

2020・2021年度の経済見通し

～コロナショックの影響は長期化必至～

<要旨>

2020年1～3月期の実質GDPは、前期比年率▲3.4%と2四半期連続のマイナス成長となった。昨年の消費増税後の景気の弱さに新型コロナウイルスの感染拡大が追い打ちとなって、日本経済の景気後退局面入りが明確となった。

先行き、新型コロナウイルスの影響が長引くことになる。4～6月期は、緊急事態宣言に伴う経済活動の縮小で、前四半期を超える大幅なマイナス成長が避けられない。7～9月期には、国内の感染拡大は一旦収束し、宣言下のような厳しい外出自粛要請は緩和され、経済活動は段階的に再開されていくと想定する。しかし、ワクチンや治療薬が依然として開発途上であるため、感染再拡大のリスクを睨みながらの歩みとならざるを得ず、感染拡大前の経済水準へ戻るまで1年以上の時間を要すると見る。その結果、2020年度の成長率は前年比▲4.6%のマイナス成長となる見通しである。

リスク要因には、感染再拡大の他、米中摩擦の再燃や金融システムへの波及などが考えられる。当面、景気の下振れリスクが高い状況が続き、V字回復は期待できない。

1. 足元の経済環境：消費増税後の景気の弱さに新型コロナウイルス感染症が追い打ち

2020年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲3.4%と2四半期連続のマイナス成長となった(図表1)。前回見通し(2020年3月号、2月21日公表)の想定を超える新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、内需・外需ともに幅広い部門で需要が減少した。不要不急な消費の抑制や後ろ倒しによって個人消費は同▲2.8%減少し、感染拡大の影響が見通せない中で設備投資は同▲2.1%減少した。公共投資も一部の工事が延期されるなどの影響を受け、同▲1.6%減少した。また中国や欧米で感染拡大防止のためのロックダウン(都市封鎖)により経済活動が制限された影響を受け、輸出は同▲21.8%減少した。その結果、昨年の消費増税後の景気の弱さに新型コロナウイルスの感染拡大が追い打ちとなって、日本経済の景気後退局面入りが明確となった。

図表1 実質GDP成長率

(前期比年率%) (寄与度%ポイント)

	2019				2020	2020
	I	II	III	IV	I	I
実質GDP	2.6	2.1	0.0	▲7.3	▲3.4	▲3.4
個人消費	0.3	2.2	1.8	▲11.1	▲2.8	▲1.5
住宅投資	6.0	▲1.0	5.0	▲9.6	▲16.9	▲0.5
設備投資	▲1.9	3.5	0.8	▲17.7	▲2.1	▲0.3
民間在庫変動	—	—	—	—	—	▲0.2
政府消費	▲0.7	6.3	3.0	0.8	0.2	0.0
公共投資	9.5	7.0	4.0	2.1	▲1.6	▲0.1
輸出	▲7.0	0.8	▲2.4	1.7	▲21.8	▲4.2
(▲輸入)	▲16.9	7.6	2.9	▲9.3	▲18.4	3.4
内需	0.5	3.4	1.0	▲9.2	▲2.6	▲2.6
外需	—	—	—	—	—	▲0.8

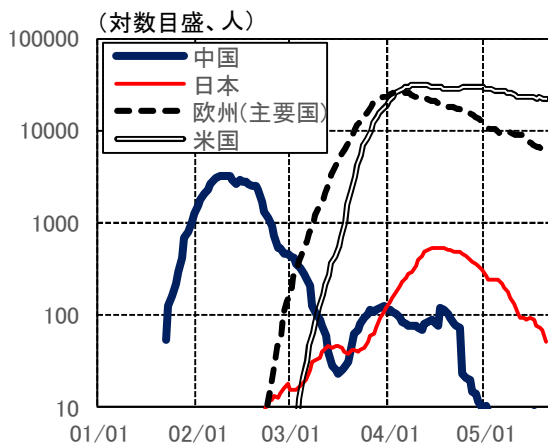
(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

2. 感染拡大状況：主要国の感染拡大はピークアウトも、経済活動の完全回復には時間が必要

新型コロナウイルス感染症は、2020年1月後半から中国で流行が始まり、2月後半には欧米へ飛び火して世界へ拡散した(図表2)。世界保健機関(WHO)によれば5月20日時点で、世界の感染者数は479万人、死亡者数は32万人となっている。海外各国は、感染拡大防止のためロックダウン(都市封鎖)に踏み切り、外出制限や店舗の営業禁止などの強い措置が執られ、世界的に経済活動が大幅に制限された。足元で、中国は感染拡大の抑え込みに成功し、経済活動を再開させた。米国や欧州では、感染拡大が続いているもののピークは過ぎたことから、段階的にロックダウン解除の動きが始まっている。

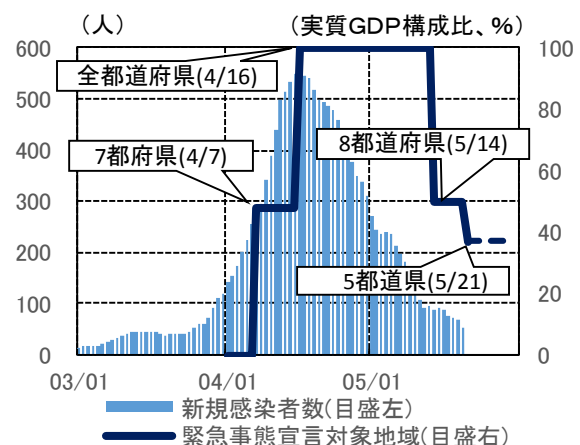
日本は、3月後半になり新規感染者数が急増し始め、4月7日に緊急事態宣言が発令されて不要不急の外出自粛および一部店舗の休業が要請された。対象地域は、当初、東京や大阪などの7都府県(実質GDP48%相当)であったが、4月16日に都道府県を跨ぐ移動を制限する目的もあり全国へ拡大された(図表3)。その後、感染拡大の収束した地域から順に対象から外されたものの、残る東京や神奈川などの5都道県(実質GDP37%相当)が依然として宣言下にある。

図表2 主要国の新規感染者数



(注)7日移動平均値。米国はCDC、その他はWHOの公表値。
 欧州はドイツ・イタリア・スペイン・フランス・イギリスの合計。
 (資料)CEIC、WHO、CDC

図表3 日本の新規感染者数と緊急事態宣言対象地域

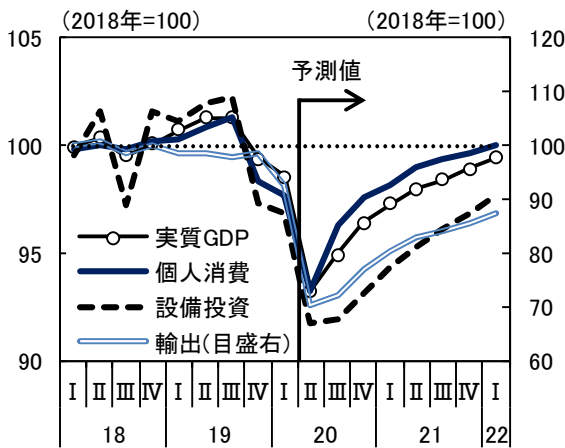


(注)実質GDPは2016年度ベース。
 新規感染者数は7日移動平均値。
 (資料)内閣府『県民経済計算』、CEIC、WHO

3. 今後の見通し：2020年度はリーマンショックを超えるマイナス成長へ

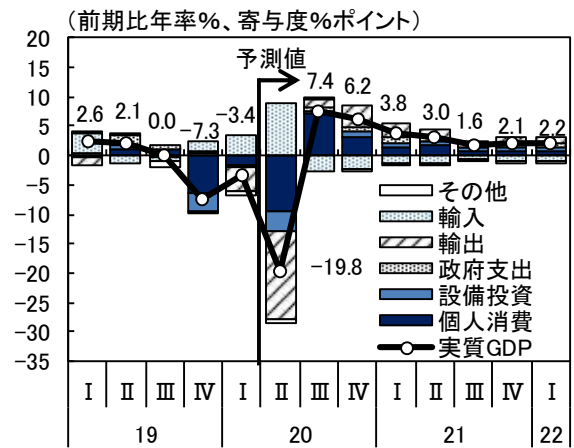
日本経済の実質GDP成長率は、2020年度▲4.6%(前回比▲4.7%ポイント)、2021年度+3.4%と予測する。2020年度は、単年度でリーマンショック時の2008年度▲3.7%、2009年度▲2.2%を超える大幅なマイナス成長となる見通しである。前回見通しとの比較では、主に①欧米や国内における感染拡大、②緊急事態宣言の発令とその延長を織り込み、2020年度は大幅な下方修正となった。感染拡大の一旦の収束時期は4～6月期で、7～9月期には経済活動が段階的に再開されていくと想定する。但し、ワクチンや治療薬が未だ開発途上にあるため、経済活動の再開は新規感染者数の推移を睨みながらの歩みとならざるを得ない。その結果、日本経済は7～9月期から回復するが、緊急事態宣言解除後すぐに感染拡大前の経済活動水準に戻るようなV字回復は望めず、元の水準へ戻るまで1年以上かかるレ字型の成長パスを見込む(次頁図表4、5)。

図表4 実質GDPの成長パス



(注)実質の季調値。輸出以外は目盛左。
(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

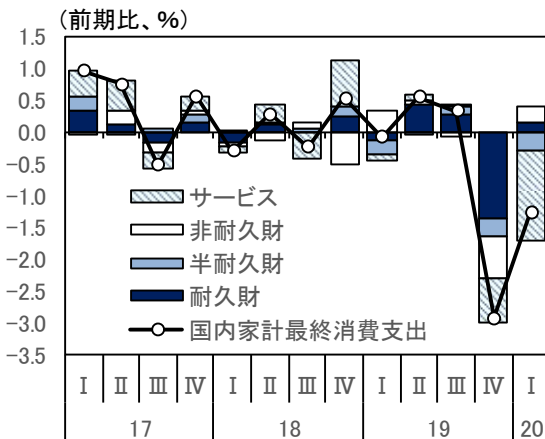
図表5 実質GDP成長率の需要項目別寄与度



(注)数字は実質GDPの前期比年率の値。
(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

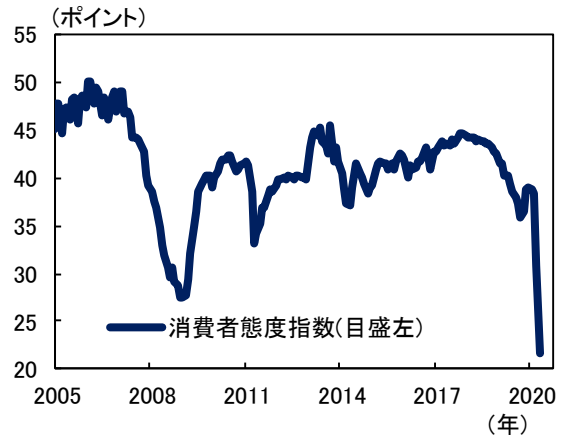
需要項目別にみると、個人消費については2020年度▲3.1%、2021年度+3.3%と予測する。個人消費は、1～2月の消費増税後の落ち込みからの回復局面が一転し、3月に入り国内感染拡大に伴う外出自粛の広がりによって、交通・外食・宿泊などのサービス消費を中心に不要不急の消費が急激に手控えられた(図表6)。自宅で長時間過ごすために日用品を買い込む巣籠もり消費など一部商品に特需が見られるものの、消費全体の約6割を占めるサービス消費の落ち込みを埋め合わせることはできない。今後、4～6月期は、緊急事態宣言の延長により少なくとも5月中は厳しい外出自粛要請が続くことから、個人消費の水準は前四半期から更に減少することが確実である。7～9月期以降は、経済活動が段階的に再開されていくにつれ、消費水準も徐々に回復していくと見る。しかし、不確実性の高い状況の中で、4月の消費者マインドはリーマンショック時を下回る水準まで低下している(図表7)。政府の家計支援としては、4月30日に成立した緊急経済対策(第一次補正予算)で、総額約13兆円(名目GDP比2.4%)に及ぶ家計への直接的な現金給付(特別定額給付金と子育て世帯臨時特別給付金)が用意され、第二次補正予算では困窮学生への現金給付なども検討されている。これらの給付金は、外出自粛および将来不安から家計の消費性向が低下している状況下では大部分が貯蓄に回り、消費の押し上げ効果は限定的となる。その結果、個人消費が感染拡大前の水準まで回復するには1年以上の時間が必要と見る。

図表6 形態別の消費動向



(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

図表7 消費者マインド

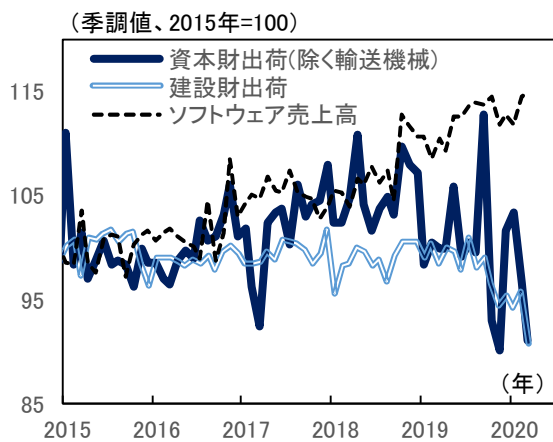


(資料)内閣府『消費動向調査』

このように、感染拡大が一旦収束しても消費水準の回復ペースが遅いため、タイムラグを伴って宿泊・飲食などのサービス業を中心に雇用者の解雇や倒産が増加し、失業率は2020年度末にかけて3%台半ばまで上昇して、名目賃金も低下すると見る。

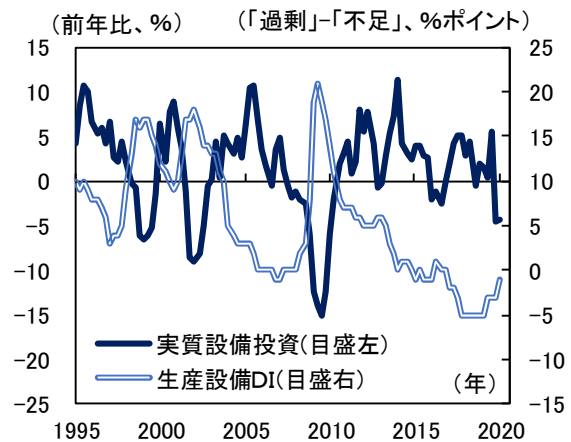
設備投資については2020年度▲6.6%、2021年度+4.0%と予測する。1～3月期は、機械投資の一致指数とされる資本財出荷(除く、輸送機械)が2～3月の2ヵ月連続で減少し、建設投資の一致指数とされる建設財出荷も3月に入って急減した(図表8)。世界的な感染拡大で需要の先行きに不透明感が広がったことに加えて、不急の建設工事が後ろ倒しされたことや、グローバルサプライチェーンの停滞による建設資材の不足などが影響したと見られる。一方で、ソフトウェア売上高は、底堅く推移している。緊急事態宣言の対象地域にある企業を中心に、リモートワーク導入に伴うソフトウェア投資が下支えしていると見られる。4～6月期は、ヒトとヒトとの接触を避けることが求められる状況においてデジタル化の動きは加速しソフトウェア投資は増勢が続くものの、手元資金を確保しておく必要性などから不急の投資は後ろ倒しされ、一部のゼネコンが建設工事を一時的に中止している影響もあり、設備投資全体としては前四半期に続く減少が見込まれる。7～9月期になれば、中止されていた工事が再開されることで、設備投資の減少は底打ちすると見る。しかし、感染症の終息時期や景気の先行きに対する不透明感が非常に高い状況下で、生産設備の不足感が徐々に緩和してきていることもあり、2020年度通年の設備投資は、前年度から減少することになる(図表9)。

図表8 設備投資の動向



(注) 2020年3月値まで。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プロダクトの合計値を独自に季節調整した値。
(資料)内閣府『四半期別GDP速報』
経済産業省『特定サービス産業動態統計調査』

図表9 実質設備投資と生産設備DI

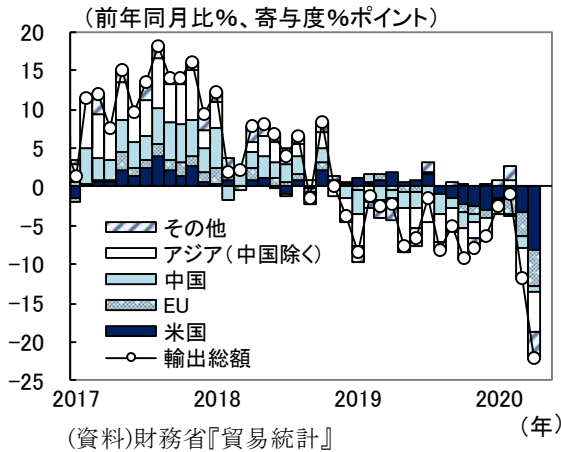


(注)生産設備DIの2020年4～6月期は予測値。
(資料)内閣府『四半期別GDP速報』
日本銀行『短観』

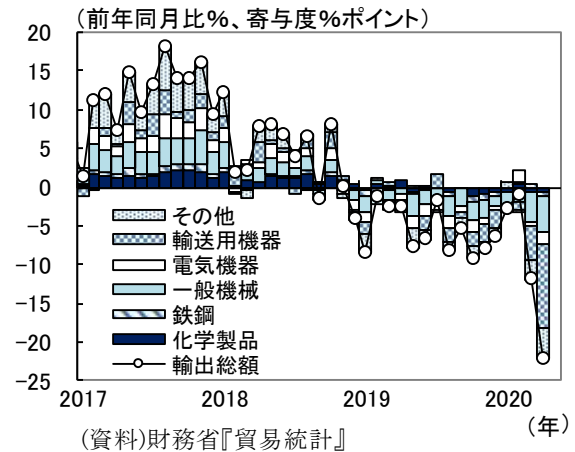
輸出については、2020年度▲22.5%、2021年度+13.2%と予測する。1月当初、米中摩擦の一時合意やITサイクルの底打ちなどから輸出環境の改善期待があったものの、1月後半から中国を皮切りに各国でロックダウンが始まったことで世界的に需要が減少し、1～3月期の財輸出は減少傾向が続いた。特に、3月の減少は大きく、地域別の名目輸出では米国・中国・EU向け、品目別では輸送用機械や一般機械の減少が目立つ(次頁図表 10、11)。また日本を含め各国が感染症の流入を防ぐために入国制限を実施する中で、3月の訪日外客数は前年比▲93%まで急減し、

インバウンド消費¹の減少等によってサービス輸出も大幅に減少した。直近に公表された4月の実績値では、名目輸出は前年比▲21.9%、訪日外客数は同▲99.9%と3月よりも更に大きな減少幅となっている。4～6月期は、欧米を中心にロックダウンの影響が最も大きく顕在化することから財輸出は前四半期に続いて大幅に減少し、訪日外客数はほぼゼロの状況が続くことからサービス輸出も減少する。7～9月期になれば、各国の経済活動の再開に応じて、財輸出は底打ちすると見るが、本格的な反転上昇は各国の需要の戻りが確認できる10～12月期以降と見る。サービス輸出の中核であるインバウンド消費の目立った回復は、さらに遅れる可能性が高い。

図表 10 地域別の名目輸出



図表 11 品目別の名目輸出



4. 更なる景気の下振れリスクが複数あり

2020年度は、現時点で既にリーマンショックを超えるマイナス成長を予測しているが、さらに景気を下振れさせるリスク要因が複数ある。

第一に、感染の再拡大が最大のリスク要因である。国内では、日次の新規感染者数は減少傾向を示しており、緊急事態宣言発令当初のような厳しい外出自粛要請は、5月末で一旦緩和される可能性が高い。しかし、経済活動の段階的な再開に踏み切ったとしても、感染の再拡大が起きれば再び経済活動の抑制を強いられる状況へ逆戻りとなる可能性がある。全国的な感染拡大の第2派到来までに、新規感染者の早期発見・隔離などの体制整備が間に合わなければ、再び厳しい外出自粛要請によって経済活動が縮小し兼ねない。

第二に、リーマンショックを超える深さの景気後退が長期化した場合、企業の生産能力が棄損し潜在成長率が低下するリスクがある。日本の労働市場は流動性が低いため、企業倒産や解雇によって雇用者数が減少すると、元の水準へ回復するまで時間を要する。また、企業が手元資金を確保するために必要な設備投資を控えれば、生産性の低下を招く。資産価格の下落や赤字拡大による財務状況の悪化でバランスシートが棄損すれば、必要な資金調達が困難になる。その結果、経済活動が再開されても、感染拡大前の成長トレンドへ回帰できなくなる可能性がある。

第三に、米中摩擦の再燃である。2020年11月の米大統領選では、トランプ大統領の新型コロナウイルスを巡る対策の是非が争点となろう。足元で、トランプ大統領は自身への批判を逸らすた

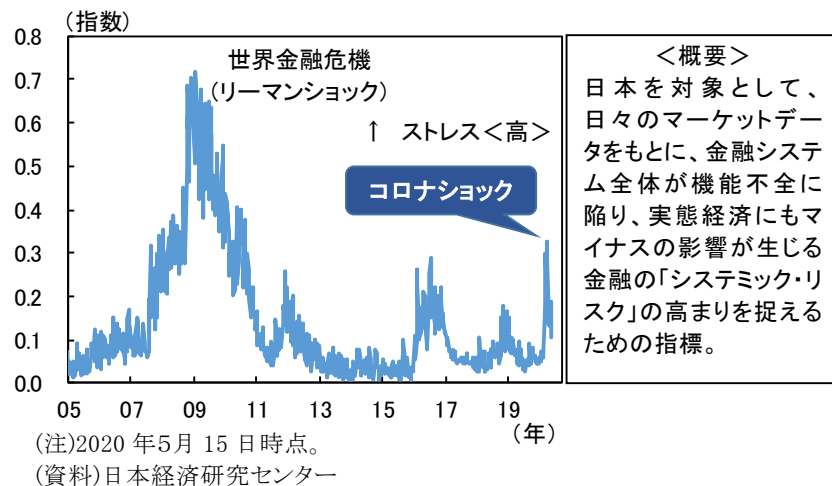
¹ インバウンド消費(訪日外国人による日本国内での消費)は、国民経済計算上ではサービス輸出に計上される。

めか、世界的な感染拡大を招いたことに関し中国への批判を強めている。1月に貿易面の一時的な合意によって一旦緩和した米中関係が再び悪化し、世界貿易の回復を遅らせる可能性がある。

第四に、訪日外客数の回復遅延である。外務省によれば5月21日時点で、日本は世界100カ国・地域からの入国制限措置を実施している。一方、世界183カ国が日本からの渡航者の入国制限措置をとり、73カ国が日本からの渡航者の入国後の行動制限措置を実施している。日本国内の経済活動が再開されても、世界各国の感染が収束していない場合や、各国が日本を感染拡大の収束地域と見なさず渡航制限措置を解除しない場合には、足元で急減した訪日外客数が元の水準へ戻らず、インバウンド消費に頼る地域の観光産業は業績悪化や倒産増加が続くことになる。

第五に、金融システムへの波及である。現状、金融システムは、3月に金融ストレスが高まった状況からは落ち着きつつあり(図表12)、日本銀行の資金繰り支援策なども功を奏して、リーマンショック時のような機能不全には陥っていない。しかし、今後、従来からの低金利環境に加えて、企業倒産の増加やそれに備えた引当金の増加で金融機関の収益が悪化した場合、金融機関が貸し倒れを懸念して貸出態度を厳格化させる可能性がある。資金を必要とする企業や家計へ資金供給が滞れば、実態経済の悪化に金融面の悪化が重なり、相互作用的に悪影響を及ぼす悪循環に入ることで、景気悪化はさらに深化・長期化する。

図表12 JCER金融ストレス指数



<概要>
日本を対象として、日々のマーケットデータをもとに、金融システム全体が機能不全に陥り、実態経済にもマイナスの影響が生じる金融の「システミック・リスク」の高まりを捉えるための指標。

唯一、先行き不透明なこの状況を打開できる要因は、ワクチン・治療薬の開発である。各国で様々な研究開発・治験が進められている報告があるものの、現時点では有効性が確認され世界的に供給体制が整ったとの情報は聞かれず、経済予測へ織り込むことはできない。当面、新型コロナウイルスの感染再拡大を中心として、景気見通しの下振れリスクが非常に高い状況が続くことを認識しておく必要がある。

(調査部 経済調査チーム 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5月22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	508.8	-4.6	525.9	3.4	-4.9	2.9	1.4	1.0
民間最終消費	288.1	-3.1	297.6	3.3	-3.3	3.3	1.3	0.7
民間住宅投資	14.2	-6.5	13.7	-3.1	-3.8	-1.4	-1.6	-1.8
民間設備投資	79.4	-6.6	82.6	4.0	-5.4	2.0	2.1	1.6
民間在庫品増加(実額)	0.2	寄与度 -0.1	0.2	寄与度 -0.0	0.0	0.3	0.2	0.1
政府最終消費	111.1	1.2	112.5	1.3	0.5	0.7	0.6	0.6
公的固定資本形成	27.9	3.2	28.8	3.5	0.3	4.6	0.3	2.0
財貨・サービス輸出	70.1	-22.5	79.4	13.2	-25.4	10.6	5.9	3.7
財貨・サービス輸入	82.2	-11.9	88.9	8.1	-12.9	6.9	3.4	2.4
内需寄与度	-2.7	民需 -3.1	2.7	民需 2.2				
外需寄与度	-1.8	公需 0.4	0.7	公需 0.5				
<名目>								
国内総支出	525.1	-4.9	536.6	2.2	-5.2	2.2	0.3	1.5
GDPデフレーター	103.2	-0.3	102.0	-1.1	0.3	-1.0	-1.7	-0.6
企業物価 * (15年=100)	101.6	0.0	102.0	0.4	0.2	-0.2	-0.1	0.8
輸出物価 * (15年=100)	91.9	-0.5	92.0	0.0	-0.2	-0.7	-0.6	0.7
輸入物価 * (15年=100)	82.4	-12.0	85.7	4.0	-12.6	-11.3	4.3	3.6
消費者物価 * (15年=100)	100.9	-0.9	100.8	-0.1	-0.5	-1.3	-0.4	0.2
鉱工業生産 * (15年=100)	86.5	-13.4	96.6	11.6	-18.9	-7.8	14.8	8.8
失業率 (%)	3.0	0.7	2.9	-0.1	2.7	3.4	3.0	2.8
雇用者数 *(万人)	5,962	-1.0	5,982	0.3	-0.7	-1.2	-0.1	0.8
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	-0.7	—	0.5	—	-1.2	-0.3	0.6	0.4
新設住宅着工戸数 (万戸)	82.8	-6.3	79.0	-4.6	84.7	83.5	81.7	79.9
貿易収支 (10億円)	1,874	—	142	—	1,992	-117	-561	704
輸出 *(10億円)	57,474	-23.3	63,422	10.4	-25.4	-21.1	7.9	12.7
輸入 *(10億円)	55,599	-25.1	63,280	13.8	-31.0	-19.2	18.4	9.8
第一次所得収支 (10億円)	20,338	—	22,358	—	10,751	9,587	5,906	5,273
経常収支 (10億円)	16,180	—	19,441	—	8,499	7,681	10,115	9,326
マネーサプライ *(M2,兆円)	1052.7	1.7	1071.8	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9
ドル/円レート (円、期中平均)	107.5	—	108.1	—	107.5	107.5	107.6	108.5
輸入原油価格 (ドル/バレル)	49.6	—	56.3	—	46.2	52.9	55.5	57.1
米国実質GDP (10億ドル)	18,339	-3.8	19,123	4.3	-10.8	5.1	5.1	1.8

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。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。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(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)	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
10年国債利回り	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.04	0.06
ドル/円レート	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	107.8	108.3	108.8