

2022年度までの日本経済見通し

～感染拡大と切り離せぬ景気回復～

<要旨>

2021年10～12月期の実質GDPは、前期比年率+5.4%のプラス成長となり、前四半期までの停滞から明確に持ち直した。昨年夏場における新型コロナウイルス感染症の変異株(デルタ株)の感染拡大が収束したことに加え、ワクチン接種が進展したことから、年末にかけて人出が顕著に回復に向かったことが主因である。もっとも、2022年1～3月期は、年明け以降の変異株(オミクロン株)の流行による感染拡大の影響から景気は下押しされ、ゼロ成長となる見込みである。

2022年度の景気は、繰り返される感染拡大による振れを伴いながらも、ウィズコロナを前提とした経済活動の進展を背景に、回復基調が続くとみる。但し、足下の感染拡大でみられたような、国民の感染症に対する根強い警戒感を踏まえると、引き続き内需の回復ペースは遅いものとなろう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2021年度+2.5%、2022年度+2.6%と予測する。

また、緊迫するウクライナ情勢が拍車をかける世界的なインフレ加速や欧米の金利上昇が世界経済の重石となり、外需の低迷を通じて日本経済を下押しするリスクがある。

1. 2021年10～12月期の実質GDP

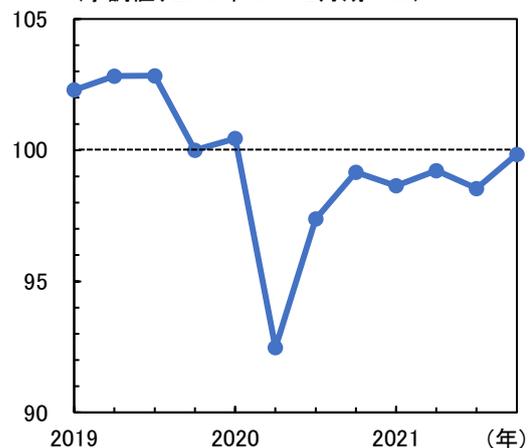
実質GDPは、2021年10～12月期において前期比年率+5.4%と大幅なプラス成長となった(図表1)。項目別にみると、個人消費(前期比年率+11.2%)が全体を牽引した。昨年夏場における新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の変異株(デルタ株)の感染拡大が収束したことに加え、ワクチン接種が進展したことから、人出が顕著に回復したことが主因である。また輸出(同+3.9%)は自動車産業における前期(7～9月期)の生産調整からの挽回生産を受けて持ち直し、設備投資(同+1.6%)も増加した。その結果、実質GDPの水準は、感染拡大前(2019年10～12月期)の99.8%まで回復した(図表2)。もっとも、足下の2022年1～3月期は、変異株(オミクロン株)に伴う感染急拡大で再び下押し圧力が高まっている。

図表1 実質GDP成長率
(前期比年率%) (寄与度%pt)

	2021				2021 10-12
	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	▲ 2.1	2.4	▲ 2.7	5.4	5.4
個人消費	▲ 3.1	2.8	▲ 3.7	11.2	5.8
住宅投資	3.5	4.2	▲ 6.3	▲ 3.7	▲ 0.1
設備投資	1.6	8.2	▲ 9.2	1.6	0.3
政府消費	▲ 2.5	2.9	4.4	▲ 1.3	▲ 0.3
公共投資	▲ 6.4	▲ 12.7	▲ 11.4	▲ 12.4	▲ 0.7
輸出	9.1	13.0	▲ 1.1	3.9	0.7
(▲輸入)	12.4	15.9	▲ 3.7	▲ 1.1	0.2

(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」

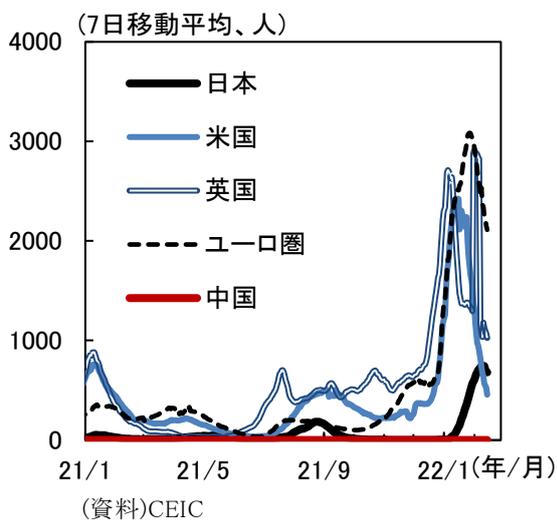
2. 主要国の感染拡大状況と外需環境

(1) 感染拡大状況

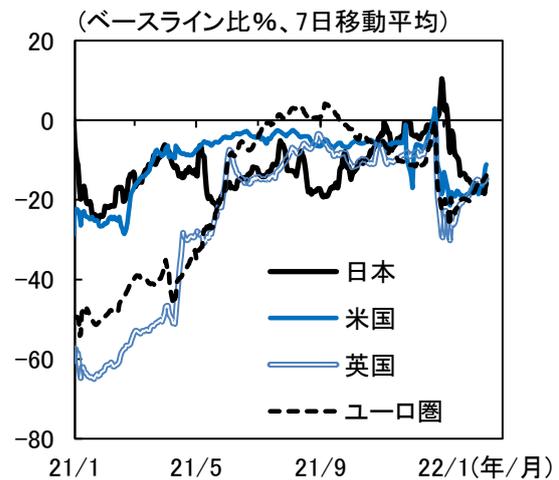
新型コロナの流行状況は、引き続き経済見通しの前提となる。欧米の新規感染者数は、感染力が強いとされるオミクロン株の影響で昨年末より急増し、1月中は連日過去最高を更新した(図表3)。欧米では、ワクチン普及も相俟って死亡者数は感染者数に比べて抑制された状況が続き、流行当初のような厳しい行動制限は導入されていないものの、人出は年末から年始にかけて低下した(図表4)。足下では、欧米の新規感染者数は既にピークアウトし、収束に向かっている。また中国では、大規模な検査と隔離による新型コロナの封じ込め政策(いわゆる、「ゼロコロナ政策」)を継続しており、新規感染者数は抑制された状況が続いている。

日本では、年明け以降、欧米に1~2ヵ月ほど遅行してオミクロン株による感染拡大が始まった。足下では、欧米と同じくピークアウトの兆しが現れている。そのため、3月に向けて新規感染者数は減少に向かい、人出も回復していくものと想定している。

図表3 新規感染者数(人口100万人あたり)



図表4 人出(飲食・娯楽施設)



(注)ユーロ圏(キプロス除く)は人口ウェイトでの加重平均。
ベースラインは2020/1/3~2/6の曜日別中央値。

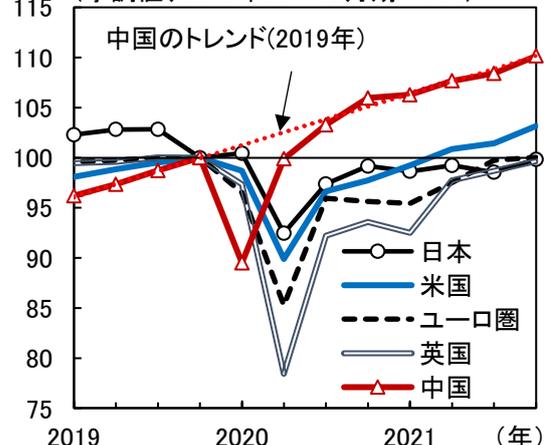
(資料)Google「COVID-19 Community Mobility Reports」、CEIC

(2) 外需環境

2021年10~12月期の主要国経済は、総じてプラス成長を確保した(図表5)。米国は、個人消費が引き続き増加し、また経済活動の再開に伴う在庫回復も進んで、景気拡大が続いた。ユーロ圏・英国も全体的に景気回復が進んだものの、オミクロン株の流行に伴う感染拡大によって、景気回復ペースは抑制された。ユーロ圏においては当期をもって感染拡大前(2019年10~12月期)の実質GDP水準を回復した。中国は、生産・輸出の増加などから前

図表5 主要国の実質GDPの推移

(季調値、2019年10~12月期=100)



(注)2021年10~12月期まで。

(資料)CEIC

期比伸び率は加速し、引き続き感染拡大前からの成長トレンドに沿った景気拡大を維持した。

しかし、先行き、各国の成長率は鈍化していくとみている。欧米では米国を中心に、エネルギー価格の高騰の他、物流の混乱や人手不足などに伴う供給制約からインフレ率の上昇が続いている。それを受け、欧米の中央銀行は金融引締めへの動きを加速させている。特に、FRBは2022年内に複数回の利上げ(3月開始)を実施する見込みで、量的縮小も開始される可能性が高まっている。その結果、金利には上昇圧力がかかっており、投資を抑制するなど景気には下押し要因になる。また中国では、景気拡大が続いているものの、ゼロコロナ政策による新型コロナの強力な封じ込めが景気拡大の足枷となっている。2022年度の外需は増加を続けるものの、前回見通し作成時点(2021年11月)よりは下振れする見通しである。

3. 日本経済の現状と見通し

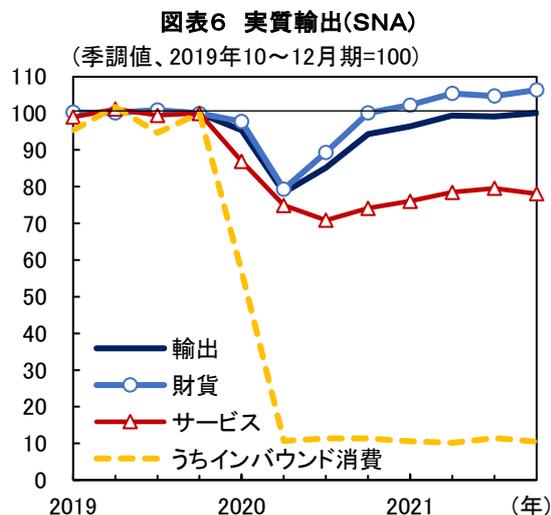
前述の主要国の感染拡大状況と外需環境を踏まえ、日本経済の現状と見通しを示したい。

(1) 輸出

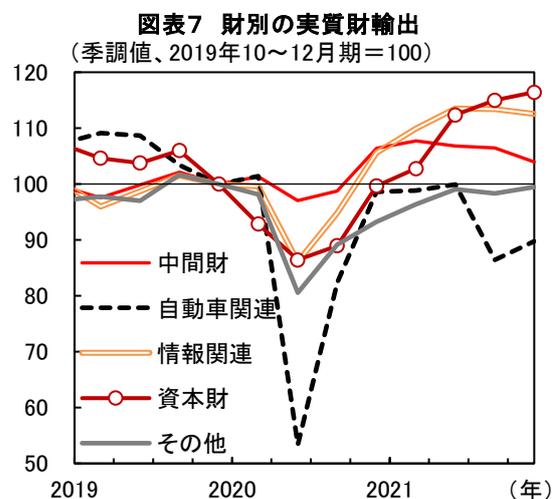
2021年10～12月期の輸出は、前四半期(7～9月期)に減少した財輸出が増加に転じ、全体を牽引した(図表6)。東南アジアにおける新型コロナの感染拡大が落ち着き、自動車部品の不足が解消に向かったことから、自動車の生産が回復に向かい、自動車関連の輸出も回復の動きをみせた(図表7)。その他、半導体不足を背景に、半導体製造装置など資本財は堅調に推移している。もっとも、先行きについては、年明け以降も自動車の生産調整が発表されていることに加え、主要国の景気回復が鈍化していくことにより、財輸出の拡大は続くものの、増加ペースは緩やかなものに留まるとみる。

一方、インバウンド需要を含むサービス輸出の低迷は続く。航空貨物などは増加しているものの、インバウンド観光には厳しい水際対策が重石となる。今後、段階的な緩和が進むにしても、訪日外国人客数が感染拡大前(2019年12月)の水準を回復するのは2023年度以降との見方は変わらず、サービス輸出による輸出の押し上げは当面見込めない。

以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は2021年度+12.6%、2022年度+4.2%と予測する。



(注)2021年10～12月期まで。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」



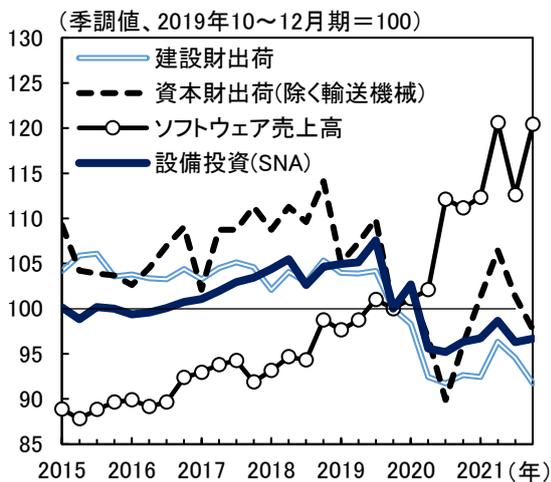
(注)2021年10～12月期まで。
(資料)日本銀行「実質輸出入」

(2) 設備投資

2021年10～12月期の設備投資は、2四半期ぶりに増加したものの、回復基調は弱いままである(図表8)。引き続きソフトウェア投資は高水準で推移するものの、機械投資や建設投資が足を引っ張る格好となった。国内でオミクロン株が流行する前に調査された日銀短観(2021年12月調査)では、2021年度の設備投資計画(金融機関含む全産業、全規模)は、前年比+8.4%と引き続き例年よりも高い水準が維持されていた。また先行指標となる機械受注や建築着工も回復基調を続けており、機械受注残高に至っては直近最高水準まで積み上がっている(図表9)。それにも関わらず弱い実績の設備投資の背景には、部品・資材不足や人手不足などの供給制約が下押し要因となっている可能性がある。

先行き、輸出の増加が続き、国内でも経済活動の再開が進むことから、設備投資の回復は続くとみる。但し、供給制約と考えられる出荷の状況や新型コロナの感染拡大状況などは不透明感が強く、この先も慎重な見方が必要と考える。以上を踏まえ、設備投資(SNA)は2021年度+1.6%、2022年度+3.4%と予測する。

図表8 設備投資(SNA)と一致指標

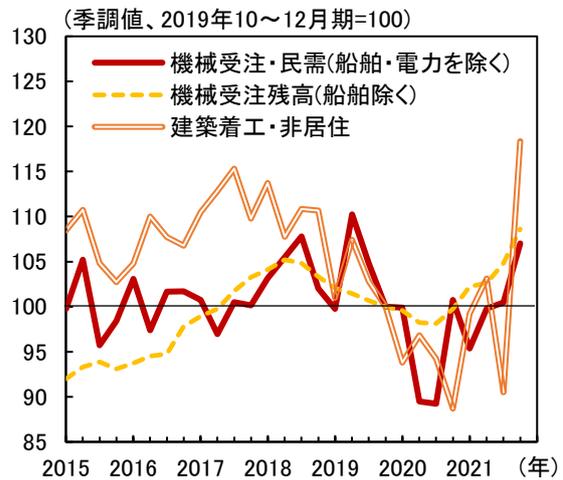


(注)2021年10～12月期まで。出荷は国内向け。

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 設備投資の先行指標



(注)2021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」

(3) 個人消費

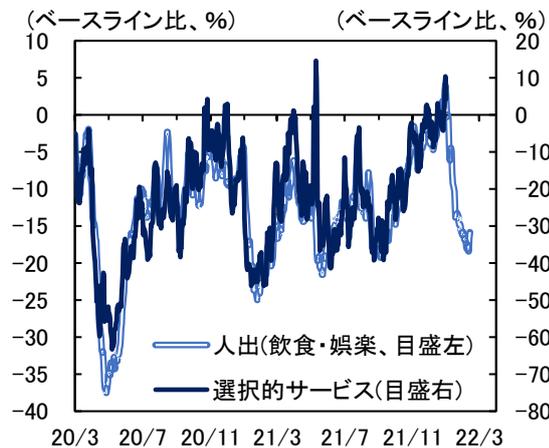
2021年10～12月期の個人消費は、サービス消費中心に大幅な回復を見せた(次頁図表10)。変異株(デルタ株)による夏場の感染拡大が収束し、新型コロナに対するワクチン普及も相俟って、10月以降、人出の回復が顕著に進んだことが背景にある。2022年1～3月期は、感染力の強いオミクロン株の流行に伴う年明け以降の感染急拡大で、人出は減少傾向にあり、個人消費も再び落ち込む見込みである。もっとも、国内の新規感染者数は、既にピークアウトの兆しを見せており、3月に向けて人出は回復していこう。

先行き、ワクチンのブースター接種が進展し、ウィズコロナを前提とした経済活動の正常化は着実に進むことから、振れを伴いながらも個人消費は回復基調を続けるとみる。しかし、家計は、「緊

急事態宣言」などの発動に対する感応度は低下しつつあるものの、オミクロン株の流行で確認されたように、感染者数の増加に対してはワクチン接種の有無に関わらず外出の自粛という形で反応した。今後も、治療薬の普及や GoTo トラベルなどの需要喚起策の実施がない限り、感染拡大のたびに消費者マインドが萎み、個人消費の回復ペースを抑制する可能性が高い(図表 11)。

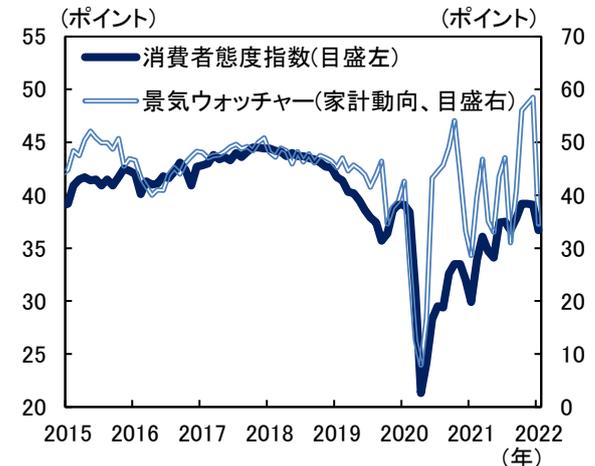
以上を踏まえ、個人消費(SNA)は 2021 年度+2.4%、2022 年度+3.3%と予測する。

図表 10 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。(年/月)
 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

図表 11 家計動向



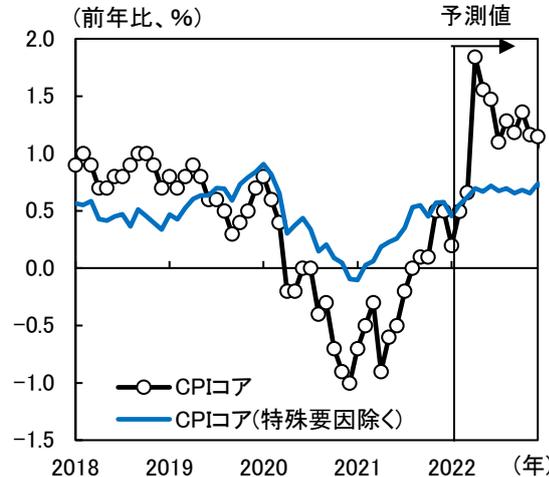
(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」「消費動向調査」

(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、2022年1月に前年同月比+0.2%となり、エネルギー価格の高騰を背景にプラス圏で推移している。但し、5%超まで上昇してきている欧米と比べれば、極めて低い水準に留まる(図表 12)。

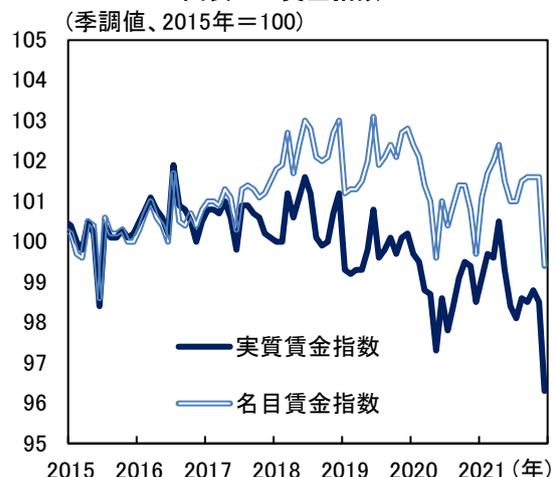
先行き、2021 年に実施された通信料(携帯電話)の値下げの影響が 2022 年4月から剥落し始め、エネルギー価格の上昇も相俟ってCPIコアは+1.5%超まで一時的に上昇するとみる。しかし、それらの要因を除けば、インフレ率は+0.5%前後でありインフレ圧力が高まる姿はみえず、また賃金の回復も遅れる中ではコストプッシュで高まるインフレ率が定着する状況にはない(図表 13)。

図表 12 生鮮食品を除く総合(CPIコア)



(注)2020年基準。特殊要因は、エネルギー・通信料(携帯電話)・旅行(宿泊代、パック旅行費)。
 (資料)総務省「消費者物価指数」

図表 13 賃金指数



(注)2021年12月は速報値。
 (資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

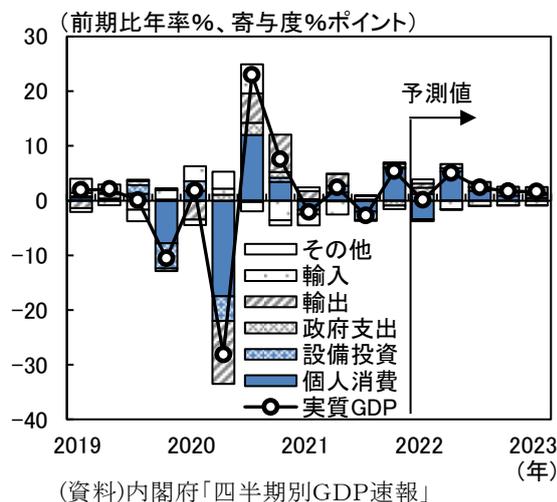
そのため、日本銀行の掲げる物価安定目標2%の達成は予測期間を通じて困難とみる。欧米の中央銀行が金融引締め動く中、日本銀行は現行の大規模金融緩和を維持することになる。

直近、日本の長期金利は、米金利につられて上昇し、マイナス金利導入以降の最高水準となる+0.2%超まで上昇している。日本銀行は、長期金利が誘導目標の上限(+0.25%)を超えそうになれば無制限の国債購入(「指値オペ」)に踏み切り、上昇に歯止めをかけることになる。実際、日本銀行は2月14日に「指値オペ」の実施を事前告知し、誘導目標を超える金利上昇を容認しない姿勢を示した。したがって、長期金利は、予測期間に亘り0%付近での推移が続くと予測する。

(5) 総括

経済見通し全体を総括すると、2021年1～3月期はオミクロン株による感染拡大に伴う外出自粛の広がりから、再び景気の停滞感が強まり、前期比年率+0.1%と概ねゼロ成長とみている(図表14)。その先、2022年度は、徐々にウィズコロナを前提とした経済活動の再開が進むことから、景気の回復基調は続くと予想する。但し、新たな変異株の可能性なども踏まえると、ブースター接種の進展後も感染拡大は繰り返されることになる。足下の感染拡大でみられたような、国民の感染症に対する根強い警戒感を踏まえると、引き続き内需の回復ペースは遅いものに留まるとみる。また世界的なインフレ加速や金利上昇が、世界経済の重石となる。そのため、輸出にはこれまでのような景気の牽引役を期待することはできない。以上を踏まえ、日本の実質 GDP 成長率は、2021年度+2.5%、2022年度+2.6%と予測する。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、従来予想していた2022年1～3月期から4～6月期へと後ろ倒しになる(図表15)。

図表 14 実質 GDP 成長率(年率)の寄与度分解



図表 15 実質GDPの予測パス



4. リスク要因

上述の日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、次頁図表 16 に挙げた項目などがある。今後も、変異株などの影響により感染拡大は繰り返されると想定すると、景気回復ペースが加速するためには、ウィズコロナを前提にした経済活動の促進について、政策的な議論が待たれる。ワ

クチン接種が進展し新型コロナの死亡率も低下しつつある現在、足下の感染拡大収束後に「ワクチン・検査パッケージ」の活用促進や需要喚起策の実施などの政策を、国民の理解を得ながら実行に移せるかが、景気回復ペースを左右することになる。

他方、下振れ要因としては、引き続き世界的なインフレ加速が挙げられる。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、人手不足など、インフレの原因とされる供給制約が解消に向かう時期には不透明感が強い。更に、ウクライナ情勢の緊迫化は、ロシアから欧州への天然ガス供給の停止の可能性などから、エネルギー価格を押し上げインフレに拍車をかける要因となる。

高まるインフレ率を背景に、欧米の中央銀行は、金融引締めへの動きを加速させている。2月16日時点で、金融市場は、米国の2022年における利上げ回数を6回まで織り込んでいる。急激な金利上昇が、資産価格の下落や積み上がった企業債務の調整を通じて、欧米の景気を過度に冷やしてしまう可能性がある。

加えて、更なるウクライナ情勢の悪化は、金融市場のボラティリティを高める他、世界的なリスクオフを促し、株価の大幅な調整に繋がる可能性がある。その場合には、資産効果を通じて、世界的に個人消費などの需要を抑制する可能性もあろう。

図表 16 リスク整理

上振れ要因	<ul style="list-style-type: none"> ・<u>新型コロナの死亡率低下によるウィズコロナの進展(追加)</u> ・「ワクチン・検査パッケージ」の活用促進 ・GoToキャンペーン等の需要喚起策の実施 ・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 ・<u>ウクライナ情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の更なる高騰・世界的な金融市場のリスクオフ(追加)</u> ・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。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2022年2月21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(%)	-0.5	0.6	-0.7	1.3	0.0	1.2	0.6	0.4	0.4	-4.5	2.5	2.6
	前期比年率(%)	-2.1	2.4	-2.7	5.4	0.1	5.0	2.4	1.7	1.6			
民間最終消費	前期比(%)	-0.8	0.7	-0.9	2.7	-1.6	2.5	0.8	0.4	0.2	-5.4	2.4	3.3
民間住宅投資	前期比(%)	0.9	1.0	-1.6	-0.9	0.0	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-7.8	-1.2	-2.8
民間設備投資	前期比(%)	0.4	2.0	-2.4	0.4	1.9	0.9	0.9	0.9	0.9	-7.5	1.6	3.4
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.2
政府最終消費	前期比(%)	-0.6	0.7	1.1	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	1.8	0.4
公的固定資本形成	前期比(%)	-1.6	-3.3	-3.0	-3.3	5.5	-0.6	-0.1	-0.3	1.2	5.2	-6.0	1.2
財貨・サービス輸出	前期比(%)	2.2	3.1	-0.3	1.0	1.0	1.0	1.2	1.4	1.4	-10.5	12.6	4.2
財貨・サービス輸入	前期比(%)	3.0	3.8	-0.9	-0.3	0.5	2.1	1.3	1.1	1.1	-6.7	6.2	3.9
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.4	0.7	-0.8	1.1	-0.1	1.4	0.6	0.4	0.3	-3.9	1.4	2.5
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.6	1.0	0.0
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	-0.4	0.2	-1.0	0.5	0.5	1.5	0.4	0.4	0.8	-3.9	1.3	2.5
GDPデフレーター	前年同期比(%)	-0.2	-1.1	-1.2	-1.3	-0.8	-0.7	-0.3	0.5	0.4	0.6	-1.1	0.0
鉱工業生産指数	前期比(%)	2.9	1.1	-3.7	1.0	0.5	2.0	1.3	1.1	1.1	-9.5	5.8	3.8
企業物価指数	前年同期比(%)	-0.3	4.6	6.1	8.7	7.1	4.8	2.4	0.2	0.0	-1.4	6.6	1.8
輸出物価指数	前年同期比(%)	1.7	10.5	11.2	14.3	10.0	4.8	2.7	-0.8	-0.6	-2.0	11.5	1.5
輸入物価指数	前年同期比(%)	-1.6	23.2	30.2	41.9	31.7	22.7	13.7	2.3	0.0	-9.9	31.8	9.0
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	-0.6	-0.7	0.0	0.4	0.5	1.6	1.2	1.2	0.7	-0.5	0.0	1.2
完全失業率	%	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.9	2.8	2.6
雇用者数	前年同期比(%)	-0.7	0.6	0.5	-0.3	1.0	1.0	0.8	0.8	0.6	-1.0	0.4	0.8
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	-0.3	1.0	0.5	0.1	0.3	1.3	0.7	0.7	0.4	-1.4	0.5	0.8
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	0.5	2.9	2.3	1.0	1.4	2.2	1.6	1.5	1.0	-1.5	1.9	1.6
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	83.5	86.5	86.7	85.5	83.8	82.6	81.5	80.8	80.2	81.2	85.7	81.3
貿易収支	兆円	1.4	1.0	0.0	-0.4	-1.0	-2.1	-2.0	-1.7	-1.9	3.9	-0.4	-7.7
輸出	兆円	19.1	20.2	20.7	22.4	21.5	21.4	21.8	22.9	21.9	68.4	84.8	88.0
輸入	兆円	17.7	19.2	20.7	22.8	22.4	23.4	23.9	24.6	23.8	64.4	85.1	95.6
第一次所得収支	兆円	5.6	4.8	5.9	4.3	5.9	5.0	6.1	4.4	6.1	18.8	21.0	21.7
経常収支	兆円	5.8	3.7	4.2	2.2	3.6	1.0	2.5	1.6	3.5	16.3	13.7	8.6
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	6.3	6.7	2.3	6.9	2.1	4.8	2.7	2.4	2.2	-3.4	5.7	3.9
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	2.2	8.1	5.0
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.03
10年国債利回り	平均値、%	0.08	0.08	0.03	0.07	0.14	0.20	0.21	0.21	0.22	0.04	0.08	0.21
ドル円レート	平均値、円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	115.1	115.2	115.3	115.4	115.5	106.0	112.1	115.4
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	58.1	66.2	70.5	77.3	87.8	88.5	84.5	81.6	79.3	42.4	75.5	83.5

→予測値

→予測値