

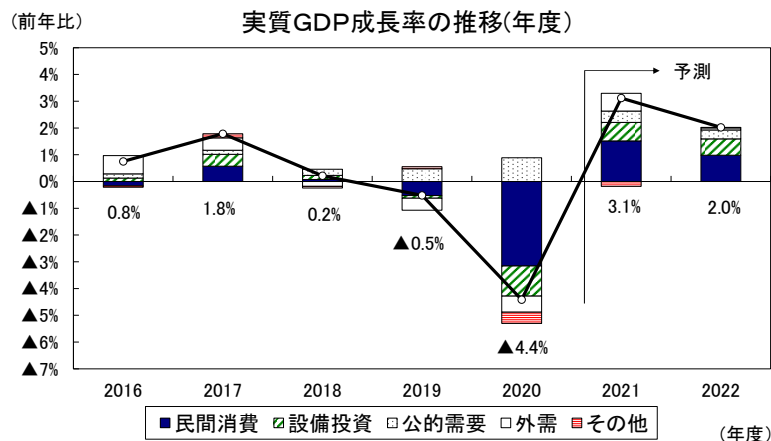
Weekly
エコノミスト・
レター2021・2022 年度経済見通し
—21年4-6月期GDP2次速報後改定

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（2次速報）は、1次速報の前期比0.3%（年率1.3%）から前期比0.5%（年率1.9%）に上方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、8月に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2021年度が3.1%、2022年度が2.0%と予想する。成長率見通しは2021年度、2022年度ともに8月時点と変わらない。
- 2021年7-9月期は民間消費が減少する一方、緊急事態宣言の影響を受けにくい住宅投資、設備投資が増加することから前期比年率0.8%のプラス成長となるが、経済活動の水準が低いことを踏まえれば持ち直しのペースは鈍い。10-12月期は緊急事態宣言の解除を前提として同5.3%と成長ペースが加速すると予想するが、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が消費税率引き上げ前の直近のピーク（2019年7-9月期）に戻るのには2022年度末と予想するが、新型コロナウイルスに対する政策対応がこれまでと変わらなければ、経済の正常化はさらに遅れるリスクが高まる。逆に、医療体制の拡充や医療資源の適正な配分を行い、感染者数が一定程度増えても経済活動を大きく制限する必要がないような環境を整備すれば、消費を中心に景気が大きく上振れる可能性があるだろう。



1. 2021年4-6月期の実質GDPは前期比年率1.9%へ上方修正

9/8に内閣府が公表した2021年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は前期比0.5%（年率1.9%）となり、1次速報の前期比0.3%（年率1.3%）から上方修正された。

1次速報後に公表された基礎統計が反映されたことにより、設備投資が前期比1.7%から同2.3%へ、政府消費が前期比0.5%から同1.3%へと上方修正された。一方、民間在庫変動（前期比・寄与度▲0.2%→同▲0.3%）、公的固定資本形成（前期比▲1.5%→同▲1.7%）は下方修正された。

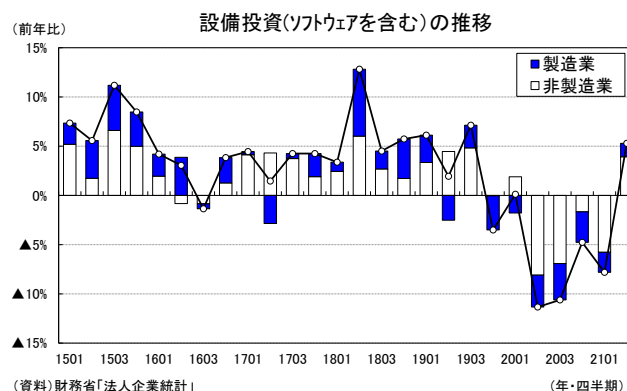
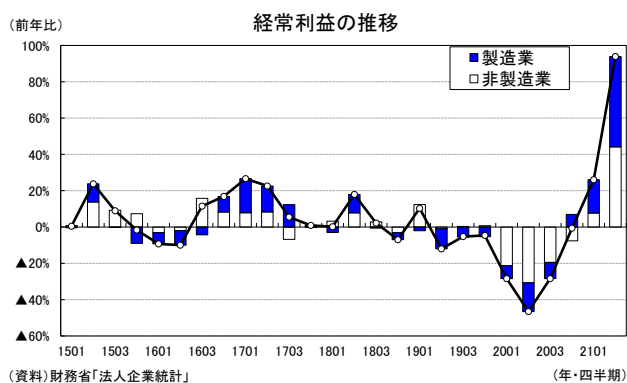
なお、民間消費は前期比0.8%から同0.9%へと上方修正されたが、名目では前期比0.6%から同0.2%へと下方修正された。消費者物価指数の2020年基準改定の結果が反映されたことにより民間消費デフレーターが前期比▲0.3%から同▲0.8%へと下方修正されたことが実質の伸びを押し上げた。

名目GDPは、民間消費の下振れを主因として、1次速報の前期比0.1%（年率0.2%）から前期比▲0.1%（年率▲0.5%）へと下方修正された。名目GDPが下方修正されたにもかかわらず実質GDPが上方修正されたのは、GDPデフレーターが前期比▲0.3%から同▲0.6%へと下方修正されたためである。

2021年4-6月期の実質GDP成長率は1次速報から上方修正されたが、1-3月期の落ち込み（前期比年率▲4.2%）の落ち込みを取り戻していない。2020年後半に急回復した日本経済が、2021年入り後停滞が続いているという評価は1次速報時点と変わらない。

（企業部門の改善が鮮明に）

財務省が9月1日に公表した法人企業統計によると、2021年4-6月期の全産業（金融業、保険業を除く、以下同じ）の経常利益は前年比93.9%（1-3月期：同26.0%）と2四半期連続の増加となり、増益幅は前期から大きく拡大した。製造業が前年比159.4%（1-3月期：同63.2%）の高い伸びとなったことに加え、非製造業も前年比64.2%（1-3月期：同10.9%）と伸びを大きく高めた。経常利益が極めて高い伸びとなった一因は、新型コロナウイルス感染症の影響で2020年4-6月期が前年比▲46.6%の大幅減益となったことであるが、前々年（2019年4-6月期）の水準も3.6%上回っている。企業収益は実態として大きく改善している。全産業が増収増益となるのは2019年1-3月期以来、9四半期ぶりとなる。



季節調整済の経常利益は前期比 1.8%（1-3 月期：同 9.2%）と 4 四半期連続で増加した。非製造業は前期比▲1.9%（1-3 月期：同 6.7%）と 4 四半期ぶりの減少となったが、製造業が前期比 7.4%（1-3 月期：同 13.4%）と 4 四半期連続で増加した。

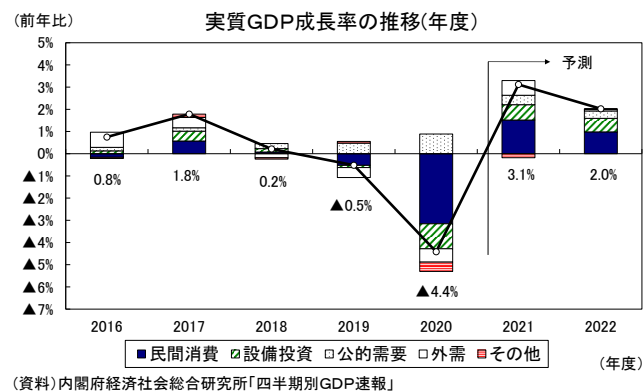
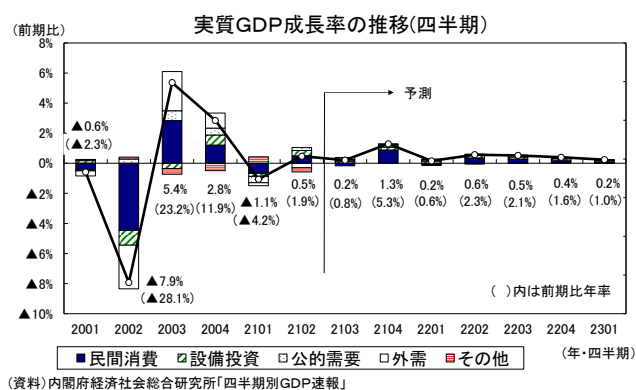
経常利益（季節調整値）はコロナ前（2019 年 10-12 月期）の水準を 12%上回っている。ただし、製造業はコロナ前の水準を 50%程度上回っているのに対し、非製造業は宿泊業、飲食サービス業などの対面型サービス業の低迷が続いていることから、コロナ前の水準を依然として 5%程度下回っている。

設備投資（ソフトウェアを含む）は前年比 5.3%（1-3 月期：同▲7.8%）と 5 四半期ぶりに増加した。製造業（1-3 月期：前年比▲6.4%→4-6 月期：同 4.0%）が 7 四半期ぶり、非製造業（1-3 月期：前年比▲8.5%→4-6 月期：同 5.9%）が 5 四半期ぶりの増加となった。企業収益が 2020 年 7-9 月期から急回復していたのに対し、設備投資は低迷が続いていたが、ここに来て持ち直しの動きが明確となってきた。対面型サービス業が引き続き下押し要因となるものの、企業収益の大幅改善を背景に設備投資全体としては回復の動きが継続することが予想される。

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

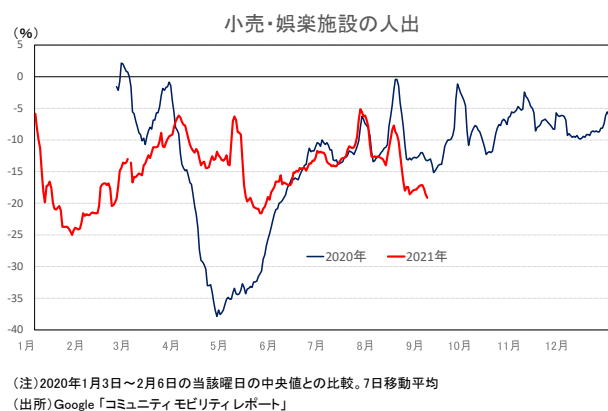
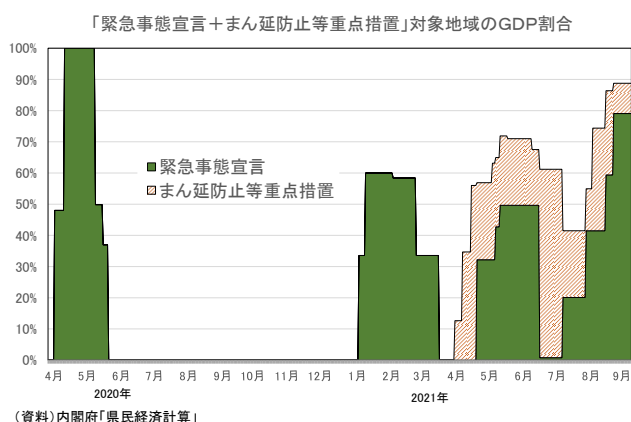
（実質 GDP が直近のピークを超えるのは 2022 年度末）

2021 年 4-6 月期の GDP2 次速報を受けて、8/17 に発表した経済見通しを改定した。実質 GDP 成長率は 2021 年度が 3.1%、2022 年度が 2.0%と予想する。成長率見通しは 2021 年度、2022 年度ともに 8 月時点と変わらない。2021 年 4-6 月期の成長率は上方修正されたが、2021 年 1-3 月期が下方修正され、2020 年度から 2021 年度への発射台（ゲタ）が 1 次速報時点の 1.9%から 1.8%に下がったため、2021 年度見通しへの影響は限定的だった。



日本は 2021 年に入ってからほとんどの期間で緊急事態宣言かまん延防止等重点措置が実施されている。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、7 月に入ってから対象地域の拡大が繰り返された結果、8/27 以降は 89%まで高まっている。コロナ慣れや自粛疲れの影響な

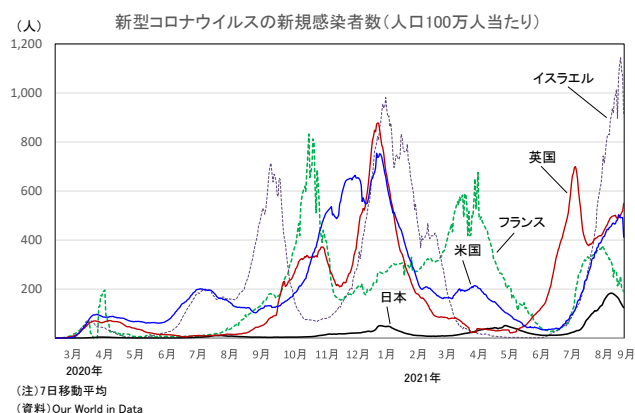
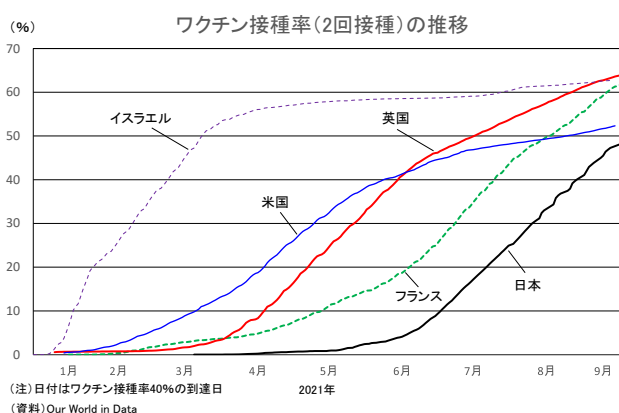
どから緊急事態宣言による人流抑制効果は従来に比べると弱くなっているものの、今夏の出は昨年を下回っている。



2021年7-9月期は、緊急事態宣言の継続、対象地域の拡大から民間消費は前期比▲0.3%と低迷が続く一方、海外経済の回復を背景に輸出が堅調を維持すること、緊急事態宣言の影響を受けにくくなっている住宅投資、設備投資が増加することから、実質GDPは前期比年率0.8%のプラス成長を予想する。経済活動の水準が低いことを踏まえれば持ち直しのペースは鈍く、実質GDPの水準はコロナ後のピーク（2020年10-12月期）にも届かない。

2021年10-12月期は緊急事態宣言の解除を前提として前期比年率5.3%の高成長になると予想する。行動制限が緩和されることにより対面型サービス消費が持ち直し、民間消費が前期比1.7%の高い伸びとなることが高成長の主因となる。ただし、まん延防止等重点措置や緊急事態宣言が断続的に発令され、消費が下振れるリスクは否定できない。

先行きについては、ワクチン接種の進捗が感染抑制に一定程度寄与することが見込まれる。しかし、感染者数がゼロになることは考えにくく、様々な要因によって感染の波が起こることは避けられない。実際、諸外国の例をみると、新型コロナウイルスの新規感染者数は、ワクチン接種が進んだ国でも変異株の出現などによって増減を繰り返している。



新型コロナウイルスの感染者数が増加するたびに、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置による行動制限の強化を繰り返す限り、経済の停滞は長期化する。現時点では、実質GDPの水準がコ

コロナ前（2019年10-12月期）を上回るのは2021年10-12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1-3月期と予想している。しかし、新型コロナウイルス感染症に対する政策対応がこれまでと変わらなければ、経済の正常化はさらに遅れるリスクが高まる。

逆に、医療体制の拡充や医療資源の適正な配分を行い、感染者数が一定程度増えても経済活動を大きく制限する必要がないような環境の整備を進めれば、消費を中心に景気が大きく上振れる可能性があるだろう。

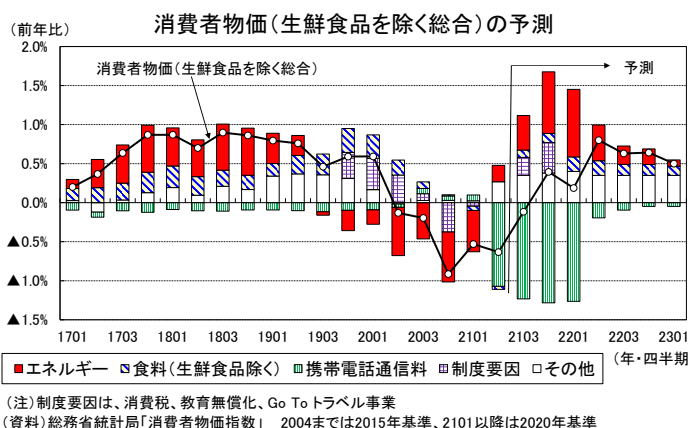
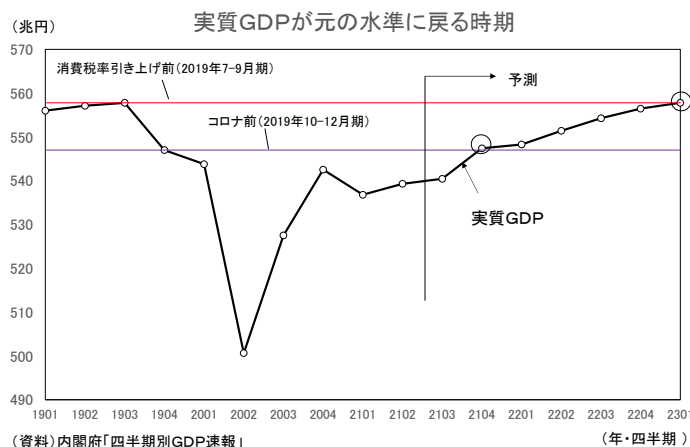
（物価の見通し）

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、2020年8月から下落が続いているが、2021年7月の下落率は前年比▲0.2%となり、6月の同▲0.5%からマイナス幅が0.3ポイント縮小した。携帯電話通信料は大幅下落が続いているが、原油高の影響でエネルギーの上昇率が高まったこと、2020年7月に始まった「Go To トラベル」による下落の反動で宿泊料が6月の前年比0.6%から同17.3%へと伸びが急加速したことがコアCPIの下落幅縮小に寄与した。

先行きについては、原油高の影響でエネルギーの上昇ペースが加速し、コアCPI上昇率への寄与度は7月の0.4%程度から年末には1%近くまで高まることが見込まれる。また、ほぼゼロ%の伸びにとどまっている食料（生鮮食品を除く）だが、今後は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可能性が高い。さらに、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反動による押し上げ幅が拡大する。

コアCPI上昇率は2021年10-12月期にはプラスに転じ、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、ゼロ%台後半まで高まることが予想される。ただし、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。



(注) 制度要因は、消費税、教育無償化、Go To トラベル事業
 (資料) 総務省統計局「消費者物価指数」 2004までは2015年基準、2101以降は2020年基準

日本経済の見通し (2021年4-6月期2次QE(9/8発表)反映後)

(単位, %) 前回予測 (2021.8)

	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	▲4.4	3.1	2.0	▲7.9	5.4	2.8	▲1.1	0.5	0.2	1.3	0.2	0.6	0.5	0.4	0.2	3.1	2.0
内需寄与度	(▲0.1)	(▲3.8)	(2.5)	(1.9)	(▲5.1)	(2.7)	(1.8)	(▲0.8)	(0.8)	(0.2)	(1.3)	(0.1)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(2.4)	(1.9)
内、民間	(▲0.6)	(▲4.7)	(2.1)	(1.6)	(▲5.4)	(2.1)	(1.4)	(▲0.4)	(0.6)	(0.1)	(1.1)	(0.0)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(2.1)	(1.6)
内、公需	(0.5)	(0.9)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.7)	(0.5)	(▲0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(0.3)
外需寄与度	(▲0.4)	(▲0.6)	(0.7)	(0.1)	(▲2.9)	(2.6)	(1.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.7)	(0.1)
民間最終消費支出	▲1.0	▲5.8	2.8	1.8	▲8.3	5.3	2.3	▲1.3	0.9	▲0.3	1.7	▲0.2	0.7	0.5	0.3	0.2	2.9	2.0
民間住宅	2.5	▲7.2	2.3	▲0.6	0.6	▲5.7	0.0	1.0	2.1	1.4	0.1	▲0.8	▲0.5	0.0	0.2	▲0.1	2.2	▲0.7
民間企業設備	▲0.6	▲6.8	4.3	3.8	▲6.0	▲2.1	4.3	▲1.3	2.3	0.7	1.2	0.9	1.1	0.8	0.8	0.6	4.0	3.8
政府最終消費支出	2.0	3.4	2.2	1.1	0.7	2.8	1.9	▲1.7	1.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	1.3	0.9
公的固定資本形成	1.5	4.2	▲0.9	1.9	3.0	0.6	0.9	▲1.1	▲1.7	0.2	1.1	0.8	0.1	0.6	0.5	0.1	▲0.5	1.6
輸出	▲2.2	▲10.4	14.1	3.6	▲17.5	7.3	11.7	2.4	2.8	1.5	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.6	14.1	3.6
輸入	0.2	▲6.8	9.8	3.2	▲0.7	▲8.2	4.8	4.0	5.0	1.2	0.7	0.5	1.0	0.8	0.7	0.5	9.7	2.9
名目GDP	0.3	▲3.9	2.3	2.8	▲7.6	5.4	2.3	▲1.1	▲0.1	0.0	1.2	0.8	0.7	0.7	0.3	0.7	2.4	2.9

(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	9.9	3.0	▲16.8	9.0	5.7	2.9	1.1	0.8	1.6	0.4	0.9	0.6	0.5	0.4	9.8	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	5.7	4.2	2.0	0.9	0.9	1.0	5.1	1.2
消費者物価 (前年比)	0.5	▲0.2	▲0.1	0.6	0.1	0.2	▲0.8	▲0.5	▲0.8	▲0.2	0.4	0.2	0.8	0.6	0.6	0.5	▲0.1	0.6
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.6	▲0.4	0.0	0.6	▲0.1	▲0.2	▲0.9	▲0.5	▲0.6	▲0.1	0.4	0.2	0.8	0.6	0.6	0.5	0.0	0.6
(消費税除き)	(0.1)	(▲0.9)	(0.0)	(0.6)	(▲1.1)	(▲1.2)	(▲1.0)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.0)	(0.6)
經常収支 (兆円)	18.9	18.3	17.2	17.5	8.7	16.4	25.6	20.5	20.8	14.9	15.5	17.5	18.4	16.6	16.7	18.4	17.1	17.9
(名目GDP比)	(3.4)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(1.7)	(3.1)	(4.7)	(3.8)	(3.8)	(2.7)	(2.8)	(3.1)	(3.3)	(2.9)	(3.0)	(3.2)	(3.1)	(3.2)
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	2.9	2.9	2.8	2.8	3.0	2.9
住宅着工戸数 (万戸)	88.4	81.2	87.7	85.4	80.9	81.3	80.5	83.0	87.5	88.8	88.0	86.5	85.7	85.5	85.4	85.0	87.0	84.6
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, 1\$/bbl)	68	43	71	76	32	41	44	56	67	73	72	73	75	75	76	76	72	76
経常利益 (前年比)	▲13.1	▲15.6	31.4	9.2	▲46.6	▲28.4	▲0.7	26.0	93.9	40.0	10.8	6.4	7.9	12.8	8.6	8.4	24.1	8.7

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(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

(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。