



農林中金総合研究所

2021～22年度改訂経済見通し

ワクチン接種の出遅れが景気回復の足枷に

～ 日本経済見通し: 2021年度: 3.3% (下方修正※)、22年度: 2.6% (上方修正※) ～

※21年3月時点の当総研見通し(21年度: 3.7%、21年度: 2.2%)との比較

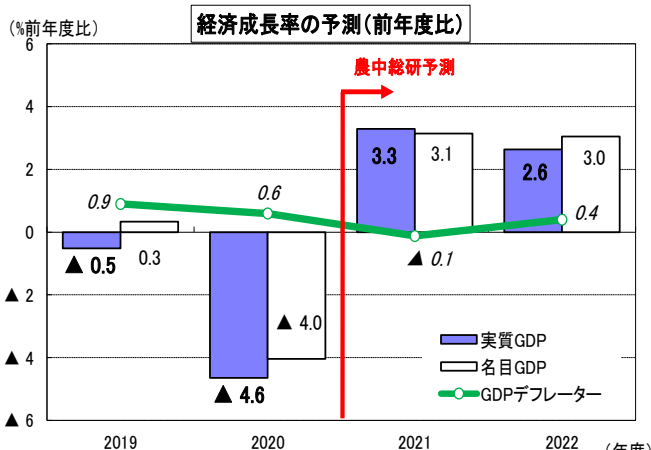
2021年5月21日

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

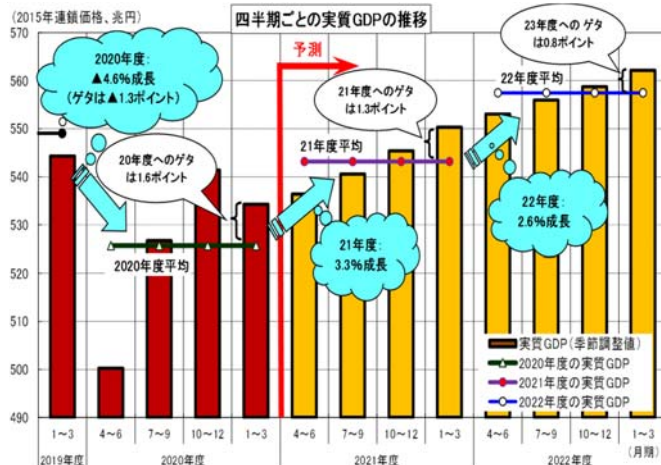
無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 2020年後半の日本経済は、GoToキャンペーン事業といった需要喚起策もあり、景気回復が進んだが、20年末に新型コロナウイルス感染症の感染拡大が急速に広がったために2回目の緊急事態宣言が発出され、1～3月期は3四半期ぶりのマイナス成長となった。4月25日からは3回目の緊急事態宣言が出され、大都市部を中心に休業・時短要請などの行動制限が出され、サービス消費に悪影響が出ているが、海外の景気回復を受けて輸出が増勢を強めていることが国内景気を辛うじて下支えしている。
- 医療従事者に加え、高齢者に対するコロナワクチンの優先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進むことが期待される。
- 21年度の経済成長率は3.3%と、3年ぶりのプラス成長となり、22年度も2.6%と潜在成長率を大きく上回って推移するだろう。ただし、経済正常化は一気に進むことは想定できず、GDPの直近ピーク水準(19年7～9月期)の回復は23年1～3月期まで難しいだろう。



(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)2021年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

農林中金総合研究所

2

金融市場 2021年6月号

32

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

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	23
5 金融政策の見通し	31

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

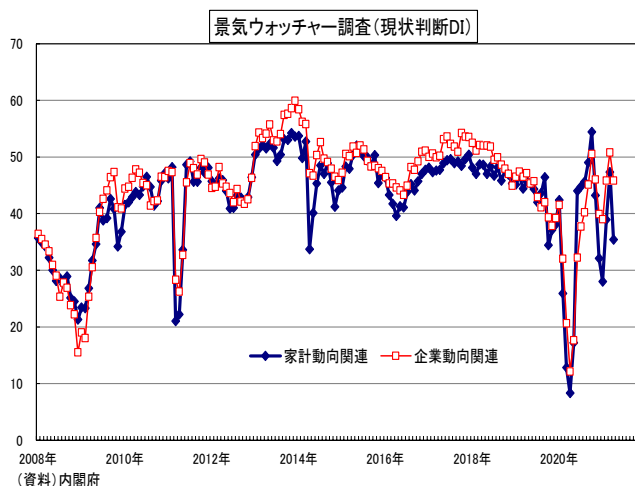
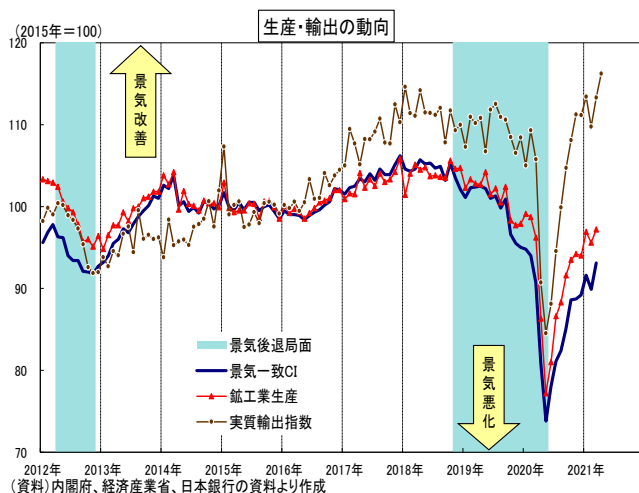
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

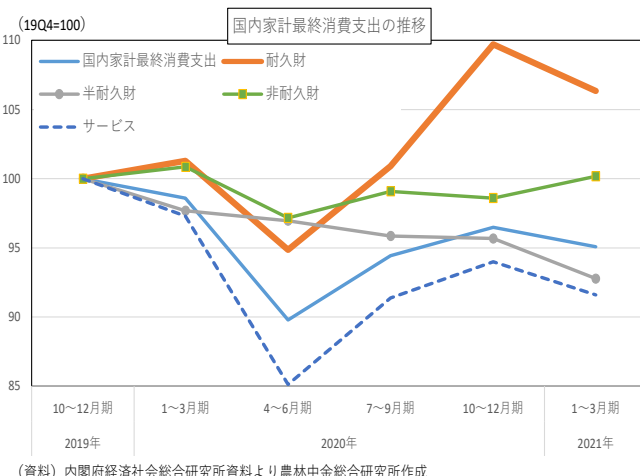
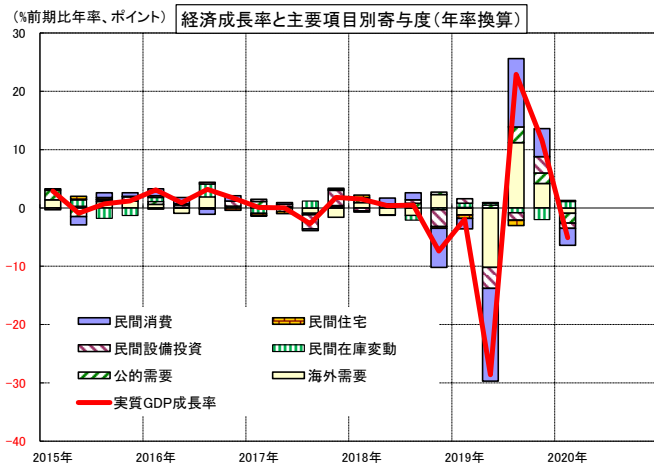
- 景気動向：新型コロナの感染再拡大で持ち直しテンポは鈍化
 - － 消費、生産、輸出など主要指標はいずれも20年5月に底入れし、その後は持ち直しを続けているが、21年入り前後から足踏みする場面も
 - ・ 消費関連指標は、1月に大幅な悪化となった後、2月、3月と持ち直しが見られた
 - ・ 3月の鉱工業生産指数、第3次産業活動指数はいずれも上昇
 - ・ 4月の実質輸出指数は2ヶ月連続の上昇で、過去最高だった18年1月の水準を上回った
 - － 3月の景気動向指数において、CI一致指数に基づく景気の基調判断は18年8月以来となる「改善」へ上方修正
 - － 一方、4月の景気ウォッチャー調査によれば、25日から東京都と近畿圏の4都府県に対して3度目の緊急事態宣言が実施されたこともあり、現状判断DIは3ヶ月ぶりに悪化、2月の数値を割り込んだ



農林中金総合研究所

4

- 1～3月期GDP:3四半期ぶりのマイナス成長(前期比▲1.3%、同年率▲5.1%)
 - 新型コロナの感染再拡大によって自粛ムードが強まったほか、10～12月期の高成長を支えたGoToキャンペーンの一時中止などの影響で、3四半期ぶりのマイナス成長
 - 輸出等(前期比2.3%)、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度:0.3ポイント、民間住宅投資(前期比1.1%)が増加したが、民間消費(同▲1.4%)、民間企業設備投資(同▲1.4%)、公的需要(同▲1.6%)が減少
 - 前期比成長率(前掲▲1.3%)に対する国内需要の寄与度は▲1.1ポイント(うち、民間需要:▲0.7ポイント、公的需要:▲0.4ポイント)、海外需要は▲0.2ポイントと、ともに3四半期ぶりのマイナス
 - 国内需要デフレーターの下落傾向により、GDPデフレーターも前年比▲0.2%と9四半期ぶりの下落
 - この結果、20年度のGDPは名目で▲4.0%、実質で▲4.6%と、それぞれ8年ぶり、2年連続でのマイナス
 - 「▲4.6%」という実質成長率はリーマンショック時の08年度(▲3.6%)を下回り、戦後最悪を更新

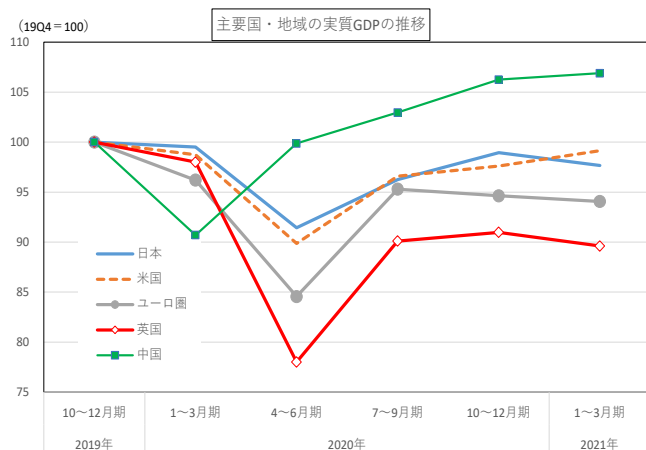


農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

- 足元で感染力の強い変異株が流行するなど、世界的に新型コロナが収束する兆しはまだ見えない
- コロナ・ワクチン接種が進んだ国・地域では行動制限を解除する動きもみられる半面、ワクチン接種が遅れている国では停滞が継続するとの見方が強まるなど、景気回復には地域的にばらつきも
- 国際機関による世界経済見通し:危機の出口が見えつつある
 - IMF世界経済見通し(21年4月発表)では、米国などの大規模な財政出動やワクチン接種による年後半以降の景気回復を踏まえ、全般的に見通しを引き上げた
 - 21年の世界全体の成長率は前年比6.0%、22年も同4.4%との見通し
 - ただし、見通しを取り巻く不確実性は大きく、ワクチンの変異株への有効性に加え、コロナ禍の後遺症など中長期的な懸念も少なくない



2021～22年 IMF世界経済見通し

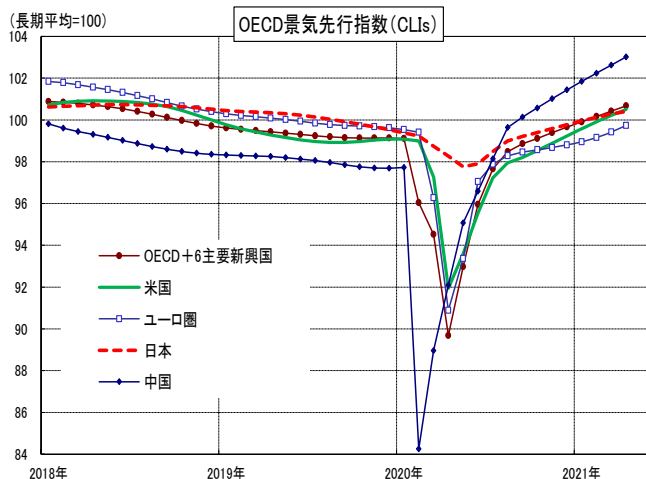
	2019年	2020年	2021年	2022年
世界全体(実質経済成長率)	2.8	▲3.3	6.0	4.4
先進国	1.6	▲4.7	5.1	3.6
米国	2.2	▲3.5	6.4	3.5
ユーロ圏	1.3	▲6.6	4.4	3.8
ドイツ	0.6	▲4.9	3.6	3.4
フランス	1.5	▲8.2	5.8	4.2
イタリア	0.3	▲8.9	4.2	3.6
スペイン	2.0	▲11.0	6.4	4.7
英国	1.4	▲9.9	5.3	5.1
日本	0.3	▲4.8	3.3	2.5
新興国・発展途上国	3.6	▲2.2	6.7	5.0
中国	5.8	2.3	8.4	5.6
インド	4.0	▲8.0	12.5	6.9
ブラジル	1.4	▲4.1	3.7	2.6
ロシア	2.0	▲3.1	3.8	3.8
南アフリカ	0.2	▲7.0	3.1	2.0
ASEAN5	4.8	▲3.4	4.9	6.1
世界貿易数量(財・サービス)	0.9	▲8.5	8.4	6.5

(資料) IMF『World Economic Outlook(2021年4月)』

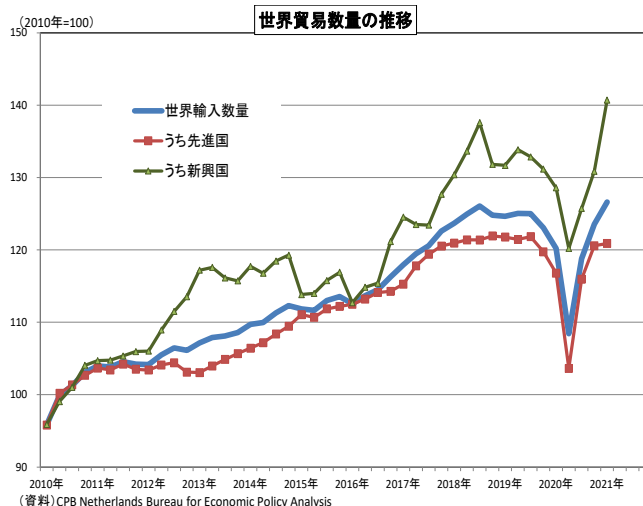
農林中金総合研究所

6

- OECD景気先行指数(CLIIs): 先行きの回復継続を示唆
 - コロナ感染を早い段階で抑制できた中国は堅調で、20年後半以降は長期平均(≒趨勢)を上回って推移
 - それに日米が追随(21年入り後に長期平均を上回る)するが、ユーロ圏には出遅れ感も
- 世界貿易: 新興国で急拡大
 - 世界貿易数量は20年4～6月期に前期比▲11.0%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
 - 21年入り後に新興国の貿易数量が急回復した半面、先進国では足踏み



(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

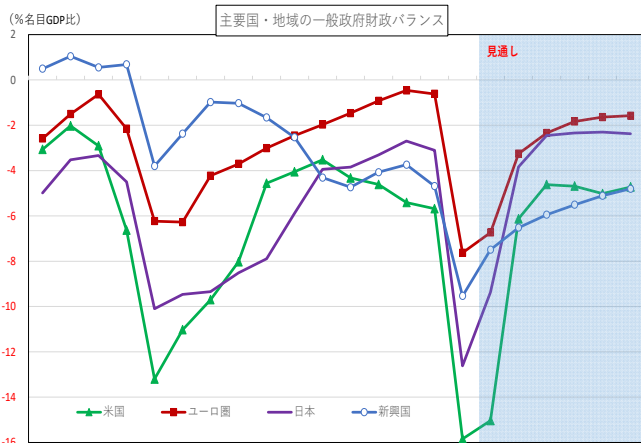


(資料) CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

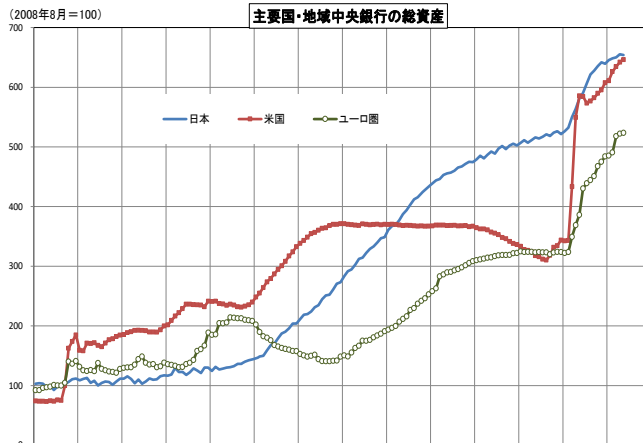
農林中金総合研究所

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、世界経済全体の底入れや持ち直しに貢献した半面、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120%(19年: 104%)、21年は同123%へ膨らみ、その後も高止まりが続くとの見通し
- 主要中央銀行もゼロ金利復活や資産買入れ強化、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tockは急拡大を続けており、過剰流動性が発生
 - 一方、前年の反動や景気回復に伴い、川上分野を中心にインフレ率が高まっており、資産買入額縮小(テーパリング)の観測も浮上



(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経済正常化の進展で回復加速
 - 21年1～3月期のGDPは前期比年率6.4%成長(速報)
 - コロナ前に比べ、依然として約800万人の雇用が喪失している
 - 足元では、コロナワクチンの普及から経済活動の正常化が進展
 - 見通しのポイントとしては、①21年4～6月期に回復が加速すること、②バイデン政権は、米国雇用計画と米国家族計画で総額4.1兆ドルの支出増、法人税と富裕層税の増税で総額4.2兆ドルの歳入増を計画しており、21年半ばから後半にかけて、議会で審議される見通しであること、③新興国の回復の後ずれや、米中対立の再燃から、貿易の回復は鈍化することなどが挙げられる
 - 成長率見通し: 21年は6.5%、22年は3.8%(前回見通しの21年: 5.0%、22年: 3.7%から上方修正)

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	4.3	6.4	9.9	5.4	5.6	3.0	2.5	2.0	1.6
個人消費支出	%	▲ 6.9	▲ 33.2	41.0	2.3	10.7	17.4	5.9	3.5	2.8	2.3	2.0	1.7
民間設備投資	%	▲ 6.7	▲ 27.2	22.9	13.1	9.9	6.2	5.0	4.2	3.9	3.4	3.3	2.4
民間住宅投資	%	19.0	▲ 35.6	63.0	36.6	10.8	8.1	5.6	5.5	0.0	▲ 2.6	▲ 3.7	▲ 4.3
輸出	%	▲ 9.5	▲ 64.4	59.6	22.3	▲ 1.1	4.1	5.3	8.0	5.2	6.0	4.2	3.3
輸入	%	▲ 15.0	▲ 54.1	93.1	29.9	5.7	13.7	3.4	3.4	3.0	3.1	3.1	2.9
政府支出	%	1.3	2.5	▲ 4.8	▲ 0.8	6.3	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	1.9
非農業部門雇用者数増減	万人	▲ 36.0	▲ 433.3	134.2	21.3	51.3	55.0	55.0	50.0	45.0	40.0	35.0	35.0
失業率	%	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	6.0	5.5	4.8	4.6	4.6	4.5	4.3
賃金上昇率	%	3.2	6.5	4.6	4.8	4.9	0.4	0.4	0.5	0.6	3.5	3.6	3.6
コアPCEデフレーター	%	1.8	0.9	1.4	1.4	1.5	2.2	2.4	2.4	2.3	1.9	1.9	1.9
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	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0

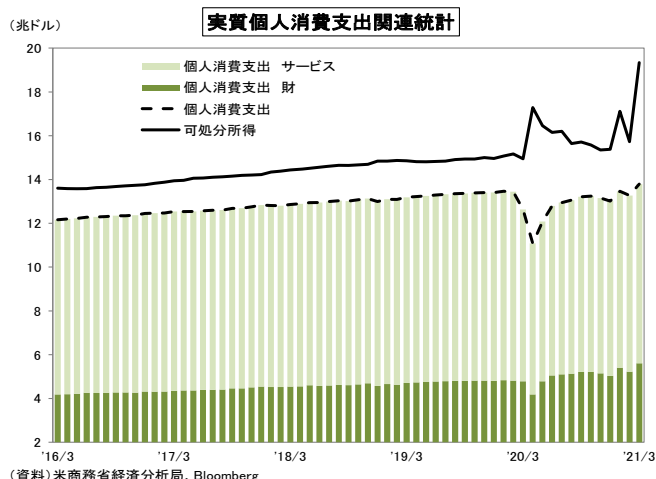
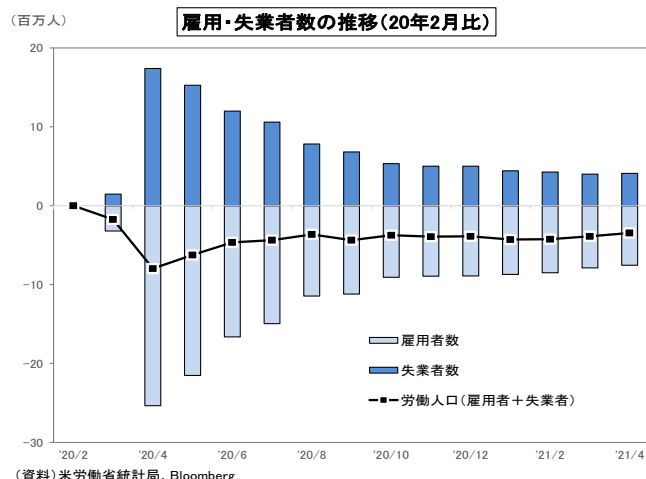
(資料) 米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(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。

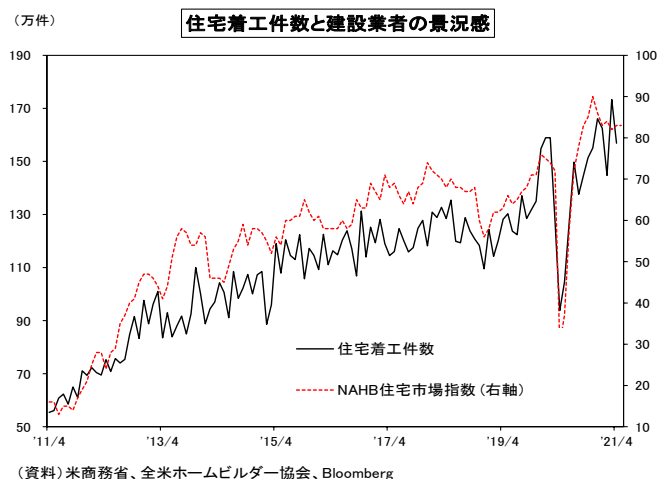
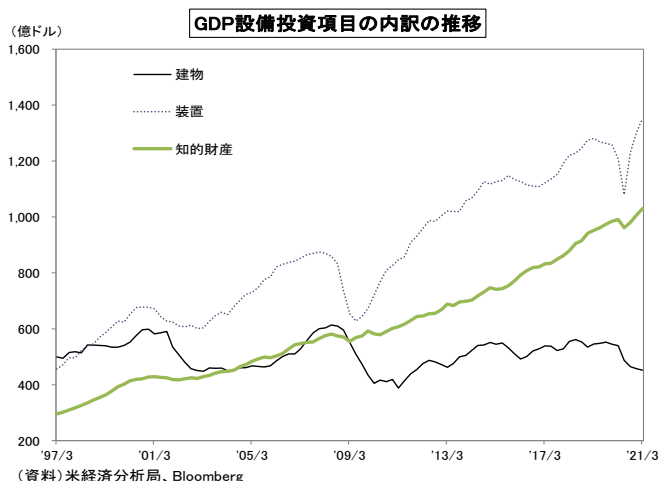
農林中金総合研究所

9

- 雇用: 経済正常化による雇用回復が進展
 - ワクチン接種の普及が進み、集団免疫の獲得が見え始めたことで、経済正常化が進み、雇用も戻りつつある
 - 子どものいる家庭における女性や、黒人・ヒスパニック系などの層での雇用回復が相対的に遅く、今後の注目点といえる
- 消費: 回復ペースの加速を想定
 - これまでの現金給付や失業給付による貯蓄率の上昇に加えて、経済正常化が進展する過程でサービス消費が急速に回復するとみられることから、4～6月期は消費の回復ペースが加速する見込み



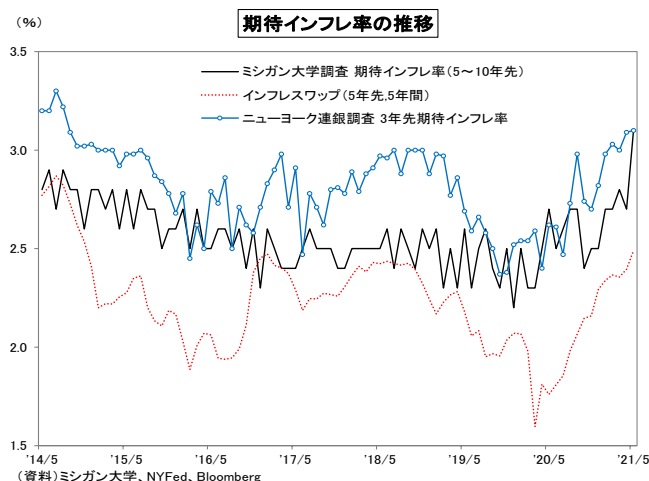
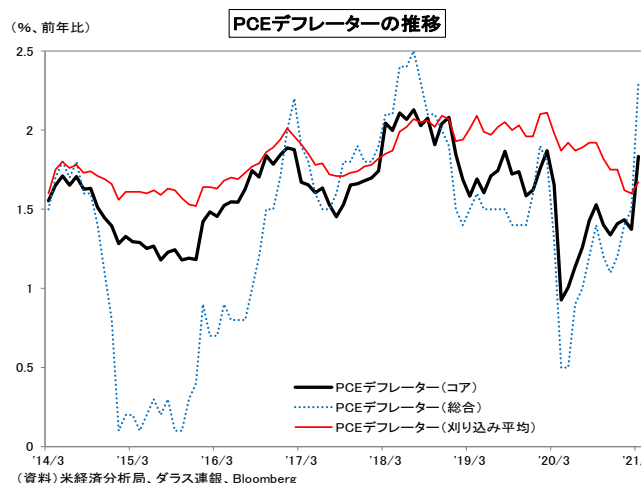
- 貿易: 緩やかな回復を想定
 - テクノロジー分野における中国企業の締め出しや、ウイグルにおける人権問題に端を発する米中対立、ワクチン接種の普及の遅れによる新興国の景気回復の後ずれなどもあり、輸出入ともに回復ペースは緩やかと想定
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - バイデン政権による経済対策により、設備投資は促進されると見込まれる
 - また、コロナ後の回復局面で顕著である、装置と知的財産への投資の底堅さが継続すると思われる
- 住宅投資: 増加基調だが過熱感も
 - 超緩和的な金融環境と強い需要を背景に住宅投資は増加基調の継続を見込む一方で、過熱感も



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21年4月以降は一時的に加速する見込み
- 金融政策:
 - 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予定
 - FRBは労働市場の十分な回復を待つとみられ、テーパリング開始は22年春頃と予想
- 財政政策:
 - インフラ設備の更新や雇用対策、再生可能エネルギー、ITなどへの投資などが中心
 - 法人税、富裕層に対する課税強化で財源を賄う計画



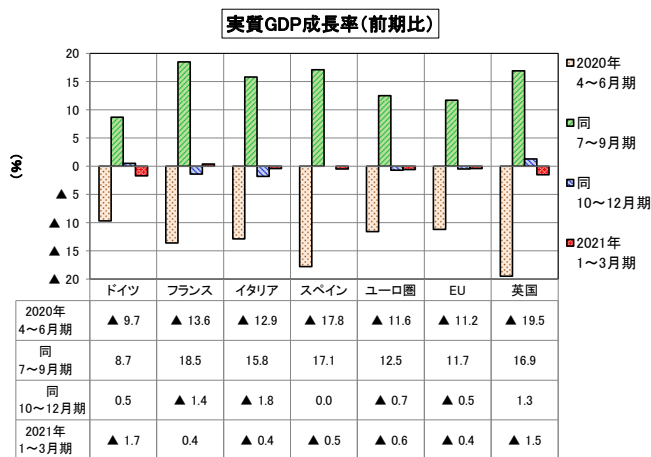
農林中金総合研究所

12

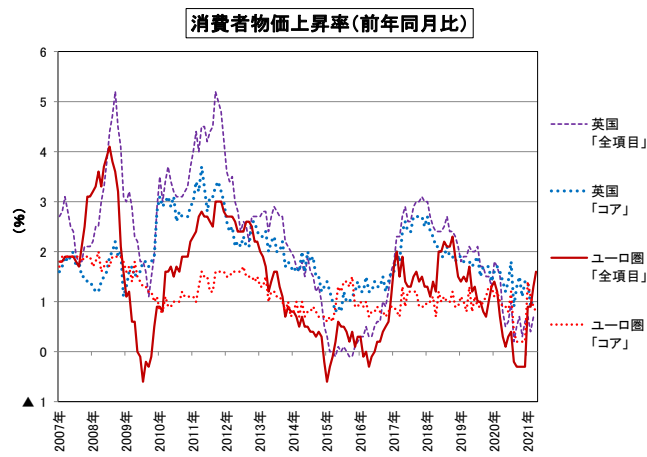
2 世界経済の動向 ③欧州

・ 景気動向(21年1～3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、20年4～6月期に実質GDP成長率は大幅に下落
- 20年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
- 21年1～3月期も外出制限などの継続で、経済活動は全般に停滞
 - ユーロ圏: 前期比成長率は▲0.6%(10～12月期: ▲0.7%)、前年同期比成長率は▲1.8%(同: ▲4.9%)
 - EU: 前期比成長率は▲0.4%(10～12月期: ▲0.5%)、前年同期比成長率は▲1.7%(同: ▲4.6%)
 - 英国: 前期比成長率は▲1.5%(10～12月期: 1.3%)、前年同期比成長率は▲6.1%(同: ▲7.3%)
- なお、制限措置の時期や強度の違いにより、国ごとの情勢には格差
- しかし、ワクチン接種の進捗に伴い景況感は徐々に回復、2、3月の経済指標には景気の底打ち・反転の兆し



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



農林中金総合研究所

13

・ 主要な経済指標

- 足元の経済指標には、景気の底打ち・反転の兆し
- ユーロ圏
 - 21年3月の鉱工業生産指数は、前月比で0.1%の、前年同月比では10.9%の上昇
 - 同月の小売売上高は、前月比で2.7%の、前年同月比では12.0%の上昇
 - 同月の失業率は8.1%と、前月から0.1ポイント低下
- ドイツ
 - 21年3月の製造業受注指数は、前月比で3.0%の、前年同月比では27.8%の上昇
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.8%の、前年同月比では5.5%の上昇
 - 同月の輸出額は、前月比で1.2%の、前年同月比では12.6%の上昇
 - 同月の小売売上高は、前月比で7.7%の、前年同月比では5.5%の上昇
 - 同月の失業率は4.5%と、前月から横ばい
- 英国
 - 21年3月の鉱工業生産指数は、前月比で1.8%の、前年同月比では3.6%の上昇
 - 同月の小売売上高は、前月比で4.9%の、前年同月比では7.9%の上昇
 - 21年2月の失業率は4.9%と、前月から0.1ポイント低下

・ 物価動向

- ユーロ圏では、20年8月以降マイナスであった消費者物価上昇率(前年同月比)が21年1月にはプラスに
- エネルギーなどの商品価格の上昇が主因
 - ユーロ圏では、21年4月の消費者物価上昇率(前年同月比)は1.6%(コアは0.8%)
 - 英国では、21年3月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.7%(コアは1.1%)

- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)
 - 21年4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
 - パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の段階的な縮小は時期尚早、とした
 - イングランド銀行(BOE)
 - 21年5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
 - 同時に、英経済の回復を見越し週間の国債買い入れ規模の縮小を決定
- 財政政策
 - EUは、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU(NGEU)」の資金配布に向けて準備中
- 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で20年7～9月期には回復
 - しかし夏場を経て感染症が再拡大し、20年10月以降、各国で感染拡大防止対策を強化
 - この結果、20年10～12月期には経済活動は減速、縮小
 - 21年1月以降も外出制限などが継続され、21年1～3月期も経済活動は全般に停滞
 - 一方、英国やEUでは20年12月からワクチン接種を開始
 - 徐々に新規感染者数は低下し、景気に底入れ感
 - ユーロ圏、英国とも、21年4～6月期には実質GDP成長率(前期比)がプラスに転じる見通し
 - 21年通年の見通しは、ユーロ圏、英国とも前年比4～5%程度のプラス成長
 - ただし、変異株の感染拡大のダウンサイドリスクを伴う
 - なお、消費者物価上昇率については、需要要因による持続的なインフレに至る可能性は小

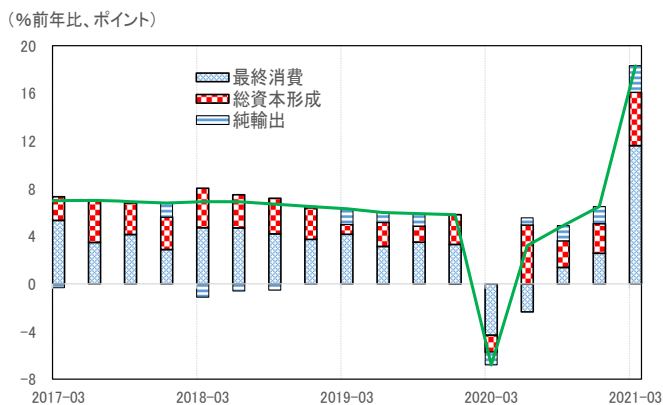
農林中金総合研究所

15

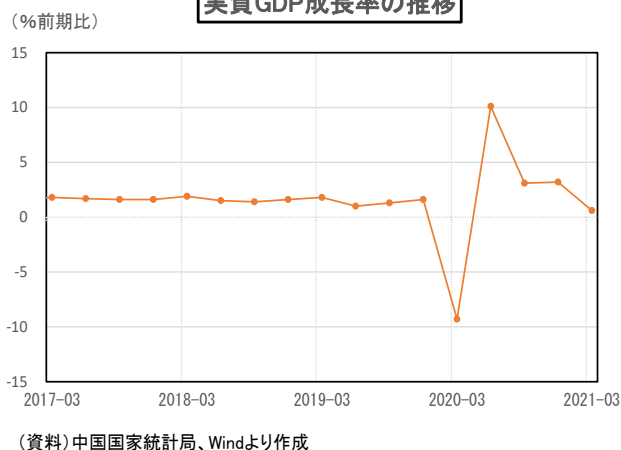
2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
 - 21年1～3月期の実質GDP成長率は前年比18.3%と、事前予想通りの高い伸びを記録した
 - 背景としては、前年同期のマイナス成長からの反動という面が大きいですが、内容としては輸出が大幅に拡大したことや消費の回復が続いたことも挙げられる
 - 前年比成長率(前掲18.3%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:11.6ポイント、総資本形成:4.5ポイント、純輸出:2.2ポイントであった
 - 一方、前期比は0.6%と20年10～12月(3.2%)から鈍化したことから、景気はコロナ禍からの持ち直しフェーズが終了し、踊り場に差し掛かっている可能性がある

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

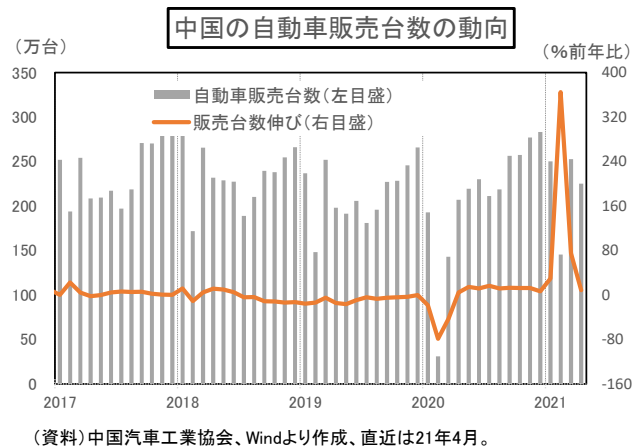
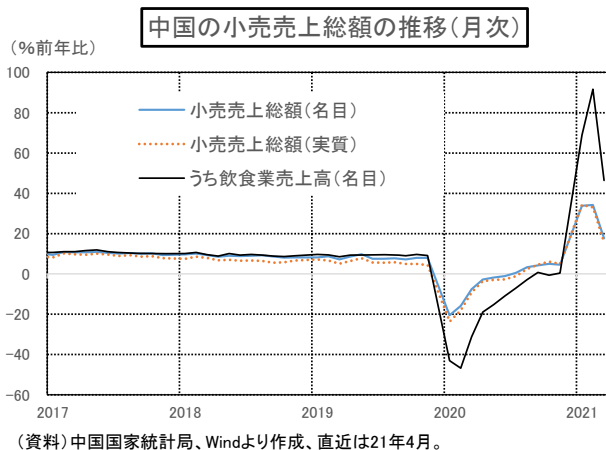


実質GDP成長率の推移



個人消費

- 足元では鈍化したが、回復基調を維持
 - 21年4月の小売上総額は前月比0.32%と2月(0.86%)、3月(0.94%)から鈍化したものの、19年4月比では8.8%と回復基調が続いている
 - 前年同期のマイナス成長からの反動が徐々に弱まったことで、名目で前年比17.7%、実質で前年比15.8%と、3月(それぞれ同34.2%、同33.0%)の伸びを大きく下回った
 - 観光業や飲食業は復調しつつあるが、なお道半ば
 - 自動車販売も伸びが鈍化した
- 先行きについても、農村地域における自動車や家電・家具などの販売促進策の効果が期待される一方、遼寧省・安徽省での新たな新型コロナ感染確認などが抑制要因となる可能性もあり、完全な回復までにはなお時間がかかる

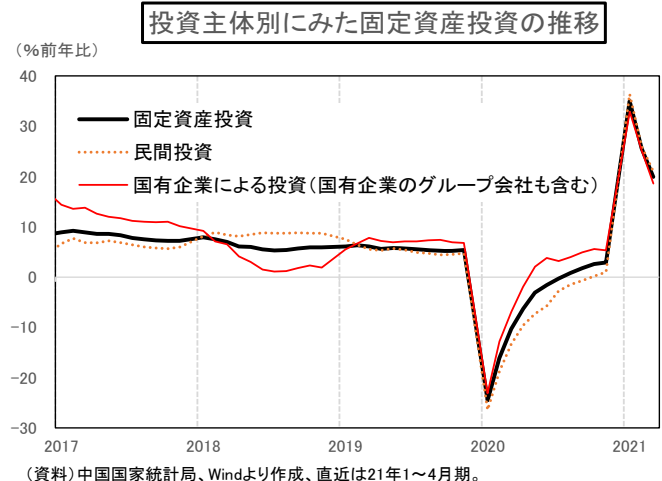
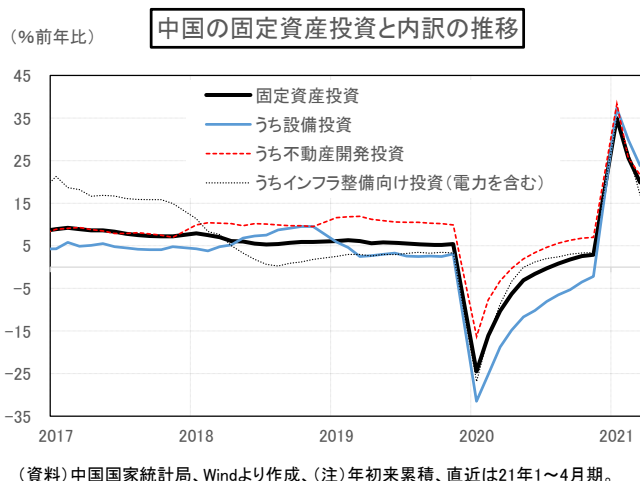


農林中金総合研究所

17

固定資産投資

- 投資も足元では鈍化したが、回復基調は継続
 - 4月の固定資産投資(総資本形成に相当)は前月比1.49%と3月(2.10%)から伸び率が鈍化した
 - 反動が徐々に弱まったことで21年1~4月期の固定資産投資も前年比19.9%と1~3月期(同25.6%)の伸びを下回ったが、19年同期比8.0%と回復基調が続いている
 - 投資主体別では、民間投資は同21.0%と比較的底堅い動きを見せる一方、国有企業による投資は同18.6%と頭打ち感を強めた
- 先行きについては、設備投資が回復基調を強めるほか、インフラ整備向け投資の加速と不動産開発投資の底堅さが期待されることから、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

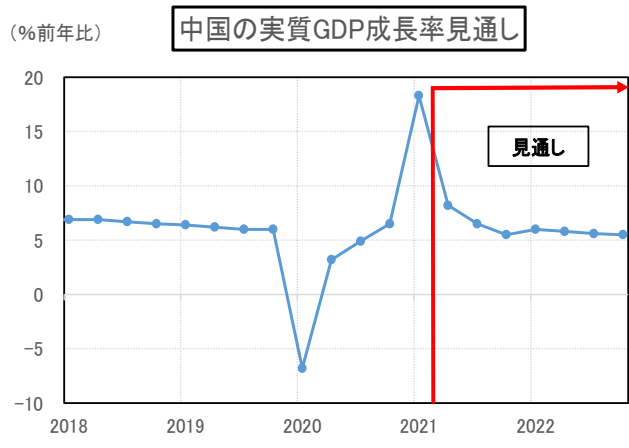
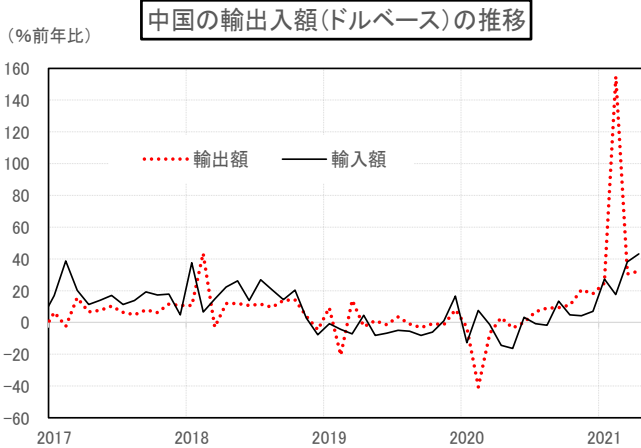
18

輸出

- 21年4月の輸出額(ドルベース)は前年比32.3%と、3月(同30.6%)から加速、引き続き堅調
- 先行きについても、海外経済の回復が期待されるほか、インドが新型コロナの再拡大で生産停滞や停止を余儀なくされた影響で中国による代替生産・輸出の動きが見られることなどから、拡大基調は続くと思込む

経済見通し

- 前年同期のマイナス成長からの反動が徐々に弱まることを踏まえ、4~6月期は前年比8.2%に減速、その後は巡行速度に落ち着き、21年の実質成長率は前年比9.1%を予測(前回見通しから0.1ポイント下方修正)
- 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(前回見通しを据え置いた)



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ドル台まで上昇
 - OPECプラスによる協調減産は、20年5~6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)の減産で再開した後、徐々に減産量を縮小、20年秋以降は世界経済の回復期待から原油価格は上昇傾向へ
 - 原油需要の先行き不透明として多くの産油国が増産に慎重な姿勢を見せる中、サウジアラビアが独自に日量100万バレルの減産を実施したことで、さらに原油価格は上昇、2月以降は1ドル=60ドル台で推移
 - OPECプラスは4月の閣僚会合で、5月以降の減産量を段階的に縮小するとともに、サウジの自主減産も6月で終了することで合意(全体の減産量は4月の日量690万バレルから7月は575.9万バレルへ)

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65ドル/バレル程度で推移と予想



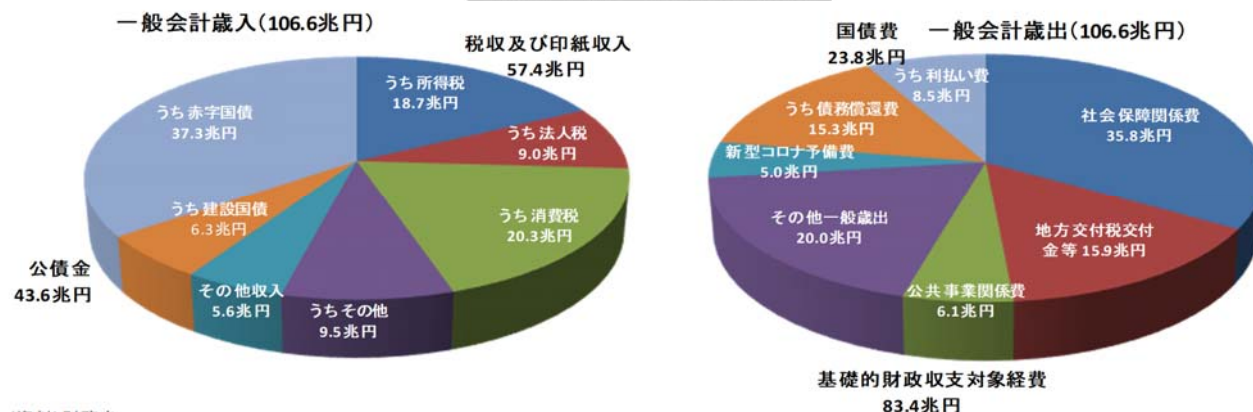
農林中金総合研究所

20

3 国内の経済政策

- 財政政策: 21年度一般会計予算は総額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(4,800億円との想定される自然増より抑制)
 - 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
 - 1～3月期のマイナス成長や3回目の緊急事態宣言の期間延長の可能性などもあり、補正予算編成の思惑も

2021年度一般会計予算

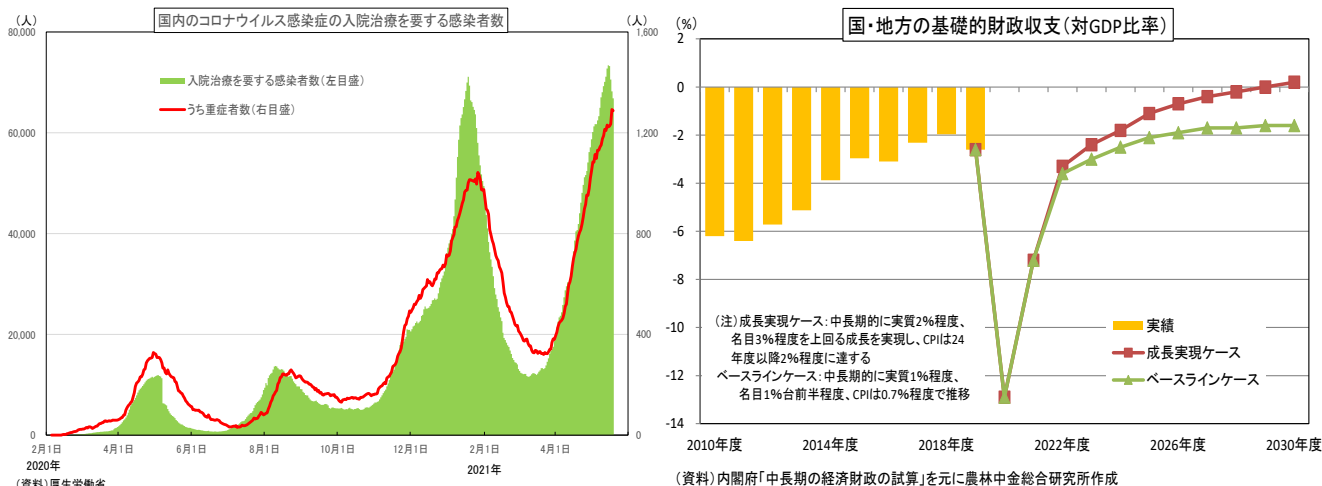


(資料)財務省

農林中金総合研究所

21

- 感染対策: 変異株などによる感染「第4波」を受け、4月には3回目の緊急事態宣言の発出へ
 - 3月21日までに2回目の緊急事態宣言は一旦解除されたが、その直後から従来株に比べて感染力が強いとされる変異株の大流行によって、感染拡大地域に対して「まん延防止重点措置」(5月20日時点で10県が対象)や「緊急事態宣言」(9都道府県が対象)が相次いで発出される事態に
 - ワクチン接種の推進と同時に、コロナ専門の病院・病床の確保が急務
- 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、達成が事実上不可能な財政健全化目標の見直しが今後の焦点に
 - 6月中に「骨太方針2021」が閣議決定される見通しだが、国・地方の基礎的財政収支(PB)の25年度黒字化目標は堅持する方針

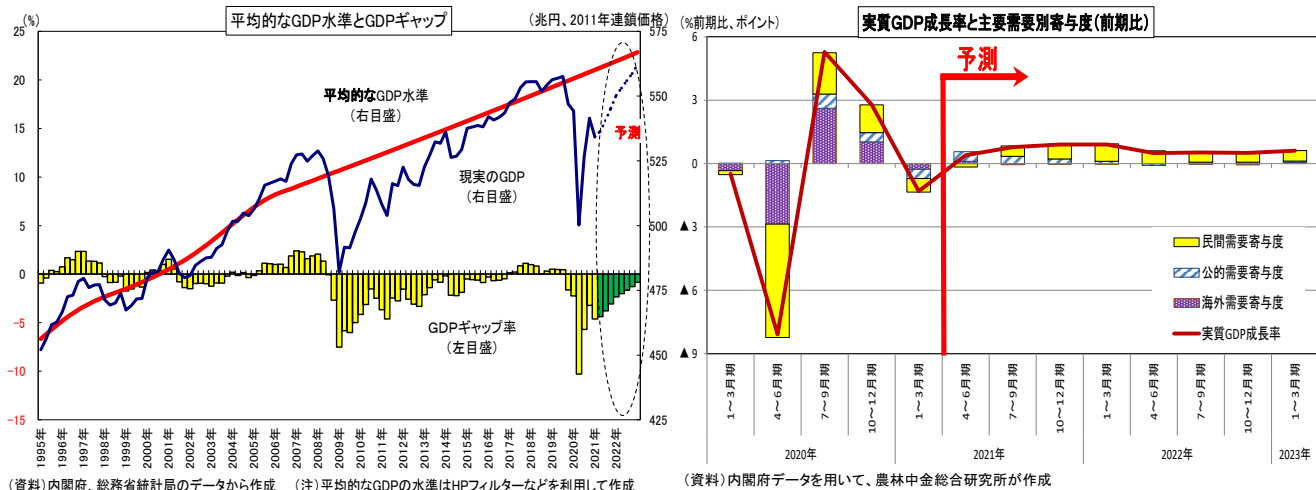


農林中金総合研究所

22

4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2021年度は3.3%成長(3年ぶりのプラス)、22年度は2.6%成長と予想
 - 足元4～6月期は、東京都、大阪府などに対する3回目の緊急事態宣言によって自粛ムードが再び強まり、消費に悪影響が出ているが、米国・中国の景気回復に牽引される格好で輸出の増勢が強まっていることから、前期比年率1.6%とプラス成長が見込まれるが、感染状況次第では下振れの可能性も
 - 国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、一般国民への接種が進み、集団免疫を獲得するまでにはまだ時間がかかるため、21年内の景気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想定され、成長ペースが徐々に高まっていく
 - ただし、正常化が一気に進む可能性は低く、直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準の回復は23年1～3月期まで難しい



農林中金総合研究所

23

予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	0.3	▲ 4.0	3.1	3.0
実質GDP	%	▲ 0.5	▲ 4.6	3.3	2.6
民間需要	%	▲ 0.7	▲ 6.5	1.9	3.4
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 6.0	2.2	3.0
民間住宅	%	2.5	▲ 7.1	0.7	1.8
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 6.9	2.1	4.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1
公的需要	%	1.9	3.2	3.4	1.1
政府最終消費支出	%	2.0	3.1	4.1	1.0
公的固定資本形成	%	1.5	4.0	0.5	1.2
輸出	%	▲ 2.2	▲ 10.4	18.5	8.7
輸入	%	0.2	▲ 6.8	12.0	9.5
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 4.1	2.4	2.8
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 4.9	1.4	2.5
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.8	0.9	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.6	1.0	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.6	▲ 0.1	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	0.1	▲ 1.4	3.4	1.2
全国消費者物価 (") (消費税率を除外)	%	0.6 (0.2)	▲ 0.4 (▲ 0.8)	0.1	0.4
完全失業率	%	2.3	2.9	2.8	2.6
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 3.7	▲ 9.9	8.5	4.1
経常収支	兆円	18.9	18.2	24.2	22.8
名目GDP比率	%	3.4	3.4	4.4	4.0
為替レート 円/ドル	円/ドル	108.7	106.0	110.0	110.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.03	0.09	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.7	65.0	65.0

(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。

	単位	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
実質GDP	%	▲ 4.6	3.3	2.6
民間需要	%	▲ 6.5	1.9	3.4
民間最終消費支出	%	▲ 6.0	2.2	3.0
民間住宅	%	▲ 7.1	0.7	1.8
民間企業設備	%	▲ 6.9	2.1	4.1
公的需要	%	3.2	3.4	1.1
政府最終消費支出	%	3.1	4.1	1.0
公的固定資本形成	%	4.0	0.5	1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	1.8	1.0
輸出	%	▲ 10.4	18.5	8.7
輸入	%	▲ 6.8	12.0	9.5
内需寄与度(前期比)	%	▲ 4.1	2.4	2.8
民間需要(")	%	▲ 4.9	1.4	2.5
公的需要(")	%	0.8	0.9	0.3
外需寄与度(")	%	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 0.1	0.4
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 9.9	8.5	4.1
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.4	80.0	82.5
経常収支	兆円	18.2	24.2	22.8
貿易収支	兆円	3.9	9.0	9.3
外国為替レート	円/ドル	106.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	65.0	65.0

	単位	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 4.0	3.1	3.0
実質GDP	%	▲ 4.6	3.3	2.6
民間需要	%	▲ 6.5	1.9	3.4
民間最終消費支出	%	▲ 6.0	2.2	3.0
民間住宅	%	▲ 7.1	0.7	1.8
民間企業設備	%	▲ 6.9	2.1	4.1
公的需要	%	3.2	3.4	1.1
政府最終消費支出	%	3.1	4.1	1.0
公的固定資本形成	%	4.0	0.5	1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	1.8	1.0
輸出	%	▲ 10.4	18.5	8.7
輸入	%	▲ 6.8	12.0	9.5
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	3.4	1.2
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.4	0.1	0.4
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	8.5	4.1

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当研究所による。

農林中金総合研究所

24

金融市場 2021年6月号

43

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

予測表(四半期)

	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 (年率換算)	%	▲ 0.5	▲ 7.8	5.5	2.4	▲ 1.6	0.5	0.9	0.9	1.1	0.5	0.6	0.6	1.0
実質GDP (年率換算)	%	▲ 2.1	▲ 27.7	24.1	10.0	▲ 6.3	1.9	3.6	3.6	4.4	2.2	2.5	2.4	4.0
民間需要	%	▲ 0.3	▲ 7.2	1.3	1.8	▲ 0.9	1.0	1.3	1.0	1.1	1.0	1.3	0.7	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	▲ 8.3	5.1	2.2	▲ 1.4	▲ 0.1	0.6	0.8	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
民間住宅	%	▲ 3.7	0.6	▲ 5.7	0.1	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
民間企業設備	%	1.3	▲ 6.1	▲ 2.1	4.3	▲ 1.4	0.4	0.5	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.3	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.1	0.5	2.4	1.6	▲ 1.6	1.7	1.2	0.8	0.4	▲ 0.3	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.1	0.2	2.9	1.8	▲ 1.8	2.0	1.5	1.0	0.5	▲ 0.5	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.6	2.1	0.7	1.1	▲ 1.1	0.5	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
輸出	%	▲ 4.7	▲ 17.5	7.3	11.7	2.3	5.0	2.0	2.5	3.0	2.1	1.8	1.5	1.2
輸入	%	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 8.2	4.8	4.0	4.5	2.3	2.7	3.2	2.2	2.0	1.8	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 5.2	2.6	1.8	▲ 1.1	0.3	0.8	0.9	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 5.4	2.0	1.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.5	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.1	0.7	0.4	▲ 0.4	0.5	0.3	0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 2.8	2.6	1.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	1.0	1.4	1.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	0.6	▲ 2.3	▲ 0.8	▲ 2.1	▲ 0.3	4.0	3.5	3.5	2.5	1.5	1.4	1.0	1.0
全国消費者物価 (")	%	0.6	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2	0.2	▲ 0.1	0.1	0.4	0.5	0.7
(消費税要因を除く)		(▲ 0.3)	(▲ 1.0)	(▲ 1.1)	(▲ 0.5)									
(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	2.7	3.0	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4
鉱工業生産 (前期比)	%	0.0	▲ 16.8	9.0	5.7	2.9	▲ 0.5	1.0	1.5	1.2	1.0	1.0	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	4.6	2.2	4.1	6.4	5.1	5.8	6.0	6.1	6.3	6.0	5.8	5.6	5.4
名目GDP比率	%	3.3	1.7	3.1	4.6	3.7	4.3	4.4	4.4	4.5	4.3	4.1	3.9	3.7
為替レート	円/ドル	108.9	107.6	106.2	104.5	105.9	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 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	0.07	0.10	0.08	0.08	0.10	0.10	0.13	0.15	0.15
通関輸入原油価格	円/バレル	67.8	30.7	40.9	43.9	55.5	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

(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)

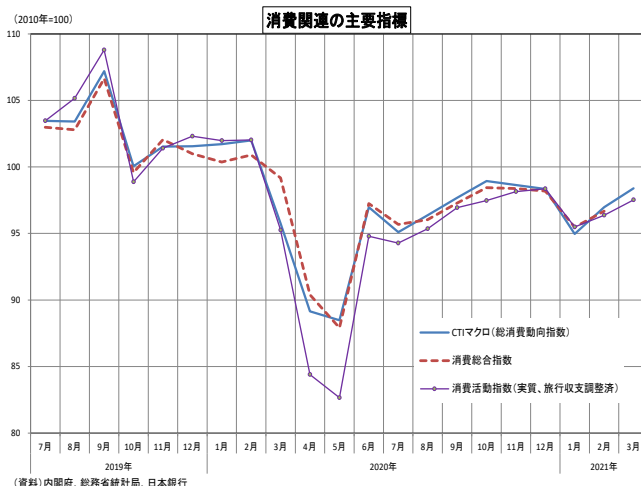
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

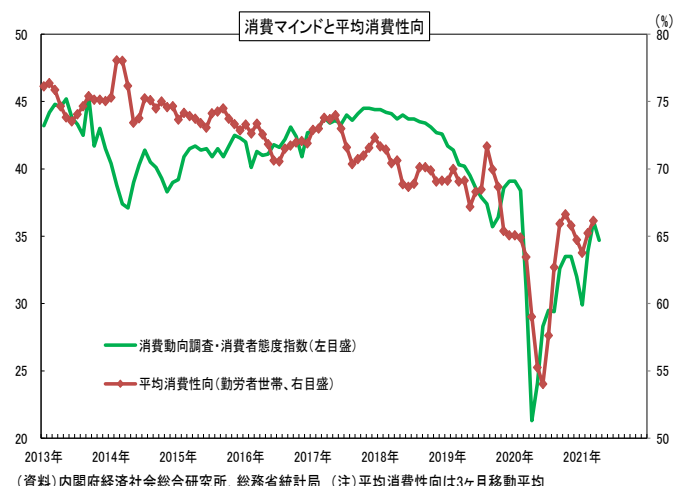
25

・ 民間消費

- 21年入り直後に新型コロナが爆発的な感染状況となったことで、消費者の自粛ムードが再び強まったほか、飲食業に対して休業要請をしたことで、1月の消費は大きく落ち込んだ
 - 2月に入り、感染拡大に一旦歯止めがかかったことから、4月にかけて持ち直しもみられた
 - しかし、3回目の緊急事態制限で、飲食業や大規模小売店、催事場などへ休業要請がされたことから、消費は再び悪化した可能性
- 21年春闘での賃上げは20年の伸びを下回ったほか、コロナ禍の影響が強い業種を中心に雇用環境が悪化していることもあり、家計の所得環境は総じて厳しい
- 民間最終消費支出は21年度：前年度比2.2%(4～6月期：同▲0.1%、年度は3年ぶりの増加)、22年度：同3.0%と予測



(資料) 内閣府、総務省統計局、日本銀行



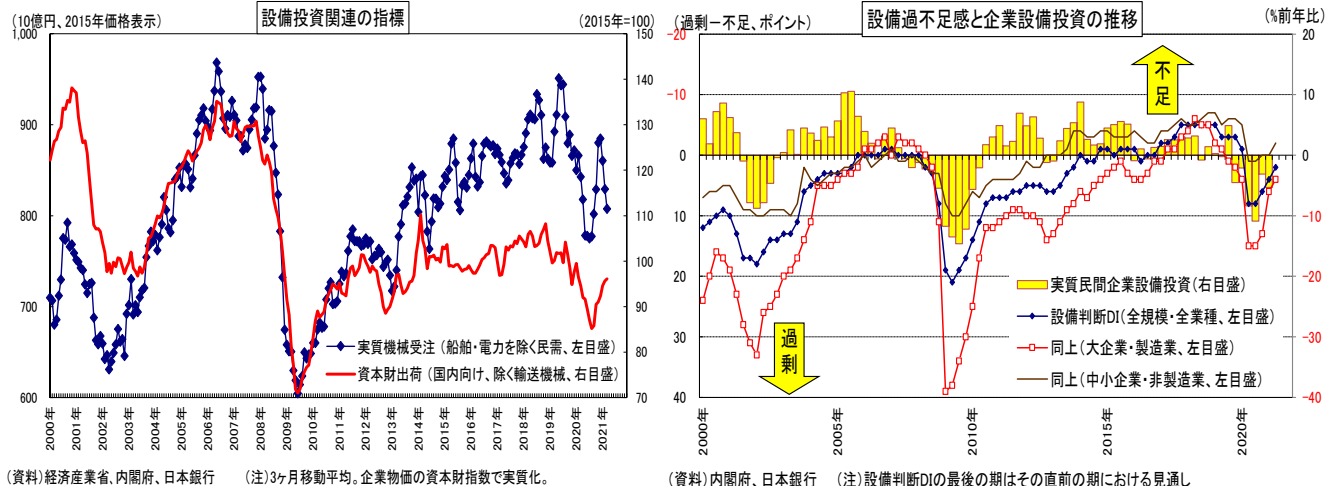
(資料) 内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局 (注) 平均消費性向は3ヶ月移動平均

農林中金総合研究所

26

企業設備投資

- 20年度は設備投資計画が期を追うごとに下方修正されたが、21年度計画は当初から増加見通し
 - 日銀短観3月調査では前年度比2.2%（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）と、年度入り前の調査としては異例のプラス
- 輸出の増勢が強まったことから、設備投資関連指標には回復傾向が強まった
 - 1～3月期のコア機械受注はペントアップ需要が噴出した10～12月期の反動で減少したが、4～6月期は増加見通し
- 中長期的に省力化・省人化ニーズは高いほか、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
- 21年度：前年度比2.1%（3年ぶりの増加）、22年度：同4.1%と予測

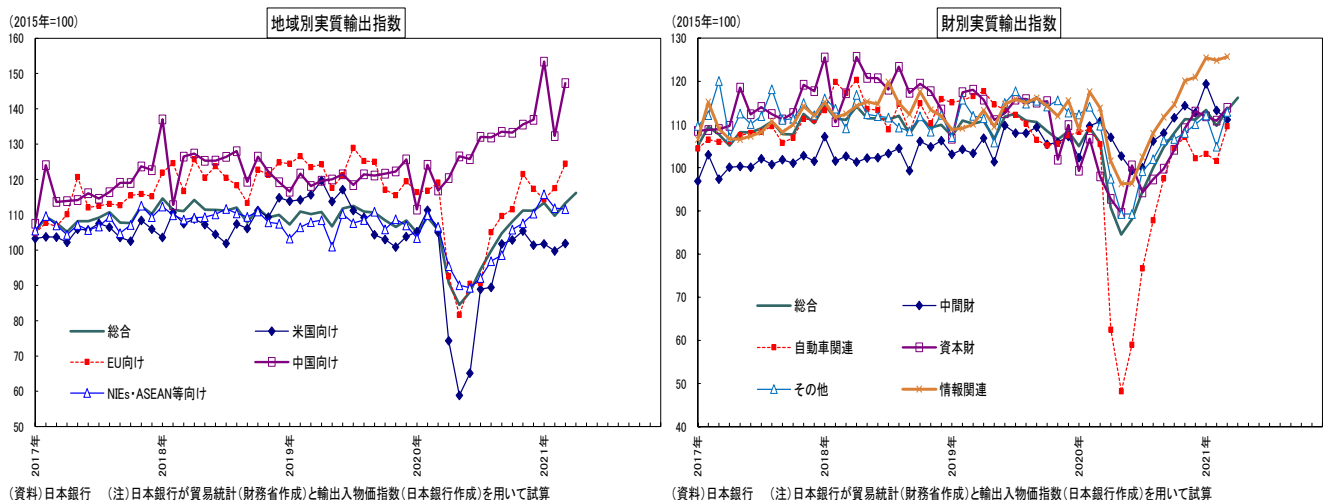


農林中金総合研究所

27

輸出入動向

- 中国を筆頭に、海外経済の持ち直しに牽引される格好で、輸出は回復基調を維持
 - 地域別にみると、中国・アジア向けが堅調で、出遅れていた米国・EUなど先進国向けも徐々に増勢が強まりつつある
 - 財別にみると、一旦足踏みした自動車関連が堅調となっているほか、資本財・情報関連も底堅い
 - ただし、車載用の半導体の品薄により、先行き、自動車輸出が伸び悩む場面も想定される
- 21年度の輸出は前年度比18.5%（3年ぶりの増加）、22年度は同8.7%と予測
- 一方、国内景気も持ち直すことから、21年度の輸入も同12.0%（2年ぶりの増加）、22年度は同9.5%と予測
- 21年度の経常収支は24.2兆円と黒字幅は4年ぶりに拡大に転じるが、22年度は22.8兆円へやや縮小と予測

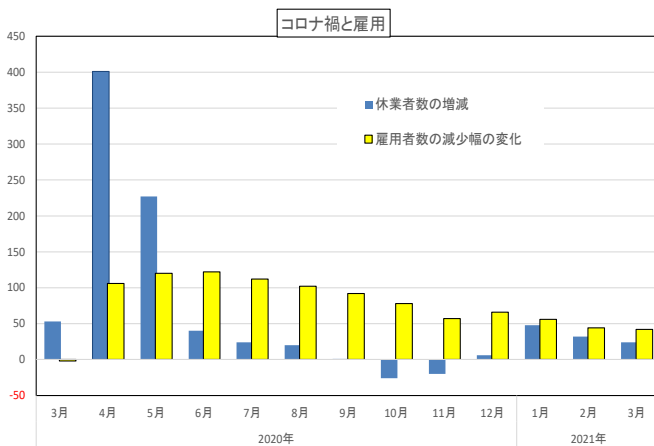


農林中金総合研究所

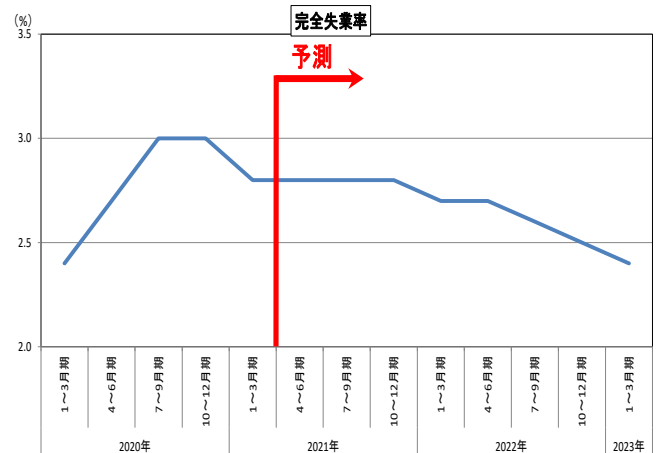
28

雇用情勢

- 21年入り後も断続的に緊急事態宣言が発出されているが、雇用関連指標は持ち直し気味に推移
 - 20年10月に3.1%まで高まった失業率は、21年3月には2.6%へ改善
 - 20年9～10月にかけて1.04倍まで低下した有効求人倍率も、21年3月には1.10倍へ改善
 - 一方、20年5月を底に持ち直してきた労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）は20年秋以降は足踏みしているほか、10月以降は休業者が増加気味に推移
- 失業率は21年度：2.8%、22年度：2.6%と予測
 - 21年度中は改善が足踏みするが、22年度は緩やかに低下（23年1～3月期は2.4%）



（資料）厚生労働省、総務省統計局 （注）20年2月分からの乖離幅



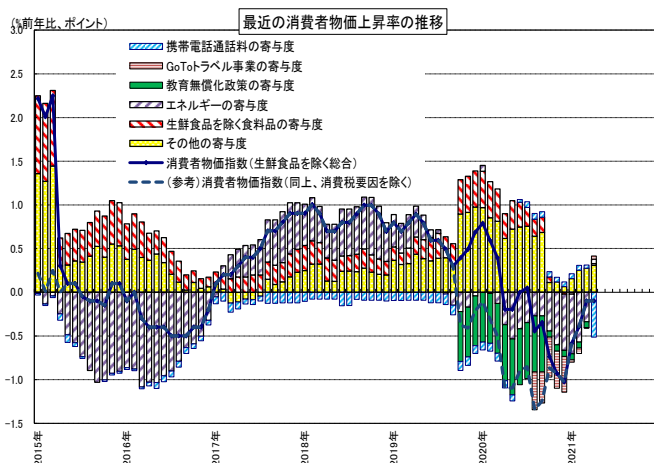
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

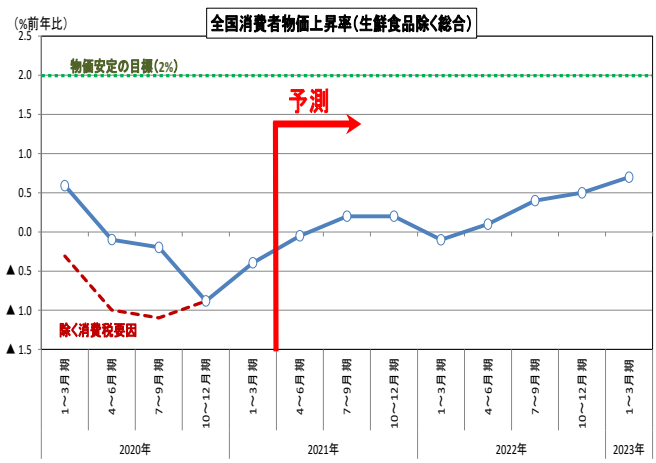
29

物価動向

- コロナ禍で需要が大きく減退したことから、20年度の物価は総じて軟調な展開であったが、最近では景気回復を受けてエネルギー・原材料など「川上」の価格が上昇傾向にある
- 21年4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▲0.1%と9ヶ月連続の下落
 - 携帯電話通話料の値下げにより、物価の前年比上昇率は▲0.50ポイント押し下げられた
 - 一方、原油市況高を受けて、石油製品が前年比プラスに転じるなど、エネルギーの下落幅が大きく縮小
- 21年度の消費者物価は前年度比0.1%と2年ぶりのプラス、22年度は同0.4%（23年1～3月期は前年比0.7%）と上昇率を高めていくが、日銀が目標とする前年比2%には程遠い
 - 「川上」の価格上昇が波及する可能性もあるが、家計所得を取り巻く環境が厳しい中、値上げはなかなか浸透しないとみられる



（資料）総務省統計局の公表統計より作成



（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

30

5 金融政策の見通し

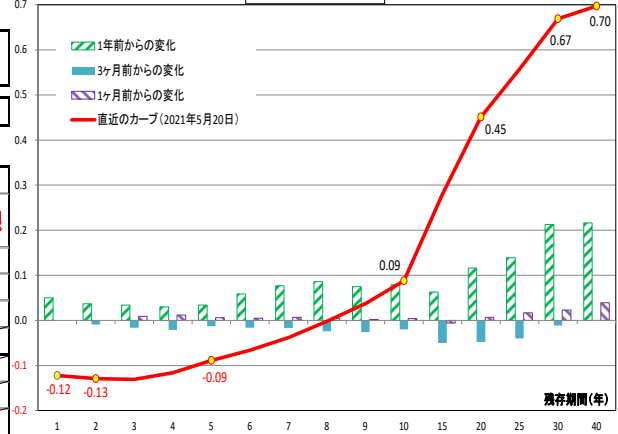
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に加え、20年3月以降はコロナ対応も実施
 - コロナ対応として、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の潤沢かつ弾力的な供給、ETF・J-REITの買入れ、といった「3つの柱」による強力な金融緩和を実施
 - 3月の「点検」を受けて、金融仲介機能に配慮しつつ、機動的に長短金利の引下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設、長期金利の操作目標の変動幅を±0.25%程度と明確化するとともに、過度の金利上振れに対しては連続指値オペを導入する、といった措置を講じたほか、4月以降のETF買入れは市場が大きく不安定化した場合に大規模に買入れすることとなった(対象もTOPIX連動型のみ)
 - 引き続き、当面、新型コロナの影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を表明

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年末	21年4月末	今後の年間増加ベース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	655	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)											
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	494	501	上振を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	2.9	合計約20兆円を上振
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	7.6	約12兆円を上振
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.1	約1,800億円を上振
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.65	0.66	-
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	62	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	720	-
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	117	-
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	533	-
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	720	-

(資料) 日本銀行 (注) 21年4月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は前年同月末からそれぞれ22兆円、4.9兆円、640億円の増加。

イールドカーブの形状



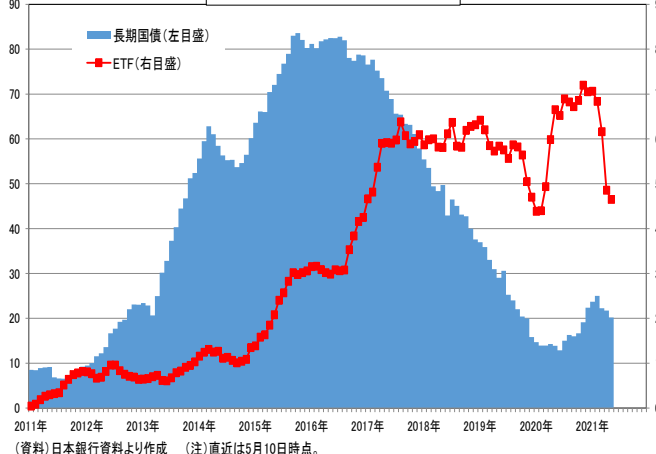
(資料) 財務省資料より作成

農林中金総合研究所

31

- 3月の点検を受けた政策的な対応は、万一の際にマイナス金利の深掘り(現状▲0.1%である短期政策金利の引下げ)という事態に陥った際の副作用の軽減といった措置を講じたが、基本的には大規模な緩和策を長期間継続するための微修正と解釈
- 展望レポート(4月)では先行きの景気拡大を見込むが、2%の物価上昇は見通せず
 - 物価はいずれプラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくものの、23年度は前年度比1.0%の見通しであり、目標とする「2%」にはなお距離がある
 - オーバーシュート型コミットメントを踏まえると、現行レベルの緩和策は少なくとも2年程度は継続される可能性が高い

日本銀行の保有資産の年間増加ベース



(資料) 日本銀行資料より作成 (注) 直近は5月10日時点。

展望レポート:2020~22年度の政策委員の大勢見通し(2021年4月)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)
2021年度	+3.6~+4.4 <+4.0>	0.0~+0.2 <+0.1>
1月時点の見通し	+3.3~+4.0 <+3.9>	+0.3~+0.5 <+0.5>
2022年度	+2.1~+2.5 <+2.4>	+0.5~+0.9 <+0.8>
1月時点の見通し	+1.5~+2.0 <+1.8>	+0.7~+0.8 <+0.7>
2023年度	+1.2~+1.5 <+1.3>	+0.7~+1.0 <+1.0>

(資料) 日本銀行

(注) 対前年度比、%。

「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの。

農林中金総合研究所

32

金融市場 2021年6月号

47

農林中金総合研究所

<https://www.nochuri.co.jp/>