

農林中金総合研究所 2021～22年度改訂経済見通し

変異株流行で本格回復がさらに遅れる国内景気

～ 日本経済見通し: 2021年度: 3.0% (下方修正※)、22年度: 2.8% (上方修正※) ～

※21年6月時点の当総研見通し(21年度: 3.3%、21年度: 2.6%)との比較

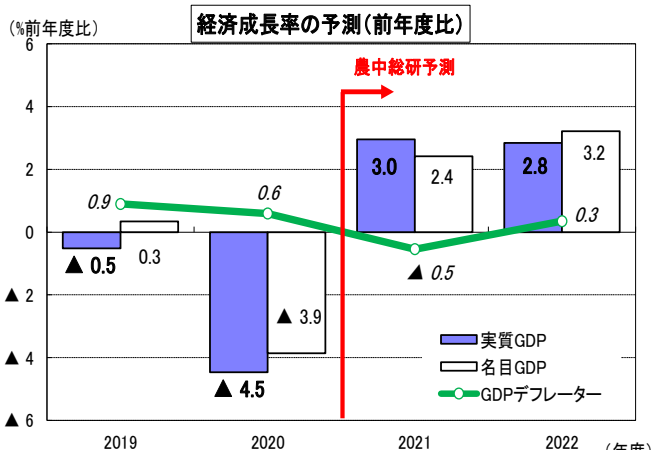
2021年8月19日

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

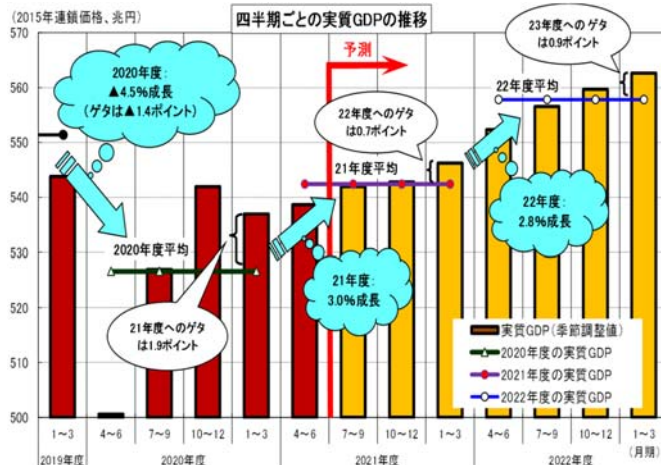
無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 2021年度入り後も新型コロナウイルス感染症の感染拡大が続いており、断続的に「緊急事態宣言」や「まん延防止等重点措置」が出される中、4～6月期は2四半期ぶりのプラス成長となった。しかし、20年10～12月期の実質GDP水準は下回るなど、21年前半は足踏み状態だったことから、足元で回復傾向が強まっている欧米主要国からの出遅れ感が意識される内容だった。
- 4回目の緊急事態宣言の下、感染急拡大に歯止めがかからず、その対象地域は順次拡大、期限延長が繰り返されており、サービス消費への悪影響が続いている。その半面、海外の景気回復を受けて輸出が増勢を強めているほか、企業の設備投資意欲も堅調であることから、国内景気は持ち直しを続けているといえる。
- 国内でもコロナ・ワクチンの接種が進んでいるが、変異ウイルス（デルタ株）に対する有効性の低下も報告されている。今後のラムダ株などの流行可能性を踏まえると、21年度下期も景気回復ペースは感染状況に左右され、「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くものと想定される。国内景気の本格回復入りは22年度入り後にずれ込み、GDPの直近ピーク水準（19年7～9月期）の回復は22年度下期までは難しいだろう。



(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

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

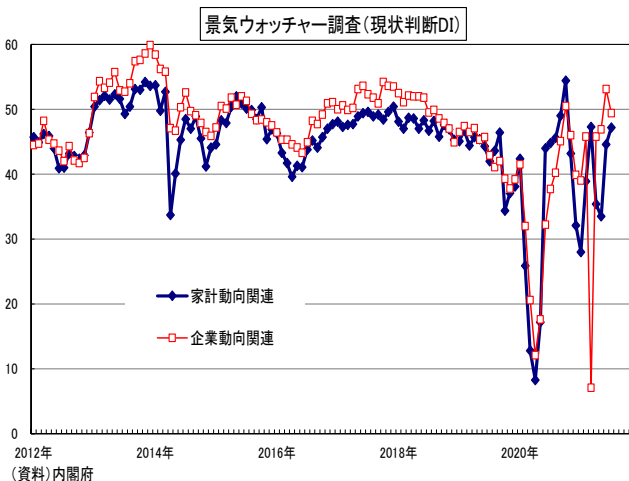
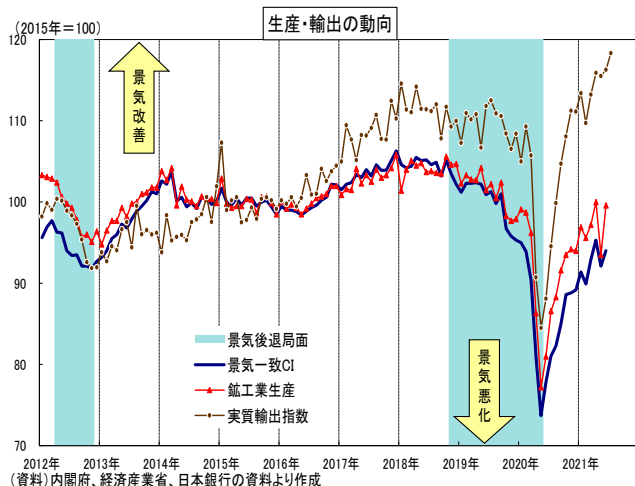
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

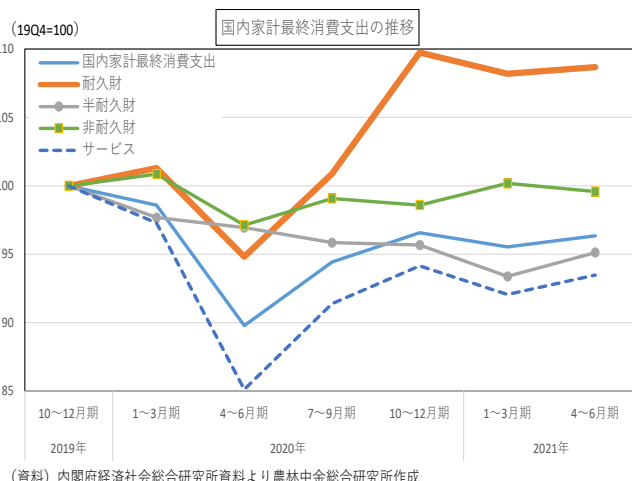
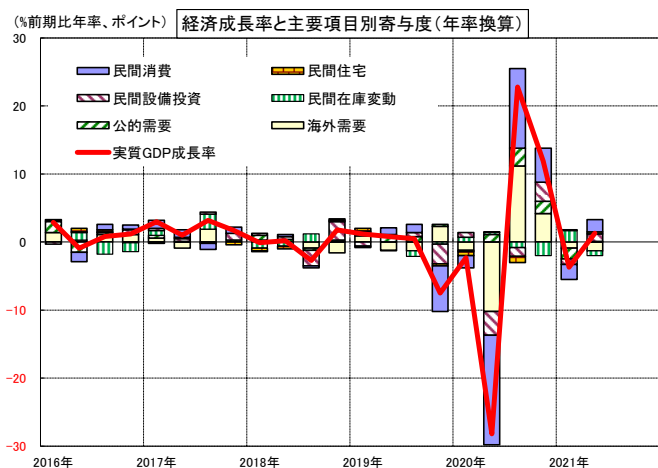
- 景気動向：持ち直し基調は継続、一部に鈍さも
 - － 消費、生産、輸出など主要指標は概ね持ち直し基調にあるが、足踏みも散見される
 - ・ 消費関連指標は感染状況に左右されつつ、頭打ち気味の推移
 - ・ 4～6月期の鉱工業生産指数は前期比1.1%と4四半期連続のプラスながらも、鈍化傾向
 - ・ 4～6月期の第3次産業活動指数は同▲0.6%と2四半期連続のマイナス
 - ・ 一方、7月の実質輸出指数は前月比1.7%と2ヶ月連続の上昇、過去最高水準で推移
 - － 6月の景気動向指数によれば、CI一致指数は2ヶ月ぶりの上昇、景気の基調判断は4ヶ月連続の「改善」
 - － 7月の景気ウォッチャー調査によれば、ワクチン接種の進展や五輪開催への期待などから現状判断DIは2ヶ月連続で改善
 - ・ ただし、新型コロナウイルスの変異ウイルス(デルタ株)の感染急拡大で、先行き判断DIは3ヶ月ぶりに悪化するなど、先行き不透明感は根強い



農林中金総合研究所

4

- 4～6月期GDP:2四半期ぶりのプラス成長(前期比0.3%、同年率1.3%)
 - 新型コロナの感染急拡大が見られた大都市圏では緊急事態宣言など行動制限を求められたが、人流がなかなか減らず、民間消費(前期比0.8%、2四半期ぶりの増加)はむしろ持ち直しの動きを見せたほか、堅調な設備投資意欲を背景に民間企業設備投資(同1.7%)も2四半期ぶりの増加、さらに欧米主要国の景気回復再開に伴う輸出増(同2.9%、4四半期連続の増加)などにより、2四半期ぶりのプラス成長となった
 - ただし、20年10～12月期のGDP水準を下回っており、21年前半は足踏みが続いた印象は払拭できず
 - 一方、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度:▲0.2ポイント)、公共投資(前期比▲1.5%、2四半期連続の減少)、輸入(同5.1%、3四半期連続の増加)は成長率の押下げに寄与
 - GDPデフレーターは前年比▲0.7%と2四半期連続の下落、輸入インフレを国内において最終財へ価格転嫁できていない状況となっている

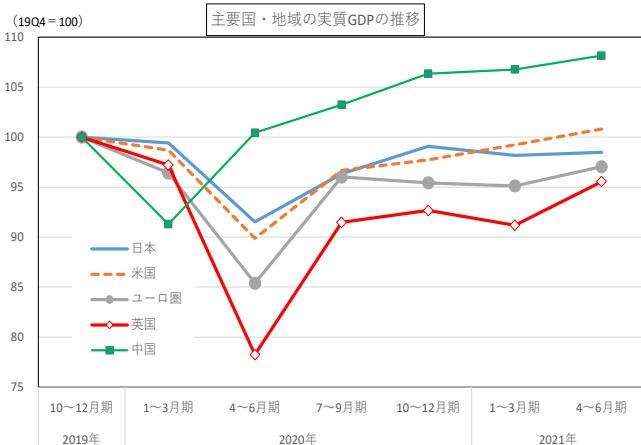


農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

- イスラエル、英国、米国など、ワクチン接種が進んだ国・地域ですら感染力の強い変異ウイルス(デルタ株)が大流行するなど、世界的に新型コロナが収束する兆しはまだ見えない
 - 各国では一旦解除した行動制限の一部を復活させる動きもみられるが、ワクチン接種で重症化や死亡は一定程度抑制できていることから、欧米主要国では都市封鎖のような厳しい措置に戻る状況にはない
- 国際機関による世界経済見通し:ワクチンへのアクセスが回復テンポの差を広げる
 - IMF世界経済見通し(21年7月発表)では、米国・英国・カナダなど先進国の見通しを上方修正する半面、中国・インド・東南アジアなど新興国の見通しを下方修正、世界全体では据え置き
 - 21年の世界全体の成長率は前年比6.0%、22年も同4.9%との見通し
 - 見通しを取り巻くリスクは引き続き下向きで、具体的にはワクチン普及の遅れ、先進国におけるインフレ懸念による金融環境の急速なタイト化などが挙げられている



2021～22年 IMF世界経済見通し

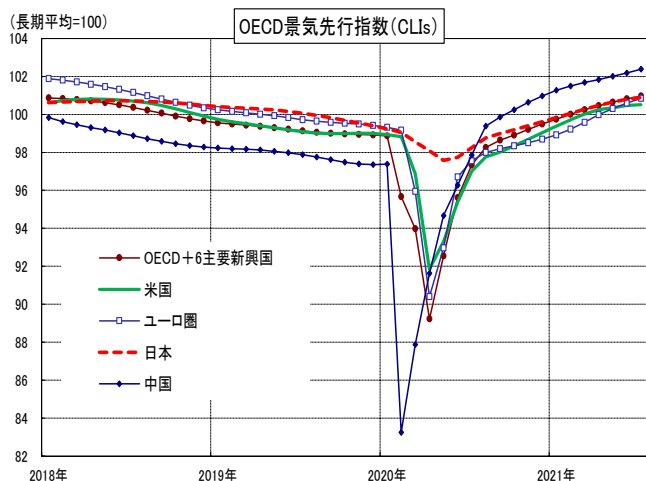
	2019年	2020年	2021年	2022年
世界全体(実質経済成長率)	2.8	▲3.2	6.0	4.9
先進国	1.6	▲4.6	5.6	4.4
米国	2.2	▲3.5	7.0	4.9
ユーロ圏	1.3	▲6.5	4.6	4.3
ドイツ	0.6	▲4.8	3.6	4.1
フランス	1.8	▲8.0	5.8	4.2
イタリア	0.3	▲8.9	4.9	4.2
スペイン	2.0	▲10.8	6.2	5.8
英国	1.4	▲9.8	7.0	4.8
日本	0.0	▲4.7	2.8	3.0
新興国・発展途上国	3.7	▲2.1	6.3	5.2
中国	6.0	2.3	8.1	5.7
インド	4.0	▲7.3	9.5	8.5
ブラジル	1.4	▲4.1	5.3	1.9
ロシア	2.0	▲3.0	4.4	3.1
南アフリカ	0.2	▲7.0	4.0	2.2
ASEAN5	4.9	▲3.4	4.3	6.3
世界貿易数量(財・サービス)	0.9	▲83.0	9.7	7.0

(資料)IMF『World Economic Outlook Update』(2021年7月)』

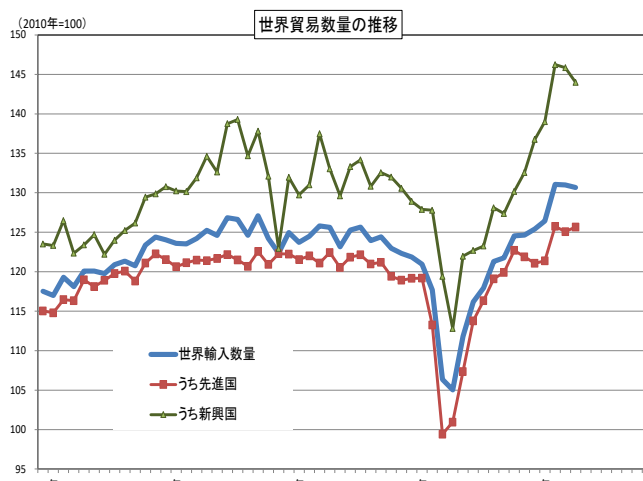
農林中金総合研究所

6

- OECD景気先行指数(CLIIs): 先行きの回復継続を示唆
 - 中国、米国に続き、日本、ユーロ圏でも長期平均(≒トレンド)を上回って推移し始めており、先行きも景気回復基調をたどる可能性を示唆
- 世界貿易: 拡大基調だが、直近は新興国で足踏みも
 - 世界貿易数量は20年4～6月期に前期比▲10.9%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3月にかけて拡大を続けたが、直近は新興国で頭打ち気味の推移



(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

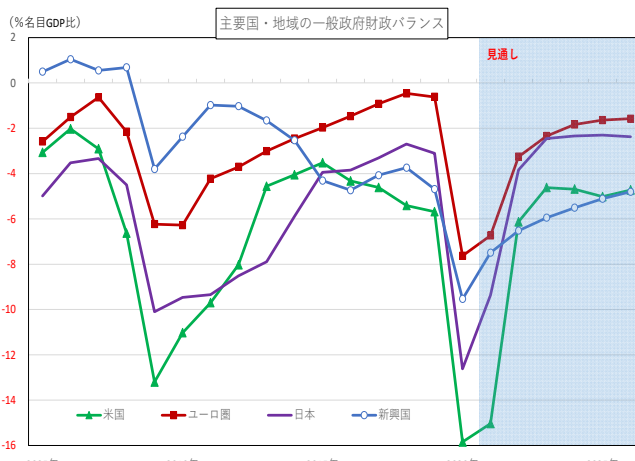


(資料) CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

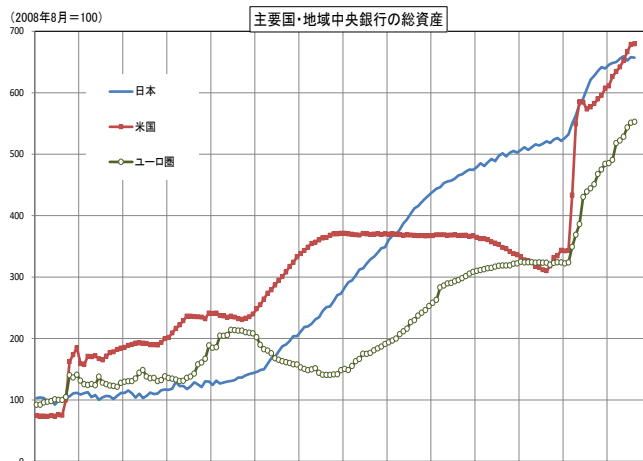
農林中金総合研究所

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トックは急拡大が続いており、過剰流動性が発生し続けている
 - しかし、最近の需要回復ペースに供給が追い付かず、インフレ圧力が高まる動きもみられており、金融緩和の規模縮小を開始する時期を巡って思惑が交錯



(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: 対コロナウイルスワクチンの普及と経済正常化の進展で回復加速
 - 21年4～6月期のGDPは前期比年率6.5%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570万人の雇用が喪失している
 - 足元では、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年後半にかけて回復が加速すること、②5年で総額1兆ドル程度のインフラ投資計画が実施される見込みであること、③貿易の回復は緩慢なこと、などが挙げられる
 - 成長率見通し: 21年は6.6%、22年は4.3%(前回見通し、21年: 6.5%、22年: 3.8%からいずれも上方修正)

予測表(四半期)

	単位	(予測→)											
		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	▲ 32.1	33.8	4.5	6.3	6.5	9.5	9.0	2.6	1.4	1.1	1.3
個人消費支出	%	▲ 6.9	▲ 35.5	41.4	3.4	11.4	11.8	11.9	7.0	3.1	1.4	1.4	1.4
民間設備投資	%	▲ 6.7	▲ 26.0	18.7	12.5	12.9	8.0	9.4	7.0	2.7	2.7	2.7	2.7
民間住宅投資	%	19.0	▲ 29.2	60.0	34.4	13.3	▲ 9.8	4.5	5.7	▲ 5.4	▲ 5.4	▲ 5.5	0.0
輸出	%	▲ 9.5	▲ 63.2	54.5	22.5	▲ 2.9	6.0	8.0	7.0	10.5	3.3	1.6	1.6
輸入	%	▲ 15.0	▲ 53.0	89.2	31.3	9.3	7.8	4.0	3.4	5.3	4.8	3.3	3.2
政府支出	%	1.3	3.7	▲ 2.1	▲ 0.5	4.2	▲ 1.5	2.9	2.7	2.4	2.0	2.0	2.0
非農業部門雇用者数増減	万人	▲ 36.0	▲ 433.3	134.2	21.3	51.3	60.7	80.0	60.0	45.0	40.0	35.0	35.0
失業率	%	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	5.9	5.5	4.8	4.3	4.0	3.8	3.7
賃金上昇率	%	3.2	6.5	4.6	4.8	4.9	2.0	4.0	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.8	0.9	1.4	1.4	1.5	3.4	3.8	3.5	3.4	2.2	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	0.25～0.50	0.50～0.75
10年物国債利回り	%	0.7	0.7	0.7	0.9	1.7	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0

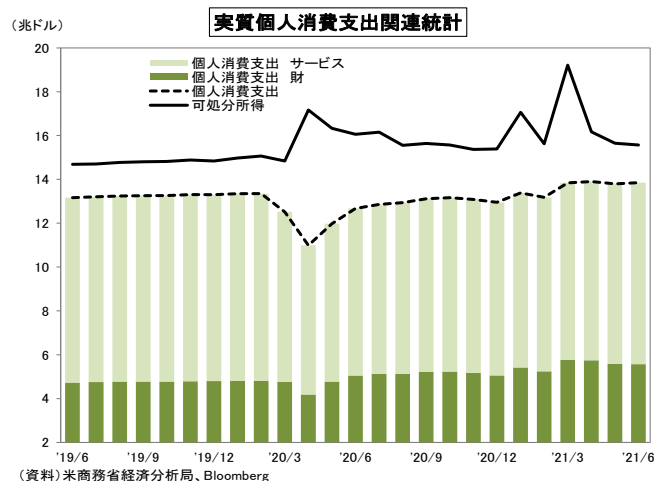
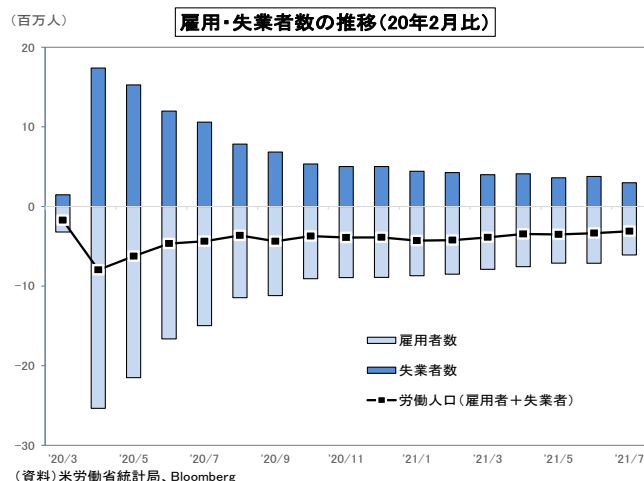
(資料) 米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(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。

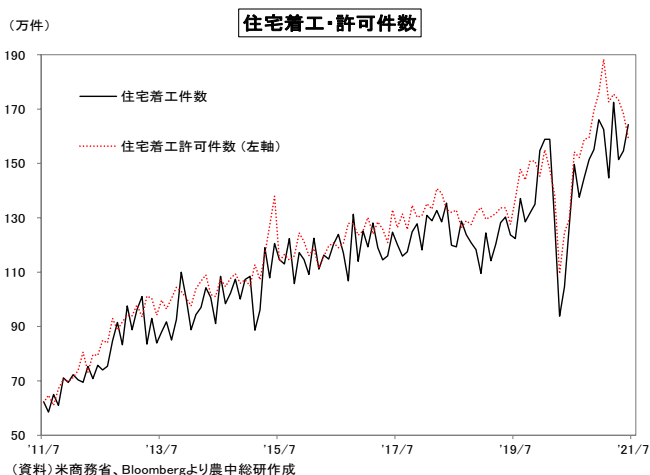
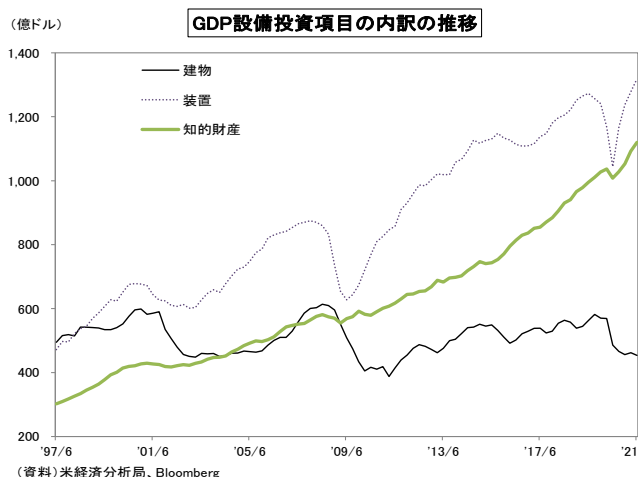
農林中金総合研究所

9

- 雇用: 経済正常化による雇用回復が進展
 - 幅広い産業で労働者不足がみられ、4～6月期は経済回復のボトルネックとなった
 - ワクチン接種の普及と、失業給付金の上乗せ措置が多くの州で終了したこと、雇用回復が進展
 - 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
 - 経済正常化が進展する過程でサービス消費が回復するとみられることから、21年7～9月期は消費の回復ペースが加速する見込み



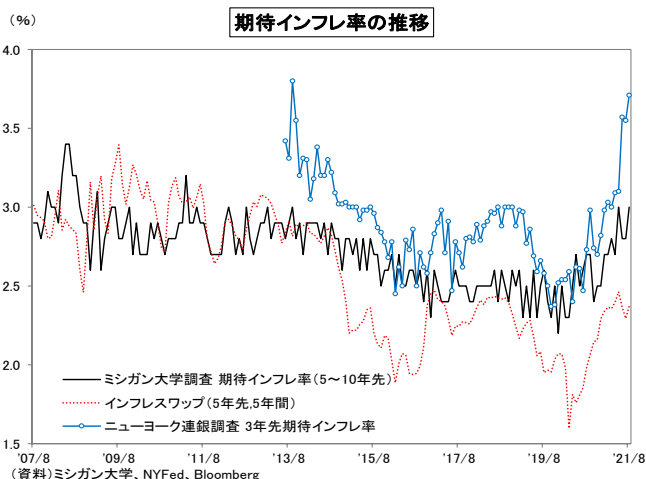
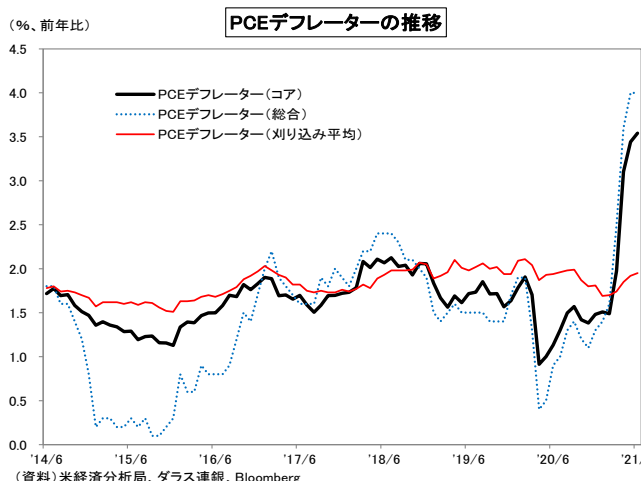
- 貿易: 緩慢な回復を想定
 - テクノロジー分野における中国企業の締め出しや、ウイグルにおける人権問題に端を発する米中対立、ワクチン接種の普及の遅れによる新興国の景気回復の後ずれなどから、貿易は緩慢な回復を想定
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - 5年で総額1兆ドル程度のインフラ投資計画が設備投資への追い風となる見込み
 - また、コロナ後の回復局面で顕著である、装置と知的財産への投資の底堅さが継続すると思われる
- 住宅投資: 一段落する見込み
 - FRBによる資産買い入れの縮小や、建設業界での労働者不足、金利上昇などが抑制要因とみられる



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)はベース効果もあり、しばらくは高い伸びが続くと見込まれる
- 金融政策:
 - 21年末には、テーパリング(バランスシート拡大ペースの縮小)が開始される可能性が高い
 - 経済状況次第では22年後半に前倒しで利上げが行われる可能性も
- 財政政策:
 - 富裕層増税を財源に、教育や福祉に10年間で1.8兆ドル規模の投資を行う「米国家族計画」が今後の焦点に
 - 10～11月にかけて債務上限(財政の崖)が問題化する懸念も



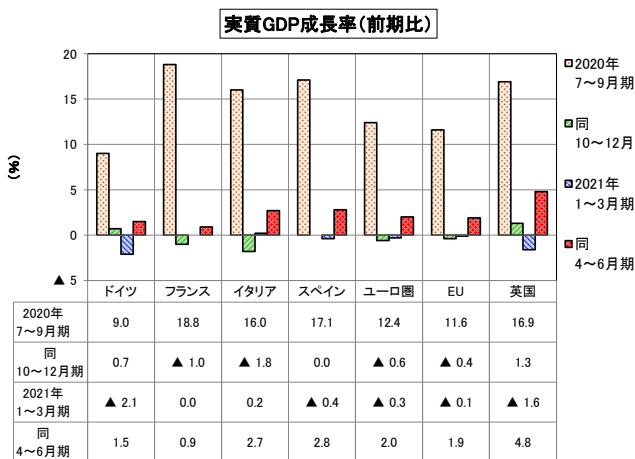
農林中金総合研究所

12

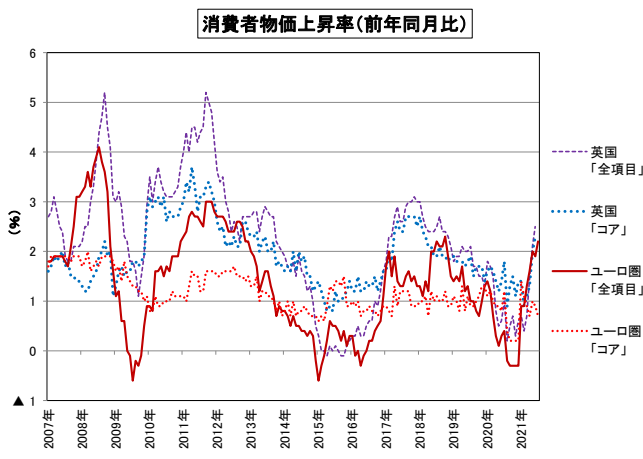
2 世界経済の動向 ③欧州

・ 景気動向(21年4～6月期の実質GDP成長率)

- 21年1～3月期には、外出制限などの継続で経済活動は全般に停滞
 - その後、ワクチン接種の進捗に伴い外出制限などは徐々に解除、景況感が回復
- 21年4～6月期は、
 - ユーロ圏: 前期比成長率は2.0%(1～3月期: ▲0.3%)、前年同期比成長率は13.6%(同: ▲1.3%)
 - EU: 前期比成長率は1.9%(1～3月期: ▲0.1%)、前年同期比成長率は13.2%(同: ▲1.3%)
 - 英国: 前期比成長率は4.8%(1～3月期: ▲1.6%)、前年同期比成長率は22.2%(同: ▲6.1%)



(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・反転の動き
- 半導体不足などで製造業の回復が鈍化する一方、移動等の制限措置の緩和でサービス業が堅調に
- ユーロ圏
 - 21年6月の鉱工業生産指数は、前月比で0.3%の低下、前年同月比では9.7%の上昇
 - 同月の小売売上高は、前月比で1.5%の、前年同月比では5.0%の増加
 - 同月の失業率は7.7%と、前月から0.3%ポイント低下
- ドイツ
 - 21年6月の製造業受注指数は、前月比で4.1%の、前年同月比では26.2%の上昇
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.3%の低下、前年同月比では5.1%の上昇
 - 同月の輸出額は、前月比で1.3%の、前年同月比では20.0%の増加
 - 同月の小売売上高は、前月比で4.2%の、前年同月比では4.6%の増加
 - 同月の失業率は3.7%と、前月から横ばい
- 英国
 - 21年6月の鉱工業生産指数は、前月比で0.7%の低下、前年同月比では8.3%の上昇
 - 同月の小売売上高は、前月比で0.3%の、前年同月比では7.4%の上昇
 - 21年5月の失業率は4.8%と、前月から横ばい

・ 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を主因として、2%を上回る水準に
 - ユーロ圏では、21年7月の消費者物価上昇率(前年同月比)は2.2%(コアは0.7%)
 - 英国では、21年6月の消費者物価上昇率(前年同月比)は2.5%(コアは2.3%)

- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)
 - 21年7月、戦略見直しの結果、中期的なインフレ率目標を2%に変更
 - 21年7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
 - フォワードガイダンスを変更し、物価の一時的な上振れを容認し低金利を長期間継続する方針を表明
 - イングランド銀行(BOE)
 - 21年8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
 - インフレ目標を上回る可能性があり、ある時点で緩やかな引き締めが必要になると認識
 - 「出口戦略」の新たな指針を公表し、量的緩和(QE)の縮小は従来よりも早い段階で開始の方向
- 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)」の資金配布を開始
- 景気見通し
 - 経緯
 - 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
 - 英国やEUでは20年12月からワクチン接種を開始、その後は新規感染者数は低下し景況感は回復
 - 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
 - 21年通年の見通しは、ユーロ圏で4.5%、英国で7.0%程度のプラス成長
 - ただし、域内での変異株の感染拡大がダウンサイドリスク
 - また、アジアでの変異株の感染拡大に伴う影響波及(物流停滞など)も懸念材料
 - 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

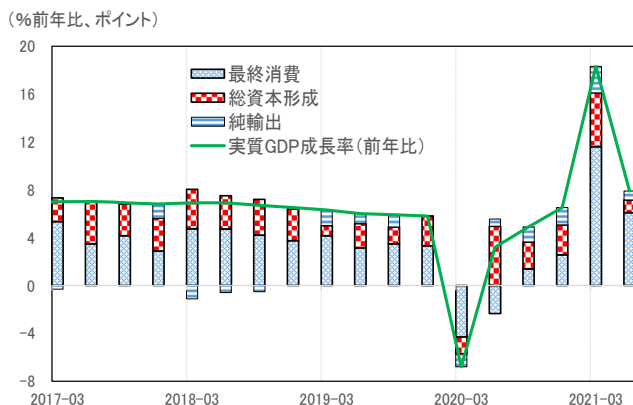
農林中金総合研究所

15

2 世界経済の動向 ④中国

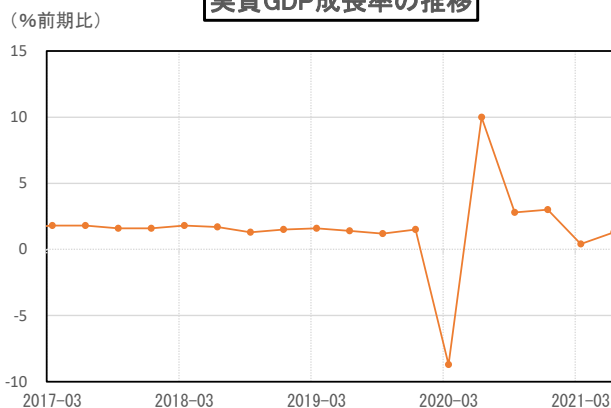
- 景気動向
 - 21年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.9%と、コロナ禍でマイナス成長となった前年からの反動で急伸した1～3月期(同18.3%)から大きく鈍化した
 - 前年比成長率(前掲、7.9%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:6.1ポイント、総資本形成:1.0ポイント、純輸出:0.8ポイント
 - 一方、前期比は1.3%と、21年1～3月(0.4%)から加速
 - 背景としては、内需(消費+投資)が1～3月期から加速したほか、輸出も底堅く拡大したことが挙げられる
 - とはいえ、20年7～9月期(2.8%)、10～12月期(3.0%)に比べて伸び率は低く、回復ペースが鈍化していることは否めない
 - 足元の景気は、自然災害や新型コロナの感染再拡大などを受けて回復ペースが一段と鈍化したと見られる

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

個人消費

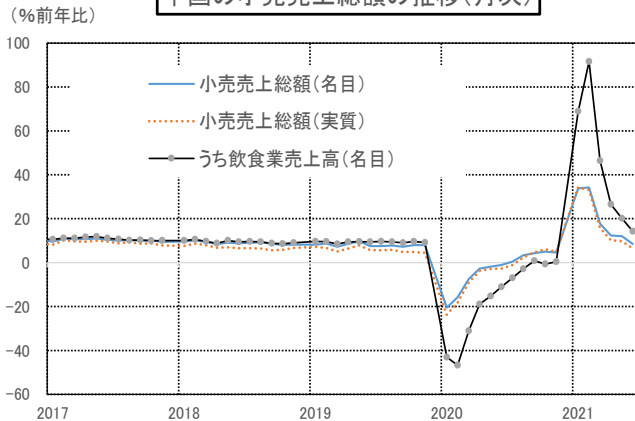
足元では半年ぶりの減少へ

- 21年7月の小売売上総額(社会消費品小売)は前月比▲0.13%と半年ぶりの減少に転じた
- 前年の反動が徐々に弱まっており、名目で前年比8.5%、実質で前年比6.4%と、6月(それぞれ同12.1%、同9.8%)の伸びを大きく下回った
- 7月下旬以降、自然災害や新型コロナの感染再拡大を受けて観光業や飲食業は大きく落ち込んだと見られるほか、半導体不足の影響等から自動車販売も3ヶ月連続のマイナスとなった

先行きについては、新型コロナ感染の再拡大が抑制されつつあるなか、自然災害からの復旧・復興も行われており、一旦は落ち込んだ消費も再び持ち直しに転じると見込まれる

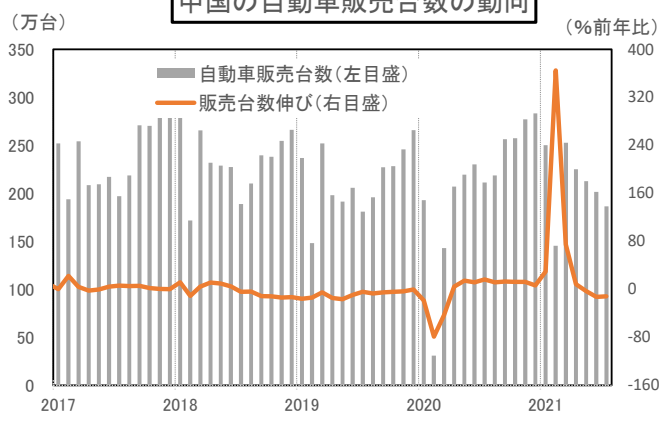
- ただ、家計収入は新型コロナ前の水準まで回復していないほか、住宅ローン等の家計負担も重く、消費は力強さを欠く見込み

中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は21年7月。

中国の自動車販売台数の動向



(資料) 中国汽车工业协会、Windより作成、直近は21年7月。

農林中金総合研究所

17

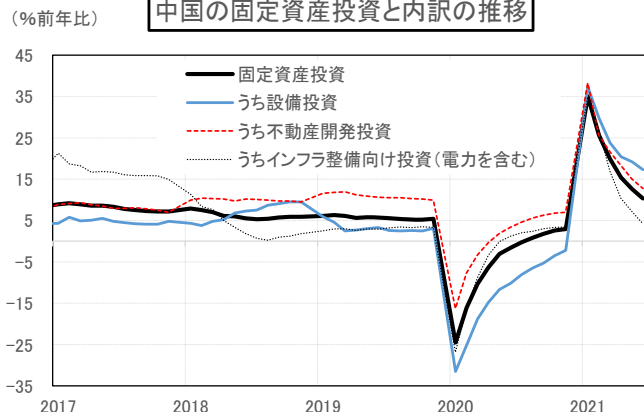
固定資産投資

足元では鈍化したが、回復基調は継続

- 7月の固定資産投資(総資本形成に相当)は前月比0.18%と6月(0.26%)から伸び率が鈍化した
- 堅調な輸出を受けて設備投資は加速したものの、自然災害や新型コロナの感染再拡大による影響で鉄道運輸業への投資が減少したほか、融資規制の強まりで不動産開発投資の伸びも鈍化
- 前年の反動が徐々に弱まっているため、1~7月期の固定資産投資は前年比10.3%と、1~6月期(同12.6%)の伸びを下回ったが、19年同期比では8.7%と回復基調が継続している
- 投資主体別では、国有企業による投資に比べて民間投資は前年比13.4%と比較的底堅い動きを見せた

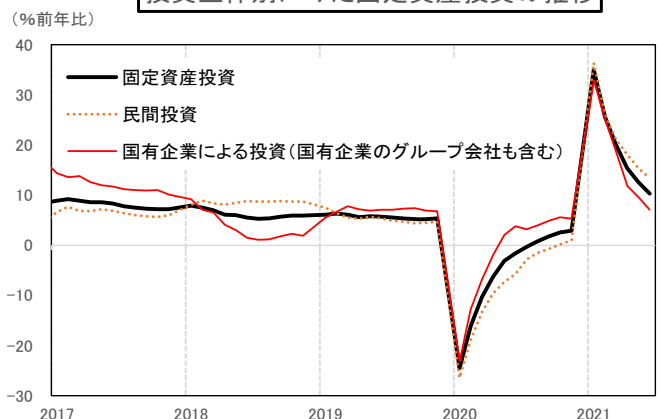
先行きについては、不動産開発投資の鈍化が続くものの、設備投資の回復基調が一段と強まるほか、地方債発行・利用の加速などを受けてインフラ整備向け投資の戻りも加速すると見られることから、投資は全体として堅調な推移が続く見込み

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は21年1~7月期。

投資主体別にみた固定資産投資の推移

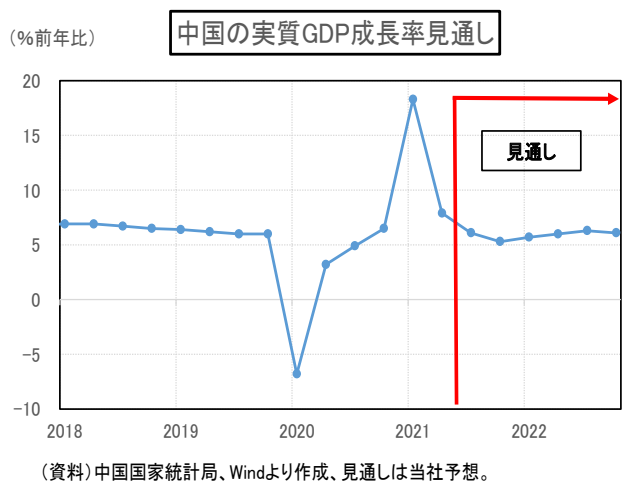
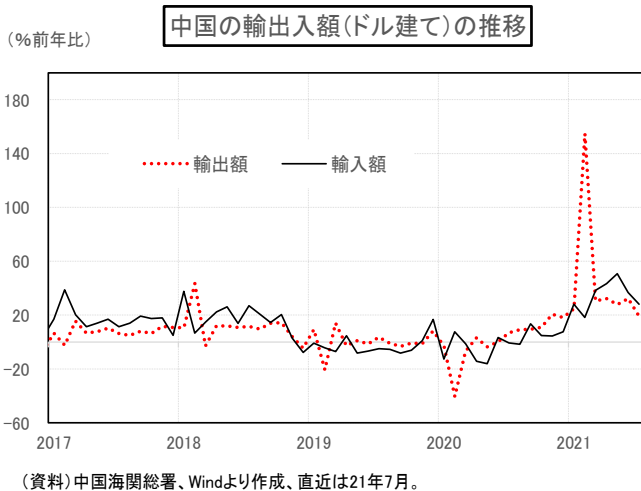


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は21年1~7月期。

農林中金総合研究所

18

- 輸出
 - 21年7月の輸出額(ドルベース)は前年比19.3%と、6月(同32.2%)から鈍化したが、引き続き堅調
 - 先行きについても、海外経済のコロナ禍からの持ち直しが続くと考えられ、拡大基調は続くと思込む
- 経済見通し
 - 自然災害や新型コロナの感染再拡大の影響等を踏まえ、7～9月期は前年比6.1%に減速、21年の実質成長率は前年比8.7%と予測(前回見通しから0.4ポイントの下方修正)
 - 一方、22年は、安定成長が一段と重視されると見込まれる中、21年末にかけて追加経済対策が講じられると想定、同6.1%を予測(前回見通しから0.5ポイントの上方修正)

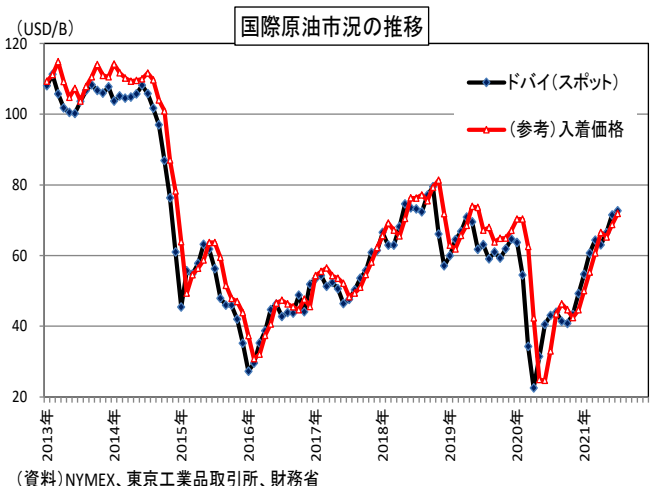


農林中金総合研究所

19

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: OPECプラスの減産枠は縮小で合意、価格上昇は一服
 - 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し、20年秋以降は世界経済の回復期待から原油価格は上昇、一時1バレル＝76ドル台へ
 - 減産縮小を巡って難航したものの、OPECプラスは21年7月の閣僚級会合において、8月以降は毎月40万バレルずつ増産することで合意
 - 7月時点の日量575.9万バレルの協調減産の枠を22年9月末でゼロになるよう努める方針
- 原油入着価格の見通し
 - 当面は、景気回復への期待と新型コロナの変異ウイルス(デルタ株など)の感染拡大への懸念が交錯するとみられ、国内への入着価格は70ドル/バレル台で推移と予想

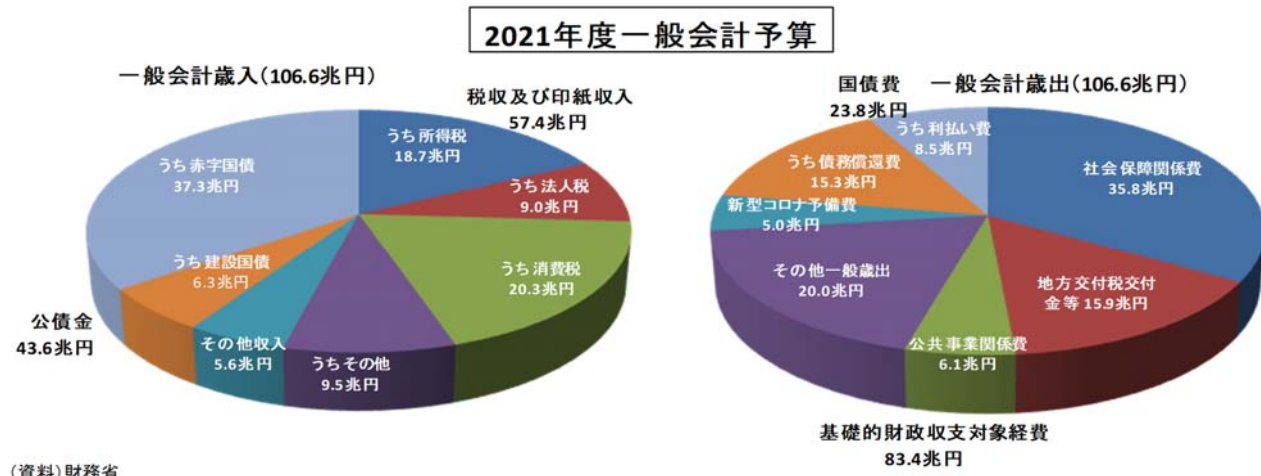


農林中金総合研究所

20

3 国内の経済政策

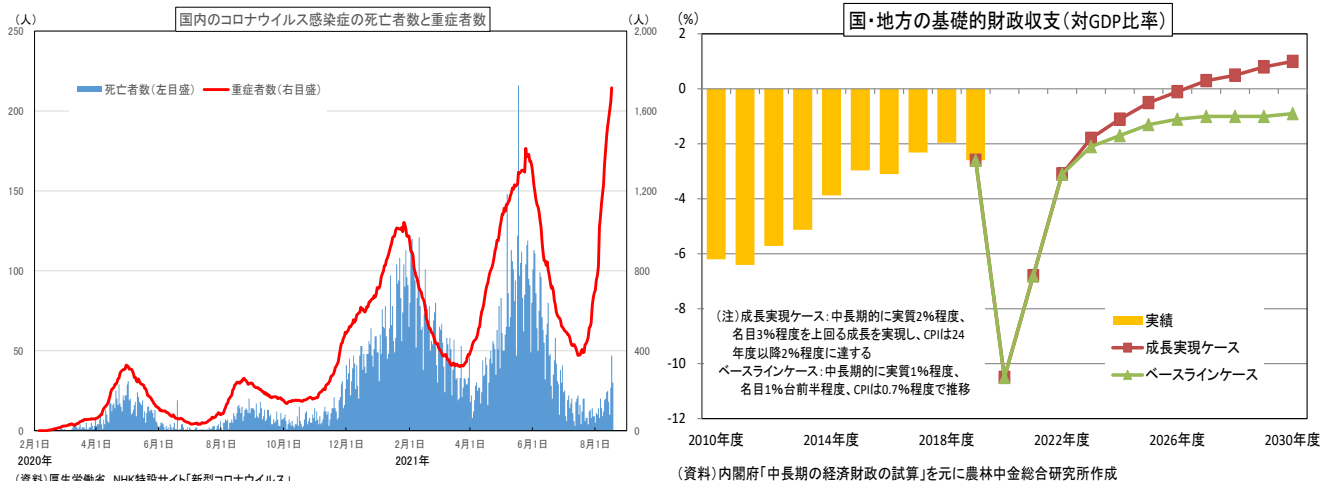
- 財政政策：21年度一般会計予算は総額106.6兆円と過去最大規模
 - 総選挙を控える中、新型コロナの感染急拡大などを受けた「緊急事態宣言」や「まん延防止等重点措置」の対象地域拡大や度重なる期限延長などもあり、追加経済対策を盛り込んだ補正編成が想定される
- 22年度予算の編成方針
 - 「新経済・財政再生計画」の枠組みの下、本格的な歳出改革に取り組む姿勢
 - 裁量的経費を10%削減する一方、年金・医療等にかかる経費は21年度予算額に高齢化等に伴う自然増(6,600億円)を加算した額に抑制
 - 「グリーン」、「デジタル」、「地方活性化」、「子供・子育て」の4分野に対して重点的に予算配分するため、「新たな成長推進枠」を設置



農林中金総合研究所

21

- 感染対策：感染「第5波」を受け、7月12日には東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出
 - 「緊急事態宣言」発令中の沖縄(5/23～)、東京(7/12～)、埼玉・千葉・神奈川・大阪(8/2～)に、茨城・栃木・群馬・静岡・京都・兵庫・福岡(8/20～)の7府県を加え、かつ期限を9月12日まで延長(全13都府県が対象)することを決定したほか、「まん延防止等重点措置」の対象地域も拡大(8/20以降は16道県が対象、期限は9/12まで)
 - ワクチン接種は進展がみられるが、コロナ専門(特に重症者向け)の病院・病床の拡大が引き続き急務
- 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
 - 「骨太方針2021」では国・地方の基礎的財政収支(PB)の25年度黒字化目標や債務残高(対GDP比)の安定的引下げは堅持したが、「中長期の経済財政に関する試算(内閣府)」は実質2%の経済成長や2%の物価上昇を実現し、かつこれまでと同様の歳出改革が目標達成にとって必要であることを示唆

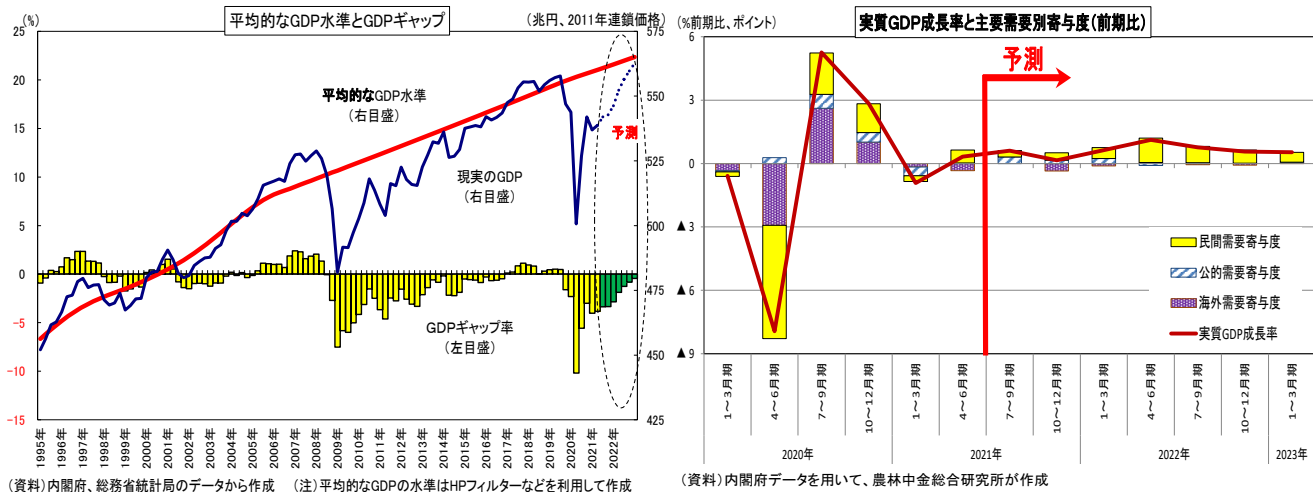


農林中金総合研究所

22

4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2021年度は3.0%成長(3年ぶりのプラス)、22年度は2.8%成長と予想
 - 足元7～9月期は、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置などの行動制限により、引き続きサービス消費は低迷が続くものの、輸出も多少の鈍化は見込まれるが、増勢は維持するほか、堅調な投資家マインドを背景とした設備投資の自律回復などが見込まれ、前期比年率2.4%とプラス成長が見込まれる
 - 国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、変異株に対する有効性の低下も報告されており、今後も新たな変異株(ラムダ株など)の流行の可能性を踏まえると、21年度下期も景気回復ペースは感染状況に左右され、「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くものと想定される
 - 22年度入り後には、3回目のワクチン接種(ブースター)などを経て、新型コロナの経済への影響度が弱まっていき、経済活動の正常化が本格的に進むと想定され、成長ペースが高まっていく
 - 直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準(558兆円)の回復は22年度下期と想定



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	▲ 3.9	2.4	3.2
実質GDP	%	▲ 0.5	▲ 4.5	3.0	2.8
民間需要	%	▲ 0.7	▲ 6.3	2.8	3.9
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 5.9	2.7	3.6
民間住宅	%	2.5	▲ 7.2	1.8	0.1
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 6.8	4.3	5.4
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0
公的需要	%	1.9	3.5	1.7	1.0
政府最終消費支出	%	2.0	3.3	2.3	1.1
公的固定資本形成	%	1.5	4.2	▲ 0.8	0.7
輸出	%	▲ 2.2	▲ 10.4	15.8	8.5
輸入	%	0.2	▲ 6.8	13.0	9.8
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 3.9	2.6	3.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 4.7	2.1	2.9
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.9	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.6	0.4	▲ 0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.6	▲ 0.5	0.3
国内企業物価(前年比)	%	0.1	▲ 1.4	4.9	1.7
全国消費者物価(注)	%	0.7	▲ 0.5	▲ 0.4	0.5
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	10.4	4.1
経常収支	兆円	18.9	18.2	23.6	22.8
名目GDP比率	%	3.4	3.4	4.3	4.0
為替レート	円/ドル	108.7	106.0	110.6	112.5
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.03	0.05	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.7	72.2	72.5

(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 通期	2021年度 通期	2022年度 通期	2023年度 通期
実質GDP	%	▲ 4.5	3.0	2.8	1.6
民間需要	%	▲ 6.3	2.8	3.9	2.2
民間最終消費支出	%	▲ 5.9	2.7	3.6	2.1
民間住宅	%	▲ 7.2	1.8	▲ 0.1	▲ 0.5
民間企業設備	%	▲ 6.8	4.3	5.4	3.3
公的需要	%	3.5	1.7	1.0	0.3
政府最終消費支出	%	3.3	2.3	1.1	0.4
公的固定資本形成	%	4.2	▲ 0.8	0.7	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	▲ 1.8	▲ 3.3	▲ 3.6
輸出	兆円	▲ 10.4	15.8	8.5	3.9
輸入	兆円	▲ 6.8	13.0	9.8	4.4
内需寄与度(前年比)	%	▲ 3.9	2.6	3.2	1.3
民間需要(前年比)	%	▲ 4.7	2.1	2.9	1.2
公的需要(前年比)	%	0.9	0.5	0.3	0.1
外需寄与度(前年比)	%	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 0.5	0.3	0.2
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	10.4	4.1	1.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.4	85.6	80.0	80.0
経常収支	兆円	18.2	23.6	22.8	11.0
貿易収支	兆円	3.9	5.7	9.3	4.5
外国為替レート	円/ドル	108.0	110.6	112.5	112.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	72.2	72.5	72.5

	単位	2020年度 通期	2021年度 通期	2022年度 通期	2023年度 通期
名目GDP	%	▲ 3.9	2.4	3.2	3.6
実質GDP	%	▲ 4.5	3.0	2.8	1.6
民間需要	%	▲ 6.3	2.8	3.9	2.2
民間最終消費支出	%	▲ 5.9	2.7	3.6	2.1
民間住宅	%	▲ 7.2	1.8	▲ 0.1	▲ 0.5
民間企業設備	%	▲ 6.8	4.3	5.4	3.3
公的需要	%	3.5	1.7	1.0	0.3
政府最終消費支出	%	3.3	2.3	1.1	0.4
公的固定資本形成	%	4.2	▲ 0.8	0.7	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	▲ 1.8	▲ 3.3	▲ 3.6
輸出	兆円	▲ 10.4	15.8	8.5	3.9
輸入	兆円	▲ 6.8	13.0	9.8	4.4
国内企業物価(前年比)	%	▲ 1.4	4.9	2.0	3.0
全国消費者物価(注)	%	▲ 0.5	▲ 0.4	0.4	0.3
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	10.4	4.1	1.3

農林中金総合研究所

24

金融市場2021年9月号

39

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	(→予測)															
		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	4～6月期	7～9月期	10～12月期
名目GDP (年率換算)	%	▲ 0.5	▲ 7.6	5.4	2.3	▲ 1.0	0.1	0.6	0.2	0.7	1.2	0.8	0.7	0.8			
実質GDP (年率換算)	%	▲ 2.1	▲ 27.1	23.6	9.7	▲ 4.0	0.2	2.2	0.8	2.7	5.1	3.4	2.9	3.1			
民間需要	%	▲ 0.3	▲ 7.2	1.3	1.9	▲ 0.4	1.0	1.3	0.5	0.7	1.0	1.3	0.8	0.6			
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	▲ 8.3	5.1	2.3	▲ 1.0	0.8	0.2	0.1	0.5	1.8	1.0	0.8	0.5			
民間住宅	%	▲ 3.7	0.6	▲ 5.7	0.0	0.9	2.1	0.2	0.3	0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2			
民間企業設備	%	1.1	▲ 6.0	▲ 2.1	4.3	▲ 1.3	1.7	1.5	1.0	1.2	1.5	1.5	1.2	1.2			
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0			
公的需要	%	▲ 0.2	1.1	2.3	1.6	▲ 1.5	0.1	1.2	0.6	0.9	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1			
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	0.7	2.8	1.8	▲ 1.7	0.5	1.2	0.7	1.0	▲ 0.5	0.1	0.2	0.2			
公的固定資本形成	%	0.1	2.9	0.7	1.0	▲ 1.0	▲ 1.5	1.0	0.1	0.3	0.3	0.3	▲ 0.5	▲ 0.2			
輸出	%	▲ 4.7	▲ 17.5	7.3	11.7	2.4	2.9	2.5	1.0	3.0	2.5	1.8	1.5	1.2			
輸入	%	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 8.2	4.8	4.0	5.1	2.5	2.8	3.5	2.2	2.0	1.8	1.0			
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 5.1	2.6	1.8	▲ 0.7	0.6	0.6	0.5	0.7	1.1	0.8	0.6	0.5			
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 5.4	2.0	1.4	▲ 0.3	0.6	0.3	0.4	0.5	1.2	0.8	0.6	0.5			
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.3	0.7	0.4	▲ 0.4	0.0	0.3	0.2	0.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0			
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 2.9	2.6	1.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0			
GDPデフレーター(前年比)	%	1.0	1.4	1.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	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	4.7	5.7	5.0	4.0	3.0	2.0	1.0	1.0			
全国消費者物価 (")	%	0.7	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3	0.3	0.4	0.5	0.7			
(消費税要因を除く)		(▲ 0.2)	(▲ 1.0)	(▲ 1.2)													
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(0.4)	(▲ 0.3)	(▲ 0.5)	(▲ 0.8)	(▲ 0.7)											
完全失業率	%	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	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	1.1	1.2	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	5.2	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	4.7	3.7	3.8	4.4	4.4	4.5	4.3	4.1	3.9	3.8			
為替レート	円/ドル	108.9	107.6	106.2	104.5	105.9	109.5	110.0	111.0	112.0	112.5	112.5	112.5	112.5			
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	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01			
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.04	0.00	0.02	0.02	0.07	0.07	0.03	0.04	0.05	0.10	0.12	0.15	0.15			
通関輸入原油価格	\$/バレル	67.8	30.7	40.9	43.9	55.5	66.9	72.0	75.0	75.0	72.5	72.5	72.5	72.5			

(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)

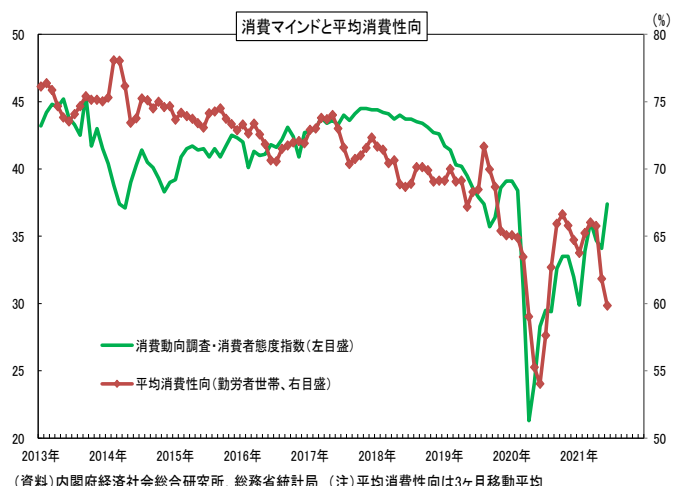
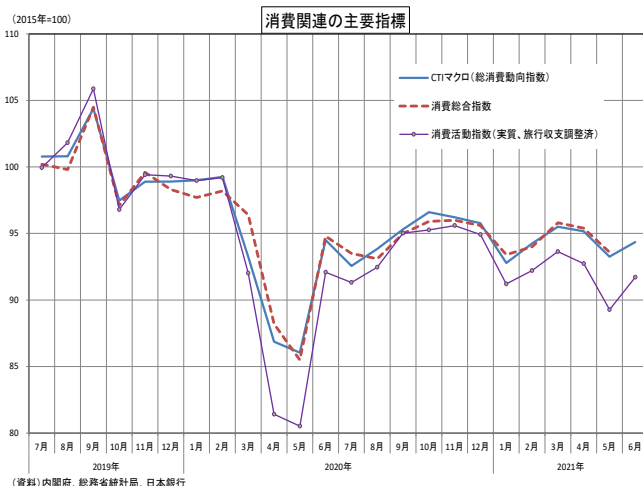
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

25

・ 民間消費

- 新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、緊急事態宣言などの発出で、消費者の自粛ムードが再び強まったほか、飲食業に対しても時短営業や酒類提供の自粛要請をしたことで、サービス消費は低調に推移
 - 6月には沖縄県を除き、緊急事態宣言が一旦解除されたことでサービス消費にも持ち直しもみられた
 - しかし、7月に入り、感染が急拡大したため、東京都などに4回目の緊急事態宣言が発出され、1年延期された五輪・パラリンピックが無観客での開催となり、旅行業・宿泊業などに一段の悪影響が出ている
- 経団連によれば、21年春季労使交渉での賃上げ率(大手企業、加重平均)は前年比1.84%で、20年(同2.12%)からは伸びが鈍化、21年夏季賞与・一時金(同)は同▲8.27%と3年連続のマイナスと、家計所得環境に厳しさも
- 民間最終消費支出は21年度:前年度比2.7%(7～9月期:同0.2%、年度としては3年ぶりの増加)、22年度:同3.6%と予測

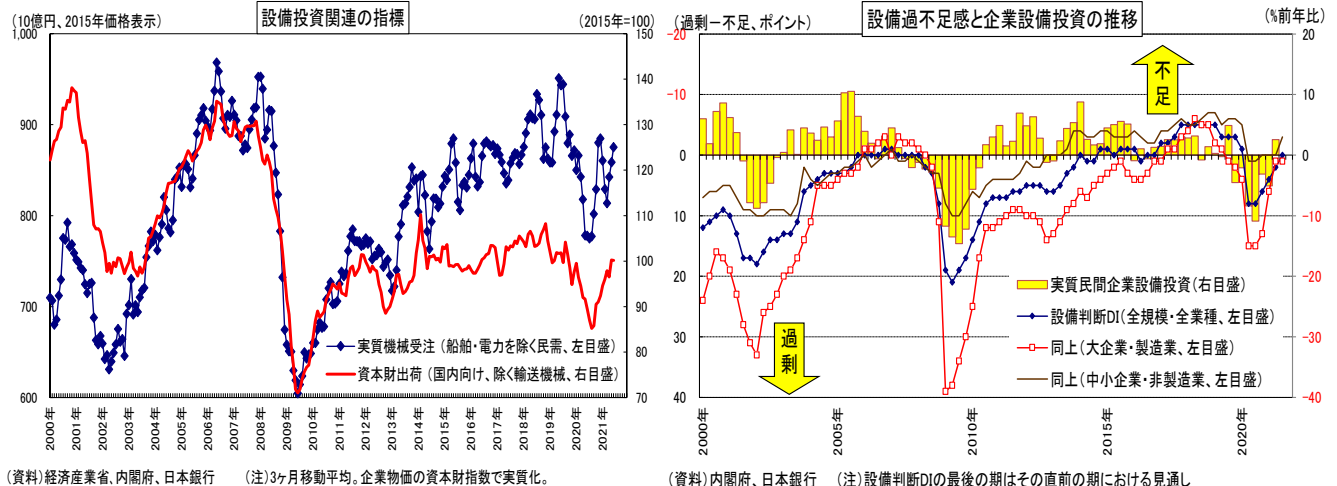


農林中金総合研究所

26

企業設備投資

- 21年度の設備投資計画は軒並み増加の見通し
 - 日銀短観6月調査では前年度比9.2%（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）、中小企業（同9.3%）も含め、この調査時期としては異例のプラス
- 弱かった20年度からの繰り越し分に加え、先行きの景気回復期待が高いこと等から、設備投資関連指標の回復傾向が続いている
 - 4～6月期のコア機械受注は前期比4.6%と2四半期ぶりの増加、7～9月期も同11.0%の増加見通し
- 中長期的に省力化・省人化ニーズは高いほか、政府のデジタル化・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4.3%（3年ぶりの増加）、22年度：同5.4%と予測

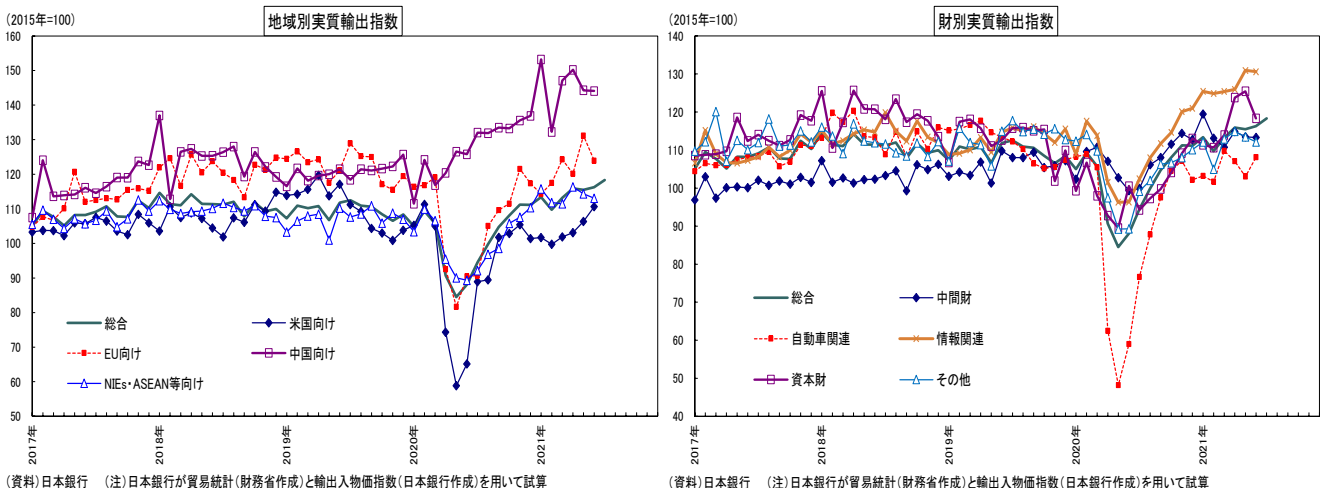


農林中金総合研究所

27

輸出入動向

- コロナ禍の下でも景気持ち直しを強める海外経済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、21年初頭まで堅調だった中国・アジア向けの勢いが鈍ってきたが、それらに代わって米国・EUなど先進国向けの増勢が強まっている
 - 財別にみると、半導体不足により自動車関連が伸び悩んでいるものの、資本財・情報関連に底堅さ
- 21年度の輸出は前年度比15.8%（3年ぶりの増加）、22年度は同8.5%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13.0%（2年ぶりの増加）、22年度は同9.8%と予測
- 21年度の経常収支は23.6兆円と黒字幅は4年ぶりに拡大に転じるが、22年度は22.8兆円へ小幅縮小と予測

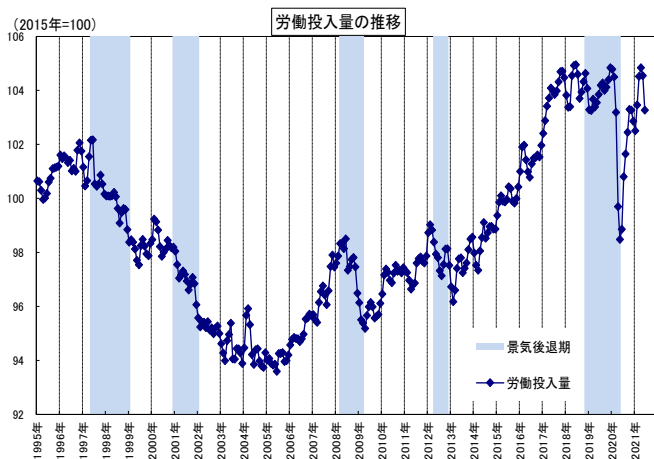


農林中金総合研究所

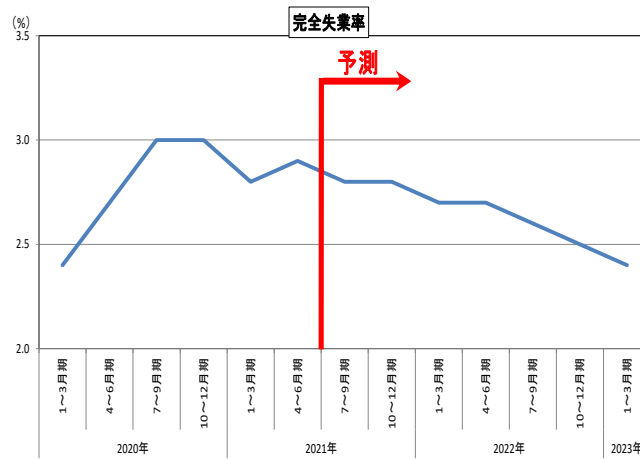
28

雇用情勢

- 21年入り後は、断続的に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が出されており、雇用関連指標の改善ペースは緩慢なまま
 - 20年10月に3.1%まで高まった失業率は、21年3月に一旦2.6%まで改善したが、直近(6月)は2.9%
 - 20年9～10月にかけて1.04倍まで低下した有効求人倍率は、21年1～5月にかけて1.10倍前後で推移した後、直近(6月)は1.13倍まで改善
 - 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、今春にかけてコロナ前の水準まで戻ったが、直近は再び減少
- 失業率は21年度:2.8%、22年度:2.6%と予測
 - 21年度下期の改善ペースは緩慢だが、22年度にかけて低下傾向が強まる(23年1～3月期は2.4%)



(資料)内閣府、厚生労働省 (注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。



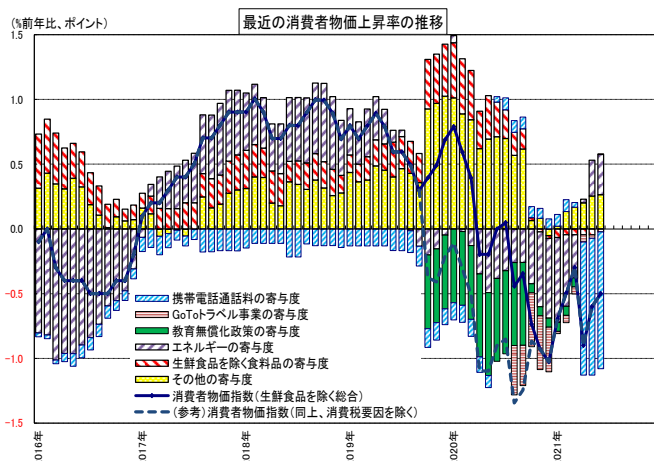
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

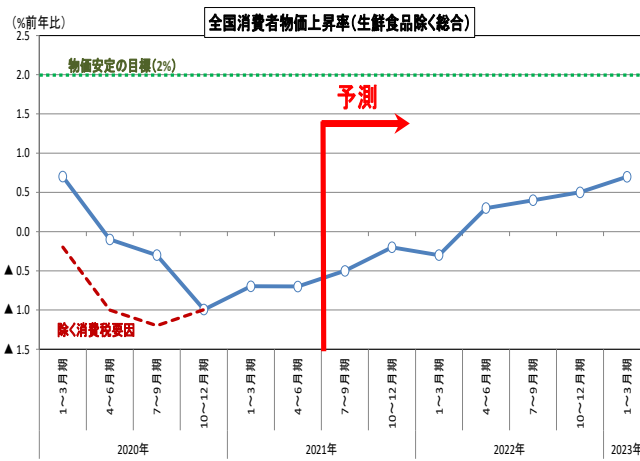
29

物価動向

- 世界的な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ものの、欧米諸国のように「需要が供給を上回る勢いで回復」するような動きは見られず、依然として下落継続
- 21年6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▲0.5%と11ヶ月連続の下落
 - 基準改訂(2020年)により、携帯電話通信料引き下げの物価全体への寄与度は▲1.04ポイントと、旧基準から▲0.50ポイントも拡大
 - 一方、原油市況高を受けて、エネルギーの物価押し上げ効果は高まっている
- 21年度の消費者物価は前年度比▲0.4%と2年連続のマイナス、22年度は携帯電話通信料による押し下げ効果剥落で同0.5%とプラスに転じるが、23年1～3月期でも前年比0.7%と、日銀が目標とする前年比2%には程遠い
 - 「川上」の価格上昇は徐々に波及するが、家計所得を取り巻く環境が厳しく、値上げはなかなか浸透しない



(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

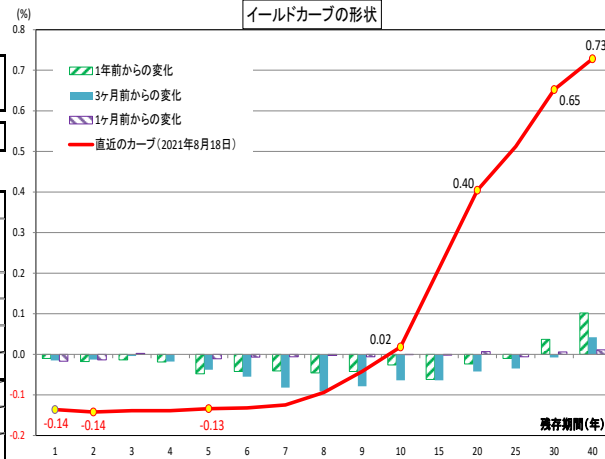
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に加え、20年3月以降はコロナ対応も実施
 - 7月の金融政策決定会合では、従来通り、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを決定
 - ①新型コロナ対応資金繰り支援等別プログラム(期限は22年3月まで)、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢
 - 引き続き、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
 - 合わせて、「気候変動対応を支援するための資金供給」の骨子素案、および「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」を公表、企業の気候変動への取り組みを金融面で支援するスキームを年内開始の方針

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7月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	130	202	276	356	437	480	504	518	618	661	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	504	上限を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	3.0	合計約20兆円を上限
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	7.8	約12兆円を上限
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.2	約1,800億円を上限
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	723	
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	539	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	723	

(資料)日本銀行 (注)21年7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19兆円、2.7兆円、331億円の増加。

イールドカーブの形状



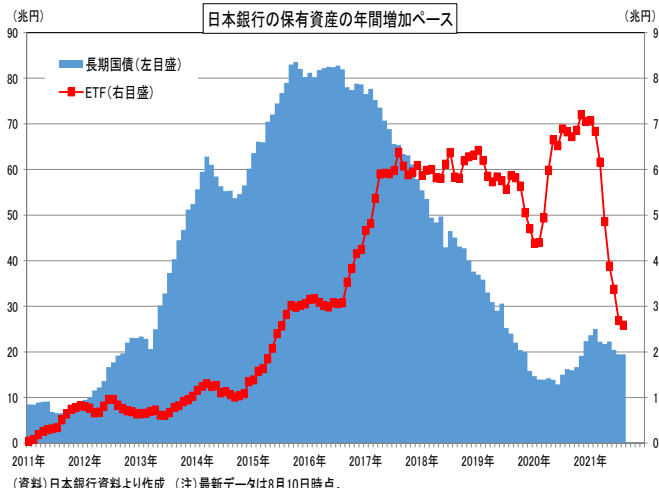
(資料)財務省資料より作成

農林中金総合研究所

31

- 日銀は3月の「点検」において資産買入れの目標額の明示をやめたが、保有資産(長期国債、ETF、J-REIT)の年間増加ペースは鈍化傾向で推移
- 展望レポート(7月)では、23年度までの2%の物価上昇を見通せず
 - 先行き、経済の改善が続く下で、当面のエネルギー価格上昇の影響に加え、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などもあって、物価は徐々に上昇率を高めていくと想定しているものの、23年度も前年度比1.0%の見通しで、目標とする「2%」にはなお距離がある
 - 欧米中銀で採用された中期的に2%の物価上昇を目指す政策は、日銀が採用しているオーバーシュート型コミットメントと類似の枠組みであるが、それを踏まえると現行レベルの緩和策は少なくとも23年度いっぱいに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ペース



(資料)日本銀行資料より作成 (注)最新データは8月10日時点。

展望レポート:2021~23年度の政策委員の大勢見通し(2021年7月)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)
2021年度	+3.5~+4.4 <+3.8>	+0.3~+0.6 <+0.6>
4月時点の見通し	+3.6~+4.4 <+4.0>	0.0~+0.2 <+0.1>
2022年度	+2.6~+2.9 <+2.7>	+0.8~+1.0 <+0.9>
4月時点の見通し	+2.1~+2.5 <+2.4>	+0.5~+0.9 <+0.8>
2023年度	+1.2~+1.4 <+1.3>	+0.9~+1.1 <+1.0>
4月時点の見通し	+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の。

農林中金総合研究所

32

金融市場2021年9月号

43

農林中金総合研究所

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