

農林中金総合研究所 2020～22年度経済見通し

ワクチン接種効果で21年度下期に回復本格化へ

～ 日本経済見通し: 2020年度: ▲5.0% (上方修正※)、
21年度: +3.7% (上方修正※)、22年度: 2.2% ～

※20年12月時点の当総研見通し(20年度: ▲5.5%、21年度+3.0%)との比較

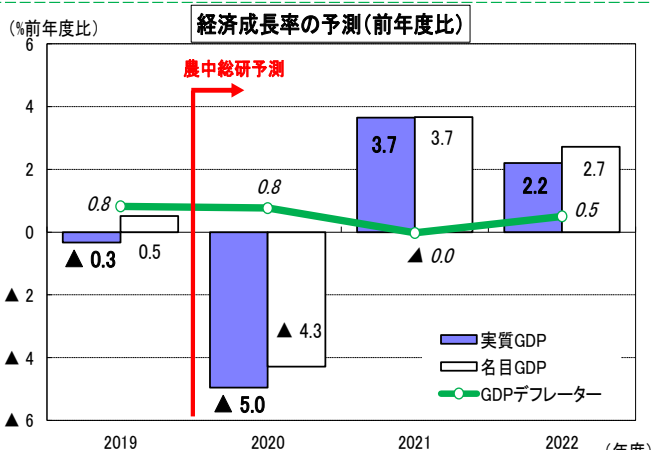
2021年2月18日

お問い合わせ先: (株)農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班
内容について: 03-6362-7758
その他(配送など): 03-6362-7757

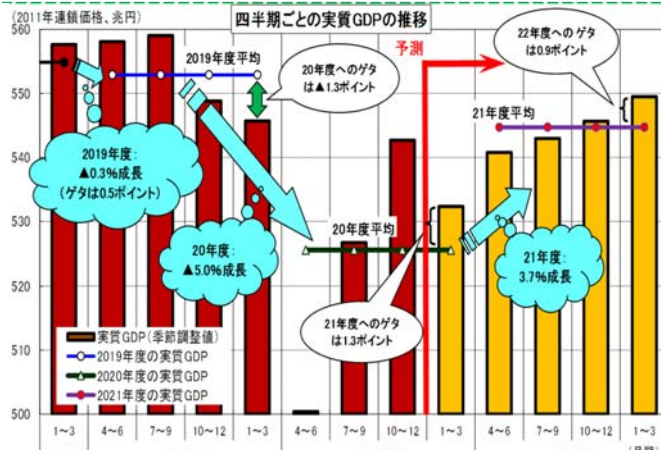
無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 新型コロナウイルス感染症のパンデミック化によって2020年前半の内外経済は大打撃を受けたが、感染が一旦収束に向かった年半ば以降は経済活動の再開が徐々に進められてきた。10～12月期には需要喚起策の効果もあり、日本は年率12.7%と主要国の中では最も高い経済成長を達成した。
- しかし、年末にかけて感染拡大が再び広がったことで消費者の自粛ムードが強まったほか、GoToトラベル事業などが一時停止されたこともあり、足元1～3月期は3四半期ぶりのマイナス成長が見込まれる。コロナ・ワクチンの接種が開始されたことで景気回復期待が浮上しているが、集団免疫を獲得するまでは景気の回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。一方で、多くの国民のワクチン接種が広がる21年度下期以降は経済活動の正常化が本格的に進むだろう。
- 20年度の経済成長率は▲5.0%と、6年ぶりかつ戦後最大のマイナスとなるが、21年度は3.7%とプラスに転じ、22年度も2.2%と潜在成長率を大きく上回って推移するだろう。ただし、GDPの直近ピーク水準(19年7～9月期)の回復は23年度以降になるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2020年10～12月期まで実績、それ以降は当総研予測

目次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	21
4 日本経済・物価の見通し	24

見通し担当者：
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

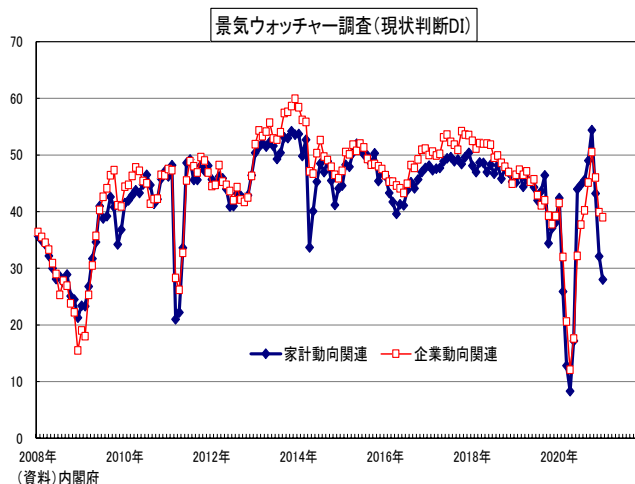
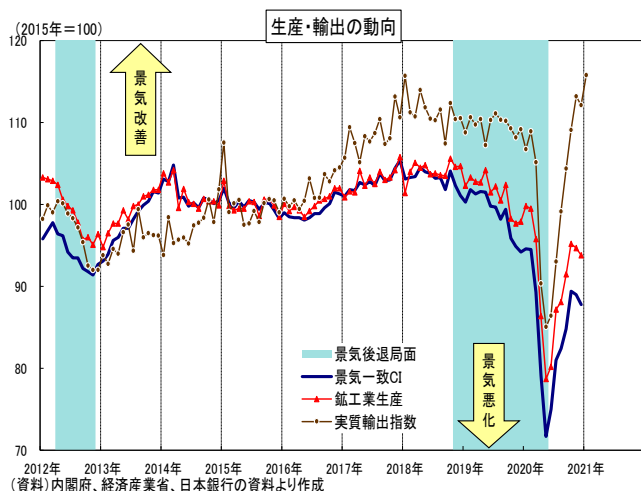
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

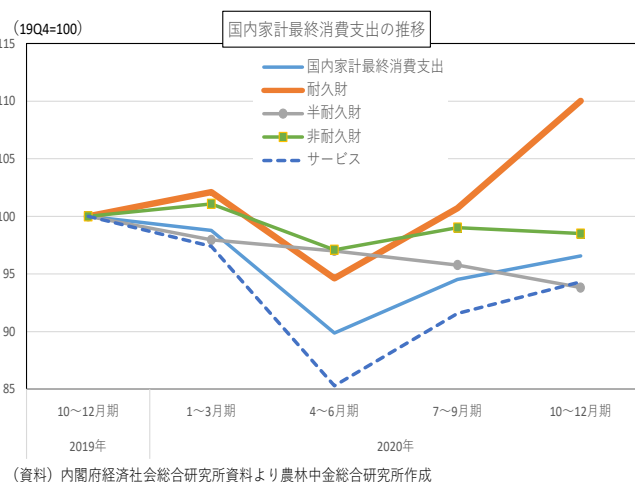
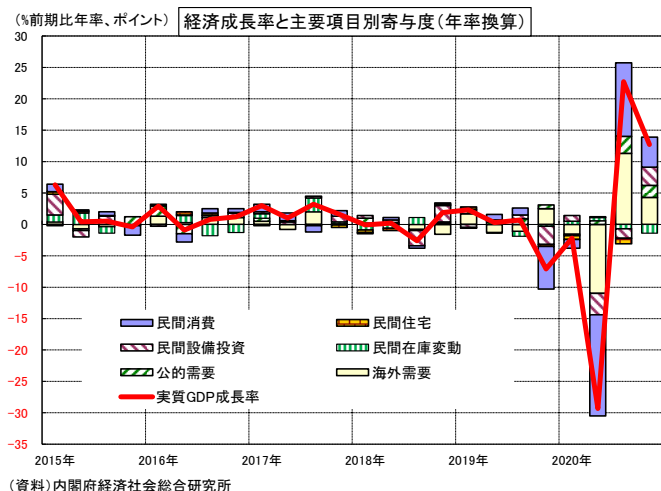
- 景気動向：持ち直し基調は維持しているが、感染再拡大によって年末以降は足踏みも
 - － 消費、生産、輸出など主要指標はいずれも5月に底入れし、その後は持ち直してきたが、直近は回復一服も
 - ・ 12月の主要な消費関連指標は軒並み悪化（消費総合指数は2ヶ月連続の低下）
 - ・ 12月の鉱工業生産指数、第3次産業活動指数はいずれも2ヶ月連続の低下
 - ・ 12月の実質輸出指数は7ヶ月ぶりに低下したが、旧正月要因により21年1月は3年ぶりに過去最高を更新
 - － 12月の景気動向指数によれば、CI一致指数は2ヶ月連続の低下、これに基づく景気の基調判断は5ヶ月連続で「下げ止まり」
 - － 一方、1月の景気ウォッチャー調査によれば、年明けにかけて新型コロナの感染拡大が急速に広がったことから、現状判断DIは3ヶ月連続で悪化、前回の緊急事態宣言解除直後の20年6月の水準を割り込んだ



農林中金総合研究所

4

- 10～12月期GDP:2四半期連続のプラス成長(前期比3.0%、同年率12.7%)
 - GoToキャンペーン事業などの効果に加え、米国・中国向けの輸出が好調で、2四半期連続のプラス成長
 - 7～9月期に続き、民間消費(前期比2.2%)、輸出等(同11.1%)が増加したほか、民間住宅投資(同0.1%)、民間企業設備投資(同4.5%)も増加に転じた(それぞれ2四半期ぶり、3四半期ぶり)
 - 外需寄与度(対前期比成長率)も1.0ポイントと2四半期連続のプラス
 - 4～6月期の実質GDP減少幅:45兆円に対して、20年下期の2四半期累計で42兆円、93%を回復(直近ピークの19年7～9月期からの減少幅:59兆円に対しては72%を回復)
 - 一方、需給バランスが崩れたままであることから、GDPデフレーターは前年比0.2%へ大幅鈍化
 - この結果、20年の実質成長率は▲4.8%と、11年ぶりのマイナス成長(09年は▲5.7%)

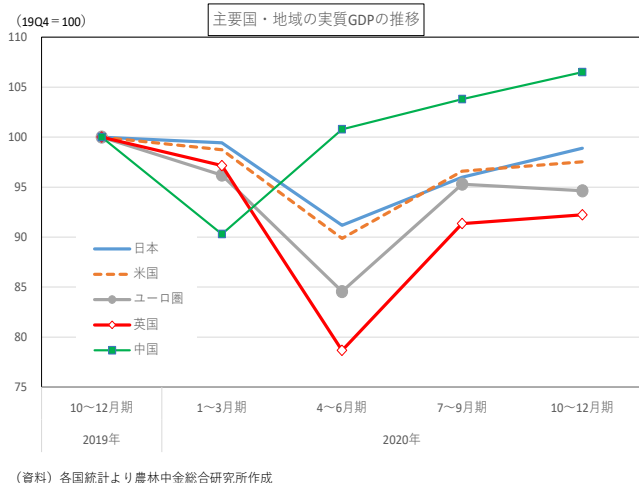


農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

- 新型コロナの感染拡大が一旦収まった後、主要国では移動制限など厳しい感染防止措置を緩和、経済活動を再開していったが、冬季を前に感染が再拡大、再び規制が強化された
 - 中国以外の主要国は、まだコロナ前のGDP水準を回復できず
- 国際機関による世界経済見通し:21年後半以降の成長加速を見込む
 - IMF世界経済見通し(21年1月発表)では、新たな感染の波や変異型ウイルスの登場など懸念は残るものの、コロナ・ワクチンの接種開始や一部の主要国での大規模な財政出動の効果も踏まえ、21年下半期に成長が加速すると予測
 - 21年の世界全体の成長率は前年比5.5%、22年も同4.2%との見通し
 - ただし、国・地域によって成長率にばらつきが見られる可能性も



2021～22年 IMF世界経済見通し

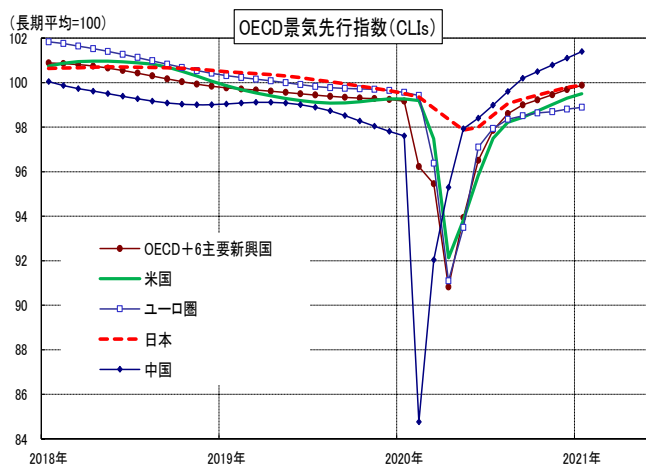
	2019年	2020年	2021年	2022年
世界全体(実質経済成長率)	2.8	▲3.5	5.5	4.2
先進国	1.6	▲4.9	4.3	3.1
米国	2.2	▲3.4	5.1	2.5
ユーロ圏	1.3	▲7.2	4.2	3.6
ドイツ	0.6	▲5.4	3.5	3.1
フランス	1.5	▲9.0	5.5	4.1
イタリア	0.3	▲9.2	3.0	3.6
スペイン	2.0	▲11.1	5.9	4.7
英国	1.4	▲10.0	4.5	5.0
日本	0.3	▲5.1	3.6	2.4
新興国・発展途上国	3.6	▲2.4	6.3	5.0
中国	6.0	2.3	8.1	5.6
インド	4.2	▲8.0	11.5	6.8
ブラジル	1.4	▲4.5	3.6	2.6
ロシア	1.3	▲3.6	3.0	3.9
南アフリカ	0.2	▲7.5	2.8	1.4
ASEAN5	4.9	▲3.7	5.2	6.0
世界貿易数量(財・サービス)	1.0	▲9.6	8.1	6.3

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2021年1月)』

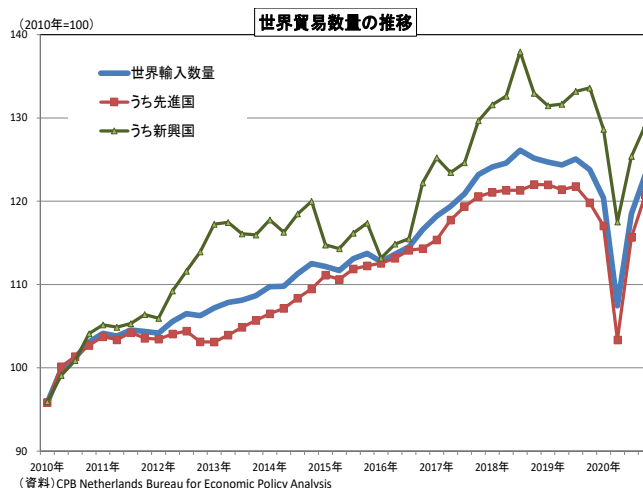
農林中金総合研究所

6

- OECD景気先行指数(CLI) : 先行きの回復継続を示唆
 - 強権的ながらもコロナ感染を早い段階で抑制できた中国は堅調で、既に長期平均(≒趨勢)を上回っての推移
 - それに日米が追随するが、ユーロ圏は出遅れ気味
- 世界貿易 : 先進国でコロナ前の水準回復
 - 世界貿易数量は20年4~6月期に前期比▲12.1%と大きく悪化(3四半期連続のマイナス)した後、持ち直しに転じ、11月には前年水準を回復
 - ただし、新興国の貿易量の回復には鈍さも



(資料) OECD (注) 6主要新興国: ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

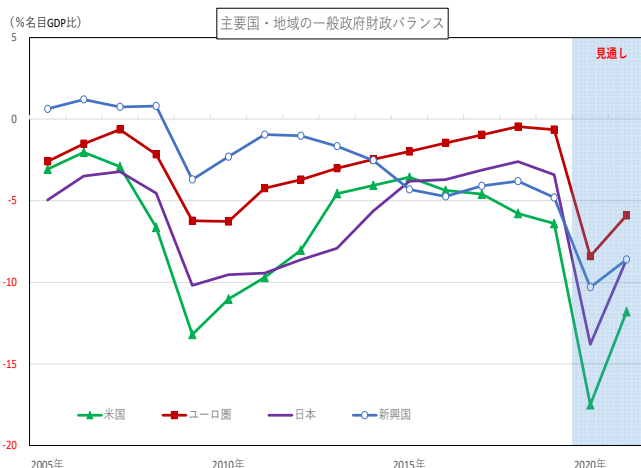


(資料) CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

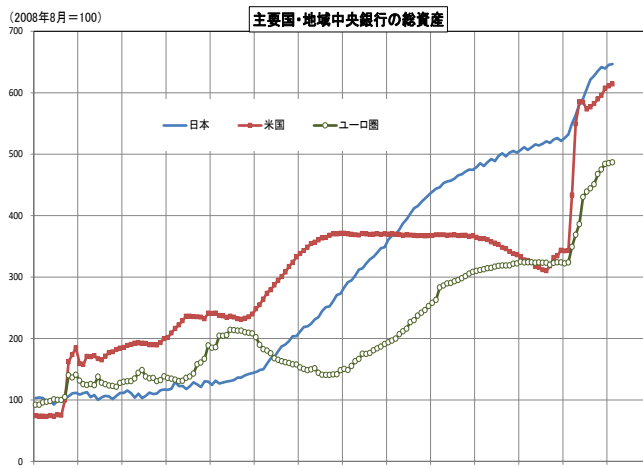
農林中金総合研究所

7

- 主要国政府はコロナ禍への対応として大規模な財政政策を断続的に発動
 - コロナ禍に対して世界全体で14兆ドルの大規模な財政政策が打たれ、世界経済全体の持ち直しに貢献した半面、先進国を中心に財政収支が大幅に悪化した状態がしばらく継続することが見込まれる
 - IMFによれば、20年の先進国の政府債務はGDP比123%(19年:105%)、21年は同125%へ膨張、その後も高止まりが続くとの見通し
- 主要中央銀行も同様に、ゼロ金利政策の復活や資産買入の強化、さらには企業の資金繰り支援など異例の政策運営で対応
 - 各中央銀行のバランスシートやマネーストックは急拡大を続けており、過剰流動性が発生



(資料) IMF WEO Databaseより農林中金総合研究所作成



(資料) 各中央銀行の資料より作成

農林中金総合研究所

8

2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向: コロナ・ワクチンの普及と追加経済対策で回復加速
 - 20年10～12月期のGDPは前期比年率4.0%成長(速報)
 - 新型コロナウイルス感染拡大前に比べ依然として約1,000万人の雇用が喪失している
 - 足元では、行動制限の影響から雇用の回復は鈍く、消費者マインドも頭打ち
 - 見通しのポイントとしては、コロナ・ワクチンが普及するとの仮定のもと、①21年半ばから回復が加速すること、②バイデン政権による1.9兆ドル規模の追加経済対策による下支えが想定されること、③米中対立の再燃から、貿易の回復テンポは鈍化すること、などが挙げられる
 - 成長率見通し: 21年は5.0%、(前回見通し(4.3%)から上方修正)、22年は3.7%

予測表(四半期)

(予測→)

	単位	2020年				2021年				2022年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	▲ 5.0	▲ 31.4	33.4	4.0	3.9	6.0	5.6	3.8	3.8	2.6	2.3	2.4
個人消費支出	%	▲ 6.9	▲ 33.2	41.0	2.5	6.1	7.8	7.6	4.5	3.5	2.6	2.3	2.3
民間設備投資	%	▲ 6.7	▲ 27.2	22.9	13.8	8.1	4.4	3.6	3.5	2.8	2.8	2.8	2.7
民間住宅投資	%	19.0	▲ 35.6	63.0	33.5	19.2	8.5	5.5	0.0	0.0	▲ 2.6	▲ 3.7	▲ 4.3
輸出	%	▲ 9.5	▲ 64.4	59.6	22.0	7.8	6.2	5.2	6.9	5.9	5.8	5.7	4.8
輸入	%	▲ 15.0	▲ 54.1	93.1	29.5	6.3	8.4	5.8	4.6	3.4	2.2	1.6	1.1
政府支出	%	1.3	2.5	▲ 4.8	▲ 1.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	▲ 30.3	▲ 442.4	130.9	23.9	35.0	55.0	65.0	55.0	50.0	45.0	40.0	35.0
失業率	%	3.8	13.0	8.8	6.8	6.0	6.0	5.5	5.0	4.8	4.8	4.7	4.6
賃金上昇率	%	3.2	6.5	4.6	4.8	4.5	4.4	4.3	4.2	4.0	3.8	3.6	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.8	0.9	1.4	1.4	1.5	2.2	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
FFレート誘導水準	%	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25
10年物国債利回り	%	0.7	0.7	0.7	0.9	1.3	1.4	1.7	1.7	1.8	2.0	2.2	2.3

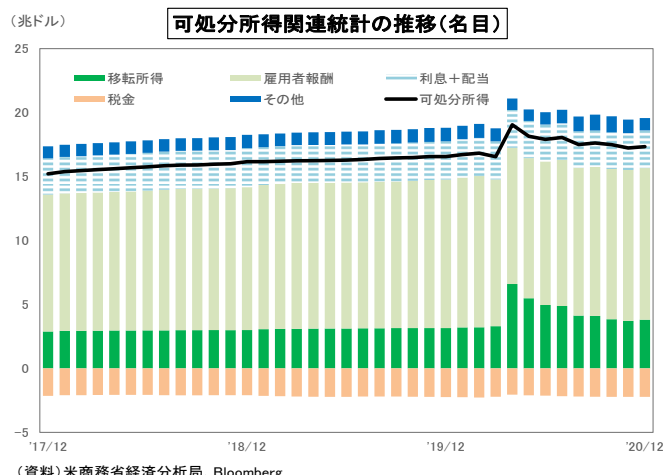
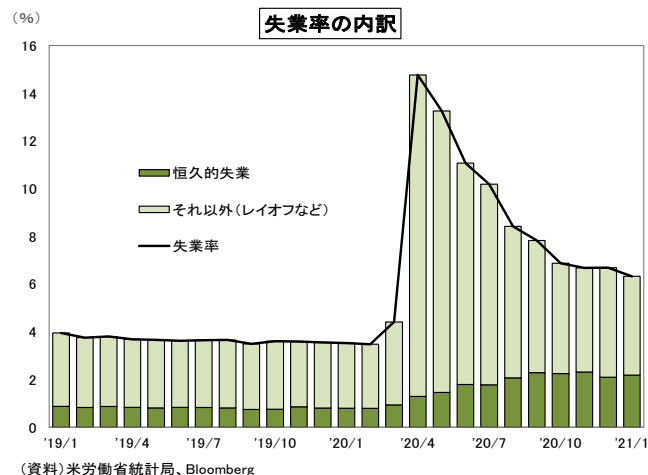
(資料) 米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(注意) GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

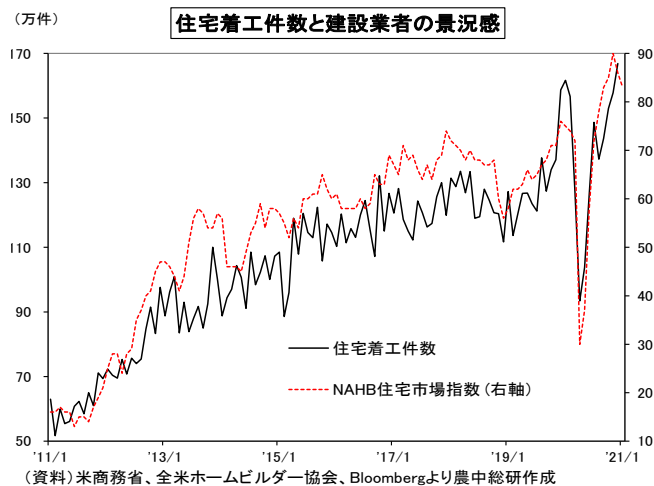
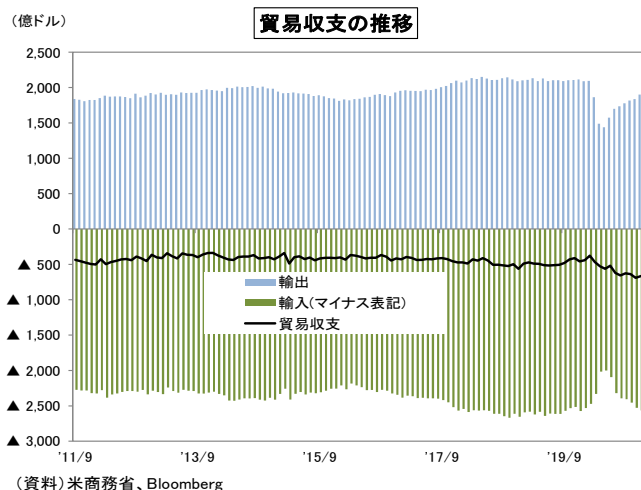
農林中金総合研究所

9

- 雇用: 急速な雇用喪失と緩慢な回復
 - 労働者の16%に相当する2,079万人が失業した20年4月に比べ、累計で1,247万人の雇用が回復したが、足元の回復ペースは鈍化している
 - 感染拡大への警戒や行動様式の変化から、雇用の戻りは緩やかなペースにとどまると思われる
 - 恒久的失業者率が高止まりしており、労働市場回復の足かせにもなりうる
- 消費: 底堅い回復ペースを想定
 - 現金給付や失業給付、追加経済対策が下支えとなり、21年半ばにかけて消費の回復ペースは加速すると思われる
 - ワクチン普及の遅れ次第では下振れも



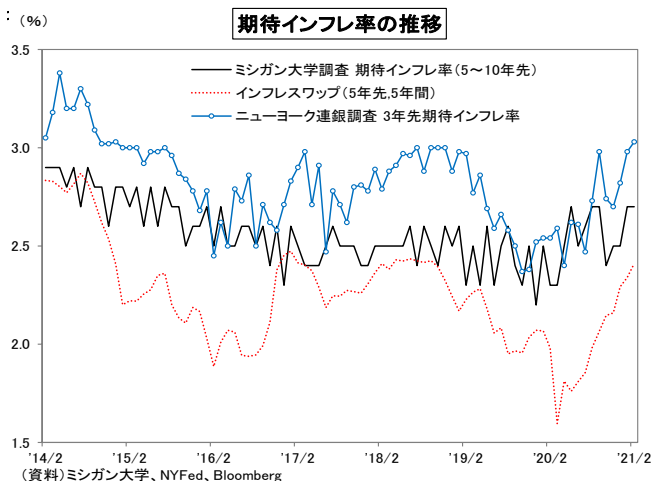
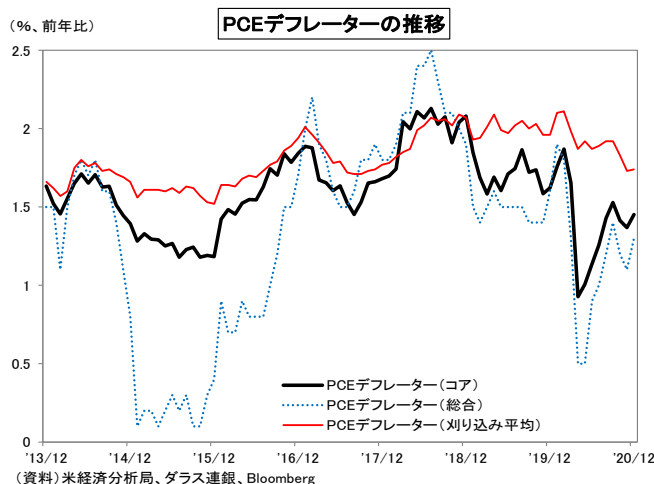
- 貿易: 鈍い回復を想定
 - 米中対立や中国企業の締め出しもあり、回復テンポは鈍いと想定
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - バイデン政権による経済対策により、設備投資は促進されると見込む
 - また、コロナ後の回復局面で顕著であった「装置」と「知的財産」への投資の底堅さが継続と思われる
- 住宅投資: 底堅いが鈍化する見込み
 - 超緩和的な金融環境と、歴史的な低水準の住宅ローン金利が下支えとなり、住宅投資は底堅い推移を見込む
 - ただし、長期金利の上昇に伴い、次第に鈍化すると想定



農林中金総合研究所

11

- インフレ率:
 - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.4~1.5%で推移、21年半ばに前年の反動で一時的に高まる可能性
- 金融政策:
 - 20年8月のFOMCで2%の平均インフレ目標を導入、雇用最大化を目指す中で2%超のインフレが容認された
 - 21年後半にかけて、テーパリング(バランスシート拡大ペースの縮小)をめぐる議論が本格化すると予想
- 財政政策:
 - バイデン政権は、主要給付金が失効する3月14日より前に、1.9兆ドル規模の追加経済対策の成立を目指す



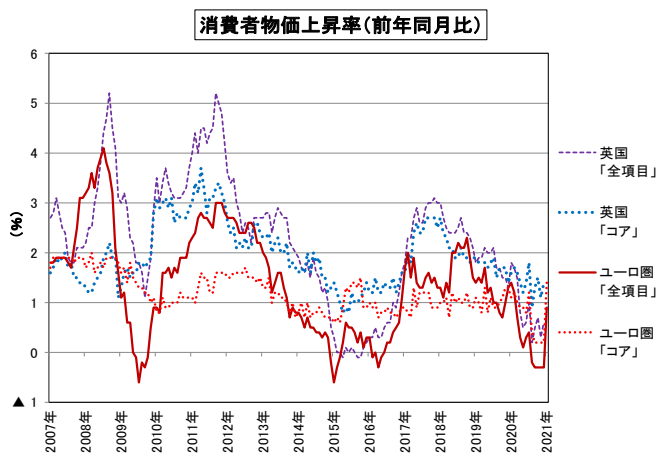
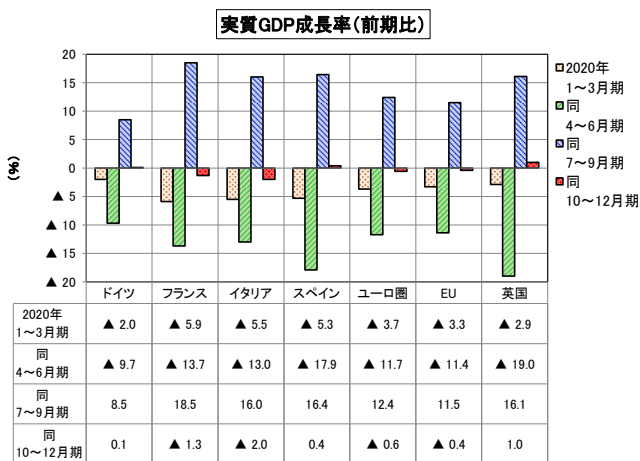
農林中金総合研究所

12

2 世界経済の動向 ③欧州

・ 景気動向(20年10～12月期の実質GDP成長率)

- 20年3月から本格化した感染症の拡大で、4～6月期に実質GDP成長率は大幅に下落
- 7～9月期には経済活動は回復したものの、10～12月期には感染症の再拡大で経済活動は減速、縮小
- 10～12月期には、
 - ユーロ圏では前期比成長率は▲0.6%(7～9月期:12.4%)、前年同期比成長率は▲5.0%(同:▲4.3%)
 - EUでは、前期比成長率は▲0.4%(7～9月期:11.5%)、前年同期比成長率は▲4.8%(同:▲4.2%)
 - 英国では、前期比成長率は1.0%(7～9月期:16.1%)、前年同期比成長率は▲7.8%(同:▲8.7%)
- 21年1月以降も外出制限などが継続されており、1～3月期は前期比マイナス成長となる見込み
- また、新型コロナワクチンの接種に遅れが生じている点も景気回復の懸念点



農林中金総合研究所

13

・ 主要な経済指標

- 20年10～12月期には、全般に、消費の低迷が続く一方で受注や生産は徐々に回復の方向
- ただし、外出などの制限の時期や強度が各国の月々の経済情勢を大きく左右
- ユーロ圏
 - 20年12月の小売売上高は、前月比で2.0%の上昇となり、前年同月比では0.6%の上昇
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.6%の低下となり、前年同月比では0.8%の低下
 - 同月の失業率は8.3%と、前月から横ばい
- ドイツ
 - 20年12月の小売売上高は、前月比で9.6%の低下となり、前年同月比では1.1%の低下
 - 同月の製造業受注指数は、前月比で1.9%の低下であったが、前年同月比では6.4%の上昇
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月から変わらず、前年同月比では1.0%の低下
 - 同月の輸出額は、前月比で0.1%の上昇ながら、前年同月比では3.3%の低下
 - 同月の失業率は4.6%と、前月の4.5%から上昇
- 英国
 - 20年12月の小売売上高は、前月比で0.4%の上昇となり、前年同月比では6.4%の上昇
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.1%の低下となり、前年同月比では4.7%の低下
 - 20年11月の失業率は5.0%と、前月の4.9%から上昇

・ 物価動向

- ユーロ圏では20年8月以降5ヶ月連続のマイナス圏であったが、21年1月にはプラス圏に回復
- ただし、外出制限に伴う冬のセールの先延ばしやドイツのVAT減税終了などの一時的要因によるもの
 - ユーロ圏では、21年1月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.9%(コアは1.4%)
 - 英国では、20年12月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.6%(コアは1.4%)

農林中金総合研究所

14

- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)
 - 21年1月の政策理事会で、中銀預金金利の▲0.5%など、現行の金融政策を維持
 - 幅広い免疫の獲得には時間がかかりパンデミックによる悪影響が拡大する可能性を排除できない、とした
 - イングランド銀行(BOE)
 - 21年2月の金融政策委員会で、政策金利の0.1%など、現行の金融政策を維持
 - マイナス金利の導入については今後もその是非を検討していくこととした
- 財政政策
 - 各国は機動的な財政支出に注力
 - EUは、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU(NGEU)」の実行に向けて準備中
- 景気見通し
 - 経緯
 - 20年4～6月期に落ち込んだ経済活動は、感染症拡大防止措置の段階的緩和に伴い7～9月期には回復
 - しかし夏場を経て感染症が再拡大し、10月以降、各国で感染拡大防止対策を強化
 - 7～9月期にいったん回復した経済活動は、10～12月期には減速
 - 21年1月以降も、多くの国で外出等の制限措置を継続
 - 一方、EUでは20年12月からワクチン接種を開始したが、ワクチンの供給不足等で接種に遅れが発生
 - 21年1～3月期には、ユーロ圏、英国とも前期比▲3%程度の成長となる見込み
 - 前期比成長率がプラスに転じるのは、ユーロ圏、英国とも21年4～6月期から
 - 21年通年の見通しとしては、ユーロ圏、英国とも前年比4%程度の成長となる見込み

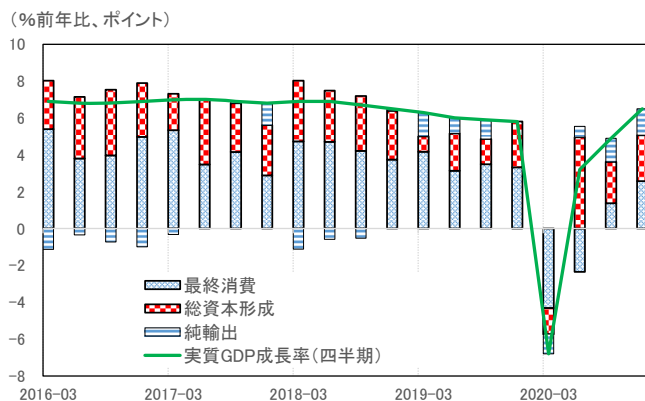
農林中金総合研究所

15

2 世界経済の動向 ④中国

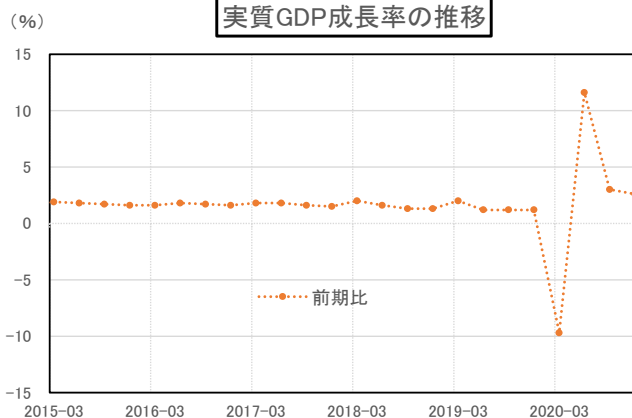
- 景気動向
 - 新型コロナの感染を早い段階で抑え込んだことが奏功し、20年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.5%となるなど、これまで順調に景気が持ち直してきた
 - その結果、20年の実質GDP成長率は前年比2.3%と、19年(同6.0%)からは大幅に減速したものの、プラス成長を維持できた
 - 前年比成長率(前掲2.3%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費: ▲0.5ポイントと低調だった半面、総資本形成: 2.2ポイント、純輸出: 0.7ポイントの2つが牽引役となった
 - 20年の四半期毎の前期比成長率は、1～3月期: ▲9.7%、4～6月期: 11.6%、7～9月期: 3.0%、10～12月期: 2.6%

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



(資料) 中国国家统计局、Windデータより作成

実質GDP成長率の推移



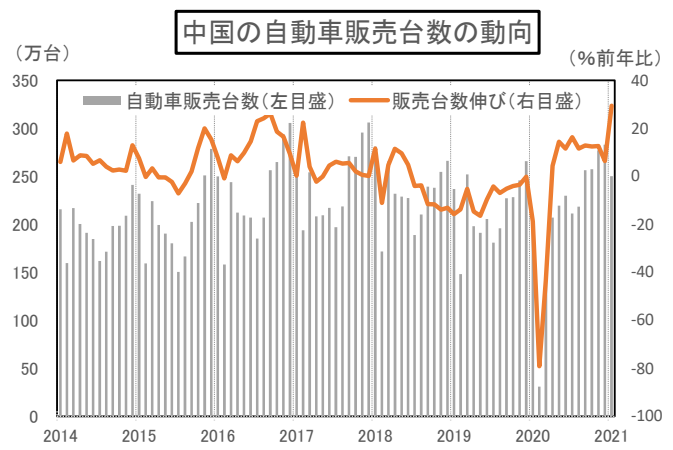
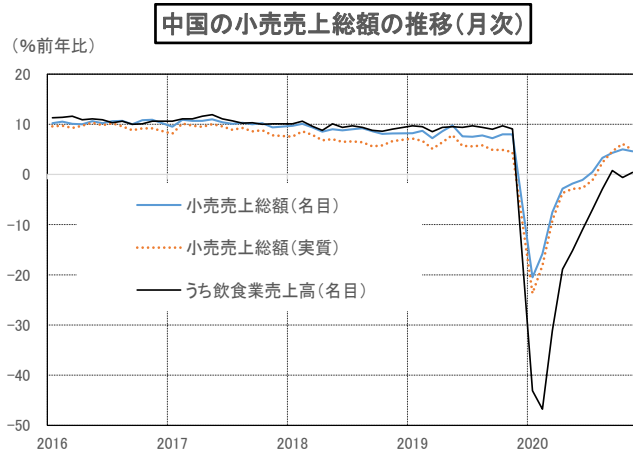
(資料) 中国国家统计局、Windより作成

農林中金総合研究所

16

個人消費

- 消費の回復ペースは緩慢で、コロナ前の水準に戻り切れず
 - 一部の地域で新型コロナ感染対策を強化した影響で、20年12月の小売売上総額は名目で前年比4.6%、実質で前年比4.9%と、11月(それぞれ同5.0%、同6.1%)から減速
 - 20年の小売売上総額は名目で前年比▲3.9%
 - 販売促進策によって自動車販売台数は底堅く推移する一方、飲食業売上高は低調だった
- 先行きについても、新たに打ち出された自動車や家電・家具などの販売促進策の効果が期待される一方、春節(旧正月)帰省の自粛などが抑制要因となる可能性もあり、回復ペースは緩やかなままと見込まれる

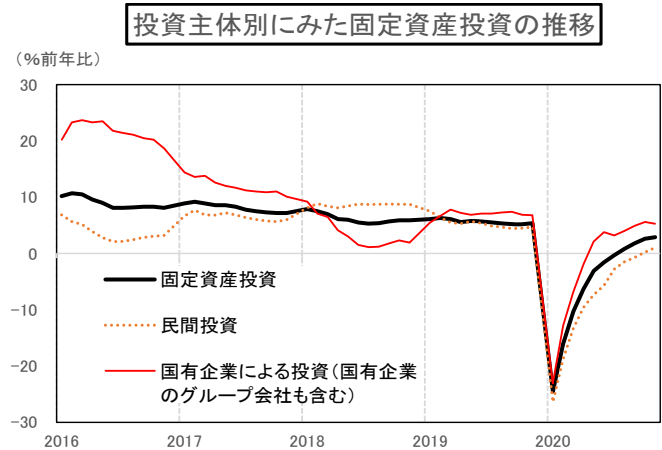
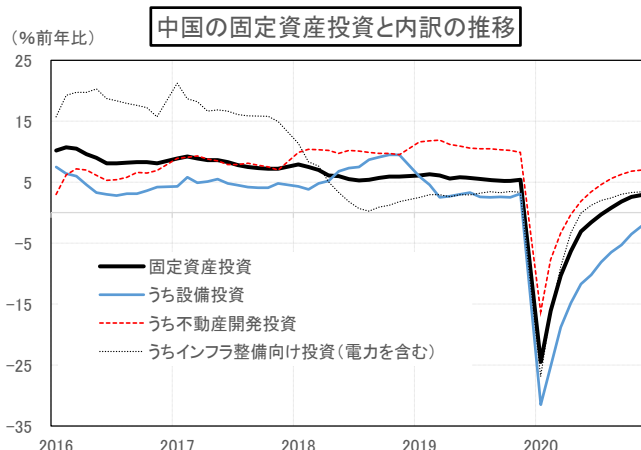


農林中金総合研究所

17

固定資産投資

- 20年1～12月期の固定資産投資(総資本形成に相当、名目)は前年比2.9%と、1～11月期(同2.6%)からやや加速が見られた
 - 投資分野別では、インフラ整備向け投資が同3.4%へ加速したほか、不動産開発投資も同7.0%と底堅く推移した一方で、設備投資は同▲2.2%と引き続き減少
 - 投資主体別では、民間投資は同1.0%だったが、国有企業による投資は同5.3%と投資全体を下支え
- 先行きについては、設備投資が回復傾向を強めるほか、インフラ整備向け投資・不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られ、全体としても底堅く推移する見込み



農林中金総合研究所

18

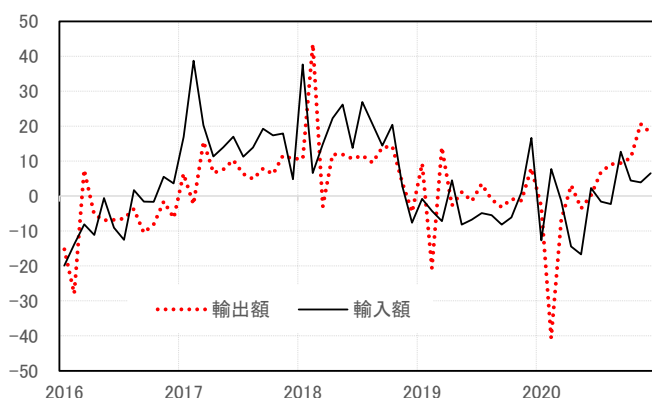
輸出

- 20年12月の輸出額(ドルベース)は前年比18.1%と、11月(同20.6%)から鈍化したものの、増加基調は継続
- 先行きについては、海外の大規模な景気対策による波及効果が期待されるほか、マスクや医療用物資の需要が依然旺盛であることなどから、堅調さはしばらく続くと思込まれる

経済見通し

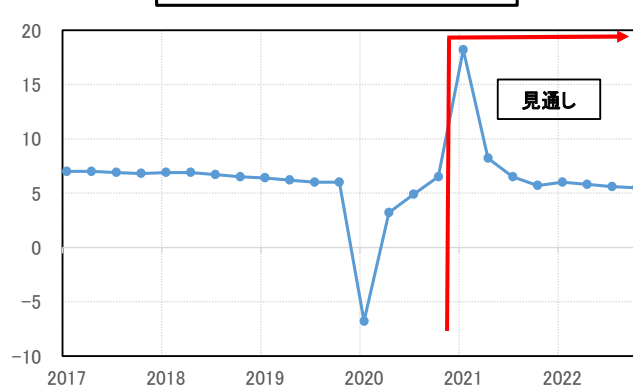
- 前年のマイナス成長の反動もあり、21年1~3月期の実質成長率は前年比18.6%に高まるが、4~6月期以降は減速、21年を通しては前年比9.2%を予測
- リバウンドが一巡する22年は、政府・企業部門の債務膨張からくる金融リスクを抑制するための調整策に再び乗り出すとみられ、同5.6%への減速が見込まれる

(%前年比) 中国の輸出入額(ドルベース)の推移



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は20年12月。

(%前年比) 中国の実質GDP成長率見通し



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、見通しは当社予想。

農林中金総合研究所

19

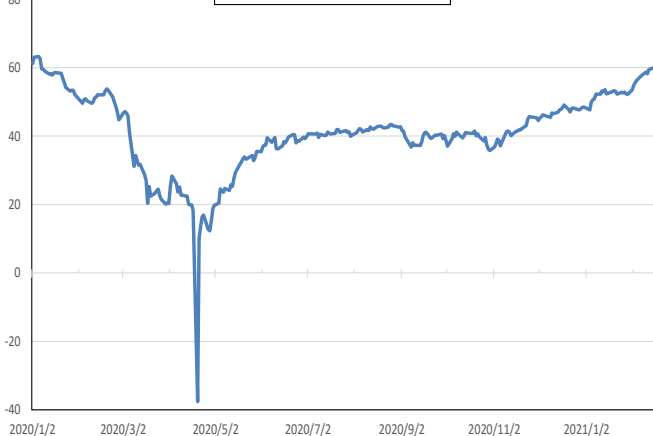
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: OPECプラスの協調減産継続に加え、景気回復期待から1バレル=60ドル前後まで上昇
 - 20年3月で一旦終了したOPECプラスによる協調減産は、5~6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)、7~12月に日量770万バレルを協調減産することで合意
 - その後、OPECプラスは21年1月の減産幅を日量720万バレルに縮小、2~3月にかけて同7.5万バレルの増産を認めたが、サウジアラビアは独自に2~3月に日量100万バレルの減産を実施
 - 景気回復期待や中東地域の地政学的リスクの高まりから、WTI先物は13ヶ月ぶりに1バレル=60ドル台へ

原油入着価格の見通し

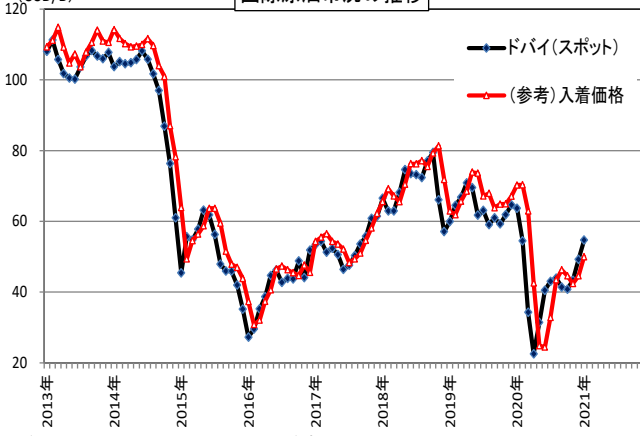
- 4月以降、OPECプラスの協調減産幅が縮小するとみられる中、世界的な脱炭素化の流れが強まっているほか、価格上昇自体は供給増につながるなどから、国内への入着価格は当面60ドル/バレル程度で推移と予想

(US\$/B) 国際原油市況(WTI先物、期近物)



(資料) Bloombergより作成

(USD/B) 国際原油市況の推移



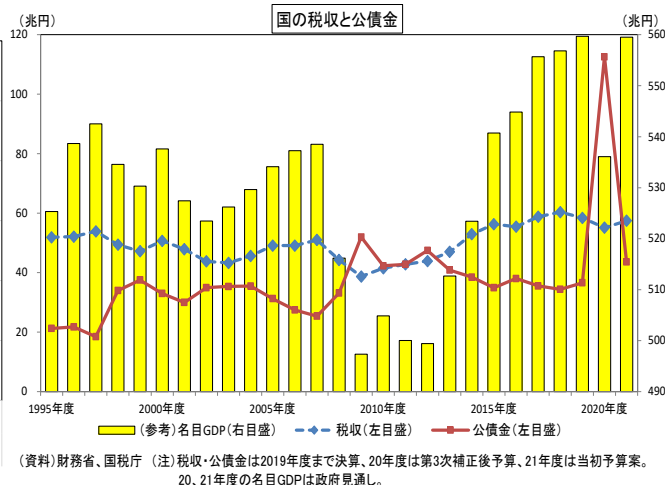
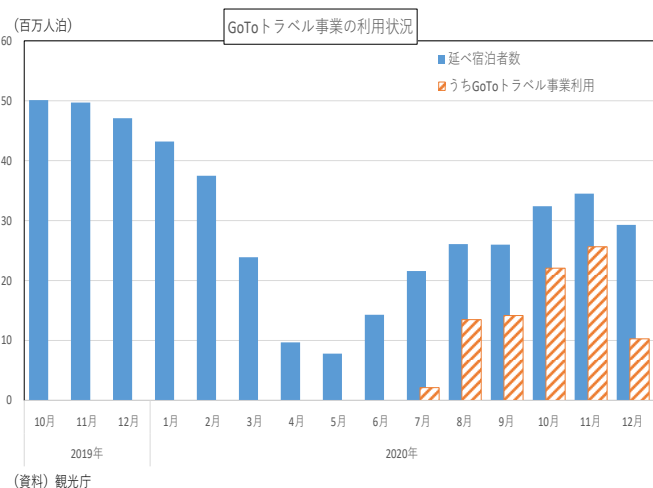
(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

農林中金総合研究所

20

3 国内の経済政策

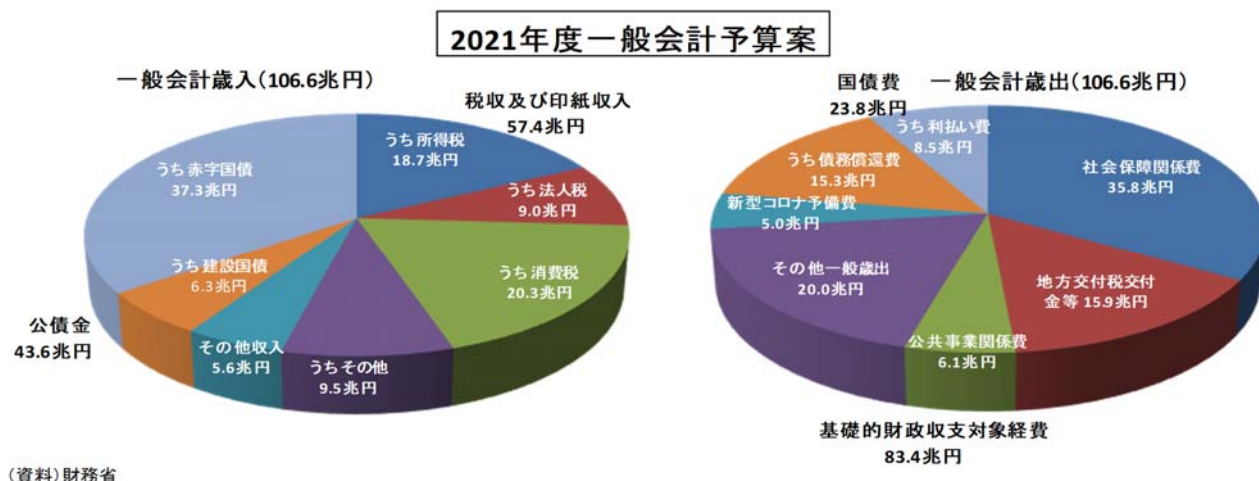
- 20年12月に「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」を策定
 - 内容は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止策、②ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現、③防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保、④予備費の確保
 - 総枠は73.6兆円で、うち財政支出40.0兆円
 - 国費は30.6兆円程度で、そのうち19.2兆円を20年度第3次補正予算（一般会計）に計上
 - 目玉政策として、デジタル改革・グリーン社会の実現（2.8兆円）、経済構造の転換・イノベーション等の生産性向上（2.4兆円）に加え、地域・社会・雇用における民需主導の好循環の実現（6.4兆円、うちGoToトラベル（1.0兆円）、GoToイート（515億円））なども盛り込まれた
 - この結果、20年度の新規国債発行額は112.6兆円へ膨らみ、当初予算からは80兆円の増額



農林中金総合研究所

21

- 財政政策：21年度当初予算案は総額106.6兆円
 - 追加経済対策の新型コロナ対策などを盛り込んだ結果、総額106兆6,097億円と過去最大規模に
 - 20年度当初予算から3兆9,517億円の増額だが、消費税対策として「臨時・特別の措置（総額1.8兆円）」が含まれること、21年度予算案に5兆円のコロナ予備費が計上されていることを踏まえると、実質的には7,306億円の増額
 - 社会保障関係費（35.8兆円）は、20年度当初比で187億円減だが、「臨時・特別の措置（487億円）」や医療費動向を考慮すると、増額幅は3,500億円程度（自然増は4,800億円との想定）
 - 高めの成長率見通し（名目4.4%成長）の下、税収は57.4兆円（20年度第3次補正比で2.3兆円増）を見込むが、新規国債発行は43.6兆円を計上、公債依存度は40.9%と7年ぶりの40%超に



(資料) 財務省

農林中金総合研究所

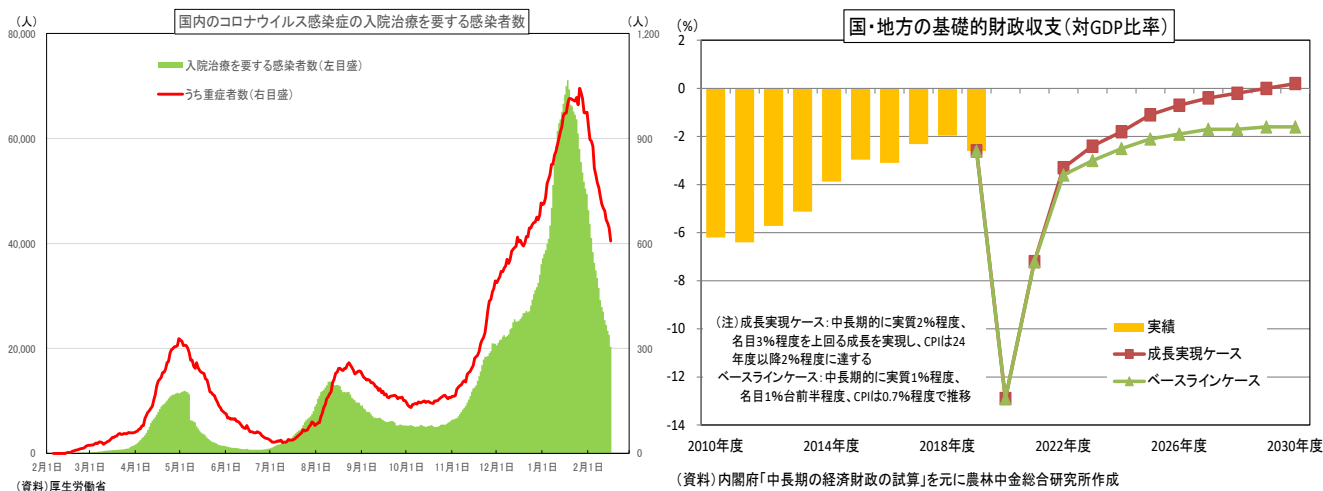
22

金融市場2021年3月号

38

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp

- ・ 感染対策：新型コロナの爆発的な感染拡大を受け、1月に11都府県を対象に緊急事態宣言を再発出
 - － 2月8日に栃木県を対象から解除したが、残りの10都府県（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、愛知県、岐阜県、大阪府、京都府、兵庫県、福岡県）に対しては継続中
 - － 全般的に自粛を要請した前回の緊急事態宣言と異なり、飲食店への時短営業要請（20時まで）など、的を絞った対策となっている
 - － 解除は感染状況がステージ3（感染急増）相当に下がっているかを踏まえ、総合的に判断
 - － 解除後も新たに設けた「まん延防止等重点措置」などにより、感染抑制に努める方針
- ・ 中期的な課題：コロナ対策の「出口」、大量発行した国債の償還財源、財政健全化策の仕切り直しが今後の焦点に

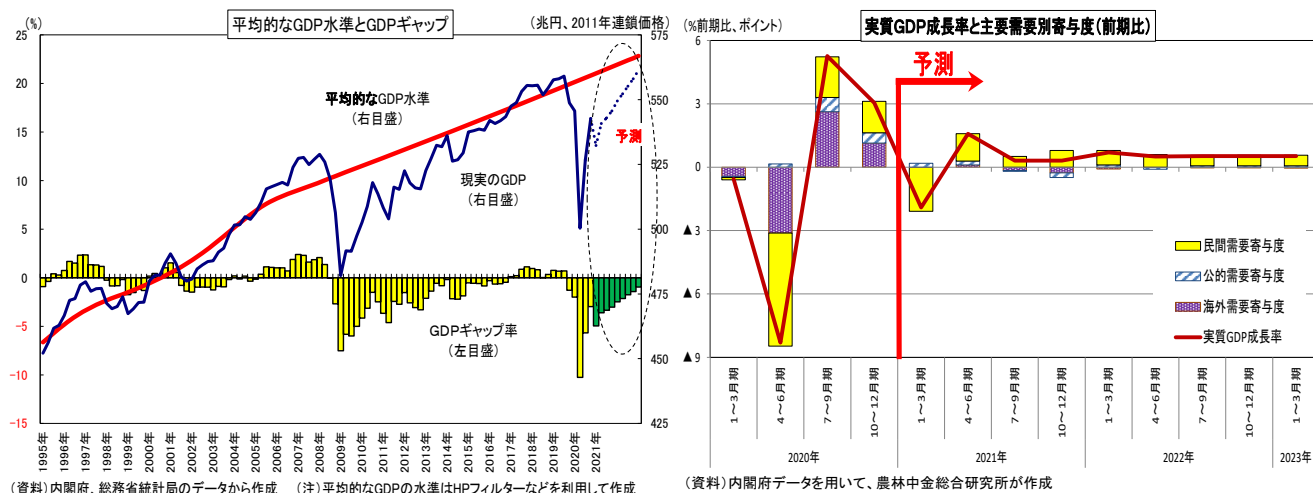


農林中金総合研究所

23

4 日本経済・物価の見通し

- ・ 総論：2020年度は▲5.0%成長、21年度は3.7%成長、22年度は2.2%成長と予想
 - － 足元1～3月期は、緊急事態宣言の再発出によって、自粛ムードが強まったほか、かつGoToキャンペーンなどの下支え効果も剥落、前期比年率▲7.4%と3四半期ぶりのマイナスへ
 - － 国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、一般国民に幅広く行き渡り、集団免疫を獲得するまでにはまだ時間がかかるほか、7～8月の東京五輪・パラ開催を前提にすれば新規感染者数を一定レベルで抑え込む必要があり、現在の緊急事態宣言が解除されても、21年度上期中は景気の持ち直しペースはなかなか上がらず、「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続く
 - － 21年度下期には、内外でコロナ・ワクチン接種による集団免疫の獲得が期待され、経済活動の正常化に向けた動きが本格的に進むとみられ、成長ペースが徐々に高まる
 - ・ ただし、直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準の回復は23年以降にずれ込む可能性



農林中金総合研究所

24

予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (予測)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	0.5	▲ 4.3	3.7	2.7
実質GDP	%	▲ 0.3	▲ 5.0	3.7	2.2
民間需要	%	▲ 0.8	▲ 6.8	2.6	3.3
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 6.5	3.4	3.1
民間住宅	%	2.5	▲ 7.6	▲ 1.1	1.7
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 6.9	0.8	4.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1
公的需要	%	2.0	3.9	2.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	2.0	3.8	2.4	▲ 0.4
公的固定資本形成	%	1.5	4.4	1.7	1.2
輸出	%	▲ 2.6	▲ 11.9	13.3	8.2
輸入	%	▲ 1.3	▲ 7.2	5.9	9.4
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 4.1	2.6	2.4
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 5.1	1.9	2.4
公的需要寄与度	ポイント	0.5	1.0	0.6	▲ 0.0
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	▲ 0.9	1.2	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.8	0.8	▲ 0.0	0.5
国内企業物価 (前年比)	%	0.1	▲ 1.6	0.1	1.5
全国消費者物価 (") (消費税要因を除く)	%	0.6 (0.2)	▲ 0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.4	0.5
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)	%	(0.5)	(▲ 0.4)		
完全失業率	%	2.4	3.0	3.2	2.9
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 3.6	▲ 9.9	7.0	4.3
経常収支	兆円	20.1	16.3	16.9	18.0
名目GDP比率	%	3.6	3.0	3.0	3.2
為替レート	円/ドル	108.7	105.8	107.1	110.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.02	0.08	0.12
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.6	60.0	60.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)		単位	2019年度 通期	2020年度			2021年度			2022年度 通期
				通期	上期	下期	通期	上期	下期	
実質GDP	%		▲ 0.3	▲ 5.0	▲ 6.2	7.4	3.7	0.8	1.3	2.2
民間需要	%		▲ 0.8	▲ 6.8	▲ 6.1	3.2	2.6	0.7	2.3	3.3
民間最終消費支出	%		▲ 1.0	▲ 6.5	▲ 6.3	5.5	3.4	1.0	2.2	3.1
民間住宅	%		2.5	▲ 7.6	▲ 4.2	▲ 6.2	▲ 1.1	0.2	1.2	1.7
民間企業設備	%		▲ 0.6	▲ 6.9	▲ 6.3	1.0	0.8	▲ 1.3	2.1	4.1
公的需要	%		2.0	3.9	1.7	4.6	2.3	1.0	▲ 0.8	▲ 0.1
政府最終消費支出	%		2.0	3.8	1.5	5.2	2.4	1.0	▲ 1.0	▲ 0.4
公的固定資本形成	%		1.5	4.4	2.7	2.4	1.7	0.8	0.0	1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円		1.2	▲ 3.7	▲ 10.2	2.8	2.7	3.2	2.3	1.8
輸出	%		▲ 2.6	▲ 11.9	▲ 16.5	18.0	13.3	4.1	5.9	8.2
輸入	%		▲ 1.3	▲ 7.2	▲ 4.4	▲ 5.5	5.9	3.8	7.2	9.4
内需寄与度 (前期比)	%		▲ 0.1	▲ 4.1	▲ 4.5	2.3	2.6	0.8	1.2	2.4
民間需要 (")	%		▲ 0.6	▲ 5.1	▲ 4.9	1.4	1.9	0.5	1.4	2.4
公的需要 (")	%		0.5	1.0	0.4	0.9	0.6	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0
外需寄与度 (")	%		▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 2.2	2.5	1.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
デフレーター (前年比)	%		0.8	0.8	1.3	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.2	0.5
完全失業率	%		2.4	3.0	2.9	3.1	3.2	3.3	3.2	2.9
鉱工業生産(前期比)	%		▲ 3.6	▲ 9.9	▲ 13.1	11.5	7.0	0.1	2.8	4.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸		88.8	79.4	81.1	77.8	77.5	75.0	80.0	82.5
経常収支	兆円		20.1	16.3	6.0	10.3	16.9	8.5	8.4	18.0
貿易収支	兆円		0.7	1.7	▲ 6.3	2.0	1.7	0.5	1.2	2.8
外需為替レート	円/円		108.7	105.8	106.9	104.7	107.1	106.8	107.5	110.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル		67.9	42.6	35.8	49.4	60.0	60.0	60.0	60.0

(前年同期比)		単位	2019年度 通期	2020年度			2021年度			2022年度 通期
				通期	上期	下期	通期	上期	下期	
名目GDP	%		0.5	▲ 4.3	▲ 6.9	▲ 1.7	3.7	5.2	2.2	2.7
実質GDP	%		▲ 0.3	▲ 5.0	▲ 8.1	▲ 1.8	3.7	5.5	1.9	2.2
民間需要	%		▲ 0.8	▲ 6.8	▲ 9.3	▲ 4.4	2.6	2.5	2.6	3.3
民間最終消費支出	%		▲ 1.0	▲ 6.5	▲ 9.3	▲ 3.6	3.4	3.9	2.9	3.1
民間住宅	%		2.5	▲ 7.6	▲ 7.7	▲ 7.5	▲ 1.1	▲ 3.2	1.1	1.7
民間企業設備	%		▲ 0.6	▲ 6.9	▲ 9.5	▲ 4.2	0.8	1.0	0.6	4.1
公的需要	%		2.0	3.9	2.7	5.1	2.3	4.3	0.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%		2.0	3.8	2.2	5.3	2.4	4.8	0.1	▲ 0.4
公的固定資本形成	%		1.5	4.4	4.1	4.7	1.7	2.7	0.7	1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円		1.2	▲ 3.7	▲ 10.2	2.8	2.7	3.2	2.3	1.8
輸出	%		▲ 2.6	▲ 11.9	▲ 18.7	▲ 5.0	13.3	18.4	8.8	8.2
輸入	%		▲ 1.3	▲ 7.2	▲ 8.5	▲ 5.9	5.9	2.3	9.6	9.4
国内企業物価 (前年比)	%		0.1	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.7	0.1	▲ 0.7	0.9	1.5
全国消費者物価 (")	%		0.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.1	0.4
完全失業率	%		2.4	3.0	2.9	3.1	3.2	3.3	3.2	2.9
鉱工業生産(前年比)	%		▲ 3.6	▲ 9.9	▲ 16.5	▲ 3.1	7.0	11.6	2.9	2.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当院による。

農林中金総合研究所

25

予測表(四半期)

(→予測)		単位	2020年				2021年				2022年				2023年
			1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%		▲ 0.5	▲ 8.0	5.5	2.5	▲ 1.9	1.7	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7
(年率換算)	%		▲ 2.0	▲ 28.2	23.7	10.5	▲ 7.5	7.0	1.9	2.3	2.9	2.6	2.8	3.2	2.9
実質GDP	%		▲ 0.6	▲ 8.3	5.3	3.0	▲ 1.9	1.6	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
(年率換算)	%		▲ 2.2	▲ 29.3	22.7	12.7	▲ 7.4	6.5	1.6	2.0	2.9	2.0	2.1	2.1	2.4
民間需要	%		▲ 0.2	▲ 7.2	1.3	2.0	▲ 2.9	1.0	1.3	1.1	0.9	1.0	1.3	0.7	0.7
民間最終消費支出	%		▲ 0.6	▲ 8.4	5.1	2.2	▲ 3.5	2.5	0.7	1.0	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
民間住宅	%		▲ 3.7	0.5	▲ 5.7	0.1	▲ 1.0	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
民間企業設備	%		1.4	▲ 5.9	▲ 2.4	4.5	▲ 2.0	▲ 0.5	0.5	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt		0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.4	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%		▲ 0.2	0.6	2.4	1.8	0.7	0.7	▲ 0.1	▲ 0.8	0.4	▲ 0.3	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%		▲ 0.3	0.2	2.8	2.0	0.8	0.7	▲ 0.2	▲ 1.0	0.5	▲ 0.5	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%		0.1	2.2	0.9	1.3	0.3	0.5	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
輸出	%		▲ 5.3	▲ 17.2	7.4	11.1	▲ 2.3	4.0	2.5	2.0	2.5	2.1	1.8	1.5	1.2
輸入	%		▲ 3.1	1.3	▲ 8.2	4.1	▲ 2.3	3.5	3.0	2.5	3.0	2.2	2.0	1.8	1.0
国内需要寄与度	%pt		▲ 0.2	▲ 5.2	2.6	2.0	▲ 1.9	1.5	0.5	0.6	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
民間需要寄与度	%pt		▲ 0.1	▲ 5.4	1.9	1.5	▲ 2.1	1.3	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt		▲ 0.0	0.2	0.7	0.5	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt		▲ 0.4	▲ 3.1	2.6	1.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%		0.9	1.4	1.2	0.2	0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
国内企業物価 (前年比)	%		0.5	▲ 2.3	▲ 0.8	▲ 2.1	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.5	0.5	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
全国消費者物価 (")	%		0.6	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
(消費税要因を除く)	%		(▲ 0.3)	(▲ 1.0)	(▲ 1.1)	▲ 0.9	(▲ 0.4)								
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)	%		(0.3)	(▲ 0.3)	(▲ 0.4)	(▲ 0.7)	(▲ 0.4)								
完全失業率	%		2.4	2.8	3.0	3.0	3.2	3.3	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
鉱工業生産 (前期比)	%		0.4	▲ 16.9	8.7	6.4	1.2	▲ 1.0	1.0	1.5	1.5	1.0	1.0	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円		5.0	2.0	4.0	6.6	3.7	4.0	4.5	4.1	4.3	4.5	4.5	4.5	4.5
名目GDP比率	%		3.6	1.5	3.0	4.8	2.7	2.9	3.3	2.9	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1
為替レート	円/ドル		108.9	107.6	106.2	104.5	105.0	106.0	107.5	107.5	107.5	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(0/N)	%		▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03
新発10年物国債利回り	%		▲ 0.04	0.00	0.02	0.02	0.05	0.08	0.08	0.08	0.10	0.10	0.13	0.13	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル		67.8	30.7	40.9	43.9	55.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

26

金融市場2021年3月号

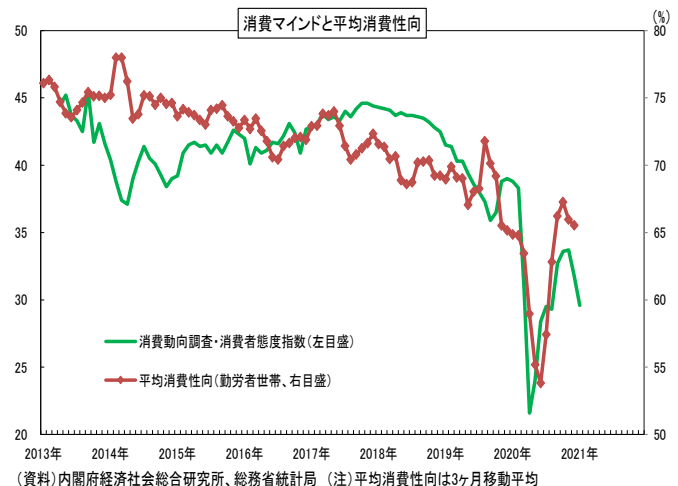
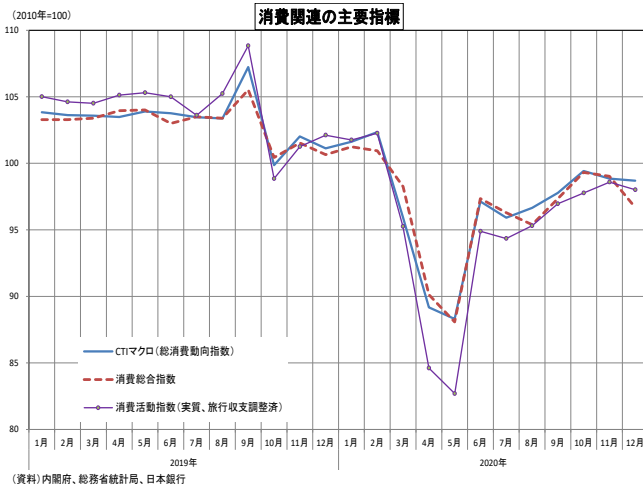
40

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

・ 民間消費

- GoToトラベル・キャンペーンに「東京発着」が加わった10月以降、宿泊業・旅客運輸業など観光関連などの持ち直しが強まったほか、10月開始のGoToイート・キャンペーンも飲食業の持ち直しに貢献した
 - ただし、11月以降は新型コロナの感染拡大が加速的に広がり、21年入り後には感染爆発となったことで消費者の自粛ムードが一気に強まった
 - 一方、巣ごもり消費に関連した食料品、生活家電、衛生製品などは堅調に推移
- コロナ禍の影響で所定外給与・賞与が減少、家計の所得環境は厳しいほか、1月以降の緊急事態宣言などによって消費行動は制限されている
- 民間最終消費支出は20年度：前年度比▲6.5%（1～3月期：同▲3.5%）、21年度：同3.4%、22年度：3.1%と予測

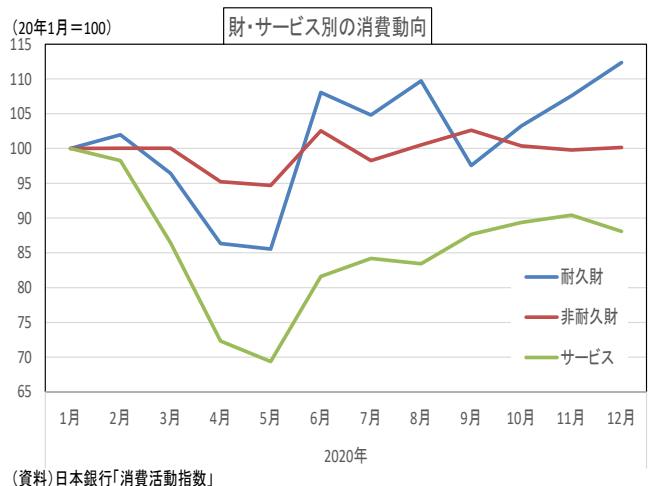
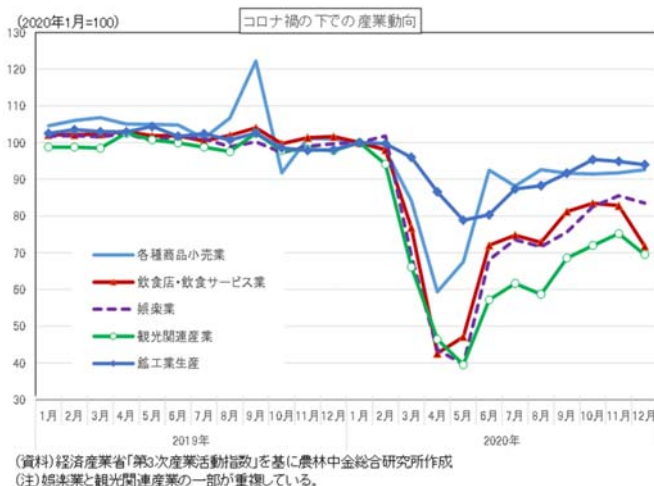


農林中金総合研究所

27

・ (参考) サービス消費

- 日本銀行「消費活動指数」での財・サービス毎のウエイトは耐久財：9.4、非耐久財：39.1、サービス：51.5であり、消費活動の過半はサービス部門
- 第3次産業活動指数からも、20年6月以降は飲食業、娯楽業、観光業などの持ち直しが進み、GoToキャンペーン事業が本格運用された10～11月に産業活動が改善した様子が見て取れる
 - しかし、感染拡大が広がった12月には飲食業、観光業などで失速
- GoToトラベル事業の利用実績（観光庁調べ）
 - 利用入泊数：8,781万人泊、支援額：5,399億円
 - 宿泊・旅行代金の割引として4,082億円、地域共通クーポン利用額として1,317億円

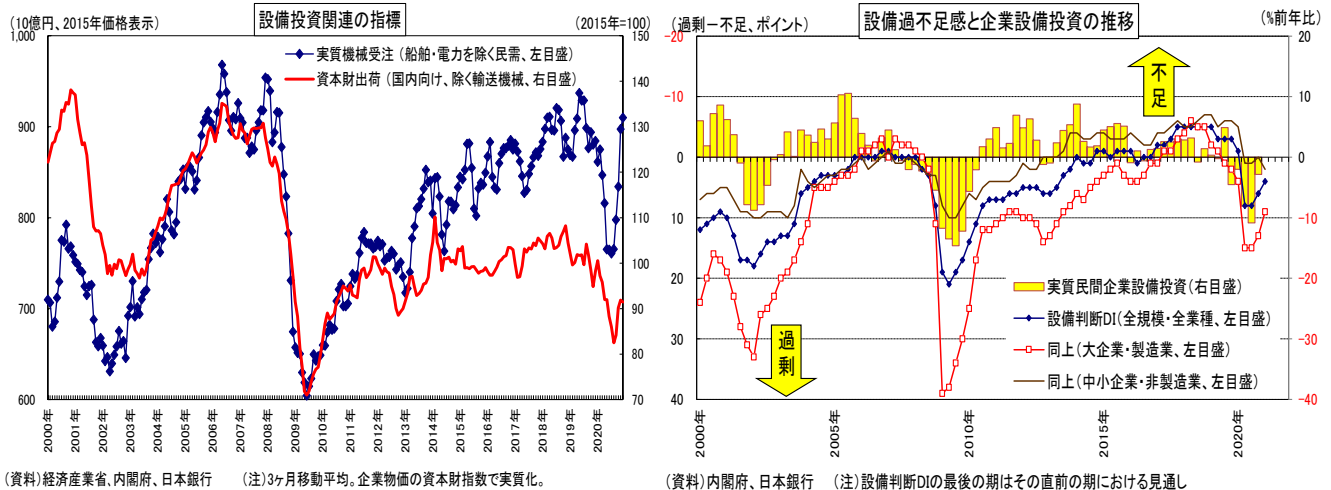


農林中金総合研究所

28

企業設備投資

- 20年度の設備投資計画は時間経過とともに下方修正
 - 日銀短観12月調査では、前年度比▲3.2%（全産業＋金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）へ下方修正
- 20年後半にかけての景気持ち直しにより、足元の設備投資関連指標に回復傾向が強まった
 - しかし、サービス業などで売上の急回復が見込みがたいことから、慢性的に需要不足状態となる企業を中心に先行き供給能力の削減を余儀なくされる企業が増える可能性
- 中長期的に見れば、省力化・省人化ニーズは高いほか、菅内閣の肝煎りであるデジタル化・脱炭素化政策の支援もあり、底堅く推移していくとみられる
- 20年度：前年度比▲6.9%、21年度：同0.8%（3年ぶりの増加）、22年度：同4.1%と予測

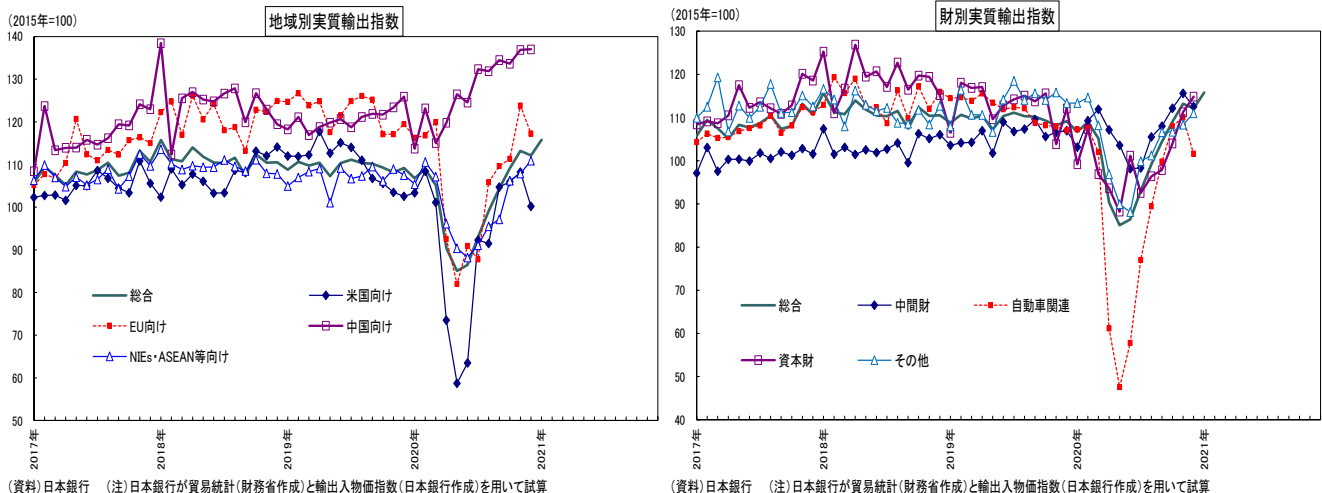


農林中金総合研究所

29

輸出入動向

- 海外経済の持ち直しに牽引され、輸出は回復傾向
 - 地域別にみると、中国・アジア向けはコロナ前の水準を既に上回ったが、米国・EUなど先進国向けはまだ鈍い動き
 - 財別にみると、持ち直しを牽引した自動車関連も足元では頭打ち感も
- 20年度の輸出は前年度比▲11.9%の大幅減（2年連続のマイナス）、21年度は同13.3%、22年度は同8.2%と予測
- 一方、20年度の輸入は同▲7.2%と2年連続の減少ながらも、21年度は5.9%、22年度は9.4%へ回復すると予測
- 20年度の経常収支は16.3兆円（黒字幅は19年度（20.1兆円）から縮小）、21年度は16.9兆円、22年度は18.0兆円と黒字幅の再拡大を予測

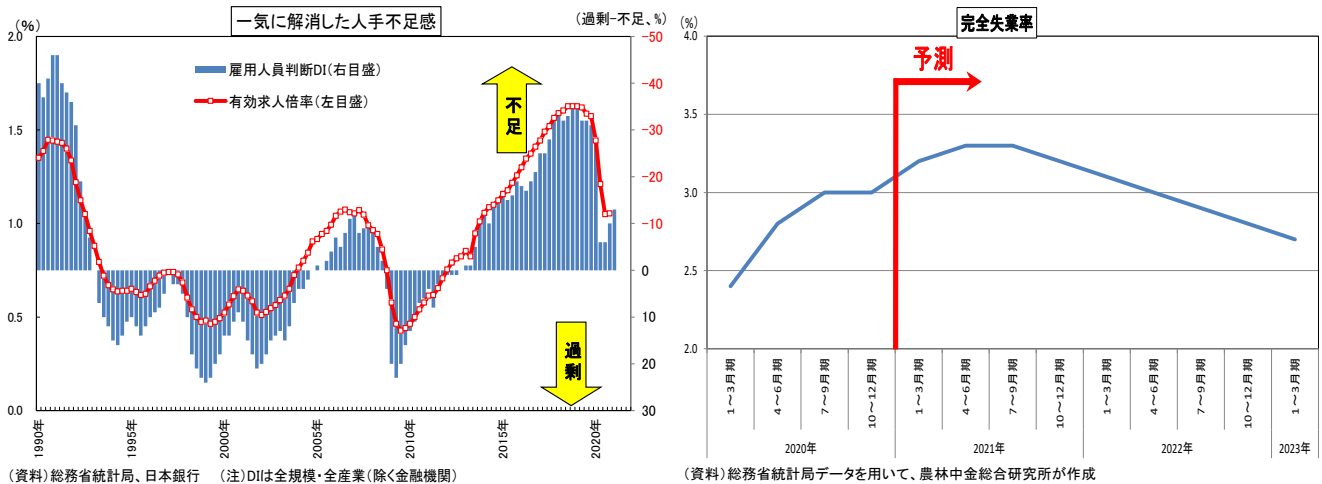


農林中金総合研究所

30

雇用情勢

- 景気を持ち直しを受けて、雇用関連指標の悪化は一旦停止
 - 一時3.1%まで高まった失業率は足元2.9%(12月)へ若干改善
 - 一時1.03倍まで低下した有効求人倍率も足元1.06倍(12月)へ若干改善
 - リーマン・ショック時以上に悪化した労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)も、その後は急速に持ち直した
 - 4～6月期には159万人まで増加した休業者(勤め先・事業の都合)は10～12月期には32万人に減少したが、それでもコロナ前(10万人台)と比べるとまだ多い
- 失業率は20年度:3.0%、21年度:3.2%、22年度:2.9%と予測
 - 21年央にかけて3%台前半で推移した後、緩やかに低下(23年1～3月期は2.7%)

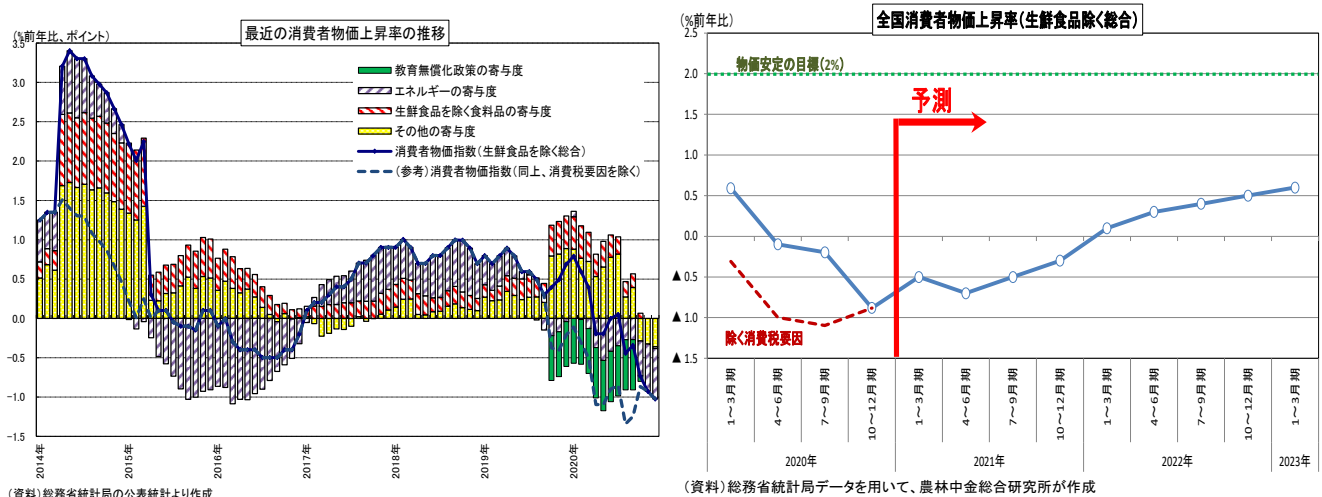


農林中金総合研究所

31

物価動向

- 20年12月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比▲1.0%と10年ぶりの下落率(5ヶ月連続の下落)
 - GoToトラベル・キャンペーン事業による宿泊料割引は前年比上昇率を▲0.5ポイントほど押下げた
 - 一方、感染再拡大によってGoToトラベルが一時停止された1月の東京都区部分は同▲0.4%(12月:同▲0.9%)へと下落幅が縮小
- 20年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比▲0.4%(消費税要因を除くと同▲0.8%)と4年ぶりの下落、21年度も同▲0.4%で年度末にはプラスに転じるものの、22年度は同0.5%と、日銀が目標とする前年比2%は見通せない状況



農林中金総合研究所

32