

日本経済情報 2021 年 9 月号

Summary

【内 容】

コロナ第 4 波収束後にやや持ち直すも停滞せず

夏場の輸出は米中向けの減少が顕著

設備投資は非製造業の回復に遅れ

住宅投資は回復の動き広がる

小売売上は 8 月に入り悪化

景況感は 8 月に大幅悪化

感染第 5 波で人手は大幅減

自民党総裁選と衆院選を経て補正予算編成へ

景気は 10~12 月期以降、本格回復に向かう見通し

消費者物価上昇率 2%は依然見通せず

本格回復の条件はコロナ再拡大の回避（改定見通し）

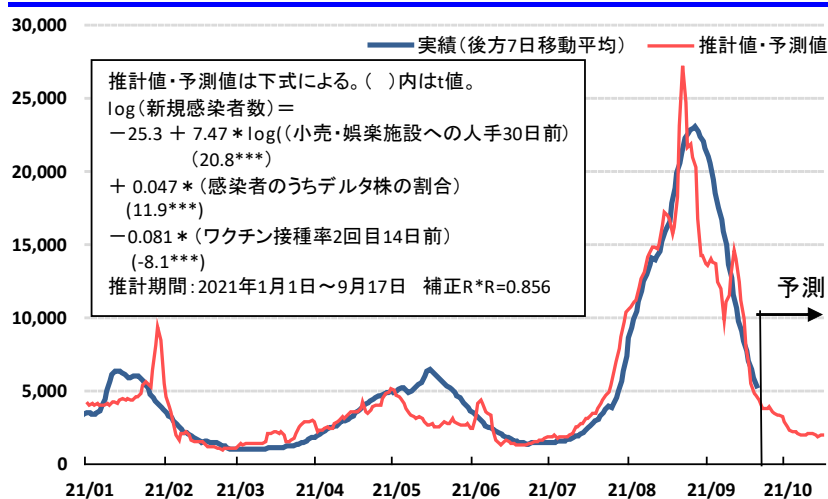
2021 年 4~6 月期 GDP の 2 次速報値は実質で上方修正されたが名目では下方修正され、景気は 6 月にかけて持ち直すも総じて停滞が続いたとの評価が妥当。

7 月以降は、輸出が米中向けを中心に減少、設備投資は非製造業に回復の遅れが見られ、個人消費はコロナ感染第 5 波により 8 月に減少。景気ウォッチャー調査が示す景況感も 8 月は大幅に悪化。

コロナ感染第 5 波は人手を大幅に減少させ消費落ち込みにつながったが、感染者数の急減により人手は一部で持ち直しの動きも。なお、感染者数の減少は人手やワクチン接種率によって概ね説明でき（下図）、この関係を前提とすると、ワクチン接種率の上昇が続いても新規感染者数は 1 日 2,000 人台で下げ渋る可能性。接種率 65%でも人手がコロナ前に戻れば再び感染者数 5,000 人超も。感染対策の強化が必要。

自民党総裁選と衆院選を経て 20~30 兆円規模の補正予算が編成される見通し。今後、コロナ再拡大が回避できれば、個人消費の本格回復も期待でき、2021 年 10~12 月期以降は成長加速、2021 年度の成長率は前年比+3.3%を予想。2022 年度も 3%成長が続くが、消費者物価上昇率の 2%達成は 2023 年度中でも見通せず。

コロナ新規感染者数の見通し(人)



(出所)WHO、予想は伊藤忠総研 (注) 推計で用いた人手も後方7日移動平均

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

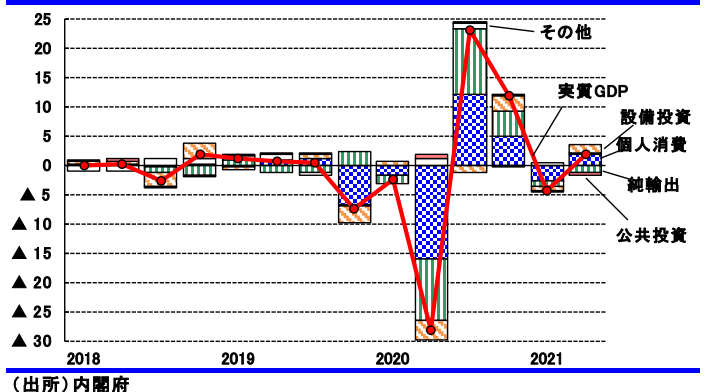
副主任研究員
中浜萌
(03-3497-2894)
nakahama-moe
@itochu.co.jp

コロナ第4波収束後にやや持ち直すも停滞脱せず

9月8日に発表された2021年4～6月期GDPの2次速報値は、実質で1次速報値の前期比+0.3%（年率+1.3%）から前期比+0.5%（年率+1.9%）へ大きく上方修正された。ただ、名目では1次速報値の前期比+0.1%（年率+0.2%）から▲0.1%（年率▲0.5%）へ下方修正され、マイナス成長に転じている。

内訳を見ると、実質では個人消費（1次速報前期比+0.8%→2次速報+0.9%）や設備投資（+1.7%→+2.3%）、政府消費（+0.5%→+1.3%）が上方修正され、名目でも設備投資（+2.3%→+2.9%）や政府消費（+0.9%→+1.7%）は上方修正されたが、個人消費は下方修正（前期比+0.6%→+0.2%）された。すなわち、4～6月期の日本経済は、コロナ感染第4波の収束により5月後半から6月にかけて持ち直しの動きは見られたものの、それまでの落ち込みを十分にカバーできず、全体として停滞が続いたという評価が妥当であろう。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）

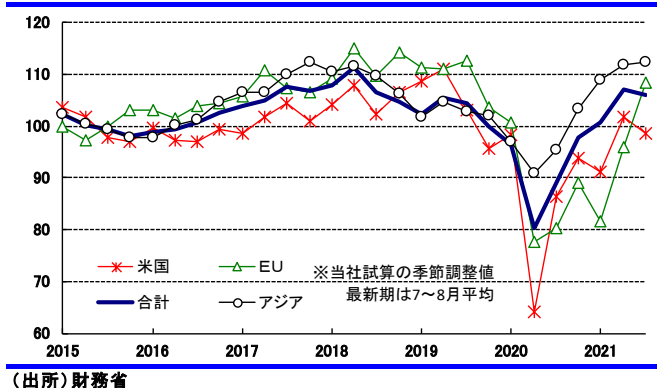


夏場の輸出は米中向けの減少が顕著

7月以降の主な需要動向を見ると、輸出は増勢一服から減少に転じている。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月以降、前月比で小幅マイナスが続き停滞感を強めていたが、8月は▲4.2%と比較的大きく落ち込んだ。その結果、7～8月の平均は4～6月期を3.1%下回り、これまでの拡大傾向から減少に転じた（右図）。

7～8月平均の水準を相手先別に見ると、EU向けは4～6月期を7.5%上回り拡大傾向を維持したが、アジア向けは4～6月期を2.2%、米国向けは3.5%それぞれ下回った。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の減少により落ち込んだ影響が大きく、ASEAN向けは素材関連を中心に底堅く推移した。米国向けは、全体の3割強を占める自動車（含む部品）の落ち込みが目立った。

輸出数量指数の推移（季節調整値、2015年=100）



設備投資は非製造業の回復に遅れ

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が、その勢いは今のところ期待したほどではない。設備投資のうち、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4～6月期に前期比+4.6%と好調、7月も前月比+0.9%と小幅ながら増加、水準は4～6月期を2.3%上回るなど、増加基調を維持している。ただ、内閣府は7～9月期を前期比+11.0%への急増と予想しており、7月の実績は、そこまでの増加にはハードルが高いことをも示している。

業種別では、製造業からの受注が7月も前月比+6.7%と堅調に拡大、7月の水準は4~6月期を10.2%も上回るなど本格的な拡大局面入りを示す一方で、非製造業からの受注は、7月に前月比▲9.5%と大幅に減少、4~6月期の水準を4.3%下回るなど、一時見られた底入れの兆しは消滅、更なる底を探る状況となっている。

非製造業で7月の落ち込みが目立つのは、建設業（前月比▲34.1%）、運輸・郵便業（▲26.7%）、卸小売業（▲36.9%）であり、4~6月期との比較でも、それぞれ25.3%、21.0%、20.7%水準を落としている。運輸業関連については、内閣府の見通しで鉄道車両や航空機の受注大幅回復が見込まれていたが、コロナ感染再拡大により計画が先送りされた可能性もあろう。

住宅投資は回復の動き広がる

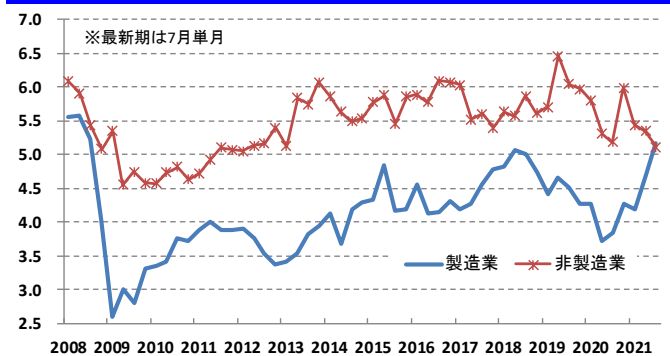
住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が4月から6月にかけての停滞から7月に前月比+6.9%と急拡大し、7月の水準は4~6月期を5.9%上回る92.6万戸（季節調整済の年率換算値）となった。この水準は、消費増税前のピーク96.4万戸（2018年4~6月期）には及ばないものの、約2年ぶりの高さであり、順調に回復している。

内訳を見ると（右図）、2020年半ばに調整を終えて底入れし、反転拡大中の貸家（賃貸住宅）が引き続き順調に増加、持ち家（注文住宅）も消費増税後の落ち込みからの持ち直しが一服していたが再加速、分譲住宅も大幅に増加するなど、幅広く回復の動きが見られる。

小売売上は8月に入り悪化

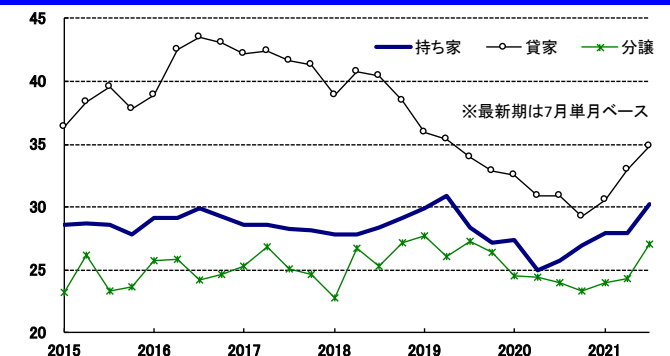
主な業態の7月以降の小売売上高を見ると、コンビニ売上高（既存店）は、7月の前年同月比+5.1%から8月は▲1.9%とマイナスに転じた。前年のコロナ感染状況による歪を除くため2年前比で見ても▲1.3%から▲6.4%へマイナス幅が拡大しており、大幅に悪化している（右図）。8月半ばにかけてコロナ新規感染者数が1日2万5千人超まで増加、緊急事態宣言の対象地域が拡大したため、来店客数の落ち込み幅が拡大した（2年前比7月▲11.1%→8月▲14.5%）。商品別では、チケットなどのサービス（▲0.3%→▲18.3%）の落ち込みが目立ち、飲料やアイスなどの加工食品（▲3.8%→▲9.4%）も比較的大きく落ち込んだ。

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



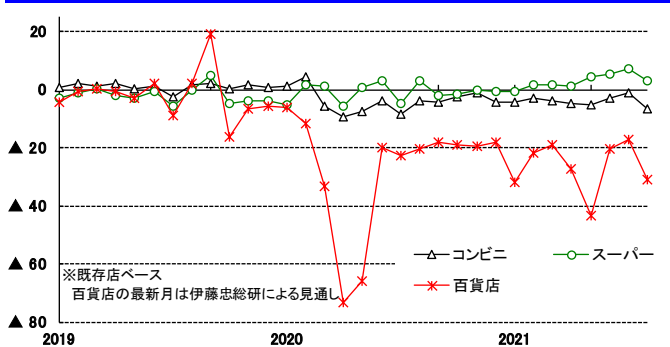
（出所）内閣府

住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率、万戸）



（出所）国土交通省

業態別の小売売上高の推移（既存店、2年前比、%）



（出所）各業界団体

スーパー売上高（既存店）も、7月の前年同月比+4.6%から8月は▲0.1%とマイナスに転じた。2年前比でも+7.3%から+3.2%へ減速した。主力の食料品は巣籠り需要で好調（2年前比7月+8.7%→8月+9.4%）だったが、外出が控えられたため日用雑貨や家電製品などの住宅関連品（+12.9%→+▲1.4%）はマイナスに転じ、衣料品（▲11.0%→▲32.0%）は落ち込み幅が拡大した。

百貨店売上（店舗数調整済）も、7月の前年同月比+4.2%から8月は▲11.7%と大きく落ち込んだ。2年前比でも7月の▲17.0%から8月は▲31.1%へマイナス幅が拡大しており、7月の持ち直し傾向から一転、8月は低迷に逆戻りした。2年前との比較では、主力の衣料品で約4割減、雑貨も4割弱落ち込み、低迷が際立っている。

乗用車販売台数は、8月に前月比+2.4%と4ヵ月ぶりの増加に転じた。ただ、8月の年率384.5万台（当社試算の季節調整値）という水準は、直近ピークとなる4月の水準（424.0万台）を9.3%も下回っている。半導体など部品不足の影響による供給減が引き続き回復の足枷になっている模様である。

景況感は8月に大幅悪化

こうした需要動向やコロナ感染第5波を受けて、各業界の景況感は8月に大きく悪化した。景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断（水準）」指数は、7月に3月と同水準の38.2まで回復したが、8月は28.9へ低下し感染第4波で景気が低迷した5月（29.0）の水準を下回った。

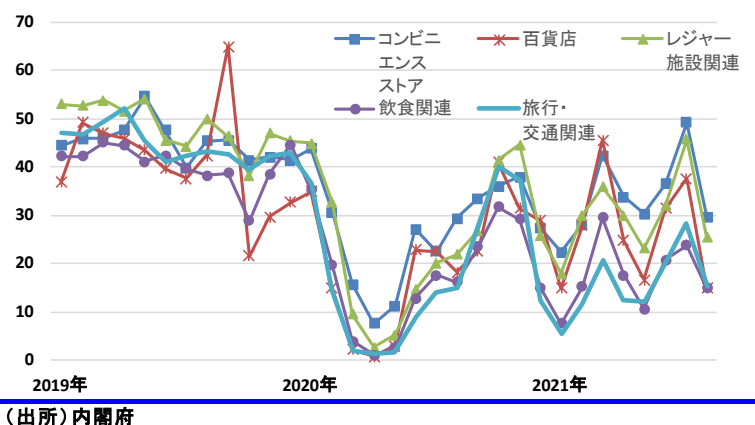
特に悪化が目立つのは「百貨店」（7月37.6→8月14.9）、「レジャー関連施設」（45.8→25.4）、「コンビニエンスストア」（49.2→29.8）であり、いずれも7月の大幅改善から5月ないしは感染第3波の影響を受けた1～2月の水準に逆戻りした。また、底入れから持ち直しの動きを見せていた「旅行・交通関連」（28.5→15.3）や「飲食関連」（23.9→14.9）、「衣料品専門店」（21.0→13.2）も極めて低い水準へ落ち込んだ。

そのほか、巣籠り需要などの追い風を受けて比較的好調だった「家電量販店」（7月44.3→8月27.3）も大きく落ち込んだが、「スーパー」（41.7→37.5）や「乗用車販売店」（42.1→36.6）は比較的小幅な落ち込みにとどまった。

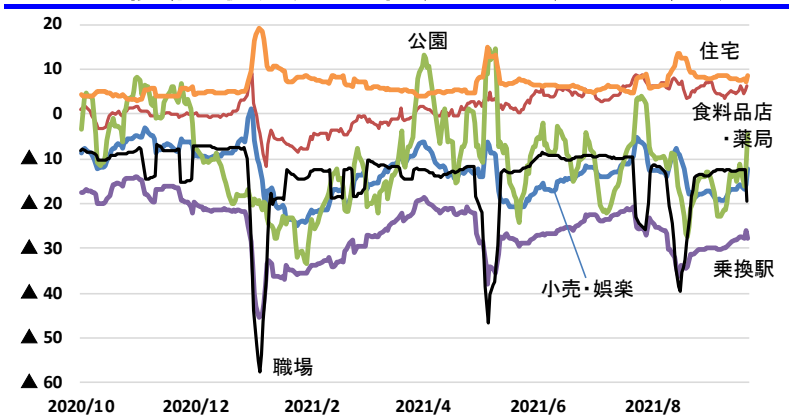
感染第5波で人手は大幅減少

このように、消費者向け業界を中心に景況感を悪化させたコロナ感染第5波の影響は、人の動きにも表れている。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月中旬のお盆休みにかけて「職場（紫線）」周辺や「乗換駅（黒

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準）



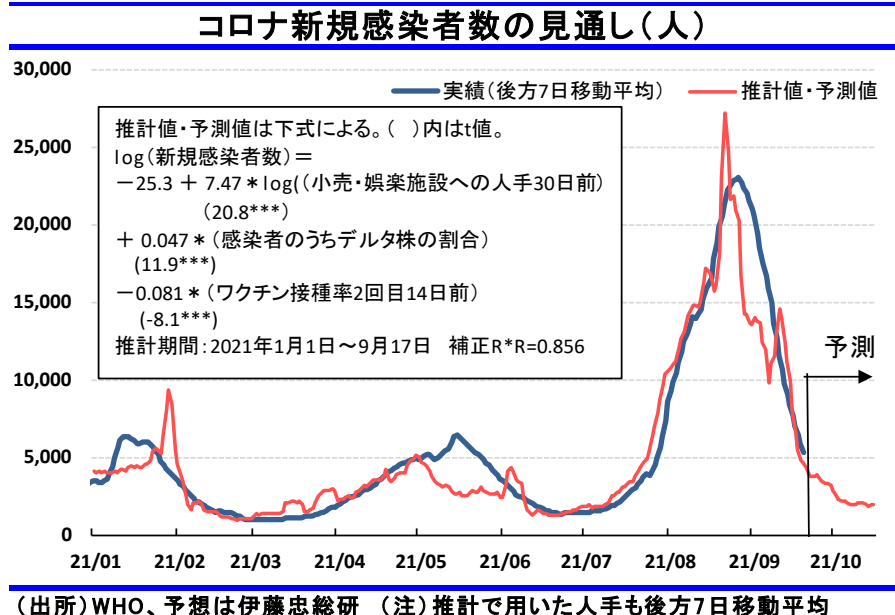
人の移動の状況（2020年1月3日～2月6日比、%）



線)」での人手が顕著に減少、お盆明けには「小売・娯楽（水色線）」が大きく落ち込み、生活必需品が中心の「食料品店・薬局（赤線）」も減少傾向となっている。9月に入り一部に持ち直しの動きも見られるが、水準は8月前半を下回り5月頃と同程度にとどまっている。

一方で、コロナ新規感染者数は、8月下旬の1日あたり2万人超から急速に減少、最近では3千人前後で推移しており、感染リスクへの警戒が弱まったことから9月18～20日の三連休以降、人手の急速な回復が確認されていることも事実である。

新規感染者数が急減した原因は諸説あるが、統計的手法に基づいた分析結果によると、今年に入ってから9月中旬までの新規感染者数の動きは、小売・娯楽施設への人手（30日前）、ワクチン接種率（2回目、14日前）、感染者のうちデルタ株の割合の3変数で約86%説明可能である（上図）。



推定された新規感染者数とこれら3変数の関係を見ると、①人手が1%増加（減少）すると1ヵ月後の新規感染者数が7.47%増加（減少）することになり、8月下旬に新規感染者数が2万人を大きく上回ったのは7月下旬に人手が急増したため、また、最近の減少は8月後半以降に人手がしたため、ということになる。また、②感染者に占めるデルタ株の割合がほぼ100%となったことは、デルタ株流行前に比べて新規感染者数を4.7倍押し上げたことも示唆された。さらに、③ワクチン接種率が1%Pt上昇すれば2週間後の新規感染者数が8.1%減少することも示されている。

これらの関係を前提とすると、今後、ワクチン接種率（2回目）が10月半ばに60%を超えるペースで順調に上昇したとしても、最近の人手の回復により、コロナ新規感染者数は1日2,000人台で下がり始めることになる。さらに言えば、小売・娯楽施設への人手がコロナ前の水準を回復し、その状態が続いた場合、ワクチン接種率が65%に達しても新規感染者数は1日5,000人、70%でも3,000人強と見込まれ、80%でようやく1,500人程度に抑え込める計算となる。

この分析結果は、あくまでも統計的手法のみに依るものであり、誤差等を多分に含んでいるとはいえ、経済の正常化（人手の回復）と感染の抑制を両立させるためには、ワクチン接種の加速とともに、人手の増加と感染増との関係を今までより弱める施策、すなわち感染防止策の更なる強化が必要であることを示していると言えよう。

政府は緊急事態宣言を全地域において9月30日に解除する見通しである。ワクチン接種の加速に加え、新たな感染抑制策が打ち出され、それが機能することで、消費活動が概ね平常通りの姿に回復してもコロナ感染を抑え込めるとすれば、10月以降の個人消費は本格的な回復が期待できる。

自民党総裁選と衆院選を経て補正予算編成へ

さらに、今後は政策面からの景気押し上げも見込まれる。事実上、次期首相の選抜となる自民党総裁選は、29日13時に投開票が予定されているが、報道などによると現時点で国会議員票（382票）の3割強を岸田前政調会長が、約3割を河野規制改革担当相が、約2割を高市前総務相が確保している模様である。党員票（382票）は、河野氏が半数強を獲得する可能性があるものの、議員票と党員票を合計して過半数を獲得する候補者はいないとみられ、得票1位と2位による決選投票に進む見通しである。議員票の見通しと党員からの支持の状況（岸田氏と高市氏が拮抗）を踏まえると、決選投票は岸田氏と河野氏との争いとなる可能性が高そうである。

ただ、当面の経済政策については、いずれの候補者もコロナ感染により悪影響を受けた分野へ支援を拡充しつつ、経済の正常化を進めるという方向性は変わらず、その点においては野党の主張も大筋で一致している。11月に見込まれる衆院選を経て、時短営業への協力金や生活への影響が大きい世帯への給付金といったコロナ対策のほか、GoToキャンペーンのような需要支援策、デジタル化や脱炭素対応を含んだ補助金や公共事業などを盛り込んだ、財政支出規模20～30兆円程度の今年度補正予算が編成されることとなろう。

景気は10～12月期以降、本格回復に向かう見通し

以上の状況を踏まえると、足元7～9月期の実質GDP成長率は、個人消費がやや水準を落とし、輸出がせいぜい横ばい程度にとどまると見込まれることから、設備投資や住宅投資が拡大を続けたとしても、前期比で横ばいしないしは若干のプラスにとどまると予想される。

ただ、10～12月期以降は個人消費が本格的な回復に向かい、輸出も海外景気の復調を背景に再び増勢を取り戻し、設備投資も遅れていた非製造業に回復の動きが広がり拡大傾向を維持しよう。2022年に入ると速やかに補正予算が成立、家計所得の押し上げや公共投資の拡大などの形で景気押し上げに貢献、成長率はさらに高まると見込まれる。

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に転じよう。ただ、2020年度の▲4.4%という大幅な落ち込みを埋めるには至らず、年度最後の2022年1～3月期にようやく実質GDPの水準がコロナ前（2019年10～12月期）を回復するにとどまる。

2022年度に入ると、引き続き政策的な景気押し上げが見込まれる中、雇用・賃金の拡大に加え、20兆円とも言われる「強制貯蓄」も原資にペントアップ

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	▲4.4	3.3	3.0	1.5
国内需要	0.4	▲0.1	▲3.8	2.8	2.7	1.1
民間需要	0.2	▲0.8	▲6.3	3.9	3.6	1.2
個人消費	0.1	▲1.0	▲5.8	3.9	3.7	1.3
住宅投資	▲4.9	2.5	▲7.2	3.3	1.5	▲1.9
設備投資	1.0	▲0.6	▲6.8	6.2	4.0	1.6
在庫投資（寄与度）	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	1.1	2.0	3.4	0.4	▲0.0	1.2
公共投資	0.8	1.5	4.2	▲2.6	0.5	▲0.2
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	13.0	5.3	3.5
輸入	3.0	0.2	▲6.8	9.6	3.8	1.8
名目GDP	0.1	0.3	▲3.9	1.9	3.9	2.0
鉱工業生産	0.2	▲3.7	▲9.5	10.6	5.9	2.3
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	11.0	17.5	20.8
消費者物価(除く生鮮)	0.8	0.3	▲0.7	▲0.0	0.4	0.6

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

ディマンド（繰り越し需要）に牽引され個人消費の堅調拡大が続くとみられる。輸出も、海外景気が出遅れていた一部の新興国にも回復の動きが広がることに加え、世界的なコロナ感染の抑制や感染対策の強化により夏頃にかけて訪日外国人数の回復も見込まれることから、財・サービス双方の増加も続こう。さらに、こうした内外需の拡大は、設備投資の更なる拡大につながる。そのため、2022年度の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%と2年連続の3%台となり、実質 GDP の水準は2022年7～9月期にも消費増税直前となる2019年7～9月期と同程度まで回復すると予想する。

2023年度は、ペントアップディマンドの一巡により個人消費が所得の増加に見合った巡航速度の増加に減速、設備投資も循環的な拡大局面のピークに近づくとみられることから、実質 GDP 成長率は前年比+1.5%まで減速しよう。

消費者物価上昇率2%は依然見通せず

このように景気の堅調拡大が続くとしても、消費者物価上昇率が前年比5%台まで高まっている米国と異なり、日本では物価上昇圧力は高まらないとの見方は前月までと変わらない。物価上昇圧力の指標となる需給ギャップ（需要と供給力の差）は、内閣府の推計によると直近（2021年4～6月期）でもGDP比▲4.0%と依然大幅なマイナス、未だ強い物価下落圧力がかかっている。

この大幅な需給ギャップが解消し、需給ひっ迫による物価上昇圧力が高まるのは、上記の通り年間3%程度の成長が続き、その間の供給力が年平均0.5%（＝潜在成長率）だとしても1.6年¹かかる計算になる。すなわち、需給ギャップ解消は早くても2023年1～3月期頃であり、そこから物価上昇ペースが加速したとしても、消費者物価上昇率は2023年に前年比で1%を超えれば御の字というところであろう。

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。

¹ 需給ギャップ4%に対して、年間の縮小幅は需要増3%から供給増0.5%を引いた2.5%につき、 $4 \div 2.5 = 1.6$ 年。