

# 2020・2021年度の経済見通し

## ～明暗の分かれるコロナショックからの持ち直し～

### <要旨>

2020年7～9月期における日本の実質GDPは、前期比年率+21.4%と過去最大のプラス成長となった。但し、前期の落ち込みからの反動が中心であり、経済活動の水準は依然として感染拡大前(2019年末)から約5%下回っている。

分野別では明暗が分かれた。内外の経済活動再開で、モノの動きは速い持ち直しを見せた。それとは対照的に、感染症への警戒が続く中で、ヒトの動きは戻りが遅く、対面型サービスの持ち直しは遅れた。また感染症終息の見通しが立たない中で、企業設備や住宅などの実物投資は弱い動きが続いた。

今後の景気回復ペースは鈍化が避けられない。足元の感染再拡大がサービス消費の回復を一時停滞させる他、不確実性の高い状況下で設備投資や雇用・賃金の回復遅延も重石となる。その結果、経済成長率は2020年度▲5.4%となった後も2021年度+3.4%の回復に留まり、経済活動水準が感染拡大前に戻るのには、2022年度後半以降となろう。

### 1. 想定通りの反発を示した日本のGDP

今般公表された7～9月期の実質GDPは、統計開始以来最大の低下を記録した前期(4～6月期)からの反発で、前期比+5.0%(前期比年率+21.4%)と大幅なプラス成長となった(図表1)。

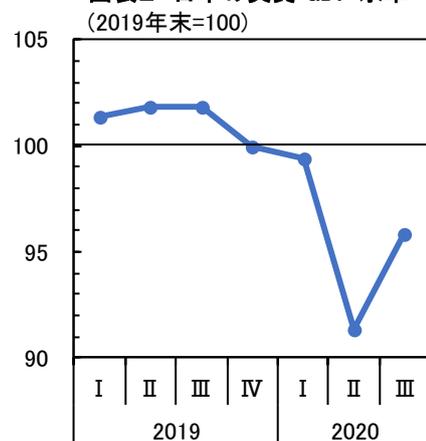
しかし、需要項目別では明暗が分かれた。国内外の経済活動が徐々に再開されたことで、個人消費(前期比+4.7%)や輸出(同+7.0%)は反発した。また政府消費(同+2.2%)は、前期の自粛期間中に家計が医療機関受診を控えて公費負担分の医療支出が減少した反動と、7月から開始されたGoToトラベル事業の政府負担分が加算されたことなどで、大きく増加した。一方、不確実性の高い状況が続く中、設備投資(同▲3.4%)や住宅投資(同▲7.9%)は減少を続けた。企業業績や雇用・賃金に対する先行き見通しの弱さを反映しているとみられる。結果として、実質GDPは感染拡大前(2019年末)の水準から、なお▲4.9%低い水準に留まる(図表2)。

図表1 日本の実質GDP成長率

	2020 (伸び率、前期比%)				2020 (寄与度%ポイント)
	10-12	1-3	4-6	7-9	
実質GDP	▲ 1.8	▲ 0.6	▲ 8.2	5.0	5.0
個人消費	▲ 2.9	▲ 0.7	▲ 8.1	4.7	2.6
住宅投資	▲ 2.3	▲ 4.0	▲ 0.5	▲ 7.9	▲ 0.3
設備投資	▲ 4.8	1.7	▲ 4.5	▲ 3.4	▲ 0.6
政府消費	0.3	0.0	▲ 0.4	2.2	0.5
公共投資	0.7	▲ 0.3	1.2	0.4	0.0
輸出	0.4	▲ 5.3	▲ 17.4	7.0	1.1
(▲輸入)	▲ 2.4	▲ 4.1	2.2	▲ 9.8	1.8
内需	▲ 2.3	▲ 0.3	▲ 4.9	2.0	2.1
外需	-	-	-	-	2.9

(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

図表2 日本の実質GDP水準

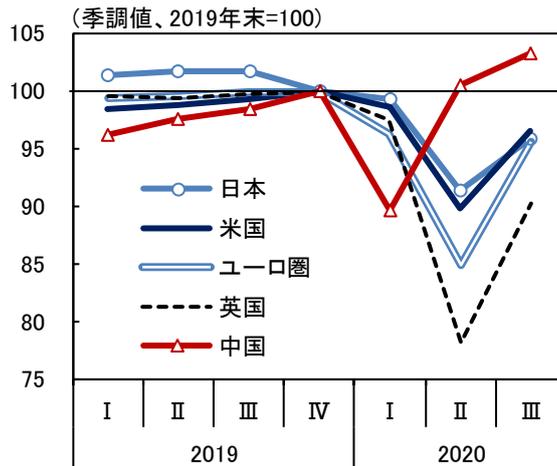


(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

## 2. 感染再拡大が景気回復ペースにブレーキ

海外主要国も、7～9月期は景気持ち直しの動きをみせた(図表3)。中国は新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の抑え込みに成功し、インフラ・不動産投資の他、個人消費や医療関連製品などの輸出の増加で景気回復を続けた。欧米もロックダウン(都市封鎖)等の厳しい行動制限を採った前期からの反発で、個人消費を中心に持ち直しに転じた。但し、実質GDP水準については、中国を除いて感染拡大前(2019年10～12月期)の水準を下回り、なお回復の途上にある。

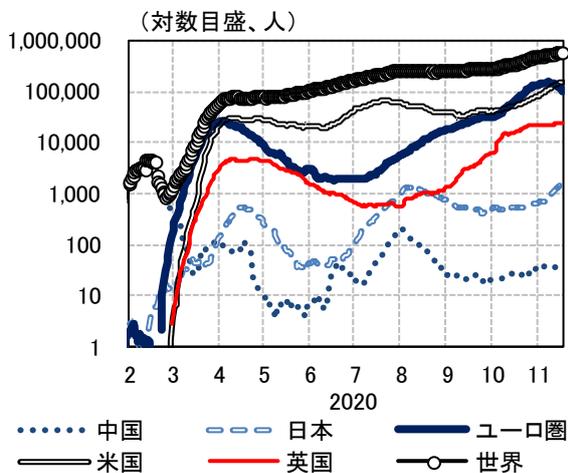
図表3 主要国の実質GDP



(資料)CEIC

10～12月期以降は、終息には程遠い状況にある新型コロナの感染再拡大が重石となる。世界の1日当たりの新規感染者数は、50万人を超え最多水準を更新し続けている。国別にみると、中国は抑え込みを続けている一方で、欧米は直近ピーク水準を上回り増加が続いている(図表4)。フランスをはじめ欧州では、ロックダウン(都市封鎖)などの厳しい行動制限を再度採る国・地域も出始めている。日本も、感染拡大の第2波が8月上旬にピークアウトしたのも束の間、11月に入り第3波が顕在化している。その結果、人出の回復にも下押し圧力がかかり、景気の持ち直しペースが鈍化することは避けられない(図表5)。

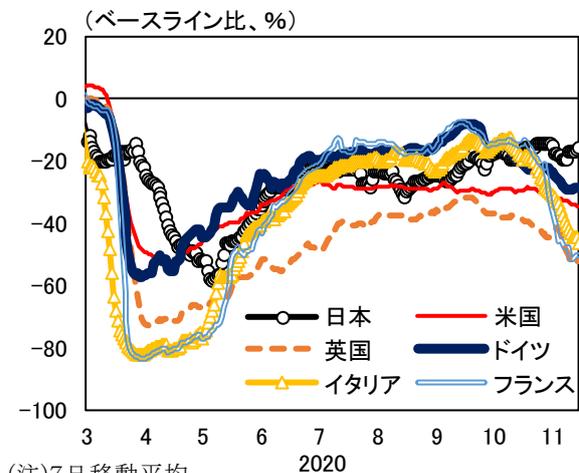
図表4 新型コロナの新規感染者数



(注)7日移動平均。

(資料)CEIC

図表5 人出(ターミナル駅)



(注)7日移動平均。

ベースライン(1/3-2/6の曜日別中央値)からの変化率。

(資料)Google『Community Mobility Report』

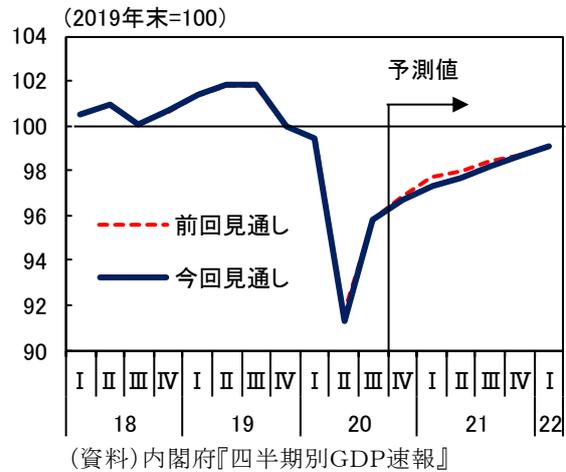
### 3. 今後の見通し

日本経済の実質 GDP 成長率は、2020年度▲5.4%(前回は▲0.2%ポイント)、2021年度+3.4%(前回は+0.2%ポイント)と予測する。[前回見通し](#)(2020年9月号)と比較すると、①予測の発射台となる2020年7～9月期は概ね予測通りの結果であったものの、先行きについて②設備投資の底打ちが遅れていること、③日本における感染拡大の第3波が個人消費の持ち直しを遅らせることなどから、2020年度の予測値を小幅に下方修正した。実質 GDP の予測パスは、10～12月期以降、持ち直しペースは鈍化し、感染拡大前(2019年末)の実質 GDP 水準への回復は予測期間を超える2022年度後半以降となろう(図表6)。

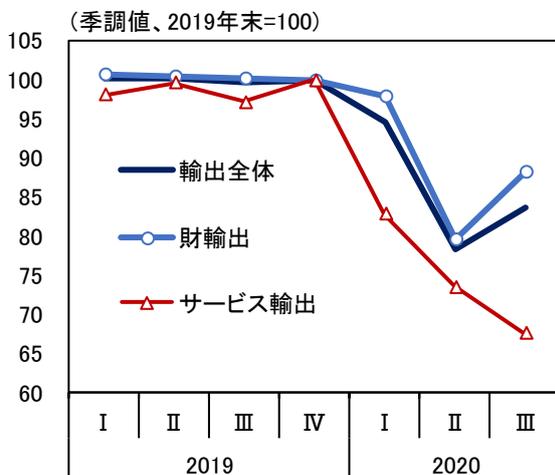
尚、日本において再度の緊急事態宣言の発令や他国にみるロックダウン(都市封鎖)の実施は織り込んでいない。また新型コロナのワクチンは、2021年度中に主要国での接種が始まるものの、世界的な普及は2022年度以降となり、予測期間中は引き続き新型コロナへの警戒が景気回復の重石となり続けることを想定する。

需要項目別にみると、輸出は2020年度▲13.8%(前回は+3.3%ポイント)、2021年度+9.0%(+0.4%ポイント)と予測する。7～9月期の輸出は、サービス輸出の減少が続く一方で、財輸出の回復が全体をけん引した(図表7)。10～12月期以降も、景気回復の続く中国・米国向けの財輸出を中心に持ち直しが続くとみる(図表8)。但し、感染再拡大が重石となる欧州向けは伸び悩む可能性が高い。また財輸出とは対照的に、サービス輸出の弱さは続く見込みである。政府は、2020年11月以降、新型コロナの流行が落ち着く国・地域からビジネス客を段階的に受け入れていく方針である。しかし、依然として観光客受け入れの見通しは立たない上、日本自身の感染拡大を抑え込まない限り、海外各国による日本への渡航制限は残り、訪日客は戻ってこないであろう。

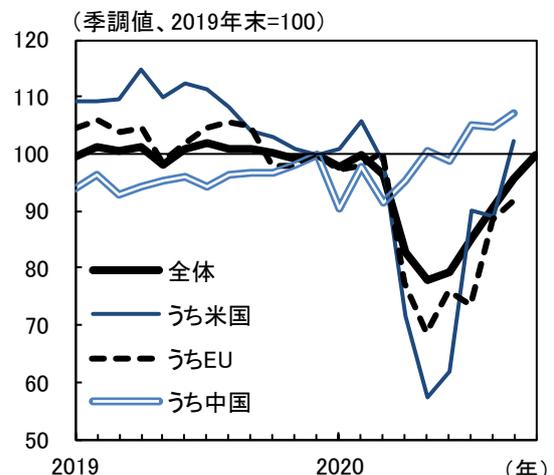
図表6 実質GDPの予測パス



図表7 実質輸出(SNA)

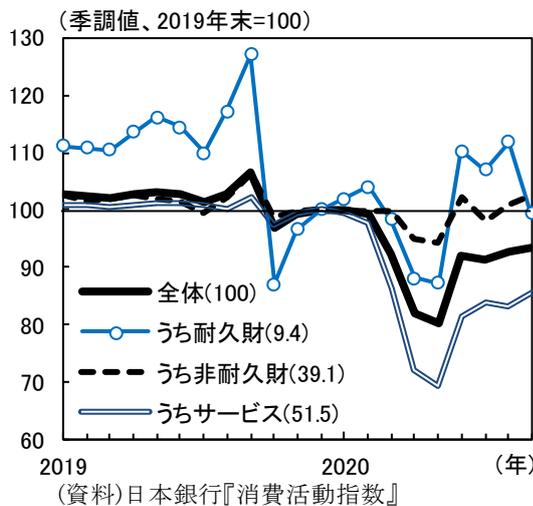


図表8 国別の実質財輸出

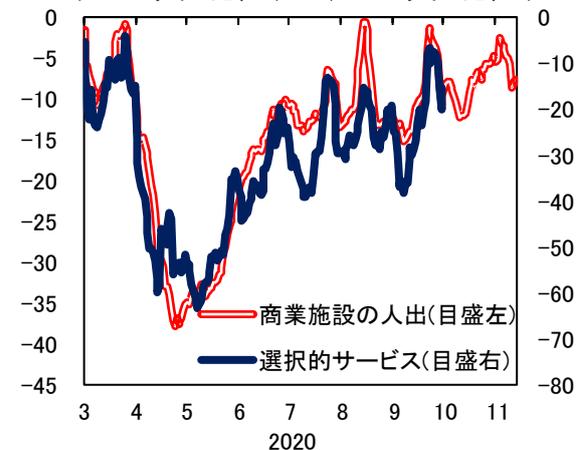


個人消費は2020年度▲5.7%（前回比▲1.0%ポイント）、2021年度+3.8%（前回比▲0.3%ポイント）と予測する。7～9月期は実質消費の緩やかな持ち直しが続いた（図表9）。内訳をみると、耐久財や非耐久財は、経済活動の再開に伴う先送り需要の顕在化や定額給付金（1人当たり10万円）の効果などで、概ね前年水準を回復した。一方で、サービス消費は、持ち直しの動きを続けるものの、感染症への警戒が残る中で、依然として感染拡大前の水準を14%ほど下回る。10～12月以降は、消費全体の5割超を占めるサービス消費の回復ペースがカギとなる。サービス消費の中でも、生活必需以外の選択的サービスは人出の動きに左右されやすい（図表10）。10月からGoToトラベルの対象地域に東京が追加されたことはサービス消費の押し上げに寄与しよう。しかし、11月以降の感染再拡大で一時人出の回復は停滞する可能性が高く、また後述の賃金低下も下押し圧力となる。個人消費は、一進一退の回復となろう。

図表9 実質消費

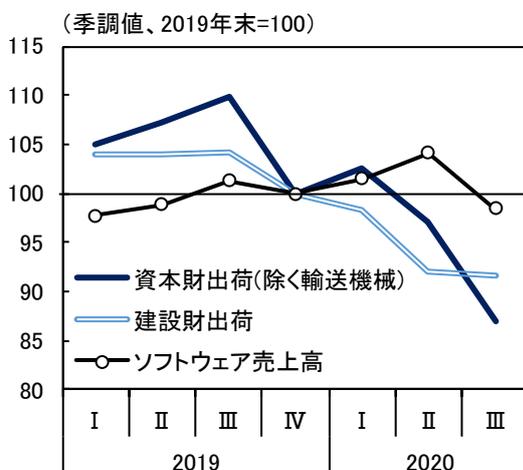


図表10 選択的サービス消費と商業施設の人出

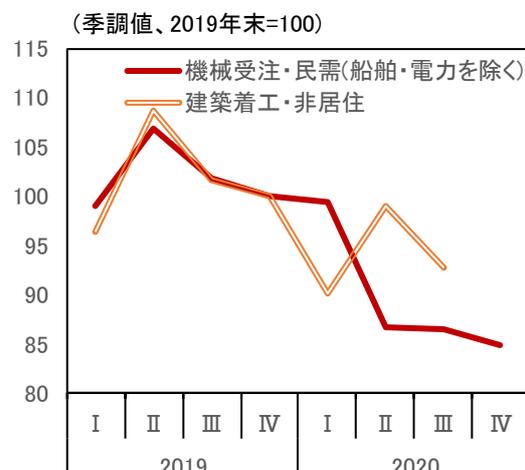


設備投資については2020年度▲7.9%（前回比▲5.3%ポイント）、2021年度+1.9%（前回比+0.9%ポイント）と予測する。7～9月期の設備投資は、2四半期連続の減少となった。新型コロナウイルスの終息時期が見通せず、需要見通しの立てられない不確実性の高い状況の中で、企業は設備

図表11 設備投資の一致指標



図表12 設備投資の先行指標



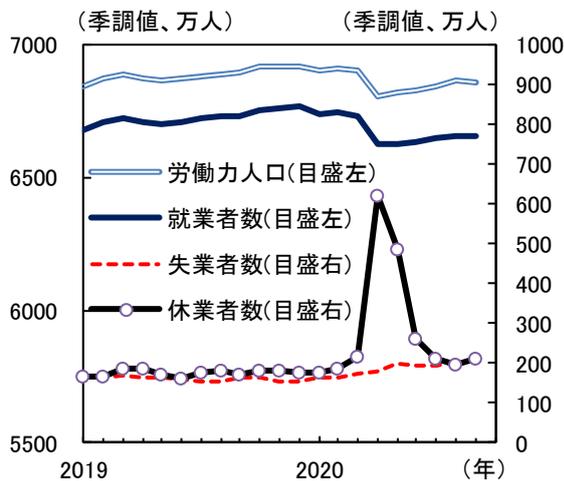
『特定サービス産業動態統計調査』

国土交通省『建築着工統計』

投資を本格的に再開できずにいるとみる(2020年11月号『持ち直しの遅れる設備投資』参照)。一致指標の資本財出荷(除く輸送機械)や建設財出荷は減少傾向が続いており、前期(4～6月期)に増加したソフトウェア投資も7～9月期は頭打ちとなっている(前頁、図表11)。加えて、先行指標の機械受注や建築着工も漸く底打ちの兆しがみえ始めた状況にすぎない(前頁、図表12)。今後、2020年度内の設備投資は弱い動きを続け、持ち直しが明確になるのは2021年度に入ってからとなろう。設備投資の回復は、輸出や消費に比べて大幅に遅れることになる。

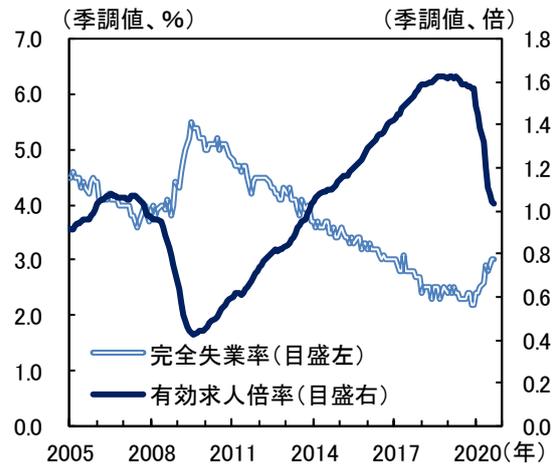
また設備投資と並んで、労働市場では、景気全体の底打ちに遅れて労働需給・賃金の悪化が顕在化している。2020年春先において一時的に労働市場から退出した者が、経済活動の再開とともに労働市場へ復帰し始めたことで、労働力人口は回復が続いており、就業者数も緩やかながら増加している(図表13)。しかし、先行きの見通しが立たない中で企業の採用意欲は弱く、有効求人倍率は低下傾向を続けており、就職希望者を吸収しきれずに失業率は上昇している(図表14)。依然として経済活動の水準が感染拡大前に届かない中、9月時点で3.0%にある失業率は、2021年度半ばまでに3.5%前後まで上昇すると予測する。

図表13 労働力人口の内訳



(注)2020年9月まで。休業者数は、就業者数の内数であり、独自季調値。  
(資料)総務省『労働力調査』

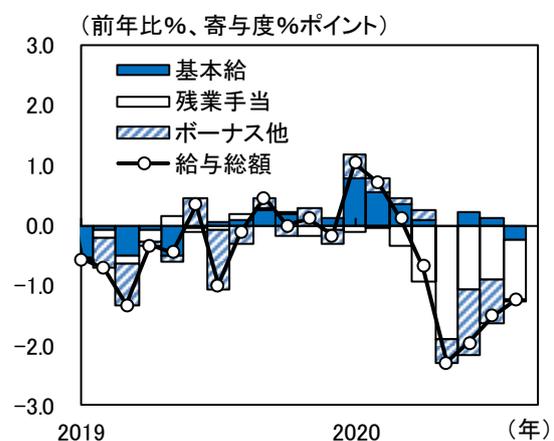
図表14 労働需給



(注)2020年9月まで。  
(資料)総務省『労働力調査』  
厚生労働省『職業安定業務統計』

労働需給の悪化を背景に、名目賃金も弱い動きが続く(図表15)。7～9月期は、前期に続き残業手当および夏のボーナスの減少が賃金を押し下げた。10～12月期以降も、在宅勤務が定着する中で残業手当の減少傾向は続き、2020年度上期の企業収益の減少を反映して冬のボーナスも大幅に悪化しよう。また企業収益が減少する中で、基本給にも下押し圧力がかかる。その結果、2020年度の1人当たり名目賃金は前年比▲1.0%と予測する。

図表15 1人当たりの名目賃金



(注)2020年9月まで。  
(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

#### 4. まとめとリスク要因

以上で見てきたように、日本の景気は底打ちし、7～9月期には想定通りの反発を示したが、なお感染拡大前と比べると低い経済活動の水準に留まる。今後、景気回復は続くともみられるものの、不確実性の高い中で設備投資の回復は遅れ、有効なワクチンが普及するまで新型コロナへの警戒も続きサービス消費の持ち直しは緩やかなものとなろう。その結果、景気の持ち直しペースも遅いものとなる。

このような日本経済見通しに対するリスク要因としては、図表16が挙げられる。新型コロナのワクチン開発に関しては、11月に入り臨床試験において高い有効性が確認されたとの明るいニュースも出てきた。ワクチンには技術的な運搬・保存、政治的な分配の問題などがあるものの、2021年度に入り一般への接種開始時期が早まれば、上に示した見通しから内外景気は上振れるだろう。

一方で、下振れリスクについては、日欧米で新型コロナの感染再拡大が顕在化しているのは先述の通りである。加えて、①米大統領選挙後の政権移行の遅延・混乱や②円高が新たなリスクとなっている。米大統領選挙は、ほぼバイデン氏の勝利で確定したとみられるものの、依然としてトランプ氏が敗北を認めておらず、スムーズな政権移行に支障をきたし兼ねない。追加経済対策を含め政策決定の不透明感が高まれば、米国経済の回復に重石となろう。

またドル円レートは、不安定な動きを続けながら、大規模な金融緩和に伴うドルの相対的な供給過剰の下で、徐々に円高ドル安が進んでいる。米国景気回復とともに、日米金利差が再び拡大し円安方向へ向かうというのが基本的な見方であるものの、円高リスクはなお高い。短期的には、方向感の掴みにくい相場の下で、米国政治やワクチン開発の動向次第で円高に振れる可能性がある。中期的には伝統的に米民主党政権(バイデン氏)が志向する保護貿易主義の観測が高まることで円高に振れる可能性もある。米国経済の回復遅延および円高は、外需を通じて日本経済の下押し要因となろう。

図表16 リスクの整理

上振れリスク	・ワクチン、治療薬の開発と普及
下振れリスク	・感染再拡大(人出、訪日客の回復遅延)
	・米大統領選挙後の政権移行の遅れや混乱(追加)
	・円高(追加)
	・米中摩擦の再燃(貿易、安全保障、香港などの人権問題)
	・コロナ禍の長期化に伴う金融システムへの波及
	・潜在成長率の低下(資本・労働力の棄損)

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹 : Iwahashi\_Junki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

## 総括表 2020・2021年度の経済見通し

(作成日：2020年11月24日)

	2020年度		2021年度		2020上	2020下	2021上	2021下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2011年基準>								
国内総支出	504.9	-5.4	521.9	3.4	-9.5 -6.1	-3.9 3.7	5.1 0.9	2.8 1.0
民間最終消費	280.5	-5.7	291.3	3.8	-8.9 -6.3	-2.4 4.0	5.5 1.2	2.3 0.9
民間住宅投資	13.7	-10.3	13.2	-3.7	-10.0 -6.4	-10.6 -4.5	-5.4 -1.0	-2.0 -1.0
民間設備投資	78.8	-7.9	80.3	1.9	-9.0 -5.3	-6.8 -1.4	0.3 1.6	3.4 2.0
民間在庫変動(実額)	1.3	寄与度 0.1	0.5	寄与度 -0.1	1.7	1.0	0.5	0.6
政府最終消費	111.5	1.6	113.0	1.3	1.6 0.8	1.5 0.8	1.5 0.6	1.1 0.6
公的固定資本形成	27.5	2.1	27.7	0.8	2.4 1.3	1.8 0.8	1.3 0.3	0.3 0.3
財貨・サービス輸出	78.1	-13.8	85.1	9.0	-18.9 -16.8	-8.8 9.8	12.8 2.7	5.6 2.8
財貨・サービス輸入	86.4	-7.6	89.2	3.2	-8.7 -4.9	-6.4 -1.5	1.2 2.7	5.1 2.4
内需寄与度	-4.3	内需 -4.7	2.5	内需 2.1				
外需寄与度	-1.1	公需 0.4	0.9	公需 0.3				
<名目>								
国内総支出	526.7	-4.7	543.8	3.2	-6.9 -5.6	-2.5 3.3	4.5 1.0	2.0 1.1
GDPデフレーター	104.3	0.7	104.2	-0.1	1.3	0.3	-0.4	0.1
企業物価 * (15年=100)	100.2	-1.4	100.6	0.4	-1.5	-1.3	0.0	0.8
輸出物価 * (15年=100)	89.6	-3.1	89.7	0.1	-3.9	-2.3	-0.4	0.6
輸入物価 * (15年=100)	82.5	-11.9	83.8	1.6	-13.6	-10.2	2.2	1.0
消費者物価 * (15年=100)	101.3	-0.5	101.3	0.0	-0.1	-0.9	-0.2	0.2
鉱工業生産 * (15年=100)	89.3	-10.7	95.7	7.2	-16.3	-4.9	11.2	3.6
失業率 (%)	3.1	0.7	3.4	0.3	2.9	3.3	3.5	3.3
雇用者数 *(万人)	5,939	-1.3	5,924	-0.2	-1.2	-1.5	-0.5	0.0
1人当たり名目賃金 *(%)	-	-1.0	-	-0.1	-1.5	-0.5	0.1	-0.3
新設住宅着工戸数 (万戸)	80.3	-9.2	78.7	-2.0	81.0	80.8	79.8	78.9
貿易収支 (10億円)	3,275	-	7,209	-	351	2,924	4,698	2,511
輸出 *(10億円)	65,047	-13.2	72,334	11.2	-18.5	-7.9	18.0	5.2
輸入 *(10億円)	61,772	-16.8	65,124	5.4	-19.7	-13.9	3.8	7.0
第一次所得収支 (10億円)	20,889	-	22,008	-	10,862	10,027	5,831	5,173
経常収支 (10億円)	19,054	-	27,310	-	7,623	11,431	15,283	12,027
ドル/円レート (円、期中平均)	106.0	-	105.3	-	106.9	105.1	105.2	105.4
WTI原油価格 (ドル/バレル、期中平均)	38.1	-	43.5	-	34.4	41.7	43.3	43.7
米国実質GDP(10億ドル)	18,435	-3.4	19,142	3.8	-10.6	6.2	3.5	2.2
中国実質GDP	-	2.2	-	7.3	-1.6	5.5	11.9	3.5

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が前年同期比、下段は季調済前期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

\*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国実質GDPは暦年ベース、半期別成長率は前期比年率換算。中国実質GDPは暦年ベース、半期別成長率は前年同期比。

(期中平均値)

	2020/4-6	7-9	10-12	2021/1-3	4-6	7-9	10-12	2022/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.04	-0.04	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
10年国債利回り	0.01	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
ドル/円レート	107.6	106.2	105.2	105.1	105.2	105.2	105.3	105.4

⇒予測