

国内外経済の動向

1～3月期のマイナス成長は不可避も、その後は景気持ち直し基調に復する

【ポイント】

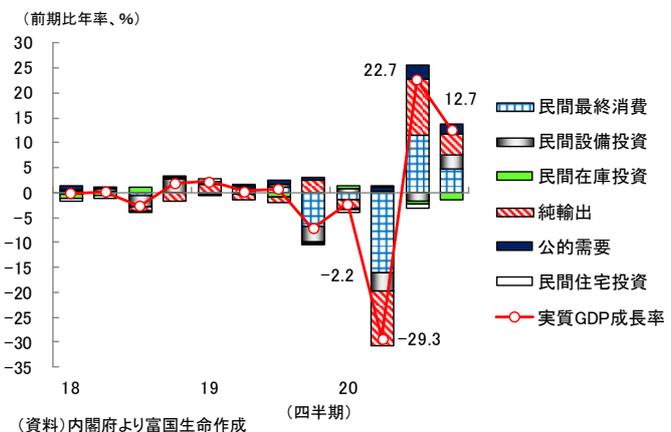
1. 2020年10～12月期の日本経済は、政策効果により個人消費の持ち直しが続いたほか、世界的に生産活動が回復するなか、輸出が中国向けを中心に大幅に増加し、設備投資もプラスに転じたことなどから高成長となった。当初の想定よりも生産活動は製造業を中心に回復し、企業収益の落ち込みは限られ改善に向かっている。
2. 緊急事態宣言の影響による一時的なマイナス成長は不可避とみられるが、順調な回復が続く中国や大規模な経済対策が支えとなる米国をはじめとして世界の経済活動が回復に向かうなかで、輸出は増加傾向を維持することなどから、景気持ち直し基調に復するだろう。
3. 今後の経済はワクチン接種の進捗に左右される面があるが、景気回復ペースが想定以上に加速し、インフレ懸念が高まれば、財政政策や金融政策が引き締め方向に急転換し、金融資本市場の混乱を通じて、景気が下振れするリスクに留意が必要である。

当社では、2020年10～12月期のGDP統計を踏まえて、2020・2021・2022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. 10～12月期は、政策効果などから2四半期連続のプラス成長

2月15日に発表された2020年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+3.0%、年率換算+12.7%と2四半期連続のプラス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、秋口にかけてコロナ禍の制約が和らぐなか、Go Toキャンペーンなどの政策効果もあって民間最終消費は前期比2.2%増と持ち直しが続き、住宅投資は同0.1%増と2四半期ぶりのプラスとなった。また、落ち込みが続いていた設備投資が同4.5%増と3四半期ぶりに増加した。在庫投資の寄与度については、同▲0.4ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同1.3%増と6四半期続けて増加し、政府消費は医療機関の受診控えの動きが緩和したことなどから同2.0%増となった。輸出は中国向けを中心に同11.1%増と高い伸びとなる一方、輸入が同4.1%増となったことから、外需寄与度は同+1.0ポイントとなった。

図表1. 実質GDP成長率



このように輸出や個人消費がけん引し高成長が続いた結果、10～12月期のGDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲1.2%、消費税引き上げの影響で落ち込む前の2019年7～9月期の▲2.9%まで回復した。

10～12月期にかけての高い成長率は昨年4～6月期の落ち込みからの反動の面が大きい
が、前回11月予測時点の想定を大きく上振れる結果となった。要因は、当初の想定より
も生産活動は製造業を中心に回復し、企業収益の落ち込みは限られ改善に向かっているこ
とが大きい。中国の順調な回復などにより輸出が大幅に増加し、生産が早期に回復するに
つれて、製造業の設備投資が思いのほか早く底打ちし、全体でも下げ止まりに向かった。

2. 1～3月期のマイナス成長は不可避も、その後は景気持ち直し基調に復する

10～12月期は高成長となったものの、年末にかけては、新型コロナウイルスの感染拡大
を受けた需要喚起策の見直しや営業自粛の要請などにより景気持ち直しの動きに陰りがみ
られていた。2021年入り後には、政府が1都3県を対象に1月8日から期間1ヵ月の緊
急事態宣言を再発出、その後11都府県へと対象を拡大した。さらに栃木県を除く10都府
県を対象に期間を1ヵ月延長し3月7日までとした。

1～3月期は、緊急事態宣言再発出の影響で年率▲9.5%と大幅なマイナス成長に転じ
ると予想する。世界的に製造業の生産活動は維持されており、昨年の緊急事態宣言時のよう
に輸出が落ち込む可能性は低い。一方、外食中心の自粛要請とはいえ、冬季賞与の減少な
ど所得環境の悪化も相俟って個人消費は対面型サービスを中心に減少が避けられない。

緊急事態宣言の3月解除を前提とし
て、4～6月期以降はプラス成長に転じ
るだろう。順調な回復が続く中国や大
規模な経済対策が支えとなる米国をは
じめとして世界の経済活動が回復に向
かうなかで、輸出は増加傾向を維持す
るだろう。一方、コロナ禍における制
約が残るもと、悪化した所得環境が個
人消費回復の重石になるほか、コロナ
禍の悪影響を強く受けている非製造業
では設備投資に対する慎重な姿勢が当
面は続くと思われるため、回復ペース
は緩やかにとどまるものの、景気持ち
直し基調に復するだろう。

2020年度の実質GDP成長率は前年
比▲5.1%と前回11月予測（▲同
5.5%）から0.4ポイント上方修正した。
1～3月期を前期比年率▲9.5%と、緊
急事態宣言の影響に伴う内需の落ち込

みを予測に反映した一方、10～12月期実績が輸出や設備投資を中心に想定を大幅に上回る
伸びとなったことによる。2021年度は前年比+3.8%と前回11月予測（同+3.7%）から
0.1ポイント上方修正した。緊急事態宣言の解除に伴う反動もあり4～6月期に年率7.5%
の高い成長率となった後、7～9月期：同+3.2%、10～12月期：同+2.6%、2022年1～3
月期：同+2.4%と予想する。2022年度は前年比+2.0%と予測した。ワクチン接種が国内
全体に行きわたることなどによりコロナ禍の制約が概ね解消すると想定するなか、景気
の回復基調が強まり、年度では1%弱とされる潜在成長率を上回る成長率となろう。

当社の予測通り景気回復が続いた場合、2022年1～3月期に感染拡大前の2019年10～
12月期の水準に達する。しかし、消費税率引き上げの影響で落ち込む前のGDP水準（2019
年7～9月期）には今回の予測期間内では届かず、感染拡大前のピークである2019年7～
9月期の水準への回復は2023年度と予想する。

図表2. 日本経済の見通し

	(前年比、%)			
	2019 年度 実績	2020 年度 見込み	2021 年度 予測	2022 年度 予測
名目国内総生産（兆円）	559.7	535.6	554.7	567.8
	0.5	▲4.3	3.6	2.4
実質国内総生産（兆円）	552.9	525.0	545.0	556.2
	▲0.3	▲5.1	3.8	2.0
内 需	▲0.1	▲4.2	2.9	2.1
民 間 需 要	▲0.6	▲5.1	2.2	1.8
民間最終消費	▲1.0	▲6.4	3.5	2.1
民間住宅投資	2.5	▲7.8	0.3	2.1
民間設備投資	▲0.6	▲6.8	3.6	3.5
公 的 需 要	0.5	0.8	0.6	0.3
政府最終消費	2.0	3.1	2.3	1.0
公的固定資本形成	1.5	4.5	2.5	1.2
財貨・サービスの純輸出	▲0.2	▲0.9	1.0	▲0.1
財貨・サービスの輸出	▲2.6	▲11.0	10.6	3.5
財貨・サービスの輸入	▲1.3	▲6.1	4.6	4.1

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

3. 主な需要項目の見通し

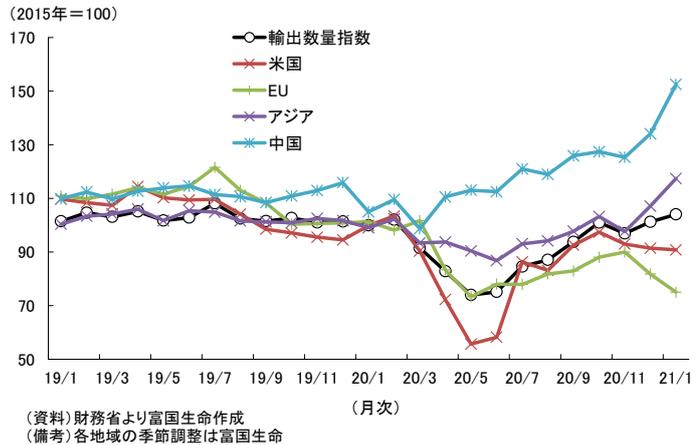
(1) 輸出は増勢こそ鈍化するものの、増加傾向を維持

今後の輸出は増勢こそ鈍化するものの、増加傾向を維持するだろう。輸出は4～6月期が前期比17.2%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、その後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月期が同7.4%増、10～12月期が同11.1%増と2四半期連続で高い伸びとなった。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(図表3)。

ここ2四半期の高い伸びは落ち込みからのリバウンドも含まれ、輸出数量指数の水準はすでに前年水準に迫るところまで上昇している。そのため、1～3月期以降はこれまでけん引役となってきた自動車を中心に増勢は鈍化すると見込まれる。世界経済は中国経済こそ順調な回復を遂げている一方、欧米、とりわけ欧州では感染再拡大の影響で経済活動が大きく制限されている。

ただし、ロックダウンなどの制限措置が奏功し新規感染者数は欧米ともに減少傾向にあり、先行きは緩和的な金融政策や財政政策に支えられ持ち直していくと予想されることから増加傾向は維持されるだろう。2022年度にかけては各国におけるワクチン接種の進展などにより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、輸出は緩やかな増加傾向となろう。

図表3. 輸出数量指数

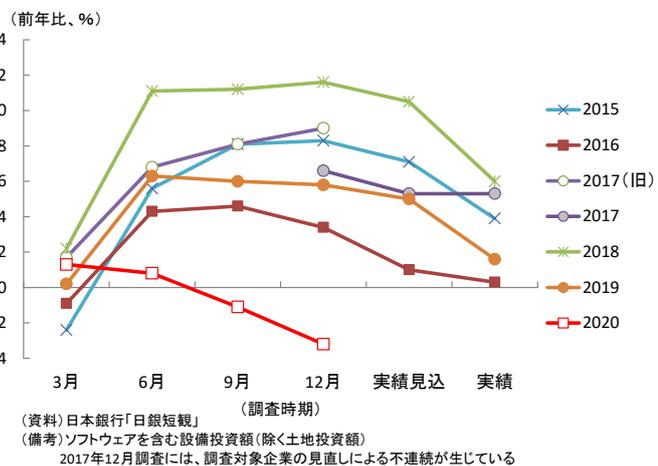


(2) 設備投資は緩やかながら持ち直していくものの、当面弱さが残る

今後の設備投資は緩やかながら持ち直していくものの、当面弱さが残るだろう。10～12月期の実質設備投資は前期比4.5%増と3四半期ぶりの増加となった。設備投資は、新型コロナウイルスの影響による企業業績の悪化や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落ち込んだが、足元では堅調な輸出を背景に製造業の設備投資が底打ちし、全体として設備投資は、下げ止まっている。

日銀短観12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9月調査から下方修正され前年比3.2%減となった(図表4)。同時期としては、リーマンショック後の2009年(前年比14.9%減)ほどではないが、11年ぶりの減少計画となっている。一方、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10～12月期が前期比16.8%増と6四半期ぶりに増加するなど持ち直しの動きがみられる。堅調な輸出を受けた生産の増加などを背景に、製造業では

図表4. 設備投資計画調査(全規模全産業)



機械投資を中心に持ち直していくだろう。一方、建設投資については、コロナ禍を機とした E コマースの一層の浸透などを背景とした物流施設などは増加するとみられるが、宿泊施設など対面型のサービスを提供する分野では、コロナ禍で先行きの見通しが依然不透明ななか、不急の投資を見送る姿勢が継続し弱い動きとなろう。そのため、全体の設備投資の水準は当面低いものととどまるとみている。

(3) 個人消費は一時落ち込み、その後はコロナ禍に伴う制約や所得環境悪化で鈍い回復

今後の個人消費は、緊急事態宣言の影響により一時的に落ち込んだ後、その後は持ち直していくものの鈍い回復にとどまろう。10～12月期の民間最終消費支出は前期比 2.2%増とコロナ禍の制約が和らぐなか、Go To キャンペーンなどの政策効果もあって増加が続いた。もっとも、前年を 2.4%下回るなど依然として水準は低く、個人消費の基調が強いわけではない。

雇用・所得環境の悪化が当面個人消費を抑制する要因となるだろう。雇用調整助成金などの政策効果により雇用減少が抑制されていることから、失業率は 12 月が 2.9%と悪化幅は限定的となっている。しかし、コロナ禍が長引くなか、今後は飲食業や宿泊業などを中心に雇用調整が続くとみられることや、新規採用を抑制する動きがみられるだろう。雇用の維持を図るべく経済対策が打たれてはいるものの、失業率は 3%台前半へと小幅悪化すると予想する。また、2021 年春闘においては、ベースアップなどの賃上げよりも雇用の維持が優先されることが見込まれるため、賃上げ率は前年よりも低下する公算が大きいほか、賞与も減少が避けられないだろう。

2021 年入り後は緊急事態宣言の再発出に伴う営業時間短縮や外出自粛の影響により、外食などの対面型サービスが再び落ち込むことは避けられない。また、自動車や家電といった耐久財は、特別定額給付金などの政策効果や在宅時間の増加などを背景にテレビやパソコン、白物家電などの販売が堅調に推移してきたが、今後は冬季賞与の減少など所得環境の悪化が重石となるなか、ペントアップ需要の一巡もあり、増勢はやや鈍化するとみられる。そのため 1～3 月期の個人消費は再び減少に転じると見込んでいる。

4～6 月期以降は、コロナ禍の影響が和らぐなかで、Go To キャンペーンの再開など政策効果が支えとなり、持ち直していくとみられる。もっとも、「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は底堅く推移するとみられる一方、コロナ禍に伴う制約が残るなか、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。そのため個人消費の伸びは緩慢なものにとどまろう。2022 年度にかけては、ワクチンが国内全体に行きわたることなどでコロナ禍に伴う制約が概ね解消されると想定し、雇用・所得環境の改善とともに個人消費は回復の足取りを強めていくと予想する。

4. 景気回復ペースの想定以上の加速による金融資本市場の混乱に留意

日経平均株価が 30 年ぶりに 3 万円台をつけるなど世界的に株価が上昇している。コロナ禍に対応した大規模な財政政策や緩和的な金融政策を背景とした資金流入の影響が大きい。実体経済をみても、当初の想定よりも生産活動は製造業を中心に回復し、企業収益の落ち込みは限られ改善に向かっている。加えて、各国でワクチン接種が始まりコロナ禍収束に向けた兆しがみられ、景気回復の道筋がより確かなものになりつつあることも株高の背景にある。今後の経済はワクチン接種の進捗に左右される面があるが、景気回復ペースが想定以上に加速し、インフレ懸念が高まれば、財政政策や金融政策が引き締め方向に急転換し、金融資本市場の混乱を通じて、景気が下振れするリスクに留意が必要である。

(財務企画部 大野 俊明)