

The Japanese economic outlook

日本経済の見通し

力強い消費の伸びにより、 21年秋・冬の景気は大幅に改善しよう



野村證券(株) 金融経済研究所 経済調査部
エコノミスト

高島 雄貴

PROFILE

高島 雄貴(たかしま ゆうき)

2018年3月 慶應義塾大学経済学部 卒業

2018年4月 野村證券(株)金融経済研究所 経済調査部

・入社以来、一貫して日本経済の分析、予測作成業務に従事。

・特に物価動向、輸出動向、雇用・消費動向などを担当。

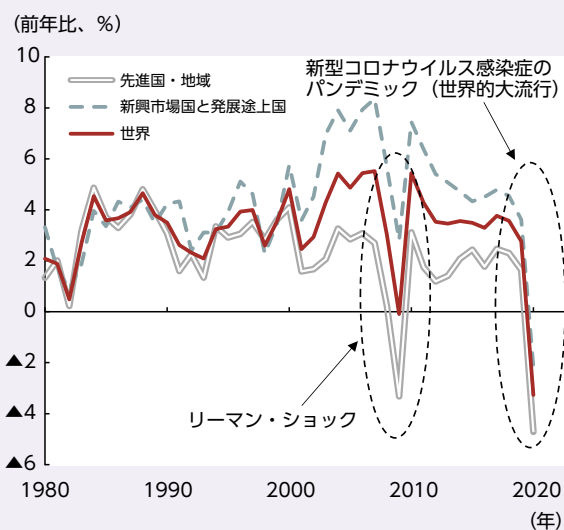
〈ポイント〉

- 日本のワクチン接種は米国、欧州などの外国に比べて開始が遅れたものの、急速に遅れを取り戻している。一時的に125万回/日のペースにまで加速すると仮定した場合、日本は10月18日の週に集団免疫獲得となると想定される。
- 2021年度後半はワクチン接種率向上と、それに伴う人出の回復を背景とした力強い消費の伸びに支えられ、大幅に景気が改善すると見込まれる。
- 菅内閣初の骨太の方針、成長戦略が閣議決定された。グリーン、デジタル、活力ある地方創り、少子化対策の4つに力点が置かれる。これらの政策の執行ペースに影響を与え得るであろう、秋に控える自民党総裁選、衆議院選の行方に注目。

2020年の世界経済成長率は 記録的な落ち込み

昨年3月11日にWHO（世界保健機関）のテドロス事務局長が新型コロナウイルス感染症の流行はパンデミック（世界的大流行）と言えると宣言してから、およそ1年半の月日が経過した。この間、同感染症の流行に伴い、世界の様々な国・地域が経済活動の自粛を余儀なくされた。IMF（国際通貨基金）によれば、2020年の世界GDP（国内総生産）成長率は前年比▲3.3%と、リーマン・ショック直後で

■ 図表1 世界 GDP 成長率



注：2021年4月公表のIMF世界経済見通し

(World Economic Outlook)による。PPP(購買力平価)ベース。

出所：IMF(国際通貨基金)資料より野村證券経済調査部作成

力強い消費の伸びにより、 21年秋・冬の景気は大幅に改善しよう

ある2009年（前年比▲0.1%）以来の、しかもそれを大幅に超える下落率となった（図表1）。先進国だけでなく、リーマン・ショック時にはプラスを維持した新興国のGDP成長率も前年比マイナスとなったことで、全体の下落率が拡大した。

WHOによれば、世界の新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は21年4月下旬に記録した1日におよそ90万人をピークとして、それ以降は概ね減少傾向にあったものの、6月に入り下げ止まっている。未だ1日におよそ40万人が感染している厳しい状況である。

日本の感染は 予断を許さない状況

日本の新型コロナウイルス感染症の新規感染者数（厚生労働省による公表値）は本稿執筆時点（2021年7月14日）の直近1週間平均で2,146人となっている。第4波が5月中旬にピークを打ってから1か月半が経過したが、足元の感染状況は世界と同様に、下げ止まりの様相となっている（図表2）。このまま、第5波に突入したとも捉えられ、予断を許さない状況と言えよう。

10都道府県に出されていた緊急事態宣言は、6月

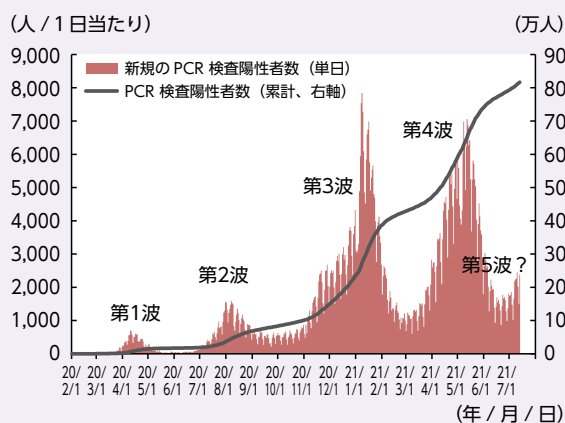
20日に沖縄県を除き解除された。ただし、その10都道府県のうち、岡山県と広島県、上述した沖縄県以外の7都道府県は7月11日まで「まん延防止等重点措置」の対象地域へと移行した。さらに8月22日まで、東京都に対しては緊急事態宣言の再発出、埼玉県、千葉県、神奈川県、大阪府に対しては「まん延防止等重点措置」の延長、沖縄県に対しては緊急事態宣言の延長が決定された。

日本のワクチン接種は 急速に遅れを取り戻している

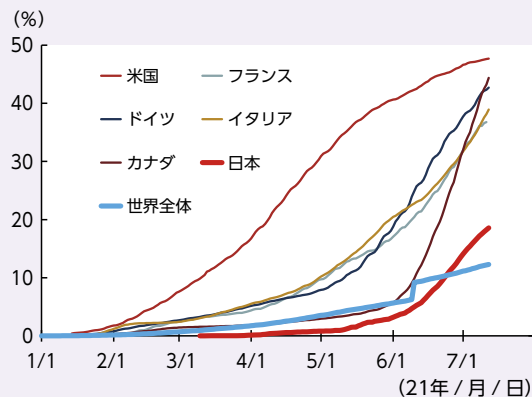
ただし、ワクチンの接種が急速に進捗している点は重要であろう。日本のワクチン接種については、開始時期は米国や欧州の国々に比べて遅れたものの、接種ペースは5月以降加速しており、急速に遅れを取り戻している。本稿執筆時点（7月14日）において、2回のワクチン接種を完了した人が人口に占める割合は日本ではおよそ2割であり、世界全体を上回る水準となっている（図表3）。

ワクチンの接種ペースは現状100万回/日程度のペースとなっているが、6月21日に開始された職域接種が軌道に乗り、ワクチンが順調に供給されれば、125万回/日のペースを実現できよう。そのペー

■ 図表2 日本における新型コロナウイルス感染症の新規感染者数（PCR検査陽性者数）の推移



■ 図表3 2回のワクチン接種を完了させた人の総人口に占める割合



スが9月末まで維持され、10月はやや減速するとの仮定を置くと、日本が集団免疫を獲得するのは10月18日の週になると想定される（ここでは人口の70%が2回の接種を完了させることを集団免疫獲得と定義している）。野村証券では、これに伴い、秋口から消費活動が活発化すると見込んでいる。

21年度後半は 力強い消費の伸びを予想

野村証券では、実質GDP成長率は21年4～6月期に前期比年率+1.5%とやや小幅な伸びとなった後、21年後半は7～9月期には同+5.7%、10～12月期には同+9.9%まで加速すると見込む（図表4）。

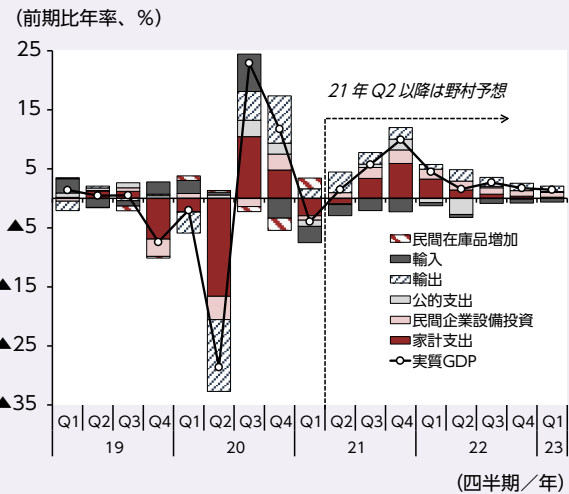
2021年度は、ワクチン接種の進捗で経済活動規制が緩和され、2020年度に大幅に落ち込んだ反動が生じるため、高めの成長率が見込まれる。以下、需要項目のうち、GDPに占める割合の大きい消費、輸出、設備投資について、見通しのポイントを確認しよう。

まず、前述した通り10月18日の週に集団免疫獲得となると想定していることから、秋口以降には人出の大幅な回復が予想され、秋・冬の消費は力強い伸びを実現しよう。政府による需要喚起策であるGo To トラベルキャンペーンは、昨年後半に消費の底上げに貢献したが、野村証券ではそれが21年10月～22年3月に再実施されると想定しており、これも消費増に寄与すると期待される。

輸出については、半導体不足による自動車減産の影響が21年7～9月期まで続く見込まれる。とはいえ、米国や中国など日本からの輸出に占める割合が大きい貿易相手国の経済は、ワクチン接種率の向上などによって今後も景気回復が続くと見込まれることから、当面の実質輸出は前期比増加が続くと予想される。

設備投資についても、外需に連動して前期比増加が続くと予想している。内閣府が公表した20年度の「企業行動に関するアンケート調査」では、企業が抱く日本の実質成長率に対する今後5年間の期待値は、コロナ禍による景気の大規模悪化を経験したにも関わらず、横ばい圏での推移となった。リーマン・ショック後には同期期待成長率が大きく低下し、設備投資の低迷も長引いたが、今回は設備投資の回復は順調に進むと考えられる。

■ 図表4 日本の実質 GDP 成長率の見通し



日本では低インフレ継続、 ドル円相場は円安拡大見込み

ワクチン接種が早く進んだことなどで景気が急激に持ち直した米国ではインフレ率（物価上昇率）の加速が見られている。5月のコアPCE（個人消費支出）インフレ率は前年同月比+3.4%と、米国の中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）が掲げる平均2%のインフレ目標を大きく上回っている。このインフレが持続的なものであるかが議論となっているが、前年に低下した反動を含んでいること（ベース効果）や、需要の急増やそれに伴う供給制約は長期化しないと見込まれることから、野村証券では同インフレは一時的であると想定している。

それでも、米国のインフレ率はもともと日本より高く、2023年には安定的に2%を超えると予想される。今後、金融政策は正常化の方向に向かおう。金融緩和の縮小を意味するテーパリング（資産買入れ額の減額）の開始時期については、FRBは今後数か月間、労働市場や物価動向を確認した上で判断すると見られ、米国野村証券では21年12月に発表、22年1月から実施されると予想している。また、6月15～16日に開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）会合では、同会合参加者の金利予想中央値は2023年中に2度の利上げを示している。

一方、日本のコアCPI（消費者物価指数、生鮮食品を除く総合）インフレ率は直近の5月で前年同月比+0.1%と未だゼロ%近傍となっている。野村証券で

力強い消費の伸びにより、 21年秋・冬の景気は大幅に改善しよう

はエネルギー価格による押し上げ寄与などにより、コアCPIインフレ率は21年10～12月期に同+1.0%程度までは上昇すると見込んでいるものの、これは日本銀行が物価安定目標として掲げる2%には届いていない。日本では当面、金融政策正常化を議論する段階にはなり得ないと見込まれる。

野村証券では、金融政策正常化が見込まれる時期の違いから生じる日米の金利差によって、ドル円相場は2021年末に1ドル112円、2022年末には115円と円安方向で推移すると想定している。

菅内閣初の骨太の方針、 成長戦略が閣議決定

財政政策についての政府の方針も確認しておきたい。6月18日に政府は、2021年度の「経済財政運営と改革

の基本方針」(骨太の方針) および「成長戦略実行計画」(成長戦略)を閣議決定した。昨年9月に発足した菅内閣としては、初めて策定した骨太の方針である。

第1章は新型コロナウイルス感染症対応についてである。長期的な観点から注目したいのは、副題にもある第2章の4つのテーマ(グリーン、デジタル、活力ある地方創り、少子化対策)である(図表5)。菅内閣では、こども庁、デジタル庁を創設するなど、既に精力的に取り組んでいる分野でもあり、違和感はない。引き続き、これらに関連する産業では、政策による後押しが期待されよう。

財政運営については、2018年に骨太の方針において定めた、2025年度の国・地方を合わせたプライマリーバランス(PB)黒字化を目指す財政健全化目標は堅持された。ただし、新型コロナウイルス感染症によって経済・財政状況が不安定であることを踏まえ、2021年度内に同感染症の経済・財政への影響を検証し、その結果を踏まえ、目標年度を再確認するとされており、検証後にも目標年度を維持できるかに注目したい。

■ 図表5 「経済財政運営と改革の基本方針 2021 日本の未来を拓く4つの原動力～グリーン、デジタル、活力ある地方創り、少子化対策～」(骨太方針2021)の主な内容

1. グリーン社会の実現

- (1) グリーン成長戦略による民間投資・イノベーションの喚起
- (2) 脱炭素化に向けたエネルギー・資源政策
- (3) 成長に資するカーボンプライシングの活用

2. 官民挙げたデジタル化の加速

- (1) デジタル・ガバメントの確立
- (2) 民間部門におけるDXの加速
- (3) デジタル人材の育成、デジタルデバイドの解消、サイバーセキュリティ対策

3. 日本全体を元気にする活力ある地方創り～新たな地方創生の展開と分散型国づくり～

- (1) 地方への新たな人の流れの促進
- (2) 活力ある中堅・中小企業・小規模事業者の創出
- (3) 賃上げを通じた経済の底上げ
- (4) 観光・インバウンドの再生
- (5) 輸出を始めとした農林水産業の成長産業化
- (6) スポーツ・文化芸術の振興
- (7) スマートシティを軸にした多核連携の加速
- (8) 分散型国づくりと個性を活かした地域づくり

4. 少子化の克服、子供を産み育てやすい社会の実現

- (1) 結婚・出産の希望を叶え子育てしやすい社会の実現
- (2) 未来を担う子供の安心の確保のための環境づくり・児童虐待対策

出所：内閣府資料より野村証券経済調査部作成

自民党総裁選、 衆議院選に注目

今秋、2つの大きな選挙が控えている。1つは衆議院選である。衆議院議員の4年の任期は10月21日に満了となる。東京オリンピック(7月23日～8月8日)、東京パラリンピック(8月24日～9月5日)の閉会後に解散総選挙を行う、もしくは任期満了に伴う総選挙を行うのが現実的であると見込まれる。いずれにしても、衆議院選は9月下旬～10月中旬に行われる可能性が高いだろう。

もう1つは自民党総裁選である。菅首相は安倍前首相の任期の残り期間を引き継ぐ形での就任であったため、自民党総裁としては9月末に任期満了となる。やや複雑な手順となるが、総裁選の日程は8月末までに決める必要があるものの、東京パラリンピック後に衆議院が解散された場合には総裁選は凍結され、衆議院選後に行われると見られる。

これら2つの選挙の結果は当然、以降の政策方針に影響を与え得る。菅内閣が骨太方針2021で掲げた政策を実行に移していけるかどうかの観点から、これら2つの選挙を通じて菅首相が求心力をどの程度保てるかが注目されよう。(2021年7月14日)