

2020年度・2021年度の景気予測（2020年11月改訂）

～景気回復は持続するも、コロナ前の水準への復帰は21年度中も難しい～

2020年11月20日 調査部 白須 光樹、北田 英治、白 鳳翔

TEL 045-225-2375

E-mail: m-shirasu@yokohama-ri.co.jp kitada@yokohama-ri.co.jp

【要約】

2020年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+5.0%（同年率+21.4%）と大幅なプラス成長に転じた。世界的な経済活動の再開を受けて輸出が前期比+7.0%と大幅に増加した。また個人消費も、特別定額給付金の効果や緊急事態宣言の解除に伴う繰り延べ需要（ペントアップ・ディマンド）の顕在化などによって、同+4.7%と大きく増加した。一方、企業の設備投資は回復が遅れており、同-3.4%と2四半期連続の減少となった。

2020年度後半の日本経済を展望すると、10～12月期には、景気の底打ちを受けて設備投資がようやく下げ止まるとみられる。その一方で、①日本の輸出は回復が続くものの、欧米経済の減速を受けて増勢が鈍化すること、②個人消費は特別定額給付金の効果が弱まるとともに、繰り延べ需要の一巡などによって伸び悩むことから、10～12月期の実質GDPは7～9月期に比べて伸びが大きく低下しよう。21年1～3月期には、欧米経済が再び回復軌道に復帰し、日本の輸出も幾分増勢を強めると予想される。一方、個人消費は自粛ムードの残存に加えて、雇用所得情勢の低迷が重荷となり、緩やかな回復にとどまると見込まれる。以上を踏まえて、2020年度の実質GDPを前年比-5.3%と予測した。

2021年度も緩やかな景気回復が続くと見込む。雇用所得情勢が回復に向かうことが、個人消費の下支え要因となろう。世界経済の回復が続く中で、日本の輸出も堅調に推移し、企業収益も改善することなどから、設備投資も回復基調で推移するとみられる。7～9月期の東京五輪は規模を制限しての開催となる可能性があるものの、個人消費などを若干押し上げよう。2021年度の実質GDPは前年比+3.0%とプラス成長に転じるものの、2021年度末時点でも実質GDPはコロナショック前（2019年10～12月期）の水準を回復できないと予測する。

予測の要約表

<前回2020年9月予測>

単位：前年比、% （*は寄与度）	2019年度 実績	2020年度 見通し	2021年度 見通し	2020年度 見通し	2021年度 見通し
実質GDP	0.0	▲ 5.3	3.0	▲ 6.0	2.6
民間需要*	▲ 0.4	▲ 4.9	1.5	▲ 4.9	1.4
公的需要*	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
輸出*	▲ 0.5	▲ 2.6	1.5	▲ 2.8	1.5
輸入*	0.3	1.5	▲ 0.6	1.2	▲ 0.9

注：「*」は寄与度。輸入は控除項目。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

1. 2020年7～9月期の実質GDPは経済活動の再開を受けて年率約2割増の急回復

2020年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+5.0%（同年率換算+21.4%）と、大幅なプラス成長に転じた（図表1）。ただ、実質GDPはコロナショック前（2019年10～12月期）の水準を依然として4.2%下回っている。

需要項目別では、輸出が前期比+7.0%となり、大幅な増加に転じた。4～6月期は欧米の都市封鎖（ロックダウン）の影響により欧米向けの輸出が激減したが、7～9月期には欧米の経済活動の制限が緩和され、自動車などを中心に輸出は回復基調で推移した。また、個人消費も同+4.7%と大きく増加した。特別定額給付金などの政策効果や、緊急事態宣言期間中に抑制されていた消費が同宣言解除後に繰り延べ需要（ペントアップ・ディマンド）として顕在化したことなどが影響した。公共投資は同+0.4%となり、2四半期連続で伸び率がプラスとなった。一方、設備投資は同-3.4%と2四半期連続で大きく減少した。今年度の企業収益は大幅な悪化が避けられない見通しであることなどから、企業は設備投資への慎重姿勢を維持している。

図表1 主要経済指標

(前期比、%、季調済)

	2018年	2019年				2020年			
	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	
名目GDP	0.2	1.2	0.5	0.4	-1.5	-0.4	-7.8	5.2	
実質GDP	0.6	0.7	0.4	0.0	-1.8	-0.6	-8.2	5.0	
個人消費	0.4	0.1	0.5	0.4	-2.9	-0.7	-8.1	4.7	
住宅投資	1.7	1.4	-0.2	1.3	-2.3	-4.0	-0.5	-7.9	
設備投資	4.5	-0.5	0.8	0.2	-4.8	1.7	-4.5	-3.4	
在庫投資（寄与度）	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(-0.2)	(0.0)	(-0.1)	(0.3)	(-0.2)	
公共投資	-1.1	2.5	1.5	0.8	0.7	-0.3	1.2	0.4	
輸出	1.6	-1.7	0.1	-0.6	0.4	-5.3	-17.4	7.0	
輸入	4.7	-4.5	1.8	0.7	-2.4	-4.1	2.2	-9.8	

注：シャドウは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」

2. 予測の前提条件

(新型コロナウイルス感染症に関して)

今回の景気予測では、欧米で新型コロナウイルスの感染が再拡大し、国内でも感染再拡大への警戒感が依然残る中で、人々が元の生活に戻るには相当の時間がかかると想定している。2021年度前半にはワクチンや抗ウイルス薬の実用化など治療法の確立が進み、21年度末には、人々の外出自粛や移動の制限などがほぼ無くなると仮定した。東京オリンピック・パラリンピック（以下、東京五輪）は、21年7～9月期の開催を織り込む。ただし、感染拡大防止策の徹底など一定の制限がある形での開催となると想定する。なお、新型コロナウイルス感染症の再拡大により、日本において緊急事態宣言が再度発出されるという事態は想定していない。

(海外経済：欧米の経済復元には時間を要する)

(米国)

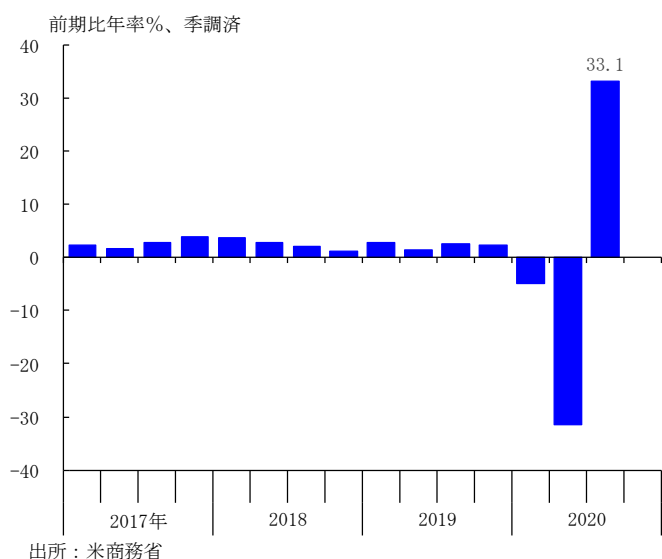
2020年7～9月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+33.1%と、4～6月期の大幅な落ち込み（同-31.4%）から急回復し、現行の統計開始（1947年）以降で最大のプラス成長を記録した（図表2）。これを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率+40.7%（4～6月期は同-33.2%）

と大幅に増加した。財の消費が同+45.4%（4～6月期は同-10.8%）と、ロックダウン（都市封鎖）の終了に伴う繰り延べ需要（ペントアップ・デマンド）の顕在化や、政府の大型経済対策の効果などにより大幅な増加となった。一方、サービスの消費についても同+38.4%と大幅増となったが、4～6月期の落ち込み（同-41.8%）は取り戻せていない。また、設備投資は前期比年率+20.3%（4～6月期は同-27.2%）と4四半期ぶりの増加となった。構築物への投資が同-14.6%と3期連続で減少したものの、機器への投資が同+70.1%（4～6月期は同-35.9%）と大幅な増加に転じた。住宅投資も同+59.3%（4～6月期は同-35.6%）と大幅に増加した。純輸出（外需）は、輸出が同+59.7%、輸入が同+91.1%と、いずれも前期（それぞれ同-64.4%、同-54.1%）の大幅な落ち込みから増加に転じ、その結果、GDP成長率に対する外需の寄与度は同-3.1%ポイント（前期は同+0.6%）となった。

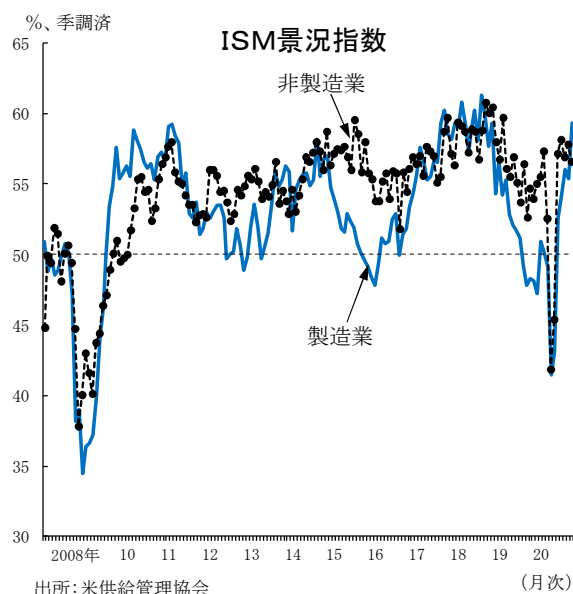
月次ベースの経済指標をみると、足元でも景気が回復基調で推移していることがうかがえる。例えば、9月の小売売上高は前月比+1.9%と、5か月連続の増加となった。中でも自動車・同部品が同+3.6%と大幅に増加した。また同月の住宅着工件数は前月比+1.9%の年率141.5万戸と、高水準で推移している。同月の鉱工業生産指数は同-0.6%と5か月ぶりに低下したものの、設備投資の先行指標とされるコア資本財受注（航空機を除く非国防）は同+1.0%と5か月連続で増加した。企業の景況感も良好な水準を維持している。10月のISM（米供給管理協会）景況指数は製造業が59.3と前月（55.4）から大幅に上昇した。非製造業の景況指数は56.6と前月の57.8から低下したものの、高水準を維持している（図表3）。一方、10月の非農業部門雇用者数は前月比63.8万人増（9月は同67.2万人増）と6か月連続で増加した。ただ、非農業部門雇用者数の推移をみると、3月～4月の2か月間で2,216万人の雇用が失われたのに対して、5月～10月の6か月間の増加幅は1,207万人と喪失分の5割強を戻したに過ぎず、この点から雇用情勢は依然として厳しいといえよう。

こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、経済活動が正常化に向かう中で、10～12月期以降も景気の回復が続くと見込まれる。米国の大統領選挙が終了し、いずれ追加の経済対策が実行に移されることも景気を支えよう。ただ、新型コロナウイルスの新規感染者数が高水準で推移する中で、家計の消費行動や企業の投資行動は相応に抑制されると予想される。前述のように7～9月期の実質GDPは繰り延べ需要の顕在化などの特殊要因によって大きく押し上げられた面があり、10～12月期の

図表2 米国の実質GDP



図表3 米国企業の景況感



経済成長率は7～9月期に比べて大幅に減速しよう。以上から、2020年の米国の実質GDP成長率を-3.6%と見込んだ。2021年には経済活動が正常化し、景気は回復軌道を迎えると予想される。ただ、新型コロナ流行の再拡大のリスクが警戒される中で、家計や企業の心理的な負担は依然として重く、景気の回復力は引き続き限定的となろう。2021年の実質GDP成長率は+3.0%とプラス成長に転じるが、2021年末の実質GDPの水準はコロナショック前の水準には届かないと予測した。

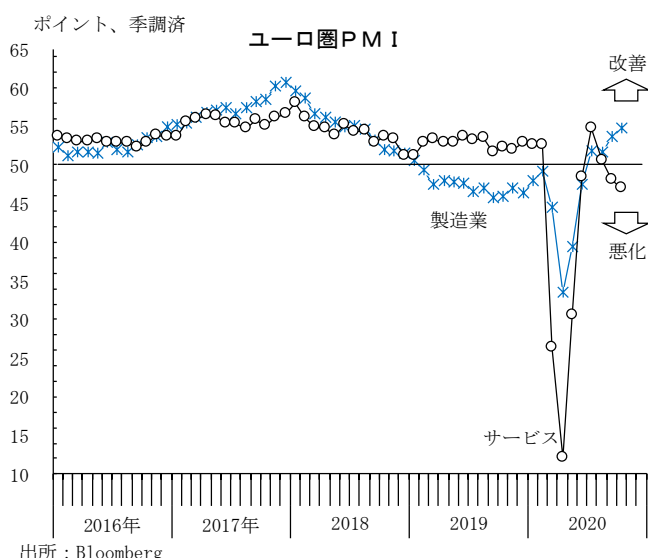
(ユーロ圏)

2020年7～9月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比+12.6%と、大幅に落ち込んだ4～6月期（同-11.8%）からプラス成長に転じた。国別にみると、ドイツが同+8.2%（4～6月期は同-9.8%）、フランスが同+18.2%（4～6月期は同-13.7%）、イタリアが同+16.1%（4～6月期は同-13.0%）、スペインが同+16.7%（4～6月期は同-17.8%）と、主要国が軒並み大幅なプラス成長となっている。

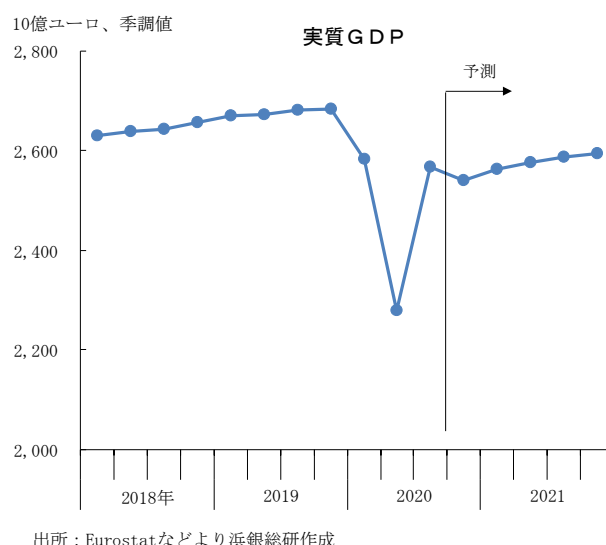
ただ、ユーロ圏の主要国では、8月以降、新型コロナウイルスの感染が再び拡大しており、10月後半から急拡大している。特にフランスの感染者数の増加が著しく、スペインやイタリア、ドイツでも感染者が急増している。医療体制が危機的状況に近づく中で、10月下旬にユーロ圏の主要国は夜間の外出禁止や移動の制限、飲食店等の営業時間の制限ないし閉鎖などの行動制限措置の導入に踏み切った。こうした状況を受けて、10月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は50.0（9月は50.4）と、景況感の好不調の節目となる水準まで低下しており、足元の景気が弱含んでいることを示している。これを製造業とサービス業に分けてみると、10月は製造業が54.8と前月（53.7）から上昇する一方で、サービス業は46.9と9月の48.0から一段と低下し、感染第1波に見舞われていた5月以来の低水準となった（図表4）。飲食店などサービス業の業況悪化が大きいことがうかがえる。また、総合PMIを国別にみると、10月はドイツが55.0と引き続き節目の50を上回ったものの、フランスが47.5、イタリアが49.2、スペインが44.1と、いずれも50を下回った。

こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、10月下旬からユーロ圏の主要国で行動制限措置が導入されたことを受けて、10～12月期のユーロ圏景気は失速が避けられないと見込まれる。2020年のユーロ圏の実質GDP成長率を-6.9%と予測した。2021年には、経済活動が正常化に向かう中で、ユ

図表4 ユーロ圏企業の景況感



図表5 ユーロ圏経済の見通し



ーロ圏景気は再び回復軌道に戻ると予想される。総額7,500億ユーロの欧州復興基金もユーロ圏景気にとってプラス材料となろう。ただ、米国と同様に新型コロナウイルス流行の再拡大のリスクが警戒される中で、家計や企業の心理的な負担は依然として重く、景気の回復力は引き続き限定的となろう。2021年のユーロ圏の実質GDP成長率は+3.5%とプラス成長に転じるものの、2021年末の実質GDPの水準はコロナショック前の水準には届かないと予測した（図表5）。

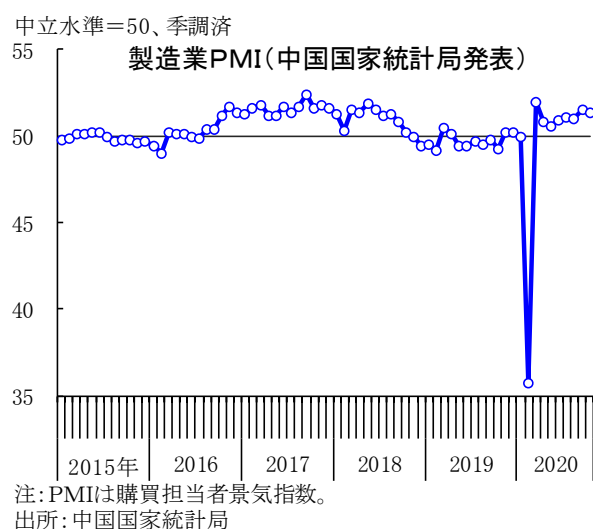
（中国）

2020年7～9月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+4.9%と、前期（同+3.2%）に比べてプラス幅が拡大した。7～9月期は、固定資産投資が前年比+8.0%（前期は同+3.6%）と加速したことが成長率を押し上げた。内訳をみると、習近平体制による財政出動や金融緩和の効果から、不動産と公共インフラ関連が2四半期連続で増加した。また工業企業の業績が回復する中で、製造業の固定資産投資も3期ぶりに増加した。一方、個人消費の動きを表す小売売上高は7～9月期に前年比+0.9%（前期は同-3.8%）と、3四半期ぶりに増加した。ただ中国国民の新型コロナ感染に対する警戒感が根強いいため、小売売上高の伸びは依然コロナ流行前の水準を大きく下回っている。他方、7～9月期の通関輸出は前年比+8.8%（前期は同+0.1%）と、米国などの景気持ち直しを背景に復調した。また一部の新興国では新型コロナ流行の影響でアパレルなどの工場の生産が滞っており、その分の生産が中国に代替されたことも輸出の改善につながった。

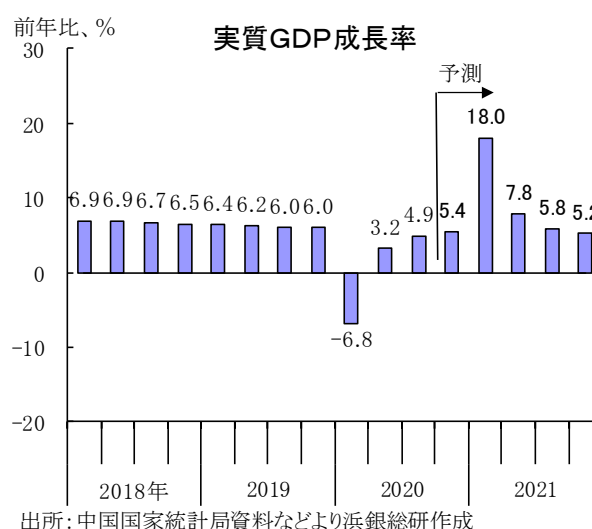
10月以降も景気の回復が続いている。例えば、10月の製造業PMI（中国国家统计局発表）が51.4（中立水準は50）と7～9月平均（51.2）を上回っており、製造業の景況感は概ね改善基調で推移している（図表6）。ただ、足元で欧米諸国を中心にコロナ感染の再拡大により、多くの国で経済活動が抑制されている。今後、中国の輸出に下押し圧力がかかりやすい点に注意を要しよう。

こうした中、2020年10月下旬に開かれた「中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議」（5中全会）では、習体制が2021年からの5年間にわたる中国の経済・社会発展の全体運営方針を示す「第14次五か年計画」と、2035年までの長期目標の制定に関する建議を審議・承認した。これによると、まず、2035年までの目標としては、1人当たりGDP（2019年は約1万米ドル）を中等先進国並みのレベル（約3万米ドル）に引き上げることに加えて、米国による対中ハイテク制裁の強化を念頭に置きながらコア技術の分野で重大なブレークスルーを実現することも掲げられた。これらの目標を実現す

図表6 中国の製造業PMIは改善基調



図表7 中国経済の見通し



るためには、2021年から2025年までイノベーション活動を経済発展の原動力とし、経済発展の質と効率を引き上げることにより、持続的な経済成長を実現する方針が鮮明に示された。またコロナの世界的な再流行や米中摩擦の拡大に対応する目的で、経済発展のけん引役を外需から内需へと本格的にシフトさせる方針が明らかになった。さらにコロナ禍に対応する景気浮揚策による住宅価格の過度な上昇などの副作用への警戒から、財政出動や金融緩和の力点を实体经济に置くことも強調された。

こうした状況を踏まえた上で先行きの中国经济を展望すると、2020年末にかけて、コロナの世界的な再流行による悪影響があるものの、財政出動を中心に景気浮揚策が継続される中、固定資産投資の堅調な増加に加えて、個人消費のさらなる改善も見込まれるため、実質GDP成長率のプラス幅が一段と高まると見込まれる（図表7）。続く2021年については、中国国内の新型コロナの影響収束を背景に、年初から中国经济の成長ペースが新型コロナ流行前の勢いに回復しよう。1～3月期には、景気浮揚策の効果や、前年同期のコロナ禍による大規模な経済後退の反動により、国内需要の前年比増加率がピークを迎える見込みである。もっとも、4～6月期以降に関しては、景気浮揚策効果の一部が剥落することに加えて、大都市を中心に住宅価格の過度な上昇に対応する引き締め策が実施されることも想定されるため、国内需要の増勢が緩やかに減速すると見込まれる。以上より、2020年の中国の実質GDP成長率を+2.0%、2021年を+8.6%と予測した。

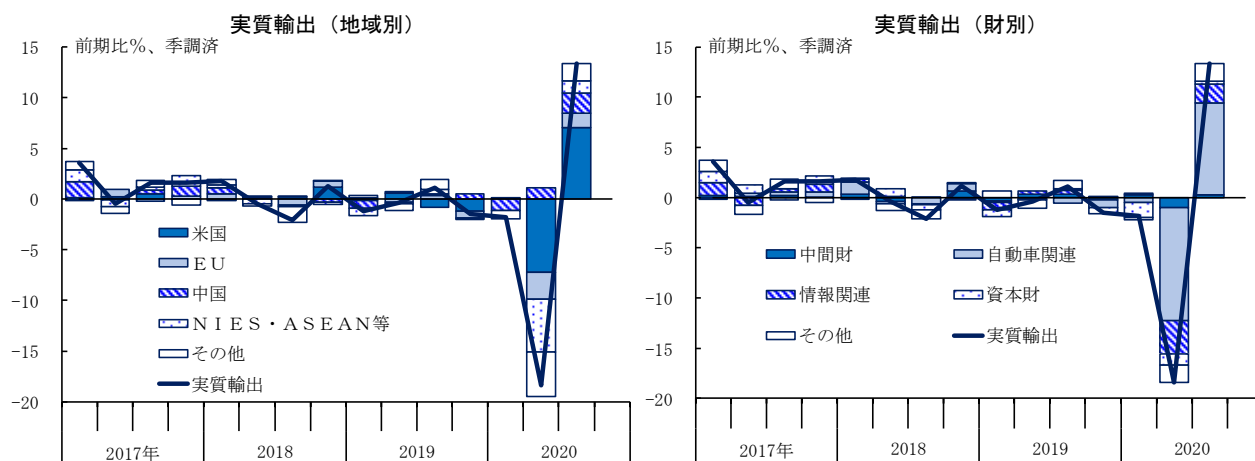
3. 日本経済の主要項目の見通し

（輸出：4～6月期の大幅減を取り戻す動きが続くが、欧米の感染再拡大がリスク）

2020年7～9月期のGDPベースの実質輸出は大幅な回復となった。日本銀行が発表した「実質輸出入の動向」をみると、地域別では経済活動が再開へ向かっている米国向けの輸出回復が顕著だった（図表8）。また、7～9月期のGDPが2四半期連続で前年比プラス成長となった中国向けの輸出も回復基調で推移している。財別では、4～6月期に激減した自動車関連の輸出の回復が顕著だった（図表9）。また、電子部品などの情報関連も持ち直しに転じた。

10～12月期の日本の輸出は回復基調で推移するものの、前期比の伸び率は大きく減速すると見込まれる。地域別では、経済の回復が比較的順調な中国向けの輸出回復が今後も期待される。また、財別では、経済活動が正常化する中で持ち直しが顕著な自動車輸出が底堅く推移するほか、世界的なIT関連投資の高まりにより電子部品などの情報関連の輸出も引き続き持ち直しが続くことが予想される。他方で、新型コロナウイルス感染再拡大により欧州で経済活動が一時制限されることが輸出回復の重荷

図表8 7～9月期は米国向けが回復に転じた 図表9 7～9月期は自動車関連が持ち直し



注：四半期平均値の前期比。誤差はその他に含んだ。
出所：日本銀行「実質輸出入の動向」より浜銀総研作成

注：四半期平均値の前期比。誤差はその他に含んだ。
出所：日本銀行「実質輸出入の動向」より浜銀総研作成

になるとみる。また、米国では追加経済対策の決定が遅れ、景気回復のペースが大きく鈍化する可能性があり、日本の輸出回復ペースを遅らせることになる。

その後、2021年1～3月期から4～6月期にかけては、回復ペースが若干加速するとみられる。欧州では、10～12月期に経済活動の制限が実施され、新型コロナウイルスの感染が一定程度抑制されるとみられることから、1～3月期には経済活動が再び正常化へ向かっていくと見込む。また米国では、新大統領のもとで追加経済対策が実行に移されると予想される。これらのことから、世界経済の回復基調が持続し、日本の輸出も底堅い推移となると予想される。

2021年7～9月期以降も世界経済の回復基調が続く中で、日本の輸出も緩やかな回復が続くとみる。特に7～9月期には東京五輪が予定されている。新型コロナウイルスの感染拡大防止のため規模を制限しての開催となる可能性はあるものの、インバウンド需要が持ち直しへ向かうきっかけとなることが期待される。

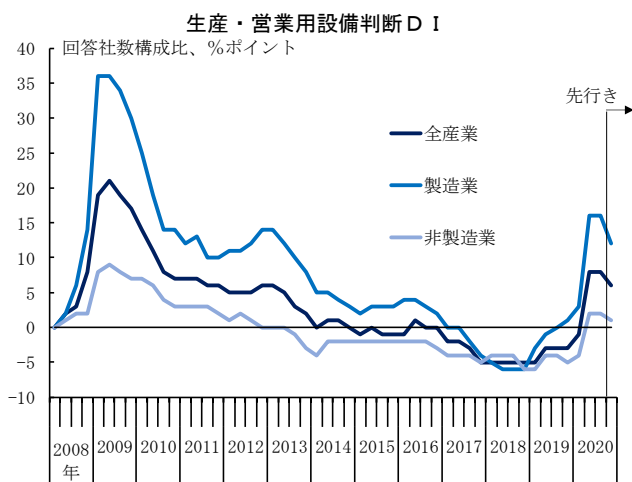
（設備投資：20年10～12月期には下げ止まり、21年1～3月期には回復局面入り）

2020年7～9月期の設備投資は2四半期連続の減少となった。前期の企業収益の大幅な悪化を受けて、企業は設備投資への慎重姿勢を崩しておらず、機械投資、建設投資ともに弱い動きが続いた。企業の設備過剰感も依然として強く、日本銀行の「短観（2020年9月調査）」によると、全規模・全産業の生産・営業用設備判断DIは前回6月調査に続き「過剰」超となった（図表10）。また、全規模・全産業の雇用人員判断DIも「不足」超幅が縮小しており、企業の人手不足感は後退した状況が続いている。そのため、近年の傾向だった人手不足に伴う省力化投資ニーズの高まりは当面見込みづらくなっている。

しかしながら、10～12月期には設備投資の減少が止まると見込む。設備投資は設備稼働率の上昇に1～2四半期程度遅れて増加するという性質があるが、7～9月期に製造工業の設備稼働率は底打ちした（図表11）。また、機械投資の先行指標とされる内閣府の機械受注（船舶・電力を除く民需）も7～9月期に下げ止まりの兆しをみせている（図表12）。一方の建設投資については、先行指標とされる建築着工床面積（民間非居住）が依然弱含んでおり、当面、縮小傾向が続くとみられる。ただ、ウエートの大きい^{（注）}機械投資が底打ちすることで、設備投資全体は年内には下げ止まるとみられる。

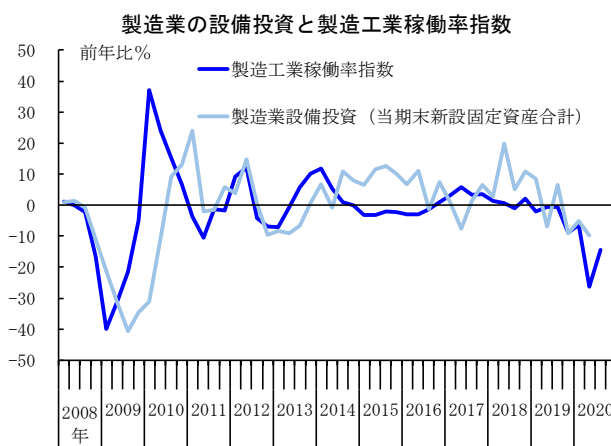
その後、設備投資は、2021年1～3月期から4～6月期にかけて回復局面入りし、以降も増加傾向をたどろう。生産の持ち直しが続き、企業の設備投資への慎重姿勢が和らいでいくと見込まれるため

図表10 企業の設備判断は「過剰」超



出所：日本銀行「短観」

図表11 製造業の稼働率は底打ち

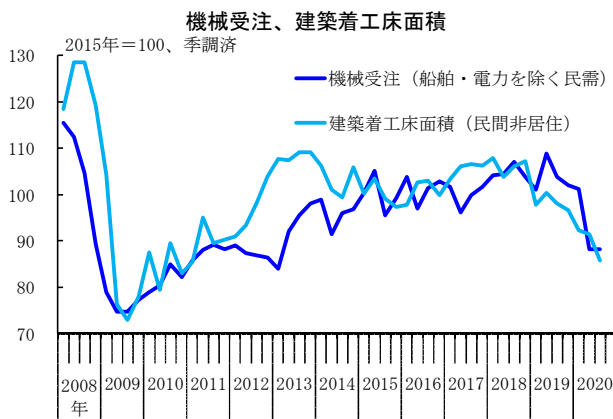


注：製造工業稼働率指数の2013年以前の前年比は接続指数を用いて算出。
出所：経済産業省「製造工業生産能力・稼働率指数」、財務省「法人企業統計」より浜銀総研作成

である。また、企業のソフトウェア投資などIT化投資の需要は相応に続くと予想される。日本銀行の「短観（2020年9月調査）」では、2020年度のソフトウェア投資が前年比プラス計画を維持している（図表13）。新型コロナウイルスの影響が収束しない中で、在宅勤務や非接触型のサービスへの転換など「新しい生活様式」への対応が続くと考えられる。

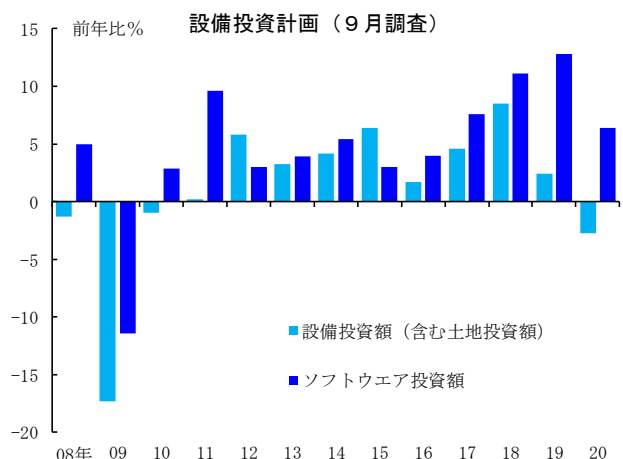
（注）内閣府発表の「固定資本マトリクス」を用いて、民間部門の住宅以外の総固定資本形成の内訳を計算すると、機械・設備（機械投資）が46.3%、その他の建物・構築物（建設投資）が24.3%、研究・開発（研究開発投資）が18.9%、コンピュータソフトウェア（ソフトウェア投資）が10.3%となる（いずれも2018暦年）。

図表12 機械投資の先行指標に底打ちの兆し



注1：2015年の平均を100として指数化。
注2：建築着工床面積（民間非居住）は当社が季節調整を施した。
出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より浜銀総研作成

図表13 ソフトウェア投資は増加見通し維持



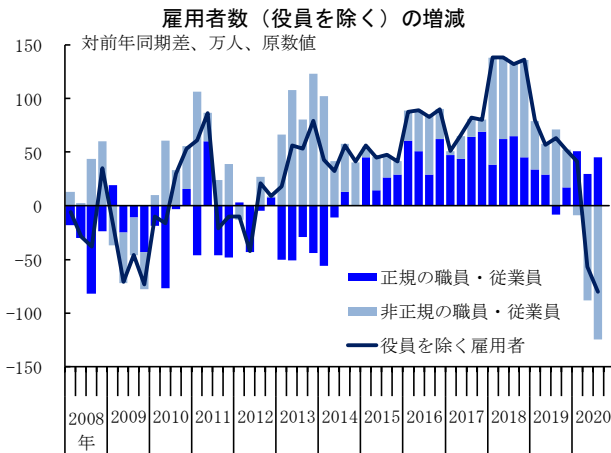
注：全規模・全産業ベース。各年度の9月調査。
出所：日本銀行「短観」

（雇用情勢：雇用情勢の明確な回復は21年4～6月期以降に）

足元の雇用情勢は依然として厳しい状況が続いている。2020年7～9月期の雇用者数（役員を除く、詳細集計）は前年に比べて80万人減少した。これを産業別にみると、製造業や宿泊業・飲食サービス業などで落ち込みが顕著である。また、雇用者数の対前年との増減を正規雇用と非正規雇用に分けてみると、今回のコロナショックでは非正規雇用者数が大幅に減少し、雇用者数全体の減少につながったことが分かる（図表14）。そもそも、非正規雇用者の動向は景気動向に左右されやすい性質がある。これは、企業が業況の変化に応じて機動的に非正規雇用者の数を調整しているためである。実質GDPの変動と雇用者数の変動の相関関係をみると、非正規雇用者数の変動は実質GDPの変動の0～1期後との相関係数が高く、景気動向に敏感に反応していることが確認できる（図表15）。7～9月期に景気が底打ちしたことを踏まえると、10～12月期以降、非正規雇用者数の悪化に歯止めがかかる可能性がある。他方で、正規雇用者数の場合は、そもそも相関係数が低く関係性が弱いという点、実質GDPの変動の2～3期後との相関係数が高くなっている。つまり、景気動向が悪化しても雇用調整が行われにくく、雇用調整が行われるとしても景気の落ち込みから半年以上先になることが多いということである。今回、コロナショックにおいても景気の落ち込みが非常に激しかったにもかかわらず、これまでのところ正規雇用者数の大幅な減少は回避されている。政府の雇用調整助成金の特例措置もこの支えになったと言えよう。ただし、雇用調整助成金の特例措置の期限は2020年12月末に設定されている。現在、21年3月末までの期限延長が議論されているものの、先行き予断は許さないといえよう。雇用情勢の明確な回復が見えてくるのは、企業収益の本格回復が始まる21年

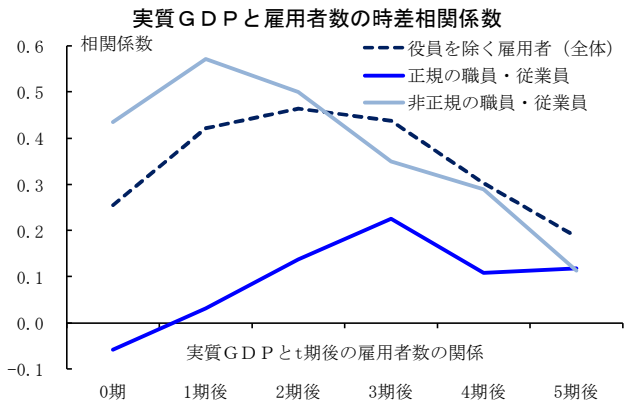
4～6月期以降になると見込まれる。

図表 14 コロナ禍は非正規雇用を直撃



注：詳細集計のデータによる。
出所：総務省「労働力調査」より浜銀総研作成

図表 15 非正規雇用は景気動向に敏感に反応

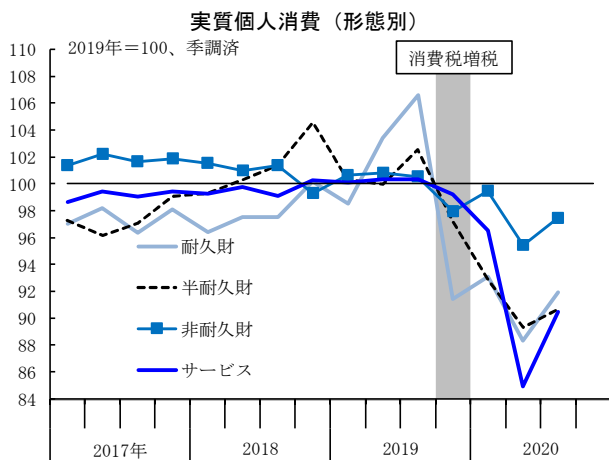


注1：形態別の雇用者数の前年比と実質GDPの前年比の時差相関係数を計算した。雇用者数の前年比は2003年1～3月期から20年1～3月期、実質GDPの前年比は03年1～3月期から18年10～12月期の値を用い、雇用者数の前年比を動かすことで算出した。
注2：実質GDPは2020年4～6月期2次QE時のデータ。
出所：総務省「労働力調査」、内閣府「四半期別GDP速報」より浜銀総研作成

（個人消費：繰り延べ需要や政策効果が一巡し、消費の回復ペースは鈍化へ）

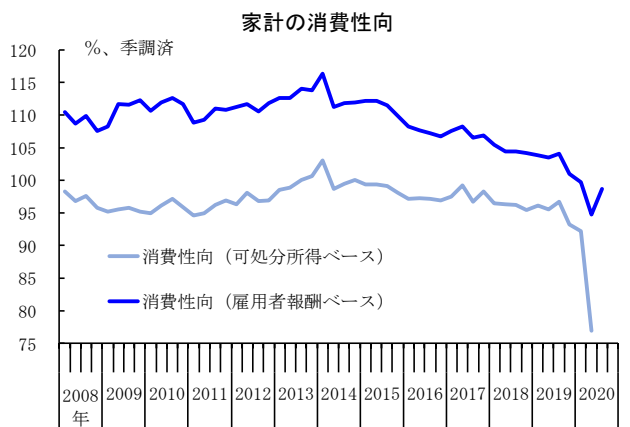
2020年7～9月期の個人消費は、①外出自粛の緩和に伴う繰り延べ需要（ペントアップ・ディマンド）の顕在化や、②特別定額給付金などの政策効果により、激減した4～6月期から回復に転じた。GDPの個人消費を形態別にみると、7～9月期にはサービス消費が前期比+6.6%と大きく増加した（図表16）。7～9月期はゆっくりとしたペースではありながらも人々の外出が増加し、緊急事態宣言による自粛強化の影響で激減した4～6月期からの反動もあって高い伸びとなった。消費性向（家計による消費の心理的な抑制度合い）を、雇用者報酬を用いて簡易的に計算すると、7～9月期には上昇に転じており、自粛の影響が幾分和らいでいることが確認できる（図表17）。また財の消

図表 16 サービス消費は依然低水準



注：国内家計最終消費支出を形態別に2019年の平均を100として指数化。
出所：内閣府「四半期GDP速報」より浜銀総研作成

図表 17 自粛の影響は幾分和らいだ



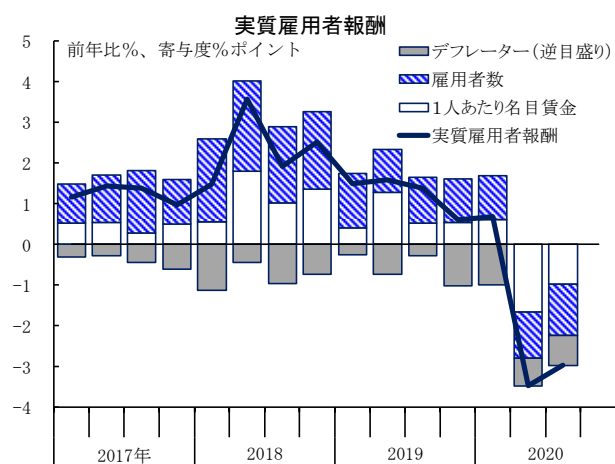
注：消費性向（可処分所得ベース）＝100－貯蓄率（年金受給権の変動調整を考慮している）。消費性向（雇用者報酬ベース）＝名目家計最終消費支出/名目雇用者報酬。一般的に消費性向は、自営業者の所得や税などの負担も考慮した可処分所得ベースのものをを用いるが、2020年7～9月期はデータが確認できないため、雇用者報酬ベースでの計算も行った。
出所：内閣府「四半期別GDP速報」、「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報（参考系列）」より浜銀総研作成

費に関しても、家電や自動車などの耐久財消費が同+4.0%と大きく増加した。特に、前述②の影響が大きかったと考えられる。食料品などの非耐久財消費も同+2.1%と増加した。夏場の新型コロナウイルスの感染再拡大などの影響から巣ごもり需要が続いたとみられる。4、5月の百貨店休業の影響などにより前期に激減していた洋服などの半耐久財消費も同+1.5%と増加した。

10～12月期から2021年1～3月期の個人消費は、7～9月期と比べて回復ペースが大きく鈍化すると見込まれる。新型コロナウイルスの感染再拡大への警戒感が依然として拭えない中で、人々は慎重な行動を続けると考えられる。特別定額給付金などの各種経済対策の効果が一巡するため、今後の個人消費の動向は雇用所得情勢がカギを握ることになる。7～9月期の実質雇用者報酬は、雇用者数が幾分増加したことにより前年比-3.0%と、前年比のマイナス幅がわずかに縮小した(図表18)。もっとも前述のとおり、雇用情勢は2020年度中に持ち直しへ向かうことは期待しにくい。また所得情勢が回復に転じるのも企業収益の回復が確かなものになる2021年度以降となろう。特に、今冬のボーナスは対前年で大幅なマイナスが予想される。このことから、20年度後半の個人消費は回復ペースの鈍化が避けられないと見込まれる。財別にみると、繰り延べ需要の一巡などによって財の消費が伸び悩むと予想される。サービス消費については、「Go To トラベル」などの「Go To キャンペーン」がサービス消費の下支えとなる可能性がある(注1)(図表19)。ただ、新型コロナウイルスの感染が拡大する局面では、外出自粛の動きが強まるため、サービス消費の改善ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

2021年4～6月期以降も、個人消費の回復は緩やかながらも続くとする。企業収益が改善し、雇用所得情勢が改善に向かうと見込まれることが、個人消費を支えていくであろう。特に7～9月期には、東京五輪の開催が予定されている。新型コロナウイルスの感染拡大防止のため規模を制限しての開催となる可能性が高いものの、消費者マインドの改善などによって若干の消費押し上げが期待されよう(注2)。

図表18 今後は雇用所得情勢の動向がカギ



出所：内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「労働力調査」より浜銀総研作成

図表19 GoTo キャンペーンの効果(簡易試算)

項目	効果 (10億円)
GoToTravel (旅行・宿泊割引、地域クーポン券)	約 2250
GoToEat (食事券)	約 434
GoToEat (オンライン飲食予約)	約 62
各効果合計 (2019年度実質GDP比(%))	約 2745 (約 +0.5)
GoToTravel (旅行・宿泊割引、地域クーポン券)の11月までの推定効果 (2019年度実質GDP比(%))	約 573 (約 +0.1)

注1：GoToTravelについては、旅行代金が最大半額になる制度であることを踏まえて、個人消費が予算(政府消費)と同額分増加すると仮定した。

注2：GoToEat(食事券)については、食事券のプレミアムが25%であることを踏まえて、予算(政府消費)の4倍相当の個人消費が増加すると仮定した。

注3：GoToEat(オンライン飲食予約)については、個人消費の誘発効果を想定しづらいため、今回は個人消費の増加を考慮しない(政府消費のみ)。

注4：GoToTravelの11月までの推定効果は、旅行・宿泊割引(7月22日～10月31日)、地域クーポン券(10月1日～11月9日)の利用実績を用いて、11月30日までの利用金額(政府消費)を延長推計した。個人消費への効果については注1と同様の仮定を置いている。

出所：観光庁HP「田端長官会見要旨(2020年6月17日)」、「GoTo トラベルの利用実績等について(2020年11月13日)」、農林水産省HP「Go To Eat キャンペーン事業」について、内閣府「四半期別GDP速報」より浜銀総研作成

(注1) 「GoTo トラベル」など「GoTo キャンペーン」の実施によって、2020年度の実質GDP成長率は0.5%程度押し上げられる可能性がある。ただ、足元(2020年11月20日現在)のように新型コロナウイルスの感染が拡大している局面では外出自粛の動きが強まり、GoTo キャンペーンの利用が低調になると予想される。そのため今回の景気予測では、2020年7月～11月までの「GoTo トラベル」による効果のみを推定したうえで織り込んだ。

(注2) 「新型コロナウイルス感染症対策分科会(第15回)」(2020年11月12日)の資料によれば、20年12月1日～当面21年2月末まで、スポーツイベントの開催に関して会場の収容率を50%以内とすることが示されている。こうした状況を踏まえて、今回の予測では東京五輪の観戦客が当初想定約5割に制限され、観戦客による消費支出などが当初の想定よりも減少すると仮定している。

4. 経済成長率の見通し

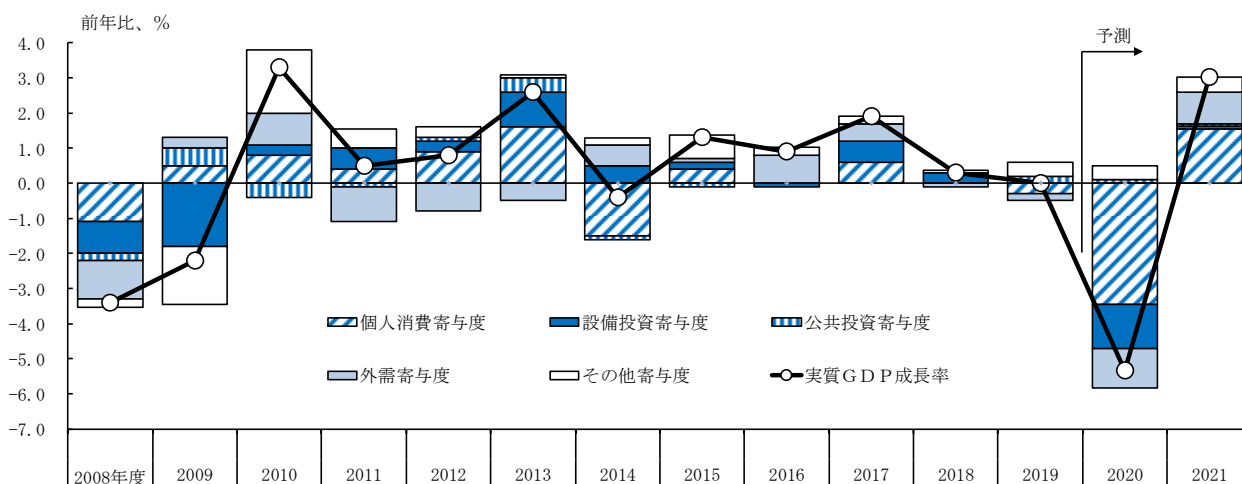
(実質GDP成長率は2020年度が-5.3%、21年度が+3.0%と予測)

以上を踏まえた上で2020年度後半の日本経済を展望すると、10～12月期には、景気の底打ちを受けて設備投資がようやく下げ止まるとみられる。その一方で、①日本の輸出は回復が続くものの、欧米経済の減速を受けて増勢が鈍化すること、②個人消費は特別定額給付金の効果が弱まるとともに、ペントアップ需要の一巡などによって伸び悩むことから、10～12月期の実質GDPは7～9月期に比べて伸びが大きく低下しよう。21年1～3月期には、欧米経済が再び回復軌道に復帰し、日本の輸出も幾分増勢を強めると予想される。一方、個人消費は自粛ムードの残存に加えて、雇用所得情勢の低迷が重荷となり、緩やかな回復にとどまると見込まれる。2020年度の実質GDPは前年比-5.3%と予測した(図表20、21)。

2021年度も緩やかな景気回復が継続すると見込む。雇用所得情勢が回復に向かうことが、個人消費の下支え要因となろう。世界経済の回復が続く中で、日本の輸出も堅調に推移し、企業収益も改善することなどから、設備投資も回復基調で推移するとみられる。7～9月期の東京五輪は規模を制限しての開催となる可能性があるものの、個人消費などを若干押し上げよう。2021年度の実質GDPは前年比+3.0%とプラス成長に転じるものの、2021年度末時点でも実質GDPはコロナショック前(2019年10～12月期)の水準を回復できないと予測する。

図表20 21年度中には20年度の落ち込み分を取り戻せず

実質GDP成長率(年度ベース)



出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

図表 21 2020 年度・21 年度のわが国経済の見通し (2020 年 11 月改訂)

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2019年度	2020年度		2021年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート(円/ドル)	108.7	105.7	106.8	104.5	107.3	106.5	108.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	120.8	121.9	121.3	122.5	125.3	124.5	126.0
米国実質 GDP (暦年)	2.2	▲ 3.6	[▲ 10.6]	[5.5]	3.0	[2.4]	[1.8]
ユーロ圏実質 GDP (暦年)	1.3	▲ 6.9	[▲ 17.9]	[10.2]	3.5	[1.2]	[1.7]
中国実質 GDP (暦年)	6.1	2.0	▲ 1.6	5.2	8.6	12.4	5.5

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2019年度	2020年度		2021年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質 GDP	0.0	▲ 5.3	[▲ 6.1]	[3.8]	3.0	[0.8]	[0.6]
個人消費	▲ 0.5	▲ 6.2	[▲ 6.3]	[3.3]	2.8	[0.9]	[0.6]
住宅投資	0.6	▲ 8.5	[▲ 6.4]	[▲ 0.8]	0.6	[0.8]	[0.4]
設備投資	▲ 0.3	▲ 7.8	[▲ 5.3]	[▲ 1.5]	0.6	[1.0]	[0.7]
政府消費	2.3	3.3	[0.8]	[4.0]	2.3	[0.1]	[0.4]
公共投資	3.3	2.3	[1.3]	[1.1]	1.4	[0.6]	[0.5]
輸出	▲ 2.6	▲ 15.3	[▲ 16.8]	[6.3]	9.8	[5.1]	[2.9]
輸入	▲ 1.5	▲ 8.3	[▲ 4.9]	[▲ 3.2]	3.5	[4.1]	[2.3]
国内需要	0.2	▲ 4.2	[▲ 4.2]	[2.3]	2.1	[0.7]	[0.5]
民間需要	▲ 0.4	▲ 4.9	[▲ 4.3]	[1.4]	1.5	[0.6]	[0.4]
公的需要	0.6	0.7	[0.2]	[0.9]	0.6	[0.1]	[0.1]
海外需要	▲ 0.2	▲ 1.1	[▲ 2.0]	[1.5]	0.9	[0.1]	[0.1]
名目 GDP	0.8	▲ 4.7	[▲ 5.6]	[3.5]	2.8	[0.8]	[0.6]
新設住宅着工戸数(万戸)	88.4	81.8	81.0	82.6	83.6	83.3	83.8
(前期比、%)	▲ 7.3	▲ 7.4	▲ 6.2	1.9	2.1	0.8	0.7
鉱工業生産	▲ 3.8	▲ 11.7	[▲ 13.1]	[6.8]	4.4	[0.9]	[0.4]
国内企業物価	0.1	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 0.4	0.6	0.5	0.7
消費者物価	0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.6	0.2	0.1	0.3
完全失業率(%)	2.3	3.1	2.9	3.3	3.0	3.1	3.0

注：民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資

国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入

消費者物価は消費増税の影響及び教育無償化政策の影響を含むベース(生鮮食品を除く総合)。

出所：内閣府、国土交通省、経済産業省、日本銀行、総務省などより浜銀総研作成

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報原に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。