

日本の景気は

これからどうなる？

新型コロナのワクチン接種が進行することで、この秋から冬にかけて個人消費の回復も予想され、コロナ不況からの脱却も視野に入ってきます。これにより本稿では、一足先に回復を遂げている欧米の景気とともに、日本の景気の行方を予想します。

※本稿は、2021年8月2日時点の情報に基づいています。

第一生命経済研究所 経済調査部
首席エコノミスト
永 濱 利 廣

ワクチン接種と 日本経済の関係

年明け以降、米国の景気指標は改善傾向が強まっています。代表的な指標の1つであるマークイットPMI（企業の購買担当者から得る景況指数）を見ると、2020年4月の最悪期から2021年4月以降は60を超えており、米国

の景気は昨年4月をボトムに回復基調を辿っています（図表1）。

これは、3月11日に成立した1・9兆ドルの財政刺激策のうち、総額4100億ドルの現金給付が支払われ始めたことが一因でしょう。それに加えてワクチン接種が進み、集団免疫獲得の期待の高まりを背景に、米国の景況感回復の勢いが強まった側面も大きいことが推察されます。

中国の購買担当者景況指数（財新PMI）も、新型コロナウイルス感染者数の再増加を受けて、2月の旧正月にかけて経済活動への規制が強化されたことで感染抑制に成功し、回復が続いています。

さらに欧州でも、一部の国では3月半ば以降に新規感染者数が急増したことから規制を強化拡大しましたが、春になりワクチン接種が加速するとの期待等を追い風に、ユーロ圏のPMIが改善傾向にあります。

対照的なのは日本です。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う消費者のリスク回避姿勢の継続によりサービスの悪化が続いた結果、日本の総合PMIは、主要国で唯一分岐点の50を下回っています。

日本の総合PMIは、2020年4月に25・8と過去最悪の水準まで落ち込み、その後は上昇傾向にありましたが、サービスの悪化は依然として50を大きく下回っています。これは、日本の脆弱な医療提供体制に伴う経済活動の抑制が顕著しているだけでなく、国内で新型コロナウイルスワクチンが開発されていないこと等を背景に、ワクチン接種が米中欧に比べて圧倒的に遅れてきたこともありま

す。つまり、主要先進国で日本だけがワクチン確保に苦しめられてきた構図となっています。

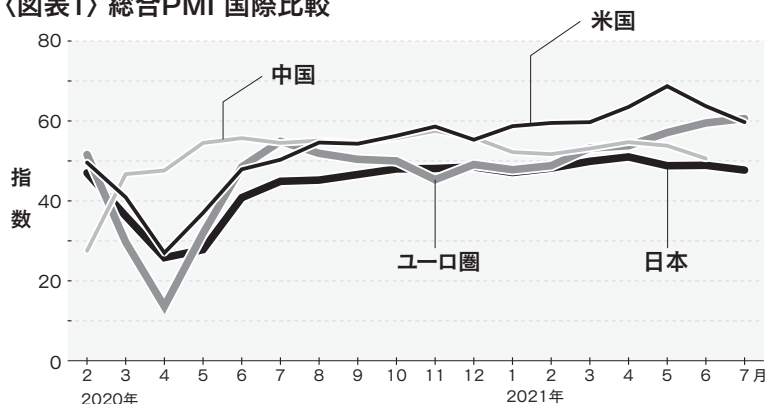
ワクチン接種率と 経済成長率見通しの関係

主要国際機関における主要先進国の2021年経済成長率見通しとワクチン接種率の連動性の高まりは、定量的にも示されます。こうした構図を考える1つの拠り所に、単回帰分析というものがあります。これは2つのデータの関係性の強さを表わす指標を計算し、数式化する分析手法です。

そして、単回帰分析によれば、相関係数を二乗した決定係数が、回帰分析によって求められた目的変数の予測値と実際の目的変数の値が、どの程度一致しているかを表わしている指標とされます。

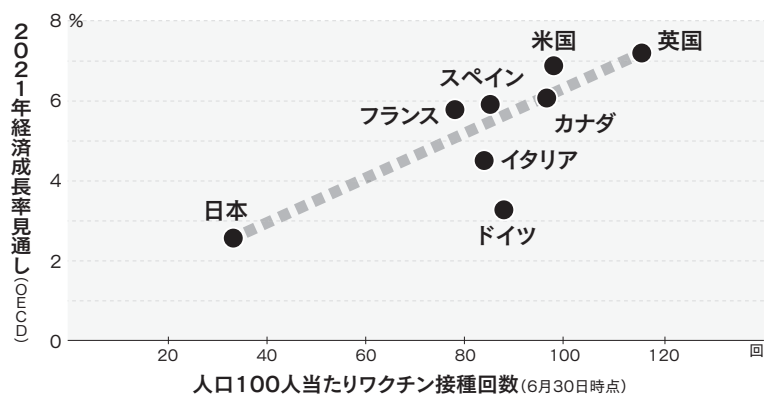
そこで、人口100人当たりワクチン累積接種回数を説明変数、OECDが5月末に公表した2021年の経済成長率見通しを被説明変数として単回帰分析を実施しました。すると、少なくとも主要先進国の間では、統計的に有意な正の相関関係があり、ワクチン接種率と経済成長率見通しに明確な

〈図表1〉総合PMI 国際比較



出典: マークイット社

〈図表2〉主要先進国のワクチン接種率と経済成長率見通し



出典: 「チャートで見るコロナワクチン 世界の接種状況は」日本経済新聞をもとに著者作成

関係があることが指摘できます(図表2)。つまり、ワクチン接種率の違いが世界経済の格差を広げている可能性が示唆されます。

そして、経済成長率見通しのワクチン接種率弾力性を見ると0・055となる一方、決定係数も0・6275となり、ワクチン接種率と主要先進国の経済成長率見通しの関係が、かなり深いことがわかります。

つまり、この関係に基づけば、ワクチン接種率が10%上昇すれば、ここの経済成長率見通しが0・55ポイントも押し上げられる可能性が示唆されます。

加えて、日本のここの経済成長率見通しが他の主要先進国に比べて低い理由は、ワクチン接種の遅れのみならず、脆弱な医療提供体制にあるとみています。

すなわち、表面上の人口当たり病床数などは世界トップレベルにありますが、いざコロナショックのような有事になると、当局がコントロールしやすい公営病院の割合が低いことから、諸外国より圧倒的に少ない感染者数でも医療がひっ迫してしまいます。また、日本人のよい意味でも悪い意味でも慎重な国民性も影響していると思います。

このように、効率的な医療提供体制の構築が遅れ、慎重な国民性の日本経済を正常に近づけるには、諸外国以上にワクチン接種に伴う集団免疫獲得の必要性が高いでしょう。しかし、人口当たりのワクチン接種率の国際比較を見ると、これまで日本の接種率が圧倒的に低かったことがわかります。医療提供体制の差がある一方で、ワクチン接種率が圧倒的に低いとなると、日本経済の回復が

諸外国に比べて大幅に遅れてきたことも必然といえるでしょう。

個人消費はいつごろ回復するか

こうしたなかで、最も日本経済の足を引っ張ってきたのが個人消費でした。そこで、これまでの個人消費の推移を見てみましょう。

1回めの緊急事態宣言発出時は、日本全国に発出されたことに加え、休業要請も行なわれました。そこで、仮に緊急事態宣言が発出されなければ実現していた可能性のある個人消費の水準を推計すると、1回めの緊急事態宣言によって、個人消費が4・4兆円程度失われたと試算されます。

また、2回めの緊急事態宣言は、11都府県に発出が限定されたことに加え、飲食店への時短要請が中心であったため、同様の推計によって、個人消費の減少額は0・8兆円程度にとどまったと試算されます。これらの経験は、緊急事態宣言が発出されるか否かが、個人消費の回復時期のカギを握っていることを示唆しているといえるでしょう。

ただし、海外に比べて遅れている

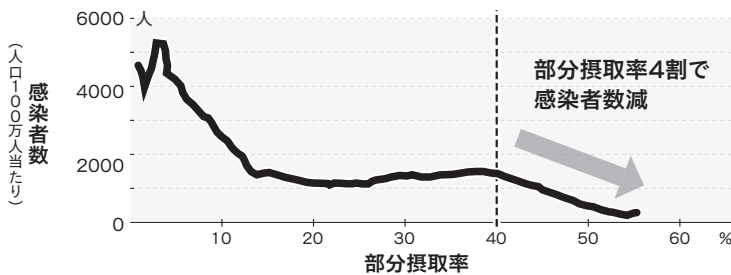
たワクチン接種が現在、日本ではかなり進んでいます。日本国内でワクチン接種が本格化したのは、ことしの2月下旬であり、昨年の12月下旬から始まった米国に比べて2か月遅れましたが、その後急速にキャッチアップしています。そして、7月初旬時点においては、日本全人口の24%までワクチンの部分接種（少なくとも1回のワクチン接種があること）が完了しています。

一方、米国ではすでに7月上旬時点で全人口の55%が部分接種を完了しており、新規感染者数も一時に比べて抑制されています。そこで、米国におけるこれまでのワクチン部分接種率（少なくとも1回のワクチン接種をしている人の人口に占める割合）と感染者数の推移を見ると、おおむね部分接種率が4割前後に達したタイミングで感染者数が減少傾向に転じていることがわかります（図表3）。

この事例は、日本でもワクチンの部分接種率が4割を超えてくれば、感染者数の抑制効果が高まることを示唆しているといえるでしょう。

今後も現在のペースで日本のワクチン接種率が上昇すると仮定す

〈図表3〉米国のワクチン接種率と感染者数の推移



出所：札幌医大フロンティア研ゲノム医学資料等をもとに著者作成

れば、9月下旬には部分接種率が4割を超えることになります。そして今後の感染状況次第では、緊急事態宣言がさらに延長される可能性も否定できませんが、ワクチンの部分接種率が4割を超える今年度後半以降は、様々な措置が解除される可能性が高いと予想されます。となれば、日本国内の個人消費が明確に回復に向かう

時期は、今年度後半以降と予想されます。

ただ、ワクチン接種が進んでいる欧米諸国を中心に集団免疫が獲得されれば、海外の経済政策が出口に向かうことには注意が必要でしょう。過去の経験則では、日本でも経済政策を出口に向かわせる議論が高まる可能性があるからです。欧米経済と違って日本はまだ経済の正常化からほど遠いにもかかわらず、経済政策が出口に向かうリスクが高まれば、日本経済は、正常化に向かうチャンスを失うことにもなりかねません。

日本は他国と異なり、景気後退下の消費増税などにより、コロナショック前から経済は正常化していませんでした。したがって、今年度後半以降の個人消費の回復が持続するには、経済が少し好転しても、経済が完全雇用に達成する前に金融・財政政策を引き締めないことが条件といえるでしょう。

世界経済と日本の景気の行方

ことしの4月から5月にかけて、主要国際機関が相次いで世界経済成長率の見通しを改定してい

ます。まず4月上旬に改定されたIMFの見通しによれば、2021年の世界の経済成長率は+6.0%、2022年は+4.4%となり、1月の前回調査からそれぞれ0.5、0.2ポイント上方修正となっています。

また、5月末に改定されたOECDの経済見通しでは、2021年の世界経済成長率を+5.8%、2022年を+4.4%としており、3月の前回調査からそれぞれ0.2、0.4ポイント上方修正となっています。

いずれも上方修正された理由としては、多くの先進国で予想以上にワクチン接種が進んだことや米国での追加財政支援等により、新型コロナウイルス感染による経済的な影響が予測以上に縮小してきたことが挙げられています。

なお、仮にIMFの見通しどおりに、ことしの世界経済の成長率が+6%台に達すれば、今回の基準でさかのぼれる1980年以降の経済成長率で初となります。

特にことしの経済見通しをグループ別に見ると、いずれの見通しも米国を中心に先進国の成長率が大幅に上方修正されていることが特徴です。背景には、段階的な経

済再開やワクチン接種スピードの加速、米国の追加財政支援等により、市場の信頼感や雇用情勢が改善しており、大きな繰延需要が予想以上に経済活動に勢いをもたらしていることが挙げられます。

一方、新興・途上国でも中国を中心に小幅上方修正されており、外需の拡大や一次産品価格の上昇などが理由として挙げられます。

このように、いずれの機関もパンデミックとそれに対するワクチン接種のペースが成長をけん引する主因としており、ワクチン接種が進むにつれて世界経済の回復は強まる見通しとなっています。

しかし、国によってそのバランスが異なることには、注意が必要です。事実、いずれの見通しにおいても、先進国と一部の新興国ではことしの夏から秋までに効果的なワクチン接種が完了し、接触型の活動制限が縮小することが見込まれています。

一方で、一部の例外を除く多くの新興国ではワクチン接種が早期に完了する見通しが立たず、来年の後半までワクチン接種が継続する見通しとなっています。

また、パンデミックの見通しの不確実性が高いため、経済の見通

しにも不確実性が高いことには注意が必要でしょう。事実、IMFは主な下振れリスクとして、

●パンデミックの再燃

●より厳しい金融環境

●供給力の低下といった「後遺症」の拡大

●激化する社会不安

●自然災害の頻度の増加

●地政学・貿易・技術リスク

を挙げています。一方で上振れリスクとして、

●ワクチン製造・接種の促進

●財政支援による想定以上に大きな効果

●経済回復後半局面での出口政策に関する国際協調

等を挙げています。

そして、IMFはこれらのリスクのうち、変異株やワクチンの有効性と接種速度によるパンデミックに関する不確実性について試算しており、ワクチン接種が10%早まること等を想定した上振れシナリオでは、ことしと来年の経済成長率がそれぞれ+0・35、+0・88ポイント(うち先進国+0・48、+1・06ポイント、新興国+0・25、+0・74ポイント)押し上げられるとしています。そして、特に多くの累積貯蓄と繰延需

要が発生している先進国が回復をけん引するとしています。

逆に、先進国で約半年、新興・途上国で9か月ほど集団免疫獲得が遅れることを想定した下振れシナリオでは、ことしと来年の経済成長率がそれぞれ1・53、1・02ポイント低下するとしています。そして、ことしは先進国と新興・途上国でそれぞれ▲1・62、▲1・46ポイントと影響に大差はないものの、脆弱な新興・途上国にとって厳しい金融環境になることから、来年の影響はそれぞれ▲0・6、▲1・34ポイントと新興・途上国への影響が大きくなると試算しています。

一方、OECD見通しでも、具体的不確実事象として、

●疫学的な見通しとワクチン接種のペース

●昨年蓄積された貯蓄が消費される程度

●政府の支援が縮小された場合の企業の健全性

●新興・途上国に存在する脆弱性を挙げています。特にワクチン接種のペースと新型コロナウイルスの感染状況について大きな不確実性が残っているとし、上振れ下振れシナリオの場合の経済成長率も試算して

います。

上振れシナリオでは、世界中で効果的なワクチン接種が急速に進むとともに、ウイルス抑制の效果的な取組みが、活動封じ込め措置の緩和ペースを速め、民間の景況感と支出を強力に押し上げることで、ことしと来年の世界経済成長率が、それぞれ+6・5%、+5・8%になると試算しています。

逆に下振れシナリオを、ワクチンの生産や接種速度がウイルスの感染抑止に追いつかない場合、新規や改良ワクチンを必要とするより感染力の高い変異ウイルスの出現防止に不十分となった場合とし、ことしと来年の世界経済成長率がそれぞれ+5・1%、+3・0%にとどまるとしています。

したがって、日本経済にとっても、継続的な新型コロナウイルス感染再燃と新たな変異ウイルスの出現・拡散が最大の下振れリスクとなるでしょう。また、米国金融政策が出口に向かうことなどに伴う金融市場の緊張や、企業の債務不履行リスクにも注意が必要でしょう。

一方で、世界的にパンデミックが迅速に収束し、世界経済の広範な回復が持続すれば、見通しが上振れすると考えられます。▲