

2021年度までの日本経済見通し

～景気の持ち直しは一進一退～

<要旨>

2020年10～12月期の日本の実質GDPは、前期比年率+12.7%となり、2四半期連続で強いプラス成長となった。財輸出が堅調に推移した他、設備投資も漸く底打ちし、個人消費も昨年11月までは回復基調が続いたことが要因である。経済活動は、感染拡大前(2019年10～12月期)を▲1.1%下回る水準まで回復した。

足元の2021年1～3月期は、緊急事態宣言の再発出の影響でサービス消費中心に下押し圧力がかかり、前期比年率▲5.3%のマイナス成長と予測する。その後、宣言が3月に解除されれば、4～6月期以降は景気が再び持ち直しに向かうとみる。国内外で開始された新型コロナウイルス感染症のワクチン接種は、経済正常化に向けた切り札である。但し、日本での集団免疫獲得には時間を要するとみられ、2021年度中は感染症への警戒および外出抑制による景気の下押しが続く。その結果、2021年度の成長率は+3.5%に留まり、経済活動水準が感染拡大前に戻るのは2022年度以降となろう。

1. 顕著な持ち直しを見せた財輸出

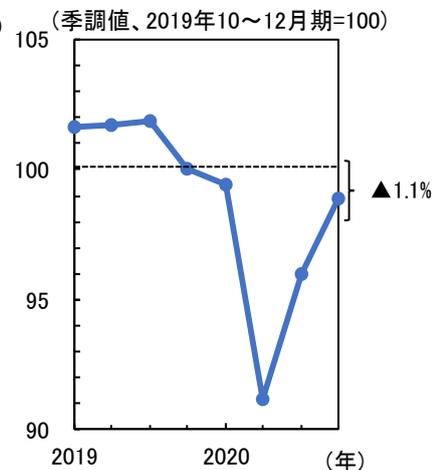
2020年10～12月期の実質GDPは、前期比年率+12.7%となり、前四半期からは鈍化したものの、2四半期連続で強いプラス成長となった(図表1)。低迷するサービス輸出とは対照的に、財輸出が感染拡大前(2019年10～12月期)水準をほぼ回復し、輸出(寄与度+7%ポイント)が牽引役となった。またサービス消費が新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の流行状況に左右されながらも昨年11月までは持ち直しが続き、耐久財・非耐久財消費も底堅く推移したことで、個人消費(同+4.8%ポイント)は持ち直しを続けた。設備投資(同+2.9%ポイント)も堅調な財輸出などを背景に漸く底を打った。その結果、実質GDPは感染拡大前と比較して▲1.1%の水準まで回復した(図表2)。

図表1 実質GDP成長率

	2020 (前期比年率%) (寄与度%ポイント)				2020 10-12 12.7
	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	▲ 2.2	▲ 29.3	22.7	12.7	12.7
個人消費	▲ 2.5	▲ 29.5	22.0	8.9	4.8
住宅投資	▲ 14.0	2.0	▲ 21.0	0.2	0.0
設備投資	5.7	▲ 21.5	▲ 9.2	19.4	2.9
政府消費	▲ 1.0	0.9	11.7	8.1	1.8
公共投資	0.3	9.2	3.6	5.5	0.3
輸出	▲ 19.7	▲ 52.9	33.2	52.3	7.0
(▲輸入)	▲ 11.9	5.1	▲ 29.0	17.3	▲ 2.6
内需	▲ 0.7	▲ 19.3	10.5	8.1	8.0
外需	-	-	-	-	4.3

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質GDP水準



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

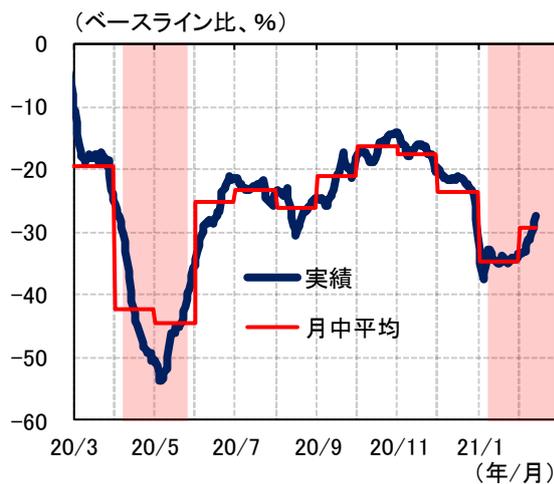
2. 緊急事態宣言の再発出で景気は一時後退

前四半期とは対照的に、2021年1～3月期は、感染拡大を背景に1月初旬に再発出された緊急事態宣言によって成長率が前期比マイナスに落ち込むことは避けられない。前回の宣言では対面型サービスの提供施設全般に営業自粛が要請されたのに対し、今回は飲食店の営業時間短縮要請が中心で、極力経済活動を止めずに感染拡大抑制を狙う内容といえる。

人出は、宣言の再発出を受けて昨年12月と比較し顕著に低下しているものの、前回宣言時と比べれば、その減少度合は半分程度となっている(図表3)。自粛の要請範囲が限定的であることに加え、マスク等の物資不足が解消されたことや外出時の感染予防策が定着してきたことなどが、極端な外出自粛に至らない要因と考えられる。

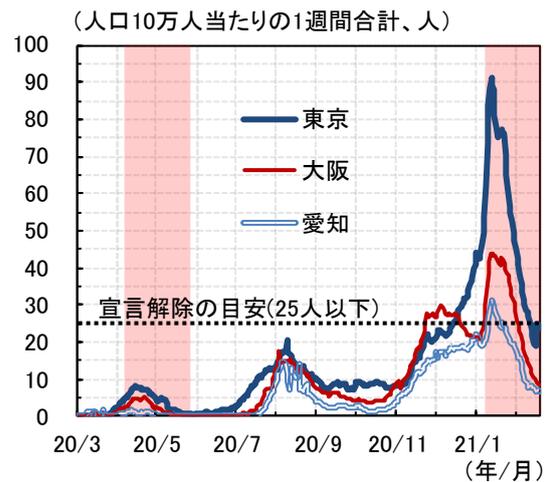
以上を踏まえると、今般の宣言再発出による経済的な影響は、個人消費(特にサービス消費)中心に顕在化するものの、経済活動水準は前回ほど落ち込まないとみる。なお足元の新規感染者数は、既にピークアウトし宣言解除の1つの目安とされる人口10万人当たり25人(1週間合計)を下回ってきている(図表4)。医療提供体制の逼迫状況次第であるものの、今回の見通しでは、宣言が期限となる3月に解除されることを想定している。

図表3 人出(乗換駅)



(注)ベースラインは20/1/3～2/6の曜日別中央値。トレンドからの乖離幅を用いて祝日要因など外れ値を簡易的に補正。実績は7日移動平均値。
(資料)Google「Community Mobility Reports」、CEIC

図表4 新規感染者数



(注)新規感染者数は累計感染者数の前日差より算出した値。
(資料)CEIC

3. 期待の高まるワクチン普及への道のり

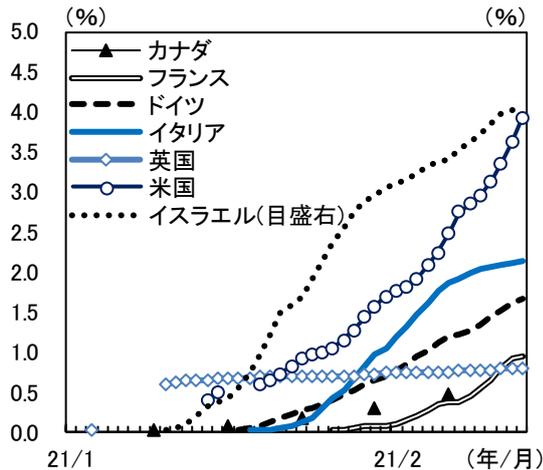
感染拡大状況に左右される経済情勢を打開し得る切り札が新型コロナのワクチンである。その普及に向けて、前回見通し時点(2020年12月号)から進展があった。欧米の製薬会社が製造するワクチンの承認が下り、昨年12月中旬より英国を皮切りにワクチン接種が開始された。先行するイスラエルでは、既に人口の約4分の1が接種を完了しており、今後の感染拡大状況に注目が集まっている(次頁図表5)。

日本でも、ようやく2月17日より医療従事者等に対して先行接種が開始された。現時点で政府より公表されているスケジュールでは、65歳以上の高齢者への接種が4月以降に開始されるという

ことまでであり、続く基礎疾患保有者や国民全体が接種できる時期は未定である(図表6)。

ワクチン接種による集団免疫の獲得には、全人口の60～70%がワクチンを接種する必要があるといわれる。仮に、日本で2月17日に先行接種の開始された医療従事者等に対し免疫獲得に必要とされる2回目の接種が3週間後から実施され、米国における直近2週間(1月31日～2月13日)の接種ペースを達成できたと仮定して試算すると、国内でワクチン接種率が65%に達する時期は2022年4月頃となる。国内でのワクチン接種は2021年度にかけて進み、集団免疫獲得時期は不確定要素が多いものの2022年度以降になるとの慎重な見方が必要と考える。

図表5 人口に占める新型コロナのワクチン接種率



(注)「Share of the population fully vaccinated against COVID-19」の値。イスラエル以外、目盛左。
(資料)Our World in Data, CEIC

図表6 日本のワクチン接種スケジュール

優先順位	人数 (万人)		開始時期
	人数 (万人)	人口割合 (%)	
① 医療従事者等	約 400	3	2月17日より
② 高齢者(65歳以上)	約 3,600	29	4月1日以降
③ 基礎疾患保有者・高齢者施設等従事者等	約 1,770	14	未定
④ それ以外	約 6,830	54	未定
合計	約 12,600	100	

(注)参考資料「新型コロナワクチン優先接種についての検討案(令和3年2月15日)」。また2月16日現在、接種を行う期間は2021年2月17日から2022年2月末までの予定とされる。
(資料)厚生労働省

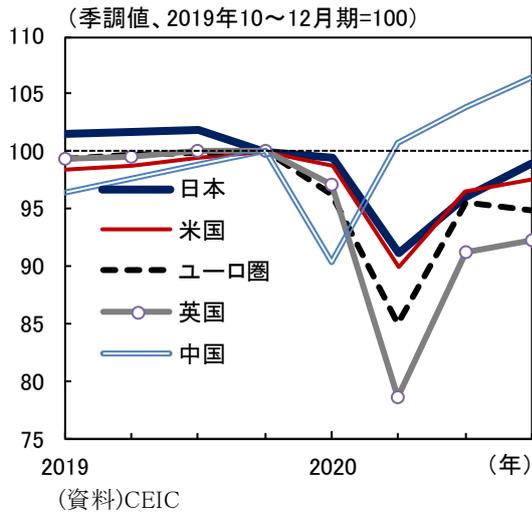
4. 海外主要国・地域の成長力には差が生じるも、総じて財消費は底堅い

海外主要国・地域の実質 GDP を比較すると、景気の回復状況には差が生じ始めている(次頁図表7)。中国は輸出と設備投資、消費が揃って増加傾向にあり、感染拡大前水準を大きく上回って3四半期連続のプラス成長を続けている。米国は、感染拡大が重石となっているものの、国民への直接給付など政府の財政政策が下支えする形で、プラス成長を維持している。

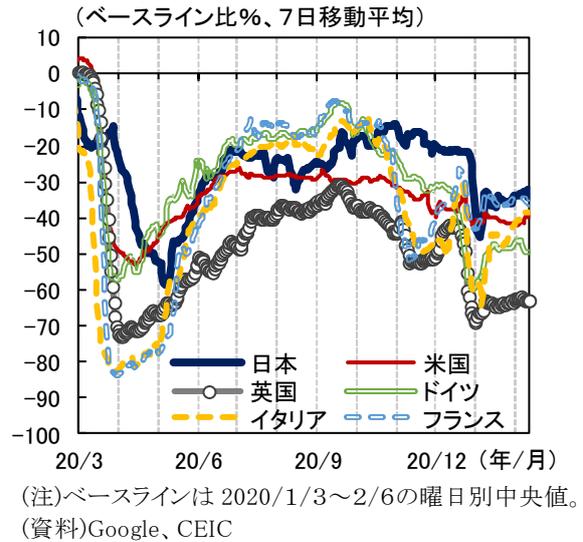
対して、英国・ユーロ圏は、感染拡大が景気を下押ししている。英国は、辛うじて10～12月期にプラス成長を確保したものの、ロックダウン(都市封鎖)の影響で1～3月期はマイナス成長に陥る可能性が高い。ユーロ圏も、顕著に人出が減少しており、景気の低迷が続いている(次頁図表8)。

もっとも、世界的に小売売上高(財消費)は底堅く推移している(次頁図表9)。昨年春先の際は、感染拡大に伴う行動規制の強化で人出が大幅に減少し、それと時を同じくして、小売売上高も大きく減少した。それに対して、足元では人出が顕著に減少しながらも、小売売上高は底堅く推移している。行動規制により外出が制限される中、e コマースの急速な普及が財消費を後押ししているものと思われる。また家電や家具、食品等の巣籠もり需要やサービス消費抑制で生まれた余剰資金の財消費への振り替え、一部の国では政府からの直接給付により可処分所得が増加していることなども要因として挙げられる。このような、各国で感染拡大が景気を下押ししても、財消費がそれほど影響を受けなくなった状況は、日本の輸出・製造業にとってプラスに働くことになる。

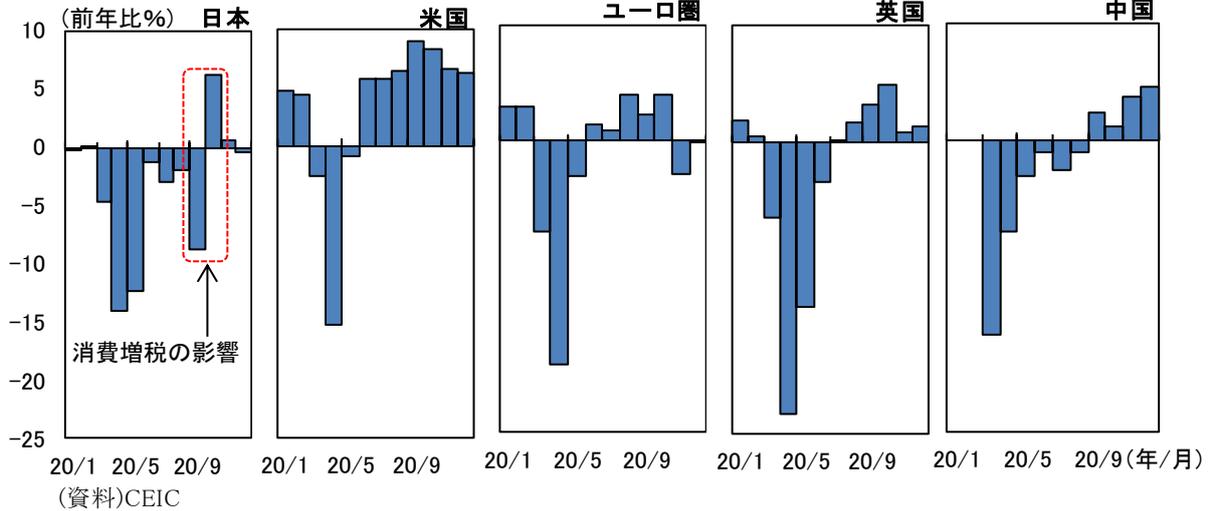
図表7 主要国の実質GDP水準



図表8 人出(乗換駅)



図表9 主要国の小売売上高



5. 今後の見通し ～ 2021年度中は感染症による景気の下押しが続く

日本の実質 GDP 成長率は、2020年度▲4.8% (前回比+0.6%ポイント)、2021年度+3.5%(前回比+0.1%ポイント)と予測する。四半期ベースでは、2021年1～3月期は緊急事態宣言の影響で前期比年率▲5.3%のマイナス成長になると予測する(図表10)。その後、4～6月期以降は宣言解除を前提に再び景気回復基調に戻るとみる。前回見通し(2020年12月号)との比較では、2020年度は、予測の発射台となる2020年10～12月期が従来予測(前期比年率+4.0%前後)から大幅に上振れたことを織り込み、上方修正した。2021年

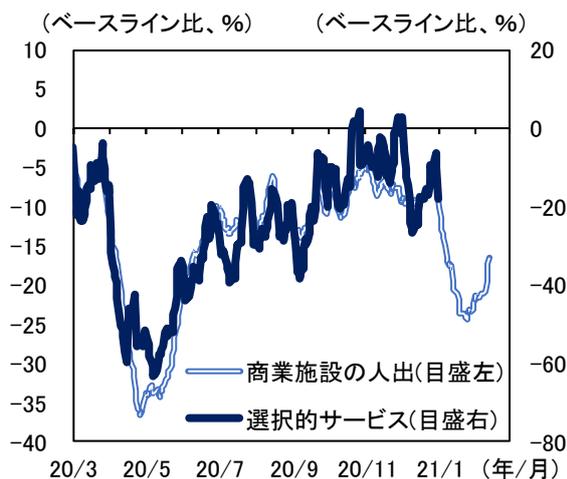
図表10 実質GDPの予測パス



度は、①4～6月期に個人消費が前四半期の落ち込みから反発すること、②設備投資が好調な輸出を背景に底打ちしたこと等から、上方修正した。もっとも、ワクチン接種に伴う集団免疫の獲得時期は 2022 年度に入ってからと想定しており、それまで一定の感染症への警戒・外出抑制が景気を下押しし続けるため、日本経済の成長力は弱いままである。実質 GDP 水準が四半期ベースで感染拡大前水準を回復する時期は、今回の予測期間を超える 2022 年度以降となろう。

需要項目別にみると個人消費は、2020 年度▲6.3% (前回比▲0.6%ポイント)、2021 年度+4.6% (前回比+0.8%ポイント)と予測する。1～3月期は、緊急事態宣言の再発出に伴い人出が顕著に減少していることから、サービス消費中心に減少する(図表 11)。但し、人出の減少幅が前回宣言時と比べて限定的であり、また財消費は巣籠もり需要などにより底堅く推移していることから、昨年4～5月ほどの個人消費の減少には至らないとみる(図表 12)。その後、3月に緊急事態宣言が解除されることを前提にすると、4～6月期はサービス消費を中心として明確に持ち直すであろう。但し、2021 年度中は感染症への警戒および外出抑制が続くことから、サービス消費が元の水準へ回復するのも、2022 年度以降とみる。

図表 11 選択的サービス消費と商業施設の人出



(注)ベースラインは 2020/1/3～2/6の曜日別中央値。
人出は外れ値を補正。7日移動平均値。
(資料)総務省「家計調査」
Google「Community Mobility Reports」、CEIC

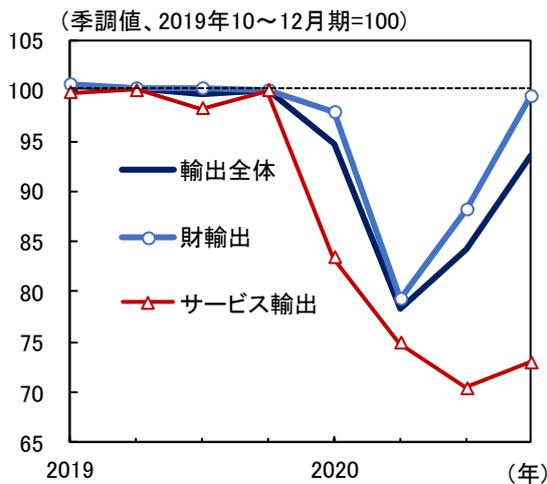
図表 12 小売販売額



(注)スーパー、コンビニ、ホームセンター、ドラッグストア、家電量販店の指数を 2015 年の業態別販売額でウェイト付けした合成指数(週次)を作成。合成指数(4週移動平均)をベースに、各年1月1日を含む週を起点にして 2015～2018 年比伸び率を算出。
(資料)経済産業省「METI POS 小売販売額指標[マイクロ]」

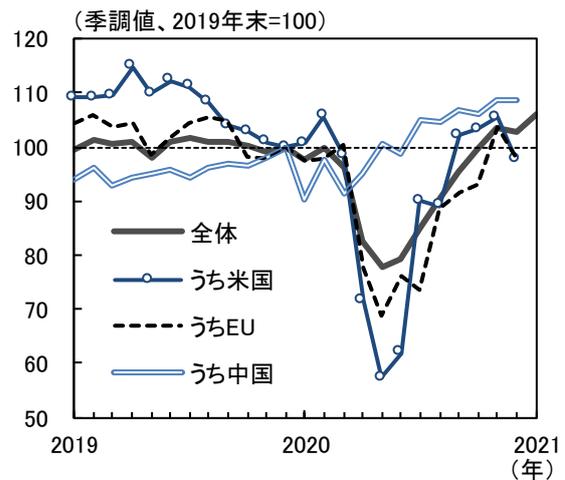
輸出は、2020 年度▲11.3% (前回比+2.5%ポイント)、2021 年度+8.5% (前回比▲0.5%ポイント)と予測する。財輸出は、感染拡大前の水準を上回り景気拡大を続ける中国向けを中心に増加基調が続くとみる(次頁図表 13、14)。また感染拡大で人出は減少しても、各国の財消費が底堅く推移しモノの動きが止まっていない点は、各国における設備投資需要の回復経路を含め、日本の輸出にとって追い風となる。一方で、サービス輸出に関しては、底打ちはしたものの、インバウンド需要がほぼ蒸発した状況は変わっておらず、また新型コロナの変異株流入を阻止すべく厳格化された入国制限も相まって、回復時期は後ろ倒しとなる。サービス輸出の低迷が続く中、財輸出が輸出全体を牽引する状況が続くことになろう。

図表 13 実質輸出(SNA)



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

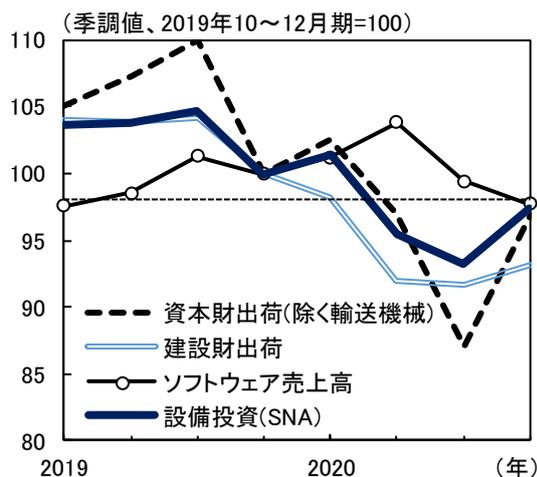
図表 14 国別の実質財輸出



(注)全体は2021年1月、国別は2020年12月まで。
(資料)日本銀行「実質輸出入」

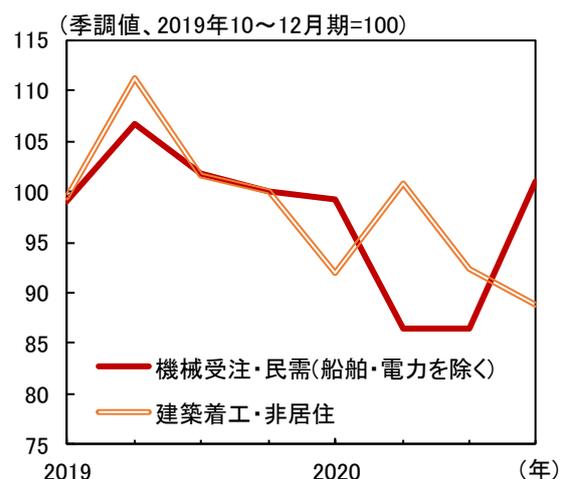
設備投資は、2020年度▲6.3%(前回比+1.6%ポイント)、2021年度+3.5%(前回比+1.6%ポイント)と予測する。回復の遅れていた設備投資も、堅調な財輸出を背景に製造業の機械投資などを中心にして2021年度以降は緩やかに持ち直しを続けるとみる。しかし、昨年春先に増加したソフトウェア投資は頭打ちとなっており、建設投資は未だ明確な持ち直しには向かっていない(図表15)。設備投資の先行指標をみても、機械受注は持ち直しが見られるものの、建築着工は弱いままである(図表16)。加えて、手元資金確保のために企業は借り入れを急増させた状況にあり、今後財務改善を優先する企業の設備投資は回復が遅れることになる。そのため、設備投資の回復が、輸出や消費に比べて大幅に遅れる状況は変わらないとみる。

図表 15 設備投資(SNA)と一致指数



(注)資本財・建設財出荷は国内向け。ソフトウェア売上高は独自季調値。2020年10～12月期まで。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」「特定サービス産業動態統計調査」

図表 16 機械受注と建築着工(非居住)



(注)2020年10～12月期まで。
(資料)内閣府「機械受注統計」
国土交通省「建築着工統計」

6. ワクチンの普及状況と金融市場の不安定化リスクを注視

以上をまとめると、日本の景気は総じて持ち直し局面にある。緊急事態宣言の再発出に伴い1～3月期はマイナス成長となり景気は一時後退するものの、4～6月期以降は再び持ち直しに向かうであろう。但し、日本でもワクチン接種が進み集団免疫が獲得されるまでは、新型コロナへの警戒や外出抑制、また先行き不透明感が残り、景気の持ち直しペースは遅いものとなる。

このような日本経済の見通しに対するリスク要因としては、図表 17 に挙げた項目が考えられる。これらの中でも最大の要因は、新型コロナのワクチン接種の進捗である。政府の取り組むワクチン接種の体制整備が首尾よく進み、国民全体の接種時期が早まれば景気持ち直しペースは加速することになる。一方で、世界各国がワクチン確保に動く中、供給制約により国内への供給が遅れたり、開発されたワクチンの有効性が低下または効かない新型コロナの変異株が国内で流行したりすれば、経済の正常化時期は遅れることになる。

そしてワクチンと並んで注視しているのが、金融市場の不安定化リスクである。金融市場では株価が各国の金融政策や財政政策、ワクチン普及に伴う経済正常化への期待などから、上昇基調が続いている。今後、米国の物価上昇などで早期の金融政策変更観測が浮上したり、ワクチン普及の遅れなどで経済正常化への期待が剥落したりすると、株価などの資産価格が大幅に調整して金融市場が不安定化する可能性がある。その場合には、実体経済にも下押し圧力がかかることになる。

図表 17 リスクの整理

上振れリスク	・ワクチン普及時期の前倒し
下振れリスク	・ワクチン普及時期の遅れ
	・金融市場の期待剥落による大幅な資産価格の調整
	・感染再拡大(人出、訪日客の回復遅延)
	・米中摩擦の再燃(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等)
	・コロナ禍の長期化に伴う金融システムへの波及
	・潜在成長率の低下(資本・労働力の棄損)

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹 : Iwahashi_Junki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

総括表 2020・2021年度の経済見通し

(作成日：2021年2月24日)

	2020年度		2021年度		2020上	2020下	2021上	2021下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2011年基準>								
国内総支出	526.5	-4.8	545.1	3.5	-9.6 -6.2	-2.5 5.0	6.6 0.8	2.9 0.6
民間最終消費	280.8	-6.3	293.7	4.6	-9.2 -6.3	-3.4 3.1	5.7 2.4	3.5 1.1
民間住宅投資	18.8	-7.6	18.1	-3.8	-7.8 -4.2	-7.4 -3.3	-5.0 -1.8	-2.7 -0.9
民間設備投資	84.8	-6.3	87.9	3.5	-9.5 -6.3	-3.2 3.4	4.6 1.0	2.6 1.6
民間在庫変動(実額)	1.4	寄与度 -0.1	0.5	寄与度 -0.1	2.3	0.5	0.5	0.5
政府最終消費	114.4	3.2	116.5	1.8	2.3 1.5	4.1 2.6	2.8 0.0	0.9 1.0
公的固定資本形成	29.3	4.6	30.0	2.3	4.2 2.7	4.9 2.3	3.2 0.9	1.7 0.9
財貨・サービス輸出	90.9	-11.3	98.6	8.5	-18.7 -16.5	-3.8 15.2	16.0 0.7	2.1 1.4
財貨・サービス輸入	94.2	-6.9	100.1	6.3	-8.4 -4.4	-5.4 -0.9	3.9 4.7	8.7 3.9
内需寄与度	-4.0	民需 -4.9	3.2	民需 2.7				
外需寄与度	-0.7	公需 0.9	0.3	公需 0.5				
<名目>								
国内総支出	536.9	-4.1	554.5	3.3	-6.8 -5.7	-1.3 4.6	4.9 0.2	1.8 1.6
GDPデフレーター	102.0	0.7	101.7	-0.3	1.3	0.2	-0.9	0.4
企業物価 * (15年=100)	99.8	-1.7	101.6	1.7	-1.5	-1.9	1.2	2.2
輸出物価 * (15年=100)	89.5	-3.2	91.3	1.9	-3.9	-2.4	1.2	2.6
輸入物価 * (15年=100)	82.6	-11.7	89.5	8.3	-13.6	-9.8	12.3	4.4
消費者物価 * (15年=100)	101.4	-0.4	102.0	0.6	-0.1	-0.7	0.4	0.8
鉱工業生産 * (15年=100)	89.4	-10.5	95.8	7.1	-16.3	-4.6	11.0	3.5
失業率 (%)	2.9	0.6	3.3	0.3	2.9	3.0	3.3	3.3
雇用者数 *(万人)	5,968	-0.9	5,978	0.2	-1.2	-0.5	0.1	0.2
1人当たり名目賃金 *(%)	-	-1.5	-	-0.2	-1.5	-1.4	0.0	-0.3
新設住宅着工戸数 (万戸)	80.2	-9.3	77.7	-3.1	81.1	79.8	78.2	77.5
貿易収支 (10億円)	5,726	-	9,275	-	-10	5,736	4,969	4,306
輸出 *(10億円)	67,625	-9.8	78,491	16.1	-19.2	-0.3	28.3	6.1
輸入 *(10億円)	61,899	-16.7	69,216	11.8	-19.4	-13.8	11.9	11.7
第一次所得収支 (10億円)	20,574	-	22,400	-	10,474	10,100	5,890	5,310
経常収支 (10億円)	19,759	-	27,753	-	6,707	13,052	15,038	12,715
ドル/円レート (円、期中平均)	105.6	-	105.4	-	106.9	104.3	105.2	105.6
WTI原油価格 (ドル/バレル、期中平均)	41.6	-	53.6	-	34.4	48.9	54.6	52.6
米国実質GDP(10億ドル)	18,423	-3.5	19,087	3.6	-10.6	5.9	2.8	3.0
中国実質GDP	-	2.3	-	7.3	-1.6	5.8	11.9	3.5

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が前年同期比、下段は季調済前期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国実質GDPは暦年ベース、半期別成長率は前期比年率換算。中国実質GDPは暦年ベース、半期別成長率は前年同期比。

(期中平均値)

	2020/4-6	7-9	10-12	2021/1-3	4-6	7-9	10-12	2022/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.04	-0.04	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
10年国債利回り	0.01	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
ドル/円レート	107.6	106.2	104.5	104.1	105.1	105.3	105.5	105.7

⇒予測