

2021・2022年度の日本経済見通し

～交錯するワクチンへの期待と変異株への懸念～

<要旨>

2021年4～6月期における日本の実質GDPは、前期比年率+1.3%のプラス成長となり、2四半期連続のマイナス成長は回避されたものの、前四半期の落ち込みは取り戻せなかった。7～9月期も、繰り返される感染拡大と緊急事態宣言(7/12～)の発出に伴い、個人消費の下押しは続き、景気は足踏み状態が続くとみる。

先行き、経済再開に伴う海外経済の回復は続くとみられ、財輸出は堅調に推移し、設備投資も持ち直しの動きを続けよう。またワクチン接種が進展しており、足下の緊急事態宣言が解除されれば、サービス消費中心に個人消費は回復基調を強めるとみる。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2021年度+3.2%、2022年度+2.3%と予測する。

しかし、変異株による下振れリスクも大きい。感染拡大に歯止めがかからなければ、緊急事態宣言の更なる延長など行動制限の強化が見込まれ、個人消費の回復が後ろ倒しとなる。またワクチン普及後も感染拡大が繰り返されれば、感染症への警戒が残り、予測期間に亘って人出及びサービス消費が感染拡大前の水準まで戻らない可能性もある。

1. 日本経済は、2四半期連続のマイナス成長を回避するも、停滞

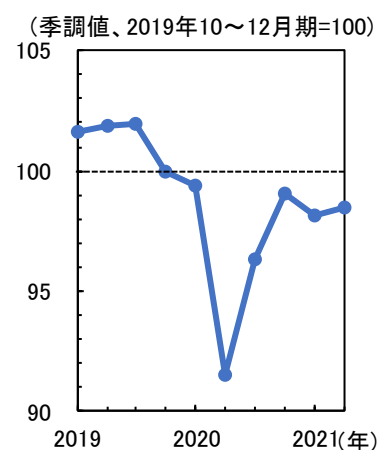
2021年4～6月期の実質GDPは、前期比年率+1.3%のプラス成長となり、2四半期連続のマイナス成長は回避されたものの、前四半期の落ち込みは取り戻せず、景気は足踏み状態となった(図表1)。項目別にみると、米国・中国をはじめ主要国経済の回復が続く中で、輸出(前期比年率+12.3%)は堅調に推移し、それに伴って設備投資(同+7.0%)も持ち直しの動きをみせた。また政府消費(同+2.0%)には、ワクチン関連支出がプラスに寄与した。しかし、個人消費(同+3.4%)は増加したものの、4月に入り発出された3度目の緊急事態宣言(4/25～6/20※沖縄を除き解除)の影響で持ち直し幅が抑制された。足下の実質GDPの水準は、感染拡大前(2019年10～12月期)の98.5%となっている(図表2)。

図表1 実質GDP成長率

| | 2020 | | 2021 | | 2021 4-6 |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------------|
| | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | |
| 実質GDP | 22.8 | 11.9 | ▲ 3.7 | 1.3 | 1.3 |
| 個人消費 | 22.1 | 9.4 | ▲ 4.0 | 3.4 | 1.8 |
| 住宅投資 | ▲ 21.0 | 0.1 | 3.8 | 8.6 | 0.3 |
| 設備投資 | ▲ 8.0 | 18.3 | ▲ 4.9 | 7.0 | 1.1 |
| 政府消費 | 11.5 | 7.6 | ▲ 6.7 | 2.0 | 0.4 |
| 公共投資 | 2.6 | 4.0 | ▲ 4.0 | ▲ 5.7 | ▲ 0.3 |
| 輸出 | 32.6 | 55.8 | 9.8 | 12.3 | 2.0 |
| (▲輸入) | ▲ 29.0 | 20.8 | 16.8 | 21.9 | ▲ 3.2 |
| 内需 | 10.5 | 7.4 | ▲ 2.8 | 2.6 | 2.6 |
| 外需 | - | - | - | - | ▲ 1.3 |

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質GDPの水準



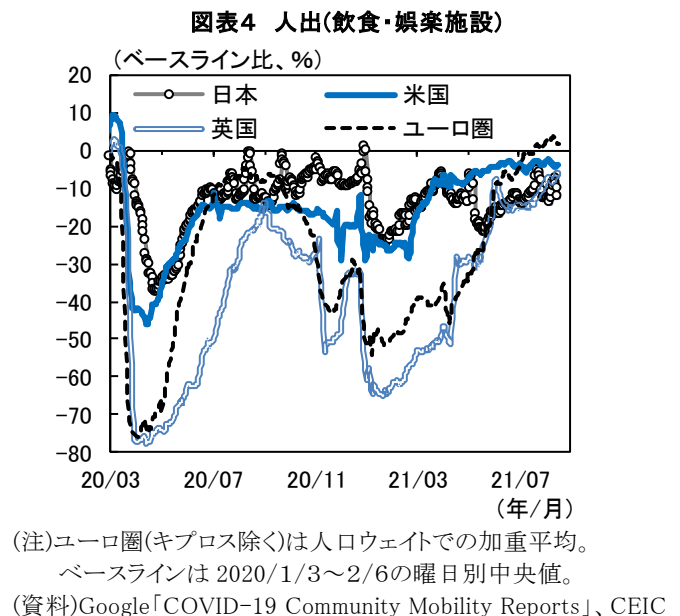
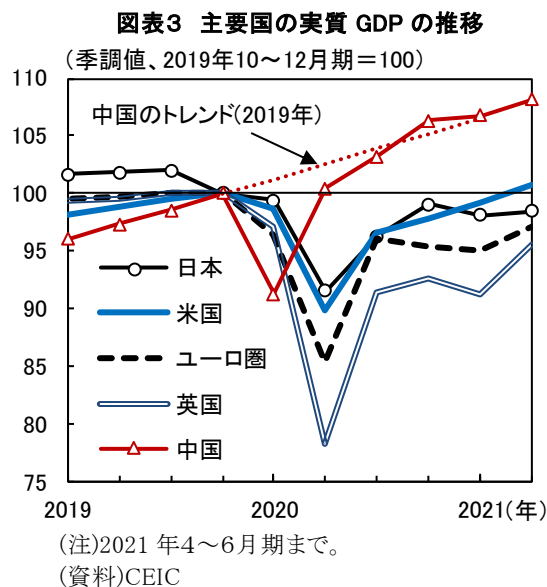
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 外部環境とワクチン接種の想定

(1) 主要国経済の動向と見通し

外需の前提となる主要国経済に目を向けると、4～6月期の景気は全体的に拡大・回復基調を示した(図表3)。中国は、個人消費や投資など内需が好調に推移した他、輸出も底堅く推移し、2019年のトレンドに沿った成長を続けた。米国は、個人消費の回復が牽引し、感染拡大前(2019年10～12月期)の水準を回復した。また、ユーロ圏と英国は、前四半期においてマイナス成長であったが、ワクチン接種の進展と行動制限の緩和を背景に、急反発した。

先行き、中国は、コロナ特需の剥落の他、一部地域における感染拡大・行動制限、半導体不足による供給制約などを要因に減速懸念があるものの、内需を中心にトレンドに沿った成長を続ける。欧米も、変異株の流行が重石ではあるが、経済活動の再開と人出の回復に伴うサービス消費の回復は続くと考えられ、景気の回復基調は維持されると予想する(図表4)。



(2) ワクチン接種の状況

欧米の経済活動の再開を促進するワクチン接種の状況を確認する(次頁図表5)。8月20日時点で、ワクチン接種率(規定の接種完了者の人口に占める割合)は、英国・ユーロ圏は約60%となっている。米国は、接種ペースを大幅に減速させたが、50%超まで上昇した。

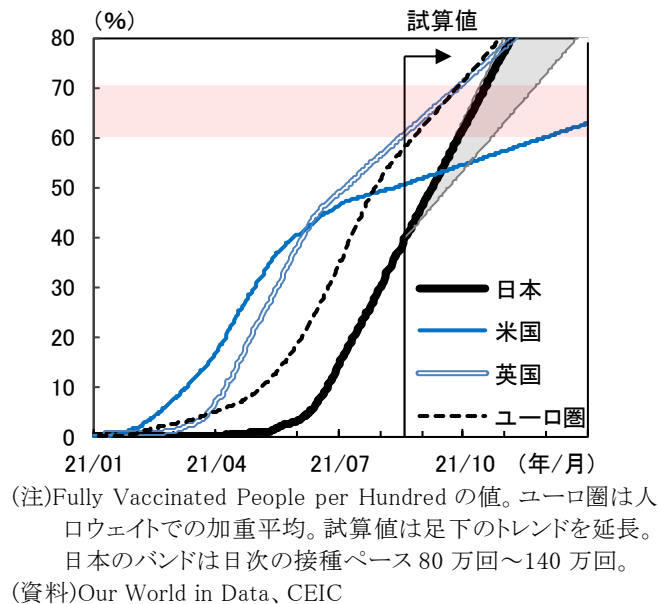
日本は、接種体制の構築に時間を要したものの、大規模接種センターの設置や職域接種の開始などが相まって、6月に入ってから接種ペースは欧米並みまで加速し、接種率は約40%となっている。65歳以上の高齢者に限れば、90%弱が接種済みとなっている。足下のトレンドにて延長すると、接種率が60～70%に達する時期は、前回見通し(2021年6月号)の想定(2022年1～3月期)よりも早まり、2021年10～12月期となる公算が大きい。

但し、感染力の強い変異株(デルタ株等)が流行する中で、集団免疫の獲得に必要な接種率は80%以上との見方が広がっている。接種率80%を達成するためには、接種対象となる12歳以上

人口のうち90%近くが接種する必要があり、ワクチン忌避層の存在などを踏まえると、その達成は困難とみる。そのため、国内で希望者全員のワクチン接種が完了した後も、新型コロナウイルス感染症の感染拡大は繰り返される可能性が高い。

しかし、感染拡大が繰り返されても、ワクチン効果で重症化や死亡者数が抑制されるため、人出が大きく低下することはないとみる。その結果、10～12月期以降は、緊急事態宣言(以下、宣言)の解除を前提に、欧米と同じく、徐々に人出が感染拡大前の水準に向けて回復基調を強めるとみる。

図表5 各国のワクチン接種率



3. 日本経済の動向と今後の見通し

外部環境とワクチン接種の想定を踏まえ、日本経済の足下動向と今後の見通しを示したい。

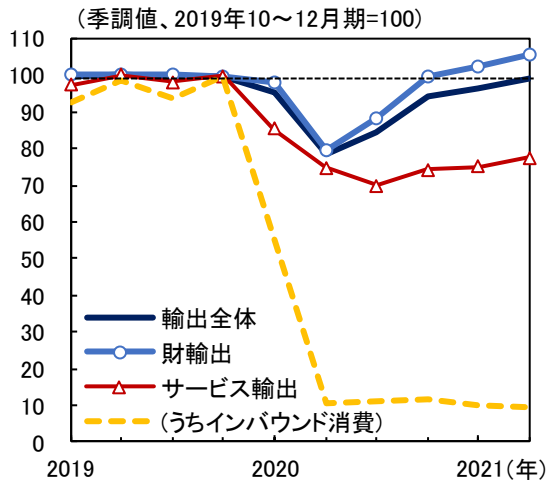
(1) 輸出

輸出は、財輸出が4四半期連続で増加し、全体の回復を牽引している(次頁図表6)。財輸出を仕向け国別にみると、中国向けはやや鈍化するものの増加が続く(次頁図表7)。米国向けは、前四半期に半導体不足に伴う自動車の低迷が足を引っ張ったものの、4～6月期は機械等が牽引し増加に転じた。ユーロ圏向けは、経済活動の再開で景気回復が進むのに伴い、増勢が強まっている。先行き、中国の景気拡大およびワクチン接種の進展を受けた欧米の景気回復の継続を背景に、財輸出は増加基調が続くとみる。

一方、サービス輸出は、新型コロナの変異株の流行を受け、国内外において厳しい出入国制限が続き、インバウンド消費を中心に4～6月期も低調に推移した。ワクチン接種で先行する欧米でも、変異株による感染拡大が生じており、更なる変異株流入の懸念がある中では国境管理の緩和には向かい難い。サービス輸出の回復は、財輸出に大幅に遅れ、感染拡大前の水準を回復する時期は、2023年度以降と想定する。

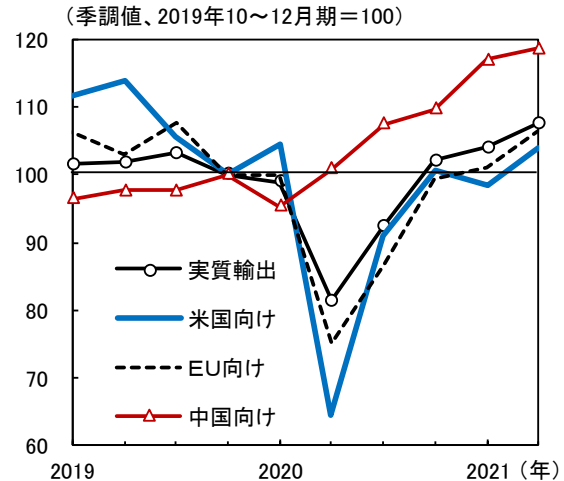
以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は、2021年度+13.5%、2022年度+3.7%と予測する。

図表6 実質輸出(SNA)



(注)2021年4～6月期まで。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表7 仕向け国別の実質財輸出



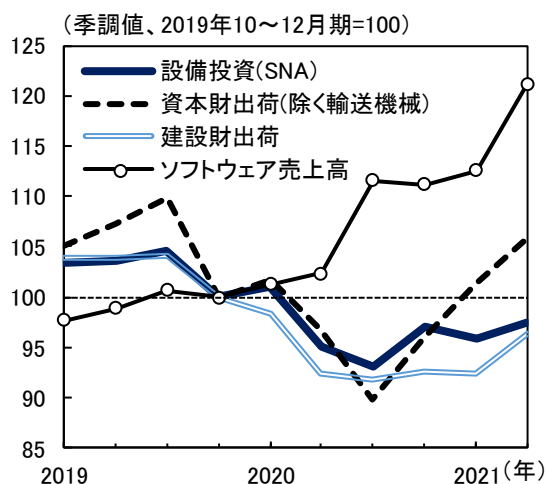
(注)2021年4～6月期まで。
(資料)日本銀行「実質輸出入」

(2)設備投資

2021年4～6月期における設備投資は、2四半期ぶりに増加し、持ち直し基調が続いていることが確認できた(図表8)。長引くコロナ禍で、テレワークやデジタル化関連とみられる堅調なソフトウェア投資に加え、財輸出の増加を背景に機械投資の増加基調が続いた。また建設投資もようやく持ち直しの動きをみせている。

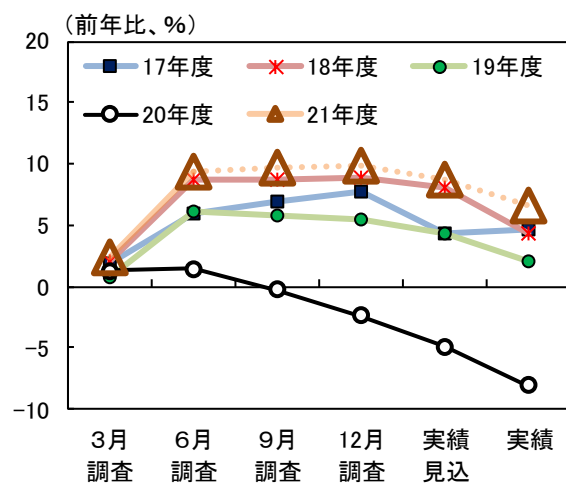
ワクチン接種が進む中で、企業は設備投資に対して前向きになり始めたとみる。日銀短観の6月調査によれば、2021年度の設備投資計画(金融機関含む全産業)は、前年比+9.4%と例年の水準を上回り、前年度からの反発を示している(図表9)。2021年度計画に対する産業別の寄与度をみると、堅調な財輸出を背景に「自動車」・「機械」などの製造業のプラス寄与が大きい他、「対個人サービス」や「宿泊・飲食」等を除き非製造業も広くプラス寄与となっている。非製造業でも、物流施設の建設やデジタル化投資、省力化・効率化投資などが貢献していると考えられる。以上を踏まえ、設備投資(SNA)は2021年度+3.5%、2022年度+3.0%と予測する。

図表8 設備投資(SNA)と一致指数



(注)2021年4～6月期まで。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。
(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9 設備投資計画修正パターン(全規模全産業)



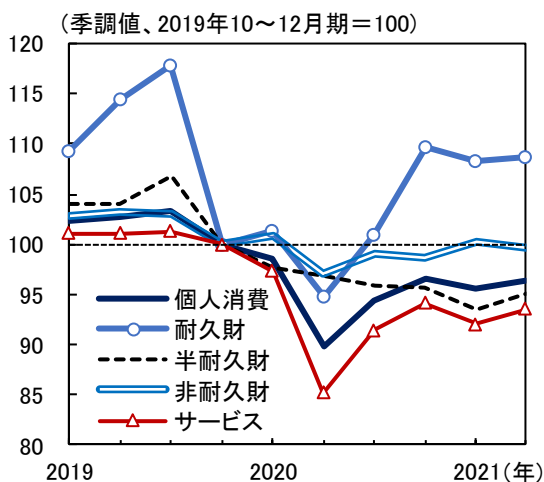
(注)ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く。金融機関含む全産業。21年度の9月調査以降は、17～19年度における修正率の平均値で延長。
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(3)個人消費

個人消費は、2021年4～6月期において2四半期ぶりのプラス成長となったものの、宣言が重石となり、前四半期の落ち込みを取り戻せなかった(図表10)。もともと、3度目の宣言は、百貨店などの大規模商業施設や酒類を提供する飲食店への休業要請を含み、2度目の宣言に比べて厳しい内容であったものの、人出は1～3月期ほど低下せず、サービス消費の増加に繋がった。いわゆる「コロナ慣れ」や「自粛疲れ」などから、宣言による人出の押下げ効果は低下している(図表11)。

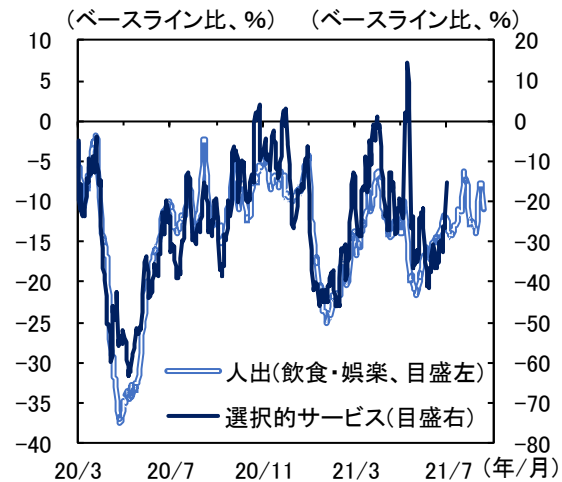
足下の7～9月期は、4度目の宣言(7/12～)が再び人出を抑制し、サービス消費の回復は引き続き停滞するとみる。しかし、ワクチン接種が進展していることから、宣言の解除を前提に、2021年10～12月期にはサービス消費の回復基調が強まると予想する。その後は、感染再拡大により人出の回復が停滞を繰り返す可能性はあるが、徐々に人出は感染拡大前の水準へ向け回復していくと想定する。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2021年度+3.0%、2022年度+2.6%と予測する。

図表10 形態別の個人消費(SNA)



(注)個人消費は国内家計最終消費支出の値。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表11 人出(飲食・娯楽施設)



(注)7日移動平均値。人出の外れ値補正済み。
ベースラインは2020/1/3～2/6の曜日別中央値。
(資料)Google「Community Mobility Reports」、総務省、CEIC

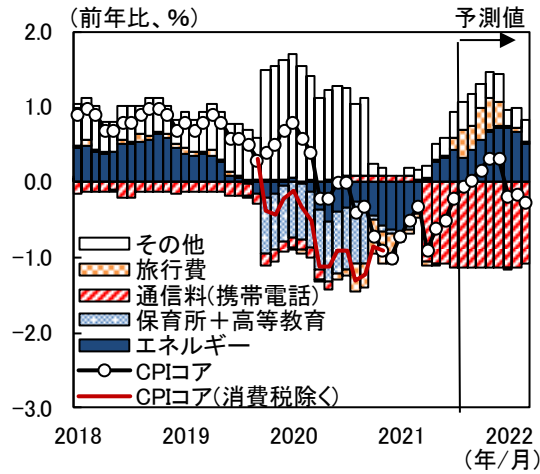
(4)物価情勢と金融政策

今般、消費者物価指数は、基準年が2015年から2020年へ改定された。それに伴い、2021年1月以降に遡って物価上昇率は遡及改定され、2021年4月～6月においてはCPIコア(生鮮食品を除く総合)の前年比が▲0.7%ポイントの下方修正となった。通信料(携帯電話)の政策的な値下げのマイナス寄与が、通信料(携帯電話)のウェイトの上昇とモデル式の改定等の要因により、大きくなったことが主因である。しかし、CPIコアから通信料(携帯電話)を除くと、物価上昇率は基準年改定前と同水準となっており、物価情勢が大きく変化したわけではない。足下の2021年7月の物価上昇率は2020年基準で▲0.2%となっている(次頁図表12)。

先行き、エネルギー価格の上昇がプラスに寄与し、また昨年度に実施されたGoToトラベルに伴う旅行費の低下の反動から、インフレ率のマイナス幅は縮小していこう。2022年度に入れば、通信料(携帯電話)のマイナス寄与が剥落し、プラス圏で推移するとみる。但し、主要国と比較した景気回復ペースの遅さなどからインフレ期待が高まりにくい地合いが続くであろう。

その結果、物価上昇率は、前年比0%前後での推移が続き、日本銀行が物価安定の目標とする2%には予測期間を通じて到達することはないと予測する。そのため、長期金利は、米金利の上昇につられ、僅かに上昇する局面もあるだろうが、予測期間に亘り0%近傍での推移が続くとみる。

図表 12 消費者物価指数(CPIコア)

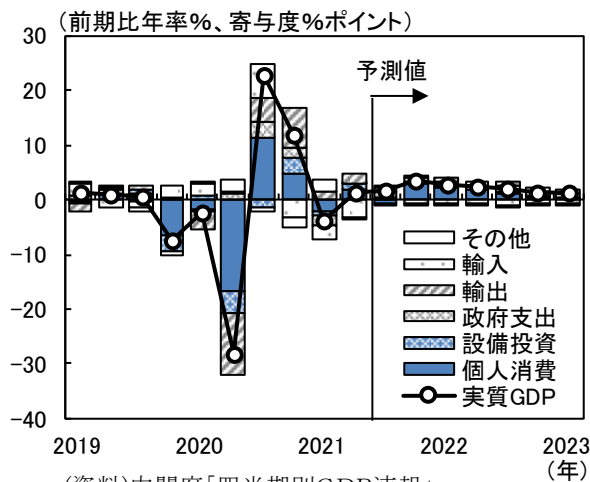


(注)2020年基準。旅行費は宿泊代とパック旅行費。
(資料)総務省「消費者物価指数」

(5)総括

全体を総括すると、2021年度の景気は、前回見通しで見込んでいた7～9月期の反発が変異株による感染拡大と4度目の宣言により下押しされる一方、ワクチン接種の進展に伴い10～12月期以降のサービス消費の回復が強まることを想定する。2022年度は、ワクチン普及に伴い経済活動が正常化に向かい、景気回復が続くとの見方は変わらないものの、変異株による感染拡大の繰り返しが景気回復の重石となる。以上を踏まえ、日本の実質GDP成長率は、2021年度+3.2%、2022年度+2.3%と予測する(図表13)。実質GDPの水準が、四半期ベースで感染拡大前水準(2019年10～12月期)を回復する時期は、2022年1～3月期との見方を据え置く(図表14)。

図表 13 実質GDP成長率(年率)の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表 14 実質GDPの予測パス



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

4. 変異株の流行を背景に、景気は下振れリスクの大きい状況

上述の日本経済の見通しに対するリスク要因としては、図表 15 に挙げた項目が考えられる。前回見通し時点(2021年6月号)と比較すると、ワクチンの接種ペースが加速し普及時期が前倒しとなった点は、景気の上振れ要因が顕在化したといえる。また開発の進められる治療薬が実用化されれば、経済活動の正常化に向けた更なる追い風となる。

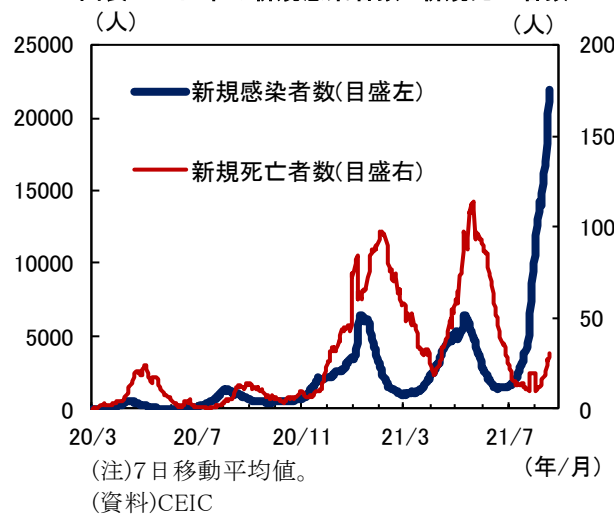
図表 15 リスクの整理

| | |
|------------|---|
| 上振れ リスク | <ul style="list-style-type: none"> ・ワクチン普及時期の前倒し(顕在化) ・新型コロナウイルス感染症への治療薬の開発・実用化(追加) ・外出自粛に伴う支出抑制で増加した貯蓄の取り崩し |
| 下振れ リスク | <ul style="list-style-type: none"> ・変異株による感染拡大(行動制限の強化、長期化) ・金融市場の期待剥落による大幅な資産価格の調整 ・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) |

しかし足下では、変異株による感染拡大が景気の下振れリスクを大きくしている。高齢者のワクチン接種を優先した効果により感染拡大が続く中でも死亡者数は抑制されている(図表 16)。しかし、新規感染者数の増加が続く中、ワクチン接種が途上の現役世代で重症者数が増加しており、医療体制のひっ迫から、政府としては宣言の解除に動くことができない状況にある。このまま感染拡大に歯止めがかからなければ、宣言の更なる延長など行動制限の強化が見込まれ、2021年10～12月期と想定するサービス消費の活発化が後ろ倒しとなる可能性が高い。

また、先述したように、感染力の強い変異株が流行する下では、集団免疫の獲得は困難とみられ、ワクチン普及後も感染拡大が繰り返されるとみられる。そのため、ワクチン効果で重症化リスクは低下しても、一部の消費者の間では感染症への警戒が残り続け、予測期間に亘って人出及びサービス消費が感染拡大前の水準まで戻らない可能性もある。

図表 16 日本の新規感染者数と新規死亡者数



(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。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2021年8月23日)

| | 単位 | 2021 | | | | 2022 | | | | 2023 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 年度 | 年度 | 年度 |
| <実質・2015年基準> | | | | | | | | | | | | | |
| 国内総支出 | 前期比(%) | -0.9 | 0.3 | 0.4 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | -4.5 | 3.2 | 2.3 |
| | 前期比年率(%) | -3.7 | 1.3 | 1.7 | 3.7 | 3.0 | 2.3 | 2.2 | 1.3 | 1.2 | | | |
| 民間最終消費 | 前期比(%) | -1.0 | 0.8 | -0.4 | 1.3 | 1.0 | 0.9 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | -5.9 | 3.0 | 2.6 |
| 民間住宅投資 | 前期比(%) | 0.9 | 2.1 | 2.6 | -0.2 | -1.2 | -1.3 | -1.3 | -1.2 | -1.1 | -7.2 | 2.9 | -3.5 |
| 民間設備投資 | 前期比(%) | -1.3 | 1.7 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | -6.8 | 3.5 | 3.0 |
| 民間在庫変動 | 前期比寄与度 (%ポイント) | 0.4 | -0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.1 | 0.0 |
| 政府最終消費 | 前期比(%) | -1.7 | 0.5 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 3.3 | 1.8 | 2.3 |
| 公的固定資本形成 | 前期比(%) | -1.0 | -1.5 | 2.7 | 0.8 | 1.3 | -1.4 | 2.7 | 0.5 | 0.8 | 4.2 | 1.3 | 3.1 |
| 財貨・サービス輸出 | 前期比(%) | 2.4 | 2.9 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | -10.4 | 13.5 | 3.7 |
| 財貨・サービス輸入 | 前期比(%) | 4.0 | 5.1 | 0.4 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 0.9 | 0.9 | -6.8 | 9.5 | 4.1 |
| 内需寄与度 | 前期比寄与度 (%ポイント) | -0.7 | 0.6 | 0.4 | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | -3.9 | 2.5 | 2.5 |
| 外需寄与度 | 前期比寄与度 (%ポイント) | -0.3 | -0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.6 | 0.6 | -0.1 |
| <名目> | | | | | | | | | | | | | |
| 国内総支出 | 前期比(%) | -1.0 | 0.1 | -0.2 | 0.8 | 0.8 | 1.3 | -0.3 | 0.2 | 0.3 | -3.9 | 2.2 | 2.3 |
| GDPデフレーター | 前年同期比(%) | -0.1 | -0.8 | -1.4 | -1.0 | -0.6 | 0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | 0.6 | -0.9 | -0.1 |
| 鉱工業生産指数 | 前期比(%) | 2.9 | 1.0 | 0.0 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | -9.5 | 8.6 | 1.3 |
| 企業物価指数 | 前年同期比(%) | -0.3 | 4.7 | 4.7 | 4.9 | 3.3 | 0.8 | -0.1 | -0.2 | -0.1 | -1.4 | 4.4 | 0.1 |
| 輸出物価指数 | 前年同期比(%) | 1.7 | 10.5 | 10.8 | 10.2 | 6.3 | 0.9 | -0.8 | -0.9 | -0.8 | -2.0 | 9.4 | -0.4 |
| 輸入物価指数 | 前年同期比(%) | -1.5 | 23.1 | 25.6 | 23.8 | 12.4 | 2.4 | -1.2 | -1.2 | -1.1 | -9.9 | 21.0 | -0.3 |
| 消費者物価指数(生鮮食品除く) | 前年同期比(%) | -0.5 | -0.6 | -0.1 | 0.3 | -0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | -0.5 | -0.2 | 0.3 |
| 完全失業率 | % | 2.8 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.9 | 2.8 | 2.5 |
| 雇用者数 | 前年同期比(%) | -0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | -1.0 | 0.6 | 0.8 |
| 1人当たり名目賃金 | 前年同期比(%) | -0.3 | 0.9 | 1.2 | 1.3 | 1.0 | 1.1 | 0.5 | 0.6 | 0.2 | -1.4 | 1.1 | 0.6 |
| 名目雇用者報酬 | 前年同期比(%) | -0.4 | 1.9 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 1.5 | 1.4 | 1.0 | -2.0 | 1.7 | 1.5 |
| 新設住宅着工戸数 | 季調済年率(万戸) | 83.0 | 87.5 | 86.4 | 85.0 | 83.6 | 82.2 | 80.7 | 79.6 | 78.6 | 81.2 | 85.5 | 80.1 |
| 貿易収支 | 兆円 | 1.4 | 0.9 | 0.2 | -0.2 | -0.1 | 0.4 | -0.2 | -0.5 | -0.3 | 3.9 | 0.9 | -0.7 |
| 輸出 | 兆円 | 19.1 | 20.1 | 21.6 | 22.3 | 21.3 | 20.9 | 21.7 | 22.4 | 21.4 | 68.4 | 85.2 | 86.4 |
| 輸入 | 兆円 | 17.7 | 19.2 | 21.3 | 22.4 | 21.3 | 20.5 | 21.9 | 22.9 | 21.7 | 64.4 | 84.3 | 87.1 |
| 第一次所得収支 | 兆円 | 6.1 | 5.3 | 7.0 | 4.6 | 6.6 | 5.7 | 7.2 | 4.8 | 6.8 | 20.8 | 23.4 | 24.5 |
| 経常収支 | 兆円 | 6.3 | 4.2 | 5.6 | 2.9 | 5.2 | 4.2 | 5.6 | 3.0 | 5.5 | 18.3 | 17.9 | 18.2 |
| 米国実質GDP(暦年ベース) | 前期比年率(%) | 6.3 | 6.5 | 5.4 | 6.7 | 3.2 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | -3.4 | 6.0 | 4.0 |
| 中国実質GDP(暦年ベース) | 前年同期比(%) | 18.0 | 7.0 | 4.0 | 3.0 | 4.5 | 5.1 | 5.1 | 6.0 | 5.5 | 2.3 | 7.9 | 5.2 |
| 無担保コールレート翌日物 | 平均値、% | -0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 |
| 10年国債利回り | 平均値、% | 0.08 | 0.08 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.04 | 0.04 | 0.02 |
| ドル円レート | 平均値、円/ドル | 105.9 | 109.5 | 110.3 | 109.7 | 110.0 | 110.4 | 110.6 | 110.9 | 111.2 | 106.0 | 109.9 | 110.8 |
| WTI原油価格 | 平均値、ドル/バレル | 58.1 | 66.2 | 69.8 | 66.3 | 65.1 | 63.9 | 62.8 | 61.8 | 60.8 | 42.4 | 66.8 | 62.3 |

→予測値

→予測値