

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
調査部 経済調査チーム
03-3591-1241

- 2021年度の成長率は+3.8%と予測。7~9月期はデルタ株の感染拡大や半導体供給不足の影響長期化が下押し要因になり、弱い伸びに。ワクチン普及で10~12月期以降はサービス消費が回復
- 2022年度の成長率は+3.7%と予測。前年度からのゲタが高いことに加え、高額なサービス消費を中心としたペントアップ需要がGW、夏季休暇に分散して発現し、年度前半の景気を押し下げ
- ただし、デルタ型でワクチンの感染抑制効果が低下するリスクや、先行きのワクチン普及率が伸び悩むリスクに留意が必要。行動制限の解除時期が後ずれする可能性もあり、不確実性は残存

1. はじめに

新型コロナウイルス感染拡大（以下、「コロナショック」）を受け、2020年度の日本経済は急速に悪化した。2回にわたる緊急事態宣言が発令されたことで、2020年度の日本の実質GDP成長率は▲4.5%と、リーマン・ショック時の2008年度（▲3.6%）、2009年度（▲2.4%）以来の大幅な落ち込みとなった。

2021年度に入っても、コロナショックから日本経済は脱却出来ていない。4~6月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+0.3%（年率+1.3%）と、2四半期ぶりのプラス成長になったものの、1~3月期（前期比▲0.9%（年率▲3.7%））の落ち込みを取り戻すには至っていない。米国・中国を中心に海外経済が堅調に推移したほか、好調な半導体市場などが押し上げ要因となり、輸出や設備投資は増加した。一方、4月に発令された3回目の緊急事態宣言の発令を受けて対人接触型のサービス消費（外食、宿泊、旅行・交通、娯楽）を中心に4~5月の個人消費が減少し、全体を下押しした（詳細は酒井（2021）を参照）¹。

その後もデルタ型変異株（以下、「デルタ株」）の感染拡大が続き、政府は4回目の緊急事態宣言の発令・延長を余儀なくされている。現時点においても東京都を中心に医療体制が逼迫した状況が続いており、予断を許さない状況だ。

一方で、明るい兆しもある。足元のワクチン接種回数は、データ入力遅れの影響を考慮した実勢では1日110万回前後で推移しているとみられる。このままワクチンが順調に普及していけば、経済活動の制限解除を通じて、年度後半の景気押し上げ要因になるだろう。

本稿では、景気の現状を確認した上で、経済に影響を及ぼす主なファクターについて整理するとともに、現時点での2021年度、2022年度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. 日本経済の現状～デルタ株蔓延の影響で、7～9月期の日本経済は弱い伸びに

本節では日本経済の現状について述べる。デルタ株の感染拡大を受け、政府は7月12日に東京都を対象として4回目の緊急事態宣言を発令し、酒類・カラオケ設備を提供する飲食店・遊興施設などに対する休業要請と、それ以外の飲食店・遊興施設への営業時間短縮要請を実施した（図表1）。しかし、人出の十分な抑制には至らず、首都圏や各地域で感染拡大が続いたため、政府は7月30日に埼玉、千葉、神奈川、大阪に対して追加発令し、期間を8月31日までとした（東京・沖縄も同日まで延長）。その後も全国的な感染増加が続き、東京都を中心に医療体制が急激にひっ迫したことを受け、政府は茨城・栃木・群馬・静岡・京都・兵庫・福岡の7府県に対して緊急事態宣言を追加発令し、期間を9月12日までとした（東京・埼玉・千葉・神奈川・大阪・沖縄も同日まで延長）。人出の抑制を図るため、百貨店など大型商業施設への入場制限要請、休業要請など規制の内容も強化された。

このように、足元の日本経済は再びコロナショックの猛威に晒されている。ワクチンが現役世代に十分に普及していない状況では、経済活動の抑制はやむを得ないだろう。現時点では、7～9月期の日本経済は前期比+0.5%と、1～3月期の落ち込みと比較して4～6月期に続き弱い伸びにとどまると予測している。輸出・設備投資は緩やかな増加基調が続くとみられる一方、個人消費が低迷するとみられる。日本経済の現状（7～9月期）への影響が大きい主な論点について、以下整理する。

（1）医療体制の逼迫を受けて緊急事態宣言は9月下旬まで延長。個人消費は低迷が続く

上記のとおりデルタ株の感染拡大と政府による緊急事態宣言の発令・延長が個人消費の下押し要因になることは不可避であろう。服部・酒井（2021b）の想定と比べ、緊急事態宣言発令後の7月の人出の減少幅が小さかったこと、デルタ株の感染力が強かったことを受け、感染者数・入院者数の動向は服部・酒井（2021b）が示したリスクシナリオ以上の危機的な状況となっている。入院者数は前回の第4波を上回り、重症者数も過去最高を更新するなど、入院者数・重症者数が急激に増加し、医療体制のひっ迫は深刻な状況だ（東京都では、自宅療養者数と療養先調整中の人数が急速に増加し、既往ピークを大幅に超過した）。

足元までの感染・医療体制の動向を踏まえ、緊急事態宣言の発令期間は9月下旬まで再延長がなされ

図表1 これまでの緊急事態宣言の内容

		第3次		第4次
		4月25日～5月11日	5月12日～6月20日	7月12日～
住民		日中も含めた不要不急の外出・移動の自粛要請	日中も含めた不要不急の外出・移動の自粛要請	日中も含めた不要不急の外出・移動の自粛要請
商業施設 娯楽施設	1,000㎡超	休業要請	休業要請	時短要請 (5～20時)
	1,000㎡以下	休業協力依頼	休業協力依頼	時短協力依頼 (5～20時)
飲食店	酒類・カラオケ提供する	休業要請	休業要請	休業要請
	酒類・カラオケ提供しない	時短要請 (5～20時)	時短要請 (5～20時)	時短要請 (5～20時)
大規模イベント	収容定員10,000人以下	原則無観客	収容定員の50%まで	収容定員の50%まで
	収容定員10,000人超		5,000人	5,000人

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 今後の政府の対応等の想定

日付	政府の対応等
7月12日	・東京へ緊急事態宣言を発令（～8月22日） ・沖縄の緊急事態宣言を延長（～8月22日） ・埼玉、千葉、神奈川、大阪のまん延防止措置を延長（～8月22日）
7月23日	・オリンピック開幕（～8月8日）。首都圏1都3県は無観客開催
7月30日	・埼玉、千葉、神奈川、大阪に緊急事態宣言を追加発令 ・緊急事態宣言を延長（～8月31日）
8月上旬	・東京で医療ひっ迫状態に（入院者数や重症者数が急増） →感染急増・医療ひっ迫のアナウンスメント効果により、人出が減少
8月17日	・茨城、栃木、群馬、静岡、京都、兵庫、福岡に緊急事態宣言を追加発令 ・緊急事態宣言を延長（～9月12日） ・規制強化（大型商業施設の入場制限や休業要請など）
8月後半～	・感染者数、病床使用率は徐々に改善へ
8月24日	・パラリンピック開幕（～9月5日）。原則無観客開催
9月中旬	・緊急事態宣言を9月下旬まで延長
9月下旬	・重症者数がステージIV脱却 ・緊急事態宣言を解除

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ると予測している（図表2）。宣言の再延長・対象地域の拡大・規制の強化に加え、感染者数の急増や医療体制のひっ迫を巡る悲観的な報道が増えることによるアナウンスメント効果も相まって、8月から9月にかけて人出の減少が見込まれる。足元の東京の小売・娯楽モビリティは低下傾向で推移しているが、8月中旬以降は5月並の水準（コロナ前対比▲35%程度）まで一段と低下すると想定している。潜在的な入院・重症者数は8月後半にかけて確保病床数の2倍前後まで増加し、その後減少に転じるものの、病床使用率がステージ4を脱却できるのは9月下旬になると見込んでいる。

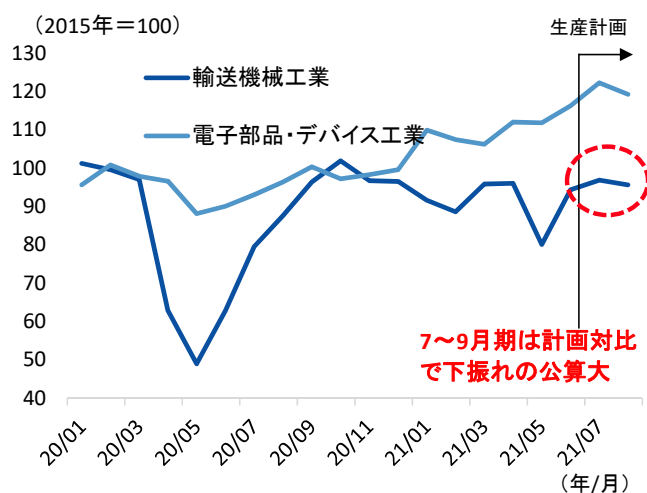
服部・酒井（2021b）の想定に比べて7月の人出が上振れた一方、8～9月の人出が減少することで、均してみれば7～9月期の対人接触型のサービス消費は4～6月期から横這い圏で低迷が続くと予測する。デルタ株の感染拡大や緊急事態宣言の発令により7～9月期の個人消費が抑制されることで、2021年度のGDPが▲0.3%下押しされると試算している（服部・酒井（2021b）と見方は大きく変わらない）。

（2）半導体不足の影響が長引き、7～9月期の自動車輸出・国内販売を下押し

経済産業省の製造工業生産予測指数をみると、7～9月期の輸送機械の生産は（9月を横這いと仮定して）前期比+6.5%の増産計画となっている（図表3）。半導体不足による自動車減産のピークは4～6月期（▲30万台強）であったとみられる。しかし、7～9月期の輸送機械の生産は計画対比で下振れる公算が大きい。最近の輸送機械生産は、半導体不足により計画対比で下振れる傾向にあり、直近4カ月の輸送機械の予測修正率は▲5%前後で推移している（図表4）。

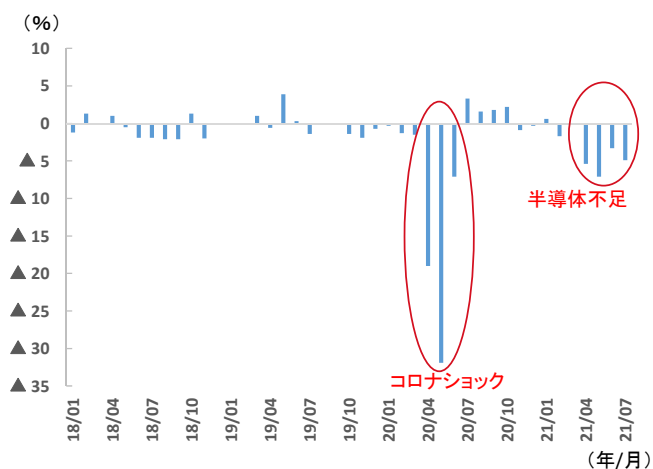
実際、報道によれば、自動車メーカーが夏場にかけて一部の工場の生産停止を発表する動きがみられる。半導体不足が長期化していることに加え、感染拡大による東南アジアからの部品供給減もマイナス要因になっており、7～9月期の自動車減産の規模は▲20万台強に達するとみられる。他産業への波及を含め、7～9月期のGDPを▲0.6%程度押し下げる計算だ。夏場の自動車の輸出・国内販売が下押しされることは避けられないだろう。

図表3 輸送機械、電子部品・デバイスの生産



(注) 実績は鉱工業生産指数、計画は製造工業生産予測指数
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表4 輸送機械工業の予測修正率



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

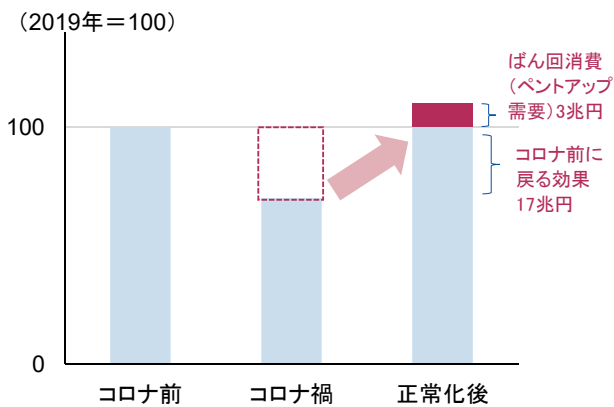
3. 日本経済の見通し～ワクチン普及、GoTo 再開効果などで年度下期は回復

本節では年度下期以降の日本経済の見通しについて述べる。見通しを左右する重要なファクターとなるのが、ワクチン普及時期の想定である。現時点では、服部・酒井（2021a）と同様、1日当たり平均100万回のワクチン接種ペースが継続することで年明けには集団免疫を獲得した状態に到達し、2022年1～3月期に経済活動の制限が解除されると想定している（これがメインシナリオにおける想定であるが、リスクについては後述する）。

（1）年度下期は回復ペースが早まる。2021年度成長率は+3.8%と予測

上記のワクチン接種ペース・経済活動制限解除の想定を踏まえ、2021年度の成長率は+3.8%と予測する。実質GDPは2022年1～3月期にコロナ禍前（2019年平均）の水準を回復するとみている。以下、2021年度の見通しに関する主な論点について述べる。

図表5 対人接触型サービス消費の回復イメージ



(注) コロナ前に戻る効果は、2021年7～9月期水準から2019年平均までの対人サービス消費の回復幅

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

図表7 GoToキャンペーン事業の需要創出効果

	割引想定	需要創出効果	需要創出金額
外食	20%	5%	0.6兆円
宿泊・旅行・交通など	50%	30%	2.4兆円
合計			3.1兆円

(注) みずほリサーチ&テクノロジーによるマーシャル（自己）価格弾力性の推計値を用いた試算

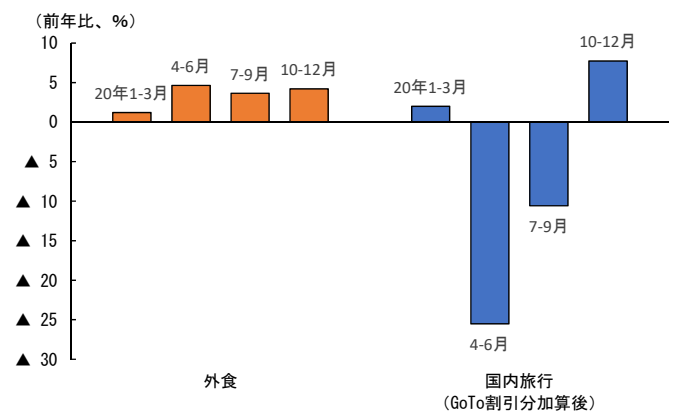
(出所) 総務省「家計調査」、内閣府「国民経済計算」、JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」などより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表6 夏の旅行予約状況（6月下旬時点）

	夏の旅行予約状況、動向等
ANA	7月4連休の国内線利用者は前年比2倍、8月のお盆休みは同2～3倍、ワクチン接種を終えた高齢者中心に予約が伸びる
JR東日本	これまで見合わせていた7/1～15の臨時列車の指定席販売の内、一部運航を決める
HIS	高齢者を中心に海外旅行の間合せが増加
プリンスホテル	軽井沢の一部ホテルの8月の予約率はコロナ前とほぼ同水準
JTB	6月20日時点での7月の旅行予約者数は前年比+45%
クラブツーリズム	高齢者だけが参加できるツアー旅行を販売。直近1か月（6月頃）の予約者の内65歳以上の割合がコロナ前対比で約+10%Pt

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表8 コロナ禍の外食・国内旅行の客単価



(注) 旅行については、観光庁のGoToトラベル実績から、割引分を加算した単価を算出

(出所) 日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」、観光庁「旅行・観光消費動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

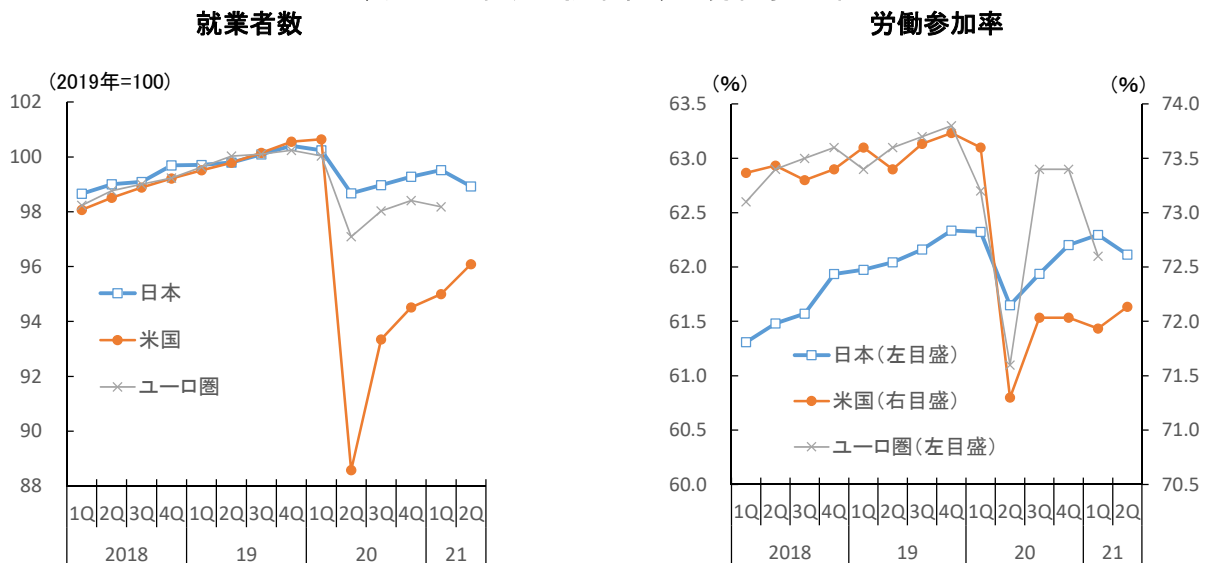
a. ワクチン普及で秋から経済活動が回復。2022年1~3月期以降はペントアップ需要が発現

コロナ禍では行動制限や感染懸念による外出控えを背景に、サービス中心に消費が抑制される状況が長期化した。これだけ長い間人々が我慢を強いられた経験は類を見ない。経済活動の制限が解除されれば、これまでの我慢の反動もあり、個人消費の大幅な回復が見込まれる。服部・酒井（2021a）が指摘したように、足元で低迷が続く対人接触型サービス消費（外食、宿泊、旅行・交通、娯楽）が回復し、個人消費のけん引役は財からサービスにシフトするだろう。対人接触型サービス消費について、①7~9月期の水準からコロナ禍前の水準に戻る効果（正常化）で約17兆円、②ペントアップ需要（ばん回消費）で約3兆円の経済効果が生じると予測している（図表5）。服部・酒井（2021b）で試算したとおり、ワクチン普及によりそれらの発現時期が前倒しされることで、2021年度のGDPは+1.2%程度押し上げられるとみている（先述の夏場のデルタ株蔓延による下押しを勘案しても、年度通年ではGDPを差し引き+0.9%押し上げる計算となる）。

米国と比べ相対的に慎重な消費行動が指摘される日本だが、（7月の緊急事態宣言発令前の）6月下旬時点ではワクチン接種を終えた高齢者を中心に夏の旅行予約が好調との報道が相次ぐなど、制限解除を見越した動きがみられた（図表6）。こうした動きを踏まえれば、制限解除時期とペントアップ需要の発現に大きなタイムラグは生じない可能性が高い。

政府がGoToキャンペーン事業を再開することも対人サービス消費の回復を後押しすると考えられる。価格弾力性を用いた簡易的な試算では、GoToキャンペーン事業により約3兆円の需要創出効果が見込まれる（図表7）。感染動向や世論の状況によっては、ワクチン接種者（及び陰性証明者）に利用を限定した形でGoToキャンペーン事業を再開する可能性もあるだろう（東京都が若年層の接種促進のためワクチン接種証明で店舗割引が受けられるアプリを開発すると発表するなどの動きがみられるように、自治体あるいは事業者が独自にワクチン接種もしくは陰性証明を条件とした割引などを実施する動きが広まることも考えられる）。いずれにせよ、感染拡大を防止できる環境を整えた上で需要喚起策を打ち出すことには合理性があるだろう（後述するように、ワクチン接種とGoToキャンペーン利用を紐づけることは、ワクチン普及の促進策にもなり得る）。

図表9 日米欧の就業者数と労働参加率



(出所) 米労働省、Eurostat、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

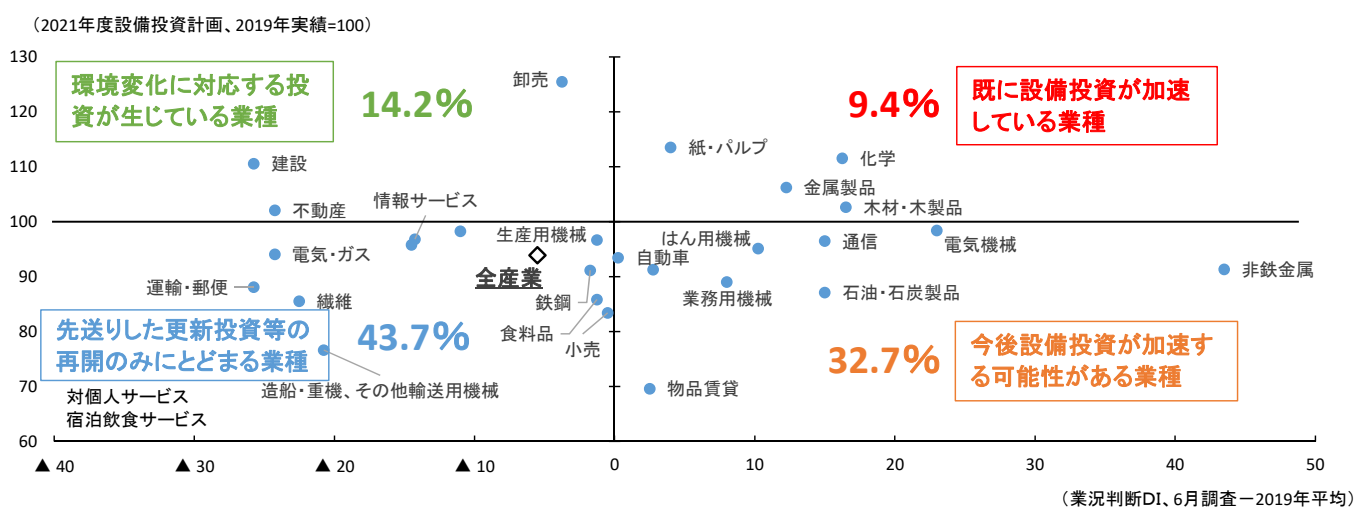
ペントアップ需要は、嶋中（2021）が指摘したように、主に高価格帯のサービス消費に発現する見込みである。2020年の外食は消費総額・回数が大幅に減少した一方で、客単価は上昇した（図表8）。ディナーレストラン等で客単価が上昇しており、支出機会が限られる中で消費者は「プチ贅沢」を志向していたということだろう。国内旅行についても、行動制限による近距離・短期へのシフトで交通費等を中心といったんは単価の押し下げ圧力が働いたものの、東京都がGoToキャンペーンの適用対象となった2020年10～12月の単価は上昇している。外食や旅行の回数を増やすことには限界があり、ペントアップ需要が発現する際においても2020年と同様、高価格帯（高付加価値）サービスへの需要が増加する形になると考えるのが自然だろう。

なお、ワクチン普及に伴って急速に経済が回復している米国では、労働の供給制約がボトルネックになっている。しかし、米国に比べて日本の雇用減少幅は小さく、労働参加率の低下も一時的であった（図表9）。失業給付の積み増しで対応した米国に対し、日本は雇用調整助成金の特例措置など雇用維持を前提とした対策で対応したことが背景にある²。日本企業は雇用を維持して需要回復を待っている状況であり、需要増加時の労働供給は米国と比較してスムーズであると考えられ、人手不足の問題は深刻化しない可能性が高い。ただし、需要が回復しきれていない中で雇用を維持していることは、逆に言えば足元の企業業績圧迫要因になっている点には留意が必要だ（設備投資や賃金の回復が鈍い一因になっていると考えられる）。

b. 企業の慎重姿勢で設備投資の回復は緩やか。投資水準がコロナ禍前に戻るのには2022年度

設備投資は緩やかな回復が続くと予測している。デジタル化・省力化関連のソフトウェア投資などが引き続き押し上げ要因となるほか、好調な半導体市場を受けて能力増強投資を増やす動きが一部の業種で出ているとみられる。4～6月期のGDP統計の設備投資（前期比+1.7%）にもそうした動きが反映されていると考えられる。

図表 10 日銀短観（6月調査）：業況判断DIと2021年度設備投資計画の比較



(注) 1. 大企業、投資計画はソフトウェア含む・土地投資額除く

2. 投資計画は6月調査から実績値までの修正率（過去5年平均）を掛けた値

(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

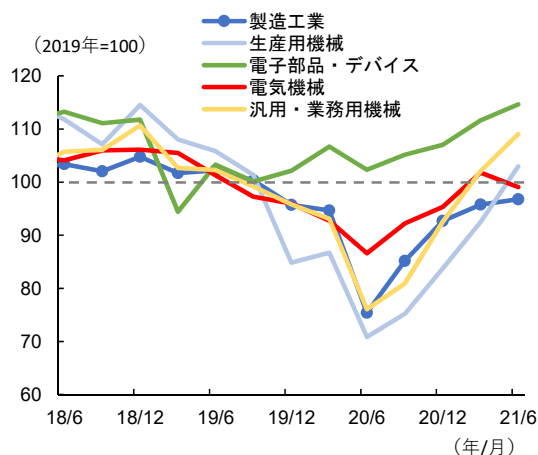
ただし、足元の設備投資の増加は更新投資の再開が主因であると考えられ、景気をけん引するほどの力強さはみられない。2021年度の設備投資計画（日銀短観6月調査、大企業）は前年比+12.3%と高い伸びだが、例年の修正率を考慮すると、大半の業種の投資水準はコロナ禍前（2019年度）を下回る可能性が大きい。日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査（2021年8月）をみても、実績にかけて下方修正される例年の傾向を考慮すると2021年度の設備投資は前年比で1桁台の伸びにとどまり、2019年度の水準に戻らない見通しである。この背景には、投資が加速しやすい水準まで需要や業績が回復している業種に限られていることがある。コロナ禍前を超えて景況感が改善し、投資水準も回復している業種は、化学など全体の9.4%の業種にとどまる（図表10）。電気機械・通信など、今後能力増強投資が増える可能性がある業種も32.7%程度にすぎない³。

図表 11 2019 年対比で出荷が 10%以上増加している品目

業種	品目	業種	品目
電子部品・デバイス	線形半導体集積回路, モス型半導体集積回路 (メモリ), 混成集積回路,トランジスタ, アクティブ型液晶パネル (大型), 固定コンデンサ,コネクタ, 水晶振動子・フィルタ・複合部品, 電子回路基板	電気・情報通信機械	サーボモータ,PMモータ,電磁リレー, 低圧遮断器,低圧開閉スイッチ, 自然冷媒ヒートポンプ式給湯機, リチウムイオン蓄電池 ,X線装置, 半導体・IC測定器 , 電気測定器 (除,半導体・IC測定器), 医用電子応用測定器,交換機, 基地局通信装置, ノート型パソコン
生産用機械	装輪式トラクタ,ショベル系掘削機械, マシニングセンタ, 半導体製造装置 , ダイヤモンド工具,超硬工具,電動工具, 繊維機械,産業用ロボット	窯業・土石製品	無アルカリガラス基板 , ファインセラミックス (パッケージ) , ファインセラミックス (圧電機能素子) , ファインセラミックス (ガスセンサ素子) , ファインセラミックス (構造材)
非鉄金属	アルミニウムはく, 通信用ケーブル光ファイバ製品	化学	合成アセトン,二塩化エチレン,カプロラクタム, ポリビニルアルコール,フッ素樹脂,アンモニア
鉄鋼	普通鋼冷延電気鋼帯	汎用・業務用機械	一般用蒸気タービン,空気圧機器, 試験機,工業用計重機,カメラ

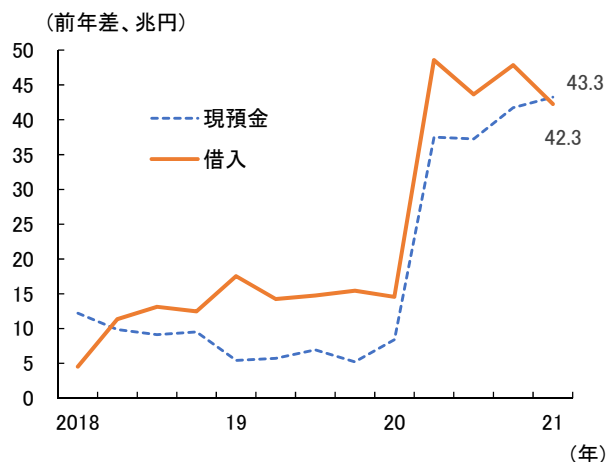
(注) 1. 赤字はIC関連品目。青字は脱炭素関連、テレワーク関連品目
2. 2021年4~6月期の出荷指数を基準に抽出
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表12 製造工業・稼働率指数（四半期ベース）



(注) 2019年=100として指数化
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表13 企業部門の現預金残高と借入残高



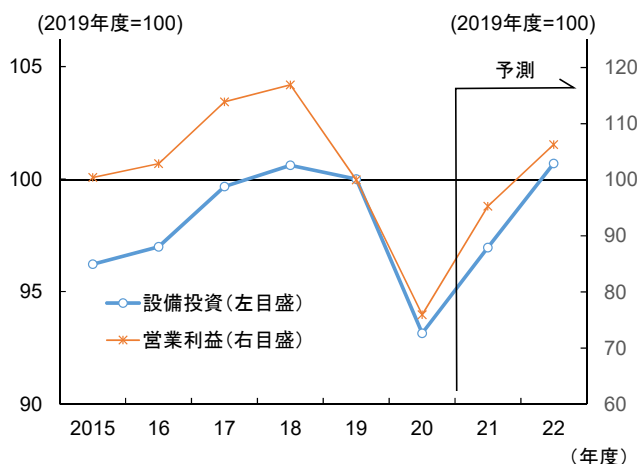
(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

鉱工業出荷の水準をコロナ禍前（2019年平均）と比較すると、主に半導体・電子関連品目が上振れていることがわかる（図表11）。コロナ禍でのテレワーク・オンラインシフトや脱炭素化に関連した品目も好調だ。これらの品目を製造している業種の稼働率はコロナ禍前を上回る水準に達しており（図表12）、これらの業種・品目は能力増強投資につながりやすい状況であると考えられる。

しかし、日本銀行の資金循環統計をみると、企業部門の現預金と借入は両建てで増加した状態が続いており、先行き不透明感が残る中、多くの企業は引き続き手元流動性を厚めに保有していることがわかる（図表13）。企業行動に慎重さが残る中では、設備投資回復の本格化は期待しにくい。

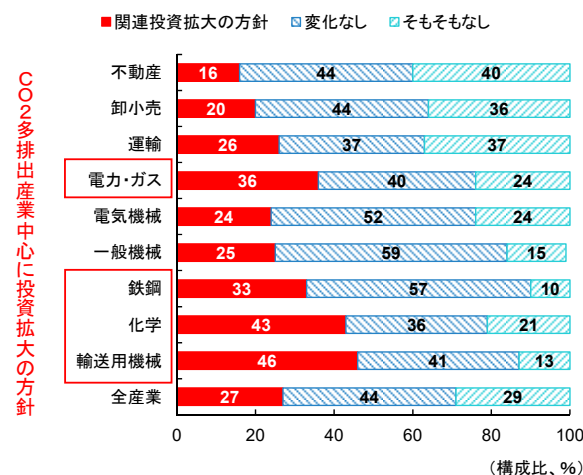
これらを踏まえ、2021年度の設備投資は前年比+4.1%と増加に転じるが、前年度落ち込み分（同▲6.8%）を取り戻すには至らないと予測する。足元の増加も前年の落ち込みの反動で説明できる範囲であり、これまで先送りされた投資需要の発現による面が大きいと考えられるだろう。設備投資がコロナ禍前（2019年度）の水準を取り戻すのは、経済活動正常化・ペントアップ需要の発現を受けて企業

図表 14 企業収益と設備投資の見通し



(注) 営業利益は法季ベース、設備投資はSNAベース
 (出所) 財務省「法人企業統計季報」、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

図表 15 脱炭素関連投資の方針 (大企業)



(出所) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 16 企業の設備投資スタンス

19年4-6月期		21年4-6月期	
1	維持更新 60.8	1	維持更新 62.8
2	生産(販売)能力の拡大 48.1	2	省力化合理化 43.7
3	省力化合理化 45.0	3	情報化への対応 43.2
4	製(商)品・サービスの質的向上 43.1	4	生産(販売)能力の拡大 39.8
5	情報化への対応 34.9	5	製(商)品・サービスの質的向上 37.0
6	研究開発 15.5	6	研究開発 14.3
7	新事業への進出 12.2	7	新事業への進出 11.5
8	環境対策 5.5	8	環境対策 9.4
9	海外投資 5.5	9	海外投資 3.6
10	その他 3.1	10	その他 3.0

(注) 1. 重要度の高い3項目として挙げた企業の割合
 2. 赤字はデジタル化投資関連、青字は能力増強投資関連とみられる項目
 (出所) 財務省「法人企業景気予測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

収益がコロナ禍前に戻る2022年度になると予想している（図表14）。

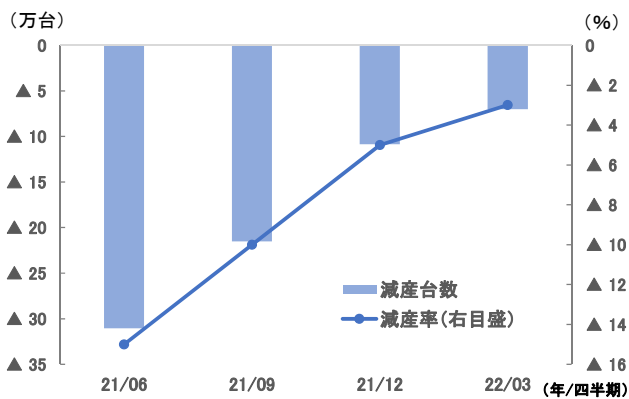
なお、世界的なグリーン化の潮流を受けて関心が高まっている脱炭素関連投資については、二酸化炭素多排出産業（電力・ガス、鉄鋼、化学、輸送用機械）に属する3～5割の企業が拡大する方針であり、増加の兆しがみられる（図表15）。企業の設備投資スタンスを確認すると、情報化投資の優先度はコロナ禍を受けて明確に上昇しているほか、環境対策もウェイトは低いが高まる兆候がみられる（図表16）。一方で、能力増強投資や新事業への進出の割合は低下していることから、日本企業の多くは、キャッシュフローの範囲での投資を続ける中で情報化投資や環境対応投資のウェイトを高めていくスタンスであると考えられる。

c. 車載向け半導体の供給不足の影響は長期化。年度下期の挽回生産は困難

酒井・山本（2021）は、半導体不足の影響が徐々に和らぎ、年度下期には自動車の挽回生産がなされると予想していた。しかし、巣ごもり需要や顧客側の在庫獲得競争を受けてマイコンの需要が急増しており、車載向けでも需要増に供給が追いつかない状況が続いている。半導体メーカーが増産投資をしても、装置発注から半導体出荷まで約2年を要するため、需要増を受けた設備投資が供給力に寄与するのは2022年以降になるとみられる。

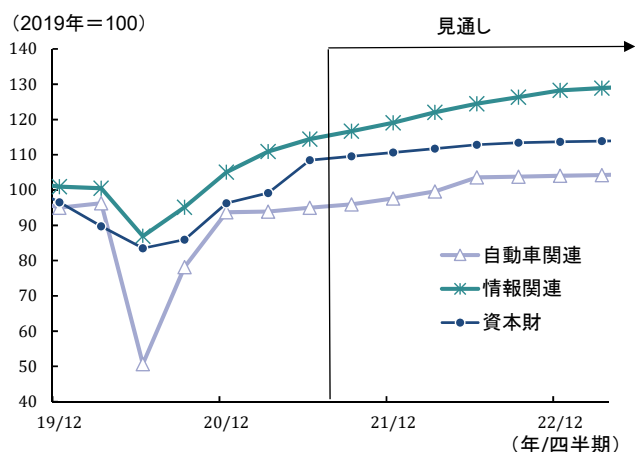
自動車メーカーは調達確保に注力しているものの、半導体の供給制約が長期化することで、年度下期の挽回生産は困難とみられる。自動車メーカーの決算発表をみても、半導体不足は2022年初まで継続する見通しを立てている企業が多く、メーカーによっては半導体不足やアジア感染拡大による部品不足影響の不確実性が高いことを理由に、通期生産見通しの引き下げを余儀なくされている。2021年4～6月期の自動車減産幅（▲30万台強）は酒井・山本（2021）の想定（▲50万台超）より小さかった一方、7～9月期以降も供給制約が続くことにより、2021年度通年でみた半導体不足による自動車減産の規模は▲70万台程度（半導体不足がなかった場合対比で▲8%の減産率）に拡大するとみている（図表17）。他産業への波及効果も勘案すると、2021年度GDPを▲0.6%程度下押しする計算だ。

図表17 半導体不足の影響（2021年度）



（出所）経済産業省、内閣府などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表18 主要な財別の実質輸出パス



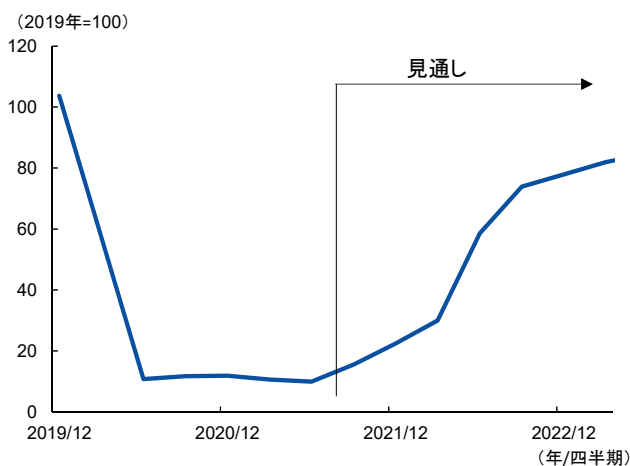
（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

d. 情報関連財、資本財を中心に財輸出は堅調に推移。インバウンドは低迷が続きコロナ禍前に戻らず

輸出については、先述のとおり車載向け半導体の供給制約が長引くことで自動車輸出が下押しされる一方、米国・中国を中心とした設備投資の増加や、オンライン需要の増加（テレワークやECの拡大）を背景に資本財（半導体製造装置や建設機械等）、情報関連財の輸出がけん引する構図が続くと予測する（図表18）。

インバウンドについては、酒井他（2021）で指摘しているように、東南アジア諸国などのワクチン普及の遅れを受け、回復が遅れる見通しだ。感染が落ち着いた国・地域から、PCR検査などの防疫措置を徹底した小規模なツアーを試行的に受け入れる実証実験を行った上で、ワクチンパスポート保持者、陰性証明者に限定して徐々に受け入れを再開していくことになるだろう。結果として、2021年度末時点のインバウンドは、コロナ禍前対比3割程度の水準にとどまると予測する（図表19）。

図表 19 インバウンドの見通し



(注) 非居住者家計の国内での直接購入
 (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

図表21 2020年度決算における繰越額 (一般会計)

繰越額の内訳	金額(兆円)
実質無利子無担保融資 (公庫への出資金等)	6.4
公共事業関係費	4.7
地方創生臨時交付金 (飲食店への時短・休業要請の協力金)	3.3
地方創生臨時交付金 (協力金以外)	2.0
Go To トラベル	1.3
緊急包括支援交付金(医療)	1.5
繰越額計	30.8

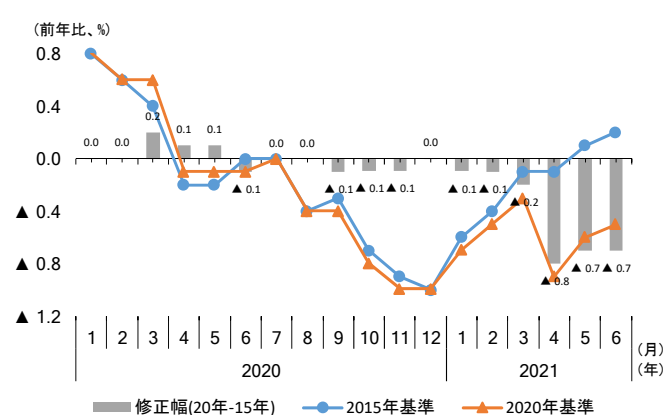
(出所) 財務省、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 20 補正予算の想定されるメニュー

分野	施策
コロナ対策	・医療機関支援（減収補填、慰労金等）
	・低所得者等への現金給付
	・企業の資金繰り支援
	・地方創生臨時交付金
骨太・成長戦略	・官民挙げたデジタル化の加速
	・グリーン社会の実現
	・地方創生の展開
	・子育て支援
・経済安全保障（半導体生産支援等）	
規模：（既存経費の組み換え含め）20～30兆円程度？	

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表22 基準改定によるコアCPI前年比への影響



(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

e. 政府は経済対策を編成する見通し。補正予算の積み増しよりも、執行残の迅速な消化が重要

報道によれば、政府は、今夏に経済対策を策定し、総選挙後に補正予算を編成するとみられる。選挙を控えて歳出増加圧力は高まっており、2021年度補正予算は20～30兆円規模まで膨らむ見通しだ。税込の上振れ等による2020年度剰余金（4.5兆円）の一部が財源に回るとみられる。

補正予算には、コロナ対応（医療機関支援、企業の資金繰り支援、低所得者向け現金給付など）のほか、骨太方針・成長戦略の看板施策関連（デジタル、グリーン、地方創生、子育て、経済安全保障）が盛り込まれる見通しだ（図表20）。企業の資金繰り支援は直接的にGDPを押し上げるものではなく、家計への現金給付も給付対象は低所得者に限定され、マクロでみた経済効果は大きくないだろう。デジタル・グリーン等に関する施策も短期的なGDP押し上げ効果は限定的であるとみられる。

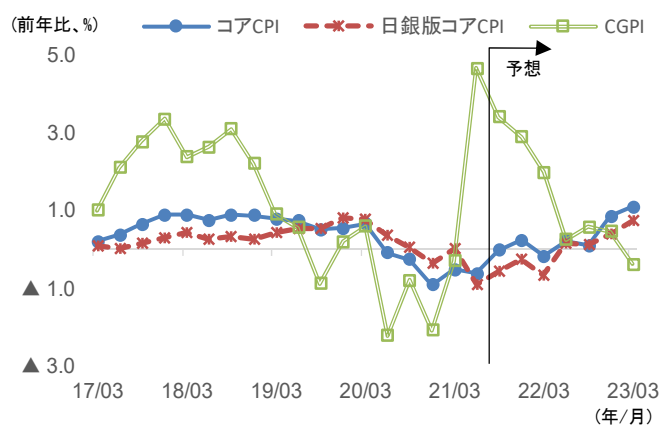
一方で、財務省によれば、2020年度一般会計決算の翌年度繰越が30.8兆円と、過去最高の繰越額が発生している（図表21）。1月に成立した第3次補正予算（追加歳出19.2兆円）の多くが繰り越されたことが主因であり、公共事業関係費などは契約・執行までラグがあることなどを踏まえれば、ある程度の繰越金の増加はやむを得ない面がある。GoToトラベルのように感染拡大により執行が停止されていた施策もある。しかし、飲食店への協力金支給などが遅延して年度内の執行が十分に進まなかった点については改善の必要がある。自治体の人手不足・不正防止の審査などが給付遅延の理由とみられるが、施策の実効性を高める上ではより迅速に給付を行う必要があるだろう。補正予算で追加歳出の規模を膨らませるよりも、巨額の執行残を早期に解消することがより重要だ⁴。

そもそも、緊急性の高いコロナ対策については残っている予備費（残額4兆円程度）で相当程度賄えるはずであり、大規模な補正予算編成の必要性は低いと考えられる。また、酒井・古谷（2020）で指摘したように、デジタル・グリーン関連など長期的視野に基づく施策については補正予算ではなく当初予算に計上するべきであり、「補正回し」が常態化することは財政ガバナンスの観点からも問題があるだろう。

f. 原材料価格は上昇も CPI は低迷が継続。交易条件の悪化で GDP デフレーターはマイナスに

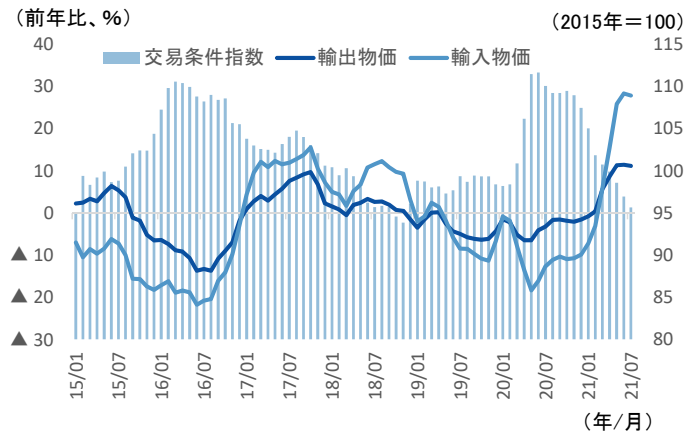
物価については、CPIの公表値が8月より2020年基準に改定される。新基準での公表に先立ち、2021

図表23 消費者物価・企業物価



(出所) 総務省などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表24 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

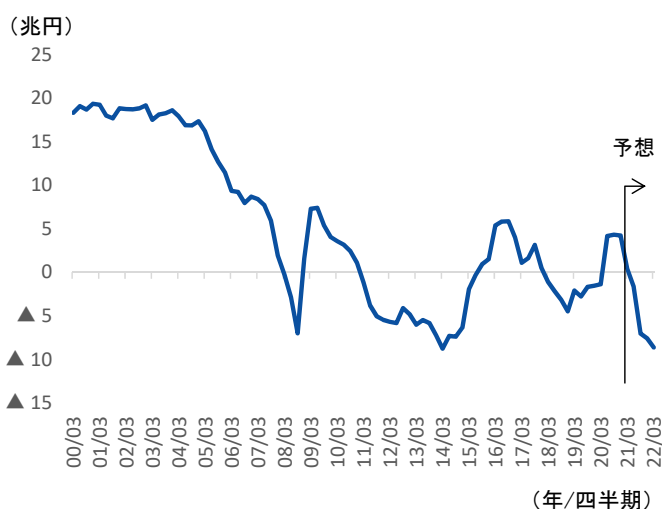
年6月までの遡及結果が公表されたが、新基準での2021年6月コアCPIは前年比▲0.5%（旧基準同：+0.2%）と、基準改定により▲0.7%Ptの下方修正となっている（図表22）。下方修正の主因は2021年4月以降大幅下落した「通信料(携帯電話)」であり、ウエイト(旧基準:230→新基準271)の上昇等により、6月のコアCPIに対するマイナス寄与は▲1.1%Pt(旧基準▲0.6%Pt)に拡大した。そもそもコアCPI上昇率が2%にほど遠い状況だったことを踏まえれば、今回の基準改定が日本銀行の金融政策運営に直接的に大きな影響を及ぼすとは考えにくい、日本の物価の基調の弱さを改めて確認した形だ。

2021年度の物価を展望すると、商品市況の高騰を受けて企業物価は高い伸びで推移する一方、当面は需給ギャップがマイナスで推移することに加え、通信料の低下、GoTo再開に伴う宿泊料の低下が下押し要因となり、日銀版コアCPI（前年比）はマイナスでの推移が継続するだろう（図表23）。コアCPI（前年比）も昨年のGoToトラベルで大幅に下落した宿泊料の裏が出る8月以降にプラス転嫁が見込まれるが、0%近傍の低い伸びにとどまるとみている。

なお、商品市況の高騰は、資源を輸入に依存している日本にとって交易条件の悪化を意味する。7月の輸入物価は前年比+28%の高い伸びとなり、交易条件指数（輸出物価÷輸入物価）は2021年に入ってから急激に低下している（図表24）。GDP統計でみた交易利得（交易条件の変化に伴う実質所得の変化）⁵は、1～3月期に前期差年率▲3.8兆円、4～6月期に同▲2.1兆円と減少が続いている。米国などに比べてワクチン普及が遅れた日本は、需要が十分に回復する前に交易条件の悪化に直面する形となっており、内需企業を中心にコスト増加が逆風になっている。先行きの交易利得を試算すると、2021年度は前年度から▲9.5兆円の減少となり、実質GDPの増加幅（同+20.2兆円）の半分に相当する交易損失が発生する計算だ（図表25）。企業や家計の実質的な購買力、景況感が下押しされ、2022年度にかけて回復の重石になるだろう。

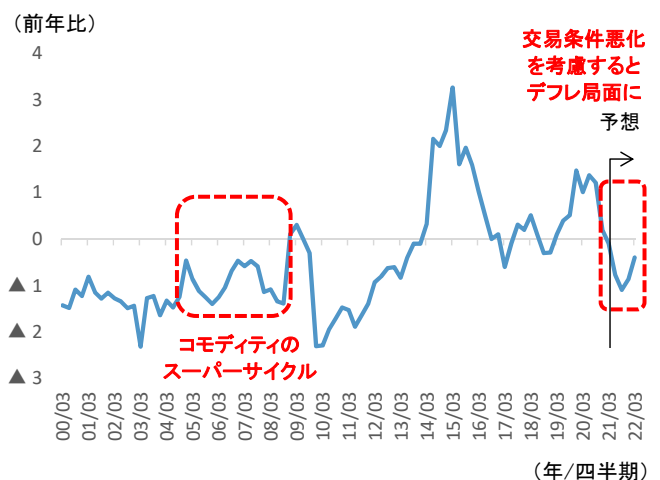
また、輸入デフレーター上昇による交易条件の悪化は、GDPデフレーターの下下につながる。過去、コモディティのスーパーサイクル局面と呼ばれた2004～2008年にかけてGDPデフレーターはマイナス圏で推移した（図表26）。足元の資源価格高騰を受け、GDPデフレーターは4～6月期に前年比▲0.8%までマイナス幅が拡大しているが、7～9月期以降も輸入デフレーターの高い伸びを受けてマイナス圏

図表25 交易利得



(出所) 内閣府などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表26 GDP デフレーター



(出所) 内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

での推移が見込まれ、日銀版コアCPIとともにデフレ色の強い展開となるだろう。

(2) 2022年度は+3.7%を予測。コロナ禍前のトレンドには戻らず

2022年度の成長率は+3.7%を予測する。2021年度後半に個人消費が持ち直すことで前年度からのゲタが高いことに加え、先述のペントアップ需要がGW、夏季休暇に分散する形で発現し、年度前半の個人消費を押し上げるとみている。

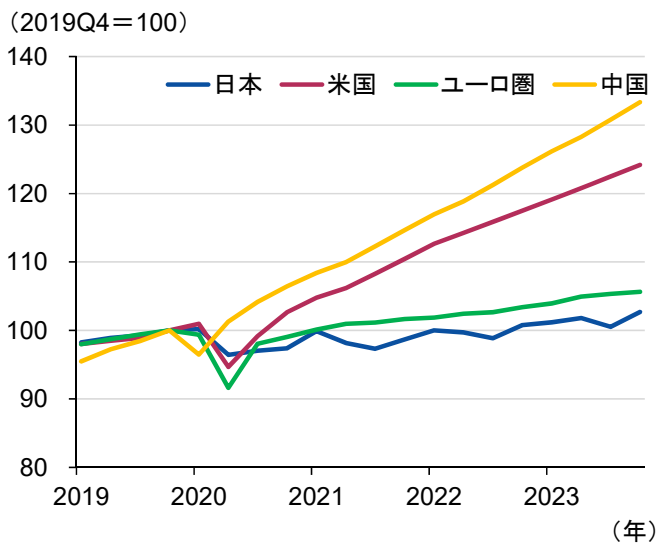
もっとも、ペントアップ需要が剥落した後は、個人消費の伸びは雇用者報酬の伸びに合わせたペースに回帰するだろう。雇用は緩やかな増加が見込まれる一方、コロナ禍における雇用保蔵により賃金上昇圧力は限定的（従来から賃金は伸び悩み）であり、先述した2021年度以降の交易条件の悪化も下押し要因になるため、雇用者報酬の伸びは非常に緩やかなものになると考えられる（図表27）。先述のとおり米国では雇用回復に加えて人手不足を背景に賃金上昇が見込まれるのと対照的である。

輸出と設備投資は堅調な推移が見込まれる。米国ではバイデンプランによりインフラ投資の加速が見込まれ、資本財を中心に日本の輸出にとっては追い風となる。設備投資も、交易条件の悪化は足かせとなるものの、堅調な輸出やサービス業の持ち直しがプラスに寄与し、緩やかな回復基調の継続が見込まれる。インバウンドについては、酒井他（2021）が指摘したように、東南アジアなどにおけるワクチン普及の遅れに加え、オンライン会議の浸透に伴うビジネス客（出張需要）の減少、リストラ策を断行した海外キャリアにおける供給制約（人手不足）などが下押し要因になり、2022年度中もコロナ禍前の水準を取り戻せないと予測している。

全体としてみれば、ペントアップ需要が一巡した後の日本経済（実質GDP）は、巡航速度（潜在成長率）に向かって徐々に収れん（伸びが鈍化）していく形となるだろう。

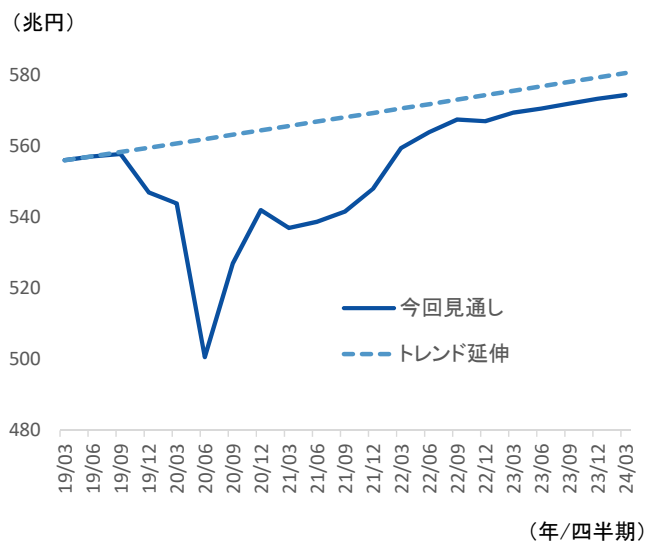
なお、2021年度に続いて2022年度も数字としては高い成長率となるものの、実質GDPはコロナ禍前（正確には消費増税前）のトレンドには戻らない見通しだ（図表28）。コロナ禍前の日本経済を振り返れば、戦後最長にあと一步と迫ったアベノミクス期の景気拡大局面においても個人消費は年率で0%

図表27 雇用者報酬のパス
(日米欧中、19Q4=100)



(注) 中国は可処分所得のパスを示す
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表28 実質GDP



(出所) 内閣府などより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

台前半の伸びにとどまっていた。コロナ禍が終息したとしても、アベノミクス期以上に個人消費やGDPが伸びる根拠は現時点では希薄であると言わざるを得ない。賃金の継続的な上昇やそのための環境整備（能力開発支援など）がアフターコロナに残された課題になるだろう。

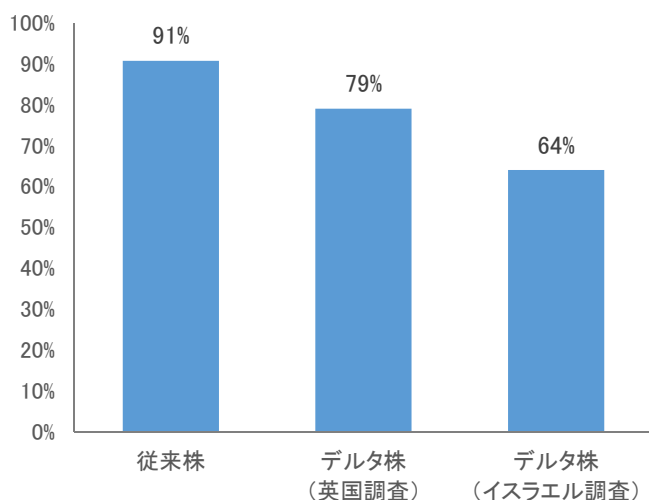
4. おわりに

以上、日本経済の現状と見通しについて考察した。当面は感染抑制のために経済活動制限を続けざるをえないが、秋以降はワクチン普及の効果で景気が回復に向かうというのがメインシナリオだ。このままワクチンが順調に普及すれば、秋以降は段階的に人出を回復させることが可能になるだろう。政府としては、規制の強化などを通じて緊急事態宣言の実効性を高め、感染の鎮静化に向けて尽力するとともに、サービス業への資金繰り支援を迅速に実施する必要がある。同時に、ワクチンの地域別の偏在などを是正し、ワクチンの普及を引き続き促進することが期待される。

リスクとして懸念されるのは、デルタ株でワクチンの有効性が低下することだろう。ワクチン接種で先行した英国やイスラエルでは、ワクチンによる重篤化防止効果は引き続き高いものの、感染防止効果が従来株の9割超から英国で79%、イスラエルで64%に低下したとの調査もある（図表29）。ワクチンの感染防止効果の低下は、目標とするワクチン普及率や行動制限の解除時期に影響する可能性があり、留意が必要だ。仮に感染抑制効果が60%程度まで低下した場合、ワクチン普及率を85%（これまで一般的に集団免疫獲得に必要とされていた70%程度を上回る水準）まで引き上げたとしても、本稿の想定のように年明けに経済活動を制限解除すれば、感染増加圧力がワクチン効果を上回り感染者数が急増すると試算される（図表30）。その場合、重篤化防止効果を加味しても入院・重症者数が増加してしまい、経済活動の正常化時期は後ずれを余儀なくされる可能性が高くなる。

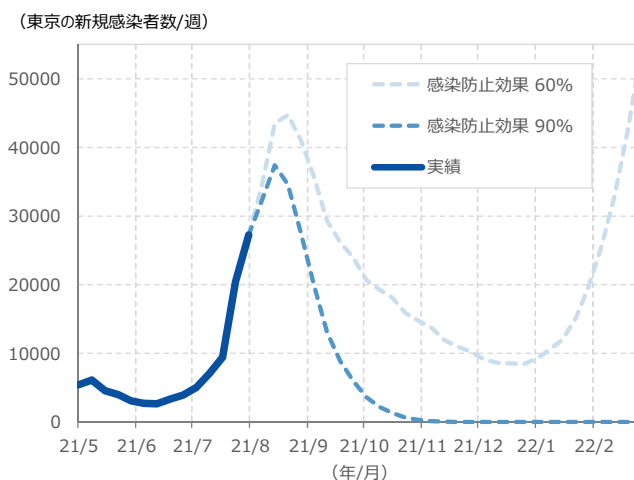
また、服部・酒井（2021a）が指摘したように、新たな接種希望者の減少によりワクチン普及が遅れることも懸念される。政府としては、ワクチン供給を安定化して接種機会を確保すること、ワクチン

図表29 mRNAワクチンのデルタ株に対する感染防止効果



(注) 従来株は米国・英国・イスラエルにおける各調査結果の平均値
(出所) CDCより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表30 東京の感染シミュレーション (8/13時点試算)



(注) 8/1週までの実績値を反映。デルタ株の感染力をアルファ株の1.4倍、ワクチンの普及率を85%と想定。
(出所) 厚生労働省などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

の効果・安全性や「利他性」の周知強化で接種忌避層・未決定層の接種を後押しすることに加え、接種者へのGoToキャンペーンの食事券・旅行券支給など経済的インセンティブの導入も検討する余地があるだろう。

このように、不確実性は依然として大きく、本稿で示した見通しにも下振れリスクがある点は頭に入れておかなければならない。ワクチン普及が一筋の光明になっているとはいえ、感染動向から当面は目が離せない状況が続きそうだ。

図表30 日本経済見通し総括表

		2020 年度	2021 (見通し)	2022	2021				2022				2023
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	▲4.5	3.8	3.7	▲0.9	0.3	0.5	1.2	2.1	0.8	0.6	▲0.1	0.4
	前期比年率、%	—	—	—	▲3.7	1.3	2.2	4.8	8.6	3.2	2.6	▲0.4	1.7
内需	前期比、%	▲3.9	3.2	3.4	▲0.7	0.6	0.5	1.2	2.3	0.6	0.4	▲0.2	0.3
民需	前期比、%	▲6.3	4.0	4.0	▲0.4	0.9	0.5	1.5	2.6	0.8	0.4	▲0.2	0.3
個人消費	前期比、%	▲5.9	4.3	3.7	▲1.0	0.8	0.0	1.8	3.8	0.1	0.1	▲0.7	0.2
住宅投資	前期比、%	▲7.2	3.2	2.7	0.9	2.1	2.5	▲0.5	0.7	1.2	0.5	0.5	0.2
設備投資	前期比、%	▲6.8	4.1	3.9	▲1.3	1.7	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	3.5	1.2	1.7	▲1.5	0.1	0.6	0.5	1.2	0.1	0.5	▲0.2	0.4
政府消費	前期比、%	3.3	1.6	2.0	▲1.7	0.5	0.5	0.3	1.4	0.4	0.4	▲0.5	0.4
公共投資	前期比、%	4.2	▲0.3	0.9	▲1.0	▲1.5	1.0	1.0	0.3	▲1.0	0.8	0.6	0.3
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.6)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
輸出	前期比、%	▲10.4	15.1	6.1	2.4	2.9	1.8	1.6	1.7	1.8	1.6	0.7	0.7
輸入	前期比、%	▲6.8	11.4	4.6	4.0	5.1	1.7	1.6	2.5	1.0	0.5	0.0	0.2
名目GDP	前期比、%	▲3.9	3.0	5.0	▲1.0	0.1	0.3	0.9	2.4	2.6	0.0	▲0.2	0.6
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲0.8	1.3	▲0.1	▲0.8	▲1.1	▲0.9	▲0.4	1.6	1.2	1.3	1.1
内需デフレーター	前年比、%	▲0.2	1.0	1.2	▲0.4	0.7	1.1	1.2	1.2	1.6	0.8	1.2	1.0

(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

[参考文献]

- 酒井才介（2021）「年率+1.3%と2四半期ぶりのプラス成長（4～6月期1次QE）」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『QE解説』、2021年8月16日
- 酒井才介・川畑大地・服部直樹・岡田豊（2021）「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・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
- 酒井才介・山本康雄（2021）「回復が遅れる日本経済～2021年度の回復は緩慢。22年度は高成長に」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年5月20日
- 嶋中由理子（2021）「高所得者消費の現状と展望～超過貯蓄はどこに向かうか」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2021年3月24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）「日本の経済活動正常化への道筋～今回を最後の緊急事態宣言とするために」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年7月16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～回復ペースは地域間で二極化、二極化していた財・サは揺り戻し」、2021年8月17日

¹ なお、1次速報における個人消費は需要側統計の振れの影響で実勢よりも強い数字になっている可能性がある。日本銀行の消費活動調査をみると、4～6月期の個人消費、サービスはそれぞれ前期比▲1.2%とマイナスの推移となっている。

² 雇用調整助成金の申請はピーク時（昨年10月）の半分ほどになったが、月20万件前後の支給が継続している

³ 建設・卸売などでは、環境変化に対応するためのソフトウェア投資等が加速しているとみられる（全体の14.2%）。

⁴ 骨太方針・成長戦略関連などの施策だけでは20～30兆円規模まで支出を膨らませることは困難であると考えられ、予備費残額（現時点で約4兆円）など既存経費を減額補正して2021年度補正予算に組み替えることなどを通じて、予算規模を膨らませる可能性もある。

⁵ 「交易利得＝（名目純輸出／輸出・輸入デフレーターの加重平均）－実質純輸出」で算出。

[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	嶋中由理子	yuriko.shimanaka@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
経済調査チーム エコノミスト	諏訪健太	kenta.suwa@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	揚原由子	yuko.agehara@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	南陸斗	rikuto.minami@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。