

日本経済情報 2021 年 6 月号

Summary

【内 容】

1～3 月期はコロナ・ショックからの持ち直しの動きが中断

4 月以降は景気が明確に悪化

人手も4月から5月にかけて抑制傾向が強まる

個人消費は 5 月にかけて減少も 6 月には下げ止まり

輸出は欧米向けも拡大基調を維持

設備投資は製造業と非製造業で二極化

住宅投資は持ち直しの動き

4～6 月期はプラス成長、7 月以降は持ち直し

ワクチン接種率 15～30%で消費活発化

2021 年度は 3.5%成長を予想

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

脱コロナが視野に入り景気は持ち直し再開へ（改定見通し）

1～3 月期の成長率は 2 次速報で上方修正されたものの前期比大幅マイナスは変わらず、コロナ・ショックからの持ち直しの動きは中断。4 月以降はコロナ感染第 4 波により景気は明確に悪化した。

人の動きは 3 度目の緊急事態宣言もあって 4 月から 5 月にかけて抑制傾向が強まり、個人消費はサービス分野を中心に 5 月にかけて減少。ただ、6 月には緊急事態宣言が継続されたにもかかわらず下げ止まり、4～6 月期の個人消費は前期マイナスを免れた模様。

輸出は 5 月に足踏みしたものの、ワクチン接種が進む欧米向けの本格回復により拡大基調を維持。設備投資は機械投資が製造業で回復傾向ながら非製造業は低迷が続く二極化の様相。建設投資は未だ下げ止まりの域を脱せず。住宅投資は過剰投資の調整を終えた賃貸住宅が復調し持ち直しの動き。

以上を踏まえると、4～6 月期の GDP 成長率は、個人消費が予想外に下げ止まったことから前期比プラスに転じる可能性。他国の先行事例はワクチン接種率 15～30%で消費活動が活発化することを示唆しており、接種率 2 割が近づいた国内でも今後は個人消費の持ち直しが本格化する見通し。輸出の拡大持続と設備投資の立ち上がりも期待できるため、7～9 月期以降は景気持ち直しを再開、2021 年度の成長率は 2 年ぶりのプラス（3.5 %）を予想。

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	▲4.5	3.5	2.7
国内需要	0.4	▲0.1	▲3.9	2.8	2.6
民間需要	0.2	▲0.8	▲6.4	4.2	3.7
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	4.4	5.4
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	3.2	▲0.8	0.1
公共投資	0.8	1.5	4.3	▲1.3	▲1.7
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.7)	(0.1)
輸 出	2.0	▲2.2	▲10.5	13.9	4.8
輸 入	3.0	0.2	▲6.9	9.7	4.3
名目GDP	0.1	0.3	▲3.9	2.3	3.8

1～3 月期はコロナ・ショックからの持ち直しの動きが中断

6月8日に発表された2021年1～3月期GDPの2次速報値は、前期比▲1.0%（年率▲3.9%）となり、1次速報値の前期比▲1.3%（年率▲5.1%）から上方修正された。

とはいえ、民間企業の実感に近い国内民間最終需要に限れば、設備投資が予想に反し小幅上方修正（前期比▲1.4%→▲1.2%）されたものの、個人消費は下方修正（▲1.4%→▲1.5%）されている。さらに言えば、上方修正された設備投資を含む多くの項目で引き続き前期比マイナスである。

つまり、今年1～3月期の日本経済は、成長率が上方修正されたとはいえ、それまでの脱コロナに向けた持ち直しの動きがコロナ感染第3波により中断、2回目の緊急事態宣言発令により大きく落ち込んだという評価に何ら変わりはない。

4 月以降は景気が明確に悪化

4月以降は、3月後半から急拡大したコロナ感染第4波と、それを受けた3回目の緊急事態宣言の影響により景気は停滞・悪化している。

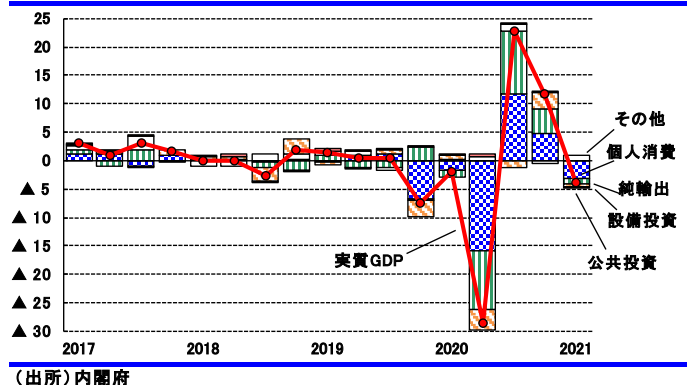
各業界の景況感を示す景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断（水準）」指数は、3月の38.2から4月32.6、5月29.0と悪化が続いた。

3月から5月の動きを見ると（右図）、悪化が目立つのは「百貨店」（3月45.6→5月16.7）、「飲食関連」（29.5→10.7）、「衣料品専門店」（27.2→13.6）であり、既に低下余地が乏しい「旅行・交通関連」（20.7→12.2）も一段と落ち込んだ。いずれも外出抑制・人手の減少（詳細後述）による影響が大きい。百貨店などは贅沢品の販売動向と関連の強い株価が調整したことも一因とみられる。

そのほか、身近な外出も控えられ傾向が強まり「レジャー関連施設」（3月35.9→5月23.2）や「コンビニエンスストア」（42.4→30.3）も比較的大きく落ち込んだ。好調だった「家電量販店」（53.9→39.0）や「乗用車販売店」（48.3→39.1）も水準を落としており、景気の悪化が個人消費（家計動向）関連業界に全体に広がっている。

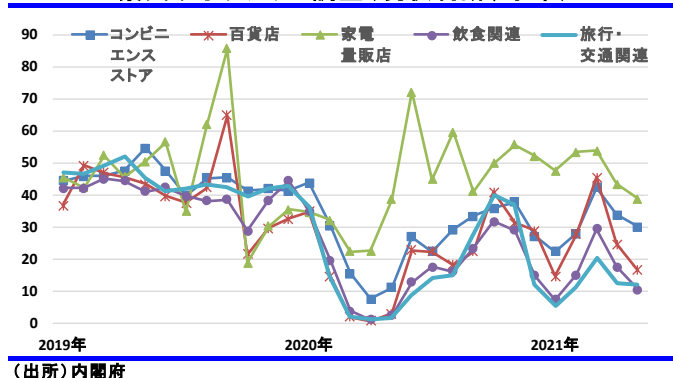
ただ、「企業動向関連」業界は、製造業（3月42.4→5月38.3）、非製造業（40.2→36.9）とも小幅な落ち込みにとどまっている。輸出の拡大基調が続いていること、顧客との対面を基本とする業態を除けば、企業活動は概ね通常通り継続されていることが背景であろう。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



（出所）内閣府

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準）



（出所）内閣府

人手も4月から5月にかけて抑制傾向が強まる

人の動きからも、消費関連分野の苦戦ぶりが窺える。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波により5月の連休明けにかけて「乗換駅」で明確な減少傾向が見られ、「小売・娯楽施設」も連休中こそ増加したが連休明けに大きく落ち込んでいる。生活必需的な要素が強い「食料品店・薬局」や、オフィスへの出勤状況を示す「職場」近辺、「公園」でも連休明けには水準を落としたことが確認できる。

ただ、5月後半から6月にかけては、「職場」で昨年終盤の水準近く、コロナ前と比べて一桁のマイナスまで水準を戻しているほか、「食料品店・薬局」に至っては6月に入りコロナ前を5%以上上回る水準で推移している。「小売・娯楽施設」や「乗換駅」でも緩やかに水準を戻す動きが見られる。

それでも、月平均にすれば、「小売・娯楽施設」は4月の▲12.5%（コロナ前比）から5月は▲16.8%へ悪化、6月は18日までの平均で▲15.6%と小幅な改善にとどまっている。こうした傾向は「乗換駅」でも同様（4月▲22.9%→5月▲29.5%→6月▲25.7%）であり、「公園」においては未だ悪化が続いている（▲4.9%→▲6.1%→▲7.8%）。いずれも相応のマイナスであることも踏まえると、沖縄を除き緊急事態宣言が解除された6月20日頃までの人の動きは、底入れはしたものの低迷が続いているという評価が適当であろう。

個人消費は5月にかけて減少も6月には下げ止まり

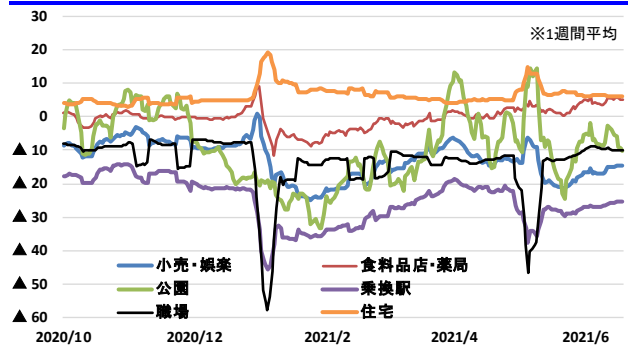
現時点で確認できる5月の個人消費関連指標を見ると、コンビニ売上高（既存店）は、4月の前年同月比+6.6%から+4.2%へ鈍化するもプラスを維持しており、一見すると無難な数字のような印象を受けるが、2年前比では4月の▲4.7%から5月は▲5.1%へマイナス幅が拡大しており、実際は低迷が続いている（右図）。

内訳を見ると、マスクなど日用品が中心の非食品（2年前比4月+0.7%→5月+0.2%）はかろうじて

プラスを維持したものの、イベントチケットなどのサービス（▲12.5%→▲18.1%）の大幅落ち込みが続き、飲料やアイスなどの加工食品（▲5.3%→▲8.3%）も悪化、弁当やコーヒーといった日配食品（▲7.5%→▲8.3%）も低迷が続いた。客単価は上昇しているが、来店客数は2年前比で1割程度落ち込んでいる。

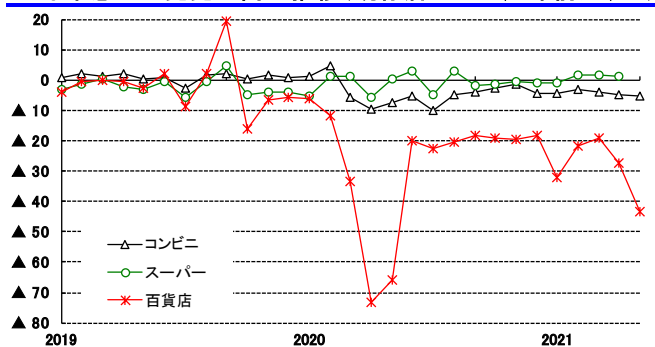
百貨店売上（店舗数調整済）も、4月の前年同月比+167.0%から5月も+65.2%と大幅増が続いたが、2年前比では▲27.4%から▲43.2%へ大きく悪化、景気ウォッチャー調査が示す通りの状況である。

人の移動の状況(2020年1月3日～2月6日比、%)



(注)1週間後方移動平均 (出所) Google

主な業態の小売売上高の推移(既存店ベース、2年前比、%)



(出所) 各業界団体

主力である衣料品のほか、身の回り品、雑貨で4月の2年前比3割前後の落ち込みから、5月は半減となっている。

また、新車販売台数（乗用車）は、4月の年率430.4万台（当社試算の季節調整値）から5月は412.7万台へ減少した。それでも4～5月平均で421.5万台となり1～3月期から3.4%増加、2019年10月の消費増税以降では最も高い水準にあり、回復基調を維持している。内訳を見ると、軽自動車は今年に入り伸び悩んでいるが、小型車は横ばい圏で推移、普通車が4月に急増している。

こうした人の動きや消費関連指標の動きから5月以降の個人消費の動きを試算すると（右図）、全体の6割近くを示すサービス消費は、相関が高い「乗換駅」における人手の落ち込みが示す通り、4月から5月にかけて減少、6月は人手が戻るとともに若干持ち直したものの、4～6月期を通じてみれば1～3月期に続いて前期比マイナスになった可能性が高い。

衣料品などの半耐久財消費も、「職場」や「小売・娯楽」施設での人手の減少に伴い5月には大きく落ち込み、6月は多少持ち直したとみられる。4～6月期でみれば、1月の落ち込みが大きかったこともあり前期比でプラスに転じた可能性がある。そのほか、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」近辺の人手は減少したが行楽需要としての「公園」の人手増加で相殺され概ね横ばい、耐久財消費は5月以降減少したものの4月の大幅増により4～6月期は前期比で増加したとみられる。

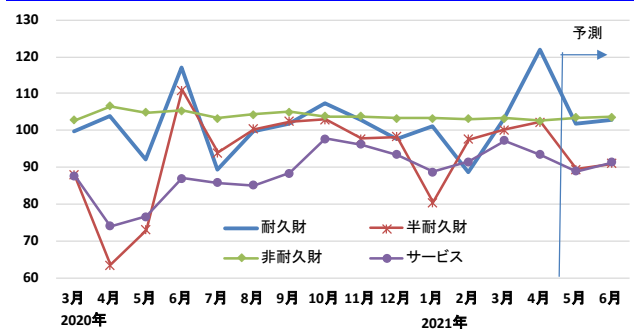
こうした状況に加え、6月20日の緊急事態宣言解除を受けてサービス消費を中心に持ち直しが見込まれることも考慮すれば、4～6月期の個人消費は前期比で若干増加する見通しである。

輸出は欧米向けも拡大基調を維持

製造業の業績改善に貢献してきた輸出は、5月に増勢が一服した。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、前月比▲0.4%と小幅ながら3ヵ月ぶりとなるマイナスに転じた（当社試算の季節調整値）。ただ、それでも4～5月を均した水準は1～3月期を6.7%も上回っており、基調としては1～3月期の前期比+3.0%を上回る強い増勢を維持している（右図）。

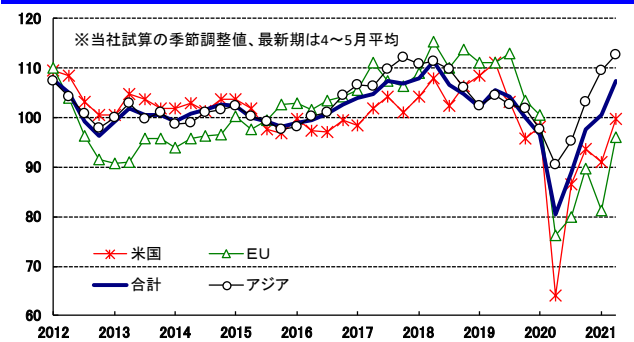
4～5月の水準を相手先別に見ると、アジア向けは1～3月期を2.8%上回るにとどまり、1～3月期の前期比+6.2%から増勢が弱まった。一方で、米国向けは1～3月期を9.5%も上回り、1～3月期の落ち込み（前期比▲2.9%）を大きく挽回して拡大基調を回復、EU向けも4～5月平均は1～3月期を18.4%も上回り、1～3月期の大幅減（▲9.5%）を埋めて余りある拡大を見せた。アジア向けの減速は中国向けが自動車のほかプラスチック、非鉄金属などの素材分野で落ち込んだことが主因であり、米国向けは自動車部品や鉄鋼、半導体（IC）の増加が目立った。

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

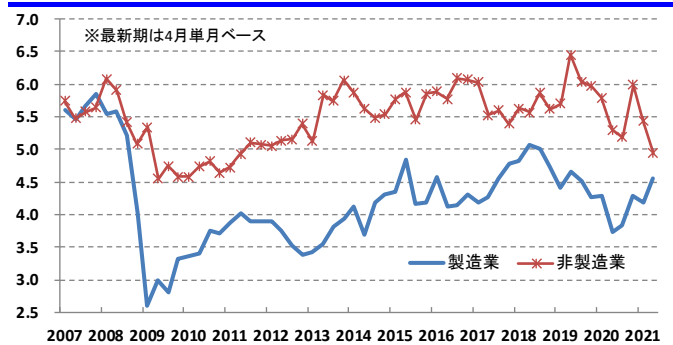
設備投資は製造業と非製造業で二極化

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4月に前月比+0.6%と2ヵ月連続で増加したものの、4月の水準は1～3月期から横ばいにとどまり、依然として下げ止まりの域を脱していない。内閣府の4～6月期予測は前期比+2.5%と持ち直しを見込んでいるが出足は悪い。

業種別では（右図）、製造業からの受注が4月に前月比+10.9%の大幅増、1～3月期の水準を8.7%も上回り、回復の動きを見せた（右図）。一方で、4月の非製造業からの受注は前月比▲11.0%の大幅減となり、1～3月期の水準を9.1%も下回った。単月とはいえ10年前と同程度の低水準に落ち込んでおり低迷している。

非製造業で4月に落ち込みが顕著な業界は運輸と通信であり、それぞれ4月の水準が1～3月期を16.0%、18.9%下回った。なお、1～3月期もそれぞれ前期比で▲10.4%、▲19.9%と大きく落ち込んでおり、低迷ぶりが際立っている。一方、製造業のうち好調さが目立つのは、自動車（1～3月期前期比+15.4%→4月の1～3月期比+6.2%）と電機（+3.8%→+3.3%）であり、機械投資においても「K字」と称される二極化の状況が窺える。

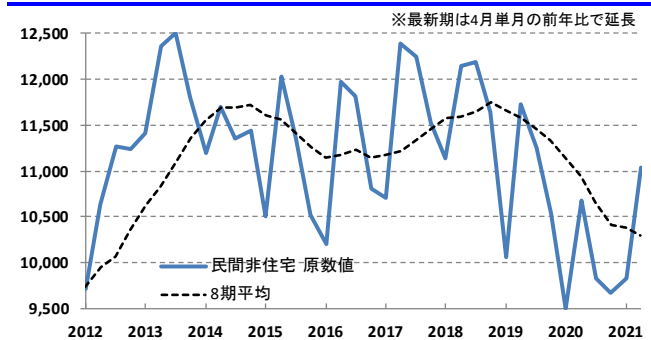
機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府

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が反発には至っていない（右図）。4月の建設着工床面積は前年同月比+3.3%となり3月の+8.7%から伸びが鈍化、1～3月期の前年同期比+3.6%と比べても鈍化しており、勢いは鈍い。工事の進捗をイメージした8四半期平均を見ても減少に歯止めが掛かりつつある程度にとどまっている。

建設着工床面積の推移（千㎡）



（出所）国土交通省

内訳を見ると、「倉庫」が1～3月期の前年同期比+14.7%から4月は前年同月比+26.6%へ大きく伸びを高め堅調な拡大傾向を維持したほか、「店舗」も底堅い推移（1～3月期+16.5%→4月+24.8%）が確認されたが、持ち直しの動きが見られた「事務所」は再び停滞（▲9.7%→▲10.6%）、「工場」は改善が一服している（+8.0%→▲18.0%）。

住宅投資は持ち直しの動き

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が今年に入り4ヵ月連続で前月比プラスとなり、下げ止まりから持ち直しの動きに転じた様子が確認できる。

住宅着工戸数は3月に前月比+9.0%もの大幅増を記録したあと、4月は+0.3%とその水準を維持、4月の着工戸数は1～3月期を6.4%も上回っている。

内訳を見ると（右図）、これまで順調に回復してきた持ち家（注文住宅）が4月は増勢が一服したものの、3月に前月比+22.9%もの大幅増を記録した分譲住宅は4月に▲1.7%の小幅減にとどまり高水準を維持した。さらに、貸家（賃貸住宅）は4月も前月比で増加（+3.3%）、長らく続いた過剰投資の調整から脱しつつあることが確認された。

4～6月期はプラス成長、7月以降は持ち直し

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、懸念された2四半期連続の前期比マイナス成長を回避したとみられる。緊急事態宣言が6月20日まで延長されたにも関わらず、人手は6月に入ると明らかに持ち直しており、個人消費が予想されたほど落ち込まなかったことが主因である。

輸出も、米国経済がワクチン接種の進捗もあり予想以上のペースで回復、日本よりもワクチン接種が先行する欧州でも4月から5月にかけて行動制限の緩和が広がったため、欧米向けが思いのほか早期に増勢を取り戻した。そのほか、住宅投資が立ち直りつつあることもプラス要因である。

7月以降は、景気の持ち直し傾向がより鮮明となろう。周知の通り、緊急事態宣言は沖縄を除いて6月20日に解除、広島と岡山を除く7都道府県は引き続き「まん延防止等特別措置」による制限が7月11日まで残るものの、飲食店における酒類の提供やイベント収容人数が緩和されるなど、消費活動を活発化させる方向にあることは間違いない。

ワクチン接種率15～30%で消費活発化

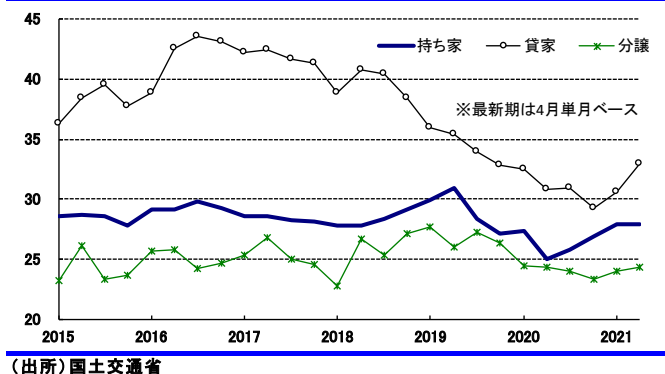
ワクチン接種が進めば、消費活動のさらなる活発化が期待される。6月22日現在、国内のワクチン接種人数は累計で2,315.8万人（1回以上接種）であり、6月1日時点の推計人口1億2,547万人に対する比率は18.5%に達している。

ワクチン接種で先行する10カ国の例を見る限り、1回以上の接種率が10%を超えると多くの国で新規感染者数が明確に抑制され、

ワクチン接種率が15～30%に達すると消費活動が急速に活発化する傾向が見られる（右表）。

もちろん、消費活動には政府による行動制限の緩和ペースと感染再拡大リスクとのバランスが重要であり、変異種に対するワクチンの有効性も不透明な部分を残しているため、ワクチン接種率だけで消費活

住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率、万戸）



ワクチン接種率とコロナ感染、消費活動との関係

	ワクチン接種率と感染の関係		消費活動活発化の時期		5月下旬の状況	
	感染ピーク	ワクチン接種率	時期	ワクチン接種率	消費水準（人手）	ワクチン接種率
イスラエル	1月中旬	25%	1月中旬	25%	▲ 8.0	63.0
米国	1月中旬	5%	2月中旬	15%	▲ 4.6	49.8
カナダ	4月下旬	25%	4月下旬	25%	▲ 21.3	55.5
英国	1月上旬	3%	4月中旬	47%	▲ 20.1	63.0
フランス	4月中旬	20%	5月中旬	31%	▲ 17.7	36.4
イタリア	4月初	12%	4月上旬	15%	▲ 12.7	36.9
ドイツ	4月下旬	24%	5月上旬	31%	▲ 31.0	42.2
チリ	4月中旬	40%	4月中旬	40%	▲ 35.4	54.8
ブラジル	4月中旬	10%	4月中旬	10%	▲ 23.7	20.6
トルコ	4月下旬	15%	5月中旬	18%	▲ 30.0	19.4

（注）ワクチン接種率は1回目以上で人口比（%）、

消費活動はGoogle人手データ「小売・娯楽」施設により、数値はコロナ前との比較（%）

動が決まるわけではない。

それでも、現実としてワクチン接種率が5割を超えたイスラエルや米国では消費活動が概ねコロナ前の水準を取り戻している。今回確認した10ヵ国における小売・娯楽施設の人手とワクチン接種率との関係を並べて見ると、ワクチン接種率が53%程度に達すれば人手がコロナ前の水準を回復する可能性を示唆する(右図)。ワクチンによる景気回復への期待は大きい。

現在の国内におけるワクチンの接種ペースは1日あたり80万人前後、うち半分程度が1回目である。仮にこのペースが続けば、ワクチン接種率(1回以上)は1日あたり0.32%ポイント上昇し、現在18.5%の接種率が5割を超えるまで約100日かかる計算になる。すなわち、早ければ10月には国内でも消費活動がコロナ前の水準を取り戻すということになる。

2021年度は3.5%成長を予想

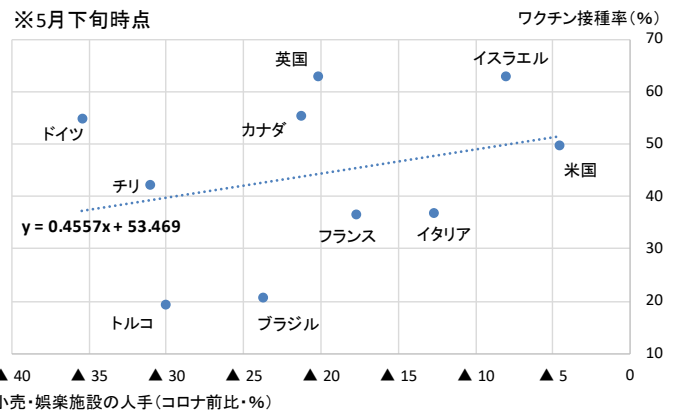
以上を踏まえて7~9月期以降の日本経済の姿を展望すると、個人消費は緊急事態宣言が沖縄を除いて解除されたこと、ワクチン接種が進んでいることから、徐々に持ち直しのペースを上げていくと見込まれる。ただ、コロナ新規感染者数に下げ渋りの動きもみられることもあり、個人消費の復調が感染を再拡大させるリスクを抱えている点には留意が必要であろう。

東京五輪は7月23日に予定通り開幕の方向で進んでいるが、観客数は大幅に制限される見通しであり、コロナ感染の状況如何によっては無観客の可能性もある。そのため、国内旅行や飲食など観客による関連需要が個人消費回復の起爆剤になることは期待できそうもないが、予想以上に早かった消費活動(人の動き)の底入れと、当初の想定よりも速いワクチン接種のペースにより、そのマイナスは概ねカバーできると考えられる。

輸出は、着実に経済正常化に向かう米国向けや、ワクチン接種で日本に先行する欧州向けに主役を移しつつ拡大が続こう。設備投資も、輸出の拡大が製造業における回復を後押しし、国内消費の持ち直しが非製造業における不透明感を払拭することから、力強く立ち上がっていくと見込まれる。

2021年度後半に入ると、個人消費の回復が本格化し、輸出はインバウンド需要の復活も視野に入り増勢を維持、設備投資は拡大ペースが加速

ワクチン接種率(1回以上)と人の動きとの関係



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	▲4.5	3.5	2.7
国内需要	0.4	▲0.1	▲3.9	2.8	2.6
民間需要	0.2	▲0.8	▲6.4	4.2	3.7
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	4.4	5.4
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	3.2	▲0.8	0.1
公共投資	0.8	1.5	4.3	▲1.3	▲1.7
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.7)	(0.1)
輸出	2.0	▲2.2	▲10.5	13.9	4.8
輸入	3.0	0.2	▲6.9	9.7	4.3
名目GDP	0.1	0.3	▲3.9	2.3	3.8
鉱工業生産	0.2	▲3.7	▲9.5	14.3	5.7
失業率(%、平均)	2.4	2.4	2.9	2.8	2.5
経常収支(兆円)	19.4	18.9	18.2	13.6	19.3
消費者物価(除く生鮮)	0.8	0.6	▲0.4	0.5	0.4

(出所) 内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

しよう。その結果、2021 年度の実質 GDP 成長率は前年比+3.5%と 3 年ぶりのプラス成長となる見通しである（前回 5 月時の+3.3%から上方修正）。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、引き続き 2022 年 1～3 月期を見込む。

2022 年度は、新興国を含めた世界全体で経済の正常化に向けた動きが広がるとみられることから、日本においてはインバウンド需要を含む輸出の拡大が続き、設備投資の拡大が持続、個人消費も増勢が続くと見込まれる。そのため、実質 GDP 成長率は前年比+2.7%、1%未満とされる潜在成長率を大きく上回る状況が続き、経済活動（実質 GDP）の水準は 2022 年 7～9 月期にも消費増税前（2019 年 7～9 月期）を回復すると予想する。

それでも、2021 年 1～3 月期時点で GDP 比 4.7%にも上ると推計¹されている需給ギャップが解消するのは早くても 2022 年後半になるとみられる。国内需給の面から物価上昇圧力が強まるのは 2023 年に入ってからとなり、物価目標 2%の達成を現実的なものとして議論するためには、その頃まで待つ必要があるだろう。

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。

¹ 内閣府による推計。GDP は年度換算で発表。