



日本経済の現状と見通し

東京海上アセットマネジメント

投信情報部 岡 圭佑

【要約】

- ◎ 2020年10-12月期の実質GDPは、前期比+3.0%（前期比年率+12.7%）と2四半期連続のプラス成長となった。世界的な経済活動の回復とともに、民間消費や輸出が増加を維持したことがプラス成長の主因である。
- ◎ 2021年1-3月期は、新型コロナウイルス感染拡大に伴い緊急事態宣言が再発令されたことで、景気の悪化は避けられないだろう。4-6月期以降は、緊急事態宣言解除後のペントアップ需要が顕在化することや、新型コロナウイルスワクチン接種の進展などによる海外経済の回復を背景に輸出が増加基調を維持することなどから、2021年度末にかけて底堅い成長が続くだろう。
- ◎ 消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、「Go To トラベル」事業の一時停止により宿泊料の下落幅が大きく縮小すること、エネルギー価格の下落幅が縮小に向かうことなどから、2021年7-9月期にはプラスに転じ、その後は概ねゼロ%台半ばで推移すると予想する。

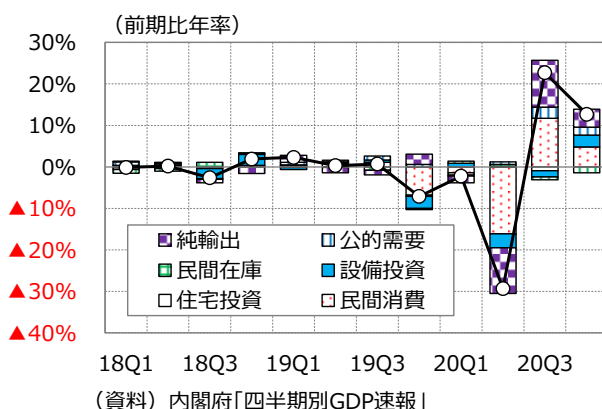
2020年10-12月期は前期比年率+12.7%と2四半期連続のプラス成長

2月15日に内閣府が公表した「四半期別GDP速報」によると、2020年10-12月期の実質GDPは、前期比+3.0%（前期比年率+12.7%）と2四半期連続のプラス成長となった（図表1）。

経済活動の制約が緩和されるなか、「Go To トラベル」事業の後押しもあり、民間消費が前期比+2.2%と2四半期連続で増加したこと、コロナ禍で大きく落ち込んでいた設備投資が同+4.5%と増加に転じたなどから、国内需要（前期比+2.0%）は堅調に推移した。外需についても、海外における経済活動の回復を背景に輸出（前期比+11.1%）が高い伸びとなり、寄与度は前期比+1.0%と成長率を押し上げた。

10-12月期のGDPの公表と同時に、GDPの推計に用いられる基礎資料の改定や季節調整のかけ直しなどから成長率が過去に遡って改定された。これに伴い、7-9月期の実質GDPは外需の下方修正を主因として、前期比年率+22.9%から同+22.7%へ下方修正された。2020年の実質GDPは前年比▲4.8%（2019年：同+0.3%）と、世界金融危機の影響が顕在化した2009年（同▲5.7%）以来のマイナス成長となった。

【図表1 実質GDPの推移】
2018年1-3月期～2020年10-12月期、四半期

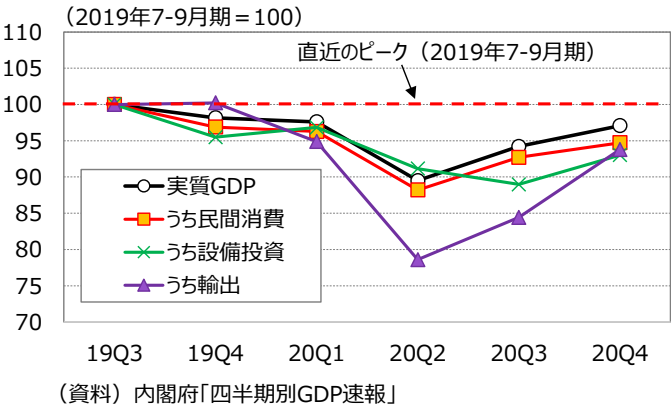


※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

2020年10-12月期は、新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済活動の制限の影響などから、過去最大の落ち込み（前期比年率▲29.3%）となった4-6月期の9割を回復した。もっとも、日本経済は新型コロナウイルスの感染拡大前に、2019年10月の消費増税の影響から既に落ち込んでいた。実質GDPの直近のピークである2019年7-9月期と比較すると、2020年10-12月期の実質GDPは▲2.9%、民間消費は▲5.3%低い水準にとどまっており、経済活動の正常化にはまだ距離がある（図表2）。

【図表2 実質GDPの推移】
2019年7-9月期～2020年10-12月期、四半期



2021年1-3月期は3四半期ぶりのマイナス成長となる公算

2020年10-12月期は2四半期連続のプラス成長を確保したが、2021年1-3月期は新型コロナウイルス感染拡大に伴い緊急事態宣言が再発令されたことで、景気の悪化は避けられないだろう。

昨年春（前回）の緊急事態宣言が発令された時期（4/7～5/25）を含む2020年4-6月期の実質GDPは、前期比年率▲29.3%と過去最大の落ち込みを記録した。もっとも、今回の緊急事態宣言は、対象地域が限定されていること、時短要請の対象が飲食店に限定されていることなどから、景気への影響は前回の緊急事態宣言時に比べ軽微にとどまることが予想される。

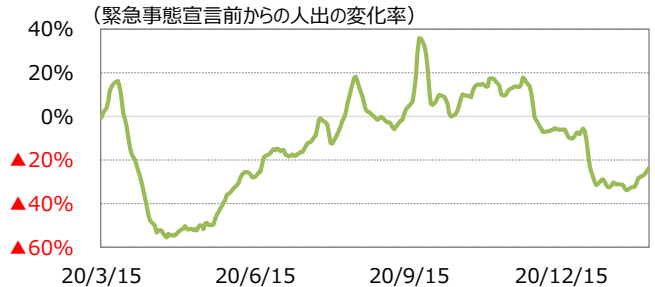
緊急事態宣言の再発令の影響は、人出の状況に明確に表れている。図表4は、Apple社が地図アプリで集計した移動量（徒歩、自動車、公共交通機関の平均値）の推移を示している。4都県に対する緊急事態宣言が発令された1月7日以降、人出は減少傾向にある。昨年春の新型コロナウイルス流行前と比較して人出は▲27%程度減少しており、▲55%前後の減少が続いていた前回の緊急事態宣言時に比べ減少幅は5割程度にとどまっている。

【図表3 緊急事態宣言の概要】

	期間	対象地域	要請内容		
			休業要請	時短要請	イベント自粛要請
今回	2021/1/8～2/7	4都県(東京、神奈川、埼玉、千葉)	×	飲食店の営業は20時まで(酒類等の提供は夜19時まで)時短働きかけ	○
	2021/1/13～2/7	7都府県(栃木、愛知、岐阜、大阪、京都、兵庫、福岡)			
	2021/2/8～3/7	10都府県(東京、神奈川、埼玉、千葉、愛知、岐阜、大阪、京都、兵庫、福岡)			
前回	2020/4/7～4/15	7都府県(東京、神奈川、埼玉、千葉、大阪、兵庫、福岡)	遊興施設／運動・遊戯施設／劇場／商業施設など	(酒類等の提供は夜19時まで)時短働きかけ	×
	2020/4/16～5/13	全国			
	2020/5/14～5/20	8都道府県(北海道、東京、神奈川、埼玉、千葉、京都、大阪、兵庫)			
	2020/5/21～5/25	5都道府県(北海道、東京、神奈川、埼玉、千葉)			

(注) 各種公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表4 アップルマップ検索数による移動量】
2020年3月15日～2021年2月5日、日次



(資料) ©Apple マップ

(年/月/日)

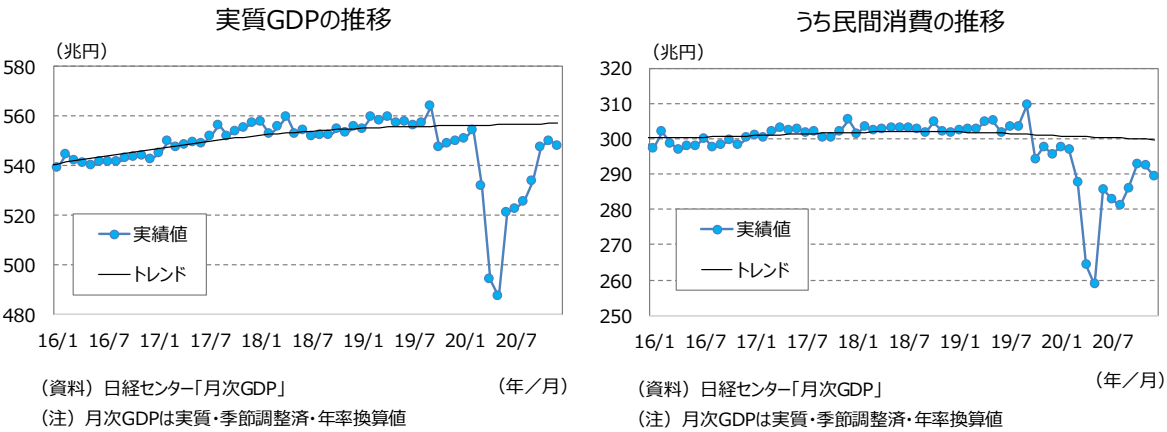
(注) 変化率は20/2/13～3/14（緊急事態宣言前）における移動量（徒歩、自動車、公共交通機関の平均値）との比較

※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

では、緊急事態宣言の再発令による日本経済への影響はどの程度になるのだろうか。その影響を試算するためには、まず前回の非常事態宣言時の影響を把握する必要がある。そこで、新型コロナウイルス感染拡大の影響がほとんどみられなかった2020年2月までのデータをもとに平常時のGDP（トレンド※）を算出し、実際のGDPがトレンドを下回った部分（4月、5月）を緊急事態宣言による経済損失とみなした（図表5）。なお、試算は月次GDPとその需要項目である民間消費や設備投資、住宅投資、輸入について実施した。輸入の落ち込みは国内の経済活動の制限などの影響が含まれるため、これも緊急事態宣言の影響に加えた。一方、公的部門（政府消費、公的固定資本形成）は緊急事態宣言の影響が小さいと考えられるため、試算の対象から除外した。

【図表5 月次GDPの推移】
2016年1月～2020年12月、月次



(※) HPフィルターを用いて、1994年1月から2020年2月までの月次GDPのデータをもとに算出した。新型コロナ流行後（2020年3月～）のトレンドは、直近1年分の前月比の平均値で伸ばした

図表5の月次GDPとトレンド（年率換算値）を月次換算した上で、緊急事態宣言による経済損失を算出すると、2020年4月、5月の累計で▲3.8兆円となった（図表6）。需要項目別では、外出自粛の影響から民間消費の落ち込みが▲3.2兆円と最も大きく、設備投資なども落ち込んだと試算される。

一方、今回の緊急事態宣言は、飲食店の時短営業や不要不急の外出自粛などの制限措置に限定されているため、その影響は個人消費にほぼ限定されると推察される。

また、緊急事態宣言の対象期間や地域、人出の状況なども前回と異なるため、影響を試算する上でこれらの点を考慮する必要がある。具体的には、内閣府「県民経済計算」を用いて、上記の試算結果を地域別の消費のウェイトで加重平均し、人出の状況が前回の5割程度である点を加味した。試算結果によれば、緊急事態宣言で2021年1-3月期の実質GDPは▲1.6兆円押し下げられることになる。戦後最悪のマイナス成長につながった前回ほどではないものの、落ち込みは避けられないだろう。

	前回 (2020年4月～5月)	今回 (2021年1月～3月)
緊急事態宣言による経済損失	▲3.8	▲1.6
民間消費	▲3.2	▲1.6
設備投資	▲0.6	
住宅投資	▲0.0	
輸入	+0.1	

(注) 内閣府「県民経済計算」、日経センター「月次GDP」をもとに
東京海上アセットマネジメント作成

※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

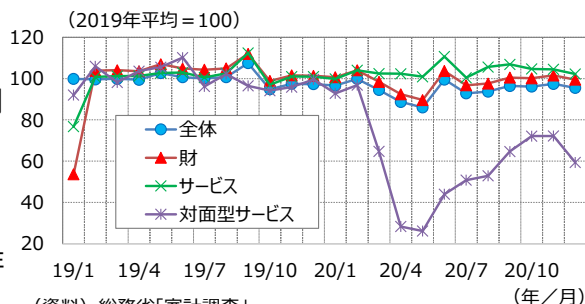
対面型サービス消費は低調な推移が続く

個人消費は、緊急事態宣言が解除された2020年5月を底に持ち直しているが、引き続き新型コロナウイルス流行前の水準を下回る状況が続いている（図表7）。

総務省が公表する「家計調査」の消費支出の推移を形態別にみると、財は巣ごもり需要の拡大や特別定額給付金の効果から、既に新型コロナ流行前の2019年平均の水準を概ね回復しているに対し、サービスは緊急事態宣言後の落ち込みが非常に大きかったことに加え、ソーシャルディスタンス（社会的距離）の確保が浸透したことによりその後の戻りも弱い。

特に、外食などの対面型サービス消費は5月に新型コロナ流行前の2割程度にまで落ち込んだ後、直近（12月）でも6割程度の水準にとどまっている。11月までは、「Go To トラベル」事業によって外食や旅行などの対面型サービス消費が一定程度押し上げられてきたが、新型コロナウイルス感染再拡大に伴う「Go To トラベル」事業の一時停止や緊急事態宣言の再発令などの影響から、2021年1月以降は再び低調に推移していることが予想される。

【図表7 消費支出（形態別）の推移】
2019年1月～2020年12月、月次



（資料）総務省「家計調査」

（注）対面型サービスは一般外食、宿泊費、交通、パック旅行費、入場・観覧・ゲーム代。東京海上アセットマネジメントによる季節調整値

2021年1-3月期の設備投資は再び弱めの動きに

2020年10-12月期の設備投資（GDP統計ベース）は生産活動や輸出、企業収益の悪化に歯止めがかかったことから、三四半期ぶりの増加となった。

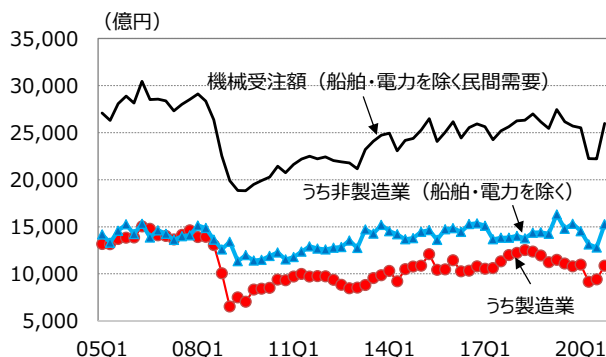
設備投資の先行指標である機械受注額（船舶・電力を除く民間需要）は、10月の前月比+17.1%の大幅増に続き11月（同+1.5%）、12月（同+5.2%）も増加を維持し、その結果、10-12月平均の水準は7-9月期+16.8%上回るなど設備投資の底入れを示唆している（図表8）。

業種別（10-12月期平均）では、7-9月期に比べ製造業が+15.3%、非製造業も+19.3%増加している。

新型コロナウイルス感染拡大に伴う先行き不透明感から見送られていた設備投資は再開する動きがみられたが、2021年1-3月期は緊急事態宣言再発令の影響で経済活動が落ち込むことから、一時的に弱めの動きになるだろう。

【図表8 機械受注の推移】

2005年1-3月期～2020年10-12月期、四半期



（資料）経済産業省「機械受注統計」

（注）季節調整値

2021年1-3月期の輸出の増加ペースは減速へ

新型コロナウイルスの感染拡大が続くなか、日本からの輸出は持ち直しの動きを維持している。

価格変動を除いた輸出の動向を示す輸出数量指数は、2020年12月に前年比▲0.1%とおおむね前年の水準を回復し、10-12月期（弊社による季節調整値）は7-9月期から+11.1%も増加した（図表9）。

輸出数量を相手先別にみると、回復が先行していた中国向けが10-12月期も前期比+5.8%と増加を維持した。中国向けは、コロナショック直後の牽引役となった自動車関連の回復が一服したものの、半導体が大幅に増加した。7月以降に急回復していた米国向け（10-12月期：前期比+7.6%）も、自動車は横ばいながら部品の増加が続いたほか、半導体など幅広い品目で増加し拡大傾向を維持した。回復が遅れていたEU向けは、10-12月期に前期比+12.4%と増勢を強めている。

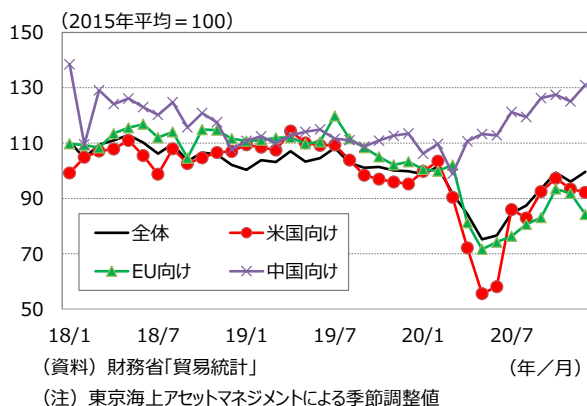
経済活動の再開が進むなか、20年10-12月期の輸出は増加基調を維持した。20年1-3月期の輸出は増加基調を維持することが見込まれるものの、10-12月期が高めの伸びとなったこと、欧米を中心に導入されている制限措置により需要が弱まることなどから、輸出の増加ペースは減速すると予想する。

大型の補正予算が当面の景気を下支えする見込み

こうした状況に対して、新型コロナウイルスの感染拡大防止策や経済回復に向けた取り組みなどを加速するための経費を盛り込んだ歳出規模19.2兆円の第3次補正予算案が1月28日に成立した（図表10）。

補正予算の概要は、『新型コロナ対策』に4.4兆円、脱炭素社会実現や中堅・中小企業支援策、「Go To トラベル」事業延長など『ポストコロナに向けた政策』に11.7兆円、防災・減災など『安全・安心の確保』に3.1兆円と、『ポストコロナに向けた政策』の規模が大きくなっているが、予備費が5兆円と潤沢にあるため、予期せぬ事態にも一定程度対応できるとみられる。また、歳出総額19兆円はGDPの3.5%程度に相当し、大部分が財政支出を伴うものであることから、当面の景気を下支えすることが期待される。

【図表9 輸出数量の推移】
2018年1月～2020年12月、月次



【図表10 2020年度第3次補正予算の概要】

I. 新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	43,581億円
1. 医療体制の確保と医療機関等への支援	16,447億円
2. 検査体制の充実、ワクチン接種体制等の整備	8,204億円
3. 知見に基づく感染防止対策の徹底	17,487億円
4. 感染症の収束に受けた国際協力	1,444億円
II. ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現	116,766億円
1. デジタル改革・グリーン社会の実現	28,256億円
2. 経済構造の転換・イノベーション等による生産性向上	23,959億円
3. 地域・社会・雇用における民需主導の好循環の実現	64,551億円
III. 防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保	31,414億円
1. 防災・減災、国土強靱化の推進	20,936億円
2. 自然災害からの復旧・復興の加速	6,337億円
3. 国民の安全・安心の確保	4,141億円
補正予算の追加歳出計	191,761億円

（注）財務省公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

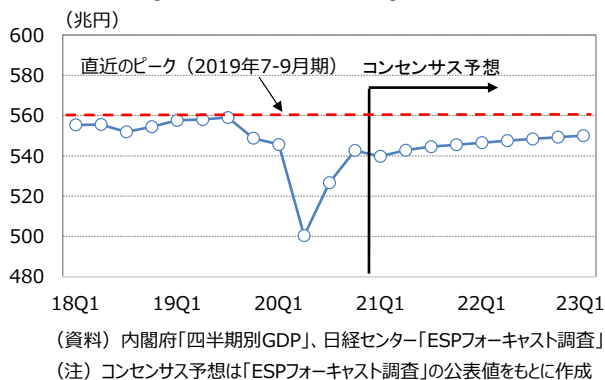
経済活動の正常化は2023年度以降か

2021年4-6月期以降は、緊急事態宣言の延長や再発令がないことを前提とすれば、高めの成長が期待できる。緊急事態宣言解除後のペントアップ需要（繰越需要）が顕在化することや、新型コロナウイルスワクチン接種の進展などによる海外経済の回復を背景に輸出の増加が維持されることから、2021年度末にかけて底堅い成長が続くだろう。

もっとも、ソーシャルディスタンス（社会的距離）の確保の徹底が、旅行、外食などのサービス支出の抑制につながるなどから、今後の経済活動の回復ペースは、緩やかなものととどまる可能性が高い。

日経センターが公表する「ESPフォーキャスト調査」によると、経済活動（GDP）が直近のピーク（2019年7-9月期）の水準に戻るのには、2023年度以降になることが見込まれている（図表11）。

【図表11 実質GDPのコンセンサス予想】
2018年1-3月期-2023年1-3月期



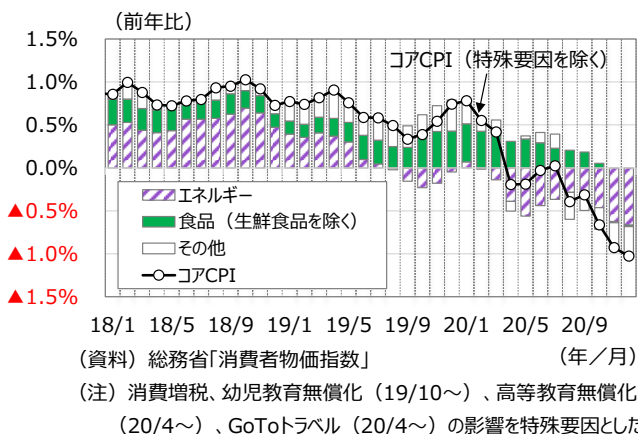
コアCPIの下落幅は縮小へ

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、2020年7月に開始した「Go To トラベル」事業開始に伴う宿泊料の値下げや原油価格の下落などを背景に下落基調が続くなか、消費増税や幼児教育無償化の影響が一巡した10月以降は、下落幅が拡大している（図表12）。

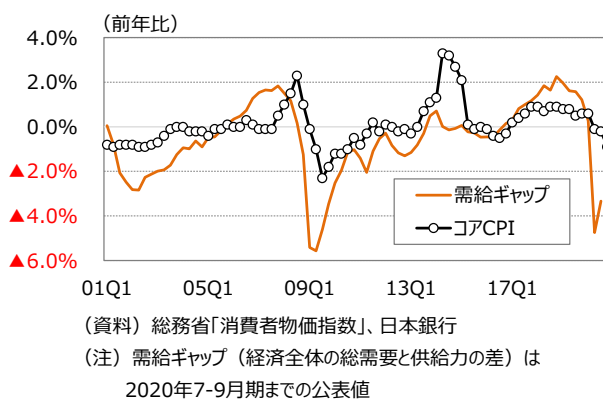
先行きについては、新型コロナウイルス感染拡大による消費の落ち込みなどを背景に需給ギャップはマイナス圏で推移しており、需給面からの下押し圧力が続くことから、物価の基調は当面弱い状況が続くことが予想される（図表13）。一方、「Go To トラベル」事業は一時停止により、宿泊料の下落幅が大きく縮小することから、2021年1月以降のコアCPIを0.4%程度押し上げることが見込まれる。また、足もとの原油価格の上昇を受けて、エネルギー価格の下落幅は今後縮小に向かう可能性が高い。

先行きのコアCPI上昇率については、2021年1-3月期をピークに下落幅が縮小し、7-9月期にはプラスに転じ、その後は概ねゼロ%台半ばで推移すると予想する。

【図表12 コアCPIの推移】
2018年1月～2020年12月、月次



【図表13 コアCPIとGDPギャップの推移】
2001年1-3月期～2020年10-12月期、四半期



※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託に係る費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.3%（税込）
 - 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
 - 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 年率上限2.035%（税込）
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
 - その他の費用・手数料・・・監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。
- 詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

<ご注意>

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

サービスデスク 0120-712-016
(土日祝日・年末年始を除く 9:00~17:00)

商号等：東京海上アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第361号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。