

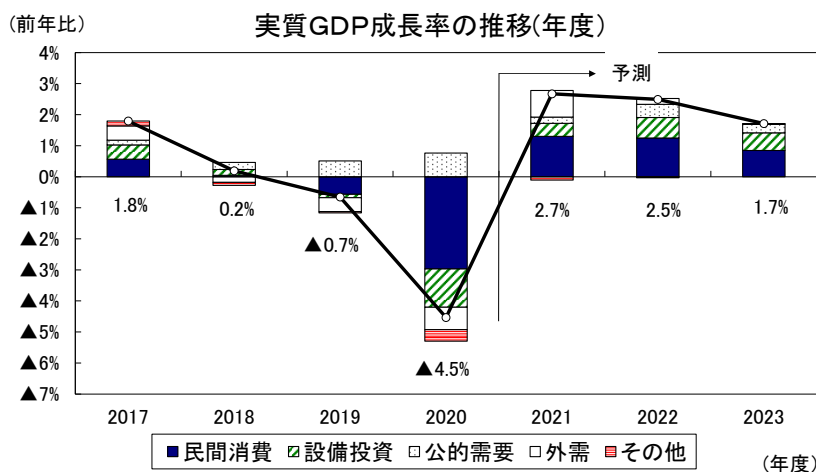
Weekly
エコノミスト・
レター2021～2023 年度経済見通し
—21年7-9月期GDP2次速報後改定

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2.7%、2022年度2.5%、2023年度1.7%を予想＞

- 2021年7-9月期の実質GDP（2次速報）は、1次速報の前期比▲0.8%（年率▲3.0%）から前期比▲0.9%（年率▲3.6%）に下方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、11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2.7%、2022年度が2.5%、2023年度が1.7%と予想する。足もとの消費が想定よりも上振れていることを受けて、2021年度の成長率見通しを0.1%上方修正した。
- 2021年10-12月期の実質GDPは、緊急事態宣言の解除に伴う民間消費の高い伸びを主因として前期比年率8.3%の高成長となり、コロナ前（2019年10-12月期）の水準を回復する可能性が高い。ただし、コロナ前の実質GDPは消費税率引き上げの影響などから平常時よりも落ち込んでおり、この水準を回復しても経済の正常化とはいえない。実質GDPが直近のピーク（2019年4-6月期）の水準に戻るのは2023年4-6月期と予想する。
- 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、感染動向に経済が大きく左右される状況は変わらない。一方、医療体制の拡充や医療資源の適正な配分などを十分に進めておけば、感染者数が一定程度増えても経済活動を制限する必要性は低下し、景気が大きく上振れる可能性がある。



1. 2021年7-9月期の実質GDPは前期比年率▲3.6%へ下方修正

12/8に内閣府が公表した2021年7-9月期の実質GDP(2次速報値)は前期比▲0.9%(年率▲3.6%)となり、1次速報の前期比▲0.8%(年率▲3.0%)から下方修正された。

1次速報後に公表された基礎統計の結果が反映されたことなどから、設備投資(前期比▲3.8%→同▲2.3%)、住宅投資(前期比▲2.6%→同▲1.6%)が上方修正されたが、民間消費(前期比▲1.1%→同▲1.3%)、民間在庫変動(前期比・寄与度0.3%→同0.1%)、公的固定資本形成(前期比▲1.5%→同▲2.0%)、外需(前期比・寄与度0.1%→同0.0%)が下方修正された。

2021年7-9月期の実質GDP成長率は1次速報から若干下方修正されたが、緊急事態宣言長期化や世界的な供給制約の影響で国内民間需要(消費、住宅、設備)が軒並み大きく落ち込んだという姿は1次速報と変わらない。

2021年7-9月期の2次速報と同時に2020年度の第一年年次推計値が公表され、実質GDP成長率は速報値の▲4.4%から▲4.5%へと下方修正された。民間消費(前年比▲5.8%→同▲5.5%)は上方修正されたが、設備投資(前年比▲6.9%→同▲7.5%)、政府消費(前年比3.4%→同2.5%)が下方修正された。また、2019年度の第一年年次推計値が第二年年次推計値となり、実質GDP成長率は▲0.5%から▲0.7%へと下方修正された。

2020年度GDP年次推計の結果

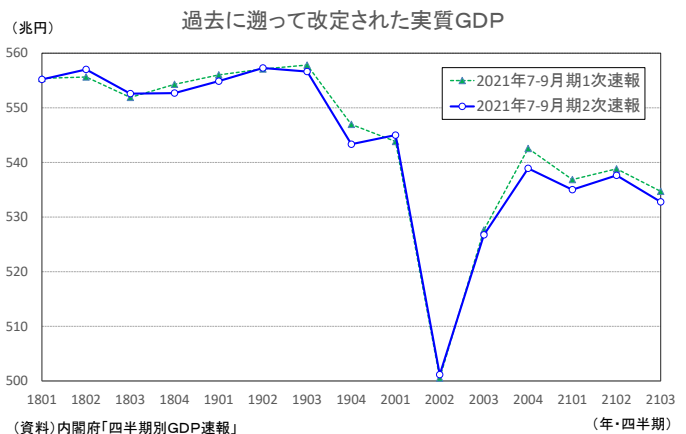
	2019年度			2020年度		
	第一次年次推計	第二次年次推計	差	速報	第一次年次推計	差
実質GDP	▲0.5	▲0.7	▲0.2	▲4.4	▲4.5	▲0.1
内需	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲3.8	▲3.9	▲0.1
(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲3.8)	(▲3.9)	(▲0.1)
民間需要	▲0.7	▲1.0	▲0.3	▲6.3	▲6.2	0.1
(寄与度)	(▲0.6)	(▲0.7)	(▲0.1)	(▲4.7)	(▲4.7)	(0.0)
民間最終消費支出	▲1.0	▲1.0	0.0	▲5.8	▲5.5	0.3
民間住宅	2.5	2.6	0.1	▲7.2	▲7.8	▲0.6
民間企業設備	▲0.6	▲0.6	0.0	▲6.9	▲7.5	▲0.6
民間在庫変動(寄与度)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.0)
公的需要	2.0	2.1	0.1	3.5	3.0	▲0.5
(寄与度)	(0.5)	(0.5)	(0.0)	(0.9)	(0.8)	(▲0.1)
政府最終消費支出	2.0	2.1	0.1	3.4	2.5	▲0.9
公的固定資本形成	1.5	1.6	0.1	4.2	5.1	0.9
財貨・サービスの純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(▲0.4)	(0.0)	(▲0.6)	(▲0.7)	(▲0.1)
財貨・サービスの輸出	▲2.2	▲2.2	0.0	▲10.4	▲10.5	▲0.1
財貨・サービスの輸入	0.2	0.2	0.0	▲6.8	▲6.6	0.2
名目GDP	0.3	0.2	▲0.1	▲3.9	▲3.9	0.0
GDPデフレーター	0.9	0.8	▲0.1	0.6	0.7	0.1

(資料)内閣府「国民経済計算(GDP統計)」

四半期毎の成長率も過去に遡って改定され、新型コロナウイルス感染症の流行が始まった2020年1-3月期が前期比年率▲2.3%のマイナス成長から同1.2%のプラス成長へと上方修正される一方、2020年4-6月期から10-12月期までの成長率は下方修正された。

なお、消費税率引き上げ前の2019年7-9月期が前期比年率0.5%のプラス成長から同▲0.5%のマイナス成長へと下方修正されたため、実質GDPの直近のピークはこれまでの2019年7-9月期から2019年4-6月期に変わった。

四半期毎の成長率が大きく改定されたのは、2021年1-3月期までの計数が速報値から年次推計値に改定されたことに加え、季節調整におけるダミー変数が変更されたためである。2020年1-3月期以降の季節調整は、これまで新型コロナウイルス感染症の影響を考慮して、大半の需要項目で異常値処理のダミー変数が設定されてきた。2020年1-3月期以降1年以上が経過しデータがある程度蓄積して



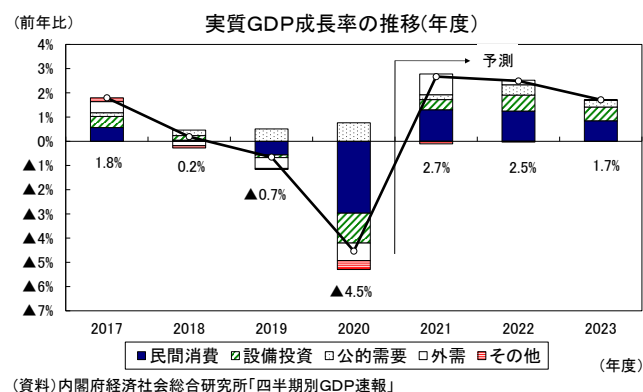
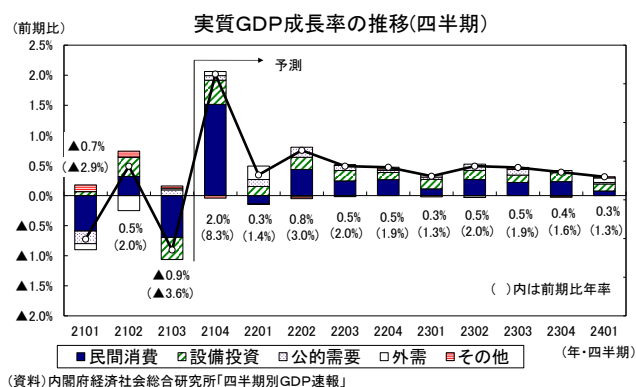
きた中、年次推計（2021年7-9月期2次速報）のタイミングで、改めて異常値処理を行った上で、新しい季節調整モデルを用いて季節調整がかけなおされたため、四半期毎の成長率の改定幅が比較的大きくなった。

2019年7-9月期の実質GDPの水準は1次速報から▲0.4%低下したが、コロナ前（2019年10-12月期）の水準は1次速報から▲0.7%低下した。この結果、1次速報では、2021年7-9月期の実質GDPはコロナ前（2019年10-12月期）の水準を▲2.2%下回っていたが、2次速報ではコロナ前からの乖離幅は▲1.9%に縮小した。

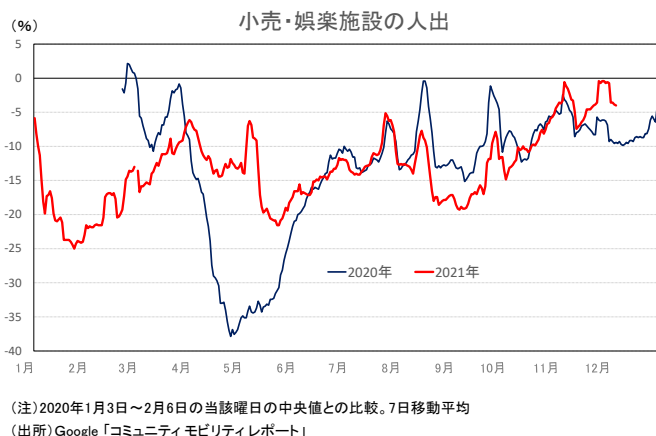
2. 実質成長率は2021年度2.7%、2022年度2.5%、2023年度1.7%を予想

（実質GDPが直近のピークを超えるのは2023年度）

2021年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/16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2.7%、2022年度が2.5%、2023年度が1.7%と予想する。2019年7-9月期の成長率は下方修正されたが、新型コロナウイルスの感染状況が想定よりも落ち着いており、消費が上振れする可能性が高まったことを受け、2021年10-12月期の成長率見通しを前期比年率7.3%から同8.3%へ上方修正した。この結果、2021年度の成長率見通しを11月時点から0.1%上方修正した。2022年度、2023年度の見通しは変更していない。

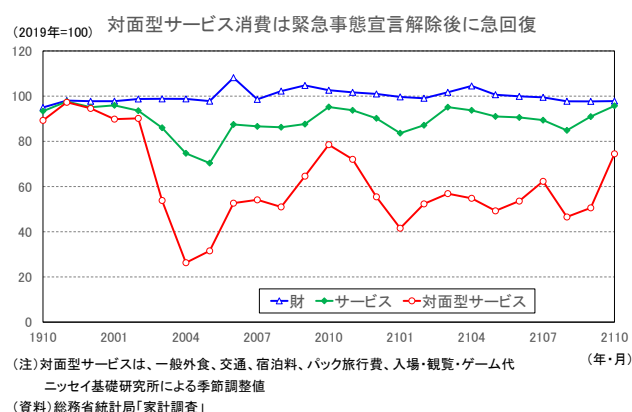
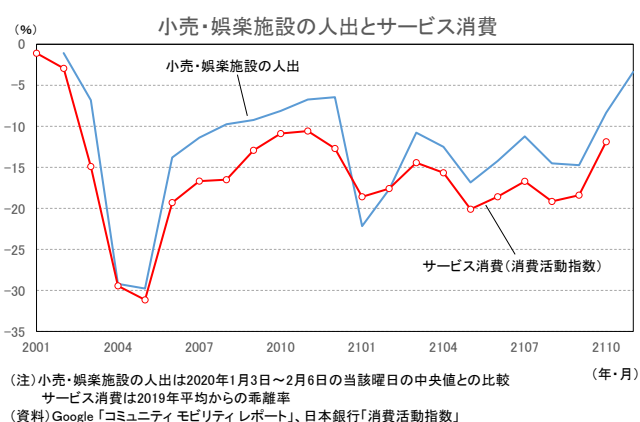


2021年に入ってからほとんどの期間で実施されていた緊急事態宣言、まん延防止等重点措置は9月末で解除された。人流データ（小売・娯楽施設の人出）を確認すると、2021年夏場の人出は前年を下回ったが、緊急事態宣言の解除を受けて持ち直している。10月の人出は感染症への警戒感が残っていることもあり前年とほぼ同水準にとどまっていたが、新型コロナウイルスの感染者数が低水準で推移していることを反映し、11月に入ってから前年の水準を明確に上回っている。

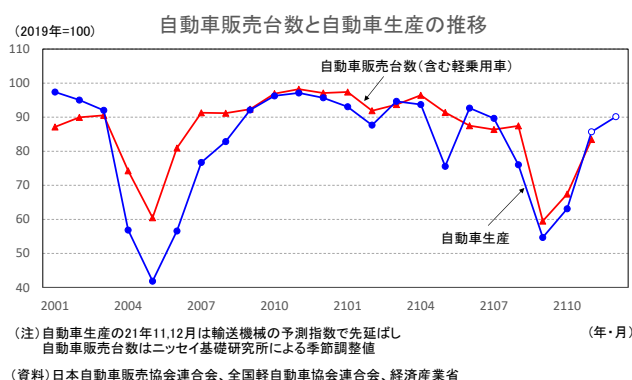


2021年10月以降の消費関連指標は、緊急事態宣言の解除を受けて、これまで低迷が続いてきた旅行、宿泊などの対面型サービスを中心に個人消費が急回復していることを示している。

日本銀行の「消費活動指数」によれば、2021年10月の実質消費活動指数（旅行収支調整済）は前月比4.3%の増加となり、特に人出との連動性が高いサービス消費が同8.0%の高い伸びとなった。11月の人出が10月よりも明確に増えていることを踏まえると、11月のサービス消費はさらに水準を切り上げる可能性が高い。また、総務省統計局の「家計調査」によれば、対面型サービス消費（一般外食、交通、宿泊料、パック旅行費、入場・観覧・ゲーム代）は、2020年秋頃にいったんコロナ前の8割程度の水準まで回復した後、2021年入り後は緊急事態宣言の再発令を受けて5割前後の水準に落ち込んでいたが、2021年10月は緊急事態宣言の解除を受けて前月比47.4%と急回復し、2020年秋頃の水準に戻った。



夏場の景気を大きく下押しした供給制約も和らぎつつある。自動車生産は、半導体不足や東南アジアからの部品調達難の影響で、2021年7月から9月までの3ヵ月で40%以上減少し、このことが自動車販売の急速な落ち込みにつながっていた。しかし、10月の自動車生産は前月比15.4%と4ヵ月ぶりの増加となり、自動車を含む輸送機械の予測指数は11月が前月比35.8%、12月が同5.2%の大幅増産計画となっている。また、自動車販売は9月に前月比▲32.0%（ニッセイ基礎研究所による季節調整値）と大きく減少した後、10月が同13.3%、11月が同23.8%の増加となり、9月の落ち込みの8割以上を取り戻した。供給制約に伴う自動車生産の落ち込みには歯止めがかかっており、先行きは挽回生産とそれに伴う販売増が期待できるだろう。

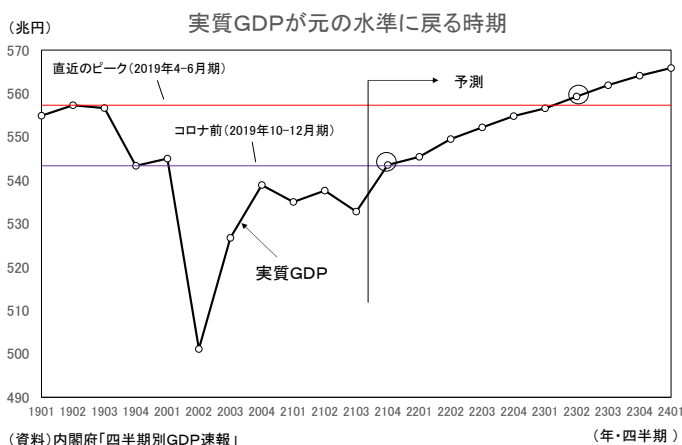


2021年10-12月期は前期比年率8.3%の高成長になると予想する。緊急事態宣言の解除を受けて外食、旅行などの対面型サービス消費が回復し、民間消費が前期比2.8%の高い伸びとなることが高成長の主因となる。7-9月期に減少した設備投資も、企業収益の改善を背景に基調としては持ち直しの動きが続いており、10-12月期は増加に転じる可能性が高い。

この結果、2021年10-12月期の実質GDPはコロナ前（2019年10-12月期）の水準を上回ることが予想される。ただし、2019年10-12月期は消費税率引き上げの影響で前期比年率▲9.2%の大幅マイナス成長となっており、新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化する前に平常時よりも経済活動の水準が落ち込んでいた。コロナ前（2019年10-12月期）の実質GDPは直近のピーク（2019年4-6月期）より▲2.5%も低い。実質GDPがコロナ前の水準を回復したとしても経済正常化が実現したとはいえない。

先行きの日本経済はこれまでと同様に、新型コロナウイルスの感染動向とそれに対応する公衆衛生上の措置によって大きく左右される展開が続くだろう。現在、日本では感染状況が非常に落ち着いた状態が維持されているが、世界的にはいったん落ち着いた感染者数が再び増加している国が散見される。日本でも、オミクロン株の流行などによって、今後感染者数が増加に転じる可能性は否定できず、その際に緊急事態宣言などの行動制限の強化に踏み切れば、対面型サービス消費を中心に経済活動が再び落ち込むリスクがある。一方、医療体制の拡充や医療資源の適正な配分などを十分に進めておけば、感染者数が一定程度増加しても経済活動を制限する必要性は低下し、景気が大きく上振れる可能性がある。

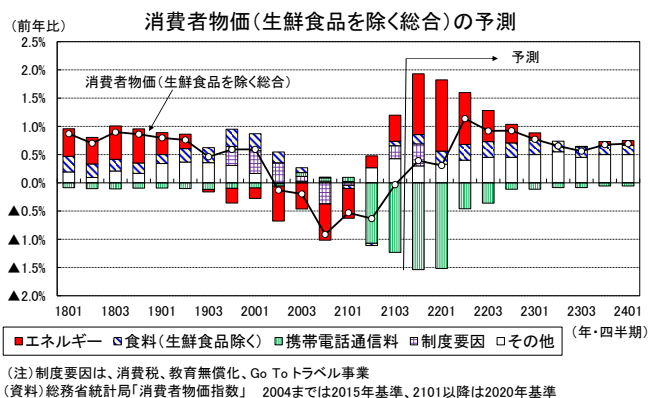
現時点では、実質GDPの水準がコロナ前（2019年10-12月期）を上回るのは2021年10-12月期、直近のピーク（2019年4-6月期）に戻るには2023年4-6月期と予想している。



（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、2021年9月に前年比0.1%と1年6ヵ月ぶりのプラスとなった。携帯電話通信料の大幅下落がコアCPI上昇率を▲1%以上押し下げる一方、原油高に伴うエネルギー価格の上昇、「Go To トラベル事業」停止による宿泊料の上昇がコアCPIの押し上げ要因となっている。

一時、1バレル=80ドル台まで上昇した原油価格（ドバイ）はオミクロン株への懸念などから70ドル前後まで下落しているが、原油高の影響が遅れて反映される電気代、ガス代の上昇ペースは今後加速することが見込まれる。エネルギー価格の上昇率は10月の前年比11.3%から2022年初にかけて20%近くまで高まり、CPI上昇率への寄与度は10月の0.83%から1%台前半まで高まる可能性が高い。また、原材料価格上



昇によるコスト増を転嫁する動きが広がることにより、食料（生鮮食品を除く）の伸びも一段と高まることを見込まれる。

コア CPI はエネルギー価格の上昇ペース加速を主因として 2021 年末にはゼロ%台半ばまで伸びを高める可能性が高い。「Go To トラベル」停止による押し上げ効果が剥落する 2022 年 1 月以降はいったん伸びが低下するが、携帯電話通信料の大幅下落の影響が縮小する 2022 年度入り後には、コア CPI 上昇率は 1%台前半まで加速す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、2021 年度が前年比 0.0%、2022 年度が同 0.9%、2023 年度が同 0.7%と予想する。

日本経済の見通し (2021 年 7-9 月期 2 次 QE(12/8 発表)反映後)

(単位: %)

前四半期 (2021.11)

	2020年度				21/4-6				22/4-6				23/4-6				2021年度			2022年度			2023年度		
	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	
実質 GDP	▲4.5	2.7	2.5	1.7	0.5	▲0.9	2.0	0.3	0.8	0.5	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	2.6	2.5	1.7						
内需寄与度	(▲3.9)	(1.9)	(2.3)	(1.7)	(0.7)	(▲0.9)	(2.0)	(0.1)	(0.8)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(1.8)	(2.2)	(1.6)						
内、民需	(▲4.7)	(1.6)	(1.9)	(1.4)	(0.7)	(▲1.0)	(1.9)	(0.0)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(1.5)	(1.7)	(1.3)						
内、公需	(0.8)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.4)	(0.3)						
外需寄与度	(▲0.7)	(0.9)	(0.2)	(0.0)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.8)	(0.3)	(0.2)						
民間最終消費支出	▲5.5	2.4	2.3	1.6	0.6	▲1.3	2.8	▲0.3	0.8	0.5	0.5	0.2	0.5	0.4	0.4	0.1	2.6	2.2	1.3						
民間住宅	▲7.8	▲0.6	▲1.1	0.1	1.0	▲1.6	0.8	▲1.2	▲0.5	0.3	0.8	▲0.9	▲0.1	0.9	▲0.6	0.3	▲0.8	▲1.0	0.5						
民間企業設備	▲7.5	2.6	4.1	3.5	2.0	▲2.3	2.5	0.9	1.3	1.1	0.7	1.0	0.9	0.7	0.9	0.7	1.6	4.0	3.5						
政府最終消費支出	2.5	2.3	1.3	0.9	0.7	1.0	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	2.7	1.3	0.9						
公的固定資本形成	5.1	▲3.0	2.8	1.6	▲2.6	▲2.0	▲1.2	1.0	2.3	0.7	0.3	▲0.1	0.8	0.5	0.4	▲0.1	▲3.4	2.5	1.6						
輸出	▲10.5	12.1	4.7	3.8	2.5	▲0.9	1.1	1.9	1.4	0.8	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8	1.1	11.6	4.4	4.0						
輸入	▲6.6	6.9	3.7	3.7	3.9	▲1.0	0.7	0.8	1.5	0.9	1.1	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8	7.0	2.8	3.2						
名目 GDP	▲3.9	1.5	2.9	2.4	0.1	▲1.0	1.1	0.8	0.9	0.9	0.6	0.4	0.6	0.9	0.5	0.3	1.4	2.9	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。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位: %)

	2020年度				21/4-6				22/4-6				23/4-6				2021年度			2022年度			2023年度		
	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	
総工業生産 (前期比)	▲9.5	6.5	3.3	2.3	1.1	▲3.7	1.0	2.4	1.1	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.3	6.4	3.2	2.1						
国内企業物価 (前年比)	▲1.4	6.5	1.9	0.7	4.6	6.0	8.6	6.9	4.4	2.3	0.4	0.8	1.1	0.8	0.5	0.5	6.5	1.8	0.6						
消費者物価 (前年比)	▲0.2	▲0.1	0.9	0.7	▲0.8	▲0.2	0.5	0.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	▲0.0	0.9	0.7						
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.4	0.0	0.9	0.7	▲0.6	0.0	0.4	0.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.1	0.9	0.7						
(消費税除き)	(▲0.9)	(0.0)	(0.9)	(0.7)	(▲0.6)	(0.0)	(0.4)	(0.3)	(1.1)	(0.9)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.1)	(0.9)	(0.7)						
経常収支 (兆円)	16.3	12.1	10.6	12.3	18.9	11.6	8.0	9.9	10.4	9.7	11.5	10.9	11.6	11.9	13.5	12.3	11.3	10.9	13.4						
(名目 GDP 比)	(3.0)	(2.2)	(1.9)	(2.2)	(3.5)	(2.1)	(1.5)	(1.8)	(1.9)	(1.7)	(2.1)	(1.9)	(2.1)	(2.1)	(2.3)	(2.1)	(2.1)	(1.9)	(2.3)						
失業率 (%)	2.9	2.9	2.8	2.7	2.9	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.9	2.8	2.7						
住宅着工戸数 (万戸)	81.2	86.7	84.3	84.2	87.5	87.6	86.7	84.9	84.2	84.3	84.9	83.8	83.7	84.4	84.0	84.6	86.5	84.4	84.5						
10年国債利回り (定期基準)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2						
為替 (円/1ドル)	106	111	115	117	109	110	114	112	114	114	115	115	116	116	117	117	112	114	116						
原油価格 (CIF, 1バレル)	43	74	78	80	67	73	82	75	77	78	78	78	79	79	80	80	77	79	81						
経常利益 (前年比)	▲15.6	29.2	10.3	9.2	93.9	35.1	8.0	4.9	5.9	15.2	11.9	9.8	9.6	9.5	9.9	8.0	28.3	11.2	8.4						

(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「総工業指数」、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はありません。