

10-12 月期 GDP は予想を上回る

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 10-12 月期 GDP は年率で二桁に乗せる

10-12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+3.0%（年率換算：+12.7%）と、事前の市場予想（同+2.4%、年率換算+10.1%、当社予想は同+2.0%、+8.4%）を上回った（図表 1、2）。7-9 月期の同+5.3%に続く高い伸びである。前年比でも▲1.2%と、前年同期が消費増税の実施された時期に当たることもあって、マイナス幅は 7-9 月期の同▲5.8%から大きく縮小した。なお、2020 年の通年では同▲4.8%と、11 年ぶりのマイナス成長となった。年前半の大幅マイナスが響いた形である。

需要項目別にみると、世界経済の回復を背景に輸出が同+11.1%（寄与度：+1.7%）と二桁の伸びとなったことが大きく寄与した。輸出だけで全体の伸びの半分以上を説明できる。また、特別定額給付金や Go To キャンペーン等が後押ししたことで、民間最終消費支出が前期比+2.2%（同+1.2%）と、大幅反発を記録した 7-9 月期の同+5.1%から、好調を持続する形となった。

また、民間設備投資も同+4.5%（同+0.7%）と、3 四半期ぶりのプラスとなったほか、政府最終消費支出も同+2.0%（同+0.4%）と、7-9 月期の同+2.8%に続く高い伸びとなった。

2. 個人消費は好調続く

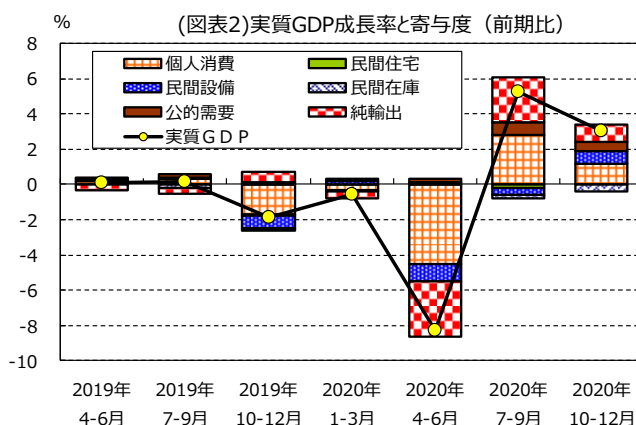
民間最終消費支出は前述の通り前期比+2.2%（年率換算：+8.9%）の伸びとなった。反動増で大きく伸びた 7-9 月の同+5.1%に続くプラスで、水準的には同▲8.4%だった 4-6 月期の落ち込みの 8 割程度を取り戻した形となっている。

形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同+9.2%、半耐久財が同▲2.0%、非耐久財が同▲0.5%、サービスが同+3.0%となっており、耐久財とサービスの伸びが大きい（図表 3）。耐久財についてはペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化と一人 10 万円の特別定額給付金、サービス消費については加えて政府の Go To Travel キャンペーンが下支えになったとみられる。

（図表 1）当社の実質 GDP 成長率予測と実績

(前期比)	当社予想		実績	
	2020年10-12月期		2020年10-12月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	2.0	—	3.0	—
前期比年率	8.4	—	12.7	—
民間最終消費支出	1.5	0.8	2.2	1.2
民間住宅投資	0.2	0.0	0.1	0.0
民間設備投資	2.8	0.4	4.5	0.7
政府最終消費支出	0.3	0.1	2.0	0.4
公的固定資本形成	0.8	0.0	1.3	0.1
民間在庫品増加(寄与度)	—	-0.2	—	-0.4
純輸出(寄与度)	—	0.8	—	1.0
財貨・サービスの輸出	10.3	1.7	11.1	1.7
財貨・サービスの輸入	5.2	-0.9	4.1	-0.7
名目 GDP	2.1	—	2.5	—
前期比年率	8.8	—	10.5	—
GDPデフレーター(前年同期比)	1.4	—	0.2	—

（出所）内閣府データより明治安田総研作成



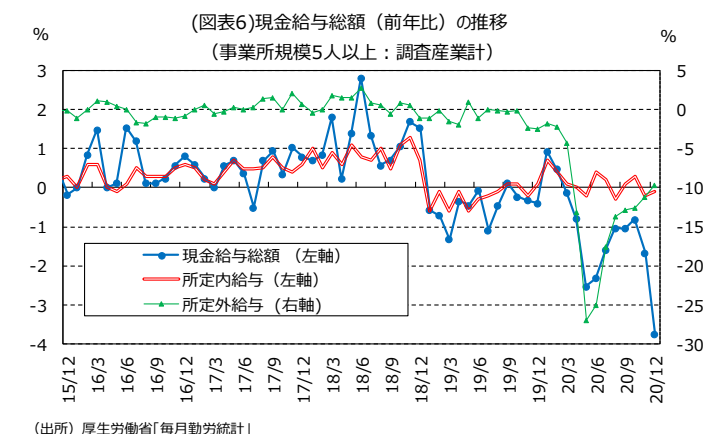
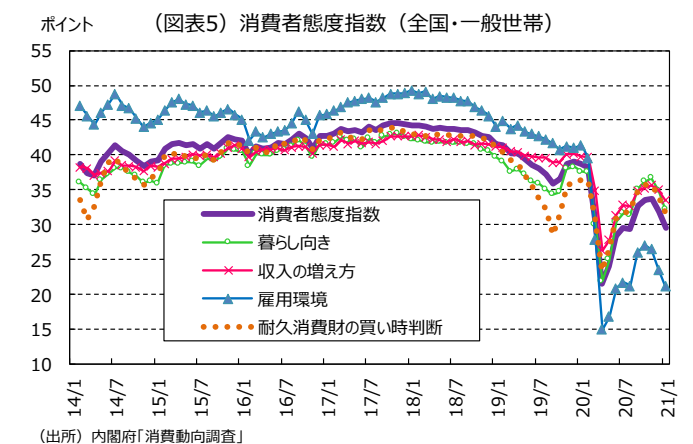
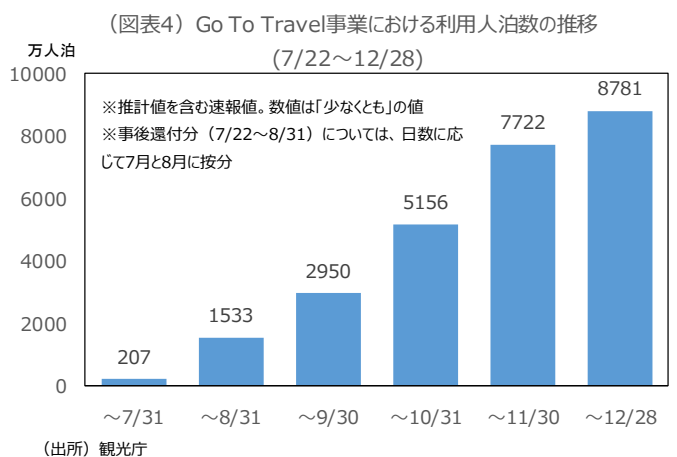
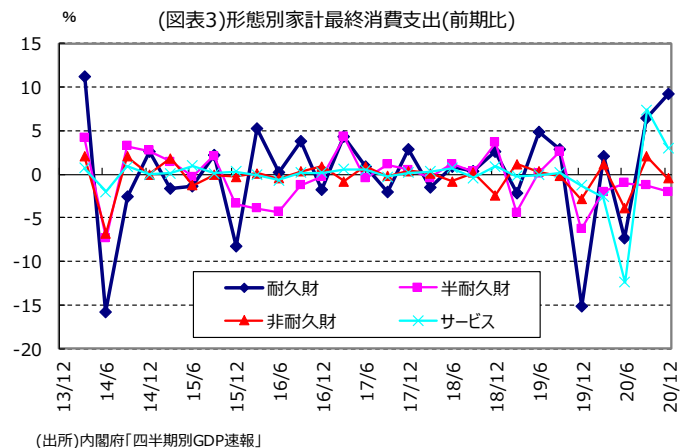
（出所）内閣府「四半期別 GDP 速報」

Go To Travel キャンペーンによる政府補助部分は、政府最終消費支出に計上される。今回、政府最終消費支出は前期比+2.0%と、7-9 月期の同+2.8%に続く高い伸びとなった。政府消費は本来振れの小さい項目であり、7-9 月期は同じ基準で統計が遡れる 1994 年以降、最大の伸びだった。Go To に加え、医療費が受診控えからの反動で増えたこと等も寄与している（医療費の政府負担分も政府消費に計上）。観光庁は Go To Travel キャンペーンについて、12 月 28 日までに 8,781 万人泊の利用があったと発表している（図表 4）。支援額は少なくとも 5,399 億円とのことである。Go To の割引額は最大 35%で残りは利用者が払うこと、15%の地域支援クーポンが追加で付与されることが、大きな追加需要を生んだ可能性がある。

Go To Travel キャンペーンの前算は、2020 年度第三次補正予算で約 1 兆円が追加され、総額 2.7 兆円に達している。ここまでまだ 5 分の 1 しか消化していないということで、いずれ再開されれば景気下支えに大きな効果を発揮しよう。

年明け以降の個人消費は、緊急事態宣言の再発令と、冬のボーナスの減少の影響で、対面サービス関連消費を中心に大きく落ち込んでいるとみられる。もっとも、人々の感染症に対する知識が蓄積され、先行き不透明感が薄れた分、昨年の春ほど景況感は落ち込んでいない（図表 5）。実際、昼間の繁華街の人出も大きく減少しておらず、宣言が明けさえすれば、外出需要の戻りは比較的スムーズと考えられる。個人消費のベースとなる雇用環境は底堅い。雇用調整助成金をはじめとした政府の企業支援策の効果で、失業率は 3%を下回っている。低下を続けていた有効求人倍率も、節目の 1 倍を手前に下げ止まった。

ただ、労働時間の減少に伴い、所定外給与の低迷が続いていることが、所得面での下押し圧力になっている（図表 6）。12 月の現金給与総額は大幅減となった。所定外労働時間の減少に伴う所定外給与の大幅マイナスが続いているのに加え、12 月の賞与が大きく減少したことが響いた。所定内給与は底堅いが、今年の春闘は労働者側にとって厳しい交渉が予想されることから、2021 年度は悪化が見込まれる。冴えない所得環境を背景に、個人消費は、総じて力強さを欠く推移となる可能性が高



いが、そうしたなかでも、Go To Travel キャンペーン等が下支えになると見込まれるほか、年度後半にかけては、ワクチンの接種が進むことが消費マインドの改善をもたらすことが期待できることから、方向性としては、徐々に回復に向かう展開を予想する。

3. 住宅投資は低迷だが

実質民間住宅投資は前期比+0.1%（年率換算：+0.2%）と、2 四半期ぶりにプラスとなったが、7-9 月期が同▲5.7%の大幅マイナスだったことを考えれば、反発力は鈍い。

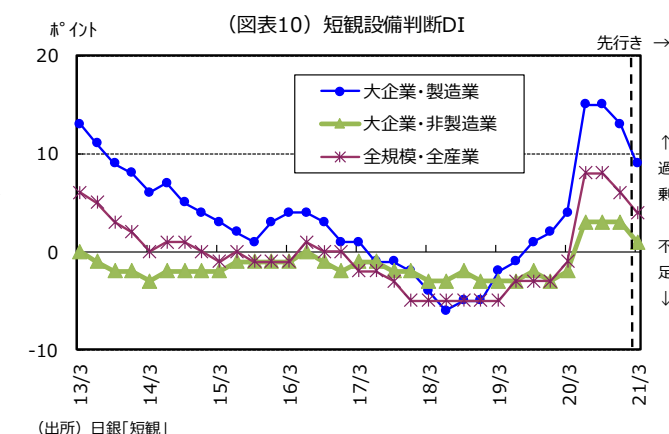
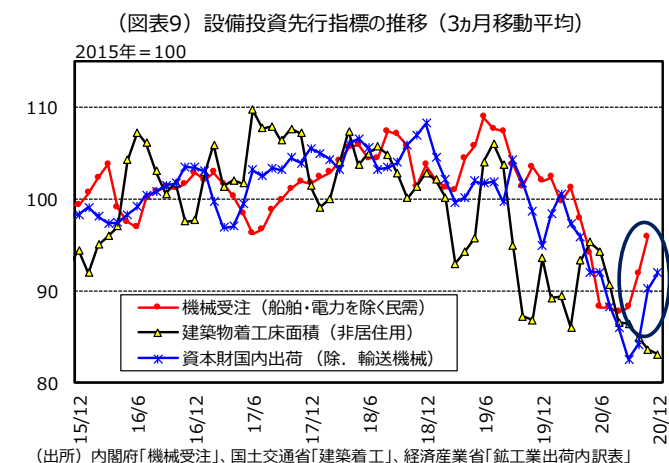
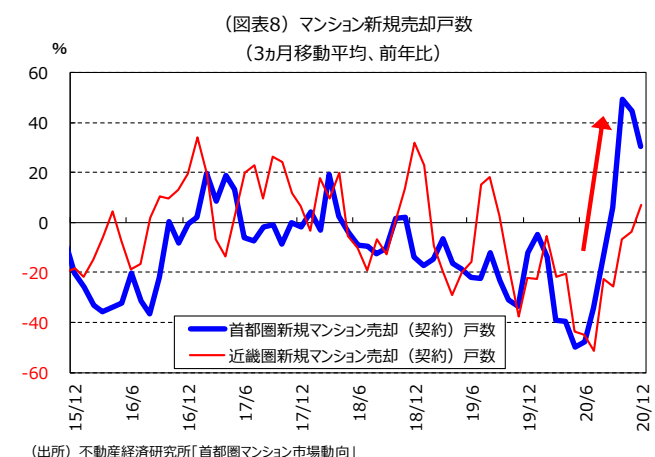
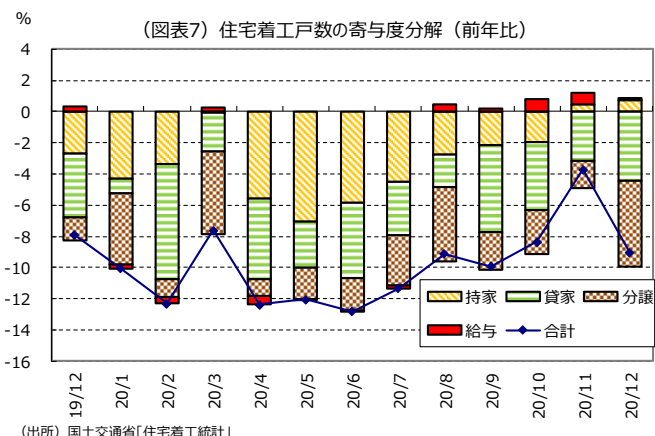
1 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）をみると、住宅投資の判断は、北海道が「弱めの動きとなっている」から「横ばい圏内の動きとなっている」に引き上げられたものの、他の8 地域では「減少」、「弱い（め）」との表現が維持されている。民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数をみると、前年比でのマイナストレンドが続いている（図表7）。

ただ、首都圏のマンション販売に関して言えば、底堅い推移が続いている（図表8）。在宅の時間が増えたことが、首都圏の居住者にとって、居住環境について改めて考え直す機会になった可能性がある。実際、昨年の緊急事態宣言明け後の販売センターへの来訪客の戻りも予想以上に早かった。貸家等の不振が続いていることで、住宅着工全体では低調な推移が続いているが、低金利環境と家計マインドの改善に支えられ、年度後半は徐々に上向くと考えられる。

4. 設備投資も回復

実質民間企業設備投資は、前期比+4.5%（年率換算：+19.4%）と、3 四半期ぶりのプラスとなった。輸出の回復が製造業の設備投資意欲を下支えしたのに加え、DX（デジタルトランスフォーメーション）需要や、環境関連需要等が下支えになったとみられる。

設備投資の先行指標は反発の兆しがみられる。12 月の資本財出荷（除く輸送機械）は前月比▲5.1%と、4 ヶ月ぶりにマイナスとなったものの、3 ヶ月移動平均では増加基調を維持している（図表9）。11 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比+1.5%と、10 月に同+17.1%と高い伸びを示した後も関わらず、2 ヶ月連続でプラスの伸びを

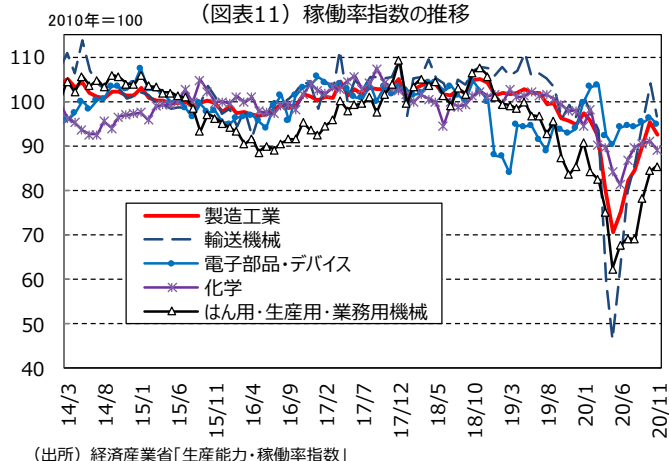


確保した。

全規模・全産業ベースの生産・営業用設備判断 DI (9月: +8 → 12月: +6、変化幅▲2) は低下している(低下なら不足方向、上昇なら過剰方向)(図表 10)。先行きも 2 ポイントの低下となっており、設備過剰感は弱まるとの見通しである。実際、経産省が発表している稼働率指数をみると、製造工業全体で前年同月の 9 割の水準まで戻っているほか、電子・デバイスに限れば前年の水準をすでに上回ってきている(図表 11)

政府・日銀による各種企業支援策も、企業マインドの下支え要因になっているとみられる。感染症の早期根絶は考えにくく、企業の中長期的な成長期待も低迷している中では、設備投資の急回復は考えにくいものの、年度後半にかけて、均せば緩やかな回復が続くと予想される。

(図表 11) 稼働率指数の推移



5. 公共投資は引き続き景気を下支え

10-12 月期の公的固定資本形成は前期比+1.3% (年率換算: +5.5%) と、6 四半期連続のプラスとなった。1 月のさくらレポートをみると、公共投資の判断は、全 9 地域で 10 月から横ばいとなっている。すべての地域で「増加」、「高水準」いずれかの表現が用いられており、ここまで公需が景気の下支え役となってきた様子を示している。さくらレポートのアンケート結果では、「国土強靱化関連の自動車道や港湾整備の工事発注から、公共工事の受注は高水準で推移している(釧路)」、等の声が寄せられている。感染再拡大も工事の進捗に大きな影響を与えていない模様である。

2020 年度の第三次補正予算では、「防災・減災・国土強靱化の推進(公共事業)」に 1 兆 6,532 億円が計上されているほか、「自然災害からの復旧・復興の加速」に整理されている 6,337 億円の事業を含め、合計 2 兆 936 億円が防災・減災・国土強靱化関係全体で用意されている。2021 年度予算でも、ほぼ前年並みの 6 兆 695 億円が用意された。上記アンケートでは、「公共投資の弱含みを懸念していたが、政府が来年度以降も国土強靱化を一段と推進することが分かり、不安が解消された(高知)」との声も挙がっており、引き続き堅調推移が期待できる。

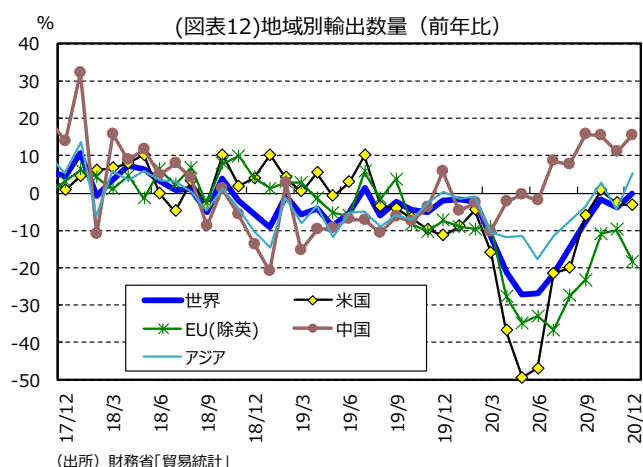
6. 輸出は記録的な伸び

輸出は前期比+11.1% (年率換算: +52.3%) と、同じ基準で統計が遡れる 1994 年以降、最大の伸びとなった。もっとも、年前半の落ち込みが大きかったこともあって、前年比ではまだ▲6.2%のマイナスとなっている。

輸出の実勢を示す輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると、中国向けが前年比で二桁以上の伸びを続けるなど、主たるけん引役となっている(図表 12)。2020 年通年でも、米国向けが同▲17.3%、EU 向けが同▲14.6%といずれも大幅マイナスになったのに対し、中国向けは同+2.7%と、主要国・地域の中では唯一プラスの伸びを確保した。

世界の新規感染者数の増加ペースは減少傾向にある(図表 13)。主要先進国の 10-12 月期の実質成長率は総じて鈍化したものの、落ち込みの多くはサービス部門で生じており、貿易に影響する物品生産部門の活動が大きく

(図表 12) 地域別輸出数量(前年比)



落ち込んでいるわけではない。米国の12月の鉱工業生産は前月比+1.6%と、3ヵ月連続でプラスとなるなど、感染者が再び拡大に向かう中でも、生産活動は堅調な回復を続けた。2021年の景気に関しては、バイデン新政権が1.9兆ドルの巨額追加経済対策を打ち出したことが上振れ要因となる。

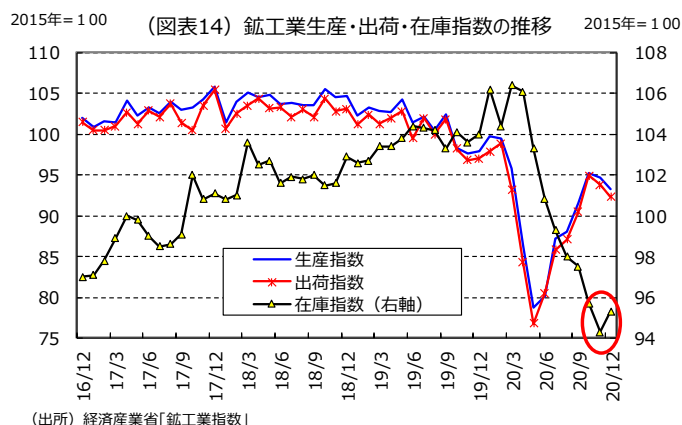
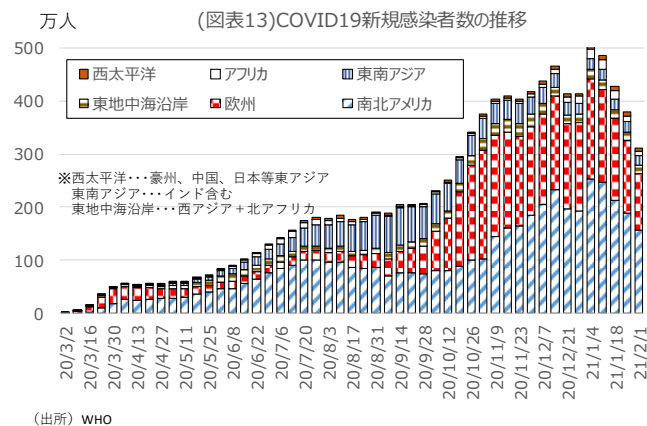
中国の10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.5%と、経済活動はすでにほぼ正常なレベルに戻っている。2020年は通年でも主要国の中で唯一プラス成長を確保した。2021年も政府主導で5G通信網やデータセンター、人工知能、都市間鉄道等のいわゆる「新型インフラ」部門に積極的な投資を続ける姿勢を表明しており、今後も中国向け輸出は堅調な推移をたどる可能性が高い。政府がここまでの感染症の封じ込めで高い能力を発揮しているのも安心材料である。

世界的な感染の拡大と縮小は今後も繰り返される可能性が高い。しかし、世界的な景気への負のインパクトと言う意味では、徐々に弱まっていく可能性が高い。こうした中、各国で打ち出している経済対策の景気下支え効果がより目立つ形になっていくのではないかと。日本の輸出は基本的に底堅い推移が続くと予想される。

7. 2021年度の景気見通しは改善

年明け後の日本経済は、緊急事態宣言の発令を受け、再び急減速を余儀なくされている。1-3月期の成長率は再びマイナスとなる可能性が高い。ただ、今回の緊急事態宣言に伴う感染拡大抑制策は、飲食店の時短要請が中心である。飲食店や宿泊業等の関連産業にとっては深刻だが、他の経済活動の制限は限定的なものにとどまっている。製造業の生産活動はほぼ通常モードで、年明け以降も操業度が著しく下がっている様子はみられない。鉱工業生産統計における、1月の製造工業生産予測指数は前月比+8.9%と、高い伸びが予想されている。コロナ下で膨らんだ在庫は、5月以降、急ピッチで水準を切り下げてきたが、11月の時点ですでに2011年4月以来の低さにまで低下しており(図表14)、在庫調整はほぼ一巡した可能性が高まっている。

緊急事態宣言の延長期間次第で影響度は変わってくるものの、昨年春の宣言時と比べれば、景気の落ち込み幅は小さくなるだろう。春以降は、世界的にワクチンの普及が進むにつれ、家計、企業マインドが上向く展開が期待される。米国のバイデン新政権が打ち出した大型経済対策をはじめ、各国政府の財政面



(図表15) 2020年12月経済対策の内容

	財政支出			事業規模
		うち国・地方	うち財政投融資	
I. 新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	5.9兆円 程度	4.5兆円 程度	1.4兆円 程度	6.0兆円 程度
II. ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現	18.4兆円 程度	13.4兆円 程度	5.0兆円 程度	51.7兆円 程度
III. 防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保	5.6兆円 程度	4.4兆円 程度	1.3兆円 程度	5.9兆円 程度
IV. 新型コロナウイルス感染症対策予備費の適時適切な執行	10.0兆円 程度	10.0兆円 程度	—	10.0兆円 程度
合計	40.0兆円 程度	32.3兆円 程度	7.7兆円 程度	73.6兆円 程度

(出所)内閣府

からのサポートも期待できる。日本でも、真水規模で 40 兆円に及ぶ経済対策が稼働し始めており（図表 15）、このまま景気が失速に向かう可能性は低い。

日本でも、年度後半にかけてワクチンの普及が進めば、家計と企業のマインドに好影響を与えるだろう。もちろん、ワクチンについての過剰な期待は禁物で、家計の外出需要や企業の投資需要に感染症の後遺症が色濃く残る展開にも警戒が必要である。2021 年度の景気は、総じて政府の経済対策と外需に支えられたものになる見通しで、内需主導の自律的回復には届かない状態が続くだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411