

国内外経済の動向

感染拡大の影響で成長ペース加速時期は年度後半に後ずれ

【ポイント】

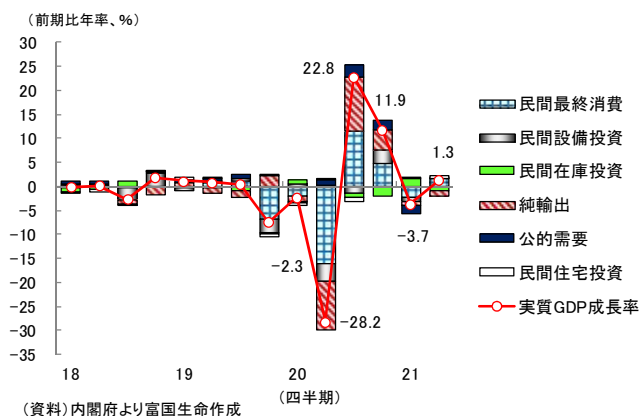
1. 4～6月期のGDP水準は、引き続きコロナ禍で個人消費が対面型サービスを中心に下押し圧力を受けていることなどから、感染拡大前を依然として下回っている。
2. 7～9月期も、コロナ禍の状況を踏まえると個人消費の回復は期待できないが、堅調な海外需要を背景に製造業の好循環は維持され年率1%台半ばの成長となろう。2021年度後半以降は、ワクチン普及により対面型サービス業の制限が緩和に向かうことなどから成長ペースが加速しよう。
3. ただし、感染力の高いデルタ株のまん延により世界的に景気下振れリスクが強まっている。強力な制限措置の再導入を強いられる国・地域が拡大すれば、世界経済が再び停滞する恐れがある。

当社では、2021年4～6月期のGDP統計を踏まえて、2021・2022年度日本経済見通しを改訂した。本稿では、日本経済の現状と見通しについて主な需要項目を中心にまとめる。

1. 4～6月期は3度目の緊急事態宣言が重石となるも、2四半期ぶりのプラス成長

8月16日に発表された2021年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.3%、年率換算+1.3%と2四半期ぶりのプラス成長（図表1）となった。需要項目別にみると、4月下旬の緊急事態宣言再発出に伴う飲食店や百貨店への営業時間短縮要請の影響が重石となったものの、1～3月期の落ち込みからの反動もあり、民間最終消費は前期比0.8%増と2四半期ぶりに増加した。また、住宅投資は同2.1%増と3四半期連続で増加し、設備投資は製造業を中心に同1.7%増と2四半期ぶりに増加する一方、在庫投資の寄与度については、同▲0.2ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同1.5%減と2四半期連続で減少する一方、政府消費はワクチン接種費用の計上などにより同0.5%増と2四半期ぶりに増加した。輸出は欧米向けを中心に同2.9%増となる一方、輸入が同5.1%増となったことから、外需寄与度は同▲0.3ポイントとなった。

図表1. 実質GDP成長率



4～6月期のGDP水準は、引き続きコロナ禍で個人消費が対面型サービスを中心に下押し圧力を受けていることなどから、感染拡大前の2019年10～12月期の▲1.5%、消費税率引上げの影響で落ち込む前の2019年7～9月期の▲3.4%にとどまっている。ただし、堅調な海外需要を背景とした輸出の増加を起点とする製造業の好循環が崩れていない点においては前向きに捉えることができる結果といえよう。

2. 感染拡大の影響で成長ペース加速時期は年度後半に後ずれ

7～9月期は、輸出や設備投資の増加が個人消費の低迷を補い、年率1%台半ばの成長になると予測する。緊急事態宣言は6月20日にいったん解除されたが、再び感染者数が急増したことで、7月12日に東京に4度目の緊急事態宣言が発出、その後、段階的に対象地域が拡大し8月27日からは21都道府県が宣言下に置かれ、12県がまん延防止等重点措置が実施されている。こうした状況を踏まえると、当面、個人消費の回復には期待できない。ただし、コロナ慣れ、自粛疲れもあって人流の減少は限定的となり、一段の落ち込みは避けられよう。世界経済は、ワクチン格差や感染状況により一部の新興国では回復が遅れるものの、欧米や中国を中心に持ち直しが続くと思われる。世界的な設備投資需要の回復などを背景に日本からの輸出は堅調さを維持し、企業収益の回復とともに国内の設備投資も増加を続けるといった製造業における好循環が維持されるだろう。

他方、ワクチン接種の順調な進展は好材料である。当初欧米に後れをとっていたものの、徐々に接種ペースが加速し、6月上旬には当初に掲げていた1日当たり100万回という目標に到達した。現時点では、2回のワクチン接種完了者の割合は、日本全体ではまだ4割程度にとどまるものの、65歳以上の高齢者では8割を超えている。8月には感染力の高いデルタ株の影響で急速に新規感染者数が増加したが、高齢者の感染は他の年代に比べて相対的に抑制されており、一定程度、感染抑制効果がみられている。今後はさらなるワクチン接種率の上昇とともに、感染抑制効果や重症化予防効果が徐々に高まっていくと想定している。2021年度後半以降、ワクチン普及により対面型サービス業の制限が緩和に向かうとともに、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ると期待されることから、成長ペースが加速すると見込んでいる。

2021年度の実質GDP成長率予測は前年比3.5%へと前回(5月)から0.4ポイント下方修正する一方、2022年度は同2.7%へと0.4ポイント上方修正した(図表2)。緊急事態宣言解除を前提に7～9月期が高い成長率になると想定していたが、足元、感染力の高いデルタ株の感染が拡大する状況を踏まえ、成長ペース加速時期が年度後半に後ずれすると見込むためである。なお、四半期ごとの成長率は、2021年7～9月期：前期比年率+1.7%、10～12月期：同+5.2%、2022年1～3月期：同+3.8%、4～6月期：同+2.4%、7～9月期：同+1.7%、10～12月期：同+1.5%、2023年1～3月期：同+1.7%と予想する。

また、実質GDPが感染拡大前の2019年10～12月期の水準に到達する時期は2021年10～12月期、感染拡大前のピーク(消費税率引き上げの影響で落ち込む前)である2019年7～9月期の水準に到達する時期は2022年7～9月期と予想する。

図表2. 日本経済の見通し

	(前年比、%)		
	2020 年度 実績	2021 年度 予測	2022 年度 予測
名目国内総生産(兆円)	536.8 ▲ 3.9	554.4 3.3	570.5 2.9
実質国内総生産(兆円)	526.9 ▲ 4.5	545.2 3.5	559.9 2.7
内 需	▲ 3.9	2.9	2.6
民間需要	▲ 4.7	2.4	2.3
民間最終消費	▲ 5.9	3.4	3.1
民間住宅投資	▲ 7.2	2.3	0.3
民間設備投資	▲ 6.8	4.2	3.4
公 的 需 要	0.9	0.5	0.3
政府最終消費	3.3	2.1	0.9
公的固定資本形成	4.2	0.6	1.8
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	0.6	0.1
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4	13.4	5.1
財貨・サービスの輸入	▲ 6.8	9.8	4.6

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

3. 主な需要項目の見通し

(1) 個人消費は当面低迷続くが、ワクチン普及とともに持ち直しに向かう

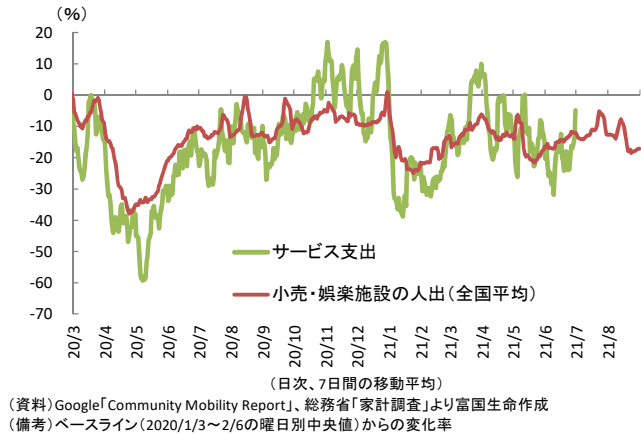
個人消費は、弱い動きとなっている。4～6月期の民間最終消費支出は前期比0.8%増と、

1～3月期の同1.0%減からプラスに転じた。4月下旬に発出された3度目の緊急事態宣言などでゴールデンウィークを含む多くの期間で行動が制限されたにもかかわらず、サービス消費が同1.5%増（1～3月期：同2.2%減）と予想外に伸びた。背景にはコロナ禍での生活が長引くなか、コロナ慣れ、自粛疲れという心理も影響している。ただし、前期からの反動という面が強く、サービス消費の水準は依然として低い。耐久財については、半導体不足に伴う減産の影響で自動車販売が低迷したものの、家電販売が好調となった。

目先の個人消費は低迷が続くものの、次第に持ち直しに向かうだろう。東京オリンピックは無観客開催となったことで、需要の押し上げ効果は限定的となったとみられる。また、7～9月期のほとんどの期間は緊急事態宣言が発出されている状況であることを踏まえると、個人消費の回復には期待できない。ただ、飲食や外食などを含むサービスへの支出と連動性が高い人出（小売店・娯楽施設）の状況について確認すると、8月に入り人出は減ってはいるものの、今年5月頃と比べると水準は高く、新規感染者数が過去最高を更新する環境のわりに人出は減っていない（図表3）。サービス消費が既に低い水準にとどまっていることや、コロナ慣れ、自粛疲れもあって人流がさほど抑制されないと想定していることから、7～9月期の個人消費は前期比横ばいを予想する。

緊急事態宣言の解除を前提として、2021年度後半以降は高めの伸びになると見込んでいる。ワクチン普及の効果が顕在化するなか、対面型サービス業の営業活動が正常化に向かうとともに、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ることが期待され、飲食や旅行といった対面型サービスの消費回復に弾みがついていくだろう。また、半導体不足に伴う影響も解消に向かうとみられ、個人消費の回復をサポートする要因となろう。

図表3. 人出とサービス支出の推移

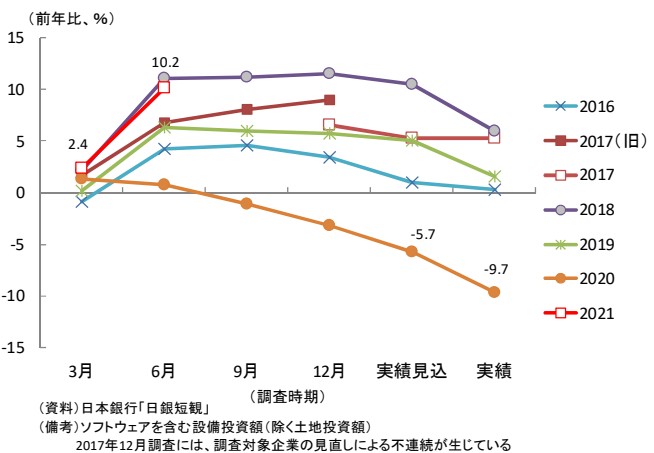


(2) 設備投資は次第に持ち直しの動きを強めていく

4～6月期の実質設備投資は前期比1.7%増と2四半期ぶりの増加となった。コロナ禍の影響を強く受ける対面型サービス業の建設投資などは伸び悩みが続いているものの、堅調な輸出を背景に企業収益の回復が続く製造業を中心に持ち直している。

今後の設備投資は次第に持ち直しの動きを強めていこう。日銀短観6月調査における全規模・全産業の2021年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前年比10.2%増と前回3月調査時の2.4%増から上方修正された。2020年度の落ち込みからの反動という面はあるものの、同時期としては底堅い計画が示されている（図表4）。企業収益の先行きについては、製造業の業績は好調な輸出にも支えられて、売上高の増加を伴いつつ順調に持ち直していくとみられる一方、コロナ禍

図表4. 設備投資計画調査（全規模全産業）



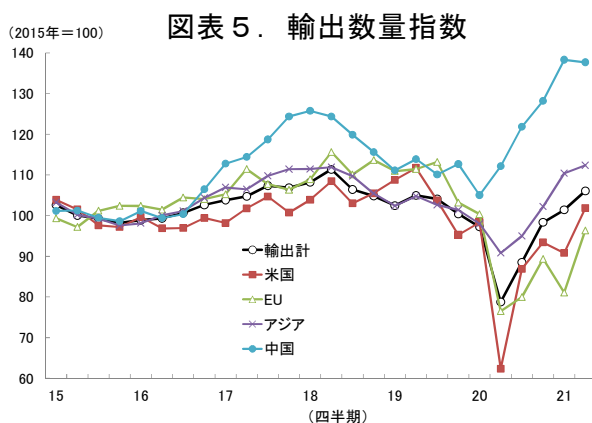
が長引くなか、非製造業では対面型サービス業を中心に営業活動を抑制せざるを得ない状況が続くとみられる。商業施設や宿泊施設など対面型サービスを提供する分野では、不急の投資を見送る姿勢が継続するとみられるほか、鉄道車両や航空機などの更新投資の増加は期待しにくい。一方、堅調な輸出を背景とした製造業の機械投資が続くとみられるほか、テレワーク拡大や営業活動の非接触化などに向けたデジタル関連投資、E コマースの一層の浸透などを背景とした物流施設の建設投資などの増加が期待される。

(3) 輸出は増勢こそ鈍化するものの堅調さを維持

輸出は増加傾向となっている。4～6月期の実質輸出は前期比2.9%増と4四半期連続の増加となった。輸出数量指数を地域別にみると、中国向けの増加は一服したものの、制限措置の緩和により高成長となったEU向けや米国向けを中心に総じて堅調な推移が続いた

(図表5)。半導体不足の影響に伴う減産で自動車関連の輸出が伸び悩んだ一方、海外の設備投資需要の回復やデジタル関連需要の高まりを背景に資本財や情報関連財が増加した。なお、サービス輸出に計上されるインバウンド消費については、入国制限措置が継続するもとで、大きく落ち込んだ状態が続いている。

今後の輸出は、増勢こそ鈍化するものの堅調さを維持するだろう。世界経済は、ワクチン格差や感染状況により一部の新興国では回復が遅れるものの、欧米や中国を中心に持ち直しが続くとみられる。自動車関連について当面は半導体不足の影響が抑制要因となるものの、供給体制が正常化に向かうにつれて上向いていくだろう。また、引き続き世界的な設備投資需要の回復や堅調なデジタル関連需要の高まりが輸出の追い風となろう。2022年度の輸出は、世界経済の成長ペースが、急速な回復局面にあった前年より緩やかにとどまることを反映して、伸び率は鈍化するものの、増加傾向が続くと予想する。



4. デルタ株のまん延で強まる景気下振れリスク

先行きについては如何に新型コロナウイルスと共存し、経済活動の水準を引き上げていくかにかかっている。ワクチン接種の進展とともに制限措置が緩和に向かうことが期待される一方、感染力の高いデルタ株のまん延により、ワクチン接種で先行する欧米でも感染拡大がみられるなど、世界的に景気下振れリスクが強まっている。ワクチン普及の遅れや、ワクチン接種で獲得した抗体の持続性の問題、一層強力な変異株の出現などにより、強力な制限措置の再導入を強いられる国・地域が拡大すれば、世界経済が再び停滞する恐れがある。

また米国においては、7月のFOMC(連邦公開市場委員会)議事要旨では、ほとんどの参加者が年内の資産買入の縮小(テーパリング)開始が適切と判断していることが示されるなど、金融緩和政策の正常化に向けた議論が始まっている。インフレ懸念などからその動きが想定以上に早まれば、金融資本市場が不安定化する可能性がある。資産価格の大幅な調整や、脆弱な新興国からの資金流出加速などを通じて、実体経済に悪影響が及ぶリスクにも留意が必要であろう。