

寄稿

景気見通し (2021年秋)

21年度、デルタ株大流行が削ぐ景気反発力

— 喫緊の景気刺激策、
それは医療行政の進化 —

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》

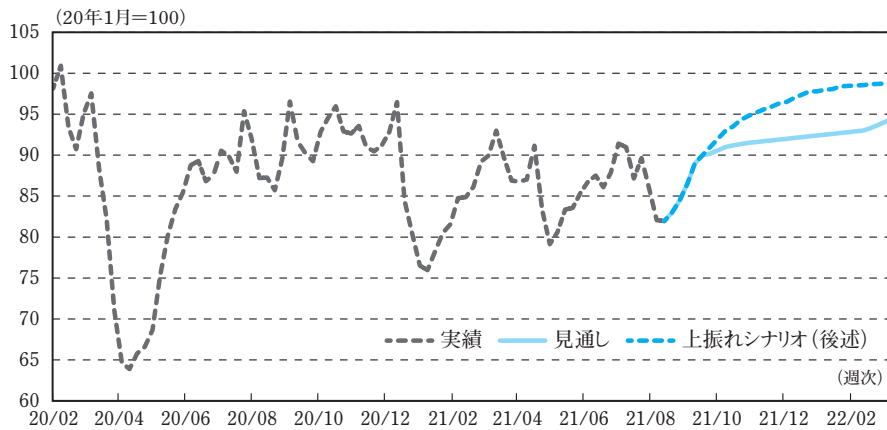
21年度、わが国景気のリバウンドはマイルドなものにとどまる。好調な米中景気が輸出・生産を順調に増加させるほか、設備投資も反発する。その一方で、デルタ株大流行に、部品不足による自動車の一時的な大減産が相まって、民間消費の反動増は抑制される。22年度、景気は順調な回復を続ける。「コロナ禍に関する事態が明瞭に改善する」との大前提のもとで、年度前半を中心に、潤沢な消費原資が先送りされた消費需要の発現を本格化させる。輸出・生産が外需見合いで堅調を維持するほか、官民双方による固定資本形成も増加を続ける。実質 GDP 成長率の予測値は21年度：3.9%、22年度：3.6%。目先の景気反発力を補強するには、公式または非公式なワクチンパスポートの利用を通じて人の移動の回復を促進することが重要だ。これを実行するためには、新型コロナ医療に振り分ける医療資源の拡充を通じて、同医療の機能を維持することが不可欠だ。

【21年度コロナ脱却シナリオ、デルタ株登場で弱気化】

コロナ禍での景気予測では、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必要がある。次の通りだ。第4回緊急事態宣言は「9月末に解除される」と仮定する。その後のコロナ禍については、「21年度、ワクチン接種の順調な進展があっても、相応な数の新規感染者が現れ続けるため、人の移動の回復は緩慢なものになる」

との大前提を置く（図表1）。①デルタ株の感染力の強さを受けて、ワクチンの接種率がかなり高くないと集団免疫は獲得できない、②あるいは集団免疫の獲得そのものが困難といった指摘を重視するとともに、③わが国の救急医療では救急車による搬送困難者が現に増加しているため、恐怖心から積極的に外出しない人も増え得ることを勘案した。なお、ワクチン接種については「21年度末までに、16歳以上人口の73%が1回目の接種を、

図表1 小売・娯楽施設への人の移動の見通し



(注1) 直近の実績は21年9月4日。

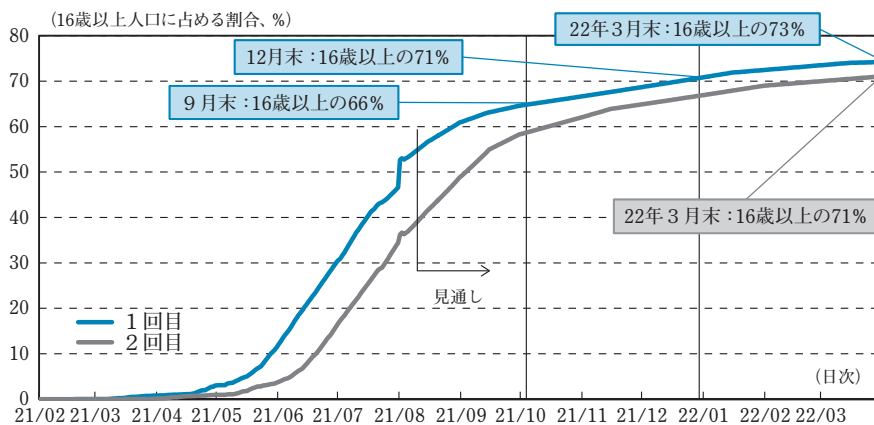
(注2) 移動指数はスマートフォンの位置情報をもとに、人々の移動傾向を施設ごとに数値化したもの。施設ごとに利用者数や滞在時間を調査し、その調査日と曜日別の基準値(20年1月3日-2月6日の5週間の曜日別中央値)を比較している。

(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) 第4回緊急事態宣言は21年9月末に解除と想定。

(資料) Google, "COVID-19 Community Mobility Reports"

図表2 ワクチンの接種見通し



(注) 1日当たりの最大接種回数は148万回。

(資料) 厚生労働省、首相官邸

71%が2回目の接種を終える」と仮定する(図表2)。22年度については、完全終息には至らないものの、ワクチン接種の進展、新規感染者数の低位安定、あるいは治療薬の行き渡りといった何らかの理由によって、「事態は明瞭に改善する」との大前提を置く。コロナ禍の改善は海外主要諸国においてより早い。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。

【わが国景気、21年度は反発局面、22年度は順調な回復を持続】

わが国景気のリバウンドは21年度においてはマイルドなものにとどまると予測する(図表3)。米中の好調な景気動向が輸出・生産を順調に増加させるほか、民間企業設備投資(以下、設備投資)も反発するものの、デルタ株大流行に加えて、車載用半導体を主とする自動車部品の不足を受けた自動車減産が民間最終消費支出(以下、民間消費)の反動増を抑制するからだ。このような景気

図表3 国内経済の見通し (前年比%、寄与度%ポイント)

		実績		
		20	21	22
実質国内総支出		-4.4	3.9	3.6
寄与度	民需	-4.7	2.2	1.9
	民間最終消費支出	-3.2	1.6	1.3
	民間住宅投資	-0.3	0.1	0.0
	民間企業設備投資	-1.1	0.8	0.7
	公需	0.9	0.5	0.9
	政府最終消費支出	0.7	0.4	0.6
	公的固定資本形成	0.2	0.1	0.3
	外需	-0.6	1.2	0.7
	輸出	-1.8	2.3	1.1
	輸入(控除項目)	1.2	-1.1	-0.4
名目国内総支出		-3.9	2.4	3.7
GDP デフレーター		0.6	-1.4	0.1
消費者物価指数(除く生鮮)		-0.4	-0.1	-0.3
鉱工業生産指数		-9.5	10.4	7.0

(注) 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』、経済産業省『鉱工業指数』

展開では、移動の回復を通じてペントアップ需要の発現を促進していくことが重要だ。これには、公式または非公式なワクチンパスポートの利用が寄与する。このことの実行可能性を確保するためには、新型コロナ医療に振り分ける医療資源の拡充を通じて、同医療の機能を維持することが不可欠となる。

22年度、景気は順調に回復を続ける。①「コロナ禍に関する事態が明瞭に改善する」との大前提のもとで、潤沢な消費原資が先送りされた消費需要(以下、ペントアップ需要)の発現を本格化させる。②輸出・生産が外需見合いで増加を続ける。さらには、③官民双方による固定資本形成が堅調を持続するためだ。予測最終期における実質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1.7%上回る。

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り、21年7-9月期をピークにジリジリと

低下すると仮定している。為替レートについては、予測最終期までを均してみても1ドル=107円20銭で推移すると仮定する。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。

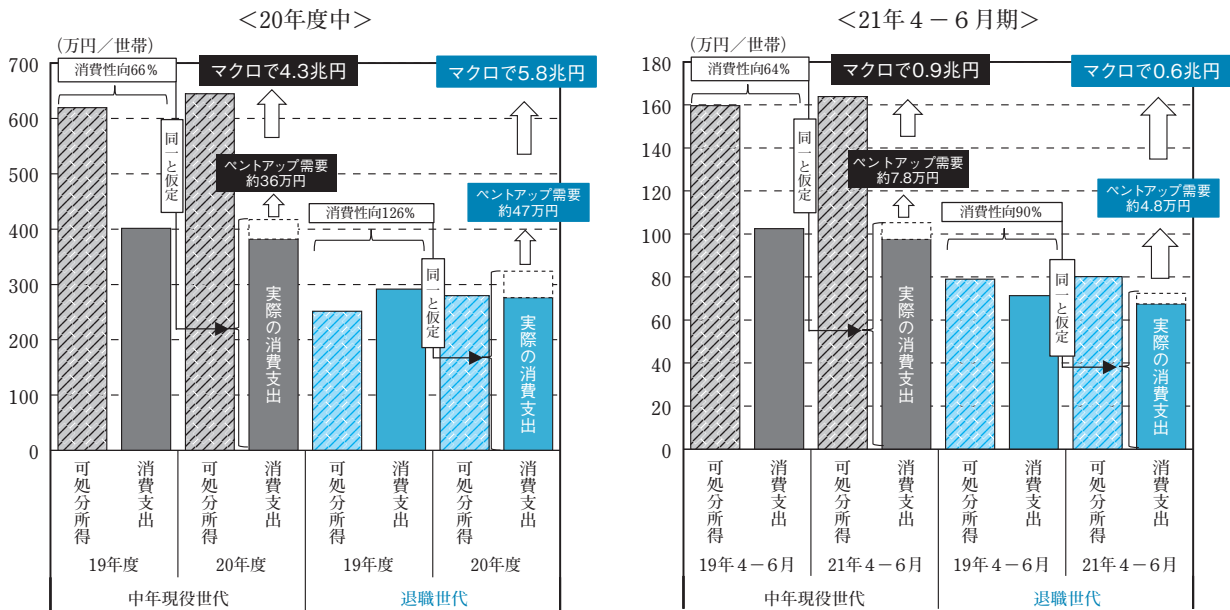
【消費反動増は22年度前半へ後ズレ】

民間消費の実質前年比伸び率の予測値は、21年度2.9%、22年度：2.4%。予測最終期の消費水準はコロナ禍前の水準の97.1%。完全復旧には至らない。予測期間を通じた民間消費の挙動について、まず21年度では、デルタ株の大流行に、自動車の一時的な大減産に伴う納車遅れが相まって、ペントアップ需要がなかなか発現しない。

これまでの度重なる緊急事態宣言を受けてペントアップ需要は着実に蓄積されてきた。20年4月から21年6月までの蓄積分は11.6兆円(中年現役世代：5.2兆円、退職世代：6.4兆円)と試算できる(図表4)。各々の世代について、可処分所得の大きさからあるべき消費金額を計算し、これと実際の消費金額の差を同需要とした。こうした蓄積が、政府からの手厚い所得移転と相まった結果、家計部門の資金繰りは全体としてみるとかなり改善した。日本銀行『資金循環統計』によると、家計部門の現預金は21年3月末において前年の同じ月に比べて55兆円増えていた(変化率では+5.5%)。退職世代については、コロナ禍だからといって年金が減額されるわけではないので、コロナ禍が長引くほど消費原資は着実に大きくなってきた。

22年度では、消費者心理の改善が年度前半を中心にペントアップ需要を発現させていく。同心理の改善要因は、前提としてのコロナ禍の改善による解放感に加えて、雇用・所得環境の持ち直しがある。なお、今回の景気見通しでは「Go To事業、22年度において1年間実施」を仮定している。ペントアップ需要はゴールデンウィークや夏休みにおける旅行関連支出でもって一巡すると予測する。

図表4 コロナ・ペントアップ需要



(注1) <20年度中>の図中に記載された消費性向は四半期計数の19年度中の平均。試算にあたっては19年度の四半期毎の消費性向を利用。
 (注2) 世帯人員は家計調査の世帯数分布で加重平均して算出した。なお、中年は35-59歳。
 (注3) 退職世代は、「無職世帯のうち世帯主年齢60歳以上」のデータを用いて算出。
 (資料) 総務省『家計調査』、『人口推計』

図表5 海外の実質成長率見通し (前年比%)

暦年		実績		見通し	
		20	21	21	22
海外計		-1.3	6.1	6.1	4.9
米欧	米 国	-3.4	6.3	6.3	4.7
	ユーロ圏	-6.4	4.8	4.8	3.4
アジア諸国	中 国	2.3	8.3	8.3	6.0
	韓 国	-0.9	3.7	3.7	2.3
	台 湾	3.1	6.1	6.1	3.5
	豪 州	-2.5	4.8	4.8	3.0
ASEAN4		-4.7	3.3	3.3	5.6

(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、インドを含む。

22年度後半になると、民間消費は反落を余儀なくされる。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とどまるため、この反落はなかなか押しとどめづらい。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：1.5%、22年度：1.7%。

【好調な外需】

わが国の外需は好調に推移するだろう。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、21年：6.1%、22年：4.9%となる(図表5)。わが国の会計年度で見ると、21年度：6.0%、22年度：4.7%。

米国およびユーロ圏においては予測期間を通じて景気回復が続く。21年においては、寛大なマクロ経済政策や雇用環境の改善に加えて、ワクチン接種の進展を受けて人の移動が回復するもとでペントアップ需要が発現していく。足元におけるデルタ株の流行については、ワクチンの効果によって死亡者数がある程度抑制されるため、経済・社会活動に対する規制は限定的なものにとどまり続けると仮定している。今回の景気見通しでは、21年6月までに米国家計部門にて蓄積したペントアップ需要は2.4兆ドル程度と試算しているほか、21年中に0.6兆ドル、22年中には0.8兆ドルの同需

要が発現すると予測している。

22年における米国とユーロ圏の実質 GDP 成長率の予測値は堅調なものだ。国内民間需要の反発力は鈍化するものの、固定資本形成や輸出が底固く推移すると予測している。

中国では景気拡大が続く。堅調なインフラ投資に加えて、世界景気の回復に伴う輸出の増加、さらには雇用・所得環境の改善を受けての民間消費の増加が生じている。もっとも、21年実質 GDP 成長率の予測値（8.3%）は直近の金融市場における平均的な見方を0.2%ポイント下回っている。今回の景気見通しは、7-9月期におけるデルタ株封じ込めの余波で生じる民間消費の落ち込みをやや悲観的に見積もっている。22年の景気はより強いだろう。「中国製造2025」の総仕上げに向けたテコ入れのほか、超大型（25年までに10兆元）のインフラ刷新プロジェクトである「新基建」の効果を積極的に織り込むもとの、同成長率は6%になると予測している。

【自動車の一時的な大減産あれど、回復基調を維持する輸出と国内生産】

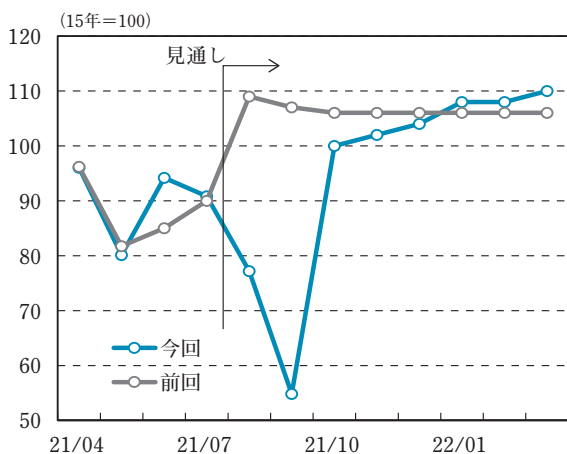
こうした外需動向を受けて、わが国の財貨・

サービス輸出は順調に増加していく（実質前年比伸び率の予測値は21年度：13.2%、22年度：6%）。予測最終期の輸出水準はコロナ禍前を5.9%上回る。世界の半導体生産が、デジタル化の進展や中国の自給率引き上げ政策に沿って拡大していくもとの、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予測する。

輸出が予測期間を通じて順調に回復することは、民間消費の反発増と相まって、国内の生産動向を堅調に推移させる。同水準の伸び率は、21年度：10.4%、22年度：7%（図表3）。予測最終期における国内生産の水準はコロナ禍前を4.2%上回る。民間消費の反発と国内生産の堅調を受けて、雇用者数は改善していく。

今回の景気見通しでは、車載用半導体を主とする部品調達の困難化を受けて、21年度の自動車生産が前回（本誌7月号）から大きく下方修正されている（図表6）。特に、7-9月期の落ち込みはとても大きくなる。8月31日に公表された経済産業省『鉱工業指数』にある8月および9月の自動車生産の製造工業生産予測指数は8月上旬までの情報しか反映していないと判断するもとの、今回の景気見通しでは、それ以降に判明した8月お

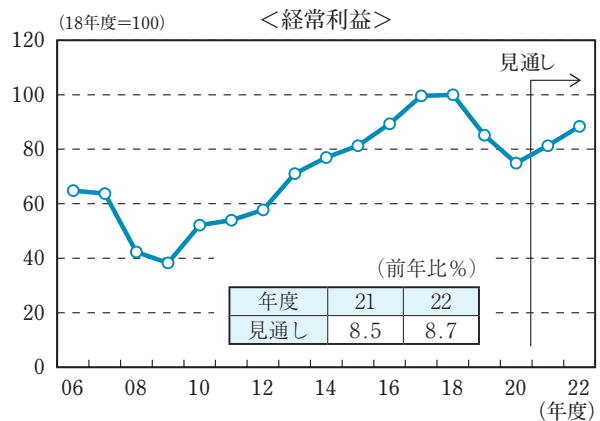
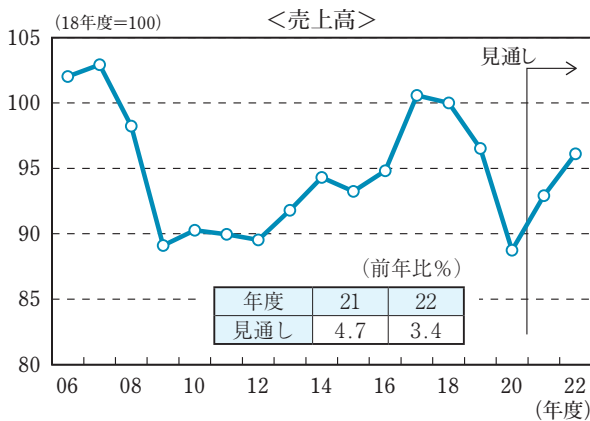
図表6 自動車生産の実績と見通し



(注1) 自動車生産は輸送機械工業の生産指数。
 (注2) 右表の括弧内は前期比。
 (資料) 経済産業省『鉱工業指数』

		自動車		鉱工業全体	
年	月期	前回	今回	前回	今回
21	4-6	87.6 (-4.7%)	90.1 (-2.1%)	97.6 (1.0%)	97.7 (1.1%)
	7-9	102.0 (16.4%)	74.3 (-17.6%)	99.4 (1.8%)	96.0 (-1.8%)
	10-12	106.0 (3.9%)	102.0 (37.3%)	101.1 (1.7%)	101.3 (5.6%)
22	1-3	106.0 (0.0%)	108.7 (6.5%)	103.0 (1.8%)	103.2 (1.8%)
21年度		100.4 (19.4%)	93.8 (11.5%)	100.5 (11.2%)	99.8 (10.4%)

図表7 企業収益



(注) 直近の実績は20年度。
(資料) 財務省『法人企業統計』

よび9月の追加減産を織り込んだ。具体的には8月で3万台（マツダ：1万台、ダイハツ：1.5万台、その他：0.5万台）、9月で17万台（トヨタ：14万台、ダイハツ：2.5万台、その他：0.5万台）である。10月に挽回生産が開始するとの仮定のもとで、自動車生産は力強い反発をみせていくものの、21年度後半における生産台数は前回の見通しには及ばないと予測している。この結果、21年全体ではかなりの下方修正である（前回：前年度比+19.4%→今回：同+11.5%）。

【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字の回復になると予測する。超緩和的な金融環境のもとで、企業の間にて、生き残りをかけて、デジタル化や「E」（環境）といった「新潮流」に乗るための固定資本形成が強まっていくからだ。

実質前年比伸び率の予測値は、21年度：4.9%、22年度：4.1%。予測最終期の設備投資水準は、コロナ禍前を2.2%上回る。

このような設備投資のほぼV字回復は生産資本の現代化、ひいては企業の国際競争力やわが国経済の潜在成長力の引き上げに不可欠だ。こうした成長投資の原動力となるのは企業収益の順調な

回復だ（図表7）。堅調な海外景気を追い風にしてい輸出・生産が予測期間を通じて堅調を持続することや、民間消費にて22年度前半まで増加が続くことを反映したものである。経常利益が歴史的な高水準を記録した期間に属する16年度と比較すると、21年度の経常利益の予測水準は16年度水準を小幅下回り、22年度にはそれをほぼ回復する。

【公的需要の下支え効果は予測最終期まで持続】

もう1つの需項項目である公的需要の下支え効果は22年度にかけて高まっていく（実質前年比伸び率の予測値は、21年度：1.7%、22年度：3.4%）。

公的需要の1種である政府最終消費支出（以下、政府消費）は、22年度入り後、伸びを高める。Go To 事業に関する仮定（「22年度において1年間実施」）が主因である。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。22年度の増勢は21年度よりも強まるだろう。21年度前半における工事進捗の遅れが挽回されていく姿を予測している。

【リスク分析は下振れ優勢】

わが国景気は、21年度にマイルドなりバウンドをみせた後、22年度において順調な回復を続ける。今回の景気見通しでは、車載用半導体をはじめ自動車部品の調達難は10月入り後に和らぎ、挽回生産が可能になると仮定している。これがもし誤りとなると、納車遅れによる民間消費および輸出の減少幅がより大きくなるため、21年度の実質 GDP は下押しされることになる。また、自動車関連産業における減収は設備投資意欲を減退させる可能性もある。

資源・資材高は7-9月期以降徐々に和らぐと仮定している。これがもし誤りとなると、すなわち、資源・資材高が持続的なものとなると、売上原価率の上昇を通じて、経常利益を下押しする。このことは設備投資の意欲を削ぐかもしれない。こうした事態を回避するために、企業が仕入価格上昇分を小売価格に転嫁すると、消費者物価指数の前年比が強含むことになる。このことは、賃金のしっかりした伸びが期待されていない中で、消費者の実質購買力を減少させる。スタグフレーション・リスクだ。

デルタ株流行が続くと新型コロナ医療は機能不全に陥り得る。そうすると、緊急事態宣言の有無にかかわらず、警戒心のさらなる高まりからおのずと外出は減り、民間消費に加えて、(通院の減少から)政府消費も減少する。新型コロナ医療の機能維持には医療行政の進化が不可欠である。医師に対する金銭的な動機付けの増強あるいは医師法第19条にある応招義務の厳格適用によって担い手を拡大することや、感染症の指定引き下げによって患者1人当たりに要する治療態勢を軽減することを通じて、同医療に割り振る医療資源を早急に増やすしかない。これと並行して、新型コロナとの共存戦略に移行する工程表の策定も必要となる。状況が変化しても医療行政において新型コ

ロナ対策の戦略が変更されず、新しい戦術も打ち出されないことは、重大な景気下振れリスクだ。

【有効な景気対策は人の移動の回復】

医療行政のそうした進化のもとで新型コロナ医療が機能し続けるなら、ワクチン接種の成果である感染・発症・重症化リスクの低下を生かして防疫を高めながら、人の移動を回復させることが実効的な景気対策となる。ペントアップ需要の刺激が可能となる。

この点、海外渡航用の公式なワクチンパスポートの国内利用は望ましい。政府の新型コロナウイルス感染症対策分科会にて検討されているようだが、用途を狭く限定しない形で早急に認められるべきである。また、政府による正式決定ならびに実際の発行までの間、次善の策は市中において非公式なワクチンパスポートの利活用を進めることだ。例えば、飲食店やホテルで、身分証明書とあわせて、ワクチン接種後に手元に残る接種記録書や検査陰性結果通知書の提示を求めることは、営業の自由の範疇にある正当な行為だ。公式または非公式なワクチンパスポートの利用が進むことで、人の移動の回復が上振れて21年末が20年末並みになれば(図表1)、21年度の民間消費の実質前年比伸び率は最新予測から0.5%ポイント上昇し、実質 GDP 成長率を0.3%ポイント押し上げる。

脱稿 2021年9月9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)。