

日本経済情報 2021年8月号

Summary

【内容】

コロナ第4波の一巡で景気は6月に一旦持ち直し

設備投資は製造業に続いて非製造業も復調の兆し

住宅投資は貸家中心に持ち直し続く

輸出は米中向け中心に増勢一服

7月にかけて景況感の改善が続く

小売売上は7月に一段と改善

コロナ第5波続き緊急事態宣言の対象拡大

感染拡大を受けて人手は抑制へ

個人消費は10月以降に本格回復へ

輸出の再拡大も追い風に設備投資は本格回復へ

3%前後の成長が続く見通し

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

本格回復は今秋以降に持ち越し（2023年までの経済見通し）

コロナ第4波の一巡により6月に個人消費が一旦持ち直し、2021年4～6月期の成長率は前期比で比較的大きなプラス成長を記録した。設備投資も非製造業にまで復調の動きが広がり、住宅投資は持ち直し傾向が続いた。輸出こそ米中向けを中心に増勢が一服したが、日本経済は国内民間需要を中心に本格回復に向けた準備を整えつつあった。

景気持ち直しの動きは7月にかけても続いたが、やや先走り過ぎた経済活動の活発化が、コロナ感染第5波の爆発的な拡大を招いた。その結果、政府は緊急事態宣言の延長・対象の大幅な拡大に踏み切り、その実施に先んじて人の動きは8月半ば頃から抑制傾向となっている。こうした状況を踏まえると、7～9月期の成長率は前期比で横ばい程度にとどまり、景気はひとまず停滞感を強めることとなろう。

ただ、ワクチン接種が進みコロナの影響が和らぐと期待される10月以降、個人消費は本格的に回復、これまで抑制されてきた反動もあり、4%近い伸びが2年間続くと予想する。海外景気もワクチン効果により先進国を中心に回復が続くとみられ、それに伴い輸出も徐々に増勢を取り戻そう。これらの動きが設備投資の本格回復を後押しする。

以上の結果、2021年度の成長率は前年比+3.3%と3年ぶりのプラスに転じ、2022年度も+2.9%と高い成長が見込まれる。ただ、2023年には巡航速度に近い1%台まで減速、需給ギャップの解消は2023年半ば頃となり、消費者物価上昇率はせいぜい1%程度までにとどまろう。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2018 実績	2019 実績	2020 実績	2021 予想	2022 予想	2023 予想
実質GDP	0.2	▲0.5	▲4.5	3.3	2.9	1.5
国内需要	0.4	▲0.1	▲3.9	2.8	2.6	1.2
民間需要	0.2	▲0.8	▲6.3	4.1	3.6	1.2
個人消費	0.1	▲1.0	▲5.9	3.9	3.7	1.2
住宅投資	▲4.9	2.5	▲7.2	1.6	1.0	▲1.9
設備投資	1.0	▲0.6	▲6.8	6.3	3.8	1.8
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	1.1	2.0	3.3	▲0.4	0.2	1.2
公共投資	0.8	1.5	4.2	▲2.5	▲0.5	0.4
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
輸出	2.0	▲2.2	▲10.4	13.1	5.3	3.5
輸入	3.0	0.2	▲6.8	9.8	3.7	1.9
名目GDP	0.1	0.3	▲3.9	2.3	3.7	2.0

コロナ第4波の一巡で景気は6月に一旦持ち直し

8月16日に発表された2021年4~6月期GDPの1次速報値は、前期比+0.3%（年率+1.3%）のプラス成長となり、事前の大方の予想（前期比+0.1%程度、年率+0.5%程度）を上回った（右図）。

内訳を見ると、個人消費は新型コロナウイルスの感染第4波が一巡した6月に復調、4~6月期では前期比+0.8%と比較的大きなプラスに転じたほか、輸出の堅調拡大を背景に設備投資が前期比+1.7%と1~3月期の落ち込み（前期比▲1.3%）をカバーする反発を見せるなど、国内民間需要がプラス成長を主導した。

なお、外需（純輸出=輸出-輸入）の成長率への寄与度は前期比▲0.3%Ptへマイナス幅が拡大したが、上記のような国内内需の持ち直しを反映した輸入増によるものに過ぎない。日本経済は4~6月期の後半にかけて一旦持ち直したと評価できる。

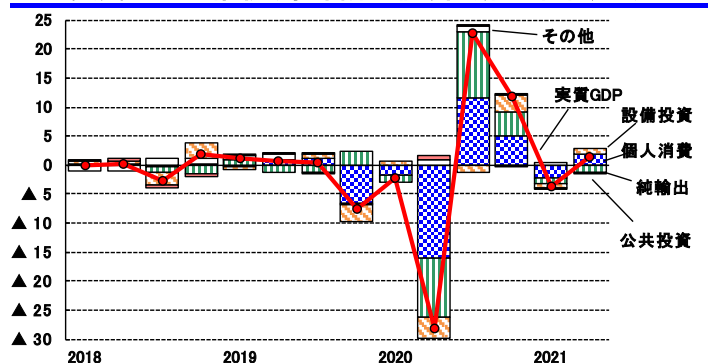
設備投資は製造業に続いて非製造業も復調の兆し

設備投資は、7月以降も持ち直し傾向を維持している模様である。設備投資全体の4割程度を占める機械投資（工場の生産設備など）は、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く総合）が6月に前月比▲1.5%と小幅な減少にとどまった結果、4~6月期では前期比+4.6%と内閣府の予想（+2.5%）を上回った。さらに、7~9月期は前期比+11.0%もの大幅増が見込まれており、本格回復を期待させる状況となっている。

業種別では、製造業からの受注が4~6月期に前期比+12.1%と大幅に増加、金額は年率4.7兆円と概ね2年半ぶりの水準まで戻した。7~9月期はさらに3.4%の増加が見込まれており、回復局面に入っていることが明確である。一方、出遅れていた非製造業からの受注は、4~6月期に小幅な減少（前期比▲1.8%）にとどまり、7~9月期は16.9%もの増加が見込まれるなど、底入れから持ち直しの可能性が示唆された。

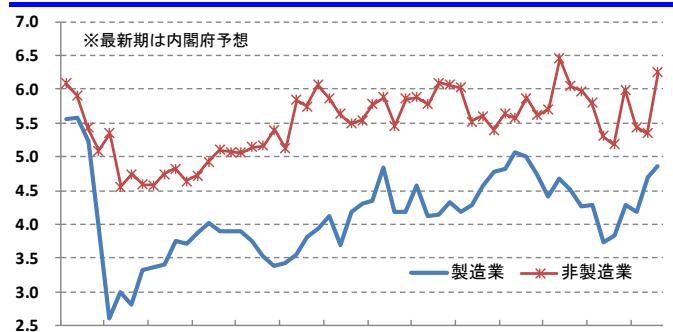
7~9月期の機械受注見通しについて機械の種類別の動向を見ると、製造業の設備投資に関係の深い産業機械や工作機械で堅調な拡大が続くほか、電子・通信機械が4~6月期の前年同期比+19.1%から7~9月期は+29.2%へ一段と伸びを高めており、デジタル化の進展に向けた動きも窺われた。また、非製造業に関連の深いものでは、鉄道車両（4~6月期▲35.3%→7~9月期+80.1%）や航空機（▲26.8%→+38.9%）の受注が急回復、アフターコロナを睨んだ動きもあった。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)内閣府

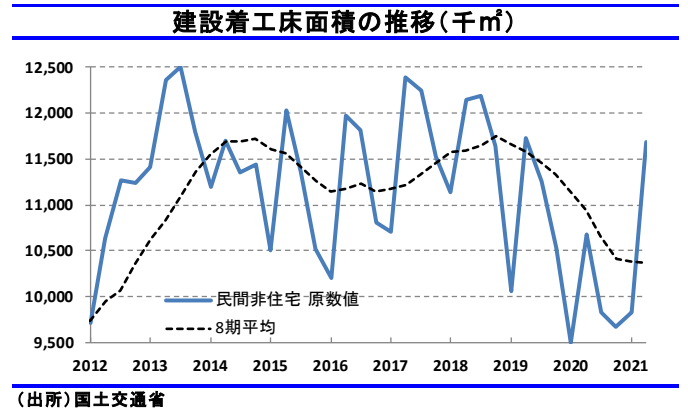
機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(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（右図）。

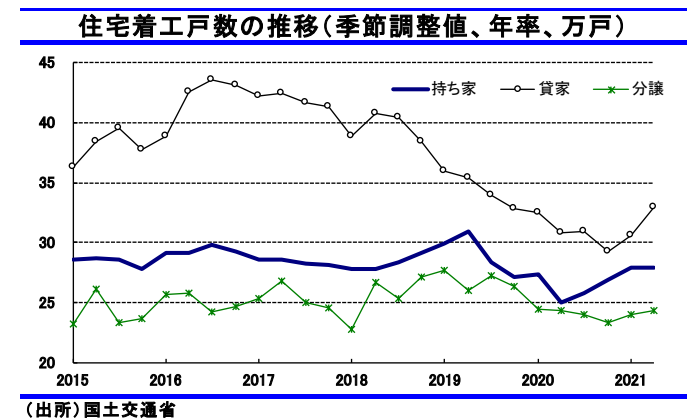
4～6月期の建設着工床面積は前年同期比+9.4%となり、1～3月期の+3.6%から大きく伸びを高めた。前年に大きく落ち込んだ反動という面はあるが、工事の進捗をイメージした着工床面積の8四半期平均で見ても足元で概ね横ばいとなっており、少なくとも底入れしたとは言えそうである。



内訳を見ると、「倉庫」が1～3月期の前年同期比+14.7%から4～6月は前年同月比+16.5%へ伸びを高め、進捗ペースでも堅調な拡大を続けているとみられるほか、「事務所」がプラスに転じ（1～3月期▲9.7%→4～6月期+18.5%）復調傾向にある。また、前述の機械投資に歩調を合わせる形で「工場」も持ち直しの動きが加速（+8.0%→+18.2%）、「店舗」も2020年半ばまで続いた大幅な落ち込みから脱する動きが見られた（+16.5%→+23.1%）。

住宅投資は貸家中心に持ち直し続く

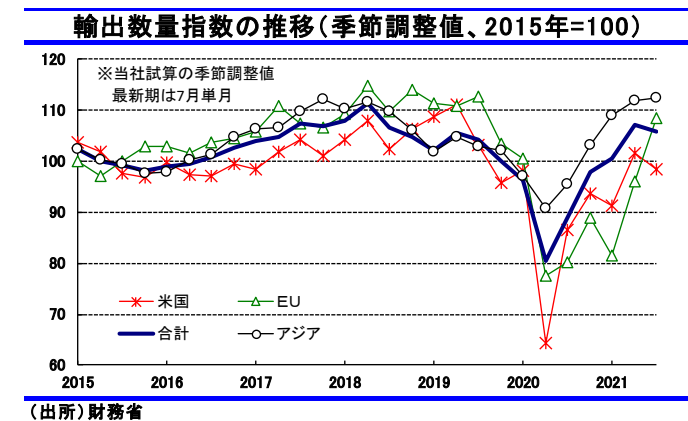
住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が5月に続き6月も前月比マイナス（▲1.0%）となったが、それでも4～6月期で見れば前期比+5.5%の85.7万戸（季節調整済・年率換算）へ回復した。消費増税前のピーク96.4万戸（2018年4～6月期）には未だ遠く及ばないものの、直近ボトムの80.5万戸（2020年10～12月期）から着実に持ち直してきている。



内訳を見ると（右図）、消費増税後の落ち込みから順調に回復してきた持ち家（注文住宅）は4～6月期に頭打ちしたものの、分譲住宅は4～6月期も前期比+4.2%と増勢を維持し、貸家（賃貸住宅）は前期比+10.9%へ増加ペースを加速させている。

輸出は米中向け中心に増勢一服

輸出は7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、5月の前月比▲0.4%から6月は▲0.7%とマイナス幅をやや拡大、4月（▲0.4%）から3ヵ月連続で小幅減少が続いた（当社試算の季節調整値）。7月の水準は4～6月期を1.0%下回り、2020年7～9月期以降の急回復にはブレーキが掛かっている（右図）。



7月の状況を相手先別に見ると、EU向けは4～6月期を12.9%も上回り依然として好調であるが、ア

アジア向けはほぼ横ばい（+0.4%）、米国向けは3.1%下回っており、全体として見れば増勢は明確に弱まっている。アジア向けについては、中国向けが自動車（完成車）のほか鉄鋼や非鉄金属、プラスチックなど素材関連で減少、ASEAN向けも自動車関連やIC（半導体）が伸び悩んだ。米国向けは、自動車が引き続き好調ながら、鉄鋼やICの拡大が一服した。

7月にかけて景況感の改善が続く

こうした需要動向を背景に、各業界の景況感は6月から7月にかけて総じて改善が続いた。景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断（水準）」指数は、コロナ感染第4波や3回目の緊急事態宣言によって5月には29.0まで悪化した。その後は6月34.7、7月38.2と水準を戻している。

5月から7月にかけて改善が目立つのは「レジャー関連施設」（5月23.2→7月45.8）、「百貨店」（16.7→37.6）、「コンビニエンスストア」（30.3→49.2）であり、コロナ感染第4波の一巡やワクチン接種の進捗を受けてコロナ感染への警戒感が弱まり消費者の行動が活発化したことが背景とみられる。また、「旅行・交通関連」（12.2→28.5）や「飲食関連」（10.7→23.9）も依然低水準ながら比較的大きな改善を見せた。

また、巣籠り需要や感染リスクの低い移動手段としてコロナ感染拡大がむしろ追い風となっている「家電量販店」（5月39.0→7月44.3）や「乗用車販売店」（39.1→42.1）、「スーパー」（38.6→41.7）は7月に持ち直し高水準を維持、消費関連分野の中で依然として好調さを保っている。

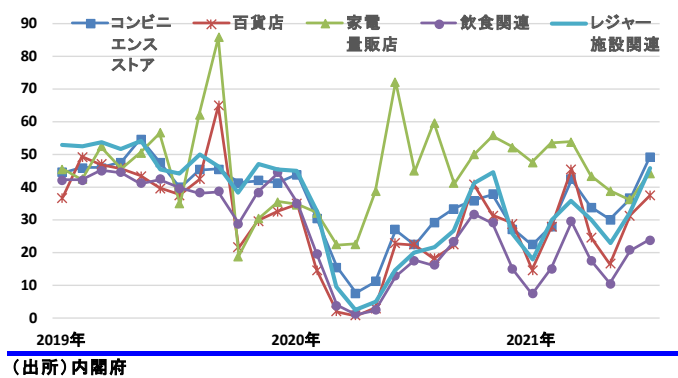
「企業動向関連」業界の景況感は、こうした消費関連分野の復調を背景に非製造業（5月36.9→6月40.0→7月41.8）で順調に改善した一方、輸出拡大が頭打ちしたこともあり製造業（38.3→42.3→42.5）では一服感が見られた。

小売売上は7月に一段と改善

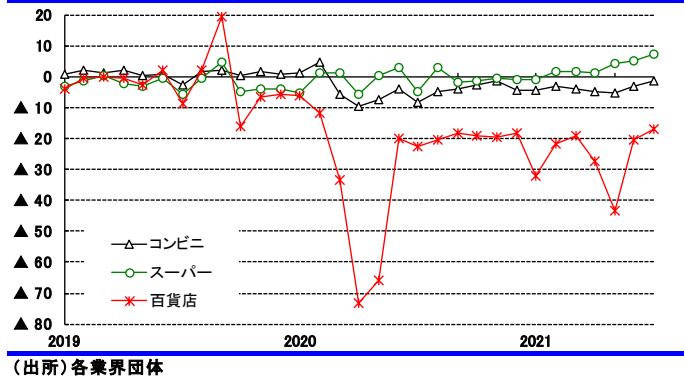
7月の主な業態の小売売上高を見ると、コンビニ売上高（既存店）は、6月の前年同月比+0.8%から+5.1%へ大きく伸びを高めた。2年前比でも▲3.1%から▲1.3%へマイナス幅が縮小しており、明確に改善した（右図）。昨年より梅雨明けが早く気温が高かったことから夏物商材が伸びたほか、巣籠り需要の堅調さを反映して冷凍食品や酒類も好調を維持した。来店客数の低迷が続いているものの（2年前比6月▲10.3%→7月▲11.1%）、客単価の伸びが高まり（+8.0%→+11.0%）、売上を押し上げた。

スーパー売上高（既存店）も、6月の前年同月比+1.7%から7月は+4.6%へ伸びを高めた。2年前比でも+5.2%から+7.3%へ改善しており堅調な拡大が続いた。主力の食料品が2年前比で6月の+

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準）



主な業態の小売売上高の推移（既存店ベース、2年前比、%）



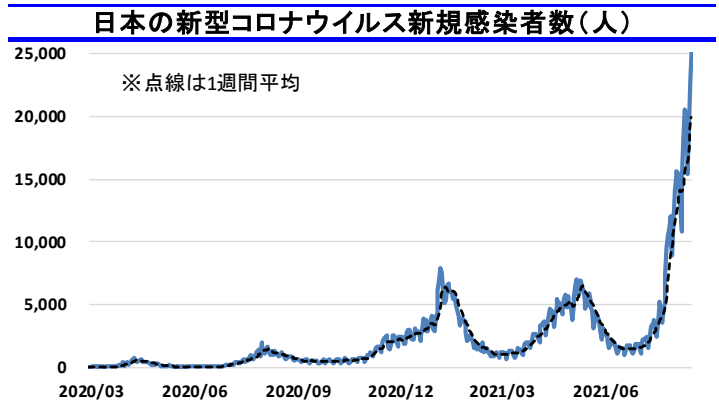
6.5%から7月は+8.7%へ伸びが高まったほか、衣料品（6月2年前比▲18.8%→7月▲11.0%）の落ち込みが縮小した。日用雑貨や家電製品などの住宅関連品（+16.2%→+12.9%）も、伸びは鈍化したが大枠プラスを維持し底堅く推移した。

百貨店売上（店舗数調整済）も、6月の前年同月比▲1.6%から7月は+4.2%へ改善した。2年前比では依然マイナスであるが、6月の▲20.4%から7月は▲17.0%へマイナス幅を縮小しており、景気ウォッチャー調査の改善ほどではないが持ち直しは明らかである。2年前との比較では、主力の衣料品で約3割減、雑貨で約2割減と大きく落ち込んでいるが、食料品が約1割減と健闘している。

コロナ第5波続き緊急事態宣言の対象拡大

こうした個人消費の持ち直しは、人の動きの活発化によるものであるが、その結果として新型コロナウイルスの感染は一段と拡大している。

新規感染者数（右図 WHO 集計ベース、1週間平均）は、7月終わりに1万人を、8月半ばには2万人を突破し、19日には2万5千人（国内集計）に達した。政府は緊急事態宣言の対象に、それまでの沖縄1県から7月12日に東京を追加、8月2日には大阪、神奈川、埼玉、千葉を加えて6都道府県とし、8月20日にはさらに茨城、栃木、群馬、静岡、京都、兵庫、福岡を加えた13都道府県にまで対象を拡大しているが（期間は9/12まで）、感染拡大に歯止めは掛かっている。

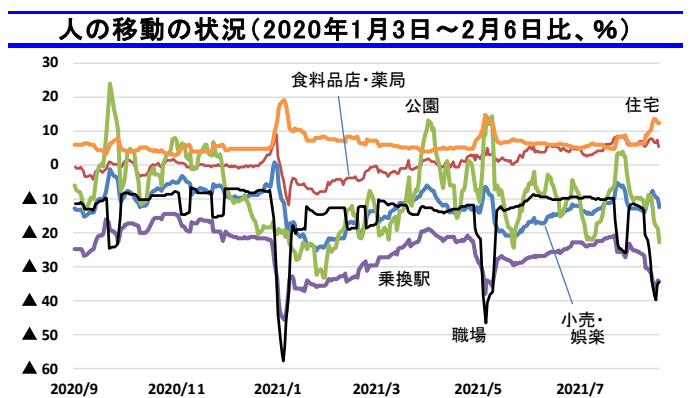


(出所)WHO

一方で、ワクチン接種率（1回以上）は8月17日に5割を達成、2回接種でも22日には40.9%と4割を超えているため感染者が重症化するリスクは低下、死亡者数は1日20人強、100人を超えた5月下旬に比べると現時点では抑制されている。ただ、現時点では8月に入ってからコロナ感染急拡大が十分に反映されているとは考え難く、事態は急速に悪化しているとみておくべきであろう。

感染拡大を受けて人手は抑制へ

こうした状況を受けて、人の動きはようやく抑制の兆しが見え始めた。Google社が公表しているコロナ前に比した人の動きを示すデータによると（右図）、8月中旬にかけて「職場」周辺や「乗換駅」での人手が顕著に減少する一方、「住宅」周辺で増加している。お盆休みの影響が大きいですが、盆明け後もお盆前に比べると外出が抑制された様子が確認されており、在宅勤務シフトが進んだとみられる。



(注)1週間平均。(出所)Google

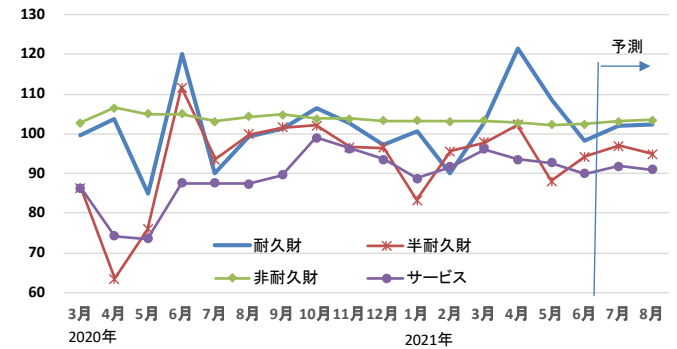
実際の消費活動に直結する「小売・娯楽」施設や「飲食料品店・薬局」での人手も、お盆期間には前者がゼロ近くへ、後者はコロナ前を10%超上回るまで水準を高めたが、盆明け後はお盆前よりも低い水準にとどまっており、人手は抑制されている。さらに、政府は8月25日から北海道と愛知、

岐阜、三重も緊急事態宣言の対象に加える方向で検討を始めており、滋賀県も発令を要請するなど、感染拡大への警戒感は全国に広がりつつある。今後、感染の拡大に歯止めが掛からない限り、政府による消費活動の制限強化が一段と進むことになろう。

個人消費は10月以降に本格回復へ

抑制に転じた人の動きを踏まえると、7月にかけて持ち直し傾向にあった個人消費は、8月に入りサービス分野や衣料品などの半耐久財を中心に減少した可能性が高い(右図)。そのため、仮に9月に入り新型コロナウイルスの感染がピークアウトし、予定通り緊急事態宣言を9月12日に解除できたとしても、7~9月期の個人消費は4~6月期からせいぜい横ばいにとどまろう。

財別消費支出の予想(季節調整値、2020年1~2月=100)



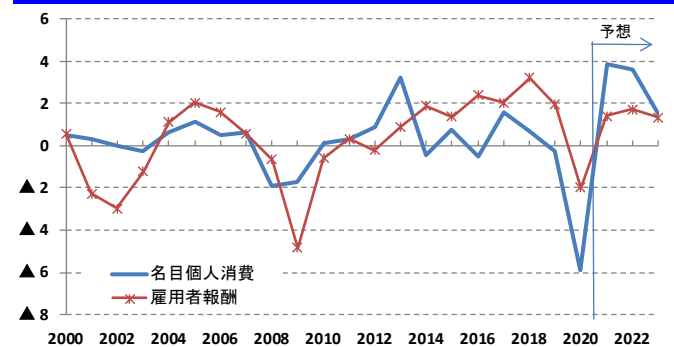
(出所)総務省、予想は伊藤忠総研

菅首相は8月17日の記者会見でワクチン接種について「9月末には6割近くが2回の接種を終え」との見通しを示した。この通りとなれば、10月以降は集団免疫の獲得に近づき、コロナ感染はかなり抑制され、個人消費は10~12月期から本格的に回復に向かおう。

コロナから脱した後の個人消費を左右するのは、まず雇用や所得の動向であり、加えてコロナ禍で使えずに残ったお金の規模であろう。2020年度の雇用者数は前年比▲1.1%、ボーナスや残業代を含めた賃金は前年比▲1.4%、これらの掛け算となる雇用者報酬(雇用者全体が受け取った報酬)は前年比▲2.0%であったが、個人消費は前年比▲5.9%とこれを大きく上回る落ち込みとなった¹。すなわち、相当規模の「使われなかった所得」が残ったことになる。さらに、2020年度1次補正予算(4月30日成立)に盛り込まれた国民一律10万円の給付金(総額約13兆円)などの所得補填策もあったため、使われずに残った言わば「強制的に貯蓄された」額は、日本銀行の試算²によると20兆円、1年間の個人消費額の約7%にも相当するとみられている。

新型コロナウイルスの感染拡大リスクが後退し、消費活動が正常化すれば、通常の雇用回復・賃金増加による所得増に加え、こうした「強制貯蓄」の取り崩しが個人消費を押し上げよう。そのため、2022年度から2023年度にかけて、雇用者報酬の増加ペースは前年比2%を下回るとみられるが、個人消費(名目)は前年比4%近いペースで回復すると予想する(右図)。

個人消費と雇用者報酬の予想(名目、前年比、%)



(出所)内閣府、予想は伊藤忠総研

輸出の再拡大も追い風に設備投資は本格回復へ

先に見た通り、足元で増勢が一服している輸出も、海外景気がワクチン接種の進捗などを受けて先進

¹ 家計の所得は、正確には雇用者報酬のほか、自営業者の営業所得や財産所得(不動産賃貸料や株式の配当金など)、年金所得などがあるが、雇用者報酬が全体の約3分の2を占める。なお、他の所得の2020年度実績は未公表。

² 日本銀行「経済・物価情勢の展望(2021年4月)」BOX3参照。

国を中心に回復に向かうとすれば、それに伴い徐々に増勢を取り戻すとみて良いだろう。モノの輸出水準を示す数量指数で見れば、中国向けは既に過去のピーク（2011年1～3月期）と同程度まで回復しているため今後の拡大余地は限られようが、欧米向けや、やや遅れてASEAN向けを中心に、2022年度から2023年度にかけて一段の増加が期待できる。さらに、2022年に入れば国際間の人の移動制限も徐々に緩和され、インバウンド需要も回復に向かおう。為替相場はドル高円安傾向が見込まれることも相まって、輸出は引き続き経済成長の一翼を担うと予想される。

個人消費や輸出が回復に向かう中で、設備投資の拡大も本格化しよう。循環的な設備投資の動向を示す資本ストック循環図は、2021年4～6月期時点で期待成長率がプラスの領域に戻っており（右図）、企業が先行きの景気回復を織り込みつつ設備投資を積極化していることを示している。

今後は、コロナの影響を強く受けている一部の業界を除いて、潤沢な手元資金と良好な資金調達環境の下、さほど遠くない将来、コロナ禍から脱するであろうという展望に基づいて設備投資が一段と活発化しよう。

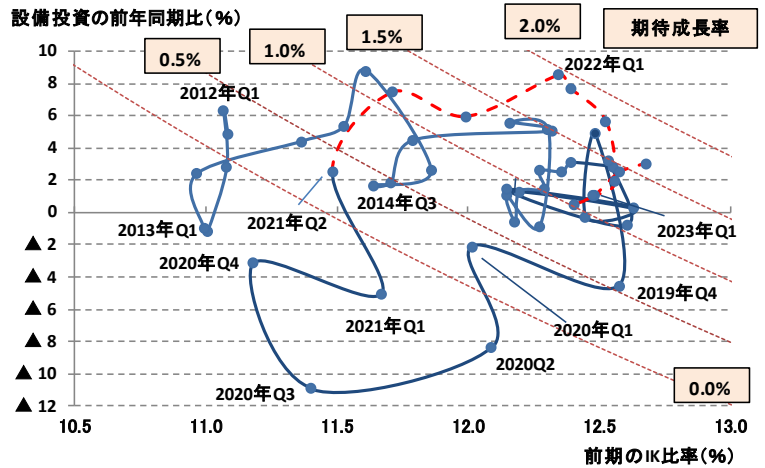
さらに言えば、コロナ後はデジタル化の加速、世界的な脱炭素の動きといった新たな投資を必要とする世界的な潮流への対応を迫られる分野が少なくない。こうした企業を取り巻く環境変化も、設備投資の本格回復を促す要因となる。

3%前後の成長が続く見通し

以上の内外需要の動向を踏まえると、足元2021年7～9月期の実質GDP成長率は個人消費や輸出の停滞により横ばい程度にとどまると見込まれる。しかしながら、10～12月期以降はこれらがともに再拡大に転じ、設備投資も本格的な拡大局面に入るとみられ、その結果、経済活動（実質GDP）の水準は、2022年1～3月期にコロナ前（2019年10～12月期）の水準を回復、2021年度の成長率は前年比+3.3%と3年ぶりのプラス成長に転じると予想する。

ただ、それでも2020年度の大幅なマイナス成長（▲4.5%）を埋め合わせるには至

民間企業資本ストック循環図



（出所）内閣府公表資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

日本経済の推移と予測（年度）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
前年比,%,%Pt	実績	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	0.2	▲0.5	▲4.5	3.3	2.9	1.5
国内需要	0.4	▲0.1	▲3.9	2.8	2.6	1.2
民間需要	0.2	▲0.8	▲6.3	4.1	3.6	1.2
個人消費	0.1	▲1.0	▲5.9	3.9	3.7	1.2
住宅投資	▲4.9	2.5	▲7.2	1.6	1.0	▲1.9
設備投資	1.0	▲0.6	▲6.8	6.3	3.8	1.8
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	1.1	2.0	3.3	▲0.4	0.2	1.2
公共投資	0.8	1.5	4.2	▲2.5	▲0.5	0.4
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
輸出	2.0	▲2.2	▲10.4	13.1	5.3	3.5
輸入	3.0	0.2	▲6.8	9.8	3.7	1.9
名目GDP	0.1	0.3	▲3.9	2.3	3.7	2.0
鉱工業生産	0.2	▲3.7	▲9.5	10.7	5.7	2.1
失業率(%、平均)	2.4	2.4	2.9	2.9	2.6	2.5
経常収支(兆円)	19.4	18.9	18.3	12.3	17.6	19.8
消費者物価(除く生鮮)	0.8	0.6	▲0.4	0.4	0.4	0.7

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

らない。そのため、続く 2022 年度も経済の正常化に向けて、個人消費や設備投資といった国内内需が主導する景気の堅調な拡大が続こう。2022 年度の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%、2 年連続で 3% 前後の比較的高い伸びを予想する。

ただ、こうした景気の堅調拡大が続くとしても、日本においては物価の上昇圧力が高まらなるとみられる。物価上昇圧力の指標である需給ギャップ（需要と供給力の差）は、内閣府の推計によると直近（2021 年 1～3 月期）でも GDP 比▲4.7%と大幅なマイナス、すなわち強い物価下落圧力がかかる状況にある。日本の潜在成長率（供給力の拡大ペース）は、同じく内閣府の試算によると足元では 0.5% 程度に低下しており、今後、GDP（需要）が年 3%のペースで拡大すれば、1 年で差し引き GDP の 2.5%分、マイナスの需給ギャップが縮小する計算となる。したがって、需給ギャップが解消されるには 2 年近く、つまり 2023 年半ば頃までかかることになる。物価上昇圧力が高まるのは、それからとなろう。

政府・日銀は、消費者物価上昇率の目標を前年比 2%とし、その実現まで、現在の強力な金融緩和政策を続けるとしている。しかしながら、上記の経済見通しを前提とすれば、少なくとも 2023 年度末まで、消費者物価上昇率はせいぜい 1%に達するかどうかであろう。財政金融政策は当面、脱コロナに集中すべきであることは言うまでもないが、コロナ禍からの脱却が展望できる状況となり、金融政策の正常化を早期に実現することが適当だと判断される場合は、大胆な需給ギャップ縮小・解消策や、いたずらにデフレ期待を高める市場原理を無視した値下げ要請、2%という物価上昇率目標の是非など、現行政策を点検、必要に応じて抜本的な見直しを検討すべきであろう。

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。