



# 日本経済 (月次) 予測 (2020年11月)

内容に関するお問い合わせは下記まで  
e-mail:inada-y@apir.or.jp

## ポイント

### ● 11月発表データのレビュー

▶ 12月8日発表のGDP2次速報によれば、7-9月期実質GDPは前期比年率+22.9%増加し、4四半期ぶりのプラス成長となった。実績は、市場コンセンサスの最終予測(同+18.03%)を上回った。一方、CQM最終予測は、支出サイドが同+20.3%、生産サイドが同+21.4%、平均同+20.9%となり、1次速報にほぼピンポイントとなった。

▶ 経済産業省の鉱工業指数(速報)によれば、10月の生産指数は前月比+3.8上昇し、5カ月連続のプラス。結果、10月実績は7-9月期平均比+6.8%上昇した。しかし、10月の生産水準は、新型コロナが出始めた2月を依然下回っていることに注意。

▶ 10月の建築工事費予定額、資本財出荷指数、及び最終需要財在庫指数を更新した。結果、実質民間住宅及び民間在庫変動の予測値を先週から上方修正した。一方、実質民間企業設備の予測値を先週から幾分下方修正した。

▶ 数量ベースでみると、10月の実質輸出額(日銀)は前月比+4.5%と5カ月連続の増加。実質輸入額(日銀)も同+3.4%と2カ月連続のプラス。10月実績を7-9月期平均と比較すれば、実質輸出額は+10.4%、実質輸入額は+4.2%、それぞれ増加した。貿易(輸出+輸入)は拡大傾向を示している。

### ● 10-12月期実質GDP成長率予測の動態

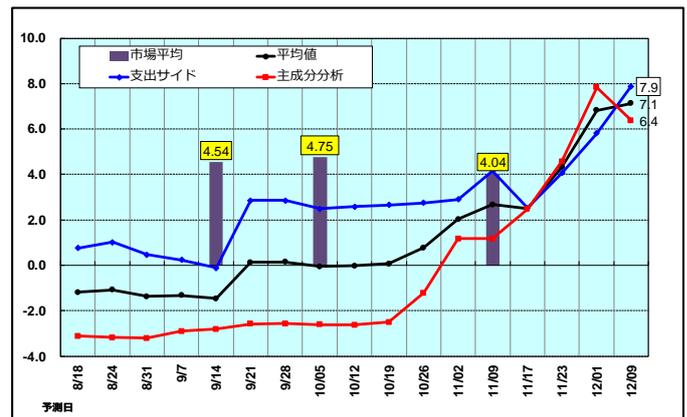
▶ 今週のCQM(支出サイド)は、10-12月期の実質GDP成長率を前期比年率+7.9%と予測。生産サイド(主成分分析モデル)は同+6.4%、両サイドからの平均成長率は同+7.1%となる(図表1参照)。なお、GDPの基準年が2015年に変更され、成長パターンは幾分変化したことに注意。

### ● 10-12月期インフレ予測の動態

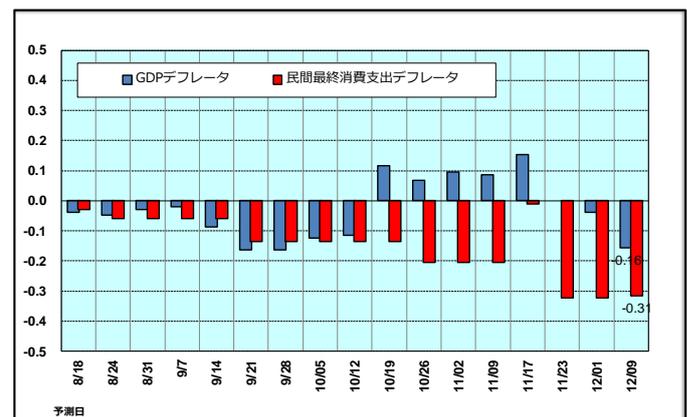
▶ 11月の東京都都区消費者物価総合指数は前年比-0.7%下落した。2カ月連続のマイナス。季節調整値は前月比-0.3%低下し、4カ月連続のマイナス。

▶ 今週のCQMは10-12月期の民間最終消費支出デフレータを前期比-0.3%、国内需要デフレータを同-0.1%と予測。交易条件は幾分改善するため、GDPデフレータを同-0.2%と予測する(図表2参照)。

図表1 CQM予測の動態：実質GDP成長率  
2020年10-12月期(%, 前期比年率)



図表2 CQM予測の動態：インフレーション  
2020年10-12月期(%, 前期比)



本予測はペンシルバニア大学クライン名誉教授によって開発された超短期モデル (Current Quarter Model) のアイデアを日本経済に適用したものである。本予測システムでは、毎週発表されたデータの景気への影響を調べることができる。予測は支出サイド、生産サイド(主成分分析)の2つのモデルを用いて行われ、前者の予測値を主要系列とし、後者の予測値と両モデルの予測平均値を参考系列としている。

＜7-9 月期 GDP2 次速報を更新し、10-12 月期実質 GDP 成長率を前期比年率+7.9%と予測。先週から上方修正＞

【7-9 月期 GDP2 次速報要約】

12 月 8 日発表の GDP2 次速報によれば、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+5.3%、同年率+22.9%となり、1 次速報(前期比+5.0%、同年率+21.4%)から小幅の上方修正となった。7-9 月期は大幅増加し、4 四半期ぶりのプラス成長。市場コンセンサス(ESP フォーキャスト 11 月調査)の最終予測(同+18.03%)を上回った。一方、CQM 最終予測は、支出サイドが同+20.3%、生産サイドが同+21.4%、平均同+20.9%となり、1 次速報にほぼピンポイントとなった。



7-9 月期経済の牽引役は、民間最終消費支出と財貨の輸出である。前者には緊急事態宣言の解除と特別定額給付金の支給の影響がでた。後者は海外経済のロックダウン解除による経済活動の再開の影響が大きい。

実質 GDP 成長率(前期比+5.3%)への寄与度を見ると、国内需要は同+2.6%ポイントと 4 四半期ぶりのプラス。うち、民間需要は同+1.9%ポイントと 4 四半期ぶりのプラス、公的需要も同+0.7%ポイントと 3 四半期ぶりのプラス寄与。また純輸出も同+2.7%ポイントと 3 四半期ぶりのプラスとなった。

【COVID-19 の調整過程】

COVID-19 からの調整の動態を、マクロ需給一致式を用いて 1-3 月期、4-6 月期、7-9 月期について比較してみた。

COVID-19 の 1-3 月期国内総生産(実質 GDP)への影響は 1/3 にとどまった(前期比-3.0 兆円)。これに対して、4-6 月期は前期比-45.1 兆円大幅減少したが、主要因は民間最終消費支出(同-24.5 兆円)と財貨の輸出(同-15.0 兆円)であった。緊急事態宣言による影響が民間最終消費支出に、ロックダウンによる海外経済停滞の影響が財貨の輸出減に出たといえよう。

これに対して、7-9 月期は、国内総生産が前期比+26.5 兆円

と一転増加したが、前期の落ち込み幅(-45.1 兆円)を 59%程度しか回復できていない。米国(前期比+7.4%)や EU(同+12.6%)の回復に比して日本の回復(同+5.3%)は遅れている。また財貨輸入は同-6.6 兆円、サービス輸入が同-2.1 兆円、それぞれ減少した。一方、需要側では民間最終消費支出が同+13.8 兆円、財貨輸出が同+7.1 兆円と増加した。ちょうど 4-6 月期の裏となって表れた。しかし、民間最終消費支出と財貨輸出は 4-6 月期の半分程度の回復にとどまっている。またサービス輸出は同-1.3 兆円減少した。民間資本形成が同-4.1 兆円と 2 四半期連続で減少しているのは注意を要する。

今回のような COVID-19 による供給ショックは、分配面にも大きな影響を与えた。家計消費は、緊急事態宣言解除によりペントアップ需要が顕在化したことに加え、特別定額給付金の支給(5 月スタート)により増加した。一方、企業所得の低迷は民間企業設備の減少につながっており、回復の兆しはない。

先行き 10-12 月期については依然不透明感が強い。特別定額給付金は 4-6 月期、7-9 月期の可処分所得を押し上げたが、効果は一時的なものにとどまる。民間最終消費支出は緩やかな拡大となろう。また COVID-19 の感染再拡大(第 3 波)は米国や EU の経済活動の停滞により輸出は再び減速し、4-6 月期と同様の影響を及ぼす可能性が高い。

コロナ禍の調整過程 単位：10 億円、%

	国内総生産	財貨輸入	サービス輸入	民間最終消費支出	民間資本形成	財貨輸出	サービス輸出
2019Q4	548,667	79,734	20,950	295,876	110,178	81,637	22,138
2020Q1	545,716	76,000	21,460	294,072	111,455	79,926	18,461
2020Q2	500,630	77,158	21,631	269,594	106,996	64,908	16,572
2020Q3	527,140	70,536	19,568	283,369	102,914	72,044	15,269
前期差：Q1	-2,952	-3,734	510	-1,803	1,277	-1,711	-3,677
前期差：Q2	-45,086	1,158	171	-24,478	-4,459	-15,019	-1,889
前期差：Q3	26,511	-6,622	-2,062	13,775	-4,082	7,136	-1,304
前期比：Q1	-0.5	-4.7	2.4	-0.6	1.2	-2.1	-16.6
前期比：Q2	-8.3	1.5	0.8	-8.3	-4.0	-18.8	-10.2
前期比：Q3	5.3	-8.6	-9.5	5.1	-3.8	11.0	-7.9

注：7-9 月期 GDP2 次速報に基づいて筆者計算。

【11 月発表データのレビュー】

今回の予測では、12 月 8 日までの月次データを更新した。また 7-9 月期 GDP2 次速報を追加した。

経済産業省の鉱工業指数(速報)によれば、10 月の生産指数は前月比+3.8 上昇し、5 カ月連続のプラス。結果、10 月実績は 7-9 月期平均比+6.8%上昇した。しかし、10 月の生産水準(95.0)は、新型コロナが開始した 2 月(99.5)を依然下回っていることに注意。

総務省によれば、世帯全体の消費支出総額の推移を推計する

実質総消費動向指数は、10月に前月比+1.1%上昇し、3カ月連続のプラス。家計最終消費支出の供給サイド指標である日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済み)は、前月比+0.9%上昇し3カ月連続プラス。10月実績を7-9月期平均と比較すれば、総消費動向指数は+1.4%、消費活動指数は+2.3%、上昇した。いずれもプラス成長だが、7-9月期の伸びより減速した。

国土交通省によれば、GDPベースの民間住宅投資をよく説明する建築工事費予定額(居住用+0.7\*居住産業併用)は、10月に前年比-12.0%減少し、12カ月連続のマイナス。季節調整値(APIR推計)は前月比-7.7%減少し、3カ月ぶりのマイナスとなった。結果、10月実績は7-9月期平均比-3.2%減少した。

経済産業省の鉱工業指数(速報)によれば、10月の資本財指数は前月比+14.6%上昇し、2カ月連続のプラス。10月実績を7-9月期平均と比較すれば、+17.1%大幅上昇した。設備投資関連指標は底打ちを示している。

一方、最終需要財在庫指数は前月比-1.6%低下した。3カ月ぶりのマイナスだが、企業は生産の再開につれて在庫を積み増し始めたようである。

公共工事の先行指標である公共工事請負金額は、10月に前年同月比-0.4%小幅減少し、3カ月ぶりのマイナス。季節調整値(APIR推計)は前月比-8.1%減少し、2カ月ぶりのマイナス。結果、10月実績は7-9月平均比-8.2%減少した。

財務省発表の貿易統計(速報)によると、10月の貿易収支(季節調整値)は4カ月連続の黒字だが、前月比-28.6%縮小した。数量ベースでみると、10月の実質輸出額(日銀)は前月比+4.5%と5カ月連続の増加。実質輸入額(日銀)も同+3.4%と2カ月連続のプラスとなった。10月実績を7-9月期平均と比較すれば、実質輸出額は+10.4%、実質輸入額は+4.2%、それぞれ増加した。貿易(輸出+輸入)は拡大傾向を示している。

#### 【10-12月期実質GDP成長率予測の動態】

データ更新の結果、今週のCQM(支出サイド)は、10-12月期の実質GDP成長率を前期比+1.9%、同年率+7.9%と予測する。先週の予測(+5.8%)から上方修正した。

なお、7-9月期GDP2次速報から、基準年が2011年から15年に変更された。基準年変更に伴い、(1)「産業連関表」、「国勢統計」といった構造統計をベンチマークとして取り込み、過去の計数が再推計された。(2)反映する「産業連関表」の対象年を「参照年」とし、名目値=実質値(デフレーター=100)の年とする。(3)同時に、国際基準(08SNA)への対応や経済活動の適切な把握(住宅宿泊事業の反映)に向けた推計法の改善が行われ

ている。このため、水準が異なるとともに、成長率のパターンも幾分変化していることに注意。

国内需要は実質GDP成長率に対して前期比+0.7%ポイント、純輸出は同+1.2%ポイントの寄与度となった。

一方、生産サイド(主成分分析モデル)は前期比年率+6.4%と予測。両サイドからの平均成長率予測は同+7.1%となる(図表1参照)。

10-12月期の国内需要を見れば、実質民間最終消費支出は前期比+0.7%増加する。実質民間住宅は同+0.1%小幅増加、実質民間企業設備は同+1.1%増加する。実質民間在庫変動は1兆4,071億円増加する。実質政府最終消費支出は同+0.8%増加、実質公的固定資本形成は同+1.6%増加する。また実質公的在庫変動は932億円増加する。

財貨・サービスの実質輸出は前期比+9.3%増加、実質輸入は同+2.1%増加する。結果、実質純輸出は3兆1,981億円となる。

#### 【10-12月期インフレ予測の動態】

総務省によれば、11月の東京都区部消費者物価指数(2015年平均=100:中甸速報値)は総合指数で前年比-0.7%下落した。2カ月連続のマイナス。季節調整値は前月比-0.3%低下し、4カ月連続のマイナス。

インフレ予測の動態を見ると、CQMは10-12月期の民間最終消費支出デフレーターを前期比-0.3%、国内需要デフレーターを同-0.1%と予測。交易条件は幾分改善するため、GDPデフレーターを同-0.2%と予測する(図表2参照)。

## 11 月発表の主要経済指標

12/08:

**毎月勤労統計調査:** (10 月 速報、前年比)

現金給与総額: (270,095 円 -0.8%)

総実労働時間: (140.9 時間 +0.2%)

**家計調査報告:** (10 月 2 人以上世帯:消費支出)

名目: (283,508 円 +1.9% 前月比 +1.4% 前年比)

実質: (+2.1% 前月比 +1.9% 前年比)

**総消費動向指数:** 96.0 (2015 年=100: 10 月 前月比 +1.1%)

**景気ウォッチャー調査:** (11 月、前月差)

現状判断 DI: (45.6 -8.9) 先行き判断 DI: (36.5 -12.6)

**国際収支:** (10 月)

経常収支: 2 兆 1,447 億円(+47.4% 前月比 +15.7% 前年比)

輸出: 6 兆 3,198 億円(+2.3% 前月比 -3.2% 前年比)

輸入: 5 兆 3,488 億円(+3.1% 前月比 -15.2% 前年比)

12/07:

**消費活動指数:** 97.8 (2011 年=100: 10 月 前月比 +0.9%)

**景気動向指数:** (2015 年=100: 10 月 速報 前月差)

先行: (93.8 +0.5) 一致: (89.7 +4.9) 遅行: (89.9 -1.8)

12/02:

**食料安定供給:** (11 月 +294 億円 +118 億円 前年差)

**乗用車新車販売台数:** (11 月 336,908 台 +6.7% 前年比)

**消費者態度指数:** 33.7 (11 月 前月差 +0.1)

12/01:

**労働力調査:** (10 月)

就業者数: 6,658 万人 (+3 万人 前月比)

失業者数: 214 万人 (+8 万人 前月比)

失業率: 3.1% (+0.1%ポイント 前月比)

**一般職業紹介状況:** (10 月)

有効求人倍率: 1.04 (+0.01 ポイント 前月比)

11/30:

**鉱工業指数:** (2015 年=100: 10 月 速報)

生産: 95.0 (+3.8% 前月比)

出荷: 94.7 (+4.6% 前月比) 在庫: 95.9 (-1.6% 前月比)

**新設住宅着工:** (10 月):

住宅着工戸数: 70,685 戸 (-1.6% 前月比 -8.3% 前年比)

工事費予定額: 1 兆 1,748 億円 (-7.7% 前月比 -12.0% 前年比)

**建設工事費デフレーター:** (2011 年=100: 9 月 前年比)

住宅建築: (111.7 -1.1%) 公共事業: (114.1 -0.8%)

11/29:

**商業動態統計:** (10 月 速報)

小売業: 12 兆 4,300 億円 (+0.4% 前月比 +6.4% 前年比)

11/27:

**東京都区部消費者物価指数:** (2015 年=100: 11 月)

コア: 101.3 (-0.1% 前月比 -0.7% 前年比)

**製造業部門別投入・産出物価指数:** (2011 年=100: 9 月 前年比)

投入物価: (93.8 -4.0%) 産出物価: (97.5 -1.7%)

11/26:

**景気動向指数:** (2015 年=100: 9 月 改訂 前月差)

先行: (92.5 +4.0) 一致: (81.1 +1.7) 遅行: (91.7 +0.2)

11/25:

**毎月勤労統計調査:** (9 月 確報、前年比)

現金給与総額: (269,323 円 -0.9%)

総実労働時間: (135.9 時間 -1.7%)

**企業向けサービス価格指数:** (2015 年=100: 10 月 前年比)

総合指数: (104.2 -0.6%)

11/20:

**全国消費者物価指数:** (2015 年=100: 10 月)

コア: 101.3 (-0.2% 前月比 -0.7% 前年比)

**消費総合指数:** 97.9 (2011 年=100: 9 月 前月比 +1.6%)

11/18:

**貿易統計:** (通関ベース: 10 月)

貿易収支: 8,729 億円 (-28.6% 前月比, +7,719.8% 前年比)

輸出: 6 兆 5,661 億円 (+2.6% 前月比 -0.2% 前年比)

輸入: 5 兆 6,932 億円 (+5.1% 前月比 -13.3% 前年比)

11/17:

**建設総合統計:** (9 月)

民間建築: 非居住: (8,186 億円 -11.2% 前年比)

公共工事: (1 兆 9,606 億円 +6.8% 前年比)

11/16:

**鉱工業指数:** (2015 年=100: 9 月 確報)

生産能力: 97.3 (-0.5% 前年比) 稼働率: 90.0 (+6.4% 前月比)

生産: (87.2 +8.7% 前月比)

出荷: (85.8 +6.6% 前月比) 在庫: (99.3 -1.5% 前月比)

11/13:

**公共工事前払金保証統計:** (10 月)

請負金額: (1 兆 3,427 億円 -0.4% 前年比)

請負件数: (26,752 件 -7.8% 前年比)

11/12:

**第 3 次産業活動指数:** 96.8 (2015 年=100: 9 月 前月比+1.8%)

**全産業活動指数:** 95.6 (2015 年=100: 9 月、前月比+2.3%)

**民間コア機械受注:** 7,193 億円 (9 月 前月比 -4.4%)

**国内企業物価指数:** (2015 年=100: 10 月)

国内企業物価: 99.9 (-0.2% 前月比 -2.1% 前年比)

輸出物価: 90.1 (-0.1% 前月比 -1.7% 前年比)

輸入物価: 82.5 (-0.1% 前月比 -10.6% 前年比)

11/10:

**情報サービス業売上高:** 1 兆 2,791 億円 (9 月 前年比 -9.0%)

### CQM(超短期)予測の動態

予測日	実質GDP			デフレーター		実質GDP			デフレーター		実質GDP			デフレーター	
	生産サイド			GDP	PCE	生産サイド			GDP	PCE	生産サイド			GDP	PCE
	支出サイド	(主成分分析	平均			支出サイド	(主成分分析	平均			支出サイド	(主成分分析	平均		
	モデル)			モデル)			モデル)								
2020Q3			2020Q4			2021Q1									
前期比年率(%)			前期比(%)		前期比年率(%)			前期比(%)		前期比年率(%)			前期比(%)		
5/19	-0.2	-0.6	-0.4	-0.1	0.0										
5/25	-1.7	-0.5	-1.1	-0.1	0.0										
6/01	-1.9	0.9	-0.5	-0.1	0.0										
<b>6/08</b>															
6/09	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0										
6/15	-0.2	0.7	0.2	0.6	0.0										
6/22	-1.5	0.3	-0.6	0.6	0.0										
6/29	-1.5	0.3	-0.6	0.6	0.0										
7/06	-2.0	-2.1	-2.1	0.6	0.0										
7/13	-2.1	-2.4	-2.3	0.0	0.0										
7/20	-2.9	-2.6	-2.7	0.0	0.0										
7/27	0.2	-2.7	-1.3	0.0	0.0										
8/03	0.4	-1.3	-0.4	0.0	0.0										
8/12	5.4	-0.6	2.4	0.0	0.0										
<b>8/17</b>															
8/18	4.7	0.0	2.3	0.0	0.2	0.8	-3.1	-1.2	0.0	0.0					
8/24	12.1	10.5	11.3	0.0	0.4	1.0	-3.2	-1.1	0.0	-0.1					
8/31	13.2	10.5	11.8	0.0	0.4	0.5	-3.2	-1.4	0.0	-0.1					
9/07	12.1	15.2	13.6	0.1	0.4	0.2	-2.9	-1.3	0.0	-0.1					
<b>9/08</b>															
9/14	10.1	14.8	12.5	0.1	0.4	-0.1	-2.8	-1.5	-0.1	-0.1					
9/21	7.7	16.4	12.0	0.0	0.3	2.9	-2.6	0.1	-0.2	-0.1					
9/28	7.7	16.3	12.0	0.0	0.3	2.9	-2.6	0.1	-0.2	-0.1					
10/05	7.8	17.1	12.4	-0.1	0.3	2.5	-2.6	-0.1	-0.1	-0.1					
10/12	12.9	17.8	15.4	-0.2	0.3	2.6	-2.6	0.0	-0.1	-0.1					
10/19	12.9	17.7	15.3	-0.1	0.3	2.7	-2.5	0.1	0.1	-0.1					
10/26	17.2	18.8	18.0	-0.2	0.2	2.8	-1.2	0.8	0.1	-0.2					
11/02	17.8	20.1	18.9	-0.2	0.2	2.9	1.2	2.0	0.1	-0.2					
11/09	20.3	21.4	20.9	-0.2	0.2	4.2	1.2	2.7	0.1	-0.2					
<b>11/16</b>	<u>21.4</u>			<u>0.3</u>	<u>0.1</u>										
11/17						2.5	2.5	2.5	0.2	0.0	1.7	3.9	2.8	-0.1	-0.1
11/23						4.1	4.6	4.3	0.0	-0.3	2.3	3.7	3.0	-0.1	-0.1
12/01						5.8	7.8	6.8	0.0	-0.3	1.8	3.4	2.6	-0.1	-0.1
<b>12/08</b>	<b>22.9*</b>			<b>0.2*</b>	<b>0.0*</b>										
12/09						7.9	6.4	7.1	-0.2	-0.3	1.5	1.6	1.6	-0.1	-0.1

注：下線の数値は1次速報。\*印の数値は2次速報。データの改定時に季節調整は遡ってかけられるので、過去の値(季節調整値)はそのたびに変わることにご注意。