

国内外経済の動向

供給制約が重石となるものの、緊急事態宣言解除で成長ペース加速へ

【ポイント】

1. 日本経済は夏場の感染再拡大と供給制約の影響で景気持ち直しペースが弱まり、7～9月期の実質 GDP 成長率は2四半期ぶりのマイナス成長となった
2. コロナ禍に伴う供給網の混乱は徐々に解消に向かうとみられるが、2021年度内は自動車分野を中心に企業の生産活動の重石として残るだろう。一方、緊急事態宣言の解除により、これまで抑制されてきた対面型のサービス消費は、Go To トラベルの再開など新政権による需要喚起策にも支えられ活発化が予想されるほか、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ることも期待される。
3. コロナ禍の帰趨に加え、インフレが過熱・長期化し需要を冷え込ませるリスクや、中国不動産バブルが崩壊し世界的に悪影響が広がるリスクに留意が必要である。

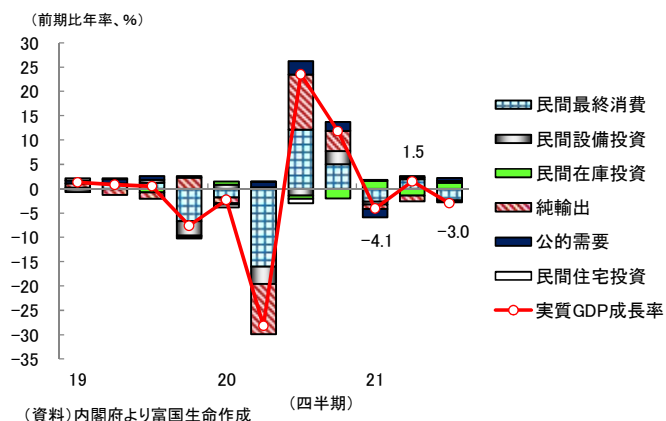
当社では、2021年7～9月期のGDP統計を踏まえて、2021・2022年度日本経済見通しを改訂した。本稿では、日本経済の現状と見通しについて主な需要項目を中心にまとめる。

1. 7～9月期は感染再拡大と供給制約の影響により2四半期ぶりのマイナス成長

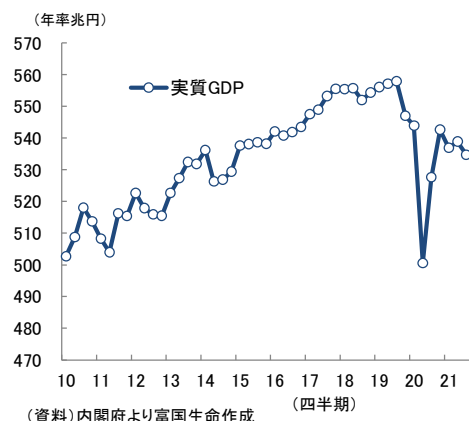
11月15日に発表された2021年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.8%、年率換算▲3.0%と2四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。デルタ株を中心とした新型コロナウイルスの感染再拡大を受けた緊急事態宣言の発出により、対面型のサービス消費の低迷が続いたことに加え、半導体不足や東南アジアからの部品調達難による自動車の大幅な減産が国内販売や輸出の大きな下押し要因となった。民間最終消費は前期比1.1%減と2四半期ぶりに減少し、住宅投資は同2.6%減と3四半期ぶりの減少となった。政府消費はワクチン接種費用の計上などにより同1.1%増と2四半期連続で増加したものの、輸出が同2.1%減と自動車を中心に落ち込むなか、設備投資においても自動車減産の影響が及んだことなどから同3.8%減と2四半期ぶりに減少した。

このように日本経済は、夏場の感染再拡大と供給制約の影響で景気持ち直しペースが弱まった。なお、2021年7～9月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲2.2%にとどまっている（図表2）。

図表1. 実質 GDP 成長率の推移



図表2. 実質 GDP の推移

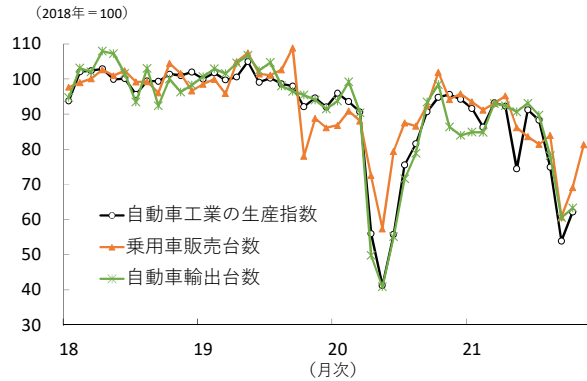


2. 供給制約の影響は重石として残るものの、徐々に解消へ

7～9月期は、自動車分野における供給制約が大きく成長率を押し下げた。世界的な半導体不足が続くなか、ベトナムやマレーシアといった東南アジアではコロナ禍の拡大を受け、多くの部品工場が稼働停止や減産を余儀なくされた。それに伴う部品調達難により日本の自動車メーカーは大幅な減産を強いられ、自動車の供給が停滞したことで、国内販売や輸出、設備投資などへと悪影響は広がった。

2021年度内は引き続きこうした自動車分野における供給制約は重石として残ることが見込まれる。もっとも、ベトナムやマレーシアではワクチン接種の進展もあって感染拡大は落ち着きをみせ、行動制限は緩和されている。製造業PMIをみても10月、11月と好不況の節目である50を上回ってきており、供給網の混乱の最悪期は過ぎたとみられる。実際、夏場にかけて落ち込んだ日本の自動車工業の生産指数は9月を底に上昇に転じており、それに伴って、輸出台数と販売台数も持ち直しの動きがみられている(図表3)。世界な半導体不足の影響は残るものの、各自動車メーカーの生産水準は徐々に正常化に向かうだろう。2022年度にかけては、減産分を補うための挽回生産も想定され、落ち込んでいた自動車の国内販売や輸出は水準を回復していくと予想される。

図表3. 自動車の生産・輸出・販売



(資料) 経済産業省、財務省、日本自動車販売協会連合会より富国生命作成

3. 年度後半は供給制約が重石となるものの、緊急事態宣言解除で成長ペース加速へ

2021年10～12月期の実質GDPは前期比年率6.6%、2022年1～3月期は同5.5%と高い成長率へ加速すると予測する。コロナ禍に伴う供給網の混乱は足元を最悪期として徐々に解消に向かうとみられるが、2021年度内は自動車分野を中心に企業の生産活動の重石として残ると想定している。一方、緊急事態宣言の解除で家計の自粛ムードは大幅に緩和しており、街の人出は明確に増えている。これまで抑制されてきた対面型のサービス消費は、Go To トラベルの再開など新政権による需要喚起策にも支えられ活発化が予想されるほか、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ることも期待される。個人消費は高い伸びが続き2021年度後半の成長をけん引しよう。ただし、前回想定を上回る供給制約の影響を踏まえ、2021年度の実質GDP成長率予測は前年比+2.8%へと前回(8月)から0.7ポイント下方修正した。

2022年度は前年比+3.2%と高めのプラス成長を予測する。供給制約が解消し企業の生産活動が正常化するとともに自動車の国内販売や輸出は水準回復の動きが予想されるほか、ウィズコロナでの経済活動正常化が進展することにより、内需、外需ともに緩やかな回復基調が続くだろう。

なお、四半期ごとの成長率は、2021年10～12月期：前期比年率+6.6%、2022年1～3月期：同+5.5%、4～6月期：同+3.5%、7～9月期：同+2.1%、10～12月期：同+

図表4. 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)	536.7 ▲ 3.9	549.8 2.5	568.2 3.4
実質国内総生産(兆円)	527.1 ▲ 4.4	541.9 2.8	559.0 3.2
内	▲ 3.8	2.1	3.0
民間需要	▲ 4.7	1.6	2.7
民間最終消費	▲ 5.8	2.6	3.6
民間住宅投資	▲ 7.2	0.3	0.9
民間設備投資	▲ 6.9	2.1	4.5
公的需要	0.9	0.4	0.3
政府最終消費	3.4	2.9	1.3
公的固定資本形成	4.2	▲ 3.4	1.1
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	0.7	0.1
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4	11.6	4.3
財貨・サービスの輸入	▲ 6.8	7.0	3.5

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

1.7%、2023年1~3月期：同+1.5%と予想する。

また、実質GDPがコロナ前（2019年10~12月期）の水準に到達する時期は2022年1~3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。

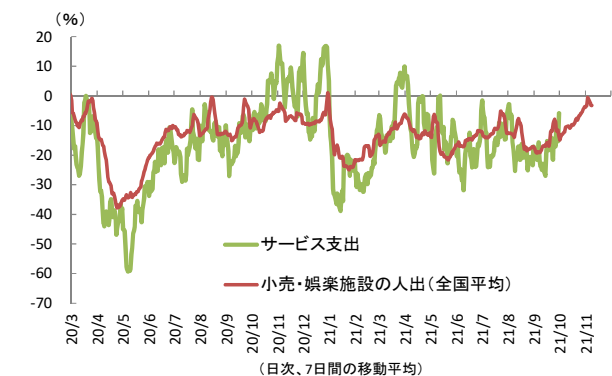
4. 個人消費は緊急事態宣言解除により対面型のサービスを中心に回復へ

7~9月期の民間最終消費支出は前期比1.1%減と、2四半期ぶりに減少した。ほとんどの期間が緊急事態宣言下に置かれたことで、サービス消費は低迷が続いた。もともと、新規感染者数が過去最高を更新するなど厳しい環境であった割に、コロナ禍での生活が長引くなかでコロナ慣れ、自粛疲れという心理もあって、サービス消費は前期比0.1%増と追加的な落ち込みは避けられた。一方、7~9月期は耐久財が同13.1%減となった。半導体不足などに伴う減産の影響で自動車販売が大きく落ち込んだことが大きな下押し要因となったほか、家電などの販売も不振となった。

2021年度後半の個人消費は高い伸びになると見込んでいる。9月末で全国的に緊急事態宣言が解除され、家計の自粛ムードが緩和しており、10月の消費者態度指数をみてもコロナ前を上回る水準まで回復してきた。

飲食店やイベントの制限措置が段階的に緩和されるなか、外食やレジャーといった対面型のサービス消費の増加が期待できる。実際、サービスへの支出と連動性が高い人出（小売店・娯楽施設）の状況を見ると、10月に入り右肩上がり増加している（図表5）。また、報道によれば、政府は停止中の観光支援事業Go Toトラベルについて、ワクチン接種済証や検査の陰性証明の利用などにより感染対策を徹底する形で2月頃に再開される見通しである。これまで厳しい環境

図表5. 人出とサービス支出の推移



(資料) Google「Community Mobility Report」、総務省「家計調査」より富国生命作成
(備考) ベースライン(2020/1/3~2/6の曜日別中央値)からの変化率

に置かれてきた観光地の宿泊業や飲食業の回復を後押ししよう。ただ当面は、半導体不足などに伴う自動車減産の影響が個人消費の重石として残る見込みである。一方、需要自体は底堅いとみられ、供給制約の影響が2022年度にかけて解消に向かうにつれて、自動車販売は持ち直していくだろう。

政府は経済対策の1つとして子ども一人あたり10万円の給付金(960万円の所得制限あり)を予定する。ただし、一時的な所得増加が追加的な需要を生み出すかは不確実性が高い。2020年にも特別定額給付金10万円が支給されたが、家計簿アプリ利用者を対象にした研究によれば、給付金の7割以上は貯蓄に回ったとの分析もある。多くの世帯で貯蓄に回る可能性が高く、大きな需要押し上げ効果は期待できないと想定している。

個人消費の先行きを占う上での気掛かりは、資源価格の高騰などに起因するガソリン・灯油や食料などの値上げの影響である。生活必需品価格が一段と高騰すれば、家計の購買力が削がれ、消費の回復が抑制される懸念がある。

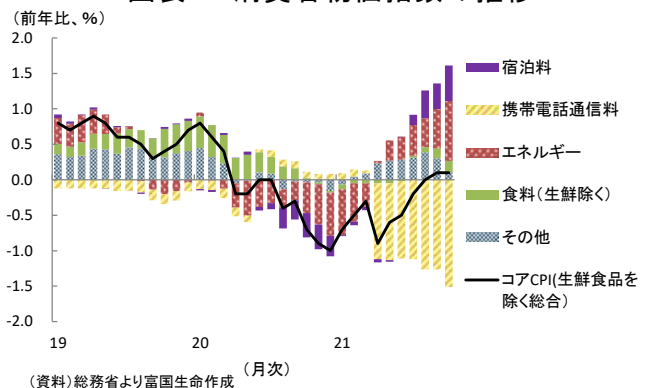
5. 消費者物価と金融政策

世界各国でインフレが懸念される状況のなか、10月の日本のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+0.1%と、ゼロ%程度の上昇率にとどまっている(図表6)。原油価格の上昇に伴うエネルギー価格のプラス寄与拡大に加えて、昨年に旅行需要喚起策Go Toトラベルが実施されていた反動で8月以降は宿泊料がプラスに寄与していることが押し上げ要因となり、9月には1年6ヵ月ぶりにプラスに転じたが、2021年4月から大幅

に引き下げられた大手通信キャリア 3 社の新料金プランの影響などで、携帯電話通信料がマイナス 1 ポイント超の大きな下押し要因となっている。

今後のコア CPI は伸び率を高めていくだろう。ガソリンや灯油に加え、原油価格の動向が遅れて反映される電気代やガス代が上昇することで、年末にかけてエネルギー価格が伸び率をけん引していくと見込まれる。また、12月までは Go To トラベルの反動による押し上げ効果が続くほか、食料(生鮮食品を除く)では、原材料高によるコスト増を価格転嫁する動きが広がっていくとみられることから、コア CPI は前年比 1% 近辺までプラス幅を拡大していくと予想する。

図表 6. 消費者物価指数の推移



2022 年 1 月に入ると宿泊料の押し上げが剥落することなどから一旦コア CPI の伸び率は鈍化するものの、2022 年度入り後は、携帯電話通信料の影響が剥落することで、再び上昇率を高め 4 月には前年比 1% を超えると予想している。その後も原材料価格や輸入物価上昇を受けてコスト増を価格転嫁する動きがでてくると予想されるものの、エネルギー価格の押し上げが薄れていくと想定されることから、コア CPI の伸びは徐々に鈍化していくだろう。2021 年度のコア CPI は前年比 0.0%、2022 年度は同 +0.7% と予測している。

金融政策について、コロナ禍における景気回復には不確実性が残るなか、日銀は緩やかな政策スタンスを継続するだろう。ただし、世界的な資源価格の高騰が続けば、日本の消費者物価への波及も大きくなり、一時的とはいえ、2022 年度にコア CPI が物価安定目標の 2% を超えてくる可能性は否定できない。コストプッシュ型の物価上昇であり、決して望ましいものとは言えないが、日銀の金融政策の変更や国内金利上昇への思惑が高まるリスクもある。

6. リスクはコロナ禍の帰趨、インフレの過熱・長期化、中国の不動産バブル崩壊

足元では新型コロナウイルスの新たな変異種オミクロン株に対する警戒感が強まっている。現時点では既存ワクチンの有効性など不明な点が多いが、国内外で感染拡大が深刻化すれば、行動制限措置の強化を迫られ、経済活動が再び停滞するリスクがある。

米国の消費者物価が前年比 6% 上昇するなど、コロナ禍に伴う供給網の混乱や資源価格の高騰を背景に世界的にインフレ懸念が高まっている。ワクチン接種の進展が遅れている国もあり、コロナ禍次第では供給制約が一段と長期化する可能性がある。また、資源価格の高騰の背景には、コロナ禍に伴う先行き不透明感から産油国が供給増に慎重な姿勢であることのほか、脱炭素社会の実現に向けて原油や石炭などの化石燃料の増産への投資が手控えられて供給力が高まらないという構造的な要因も指摘されている。脱炭素化に向けた構造的な供給力不足で資源価格高騰が続き、インフレが過熱・長期化し世界的に需要を冷え込ませるリスクがある。

中国の不動産バブルが崩壊し世界的に悪影響が広がるリスクがある。中国政府が過度の不動産価格上昇への警戒から融資規制を強化して以降、中国不動産大手の経営不安が高まり、不動産市場が変調をきたしている。政府が舵取りを誤れば、不動産バブルの崩壊を引き起こす可能性がある。中国経済失速の悪影響が、債務残高の多い脆弱な新興国へと波及し、金融政策正常化を背景としたリスクマネーの流れの変化も相俟って、資金流出の加速や通貨暴落により、深刻な金融危機に発展するリスクがある。