

Weekly
エコノミスト・
レター

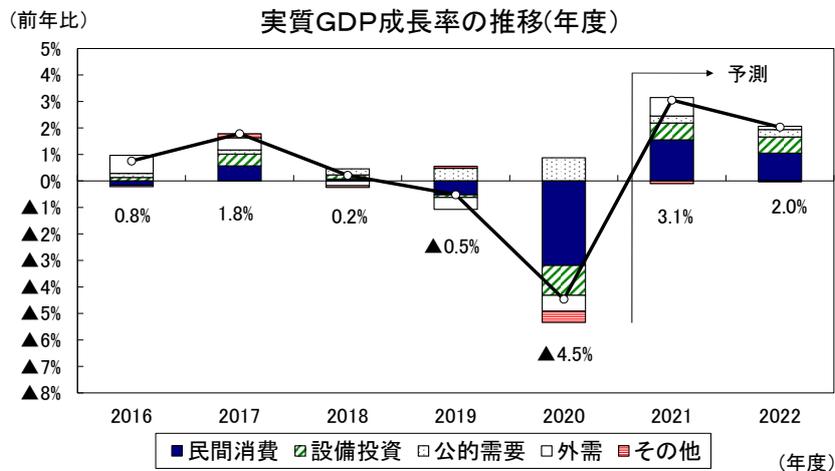
2021・2022 年度経済見通し(21年8月)

経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

<実質成長率：2021年度3.1%、2022年度2.0%を予想>

- 2021年4-6月期の実質GDPは、外需のマイナスを民間消費、住宅投資、設備投資の増加がカバーし、前期比年率1.3%のプラス成長となったが、1-3月期(同▲3.7%)の落ち込みを取り戻していない。日本経済は2021年入り後、停滞が続いている。
- 緊急事態宣言の継続や対象地域の拡大によって、2021年7-9月期も消費の低迷を主因として低成長が続く可能性が高い。2021年10-12月期は緊急事態宣言の解除を前提として高成長を予想しているが、新型コロナウイルスの感染動向やそれに対応する経済活動の制限によっては、景気が下振れるリスクがある。
- 実質GDP成長率は2021年度が3.1%、2022年度が2.0%と予想する。経済活動の制限が緩和されたとしても、ソーシャルディスタンスの確保などが引き続き対面型サービス消費を抑制することから、消費の本格回復には至らないだろう。
- 実質GDPがコロナ前(2019年10-12月期)の水準を回復するのは2022年1-3月期、消費税率引き上げ前の直近のピーク(2019年7-9月期)に戻るのは2023年度と予想する。



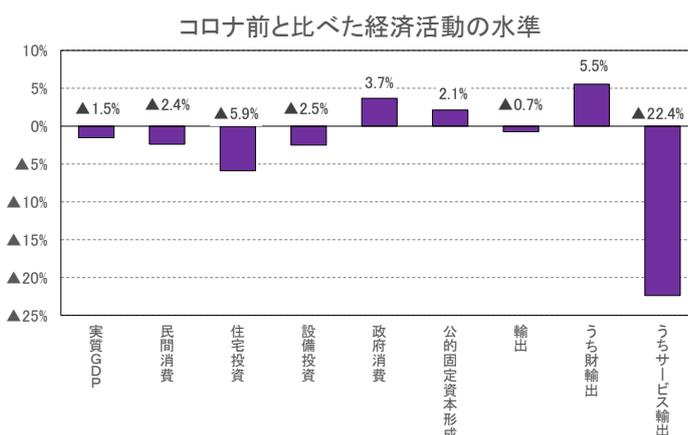
1. 2021年4-6月期は前期比年率1.3%のプラス成長

2021年4-6月期の実質GDPは、前期比0.3%（前期比年率1.3%）と2四半期ぶりのプラス成長となった。

外需寄与度が前期比▲0.3%（年率▲1.3%）と2四半期連続のマイナスとなったが、緊急事態宣言下でも民間消費（前期比0.8%）、住宅投資（同2.1%）、設備投資（同1.7%）の国内民間需要がいずれも増加し、外需の落ち込みをカバーした。公的固定資本形成は減少したが、ワクチン接種の進捗を反映し政府消費が前期比0.5%の増加となったため、公的需要も増加した。

2021年4-6月期は2四半期ぶりのプラス成長となったが、1-3月期の落ち込み（前期比▲0.9%、年率▲3.7%）を取り戻していない。日本経済は2020年4-6月期に過去最大のマイナス成長となった後、2四半期連続で前期比年率二桁の高成長を記録したが、緊急事態宣言が再発令された2021年入り後は停滞が続いている。

2021年4-6月期の実質GDPの水準はコロナ前（2019年10-12月期）を▲1.5%下回っている。政府支出（政府消費、公的固定資本形成）はコロナ前を大きく上回っており、海外経済の回復を背景に財の輸出も増加しているが、民間消費などの国内民間需要、インバウンド需要の蒸発を主因としてサービスの輸出がコロナ前を大きく下回っている。また、日本経済は新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化する前に、消費税率引き上げの影響で落ち込んでいた。直近のピークである2019年7-9月期と比較すると、2021年1-3月期の実質GDPは▲3.4%、民間消費は▲5.4%低い水準となっている。



(注)コロナ前(2019年10-12月期)と比べた2021年4-6月期の水準
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

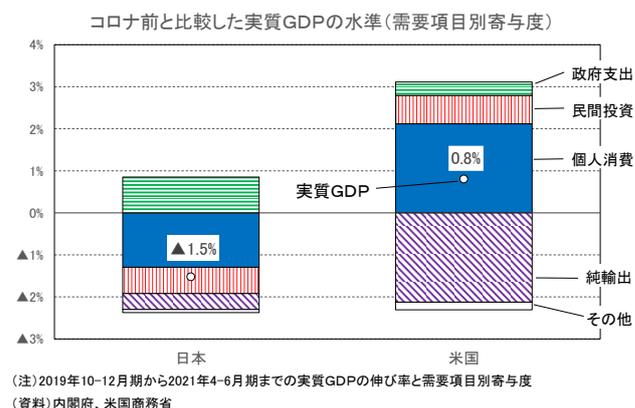
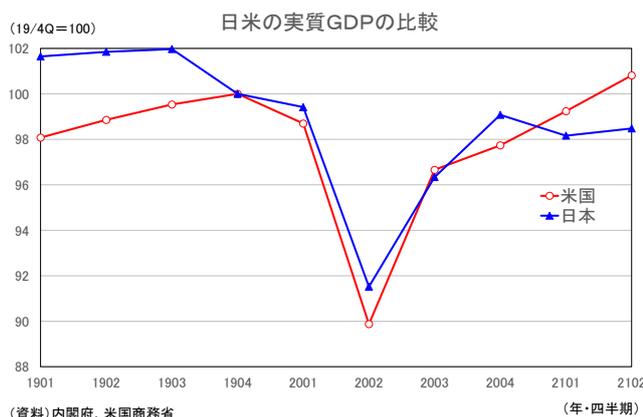
(拡大する日米の成長率格差)

2021年4-6月期は米国が前期比年率6.5%の高成長となるなかで、日本は同1.3%の低成長にとどまった。実質GDPの水準をコロナ前（2019年10-12月期）と比較すると、米国が0.8%上回る一方、日本は▲1.5%下回っている。コロナ禍における実質GDPの推移を振り返ってみると、2020年前半の落ち込みはロックダウンが実施された米国のほうが大きく、2020年後半はほぼ同じペースで急回復した。2020年10-12月期時点では、コロナ前と比較した実質GDPの水準は日本が米国を若干上回っていた。しかし、2021年に入ると、米国がワクチン接種の進捗に伴う行動制限の緩和によって高成長を続けているのに対し、日本は緊急事態宣言やまん延防止等重点措置によって経済活動が再び停滞し、日米の成長率格差は急拡大した。

コロナ前と比較した2021年4-6月期の実質GDPを需要項目別にみると、米国は輸出が引き続きコロナ前の水準を下回る一方、輸入が堅調に推移していることから、純輸出が実質GDPを▲2.1%

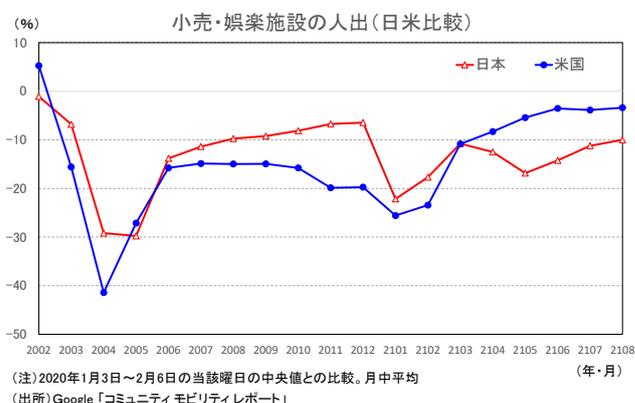
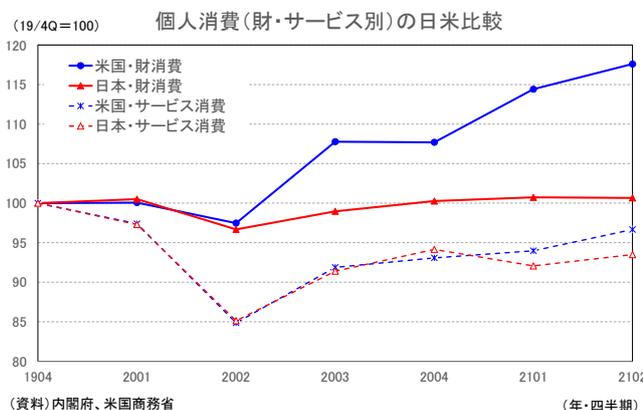
押し下げている一方、個人消費がコロナ前の水準を3.1%上回り実質GDPを2.1%押し上げている。また、民間投資（住宅投資、設備投資）もコロナ前の水準を上回っている。

一方、日本は新型コロナ対応の経済対策などから政府支出が実質GDPを0.9%押し上げているものの、個人消費がコロナ前の水準よりも▲2.4%低く、実質GDPを▲1.3%押し下げている。また、民間投資（住宅投資、設備投資）は2021年4-6月期こそ高い伸びとなったが、依然としてコロナ前の水準は下回っている。



このように、個人消費の動きが大きく異なることが日米の成長率格差の主因となっている。そこで、コロナ禍における日米の個人消費の動きを財別にみると、財消費は2020年4-6月期までは日米でほとんど差がなかったが、2020年7-9月期以降の伸びは米国が日本を大きく上回っている。この背景としては、米国のほうがオンラインショッピングの割合が高いこと、家計への給付金の規模が大きく可処分所得の伸びが日本を大きく上回っていることが挙げられる。直近の家計の実質可処分所得は米国がコロナ前を6.4%上回っているのに対し、日本は0.2%にとどまっている（統計上の制約から日本の直近は2021年1-3月期）。

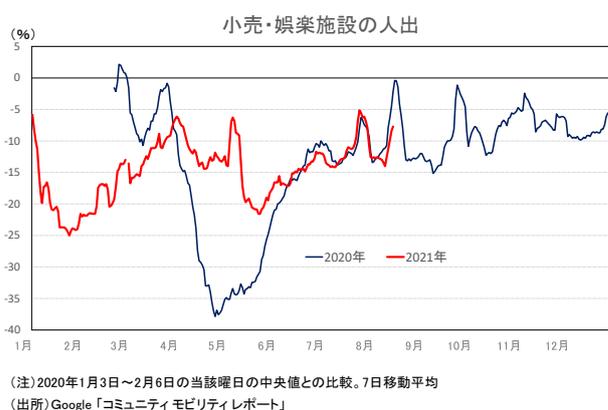
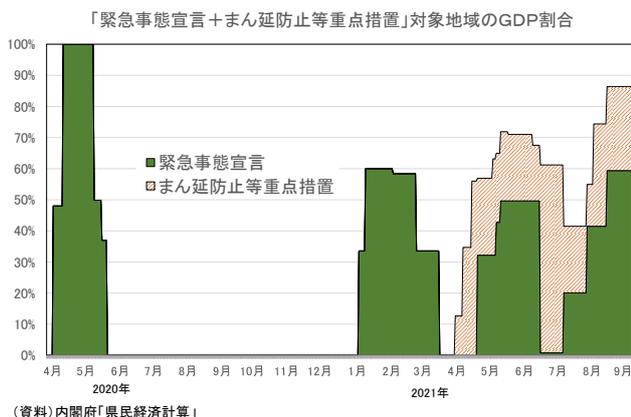
サービス消費については、2020年中は日米がほぼ同じ動きとなっていたが、2021年入り後は米国がワクチン接種の進捗に伴うソーシャルディスタンスの緩和を受けて回復を続ける一方、日本は行動制限を再び強化したため、低迷が続いている。サービス消費との連動性が高い小売・娯楽施設の入出を比較すると、2021年初め頃まではほぼ一貫して米国の減少幅が大きかったが、2021年4月以降は日本の減少幅が米国を大きく上回っている。



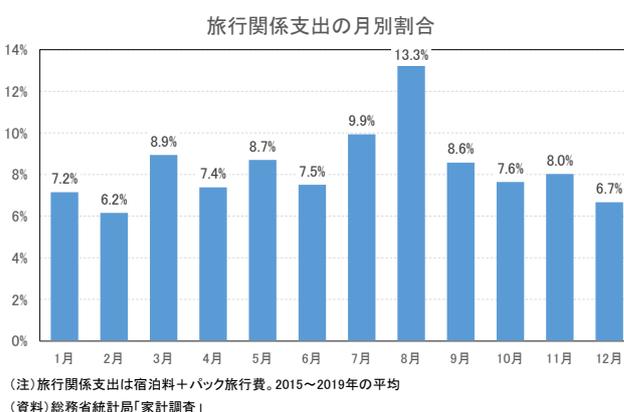
2. 実質成長率は 2021 年度 3.1%、2022 年度 2.0%を予想

(2021 年 7-9 月期も低迷が続く見込み)

日本は 2021 年に入ってからのほとんどの期間で緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が実施されている。両方とも実施されていなかったのは 1/1~1/7、3/22~4/4 とわずかの期間に限られる。緊急事態宣言やまん延防止等重点措置の対象地域の GDP が日本全体に占める割合は、2021 年 1-3 月期が 40%、4-6 月期が 55% (期間中の平均) だったが、現在 (8/17) は 74%、8/20 以降は 86%まで高まる。コロナ慣れや自粛疲れの影響などもあり、緊急事態宣言による人流抑制効果は従来に比べると弱くなっているが、今夏の人出は昨年を下回る可能性が高いだろう。



夏は通常であれば旅行需要が大きく高まる季節である。JTBの「夏休みの旅行動向見通し」によれば、2021年夏休みの国内旅行人数は4,000万人、前年比5.3% (前々年比▲44.8%)と推計されている。この調査は旅行動向アンケート、経済指標、業界動向や予約状況などからJTBが推計したもののだが、7/12に東京都の緊急事態宣言が発令される前に実施されたアンケートをもとに分析されている (旅行動向アンケートの調査実施期間は7/5~7/9)。このため、実際の旅行人数は下振れる可能性が高い。



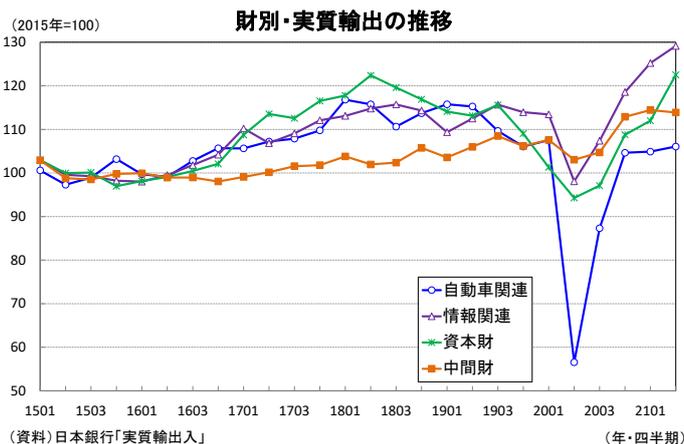
「家計調査」で年間の旅行関係支出 (宿泊料+パック旅行費) に対する月別の割合をみると、7月が9.9%、8月が13.3%、9月が8.6% (2015~2019年の平均) となっており、7-9月期が年全体の3割以上を占めている。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、移動の自粛が求められている

ことから、予約のキャンセルが相次いでいることが見込まれる。旅行関係支出の落ち込みが個人消費全体に及ぼす影響は他の四半期よりも大きくなるだろう。

(輸出、設備投資が景気を下支え)

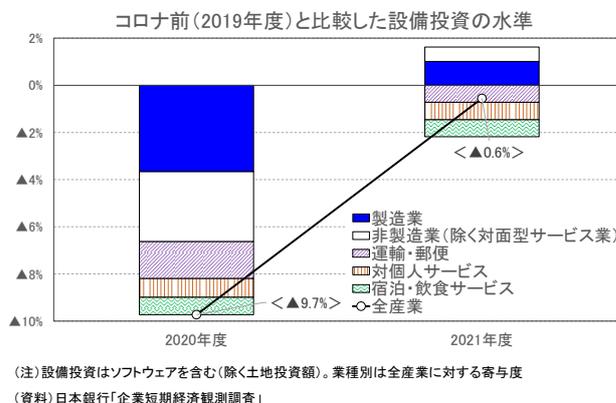
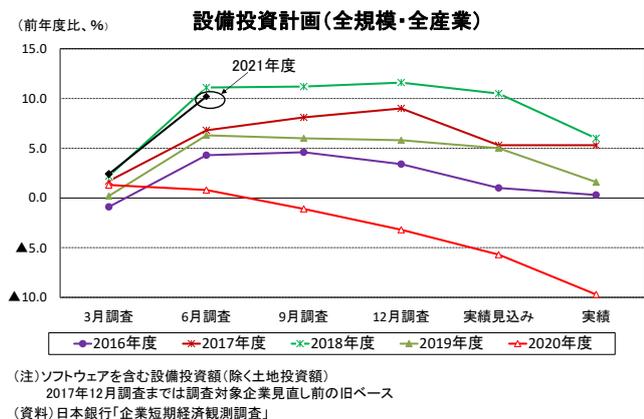
緊急事態宣言の影響で民間消費の低迷は長期化する可能性が高いが、2020年春頃とは異なり、民間消費以外の需要項目は緊急事態宣言の影響を受けにくくなっている。

輸出は海外のロックダウンの影響で2020年前半に急速に落ち込んだ後、世界的な経済活動の再開を受けて2020年後半には急回復し、2021年入り後も堅調を維持している。財別には、半導体不足の影響などから自動車関連は低迷しているが、デジタル関連需要の拡大や世界的な設備投資の回復を背景に情報関連、資本財が好調を維持している。輸出はすでにコロナ前の水準を回復していることもあり増勢ペースは鈍化しているが、先行きについても世界経済の回復を背景として堅調を維持することが予想される。

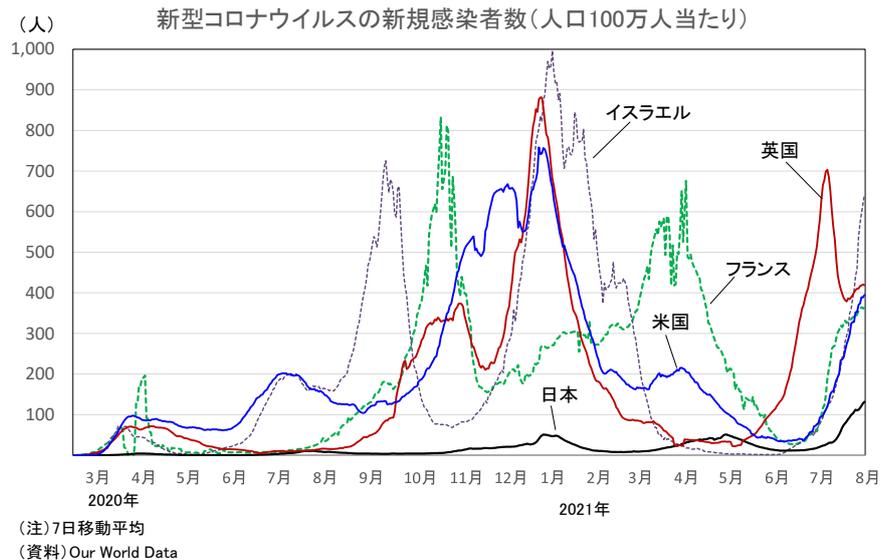


設備投資は、新型コロナウイルス感染症の影響で企業収益が大きく落ち込んだことから2020年度には前年比▲6.8%の大幅減少となったが、2021年4-6月期は緊急事態宣言下でも前期比1.7%の増加となった。

日銀短観2021年6月調査では、2020年度の設備投資(全規模・全産業、含むソフトウェア投資、除く土地投資額)が2021年3月から大幅に下方修正され、前年度比▲9.7%と10年ぶりの減少となる一方、2021年度の設備投資計画は2021年3月調査から2.9%上方修正され、前年度比10.2%となった。



2021年度の設備投資計画を業種別に見ると、運輸・郵便、対個人サービス、宿泊・飲食といった対面型サービス業は、2019年度の水準を下回っている一方、製造業、対面型サービス業を除く非製造業は、2019年度の水準を上回る計画となっている。

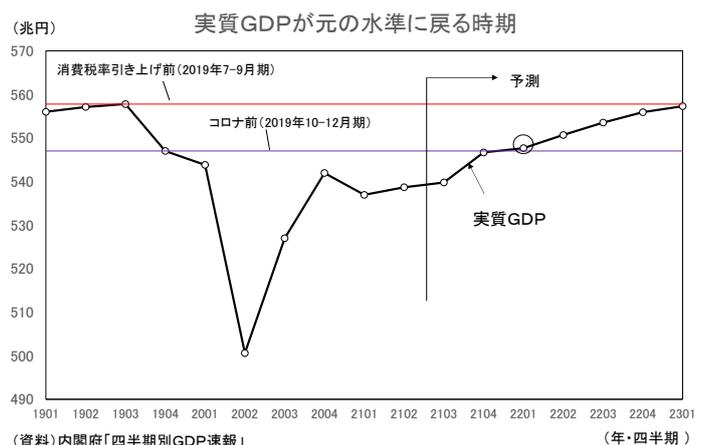


新型コロナウイルスの新規感染者数が増加するたびに、休業要請や外出自粛などの感染抑制策が講じられれば、経済の停滞は長期化するだろう。

実質 GDP 成長率は、2021 年度が 3.1%、2022 年度が 2.0%と予想する。経済活動の制限が緩和されたとしても、ソーシャルディスタンスの確保などが引き続き外食、旅行などの対面型サービス消費を抑制するため、消費の本格回復には至らない。民間消費は 2020 年度の前年比▲5.9%の後、2021 年度が同 2.9%、2022 年度が同 2.0%と大幅な減少の後としては低い伸びにとどまることが予想される。

一方、緊急事態宣言の影響を受けにくくなっている設備投資は、企業収益の改善を背景として 2021 年度に前年比 4.0%と高めの伸びとなった後、2022 年度も同 3.8%と堅調を維持する。また、海外経済の回復を受けて輸出が 2021 年度に前年比 14.1%と急増した後、2022 年度も同 3.6%と好調を維持することが成長率の押し上げ要因となるだろう。

現時点では、実質 GDP の水準がコロナ前(2019 年 10-12 月期)を上回るのは 2022 年 1-3 月期、消費税率引き上げ前の直近のピーク(2019 年 7-9 月期)に戻るには 2023 年度と予想している。しかし、先行きの新型コロナウイルスの感染動向やそれに対応する公衆衛生上の措置を想定することは極めて困難である。これまでと同様の政策対応が続けば、経済の正常化はさらに遅れる可能性が高まるだろう。



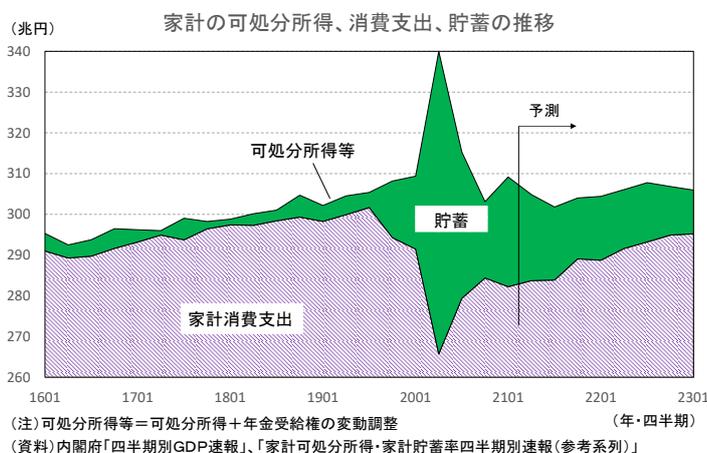
(高水準の貯蓄が将来の消費を押し上げる可能性も)

家計の貯蓄額は特別定額給付金の支給を主因として 2020 年 4-6 月期に 74.3 兆円(季節調整済・年率換算値)と急増した後、2021 年 1-3 月期には 26.9 兆円まで減少したが、依然としてコロナ前

の水準を大きく上回っている。特別定額給付金の影響一巡によって可処分所得はピーク時から大きく減少したが、緊急事態宣言などによる行動制限によって家計貯蓄率が平常時よりも高い状態が続いているためである。家計貯蓄率は2015～2019年度の平均で1.3%だったが、2020年度には12.1%へと急上昇した。四半期ベースでは2020年4-6月期に21.8%へと極めて高い水準にまで上昇した後、2021年1-3月期には8.7%まで低下したが、平常時に比べると水準は高い。

先行きについては、緊急事態宣言が解除されたとしても、当面は何らかの行動制限が残り、消費の持ち直しは限定的にとどまる公算が大きい。家計の貯蓄は可処分所得が低迷する中でも高水準が維持される可能性が高いだろう。通常は、可処分所得が伸びなければ消費の回復は期待できないが、現在は消費性向（1-貯蓄率）が人為的に抑えられているという特殊な状況にある。このため、たとえ可処分所得がそれほど伸びなくても、貯蓄率が平常時の水準に戻るだけで消費は大きく押し上げられる可能性がある。

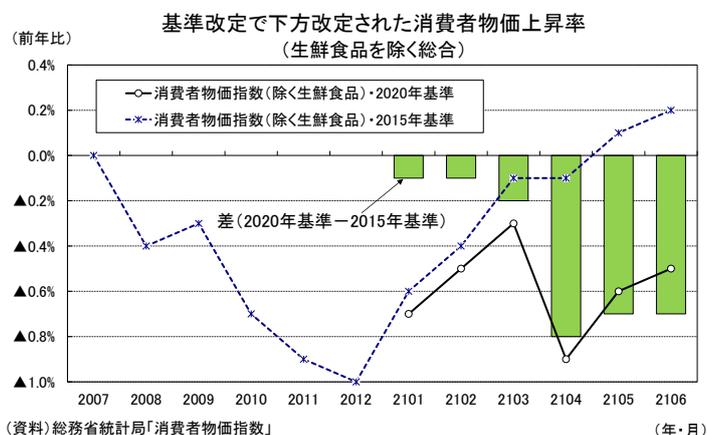
今回の見通しでは、家計の貯蓄率は2020年度の12.0%から2021年度が5.7%、2022年度が4.1%へと徐々に低下するが、平常時の水準には戻らないことを想定している。仮に、行動制限が大幅に緩和され、2022年度の貯蓄率が平常時（2015～2019年度）の水準まで戻ったとすれば、家計消費額は約8兆円、年間の家計消費支出比で3%程度上振れる。



(物価の見通し)

8/6に総務省統計局から公表された消費者物価指数の基準改定（2015年基準→2020年基準）結果によれば、2021年6月の消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、旧基準の前年比0.2%から新基準では同▲0.5%となり、▲0.7%ポイント下方修正された。新基準の前年比上昇率は2021年1月に遡って改定され、2021年1～3月の下方修正幅は▲0.1～▲0.2%ポイントと小さかったが、4月以降に下方修正幅が大きく拡大した。これは、通信大手の低価格プラン導入による携帯電話通信料の大幅下落の影響が新基準のほうが旧基準よりも大きくなったためである。携帯電話通信料はモデル式の改定によって下落率が大きく拡大した（2021年6月の下落率は旧基準の前年比▲27.9%に対し、新基準では▲38.5%）ことに加え、ウェイトや指数水準が上昇したことにより、コアCPI上昇率への寄与度は旧基準よりもマイナス幅が▲0.5%ポイント程度拡大した。

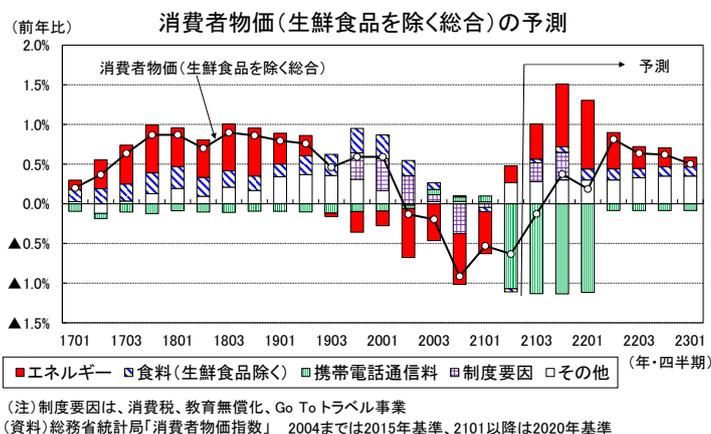
旧基準のコアCPI上昇率は2021年5月に1年2ヵ月ぶりにプラスに転じていたが、基準改定に伴いプラス転化は幻となり、2020



年8月以降マイナスが続いているという形に改められた。

先行きについては、原油価格の大幅上昇を受けてエネルギー価格の上昇ペースが加速すること、食料品などで原材料価格上昇によるコスト増を転嫁する動きが徐々に広がること、8月以降は前年の「Go To トラベル」による宿泊料の大幅下落の裏が出ることから、コア CPI 上昇率は2021年10-12月期にはプラスに転じるだろう。携帯電話通信料の大幅下落の影響が一巡する2022年度入り後には、コア CPI 上昇率はゼロ%台後半まで伸びが高まることが予想されるが、需給面からの下押し圧力が残存すること、サービス価格との連動性が高い賃金の伸び悩みが続くことから物価の基調が大きく高まることは期待できない。

コア CPI 上昇率は、2020年度の前年比▲0.4%の後、2021年度が同0.0%、2022年度が同0.6%と予想する。



日本経済の見通し (2021年4-6月期1次QE(8/16発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2021.6)

	2019年度 実績	2020年度 実績	2021年度 予測	2022年度 予測	20/4-6 実績	20/7-9 実績	20/10-12 実績	21/1-3 実績	21/4-6 実績	21/7-9 予測	21/10-12 予測	22/1-3 予測	22/4-6 予測	22/7-9 予測	22/10-12 予測	23/1-3 予測	2021年度 予測	2022年度 予測
実質GDP	▲0.5	▲4.5	3.1	2.0	▲7.9	5.3	2.8	▲0.9	0.3	0.2	1.3	0.2	0.6	0.5	0.4	0.2	3.5	1.9
内需寄与度	(▲0.1)	(▲3.9)	(2.4)	(1.9)	(▲5.1)	(2.6)	(1.8)	(▲0.7)	(0.6)	(0.1)	(1.2)	(0.1)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(2.3)	(1.7)
内、民需	(▲0.6)	(▲4.7)	(2.1)	(1.6)	(▲5.4)	(2.0)	(1.4)	(▲0.3)	(0.6)	(0.0)	(1.1)	(0.0)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(1.8)	(1.5)
内、公需	(0.5)	(0.9)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.7)	(0.4)	(▲0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.5)	(0.2)
外需寄与度	(▲0.4)	(▲0.6)	(0.7)	(0.1)	(▲2.9)	(2.6)	(1.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(1.1)	(0.2)
民間最終消費支出	▲1.0	▲5.9	2.9	2.0	▲8.3	5.1	2.3	▲1.0	0.8	▲0.3	1.7	▲0.2	0.8	0.5	0.4	0.2	2.7	1.9
民間住宅	2.5	▲7.2	2.2	▲0.7	0.6	▲5.7	0.0	0.9	2.1	1.2	0.1	▲0.8	▲0.4	0.0	0.1	▲0.2	0.6	▲0.2
民間企業設備	▲0.6	▲6.8	4.0	3.8	▲6.0	▲2.1	4.3	▲1.3	1.7	0.9	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8	0.6	2.9	2.9
政府最終消費支出	2.0	3.3	1.3	0.9	0.7	2.8	1.8	▲1.7	0.5	0.4	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	2.0	0.7
公的固定資本形成	1.5	4.2	▲0.5	1.6	2.9	0.7	1.0	▲1.0	▲1.5	0.6	1.1	0.6	▲0.2	0.6	0.5	0.1	1.7	1.5
輸出	▲2.2	▲10.4	14.1	3.6	▲17.5	7.3	11.7	2.4	2.9	1.3	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.6	12.9	3.7
輸入	0.2	▲6.8	9.7	2.9	▲0.7	▲8.2	4.8	4.0	5.1	1.0	0.7	0.4	0.9	0.8	0.6	0.5	6.1	2.7
名目GDP	0.3	▲3.9	2.4	2.9	▲7.6	5.4	2.3	▲1.0	0.1	▲0.2	1.2	0.8	1.0	0.6	0.4	0.6	2.4	2.4

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の重要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位、%)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	20/4-6	20/7-9	20/10-12	21/1-3	21/4-6	21/7-9	21/10-12	22/1-3	22/4-6	22/7-9	22/10-12	23/1-3	2021年度	2022年度
鉱工業生産 (前期比)	▲3.8	▲9.5	9.8	2.8	▲16.8	9.0	5.7	2.9	1.1	0.8	1.4	0.4	0.9	0.6	0.4	0.3	10.0	2.8
国内企業物価 (前年比)	0.1	▲1.4	5.1	1.2	▲2.3	▲0.8	▲2.1	▲0.3	4.7	5.7	5.8	4.3	2.0	0.9	0.9	0.9	3.2	0.4
消費者物価 (前年比)	0.5	▲0.2	▲0.1	0.6	0.2	0.0	▲0.9	▲0.6	▲0.6	▲0.1	0.4	0.2	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.6	▲0.4	0.0	0.6	▲0.1	▲0.3	▲1.0	▲0.6	▲0.7	▲0.1	0.4	0.2	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5
(消費税除き)	(0.1)	(▲0.9)	(0.0)	(0.6)	(▲1.1)	(▲1.3)	(▲1.1)	(▲0.6)	(▲0.7)	(▲0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.5)
経常収支 (兆円)	18.9	18.3	17.1	17.9	8.7	16.4	25.6	20.5	20.8	14.8	15.4	17.5	18.7	17.0	17.1	18.9	17.2	16.9
(名目GDP比)	(3.4)	(3.4)	(3.1)	(3.2)	(1.7)	(3.1)	(4.7)	(3.7)	(3.8)	(2.7)	(2.8)	(3.1)	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(3.3)	(3.1)	(3.0)
失業率 (%)	2.3	2.9	3.0	2.9	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	3.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	3.1	2.9
住宅着工戸数 (万戸)	88.4	81.2	87.0	84.6	80.9	81.3	80.5	83.0	87.5	87.8	87.1	85.6	84.9	84.7	84.6	84.2	83.7	82.4
10年国債利回り (店頭基準%)	▲0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2
為替 (円/ドル)	109	106	111	113	108	106	104	106	109	110	112	112	112	113	113	113	111	113
原油価格 (CIF、ドル/バレル)	68	43	72	76	32	41	44	56	67	74	73	74	75	75	76	76	71	74
経常利益 (前年比)	▲13.1	▲15.6	24.1	8.7	▲46.6	▲28.4	▲0.7	26.0	68.1	27.1	11.3	6.9	8.0	11.6	8.4	7.7	20.6	9.1

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値。21/4-6の経常利益は予測値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

米国経済の見通し

	2019年 (実)	2020年 (実)	2021年 (予)	2022年 (予)	2020年				2021年				2022年				
					1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	
実質GDP	前期比年率、%	2.3	▲3.4	6.1	4.2	▲5.1	▲31.2	33.8	4.5	6.3	6.5	6.0	6.0	3.4	3.0	2.7	2.8
FFレート誘導目標	期末、上限、%	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年国債金利	平均、%	2.1	0.9	1.5	1.9	1.4	0.7	0.6	0.8	1.3	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0

欧州 (ユーロ圏) 経済の見通し

	2019年 (実)	2020年 (実)	2021年 (予)	2022年 (予)	2020年				2021年				2022年				
					1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (速)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	
実質GDP	前期比年率、%	1.3	▲6.5	4.6	4.0	▲13.6	▲38.5	59.9	▲2.5	▲1.3	8.3	5.5	3.5	3.8	3.5	2.8	2.6
ECB市場介入金利	期末、%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	▲0.2	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲0.6	▲0.4	▲0.2	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.12	1.14	1.19	1.19	1.10	1.10	1.17	1.19	1.20	1.21	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19	1.19

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。