

日本経済情報 2021 年 12 月号

Summary

【内容】

2021 年の日本経済は新型コロナで停滞続く

サービス分野を中心に個人消費の低迷が顕著

輸出は回復が先行するも夏場以降は頭打ち

設備投資は年後半に停滞、住宅投資は底堅く推移

2022 年は国内外で脱コロナ実現へ

政府の大型経済対策が景気回復を後押し

民間需要は個人消費が回復を主導

2022 年の成長率は 3% 超も物価上昇は緩慢

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

改定経済見通し～2021 年の回顧と 2022 年の展望

2021 年の日本経済は、年初からの 9 ヶ月間のうち実に 8 ヶ月弱が新型コロナの感染拡大を受けた緊急事態宣言下となり、景気は落ち込みと持ち直しを繰り返し、東京五輪は無観客で景気押し上げ効果は限定的、1 年を通してみれば停滞が続いたという表現が適当であろう。

なかでも、飲食や宿泊などサービス分野を中心に個人消費の低迷が顕著であり、回復が先行していた輸出も、部品不足による自動車生産の落ち込みやコロナ感染再拡大を受けた海外景気の減速により、夏場以降は減少に転じた。こうした状況を受けて、設備投資も年後半には停滞した。

2022 年は、国内においては、感染が抑制されていること、ワクチン接種が進んでいること、治療薬などの対策効果が期待できることから、コロナが経済活動を著しく制限する可能性は低下しているとみて良いだろう。海外においても、これまで同様、行動制限やワクチンなどにより年内にはコロナの影響を相当程度抑制できると想定した。

こうした前提に基づけば、既に過半が予算化・具体化された政府の大規模経済対策による後押しもあり、今後の日本経済は脱コロナに向けて本格的な回復に向かおう。先導役は、コロナ抑制を受けて持ち直しつつある個人消費であり、今後は賃金上昇もありマインドが改善、さらに積み上がった強制貯蓄の取り崩しも加わり、堅調な拡大が期待できる。

輸出も自動車生産は正常化しつつあり、年後半にはインバウンド需要が回復、増勢が続く見通しである。こうした需要の回復を背景に、ストック調整を終えた設備投資も再拡大が見込まれる。減少が続いていた公共投資も経済対策の効果から増勢に転じよう。

幅広い需要の回復により、2022 年の実質 GDP 成長率は前年比 +3.5% まで高まると予想する。経済活動（実質 GDP）の水準は、2022 年 7～9 月期にもコロナ前・消費増税前（2019 年 7～9 月期）の水準を回復しよう。需給ギャップの改善や賃金の上昇が見込まれ、物価上昇圧力は次第に高まるが、日本においては川下への価格転嫁に時間がかかるため、2023 年中までを展望しても、消費者物価上昇率が金融政策運営上の目標となる前年比 2% に達することはなさそうである。

2021年の日本経済は新型コロナで停滞続く

2021年の日本経済は、新型コロナウイルス感染者数の急増（右図）を受けた2回目となる緊急事態宣言（1/7）からのスタートとなった。2月から3月にかけて感染者数が減少したことから、3月21日に宣言が一旦解除されたものの、直後から感染が拡大、4月25日には3回目の緊急事態宣言が発出された。その後、5月から6月にかけて感染者数は減少したが、東京五輪（7/23～8/8）を控え宣言解除のタイミングを慎重に計っていたところ、8月に入りデルタ株の流行で感染が急拡大、宣言は9月30日まで約5ヵ月も継続された。つまり、2021年は年初からの9ヵ月間のうち実に8ヵ月弱が緊急事態宣言下であったことになる。

こうした政策的なストップ・アンド・ゴーが繰り返されたことから、景気も落ち込みと持ち直しを繰り返した。実質GDP成長率は、2021年1～3月期に前期比年率▲2.9%とコロナ・ショックで大きく落ち込んだ前年4～6月期以来のマイナス成長となり、翌4～6月期は+2.0%とプラス成長に転じたものの、7～9月期は再びマイナス成長（▲3.6%）に沈んだ（右図）。東京五輪は無観客での開催となり、景気押し上げ効果は限定的であった。

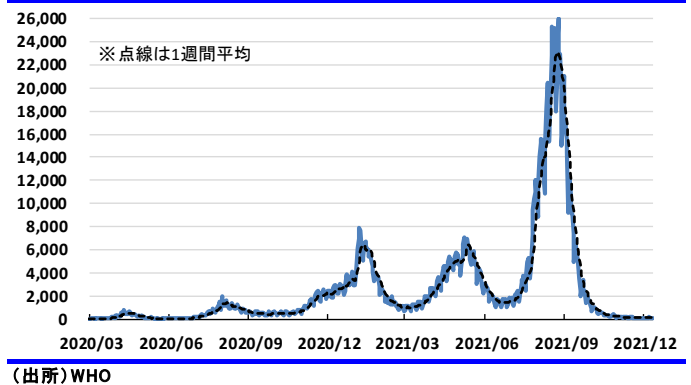
緊急事態宣言が解除された足元10～12月期は、人出の回復を受けた個人消費の持ち直しにより再びプラス成長に転じた模様である¹。それでも、実質GDPは年間を通じて一進一退、10～12月期は前年同期と概ね同水準（前年同期比ゼロ%）、すなわち1年間成長しなかったことになり、2021年の景気は年間を通じて停滞していたと評するのが妥当であろう。

なお、2021年通年の実質GDP成長率は前年比1.5%程度のプラスで着地する見通しであるが、前年の2020年がコロナ・ショックにより大きく落ち込んだ反動に過ぎない。2020年の大幅なマイナス成長（▲4.5%）を埋め合わせるには程遠く、脱コロナに向けて一歩前に進んだという程度である。

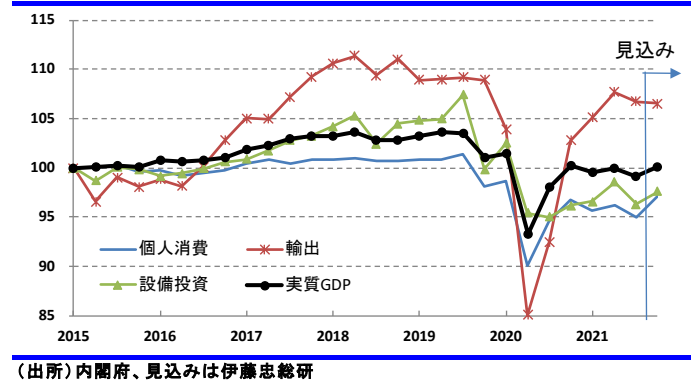
サービス分野を中心に個人消費の低迷が顕著

2021年を通じて特に低迷が顕著だったのは個人消費である。前年最後の四半期（2020年10～12月期）を起点とすると、個人消費は実績の出ている直近2021

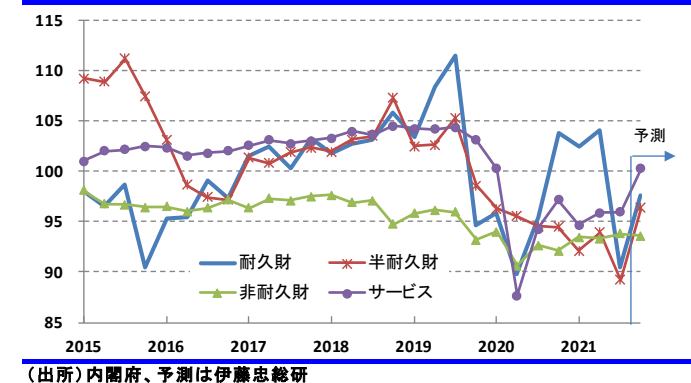
新型コロナウイルス新規感染者数(人)



実質GDPと主な需要の推移(2015Q1=100)



家計消費の財別動向(季節調整値、2013年Q1=100)



¹ 現時点で確認できる統計などに基づいた当社の見込みは、前期比+1%（年率+4%）程度である。

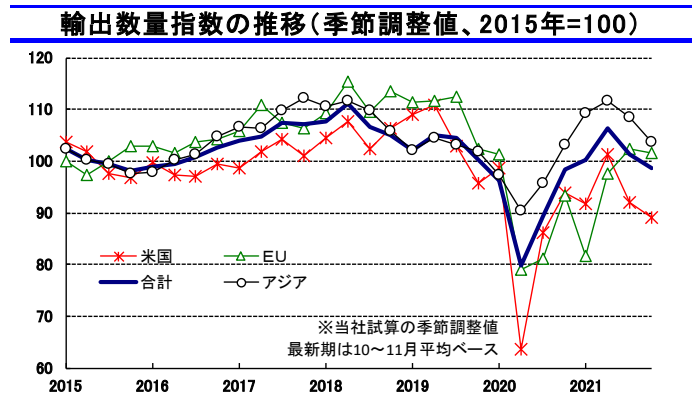
年 7～9 月期時点で 1.8%水準を落としており、輸出の 3.9%増加はもとより、設備投資の 0.1%増と比べても出遅れが明確である²。

なかでも、緊急事態宣言下で制限を受けた飲食や宿泊などのサービス分野の低迷は、個人消費全体の 6 割近くを占めるだけに影響が大きかった。そのほか、衣料品などの半耐久財も外出が控えられたことから減少が続き、耐久財は巣籠り需要の一巡により夏場以降は大きく落ち込んだ。10 月以降は先述の通り急回復している模様であるが、それでも 2021 年通年の個人消費は前年比+1.0%にとどまり、2020 年の大幅な落ち込み（▲5.3%）のごく一部を取り戻したに過ぎない。

輸出は回復が先行するも夏場以降は頭打ち

比較的順調な回復を見せていた輸出も、コロナ感染再拡大を受けた中国や ASEAN での景気減速の影響に加え、半導体など部品調達の遅れによる自動車生産の落ち込みから、輸出数量指数の動きが示す通り（右図）、全体の約 8 割を占めるモノ（財）については 7～9 月期以降、減少傾向にある。

残る 2 割を占めるサービス輸出は 7～9 月期も増勢を維持したものの、外国人観光客が未だ戻らずインバウンド需要が低迷しているためコロナ前の水準を 2 割程度下回ったままである。



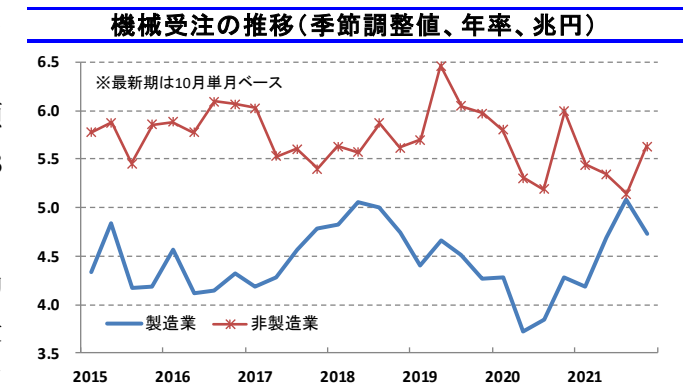
(出所) 財務省

設備投資は年後半に停滞、住宅投資は底堅く推移

設備投資は、2019 年の消費増税で景気の先行きに不透明感が強まったことをきっかけに調整局面に入り、コロナ・ショックが加わって落ち込みが加速したが、それにより調整が一気に進んだため、2020 年後半以降は底入れから持ち直しの動きが見られた。

設備投資のうちの半分弱³を占める機械投資の動きについて、その先行指標である機械受注で見ると（右図）、輸出の拡大を背景に製造業では 2020 年後半以降、順調に回復し、2021 年 7～9 月期には前回ピーク（2018 年 4～6 月期）を上回る水準に達した。

一方で、非製造業では、2020 年後半こそ持ち直しの動きが見られたものの、2021 年に入ると主に運輸業で大きく落ち込んだことから伸び悩んだ。製造業においても 10 月には勢いが鈍っており、設備投資全体として年後半は停滞感が強まった。



(出所) 内閣府

² 同じ 2020 年 10～12 月期との比較では、公共投資が 6.0%と個人消費より大きく落ち込み、住宅投資は 0.3%増と概ね横ばいであった。

³ 2019 年度で 44%程度 (当社試算)。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数を見る限り、2021年を通じて幅広い分野で底堅い推移となったようである（右図）。

特に、2019年の消費増税により大きく落ち込んだ持ち家（注文住宅）は、低金利の継続を背景に回復を続け、2021年10月には増税前の水準を回復、住宅市場を牽引した。将来の住宅ローン減税縮小観測や金利上昇懸念も追い風になったと考えられる。

過剰投資の調整が続いていた貸家（賃貸用住宅）も、ピークの年率40万戸台から30万戸割れまで調整が進んだこともあり、2021年に入り急回復した。分譲住宅も消費増税後の調整が一巡し緩やかな増加傾向に転じている。

2022年は国内外で脱コロナ実現へ

2022年の日本経済も、言うまでもなく引き続き新型コロナウイルスの感染状況次第である。ただ、現時点で国内の感染者数は1日あたり100～200人程度と欧米や中国を除くアジア主要国に比べ極めて少なく、ワクチン接種率（必要回数）は欧米を大きく上回って8割に迫りつつある（右図）。さらに、政府は3回目のワクチン接種を前倒しで進める方針を示していること、治療薬の確保・開発が進み、医療体制も強化されつつあることなどを勘案すると、今後はコロナ感染拡大が国内の経済活動、消費活動を著しく制限する可能性はかなり低下したと考えて良いだろう。

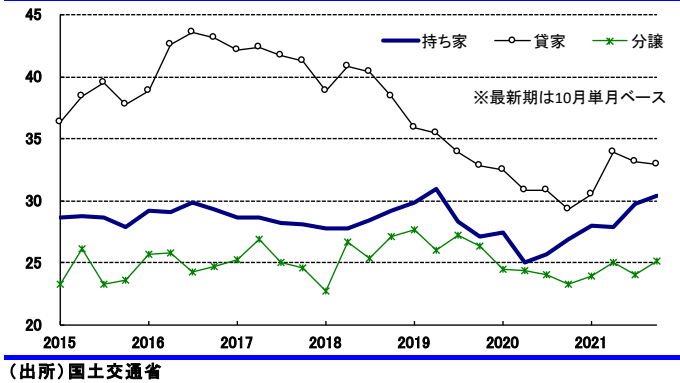
海外においては、米国で新型コロナの感染者数が1日10万人を超えて拡大、欧州でも多くの主要国で数万人単位へ増加、アジアでもベトナムや韓国など一部で増加傾向にあり、新種オミクロン株による感染急拡大も各地で確認されているため、これらの地域においては引き続きコロナによる逆風を当面は受け続けることになるだろう。しかしながら、これまで同様、多くの国では行動制限の強化により感染拡大を抑え込むと同時に、ワクチン接種などによるコロナ耐性の強化を図っているため、本予測では2022年中に世界の大部分で脱コロナに目途が付く、ないしはウイズコロナを実現し、経済活動は正常化すると想定する。

政府の大型経済対策が景気回復を後押し

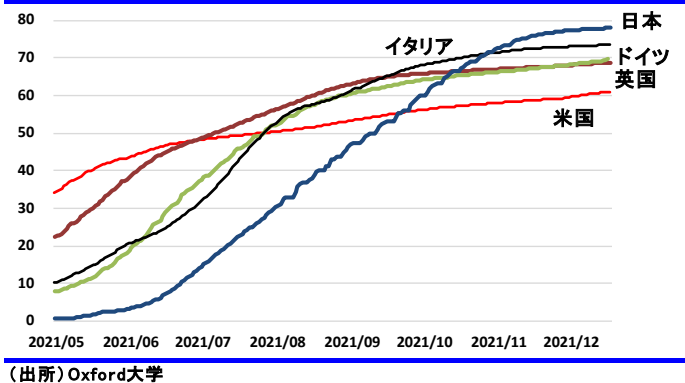
こうしたコロナや海外経済の状況を前提とすれば、2022年の日本経済は正常化に向けた力強い回復を期待できそうである。そして、そのシナリオの可能性を高めるのが11月に閣議決定された「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」であろう。財政支出55.7兆円、GDPの10.4%にも上る大規模な対策が実行されれば、少なからず景気拡大を後押しする効果が期待される。

対策の中身を見ると（次ページ表）、経済の正常化に必要なワクチンや治療薬、病床確保など医療体制強化に加え、コロナにより影響を受けた事業者や低所得者への支援策を盛り込んだ「新型コロナウイ

住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率、万戸）



主要国のワクチン接種率の推移（必要回数、%）



ルス感染症の拡大防止策」に 22.1 兆円、GoTo キャンペーンやコロナ無料検査、ワクチン・治療薬開発などコロナと共生しつつ経済活動を継続する「『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」として 9.2 兆円、岸田政権の看板政策である「未来社会を切り拓く『新しい資本主義』の起動」として 19.8 兆円、公共事業や防衛予算の追加を中心とする「防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保」に 4.6 兆円が計上されている。

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	うち 補正予算
I. 新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	22.1	18.6
1. 医療提供体制の確保等（病床確保2.0、ワクチン1.3、治療薬0.6）		4.5
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 （地方創生臨時交付金6.5、事業復活支援金2.8、雇用保険1.7、低所得者給付金1.4）		14.1
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	1.8
1. 安全・安心を確保した社会経済活動の再開（無料検査0.3、GoTo0.3）		0.8
2. 感染症有事対応の抜本的強化（ワクチン・治療薬開発0.7）		0.9
III. 未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動	19.8	8.3
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 （マイナポイント1.8、中小企業事業再構築0.6、先端半導体生産拠点0.6、大学ファンド0.6）		6.3
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 （子育て世帯給付1.2、看護・介護等賃上げ0.3）		2.0
IV. 防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保	4.6	2.9
合計	55.7	31.6

（注）（ ）内の数字は補正予算に計上された金額。（出所）内閣府、財務省

この対策の過半にあたる 31.6 兆円分の施策を具体化した 2021 年度補正予算案は 12 月 20 日に成立、実行段階に入っている。うち、災害復旧費を合わせた公共事業関連 1.7 兆円のほか、コロナ対策費の一部を合わせた数兆円規模の政府支出が年明け早々にも本格化し、景気を押し上げよう。

一方で、低所得者向けと子育て世帯向けを合わせた家計への給付金 2.6 兆円やマイナポイント普及支援 1.8 兆円、台湾 TSMC 社の半導体工場など先端半導体生産拠点への支援 0.6 兆円などは全てがすぐに景気押し上げに結び付くとは限らない。また、地方自治体のコロナ対策資金となる地方創生臨時交付金や事業者支援、雇用保険（休業手当）などは収入減の埋め合わせが主目的であり新たな需要を創出する類のものではない。

そのため、2022 年度の当初予算に盛り込まれる残りの部分を含めた財政支出総額 55.7 兆円の経済対策が生み出す新たな需要は 15 兆円程度（GDP の約 3%）となり、これが今後 1～2 年かけて景気を下支えすると予想される。

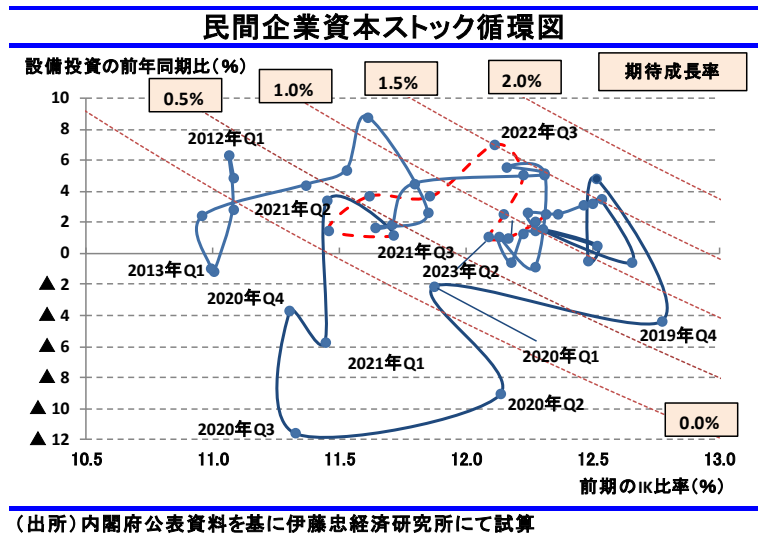
民間需要は個人消費が回復を主導

そうした中、既に復調しつつある個人消費は、2022 年に入り GoTo キャンペーンの再開など景気対策の効果も加わり、一段と力強さを増すとみられる。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（消費増税後、2019 年 10～12 月期）を上回り、ようやくコロナ・ショックから数字の上では脱する見込みである。さらに、経済活動の活発化は労働需要を回復させるため、既に飲食関連を中心

に表面化しつつある人手不足が多くの産業に広がり、賃金上昇圧力は高まろう⁴。また、日本銀行が2021年4月に公表した「経済・物価情勢の展望（通称：展望レポート）」で約20兆円と試算した「強制貯蓄」は、その後の消費抑制や今回の対策に盛り込まれた各種支援金により、さらに積み上がる可能性がある。景気の回復や賃金上昇により消費者のマインドが改善、こうした一時的に積み上がった貯蓄の一部が取り崩されることで、個人消費は2022年を通じて堅調な拡大が続くと予想される。

輸出についても、夏場以降の落ち込みの主因となった自動車生産は既に正常状態に回復しつつあり⁵、アジアの部品供給拠点においてコロナ感染が再拡大し再び生産が停止しなければ、年明け以降はむしろ増産が期待できる状況にある。また、もう一つの減少要因であったコロナによる海外景気の停滞についても、前述の前提通りであれば、日本の輸出減少を長引かせることはなさそうである。逆に2022年半ば頃にはインバウンド需要の回復が期待できる。そのため、2022年の輸出は、年間を通じて増加基調を予想する。

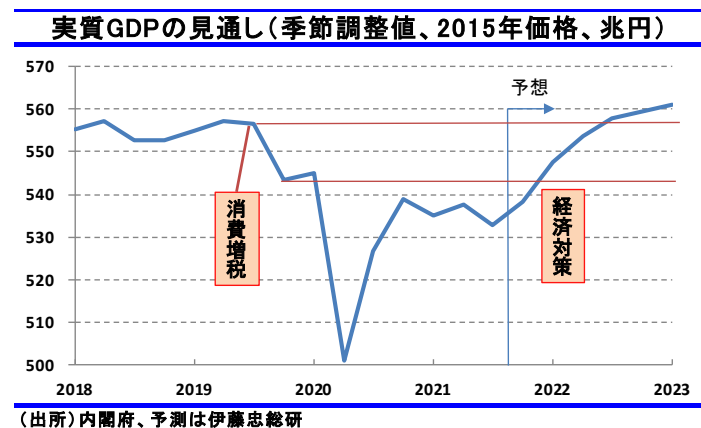
個人消費や輸出の拡大は、企業の設備投資を再拡大させよう。前述の通り、現在の設備投資は調整が終了し、拡大局面入りを窺う状況にあるとみられるが、その様子を表現する「資本ストック循環図」は（右図）、現在（2021年7～9月期）の状況が0.5%を下回る期待成長率を前提としていることを示している。これが正しいとすれば、潜在成長率（実力ベースの成長率）が1%程度とみられる日本において現在の投資活動は控えめであり、拡大余地が十分にあることになる。設備投資も、景気の回復により期待成長率が高まるとともに、2022年を通じて拡大を続けよう。



2021年中は減少傾向が続いた公共投資も、今回の経済対策により2022年初には増勢に転じよう。住宅投資も、住宅ローン減税の変更が新築物件については影響が限定的⁶となったことに加え、今しばらくは長期金利が超低水準で推移するとみられるため、底堅く推移しよう。

2022年の成長率は3%超も物価上昇は緩慢

こうした幅広い需要の回復により、経済活動（実質GDP）の水準は、2022年7～9月期にもコロナ前・消費増税前（2019年7～9月期）の水準を回復、その後もペースは鈍化しつつも景気の拡大が続き、2022年通年の実質GDP成長率は前年比+3.5%まで高まると予想する（次ページ表）。



⁴ 賃金上昇圧力の高まりについては、2021年12月15日付 Economic Monitor「新型コロナウイルス感染拡大後のパート賃金の動向」を参照されたい。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2132/>

⁵ トヨタ、ホンダとも12月に生産が正常化する見通しを表明している。

⁶ 2022年の税制改正で住宅ローン減税の控除率（住宅ローン残高に対する税額控除の比率）が1.0%から0.7%に縮小されたが、新築の場合は減税期間が10年から13年に延長されたため、減税総額に大差はない。

2023年には、世界的に脱コロナに至り、海外経済の回復が新興国に広がり、インバウンド需要が本格的な回復を見せることから、輸出の堅調拡大が見込まれるものの、個人消費は巡航速度へ減速、設備投資も循環的に一旦はピークを迎えりとみられ、実質GDP成長率は1%台へ鈍化しよう。

それでも、実力を上回る成長ペースが続くため、マクロ的な物価の下落圧力を産み出す需給ギャップ（需要－供給力）は2022年後半にはプラスに転じ、2023年にはプラス幅を拡大する見込みである。先述の通り、2022年には賃金の上昇圧力も高まるとみられ、消費者物価上昇率は徐々に高まると予想される。ただ、それでも日本におい

ては川下への価格転嫁に時間がかかるため、最近の欧米のように金融政策運営上の目標となる前年比2%を大きく上回る上昇には至らないどころか、2023年中に2%に達することもなさそうである。2022年の日本経済は、まずはコロナ禍からの完全脱却を目指すということになる。

日本経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2019 実績	2020 実績	2021 予想	2022 予想	2023 予想
実質GDP	▲0.3	▲4.5	1.5	3.5	1.8
国内需要	0.2	▲3.7	0.7	3.7	1.3
民間需要	▲0.3	▲5.8	0.5	5.2	1.5
個人消費	▲0.5	▲5.3	1.0	4.9	1.5
住宅投資	4.1	▲7.9	▲1.2	3.5	▲0.8
設備投資	0.1	▲6.5	▲0.3	4.8	1.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)
政府消費	1.9	2.3	1.9	▲0.6	1.2
公共投資	1.7	3.9	▲2.1	0.7	0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.9)	(0.8)	(▲0.2)	(0.4)
輸出	▲1.5	▲11.8	10.8	4.3	4.6
輸入	1.0	▲7.2	5.9	5.3	2.3
名目GDP	0.7	▲3.8	0.1	2.8	2.8

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

参考: 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	▲0.7	▲4.5	2.6	3.5	1.6
国内需要	▲0.2	▲3.9	2.0	3.4	1.2
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.7	4.6	1.3
個人消費	▲1.0	▲5.5	2.9	4.5	1.3
住宅投資	2.6	▲7.8	0.3	3.3	▲1.7
設備投資	▲0.6	▲7.5	2.5	4.5	1.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.1	2.5	1.2	▲0.3	1.2
公共投資	1.6	5.1	▲4.3	2.0	▲0.2
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.6)	(0.1)	(0.4)
輸出	▲2.2	▲10.5	11.4	4.9	4.1
輸入	0.2	▲6.6	7.6	4.5	2.0
名目GDP	0.2	▲3.9	0.6	3.7	2.7
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	0.5	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。見直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。