

日本経済情報 2020年3月号

Summary

【内容】

景気後退局面入りの可能性

年初の需要動向はまずまずながら3月に暗転

コロナウイルスの影響:個人消費や輸出の落ち込み続き、設備投資は回復遅れ

景気の見通し:4月中に感染ピークなら2021年度は2%成長

改定経済見通し～新型コロナウイルスの影響を踏まえて

日本経済は、消費増税直後となる10～12月期のマイナス幅が前期比▲1.8%（年率▲7.1%）に下方修正され、前回の消費増税直後に匹敵する大幅なマイナスとなった。消費増税による影響は前回ほどではなかったものの、天候不順が個人消費をさらに下押ししたこと、輸出が米中貿易摩擦の影響もあって伸び悩んだところに、設備投資の循環的なピークアウトが重なったことが、景気の落ち込みを大きくした。消費増税直前も事実上はマイナス成長だったとみられ、景気動向指数から見ると、2019年5月を山とする景気後退局面に入っている可能性が高い。

そうした中、年初から2月にかけては、小売販売に底堅さも見られ、輸出が緩やかに持ち直すなど、米中摩擦が一時中断する中で、需要動向はまずまずだった。しかしながら、新型コロナウイルスの影響が2月から3月にかけて日増しに強まり、景気は暗転した。

今後の景気を見通す上で、新型コロナウイルスの影響が最大の注目点となるが、インバウンド需要は既に訪日外国人が2月に前年比6割減となったことが示す通り、大幅な落ち込みは不可避。1～3月期の輸出を前期比2%強、GDP成長率を0.4%Pt押し下げの見込み。また、各国の景気悪化により、財輸出は1～3月期にGDPを1%強、4～6月期には2%強押し下げると予想。外出自粛などの行動制約により、個人消費は1～3月期、4～6月期とも前期比で1%程度減少する見通し。そのほか、企業業績の悪化が設備投資の回復を遅らせ、雇用削減や賃金抑制圧力となって家計所得を下押ししししよう。

政府は、昨年12月に決めた経済対策の実行を本格化させており、新型コロナウイルス緊急対応策第1弾、第2弾では感染拡大の防止や企業の資金繰り支援などにも対応。今後は、感染拡大防止措置に伴う支援対策や消費喚起を中心とする景気刺激策を打ち出す方針。ただ、景気が回復に向かう時期は、国内だけでなく海外も含めたコロナ感染の行方次第。仮に4月中に移動制限など経済活動の制約が緩和方向に転じるような状況になれば、1年後の東京五輪を目指して景気は順調に回復、新たな五輪の年となる2021年度は+2.1%と潜在成長率を大きく上回る高成長が期待できる。早期の感染終息を願うばかりである。

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

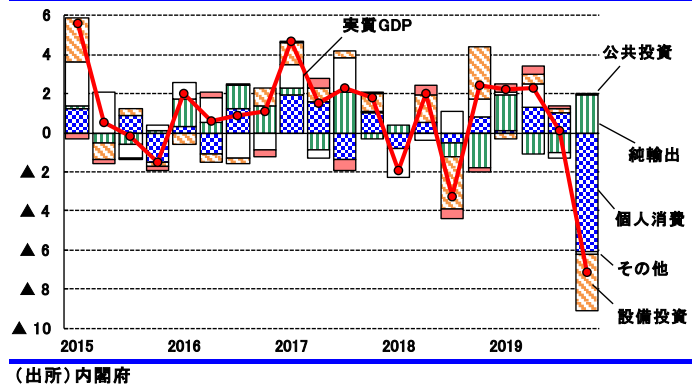
景気後退局面入りの可能性

日本経済は、昨年10月の消費増税後、予想以上に落ち込んだ。10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲1.8%（年率▲7.1%）、前回の消費増税直後（2014年4～6月期：前期比▲1.9%、年率▲7.4%）に匹敵する大幅なマイナスを記録した。消費増税による影響は前回ほどではなかったものの、天候不順による季節物商品の販売不振や台風の影響から個人消費¹が予想以上に落ち込んだことに加え、輸出の回復が遅れたこと、設備投資が大きく落ち込んだことが成長を押し下げた。輸出が米中貿易摩擦の影響もあって伸び悩んだところに、設備投資の循環的なピークアウトが重なったことが、景気の落ち込みを大きくしたと言える。

2020年に入り、1月15日に米中貿易協定の第一段階合意によって世界経済の先行きに明るさが戻り、その恩恵を受けた輸出の拡大が日本経済の回復を後押しするのではないかと期待が高まった。しかしながら、中国発の新型コロナウイルス感染拡大が、その期待を打ち砕いた。日本においては、まず、春節休暇期間に中国からの旅行客が減少、関連業界の売上が激減、次いで感染の波及に伴って国内消費者も旅行や外食を控えるようになり、最近イベント等の自粛や渡航制限、外出抑制などが経済活動への制約となりつつある。

こうした動きは、サービス輸出や個人消費の減少という形でGDPを押し下げるため、2020年1～3月期のGDP成長率は10～12月期に続いて前期比マイナスとなったとみられる（詳細後述）。さらに、消費増税前に遡ると、直前2019年7～9月期の成長率は前期比0.0%（年率+0.1%）に改定されており、駆け込み需要で押し上げられた分を除けばマイナス成長だったことが明らかとなった。すなわち、事実上、日本経済は3四半期連続のマイナス成長が必至となり、既に景気後退に陥っている可能性が高いと言える。景気の基調判断に使用されることの多い景気動向指数CIの一致指数を見ても、2019年5月以降、急速に低下しており、景気後退局面入りした可能性を示唆している²。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



景気動向指数CIの推移(一致指数、2015年=100)



¹ それでも、個人消費の落ち込みは、前回の消費増税時の前期比▲4.8%に対して今回は▲2.8%にとどまり、住宅投資も前回の前期比▲9.1%に対して今回は▲2.5%と小さいことから、消費増税の影響は前回よりかなり抑えられていたことは間違いない。

² こうした動きが短期的なものにとどまれば、前回の消費増税後のように景気後退と認定されないこともあるが、今回は世界的に広がった新型コロナウイルスの影響がピークアウトするまで景気の底入れを見込み難いため、その可能性は低いと考えられる。

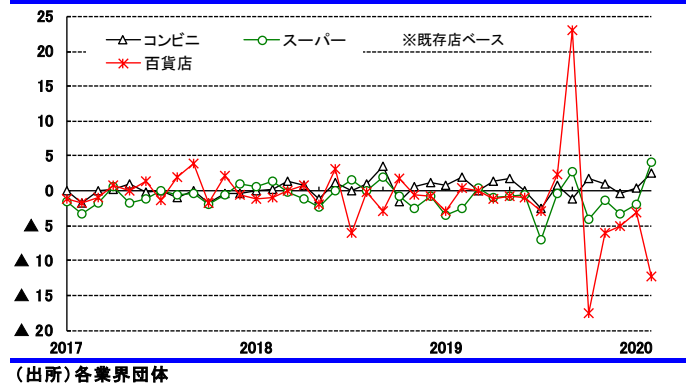
年初の需要動向はまずまずながら3月に暗転

主な需要動向の足元の状況を核にすると、個人消費の指標である百貨店売上高(店舗数調整済)は、2月に前年同月比▲12.2%と大幅マイナスを記録した。訪日外国人の減少により化粧品などの雑貨が大幅に落ち込んだほか、暖冬により衣料品の不振も続いた。一方で、2月のスーパー売上高(既存店)は、前年同月比+4.1%と好調だった。衣料品は不振だったが、うるう年で日数が1日多かったことや外食を控える動きから主力の食料品が増加したほか、紙製品などの買いだめにより日用品も伸びた。2月のコンビニ売上高(既存店)も前年同月比+2.6%へ伸びを高めたが、専らうるう年効果が大きく、イベント自粛の影響でチケットなどのサービス売上は二桁減(前年同月比▲12.2%)となった。また、2月の外食売上高は、前年同月比+4.8%と良好であったが、うるう年や新しい天皇誕生日により休日が増えた効果によるところが大きかったようである。そうした中で、パブ・ビアホール(▲9.6%)、居酒屋(▲4.8%)、ディナーレストラン(▲2.6%)は落ち込んでおり、コロナウイルスの影響が指摘された。以上の通り、個人消費は2月まで全体としては底堅かったものの、インバウンド需要に陰りが見られるなどコロナウイルスの影響が出始めており、3月以降の落ち込みを予感させる動きとなった(先行きについては後述)。

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、1月に前月比+2.9%と2か月ぶりに増加したが、12月に大きく落ち込んだ後ということもあり、1月の水準は10~12月期を2%も下回った。内訳を見ると、製造業からの受注は2ヵ月連続で増加し持ち直しの兆しを見せたが、非製造業からの受注は逆に2ヵ月連続で減少、ピークアウト感が出始めている。先行きを展望しても、コロナウイルスの影響が見通せない状況が続く中で、企業が設備投資を積極化するとは考え難い。設備投資は、今後も当面、調整を強いられるとみておくべきであろう。

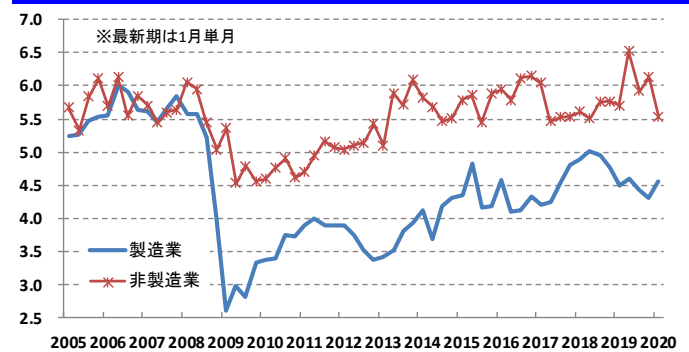
輸出は、モノ(財)の動きを示す指標である通関数量指数が12月から2月にかけて緩やかな増加が続き、1~2月平均が10~12月期から概ね横ばいとなるなど、2月までは下げ止まりの動きを見せていた。主な仕向け地別に見ると、米国向けが10~12月期から1~2月にかけて5.0%増と反発、EU向けの3.0%減、アジア向けの1.5%減をカバーした。米国向けの増加は主力の自動車および部品が牽引、アジア向けの落ち込みは中国向けがプ

業態別売上高の推移(既存店、前年比、%)



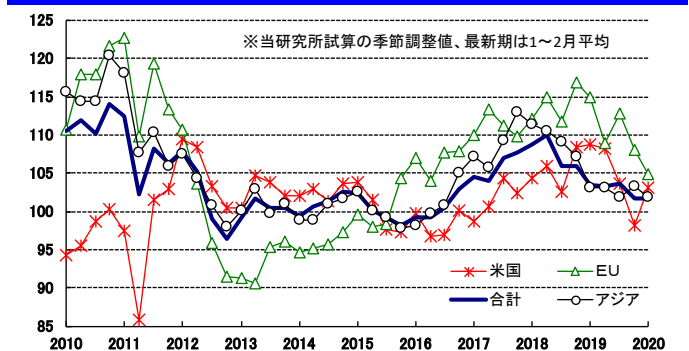
(出所)各業界団体

機械受注と設備投資の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

主な仕向け地別の通関輸出数量指数(季節調整値、2015年=100)

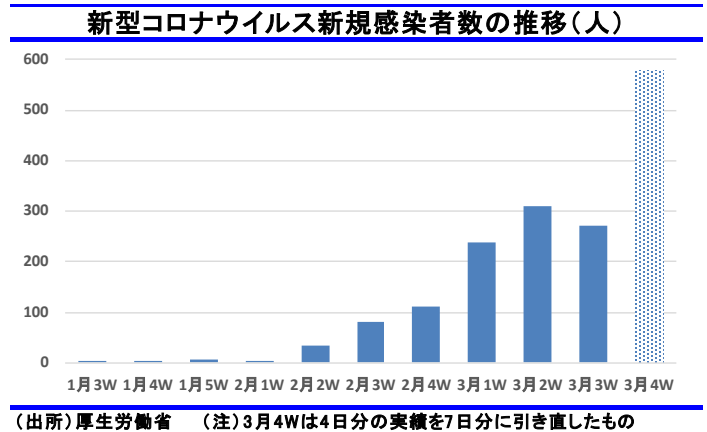


(出所)財務省

プラスチックや非鉄金属といった素材関連を中心に減少したことが主因。3月以降は、新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するために経済活動を広範に渡って抑制した中国向けが、4月以降は同様の理由から欧米向けも大幅に落ち込むと見込まれる。そのため、サービスを含めた輸出は、後述のインバウンド需要の落ち込みも加わって、1~3月期で見れば前期比で4%程度減少、4~6月期には5%を超える減少が予想される。

新型コロナウイルスの影響：個人消費や輸出の落ち込み続き、設備投資は回復遅れ

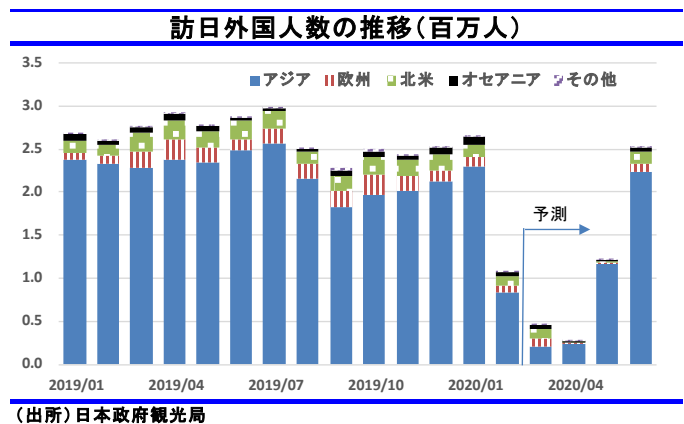
今後の景気を見通す上で、新型コロナウイルスの影響が最大の注目点となることは言うまでもないが、その行方は見通し難い。現在の日本における感染状況を見ると、新規感染者数は3月第2週(3/9-15)にピークアウトしたかのように見えたが、23日以降は再び増加傾向に転じ、24日71人、25日、26日は90人を超えており、27日以降も同じペースで拡大が続くと、1週間で600人近くへと急加速することになる。



こうした状況を受けて、25日に東京都が外出自粛を要請、26日には「政府対策本部」が設置され、①国民の生命や健康に著しく重大な被害を与えるおそれがある場合、②全国的かつ急速なまん延によって国民生活と経済に甚大な影響を及ぼすおそれがある場合、という2つの条件を満たせば「緊急事態宣言」を出すことが可能な状態となった。政府が感染急拡大の可能性を認識し、それに備え始めたということになる。

コロナウイルス感染拡大による日本経済への影響としては、①インバウンド需要(サービス輸出)の減少、②ウイルスの影響で景気が悪化した国への財輸出の減少、③サプライチェーンを通じた生産抑制の波及、といった専ら海外発のものと、④感染拡大を抑えるための行動制約による個人消費減少、⑤企業業績の悪化(懸念)に伴う設備投資や雇用の減少、といった主に国内の原因によるものがあり、先述の通り、最近では中心が後者に移りつつある。

これらのうち、①インバウンド需要については、2月に訪日外国人数が前年同月比▲58.3%もの大幅減となり、急減している。国別に見ると、団体の海外旅行禁止に加え日本が入国制限を段階的に強化した中国が▲87.9%の大幅減に転じたほか(1月+22.6%)、半導体材料の輸出規制をきっかけに反日感情が強まっていた韓国が▲79.9%へ一段と減少(1月は▲59.4%)するなど、全体の8割強を占めるアジアの落ち込みが目立った。一方で、全体の13%を占める欧米は2月時点では1~2割の落ち込みにとどまっていた。



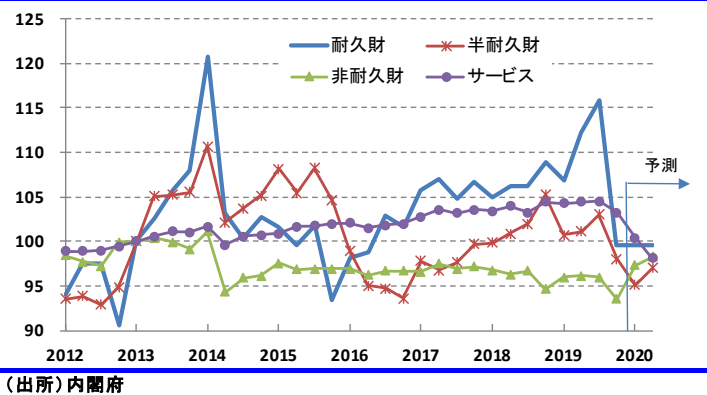
今後は、日本が入国制限の対象国を拡大していることから、アジアからの訪日客は3月には通常の1割程度まで、欧米も4月には同程度の落ち込みが見

込まれる。感染拡大がピークアウトし、入国規制が解除される時期は見通せないが、少なくとも6月までに正常な状態に戻るとは見込み難い。この場合、四半期で5兆円前後にも上るインバウンド需要は、1~3月期、4~6月期とも前年同期比でほぼ半減し、前期比では1~3月期の輸出を2%強、GDP成長率を0.4%Pt押し下げることになる。

②財輸出については、前述の通り1~3月期に中国向けを中心に減少しGDPを1%強押し下げ、4~6月期には欧米向けも加わって下げ足を速め、GDPを2%強押し下げるとみられる。③サプライチェーンを通じた影響については、震源地となった湖北省武漢市の中心産業である自動車分野で部品生産が滞り日本国内の自動車生産に影響が生じている例などが報じられたが、現在は主な販売先となる米国や日本国内において需要自体が急速に冷え込んでいるため、その影響は埋没してしまっている。

④行動制約による個人消費減少については、旅行や外食、レジャーなどのサービス消費が中心となろう。前述の通り、2月にはチケット販売や外食の一部に若干の影響が見られたが、3月以降は上記の分野で落ち込み幅が急速に拡大、一方で通信や水道光熱などが若干増加するとしても、サービス消費全体では1~3月期から4~6月期にかけて落ち込みが続こう。この間、耐久財は横ばい、衣料品などの半耐久財は4月以降に若干のリバウンド、食料品などの非耐久財は内食化によりやや増加するとしても、全体の約半分を占めるサービス消費の落ち込みにより、個人消費は1~3月期、4~6月期とも前期比で1%程度減少すると見込まれる。

家計消費の形態別の推移(季節調整値、2013年Q1=100)



そして、⑤企業業績の悪化は循環的にピークアウトしつつある設備投資の回復を遅らせるとともに、雇用削減や賃金抑制圧力となって家計所得を下押ししよう。ただ、政府は雇用調整助成金制度を活用した休業補償などによる雇用支援策を打ち出している。人手不足極まる中での、疫病の流行という経験則的には時限的な環境悪化につき、政策支援にも支えられ、失業者の急増という事態は避けられよう。

景気の見通し：4月中に感染ピークなら2021年度は2%成長

そのほか、政策的な景気下支え策としては、まず、昨年12月に閣議決定された事業規模26兆円、財政支出規模13.2兆円の経済対策が、今後、本格的に執行されることが挙げられる。当初は消費増税や米中摩擦の影響へ配慮したものであったが、奇しくもコロナウイルス対策として役に立つことになりそうである。一部を具体化した2019年度補正予算は1月成立済み、残る部分を織り込んだ2020年度当初予算も27日に成立しており、4月にかけて実行が本格化し景気を下支えする見通しである。

また、新型コロナウイルス緊急対応策第1弾(2/13)、第2弾(3/10)を決定、マスク対策や検査強化、医療体制整備、治療薬開発などにより感染拡大の抑制を目指すほか、緊急対応策第2弾では総額1.6兆円規模の緊急融資枠を設定、感染抑制のために景気を抑え込んだ影響を受ける企業の資金繰り支援に努める方針である。

さらに、追加策として、まずは雇用調整助成金による休業支援の拡大や学校休校・イベント自粛など感染拡大防止措置に伴う支援対策、続いて現金給付や商品券など消費喚起を中心とする景気刺激策を検討中と報じられている。その内容や時期、規模は不詳ながら、ペントアップディマンドを引き出し、感染ピークアウト後の景気回復を加速させる役割が期待される。

以上を踏まえ、日本経済の先行きを展望すると、既に詳しく見た通り、1～3月期に続いて4～6月期も実質GDP成長率は前期比でマイナスが続く可能性が高い。プラス成長に転じる時期は、国内だけでなく海外も含めたコロナ感染の行方次第であり、現時点では全く見通せないものの、仮に4月中に移動制限など経済活動の制約が緩和方向に転じるような状況になれば、7～9月期には政策効果も手伝って回復に向かうと見込まれる。その先も、1年後の東京五輪を目指して景気は順調に回復、2020年度の実質GDP成長率は前年比▲0.4%にとどまり、2019年度の▲0.1%（見込み）に続いてマイナス成長となろうが、新たな五輪の年となる2021年度は+2.1%と潜在成長率（1%程度）を大きく上回る高成長が期待できそうである。

ただ、コロナウイルス感染の収束に時間を要すれば、期待された夏場の五輪効果も剥落した中で、日本経済は長期低迷を余儀なくされる。早期の感染終息を願うばかりである。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想	2021 予想
実質GDP	1.9	0.3	▲0.1	▲0.4	2.1
国内需要	1.5	0.4	0.1	▲0.3	1.7
民間需要	1.8	0.2	▲0.7	▲0.7	2.3
個人消費	1.1	0.1	▲0.6	▲1.0	2.3
住宅投資	▲1.4	▲4.9	0.5	▲5.7	▲2.9
設備投資	4.3	1.7	▲1.1	▲0.1	2.6
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.0)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)
政府消費	0.3	0.9	2.5	0.8	0.4
公共投資	0.5	0.6	3.2	1.6	▲0.3
純輸出(寄与度)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	6.4	1.6	▲2.3	▲0.2	6.3
輸入	3.9	2.2	▲1.1	0.1	4.3
名目GDP	2.0	0.1	0.7	0.7	0.6
鉱工業生産	2.9	0.2	▲3.1	1.8	3.4
失業率(%、平均)	2.7	2.4	2.3	2.9	2.6
経常収支(兆円)	22.2	19.2	18.8	27.2	22.0
消費者物価(除く生鮮)	0.7	0.8	0.5	▲0.4	0.5

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

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、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。