

# 2020・2021年度の経済見通し

## ～景気の谷は深く、回復の道のりは長い～

### <要旨>

2020年4～6月期における日本の実質 GDP 成長率は、前期比年率▲27.8%と過去最大のマイナスとなった。国内外で採られた半ば強制的に経済活動を停止させる新型コロナウイルス感染症対策の影響が、内需・外需双方を直撃した。

足元、経済活動の再開に伴い、既に景気的最悪期は脱している。今後、7～9月期は感染拡大前(2019年末)からの実質 GDP の落ち込みを半分程度取り戻すものの、その後は感染再拡大で人出の回復が停滞していることから回復ペースの鈍化を見込む。その結果、2020年度の成長率は4～6月期の落ち込みを取り戻しきれず前年比▲5.2%と予測する。感染拡大前の実質 GDP 水準を取り戻すのは2022年度後半以降となろう。

感染再拡大が短いサイクルで繰り返され、米中摩擦激化等のリスクも顕在化する場合、人出や輸出の回復が更に遅れ、経済活動が足元の水準で長期停滞する可能性もある。

### 1. 記録的な景気悪化を示す日本経済

2020年4～6月期の実質 GDP 成長率は、新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)対策の影響を色濃く反映し、前期比年率▲27.8%と3四半期連続のマイナスとなった(図表1)。リーマンショック後における2009年1～3月期の同▲17.8%を上回り、旧基準の統計で遡れる1955年以降で最大の下げ幅となった。内訳をみると、緊急事態宣言(4月7日～5月25日)の下で外出自粛が全国的に広がったことを背景に個人消費が同▲28.9%となった他、設備投資が同▲5.8%、住宅投資が同▲0.8%と、内需項目は軒並み減少した。海外各国でも経済活動を制限する感染拡大防止措置が採られた影響で、インバウンド消費も含む財・サービス輸出は同▲56%となった。

GDPの公表に先立ち、内閣府は景気の山を2018年10月(暫定)に認定し、日本経済が2018年11月以降は景気後退局面にあるとした(次頁図表2)。米中摩擦や消費税10%への増税に、今般の新型コロナの世界的な大流行が重なったことが、景気の悪化幅を拡大させた。アベノミクスの

図表1 2020年4～6月期の実質 GDP

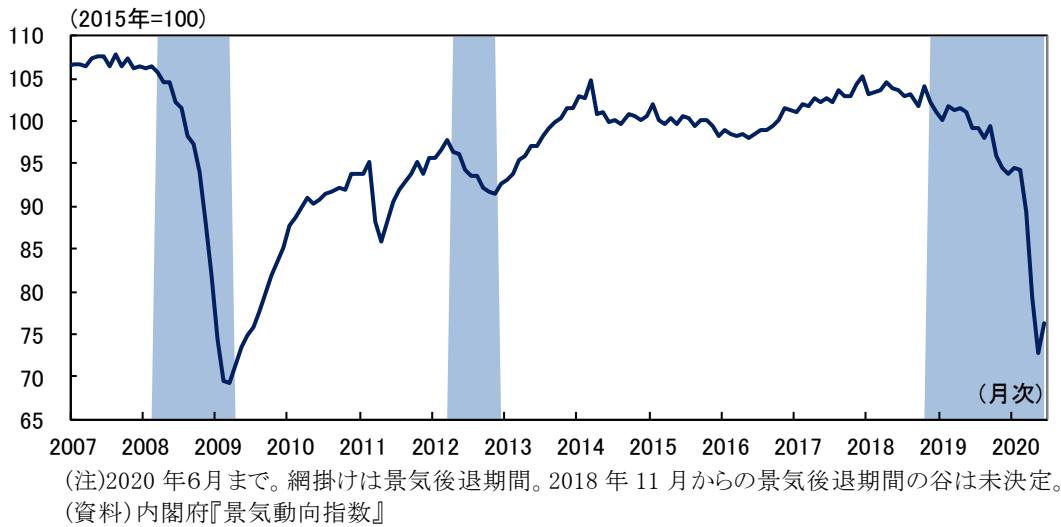
(前期比年率%、寄与度%ポイント)

	2019		2020		2020/Q2 寄与度
	III	IV	I	II	
実質 GDP	0.2	▲ 7.0	▲ 2.5	▲ 27.8	▲ 27.8
個人消費	1.8	▲ 11.0	▲ 3.1	▲ 28.9	▲ 16.0
住宅投資	4.9	▲ 8.7	▲ 15.8	▲ 0.8	0.0
設備投資	0.9	▲ 17.6	7.0	▲ 5.8	▲ 0.8
在庫変動	—	—	—	—	▲ 0.2
政府消費	3.4	1.3	0.1	▲ 1.0	▲ 0.2
公共投資	4.4	2.5	▲ 1.8	4.7	0.3
輸出	▲ 2.5	1.6	▲ 19.9	▲ 56.0	▲ 11.2
(▲輸入)	3.0	▲ 9.4	▲ 15.6	▲ 2.1	0.4
内需	1.2	▲ 8.9	▲ 1.5	▲ 17.8	▲ 19.1
外需	—	—	—	—	▲ 10.8

(資料)内閣府『四半期別 GDP 速報』

戦後最長景気は未遂に終わり、公表済みの景気動向指数(一致指数)を踏まえると、少なくとも2020年5月まで景気後退期間が過去平均(15ヵ月)を上回る19ヵ月続いていたと考えられる。

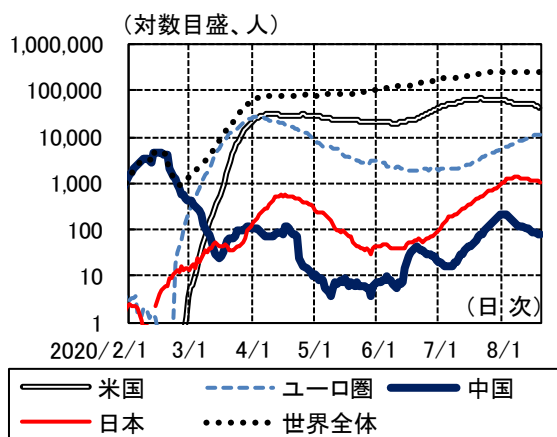
図表2 景気動向指数(一致指数)



## 2. 感染再拡大が主要国・地域の経済活動再開に重石

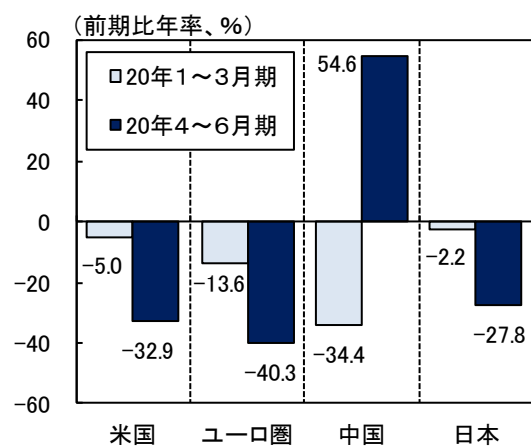
世界全体における新型コロナの感染拡大ペースは最高水準にあり、主要国・地域の経済動向は感染拡大状況に振り回されている(図表3、4)。中国は、欧米や日本に先立って感染が拡大した1～3月期は前期比年率▲34.4%の大幅なマイナス成長となったが、4～6月期はいち早く前期比年率+54.6%のプラス成長に転じた。但し、経済活動の制限措置は残り、消費よりもインフラや不動産等の投資、輸出が主導する回復となっている。米国やユーロ圏では、1～3月期のマイナス幅は中国に比べて小さかったものの、4～6月期は外出制限や店舗営業禁止の影響が直撃し、それぞれ同▲32.9%、同▲40.3%の大幅なマイナスとなった。4月下旬～5月にかけて、米国やユーロ圏でも経済活動の段階的な再開が始まり、足元の経済活動水準は4～6月期に比べて回復しているため、7～9月期は比較的高い成長率になるとみられる。しかし、感染再拡大が顕在化したことで、一部で経済活動の制限を再び厳格化させる動きが見られ、10～12月期以降は景気の回復ペースは鈍化する見込みである。

図表3 新型コロナの新規感染者数



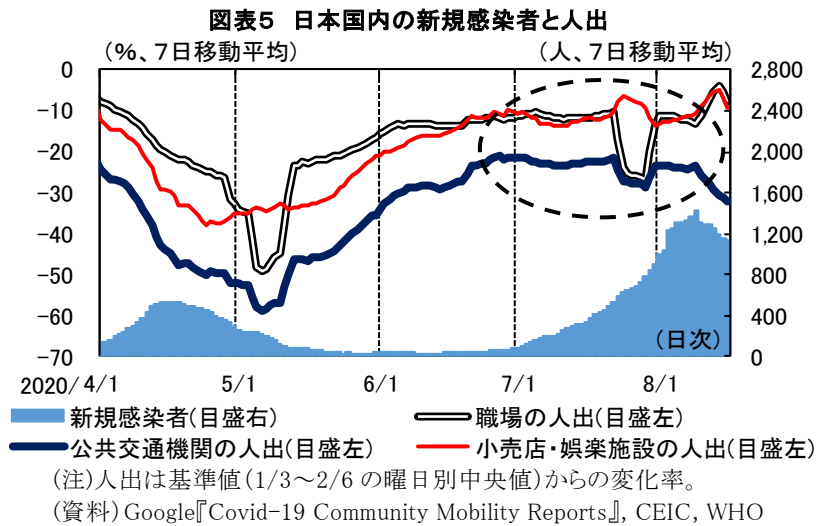
(注)7日移動平均値。  
(資料)CEIC、WHO、CDC

図表4 実質 GDP 成長率の国際比較



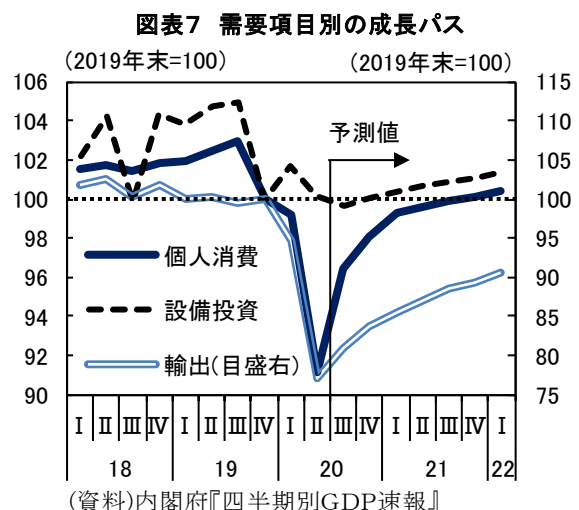
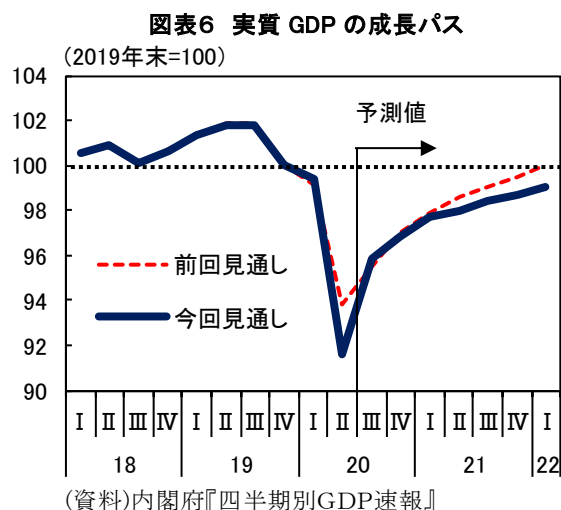
(資料)CEIC

日本国内では、緊急事態宣言の全面解除後、全国的な外出自粛要請の解除や店舗営業・イベント開催が再開され、7月22日から観光業支援策(GoToキャンペーン)も始まった。それに伴い、一旦収束したかに見えた新型コロナは、感染再拡大の様相を呈している(図表5)。東京や大阪、沖縄などを中心に新規感染者数が多くなっており、地域毎に様々な警戒警報が出され再度外出自粛が呼びかけられた。その結果、経済活動の代理指標と考えられる人出は、5月初旬の底から6月にかけて順調に回復していたものの、7月以降は横ばい傾向が続いている。感染拡大防止と経済活動再開の両立の難しさを示している。



### 3. 今後の見通し: 景気の最悪期は脱するも、回復ペースは鈍化する見込み

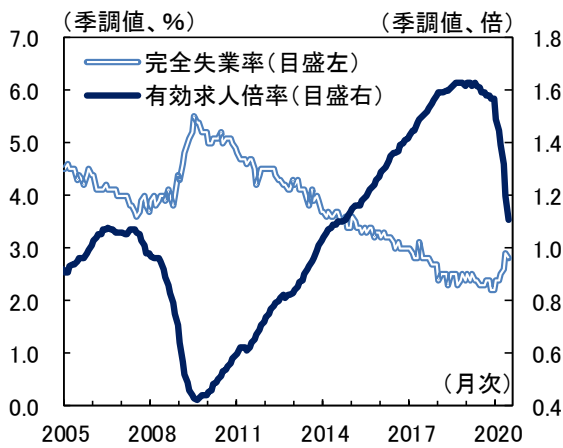
日本経済の実質 GDP 成長率は、2020年度▲5.2%(前回比▲0.6%ポイント)、2021年度+3.2%(前回比▲0.2%ポイント)と予測する。前回見通し(2020年6月号)と比較すると、①4～6月期の下落幅の大きさ、②7月以降の感染再拡大に伴う経済活動回復の停滞を織り込み、下方修正した。実質 GDP の予測パスは、7～9月期に感染拡大前(2019年末)からの落ち込みを半分程度取り戻した後、10～12月期以降は前回見通しよりも遅い回復を想定する(図表6)。感染拡大前の実質 GDP 水準への回復は2022年度後半以降となろう。尚、再度の緊急事態宣言の発令や他国にみる都市封鎖(ロックダウン)の実施は織り込んでいない。未経験の新型コロナ対策に伴う緊急事態は脱し、今後は、雇用・賃金や企業の投資意欲等が回復ペースを見通す上で重要となる。



労働市場では、消費回復に重要となる雇用・賃金面の悪化が顕在化し始めている。労働需給を示す有効求人倍率は、2020年に入り急落している(図表8)。企業が需要の回復を見通せない中で求人数を昨年末から3割弱減らしていることが背景にある。産業別では、製造業、生活関連サービス・娯楽、宿泊・飲食、卸売・小売、運輸・郵便等で求人数の減少が顕著である。就業者数は、6月時点で昨年末から128万人減少しており、失業した者(+42万人)の他に感染リスク回避等のために非労働力化した者もいるとみられる。経済活動のV字回復が難しい中、失業率は6月時点の2.8%(前年末比+0.6%ポイント)から年末にかけて3.5%前後まで上昇すると予測する。

名目賃金は、企業収益と労働需給の悪化を背景に、低下圧力がかかっている(図表9)。4～6月期においては、出社制限を背景に残業手当の減少が主に賃金を押し下げたが、今後は企業収益を反映して2020年冬以降のボーナスが大幅に悪化する見込みである。また2020年度の春闘では賃上げ率(定昇分込み)が前年水準を下回った他、最低賃金も据え置かれる公算が高く、基本給にも重石がかかる。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8 完全失業率と有効求人倍率

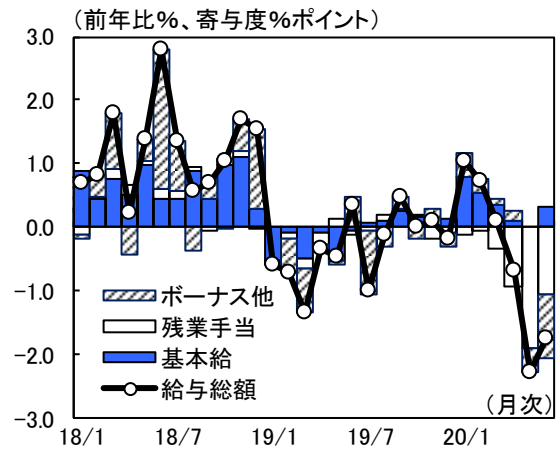


(注)2020年6月まで。

(資料)総務省『労働力調査』

厚生労働省『職業安定業務統計』

図表9 1人当たり名目賃金



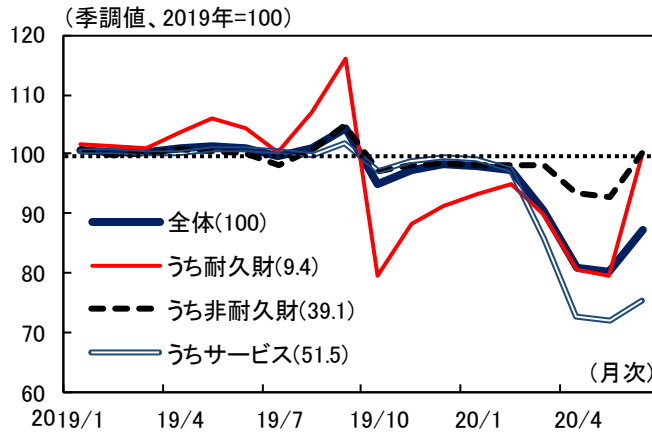
(注)2020年6月まで。

(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

需要項目別にみると、まず個人消費については2020年度▲4.7%、2021年度+4.1%と予測する。実質消費活動指数にて消費水準をみると、全体は4～5月において前年水準から▲20%程度低下した後、段階的な経済活動の再開に伴い底打ちし、6月には同比▲13%まで回復した(次頁図表10)。内訳では、4～5月において、非耐久財は在宅時間の増加に伴う日用品や感染予防のための衛生用品等の需要が下支えとなり底堅く推移した一方で、不要不急の外出を伴う耐久財やサービスの落ち込みが顕著であった。6月には、在宅勤務やオンライン授業など在宅時間を快適に過ごすための家財需要などが後押しとなり、耐久財は前年水準まで回復した。それに対し、不要不急の外出や外食、旅行、出張等の抑制が続いていることから、6月のサービスの持ち直しは限定的となっている。今後、7～9月期は、6月末までの消費水準の回復が強かったことから前期比では大幅な回復になるものの、その後は足元で感染再拡大に伴って人出の回復が停滞していることから、消費の回復ペースは鈍化すると見込む。国民1人当たり10万円の定額給付金は、8月7日時点で97.7%の給付率となっており一時的に家計収入を押し上げ、家電などの売上に効果が表れた。しかし、早くも感染再拡大が顕在化したことで消費者マインドの回復は遅く、雇用・賃

金面の悪化が顕在化し始めているため、定額給付金は大部分が貯蓄に回り、2020年度の消費押し上げ効果は+1.1%程度と見る。尚、政府の観光業支援策(GoTo キャンペーン)は、感染拡大が断続的に続く中で消費者の積極的な利用は見込み難く、対象地域から東京が除外された影響もあってサービス消費の押し上げ効果は限定的なものになる。

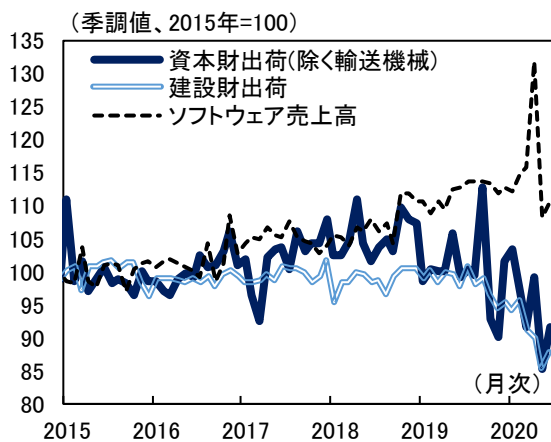
図表 10 実質消費活動指数



(注)2020年6月まで。括弧内の値はウェイト。  
(資料)日本銀行『消費活動指数』

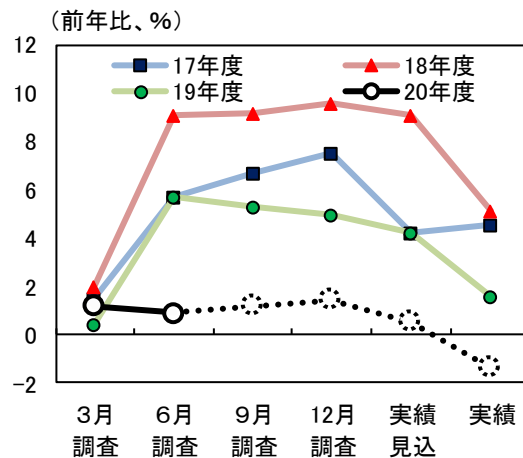
設備投資については 2020 年度▲2.6%、2021 年度+1.0%と予測する。新型コロナの終息時期が見通せず国内外の需要見通しの不確実性が高い状況下、企業も積極的な設備増強には踏み出せない。4～6月期において、テレワークの導入やデジタル化を背景にソフトウェア投資は底堅さを示したものの、資本財出荷(除く輸送機械)や建設財出荷は減少傾向が続いており機械投資と建設投資には未だ反転の兆しは見られない(図表 11)。今後の設備投資は、7～9月期は減少を続け、持ち直しは 10～12 月期以降と見る。日本銀行の短観による日本企業の 2020 年度の設備投資計画は、例年の6月調査時点と比べて極めて低い水準にあり、過去の平均的な修正パターンからすれば、2020 年度通年の設備投資は前年比マイナスが予想される(図表 12)。

図表 11 設備投資の一致指数



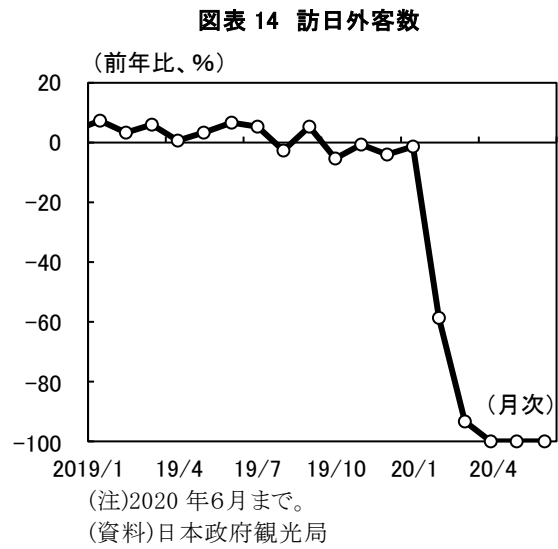
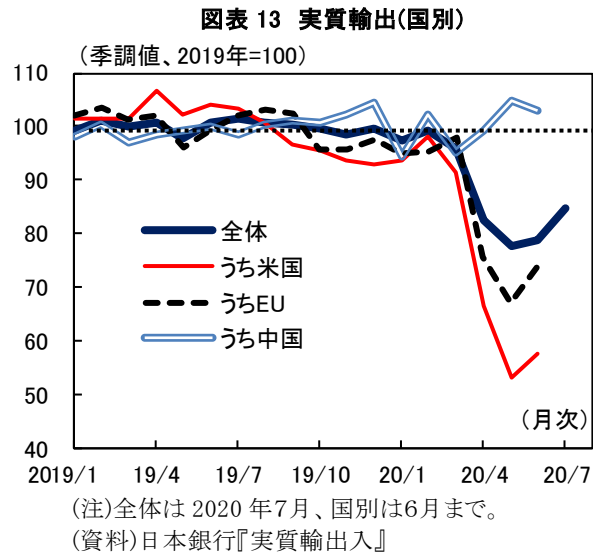
(注)2020年3月まで。資本財・建設財出荷は国内向け。  
ソフトウェア売上高は受注ソフトウェアとソフトウェア製品の合計値の独自季調値。  
(資料)経済産業省『鉱工業指数』  
『特定サービス産業動態統計調査』

図表 12 設備投資計画 修正パターン(全規模全産業)



(注)ソフトウェア・研究開発を含む設備投資(除く土地投資)。  
20年度9月調査以降は過去3年平均の修正率で延長。  
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

輸出については2020年度▲17.1%、2021年度+8.6%と予測する。財輸出は、各国の経済活動が制限される中で5月まで3ヵ月連続で減少したが、経済活動の再開に伴って6月には僅かながら上昇に転じた(図表13)。国別に見ると、3月までに新型コロナを抑え込んだ中国向けの輸出は前年水準を回復しているのに対し、米国とEU向けの輸出は輸送用機器や一般機械の弱さから前年水準を大幅に下回ったままである。今後、7～9月期以降は、各国の段階的な経済活動の再開が進むにつれて財輸出が持ち直しに向かうと見る。但し、日本を含め各国の厳しい出入国制限や国際航空便の減便は続いており、訪日外客数はほぼ蒸発した状況にある(図表14)。そのため、インバウンド消費を含むサービス輸出は、財輸出と比べて当面回復が見通せない。



#### 4. 山積する景気下振れリスク

今後の見通しに対して、圧倒的に下振れリスクが大きい状態が続いている(図表15)。先述の通り、早くも新型コロナの感染再拡大が顕在化し、人出の回復が停滞した。今後もワクチンや治療薬が普及するまでは、断続的に感染拡大と収束が繰り返され、経済活動の再開を阻害し続ける可能性がある。また米国大統領選が近づくにつれ、トランプ大統領の中国に対する強硬姿勢は強まっており、中国資本の個別IT企業への攻撃を強めるなど、米中摩擦は着実に激化しつつある。

図表15 リスク要因の整理

上振れリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ワクチン、治療薬の開発と普及</li> </ul>
下振れリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・感染再拡大</li> <li>・米中摩擦の激化</li> <li>・訪日外客数の回復遅延</li> <li>・金融システムへの波及</li> <li>・潜在成長率の低下(資本・労働力の棄損)</li> <li>・香港自治問題(追加)</li> </ul>

また前回見通しとの比較では、香港自治問題の深刻化がリスクとして追加された。6月30日に「香港国家安全維持法」が施行されたことにより、香港の民主的な自治を巡って中国に対する国際社会の厳しい批判が広がっている。米国が中国批判の材料にするのは当然として、香港の旧宗主国である英国やオーストラリア、カナダ、ニュージーランドなども香港との犯罪者引渡条約を停止するなどして批判を強めている。欧米諸国と中国の対立から国際貿易が滞れば、新型コロナにより悪化した景気の持ち直しを更に遅らせることになる。

これらのリスクが顕在化する場合、人出や輸出の回復は更に遅れ、経済活動が足元の水準で長期停滞する可能性もある。

(調査部 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8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	505.9	-5.2	522.3	3.2	-9.3	-2.8	5.8	2.3
民間最終消費	283.3	-4.7	294.8	4.1	-8.6	-0.8	6.5	1.8
民間住宅投資	14.1	-7.7	13.5	-4.0	-7.8	-7.6	-4.9	-3.0
民間設備投資	83.3	-2.6	84.1	1.0	-4.5	-0.8	1.1	0.9
民間在庫品増加(実額)	0.3	寄与度 -0.1	0.2	寄与度 -0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
政府最終消費	110.4	0.6	111.9	1.3	0.8	0.5	1.4	1.1
公的固定資本形成	28.3	5.0	28.9	2.0	3.6	6.1	3.5	0.8
財貨・サービス輸出	75.1	-17.1	81.6	8.6	-20.9	-13.3	11.0	6.4
財貨・サービス輸入	88.8	-5.1	92.5	4.2	-7.9	-2.2	4.5	3.9
内需寄与度	-3.1	民需 -3.5	2.6	民需 2.3				
外需寄与度	-2.1	公需 0.4	0.6	公需 0.4				
<名目>								
国内総支出	524.8	-5.0	540.0	2.9	-7.1	-3.0	3.8	2.0
GDPデフレーター	103.7	0.2	103.4	-0.3	1.0	-0.5	-1.1	0.4
企業物価 * (15年=100)	101.1	-0.6	101.5	0.5	-0.9	-0.2	0.0	0.9
輸出物価 * (15年=100)	90.8	-1.8	90.9	0.2	-2.9	-0.8	-0.4	0.7
輸入物価 * (15年=100)	83.9	-10.4	86.5	3.2	-12.6	-8.1	5.0	1.4
消費者物価 * (15年=100)	101.5	-0.3	101.7	0.2	-0.1	-0.6	0.0	0.4
鉱工業生産 * (15年=100)	87.9	-12.0	94.2	7.1	-15.8	-8.1	8.5	5.7
失業率 (%)	3.2	0.9	3.4	0.2	2.9	3.6	3.5	3.3
雇用者数 *(万人)	5,917	-1.7	5,899	-0.3	-1.4	-2.0	-0.6	0.1
1人当名目賃金 *(%)	-	-1.0	-	0.0	-1.3	-0.7	0.1	0.0
新設住宅着工戸数 (万戸)	79.1	-10.5	75.5	-4.5	80.5	78.4	76.9	75.3
貿易収支 (10億円)	-646	-	-1,169	-	-153	-492	-230	-939
輸出 *(10億円)	63,021	-15.9	69,741	10.7	-19.4	-12.4	13.7	7.9
輸入 *(10億円)	63,666	-14.3	70,911	11.4	-19.2	-9.2	13.9	9.1
第一次所得収支 (10億円)	20,624	-	21,656	-	10,647	9,977	5,744	5,084
経常収支 (10億円)	14,911	-	17,505	-	8,248	6,663	9,764	7,741
ドル/円レート (円、期中平均)	106.8	-	107.0	-	107.3	106.3	106.8	107.3
WTI原油価格 (ドル/バレル)	38.8	-	44.5	-	34.6	43.0	44.2	44.8
米国実質GDP(10億ドル)	18,319	-4.0	18,878	3.1	-9.1	0.4	4.7	2.3
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。

(期間平均値)

	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	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
10年国債利回り	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
ドル/円レート	107.6	107.0	106.1	106.4	106.6	106.9	107.1	107.4

⇒予測