

2021年度・2022年度の景気予測（2021年11月改訂）

～供給制約解消と宣言解除で実質GDPは22年序盤にコロナ禍前水準に～

2021年11月18日 調査部 小野 公嗣、北田 英治、白 鳳翔

TEL 045-225-2375

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

【要約】

2021年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.8%と、1～3月期以来のマイナス成長となった。新型コロナの感染拡大による4回目の緊急事態宣言発出などを受けて個人消費が同-1.1%と再び減少した。また部品不足による自動車的大幅減産を受けて輸出が同-2.1%と20年4～6月期以来の減少となった。設備投資も部品不足など供給制約の影響などから同-3.8%と落ち込んだ。

先行きを展望すると、21年10～12月期以降、景気は回復に向かうと見込まれる。部品の供給制約が徐々に解消に向かうもとで自動車の生産が回復し、輸出も持ち直すと予想される。また供給制約の緩和を受けて設備投資も増加する見込みだ。9月末で緊急事態宣言が解除されたことなどから、個人消費もサービス消費を中心に回復しよう。ただ、コロナに対する人々の警戒感が残ることや、商品市況の上昇による交易条件の悪化が企業収益の圧迫要因となるため、10～12月期の景気の回復力は力強さに欠けるものとなる。22年1～3月期には、新型コロナの経口治療薬が普及し、コロナへの警戒が和らぐもとで、岸田新政権による経済対策の効果が発現することもあり、実質GDPは高めの伸びとなろう。実質GDPの水準はコロナ禍前（19年10～12月期）に達する見込みだ。

続く22年度も景気回復が継続すると見込む。個人消費については、7～9月期には経済対策の効果が一巡するものの、雇用所得情勢の改善に支えられて緩やかに増加すると予想される。一方、世界経済の回復スピードが鈍化する中で、日本の輸出や生産の増加ペースも徐々に緩やかになると見込まれる。ただ、商品市況がピークアウトし、交易条件が改善に向かうこともあり、企業業績は堅調に推移し、設備投資も底堅く推移しよう。実質GDP成長率は、2021年度が+2.7%、22年度が+3.3%と予測した。

予測結果の総括表

<前回2021年9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	▲ 4.4	2.7	3.3	3.6	3.0
民間需要*	▲ 4.7	1.6	2.4	2.1	2.1
公的需要*	0.9	0.4	0.5	0.4	0.4
輸出*	▲ 1.8	2.1	0.8	2.5	0.8
輸入*	1.2	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 1.6	▲ 0.3

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7～9月期の実質GDPは前期比-0.8%と21年1～3月期以来のマイナス成長に

11月15日、内閣府が発表した2021年7～9月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比-0.8%と、21年1～3月期以来のマイナス成長となった（図表1）。

需要項目別にみると、自動車の生産が大幅に減少したことを受けて、輸出が前期比-2.1%と、20年4～6月期以来の減少となった。ただ、輸入が同-2.7%と輸出より大幅に減少したため、外需（輸出－輸入）の実質GDPへの寄与度は前期比+0.1%ポイントと三四半期ぶりのプラスとなった。

国内需要では、個人消費が前期比-1.1%と21年1～3月期以来の減少となった。巣ごもり需要の一巡や、自動車販売の減少などにより、耐久財消費が大幅に減少した。また、8月に新型コロナの感染が拡大するもとで、人々の外出意欲が後退したことが、サービス消費の低迷や半耐久財消費の減少につながった。その他、設備投資は同-3.8%、住宅投資も同-2.6%と減少に転じた。政府部門では、政府消費が同+1.1%と二四半期連続で増加した一方、公共投資は同-1.5%と三四半期連続で減少となった。

図表1 GDP（国内総生産）の内訳

(季調済、前期比、%)

	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	7～9月期
名目GDP	0.4	0.3	-1.3	-0.5	-7.6	5.5	2.3	-1.1	-0.2	-0.6
実質GDP	0.2	0.1	-1.9	-0.6	-8.0	5.4	2.8	-1.1	0.4	-0.8
個人消費	0.5	0.5	-3.1	-0.8	-8.3	5.3	2.2	-1.3	0.9	-1.1
住宅投資	1.6	0.1	-1.9	-3.7	0.6	-5.7	-0.0	1.1	2.0	-2.6
設備投資	0.2	0.9	-4.5	1.2	-6.0	-2.2	4.3	-1.0	2.2	-3.8
在庫投資(寄与度)	(-0.0)	(-0.2)	(-0.1)	(0.2)	(0.1)	(-0.2)	(-0.5)	(0.4)	(-0.3)	(0.3)
政府消費	0.9	0.7	0.3	-0.3	0.7	2.8	1.9	-1.7	1.1	1.1
公共投資	-0.1	1.7	0.1	-0.2	2.9	1.3	0.7	-1.4	-2.1	-1.5
輸出	0.4	-0.5	0.3	-4.7	-17.6	7.4	11.7	2.4	3.2	-2.1
輸入	2.1	1.2	-2.8	-3.1	-0.6	-8.2	4.8	4.0	5.3	-2.7
国内需要(寄与度)	(0.5)	(0.5)	(-2.5)	(-0.3)	(-5.1)	(2.8)	(1.8)	(-0.8)	(0.7)	(-0.9)
外需(純輸出寄与度)	(-0.3)	(-0.3)	(0.6)	(-0.3)	(-2.9)	(2.7)	(1.0)	(-0.2)	(-0.3)	(0.1)

注:シャドロー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)

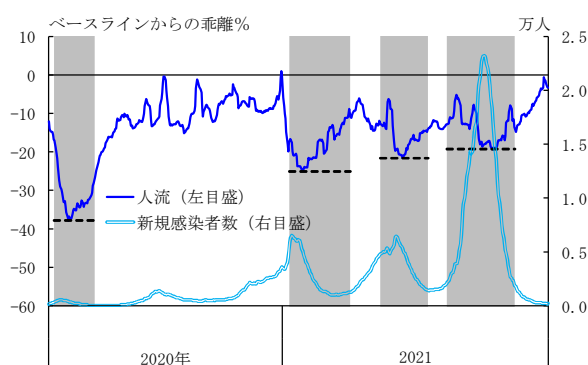
足元の新型コロナの感染状況は、前回予測時（2021年9月）に比べて大幅に改善している。4回目の緊急事態宣言は9月末で解除されたが、今のところ新規感染者数の大幅な増加はみられず、経済活動が正常化に向かっている（図表2）。

こうした中で、今回の景気予測における前提条件を整理すると、まず今後の感染については、足元でドイツなど欧州において再び感染が拡大している状況を踏まえると、わが国においても年末に向けて感染拡大の「第6波」が到来する可能性は十分にあると考えられる。ただ、わが国の新型コロナワクチン（以下ワクチン）の接種率は全国民の75.6%（2回接種完了者、11月17日公表時点）と既に高水準に達していることから、仮に「第6波」が到来したとしても、重症者の発生は夏場の感染「第5波」よりも抑制され、医療体制のひっ迫によって再び緊急事態宣言が発出されるような事態には至らないと想定した。また、海外で承認が相次ぐ経口治療薬は、日本国内でも早ければ年内にも実用化が見込まれており、ワクチンの効果に加えて重症者を減少させるための強力なツールになろう。治療薬が普及することで人々のコロナに対する恐怖感が後退し、経済活動の正常化を後押ししていく見通しだ。

(岸田新政権による各種経済対策について)

2021年11月10日に発足した第2次岸田政権では、コロナ禍から回復するために大型の経済対策が実施される見通しだ(図表3)。現時点ではその詳細は分からないものの、特に景気を直接的に押し上げるものとして、「現金給付」や「GoToトラベル」が注目される。現金給付は、所得制限を設け、18歳以下の子どもに対して現金5万円と、クーポン券5万円分を給付するとされている。GoToトラベルは、昨年実施していた内容よりも割引率を下げて、年明け以降に再開すると見込んだ。また別途住民税の非課税世帯への支援のほか、マイナンバーカード保有者に対してマイナポイントを付与することなども検討されている。また雇用調整助成金が延長されることも、雇用情勢を下支えする対策として、予測に織り込んでいる¹。

図表2 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11月8日。
 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～9月30日)。
 出所：Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より浜銀総研作成

図表3 岸田新政権下での主な経済対策

経済対策の内容	
現金給付	子育て世帯
	生活困窮世帯
	学生の就学継続支援
マイナポイントの付与	
GoToトラベル	
看護、介護、保育職従事者の賃上げ	
雇用調整助成金の特例措置延長	
事業者向け支援金の給付	
大学ファンドの創設	
デジタルインフラ投資	

出所：首相官邸、各種報道より浜銀総研作成

(海外経済について)

米国経済：堅調な個人消費などに支えられて、2022年の実質GDPを前年比+3.6%と予測

2021年7～9月期の米国の実質GDP(国内総生産)は前期比年率+2.0%と5四半期連続のプラス成長となったものの、4～6月期(同+6.7%)に比べると急減速した(図表4)。需要項目別にみると、新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大などを受けて、個人消費が同+1.6%(前期：同+12.0%)と大幅に伸びが鈍化した。形態別には、特に耐久財消費が同-26.2%と大きく落ち込んだ。半導体などの部品不足に伴う自動車減産を受けた新車販売の落ち込みが影響した。サービス消費は同+7.9%と堅調を維持したものの、前期(同+11.5%)に比べると伸びが鈍化した。また企業の設備投資も同+1.8%と前期(同+9.2%)から減速した。投資の内訳をみると、構築物への投資が同-7.3%と前期(同-3.0%)から減少幅が拡大したほか、機器の投資が同-3.2%(前期：同+12.1%)と5四半期ぶりの減少となった。一方、知的財産投資は同+12.2%(前期：同+12.5%)と堅調な伸びを維持。住宅投資は同-7.7%と前期(同-11.7%)に続いて減少した。なお、民間在庫のGDP成長率に対する寄与度は同+2.1%ポイント(前期：同-1.3%ポイント)と、3四半期ぶりにプラス寄与となった。純輸出については、輸出が同-2.5%(前期：同+7.6%)と減少に転じる一方、輸入が同+6.1%(前期：同+7.1%)と堅調に

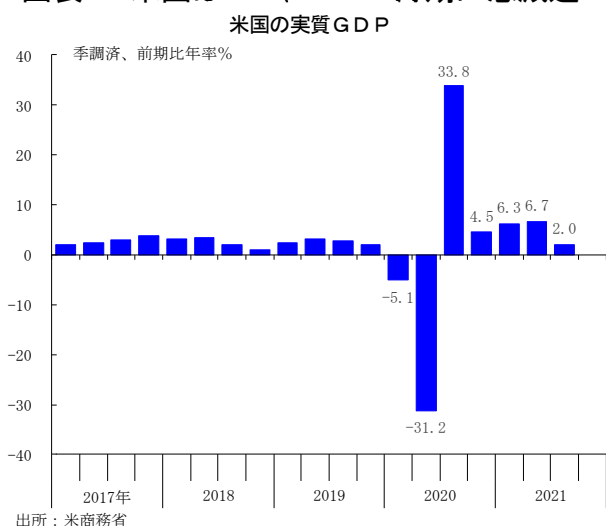
¹ 各種経済対策の消費押し上げ効果は、現時点で試算可能な分のみで約5兆円、2020年の名目GDP比で0.9%程度になるとみている。

推移したため、GDP成長率に対する外需（輸出－輸入）の寄与度は同-1.1%ポイントと、前期（同-0.2%ポイント）に比べてマイナスの寄与が拡大した。

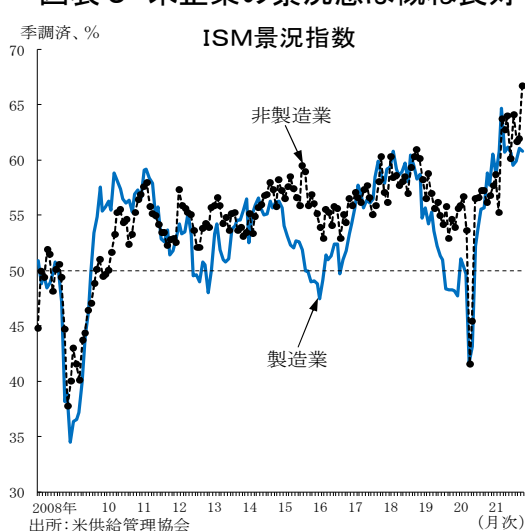
月次ベースの経済指標をみると、10月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は60.8と前月（61.1）からやや低下したものの、好不調の分かれ目となる50を引き続き大きく上回った（図表5）。内訳の指標をみると、新規受注指数が59.8と前月の66.7から低下し、2020年6月以来の低水準を付けた。一方、雇用指数は52.0と前月の50.2から上昇した。また、10月のISM非製造業景況指数は66.7と前月の61.9から大幅に上昇し、1997年の統計開始後の最高水準となった。9月の後半から新型コロナの感染が落ち着きつつあることを受けて、足元でサービス業の景況感が改善していることが示された。他方、10月の非農業部門雇用者数は前月比53.1万人増と前月（同31.2万人増）から伸びが拡大した。雇用者数の水準はコロナ前の水準を依然として420万人も割り込んでいるが、雇用情勢は改善基調にある。

こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、足元で新型コロナの感染の影響が収束しつつあることから、10～12月期には個人消費や設備投資などの民間需要の増勢が再び強まると見込まれる。また、部品不足が改善に向かうことにより、10～12月期には自動車生産も正常化に向かうと予想される。10～12月期の実質GDP成長率は再加速し、2021年通年のGDP成長率は+5.5%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。2022年には人手不足や物流の混乱が緩和し、企業の生産増加とともに本格的に在庫の復元が進むと予想される。また雇用・所得情勢の改善を背景に個人消費も堅調に推移しよう。ただ、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+3.6%に鈍化すると見込んだ。

図表4 米国は21年7～9月期に急減速



図表5 米企業の景況感は概ね良好



ユーロ圏経済：コロナ感染の影響収束などで2022年の実質GDPを前年比+3.8%と予測

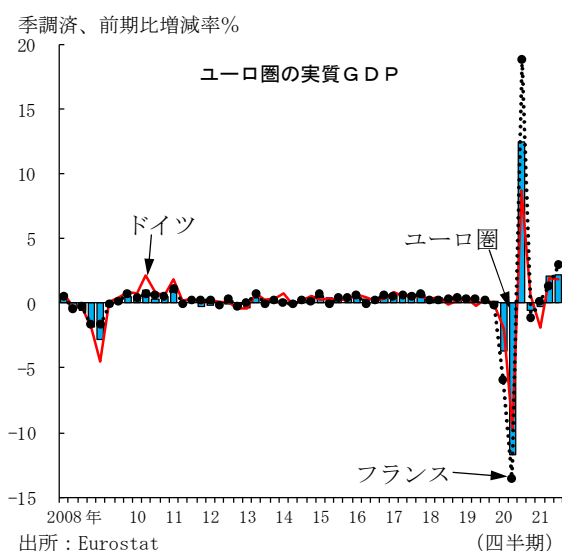
2021年7～9月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比+2.2%と、ワクチン接種の進展などを背景に、4～6月期（同+2.1%）に続いて高めの成長率となった（図表6）。7～9月期の実質GDPを国別にみると、フランス（同+3.0%）やイタリア（同+2.6%）が3四半期連続のプラス成長になるとともに、ドイツ（同+1.8%）やスペイン（同+2.0%）でも2四半期連続のプラス成長となった。高い伸びを示したフランスの実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が同+5.0%、政府消費が同+3.0%、総固定資本形成が同-0.1%、輸出が同+2.3%となっており、特に個人消費が大幅に増加

して景気をけん引したことが分かる。

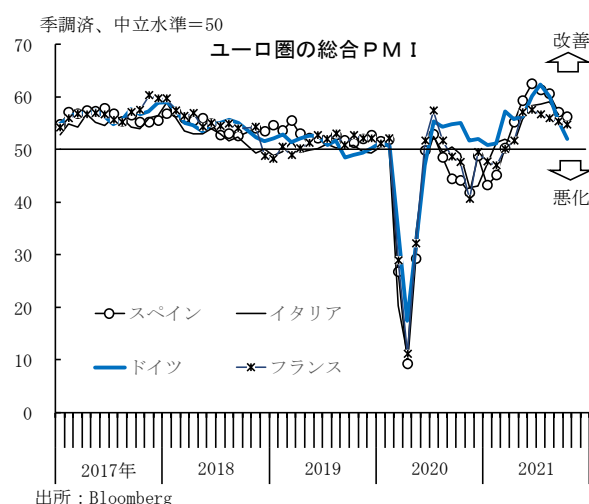
ただ、月次ベースの経済指標をみると、景気回復の勢いは足元で鈍っている。10月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は54.2（前月は56.2）と、8か月連続で節目の50を上回ったものの、21年4月以来の低水準となった。総合PMIを国別にみると、ドイツが52.0（前月は55.5）、フランスが54.7（同55.3）、イタリアが54.2（同56.6）、スペインが57.0（同56.2）といずれも前月から低下している（図表7）。中でもドイツのPMIの低下幅が比較的大きいのは、半導体などの供給制約の影響が強く出ているためと考えられる。

こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、このところドイツなどで再び新型コロナの感染が拡大しており、10～12月期は個人消費の伸びが鈍化すると見込まれる。また世界的な半導体不足の影響が継続し、自動車を中心に生産も弱い動きとなろう。10～12月期は7～9月期の高成長から減速すると見込まれる。2021年のユーロ圏の実質GDP成長率を+5.1%と予測した。2022年にはコロナ感染の影響が弱まるとともに個人消費がサービス消費を中心に増加し、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。また半導体不足の影響が緩和するにつれて自動車の生産、輸出も増加しよう。2022年のユーロ圏の実質GDP成長率は+3.8%と2年連続のプラス成長と予測した。なお、2021年10～12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）の水準に回復すると見込んだ。

図表6 ユーロ圏は2四半期連続のプラス成長



図表7 欧州企業の景況感にやや陰り



中国経済：消費の持ち直しや低炭素投資の増加などから22年の景気は徐々に改善

中国の2021年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+4.9%（前期は同+7.9%）と、20年7～9月期以来の低成長となった。またコロナ流行前の19年同期比でも+10.0%（前期は同+11.4%）と減速した。7～9月期には、通関輸出が19年同期比+34.8%（前期は同+30.5%）と堅調に増加した。この背景には、欧米先進国の景気回復に加えて、ベトナムやインドなどの新型コロナの流行を受けた、中国におけるアパレルや家電製品などの代替生産の拡大がある。その一方で、中国国内のコロナの市中感染が7～8月に拡大したことを背景に7～9月期の小売売上高が19年同期比+6.1%（前期は同+9.6%）と減速しており、個人消費の弱含みが経済成長率を押し下げたとみられる。また7～9月期の固定資産投資も19年同期比+5.5%（前期は同+10.9%）と増勢を弱めた。投資の内訳をみると、習近平体制が不動産投機取引と、それを助長する不動産会社の借金による事業拡張

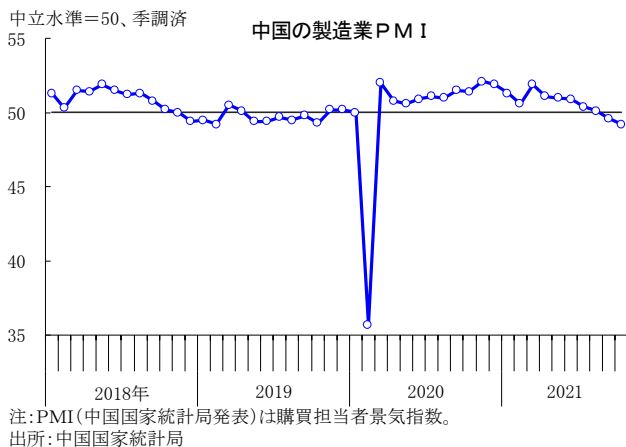
の手法を一段と引き締めたことを背景に不動産業が減速した。また不動産業の投資抑制を背景に、地方政府の土地使用権の譲渡収入が落ち込んだ影響で公共インフラ関連の投資も減少した。

10月以降も景気の減速が続いている。10月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は49.2（中立水準は50）と7～9月平均（50.0）を下回った（図表8）。製造業PMIの内訳をみると、「生産」と「国内向けの新規受注」が共に低下した。この背景には、上述した不動産投機取引などの引き締め強化策の継続による投資需要の弱含みに加えて、習体制がカーボンニュートラルの目標実現に向けて9月下旬から全国の3分の2の地域で主要な発電手段の火力発電を抑制し、10月以降も電力不足の状況が続いていることがあげられる。この電力不足の問題については、各地方政府が鉄鋼や電解アルミニウム、セメントといった消費電力の大きい製品の生産を抑制しながら、各生産分野における老朽設備の撤廃や省エネルギー設備の導入、太陽光発電・風力発電プロジェクトの推進に取り組んでおり、2022年初ままでに問題がいったん解消されると見込まれる。また不動産市場に関しては、2022年秋に中国共産党大会を控える習体制が、国民からの求心力を高める目的で今後も不動産投機取引などの引き締め強化策を継続すると考えられる。これにより、22年前半まで不動産投機取引と、不動産会社の借金による事業拡張の手法が強く抑制されると予想される。

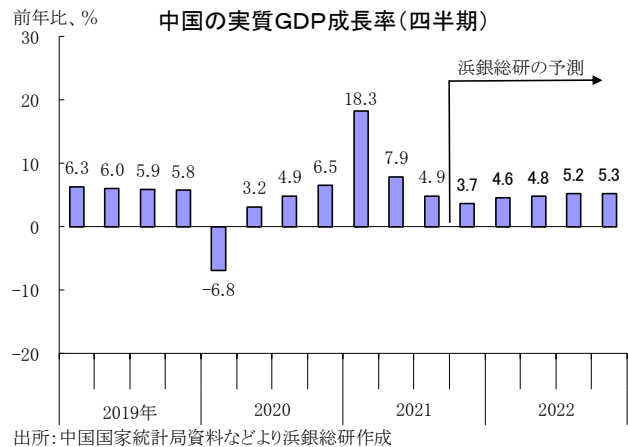
こうした中、習体制は中国景気の腰折れを防止する目的で、一連の景気下支え策を打ち出している。まず9月、中国商務部は各地方政府に新エネルギー車（NEV）や家電の消費促進などの14の重点措置を通知した。また、中国国務院（日本の内閣に相当）は中小零細企業への支援を強化するために、同月に市中銀行の中小零細企業向け低金利融資枠を新たに追加で3,000億元（約5.3兆円）設定すると決めたほか、10月に中小零細製造企業に向けて合計2,000億元（約3.6兆円）相当の納税猶予（最大3か月）を決定した。さらに、カーボンニュートラルの推進に関しても、習体制が10月に今後の取り組み方針を発表した。それによると、鉄鋼やセメントなどの高汚染・高エネルギー消費分野の新規投資の抑制が継続される一方で、太陽光発電や風力発電などの新エネルギーの投資強化に加えて、NEV普及に向けて充電スタンドの建設加速なども強調された。中国金融学会グリーン金融専門委員会によると、中国では今後30年間のグリーン・低炭素関連の投資額が累計で487兆元（約8,655兆円）に上ると予想される。今後、習体制は本格的にカーボンニュートラル向けのインフラ建設を推進することを予定しており、企業もそれを追随する形で関連の設備投資を拡大する可能性が高いと考えられる。このことは、当面の景気に対しても下支え効果が段々と現れてくることが期待できよう。

こうした状況下、先行きの中国経済を展望すると、2021年末にかけて、実質GDP成長率のプラス幅が一段と低下すると見込まれる（図表9）。すなわち、固定資産投資については、不動産取引の引き締め強化策が継続されることを背景に、不動産業の投資を中心に一段と弱まると見込まれる。また個人消費に関しても、前述の消費促進措置が実施されるものの、コロナの市中感染が根強く現れること

図表8 中国の製造業景況感は悪化



図表9 中国経済の見通し



から、外食を中心に低調に推移しよう。輸出も電力不足に伴う生産調整の影響で緩やかに減速する見込みである。もっとも、中国経済が過度に減速するリスクが高まる場合、習体制が状況に応じた措置を迅速に行うことから、中国景気の腰折れは回避されよう。

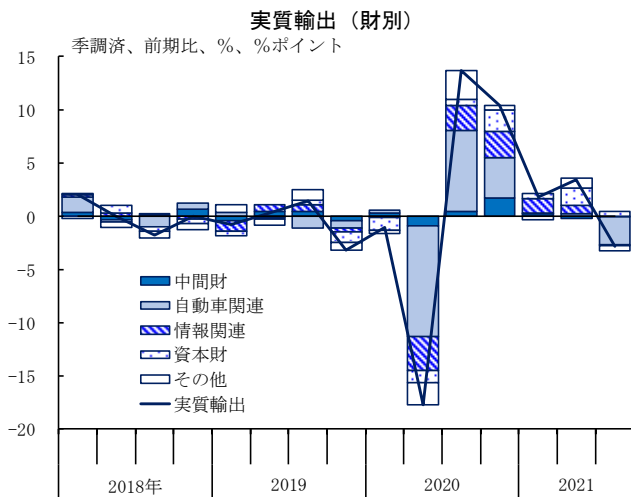
続く 2022 年については、中国の実質GDP成長率が徐々に高まると予想される。まず、個人消費は外食やレジャーを中心に緩やかに改善しよう。習体制がワクチンの普及や有効な治療薬の実用化などに取り組むことにより、コロナの市中感染が徐々に沈静化すると見込まれることがその背景にある。また、固定資産投資も次第に持ち直す見込みである。習体制は高汚染・高エネルギー消費分野の投資抑制を継続する一方で、年明けからカーボンニュートラル向けのインフラ投資を本格的に始動すると予想される。これを受けて、企業も積極的にグリーン・低炭素関連の設備投資に取り組むと考えられる。加えて、年半ばには不動産投機取引などの引き締め強化策が一段落すると見込まれ、それを受けて不動産業の投資の減速に歯止めが掛かることも固定資産投資全体を下支えすると考えられる。一方、輸出に関しては、22 年春以降、電力不足に伴う生産調整に起因する下押し圧力が解消されると見込まれるものの、ワクチンの普及などによってベトナムなどの新興国の経済活動が持ち直す予想されるため、中国の生産代替の規模が縮小することによって輸出が弱含む公算が大きい。以上より、2021 年の中国の実質GDP成長率を+8.0%、2022 年を+5.0%と予測した²。

3. 日本経済の見通し

(輸出：自動車減産の影響により足元で弱含むも、先行きは増加基調で推移する見通し)

2021 年 7～9 月期の輸出は前期比-2.1%と、20 年 4～6 月期以来の減少となった。これまで海外経済がコロナ禍から回復するもとの、わが国の輸出も増加基調が続いていたが、ここに来て一服した格好だ。日本銀行の実質輸出を財別にみると、7～9 月期には半導体製造装置を含む資本財が前期比+2.4%と 5 四半期連続で増加した一方、自動車関連が同-13.5%と大幅に減少した(図表 10)。車載向けの半導体不足に加えて、東南アジアでのコロナ感染拡大に伴う工場稼働停止などを受けて部品供給が停滞したことで、日本国内の自動車生産は大幅に落ち込み、輸出の減少につながった。また実質輸

図表 10 自動車減産で輸出全体が減少



図表 11 世界の主要国・地域は底堅く回復

浜銀総研の海外経済成長率見通し
(実質GDP成長率、上段：%、下段：%ポイント)

	2021年	2022年
米国	5.5 (-0.6)	3.6 (-0.2)
ユーロ圏	5.1 (+0.6)	3.8 (+0.2)
中国	8.0 (-0.4)	5.0 (-0.1)

注：カッコ内の数字は前回 2021 年 9 月予測時点からの変化幅

² 2021 年 10～12 月期の中国経済は一段と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、21 年を通した成長率は高く表れることになる。

出を地域別にみると、これまで景気回復で先行した中国向け（前期比-5.4%）や米国向け（同-6.5%）が大幅に低下した。

先行きを見通すと、21年10～12月期の輸出は、東南アジアからの部品供給の持ち直しに伴って、自動車の生産が回復に向かう中で増加に転じよう。22年1～3月期には、主力の自動車関連で生産が正常化することで、輸出の成長率はやや高いものになるだろう。また世界的な半導体需要の高まりが続く中で、引き続き半導体の製造装置や、半導体の材料などを中心に、半導体関連も増加基調を維持すると見込まれる。22年4～6月期以降も、自動車や半導体関連が輸出全体を支える展開を堅持する見立てだ。

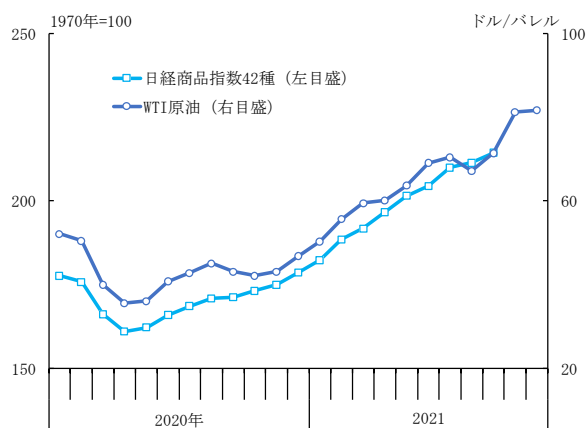
このように22年の輸出は、世界経済の回復を背景に、増加基調が続くと見込まれる。ただ、海外主要国・地域の成長率は政策効果やペントアップ（繰り越し）需要の一巡などから22年に入って成長スピードが鈍化していくため、それに呼応するようにわが国の輸出も増加ペースが徐々に鈍化していくと見込まれる（図表11）。

（設備投資：供給制約の緩和に伴い設備投資は再び増加へ）

2021年7～9月期の設備投資は前期比-3.8%と、21年1～3月期以来の減少となった。この背景には、半導体などの部品不足による供給制約と、原油など資源価格の高騰による影響があるとみられる。すなわち、部品不足による自動車生産の落ち込みは、輸出の減少につながるとともに、国内の資本財出荷の減少にもつながった。また、資源価格の高騰による企業の取引条件の悪化が企業収益の圧迫を通じて、設備投資の抑制要因となった可能性がある。エネルギーなどの商品市況の動向をみると、コロナ禍の中でも先進国を中心に経済が先行して回復するも、原材料に対する需要が高まったことから価格の高騰が続いている（図表12）。こうした状況下、日本銀行が公表する21年10月の輸入物価指数（速報値）は前年比+38.0%と大幅に上昇した一方、同月の輸出物価指数（同）は同+13.7%の上昇にとどまっており、取引条件（輸出物価/輸入物価）は過去6年で最も悪い状態となっている（図表13）。商品市況の高騰が続く状況では、企業収益に下押し圧力がかかろう。

もっとも、機械投資の先行指標である工作機械受注（内需）をみると、21年7～9月期は前期比+21.8%、続く10月も7～9月平均比で+8.2%と上昇基調で推移している（図表14）。また日本銀行の短観（2021年9月調査）によると、2021年度の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む設備投

図表12 商品市況は上昇が続く



注：WTI原油は日次データ月中平均値。21年11月は17日まで。
出所：Bloombergより浜銀総研作成

図表13 取引条件は悪化の一途



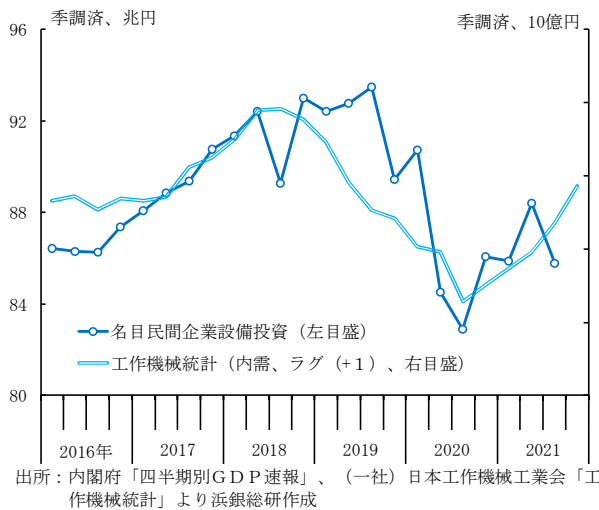
出所：日本銀行「企業物価指数」より浜銀総研作成

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%と高水準を維持しており、企業の設備投資に対する意欲は底堅いと判断される(図表15)。

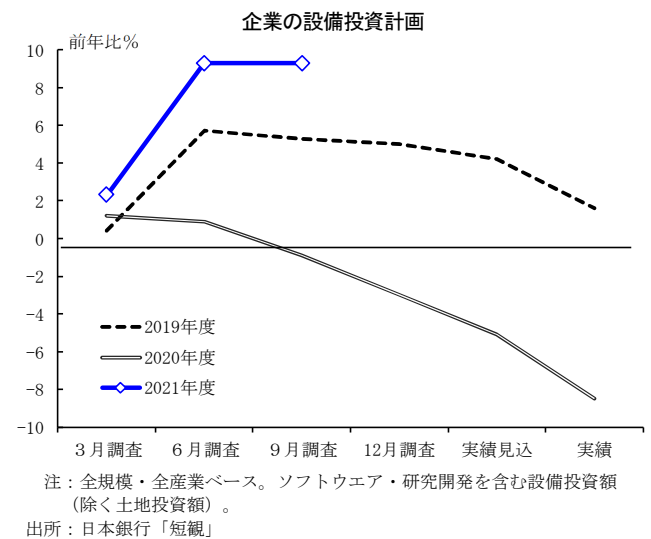
前述の通り、21年10~12月期以降、東南アジアからの部品供給の持ち直しに伴って自動車の生産が回復に向かうと見込まれる。設備投資についても、供給制約が緩和することを受けて回復基調に転じると予想される。ただ、資源価格の高騰が足元で続いていることから、21年度中は交易条件の悪化による企業収益への圧迫が設備投資の制約要因となる可能性に引き続き注意を要しよう。

22年度の設備投資は、世界経済の回復スピードが緩やかになるもとで、輸出の増加ペースが減速するため、21年度に比べて増勢が緩やかになると見込まれる。ただ、世界経済の回復スピードの鈍化は商品市況のピークアウトにつながり、企業の交易条件の改善をもたらすと考えられる。22年度に企業収益の下押し圧力が弱まることは、設備投資にとって好材料といえよう。

図表 14 設備投資の先行指標は回復基調鮮明



図表 15 設備投資計画は高水準を維持



(個人消費：サービス消費を中心に持ち直し、耐久財消費の回復は22年以降に)

2021年7~9月期の個人消費は前期比-1.1%と、21年1~3月期以来の減少となった。個人消費を形態別にみると、耐久財が同-13.1%(寄与度前期比-0.6%ポイント)、半耐久財が同-5.0%(同-0.1%ポイント)、非耐久財が同+0.5%(同+0.1%ポイント)、サービス消費が同+0.1%(同0.0%ポイント)となった(図表16)。耐久財消費の減少は、コロナ禍の中で発生した巣ごもり特需として、家具や家電を買い替える動きが既に一巡したことに加えて、前述のように自動車生産が滞っていることが販売にも影響を与えたとみられる。また、サービス消費は引き続き低迷した。8月に入って緊急事態宣言の対象地域が拡大し、新型コロナの新規感染者数が日々過去最高を更新するもとで、人々の外出意欲の改善にブレーキが掛かった。外出機会が減ったことで、被服や身の回り品などを含む半耐久財も減少したとみられる。

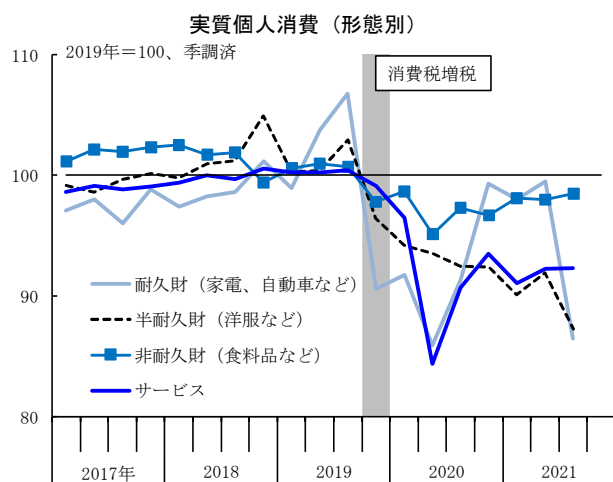
先行き21年10~12月期の個人消費については、9月末に緊急事態宣言が解除され、かつワクチンが普及することに伴って、人々の外出(人流)が回復しつつあり、外出を伴うサービス消費に持ち直しの動きがみられる(図表17)。ただ、ワクチンの接種が進むもとでも、人々の中には感染に対する警戒感が依然として残っていることに加え、10月は大都市圏などで飲食店の時短営業が継続していたことなどを踏まえると、四半期に均せば10~12月期のサービス消費の回復は緩やかなものにとどまる公算が大きい。また耐久財の消費も自動車生産の回復に伴って復調すると見込まれるが、10月の新

車販売が依然低調であったことや、自動車生産の回復が販売の回復につながるには時間を要することから、大幅な増加は期待しにくい。

もっとも、22年1～3月期には個人消費が持ち直しの動きを強め、予測期間内において最も増勢が強まる見通しだ。国内でコロナの経口治療薬が普及するもとの、人々のコロナに対する警戒感が後退するだろう。さらに政府の経済対策である現金給付やG o T oトラベルなどの開始も相まって、人々の消費活動がさらに活性化するとみられる。これまで外出を抑えてきた人々も、旅行や外食、イベントなどへ参加する機会が増加し、コロナ禍前の日常を取り戻していくとみられる。また耐久財消費については、これまでネックとなっていた部品不足が徐々に解消に向かうもとの自動車販売の回復が鮮明となり、個人消費全体の底上げに寄与するとみられる。

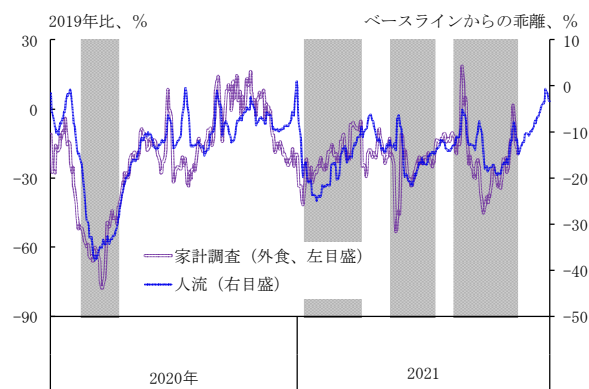
22年4～6月期には政府の経済対策で実施されるクーポン券の配布の効果が現れるほか、G o T oトラベルが継続されるもとの、個人消費は堅調に推移する見通しだ。22年7～9月期以降は各種経済対策による押し上げ効果が剥落するものの、雇用所得環境が改善に向けた動きを強めるもとの、個人消費が底堅く推移するとみられる。

図表 16 耐久財消費が大幅に下落



注：国内家計最終消費支出を形態別に2019年の平均を100として指数化。
出所：内閣府「四半期GDP速報」より浜銀総研作成

図表 17 人流と家計消費



注1：人流は、20年1月3日～2月6日をベースラインとした小売・娯楽施設への訪問数と滞在時間の変化率で後方7日間の移動平均値。21年11月は8日まで。家計調査・外食は直近は9月30日まで。

注3：シャド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～9月30日）。

出所：Google「COVID-19 Community Mobility Reports」、総務省「家計調査」より浜銀総研作成

（雇用所得環境：今後も雇用面、所得面ともに緩やかに回復）

2021年7～9月期の雇用者報酬（名目）は前年比+1.8%と、4～6月期（同+2.0%）に比べて伸びが若干鈍化したものの、2四半期連続で増加した（図表18）。雇用者報酬を雇用面と所得面の動きに分解すると、雇用者数が同+0.5%と2四半期連続で増加、一人当たり賃金が同+1.3%と3四半期連続の増加となった。

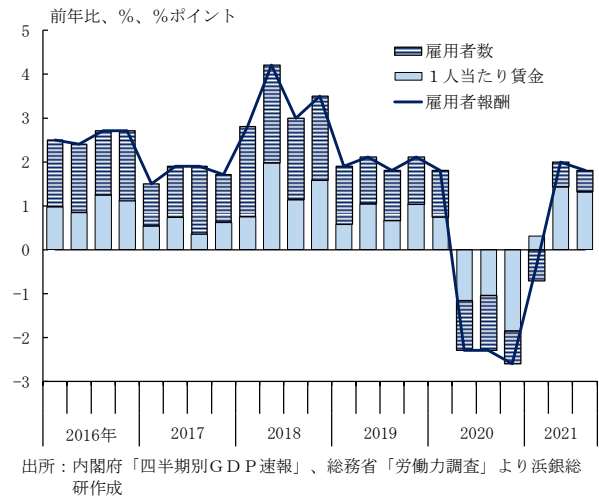
雇用者数は緩やかに増加しているが、コロナ禍の中で急増した休業者数が2021年9月時点においても2019年比+46万人と、依然高い水準で推移していることが気掛かりである（図表19）。その内訳をみると、いわゆる対面型サービス業である宿泊業や飲食サービス業の休業者数が同+23万人と全体の半数を占めている。緊急事態宣言等の発出に伴って、飲食店に対して休業や時短の要請がなされたことが休業者数の高止まりにつながったとみられる。

その一方で、企業の人手不足感は、足元で徐々に強まっている。日銀短観（9月調査）の全規模の雇用人員判断D I（「過剰」マイナス「不足」）をみると、全業種では6月調査から3ポイント低下（人

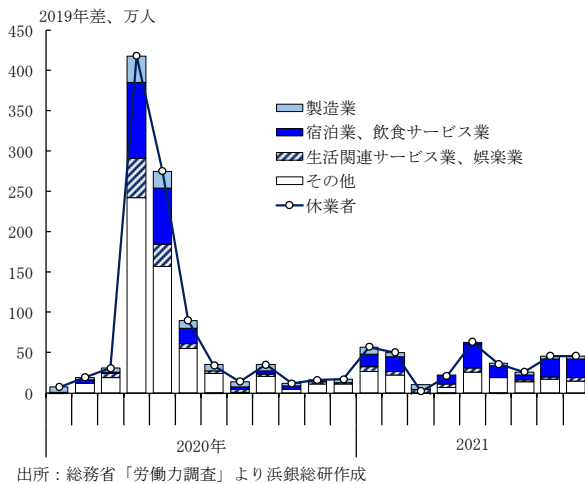
手不足感上昇)の-17、製造業でも同3ポイント低下の-10、非製造業も同3ポイント低下の-21と人手不足感が強まる結果になった(図表20)。3か月後(21年12月)の先行き判断DIでは、製造業が3ポイント低下の-13、非製造業は4ポイント低下の-25だった。企業は経済活動再開を織り込んで、先行きの人手不足感がさらに強まるとみているようだ。

こうした状況を踏まえて先行きを展望すると、21年10~12月期には緊急事態宣言の解除を受けて、個人消費がサービス消費を中心に徐々に持ち直すことで、対面型サービス業を中心とした非製造業の雇用が改善に向かうと見込まれる。さらに翌22年1~3月期には、個人消費の回復が鮮明となるもとの、雇用の改善がさらに進もう。これまで失業者の発生を抑制してきた雇用調整助成金の特例措置については21年11月末で期限を迎える予定であったが、現在の助成内容を12月末まで継続し、制度自体を22年3月末まで延長することが決まった³。この予定通り、22年3月末で雇用調整助成金の特例措置が打ち切られても、企業の手不足感が強い状況下、特に休業者が多い対面型サービス業の活動が正常化に向かっていることなどを踏まえると、特例措置の期限までに休業者の職場復帰が進み、4月以降の失業率の上昇が限定的になる可能性が高いと考えられる。22年4~6月期以降は、景気の回復に伴って雇用情勢も着実に改善していくと見込まれる。

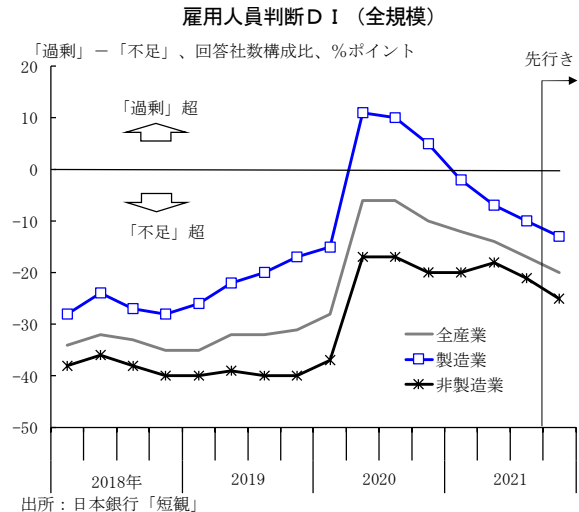
図表 18 名目雇用者報酬は改善傾向



図表 19 休業者数は高水準で推移



図表 20 人手不足感は徐々に強まる



一方、所得面をみると、21年8月の現金給与総額は前年比+0.8%と改善基調で推移している。内訳をみると、所定内給与が同-0.1%、所定外給与が同+8.0%、特別給与が同+7.3%となった。現金給与総額は2019年同月比では-0.5%と、コロナ禍での落ち込みは取り戻しつつあるが、コロナ禍前の水準には依然として回復していない(図表21)。

³ 厚生労働省によると、助成内容は11月中旬に公表される予定だが、本稿執筆時点ではまだ不明である。

先行きを展望すると、まず、今冬のボーナス（特別給与）は改善する見込みだ。日本労働組合総連合会が公表した年末一時金回答集計（第1回）によれば、昨年同時期の調査と比べて組合員1人当たり31,612円増加（前年比+4.5%）する結果となった。22年度以降のボーナスは、企業収益の改善とともに増加基調で推移し、予測最終期の23年1～3月期にはコロナ禍前の水準に到達すると見込まれる。また、経済活動が正常化に向かうもとの、今後も所定外労働（残業）時間が緩やかに増加し、所定外給与も回復に向かうだろう。

一方、所定内給与は、コロナ禍の中でも小幅に増加している。政府の経済対策の一環で、看護、介護、保育職従事者などへの賃上げ策が実現する可能性が高いことなどを踏まえると、今後も所定内給与は増加基調を維持すると見込まれる。22年度についても現金給与総額は、緩やかに回復していく見通しだ。

4. 経済成長率の見通し

（実質GDP成長率は2021年度が+2.7%、22年度が+3.3%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10～12月期は回復に向けた動きがみられるだろう。緊急事態宣言が解除され、かつワクチンが普及することに伴って個人消費はサービス消費を中心に持ち直すと見込まれる。また、部品の供給制約が徐々に解消に向かうもとの自動車の生産が回復し、輸出も増加に転じる見通しだ。供給制約の緩和を受けて、設備投資も増加するだろう。ただ、交易条件の悪化が企業収益の圧迫要因となることには注意が必要だ。

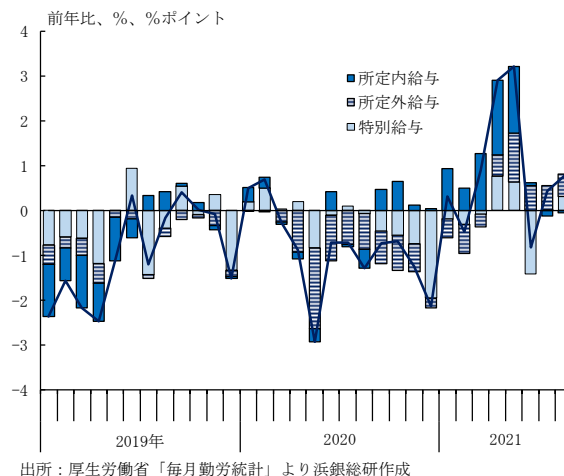
22年1～3月期には、コロナの経口治療薬が普及するもとの、人々のコロナに対する警戒感が後退し、個人消費の持ち直しの動きが強まる見通しだ。政府の経済対策が始まり、景気押し上げに寄与するだろう。また部品の供給制約も解消に向かい、製造業の生産がさらに増加することで、輸出の増勢も加速するとみられる。実質GDPの水準もコロナ禍前（2019年10～12月期）に達する見通しだ（図表22、23、24）。

続く22年度も景気回復が継続すると見込む。個人消費については、7～9月期には経済対策の効果が一巡するものの、雇用所得情勢の改善に支えられて緩やかに増加すると予想される。一方、世界経済の回復スピードが鈍化する中で、日本の輸出や生産の増加ペースも徐々に緩やかになると見込まれる。ただ、商品市況がピークアウトし、交易条件が改善に向かうこともあり、企業業績は堅調に推移し、設備投資も底堅く推移しよう。

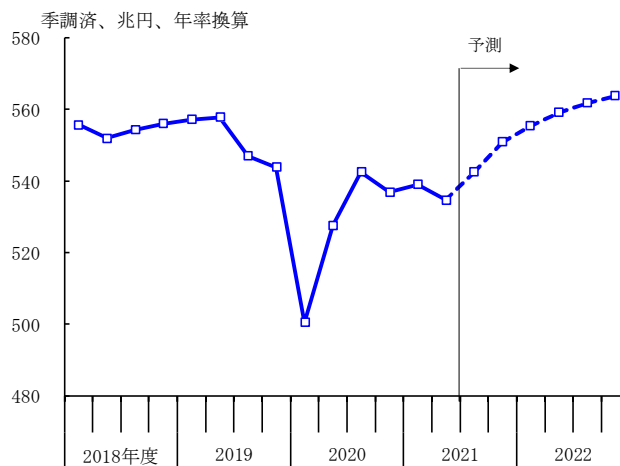
以上より実質GDP成長率は、2021年度が7

図表21 所得の回復は緩やかなものに

現金給与総額（共通事業所ベース5人以上、就業形態計）

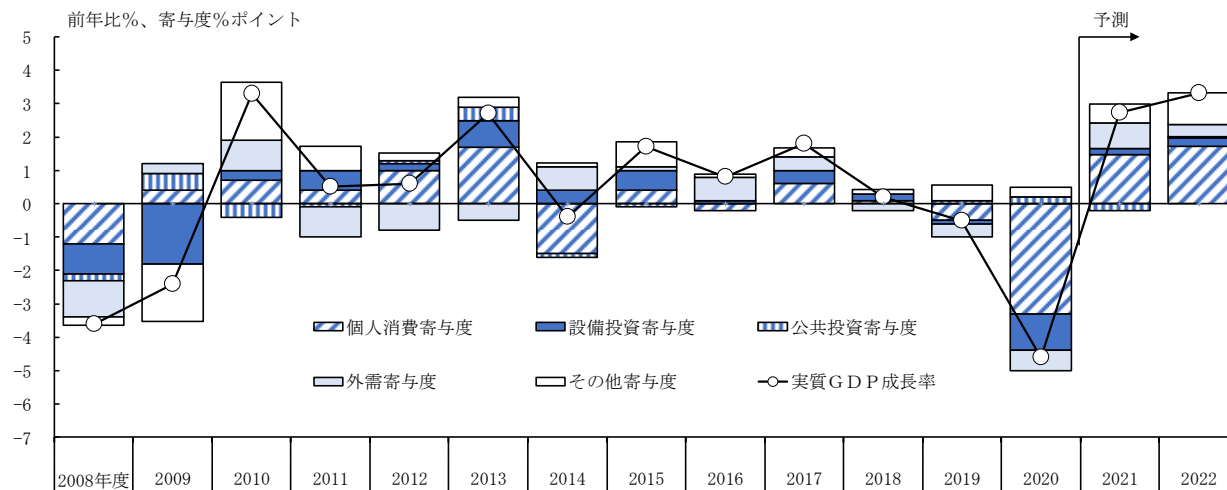


図表22 22年1～3月期にコロナ禍前を回復
実質GDPの推移



～9月期にマイナス成長となったことを受けて+2.7%と9月改訂時の+3.6%から下方修正する一方で、22年度が+3.3%と前回の同+3.0%から上方修正した。

図表 23 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 24 2021 年度・2022 年度のわが国経済の見通し（2021 年 11 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	2021年度		2022年度 見通し	2022年度	
			上期	下期		上期	下期
対ドル円レート（円/ドル）	106.0	112.1	109.8	114.5	115.0	115.0	115.0
対ユーロ円レート（円/ユーロ）	123.7	131.7	130.8	132.5	133.0	133.0	133.0
米国実質GDP（暦年）	▲ 3.4	5.5	[6.0]	[4.0]	3.6	[4.0]	[2.4]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	▲ 6.3	5.1	[1.1]	[7.4]	3.8	[2.9]	[2.1]
中国実質GDP（暦年）	2.3	8.0	12.7	5.0	5.0	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	2021年度		2022年度 見通し	2022年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP	▲ 4.4	2.7	[▲ 0.5]	[1.7]	3.3	[1.9]	[1.0]
個人消費	▲ 5.8	2.7	[▲ 0.3]	[1.8]	3.2	[2.0]	[0.6]
住宅投資	▲ 7.2	▲ 0.3	[1.2]	[▲ 0.6]	0.1	[0.1]	[0.6]
設備投資	▲ 6.9	1.2	[▲ 0.3]	[0.4]	1.5	[1.0]	[0.7]
政府消費	3.4	2.8	[0.8]	[1.6]	2.2	[1.2]	[0.5]
公共投資	4.2	▲ 3.7	[▲ 3.5]	[▲ 1.1]	1.1	[1.1]	[1.0]
輸出	▲ 10.4	11.9	[3.3]	[1.0]	4.2	[2.9]	[1.5]
輸入	▲ 6.8	7.2	[5.9]	[0.2]	2.3	[1.9]	[0.7]
寄与度							
国内需要	▲ 3.8	2.0	[▲ 0.2]	[1.6]	3.0	[1.7]	[0.8]
民間需要	▲ 4.7	1.6	[▲ 0.2]	[1.3]	2.4	[1.4]	[0.7]
公的需要	0.9	0.4	[▲ 0.0]	[0.3]	0.5	[0.3]	[0.2]
海外需要	▲ 0.6	0.8	[▲ 0.4]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
名目GDP	▲ 3.9	2.2	[▲ 1.1]	[2.3]	3.7	[1.8]	[1.6]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、%）	81.2 ▲ 8.1	87.8 7.8	87.5 7.1	88.0 0.5	88.2 0.6	88.2 0.2	88.3 0.2
鉱工業生産	▲ 9.5	6.6	[0.7]	[0.6]	3.4	[2.4]	[1.2]
国内企業物価	▲ 1.4	5.2	5.3	5.1	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 1.4
消費者物価	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.6	0.5	0.7
完全失業率（%）	2.9	2.8	2.9	2.7	2.5	2.6	2.5

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G o T o トラベルや通信引き下げの影響を含む（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、総務省資料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。