ごもり需要や、在宅勤務のための環境改善といった需要が喚起される面はあるが、対面型のサービスへの支出は抑制的にならざるを得ない。旅行や外食などの需要喚起策であるGo Toキャンペーンは一定の下支え要因になるとみられるが、悪化した雇用・所得環境の影響が重石となるほか、足元の新型コロナウイルス感染拡大で自粛ムードが再び強まることが想定され、消費マインドは抑制された状況が続くだろう。

図表4. 実質消費活動指数

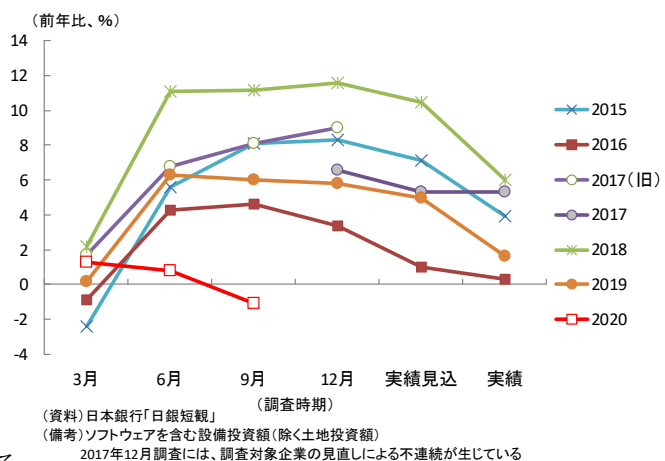


(2) 設備投資は景気の先行き不透明感などから当面弱い動きが続く

今後の設備投資は当面弱い動きが続くだろう。7～9月期の実質設備投資は、新型コロナウイルスの影響により企業業績が悪化するなか、景気の先行き不透明感から投資を手控える動きが広がり、前期比3.4%減と2四半期連続の減少となった。

日銀短観9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、前年比1.1%減となった(図表5)。前回6月調査から下方修正され、同時期としては、リーマンショック後の2009年(前年比13.2%減)ほどではないが、11年ぶりの減少計画に転じている。また、設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は7～9月期が前期比0.1%減と5四半期連続の減少、10～12月期の見通しも同1.9%減となっており、企業の設備投資意欲の低下が窺える。

図表5. 設備投資計画(日銀短観)



足元、ワクチン開発への期待から金融資本市場において株高が進行するなど先行きに明るさがみられる反面、新規感染者数の増加傾向が懸念される状況となっている。当面は内外需とも回復は緩慢なものにとどまると予想されるなか、不急の投資は手控えられる可能性が高い。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。2021年度後半にかけてはコロナ禍に伴う制約が和らぎ企業収益が改善に向かうなか、先送りされていた投資が徐々に顕在化し、設備投資は緩やかな増加基調に復していくと予想する。

（3）輸出は低調な推移

今後の輸出は世界的な需要低迷により低調に推移するだろう。実質輸出は4～6月期が同17.4%減と、欧米のロックダウンの影響などを受けて、自動車を中心に大きく落ち込んだが、制限措置が段階的に解除され経済活動が再開するにつれて反発し、7～9月期は前期比7.0%増と高めの伸びとなった。輸出数量指数を地域別にみると、いち早く経済活動が再開に向かった中国向けが引き続き堅調に推移したほか、自動車を中心に大きく落ち込んでいた米国向けも大幅増となった（図表6）。

もっとも、7～9月期の輸出の伸びは反動の面が大きいとみられるため、10～12月期以降の伸び率が鈍化することは避けられないだろう。世界経済は、緩やかな金融政策や財政政策に支えられ持ち直しの動きが続くとみられる。しかし、中国経済は世界に先駆けて順調な回復を遂げているが、欧米、とりわけ欧州では感染再拡大の影響で経済活動が再び大きく制限されており、当面弱い動きが予想される。輸出は今後も水準回復の動きが続くとみられるが、海外需要が低迷するなか基調としては緩やかな回復ペースにとどまるだろう。サービス輸出に計上されるインバウンド消費については、海外からの観光客受け入れの見通しは立っておらず、入国制限措置が継続するもとの、大きく落ち込んだ状態が続くと想定される。

2021年度後半にかけては新型コロナウイルスの影響が和らぎ世界経済が回復の足取りを強めていくとみられるなかで、世界的に先送りされていた設備投資需要の回復も追い風に、緩やかな増加傾向となるだろう。

4. ワクチン早期普及による経済活動の急回復の可能性、米新政権の政策運営に留意

引き続き新型コロナウイルスの感染動向が最大の不透明要因であり、春先のような緊急事態宣言発令などに至れば、景気が二番底に向かうリスクがある。もっとも、政府は経済活動と感染拡大の抑制の両立を図る方針であり、広範かつ厳格な制限措置をとる可能性は高くない。他方、ワクチン開発の進展が相次いで報じられており、ワクチンの早期普及により対面型サービスなどにおける制約が取り払われ、2021年度の経済活動が想定以上に急速に回復する可能性もあろう。

米国大統領選挙はバイデン氏が勝利した模様である。バイデン氏の経済政策では、法人税率引上げや富裕層への増税、大手ハイテク企業への規制強化が掲げられ、課税強化を財源に環境インフラへ大規模な投資を行うなどとされている。もっとも、ねじれ議会が予想されるなか、これらの政策実現はハードルが高い。一方、外交政策に関しては、中国に対する強硬路線は変わらない公算が高く、貿易やハイテク分野などを巡る米中の対立がさらに激化する恐れがある。政権交代に伴う経済への短期的な影響は大きくはないとみているが、新政権の政策運営を注視する必要がある。

（財務企画部 大野 俊明）

図表6. 輸出数量指数

