みずほインサイト　日本経済　2021 年 10 月 29 日

活動制限緩和後の日本経済に試練

供給制約・交易条件悪化・感染第 6 波が逆風に

みずほリサーチ＆テクノロジーズ
調査部　経済調査チーム
03-3591-1241

○2021年度の成長率は＋3.0%と予測。ワクチン普及で10～12月期以降はサービス消費が回復に向かう一方、供給制約による自動車の減産や交易条件悪化による企業・家計の負担増が下押し要因に
○2022年度の成長率は＋2.6%と予測。ワクチンの感染防止効果の想定等を修正した最新のシミュレーションでは2022年度前半に感染者数・重症者数が急増し、緊急事態宣言が再発令される見通し
○経済対策は30兆円規模を想定も、需要喚起策というよりは社会政策としての意味合いが強く、短期的な経済押し上げ効果は限定的。給付の迅速化により政策の実効性を確保する取組が不可欠

1．はじめに～低迷が続く日本経済。ワクチン普及は好材料も、懸念すべき事象が続出

2021年度に入っても日本経済は新型コロナウイルス感染拡大（以下、「コロナ禍」）の影響から脱却出来ていない。4～6月期の実質GDP成長率（2次速報）は、前期比＋0.5%（年率＋1.9%）と2四半期ぶりのプラス成長になったものの、1～3月期の落ち込み（前期比年率▲4.2%）に比して回復力は弱い。4月に発令された3回目の緊急事態宣言が4～5月にかけて個人消費を下押ししたことで、4～6月期の日本経済は低迷が続いたとの評価が妥当だ（詳細は酒井（2021a）を参照）。

7～9月期の日本経済も低迷が続いたとみてよいだろう。デルタ型変異株（以下、「デルタ株」）の感染拡大や4回目の緊急事態宣言を受けて対人接触型サービス消費（外食、宿泊、旅行・交通、娯楽など。以下、「対人サービス消費」）が8月を中心に低迷したほか、嶋中・中信（2021）が整理しているように財消費も耐久財を中心に弱含んでいる（特に家電については長雨や五輪需要の剥落、テレワーク・巣ごもり需要の一巡により減少が顕著となっている）。さらに、半導体不足や東南アジアからの部品供給減を受けた自動車の大幅な減産により、個人消費や輸出が大きく下押しされた。9月の新車販売は前月比▲31.9%と大幅に減少し、初回の緊急事態宣言直後（2020年5月）に近い水準まで落ち込んでいる（7～9月期でみても自動車販売は前期比▲12.9%の大幅減であり、個人消費を0.4%押し下げた格好になる）。9月の輸出数量指数も自動車が大幅に減少し、前月比▲3.3%と3カ月連続のマイナスになっている。以上を踏まえ、7～9月期のGDP成長率は、個人消費・輸出がいずれも減少し、前期比＋0.0%（年率＋0.1%）とほぼ横ばいでの推移を予測している（酒井（2021b）を参照）。

一方、10～12月期以降の経済活動は回復に向かうとみられる。政府は感染や医療体制の状況改善に伴い、9月末で緊急事態宣言とまん延防止等重点措置を全面的に解除した。解除後1カ月は経過措置として飲食店の時短要請やイベント開催制限を実施（罰則はない）したが、感染者数が引き続き全国的に減少傾向で推移したことを受け、10月25日には東京都など首都圏4都県と大阪府で飲食店に対する

時短要請が解除された。また、政府は10月に接種・陰性証明者への制限緩和策（「ワクチン・検査パッケージ」）の実証実験を一部地域で行い、11月から本格的に運用する方針だ。民間企業においても、「ワクチン・検査パッケージ」に類似した営業システム・サービスを独自に導入する動きがみられる。年度後半はワクチンが現役世代まで普及することが見込まれることに加え（20～30歳代の2回目普及率も11月中には70％程度に達する見通し）、こうした官民でのワクチン接種証明の利活用が押し上げ要因になり、サービス消費は回復に向かうとみられる。個人消費のけん引役は財からサービスへのシフトが鮮明になるだろう。

ただし、服部・酒井（2021b）が指摘しているように、デルタ株の感染力の強さやワクチンの感染防止効果に関する研究結果等を踏まえると、ワクチン普及のみでは集団免疫の獲得は難しく、2022年も感染の懸念が残る状況になると考えられる。加えて、ワクチンによる感染防止効果が時間の経過とともに大きく減衰することを示唆する研究結果が新たに公表されるなど、服部・酒井（2021b）では十分に考慮しきれていなかったファクターがこれまでに浮上してきている（ファイザー社は、2回の接種後に徐々にデルタ株への感染予防効果が下がり、4カ月以降に当初の53％にまで低下するとしている）。こうした最新の調査結果等を踏まえ、疫学モデルによるシミュレーションをアップデートする必要が生じている。

そのほかにも、足元では商品市況の高騰を受け、交易条件が大幅に悪化するなど、日本経済を取り巻く環境には大きな変化が生じている。先述した半導体不足については、コロナ蔓延に伴い半導体需要が急増した中で供給が追い付かない状況が当面続く可能性が高く、生産活動の回復の遅れは交易条件の悪化とあわせて企業収益の圧迫要因になるだろう。

このように、年度後半の日本経済は回復に向かうとみられるものの、回復を阻害するいくつもの要因が立ちはだかっている。本稿では、日本経済の先行きを考える上での重要な論点として、①デルタ株、②供給制約、③交易条件悪化、④経済対策についてそれぞれの影響を整理するとともに、現時点での2021年度から2022年度にかけての日本経済見通しについて述べる（なお、世界経済を含めた見通しについては、みずほリサーチ＆テクノロジーズ（2021）を参照されたい）。

２．デルタ株の影響の再評価～感染シミュレーションをアップデート

本節では、これまでのデルタ株の動向やワクチンの効果に関する調査結果等を踏まえた感染シミュレーションのアップデートを行い、その上で日本経済への影響について考察する。感染シミュレーションでは、服部・酒井（2021b）からワクチンの感染防止効果の減衰に関する想定を修正したほか、病床積み増しの想定について下方修正を行った。以下、シミュレーションの詳細と、個人消費やサービス業への影響について述べる。

（１） 2022年前半に感染第6波が発生、政府は緊急事態宣言の再発令を余儀なくされる見通し

今夏に全国で猛威を振るったデルタ株により、コロナ禍の出口戦略は大幅な見直しを余儀なくされた。デルタ株が拡大する前、我々は、ワクチン接種の進展により集団免疫を獲得し、2021年内にコロナ禍が終息に向かうと予想していた（服部・酒井（2021a））。しかし、感染力が強く、かつワクチンの感染防止効果を低下させるデルタ株の拡大により、ワクチン接種だけで集団免疫を獲得できる可能性は小さくなった（服部・酒井（2021b））。また、先述したとおりワクチン感染防止効果の減衰幅が

服部・酒井（2021b）の想定よりも大きいことを示唆する調査結果が最近になって明らかになっており、この点も集団免疫獲得のハードルを上げる要因になる。

一方で、今後の感染再拡大を抑制し、医療体制の負荷を軽減するための政策が講じられている点は概ね服部・酒井（2021b）における想定どおりである。政府は飲食店の利用やイベント入場の際にワクチンの接種証明や検査の陰性証明を確認する「ワクチン・検査パッケージ」について、2021年10月から一部の地域で実証実験を進めている。また、10月中旬に公表された政府の「次の感染拡大に向けた安心確保のための取組の全体像の骨格」では、今後の感染拡大に備えるため入院患者の受け入れ数を2割増強することが明記されているほか、医療人材の確保、ITを活用した医療体制の稼働状況の可視化、3回目接種（ブースターショット）を含むワクチン接種の促進、治療薬の確保、電子的なワクチン接種証明の活用、予約不要の無料検査の拡大、といった様々な政策が盛り込まれている。

本稿では、こうしたウイルスの感染力やワクチンの効果、政策の実施に関する新たな情報を疫学モデルに反映し、感染シミュレーションをアップデートした。図表1はモデルで考慮した各種の想定につ

図表１　疫学モデルの想定の変化

		服部・酒井（2021a）	服部・酒井（2021b）	本稿
モデルの構造		● 2 世代モデル（高齢：65 歳以上、現役：64 歳以下）	● 3 世代モデル（高齢：65 歳以上、現役：15～64 歳、子供：14 歳以下） ⇒ ワクチンを接種しない子供の感染再拡大を考慮	服部・酒井（2021b）と同じ
デルタ株の感染力（アルファ株対比）		● 全世代で 1.2 倍と想定	● 感染第 5 波の実績から計算（高齢：1.12 倍、現役：1.49 倍、子供：1.35 倍） ⇒ 感染力が強く、ワクチンだけで集団免疫の獲得が困難に	服部・酒井（2021b）と同じ
ワクチン想定	最終的な普及率	● 普及率 60%程度で集団免疫の獲得が可能と試算していたため、最終的な普及率は明示的に設定せず	● 高齢：95%、現役：80% ⇒ 接種証明の活用により高い普及率を達成すると想定	● 高齢：90%、現役：80% ⇒ 高齢者の接種減速を考慮し普及率を引き下げ
	感染防止効果	● 1 回目：30% ● 2 回目：90%（減衰は考慮せず） ● 3 回目：なし	● 1 回目：45% ● 2 回目：82% → 半年後 75% ● 3 回目：90% → 半年後 80% ⇒ 感染防止効果を下方修正し、加えて減衰の影響を考慮	● 1 回目：45% ● 2 回目：82% → 4 カ月後 60% ● 3 回目：90% → 4 カ月後 70% ⇒ ファイザー公表値を反映し、急速な減衰を想定
	重症化防止効果	● 感染防止効果と重症化防止効果を区別せず、どちらも 2 回目：90%と想定	● 1 回目：85% ● 2 回目：95%	服部・酒井（2021b）と同じ
政策想定	検査体制拡充	● 2021 年 6 月から検査拡充 ⇒ 感染者を早期発見・早期隔離し、2 次感染の発生を抑制	● 2021 年 10 月から検査拡充 ⇒ 学校の抗原検査キット配布状況などを踏まえ、後ずれ	服部・酒井（2021b）と同じ
	ブースターショット	● 考慮せず	● 2022 年 1 月から 3 回目の接種を開始 ⇒ ワクチンの感染防止効果を再上昇させ、感染を抑制	服部・酒井（2021b）と同じ
	ワクチン接種証明	● 考慮せず	● 2022 年 1 月～12 月に実施。未接種者の行動を接種者対比で 20%抑制 ⇒ 感染リスク高い未接種者の行動を抑制	● 未接種者の行動抑制率を、平常時は 20%、緊急事態宣言中は 30%と想定 ⇒ 緊急事態宣言再発令の可能性を考慮
	抗体カクテル療法	● 考慮せず	● 2022 年 1 月から重症化する可能性がある感染者の 30%に投与 ⇒ 感染が拡大しても重症者の発生を抑制	● 2022 年 1 月から重症化する可能性がある感染者の 50%に投与 ⇒ 新薬承認や軽症治療の拡充を考慮
	重症病床積み増し	● 考慮せず	● 2022 年 1 月から現状の 1.5 倍に増床 ⇒ 感染が拡大しても経済活動を維持できる体制を構築	● 2022 年 1 月から現状の 1.1 倍に増床 ⇒ 人員不足などから大規模な増床は困難と判断

（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

いて、本稿と服部・酒井（2021a）、服部・酒井（2021b）の違いを比較したものである。

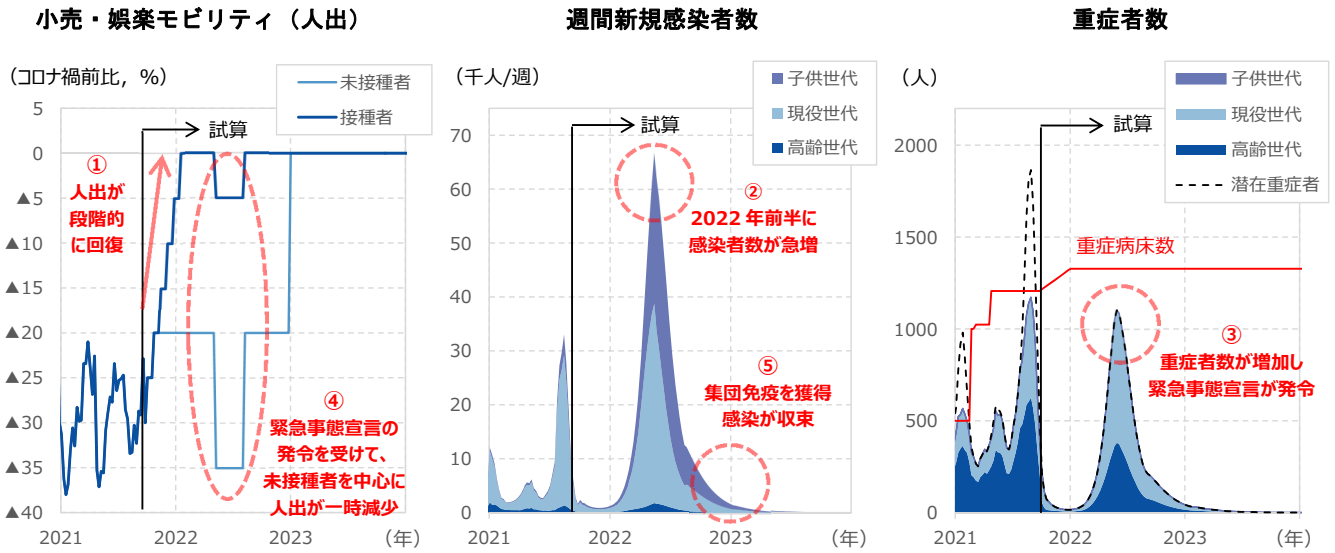
デルタ株の感染力について、今夏の感染第5波の実績をもとに、現役世代や子供世代について強い感染力を前提とする点は服部・酒井（2021b）と同様だ。ワクチンの感染防止効果については、服部・酒井（2021b）では、2回目のワクチン接種後は感染防止効果が半年後に75%、3回目接種の半年後に80%まで低下すると想定していたが、その後の新たな研究（先述のファイザー社の調査結果など）を踏まえ、本稿では2回目接種後の感染防止効果は4カ月後に60%、3回目接種の4カ月後に70%まで減衰するとの想定をおいた。

政策対応については、検査体制の拡充、ブースターショット（3回目接種）によるワクチン感染防止効果の再上昇、ワクチン接種証明の活用による未接種者の行動抑制と接種率の引き上げ、抗体カクテル療法による重症化の抑制、重症病床積み増しによる医療体制の強化を想定している点は服部・酒井（2021b）と同様であるが、本稿では、重症病床の積み増し幅について、通常医療への影響や医師・看護師の人員不足から急速な増床は困難であると考えられる点を考慮し、現状の1.1倍程度までの増床にとどまると想定した。

これらの新たな想定に基づいて実施したシミュレーション結果が、図表2である。まず、今後の人出については、飲食店の営業時間短縮要請の解除などを受け、2022年1月にかけてコロナ禍前の水準まで段階的に回復していくとした（図中①）。すると、2021年末には感染が再拡大に転じて第6波が発生し、2022年前半には第5波のピークを大きく上回る水準まで新規感染者数が急増すると試算される（図中②）。感染拡大に少し遅れて、重症者数も増加する見込みだ（図中③）。抗体カクテル療法の活用など重症化を抑制する手段が実施されるが、重症病床使用率はステージⅣの基準（50%以上）を大きく超える80%前後まで上昇すると予想される[1]。

感染の急拡大と医療体制のひっ迫を受け、政府は2022年前半に緊急事態宣言を再発令することを余

図表2　東京の感染シミュレーション結果



（注）潜在重症者の実績部分は平均的な重症化率を踏まえた試算値であり、過去の感染ピーク時に重症状態にありながら病床逼迫で治療を受けられなかった人を考慮したもの。感染第5波の潜在重症者数と比較して第6波の重症者数の試算値は小さく、ワクチン普及などの効果が表れている。
（出所）新型コロナウイルス感染速報、厚生労働省、Google LLCより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

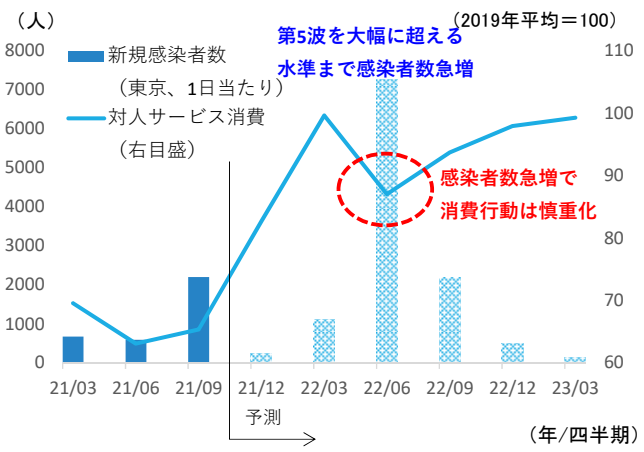
儀なくされると想定した。ただし、政府は緊急事態宣言下においてもワクチン・検査パッケージを継続する方針であり、接種証明や陰性証明を活用した経済活動は維持される見込みだ。したがって、緊急事態宣言が発令されても、多くの人が行動制限に直面することはないだろう。緊急事態宣言の効果は、主にワクチンを接種しておらず感染リスクが高い人の自主的な行動抑制という形で生じることになると考えられる（ワクチン未接種者のモビリティがワクチン接種者対比で7割程度に落ち込むと想定。図中④）。ワクチン接種者については、一部で行動が慎重化するにとどまろう。ワクチン未接種者を中心とする行動抑制により、新規感染者数は2022年半ばにピークアウトし、その後収束していくと試算できる（図中⑤）。この第6波における感染者数の増加により、日本は2023年には集団免疫を獲得できるとみられ、コロナ禍は終息にむかう見込みだ。

（２）対人サービス消費は 2022 年 4～6 月期に減少。コロナ禍前水準までの回復は遠い

次に、先述した疫学モデルによるシミュレーションを踏まえ、日本経済・サービス業への影響について考察する。服部・酒井（2021b）では、2022年内は感染懸念が残るウィズコロナの状況が続き、高齢者やワクチン未接種者など一部の消費者の慎重姿勢が残存し、対人サービス消費の回復抑制要因になると指摘した。こうした見方の大筋は本稿においても変わらないが、ワクチンの感染防止効果の減衰幅や病床積み増しに関する想定を修正したことにより、2022年前半に重症病床使用率はステージⅣ相当の基準（50%）を大幅に超過し、政府は緊急事態宣言の再発令を余儀なくされるとの示唆が先のシミュレーションから得られた。これを踏まえ、対人サービス消費のパスを示したものが図表3だ。2022年前半の感染第6波の発生を受け、政府がワクチン未接種者を中心に行動自粛（県をまたぐ移動や夜間の外食、大規模イベントへの参加自粛）を要請するほか、過去最大の感染者数急増や医療体制のひっ迫が悲観的に報じられることによるアナウンスメント効果で人々の行動が委縮し、2022年4～6月期に対人サービス消費は弱含みに転じると予測する。

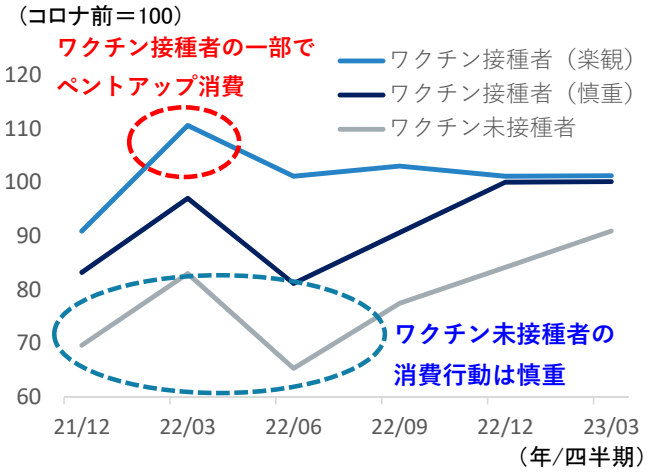
家計の属性ごとに対人サービス消費のパスを示したものが図表4だ。服部・酒井（2021b）と同様、ここでは、ワクチン接種者のうち半分程度（家計の4割）を「ワクチン接種者（楽観）」タイプと定義した。「ワクチン接種者（楽観）」はこれまでの我慢の反動、あるいは政府によるワクチン接種証明

図表3　対人サービス消費パスと新規感染者数



（出所）JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」などより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 4　対人サービス消費パス（家計属性別）



（出所）JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」などより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

を活用する形でのGoToキャンペーン事業の再開を背景に、2022年1～3月期にコロナ禍前を大幅に上回る水準まで消費を増やし（ペントアップ需要が発現[2]）、感染第6波の発生以降もコロナ禍前をやや上回る水準での推移が続くと想定した。政府はワクチン・検査パッケージを緊急事態宣言中でも適用する方針であり、感染第6波や医療崩壊を巡るアナウンスメント効果が下押し要因になるとしても、「ワクチン接種者（楽観）」は消費水準をコロナ禍前対比で落とすことはないと想定している。

一方、ワクチン接種者の残る半分程度（家計の4割）を「ワクチン接種者（慎重）」タイプと定義し、ワクチン接種後も慎重姿勢が残り、対人サービス消費の水準はコロナ禍前を下回る状況が当面続くと想定した。ワクチンを打っていない子どもと同居する親世代、あるいは重症化した場合のリスクが相対的に高い高齢者などの一部が該当するだろう。これらの人々は、感染第6波の発生局面において、「ワクチン接種者（楽観）」対比で消費水準を大きく落とすと考えられる。

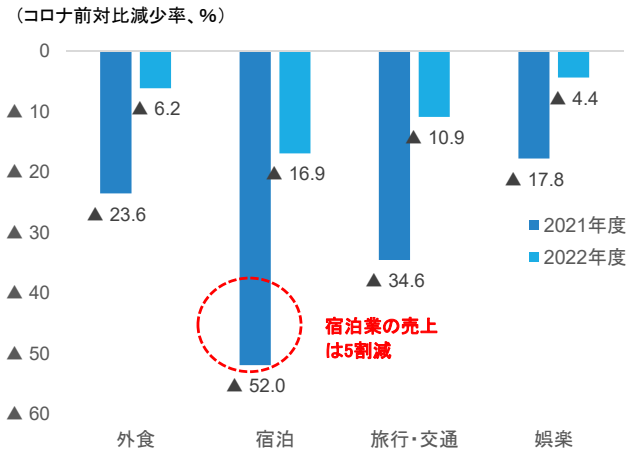
ワクチン未接種者（家計の2割）は、陰性証明は利用できるものの感染懸念が大きいため、2022年以降もワクチン接種者（上記2タイプの平均）の8割程度の消費水準にとどまると想定し、感染第6波の発生局面においては一時的にワクチン接種者の7割程度の水準まで消費を落とすと想定した（先述したシミュレーションのモビリティの想定と同様）。

このように、感染第6波の発生と緊急事態宣言の再発令、感染者数急増や医療ひっ迫を巡るアナウンスメント効果により、対人サービス消費は4～6月期に弱含み、2022年中もコロナ禍前の水準に達しないと予測している[3]。もっとも、ワクチン接種者に行動制限が課されないため、これまでの緊急事態宣言発令時（2021年4～6月期や7～9月期）と比べて落ち込み幅は小さいことが図表3からわかる。これは菅政権におけるこれまでのワクチン普及促進の功績であると言えよう。ワクチン普及や感染第6波の発生を受けて集団免疫の獲得に至る2023年度には、対人サービス消費もコロナ禍前の水準を取り戻すとみている。

（３）2022 年度もサービス業の売上はコロナ禍前対比で低水準。業態転換支援が重要

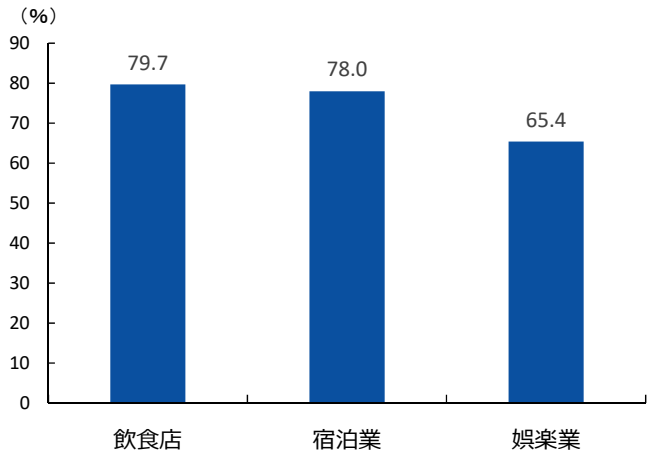
次に、サービス業への影響について考察する。酒井他（2021a）で指摘しているように2022年中もイ

図表5　対人サービス業の売上（コロナ禍前対比）



（出所）JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」などより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 6　業種別の過剰債務を抱える企業の割合



（注）調査期間は2021年8月2日～11日
（出所）東京商工リサーチ「第3回過剰債務に関するアンケート」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

ンバウンドの回復ペースは鈍いことが見込まれる中、対人サービス消費の回復の遅れが関連業種に与える影響は大きい。コロナ禍前対比でみて、2022年度もサービス業の売上はインバウンドのシェアが大きい宿泊業を中心に低水準での推移が見込まれる（図表5）。

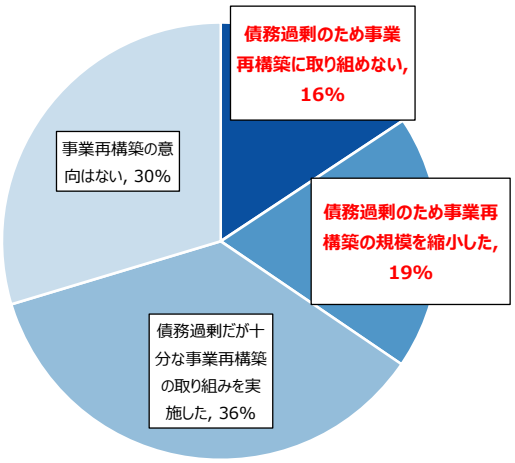
売上の回復が遅れる中、関連業種の債務負担は企業活動の重石になっている。東京商工リサーチ「第3回過剰債務に関するアンケート」によれば、足元で過剰債務を抱える企業は全体の32.9%（大企業が16.7%に対し、中小企業は35.8%）に及んでいる。特に飲食店（79.7%）や宿泊業（78.0%）、娯楽業（65.4%）等の対人サービス業で過剰債務を抱える企業が多い（図表6）。さらに、過剰債務を抱える中小企業のうち約35%の企業が、過剰債務が事業再構築の足かせになっていると回答している（図表7）。これまでの債務の積み上がりが業種・業態転換を阻害する中、2022年もウィズコロナの状況が継続するとなれば、中小サービス業にとっては2022年も回復実感の乏しい1年になる。酒井他（2021a）や服部・酒井（2021b）で指摘したように、事業再構築補助金の活用や申請の支援など、政府や金融機関などが連携して業態転換を支援していく重要性が高まっていると言えるだろう。

なお、コロナ禍の影響が長期化する状況においては、政府による資金繰り支援策も延長される可能性が高い。自民党の公約をみても、中小企業・小規模事業者に対する実質無利子・無担保融資の促進や返済猶予の要請、地域・業種を特定しない持続化給付金・事業再構築補助金の事業規模に応じた給付が盛り込まれており（図表8）、来夏に参議院選挙が控えていることも踏まえれば、資金繰り支援等が継続される蓋然性は高いといえよう。これまでも政府の資金繰り支援策が奏功して倒産件数はサービス業を含めて歴史的な低水準で推移しており、当面、倒産件数は低位で推移する公算が大きいとみている[4]。

３．供給制約の影響～半導体不足は 2022 年央まで継続。自動車を中心に生産活動は低迷

コロナ禍の影響は需要面にとどまらず、供給面からも経済に深刻な影響を及ぼしている。在宅勤務

図表7　過剰債務が中小企業の事業再構築に与える影響



（注）調査期間は2021年8月2日～11日
（出所）東京商工リサーチ「第3回過剰債務に関するアンケート」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 8　自民党公約に盛り込まれた資金繰り支援策

項目	措置内容
融資	中小企業・小規模事業者に対する実質無利子・無担保融資の促進、返済猶予の要請 ※現在、政府系金融機関による無利子無担保融資は2021年末で終了予定
給付	・地域・業種を特定しない持続化給付金 ※現在、給付はなされていない
給付	・事業再構築補助金 ※現在、前年度補正予算に基づき実施中
給付	・雇用調整助成金の特例措置 ※現在、2021年11月末で終了予定

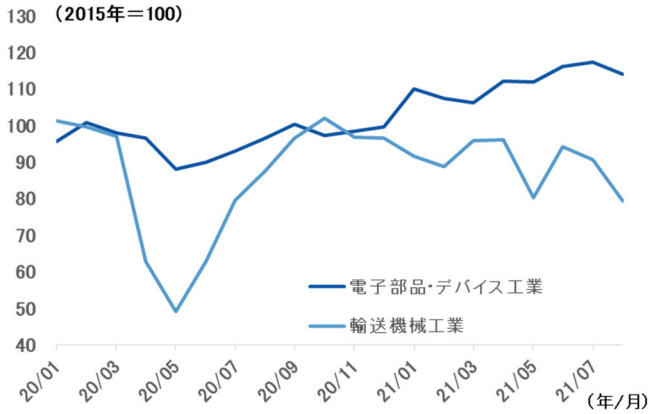
（出所）各種報道・資料より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

の浸透や巣ごもり需要の急増（スマホ、PC、サーバ・ストレージ、TV、ゲーム機・家電等）を受け、世界的な半導体不足が製造業に重くのしかかる状況が続いている。とりわけ自動車産業への影響は深刻化している。昨春に一時的に世界販売が落ち込んだ自動車は、その後感染リスクを低減できる移動手段として見直され、急速に販売が回復した。先述のコロナ特需とも言える通信機器やパソコン等向けの需要増に加え、自動車向け需要の急回復が重なったことで、2020年末頃から半導体の需給がひっ迫した。2021年に入ってからの国内自動車生産は、需要は堅調ながらも伸び悩んでいる（図表9）。

2021年初から世界的な半導体不足に伴う自動車の減産調整が始まったが、2021年3月には国内の車載向けシェアが高い半導体メーカーの工場で火災が発生し、不足に追い打ちをかけた。国内の自動車生産は2021年4～6月期にベースライン（半導体不足の影響がなかった場合のパス）対比▲31万台（減少率：▲15%）まで大幅に下振れた（図表10）。2021年7～9月期には前述の工場火災の復旧が進み、回復に向かうことが見込まれていたが、東南アジアにおける感染拡大による部品供給の停滞に伴い、8～10月にかけて自動車メーカーは大規模な減産を余儀なくされた。日系自動車メーカーは、ASEAN諸国からの部品調達に大きく依存している（松浦、越山（2021）を参照）。先進国に比べ新型コロナウイルスのワクチン調達が遅れているASEAN諸国では、6月頃からデルタ株がまん延したことで感染者が急増した。7月以降、各国が感染対策の一環として企業活動に厳しい制限措置を講じたが、こうした制限措置や従業員間の感染増に伴い、多くの企業が操業停止に追い込まれた。その結果、マレーシア、ベトナム等のASEAN諸国から車載向け半導体やワイヤーハーネスなどの部品を調達することが困難になり、自動車の生産調整をせざるを得ない状況に陥った。従前からボトルネックとなっていた半導体不足に加え、ASEANの自動車部品のサプライチェーンの寸断という一時的要因が加わり、2021年7～9月期の自動車生産はベースライン対比▲55万台（減少率：▲25%）程度の大規模な減産になった模様である。

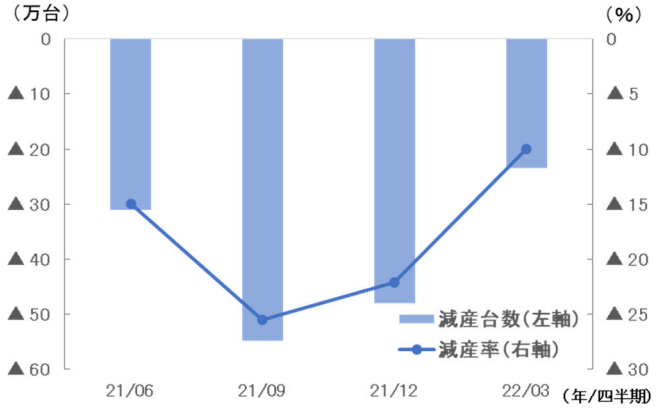
ASEANからの部品供給減の影響は、11月以降、収束に向かうとみられる。感染者数はマレーシアでは8月末、ベトナムでは9月初にピークアウトしており、その後徐々に生産正常化に向かっている模様だ。一方で、半導体不足の影響は引き続き残存し、10～12月期もベースライン（半導体不足・東南アジア感染拡大に伴う部品供給停滞がなかった場合のパス）対比▲48万台（減少率：▲22%）程度の減産と

図表9　輸送機械、電子部品デバイスの生産



（出所）経済産業省「鉱工業生産」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 10　供給制約による自動車減産の影響



（注）減産台数および減産率は、ベースラインからの乖離台数および乖離率を表す
（出所）各社報道、自動車メーカー決算情報等より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

なる見通しだ。2021年度通年ではベースライン対比▲157万台（減少率：▲18%）程度の減産を予測する。他産業への波及効果や代替需要の発生などを考慮すると、2021年度GDPを▲１%程度下押しする計算だ（産業連関表を用いて試算）[5]。

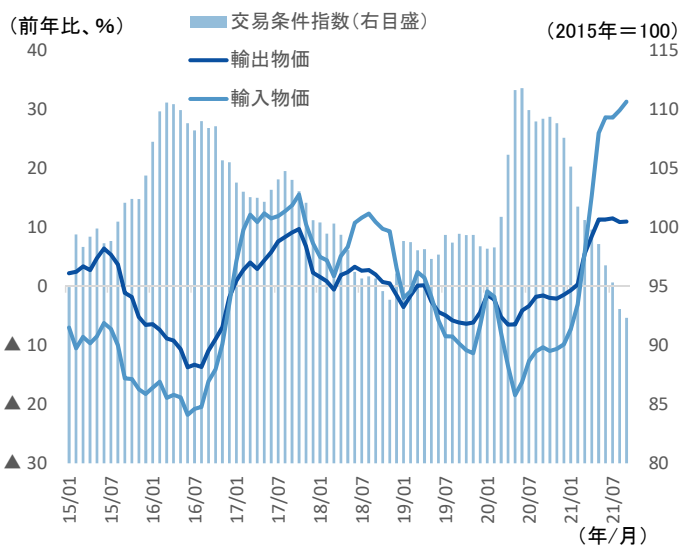
前述のとおり、コロナ禍を契機に、世界的にデジタル機器やデータセンター向け等の半導体需要が急増したが、こうした需要の構造変化に対し、供給が追い付くには時間がかかる。特に車載半導体は特殊仕様が多く、早期増産が難しい。東南アジアにおける後工程生産の回復や、自動車メーカーによる在庫積み上げの沈静化を考慮したとしても、車載半導体不足による自動車生産の下押しは2022年央まで継続する公算が大きいだろう。各自動車メーカーは2021年度後半に挽回生産を計画している模様だが、半導体不足の影響が残存する状況下では、一部メーカーや一部モデルでの限定的な挽回生産の実現にとどまるとみている。

４．交易条件悪化～企業・家計の負担が 10 兆円増加。個人消費や設備投資を下押し

供給制約の問題から派生して、足元では交易条件が大幅に悪化している。世界的な経済活動の回復に伴うエネルギーなどの需要増加に供給が追い付かず、商品市況は高騰している。原材料価格の大幅な上昇を受け、9月の輸入物価は前年比31.3%まで上昇するなど、2021年度に入ってから交易条件指数（輸出物価÷輸入物価）は急激に低下している（図表11）。来春以降は世界的な財需要の伸び鈍化に伴い商品市況の高騰は一服するとみているが、2021年度後半の商品市況は高値圏での推移が続くだろう。

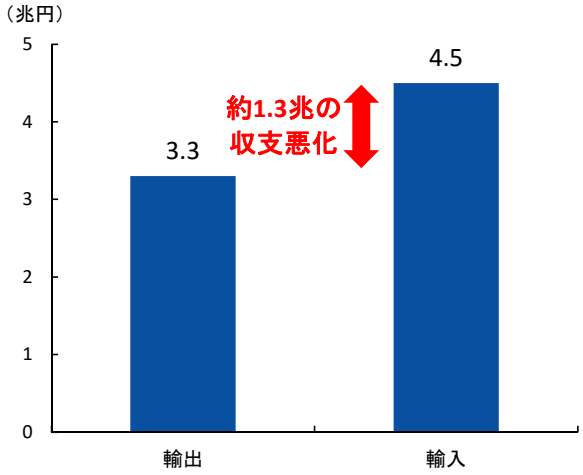
さらに、米国金利上昇を受けた円安の進展が交易条件の悪化に拍車をかける。前節で述べたように供給制約で生産・輸出数量が伸びにくい状況下では、円安による経済へのプラスの効果は限定的であり[6]、当面は輸入価格の上昇を通じて企業収益の圧迫要因になる影響の方が大きいと考えられる。日本の輸入は輸出に比べてドル建て比率が高く（輸出のドル建て比率：47.0%、輸入同：66.6%）、円安

図表11　交易条件



（注）交易条件指数は「輸出物価指数÷輸入物価指数」で算出
（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 12　円安の影響（数量に変化がない場合）



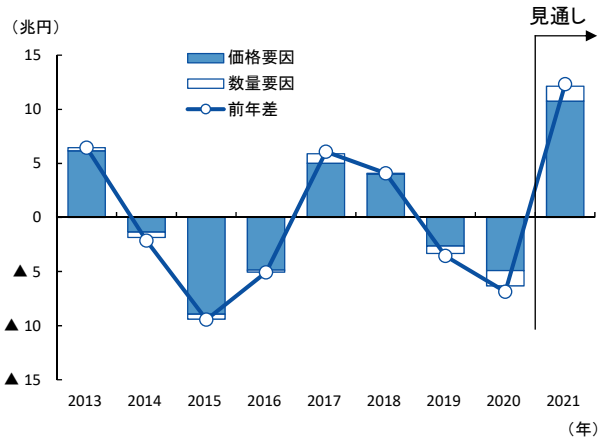
（出所）財務省「貿易統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

による数量面へのプラス影響がないと仮定した場合、ドル円10%の円安は2021年度の貿易収支を▲1.3兆円悪化させる計算になる（図表12）。日米金利差拡大を受け、2021年度後半から2022年にかけてドル円相場は112～115円のレンジで推移する見通しであり、原材料価格の高騰と合わせて輸入物価の押し上げ要因になるだろう。

商品市況の高騰や円安を踏まえて2021年度の原材料輸入額を試算すると、価格上昇要因により前年度から10兆円程度増加する見通しだ（図表13）。交易条件の悪化で約10兆円の所得が海外に流出することを示唆しており、企業・家計いずれかの負担増になる。政府は緊急保証枠の拡充などで支援策を講じるとみられるが、企業収益・雇用所得の減少、マインドの悪化を通じて個人消費や設備投資が下押しされるだろう。製造業については、輸送機械を中心に供給制約が生産活動の重石となって売上回復を阻害する状況が続く中で、原材料価格の高騰が収益をさらに追い打ちする格好になる（川畑（2021）は、原材料価格の上昇による価格要因で製造業部門の工業用原料輸入額が約7.7兆円増加すると試算している）。非製造業についても、2節で述べたように対人サービス業を中心に売上の回復が遅れることが見込まれる中、コスト増は大きな打撃になるだろう。

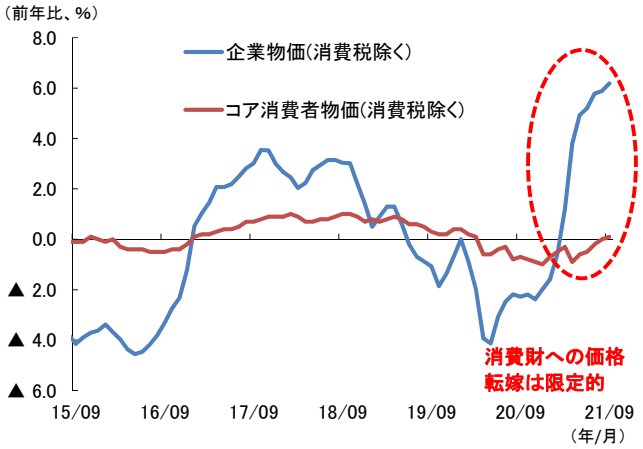
現状では、企業間の取引価格を示す企業物価指数は9月に前年比＋6.3%と2008年以来の高い伸びとなる一方、消費者物価指数（生鮮食品除く）は前年比＋0.1%の伸びにとどまっている（図表14）。日銀短観をみても、小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスなどBtoC関連業種の販売価格判断DIの上昇幅は仕入価格判断DIに比べて限定的だ（図表15）。エネルギー・食料を中心に徐々に価格転嫁が進むも、消費の弱さを受けて価格転嫁は全体としてみれば限定的であると言える。特に、対人サービス業はコロナ禍が長期化し需要の回復が遅い状況下で、価格転嫁に踏み切りにくいと考えられる。これらを踏まえ、交易条件の悪化による負担増は主に企業部門に帰着（2/3が企業負担、1/3が家計負担）すると想定して試算すると、2021年度後半から2022年度前半にかけて、設備投資が▲0.4%、個人消費が▲0.3%、GDPは▲0.2%程度減少する結果になる（設備投資への影響は川畑（2021）と同様に設備投資のキャッシュフロー弾性値から試算、個人消費への影響は限界消費性向（0.25）から試算[7]）。

図表13　原材料輸入額（前年差）



（注）原材料の内訳は、食料品、原料品、鉱物性燃料、化学製品、繊維製品、金属及び同製品
（出所）財務省「貿易統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 14　企業物価と消費者物価



（出所）総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

５．経済政策～経済対策は 30 兆円程度か。短期的な成長率押し上げ効果は限定的

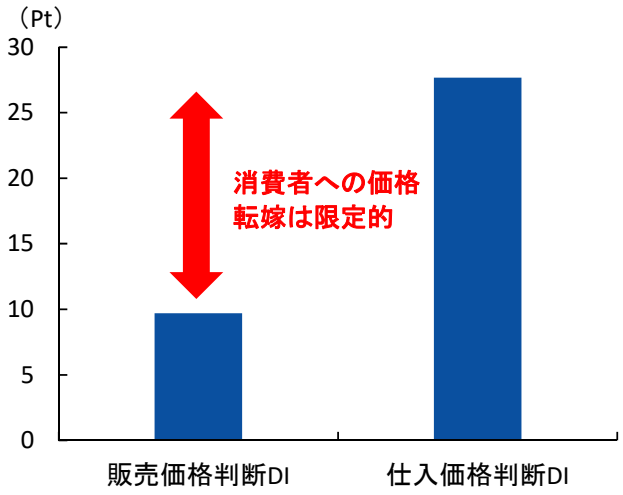
前節までみたように、日本経済をとりまく環境は厳しさを増している。こうした中、政府は衆院選後に経済対策を盛り込んだ2021年度補正予算を編成する見通しだ。ここでは、自民党・公明党の連立政権が維持されるとの想定のもとで、経済対策とその効果について展望する。

経済対策のメニューとしてはコロナ対策が中心になるとみられるが、そのほかデジタル・グリーン・公共事業関連も計上され、財政支出の規模は30兆円程度になるとみている（図表16）。内閣府試算では4～6月期の需給ギャップは▲22兆円程度となっており（図表17）、これまでの自民党内の議論を踏まえれば、財政支出の規模感としてこれを上回ることが目安とされるだろう（ただし、ワクチン普及に伴い経済活動が回復に向かうことが見込まれる中、4～6月期の需給ギャップの大きさをもとに財政支出の規模を決める点については疑問の余地がある点は指摘しておきたい）。

家計向けの現金給付が選挙で関心を集めているが、給付対象は絞られる見通しだ。仮にひとり親、非正規労働者、学生など生活困窮世帯を対象として2兆円程度の規模の現金給付を行った場合[8]、GDPの押し上げ幅は＋0.1%程度と限定的だ。また、業種を特定しない形で中小企業への持続化給付金や家賃支援給付金が再開されるとみられるが、これらの給付金は固定費支払いに回ることが想定され、設備投資を増やすわけではないため、直接的なGDP押し上げ効果は限定的とみられる。こうした家計・企業向け給付は、需要刺激策というよりは社会政策として実施するものとして理解するべきであろう（倒産や失業の抑制、貧困者の支援）。コロナ禍の長期化や供給制約、交易条件悪化などで大きな打撃を受ける関連業種の企業や、そこで働く労働者を支援することには合理性がある。

そのほか、グリーン・デジタル・経済安全保障関連については、基金の創設により予算規模が膨らむことが想定されるが、中長期的に支出される公算が大きく、短期的な経済効果は限定的であると言

図表15　BtoC関連業種の価格転嫁状況



（注）2020年10～12月期を基準とした場合の、2021年10～12月期までのDIの累積変化幅。なお、2021年10～12月期は2021年9月調査時点の先行きDIを使用。小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスのDIの加重和
（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 16　経済対策（補正予算）で想定されるメニュー

	項目
家計向け支援	ひとり親、非正規、学生など生活困窮世帯への現金給付
	少子化対策（子育て世帯への教育費、住居費支援など）
企業向け支援	中小企業への持続化給付金や家賃支援給付金の再開
	実質無利子・無担保融資の促進や返済猶予の要請
	雇用調整助成金の特例措置の延長
医療支援	医療体制の拡充支援、医療従事者への手当など
デジタル	5Gの地方整備など中小企業のデジタルインフラ整備、ICTを活用した個別教育の推進支援など
グリーン	脱炭素化に向けた支援（EV・FCVの購入補助など）
交易条件悪化対策	原材料価格高騰対応等緊急保証の枠拡充など
経済安全保障	医療・産業系の必需品（ワクチン・治療薬や半導体など）の国内生産支援など
公共事業	防災・減災のための国土強靭化策の拡充
需要喚起策	ワクチン接種証明を活用したGoToキャンペーン再開

（出所）各種報道・資料より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

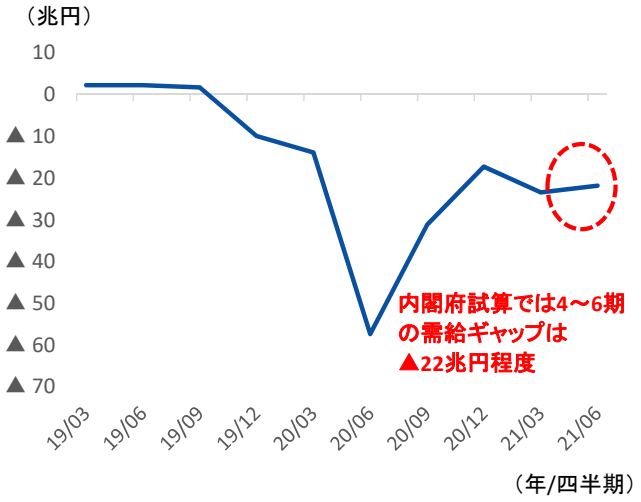
えよう（なお、諏訪（2021）は、グリーン投資については環境負荷が高い従来型設備の価値毀損など課題への対策が必要であり、短期的な押し上げ効果は限定的であると指摘している）。

GDPの押し上げという点で効果が高いと考えられるのが防災・減災のための国土強靭化関連の公共投資であろう。今回の経済対策にも盛り込まれる可能性が高いが、国土強靭化に係る公共事業の推進は5か年計画に基づく既定路線であり（2021～25年度の5年間で総額15兆円、年あたり3兆円の事業規模。2021年度中も前年度補正予算に基づく事業が進捗予定）、補正予算分の執行が見込まれる2022年度において前年度対比でみた成長率の押し上げ効果は小さい（水準を維持する効果にとどまる）だろう。また、ワクチン接種証明を活用したGoTo再開は、ワクチン未接種者の行動を接種者対比で抑制しつつ、ワクチン接種に対するインセンティブ付与により接種率を引き上げることを通じて、第2節のシミュレーションで確認したように感染拡大に対する対人サービス消費の「耐久力」を高める効果が期待できる。一部のワクチン接種者のペントアップ需要発現にも寄与するだろう。もっとも、第2節で想定した「ワクチン接種者（楽観）」はGoToキャンペーン事業がなくても相当程度消費を増加させる可能性が高く、GoToキャンペーン事業の存在により新たに創出される需要の規模という意味での政策効果は、表面的な消費の増加幅ほど大きくないと考えられる。

以上を踏まえると、経済対策については、進捗が見込まれる2022年度の経済成長率の押し上げという意味での効果は、財政支出の規模や事業規模と比して大きくないと考えられる。しかし、先述したように成長率を大きく押し上げるまでには至らなくても、貧困者やサービス業等への支援は重要であり、経済活動の落ち込みを防ぐことにもつながる。そうした観点からは、酒井他（2021b）や酒井・古谷（2020）で指摘しているように、給付の迅速性を高める体制を整備することが政策の実効性を担保する上で重要だ[9]。行政のデジタル化の推進を通じて、「プッシュ型」行政サービスへの転換が進展することを期待したい。

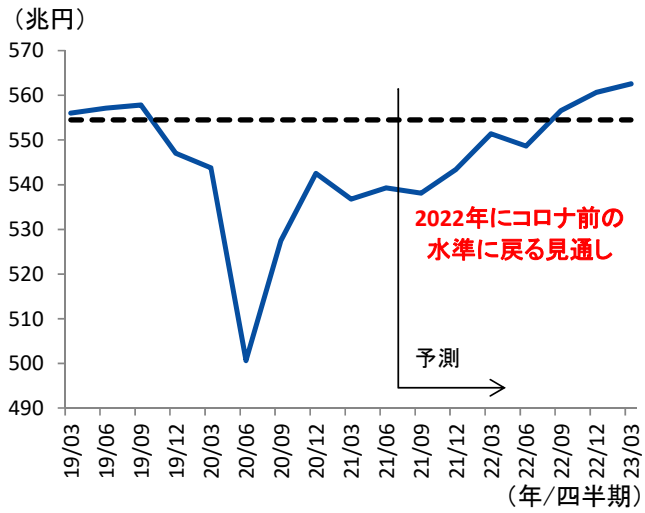
なお、30兆円の財政支出といっても、一部は前年度予算未消化分が減額補正される形で流用されるとみている。ワクチン接種証明を活用したGoToキャンペーン事業の再開などは、前年度予算で手当て済みであり、2021年度補正予算に計上されるとしても追加国債の発行を必要とするわけではない。

図表17　需給ギャップ（内閣府試算）



（出所）内閣府より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 18　実質 GDP 見通し



（出所）内閣府より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

６．おわりに～日本経済の見通し総括と今後のリスク

以上、日本経済に及ぼす影響が大きい諸要因について考察してきた。2021年度後半の日本経済はワクチン普及に伴い回復に向かうのがメインシナリオであるが、供給制約や交易条件の悪化が2021年度後半から2022年度前半にかけて下押し要因になることに加え、2022年度前半の感染者数・重症者数の急増（感染第6波）が個人消費の回復を阻害する。これらを踏まえ、現時点では、GDPがコロナ禍前（2019年平均）の水準を取り戻すのは2022年7～9月期になるとみている（図表18）。経済成長率については、2021年度は＋3.0%、2022年度は＋2.6%と予測している（図表19）。

世界的な潮流として、ワクチン普及・活動制限緩和に伴い、コロナ禍による影響の重心は需要面から供給面へシフトしつつある。感染力の強いデルタ株の感染拡大懸念による下押し影響が一部に残る一方、ワクチン普及を背景とした需要回復に伴って、米国を中心に労働力不足や原材料不足などによる供給制約が深刻化しつつある。加速する気候変動対策も相まって、供給制約への懸念が今後ますます増大する可能性が高まっている。供給力のボトルネックは①生産下振れ（消費機会の逸失）、②インフレ圧力の高まり（購買力の低下）、③企業収益の下押し（投資余力・意欲の低下）の3つの経路を通じて実体経済に悪影響を及ぼす。日本経済においても①について自動車の大幅減産に伴う輸出・消費の減少、③について交易条件悪化による企業収益の圧迫といった影響が顕在化している（②についても、米国のようなインフレ率の上昇はみられないものの、エネルギーなど部分的には価格転嫁の動きがみられる）点はこれまで述べてきたとおりである。コロナ禍に見舞われた昨年来、感染拡大とそれに伴う経済活動制限を受けた需要の落ち込みが経済を語る上での最重要論点であったが、今後は、

図表19　日本経済見通し総括表

		2020 年度	2021 （見通し）	2022 （見通し）	2021 1～3	2021 4～6	2021 7～9	2021 10～12	2022 1～3	2022 4～6	2022 7～9	2022 10～12	2023 1～3
実質GDP	前期比、%	▲4.4	3.0	2.6	▲1.1	0.5	0.0	0.8	1.2	▲0.3	1.4	0.8	0.4
	前期比年率、%	―	―	―	▲4.2	1.9	0.1	3.0	5.0	▲1.4	5.9	3.2	1.6
内需	前期比、%	▲3.8	2.4	2.2	▲0.8	0.8	0.0	0.8	1.2	▲0.5	1.3	0.8	0.4
民需	前期比、%	▲6.3	2.8	2.6	▲0.6	0.8	0.0	0.9	1.4	▲0.6	1.5	0.9	0.5
個人消費	前期比、%	▲5.8	3.2	2.4	▲1.3	0.9	▲0.3	1.2	2.0	▲1.5	1.7	0.9	0.4
住宅投資	前期比、%	▲7.2	2.7	1.6	1.0	2.1	2.1	▲0.8	0.5	0.7	0.4	0.2	0.2
設備投資	前期比、%	▲6.8	3.0	2.9	▲1.3	2.3	▲0.6	0.7	0.7	0.9	0.9	0.7	0.7
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.4)	(▲0.3)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	3.5	1.2	1.1	▲1.6	0.7	▲0.1	0.4	0.7	▲0.4	0.7	0.5	0.2
政府消費	前期比、%	3.4	2.1	1.0	▲1.7	1.3	0.2	0.2	0.8	▲0.5	0.6	0.4	0.2
公共投資	前期比、%	4.2	▲2.1	1.6	▲1.1	▲1.7	▲1.2	1.4	0.3	0.0	0.8	0.6	0.2
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.6)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)
輸出	前期比、%	▲10.4	10.1	4.6	2.4	2.8	▲3.1	0.6	1.2	2.1	1.9	0.7	0.5
輸入	前期比、%	▲6.8	6.2	2.5	4.0	5.0	▲3.3	0.5	1.1	1.0	1.1	0.5	0.5
名目GDP	前期比、%	▲3.9	1.8	3.4	▲1.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	2.0	0.9	1.1	0.0	0.9
GDPデフレーター	前年比、%	0.6	▲1.2	0.7	▲0.2	▲1.2	▲1.3	▲1.6	▲0.8	1.0	0.7	0.9	0.6
内需デフレーター	前年比、%	▲0.3	0.6	0.7	▲0.5	0.2	0.5	0.9	0.7	1.0	0.6	0.6	0.5

（注）網掛けは予測値
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

供給面の制約による悪影響の深刻化についても注意を払っていかねばならないだろう。

ただし、ワクチンが普及するとは言え、コロナ禍の影響についてまだまだ楽観視できないのも事実である。検査体制の拡充や重症病床積み増しが実際にどの程度実行されるのか、コロナ対策については不確実性が高い。さらには、ワクチンの有効性（発症・重症化予防、感染予防）を著しく低下させる新たな変異株が出現・蔓延するリスクも皆無ではない。

以上を踏まえると、需要面、供給面双方の観点から、経済にはさらなる下振れリスクが残存している点に留意する必要があるだろう。10月末の総選挙を経て誕生する新政権には、経済の難しいかじ取りが求められる。本稿で論じた懸念材料に対してどのような対策を講じるのか、新政権の動向に注目していきたい。

［参考文献］

川畑大地（2021）「製造業に交易条件悪化の試練～原料輸入増で先行きの収益・投資に下振れリスク」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年10月14日

酒井才介（2021a）「年率＋1.9％と1次速報から上方修正（4～6月期2次ＱＥ）」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『QE解説』、2021年9月8日

酒井才介（2021b）「年率＋0.1％とほぼ横ばいの成長を予測（7～9月期1次ＱＥ）」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『QE予測』、2021年10月29日

酒井才介・川畑大地・服部直樹・岡田豊（2021a）「倒産増加リスクをどうみるか～資金繰り支援縮小やインバウンド回復の遅れが逆風」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年8月6日

酒井才介・服部直樹・嶋中由理子・川畑大地・諏訪健太・揚原由子・南陸斗（2021b）「日本経済の回復力をどうみるか～ワクチン普及が光明となるも不確実性が残存」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年8月18日

酒井才介・平良友祐・有田賢太郎（2018）「体感物価の上昇が消費を下押し～家計は食品・エネルギー価格や実質値上げに敏感～」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2018年3月8日）

酒井才介・古谷渉（2020）「追加経済対策の効果と課題～コロナ対策と経済構造転換の二兎を追う」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2020年12月23日

嶋中由理子・中信達彦（2021）「低迷が続く日本の個人消費～10～12月期以降は、ワクチン普及を背景に持ち直し」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年9月28日

諏訪健太（2021）「慎重姿勢が続く設備投資～設備投資の短・中期見通しとグリーン投資の影響」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年10月20日

服部直樹・酒井才介（2021a）「ワクチン接種加速の経済効果～1日100万回達成で2021年度GDPを1％押し上げ」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年6月18日

服部直樹・酒井才介（2021b）「コロナ禍出口戦略の再構築～日本の経済活動再開に必要な政策とその効果のシミュレーション」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほリポート』、2021年9月17日

松浦大将・越山祐資（2021）「部品調達に苦しむ自動車産業～日系企業はサプライチェーンの混乱長期

化に備えを」、みずほリサーチ＆テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年10月1日
みずほリサーチ＆テクノロジーズ（2021）「2021・2022年度　内外経済見通し～世界経済は回復に向かうも、感染再拡大と供給制約が重しに」、2021年10月22日

[1] 感染第5波の潜在重症者数と比較して第6波の重症者数の試算値は小さく、ワクチン普及などの効果が表れている点を確認できる。
[2] 酒井他（2021b）が指摘したように、外食や旅行の回数を増やすことには限界があることから、主に高価格帯のレストラン・宿泊施設等の利用増加が見込まれる。
[3] 酒井他（2021a）で示した見通し（約3兆円程度のペントアップ需要を織り込んでいた）と対比して、対人サービス消費のパスが下振れることで、GDPが2021年度で▲0.3%、2022年度で▲0.9%下振れる計算になる。2022年も感染懸念が残ることを想定した服部・酒井（2021b）のパス対比でも、2022年度のGDPが▲0.3%下振れる計算になる。
[4] もっとも、足元の倒産件数はサービス業以外の業種を含めて歴史的な低水準となっており、経済活動の正常化に伴い資金繰り支援が縮小されていけば徐々に倒産件数も増加に向かうとみるのが自然だ。資金繰り支援の段階的な縮小が見込まれる2022年後半以降には倒産件数も徐々にコロナ禍前の水準（年7,000件程度）に向かって増加していく可能性が高いだろう。
[5] 7～9月期以降の減産幅が拡大したことで、酒井他（2021a）の見通し対比で、2021年度成長率が▲0.5%程度下振れる計算になる。
[6] みずほリサーチ＆テクノロジーズのマクロモデルでは、供給制約がない場合、円ドルレート10%の円安で2021年度後半から2022年度にかけて実質輸出が1.4%、実質GDPが0.3%程度増加すると試算される。
[7] なお、消費者物価全体としての価格転嫁の度合いが限定的であっても、ガソリンや食料品など家計にとって身近な商品の価格が上昇すると家計の体感物価が上昇しやすいため、交易条件悪化による家計負担分（本稿では約3兆円）による影響以上に消費マインドが下振れる可能性がある点にも留意する必要がある（酒井他（2018）参照）。
[8] 公明党は18歳以下の子どもに一律で10万円を給付する公約を掲げており、その場合の支出規模は2兆円程度となる。給付対象の線引きはこれから具体化される見通しであるが、本稿では、公明党の給付規模を参考として、家計向けの現金給付の総額が概ね2兆円程度になると想定した。
[9] 酒井他（2021b）が指摘したように、自治体の人手不足・不正防止の審査などにより飲食店への協力金支給などが遅延し、前年度予算は多額の繰越が発生した。

［共同執筆者］

経済調査チーム	上席主任エコノミスト	**酒井才介**	saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	上席主任エコノミスト	**服部直樹**	naoki.hattori@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	エコノミスト	**川畑大地**	daichi.kawabata@mizuho-ir.co.jp
市場調査チーム		**揚原由子**	yuko.agehara@mizuho-ir.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。