

寄稿

景気見通し (2021年春)

22年度末までなんとか続く景気回復

— 成長投資に向けて企業家の
経営能力と挑戦心が不可欠 —

稲葉 圭一郎 (いなば けいいちろう)

公益社団法人 日本経済研究センター
短期経済予測主査・主任研究員

《要 約》

わが国景気は、21年度入り後、外需および民間最終消費支出が主導するもとで明瞭に反発する。同年度後半になると民間最終消費支出は反落し、弱めの動きになるものの、民間企業設備投資、公的需要、および外需が下支え効果を発揮し続ける。このため、景気回復は22年度末までなんとか持続する。実質 GDP 成長率の予測値は20年度：-4.6%、21年度：5.2%、22年度：1.0%。このような景気展開を確たるものにするには、景気押し上げ効果が徐々に弱まっていく公的需要を補うべく、民間企業設備投資が底堅く推移する必要がある。企業家はその経営能力を発揮するもとの、自社の経営資源に対してウィズ・コロナ時代なりの再編を着実に実施していく必要がある。このためには挑戦心が不可欠だ。

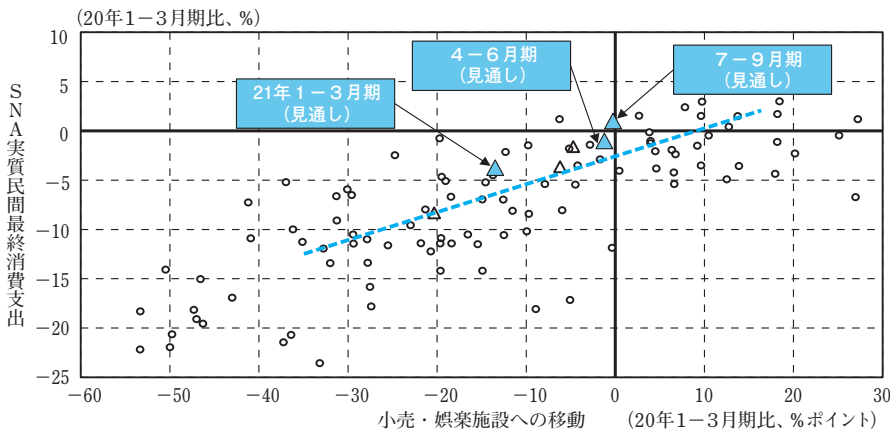
【21年1-3月期、景気落ち込み幅ごくわずか】

20年度最終期(21年1-3月期)では、1月に緊急事態宣言が11都府県を対象に再発出されたことによって、対象地域を中心に移動・外出が減少した。これに伴って、民間最終消費支出(以下、民間消費)は落ち込んだ。それでも、同四半期においてわが国景気の悪化幅はごくわずかだった。今回の景気見通しでは、同宣言は3月21日に解除されると仮定するもとの、同四半期の実質 GDP 成長率は-0.1%と予測している。民間消費以外の需要項目である民間企業設備投資(以下、設備投資)、公的需要、および外需が伸びるためだ。

今回の景気見通しでは、21年1-3月期における民間消費の伸び率の予測値は-2.2%。この消

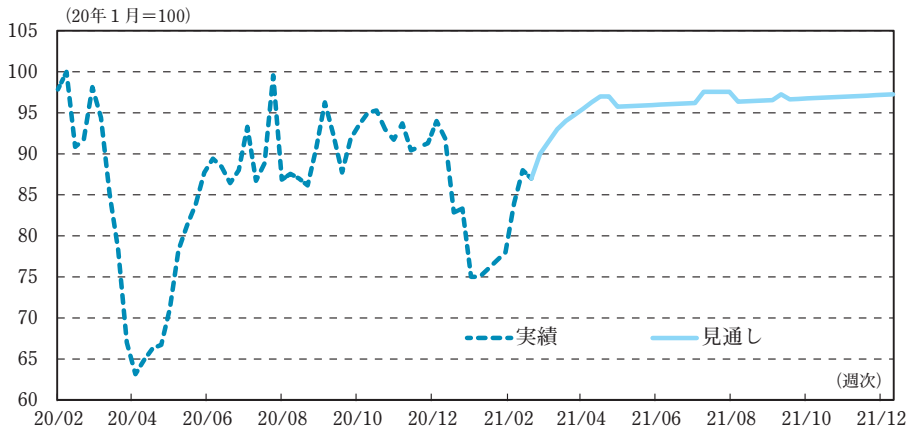
費減少の背後には、同四半期において小売・娯楽施設への移動が、前の四半期と比べて8.8%減少するとの仮定がある。人の移動に関するこの仮定は、第1回緊急事態宣言前の20年1-3月期と比べると13.5%の減少となる(図表1)。しかし、それは、第1回緊急事態宣言期間を含む20年4-6月期と比べると7.4%の増加となる。この増加は、今回の緊急事態宣言では、①対象地域は全国ではないことに加えて、②人々の間で恐怖心や警戒感が低下していることを反映している。第2回緊急事態宣言が仮定通りに解除された後、わが国の景気展開はいかなるものになるだろうか。この問いに答えるためにはいくつかの準備を行う必要がある。

【図表1】小売・娯楽施設への移動と民間消費の規模



(注) △マーカーは日本。対象の国・地域は59カ国、海外のサンプル期間は20年4-6月期と20年7-9月期。点線は単回帰直線。
 (資料) 内閣府『四半期別GDP速報』、各国統計、Google, "COVID-19 Community Mobility Reports"

【図表2】人の移動の予測



(注1) 直近の実績は21年3月7日。
 (注2) 移動指数はスマートフォンの位置情報をもとに、人々の移動傾向を施設ごとに数値化したもの。施設ごとに利用者数や滞在時間を調査し、その調査日と曜日別の基準値(20年1月3日~2月6日の5週間の曜日別中央値)を比較している。
 (注3) 各週の平均値を算出し、20年1月を100として指数化。
 (注4) 21年の緊急事態宣言は21年3月21日に解除と想定。
 (資料) Google, "COVID-19 Community Mobility Reports"

【ウィズ・コロナ時代のイノベーションの重要性】

最初の準備はコロナ禍の経済的帰結に関する視座を定めることだ。次の通りだ。感染予防の観点から採用された、新しい暮らし方、働き方、および遊び方(以下、コロナ行動様式)は、「オンライン○○」と称されるものをはじめとして、様々な新しい需要を生み出し、消費の内訳を変化させている。この帰結として、個別のモノ・サービス市場において、そして経済全体で、需給の不一致が生じている。いつかコロナ禍が終息した後も、コロナ行動様式のうち、採用してみると魅力的

だったものや、採用のために初期コストがかさんだものは存続するだろう。既存の供給体制—ビジネス・モデルやビジネス・ライン—の改編が要請されている中、これに反応することがウィズ・コロナ時代のイノベーションだ。また、その要請はコロナ禍前から指摘されていた「新潮流」を加速させている。私たちの身の回りでは、働き方改革の進展や事業継承・廃業の増加が見受けられる。わが国の企業家たちの間では、デジタル化、ESG(環境、社会、企業統治)経営の必要性の高まりが共有されるとともに、そうした必要性の高まりにこたえようとする中国政府の巨額インフラ刷新プロジェクトが注目を集めている。各々

の「新潮流」とそれらの交錯が様々な投資案件を生み出している。

【楽観的なコロナ禍脱却シナリオ】

もう1つの準備は新型コロナウイルスの感染状況の先行きに関して大前提を置くことだ。次の通りだ。21年度入り後、「完全終息には至らないものの、新規感染者数の低位安定やワクチン入手の目途といった何らかの理由によって、事態は明瞭に改善する。」これに伴って「経済・社会活動は回復し続けるものの、完全正常化には至らない

【図表3】国内経済の見通し（前年比%、寄与度%ポイント）

年度		実績		見通し	
		19	20	21	22
	実質国内総支出	-0.3	-4.6	5.2	1.0
寄与度	民需	-0.6	-4.8	3.2	0.6
	民間最終消費支出	-0.5	-3.3	2.4	0.0
	民間住宅投資	0.1	-0.3	-0.1	0.0
	民間企業設備投資	-0.1	-1.0	0.8	0.5
	公需	0.5	1.0	0.5	0.1
	政府最終消費支出	0.4	0.8	0.3	-0.0
	公的固定資本形成	0.1	0.2	0.1	0.1
	外需	-0.2	-0.8	1.5	0.3
	輸出	-0.5	-2.0	2.3	1.0
	輸入（控除項目）	0.2	1.2	-0.8	-0.7
	名目国内総支出	0.5	-4.1	4.2	1.3
	GDP デフレーター	0.8	0.5	-1.0	0.3
	消費者物価指数（除く生鮮）	0.6	-0.4	-0.1	0.1

（注1）見通しは21年3月10日策定。

（注2）消費者物価指数は消費税の影響を含むベース。

（資料）内閣府『四半期別 GDP 速報』、総務省『消費者物価指数』。

（図表2）。これは、集団免疫状態の獲得やウイルスの消滅が達成されないためである。これらの諸前提を海外主要諸国にも適用する。従って、わが国を含む主要国において、人々の将来期待の底割れや金融危機の発生といった最悪の事態は生じない。

【21年度の景気、反発から伸び悩みへ】

基本的視座ならびにコロナ禍脱却シナリオが定まると、景気見通しを描写できるようになる。21年度の前半、わが国景気は外需および民間消費が主導するもとで明瞭に反発する。しかし、同年度後半になると民間消費は反落し、弱めの動きになる一方で、民間企業設備投資（以下、設備投資）、公的需要、および外需が下支え効果を発揮する。このため、22年度末までの予測期間を均してみると景気回復はなんとか持続する（図表3）。予測最終期（23年1-3月期、以下同様）における実質GDPの規模はコロナ禍前（18年度の4四半期平均、以下同様）を1.4%上回る。

このような景気展開が確たるものになるためには、予測期間を通じて、徐々に弱くなっていく公的需要を補うべく、設備投資が底堅く推移する必要がある。「新潮流」案件への挑戦を通じた成長

投資の実施を伴いながら。

なお、外生要因について、今回の景気見通しでは、原油価格は足元のWTI先物カーブに沿った値動きになると仮定している。為替レートは1ドル=105円が続く。金利は日本銀行のターゲット通りであり、またターゲットの変更もない。

【消費水準、結局、完全復旧には至らず】

民間消費の実質前年比の予測値は、20年度：-6.2%、21年度：4.6%、22年度：0.1%。予測最終期の消費水準はコロナ禍前の水準を2.7%下回る。予測期間を通じた民間消費の挙動については、まず、21年度半ばにかけてははっきり反発する。コロナ禍が明瞭に改善するという「大前提」のもとで、消費者心理の改善、先送りされた需要（ペント・アップ需要）の発現、さらにはオリンピックによるお祭り気分といった追い風があるためだ。「Go To トラベル」について、ゴールデン・ウィーク、夏休み、ならびにシルバー・ウィークにおける需要喚起を目的に21年9月末まで延長されると仮定されている。

第2回緊急事態宣言を受けて潜在的なペント・アップ需要はさらに蓄積する。これまでの政府からの手厚い所得移転は、消費活動の低迷と相まって、家計部門の資金繰りを改善させた。日本銀行『資金循環統計』によると、家計部門の現預金は20年9月末において前年の同じ月に比べて49兆円増えていた。こうした中で、消費者心理は持ちこたえたばかりか、自己破産の増加や社会不安の増大も抑制された。また、コロナ禍にて年金は減額されたわけではないので、コロナ禍が長引くほど退職世代の消費余力は着実に大きくなる筋合いだ。

追い風が弱まると民間消費は反落する。弱めの動きが予測最終期まで続く予測する。堅調な外需を受けて生産と輸出が順調に回復するもとで雇用者数は改善するものの、コロナ禍以前から問題視されていた労働生産性の低さが災いして賃金の上昇がごく小幅なものに止まるためだ。雇用者数と賃金の両方を勘案する名目雇用者報酬の前年比

の予測値は21年度：0.6%、22年度：1.2%。

【堅調な外需】

予測期間を通じて民間消費が緩やかに回復できるのは、堅調な外需があつてのことだ。わが国貿易相手国の景気は順調に回復していく。各国の実質 GDP 成長率をわが国からの輸出額で加重平均すると、20年：-1.9%、21年：6.2%、22年：4.4%となる（図表4）。わが国の会計年度でみると、20年度：-0.2%、21年度：6.2%、22年度：4.3%。米国およびユーロ圏の実質 GDP 成長率に対する私の見方は、米国金融市場のエコノミストたちの平均な見方とほぼ同じである。米欧双方で、超緩和的な金融政策や大規模な家計支援が景気回復を

支援していく。

他方、中国に対する私の見方は同エコノミスト平均に比べて強気だ。中国に関する様々な好材料を積極的に織り込んでいる。21年入り後、厳しい感染抑制策による雇用・所得環境の回復ペース鈍化は一時的なものにとどまるほか、設備投資ならびに外需が景気拡大を牽引する。政府の巨額な製造業振興策やインフラ整備計画もそれを後押しし続ける。15年に策定された産業振興策「中国製造2025」は前倒しで実行されていこう。また、超大型（25年までに10兆円）のインフラ刷新プロジェクトである「新基建」の景気浮揚効果も大きいはずだ（図表5）。堅調な中国経済が、わが国の主要な輸出先である台湾・韓国に好影響をもたらすことはいうまでもない。

【図表4】 海外の実質成長率見通し (前年比%)

暦年	実績		見通し		
	19	20	21	22	
海外計	3.1	-1.9	6.2	4.4	
米欧	米国	2.2	-3.5	5.1	3.3
	ユーロ圏	1.3	-6.6	4.3	3.7
アジア諸国	中国	6.0	2.3	8.9	5.9
	韓国	2.0	-1.0	3.2	3.1
	台湾	3.0	3.1	4.7	3.1
	豪州	1.9	-2.5	5.3	3.5
ASEAN4	4.5	-4.7	5.3	5.8	

(注) 海外計は、各国の成長率を日本の輸出額で加重平均したものであり、上記の国々の他に英国、ブラジル、ロシア、インド、香港、シンガポールを含む。

【順調に回復する輸出と国内生産】

こうした外需動向を受けて、今後、わが国の財貨・サービス輸出は比較的順調に増加していく（実質前年比は20年度：-10.9%、21年度：13.4%、22年度：5.4%）。予測最終期の輸出水準はコロナ禍前を5.3%上回る。自動車の輸出については、21年度、中国・米国向けのいずれも堅調に推移するだろう。さらに、世界の半導体生産が、前述の「新潮流」や、「中国製造2025」における自給率引

き上げ政策に沿って堅調に推移するも、わが国からの半導体製造装置や一部化学製品の輸出が増えていくと見込まれる。

輸出が予測期間を通じて順調に回復することは、21年度前半における民間消費の反発と相まって、国内の生産動向を堅調に推移させる。同水準の伸び率の予測値は20年度：-10.0%、21年度：10.7%、22年度：5.4%。なお、自動車生産については、車載用半導体

【図表5】 新基建の投資分野と投資額

重点投資分野	主な応用先	主な関連企業	2025年までの投資予定額
5G	産業インターネット、企業クラウド	ファーウェイ、ZTE、チャイナモバイル	2兆5,000億元 (約38兆円)
人工知能	生産のスマート化	アリババ、テンセント、ファーウェイ	2,000億元 (約3兆円)
ビッグデータ	金融、セキュリティ、エネルギー	アリババ、テンセント、百度	1兆5,000億元 (約23兆円)
IoT	自動車の自動運転化	ハイアール、ファーウェイ	6,500億元 (約10兆円)
超高压送電	電力・エネルギーのスマート化	国電南端、長高集団、平高電気	5,000億元 (約8兆円)
高度道路交通	交通分野の高度化	中国中鉄、中国鉄建、中国中車	4兆5,000億元 (約69兆円)
電気自動車用	新エネルギーの推進	寧徳時代、比亞迪、貝特瑞	900億元 (約1兆4,000億円)

計：約10兆元 (約152兆円)

(注) 1元=15.2円として算出。
(資料) 中国電子情報産業発展研究院、三菱 UFJ 銀行国際業務部、各種報道

【図表6】 設備投資額上位10業種（全規模）と財務指標

産業	19年度	20年3月末			20年12月末			20年4-12月期における変化幅					
	設備投資シェア	現預金	有利子負債	自己資本	現預金	有利子負債	自己資本	現預金	有利子負債	自己資本			
	%	対総資産 (%)						%ポイント					
全産業	-	12.0	24.3	43.8	13.3	25.2	42.5	1.3	>	0.9	-1.3		
非製	情報通信業	9.1	12.8	11.5	55.2	15.2	>	11.0	52.1	2.4	>	-0.5	-3.1
	陸運業	8.2	6.7	25.8	38.3	8.2	29.8	36.1	1.5	<	4.0	-2.2	
	小売業	7.4	11.6	24.5	37.2	13.8	22.1	36.9	2.2	>	-2.4	-0.3	
	電気業	5.9	4.3	46.9	21.6	4.0	45.5	20.6	-0.3	>	-1.4	-1.0	
製	自動車・同附属品製造業	5.5	12.9	11.7	55.1	15.0	≡	15.6	52.6	2.1	<	3.9	-2.5
非製	卸売業	5.2	15.0	21.1	37.3	16.2	21.6	36.2	1.2	>	0.5	-1.1	
製	化学工業	4.8	9.4	19.0	53.7	9.6	19.7	56.2	0.2	<	0.7	2.5	
非製	リース業	3.7	5.5	51.0	15.6	5.4	54.1	14.8	-0.1	<	3.1	-0.8	
	建設業	3.7	22.6	14.4	43.2	23.5	>	17.6	42.7	0.9	<	3.2	-0.5
製	情報通信機械器具製造業	3.6	11.0	13.2	50.5	12.0	14.2	49.4	1.0	≡	1.0	-1.1	

(注) 19年度の設備投資シェア上位10業種（対全規模全産業、第4位の不動産業は除く）。全産業は金融業、保険業を除く。
(資料) 財務省『法人企業統計季報』

の供給不足から、21年1-3月期ならびに4-6月期において、大手メーカー各社はトヨタ自動車を除いて減産を余儀なくされる。このことの鉱工業生産に対する下押し効果として、21年1-3月期：-0.2%ポイント、4-6月期：-0.1%ポイントを見積もっている。その後、21年7月から年末までの期間において、自動車の挽回生産と、受注が絶好調な半導体製造装置の完成が相まって、国内の生産水準は明瞭に切り上がっていくだろう。

【設備投資、ほぼV字回復を予測】

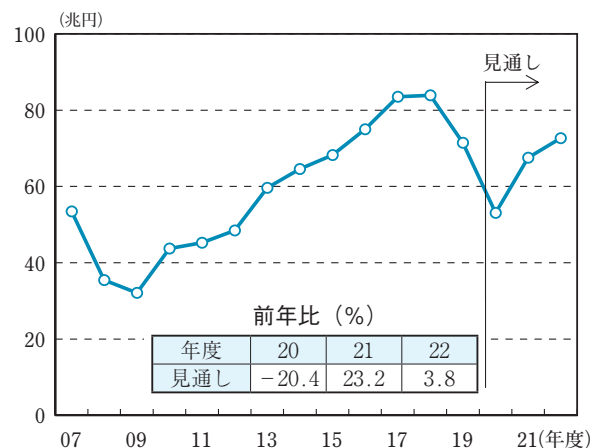
設備投資については、予測期間を通じてほぼV字（「レ」の型）の回復になると予測する。実質前年比の予測値は、20年度：-6.3%、同前年比：5.3%、同前年比：3.3%。予測最終期の設備投資水準はコロナ禍前を2.3%上回る。

21年度以降、超緩和的な金融環境のもとで、企業の間では、生き残りをかけて、前述の新潮流に乗るための資本形成が強まると予測する。この関連で、「新潮流」案件に挑戦する必要性が高く、かつわが国設備投資の主要な担い手である業種では、コロナ禍におけるバランスシートの悪化が深刻ではなかったことは好都合だ（図表6）。例えば、情報・通信関連や小売では、20年12月末にかけて

自己資本比率は改善した。自動車関連では、同比率は悪化したものの、事実上の無借金経営が継続中だ。このことは情報・通信関連ならびに建設業にも当てはまる。

設備投資のほぼV字回復の原動力となるのは企業収益の順調な回復だ（図表7）。予測期間を通じて、民間消費は総じてみれば緩やかに回復することや、堅調な海外景気を追い風にして輸出・生産が堅調を持続するためである。21年度の予想利益水準は16年度の実績を超えている。この年度は企業収益が例外的に好調だった期間に含まれる。

【図表7】 経常利益の推移



(資料) 財務省『法人企業統計年報』

【公的需要の下支え効果は徐々に減衰】

もう1つの需項項目である公需の下支え効果は22年度末にかけて徐々に減衰していく（実質前年比の予測値は、20年度：4.1%、21年度：1.9%、22年度：0.4%）。公的需要の1種である政府消費が、コロナ禍を経て正常化するもとの、21年度に伸びが小さくなり、そして22年度に減少に転じるからだ。他方、もう1種の公的需要である公的固定資本形成については、「国土強靱化」計画における緊急対策の増額延長（「5年で15兆円」）を踏まえて堅調な推移を予測している。

【リスク分析は下振れ優勢】

今回の景気見通しのリスク評価は下振れ優勢であり、最大のリスク要因はコロナ禍脱却シナリオだ。下振れ要因は、変異種起因のものを含めて、新型コロナウイルスの感染再拡大である。もしそれが21年7-9月期に深刻化して、<A> 移動・外出が自主的に忌避され20年1-3月対比で8%減少するケース、 緊急事態宣言の再々発出によって移動・外出が第2回並みに減少するケース、あるいは<C> 同宣言の再々発出ならびに何らかの措置によって移動・外出が第1回を凌駕するほど大幅に減少するケースが生じたとしよう。この場合、21年7-9月期において、民間消費は、ケース<A>：-43%ポイント、ケース：-64%ポイント、ケース<C> -9.0%ポイント下振れることになる。下振れ幅が大きいほど、景気全体の悪化幅も大きくなるとともに、金融面での混乱や将来期待の底割れが併発する公算は大きくなる。

この試算結果が示唆することは宣言解除後においても感染予防行動を継続することの重要性だ。同時に、安心感の向上は消費の上振れ要因となる。最たるものは重症者治療態勢の増強とワクチンの前倒し接種だろう。下振れ・上振れの両方向で、重大なリスク要因の制御の成否は医療行政の能力次第といえる。

将来期待を損なう要因は他にもある。コロナ禍の長期化は経済成長の基盤に深刻なダメージを与

える。公共政策の焦点は、対面型の特定業種や個人事業主への現金給付を通じた激変の緩和から、成長基盤のダメージの予防や治癒に移行すべきだ。社会的インフラ（鉄道、航空、通信）や制度資本（金融、医療、教育・研究）が安定的に稼働し続けるよう、ダメージを受けた主要な担い手を対象に、貸し付けや資本支援、そして秩序だった破綻処理からなる緊急時対応プランの策定を急ぐべきだ。人的資本の関連では紹介・斡旋態勢の向上が望まれる。雇用環境は改善していくものの、リストラされる中高年や就職難民の発生を通じて雇用のミスマッチが生じやすくなるからだ。

さらに、設備投資のほぼV字回復についても下振れるリスクがある。「新潮流」の加速を背景に出現する設備投資案件にチャレンジする動きが企業の間で活発化していくためには、供給体制の柔軟な見直しを行う、すなわち、各種経営資源（ヒト・モノ・カネ・情報）の活用方法を改編する経営能力や、この能力を発揮するだけの挑戦心が不可欠だ。ケインズはこれをアニマル・スピリットと呼び、不合理なものながらも経済成長の原動力だと喝破した。

今回の景気見通しは、わが国企業がそれらを持ち合わせていることを当然視している。もしこれが誤りならば、今後の設備投資の動向は今回の見通しよりも弱くなる。このことの帰結として、長い目でみて、「E」（環境）やデジタル化に対応する生産資本がライバル海外企業との比較において貧弱なものになっていく。わが国企業の国際競争力、そしてわが国経済の潜在成長力が減退していくのだ。

脱稿 2021年3月11日

＜稲葉 圭一郎氏 プロフィール＞

98年、東大経卒、日本銀行入行。金融市場、金融システム、金融政策、ならびに景気動向の調査・分析や、ファイナンスに関する学術研究、およびG20等の国際関係業務に従事。08年、ロンドン大学 Ph.D.（経済学）取得。20年6月より現職。元金融庁（金融審議会事務局）、元 OECD（EPC 第3作業部会事務局）。