

1-3 月期 GDP は予想通りマイナス

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 1-3 月期 GDP は市場予想に近いマイナス

1-3 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲1.3%（年率換算：▲5.1%）と、事前の市場予想（同▲1.1%、年率換算▲4.5%、当社予想は同▲1.2%、▲4.7%）を小幅に下回った（図表 1、2）。年明けから発令されていた 2 回目の緊急事態宣言の影響が現れた。この結果、2020 年度通年では前年比▲4.6%と、現行統計で年度ベースの前年比が確認できる 1995 年度以降、最悪の落ち込みとなった。ちなみに、リーマンショックのあった 2008 年度は同▲3.6%だった。

需要項目別にみると、飲食店の時短営業と外出自粛要請の影響で、民間最終消費支出が前期比▲1.4%（寄与度▲0.7%）の大幅マイナスとなった。これだけで全体の落ち込み幅の過半を説明できる形となっている。一方、住宅投資は底堅い首都圏のマンション需要等を反映し、同+1.1%（同+0.0%）と 2 四半期連続のプラスとなった。

企業関連では、民間設備投資が同▲1.4%（同▲0.2%）のマイナスとなった。民間在庫は、10-12 月期の取り崩しから積み増しに転じた結果、実質 GDP へのプラス寄与度は+0.3%と 2 年半ぶりの高さとなった。もっとも、これについては最終需要の不振を反映した後ろ向きの積み上がりといった性格が強いとみられる。

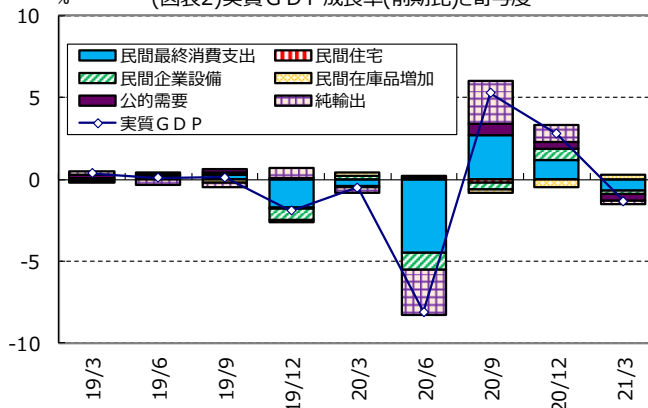
公需に関しては、政府最終消費支出が同▲1.8%（同▲0.4%）、公的固定資本形成が同▲1.1%（同▲0.1%）と、いずれもマイナスとなった。一方、世界経済の回復を背景に、輸出は同+2.3%（同+0.4%）と 3 四半期連続のプラスとなった。自粛要請下で、国内の経済活動が全般的に鈍る中、輸出が日本経済を支えている様子を示した。

（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	
	2021年1-3月期		2021年1-3月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	-1.2	-	-1.3	-
前期比年率	-4.7	-	-5.1	-
民間最終消費支出	-1.8	-1.0	-1.4	-0.7
民間住宅投資	0.2	0.0	1.1	0.0
民間設備投資	0.8	0.1	-1.4	-0.2
政府最終消費支出	-2.0	-0.4	-1.8	-0.4
公的固定資本形成	-0.1	-0.0	-1.1	-0.1
民間在庫品増加(寄与度)	-	0.2	-	0.3
純輸出(寄与度)	-	-0.2	-	-0.2
財貨・サービスの輸出	1.8	0.3	2.3	0.4
財貨・サービスの輸入	2.8	-0.5	4.0	-0.6
名目 GDP	-1.1	-	-1.6	-
前期比年率	-4.4	-	-6.3	-
GDPデフレーター (前年同期比)	0.2	-	-0.2	-

（出所）内閣府データより明治安田総研作成

（図表2）実質 GDP 成長率(前期比)と寄与度



（出所）内閣府

2. 年度後半の「リベンジ消費」に期待

民間最終消費支出は、前述の通り前期比▲1.4%（年率換算：▲5.4%）の大幅マイナスとなった。2020 年度の民間最終消費支出は、4-6 月期に同▲8.3%と大きく落ち込んだ後、7-9 月期は同+5.1%、10-12 月期は同+

2.2%と順調な回復が続いていたが、2度目の緊急事態宣言で回復トレンドに水を差された形となった。

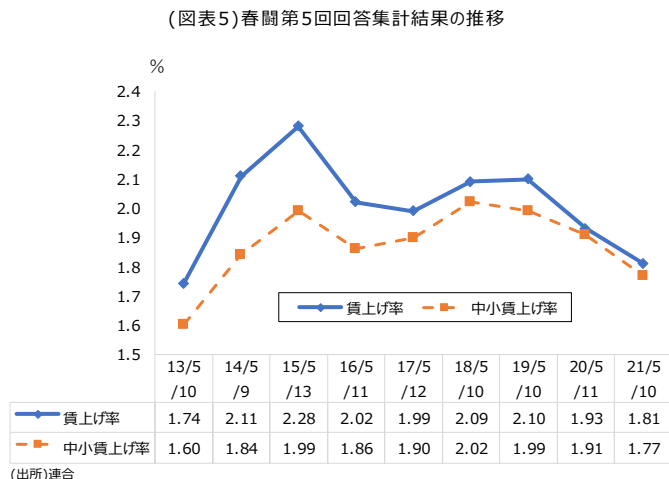
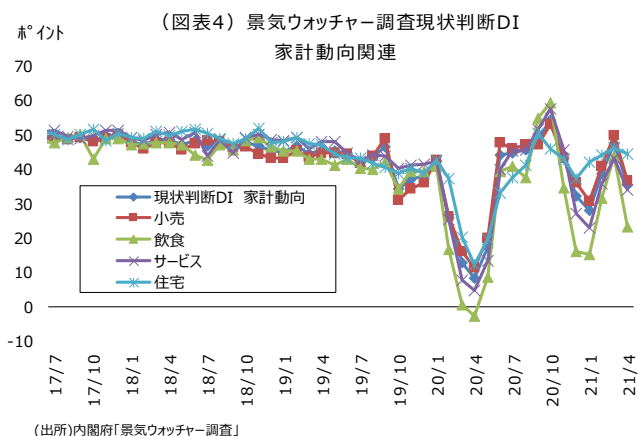
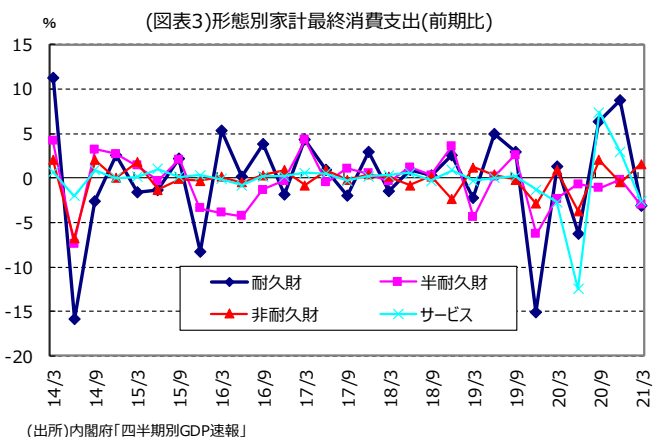
形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同▲3.1%、半耐久財が同▲3.0%、非耐久財が同+1.6%、サービスが同▲2.6%となっており、非耐久財以外は軒並み落ち込んだ（図表3）。ペントアップディマンド（繰り越し需要）の一巡に加え、サービスに関しては昨年末にかけて盛り上がったGo To Travelキャンペーンの反動が現れたと考えられる。非耐久財は、自粛下での食品需要増等が支えた形だろう。

特に、このところ目立つのがサービス消費の振れである。サービス消費は本来、好不況にかかわらず振れの小さい項目である。1994年4-6月期から2019年7-9月期までの約25年間で、サービス消費前期比の振れ幅がプラスマイナス1%を超えた四半期は9%に過ぎないが、2019年10-12月期以降は、すべての四半期でプラスマイナス1%を超えている。当面は、感染症の動向次第で引き続き振れの大きい状態が続くと予想される。

4月25日から、東京都を含む4都府県で再発令された三回目の緊急事態宣言は、その後5道県が追加され、なお継続中である。4月の景気ウォッチャー調査を見ると、家計動向関連の現状判断DIは、3月の47.3から35.4へと、▲11.9ポイントの大幅低下となった（図表4）。4、5月の個人消費は再び弱含むと予想される。ただ、第1回目の際も、第2回目の際も、宣言明け後はV字型回復を遂げていた。今回も、宣言解除後は、蓄積されたペントアップディマンドの発現が期待できよう。

感染者が減少に向かっている多くの国で、「リベンジ消費」と呼ばれる反動増的な個人消費の盛り上がりが見られる。日本も同様の展開が期待できるのではないかと。観光、飲食等の対面サービス産業が、呼応したキャンペーンをこぞって打ち出すことが予想されるほか、政府も「Go To」の再開で後押しするとみられる。日本の場合、雇用環境が大きく悪化しているわけではないこともプラス材料である。昨年度の給付金効果で、家計の財務ポジションも改善しており、増加した金融資産が宣言明け後の個人消費の原資となる展開も期待できる。

ただ、反動増一巡が予想される2022年度の個人消費は、所得の伸びに見合った緩やかなペースにまで減速しよう。2021年春闘の第5回回答集計結果を見ると、平均賃金方式の定昇相当込み賃上げ率は1.81%と、2014年以降でもっとも低くなっている（図表5）。2022年度の春闘に関しては、輸出企業の業績改善が進む中、今年の伸びを上回る妥結結果が予想されるが、なんらかの形でコロナの後遺症が残るとみられるなか、アベノミクス下でのトレンドを超える水準までは届かない可能性が高い。



3. 住宅投資も回復へ

1－3 月期の実質民間住宅投資は前期比＋1.1％（年率換算：＋4.5％）と、2 四半期連続のプラスとなった。2020 年 7－9 月期は同▲5.7％の大幅マイナスであり、水準的には 2020 年 4－6 月期のそれをまだ 5％近く下回っている。しかし、月別の統計をみると、3 月の新設住宅着工戸数は前年比＋1.5％と、21 ヶ月ぶりにプラス圏に浮上、季調済前月比では＋9.0％の大幅上昇となるなど、回復の兆しがみえる（図表 6）。4 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）をみても、住宅投資の判断は、北陸が「弱い動きとなっている」から「減少している」へと下方修正されたものの、中国が「緩やかに減少している」から「下げ止まりつつある」へ、四国が「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」へとそれぞれ上方修正されている。

首都圏のマンション販売も依然底堅い（図表 7）。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り、郊外物件などが好調である。今後の住宅投資は、消費税引き上げに伴う下押し圧力の一巡が見込まれること、ワクチン普及に伴い、販売センターへのさらなる出足の戻りが期待できることから、2022 年度にかけて回復トレンドが続くと予想する。ただ、中長期的には人口減少が抑制要因となる。

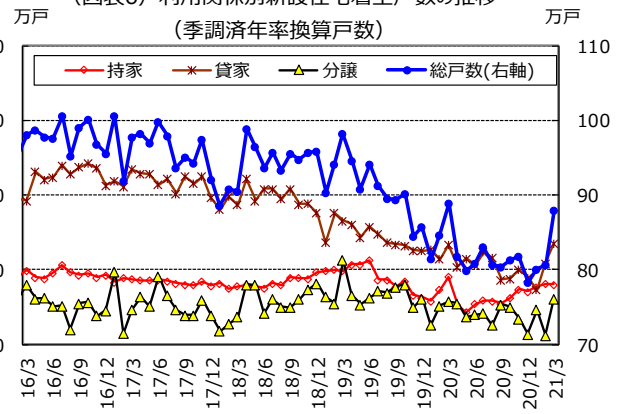
4. 設備投資は外需、DX、脱炭素が支えに

実質民間企業設備投資は、前期比▲1.4％（年率換算：▲5.5％）と、2 四半期ぶりのマイナスとなった。10－12 月期が同＋4.3％の高い伸びだった反動という側面もあるが、緊急事態宣言の影響で、設備投資計画を一時的に凍結、あるいは延期した企業も少なからずあった可能性がある。

ただ、この間の企業景況感は回復傾向が続いており、設備投資意欲が大きく冷え込んだわけではないとみられる。3 月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI が＋5 と、12 月調査の▲10 から＋15 ポイントの大幅改善となった（図表 8）。大企業・製造業の業況判断 DI はこれで 3 期連続の改善、底だった昨年 6 月短観の▲34 からは、39 ポイントの改善であり、水準的には 2019 年 9 月の消費増税直前の水準にまで戻っていた。

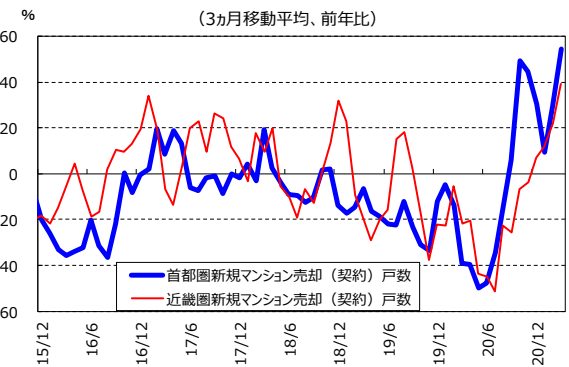
設備投資の主要先行指標を見ると、機械受注（船舶・電力除く民需）、資本財国内出荷（除く輸送機械）、建築物着工床

（図表 6）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）

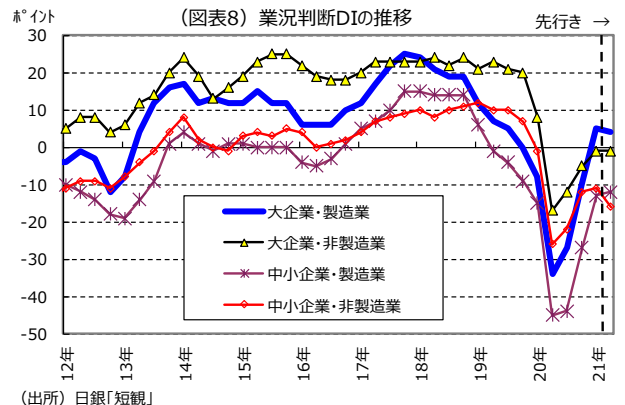


（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表 7）マンション新規売却戸数
（3ヵ月移動平均、前年比）

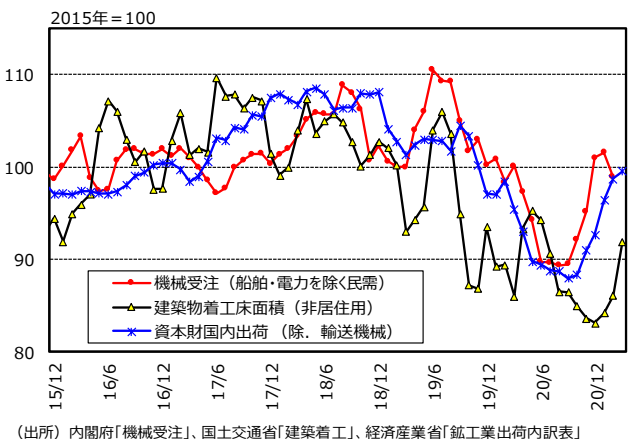


（出所）不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」



（出所）日銀「短観」

（図表 9）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

面積とも回復トレンドが続いている（図表 9）。3 月の工作機械受注も、中国向けにけん引される形で、前年比＋65.0%、前月比＋21.1%と高い伸びを示した。

堅調な外需を背景とした企業業績の回復も下支え要因となる。日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強い。この点、米中二大経済大国が世界経済をけん引する状況がしばらく続くとみられるのはプラス材料である

コロナ禍で、DX 関連の投資推進の必要性を痛感した企業も多いとみられる。脱炭素に向けた取組みを国策とする国が増え、日本も追随する中で、環境関連の投資も待ったなしの状況となっている。ホテルや飲食店等の新設需要や、航空機や鉄道車両等の更新需要はしばらく低迷を余儀なくされるとみられるものの、2022 年度までの設備投資は外需、DX、環境等をけん引役に、回復基調が続くと予想する。

5. 公需は一時的な低迷か

1－3 月期の公的固定資本形成は前期比▲1.1%（年率換算：▲4.2%）と、7 四半期ぶりにマイナスに転じたが、今後は高水準での横ばい圏内の推移が予想される。

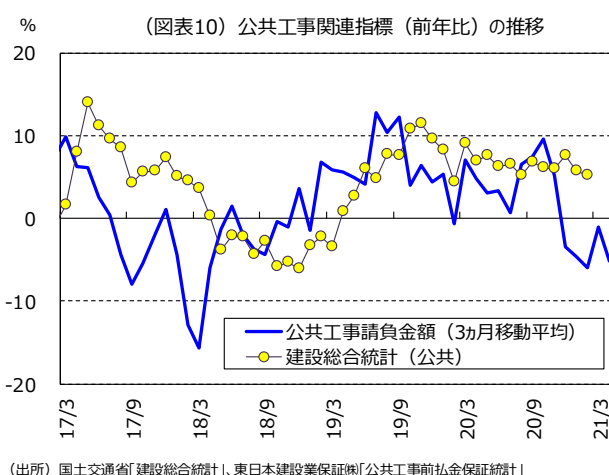
4 月のさくらレポートをみると、公共投資の判断は、全 9 地域で 1 月から横ばいだが、すべての地域で「増加」、「高水準」いずれかの表現が用いられている。同レポートのアンケート結果では、「公共施設や高速道路の建設工事を中心に増加している。工事の発注や施工において、感染症の影響はほとんどみられていない（京都）」等の声が寄せられている。感染再拡大も工事の進捗に大きな影響を与えていない模様である。

2021 年度予算では、公共事業費として、ほぼ前年並みの 6 兆 695 億円が計上された。また、2021 年度から新たに 5 カ年の国土強靱化計画がスタートしており、災害対策等に総額 15 兆円が用意されている。ただ、ここまで十分な予算上の手当てが行われてきたこともあり、公共工事予算の一段の積み増しは考えにくい。ここへきて、先行指標である公共工事請負金額は勢いが衰えている（図表 10）。秋口には補正予算の編成が予想されるものの、2022 年度までの公共投資は、高水準ながらも、伸びの面ではほぼ前年並みの推移が続くと予想する。

1－3 月期の政府最終消費支出は同▲1.8%（同▲6.9%）と、4 四半期ぶりのマイナスとなった。7－9 月期は同＋2.9%、10－12 月期は同＋1.8%と高めの伸びが続いていた。政府最終消費支出は本来、あまり大きく振れない需要項目だが、このところ振れが大きくなっている。7－9 月期は統計が遡れる 1994 年以降、最大の伸びだったが、これは Go To Travel キャンペーンによる政府補助部分が、政府最終消費支出に計上されるのに加え、医療費（政府負担分が政府消費に計上）が自粛中の受診控えからの反動で増えたこと等を反映したとみられる。1－3 月期はこの逆が出た形である。ただ、今後は感染症対策が進むことが、2021 年度の政府最終消費支出の増加基調となって現れるとみている。もともと GDP に占めるウェイトは 2 割程度と、設備投資より大きい。2021 年度は実質 GDP の押上げ項目のひとつとして存在感を示すだろう。

6. 輸出は好調維持

1－3 月期の輸出は同＋2.3%（年率換算：＋9.7%）と 3 四半期連続のプラスとなった。10－12 月期は同＋11.7%と、同じ基準で統計が遡れる 1994 年以降最大の伸びだったが、そこからさらに伸びたことで、国内の経済活動が全般的に鈍る中、輸出が景気を支えている様子を示した。



今後の輸出は、世界経済の回復を反映し、基本的には堅調な推移を予想する。足元では依然多くの国で経済活動に制約を課しているものの、欧米の主要国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鈍化しているわけではない。感染症の動向次第という点では、先行きの世界経済への不確実性は残るものの、ワクチン接種が進んでいることもあって、不確実性の程度は以前よりも低下している。

米国では一日あたり 200 万回のワクチン接種が行なわれており、このままのペースで進捗した場合、夏までに集団免疫を獲得する可能性が高い。1.9 兆ドルの巨額追加経済対策も始動しており、3 月の個人消費関連統計は軒並み記録的な伸びを示した。

中国の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+18.3%の高い伸びとなった。政府は、2021 年も 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いる。GDP 成長率は通年でも 9%台の伸びを確保する可能性が有力な情勢である。政府が感染症の封じ込めにほぼ成功しているのも大きい。

欧州では、いまだ多くの国が経済活動の制限を続けているが、ワクチン接種の進展に伴い、主要国の多くで今後は順次制限の緩和を進める方針が示されており、年後半は景気が明確に上向く展開が期待できる。短期的には半導体不足が自動車・関連部品の輸出の抑制要因になると考えられるが、これは供給サイドの問題であり、半導体の出荷が軌道に乗れば反動増も期待できよう。2022 年度までの輸出は基本的に堅調な推移を予想する。

7. 2022 年度にかけて回復が続くと予想

当面の日本経済は、感染症の動向が焦点となる。現在延長中の緊急事態宣言が、予定通り 5 月末で終了するのであれば、6 月に反動的な需要増が期待できるため、4-6 月期の成長率はかろうじてプラス圏に再浮上するとみえるが、現時点では極めて微妙な情勢である。緊急事態宣言が長期化すればするほど、この間の経済への下押し圧力は大きくなるが、その分、ペントアップディマンドも着実に蓄積される。この間の対面サービス関連企業の存続可能性が問題となるが、政府・日銀による金融支援の継続で、このまま倒産の大幅増を避けることができれば、緊急事態宣言が 6 月まで延長されても景気後退局面に逆戻りする可能性は低い。その後の反動増と均せば、景気への下押し圧力は比較的小さなものととどまると予想する。

年度後半以降は、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できる。そのころには半導体不足も解消に向かっているだろう。米国主導で、世界経済見通しが上振れているのも心強い。感染症への警戒感や、消費構造の変化に伴う需給のミスマッチ等の後遺症が残るとみられることもあり、内需主導の自律的回復といったトレンドが定着する可能性は低い。2022 年度にかけての日本の景気は、ペントアップディマンドや、政府の経済対策、堅調な外需に支えられる形で、回復基調が続くと予想する。

※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