

Economic Trends

発表日:2020年8月17日(月)

日本経済見通し(2020・2021年度)

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 経済調査部長・首席エコノミスト 新家 義貴(Tel:03-5221-4528)

<要旨>

日本・国内総生産(GDP)成長率予測値

2020年度予測	実質▲6.1% (前回 ▲5.3%)
	名目▲5.2% (前回 ▲4.4%)
2021年度予測	実質+3.4% (前回 +3.5%)
	名目+3.6% (前回 +3.8%)

※前回は2020年6月8日時点の弊社予測値

- 実質GDP成長率の見通しは、2020年度が▲6.1% (20年6月8日時点予測:▲5.3%)、2021年度が+3.4% (同+3.5%)である。20年4-6月期GDPが前期比年率▲27.8%と、前回予測時点の想定(同▲23.0%)を大きく下振れたことから、20年度の成長率見通しを大幅に下方修正した。
- 緊急事態宣言解除後に営業再開や自粛緩和の動きが急ピッチで進んだことや、特別定額給付金の支給もあり、6月の個人消費は明確に反発した。6月の急改善により7-9月期にかけてのゲタが非常に大きくなっており、7-9月期のGDPは前期比年率+15.4%の高成長を予想する。18年11月に始まった景気後退局面は既に終わり、20年5月を底として景気拡張局面に転じている可能性が高い。
- もっとも、7-9月期の高成長はあくまで緊急事態宣言によって経済活動が極度に委縮していたところからの一時的なリバウンドに過ぎず、持続性には疑問符が付く。20年10-12月期以降は回復ペースは鈍化する可能性が高い。
- 経済活動への制約が緩められたとはいえ、「新しい生活様式」という言葉に象徴される通り、今後も様々な制約は残り続けるため、経済の早期正常化は困難である。GDPの水準(季節調整値の予測値)でみれば、消費増税前の19年7-9月期と比較して、21年1-3月期は5.6%Pt、22年1-3月期でも3.3%Pt下回る。経済活動が元の水準に戻る時期は24年度まで後ずれする可能性がある。

日本経済予測総括表

日本経済	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
	実績	実績	予測	予測
実質GDP	0.3	0.0	▲ 6.1	3.4
(内需寄与度)	0.4	0.2	▲ 4.7	2.6
(うち民需)	0.2	▲ 0.4	▲ 5.0	2.1
(うち公需)	0.2	0.6	0.3	0.5
(外需寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 1.4	0.8
民間最終消費支出	0.1	▲ 0.6	▲ 6.9	3.2
民間住宅	▲ 4.9	0.5	▲ 9.5	4.2
民間企業設備	1.8	▲ 0.3	▲ 4.7	1.5
民間在庫変動	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
政府最終消費支出	0.9	2.3	0.7	1.2
公的固定資本形成	0.6	3.3	3.1	3.7
財貨・サービスの輸出	1.7	▲ 2.6	▲ 14.9	10.7
財貨・サービスの輸入	2.6	▲ 1.5	▲ 6.6	4.9
GDPデフレーター	▲ 0.2	0.8	0.9	0.2
名目GDP	0.1	0.8	▲ 5.2	3.6
鉱工業生産	0.3	▲ 3.8	▲ 12.1	6.7
完全失業率	2.4	2.4	3.3	3.1
経常収支(兆円)	19.2	19.8	15.0	16.0
名目GDP比率	3.5	3.6	2.9	2.9
消費者物価(生鮮除く総合)	0.8	0.6	▲ 0.3	0.3
(消費税・教育無償化要因除く)	0.8	0.4	▲ 0.4	0.3

【前回予測値(20年6月8日公表)】

2020年度	2021年度
予測	予測
▲ 5.3	3.5
▲ 3.9	3.1
▲ 4.2	2.6
0.4	0.5
▲ 1.5	0.3
▲ 4.9	3.5
▲ 10.9	4.4
▲ 5.8	3.1
▲ 0.3	0.0
1.0	1.0
2.8	5.9
▲ 14.1	10.4
▲ 5.3	7.3
0.9	0.3
▲ 4.4	3.8
▲ 8.9	5.1
3.6	3.2
17.0	18.5
3.2	3.4
▲ 0.2	0.4
▲ 0.3	0.4

日本実質成長率(暦年)	0.3	0.7	▲ 5.7	1.8
米国実質成長率(暦年)	3.0	2.2	▲ 5.5	3.7
ユーロ圏実質成長率(暦年)	1.9	1.3	▲ 7.5	4.4
中国実質成長率(暦年)	6.7	6.1	2.0	6.9

▲ 5.1	2.0
▲ 9.3	4.1
▲ 7.0	4.5
1.3	8.1

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注) 1. 為替レートは円/ドルで年度平均
2. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比
3. 民間在庫変動は寄与度

○ 実質GDP成長率は20年度▲6.1%、21年度+3.4%と予想

2020年4-6月期GDP統計の公表を受けて2020・2021年度の日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2020年度が▲6.1% (20年6月8日時点予測：▲5.3%)、2021年度が+3.4% (同+3.5%)である。暦年では2020年が▲5.7% (同▲5.1%)、2021年が+1.8% (同+2.0%)となる。20年4-6月期GDPが前期比年率▲27.8%と、前回予測時点の想定(同▲23.0%)を大きく下振れたことを主因として、20年度の成長率見通しを大幅に下方修正した。20年7-9月期以降は緊急事態宣言解除に伴う経済活動の再開を受けて回復を見込む。もっとも、感染の再拡大リスクが残るなか、今後も様々な制約は残り続ける。景気は20年5月を底として既に回復局面に転じているとみられるが、それまでの落ち込みを取り戻すことは難しい。新型コロナウイルス感染拡大以前の状態への早期復帰は困難であることに変わりはなく、経済の正常化には長い時間がかかるだろう。

○ 4-6月期は記録的な悪化に

8月17日に公表された2020年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲27.8%となった。落ち込み幅はリーマンショック時(09年1-3月期：前期比年率▲17.8%)を大きく上回り、現行統計で最大

の落ち込みとなっている。新型コロナウイルスの景気への悪影響がいかに大きかったかをまざまざと見せつける結果である。

個人消費は3月の時点で既に明確に落ち込んでいたが、4月7日の緊急事態宣言発出後、人と人との接触を8割減らすことが目標として掲げられ、不要不急の外出抑制、在宅勤務の推進、店舗の営業自粛等が一気に進んだことで、消費は一段と悪化度合いを強めた。4～5月にかけて、遊園地や映画館といった娯楽施設の売上は休業の影響でゼロを窺うレベルにまで減少、旅行や出張等、人の移動が抑制されたことによって鉄道・航空輸送量も激減したほか、飲食店の休業が相次いだことで外食も大幅な減少となるなど、サービスを中心に消費は激減した。その他にも、自動車や衣料品などの不要不急の消費も大きく水準を落とした。テレワーク対応のPC購入や在宅時間が増えたことによる食料品需要の増加など、一部では底堅く推移した品目もあったものの、外出手控えや営業自粛等による下押しの影響が圧倒的に大きく、消費全体で見れば記録的な悪化となっている。個人消費のほかにも、内外需要の激減によって企業業績が悪化、先行き不透明感も強まるなか、投資の手控え・先送りの動きが強まったことから、設備投資も減少している。緊急事態宣言発出による内需の落ち込みは極めて大きなものとなった。

新型コロナウイルスによって落ち込んだのは内需だけではない。新型コロナウイルスについては、当初は悪影響が個人消費、なかでもサービス業に集中しているという特徴があったが、欧州や米国などで感染封じ込めの動きが強まり経済活動が大幅に抑制されたことの影響により、4月以降には輸出の悪化も明確化した。また、こうした海外需要の急減を受け、国内でも工場の操業停止等の動きが広がり、4-6月期の鉱工業生産指数は前期比▲16.9%もの急減となっている。

このように、内外需ともに状況は極めて厳しく、下支え役不在のなか、4-6月期の日本経済は全面的な悪化となった。

○ 緊急事態宣言解除後の景気は明確に反発。7-9月期は高成長に

もっとも、こうした急激な景気の悪化には既に歯止めがかかっている。四半期で見れば4-6月期は急減となっているが、これは4、5月の落ち込みが極端に大きかったことによるものであり、月次統計で見れば6月には明確な改善がみられた。

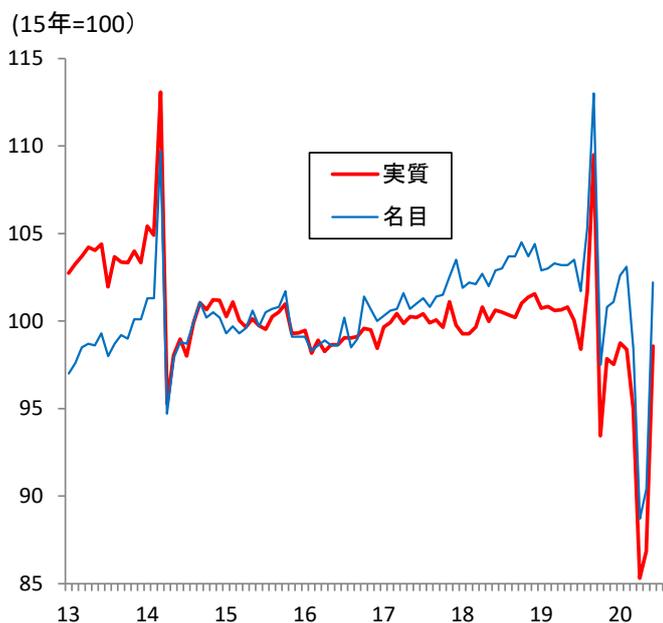
特に目立つのが個人消費の持ち直しである。5月25日に全国で緊急事態宣言が解除されたことで、営業再開や自粛緩和の動きが急ピッチで進んだ。さらに、特別定額給付金の支給によって所得が大幅に増えたことも追い風となり、6月の個人消費は大幅な増加となった。特に財消費のリバウンドは大きく、6月の小売業販売額は前月比+13.1%と、概ね新型コロナウイルスによる悪影響が本格化する前の1～2月の水準まで戻っている。営業再開に伴って衣料品等の消費が大幅に増加したほか、定額給付金効果で家電の販売も急増している。サービス消費の戻りは鈍いものの、それでも外食等を中心として5月からは持ち直しが見られており、最悪期は脱していることが確認できる。こうした6月の急改善により7-9月期にかけてのゲタは非常に大きくなっており、7-9月期の個人消費は大幅増加が確実な情勢である。

輸出についても持ち直しがみられる。ロックダウンの影響で大幅に落ち込んでいた欧米経済については既に経済活動が再開されており、景気は回復に転じている。工場の稼働が再開され生産活動が持ち直しているほか、個人消費等もそれまでの急激な落ち込みからのリバウンドがみられており、企業景況感も明確に持ち直している。こうした状況を受け、日本からの輸出も増加が見込める。6月段階では輸出は小幅増にとどまっているが、7月上中旬の輸出金額からは、7月の輸出が前月比で高い伸び

になることが示唆されている。4-6月期に急減した輸出だが、7-9月期には増加が見込めるだろう。

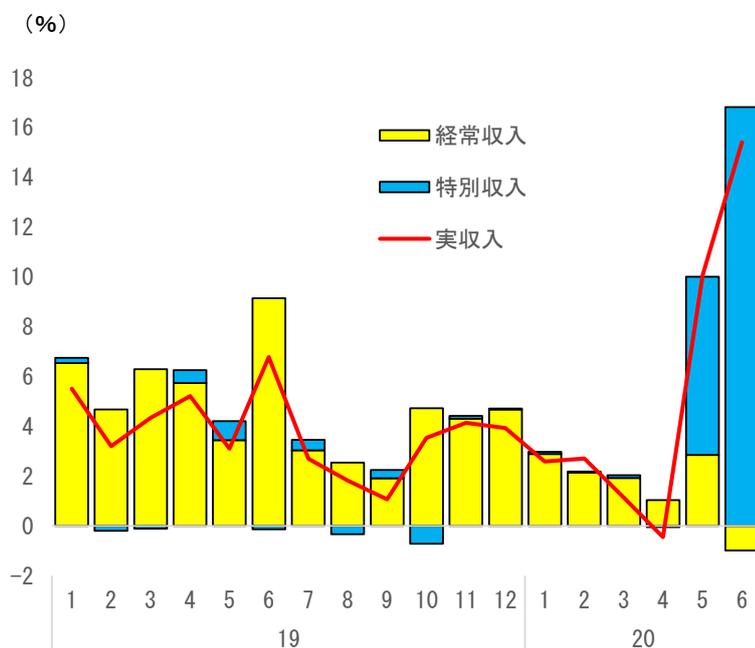
資料1 小売業販売額（季節調整値）

資料2 実収入の推移（前年比）



(出所) 経済産業省「商業動態統計」

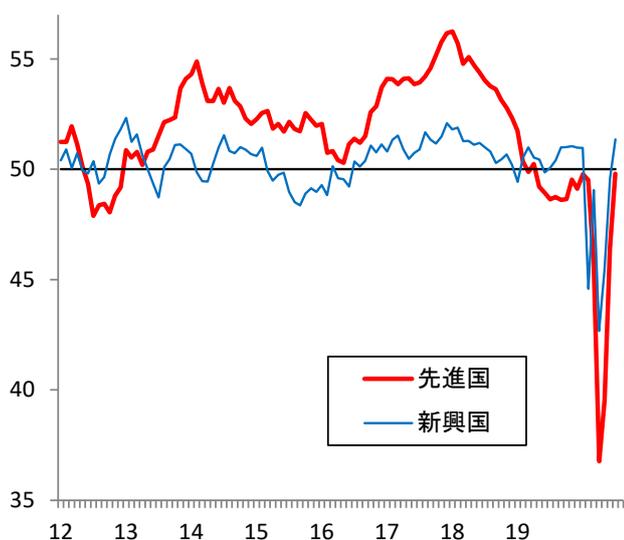
(注) 実質化及び実質値の季節調整は第一生命経済研究所



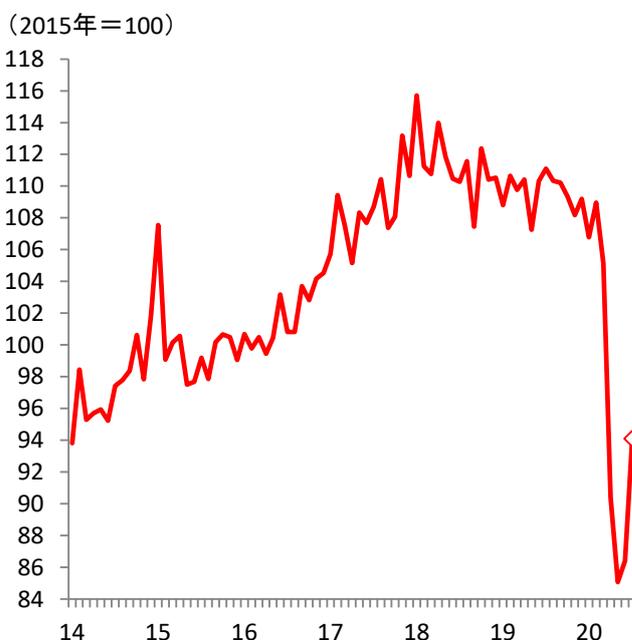
(出所) 総務省統計局「家計調査報告」

資料3 PMIの推移（製造業）

資料4 実質輸出（季節調整値）



(出所) IHS Markit



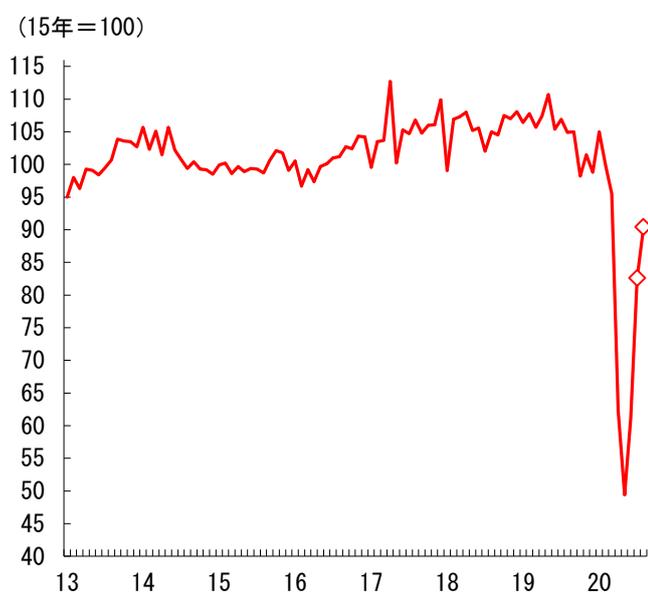
(出所) 日本銀行「実質輸出入」

(注) 直近の20年7月は第一生命経済研究所による試算値

輸出の回復を受け、国内の生産活動も持ち直しつつある。鉱工業生産指数は3月が前月比▲3.7%、4月が▲9.8%、5月が▲8.9%と急低下したが、6月には前月比+1.9%と上昇に転じ、予測指数でも7月に前月比+11.3%、8月に+3.4%と、自動車を中心として高い伸びが見込まれている。大手自動車メーカーは今後も生産正常化に向けての動きを進めていくとしていることから考えても、7-9月期の鉱工業生産は前期比で高い伸びになるとみられる。

こうした状況を踏まえ、20年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+15.4%の高成長になると予測する。今回の急激な景気悪化は、感染拡大抑制のために人為的に経済活動に強い制約を課したこと引き起こされたため、緊急事態宣言解除でその制約を緩めれば、その緩めたレベルまでは比較的速やかに戻るという構図である。7月30日に、2018年10月を暫定的な山として景気は後退局面にあったと認定されたばかりであるが、その後退局面は既に終わり、2020年5月を底として景気は拡張局面に転じている可能性が高い。

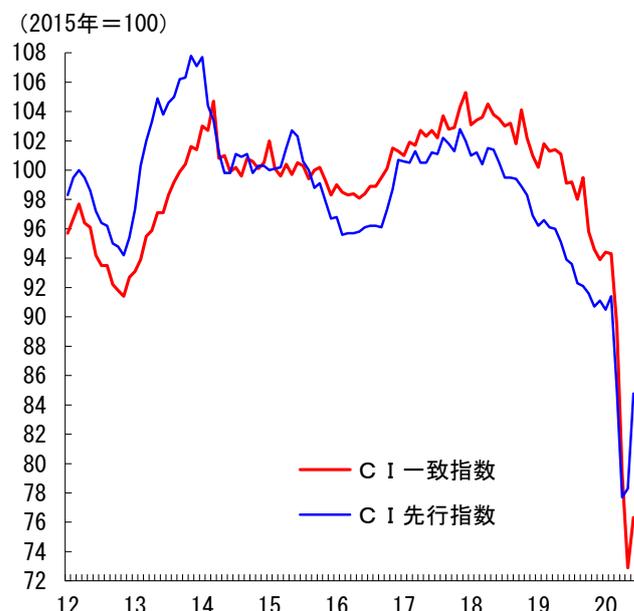
資料5 鉱工業生産指数（輸送機械工業）



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

(注) 季節調整値。直近7、8月は生産予測指数の伸びで延長

資料6 C Iの推移（季節調整値）



(出所) 内閣府「景気動向指数」

○ 急反発は一時的。回復ペースは鈍化へ

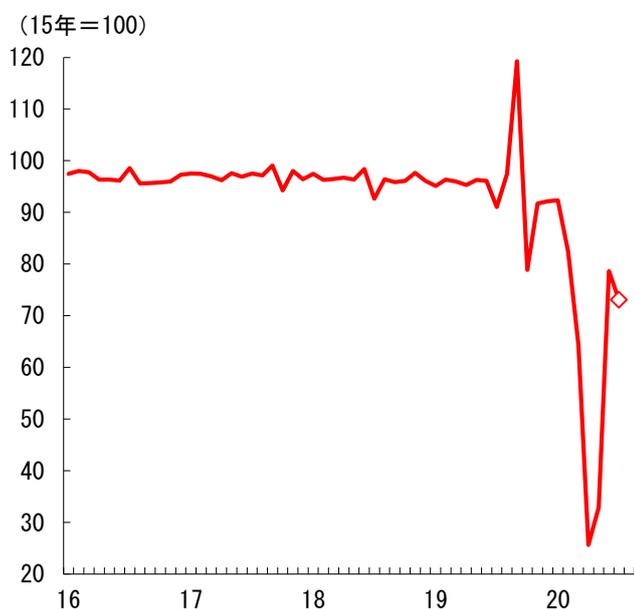
もっとも、景気の拡張・後退はあくまで景気の方角性を見るものであることに注意が必要である。今後も拡張局面が継続したとしても、景気の水準は低いままにとどまる。実際、仮に前述の予想通り7-9月期に前期比年率+15.4%の高成長が実現したとしても、4-6月期の落ち込みの半分も取り戻せない。7-9月期の高成長はあくまで緊急事態宣言によって経済活動が極度に委縮していたところからの一時的なリバウンドに過ぎないと見るべきだろう。経済活動への制約が緩められたとはいえ、「新しい生活様式」という言葉に象徴される通り、今後も様々な制約は残り続ける。新型コロナウイ

ルス感染拡大以前の状態への早期復帰が困難であることに変わりはない。経済活動の水準がある程度のところまで達すればリバウンドは一巡し、成長ペースが鈍ることが予想される。特別定額給付金による消費押し上げ効果もいずれは息切れすることにも注意が必要だ。

また、足元で新型コロナウイルスの感染拡大が再び進んでいることは懸念材料だ。経済への悪影響の大きさを考えると、再度の全国的な緊急事態宣言発令は回避されると想定しているが、今後の感染状況次第では、業種や地域を限定した形での自粛要請等が実施される可能性は残るほか、家計の自粛ムードの強まりから外出の手控え・消費の抑制に繋がることも考えられる。

実際、足元では回復ペースの鈍化を示唆する動きが散見される。全国百貨店売上高は4月に前年比▲72.8%、5月に▲65.6%と急減した後、6月には▲19.1%と減少幅が大きく縮小、季節調整済前月比でも大幅な増加となっていたが、大手百貨店の売上動向から推測すると7月には前年比▲20%程度、前月比でも小幅減と、持ち直しの動きが足踏みとなる見込みだ。また、経済産業省が集計しているMETI POS小売販売額指標の週次データによると、特別定額給付金効果もあって6月に非常に好調に推移していた家電大型専門店の売上は、7月に明確に鈍化していることが確認できる。その他、Google社が作成している位置情報データでも、5月中旬以降順調に回復していた小売店や娯楽施設への出入が、6月下旬以降は頭打ちになっていることが示されている。7月については、梅雨明けの遅れなどの天候不順の影響で下押しされている可能性があることに加え、自動車販売台数は7月に明確に増加するなど、必ずしも悪化を示すものばかりではないことを踏まえると、個人消費の回復基調が途切れたとまでは言えないが、少なくとも回復初期の急速なリバウンド局面は終わった可能性が高いだろう。

資料7 百貨店売上高（季節調整値）

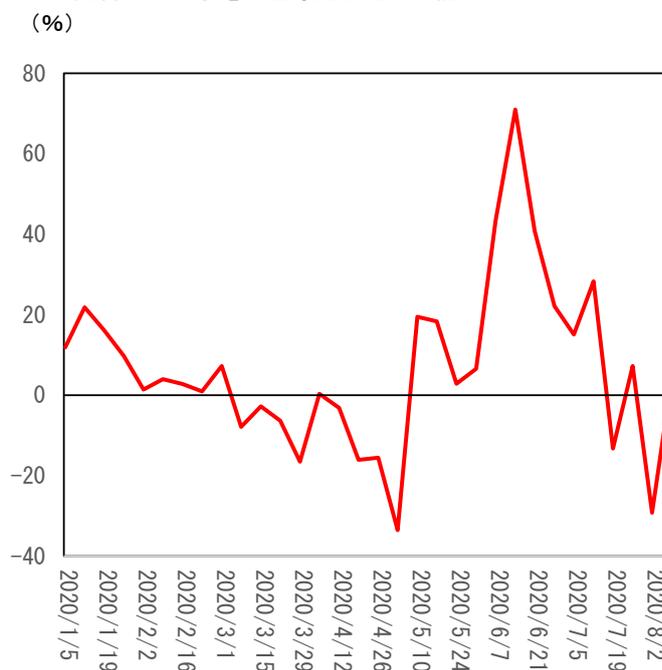


(出所) 日本百貨店協会「全国百貨店売上高」

(注1) 直近の20年7月は第一生命経済研究所による予測値

(注2) 季節調整は第一生命経済研究所

資料8 家電大型専門店売上（前年比）



(出所) 経済産業省「METI POS 小売販売額指標」

○ 業績悪化が設備投資や雇用・賃金へと波及

回復ペースを抑制するもう一つの要因が、新型コロナウイルスによる景気への負のインパクトが、企業業績の悪化や雇用・所得環境の下振れをもたらし、個人消費や設備投資の回復の頭を押さえることである。元々、輸出の減少や消費増税の影響で企業業績は悪化傾向にあったが、新型コロナウイルスの感染拡大がさらに追い打ちをかけた。4-6月期の企業業績は急減に悪化しており、赤字に転落する企業も多くみられている。7-9月期以降は最悪期を脱するも、経済水準は低いままで業績の回復も鈍いものにとどまる可能性が高い。

こうした状況では設備投資の回復は見込みがたい。新型コロナウイルスの問題収束時期がまだ見通せず、先行き不透明感の極めて強い状況が続くとみられることに加え、企業業績の大幅な悪化に伴って、企業は今後、投資の絞り込みに動くことが予想される。リモートワークへの対応など一部で増える投資もあるとみられるが、設備投資全体でみれば下押し圧力の方が大きく勝るだろう。景気は既に回復局面に転じているものの、設備投資に関しては、当面下振れて推移する可能性が高い。

また、企業業績の悪化は雇用・所得環境にも悪影響を及ぼす。6月の毎月勤労統計では、特別給与（ボーナスに相当）が前年比▲2.0%と減少した（共通事業所ベース）。新型コロナウイルスの悪影響で景気が大幅に落ち込んでいた割には減少幅が小さいように見えるが、ボーナス悪化が本格化するのはむしろこれからである。大企業では、春闘時にボーナス支給額を決めることが多いため、2020年の春闘では新型コロナウイルス前の業績をもとに交渉がされていた。そのため、2020年夏のボーナスは、新型コロナウイルスによる悪影響を反映しきれないと考えられる。一方、20年冬や21年夏のボーナスは、20年夏以上に厳しいものとなることが確実である。今冬や来年夏の交渉は、大幅な落ち込みが確実視される2020年の業績をもとに行うことになる。リーマンショック後の2009年のボーナスは前年比10%近い減少幅となったが、今冬や来年夏のボーナスはそれを超える悪化幅になってもおかしくない。

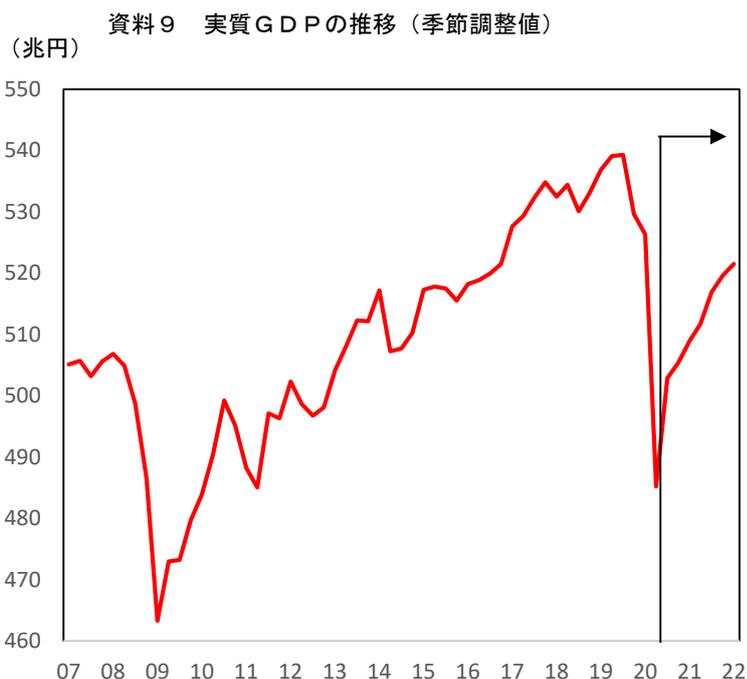
雇用についても状況は厳しい。4月以降、雇用者数は減少が明確化しているが、この先も悪化が続く可能性が高い。雇用は景気の遅行指標であることから、景気が回復に転じたとしてもすぐに増加に転じることは難しいだろう。4～5月にかけての売上急減のなか、雇用調整助成金の大幅拡充といった政府の経済対策によってなんとか雇用を維持している企業は多いと思われるが、先行きも経済活動の水準が低いものにとどまるとみられるなか、雇用の削減を実行する企業が増加する可能性は否定できない。現在2.8%である失業率は、20年末にかけて3%台半ばまで上昇すると予想している。

今のところ、雇用者報酬が大きく悪化するなかでも、特別定額給付金の支給によって所得がむしろ増加している世帯が多く、雇用や賃金の減少が消費の制約にはなっていない模様である。だが、特別定額給付金の支給は一度限りであり、その効果もいずれは息切れする。次第に企業業績の急激な悪化や雇用・賃金の減少等、所得面での悪影響が回復の頭を押さえる材料としてクローズアップされてくるだろう。

以上を踏まえ、実質GDP成長率（前期比年率）は20年4-6月期の▲27.8%の後、7-9月期に+15.4%、10-12月期に+2.0%、21年1-3月期に+2.8%と予測する。6月の急改善によるゲタ効果で7-9月期の成長率は高成長が確実とみられるが、持続性については疑問符が付く。20年10-12月期以降は回復ペースが鈍化するとみられ、20年前半の大幅な落ち込みを取り戻すことはできない。年度の成長率では20年度が▲6.1%と、リーマンショック時の2008年度（▲3.4%）、2009年度（▲2.2%）を

大きく超える落ち込みとなる。また、政府経済見通し（2020年度年央試算）では前年比▲4.5%、日銀展望レポート（20年度、中央値）では▲4.7%が予想されているが、これを大きく下振れる可能性が高いだろう。

なお、GDPの水準（季節調整値の予測値）でみれば、消費増税前の19年7-9月期と比較して、21年1-3月期は5.6%Pt、22年1-3月期でも3.3%Pt下回る。目先1~2年程度では新型コロナウイルス前の水準への復帰は全く見通せない。経済活動が元の水準に戻る時期は、2024年度頃まで後ずれする可能性があるだろう。



（出所）内閣府「国民経済計算」
（注）予測は第一生命経済研究所

○ 物価は再びマイナス圏へ

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通しは、2020年度が前年度比▲0.3%（前回見通し時点：▲0.4%）、2021年度が+0.3%（前回見通し時点：+0.4%）である。また、消費税及び教育無償化の影響を除いた予測数値は20年度が▲0.4%、21年度が+0.3%となる。

20年7月の東京都区部消費者物価指数（生鮮食品除く）は前年比+0.4%と、6月の+0.2%から上昇率を拡大させた。一時期に比べて原油価格が持ち直していることでガソリン等の石油製品価格のマイナス寄与が縮小したことに加え、エネルギー以外の部分でも改善がみられた。この結果を踏まえると、7月の全国消費者物価指数（生鮮食品除く）も、20年3月以来の前年比プラスとなる可能性が高い。目先、エネルギー価格の下落幅縮小が続くこともあり、7~9月の消費者物価指数は小幅プラス圏で推移する可能性が高い。

もっとも、こうしたプラス圏での推移は長続きしない。元々消費増税の影響によって景気が大きく落ち込んでいたところに新型コロナウイルス感染拡大の影響が直撃したことで、需給ギャップは4-6

月期にマイナス幅を大きく拡大させた。こうした需給バランスの悪化に伴う物価下落圧力が次第に強まるとみられ、サービスを中心に価格引き下げの動きが出てくるだろう。賃金の下落が今後進むこともサービス価格への下押し要因になる。加えて、エネルギー価格による下押しが秋以降強まることにも注意が必要だ。原油価格の持ち直しを受けて石油製品価格のマイナス寄与は当面縮小が見込まれるが、燃料費価格急落の影響が遅れて波及する電気代、ガス代については10月以降にマイナス寄与が大きく拡大するため、エネルギー価格全体で見れば10月以降、下落幅が明確に拡大することになる。こうした状況を踏まえると、20年10月以降の消費者物価指数は再びマイナスに転じるだろう。19年10月の消費税率引き上げによる押し上げが、実施から1年が経過することで剥落することも加わり、20年10月以降のマイナス幅は比較的大きなものになるとみられる。

21年度には、エネルギー価格の下落が一巡することで物価は再びプラス圏に浮上するとみているが、上昇幅は小さなものととどまるだろう。エネルギー価格を除いたコアコア部分は引き続き力強さに欠けるとみられ、CPIコアの伸びが加速するには至らない。20年後半から21年にかけては景気を持ち直しを予想しているが、20年前半の急激な落ち込みを取り戻すには至らず、需給ギャップは大幅なマイナスが継続する。結果として、21年度もCPIコアはゼロ%台前半～半ば程度での推移にとどまると予想している。+2%の実現は全く見通せない状況である。

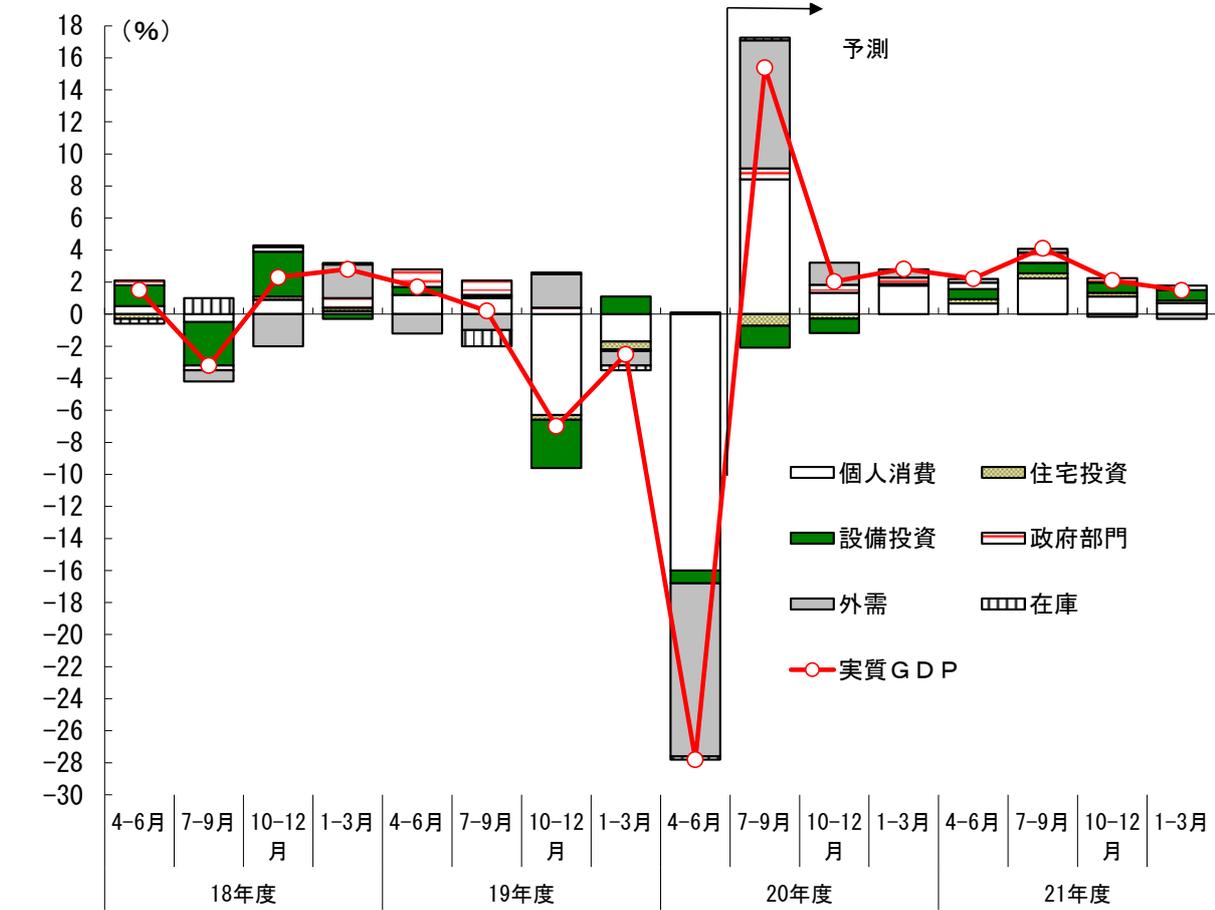
図表 実質GDPの見通し(四半期別推移)

	20年			21年			22年	
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質GDP	▲ 7.8	3.6	0.5	0.7	0.6	1.0	0.5	0.4
(前期比年率)	▲ 27.8	15.4	2.0	2.8	2.2	4.1	2.1	1.5
内需寄与度	▲ 4.8	1.7	0.2	0.6	0.5	1.0	0.6	0.4
(うち民需)	▲ 4.8	1.6	0.0	0.5	0.4	0.8	0.5	0.4
(うち公需)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
外需寄与度	▲ 3.0	1.9	0.3	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
民間最終消費支出	▲ 8.2	3.7	0.6	0.8	0.3	1.0	0.5	0.3
民間住宅	▲ 0.2	▲ 6.0	▲ 2.5	1.0	2.5	3.0	2.0	1.5
民間企業設備	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 1.4	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	▲ 0.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.5	0.2	0.2
公的固定資本形成	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5
財貨・サービスの輸出	▲ 18.5	7.5	4.5	3.0	2.0	2.5	0.5	0.3
財貨・サービスの輸入	▲ 0.5	▲ 4.6	2.0	2.0	1.5	2.0	0.7	0.7

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)。2020年7-9月期以降は第一生命経済研究所による予測値

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



(出所) 内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

