

日本経済情報 2021年11月号

Summary

【内容】

7～9月期GDPで夏場の景気停滞を確認

人出は10月に入り急速に活発化

個人消費は急回復へ

輸出は米中向けで明暗

設備投資は様子見で一時停止

住宅投資は減少に転じる

岸田政権は過去最大規模の経済政策を決定

景気は本格回復すれど物価上昇は限定的

10月以降は個人消費主導で本格回復（改定見通し）

2021年7～9月期GDPの1次速報値は、大方の予想を大きく上回るマイナス成長となり、夏場の景気停滞を確認。個人消費、設備投資、輸出のいずれも大きく落ち込んだ。

ただ、Googleデータによると10月に入り人出は急速に活発化しており、個人消費は急回復している模様。輸出の減少は自動車生産の落ち込みが主因であるが、10月には持ち直しの動きが見られ米国向けは復調を期待。ただ、中国向けは素材分野も大幅に落ち込んでおり停滞続く可能性。

設備投資は機械投資が停滞、建設投資が減少したが、企業の投資意欲は根強く、すでにストックが減少（生産能力が低下）しつつあることも考慮すると、個人消費や輸出の回復に伴い拡大を再開しよう。

岸田政権は11月19日、過去最大となる財政支出規模55.7兆円の「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を決定した。景気好転の兆しが見られる中、その規模の妥当性に議論の余地はあろうが、景気回復を後押しすることは間違いない。

以上を踏まえると、実質GDP成長率は、足元10～12月期に前期比大幅プラスへ転じ、以降も景気対策の効果が加わり堅調拡大を持続、2021年度で前年比+2.7%、2022年度は+3.5%まで高まろう。2023年度も潜在成長率を上回るものの、消費者物価上昇率は年度末でも1%程度にとどまると予想する。物価目標2%の妥当性再検討も必要か。

日本経済の推移と予測(年度)

| 前年比, %, %Pt | 2019 実績 | 2020 実績 | 2021 予想 | 2022 予想 | 2023 予想 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP | ▲0.5 | ▲4.4 | 2.6 | 3.5 | 1.6 |
| 国内需要 | ▲0.1 | ▲3.8 | 2.1 | 3.3 | 1.1 |
| 民間需要 | ▲0.8 | ▲6.3 | 2.7 | 4.4 | 1.2 |
| 個人消費 | ▲1.0 | ▲5.8 | 3.1 | 4.1 | 1.3 |
| 住宅投資 | 2.5 | ▲7.2 | 0.3 | 3.1 | ▲1.7 |
| 設備投資 | ▲0.6 | ▲6.9 | 2.3 | 4.3 | 1.6 |
| 在庫投資(寄与度) | (▲0.0) | (▲0.2) | (▲0.0) | (0.2) | (0.0) |
| 政府消費 | 2.0 | 3.4 | 1.5 | ▲0.2 | 1.2 |
| 公共投資 | 1.5 | 4.2 | ▲3.3 | 2.1 | ▲0.2 |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.4) | (▲0.7) | (0.5) | (0.2) | (0.5) |
| 輸出 | ▲2.2 | ▲10.4 | 11.1 | 5.2 | 4.5 |
| 輸入 | 0.2 | ▲6.8 | 7.7 | 4.0 | 2.1 |
| 名目GDP | 0.3 | ▲3.9 | 0.9 | 4.4 | 2.6 |

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

7～9 月期 GDP で夏場の景気停滞を確認

11月15日に発表された2021年7～9月期GDPの1次速報値は、大方の予想を大きく上回るマイナス成長（前期比▲0.8%、年率▲3.0%）となり、改めて夏場の景気停滞が確認された。GDPの内訳を見ると、個人消費がコロナ感染第5波ピークアウト後の人出の戻りの鈍さを反映して前期比▲1.1%もの大きな落ち込みとなったほか、設備投資も当社の予想に反して減少（▲3.8%）に転じるなど、国内民間最終需要が大幅に減少した。

一方で、外需（純輸出＝輸出－輸入）は実質GDP成長率を前期比で0.1%Pt押し上げた。ただ、プラス寄与は輸入が前期比▲2.7%と大きく落ち込んだことが主因であり、輸出は半導体不足などによる自動車生産の落ち込みを主因に前期比▲2.1%と減少しており、実態は内外需とも大幅な減少であった。

人出は10月に入り急速に活発化

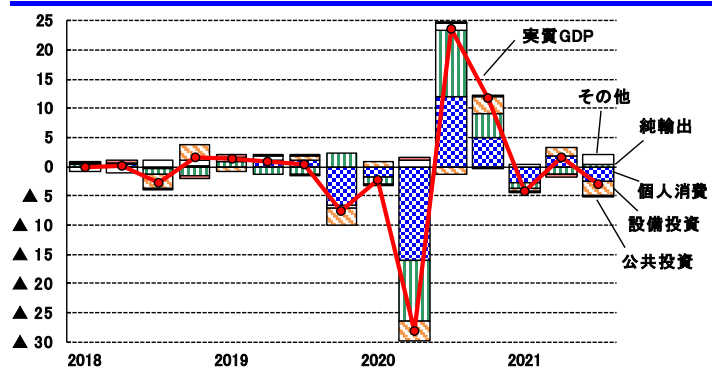
10月以降は、個人消費動向と密接な関係にある人の動きが活発化している。Google社による人の動きを示すデータによると（右図）、サービス消費や半耐久財消費と強い相関を示す「小売・娯楽」施設周辺の人出（水色）は、10月に入り大幅に上昇、11月上旬にはコロナ前の水準を一旦回復した。同様に消費活動と相関の強い「乗換駅」での人出（紫）も10月に入り上昇が加速、足元では昨年秋頃の水準に戻している。

さらに、生活必需品中心の「食料品店・薬局」は引き続きコロナ前の水準を若干上回って推移（赤）、公園はコロナ前を大きく上回る日も散見され（黄緑）、総じて人の動きは活発化している。そのほか、「職場」はコロナ前に比べ▲8程度までマイナス幅が縮小（黒）、「住宅」は4%程度まで増加幅が縮小しており（黄）、在宅勤務からオフィスへ戻る人の動きも確認できる。

個人消費は急回復へ

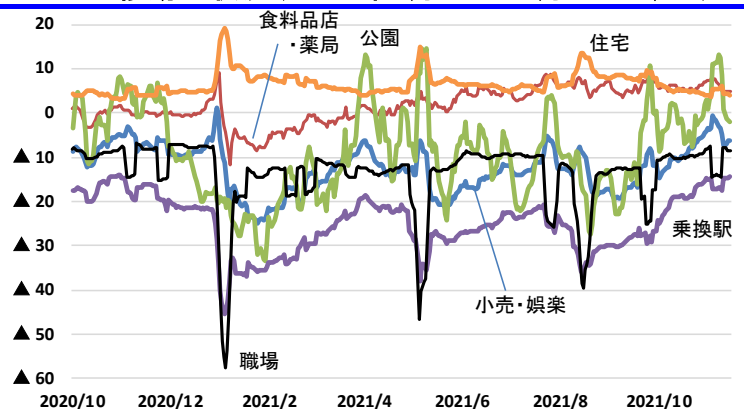
こうした人出の状況を踏まえると、10月以降の個人消費は急速に回復に向かうとみられるが、まず7～9月期の状況を確認すると（右図）、全体の6割近くを占めるサービスの回復が遅れ概ね横ばい（前期比+0.1%）にとどまったほか、耐久財が自

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



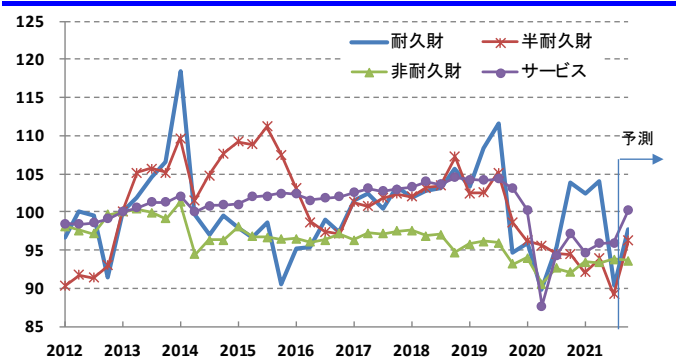
(出所)内閣府

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

家計消費の財別動向(季節調整値、2013年Q1=100)



(出所)内閣府

動車を中心に大幅に減少（▲13.1%）、サービスと同様に外出行動と関連の強い衣料品などの半耐久財も落ち込む（▲5.0%）など、総崩れの状態であった。

ただ、先述の通り、10月以降は人出の回復を背景にサービスや半耐久財消費が増加に転じよう。オフィス出勤の増加や気温の低下も衣料品需要を押し上げるとみられる。大幅に減少した耐久財も、乗用車販売台数が9月の前月比▲32.0%（年率264万台、当社試算の季節調整値）から10月は+8.5%（286万台）へリバウンドしており、今後は持ち直すと見込まれる。仮に12月にかけて新型コロナウイルスの感染抑制が維持され、人出が一段と回復すれば、10～12月期の個人消費は前期比で2%程度の急回復が期待できる。

輸出は米中向けで明暗

一方で、輸出は10月に入っても減少に歯止めが掛かっていない。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、10月も前月比▲1.7%と4ヵ月連続の減少を記録し、10月の水準は7～9月期平均を5.1%も下回った（当社試算の季節調整値）。

10月の様子を相手先別に見ると、米国向けが7～9月期より4.2%、EU向けが2.2%、アジア向けが4.6%それぞれ落ち込んだ。米国向けは、全体の3

割強を占める自動車（完成車）が25%、自動車部品も3%落ち込み、全体を押し下げた。ただし、米国向け自動車（完成車）輸出の月次の推移を見ると、9月の6.8万台（当社試算の季節調整値）から10月は7.4万台へ小幅ながらも持ち直しており、下げ止まりの兆しも見られる。自動車輸出減少の主因の一つであったアジア地域での部品生産の停滞はコロナ感染鎮静化に伴い解消に向かっており、今後は自動車生産の復調とともに米国向け輸出も明確な持ち直し傾向になる見通しである。

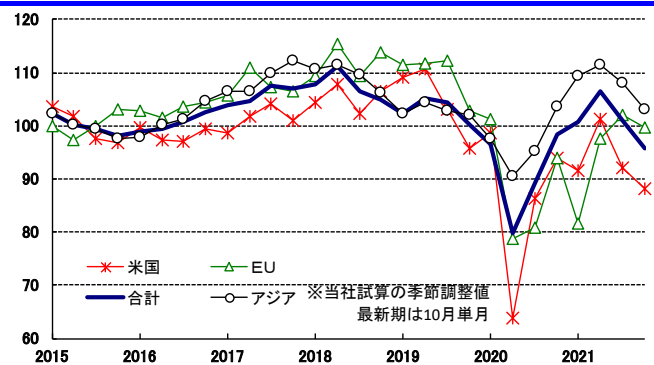
アジア向け輸出についても、中国向け、ASEAN向けとも部品を含む自動車の落ち込みが顕著である。9月から10月にかけての中国向け輸出は、自動車（完成車）が急回復している一方で、鉄鋼やプラスチックなど素材分野で大幅に落ち込んでおり、全体では減少に歯止めが掛かっていない。中国経済の停滞、不動産分野を中心とする投資減少の影響を受けたものとみられ、中国向け輸出の回復にはやや時間がかかる可能性がある。

設備投資は様子見で一時停止

7～9月期に予想外の落ち込みとなった設備投資であるが、今後は復調を期待できそうである。そもそも、設備投資の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8月に落ち込んだ後停滞したとはいえ、7～9月期では前期比+0.7%と小幅ながらもプラスである。つまり、機械受注を見る限り、機械投資はせいぜい増勢を弱めた可能性があるといった程度である。

建設投資についても、先行指標の建設着工床面積（民間非住宅）が4～6月期の前年同月比+9.4%から7～9月期は▲2.6%へ急減速しているが、進捗ベースに引き直すと落ち込みは限定的とみられる。

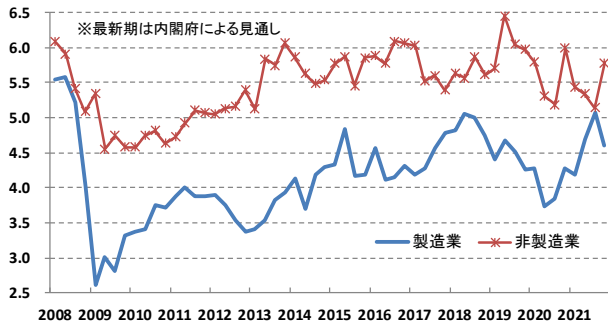
輸出数量指数の推移（季節調整値、2015年=100）



（出所）財務省

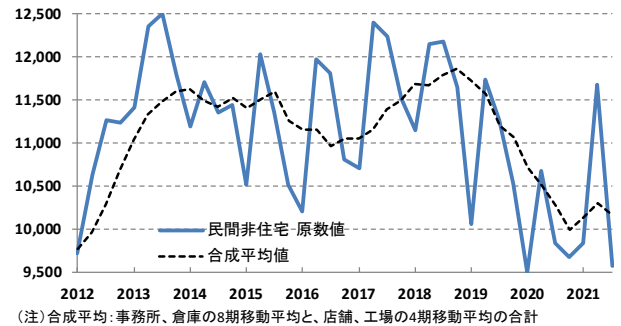
このように、需要サイドの指標では設備投資の大幅減少を確認できず、12月8日発表予定のGDP2次速報で上方修正される可能性もあろう。

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㎡)



(注)合成平均:事務所、倉庫の8期移動平均と、店舗、工場の4期移動平均の合計

(出所)国土交通省

いずれにしても、9月調査の日銀短観では、2021年度の設備投資計画が全産業で前年比+7.9%とここ数年では高い伸びとなった通り、企業が設備投資に前向きなことが確認されている。内閣府による機械受注の10~12月期見通しにおいても、大幅増加が続いていた製造業こそ前期比▲1.8%と増勢一服が予想されているが、非製造業は+8.2%と反発が見込まれている(上左図)。そのため、足元の設備投資の停滞は、国内外のコロナ感染再拡大により先行きへの不透明感が強まったことから、企業が一時的に様子見姿勢を強めているという評価が妥当であろう。

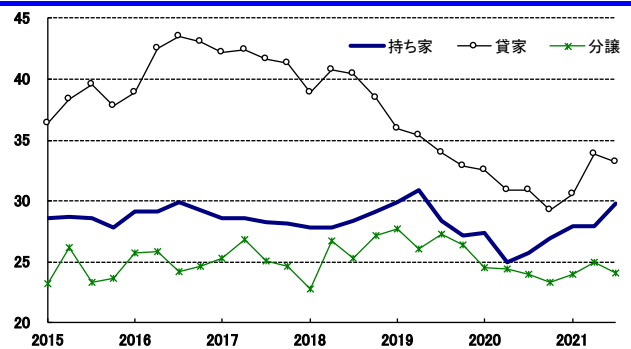
内閣府の固定資本ストック統計によると、民間企業の設備ストックは2021年1~3月期に前年同期比▲0.2%とマイナスに転じており、4~6月期もマイナスのままである(▲0.1%)。すなわち、設備投資は生産能力を低下させるまでに抑制されているということである。そのため、今後、個人消費や輸出が持ち直せば、成長に向けた生産設備拡大のため、設備投資も自ずと増加基調を取り戻そう。

住宅投資は減少に転じる

設備投資と同様、7~9月期に前期比で減少(▲2.6%)に転じた住宅投資であるが、先行指標の住宅着工戸数は7~9月に前期比+0.1%と概ね横ばいへ減速した程度であり、現時点では減少「傾向」に転じたとは言えない。

内訳を見ると(右図)、長期に渡る調整を終えて反転拡大していた貸家(賃貸住宅)は頭打ちしたが、分譲住宅は消費増税後、概ね横ばい圏での推移となっている。一方で、持ち家(注文住宅)は7~9月期に増勢を強めるなど、用途毎に需要動向には大きな違いがある。

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

今後は、このところの住宅価格の上昇に加え、来年度の税制改正では住宅ローン減税の控除率圧縮(1.0%→0.7%)が検討されていることが悪材料である。これらの行方次第では、住宅投資は早晩減少傾向に転じることも考えられる。

岸田政権は過去最大規模の経済政策を決定

政府は11月19日、「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定した（下表）。事業規模78.9兆円、うち財政支出55.7兆円もの大型対策であり、後述の通り、今後は自然体でも景気の回復が見込まれる中で、ここまでの大規模な対策が必要かどうか議論の余地はあろうが、当面の景気押し上げに貢献することは間違いない。

コロナ克服・新時代開拓のための経済対策（2021年11月19日閣議決定）

（兆円）

| | 財政支出 | | | 事業規模 |
|---|-------------|-------------|------------|-------------|
| | | 国・地方 | 財政投融资 | |
| I. 新型コロナウイルス感染症の拡大防止策 | 22.1 | 22.1 | | 35.1 |
| 1. 医療提供体制の確保等 | | | | |
| 2. 感染症の影響により厳しい状況にある方々の事業や生活・暮らしの支援 | | | | |
| II. 「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え | 9.2 | 9.2 | | 10.7 |
| 1. 安全・安心を確保した社会経済活動の再開 | | | | |
| 2. 感染症有事対応の抜本的強化 | | | | |
| III. 未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動 | 19.8 | 14.6 | 5.2 | 28.2 |
| 成長戦略：科学技術立国、地方活性化、デジタル化、経済安全保障 | | | | |
| 分配戦略：賃上げ推進、多様な働き方、公的価格見直し、子育て支援 | | | | |
| IV. 防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保 | 4.6 | 3.8 | 0.8 | 5.0 |
| 合計 | 55.7 | 49.7 | 6.0 | 78.9 |

（出所）内閣府

対策の中身を見ると、第1の柱を「新型コロナウイルス感染症の拡大防止策」とし、医療体制の強化やワクチン接種の促進、検査の環境整備、治療薬の確保、地方自治体の対策資金のほか、事業者への支援金・資金繰り支援、低所得者層への10万円の給付金、雇用調整助成金の特例措置延長などへ財政支出22.1兆円が充てられる。脱炭素に逆行する形となる「エネルギー価格高騰対策」もここに含まれていることに違和感はあるものの、最優先課題である経済正常化のためのコロナ対策が十分に盛り込まれていると評価できよう。

第2の柱は『ウィズコロナ』下でも社会活動の再開と次なる危機への備え」とされ、財政支出9.2兆円が充てられた。具体策として、電子ワクチン接種証明や無料PCR検査、ワクチン・治療薬の国内開発、海外のコロナ対策支援など、前述の国内コロナ対策の延長線上ともいえる比較的緊急性の高い施策が並んでいる。ただ、ここに加えられたGoToトラベル等の需要喚起策は、既に予算化された約2.7兆円のうちの残額1.3兆円程度の消化を進めるべきであり、今対策で追加予算を想定しているとなれば、まだ再開の予定も決まっていない現時点では過剰であろう。

第3の柱には岸田首相肝入りの「未来社会を切り開く『新しい資本主義』の起動」が据えられ、成長戦略・分配戦略の双方に合計で財政支出19.8兆円が充てられた。成長戦略には、10兆円規模の大学ファンドを中心とする科学技術、自動車の電動化のほか蓄電池・半導体の国内生産基盤確保までも含むクリーンエネルギー、スタートアップ支援、ローカル5Gやテレワーク、ドローン宅配などのデジタル実装支援、デジタル庁によるDXの推進に加え、農林・観光業や中小企業対策、経済安全保障も盛り込まれた。一方の分配戦略は民間部門と公的部門に分けられ、前者には賃上げ実施企業に対する

税制優遇、下請け取引に対する監督強化、労働移動やステップアップの支援、デジタル人材育成強化、リカレント教育の拡充、非正規雇用の待遇改善などが、後者には看護・介護・保育・幼児教育での賃金引上げ、子供1人10万円の給付金などの子育て支援などが具体策とされた。

4 本目の柱は「防災・減災、国土強靱化の促進など安全安心の確保」であり、財政支出は4.6兆円である。内容は、建設土木系の公共事業や防衛関連、災害復旧費などが中心となっている。以上の財政支出総額55.7兆円のうち、国の予算は43.7兆円、うち年内成立を目指す今年度補正予算に31.9兆円、残りは来年度当初予算に盛り込まれる予定となっている。

景気は本格回復すれど物価上昇は限定的

以上の景気の状態や経済対策の内容を踏まえて今後を展望すると、まず足元10～12月期の実質GDP成長率は、個人消費と輸出の持ち直しに加え、設備投資の反発により、比較的大きなプラス成長になると見込まれる。

さらに、2022年に入ると今回の経済対策が補正予算成立を受けて実行に移され、新型コロナに対する経済活動の耐性が強まるとともに、家計所得の押し上げや公共投資の拡大などの形で景気が一段と押し上げられ、1～3月期も大幅なプラス成長が続くとみられる。そのため、2022年1～3月期には実質GDPの水準がコロナ前(2019年10～12月期)を回復、2021年度の実質GDP成長率は前年比+2.7%となる見通しである。

2022年度に入っても経済正常化に向けた動きは維持され、海外経済の本格回復とインバウンド需要の持ち直しが見込まれる中、個人消費は完全復調、設備投資は拡大局面のピークを迎え、2022年度の実質GDP成長率は前年比+3.5%まで高まろう。経済活動(実質GDP)の水準は、2022年10～12月期に消費増税直前(2019年7～9月期)を回復、3年強に渡る消費増税とコロナ禍による景気落ち込みからようやく脱出することになる。

それでも消費者物価上昇率は、米欧と異なり政府・日銀が目標とする2%を展望するには程遠く、引き続き1%程度とされる潜在成長率を上回る成長が見込まれる2023年度終盤でも、1%前後の上昇にとどまると予想する。膨張する財政赤字と政府債務が為替相場へ与える影響にも目配せし、物価目標2%など金融政策の枠組みを見直す検討も必要となるかもしれない。

日本経済の推移と予測(年度)

| 前年比,%,%Pt | 2019 実績 | 2020 実績 | 2021 予想 | 2022 予想 | 2023 予想 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP | ▲0.5 | ▲4.4 | 2.7 | 3.5 | 1.6 |
| 国内需要 | ▲0.1 | ▲3.8 | 2.2 | 3.3 | 1.1 |
| 民間需要 | ▲0.8 | ▲6.3 | 2.8 | 4.4 | 1.2 |
| 個人消費 | ▲1.0 | ▲5.8 | 3.1 | 4.1 | 1.3 |
| 住宅投資 | 2.5 | ▲7.2 | 2.6 | 2.6 | ▲1.9 |
| 設備投資 | ▲0.6 | ▲6.9 | 2.3 | 4.3 | 1.6 |
| 在庫投資(寄与度) | (▲0.0) | (▲0.2) | (▲0.0) | (0.2) | (0.0) |
| 政府消費 | 2.0 | 3.4 | 1.5 | ▲0.2 | 1.2 |
| 公共投資 | 1.5 | 4.2 | ▲3.3 | 2.1 | ▲0.2 |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.4) | (▲0.7) | (0.5) | (0.2) | (0.5) |
| 輸出 | ▲2.2 | ▲10.4 | 11.1 | 5.2 | 4.5 |
| 輸入 | 0.2 | ▲6.8 | 7.7 | 3.8 | 2.1 |
| 名目GDP | 0.3 | ▲3.9 | 1.0 | 4.4 | 2.6 |
| 鉱工業生産 | ▲3.7 | ▲9.5 | 7.9 | 7.3 | 2.2 |
| 失業率(%、平均) | 2.3 | 2.9 | 2.8 | 2.5 | 2.4 |
| 経常収支(兆円) | 18.7 | 16.3 | 9.2 | 11.9 | 19.2 |
| 消費者物価(除く生鮮) | 0.3 | ▲0.7 | ▲0.0 | 0.6 | 0.6 |

(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。