

2021・2022年度の日本経済見通し

～複雑さを増すパンデミックからの回復～

<要旨>

2021年7～9月期の実質GDPは、前期比年率▲3.0%のマイナス成長となり、年初からの足踏みが続く結果であった。感染再拡大と緊急事態宣言の再発出が個人消費を停滞させ、半導体不足などの供給制約に伴う生産の低下が輸出や設備投資を押し下げた。

先行き、ワクチン接種の進展に伴う経済活動の再開で海外経済の回復は続くとみられ、徐々に供給制約も解消に向かうことで輸出と設備投資は増加基調に回帰しよう。また国内では新規感染者数が急減し、ワクチンも普及したことから、10～12月期以降、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。ペントアップ需要の一巡後は徐々に成長率は鈍化するものの、雇用・賃金が回復に向かう中で景気回復の動きは続くだろう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2021年度+3.0%、2022年度+2.7%と予測する。

但し、需要面では経済対策における需要喚起策の実施時期や冬場の感染拡大の可能性など上振れ・下振れ双方の要因がある。加えて、供給面では景気回復の足枷となっている人手不足やサプライチェーン混乱などの供給制約の解消時期は不透明感が強い。

1. 2021年7～9月期の日本経済

実質GDPは、2021年7～9月期に前期比年率▲3.0%のマイナス成長となり、年初からの足踏みが続く結果となった(図表1)。項目別にみると、半導体不足などの供給制約を背景とした自動車生産の不振から輸出(前期比年率▲8.3%)が大幅に減少し、生産が弱まる中で設備投資(同▲14.4%)も減少した。また個人消費(同▲4.5%)では、新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の変異株の影響で新規感染者数が急増し自粛ムードが広がったことでサービス消費の停滞が続いた他、巣籠もり需要の息切れや自動車の供給制約を背景に耐久財消費が大幅に減少した。実質GDPの水準は感染拡大前(2019年10～12月期)の97.8%となっている(図表2)。

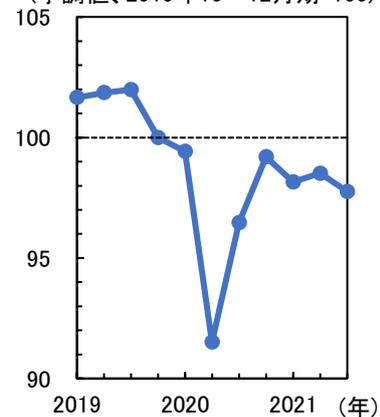
図表1 実質GDP成長率

	2020	2021				2021 7-9
	10-12	1-3	4-6	7-9		
実質GDP	11.8	▲4.1	1.5	▲3.0	▲3.0	
個人消費	9.3	▲5.0	3.7	▲4.5	▲2.4	
住宅投資	▲0.1	4.3	8.3	▲10.1	▲0.4	
設備投資	18.1	▲4.1	9.1	▲14.4	▲2.4	
政府消費	7.9	▲6.7	4.5	4.7	1.0	
公共投資	3.0	▲5.5	▲8.1	▲5.8	▲0.3	
輸出	55.6	9.9	13.6	▲8.3	▲1.5	
(▲輸入)	20.7	16.9	22.8	▲10.5	1.8	
内需	7.4	▲3.3	2.7	▲3.4	▲3.4	
外需	-	-	-	-	0.4	

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質GDPの水準

(季調値、2019年10～12月期=100)



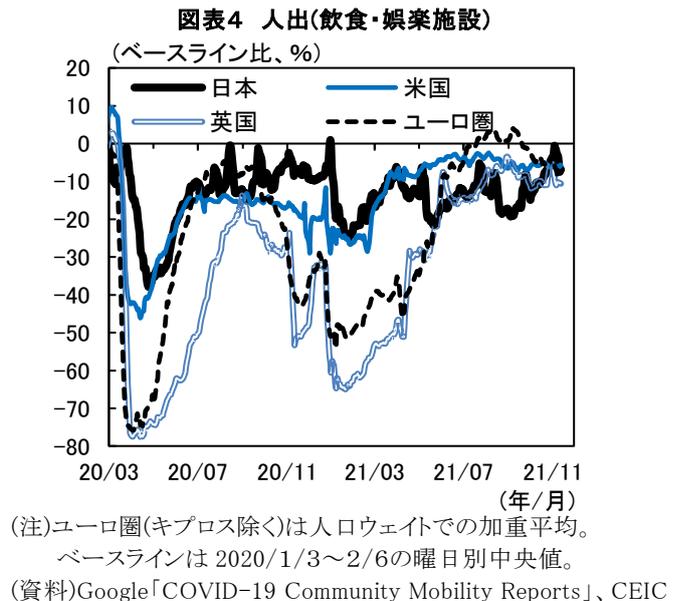
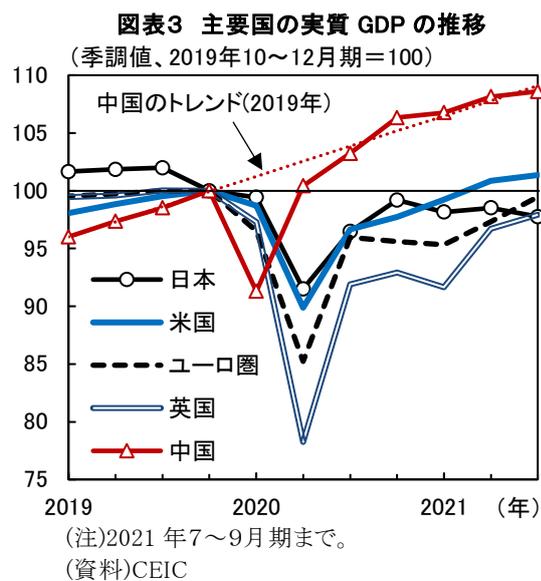
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 見通しの前提となる主要国経済とワクチン接種状況

(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、7～9月期は全体的に景気拡大・回復基調が続いた(図表3)。米国経済は、変異株の感染拡大や自動車などの供給制約が下押しに働いたものの、個人消費の持続的な増加がプラス成長を支えた。ユーロ圏・英国経済は、ワクチン接種の進展に伴う経済活動の正常化が進み、2四半期連続でプラス成長となった(図表4)。中国経済は、感染拡大に伴う一部地域における行動制限や住宅市況の悪化が下押しに働き前期から伸び率は大幅に鈍化したものの、概ね感染拡大前からの成長トレンドは維持した。

先行き、ワクチン接種の進展に伴い新型コロナの影響は低下していき、主要国経済は経済活動の正常化が進むことで雇用・賃金も回復に向かうことから、景気の緩やかな回復基調が続くと予想する。ユーロ圏・英国も、2021年度中には、感染拡大前(2019年10～12月期)の実質GDP水準を概ね回復すると想定する。但し、中国や米国で成長率の鈍化がみられるように、感染拡大前の水準を回復した後は、ペントアップ需要による景気の押し上げ効果は弱まり、各国の成長率は徐々に鈍化していこう。



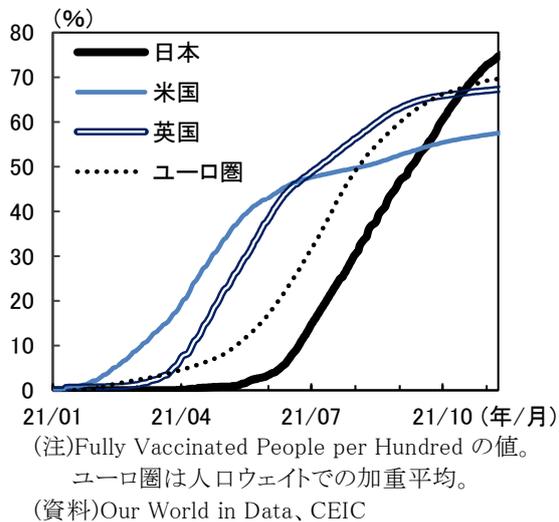
(2) ワクチン接種状況

欧米の経済活動の再開を促すワクチン接種の状況を確認する(次頁図表5)。11月14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60%台後半、米国は50%台後半となっている。欧米では、接種ペースが大幅に鈍化したものの、着実に接種率は上昇を続けている。一方、日本は、接種体制が整った後は、欧米と異なり接種ペースが減速することなく接種率が70%台後半に達し、足下はワクチン忌避層の存在から到達困難とみていた接種率80%を窺う状況となっている。

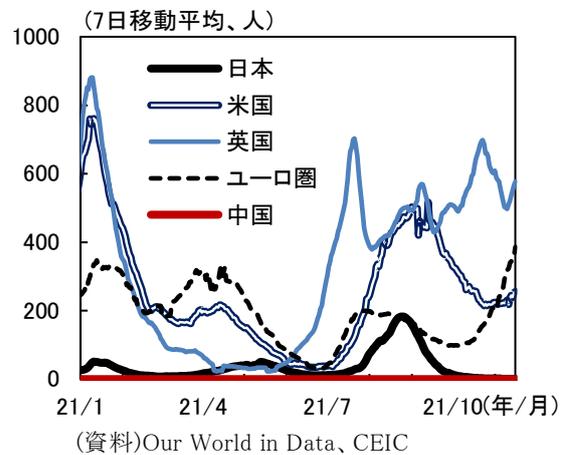
欧米では、ワクチン接種が進む中でも、ワクチン効果の逡減や未接種者への流行などから、人出の回復に伴い新規感染者数は増加した(次頁図表6)。しかし、重症化・死亡リスクが抑制されて

いることやブースター接種を背景に、経済活動の正常化に向けた動きは続いている。日本においても、ブースター接種が12月から開始される予定であり、また新規感染者が増加した際にも経済活動を止めないための「ワクチン・検査パッケージ」の導入が検討されている。冬場の感染拡大の可能性はなお高いが、新規感染者数の増加による景気下押し圧力は低下していくことになろう。

図表5 ワクチン接種率(規定の接種完了者の割合)



図表6 新規感染者数(人口100万人当たり)



3. 日本経済の足下動向と今後の見通し

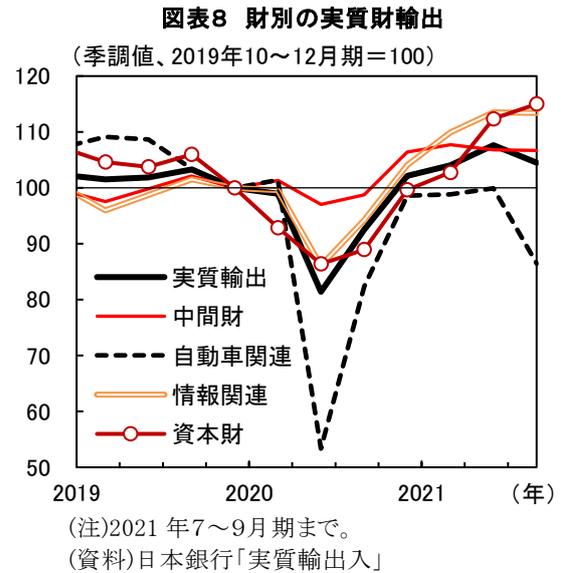
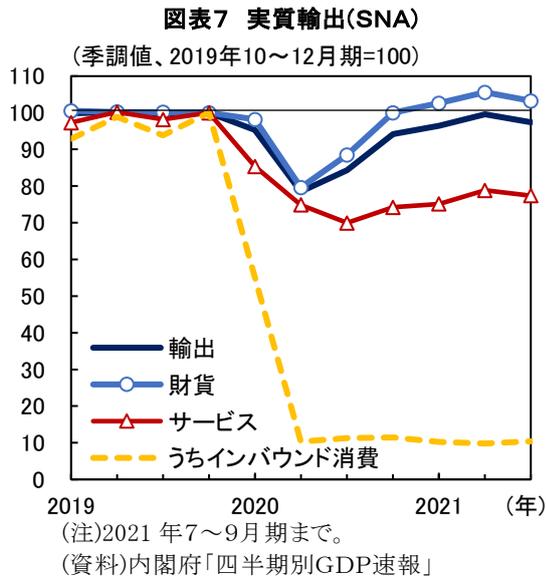
外部環境とワクチン接種の状況を踏まえ、日本経済の足下動向と今後の見通しを示したい。

(1)輸出

輸出は、2020年春先を底に回復基調を続けてきたが、これまでの回復を主導した財輸出の不振により5四半期ぶりに減少した(次頁図表7)。財輸出の内訳をみると、情報関連財や半導体製造装置を含む資本財は堅調に推移したものの、自動車関連が大幅に減少した(次頁図表8)。世界的な半導体不足に加え、東南アジアにおける新型コロナウイルスの感染拡大で自動車部品の供給が滞り、自動車生産が供給制約に直面したことが背景にある。電機・機械などの製造業でも部品調達不良から需要に供給が追いつかないとの声が聞かれ、供給制約が生産・輸出の重石になっているとみられる。半導体不足の影響は残り、東南アジアの中でもベトナムなどは再び新規感染者数が増加に転じ気かりな点はあるが、自動車部品の輸入は持ち直しつつあることから、2021年度後半にかけて供給制約は徐々に解消し財輸出も回復基調を取り戻すだろう。また2022年度も主要国経済の景気回復が続く下で、財輸出の回復基調は続くと予想する。

一方、インバウンド需要を含むサービス輸出は停滞が続いている。海外各国と同様に日本でもワクチン接種証明を条件に、ビジネス目的の訪日客の受け入れ制限は緩和された。しかし新興国へのワクチン普及は2022年度以降となることや、新たな変異株流入の可能性を踏まえると、観光目的の訪日客受け入れはより慎重で、かつ段階的なものになろう。訪日客数およびインバウンド消費が感染拡大前の水準を回復するのは2023年度以降との見方を維持する。

以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は2021年度+12.4%、2022年度+5.2%と予測する。

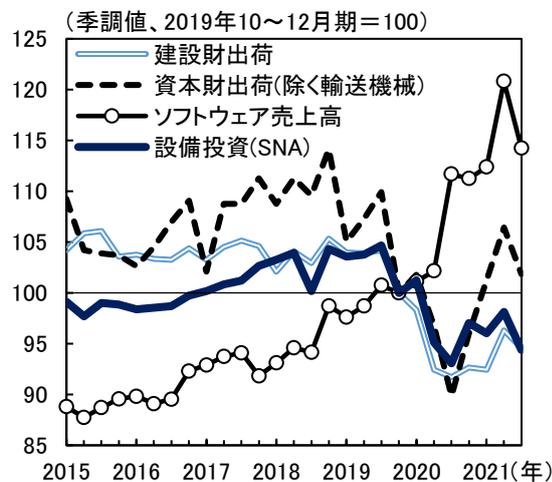


(2) 設備投資

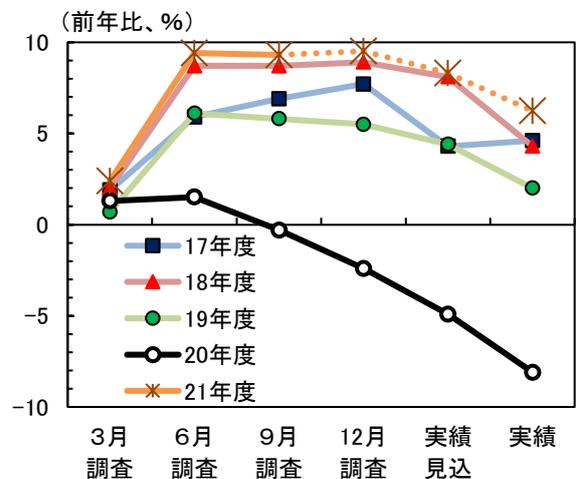
設備投資は、2021年7～9月期に2四半期ぶりの減少となり、足下で弱さが見られる(図表9)。ソフトウェア投資は高水準ながらも反落し、輸出が減少する中でこれまで牽引してきた製造業の機械投資に弱さがみられた。建設投資は、新型コロナウイルスの影響を強く受けてきた対面型サービス業で低迷が続いた。一方、2021年度の設備投資計画(金融機関含む全産業)は、前年比+9.3%と例年を上回る高水準を維持している(図表10)。国内でワクチン接種が進展したことで、経済活動の正常化に向けた見通しが従来よりも立てやすくなったことが背景にある。

先行き、供給制約が徐々に緩和に向かうことに加え、世界経済の回復を背景とした輸出の増加が続く中で、製造業を中心とする機械投資は持ち直すであろう。また非製造業においては、飲食・宿泊などの対面型サービス業は依然として積極的な投資には動きづらいものの、物流施設の建設やデジタル化投資、人手不足を背景とした省力化・効率化投資は引き続き拡大を続けると考えられる。以上を踏まえ、設備投資(SNA)は2021年度+2.5%、2022年度4.1%と予測する。

図表9 設備投資(SNA)と一致指数



図表10 設備投資計画修正パターン(全規模全産業)

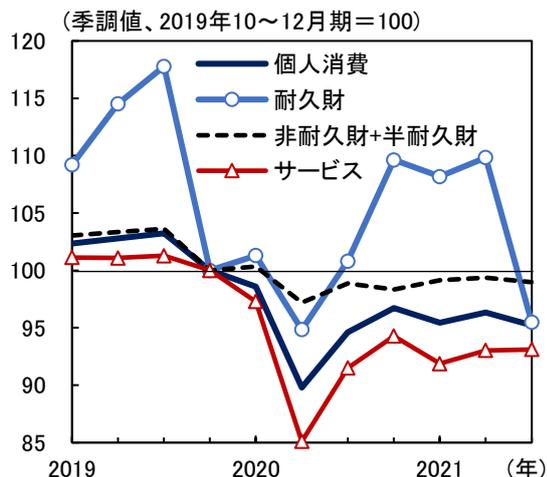


(3)個人消費

個人消費は、2021年7～9月期において再び減少に転じ、2021年に入ってから足踏み状態が続いた。消費の形態別にみると、変異株の流行に伴い新規感染者数が全国的に急増し外出自粛ムードが広がったことでサービス消費が停滞した他、巣籠もり需要の息切れや供給制約に伴う自動車販売の減少により耐久財消費が大幅に減少した(図表11)。また高齢世帯の消費は、先行してワクチン接種が進んだことで盛り上がり期待されたが、夏場に国内で過去最高の新規感染者数が報告される中で、低調にとどまった。

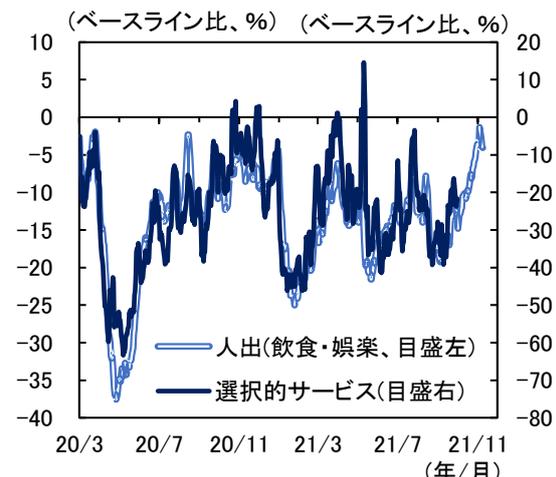
足下の10～12月期は、新規感染者数が激減し、4度目の緊急事態宣言も9月末で解除されたことから、ワクチン普及も相まって人出の回復と共にサービス消費の回復傾向が強まるとみる(図表12)。その後は、冬場の感染拡大状況に左右され不透明感は強いものの、ワクチンのブースター接種や「ワクチン・検査パッケージ」による経済活動の正常化は進み、雇用・賃金も回復に向かう中で、個人消費は振れを伴いながらも回復基調が続くであろう。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2021年度+2.9%、2022年度+2.9%と予測する。

図表11 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12 人出(飲食・娯楽施設)と選択的サービス消費



(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

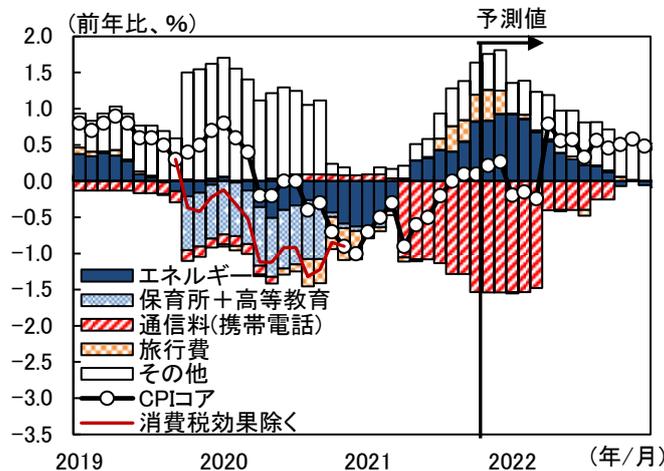
(4)物価情勢と金融政策

消費者物価指数の生鮮食品を除く総合(CPIコア)は、2020年中旬より前年比マイナスで推移してきたが、2021年9月に+0.1%と漸くプラス圏に浮上した(次頁図表13)。引き続き通信料(携帯電話)の値下げが政策的な押し下げとして寄与するものの、昨年度実施されたGoToトラベルに伴い押し下げられた旅行費の反動増に加え、エネルギー価格の上昇が押し上げに寄与している。

先行き、通信料(携帯電話)の押し下げ寄与が剥落すれば、2022年春先には1.0%弱までCPIコアは上昇する見込みである。しかし、エネルギー価格の押し上げが主であり、その他の財・サービス価格は米国でみられるような経済活動再開に伴う需要増や供給制約に伴う大幅な価格上昇はみられない。またGoToトラベルが再開されれば、物価の押し下げに寄与することになる。

その結果、エネルギー価格上昇による物価上昇圧力はあるものの、CPI コアの前年比は0～1%程度での推移が続き、日本銀行の物価安定目標2%の達成は予測期間を通じて困難とみる。そのため、現行の大規模な金融緩和は維持され、日本の長期金利は、米金利の上昇につられて僅かに上昇する局面もあるだろうが、予測期間に亘り0%付近での推移が続くと予測する。

図表 13 生鮮食品を除く総合(CPIコア)

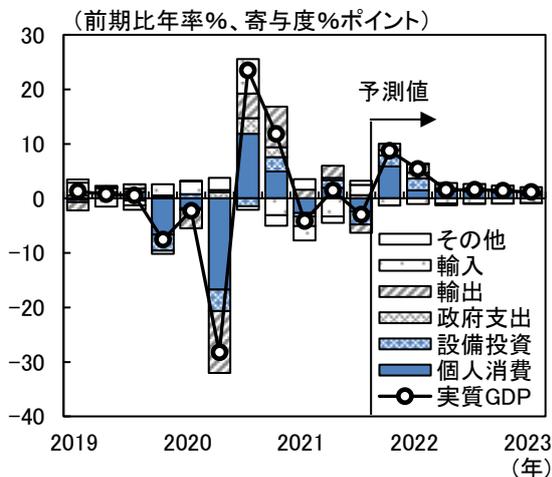


(注)2020年基準。旅行費は宿泊代とバック旅行費。
実績は2021年10月値まで。
(資料)総務省「消費者物価指数」

(5)総括

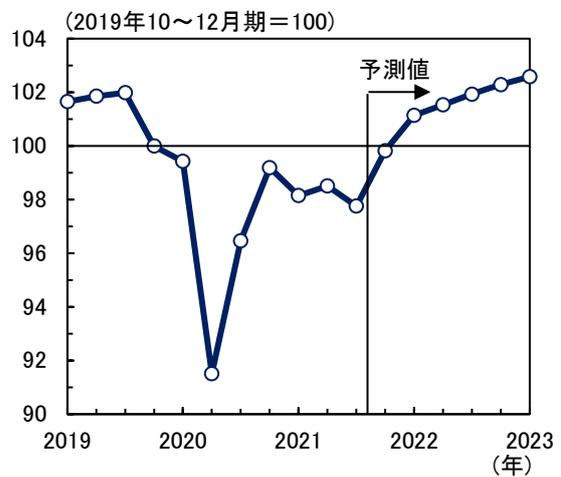
経済見通し全体を総括すると、2021年度の前半は、繰り返された新規感染者数の増加と緊急事態宣言の発出が下押しし景気は足踏みしたが、年度後半はワクチン普及を背景に経済活動の正常化が進み、回復基調が強まるであろう。2022年度に入ると、経済正常化に伴うペントアップ需要は徐々に剥落し、成長率は鈍化傾向を示すが、世界経済の回復や雇用・賃金の回復を背景に、緩やかな回復基調は続くとみる。以上を踏まえ、日本の実質 GDP 成長率は、2021年度+3.0%、2022年度+2.7%と予測する(図表 14)。実質 GDP 水準が、四半期ベースで感染拡大前水準(2019年10～12月期)を回復する時期は、2022年1～3月期との見方を維持する(図表 15)。

図表 14 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 15 実質GDPの予測パス



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

4. リスク要因

上述した日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、図表 16 に挙げた項目などがある。これまで新型コロナの影響を最も強く受けてきた個人消費においては、ワクチン普及を背景に上振れ・下振れ双方の要因が考えられるようになってきた。上振れ要因としては、治療薬の実用化・普及や「ワクチン・検査パッケージ」の活用が進むことで経済活動正常化の動きが加速することが考えられる。また GoTo トラベル等の需要喚起策が経済対策に盛り込まれる予定になっている。GoTo トラベルの再開時期は感染状況に左右され確定していないことから本稿の見通しには織り込んでいないものの、実施されれば外出活発化の機運を高め、サービス消費の回復を後押しすることになる。

下振れ要因としては、冬場における感染再拡大の可能性の他、感染症への警戒感が高齢世帯を中心に根強く残り、従来からの消費者マインドの弱さも相まって、サービス消費が感染拡大前の水準に中々戻らない事態がある。

また需要面での下振れ要因に加えて、供給制約が景気回復の足枷としてウェイトを高めている。既に触れた通り、世界的な半導体不足やグローバルサプライチェーンの混乱などが自動車を始めとした製造業の生産・輸出を下押ししている他、飲食・宿泊などの対面型サービス業に労働力が戻らず、人手不足が問題となりつつある。こういった供給制約は、年明け以降徐々に解消に向かうというのが基本的な見方ではあるものの、順調に解消に向かうか不透明感は強い。

加えて、経済活動水準が回復に向かう中で供給制約が生じたことから、米国を中心として世界的に物価上昇率が高まってきており、金融政策正常化への動きが加速している。エネルギー価格が更に高騰し、供給制約が解消されなければ物価上昇率が高止まりし、金融引締めを早期化観測から金利が急上昇して資産価格の調整に繋がる可能性がある。日本においては、エネルギー価格の高騰に加えて円安が更に進行すると生産コストが上昇し、販売価格に転嫁できない中で企業収益が下押しされるリスクも高まっている。

需要面で上振れ・下振れ双方の要因がある上に、供給面での下振れ要因も生じてきたことから、パンデミックからの回復過程は複雑さを増している。

図表 16 リスク整理

上振れ要因	<ul style="list-style-type: none"> ・「ワクチン・検査パッケージ」の活用促進(追加) ・GoToキャンペーン等の需要喚起策の実施(追加) ・新型コロナウイルス感染症への治療薬の普及 ・外出自粛に伴う支出抑制で増加した貯蓄(強制貯蓄)の取り崩し
下振れ要因	<ul style="list-style-type: none"> ・世界的なインフレ加速、金利上昇に伴う資産価格の調整(追加) ・新たな変異株による感染拡大(行動制限の強化、長期化) ・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。

