

2021年度・2022年度の景気予測（2021年8月改訂）

～緊急事態宣言の発出で年内は景気が伸び悩み、本格回復は2022年へ～

2021年8月23日 調査部 藤原 和也、小野 公嗣、北田 英治、白 鳳翔

TEL 045-225-2375

E-mail: k-fujiwara@yokohama-ri.co.jp kitada@yokohama-ri.co.jp

【要約】

2021年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.3%と、2四半期ぶりのプラス成長となった。ただ、1～3月期の落ち込み（同-0.9%）の一部しか取り戻せておらず、景気回復の足取りは依然として重いといえよう。需要項目別には、海外経済の回復を背景に輸出が同+2.9%と4四半期連続で増加した。また内需についても、4月に3回目の緊急事態宣言等が発出されたにも関わらず、個人消費が同+0.8%と増加に転じた。設備投資（同+1.7%）や住宅投資（同+2.1%）、政府支出（同+0.5%）も増加した。

先行きを見通すと、2021年7～9月期の景気は緩慢な回復にとどまろう。好調な海外経済を背景に輸出や設備投資の増加が引き続き景気の下支え役となるものの、4回目の緊急事態宣言の発出などを受けて個人消費の回復が依然鈍いものとなるためである。ただ、21年度後半には、ワクチンの接種が進展するもとの個人消費の持ち直しペースが徐々に加速していき、特に22年1～3月期には、個人消費が大きく回復すると予想する。そのため、実質GDPもやや高めの伸びとなろう。21年10～12月期には実質GDPがコロナ禍前（19年10～12月期）の水準を回復すると予測した。

翌22年度も景気回復が継続すると見込む。国内の経済活動が正常化していくなかで雇用所得情勢が改善し、個人消費も回復の動きが続こう。ただ、世界経済の回復スピードが鈍化する中で、日本の輸出や設備投資も増加ペースが徐々に緩やかなものになると見込まれる。そのため、実質GDPは年度後半には伸び率を縮小し、見通し期間の最終期である23年1～3月期には、概ね潜在成長率並みの伸び率に収束していく見通しだ。実質GDP成長率は、2021年度が+3.5%、22年度が+3.0%と予測した。

予測結果の総括表

<前回2021年6月予測>

単位：前年比、% （*は寄与度）	2020年度 実績	2021年度 見通し	2022年度 見通し	2021年度 見通し	2022年度 見通し
実質GDP	▲ 4.5	3.5	3.0	4.2	3.3
民間需要*	▲ 4.7	2.3	2.2	2.0	2.4
公的需要*	0.9	0.3	0.4	0.7	0.0
輸出*	▲ 1.8	2.6	0.8	2.8	1.4
輸入*	1.2	▲ 1.6	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 0.4

注：輸入は控除項目。民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、
公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

1. 2021年4～6月期の実質GDPは前期比+0.3%と2四半期ぶりのプラス成長

8月16日に内閣府が発表した2021年4～6月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+0.3%と2四半期ぶりにプラス成長となった（図表1）。ただ、1～3月期の落ち込み（同-0.9%）の一部しか取り戻せておらず、景気回復の足取りは依然として重いといえよう。

需要項目別では、輸出が前期比+2.9%と、海外経済の順調な回復を受けて、4四半期連続の増加となった。一方で、新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）のワクチン輸入などを受けて、輸入は同+5.1%と増加したことから、外需（輸出－輸入）の実質GDPへの寄与度は前期比-0.3%ptと2四半期連続でマイナスとなった。

内需の動向に目を転じると、個人消費は前期比+0.8%とプラスに転じた。個人消費がプラス成長となるのは2四半期ぶりだ。プラスに転じた要因は、本年4月に発出された3回目の緊急事態宣言が、同年1月に発出された2回目の緊急事態宣言よりも人流を抑制する効果が弱く、消費に与える影響が軽微だったとみられるからだ。また、設備投資が同+1.7%と増加に転じたほか、住宅投資は同+2.1%と高い伸びとなった。公的部門では、ワクチンの接種に関する支出が増加したことで政府消費が同+0.5%と増加に転じた一方、公共投資は同-1.5%と2四半期連続の減少となった。内需が緩やかに回復（実質GDPへの寄与度は前期比+0.6%pt）したことで、全体を下支えした格好だ。

図表1 GDP（国内総生産）の内訳

（前期比、%、季調済）

	2019年			2020年				2021年	
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期
名目GDP	0.4	0.3	-1.3	-0.5	-7.6	5.4	2.3	-1.0	0.1
実質GDP	0.2	0.1	-1.9	-0.6	-7.9	5.3	2.8	-0.9	0.3
個人消費	0.4	0.5	-3.1	-0.8	-8.3	5.1	2.3	-1.0	0.8
住宅投資	1.6	0.1	-1.9	-3.7	0.6	-5.7	0.0	0.9	2.1
設備投資	0.2	0.9	-4.4	1.1	-6.0	-2.1	4.3	-1.3	1.7
在庫投資(寄与度)	(-0.0)	(-0.2)	(-0.1)	(0.2)	(0.1)	(-0.2)	(-0.5)	(0.4)	(-0.2)
政府消費	0.9	0.7	0.3	-0.3	0.7	2.8	1.8	-1.7	0.5
公共投資	-0.1	1.3	0.2	0.1	2.9	0.7	1.0	-1.0	-1.5
輸出	0.4	-0.5	0.3	-4.7	-17.5	7.3	11.7	2.4	2.9
輸入	2.1	1.2	-2.8	-3.0	-0.7	-8.2	4.8	4.0	5.1
国内需要(寄与度)	(0.5)	(0.4)	(-2.5)	(-0.3)	(-5.1)	(2.6)	(1.8)	(-0.7)	(0.6)
外需(純輸出寄与度)	(-0.3)	(-0.3)	(0.6)	(-0.3)	(-2.9)	(2.6)	(1.0)	(-0.2)	(-0.3)

注：シャドウは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」

2. 予測の前提条件

（新型コロナウイルスについて）

今回、景気予測を行う上で、新型コロナの感染状況と、それに対応した政府の「緊急事態宣言」の発出、および「まん延防止等重点措置」の適用の行方が非常に重要なポイントとなる。目下のところ、新型コロナは感染力の強いインド型（デルタ型）が猛威を振るっており、日本国内の新規感染者数は過去最高水準で推移している。しかしながら、国内の新型コロナワクチン（以下、ワクチン）の接種は進んでいるものの、現時点で新型コロナの感染が落ち着く兆しは全く見えていない。

政府は、東京都と沖縄県¹に対して2021年7月12日から8月22日までの4回目となる緊急事態宣言を発出した。その後、同宣言は8月31日まで期間が延長され、8月2日以降は大阪府、埼玉県、千葉県、神奈川県、1府3県が対象地域として追加された。さらに8月20日以降は、同宣言の対象地域に茨城県、栃木県、群馬県、静岡県、京都府、兵庫県、福岡県の7府県が追加され、期間も9月12日まで延

¹ 沖縄県は5月23日に発出されて以降継続している。

長された。また、まん延防止等重点措置も16道県で適用されている。ただ、足元の新型コロナの感染状況を鑑みると、今回の緊急事態宣言等が予定通り9月12日で終了することは難しいと考えられる。

新型コロナの新規感染者数は、ワクチン接種が進むことで、いずれ減少基調に転じるだろう。しかしながら、足元で新規感染者数や重症者数が過去最高水準で推移していることを踏まえれば、新規感染者数が減少に転じてからも、緊急事態宣言等を解除できる水準に達するまでには相応の時間を要することが見込まれる。

以上から、今回の景気予測においては、現在の緊急事態宣言が対象地域の拡大と縮小を繰り返しつつ、東京都や大阪府などの大都市圏を中心に11月末まで継続するものとした。また翌12月には、緊急事態宣言はなくなるものの、複数の地域でまん延防止等重点措置が適用されるものと想定した。感染者数の減少が限定的でも、ワクチンの効果で重症者数が減少することで、政府が緊急事態宣言の発出、解除の判断に用いる指標のうち一部がステージⅢ相当になると見込んだ（図表2）。

なお、現在の4回目の緊急事態宣言下では、ワクチンの接種が進むもとの、重症化リスクが低下することの安心感や、度重なる緊急事態宣言の発出による自粛疲れなどが、外出を抑制させる効果を押下げているとみられる。そのため、この先、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が継続する期間においても、3回目の緊急事態宣言時よりも人流が抑制される可能性は低いとみるのが自然だろう（図表3）。

2022年に入ると、新型コロナに対する人々の恐怖感がより後退すると見込まれる²。それでもなお、依然として新規感染者数は一定水準で推移し、1～3月期に外出を抑制させるために行動制限が行われることも想定されるが、過去の緊急事態宣言等と比較し小規模なものとなり、日本経済に与える影響はより軽微なものになろう。このことから、2022年には国内の消費活動が本格的な回復局面を迎えると予想される。

図表2 ステージ判断に掛かる指標（8月15日時点）

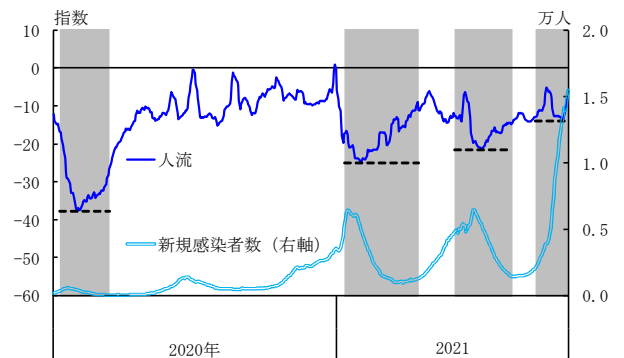
			ステージⅢ	ステージⅣ	東京	神奈川	大阪	全国
医療提供体制の負荷	①医療のひっ迫具合	確保病床使用率	20%以上	50%以上	58%	81%	64%	50%
		入院率	40%以下	25%以上	9%	10%	15%	-
	重症者用病床	確保病床使用率	20%以上	50%以上	84%	100%	37%	30%
		②療養者（人口10万人あたり）	20以上	30以上	291	159	156	124
感染の状況	③PCR陽性率（最近1週間）	5%以上	10%以上	24.0%	34.6%	11.4%	17.2%	
	④新規陽性者数（最近1週間、10万人あたり）	15以上	25以上	214	150	113	92	
	⑤感染経路不明割合	50%以上	50%以上	62%	67%	64%	-	

注1：黄色はステージⅢ、赤色はステージⅣの目安値を超えている値。橙色はステージⅢ、Ⅳの目安が同一の指標で、その目安値を超えている値。数値は四捨五入したものを表示しているが、色分けは四捨五入前の数値を基としているため、表示の数値と色が一致しないことがある。

注2：ステージⅢは感染者の急増及び医療提供体制における大きな支障の発生を避けるための対応が必要な段階で、ステージⅣは爆発的な感染拡大及び深刻な医療提供体制の機能不全を避けるための対応が必要な段階とされている。

出所：内閣官房、厚生労働省より浜銀総研作成

図表3 全国の人流と新規感染者数



注1：人流は、20年1月3日～2月6日をベースラインとし、小売・娯楽施設への訪問数と滞在時間の変化率。

注2：それぞれ後方7日間の移動平均値で、直近は8月13日とした。

注3：シャドローは緊急事態宣言期間を示す（1回目20年4月7日～5月25日、2回目21年1月8日～3月21日、3回目4月25日～6月20日、4回目7月12日～）。

出所：Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より浜銀総研作成

² 現段階でデルタ型変異株に対してより効果を示すとされる3回目のワクチン接種が進むことも想定している。

(海外経済について)

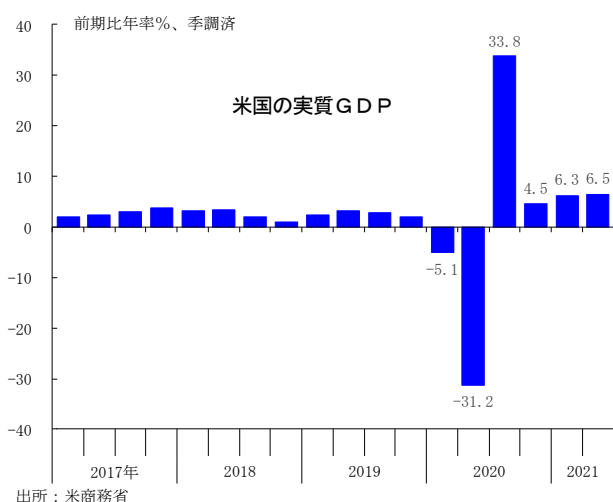
米国経済：2021年は政策効果とワクチンの普及で高めの成長率を見込む

2021年4～6月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+6.5%と、1～3月期（同+6.3%）から伸びがさらに加速し、4四半期連続のプラス成長となった（図表4）。これにより、実質GDPの水準は新型コロナの感染拡大前（19年10～12月期）を回復した。

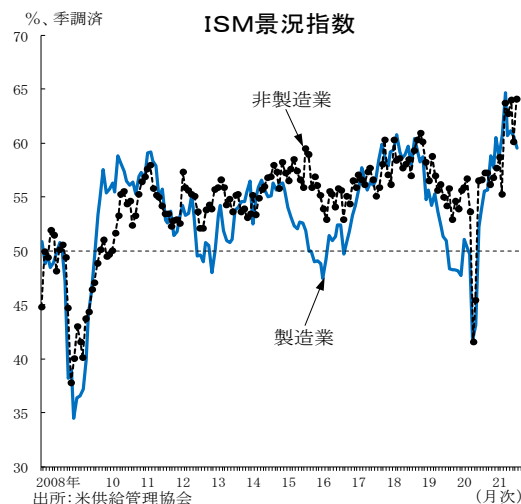
2021年4～6月期の実質GDPを需要項目別にみると、追加経済対策による現金給付やワクチンの普及などを背景に、個人消費が前期比年率+11.8%（前期：同+11.4%）と2四半期連続で大幅に増加した。形態別には、財の消費が同+11.6%（前期：同+27.4%）と2期連続で大幅に増加するとともに、サービス消費が同+12.0%（前期：同+3.9%）と伸びが大きく加速した。また、企業の設備投資は同+8.0%と前期（同+12.9%）から減速したものの、4期連続の増加となり、引き続き堅調に推移した。内訳をみると、構築物への投資が同-7.0%（前期：同+5.4%）と減少する一方で、機器への投資が同+13.0%（前期：同+14.1%）、知的財産投資が同+10.7%（前期：同+15.6%）と、いずれも高い伸びを維持した。他方、住宅投資は同-9.8%（前期：同+13.3%）と、住宅価格上昇の影響などから4四半期ぶりの減少となった。また、民間在庫のGDP成長率に対する寄与度は-1.13%ptと、前期（-2.62%pt）に続いて大幅なマイナス寄与となった。なお、純輸出については、輸出が同+6.0%（前期：同-2.9%）と増加に転じたほか、輸入が同+7.8%と前期（同+9.3%）から伸びが鈍化したため、GDP成長率に対する外需（輸出-輸入）の寄与度は同-0.44%ptと、前期（同-1.56%pt）に比べてマイナスの寄与が縮小した。

月次ベースの経済指標をみると、7月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は59.5（前月は60.6）と2か月連続で低下した（図表5）。好不調の分かれ目となる50を大きく上回っており、製造業の活動は引き続き改善方向にあると判断されるものの、改善のペースが足元でやや鈍っていることが示唆された。内訳の指数をみると、雇用（52.9）は改善したものの、新規受注（64.9）、生産（58.4）、入荷遅延（72.5）、在庫（48.9）のいずれもが低下した。原材料の不足や価格高騰などが企業活動の重荷となっていると考えられる。一方、同月のISM非製造業景況指数は64.1と前月の60.1から大幅に上昇し、1997年の統計開始後の最高水準となった。個別指数では、新規受注（63.7）や雇用（53.8）などが改善した。ワクチン接種の進展を背景にサービス業のマインドが良好な状態を維持していることが示された。他方、7月の非農業部門雇用者数は前月比94.3万人増と前月（同93.8万人増）に続いて大幅に増加したものの、その水準はコロナ前の水準を570万人も割り込んでいる。雇用情勢の改善は依然として不十分といえよう。

図表4 米国は4四半期連続のプラス成長



図表5 米国企業の景況感は依然良好



こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、7～9月期以降も米国景気は堅調に推移すると見込まれる。米国ではワクチンの普及が進んでおり、今後も個人消費が景気回復を下支えすると予想される。また、先行きバイデン政権が打ち出したインフラ投資計画の実行も米国景気を押し上げることが期待される。2021年の米国の実質GDP成長率は+6.1%と、2020年のマイナス成長(-3.4%)から大幅なプラス成長に転じると見込んだ。また2022年も景気の回復基調は続くものの、前年の財政政策の効果が剥落することにより、実質GDP成長率は+3.8%に鈍化すると見込んだ。

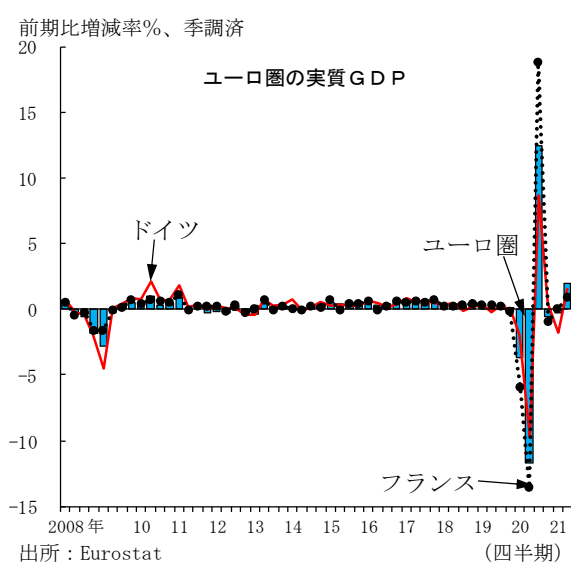
ユーロ圏経済：2022年1～3月期に実質GDPはコロナ禍前の水準に回復へ

2021年4～6月期のユーロ圏の実質GDP(域内総生産)は前期比+2.0%(1～3月期は同-0.3%)と、ワクチン接種の進展や活動制限の段階的な緩和を受けて、3四半期ぶりのプラス成長となった(図表6)。4～6月期の実質GDPを国別にみると、イタリア(前期比+2.7%)が2四半期連続のプラス成長になるとともに、ドイツ(同+1.5%)やフランス(同+0.9%)、スペイン(同+2.8%)など主要国がプラス成長に転じた。

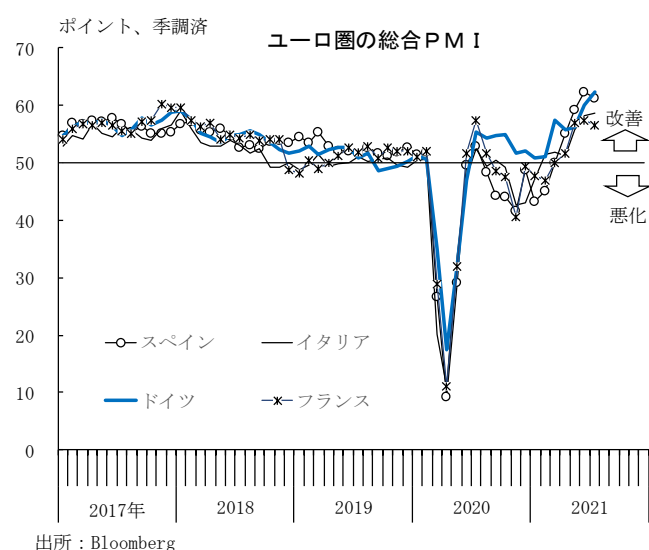
欧州では多くの国々で4月中旬から新型コロナの新規感染者数が減少基調をたどり、各国で行動制限措置の緩和が進められてきた。しかし6月末頃からスペインやフランスなどで新規感染者数が増加に転じており、一部の国や地域では夜間営業の禁止やワクチン接種証明の提示義務化などの措置を再び導入している。ただ、こうした中でも7月のユーロ圏総合PMI(購買担当者景気指数)は60.2と6か月連続で上昇しており、景気の回復基調が続いていることが分かる。総合PMIを国別にみると、ドイツが62.4、フランスが56.6、イタリアが58.6、スペインが61.2と、いずれも高めの水準を維持している(図表7)。

こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、新型コロナのワクチンの普及に伴う個人消費の回復などにけん引されて、ユーロ圏景気は今後も回復基調で推移すると見込まれる。2021年後半には欧州復興基金の加盟国への資金配分が始まることも、ユーロ圏経済の回復を下支えしよう。2021年のユーロ圏の実質GDP成長率を+4.5%と予測した。2022年も経済活動が正常化に向かう中で、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。2022年のユーロ圏の実質GDP成長率は+3.6%と2年連続のプラス成長と予測した。22年1～3月期にはユーロ圏の実質GDPの水準が新型コロナの感染拡大前(19年10～12月期)の水準に回復しよう。

図表6 ユーロ圏は3四半期ぶりのプラス成長



図表7 欧州企業の景況感は良好



中国経済：新型コロナ変異株感染への警戒から2021年後半の景気は若干減速すると見込む

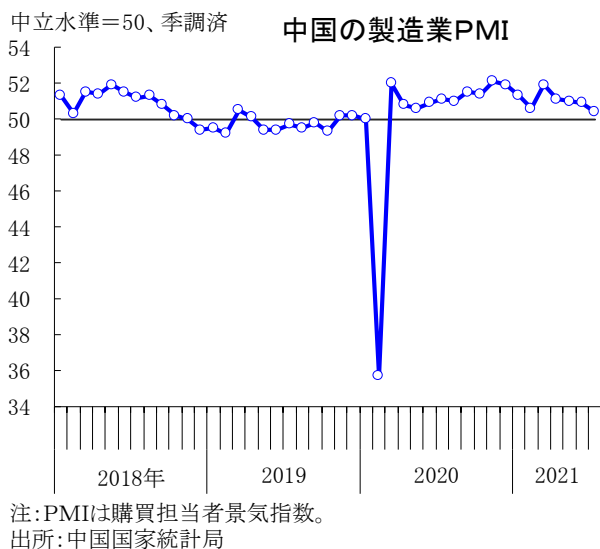
中国の2021年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+1.3%（前期は同+0.4%）と増勢が拡大した。4～6月期は、中国国内のコロナの市中感染が4～5月にいったん沈静化したことや、財政出動の効果等を背景に、小売売上高が前期比+2.0%（1～3月期は同+1.8%）と改善し、固定資産投資も同+1.1%（1～3月期は同+1.0%）と若干持ち直した。一方、同期の通関輸出は同+2.7%と、米国向けの減少などにより、増勢が大幅に鈍化した³。

しかしながら、中国国内のコロナの市中感染は、6月に広東省で、また7月以降は江蘇省などでも広がっており、こうした感染地域では、市民の外出制限や移動制限などが厳格に実施されている。このような状況の中で、7月の小売売上高は前月比-0.13%（6月は同+0.48%）と6か月ぶりに減少した。個人消費が再び弱含んでいる。また、同月の固定資産投資は同+0.18%（6月は同+0.26%）と増加したものの、4か月ぶりの低い伸びとなった。このように、従前からの輸出に加えて個人消費や固定資産投資が弱含んだことを受けて、製造業の景況感の回復も足取りが鈍くなっている。7月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は50.4（前月は50.9）と4か月連続で低下した（図表8）。

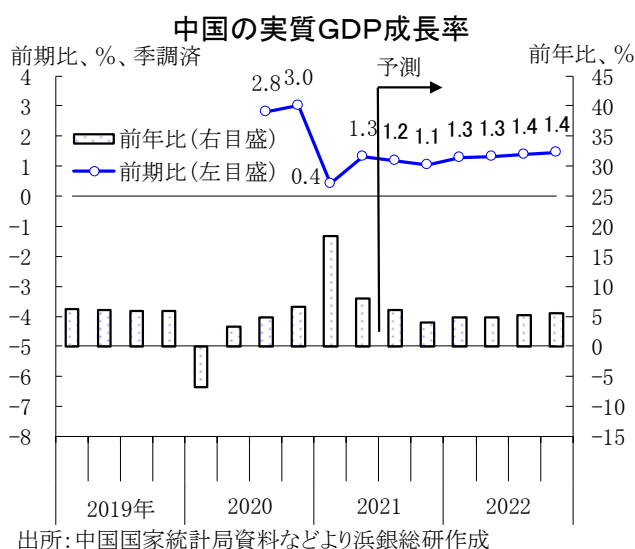
こうした情勢を踏まえ、中国の金融当局は金融緩和措置として、7月15日に預金準備率の引き下げを実施した。また、7月30日に開催された中央政治局会議では、「従来のコロナ防止策の徹底と国内ワクチンの普及をおろそかにせずに継続する」ことが強調されたほか、2021年後半の経済運営については、構造改革を推進しながら、安定成長を重視するという方針が決められた。具体的には、まず、財政政策に関しては、石炭や鉄鋼といった「高汚染・高エネルギー消費分野」については「目標なしの投資プロジェクトを断固として食い止める」ことを求める一方で、「NEV（省エネルギー車）の発展」や、「第14次五か年計画の重点建設プロジェクトの推進」、「カーボンニュートラルの推進」、「企業イノベーション能力の向上」などに向けた財政出動を強化することが強調された。また、金融政策については「中小企業などの回復」を目的とする金融面での支援が強調された。不動産投資に対しても、投機の抑制策を維持しながら、安価な「賃貸住宅」の供給を強化するとした。

こうした状況下、先行きの中国経済を展望すると、2021年後半は前期比ベースの実質GDP成長率

図表8 製造業PMIが4か月連続で低下



図表9 22年は緩やかな成長加速



³ 4～6月期の実質GDP公表後に、同期の小売売上高と固定資産投資、通関輸出の前期比データが修正されたが、現時点で実質GDP自体は修正されていないため、4～6月期の経済情勢については修正前の前期比データで分析した。

が若干減速すると予想される。その主因は、新型コロナウイルスの変異株（デルタ型）の感染拡大である。足元で新型コロナの集団感染（クラスター）が頻繁に発生しており、年内はコロナ感染への警戒感から、特に外食やレジャーなどのサービス関連消費が抑制されると見込まれる。ただ、NEV販売の促進などの習体制による消費拡大措置が実施されることから、個人消費全体の減速幅は小幅なものにとどまろう。また、米国や欧州の景気回復を受けて、輸出は底堅く推移すると見込まれる。新興国ではワクチン接種の遅れなどにより経済活動の持ち直しテンポが全般的に鈍いものになると予想されるが、その一方でベトナムなど一部の国におけるアパレルや家電製品などの生産が中国に代替されると見込まれることが、中国からの輸出を下支えしよう。また、固定資産投資についても、習体制が景気回復の腰折れを回避する目的で財政出動などの景気対策を強化すると見込まれるため、公共インフラや企業設備投資を中心に緩やかに改善しよう。預金準備率の引き下げなど金融緩和策の効果も企業の資金繰り支援などを通じて景気の腰折れ回避につながると見込まれる。

続く2022年については、前期比ベースの実質GDP成長率が若干高まると予想する。この背景には、中国政府がワクチンの普及などのデルタ変異株の抑制策を積極的に実施することにより、コロナの市中感染が沈静化すると見込まれることがある。こうした状況下で、個人消費は外食関連を中心に緩やかに改善する見込みである。また、固定資産投資も底堅く推移すると見込まれる。2021年後半に打ち出された財政出動など景気対策の効果は剥落するものの、大企業を中心にカーボンニュートラル向けの設備投資が出てくると予想されることや、安価な賃貸住宅の供給が強化されることなどが固定資産投資全体を下支えしよう。一方、2022年には新興国でもワクチンが普及し、経済活動が持ち直してくるとみられるため、それまで中国の輸出を支えてきた生産代替の規模が縮小し、輸出が次第に弱含むことになろう。

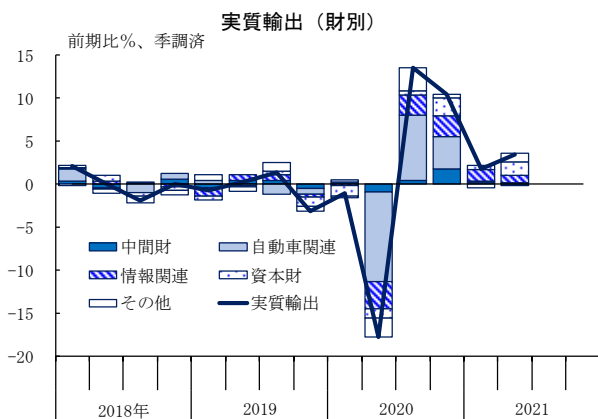
以上より、2021年の中国の実質GDP成長率を+8.4%、2022年を+5.1%と予測した（図表9）。なお、前述のように2021年後半の中国経済は若干減速すると見込まれるが、前年（2020年）の実質GDPがコロナ禍により低水準となっているため、2021年を通した成長率は高く表れることになる。

3. 日本経済の見通し

（輸出：半導体関連が好調、先行きも海外経済の回復を受けて増加が続く）

2021年4～6月期の輸出は前期比+2.9%と4四半期連続で増加し、その伸びは前期からさらに勢いを増した。日本銀行の実質輸出を財別に寄与度でみると、2021年4～6月期は半導体等電子部品を含

図表10 半導体関連の輸出がけん引



注：四半期平均値の前期比。誤差はその他に含んだ。
出所：日本銀行「実質輸出入の動向」より浜銀総研作成

図表11 世界経済は回復基調

	(実質GDP成長率、上段：%、下段：%pt)	
	2021年	2022年
世界	6.0 (0.0)	4.9 (0.5)
先進国	5.6 (0.5)	4.4 (0.8)
新興国	6.3 (-0.4)	5.2 (0.2)

注：カッコ内の数字は2021年4月公表値からの変化幅
出所：IMF「World Economic Outlook (2021年7月)」

む情報関連が前期比+0.8%pt、半導体製造装置を含む資本財が同+1.6%ptと増加した(図表10)。コロナ禍で世界的にIT化が進むも、半導体などの電子部品の需要が高まったためとみられる。その一方で、自動車関連の輸出は、前期比+0.2%ptと1～3月期(同+0.1%pt)と比べてほぼ横ばいの動きとなった。半導体部品の供給不足で、日本国内の自動車生産が抑制されたためとみられる。

また、地域別の寄与度をみると、4～6月期は米国が前期比+0.9%pt、EU(欧州連合)が同+0.5%pt、NIEs・ASEAN等が同+0.5%pt、中国が同+0.4%ptと、各国、各地域が満遍なくプラスに寄与した。これまで、景気回復で先行した中国のほか、多くの国と地域で景気が持ち直したことによるものとみられる。

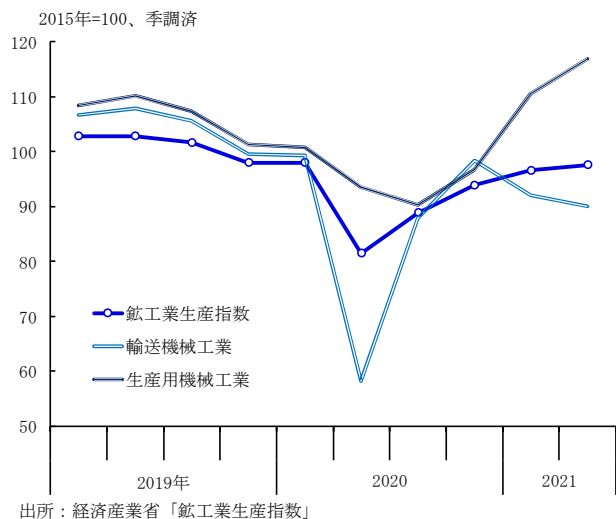
先行きを見通すと、輸出は2021年度後半から2022年度にかけて、海外経済の回復を背景に増加基調が続くと見込まれる。前提となる海外経済については、前述の通り、わが国の輸出先として重要な米欧や中国で堅調な回復が続くだろう。IMF(国際通貨基金)も本年7月に公表した世界経済見通しで、世界実質GDP成長率の予測値(前年比)を、21年が+6.0%、22年が同+4.9%とし、22年の予測値は前回4月時点の予測値から0.5%pt上方修正している(図表11)。ただ、2022年の世界成長率は21年よりも鈍化するため、2022年度の輸出は21年度よりも増加ペースが緩やかなものになると予想される。

(生産：半導体不足で自動車生産は伸び悩み)

経済産業省の鉱工業生産指数をみると、2021年4～6月期は前期比+1.1%と、1～3月期の同+2.8%から上昇ペースが鈍化したものの、4四半期連続で上昇した(図表12)。主要業種別にみると、輸送機械は車載向け半導体の不足を受けて自動車の減産を余儀なくされたため、同-2.1%と低下が続いた。一方、半導体製造装置や産業用機械などが含まれる生産用機械工業は同+5.7%と生産の拡大が続いている。このことは、先に見た輸出の動向と整合的だ。

2021年7～9月期は、世界的に半導体が不足するも、自動車を含む輸送機械の生産活動の足踏みが続く可能性がある。他方で、半導体に関連する業種においては、需要の拡大に応えるために生産活動を高める動きが出てくることから、総じてみれば鉱工業の生産は、緩やかに上昇するものとみられる。その後、21年度下期には、半導体の不足感が解消に向かうも、自動車の生産が復調するとみられることから、全体としては伸びが加速するとみられる。ただ、22年度になると、輸出の増加ペースが鈍化することを受けて生産活動の回復ペースも緩やかとなるだろう。

図表12 生産活動は業種によって明暗



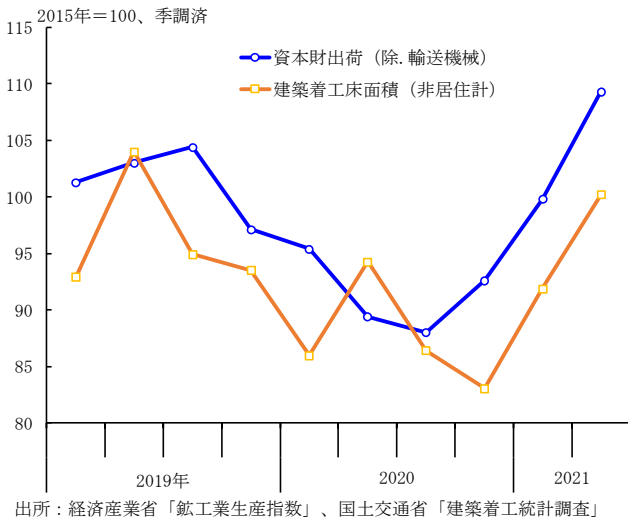
(設備投資：企業収益の改善を受けて増加基調での推移を見込む)

2021年4～6月期の設備投資は前期比+1.7%と2四半期ぶりのプラス成長となった。4月に発出された3回目の緊急事態宣言で、不確実性が高まる状況が続いたが、企業収益の改善を背景に、前年度から先送りされた設備投資が実行に移されたとみられる。機械投資の一致指標である資本財出荷(除く輸送機械)は21年1～3月期に前期比+7.8%と上昇し、続く4～6月期にも同+9.5%と2期連続で大幅に上昇した(図表13)。また建設投資の動向を表す建築着工床面積(非居住計)でも、21年1～3

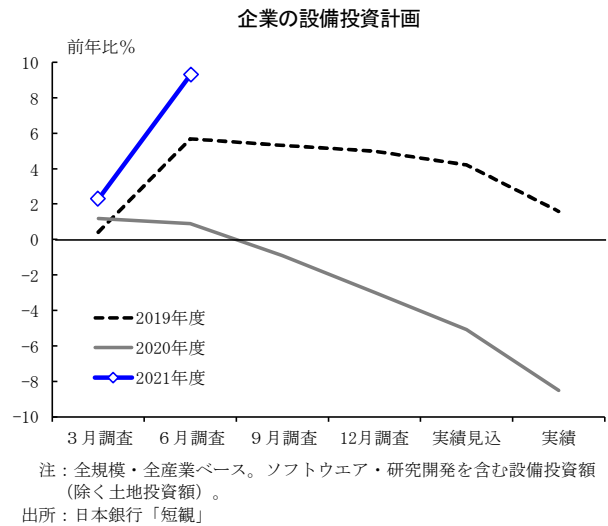
月期が前期比+10.6%、続く4～6月期が同+9.1%と、こちらも2四半期連続で大幅な上昇がみられた。

日本銀行の短観（2021年6月調査）によると、わが国の2021年度設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額、除く土地投資額）は、全規模・全産業ベースで前年比+9.3%と2020年度の落ち込み（同-8.5%）を取り戻すように、しっかりとした回復をするが見込まれている。製造業、非製造業の別では、製造業の設備投資計画が前年比+10.4%、非製造業では同+8.0%となっており、21年度は製造業を中心に、設備投資が回復することが見込まれる（図表14）。

図表 13 設備投資の動向を示す指標は鮮明に回復



図表 14 設備投資計画は拡大の兆し

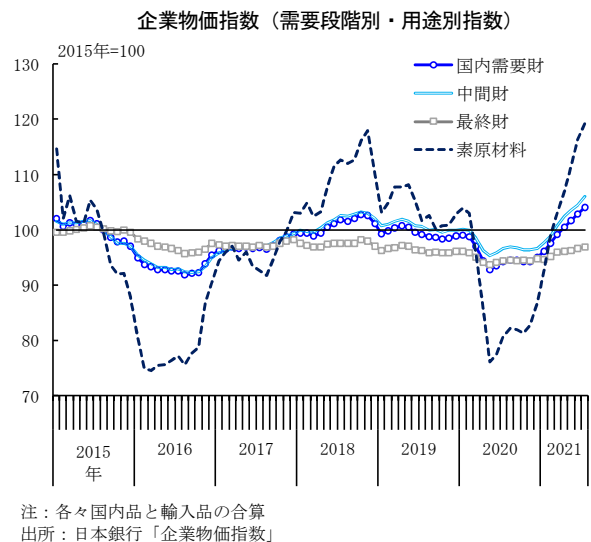


世界経済の回復スピードが緩やかになるもとで、翌 22 年度の設備投資は、前年度に比べて増勢が鈍化するものの、回復基調を維持しよう。輸出の増加が続く中で、製造業の業績改善も続くことが設備投資の押し上げ要因となろう。また、外出の抑制が徐々に解かれる中で、新型コロナで打撃を受けた宿泊業や飲食サービス業などの対面型サービス業の業績が徐々に回復することで、非製造業の設備投資の復調も見込まれよう。

ただし、国際商品市況の動向（素原材料高）には留意が必要だ（図表 15）。企業物価指数の需要段階別・用途別指数の動向を見ると、足元では素原材料の上昇が顕著である一方で、最終財への反映は弱い。また、消費者物価指数も引き続き弱い動きとなっている。

国際的な商品価格上昇の背景にあるのは世界経済の回復であり、これは日本の企業にとって売上の回復要因である⁴。しかし、こうした原材料価格の上昇を販売価格に転嫁できない状況が長期化すれば、企業業績

図表 15 素原材料価格の水準は高い



⁴ 詳細は藤原和也（2021）「景気回復のけん引役を期待される設備投資 ―今後のカギを握る研究開発投資意欲の顕在化―」 浜銀総合研究所、Economic View No.41 を参照。

の下押しを通じて設備投資の抑制要因となる可能性もある。2022年の世界経済は成長スピードが鈍化すると見込まれるため、国際的な商品価格の上昇圧力も弱まると考えられるが、投機的な要因等によって原材料価格の高騰が続く場合には、企業利益の改善が抑制され、設備投資が下押しされる可能性がある点に注意する必要がある。

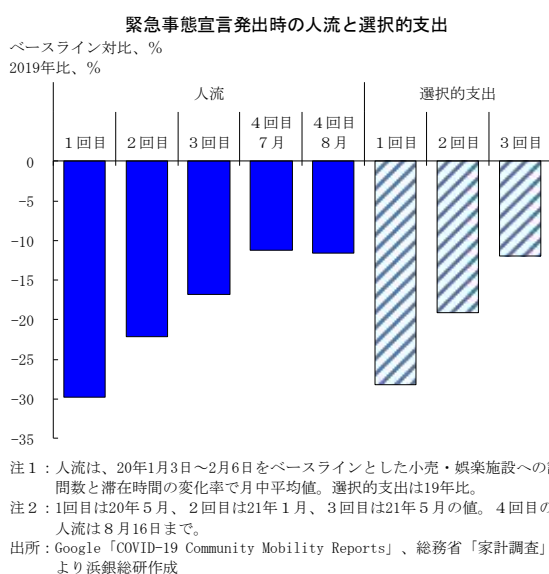
（個人消費：21年内は緩やかに持ち直し、22年入り後はペースを加速）

個人消費は、2020年後半以降、均してみれば横ばい圏内の動きが続いている。21年4～6月期の個人消費は前期比+0.8%と、2四半期ぶりに増加したが、1～3月期（同-1.0%）の落ち込みを取り戻すには至らず、力強さを欠いた。

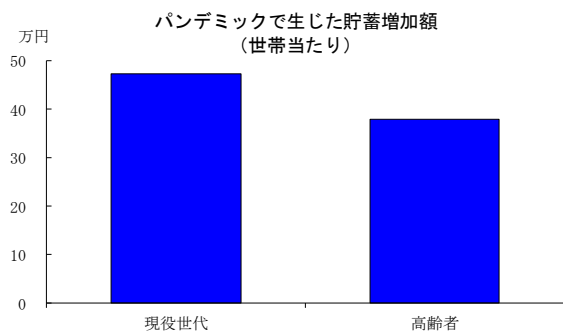
個人消費が低調となった主因は東京都や大阪府等で発出された3回目の緊急事態宣言であるが、同宣言が個人消費へ与えた悪影響は、当初懸念されたほど大きくはなかった。その背景として、人々の「コロナ慣れ」や「自粛疲れ」を指摘できる。緊急事態宣言発出時の人流を比較すると、宣言を重ねるごとに減少率が小さくなっていることが分かる（図表16）。同様に、いわゆる「不要不急の消費」に近い指標と考えられる選択的支出の減少率も徐々に小さくなってきた。結果的に、3回目の緊急事態宣言が4～6月期の個人消費全体を下押しする力も、過去の宣言発出時より小さくなったとみられる。

この先、21年末までの個人消費は、ペースは緩慢ながらも持ち直しの動きがみられるだろう。7月に東京で発出された4回目の緊急事態宣言は8月に対象地域が拡大された。本稿では、さらに11月末までの延長と、翌12月末までのまん延防止等重点措置の実施を前提としているが、前述の「コロナ慣れ」により、人流や消費の抑制は限定的になるとみる。実際、図表16に示した通り、7月と8月の人流抑制効果は、前述の3回目の緊急事態宣言時と比べても一段と小さなものになっている。今後は高齢者を中心に、先行してワクチン接種を行った人々が消費活動を徐々に積極化していくだろう。もっとも、政策的に経済活動へ制約が課される状況で消費全体の急回復は見通せず⁵、個人消費の持ち直しは緩やかなものにとどまるだろう。

図表16 緊急事態宣言の影響は逡減傾向



図表17 コロナ禍で家計の貯蓄は増加



注1：現役世代の貯蓄額は、「家計調査」（二人以上の世帯のうち勤労者世帯）を用いて以下の方法で求めた。まず、コロナ禍を20年4月～21年6月の15か月と定義した下で、19年の可処分所得と消費支出よりコロナ禍前の消費性向を算出する。その際、コロナ禍の期間に対応するように、19年4～6月のデータは2回用いて15か月分のサンプルとした。パンデミックがなければ20年の消費性向は19年と同水準であったとの仮定の下、算出した消費性向にコロナ禍における可処分所得の実績値を乗ずることで、パンデミックがなかった場合の消費支出を試算する。コロナ禍における実際の消費支出の実績値から試算した消費支出を差し引き、その差額をパンデミックで生じた貯蓄増分とみなした。
注2：高齢者の貯蓄額は、「家計調査」（二人以上の世帯のうち世帯主の職業が無職である世帯）を用いて、コロナ禍における貯蓄純増と19年同月の貯蓄純増を算出し、その差額を貯蓄増分とみなした。
出所：総務省「家計調査」

⁵ その他、小売店等の従業員にコロナ感染が拡大すると、店舗の閉鎖という形で供給制約がかかる可能性も考えられる。

続く22年前半の個人消費は、持ち直しのペースが加速しよう。ただし、これは21年内にワクチン接種が進展することで、医療資源が逼迫するような感染再拡大の懸念は払しょくされ、緊急事態宣言等の措置は発出されないことを前提としている。そのような環境下、高齢者以外の年齢層（現役世代）についても、コロナ禍で抑制されていた個人消費がペントアップ（繰り延べ）需要として顕在化しよう。ペントアップ需要が顕著に現れるのは、コロナ禍において大きく抑制されてきた、外食や旅行消費となろう。現役世代はコロナ禍において、1世帯当たり約40万円以上の貯蓄を積み増していると試算され、この貯蓄がペントアップ需要の原資になるだろう（図表17）。個人消費の伸び率がピークに達するのは、22年1～3月期になると予想する。

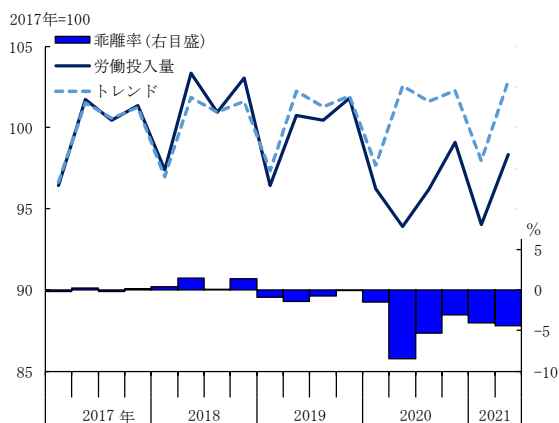
22年後半以降の個人消費は、ペントアップ需要の一巡から拡大ペースが鈍化するものの、底堅い持ち直しの動きを続けると予想する。この時期には、「3密回避」の様な感染症対策等による経済活動の制約が徐々に解除されていくとの前提のもと、経済活動もほぼ正常化するだろう。経済活動の正常化に伴い雇用所得情勢も緩やかに回復を続け、それを支えに個人消費も持ち直していくだろう。

（雇用情勢：21年度終盤に一時悪化も、22年度は回復の動き）

雇用情勢は弱い動きが続いている。まず、完全失業率をみると、2021年4～6月期は2.9%と前期比0.1%pt上昇した。また、同期の有効求人倍率も、前期と同水準の1.10倍であった。いずれの指標も、20年半ばから概ね横ばい圏内で推移しており、はっきりとした持ち直しの動きは現れていない。また、就業者数と労働時間を包括的に把握できる労働投入量をみても、20年入り以降、コロナ禍前までのトレンド対比で大幅に下振れした状態が続いている。直近の21年4～6月期時点においても約4%下方に乖離しており、依然、持ち直しの兆しは見られない（図表18）。

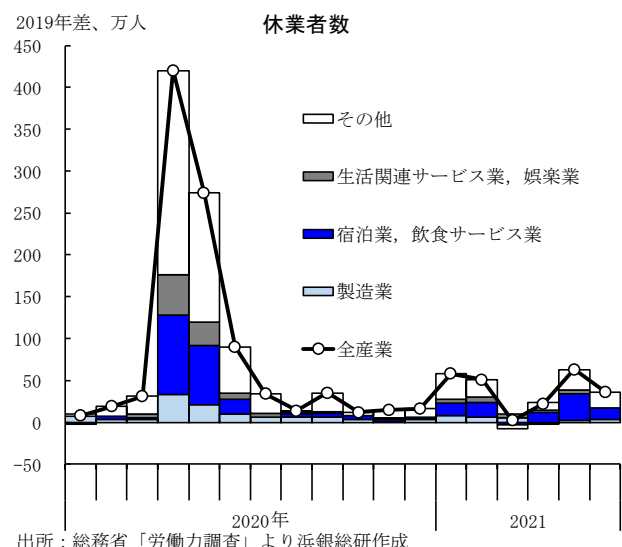
先行きの雇用情勢を展望すると、21年内は景気の回復が緩やかなものにとどまることを受け、雇用情勢も引き続き軟調な動きとなろう。もっとも、雇用調整助成金の特例措置が12月末まで延長されるとの想定の下、失業者の増加は最小限に抑えられると予想する⁶。21年6月時点の休業者数は19年同月比+36万人となっており、その分、失業率の上昇は抑制されているとみられる（図表19）。雇用調整助

図表18 労働投入量はトレンド比下振れ



注：2009年1月～2019年12月までの月次データより、労働投入量（＝就業者数×総実労働時間）を季節ダミーおよび3次までのトレンド項に回帰し、得られたパラメータを用いてトレンド系列を作成した。その上で、労働投入量およびトレンドを期中平均により四半期化し、2017年の平均値で基準化した。
出所：総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表19 休業者数は依然高水準



出所：総務省「労働力調査」より浜銀総研作成

⁶ 雇用調整助成金の特例措置の期限は、21年9月末から11月末まで延長されたが、本稿では緊急事態宣言が11月末まで継続されるとの想定のもと、特例措置の期限がさらに21年12月末まで延長されると想定した。

成金の特例措置がなくなる22年1～3月期には、休業者の一部が就業者から失業者へ転じる可能性が高く、失業率の上昇圧力となる。しかしながら22年度に入ると、ワクチン接種の進展により人々の外出行動が増加する。それに伴い、飲食・宿泊業などの対面型サービス業を中心に労働需要が持ち直し、雇用情勢も回復が続くだろう。

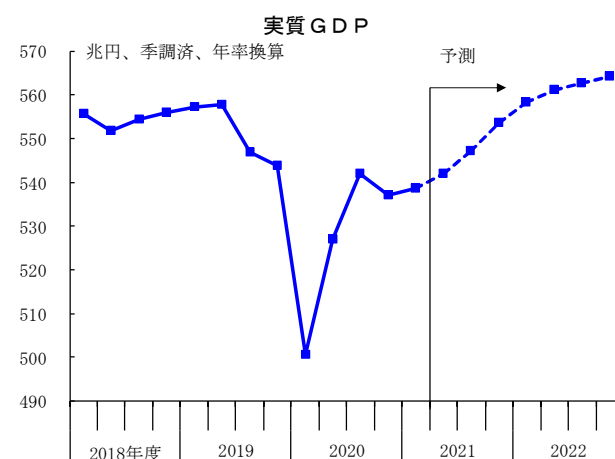
4. 経済成長率の見通し

(実質GDP成長率は2021年度が+3.5%、22年度が+3.0%と予測)

以上を踏まえた上で今後の日本経済を展望すると、2021年7～9月期は緩やかな回復にとどまろう。①好調な海外経済を背景とした輸出や設備投資の拡大が景気を下支えするものの、②4回目の緊急事態宣言の発出などを受けて個人消費の回復が依然として鈍いものになるためだ。21年度後半には、ワクチンの接種が進展するもとの個人消費の持ち直しペースが徐々に加速していき、実質GDPもやや高めの伸びとなる。特に、22年1～3月期には個人消費が大きく回復すると予想する。また、21年10～12月期には実質GDPがコロナ禍前(2019年10～12月期)の水準を回復すると見込む(図表20、21、22)。

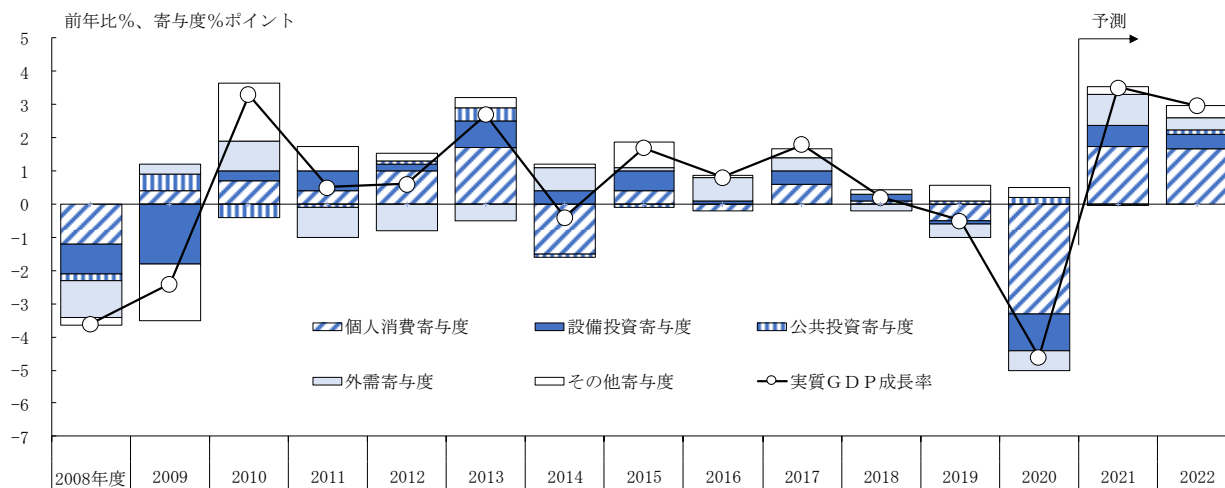
2022年度も景気回復が継続すると見込む。国内の経済活動が正常化していくなかで雇用所得情勢が改善し、個人消費も回復の動きが続こう。ただ、世界経済の回復スピードが鈍化する中で、日本の輸出や設備投資も増加ペースが緩やかなものになる。そのため、実質GDPは年度後半には伸び率を縮小し、見通し期間の最終期である23年1～3月期には、概ね潜在成長率並みの伸び率に収束していく見通しだ。実質GDPは2021年度が前年比+3.5%、2022年度が同+3.0%と予測した。

図表20 21年10～12月期にコロナ禍前を回復



注：破線は当社の実質GDPの予測値。
出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

図表21 2021年度、22年度と2年連続のプラス成長を見込む



出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

図表 22 2021 年度・2022 年度のわが国経済の見通し（2021 年 8 月改訂）

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2020年度 実績	2021年度 見通し		2022年度 見通し			
		上期	下期	見通し	上期	下期	
対ドル円レート（円/ドル）	106.0	110.2	109.7	110.8	112.3	111.8	112.8
対ユーロ円レート（円/ユーロ）	123.7	130.9	131.0	130.8	132.3	131.8	132.8
米国実質 GDP（暦年）	▲ 3.4	6.1	[5.9]	[6.4]	3.8	[3.4]	[2.1]
ユーロ圏実質 GDP（暦年）	▲ 6.4	4.5	[0.8]	[6.2]	3.6	[3.1]	[2.0]
中国実質 GDP（暦年）	2.3	8.4	12.7	5.0	5.1	4.9	5.3

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2020年度 実績	2021年度 見通し		2022年度 見通し			
		上期	下期	見通し	上期	下期	
実質 GDP	▲ 4.5	3.5	[0.2]	[1.9]	3.0	[1.7]	[0.8]
個人消費	▲ 5.9	3.3	[0.4]	[1.5]	3.1	[2.0]	[0.6]
住宅投資	▲ 7.2	3.0	[3.3]	[1.8]	2.0	[0.0]	[2.0]
設備投資	▲ 6.8	3.8	[1.6]	[2.0]	2.7	[1.4]	[0.8]
政府消費	3.3	1.4	[▲ 0.2]	[0.8]	1.2	[0.6]	[0.5]
公共投資	4.2	▲ 0.5	[▲ 1.6]	[1.5]	2.3	[1.1]	[1.0]
輸出	▲ 10.4	14.7	[4.9]	[2.9]	4.0	[2.0]	[1.1]
輸入	▲ 6.8	8.8	[7.2]	[0.6]	1.6	[1.1]	[0.6]
国内需要	▲ 3.9	2.6	[0.5]	[1.4]	2.6	[1.5]	[0.7]
民間需要	▲ 4.7	2.3	[0.6]	[1.2]	2.2	[1.3]	[0.5]
公的需要	0.9	0.3	[▲ 0.1]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.1]
海外需要	▲ 0.6	1.0	[▲ 0.4]	[0.4]	0.5	[0.2]	[0.1]
名目 GDP	▲ 3.9	3.1	[▲ 0.1]	[2.2]	3.4	[1.8]	[1.1]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、%）	81.2 ▲ 8.1	90.4 11.0	88.7 8.5	92.0 3.7	93.9 4.0	92.2 0.2	95.7 3.8
鉱工業生産	▲ 9.5	8.8	[2.7]	[0.7]	0.8	[0.3]	[0.2]
国内企業物価	▲ 1.4	3.0	3.8	2.2	▲ 0.2	▲ 0.5	0.0
消費者物価	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	0.2	0.1	0.3
完全失業率（%）	2.9	3.0	2.9	3.0	2.8	2.9	2.7

注：民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資、
国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入、
消費者物価は生鮮食品を除く総合。

出所：内閣府、国土交通省、経済産業省、日本銀行、総務省などより浜銀総研作成

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。