

感染症収束に向かう日本経済の展望と課題

野村證券（株）
経済調査部長 兼 チーフエコノミスト
み わ たかし
美 和 卓

要 旨

- ・半導体不足を中心とする供給制約の影響長期化、新型コロナウイルス感染の度重なる拡大の影響から、日本の経済活動本格再開は後ずれしている。
- ・22年4-6月期以降は、供給制約の影響緩和と、感染症収束を前提とした種々の施策の後押しにより、日本の経済成長は加速に向かうことが期待される。
- ・感染症収束過程での世界経済では、インフレ加速長期化とそれを受けた金融政策の引き締め前倒しが目立つ。日本では、インフレ率が2%の物価安定目標には届かず、日本銀行による大規模金融緩和策が維持される公算が大きい。インフレ動向や金融政策の内外における乖離が一層目立つことになる。
- ・岸田政権が標榜する「新しい資本主義」の下では、中長期的に日本経済全体の生産性や成長力を加速させるような施策が乏しい。22年7月の参議院議員選挙を経て、政権基盤がより安定した際に、従来と比べて大胆な構造改革推進に向けた取り組みが打ち出されるかに注目したい。

後ずれする日本の経済活動本格再開

22年2月15日に内閣府が公表した21年10-12月期GDP（国内総生産）一次速報値では、日本の実質GDP成長率が前期比年率+5.4%と、2四半期ぶりにプラス成長に転じた。

21年夏場の新型コロナウイルス（以下、コロナ）感染症第5波が収束し、人出や消費活動が活発化したことで、実質民間消費が前期比+2.7%とGDP全体を押し上げた。特に、人出の増減に影響を受けやすいサービス消費（実質）は前期比+3.5%と大きく持ち直した。

半導体不足など供給制約の影響が、緩和に向かったことも窺われる。GDPベース実質輸出が前期比+1.0%とプラスに転じたことは、供給制約の緩和により自動車生産・輸出が回復したことを反

映した動きと評価できる。同実質輸入は財とサービスを合計した全体では同-0.3%であったが、財輸入だけでみると同+0.3%（実質）と持ち直しており、海外からの部品等の輸入が回復したことが窺われる。

しかし、21年を全体としてみると、停滞感の強い経済動向であったことも確認できる。21暦年の実質GDPは前年比+1.7%とプラス成長であったが、20暦年が同-4.5%と大幅なマイナス成長であったことを踏まえると、反発はむしろ弱かったとみるべきであろう。

22年に入って、国内ではオミクロン変異株主体と想定されるコロナ感染第6波の急激な拡大に見舞われた。解消の動きがみられた供給制約についても、一部自動車メーカーが22年1-3月期に関して追加減産を実施するなど、その影響が未だ

残存していることが窺われる。22年1-3月期は、再び、感染拡大と供給制約の影響による経済成長鈍化を予想せざるを得ない状態となっている。野村では、同期の実質 GDP 成長率が前期比年率 +0.2% とほぼ横ばいに近い姿になると予想する。

22年4-6月以降は国内経済活動再開加速へ

22年4-6月期以降は、漸くコロナ感染拡大と供給制約という2つの阻害要因が解消に向かい、国内経済活動の再開は加速していくと予想する。

結論を先取りすれば、野村では、21年度から23年度にかけての日本の実質 GDP 成長率を、それぞれ前年比 +2.5%、+4.4%、+1.6% と予想している（22年2月15日時点の改定値、暦年ではなく会計年度の予測値）（図表1）。

22年度いっぱいまでは、感染症流行下で抑圧されていた繰越需要の発現による高成長が持続するとみているが、23年度に向けては次第に本来の日本経済の基調的な成長スピードに収斂していく姿を想定している。

21年9月の自民党総裁選挙を経て誕生した岸田政権は、「新しい資本主義」の掛け声の下、どちらかといえば所得再分配強化に力を入れる構

えである。政策の方向性からは、日本経済の基調的な成長力を大きく高める施策や取り組みが当面は期待しにくいだろう。

供給制約は徐々に解消へ

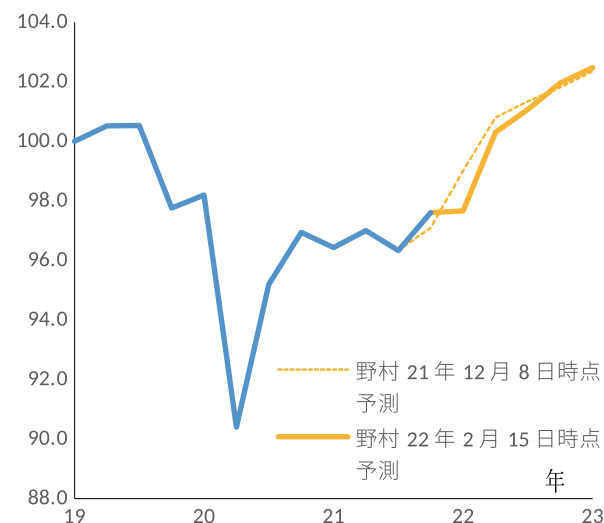
中国が感染症流行をいち早く脱したこと、米欧諸国がワクチン接種の開始において先行したことなどに支えられ、21年1-3月期までは、日本の輸出は20年春先の大幅な落ち込みからV字型の回復を続けてきた。国内需要が度重なる感染再燃により停滞を繰り返す下にあって、日本経済が持ち直していく原動力となったのが輸出であった。

しかし、前述の供給制約の影響から、実質輸出は21年4-6月期、7-9月期においては停滞感を強めた。日本の輸出品目の中で代表的な最終需要財である自動車が半導体不足等の影響により生産調整を余儀なくされたことで、輸出台数が落ち込んだ。また、本来、供給制約解消に向け需要が高まっていくはずの設備投資関連財の一部についても、部品調達に支障が生じた機械類の生産が滞った影響により、輸出が停滞した。

先述の通り、供給制約の影響は自動車産業を中心になお残存している。一方で、半導体を中心と

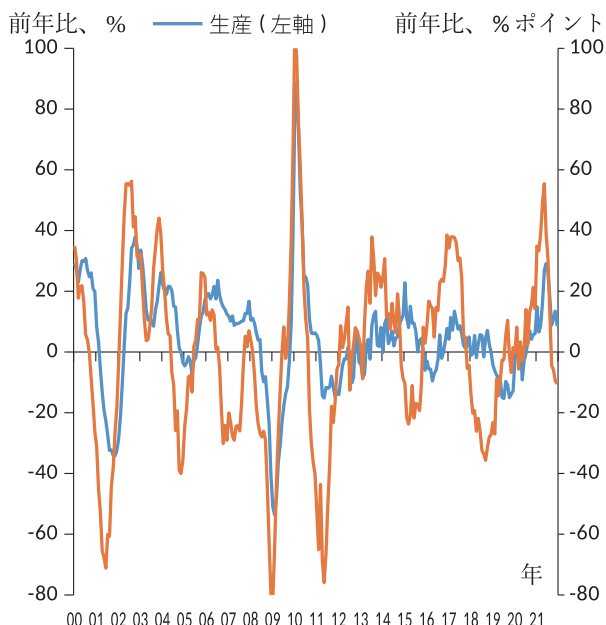
図表1 実質 GDP（国内総生産）の野村予測

2019年1-3月期=100



出所：内閣府資料より野村作成

図表2 電子部品デバイス工業の生産と在庫循環



出所：経済産業省資料より野村作成

する電子部品全体では、供給制約で過少となっていた在庫水準の正常化が進んでいる模様であり（図表 2）、22 年後半に向けては供給制約の影響が軽減されていくことが期待できる。供給制約の影響が徐々に緩和に向かう下で、日本の輸出も回復ペースを加速させていくと見込まれる。もとより、供給制約によって未充足需要を蓄積させていたことを背景として、日本の輸出品の最終需要地である欧米など主要先進国・地域においては、経済の基調的な成長率以上に輸入需要が強めに推移する公算が大きい。こうした未充足需要に対応した「挽回輸出」は、目先の日本の輸出にとって加速要因となり得る。

基調的な設備投資意欲は底堅い

供給制約は、設備投資にも影響を与えた。21 年夏場にかけては、部品不足等の影響から設備機械の生産や納入が遅滞した上、国内での感染第 5 波を目の当たりにし一部では投資の実行を見合わせる動きも重なったとみられる。

しかし、感染症禍にもかかわらず、大企業を中心に比較的好調な企業業績が維持されていることに加え、感染症禍が改めてデジタル化の加速が急務であることを国内企業に認識させていることもあり、基調的な設備投資意欲は強いと考えられる。

供給制約に直面したこと自体も、企業に設備投資を拡大する誘因を与えている可能性がある。日銀短観の設備投資計画において、21 年度の設備投資計画が強い業種の顔ぶれをみると、自動車、電気機械が上位に顔を出しているのはその象徴であるとも言える。運輸・郵便業が強気の計画を示しているのも、同業種が抱える構造的な人手不足が、コロ

ナ禍でのオンライン消費の一層の浸透・拡大などによりさらに深刻化したことを反映している点で、広い意味において供給制約が設備投資を刺激している一例と考えられる。

伝統的に、日本の民間企業設備投資は、実質輸出との連動性が高い。今後、供給制約の解消と連動して輸出が再加速に向かうにつれ、国内企業の設備投資も再加速していく可能性が高いと考えられる。

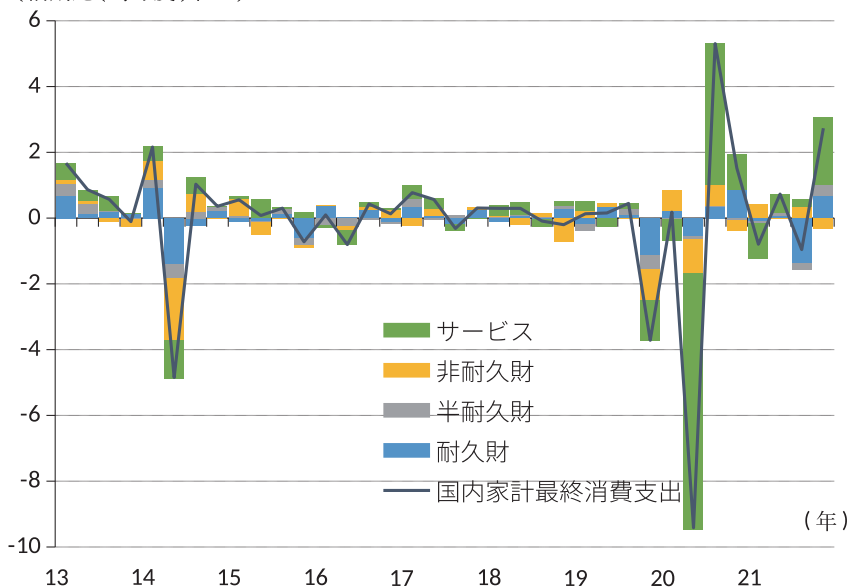
加えて、政府によるデジタル化推進の取り組み、脱炭素化に向けた環境関連対策、気候変動対策への取り組みなど、政策的にも設備投資を上積みする機会と動機は比較的潤沢であると考えられる。一般的な景気循環における回復期と比べても、設備投資の増加が経済成長を押し上げる力は大きなものとなる可能性があるだろう。

家計消費需要回復のカギは貯蓄率の動向

国内家計消費動向は、コロナ感染の増減と連動したサービス需要の変動に大きく左右されてきた。一方で、巣籠もり消費、在宅特需などともいわれる、耐久消費財への需要が感染状況に連動するサービス消費の落ち込みをある程度打ち消

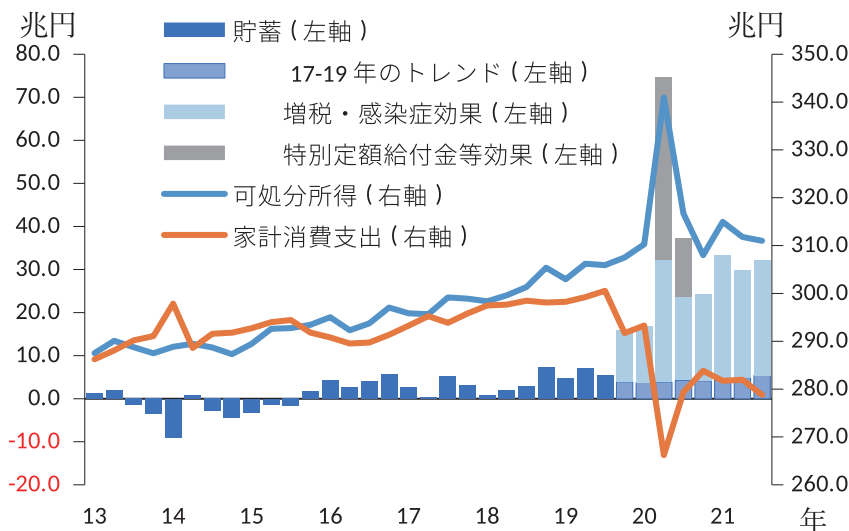
図表 3 形態別実質消費動向

(前期比(寄与度)、%)



出所：内閣府資料より野村作成

図表 4 可処分所得・家計消費・貯蓄（名目ベース）



注：「増税・感染症効果」は、貯蓄全体から17-19年のトレンドと特別定額給付金等の効果を差し引いた残差。

出所：内閣府資料より野村作成

してきた（図表 3）。感染状況が落ち着き、経済活動の再開が本格化する局面での消費の特徴は、サービス消費が力強く回復する一方、耐久財消費については感染症禍による特需の剥落で増勢が鈍化していく、という組み合わせになる可能性がある。

もっとも、今後耐久財消費が著しく落ち込むとまで見る必要はないだろう。感染症収束に伴う消費者心理や所得環境の改善は耐久消費財を含めた消費全般の押し上げ要因となるはずだ。また、自動車など一部耐久財については、供給制約の影響によって購買タイミングの先送りが生じていた。供給制約が緩和されていけば、先送りされていた需要の顕在化が生じることになり、感染症に伴う特需の反動減をある程度打ち消す効果を持つはずだ。

今後の消費動向にとって下振れリスクとして意識しておく必要があるのは、世界的なインフレ加速を反映した、国内での物価上昇懸念であろう。国内でのインフレ加速が限定的であったとしても、エネルギーや食品など生活必需品関連での価格上昇が生じることは避けられず、国内消費者の実質購買力を下押しするリスクがある。

感染症禍において、家計の貯蓄（「強制貯蓄」「超過貯蓄」などと言われる）は著しく増加し、か

つ、現時点ではそれらが取り崩されずに残存している（図表 4）。こうした「強制貯蓄」の存在が、物価上昇（懸念）に伴う消費下押し効果のある程度相殺することが期待できると考えられる。

岸田政権が打ち出した各種の給付措置、Go To キャンペーンの再開（野村では5月の連休明けの再開、11月末までの実施を想定している）も、多少なりとも消費の回復を後押しするものになろう。子育て世帯に対する現金給付、子

育て世帯向けのクーポン券配布、住民税非課税世帯への現金給付、マイナポイント事業と、予算上の歳出総額では5兆円程度の家計給付が想定されている。このうち実際に消費に回るのは、最大でも4割程度と見込まれるが、22年度前半を中心に一定程度消費の加速を後押しするものとはなるだろう。

国内インフレ率の低迷は継続

現下グローバルに高まっている、供給制約や原料燃料市況高騰（図表 5）に起因するインフレ圧力の波及を受け、国内のインフレ率も上昇に向かうと予想する。コア（生鮮食品を除く全国総合）消費者物価の前年比上昇率予測値は、21～23年度につきそれぞれ+0.1%、+1.6%、+0.8%である（図表 6）。

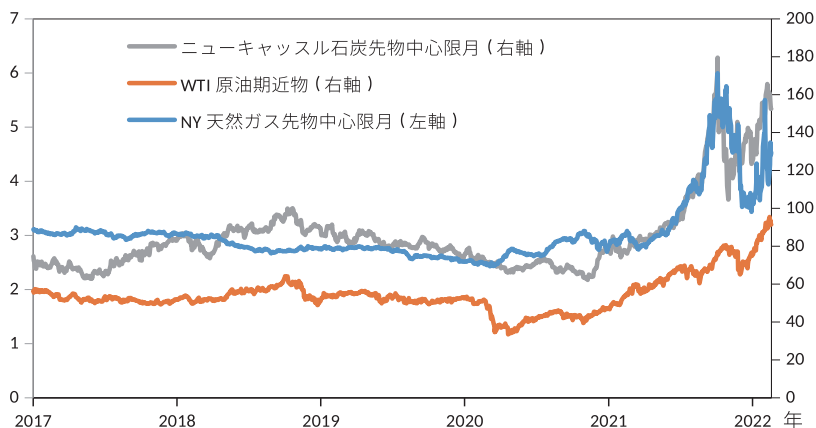
ただ、期待インフレ率の低迷、消費者の価格感応度の高さやそれを反映した企業側の値上げ慎重姿勢など、日本のインフレ・モメンタム（勢い）の弱さをもたらした要因は大きく変化していないと考えられる。

結果的に、海外での市況高騰とそれを反映した輸入価格上昇の影響を被りやすいエネルギーや食品においては相応のインフレ率上昇が実現す

図表 5 主要化石燃料市況の推移

ドル/100万英国熱量単位

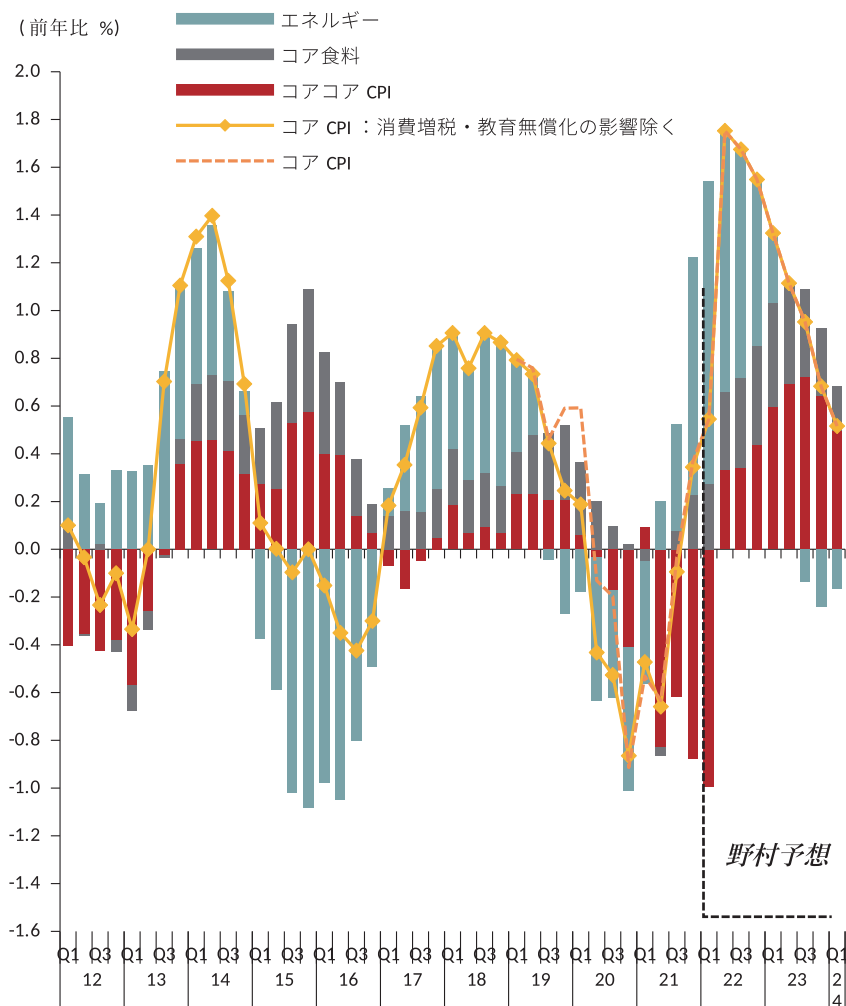
ドル/バレル
ドル/メートルトン



出所：ブルームバーグ資料より野村作成

図表 6 コア消費者物価（CPI）上昇率予測と寄与度分解

(前年比 %)



注：コア食料は、生鮮食品、酒類を除く食料

出所：総務省資料より野村作成

る可能性が高いものの、それ以外の部分における基調的なインフレ圧力は従来通り低迷を続ける可能性が高いと考えられる。

四半期ベースでみると、エネルギーや食品によ

る押し上げ幅が大きくなり、一方で、これまでインフレ率を大きく押し下げてきた携帯電話通信料引き下げの影響が剥落する22年4-6月期が、日本のコア消費者物価インフレ率のピークとなる可能性が高い。その水準は前年比で+1.8%と予想する。海外諸地域で確認されているような、中央銀行のインフレ目標値を超えるようなインフレ率が一時的にせよ実現する可能性は低いと判断する。

日本銀行の金融緩和はさらに長期化へ

インフレ低迷の継続を踏まえ、日本銀行は、現行の大規模な金融緩和を継続する可能性が高い。ただし、インフレ率押し上げに寄与する追加的な政策手段は、ほぼ皆無に等しい状況となっているとみられる。金融政策は、現状の緩和策を維持しながら、経済成長の回復と連動して物価上昇の勢いが強まっていくのを待つのが基本戦略になりつつあると言える。日銀が21年3月の金融政策決定会合に向けて実施した、いわゆる政策「点検」（より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検）は、まさに金融緩和の長期化に備えた政策の修正を模索したものであり、日銀自身が既に緩和長期化を前提に動いていると言える。

22年に入り世界的なインフレ加速を背景とし

て米国をはじめとする主要先進国・地域において金融政策の引き締め前倒しや政策金利の大幅な引き上げが実施されるのではないかとの見方が高まっている、市場の一部では、こうした動きがもたらす海外金利の上昇に対応して、日銀が長期金利の上昇容認に動くなどの金融政策の微修正の可能性が生じているのではないかとの見方もある。しかし、黒田総裁をはじめとする日銀関係者は、2%の物価安定目標達成が実現していない段階での政策枠組みの修正や政策金利の引き上げを強く否定している。当面、内外のインフレ率格差を基本的な背景として、金融政策の方向性の乖離が一段と広がる展開が予想される。

政府経済政策の景気刺激効果は限定的

岸田政権は、経済対策及び21年度補正予算に、住民税非課税世帯や子育て世帯を対象とした給付金や、マイナンバーカードと紐付けたポイント付与策を盛り込み、経済活動再開を後押しする構えである（図表7）。しかし、20年に実施された特別定額給付金でも確認されたように、政策的に移転された一時所得の多くが貯蓄に回り、現実に

消費を押し上げる効果は限定的となる可能性が高い。また、「新しい資本主義」実現の掛け声の下で比較的早期に実現が見込まれる、賃上げ税制や看護、介護、保育に係る制度報酬引き上げについても、安倍政権下での実績に鑑みると実際の賃金押し上げ効果や景気刺激効果は限られたものになる公算が大きい。

「新しい資本主義」を標榜する岸田政権の政策は、どちらかといえば所得再分配の強化を目指すものとなっており、その政策の方向性からは、日本経済の成長力を大きく高める施策や取り組みが当面は期待しにくい。雇用の流動化や産業構造改革など、一定の「痛み」を伴うような成長戦略が政治的に打ち出されるには、22年夏の参議院議員選挙を経て、政権の基盤がより強固なものになるのを待たざるを得ないだろう。

成長加速に向けた構造改革

一方で、生産性や潜在成長力を加速させる「成長戦略」は、とりわけ感染症が収束に向かい、かつ、脱炭素化を中心とした、世界的にみても大きな構造変革の波に直面している日本経済にとっ

図表7 21年11月経済対策の概要

(単位: 兆円、金額は概数)

	財政支出	国・地方の歳出			財政投融資		事業規模
			うち国費				
					21年度補正		
新型コロナの拡大防止	22.1	22.1		18.6			35.1
うち 住民税非課税世帯への給付				1.4			
「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	9.2		1.8			10.7
うち 22年度当初予算予備費			5.0				
未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動	19.8	14.6		8.3	5.2		28.2
うち 大学ファンド				0.6	5.2		
マイナポイント第2弾				1.8			
18歳以下への10万円給付			0.7	1.2			
看護・介護・保育職の待遇改善				0.3			
防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保	4.6	3.8		2.9	0.8		5.0
うち 国土強靱化関連事業				1.2			
合計	55.7	49.7	43.7	31.6	6.0	0.9	78.9

注: 国費のうち斜字体の計数は、一般会計補正に計上されているもの以外の内数
出所: 内閣府、財務省資料より野村作成

ては急務であると考えられる。

感染症禍がもたらした新しい生活様式や新しい働き方は、企業のビジネスの在り方をも大きく変える可能性を有する。脱炭素化への動きは、既存の技術や生産手段の陳腐化を早め、新たな技術や生産手段の導入を促すことになる。こうした変化の波に合わせ、日本企業の優先課題となるのが雇用の変革であろう。既に直面していた生産年齢人口減少による人手不足の問題に加え、人材やスキル（能力）のミスマッチ（不整合）にも直面していくことになる。

こうした大きな変革を前にした対応として、これまで政府が取り組んできたリカレント（再訓練）教育やリスキリング（新たな技術習得）に対する支援だけでは到底十分とは言えないのではないだろうか。デジタル化、脱炭素化への動きが

招来するダイナミックな産業構造の転換に対応するには、本格的な雇用流動化を促す労働市場改革が必要である。そのためには、現状のメンバーシップ型雇用体系を出発点とした、あるいはその枠組みの中での職業訓練充実といった対応にとどまらず、学校教育段階から流動的な雇用（契約）形態を前提としたカリキュラム（教育過程）を構築するなど、社会構造全体の再変革が必要になると考えられるからである。

ようやく感染症収束が見通せる段階に到達した日本経済ではあるが、デジタル化、脱炭素化の大きなうねりに乗り遅れることなく、安定的な成長軌道を維持していくために、早くも新たな課題への取り組みが求められはじめていると言えるだろう。



<美和卓氏略歴>

1990年	東京大学教養学部卒 野村総合研究所に入社
2001年	東京大学大学院法学政治学研究科修士課程修了
2004年	野村證券に転籍
2016年	チーフエコノミストに就任
2018年	経済調査部長を兼務