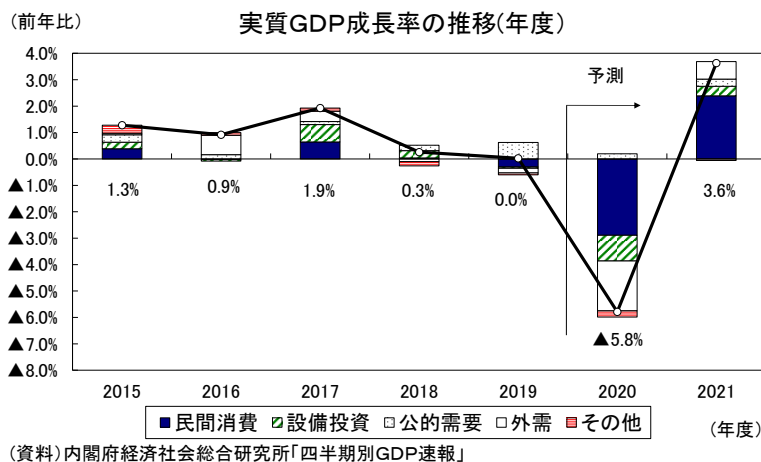


Weekly
エコノミスト・
レター2020・2021 年度経済見通し
—20年4-6月期GDP2次速報後改定

経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

<実質成長率：2020年度▲5.8%、2021年度3.6%を予想>

- 2020年4-6月期の実質GDP（2次速報）は、設備投資の下方修正などから、1次速報の前期比▲7.8%（年率▲27.8%）から前期比▲7.9%（年率▲28.1%）に下方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、8月に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2020年度が▲5.8%、2021年度が3.6%と予想する。成長率の見通しは8月時点から変更していない。
- 緊急事態宣言の解除を受けた経済活動の再開により、2020年7-9月期は前期比年率14.0%の高成長となるが、急激な落ち込みの後としては回復ペースが鈍い。一部で自粛要請が続いていることもあり、経済の正常化は遅れている。
- ソーシャルディスタンスの確保が、外食、旅行、娯楽などのサービス支出を抑制すること、倒産や失業者の急増などによりV字回復のための経済基盤が損なわれたことから、経済活動が元の水準に戻るまでには時間がかかる。2021年度末（2022年1-3月期）の実質GDPは直近のピーク（2019年7-9月期）と比べて▲2.9%低い水準にとどまると予想する。



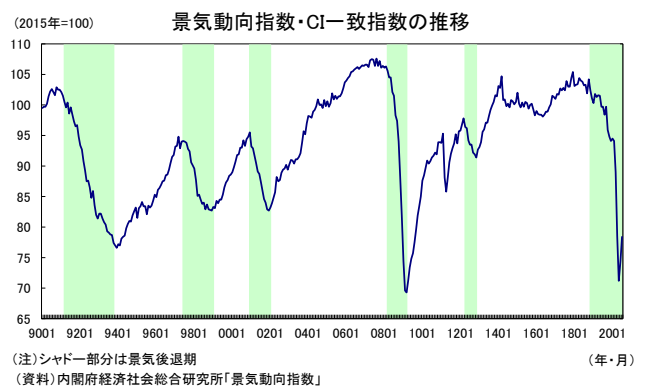
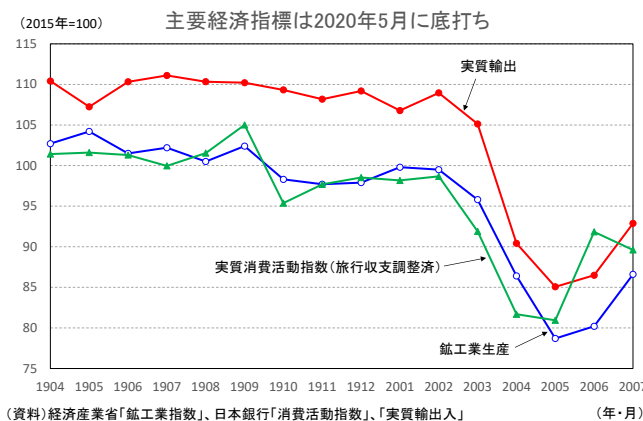
1. 2020年4-6月期の実質GDPは前期比年率▲28.1%へ下方修正

9/8に内閣府が公表した2020年4-6月期の実質GDP(2次速報値)は前期比▲7.9%(年率▲28.1%)となり、1次速報の前期比▲7.8%(年率▲27.8%)から下方修正された。4-6月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資が前期比▲1.5%から同▲4.7%へと大幅に下方修正されたほか、住宅投資(前期比▲0.2%→同▲0.5%)、政府消費(前期比▲0.3%→同▲0.6%)も下方修正された。一方、民間在庫変動(前期比・寄与度▲0.0%→同0.3%)が上方修正されたことに加え、6月のサービス産業動向調査の結果などが反映されたことにより、民間消費が前期比▲8.2%から同▲7.9%へと上方修正されたため、実質GDP成長率の改定は小幅にとどまった。

2020年4-6月期の成長率のマイナス幅は、リーマン・ショック後の2009年1-3月期(前期比年率▲17.8%)を上回り、GDP統計で遡ることができる1955年以降¹で最大となった。また、実質GDPは、消費税率引き上げや新型コロナウイルス感染症の影響で2019年10-12月期から2020年4-6月期までの3四半期で▲10.1%落ち込んだ。これは、リーマン・ショック前後の2008年4-6月期から2009年1-3月期まで(4四半期)の▲8.6%を上回る落ち込み幅である。

(景気はすでに底打ち)

2020年4-6月期は過去最大のマイナス成長となったが、5月下旬に緊急事態宣言が解除されたことを受けて、生産、輸出、消費などの主要経済指標は2020年5月を底に持ち直している。景気動向指数のCI一致指数は、新型コロナウイルスの影響が本格的となった2020年3月から5月にかけて▲22.9ポイントの急低下となったが、6月に前月差+3.2ポイントと5ヵ月ぶりの上昇となった後、7月も同+1.8ポイントとなった。2018年11月²に始まった景気後退局面はすでに終了し、2020年5月が景気の谷となる可能性が高い。



緊急事態宣言下で極めて大きな落ち込みを記録した個人消費は、5月を底に持ち直している。家計調査の実質消費支出は、4月、5月はそれぞれ前年比▲11.1%、同▲16.2%と前年比で二桁の大

¹ 1980~1993年は簡易遡及系列、1955~1979年は68SNA・1990年基準

² 内閣府経済社会総合研究所は、7/30に開催された景気動向指数研究会の合意に従い、第16循環の景気の山を2018年10月と暫定的に設定することとした。第16循環の景気拡張期間は71ヵ月となり、戦後最長の第14循環の73ヵ月に届かなかった。

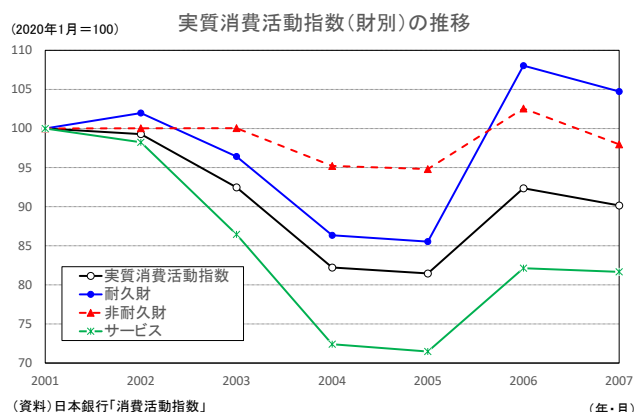
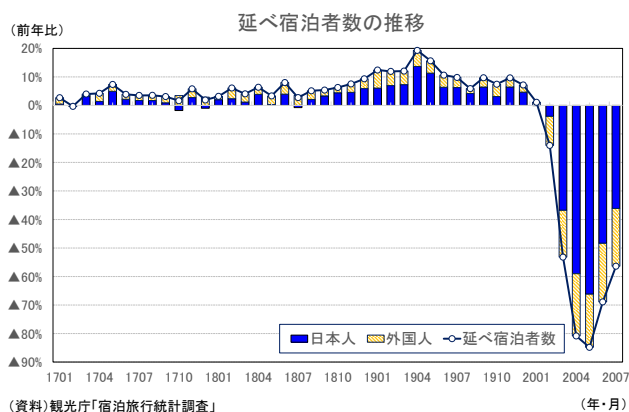
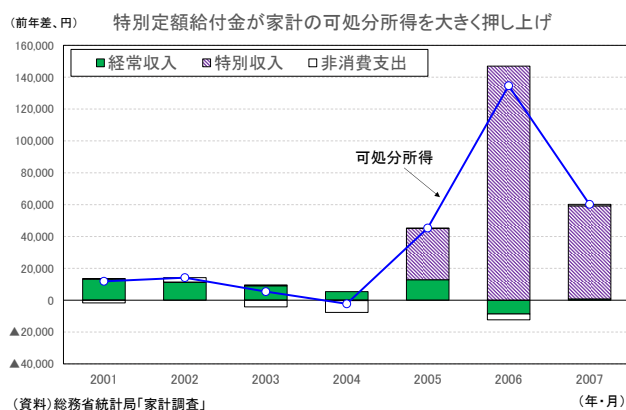
幅減少となったが、6月が同▲1.2%、7月が同▲7.6%と減少幅が縮小した。緊急事態宣言の解除に伴うペントアップ需要（抑制されていた需要）の顕在化に加え、1人当たり10万円の特別定額給付金の支給が消費の押し上げ要因になったとみられる。

総務省統計局の「家計調査」によれば、勤労者世帯の実質可処分所得は6月が前年比18.9%、7月が同11.7%の大幅増加となった。勤め先収入などの経常収入は低迷しているが、特別定額給付金の支給によって特別収入が急増したためである。特別収入の実額（一世帯当たり）は6月が15.5万円（前年差14.7万円）、7月が6.6万円（前年差5.8万円）であった。

総務省によれば、給付総額12.73兆円のうち7/31までに12.32兆円（96.8%）が支給された。8月以降は特別定額給付金の支給がほとんどなくなるため、景気悪化に伴う勤め先収入の減少が可処分所得の減少に直結する形となるだろう。

個人消費は全体としては持ち直しているが、外食、宿泊、娯楽などのサービス消費は引き続きコロナ前の水準を大きく下回っている。たとえば、観光庁の「宿泊旅行統計」によれば、延べ宿泊者数は2020年5月に前年比▲84.9%と過去最大の落ち込みを記録した後、6月が同▲68.9%、7月が同▲56.4%と徐々に持ち直しているものの、引き続き大幅な減少となっている。特に、外国人の宿泊者はほぼ消失したままである。

また、日本銀行が作成している実質消費活動指数を形態別に見ると、耐久財、非耐久財は緊急事態宣言の影響で4、5月には大きく落ち込んだものの、6月にはペントアップ需要の顕在化によって大きく反発し、感染症の影響が顕在化する前の2020年1月の水準を上回った。一方、外出自粛の影響を強く受けたサービスは、緊急事態宣言中の落ち込み幅が財を大きく上回ったことに加え、6月以降の戻りも小さい。7月のサービス消費の水準は1月を▲20%近く下回っている。また、6月の財消費が大きく増加したのは、4、5月に外出自粛、店舗休業の影響で購入できなかったものを、緊急事態宣言解除後にまとめて購入したことが一因だったため、7月にはその反動から弱めの動きとなった。

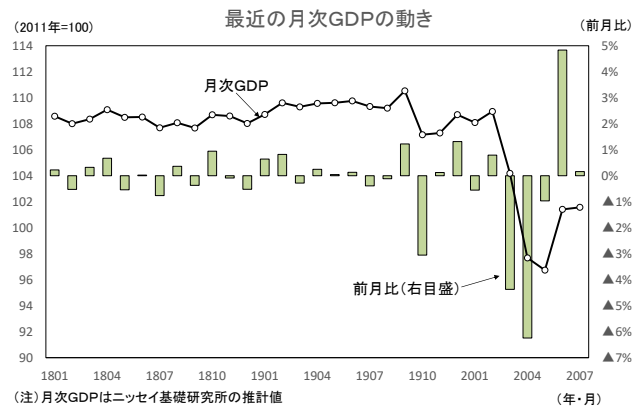


2. 実質成長率は2020年度▲5.8%、2021年度3.6%

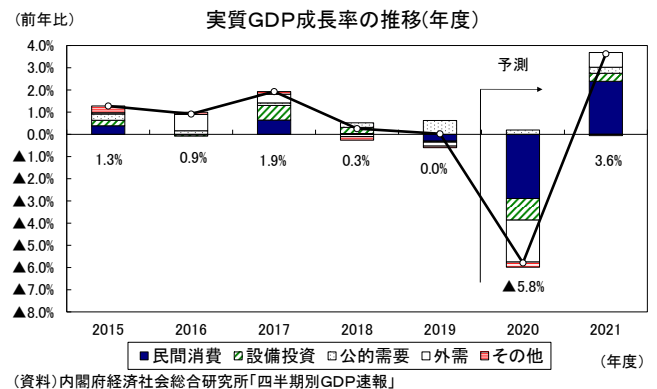
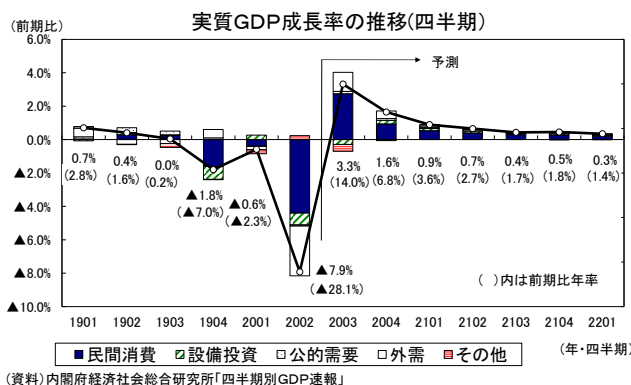
(2020年7-9月期は年率10%超の高成長も、4-6月期の落ち込みを取り戻せず)

2020年4-6月期のGDP2次速報を受けて、8/18に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2020年度が▲5.8%、2021年度が3.6%と予想する。2020年4-6月期の成長率は若干下方修正されたが、足もとの輸入が想定よりも弱いことを反映し、7-9月期の成長率見通しを1次速報時点の前期比年率13.1%から同14.0%へ上方修正したため、年度ベースの成長率見通しは変更していない。先行きの景気の見方も8月時点と変わってない。

2020年4-6月期は過去最大のマイナス成長となったが、月次では5月を底に持ち直している。当研究所が推計している月次GDP(実質)は、2020年3月から5月にかけて大きく落ち込んだが、6月に前月比4.8%と4ヵ月ぶりに増加した後、7月も同0.2%となった。7月の月次GDPは4-6月期平均を3.0%上回っている。このことは、GDPが8月、9月と横ばいにとどまったとしても、7-9月期の実質GDPは前期比3.0%(年率10%超)の高い伸びとなることを意味する。



2020年7-9月期の実質GDPは、前期比年率14.0%の高成長になると予想する。ただし、外食、宿泊などのサービス消費の持ち直しが限定的にとどまっていること、7月以降、新型コロナウイルスの陽性者数が再び増加したことを受けて自粛を求める動きが強まっていることから、経済活動の正常化は遅れている。7-9月期の実質GDPは表面的には高い伸びとなるが、4-6月期の急激な落ち込みの後であることを踏まえれば、回復ペースは鈍いとの判断が妥当だろう。



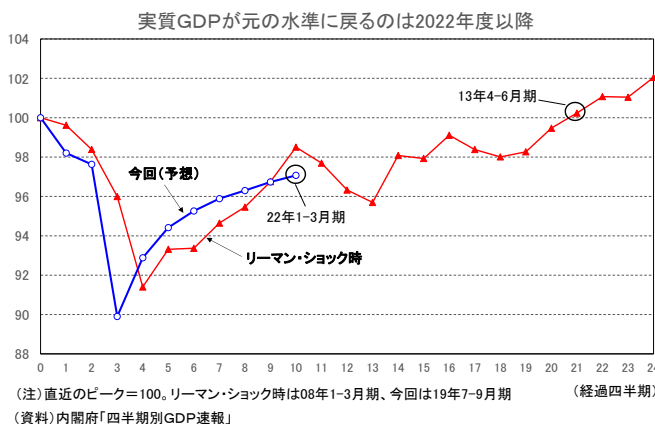
(新しい生活様式が経済活動を抑制)

今後の景気回復ペースは急激な落ち込みの後としては、緩やかなものにとどまりそうだ。

「新しい生活様式」の実践は恒常的に外食、旅行などのサービス支出を抑制する要因となる。また、経済活動の収縮が一定期間継続し、倒産、失業者の大幅増加が不可避となったことで経済基盤

が損なわれ、経済活動の制限がなくなったとしても需要が短期間で元の水準に戻ることは難しくなった。雇用者所得の減少、企業収益の悪化は長期にわたって個人消費、設備投資の下押し要因となるだろう。

さらに、人々が3密を避ける姿勢が従来よりも強くなったことで、通常のインフルエンザ流行時にも外食、旅行、コンサート、各種イベントなどが敬遠され、レジャー関連の需要が落ち込むリスクもある。仮に、通常のインフルエンザ流行時に今回のように感染者数、死者数が繰り返し報道されるようなことがあれば、人々が過剰反応する可能性も否定できない。もちろん、コロナ後の新しい生活様式によってこれまでなかった需要が新たに生み出されることは期待できる。しかし、従来型の需要の消失分を短期間で取り戻すことは難しいだろう。今回の予測期間末である2022年1-3月期の実質GDPは直近のピーク(2019年7-9月期)と比べて▲2.9%低い水準にとどまる。実質GDPが元の水準に戻るのは2022年度以降となろう。

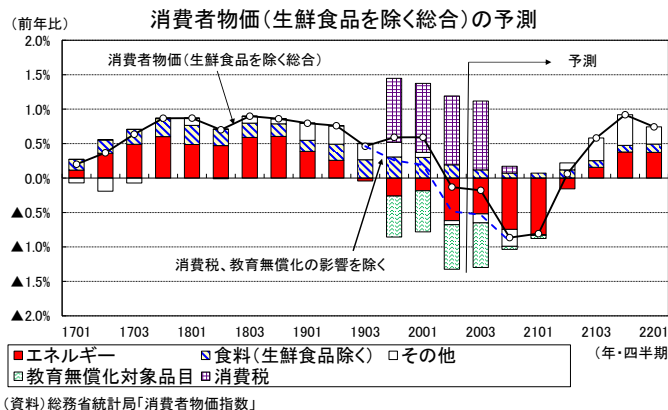


(物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、2020年4月に前年比▲0.2%と3年4ヵ月ぶりの下落となった後、エネルギー価格の下落幅縮小などから6、7月には前年比0.0%とマイナス圏を脱した。しかし、「Go To トラベル事業」の開始によって、宿泊料が8月から大きく下落し、コアCPIを▲0.3%強押し下げることが見込まれる。このため、コアCPI上昇率は8月に再びマイナスとなり、消費税率引き上げ(+幼児教育無償化)の影響がほぼ一巡する10月にはマイナス幅が拡大するだろう。

先行きについても、予測期間を通じてGDPギャップがマイナス圏で推移し需給面からの下押し圧力が続くこと、賃金の下落がサービス価格の低下要因となることから、基調的な物価は当面弱い状態が続くことが予想される。なお、「Go To トラベル事業」終了後(現時点では2021年1月末終了予定)には宿泊料が物価押し上げ要因となる。

コアCPI上昇率は2020年度が前年比▲0.5%(▲1.0%)、2021年度が同0.6%と予想する(括弧内は、消費税率引き上げ・教育無償化の影響を除くベース)。



日本経済の見通し (2020年4-6月期2次QE(9/8発表)反映後)

(単位, %) 前回予測 (2020.8)

	2018年度 実績	2019年度 実績	2020年度 予測	2021年度 予測	19/4-6 実績	19/7-9 実績	19/10-12 実績	20/1-3 実績	20/4-6 実績	20/7-9 予測	20/10-12 予測	21/1-3 予測	21/4-6 予測	21/7-9 予測	21/10-12 予測	22/1-3 予測	2020年度 予測	2021年度 予測
実質GDP	0.3	0.0	▲5.8	3.6	0.4	0.0	▲1.8	▲0.6	▲7.9	3.3	1.6	0.9	0.7	0.4	0.5	0.3	▲5.8	3.6
内需寄与度	(0.4)	(0.2)	(▲3.9)	(3.0)	(0.7)	(0.3)	(▲2.3)	(▲0.3)	(▲4.9)	(2.2)	(1.2)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(▲3.8)	(3.0)
内、民間	(0.2)	(▲0.4)	(▲4.1)	(2.7)	(0.4)	(0.1)	(▲2.4)	(▲0.3)	(▲4.8)	(2.0)	(1.1)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(▲4.0)	(2.7)
内、公需	(0.2)	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.3)
外需寄与度	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲1.9)	(0.7)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.5)	(▲0.2)	(▲3.0)	(1.1)	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲2.0)	(0.6)
民間最終消費支出	0.1	▲0.5	▲5.2	4.3	0.5	0.4	▲2.9	▲0.7	▲7.9	4.9	1.7	0.9	0.7	0.5	0.5	0.3	▲5.5	4.1
民間住宅	▲4.9	0.6	▲7.4	0.1	▲0.2	1.2	▲2.2	▲4.0	▲0.5	▲4.7	0.4	0.7	0.5	▲0.2	0.1	0.5	▲7.4	0.1
民間企業設備	1.8	▲0.3	▲6.1	2.3	0.8	0.2	▲4.7	1.7	▲4.7	▲1.7	1.3	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4	▲3.8	2.1
政府最終消費支出	0.9	2.3	0.2	0.7	1.0	0.8	0.3	0.0	▲0.6	0.4	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	0.4	0.8
公的固定資本形成	0.6	3.3	3.0	2.0	1.4	1.1	0.6	▲0.5	1.1	0.9	1.3	0.8	0.7	▲0.1	0.2	▲0.2	3.0	2.0
輸出	1.7	▲2.6	▲12.1	10.0	0.2	▲0.6	0.4	▲5.4	▲18.5	11.2	6.0	2.4	1.5	0.7	0.6	1.1	▲11.9	10.0
輸入	2.6	▲1.5	▲0.9	5.0	1.8	0.7	▲2.4	▲4.2	▲0.5	2.7	2.7	1.6	1.1	0.5	0.3	0.6	▲0.1	5.2
名目GDP	0.1	0.8	▲4.7	3.9	0.5	0.4	▲1.5	▲0.5	▲7.6	4.2	1.3	1.0	0.3	1.1	0.5	0.3	▲4.5	3.9

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の寄与項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位, %)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	19/4-6	19/7-9	19/10-12	20/1-3	20/4-6	20/7-9	20/10-12	21/1-3	21/4-6	21/7-9	21/10-12	22/1-3	2020年度	2021年度
総工業生産 (前期比)	0.3	▲3.8	▲11.3	6.9	0.0	▲1.1	▲3.6	0.4	▲16.9	8.8	3.1	1.5	1.1	0.7	0.6	0.3	▲10.4	7.0
国内企業物価 (前年比)	2.2	0.1	▲1.8	0.8	0.6	▲0.9	0.2	0.6	▲2.2	▲1.2	▲2.0	▲1.7	0.3	0.6	0.6	1.6	▲1.7	0.9
消費者物価 (前年比)	0.7	0.5	▲0.4	0.6	0.8	0.3	0.5	0.5	0.1	▲0.0	▲0.9	▲0.8	0.1	0.5	0.9	0.8	▲0.2	0.5
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.8	0.6	▲0.5	0.6	0.8	0.5	0.6	0.6	▲0.1	▲0.2	▲0.9	▲0.8	0.1	0.6	0.9	0.8	▲0.3	0.5
(消費税除き)	(0.8)	(0.1)	(▲1.0)	(0.6)	(0.8)	(0.5)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲1.1)	(▲1.2)	(▲1.0)	(▲0.8)	(0.1)	(0.6)	(0.9)	(0.8)	(▲0.8)	(0.5)
經常収支 (兆円)	19.5	19.7	15.5	18.5	19.4	18.8	21.2	19.4	8.5	16.8	19.0	17.7	16.7	18.9	19.8	18.8	14.7	17.9
(名目GDP比)	(3.6)	(3.6)	(2.9)	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.9)	(3.5)	(1.7)	(3.2)	(3.6)	(3.3)	(3.1)	(3.4)	(3.6)	(3.4)	(2.8)	(3.3)
失業率 (%)	2.4	2.3	3.5	3.7	2.4	2.3	2.3	2.4	2.8	3.4	3.9	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7
住宅着工戸数 (万戸)	95.3	88.4	80.0	81.6	92.5	90.6	86.5	86.3	79.8	78.3	80.4	81.3	81.7	81.5	81.4	81.7	79.9	81.5
10年国債利回り (店頭基準)	0.0	▲0.1	0.0	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
為替 (円/ドル)	111	109	107	109	110	107	109	109	108	106	107	108	109	109	109	110	107	109
原油価格 (CIP, 1\$/bbl)	72	68	42	53	72	66	66	68	32	40	45	49	51	53	54	55	43	54
経常利益 (前年比)	6.2	▲13.1	▲34.4	27.8	▲12.0	▲5.3	▲4.6	▲28.4	▲46.6	▲40.0	▲28.4	▲17.3	30.6	22.0	29.5	28.0	▲41.8	36.6

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「総工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。