

7-9 月期 GDP は大幅反発

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 7-9 月期の GDP は大幅反発

7-9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+5.0%（年率換算：+21.4%）と、大幅反発を予想していた事前の市場予想（同+4.4%、年率換算：+18.9%、当社予想は同+4.0%、+16.9%）をさらに上回る伸びとなった（図表 1、2）。伸び率だけみれば、同じ基準で統計が遡れる 1994 年以降で最大である。ただ、水準的にはまだ 2 期前の 1-3 月期を 3.6%下回っている。

大幅反発は、4-6 月期の記録的な落ち込みの反動という要因が大きく、民間最終消費支出が同+4.7%（年率換算：+20.1%）と急回復したほか、世界的に経済活動の正常化が進むなかで、輸出が同+7.0%（年率換算：+31.3%）と伸びたことがけん引した。一方、設備投資は同▲3.4%、住宅投資は同▲7.9%と大幅マイナスとなり、民需の各項目間で明暗が分かれる形となった。

2. 個人消費は急回復

需要項目別にみると、まず、民間最終消費支出は前述の通り前期比+4.7%（年率換算：+20.1%）の高い伸びとなった。4-6 月は同▲8.1%で、水準的には 4-6 月期の落ち込みの半分程度を取り戻した形となっている。

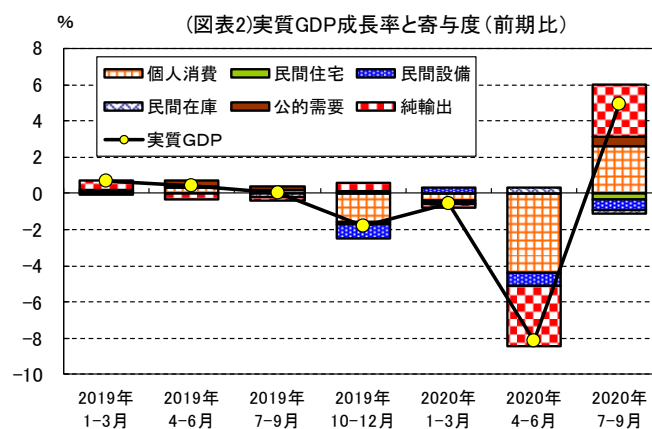
形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同+4.0%、半耐久財が同+1.5%、非耐久財が同+2.1%、サービスが同+6.6%となっており、耐久財とサービスの伸びが大きい（図表 3）。前期からの反動増に加え、一人 10 万円の特別定額給付金や、政府の Go To Travel キャンペーン等が下支えになったとみられる。なお、Go To Travel キャンペーンによる政府補助部分は、政府最終消費支出に計上される。今回、政府最終消費支出は前期比+2.2%と、同じ基準で統計が遡れる 1994 年以降、最大の伸びとなった。

特別定額給付金の多くは貯蓄に回り、個人消費が伸びていないとの見方もあるが、これがなければ夏場の個人消費はもっと落ち込んでいただろう。Go To Travel キャンペーンが好調な背景にも、特別定額給付金の存在があると考えられる。政府の施策はマインド面にも好影響を与えている。10 月の内閣府の景気ウォッチャー調査をみると、

（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7-9月期	寄与度	2020年7-9月期	寄与度
実質GDP	4.0	—	5.0	—
前期比年率	16.9	—	21.4	—
民間最終消費支出	4.0	2.2	4.7	2.6
民間住宅投資	-4.8	-0.1	-7.9	-0.3
民間設備投資	-1.9	-0.3	-3.4	-0.6
政府最終消費支出	0.5	0.1	2.2	0.5
公的固定資本形成	1.0	0.1	0.4	0.0
民間在庫品増加(寄与度)	—	-0.7	—	-0.2
純輸出(寄与度)	—	2.7	—	2.9
財貨・サービスの輸出	11.1	1.6	7.0	1.1
財貨・サービスの輸入	-5.9	1.1	-9.8	1.8
名目GDP	4.1	—	5.2	—
前期比年率	17.3	—	22.7	—
GDPデフレーター(前年同期比)	0.9	—	1.1	—

（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」

小売関連は 53.7 ポイントと、9 月から 6.1 ポイント大幅上昇、2017 年 12 月以来の 50 ポイント超えとなった(図表 4)。飲食関連は 60.4 ポイントで、統計が比較可能な 2002 年 1 月以降、もっとも高い数字となっている。DI の性質上、あくまで方向性であり、量感を示すわけではない点に注意が必要だが、足元の消費マインドが急ピッチで回復している様子を示している。

もっとも、先行きに関しては、小売、飲食とも 50 ポイント割れとなっており、関連業界の先行きの見方は依然慎重である。実際、今後給付金効果は漸減が見込まれる。個人消費の落ち込みが主としてサービス分野で生じた分、ペントアップ需要も長続きしにくい。10-12 月期の個人消費は、7-9 月期から大幅鈍化が予想される。

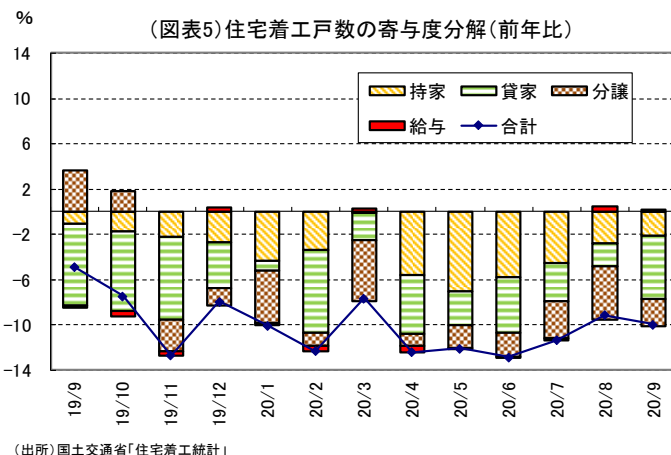
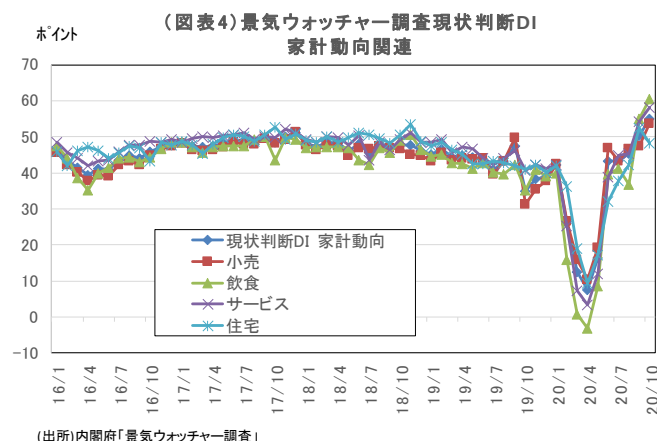
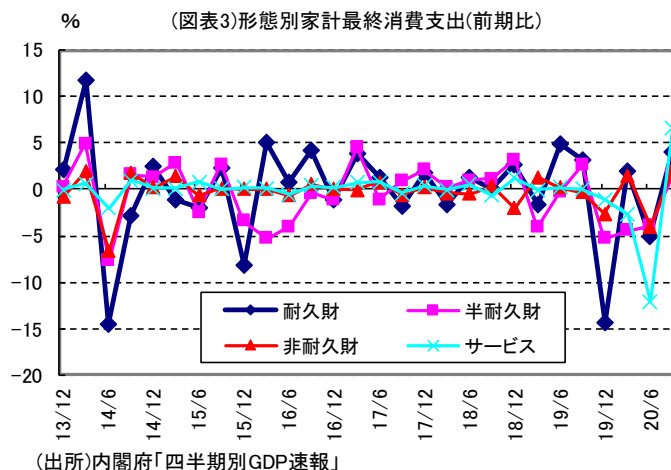
中期的には雇用・所得環境の動向が重要になる。9 月の失業率は、雇用調整助成金等の政策効果もあって、3.0%となお低水準にあるものの、企業が労働時間の調整で雇用を維持している結果、所定外給与が大きく落ち込むなど、所得環境は雇用環境以上に悪化している。底堅く推移している月例給も、年明けの春闘を経て、来年度は悪化する可能性が高く、2021 年度にかけての個人消費は停滞気味の推移が予想される。

3. 住宅投資は予想以上のマイナス

実質民間住宅投資は前期比▲7.9% (年率換算：▲28.1%) と、大方の予想以上の大幅マイナスとなった。マイナスは 4 期連続となる。4-6 月期のマイナス幅は同▲0.5%と、緊急事態宣言下にしては比較的小幅だった。これは、年明けの中国における感染拡大で、トイレ部品等、中国からの資材調達に支障をきたす事態になっていたことが、1-3 月期の住宅投資を押し下げ、代わりに 4-6 月期の押し上げ要因となった面があるとみている。しかし、4-6 月期は緊急事態宣言下で、住宅購入の先送りを決断する家庭が増えた可能性が高く、実際、住宅展示場の来場者数も急減していた。こうした影響が、7-9 月期の落ち込みとなって現れた可能性が高い。

10 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、中国地方で引き下げられ、全 9 地域で「減少」、「弱い(め)」、いずれかの表現が用いられている。4 月時点ではまだ「持ち直し傾向」、「高水準」、「横ばい圏内」といった表現が残っていたが、その後の半年で急速に冷え込んだ。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、貸家、分譲、持家とも前年比でのマイナストレンドが続いている(図表 5)。

今後も、感染症再拡大への不安が残る中での消費者、販売サイド双方の活動縮小が住宅投資の下押し圧力となろう。持家は、消費増税前の駆け込み需要が昨年夏場の時点



ですすでにピークアウトしていたのに加え、政府による住宅取得支援策が順次終了に向かっていることが下押し圧力となった。そこに、感染症の影響が加わった。貸家については、節税対策としてのアパート経営需要の一巡で減少トレンドが続いていたところに、やはり感染症問題が追い打ちをかけている。分譲は、消費税増税の反動減に、マンション価格の高止まりといった問題も加わっている。2021 年度にかけても住宅投資は低迷が予想される。

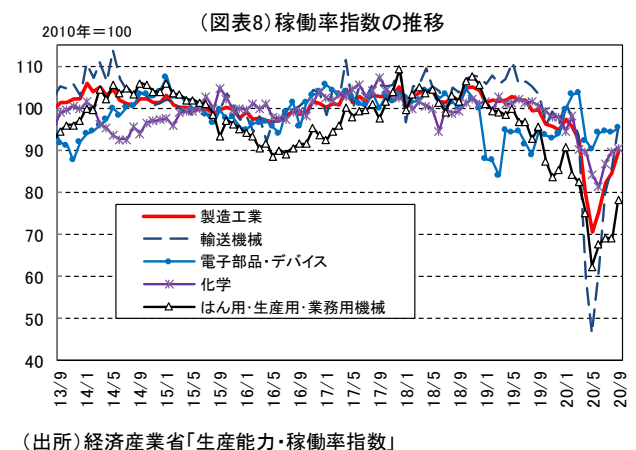
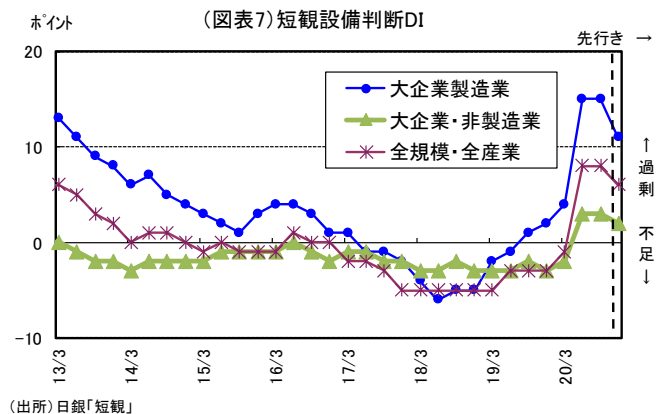
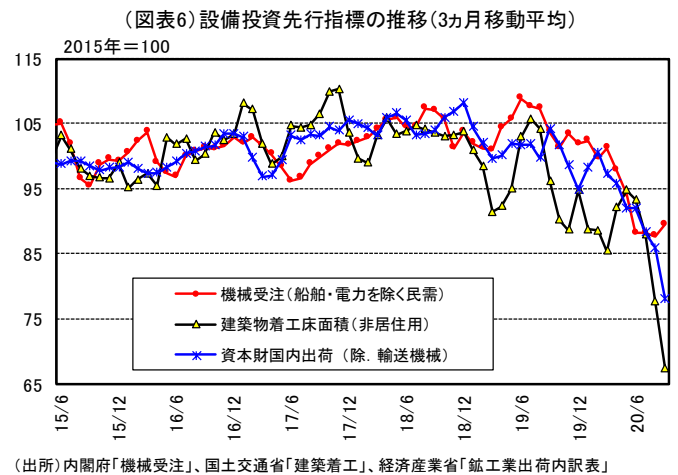
4. 設備投資も落ち込む

実質民間企業設備投資は、前期比▲3.4%（年率換算：▲12.8%）と、4－6 月期の同▲4.5%に続く大幅マイナスとなった。企業の設備投資意欲の冷え込みは鮮明である。設備投資に先行する主要 3 指標（3 ヶ月移動平均）をみると、資本財国内出荷（除. 輸送機械）、建築物着工床面積（非居住用）、機械受注（船舶・電力を除く民需）とも、コロナの流行前からすでに下振れ傾向が明らかとなっていたが（図表 6）、足元では低下ペースが加速している。

3 指標のうち、9 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲4.4%と、3 ヶ月ぶりのマイナスとなった。四半期ベースでも 7－9 月期は前期比▲0.1%と 5 四半期連続のマイナスである。7、8 月と 2 ヶ月連続でプラスだったこともあり、内閣府の基調判断は「機械受注は、下げ止まりつつある」が維持されているが、10－12 月期の見通しも同▲1.9%と、引き続き冴えない推移が続く予想となっており、設備投資は当分弱含みでの推移が続く可能性が示唆されている。

9 月短観における 2020 年度の全規模全産業の設備投資計画は、6 月の前年比▲0.8%から同▲2.7%へと、大きめの下方修正となっている。6 月調査時は、2020 年度の業績見通し自体がまだ定まらず、多くの企業が公表を先送りしていたが、その後コロナの業績への影響が明らかになるに伴い、改めて設備投資の下方修正に踏み切る企業が増えたとみられる。例年であれば、中小企業の投資計画は年度後半に行くに従い上方修正される傾向があるが、9 月は下方修正されている。

今後も設備投資は、2021 年度にかけ軟調な推移が続く可能性が高い。ただ、9 月短観の生産・営業用設備判断 DI を見ると、先行きに関しては、設備投資の過剰感がさらに増すとの見方は示されていない（図表 7）。稼働率指数をみると、9 月の時点で製造工業の稼働率は前年の 9 割まで戻っている。電子部品・デバイスに関しては前年の水準をすでに上回っており、今後の設備投資需要に繋がる可能性がある（図表 8）。ハイテク業界のみでは、設備投資のけん引役としては力不足とみられるが、稼働率の回復は設備投資の一定の下支えの役割を果たすと期待される。



5. 公共投資は景気を下支え

公的固定資本形成は前期比+0.4%（年率換算：+1.5%）と、2 四半期連続のプラスとなった。

10 月のさくらレポートをみると、公共投資の判断は、北陸が7月の「増加している」から「横ばい圏内の動き」と下方修正されたものの、東北が「減少している」から「緩やかに増加している」へと上方修正され、関東甲信越も「高水準ながらも、足もと減少している」から「高水準で推移している」へと小幅上方修正されている。他の6地域の判断は7月と同じだが、北陸以外の8地域で「増加」、「高水準」いずれかの表現が用いられており、民需の低迷が続く中で、公需が景気の下支え役となっている様子を示している。

さくらレポートのアンケート結果では、「昨年の台風19号等による被害の復旧工事や、防災・減災に関連する工事が本格化しており、追加の受注がみられている（福島）」、「地方公共団体の今年度予算は国土強靱化計画等から増額しており、予算執行に伴って、公共工事請負金額は引き続き増加している（神戸）」等の声が寄せられている。政府が3年ぶりに策定した、昨年12月の経済対策、「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」では、「災害からの復旧・復興と安全・安心の確保」に5.8兆円が割かれており、予算執行が順調に進んでいる様子を示している。12月に編成予定の第三次補正予算でも、「防災減災・国土強靱化」は3本柱のひとつに位置付けられている。感染再拡大が懸念される中、政府としては、景気回復トレンドを途切れさせないよう、今年も昨年同時期の補正並みの金額を確保するとみられ、景気下支えに寄与しよう。

6. 輸出は反発だが

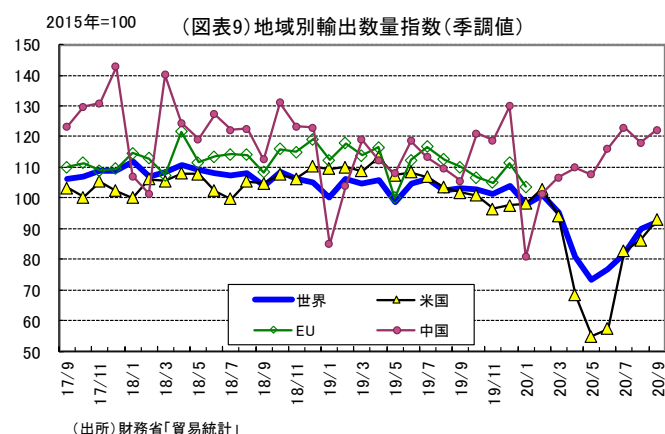
輸出は前期比+7.0%（年率換算：+31.3%）となった。高い伸びではあるものの、4-6月期に同▲17.4%の大幅マイナスとなった後の伸びとしては、勢いを欠く印象は否めない。水準的には二期前の1-3月期のそれをなお▲11.5%下回っている。

財務省の貿易統計から、9月の主要相手国・地域別の輸出数量の伸びを見ると、米国向け（8月：前年比▲20.1%→9月：▲6.1%）はマイナス幅が大きく縮小したものの、依然マイナス圏、EU向け（同▲27.5%→▲23.3%）は引き続き2割を超えるマイナス、中国向けだけが（同+7.7%→+15.8%）とプラス幅を大きく拡大させており、日本の輸出が、主要国の中でいち早く経済が正常化に向かった中国頼みの回復となっている様子を示している（図表9）。

世界経済の先行きの不確実性は依然として高い。新型コロナウイルス感染症は、4月上旬にいったんピークを迎えた後、中南米や南アジアで5月以降感染拡大が本格化、夏場以降は欧州で第二波が襲来した。

欧米の実質成長率は、7-9月期はペントアップディマンドの顕在化もあって高い伸びとなったが、10-12月期は再び大きく鈍化しよう。国別の流行状況に差はあるが、どの国でも断続的に感染者の発生が続き、再流行への不安が燃り続けると考えられるため、国民が外出を控え気味にする傾向は容易に変わらないだろう。各国政府も移動規制や営業規制を完全に撤廃することはできず、対面サービス産業を中心に苦戦が続くと考えられる。

米中対立は、バイデン新政権のもとでも改善が見込めない状況にある。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易の低迷が続く、外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げよう。「With コロナ」の経済構造の再構築には相応の時間がかかるとみられ、少なくとも2021年いっぱい、どちらかと言えば副作用と後遺症が目立つ展開が続く可能性が高い。こうした環境下、日本の輸出も冴えない推移が続くと予想する。



7. リバウンド局面は一巡へ

7-9 月期の GDP の回復は、大きく落ち込んだ 4-6 月期からのリバウンドという側面が強かったが、リバウンド局面はそろそろ一巡である。9 月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+3.9%（確報値）と、なお高い伸びが続いているが、製造工業生産予測指数を見ると、10 月は前月比+4.5%、11 月は同+1.2%と、次第に伸びが鈍る予想となっている。経産省が公表している 10 月の製造工業生産予測指数の補正值（計画値に含まれる上方バイアスを補正して計算）も同+1.4%と、伸びが鈍るとの見通しである。

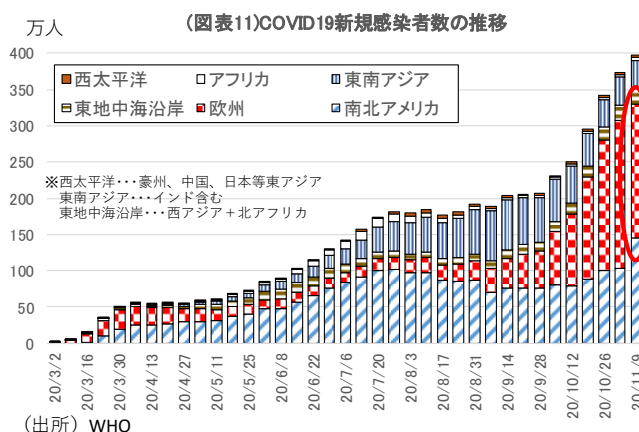
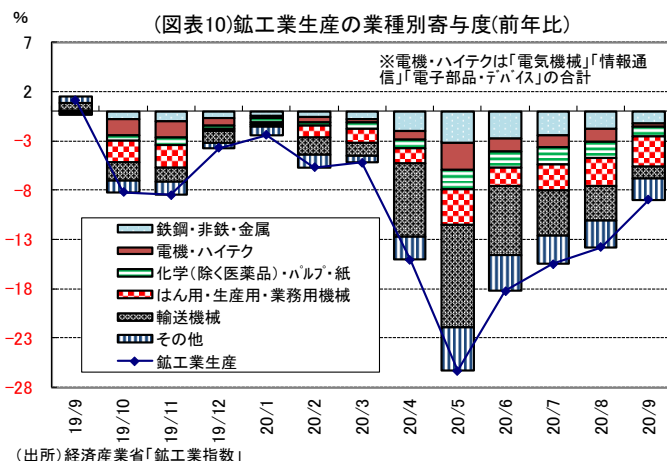
4 月以降の生産調整は自動車主導で進んできた面が大きいが（図表 10）、自動車生産も前年比でのプラス転換が目前に迫ってきた。欧州で再び新型コロナウイルスの新規感染者数の拡大ペースが加速するなど、世界景気の順調な回復が見込めないことを考えれば、世界的な自動車販売は伸び悩むとみられ、自動車生産が前年同月の水準を取り戻すところまではたどり着いても、さらにプラス幅を拡大させていく展開は予想しにくい。

ここへきて再び世界の感染者数の拡大ペースが加速している。特に深刻なのは欧州で（図表 11）、10-12 月期に再びマイナス成長に逆戻りするのが有力な情勢である。欧州のように、深刻な第二波に見舞われ、感染症の封じ込めの難しさをあらためて確認させられた国々では、再び感染が収束に向かったとしても、消費者や企業の経済活動の回復ペースがきわめて鈍くなるのは避けられない。

米国でも感染再拡大が続いている。今後も、感染再流行への警戒ムードや、人々の行動抑制的な方向への意識変化が根強く残るとみられ、先行きの世界景気は均せば緩慢な回復を余儀なくされると予想する。日本の景気は、依然輸出次第の面が大きい。来年にかけても、世界的にコロナの後遺症が残ることが想定される中では、日本からの輸出も伸び悩み、景気の抑制要因となろう。

世界経済の回復が遅れるなかで、2021 年度にかけても、外需は低迷、グローバル企業の業績は苦戦が続き、設備投資計画を先送りする動きに繋がる可能性が高い。家計にとっては、来春の春闘が極めて厳しい結果が見込まれるほか、人と人との接触をなるべく避ける行動様式の定着が進むこともあって、個人消費は 2021 年度にかけても停滞気味の推移が続くとみる。来夏のオリンピックは開催を前提とするが、海外からの訪日客は当初期待された水準を大きく下回り、景気回復の起爆剤になるかどうかは疑問符が付く。

ワクチン開発が予想以上のスピードで進んでいるのは朗報で、見通しのアップサイド要因である。ただ、副作用や効果の確認、十分な供給量の確保にはかなりの時間がかかるとみるのが自然で、早期に人々の感染への不安を一掃するには至らないのではないかと。日本経済は、2021 年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされると予想する。



※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