

日本経済 当面の見通し

～年度後半から景気は本格回復へ～

◆4-6月期実質GDP成長率は2四半期ぶりのプラス成長

2021年4-6月期の実質GDP(国内総生産)成長率(2次速報値)は前期比年率+1.9%となり、前期の落ち込み分(同▲4.2%)は取り戻せなかったものの、2四半期ぶりのプラス成長となりました。設備投資や政府消費などの上方修正により、1次速報値の同+1.3%から上方修正されました。内訳を見ると、個人消費が2四半期ぶりに増加しました。個人消費は、3度目の緊急事態宣言等の影響を受けて減少するとみられていましたが、1-3月期の減少の反動もあり、+2.0%のプラス寄与となりました。設備投資も、堅調な企業収益を背景に2四半期ぶりに増加し、+1.4%のプラス寄与となりました。また、主要国経済の回復が続く中で、輸出は4四半期連続で増加し、+1.9%のプラス寄与となりました。

【図1】実質GDP成長率と寄与度

(2020年7-9月期～2021年4-6月期、四半期)

(前期比年率 %)

	2020年		2021年		寄与度(%)
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	23.2	11.9	▲ 4.2	1.9	—
個人消費	22.8	9.3	▲ 4.9	3.8	2.0
住宅投資	▲21.0	0.2	3.9	8.5	0.3
設備投資	▲8.0	18.3	▲ 4.9	9.5	1.4
政府消費	11.6	7.9	▲ 6.7	5.4	1.1
公共投資	2.5	3.8	▲ 4.2	▲ 6.5	▲ 0.4
輸出	32.7	55.8	9.8	11.8	1.9
▲輸入	▲29.0	20.8	16.8	21.4	▲ 3.2

※輸入は控除項目のため▲表記。なお、上記は全項目ではないため、寄与度合計値は実質GDPとは一致しない。
(出所)内閣府「四半期GDP速報」を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

この先の日本経済は、7-9月期については、設備投資や輸出は引き続き堅調に推移するものの、4度目の緊急事態宣言の発出を受けて個人消費が停滞し、実質GDP成長率はゼロ近傍になるとの見方もあります。

一方、今年度後半は、新型コロナ・ワクチン接種の進展による感染リスクの低下を背景として、個人消費が明確に持ち直すことなどにより、景気は本格回復に向かうと予想されます。

2022年度も、ワクチンの普及に伴い経済活動の正常化が進み、景気の回復は続くと期待されます。

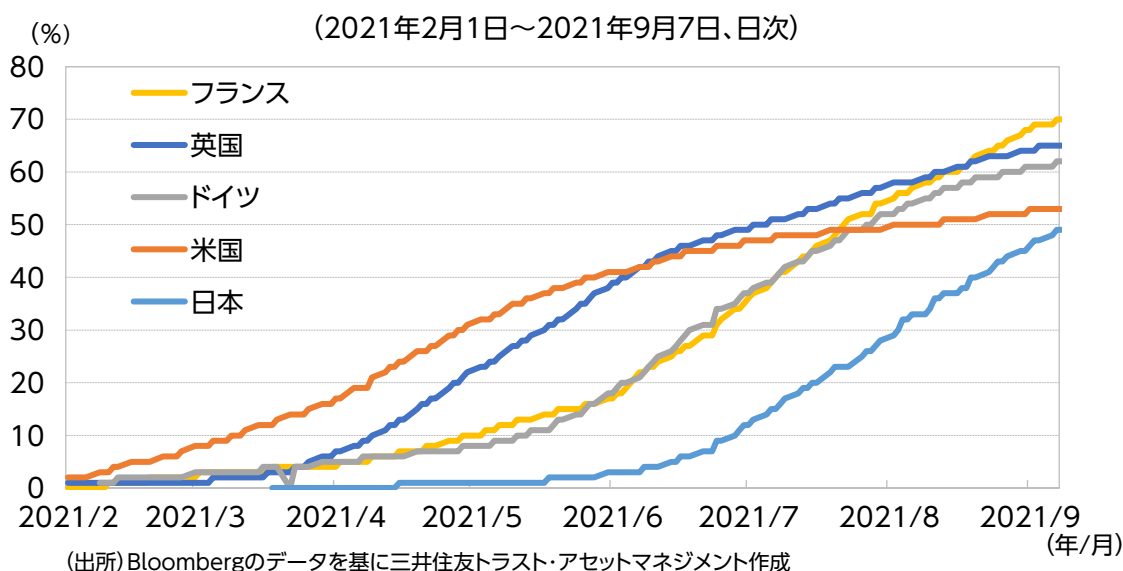
◆見通しの前提 – ワクチン接種状況 –

日本では、新型コロナ・ワクチン接種の体制構築に時間を要したものの、大規模接種センターの設置や職域接種の開始などが後押しし、6月に入ってから接種ペースが欧米並みまで加速、接種率(必要回数のワクチン接種完了者の人口に占める割合)は、8月末時点で約45%となっています。足元のトレンドで延長すると、2021年10-12月期には接種率が60~70%に達するとみられます。

ただし、感染力が強いとされる変異株(デルタ株等)が流行する中で、集団免疫の獲得に必要な接種率の目安は80%以上との見方も出てきています。そのため、国内で希望者全員のワクチン接種が完了した後も、新型コロナの感染拡大が繰り返される可能性があります。

もっとも、感染拡大と縮小が繰り返されたとしても、ワクチンの効果で重症者数や死亡者数は抑制されていくとみられます。そのため、10-12月期以降は、欧米と同じく、人出は徐々に回復基調を強めると予想されます。

【図2】主要国のワクチン接種率



– 海外経済の状況 –

輸出の前提となる主要国経済の状況を見ると、4-6月期の景気は概して回復・拡大基調となりました。米国は、個人消費の回復が牽引し、コロナ禍前(2019年10-12月期)の水準を回復しました。ユーロ圏と英国は、1-3月期はマイナス成長でしたが、ワクチン接種の進展と行動制限の緩和を背景に反発しました。中国は、個人消費や投資などが堅調だった他、輸出も底堅く推移しました。

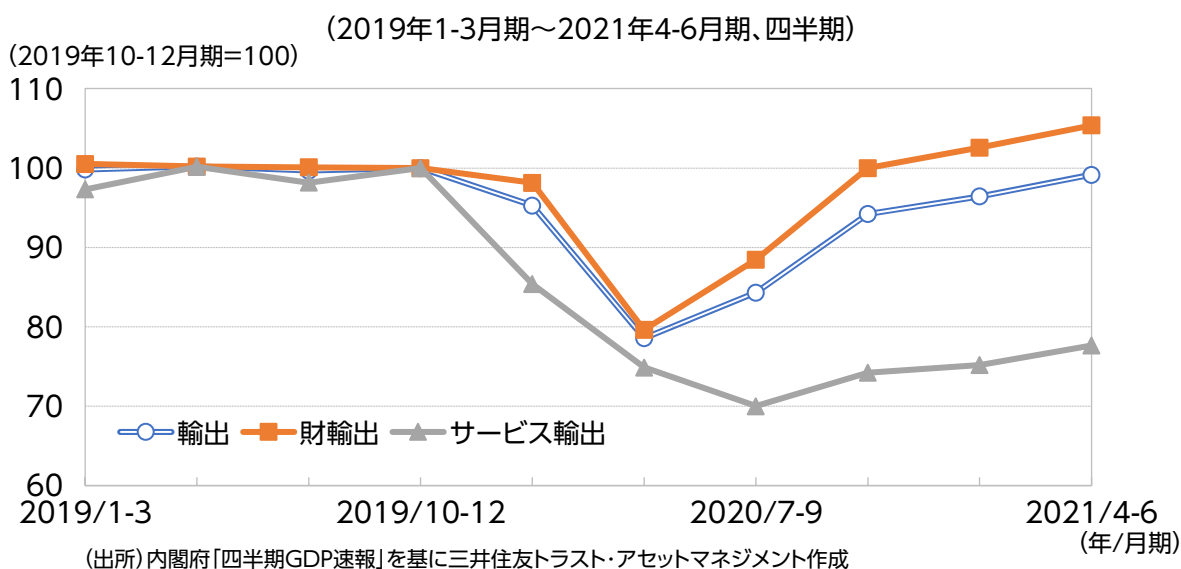
この先、欧米は、新型コロナ変異株の感染拡大が重石となりますが、経済活動の再開と人出の回復に伴うサービス消費の回復が期待され、景気の改善基調は維持されると予想されます。中国も、足元の主要経済指標を見ると景気減速が懸念されるものの、預金準備率の引き下げやインフラ投資などの政策対応の余地は大きいとみられ、底堅い成長を続けると考えられます。

◆GDP主要項目 <輸出>

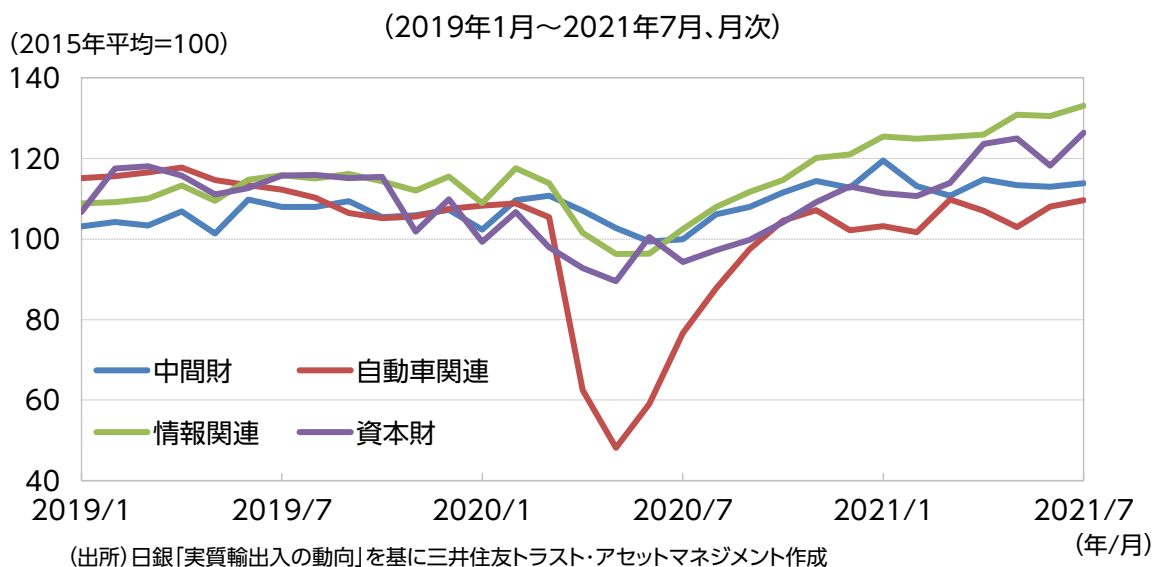
輸出は、4-6月期に前期比年率+11.8%となりました。財別の輸出の動きを見ると、半導体不足の影響を受けた自動車関連は伸び悩んでいます。一方、世界的な設備投資の回復やデジタル関連需要の増加を背景に資本財や情報関連財は好調に推移しています。財輸出は、既にコロナ禍前の水準に回復していることもあり増勢ペースは鈍化しつつありますが、この先も海外経済の回復を背景に堅調に推移するとみられます。

サービス輸出については、インバウンド消費を中心に4-6月期も低調な推移となりました。ワクチン接種で先行する欧米でも、変異株の感染が拡大しており、入国制限の緩和には向い難いと考えられます。サービス輸出の回復は、財輸出に対し大幅に遅れており、感染拡大前の水準を回復する時期は、2023年度以降になるとみられます。

【図3】日本の実質輸出の推移



【図4】財別実質輸出



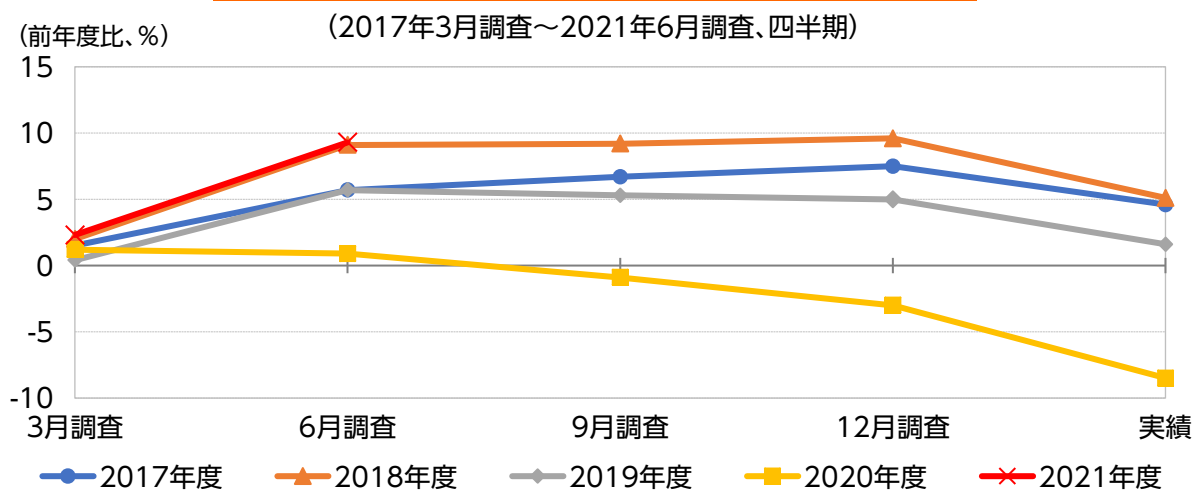
<設備投資>

設備投資は、2021年4-6月期に前期比年率+9.5%となりました。緊急事態宣言下でも生産活動が堅調であった製造業の機械投資が牽引した他、デジタル関連投資や研究開発投資も増加したとみられます。この先も、堅調な企業収益や輸出を背景に、機械投資やデジタル関連投資を中心とした設備投資は増加基調で推移すると期待されます。

日銀短観6月調査の設備投資計画(全規模全産業)では、2021年度の設備投資計画は、3月調査の前年度比+2.3%から上方修正されて同+9.3%となり、2020年度に減少した反動という面はあるものの、例年と比べて高めの計画となっています。

企業の設備投資スタンスを確認すると、コロナ禍を受けて、政府も力を入れ始めた情報化への対応の重要度が大幅に上昇している他、政府のカーボンニュートラル宣言などを背景に環境対策も重要度が高まっています。情報化投資の増加は短期的に設備投資を押し上げるだけでなく、生産性の向上により潜在成長率を底上げし、中長期的な経済成長にも寄与すると期待されます。

【図5】設備投資計画(全規模全産業)※



※含むソフトウェア・研究開発、除く土地投資額。
(出所)日銀「短観」を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

【図6】設備投資のスタンス(大企業)※

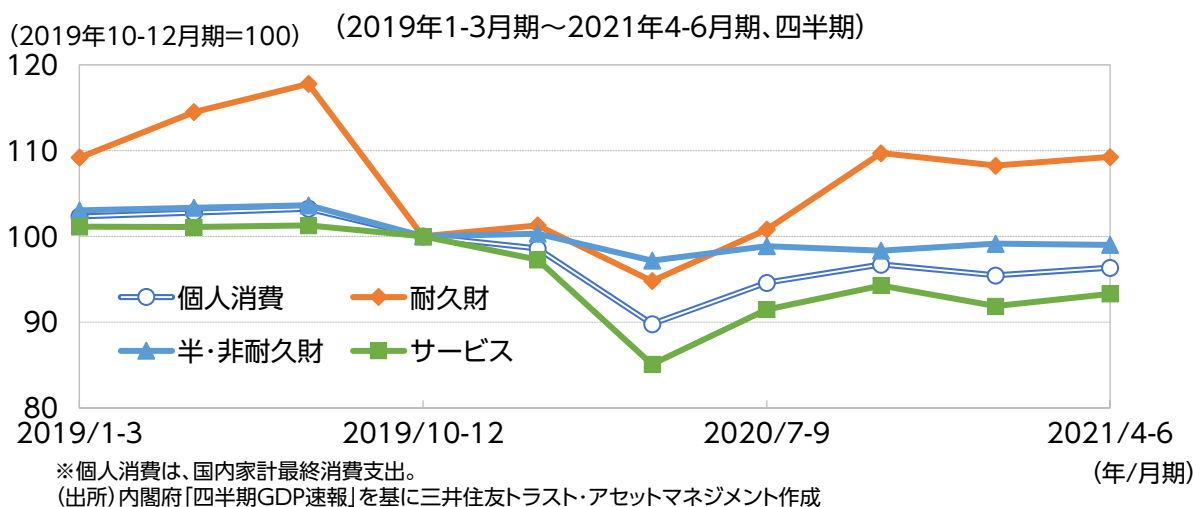
2019年4-6月期		2021年4-6月期	
維持更新	60.8	維持更新	62.8
生産(販売)能力の拡大	48.1	省力化合理化	43.7
省力化合理化	45.0	情報化への対応	43.2
製(商)品・サービスの質的向上	43.1	生産(販売)能力の拡大	39.8
情報化への対応	34.9	製(商)品・サービスの質的向上	37.0
研究開発	15.5	研究開発	14.3
新事業への進出	12.2	新事業への進出	11.5
環境対策	5.5	環境対策	9.4
海外投資	5.5	海外投資	3.6
その他	3.1	その他	3.0

※重要度の高い3項目として挙げた割合。
(出所)財務省「法人企業景気予測調査」を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

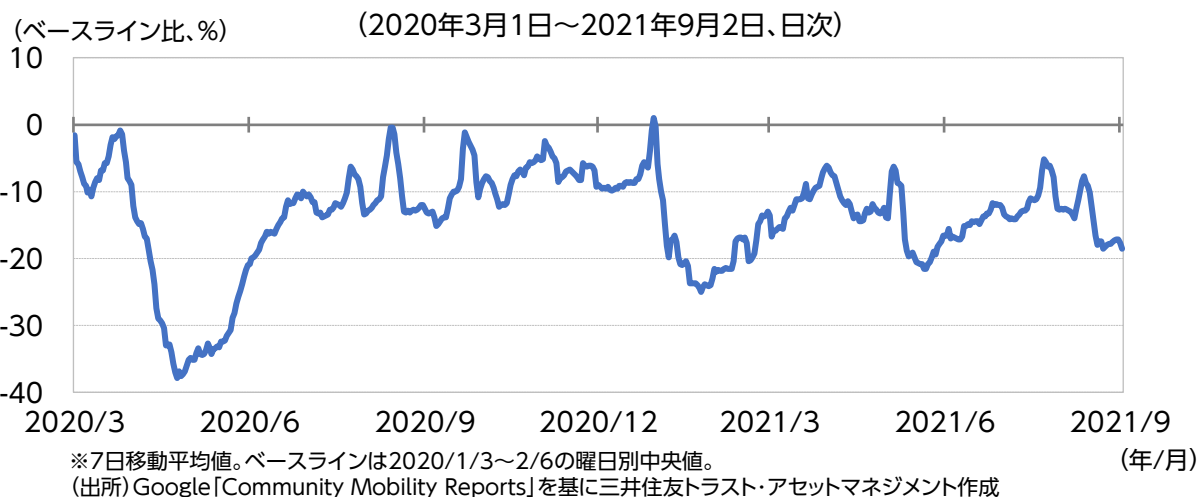
<個人消費>

個人消費は、4-6月期に前期比年率+3.8%となりました。4-6月期は、3度目の緊急事態宣言下にありましたが、人出の抑制があまり進まなかったことが個人消費の増加に繋がった要因として考えられます。7-9月期の個人消費は、大幅な減少は避けられる可能性はありますが、4度目の緊急事態宣言の影響を受け、増勢が加速する見込みは薄いと予想されます。一方、10-12月期以降は、ワクチン接種の進展による感染リスクの低下を受けて、これまで抑制されてきたサービス消費が回復すると考えられます。サービス消費については、過去に失われた需要分が後に顕在化する「挽回消費」が、財消費と比べて発現しにくいと言われていますが、コロナ禍前の水準に戻るだけでも景気は押し上げられます。加えて、感染リスクが明確に低下した後に、改めて政府の需要喚起策によって、宿泊・飲食などサービス消費が一層押し上げられると考えられます。

【図7】形態別の個人消費※



【図8】小売店と娯楽施設の人出(全国平均)※



<公的需要>

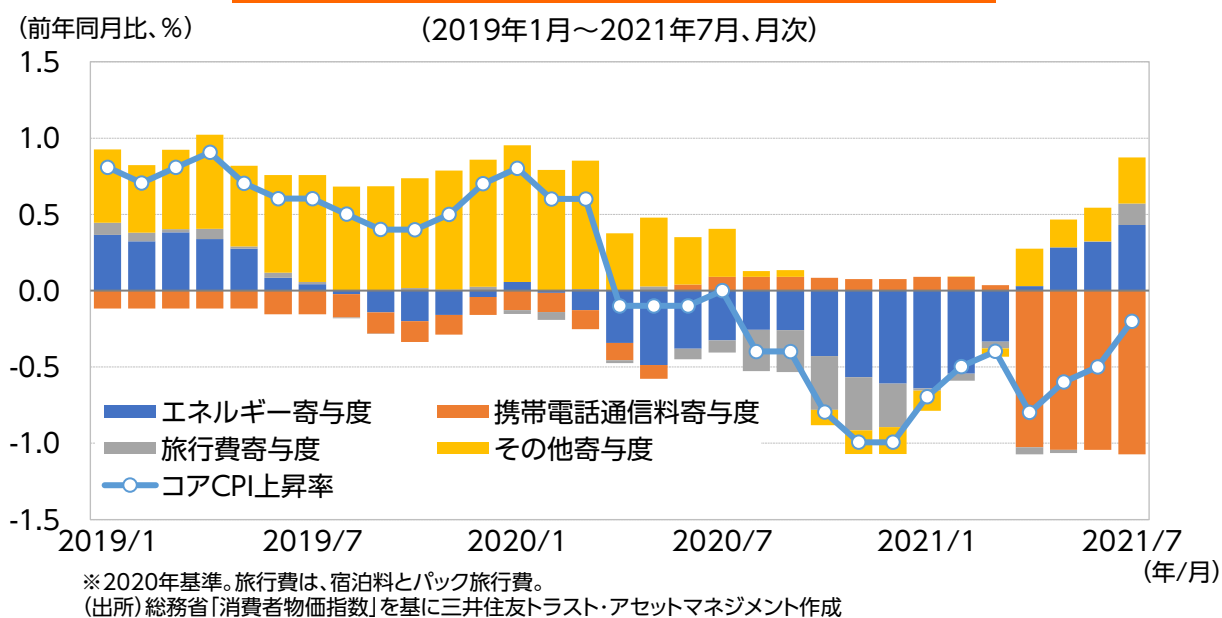
公的需要は、4-6月期に政府消費の増加を主因に2四半期ぶりにプラスとなりました。この先の政府消費は、ワクチン接種費用の計上に加え、医療受診の回復により堅調に推移すると考えられます。また今後、新型コロナの感染リスク低下が明確になった場合には、需要喚起策の再開によりさらに押し上げられる可能性もあります。公共投資については、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事などの進捗を反映して、底堅く推移すると見込まれます。

◆消費者物価

コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数総合)については、携帯電話通信料の引き下げにより今年度中の上昇率は1%程度押し下げられます。一方、昨年来の原油価格の大幅な上昇を受けて4月にエネルギー価格がプラスに転じましたが、今後もエネルギーによる押し上げが見込まれます。また、7月からは前年の「Go To トラベル」による旅行費の大幅下落の反動が出てきています。さらに、年度後半からは消費需要の持ち直しによる物価押し上げ圧力の高まりも期待され、コアCPI上昇率は年末にかけて伸びを高めると考えられます。

ただし、コロナ禍に伴う供給制約が解消に向かうことで、景気回復にもかかわらず物価上昇圧力が高まりにくい状況になる可能性もあります。さらに、日本ではデフレ/低インフレが長く続いたことなどを背景に(予想インフレ率が上がりにくいこともあり)、賃金の相応の増加を伴う持続的な物価上昇に至るのは難しく、日銀の目標であるコアCPI上昇率2%の達成は遠い状況が続くと予想されます。

【図9】コアCPI上昇率*



◆今後のポイント

足元、新型コロナによる重症者数は減少しておらず、医療体制のひっ迫から、政府としては緊急事態宣言の解除に動きにくい状況です。また、景気の下振れリスクとして、今後、現行のワクチンの有効性が低いといった変異株の流行があれば、行動制限のさらなる強化に繋がり、個人消費の本格回復が後ろ倒しとなる懸念が高まります。

一方、ワクチン接種の進展により、新規感染者数は減少に転じており、ワクチンが行き渡った後の社会経済活動の再開に向けた議論も始められています。また、景気の上振れ要因として、現在開発が進められている治療薬(感染者が自宅で簡単に服用できる経口薬)が実用化されれば、医療体制のひっ迫が緩和されると期待され、経済活動の正常化を後押しすると考えられます。

【ご留意事項】

- 当資料は三井住友トラスト・アセットマネジメントが投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- ご購入のお申込みの際は最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替変動リスクを伴います。)に投資しますので基準価額は変動します。したがって、投資元本や利回りが保証されるものではありません。ファンドの運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。
- 投資信託は預貯金や保険契約とは異なり預金保険機構および保険契約者保護機構等の保護の対象ではありません。また、証券会社以外でご購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると判断した各種情報等に基づき作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、今後予告なく変更される場合があります。
- 当資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。