

# 日本経済情報 2021年5月号

## Summary

### 【内容】

1～3 月期はコロナ第3波で3四半期ぶりのマイナス成長

コロナ感染第4波はピークアウトの兆しも緊急事態宣言は延長

人手は4月に停滞、5月中旬以降は明確に抑制

景況感は4月に入り悪化

個人消費は人手の抑制を受けて減少

輸出は欧米向けも復調し堅調拡大を維持

設備投資は反発力に欠けるが調整は終了

住宅投資も底入れは確認

4～6 月期もマイナス成長の可能性、2021年度は3.3%成長へ下方修正

伊藤忠総研  
チーフエコノミスト  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

## 景気停滞の長期化により成長率を下方修正（改定見通し）

コロナ感染第3波を受けた個人消費の落ち込みを主因に1～3月期の成長率は前期比マイナスに転じ、持ち直し傾向にあった景気は停滞へ。

4月にはコロナ感染第4波が到来。5月半ばにピークを打った可能性はあるが、政府は緊急事態宣言の対象地域を拡大、期間延長も検討するなど感染抑制策の強化を継続。人の動きは感染第4波を受けて停滞、3回目の緊急事態宣言により、ゴールデンウィーク後に明確な減少。

景気ウォッチャー調査が示す景況感は4月に家計関連を中心に悪化、個人消費の落ち込みを示唆。人手の状況を踏まえると、個人消費は5月に一段と減少、4～6月期も前期比マイナスとなる可能性が高い。

輸出はアジア向けの拡大が続く中で、欧米向けも復調。今後も日本よりワクチン接種が先行する米国や欧州の景気拡大を追い風に拡大が続く見通し。設備投資は先行指標から下げ止まりを確認。資本ストック循環の観点から見れば調整は十分に進んでおり、回復は先行き不透明感の払拭待ち。住宅投資も底入れを確認、持ち直しが期待できる状況。

以上を踏まえると、4～6月期のGDP成長率は、個人消費の減少が続く前期比でマイナスとなる可能性。ワクチン接種の順調な進捗と東京五輪開催を前提に7～9月期以降は景気が持ち直すとみられるが、当面の停滞により2021年度の成長率見通しを3%台へ下方修正。

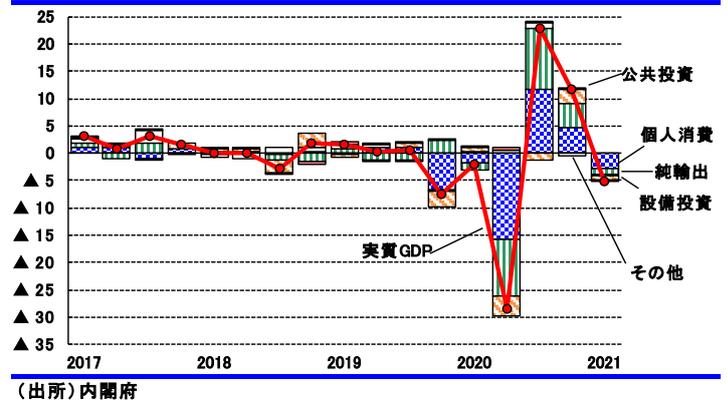
日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2018 実績	2019 実績	2020 予想	2021 予想	2022 予想
実質GDP	0.2	▲0.5	▲4.6	3.3	2.6
国内需要	0.4	▲0.1	▲4.0	2.9	2.5
民間需要	0.2	▲0.8	▲6.5	4.4	3.5
個人消費	0.1	▲1.0	▲6.0	4.5	3.6
住宅投資	▲4.9	2.5	▲7.1	▲0.3	▲0.1
設備投資	1.0	▲0.6	▲6.9	5.3	4.7
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.0)	(▲0.1)
政府消費	1.1	2.0	3.1	▲1.3	0.1
公共投資	0.8	1.5	4.0	▲1.1	▲1.7
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.4)	(0.1)
輸出	2.0	▲2.2	▲10.4	12.6	4.6
輸入	3.0	0.2	▲6.8	9.8	4.1

## 1～3 月期はコロナ第 3 波で 3 四半期ぶりのマイナス成長

18日に発表された2021年1～3月期GDPの1次速報値は、前期比▲1.3%（年率▲5.1%）と事前予想通り3四半期ぶりのマイナス成長となった。個人消費がコロナ感染第3波と2回目の緊急事態宣言発令により落ち込んだ（前期比▲1.4%）ことに加え、民間企業設備投資が再びマイナスに転じる（前期比▲1.4%）など国内民間需要が大きく減少した。そうした中で、輸出はコロナ感染再拡大による欧米景気の回復足踏みにより増勢が鈍化、国内需要の落ち込みをカバーできなかった<sup>1</sup>。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）

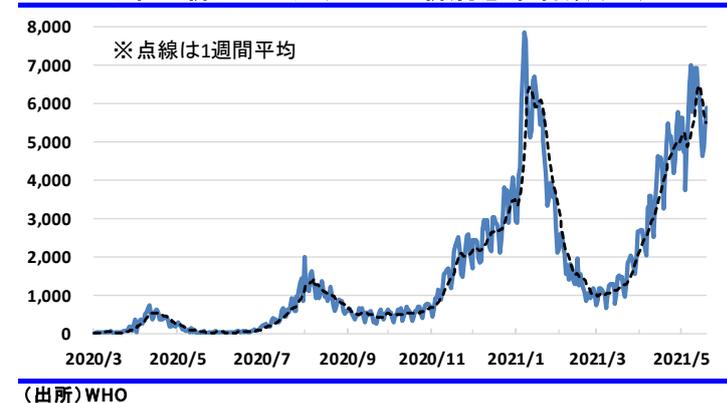


## コロナ感染第 4 波はピークアウトの兆しも緊急事態宣言は延長

それでも3月にかけて、コロナ感染第3波が収まるにつれて景気は徐々に持ち直していたが、4月に入りコロナ感染が再拡大、「まん延防止等重点措置」では抑えきれず、3回目の緊急事態宣言発令に至ったため、停滞に逆戻りした。

コロナ感染第4波における新規感染者数は、1週間平均で5月半ばに6千人台半ば、第3波のピークと概ね同水準まで増加した（WHO集計、右図）。以降は若干減少しており、ピークアウトしたようにも見えるが、近畿圏や首都圏では感染者が減少

日本の新型コロナウイルス新規感染者数（人）



しているものの中京圏や北海道、沖縄など高止まりしている地域もあり、このままピークアウトするかどうか予断を許さない状況である。そのため政府は、大阪、兵庫、京都、東京、愛知、福岡の6都府県としていた緊急事態宣言の期限を5月末まで延長、5月16日から対象に北海道、岡山、広島を追加、23日には沖縄も追加（6月20日まで）、さらに期限を全ての地域について6月20日まで延長する方向で検討するなど、感染抑制策の強化する姿勢を維持している。

なお、今回の緊急事態宣言では、酒類・カラオケを提供する飲食店に休業、それ以外の飲食店には20時までの営業時間短縮を要請するほか、大型商業施設も営業時間20時まで、イベントは上限5,000人かつ収容率50%以下を要請するが、知事の判断で休業・無観客の要請も可とし、ややメリハリを付けた形となっている。

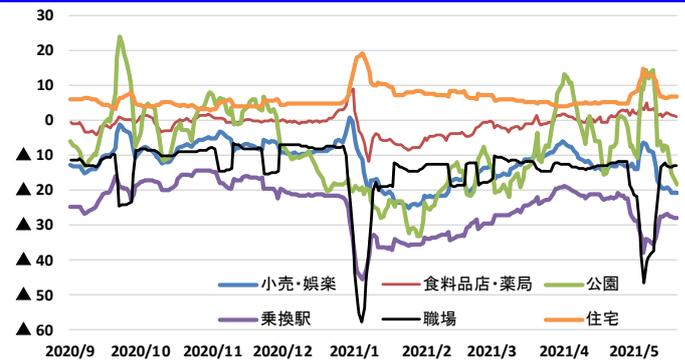
## 人手は4月に停滞、5月中旬以降は明確に抑制

コロナ感染第4波と、それを受けた緊急事態宣言により、人の動きはゴールデンウィーク明けになって明確に抑制されている。

<sup>1</sup> 詳しくは、2021年5月18日付 Economic Monitor 「日本経済：コロナ感染抑制の目途立たず経済正常化は先送り（2021年1～3月期GDP）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2027/>

Google 社が公表しているコロナ前に比べた人の動きを示すデータによると（右図）、コロナ感染第4波を受けて4月に入り人手は停滞した。ただ、3回目の緊急事態宣言の当初4月25日からゴールデンウィーク前には目立った変化はなく、ゴールデンウィーク期間は当然ながら「職場」周辺での人手が減少し「住宅」が増加したが、同時に「公園」や「小売・娯楽」施設でも人の動きが3月下旬並みに活発化しており、人手への影響は限定的であったようである。

人の移動の状況（2020年1月3日～2月6日比、%）



（注）1週間平均。（出所）Google

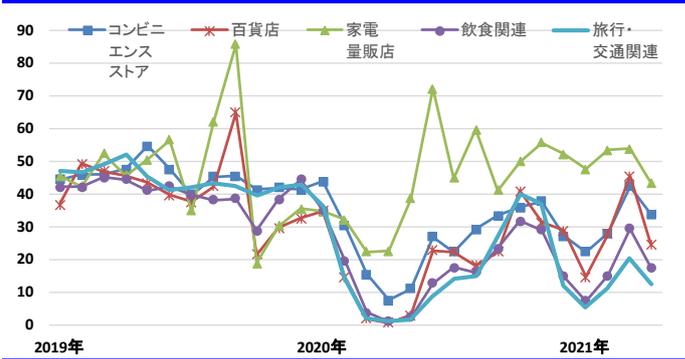
ゴールデンウィーク明けは「公園」「小売・娯楽」とも大きく減少、「乗換駅」でも宣言発令時の▲21～22%程度から▲27～28%程度へ水準を下げている様子が見える。一方で、「住宅」の水準は宣言前に比べ+5%程度から+7%程度へやや上昇したが、「職場」の水準は▲13%程度で変わっておらず、在宅勤務へのシフトはあまり進んでいない。

## 景況感は4月に入り悪化

人手の停滞を受けて、3月に改善が見られた「街角景気」は4月に悪化に転じた。各業界の景況感を示す景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断（水準）」指数は、3月の38.2から4月は32.6へ低下した。

3月の数字を業界別に見ると、悪化が目立つのは客足が遠のいた「百貨店」（3月45.6→4月24.8）、「飲食関連」（29.5→17.7）、「旅行・交通関連」（20.7→12.6）であり、下落幅が大きいだけでなく水準も極めて低い。また、コンビニエンスストア

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準）



（出所）内閣府

（42.4→33.9）も比較的大きく落ち込み、水準の低さでは「衣料品専門店」（27.2→22.3）も状況は厳しい。一方で、「家電量販店」（53.9→43.5）も大きく落ち込んだが、水準は依然として比較的高い。

このように、「家計動向関連」業界は総崩れの状態となり、全体の指数が大きく低下（3月36.9→4月29.6）、個人消費の悪化が示唆されたが、製造業などの「企業動向関連」業界の落ち込みは限定的であった（41.0→39.3）。製造業（42.4→39.7）は輸出の拡大が全体の業績悪化をカバーしたこと、非製造業（40.2→39.2）は企業活動が継続される中で情報通信分野など逆に活況となっている分野もあることが背景であろう。

## 個人消費は人手の抑制を受けて減少

現時点で確認できる4月の個人消費関連指標を見ると、コンビニ売上高（既存店）は2月の前年同月比▲5.3%から3月+1.9%、4月+6.6%と一見改善しているようであるが、前年にコロナ・ショックで落ち込んだ反動であり、2年前比では2月の▲2.8%から3月▲4.0%、4月▲4.7%と悪化傾向にある。内訳を見ると、加工食品はやや改善（2月▲3.5%→3月▲5.6%→4月▲5.3%）したものの、日配食品はマイナス幅の拡大が続き（▲3.5%→▲7.0%→▲7.5%）、非食品はプラス幅が縮小（+3.3%→+1.5%→+0.7%）、サービスは3月に持ち直したが4月は再び悪化した（▲24.8%→▲8.7%→▲12.5%）。来店客数は前年に

比べると増加に転じたが（2月▲12.3%→3月▲3.5%→4月+7.8%）、2年前比では落ち込みが拡大（▲3.8%→▲10.0%→▲10.9%）している影響が大きい。

一方は、新車販売台数（乗用車）は、3月の年率413.0万台（当社試算の季節調整値）から4月は433.6万台へさらに水準を高めた。単月とはいえ2019年通年の432.6万台を上回る水準となり、着実に回復している。なお、4月の販売台数（季節調整値）を消費増税直前の2020年9月と比べると、普通車が97.8%まで回復、軽自動車は89.7%、小型車は87.5%とやや遅れている。

こうした指標や、上記の人手の動きから4月以降の個人消費の動きを見通すと、仮に6月の人手が5月と同程度に抑制されるとすれば、1～3月期に続いて4～6月期も前期比でマイナスになった可能性が高い（右図）。「乗換駅」や「小売・娯楽」施設での人手と相関の強いサービス分野や衣料品などの半耐久財の消費の落ち込みが見込まれるためである。なお、食品を中心とする非耐久財消費は、巣籠り需要を象徴する「住宅」地での人手のほか、行楽需要として「公園」との相関もあるため相殺され概ね横ばい、耐久財消費は巣籠り関連として若干の増加が見込まれる。

7月以降の個人消費の動向については、ワクチン接種が進み、緊急事態宣言が解除されるなど行動制限が緩和されるかどうか最大要素となることは言うまでもない。

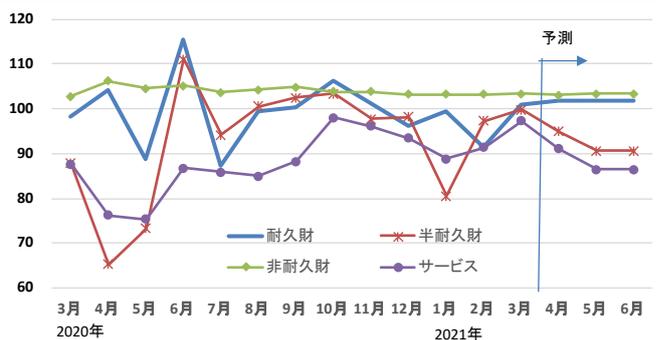
## 輸出は欧米向けも復調し堅調拡大を維持

企業関連分野の景況感下支えに貢献した輸出は、4月も堅調な拡大を見せた。財（モノ）の輸出動向を示す代表的な指標である輸出数量指数は、全体で3月の前月比+6.8%に続いて4月も+4.1%と増勢を維持した（当社試算の季節調整値、右図）。その結果、4月の水準は1～3月期を6.7%も上回り、4～6月期は良好なスタートを切ったと言える。

4月の水準を相手先別に見ると、アジア向けが1～3月期を4.0%上回り堅調な拡大基調を維持したことに加え、米国向けは1～3月期を6.8%上回り3月からの持ち直しの動きを継続、EU向けは3月に急回復した水準を維持し4月は1～3月期を13.9%も上回った。米国向けは、自動車部品が大幅に増加、一時停滞した半導体（IC）も持ち直しつつある。

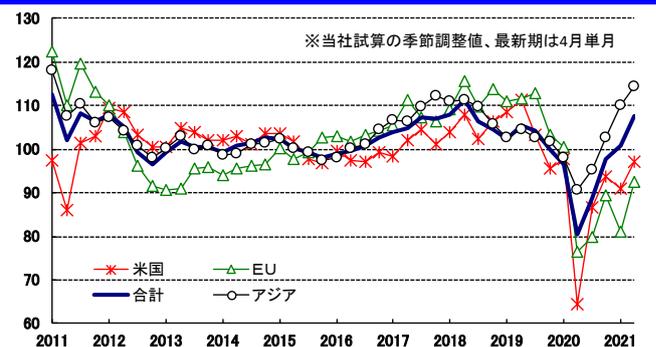
拡大が続くアジア向けの内訳を見ると、中国向けが4月も1～3月期の水準を5.2%上回り力強い拡大を続け全体を牽引している。自動車（完成車）が増勢を強めたほか、鉄鋼の堅調拡大が続き、半導体（IC）も増加傾向を維持した。ASEAN向けは、部品を含めた自動車が好調だった。

**財別消費支出の予想(季節調整値、2020年1～2月=100)**



(出所)総務省、予想は伊藤忠総研

**輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)**



(出所)財務省

今後の輸出は、引き続きアジア向けの増勢が見込まれることに加え、急速に景気が回復している米国向けの増勢加速、ワクチン接種が進みコロナ感染にピークアウトの兆しが見られる欧州向けの復調が期待されるため、引き続き拡大基調を維持すると見込まれる。

## 設備投資は反発力に欠けるが調整は終了

設備投資は、下げ止まってはいるが先行き不透明感が払拭できず反発力に欠く状況が続いている。設備投資の4割程度を占める機械投資は、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く総合）が3月に前月比+3.7%と3ヵ月ぶりの増加に転じたが、それまでの落ち込みをカバーできず、1~3月期は前期比▲5.3%と減少に転じた。同時に発表された4~6月期の予測は前期比+2.5%と増加に転じる見通しであるが、小幅な増加にとどまっている。

業種別では（右図）、製造業からの受注が1~3月期に前期比▲2.2%と減少に転じたが、4~6月期予想は+7.0%と大幅な増加に転じる見通しであり、この通りとなれば持ち直し傾向が明確となろう。一方、非製造業からの受注は1~3月期に前期比▲9.2%もの大幅な減少、4~6月期予想は+2.7%の小幅増加にとどまり、底這いが続く見通しとなっている。

内訳を見ると、はん用・生産用機械（10~12月期前期比+19.8%→1~3月+6.4%）、電気機械（+6.7%→+3.8%）、自動車（+7.0%→+15.4%）、情報通信機器（+11.2%→+16.5%）など製造業からの受注好調が目立つ一方で、非製造業からの受注は運輸・郵便業（10~12月期前期比▲7.7%→1~3月期▲10.4%）の減少が続いたほか、通信業（+21.3%→▲19.9%）や金融保険業（+23.5%→▲8.6%）、卸小売業（+30.3%→▲13.4%）、建設業（+12.8%→▲2.1%）で減少に転じている。

設備投資の2割程度を占める民間建設投資は、先行指標である建設着工床面積（民間非住宅）が下げ止まりつつある（右図）。3月の建設着工床面積は前年同月比+8.7%と2月の▲9.2%からプラスに転じ、1~3月期でも前年同期比+3.6%と実に9四半期ぶりのプラスに転じた。

内訳を見ると、2月に大きく落ち込んだ「倉庫」が3月は大幅に増加し堅調な拡大傾向を維持（2020年10~12月期前年同期比+15.7%→2021年1~3月期+14.7%）したほか、「工場」が機械投資の底入れに伴いプラスに転じた（▲37.9%→+8.0%）。一方で、「店舗」は伸びが鈍化（+31.6%→+16.5%）、「事務所」（▲1.2%→▲9.7%）はマイナス幅を拡大させており、それぞれ伸び悩んでいる。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



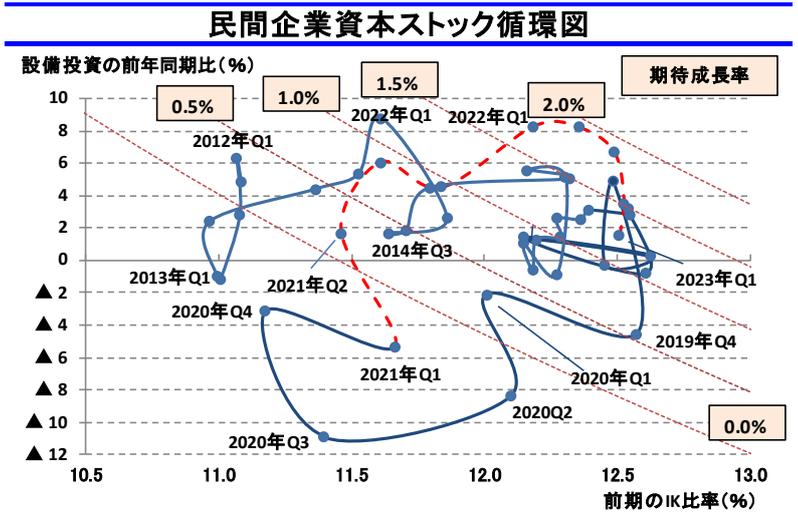
(出所)内閣府

建設着工床面積の推移(千㎡)



(出所)国土交通省

なかなか復調の動きが確認できない設備投資であるが、調整は進みコロナ禍の出口を待つばかりの状況にあることは間違いない。設備投資の前年同期比を縦軸に、前期の設備投資（フロー）と設備ストックを横軸とする資本ストック循環図（右図）は、企業が見込む成長率（期待成長率）によって中心を移しながら時計回りの円を描くことで知られているが、2021年1～3月期は期待成長率0%のラインを割り込んだ位置にある。一方で、2020年度の内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によると、企業が見込む今後5



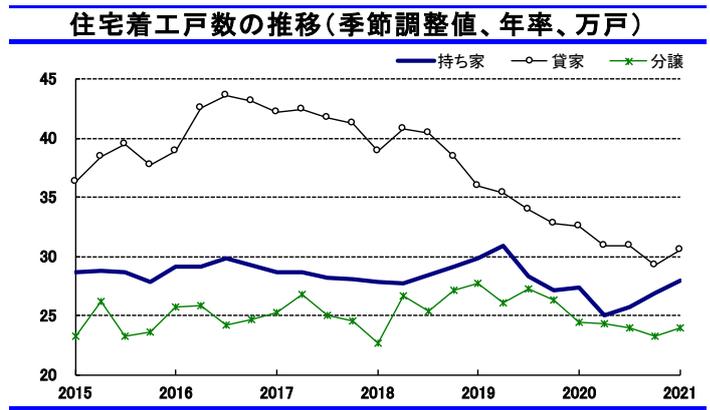
(出所)内閣府公表資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

年間の平均成長率は、上場企業で1.1%、中堅・中小企業で0.8%であり、現在の設備投資の水準はかなり抑制されていることになる。今後、コロナの影響が弱まり、景気回復期待が高まれば、設備投資は明確な拡大傾向になると考えて良いだろう。

## 住宅投資も底入れは確認

住宅投資も、先行指標である住宅着工戸数が下げ止まりつつあり、底入れから持ち直しが期待できる状況となっている。3月の住宅着工戸数は前月比+9.0%もの大幅増を記録、1年ぶりの水準となる年率88.0万戸まで回復した。その結果、1～3月期の住宅着工戸数は前期比+3.0%と2四半期ぶりの増加に転じた（年率83.0万戸）。

内訳を見ると（右図）、持ち家（注文住宅）は消費税による落ち込みから順調に持ち直し（10～12月期26.9万戸→1～3月期28.0万戸）、分譲住宅も増加に転じた（23.3万戸→24.0万戸）ほか、貸家（賃貸住宅）も長らく続いた過剰投資の調整から脱する兆しを見せた（29.3万戸→30.6万戸）。今後は回復に向かうと見込まれる。



(出所)国土交通省

## 4～6月期もマイナス成長の可能性、2021年度は3.3%成長へ下方修正

以上の主な需要の動向を踏まえると、4～6月期の実質GDP成長率は、個人消費の減少により2四半期連続の前期比マイナスとなる可能性がある。設備投資や公共投資は増加に転じるとみられるが、個人消費の落ち込みを埋め合わせるほどの拡大は見込み難い。輸出は堅調拡大が見込まれるが、輸入の拡大によりGDP成長率へのプラス寄与が打ち消されるとみられる。プラス成長になったとしても小幅であり、景気の停滞という評価を覆すほどにはならないだろう。

7～9月期以降は、コロナ感染第4波の行方とワクチン接種の進捗次第である。本日、東京と大阪でワクチンの大規模接種センターが立ち上がり、まずは高齢者の7月末までの接種完了に向けてペースの加速が期待される。一方で、今後も現れる可能性が否定できない変異種に対するワクチンの有効性は未知数であり、

引き続き先行きは不透明である。

7月23日に開幕予定の東京五輪は、コロナ感染の状況如何によっては中止の可能性も指摘されていたが、IOC（国際オリンピック委員会）の関係者から緊急事態宣言下でも開催可能という見解が示され、実現可能との見方がやや強まった。それでも、完全無観客となる可能性は十分にあり、その場合、国内旅行や飲食など関連需要の増加は期待できない。五輪開催や観客の有無も、引き続き景気の先行きに不透明さを残す一因である。

仮に6月20日に緊急事態宣言が解除され、東京五輪が一部の観客を入れて開催されるとすれば、7～9月期は個人消費が大きく反発、輸出も独立記念日（7月4日）の経済正常化を目指す米国向けを中心に拡大が続き、設備投資も立ち上がってくると見込まれるため、かなり高い成長が期待できる。

2021年度後半には国内でもワクチン接種が全成人に行き渡り個人消費は一段と回復、輸出はいよいよインバウンド需要の復活も視野に入り、設備投資は増勢が強まろう。その結果、2021年度の実質GDP成長率は前年比+3.3%と3年ぶりのプラス成長となる見通しである（前回3月時の+4.1%からは下方修正）。経済活動（実質GDP）の水準がコロナ前（消費増税後、2019年10～12月期）を回復するのは、2022年1～3月期を見込む。

2022年度は、国内外で経済の正常化に向けた動きが広がり、その恩恵は、日本経済には個人消費の回復と、インバウンド需要を含む輸出拡大という形でもたらされる。実質GDP成長率は前年比+2.6%と引き続き1%未満とみられる潜在成長率を大きく上回り、経済活動の水準は2022年10～12月期にようやく消費増税前（2019年7～9月期）を回復すると予想する。消費増税前の駆け込み需要で高上げされた水準までの回復であり、割り引いて考える必要はあるが、このように比較的順調な回復を見込んでも、コロナ禍は3年間という長期に渡る経済停滞をもたらすことになる。2%という物価目標の達成時期も、概ね同程度先送りされたと考えて良いだろう。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2018 実績	2019 実績	2020 予想	2021 予想	2022 予想
実質GDP	0.2	▲0.5	▲4.6	3.3	2.6
国内需要	0.4	▲0.1	▲4.0	2.9	2.5
民間需要	0.2	▲0.8	▲6.5	4.4	3.5
個人消費	0.1	▲1.0	▲6.0	4.5	3.6
住宅投資	▲4.9	2.5	▲7.1	▲0.3	▲0.1
設備投資	1.0	▲0.6	▲6.9	5.3	4.7
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.0)	(▲0.1)
政府消費	1.1	2.0	3.1	▲1.3	0.1
公共投資	0.8	1.5	4.0	▲1.1	▲1.7
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.4)	(0.1)
輸出	2.0	▲2.2	▲10.4	12.6	4.6
輸入	3.0	0.2	▲6.8	9.8	4.1
名目GDP	0.1	0.3	▲4.0	2.5	3.6
鉱工業生産	0.2	▲3.7	▲9.5	16.1	5.2
失業率(%、平均)	3.3	3.0	2.7	2.4	2.4
経常収支(兆円)	19.6	20.1	13.8	12.5	16.1
消費者物価(除く生鮮)	0.8	0.6	▲0.4	0.5	0.7

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。