



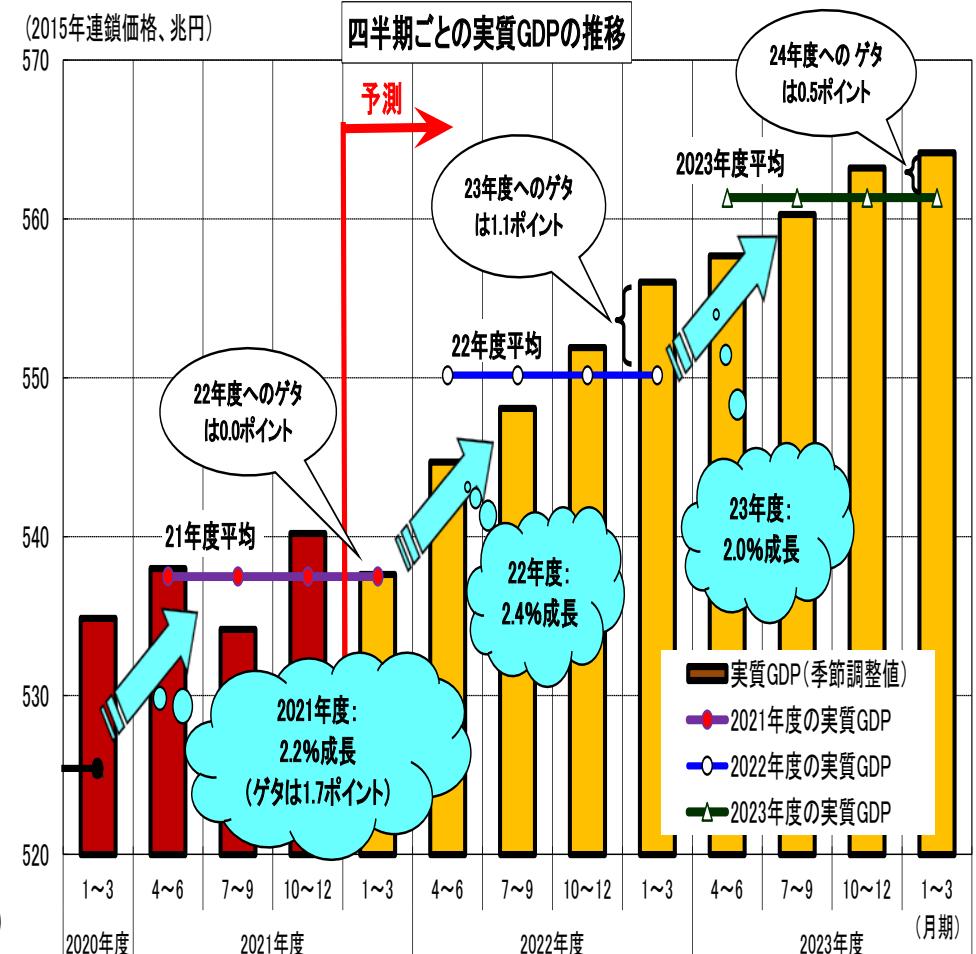
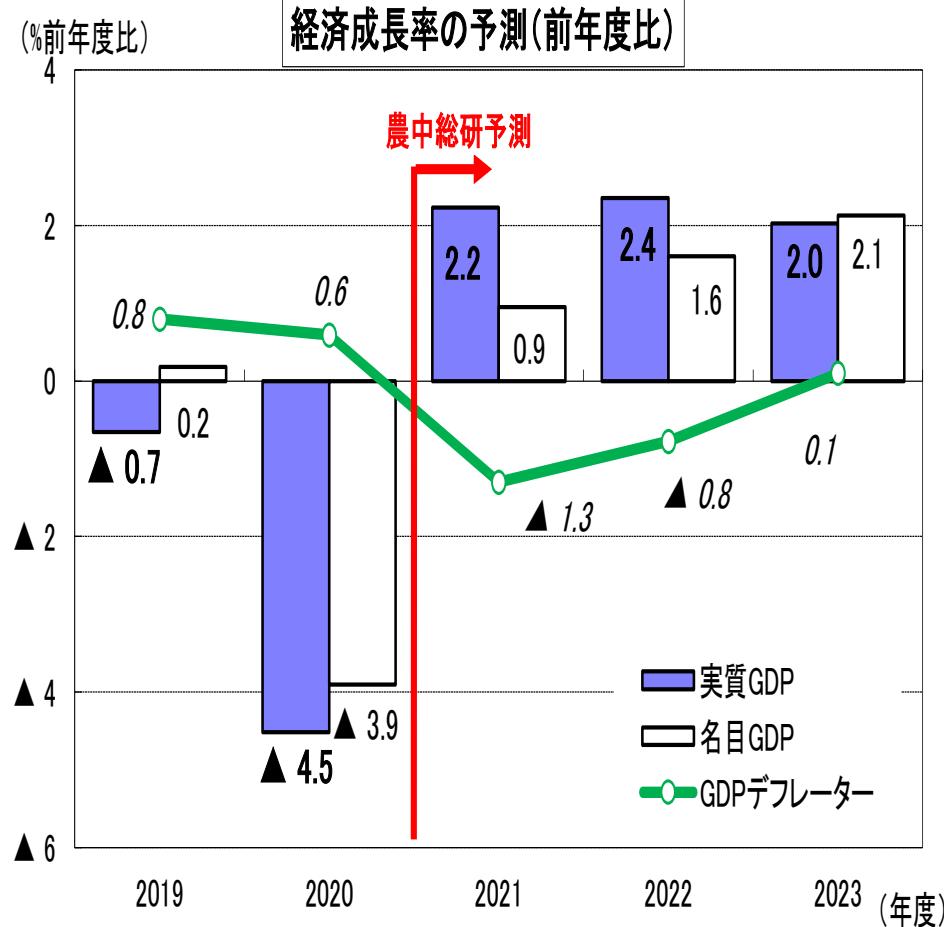
農林中金総合研究所 2022～23年度改訂経済見通し (2次QE後の改訂)

～2022年度：2.4%成長_(下方修正※)、23年度：2.0%成長_(下方修正※)～

※22年2月時点の当総研見通し(22年度：2.8%、23年度：2.4%)との比較

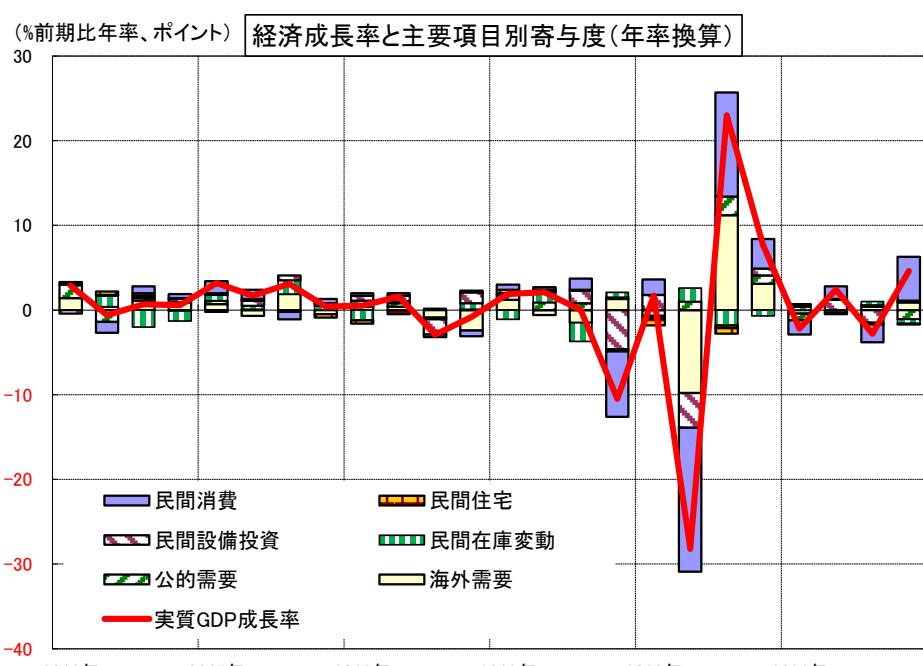
2022年3月9日

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所
03-6362-7758(調査第二部 南)



1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2021年10~12月期の実質GDPは下方修正
 - 10~12月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率4.6%(1次QE:同5.4%)へ下方修正されたが、2四半期ぶりのプラス成長は変わらず
 - 民間消費、民間企業設備投資、公的需要、輸出等、輸入等はいずれも小幅の下方修正
 - 名目GDPも前期比年率1.4%(1次QE:同2.0%)へ下方修正されたが、GDPデフレーターは前年比▲1.3%で変わらず
- 20暦年の実質成長率は1.6%(1次QE時は1.7%)、名目成長率も0.7%(同じく0.8%)へ、いずれも引き下げられた
 - GDPデフレーターは前年比▲0.9%で変わらず



(資料)内閣府経済社会総合研究所

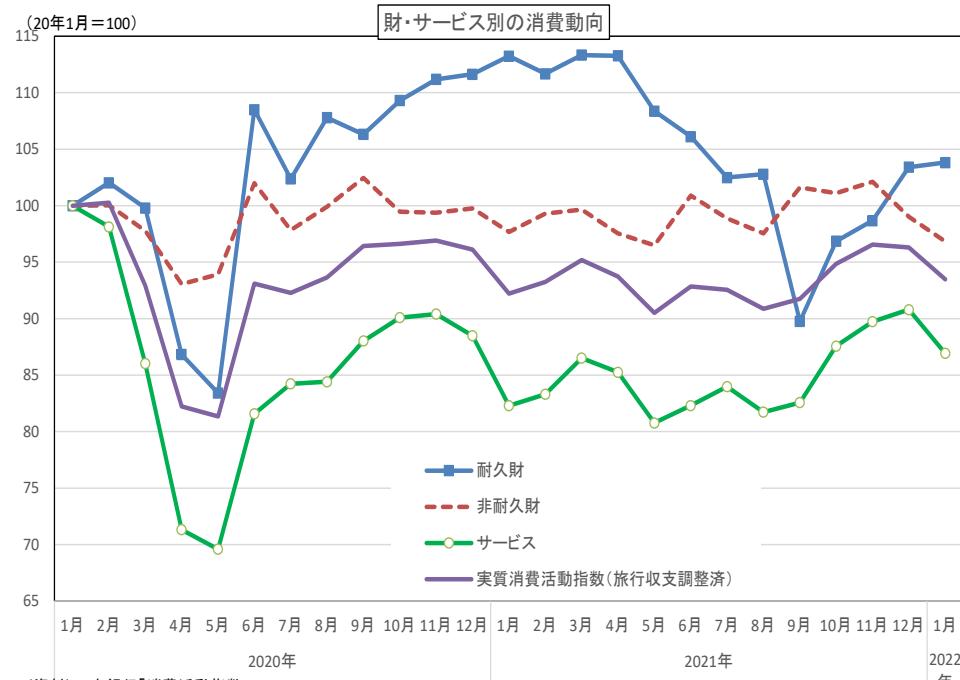
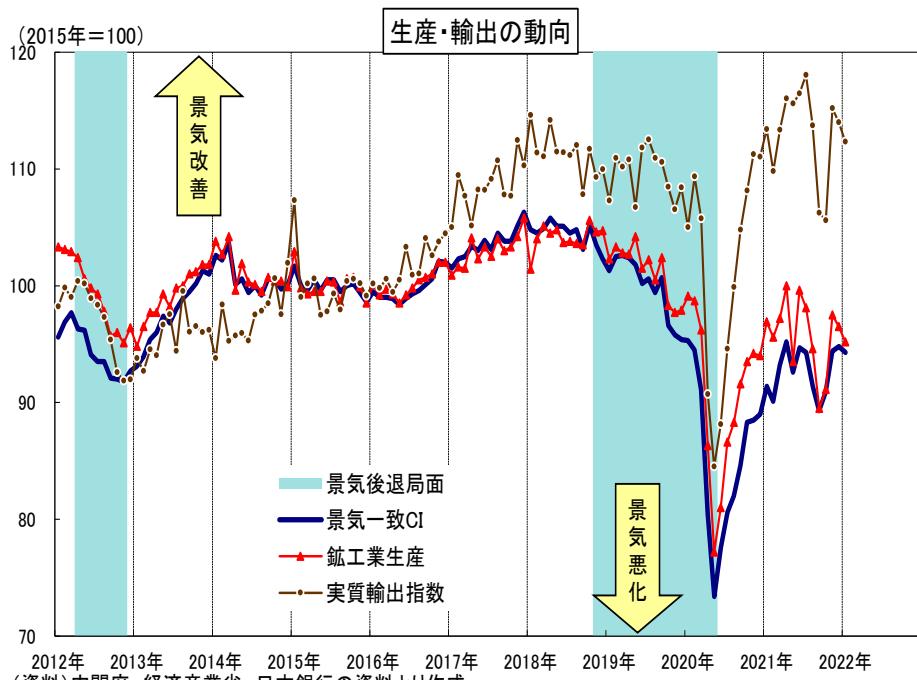


(資料)内閣府

(注)単位は10億円(2015年連鎖価格)。

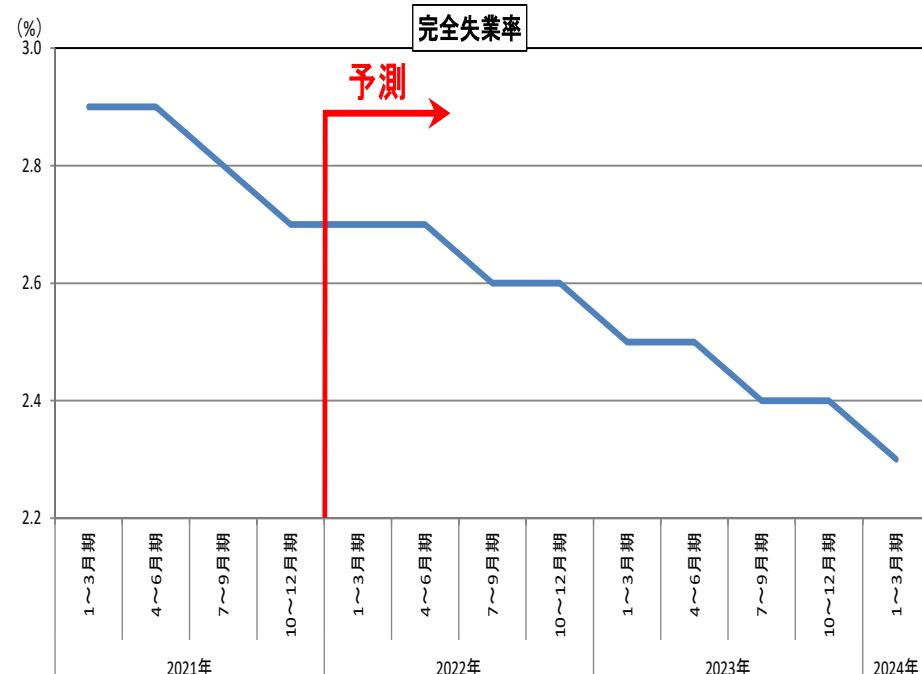
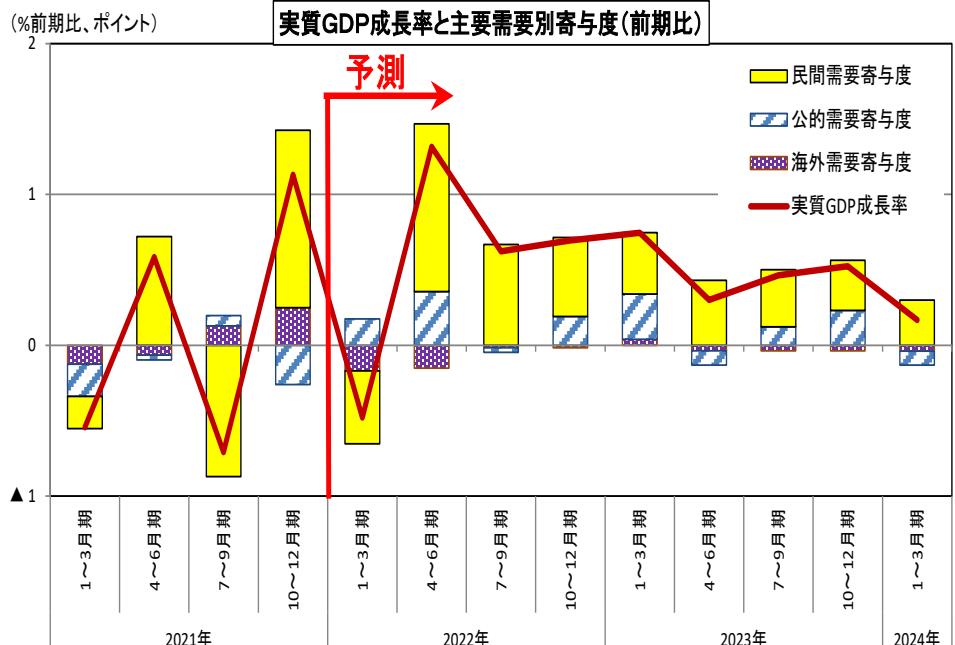
2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気は再び足踏み～コロナ感染「第6波」はピークアウトしたが、地政学的リスクへの警戒高まる
 - 1月の景気動向指数のCI一致指数は4ヶ月ぶりの低下、それに基づく景気の基調判断は5ヶ月連続の「足踏み」
 - オミクロン株によるコロナ感染が爆発的に広がり(感染「第6波」)、最大で36都道府県に対して「まん延防止等重点措置宣言」が適用、消費者マインドが大幅に悪化
 - 2月上旬にはピークアウトした模様だが、行動制限措置の解除は慎重に判断している(3月9日時点で18都道府県に適用中)
 - 年末にかけて一旦は解消に向かった半導体不足などの供給の混乱が22年入り後に再び強まっており、自動車の生産・輸出・購入が弱含んでいる
 - 1月の消費者物価(生鮮食品を除く、以下コア)は前年比0.2%と鈍化(5ヶ月連続のプラス)
 - 直近はロシアのウクライナ侵攻により、原油価格が一時130ドル/バレル台まで急上昇する場面も



3 日本経済・物価の見通し

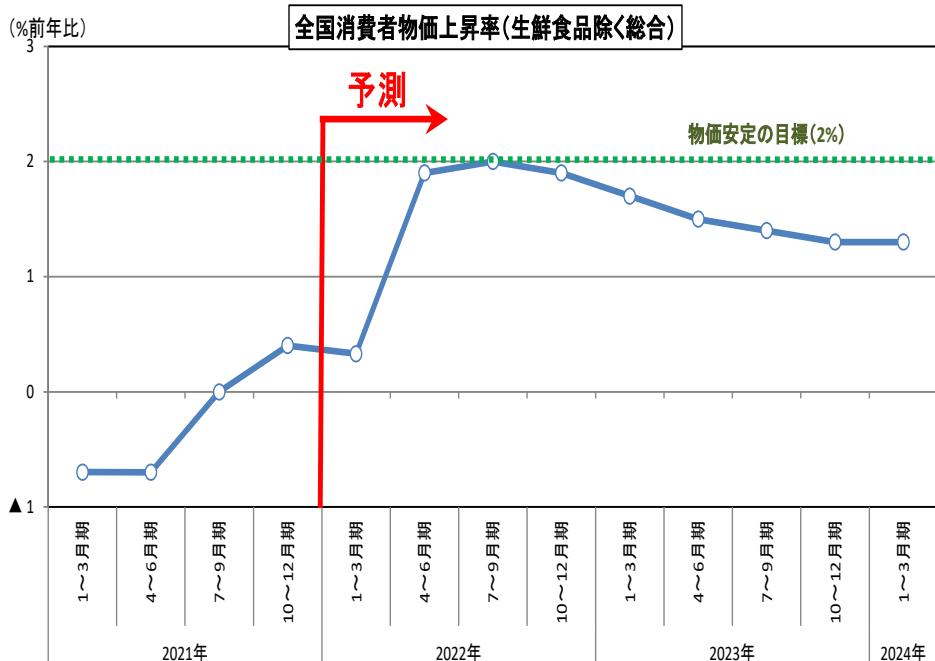
- 経済見通し ~2022年度は2.4%成長、23年度は2.0%(ともに下方修正)と予測~
 - 足元1~3月期は、まん延防止等重点措置の適用などでサービス消費が再び減少しているほか、半導体不足などの供給の混乱による自動車減産が長引いており、輸出が弱含んでいることもあり、2四半期ぶりのマイナス成長と予想(前期比年率で▲1.9%成長)
 - その結果、2021年度は2.2%と3年ぶりのプラス成長が見込まれる
 - 感染「第6波」の収束や3回目のワクチン接種の加速などで、22年度入り後はコロナ感染の景気への影響度は弱まるものの、ロシアのウクライナ侵攻によって資源・エネルギーが大幅に高騰し、企業・家計の支出行動を抑制するほか、欧州を中心に経済・貿易の鈍化が見込まれることから、国内景気は緩慢なペースでの持ち直しがしばらく継続
 - コロナ前(19年10~12月期、542兆円)の実質GDP水準は22年4~6月期にも回復するが、その後も持ち直しペースは緩慢で、直近ピークの19年7~9月期の水準(557兆円)は23年後半まで持ち越されると想定
 - ロシアへの経済制裁が一段と強化されると、内外景気の腰折れリスクが高まるのは必至



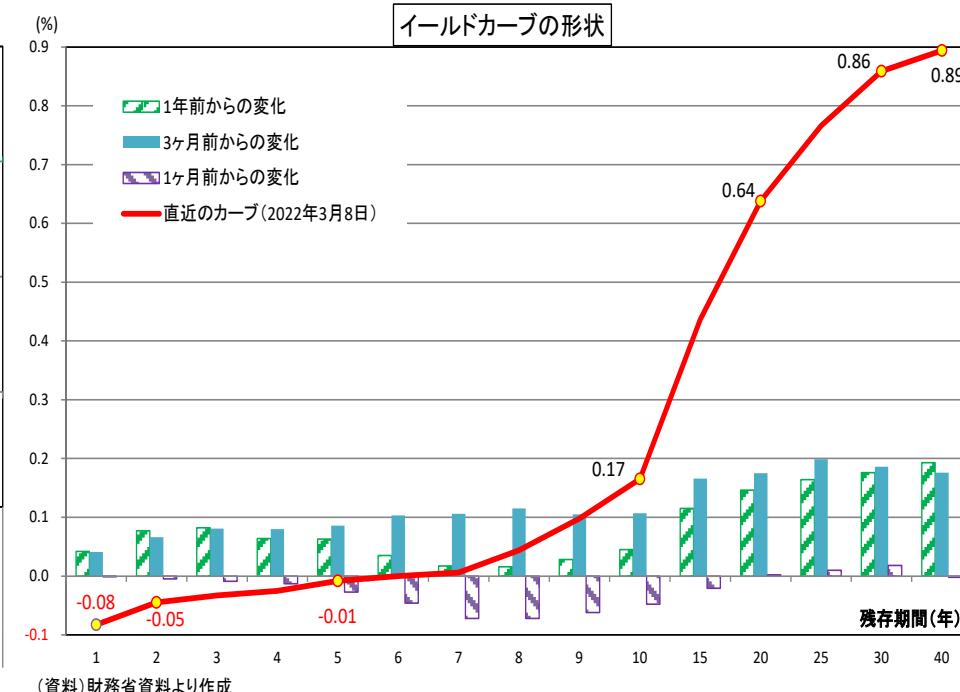
(資料)内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成

(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

- 物価見通し～2022年度は前年度比1.9%と上昇率が高まる(23年度は同1.4%)～
 - 一次産品高騰の影響によってエネルギー、加工食品などを中心に上昇圧力が高まるが、実質賃金が減少し、家計の消費行動は抑制されることから、欧米諸国で見られるようなインフレ加速という事態は想定しがたい
- 金融政策、長期金利～粘り強く金融緩和を継続する方針、長期金利の上昇圧力は一旦解消～
 - 日本銀行は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」を継続する方針を継続
 - 円安の施行次第では、日銀も海外中銀に追随して金融政策の正常化を開始するとの観測が浮上、長期金利は一時誘導目標(0±0.25%)の上限に迫ったが、日銀はそうした見方を否定し、「指値オペ」を通知するなど、金利上昇を抑制する姿勢を改めて示した
 - なお、長期国債やETFの買入れペースは鈍化しており、実質的なテーパリングが進行中



(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



(資料)財務省資料より作成

予測表(年度、半期)

| | 単位 | 2020年度 (実績) | 2021年度 (実績見込) | 2022年度 (予測) | 2023年度 (予測) |
|-----------------------|--------|----------------|------------------|----------------|----------------|
| 名目GDP | % | ▲3.9 | 0.9 | 1.6 | 2.1 |
| 実質GDP | % | ▲4.5 | 2.2 | 2.4 | 2.0 |
| 民間需要 | % | ▲6.2 | 1.8 | 2.7 | 2.3 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲5.4 | 2.4 | 3.2 | 2.2 |
| 民間住宅 | % | ▲7.8 | ▲1.2 | ▲1.3 | 0.1 |
| 民間企業設備 | % | ▲7.5 | 1.0 | 1.3 | 3.5 |
| 民間在庫変動(寄与度) | ポイント | ▲0.2 | ▲0.1 | 0.1 | ▲0.0 |
| 公的需要 | % | 3.0 | 0.1 | 2.0 | 1.5 |
| 政府最終消費支出 | % | 2.5 | 2.0 | 2.9 | 1.8 |
| 公的固定資本形成 | % | 5.2 | ▲7.3 | ▲1.9 | 0.2 |
| 輸出 | % | ▲10.5 | 12.3 | 1.0 | 4.0 |
| 輸入 | % | ▲6.7 | 6.1 | 1.8 | 4.5 |
| 国内需要寄与度 | ポイント | ▲3.9 | 1.4 | 2.6 | 2.2 |
| 民間需要寄与度 | ポイント | ▲4.6 | 1.3 | 2.0 | 1.8 |
| 公的需要寄与度 | ポイント | 0.8 | 0.0 | 0.5 | 0.4 |
| 海外需要寄与度 | ポイント | ▲0.6 | 1.0 | ▲0.1 | ▲0.1 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 0.6 | ▲1.3 | ▲0.8 | 0.1 |
| 国内企業物価(前年比) | % | ▲1.4 | 7.1 | 9.1 | 5.5 |
| 全国消費者物価(〃) | % | ▲0.5 | 0.0 | 1.9 | 1.4 |
| (消費税要因を除く) | (▲0.9) | | | | |
| (消費税要因・教育無償化政策の影響を除く) | (▲0.6) | | | | |
| 完全失業率 | % | 2.9 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | ▲9.9 | 5.8 | 1.4 | 3.0 |
| 経常収支 | 兆円 | 18.2 | 12.4 | 8.8 | 12.1 |
| 名目GDP比率 | % | 3.4 | 2.3 | 1.6 | 2.2 |
| 為替レート | 円/ドル | 106.0 | 112.1 | 117.3 | 118.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | ▲0.02 | ▲0.02 | ▲0.01 | 0.00 |
| 新発10年物国債利回り | % | 0.03 | 0.08 | 0.15 | 0.22 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 42.7 | 77.0 | 108.8 | 110.0 |

(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 | 2020年度 通期 | 2021年度 | | 2022年度 | | 2023年度 通期 | | |
|--------------|--------|--------------|--------|-------|--------|-------|--------------|-------|-------|
| | | | 上期 | 下期 | 上期 | 下期 | | | |
| | | | | | | 通期 | | | |
| 実質GDP | % | ▲4.5 | 2.2 | ▲0.0 | 0.2 | 2.4 | 1.4 | 1.7 | 2.0 |
| 民間需要 | % | ▲6.2 | 1.8 | 0.2 | 0.1 | 2.7 | 1.6 | 1.9 | 2.3 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲5.4 | 2.4 | ▲0.2 | 0.9 | 3.2 | 1.6 | 2.3 | 2.2 |
| 民間住宅 | % | ▲7.8 | ▲1.2 | 0.7 | ▲2.7 | ▲1.3 | ▲0.2 | ▲0.2 | 0.1 |
| 民間企業設備 | % | ▲7.5 | 1.0 | 1.0 | ▲2.2 | 1.3 | 1.1 | 1.7 | 3.5 |
| 公的需要 | % | 3.0 | 0.1 | ▲0.4 | ▲0.4 | 2.0 | 1.6 | 1.2 | |
| 政府最終消費支出 | % | 2.5 | 2.0 | 1.0 | 1.1 | 2.9 | 1.8 | 1.6 | 1.8 |
| 公的固定資本形成 | % | 5.2 | ▲7.3 | ▲5.7 | ▲6.5 | ▲1.9 | 1.0 | ▲0.5 | 0.2 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | ▲4.0 | 1.3 | 0.7 | 1.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.2 |
| 輸出 | % | ▲10.5 | 12.3 | 4.1 | 0.4 | 1.0 | ▲0.2 | 2.1 | 4.0 |
| 輸入 | % | ▲6.7 | 6.1 | 4.8 | ▲1.1 | 1.8 | 1.2 | 2.2 | 4.5 |
| 内需寄与度(前期比) | % | ▲3.9 | 1.4 | 0.1 | 0.4 | 2.6 | 1.7 | 1.4 | 2.2 |
| 民間需要(〃) | % | ▲4.6 | 1.3 | 0.2 | 0.5 | 2.0 | 1.3 | 1.1 | 1.8 |
| 公的需要(〃) | % | 0.8 | 0.0 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.4 |
| 外需寄与度(〃) | % | ▲0.6 | 1.0 | ▲0.1 | 0.2 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.0 | ▲0.1 |
| デフレーター(前年比) | % | 0.6 | ▲1.3 | ▲1.1 | ▲1.4 | ▲0.8 | ▲1.1 | ▲0.5 | 0.1 |
| 完全失業率 | % | 2.9 | 2.8 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |
| 鉱工業生産(前期比) | % | ▲9.9 | 5.8 | 0.7 | ▲1.0 | 1.4 | 1.0 | 1.9 | 3.0 |
| 住宅着工戸数(年率換算) | 万户 | 81.1 | 85.9 | 86.6 | 85.3 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | 85.0 |
| 経常収支 | 兆円 | 18.2 | 12.4 | 7.4 | 4.9 | 8.8 | 4.0 | 4.8 | 12.1 |
| 貿易収支 | 兆円 | 3.9 | ▲0.8 | 0.8 | ▲1.7 | ▲3.3 | ▲2.0 | ▲1.3 | 0.1 |
| 外国為替レート | 円/ドル | 106.0 | 112.1 | 109.8 | 114.4 | 117.3 | 116.5 | 118.0 | 118.0 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 42.7 | 77.0 | 70.0 | 84.0 | 108.8 | 107.5 | 110.0 | 110.0 |

| (前年同期比) | 単位 | 2020年度 通期 | 2021年度 | | 2022年度 | | 2023年度 通期 | | |
|-------------|----|--------------|--------|------|--------|------|--------------|------|-----|
| | | | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 | | |
| | | | | | | | | | |
| 名目GDP | % | ▲3.9 | 0.9 | 3.1 | ▲1.0 | 1.6 | 0.8 | 2.4 | 2.1 |
| 実質GDP | % | ▲4.5 | 2.2 | 4.2 | 0.5 | 2.4 | 1.9 | 2.8 | 2.0 |
| 民間需要 | % | ▲6.2 | 1.8 | 2.7 | 0.9 | 2.7 | 2.3 | 3.1 | 2.3 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲5.4 | 2.4 | 3.6 | 1.2 | 3.2 | 3.0 | 3.3 | 2.2 |
| 民間住宅 | % | ▲7.8 | ▲1.2 | ▲1.4 | ▲1.2 | ▲1.3 | ▲2.1 | ▲0.4 | 0.1 |
| 民間企業設備 | % | ▲7.5 | 1.0 | 2.2 | ▲0.1 | 1.3 | 0.1 | 2.6 | 3.5 |
| 公的需要 | % | 3.0 | 0.1 | 1.1 | ▲0.9 | 2.0 | 1.1 | 2.9 | 1.5 |
| 政府最終消費支出 | % | 2.5 | 2.0 | 2.5 | 1.5 | 2.9 | 2.3 | 3.4 | 1.8 |
| 公的固定資本形成 | % | 5.2 | ▲7.3 | ▲4.0 | ▲10.5 | ▲1.9 | ▲4.1 | 0.4 | 0.2 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | ▲4.0 | 1.3 | 0.7 | 1.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.2 |
| 輸出 | % | ▲10.5 | 12.3 | 21.3 | 4.7 | 1.0 | 0.4 | 1.6 | 4.0 |
| 輸入 | % | ▲6.7 | 6.1 | 8.1 | 4.1 | 1.8 | 0.5 | 3.0 | 4.5 |

| | | | | | | | | | |
|-------------|---|------|-----|------|------|-----|------|------|-----|
| 国内企業物価(前年比) | % | ▲1.4 | 7.1 | 5.4 | 8.9 | 9.5 | 8.9 | 10.0 | 8.0 |
| 全国消費者物価(〃) | % | ▲0.5 | 0.0 | ▲0.4 | 0.4 | 2.0 | 0.4 | 1.9 | 1.7 |
| 完全失業率 | % | 2.9 | 2.8 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.5 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | ▲9.9 | 5.8 | 12.6 | ▲0.3 | 2.4 | ▲0.3 | ▲2.4 | 3.3 |

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当社研による。

予測表(四半期)

(→予測)

| | 単位 | 2021年 | | | | 2022年 | | | | 2023年 | | | | 2024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 | 0.2 | ▲ 1.1 | 0.3 | ▲ 0.5 | 1.2 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.3 |
| | % | ▲ 1.8 | 0.8 | ▲ 4.2 | 1.4 | ▲ 1.9 | 5.1 | 1.9 | 2.4 | 2.7 | 1.7 | 2.1 | 2.5 | 1.2 |
| 実質GDP (年率換算) | % | ▲ 0.5 | 0.6 | ▲ 0.7 | 1.1 | ▲ 0.5 | 1.3 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.2 |
| | % | ▲ 2.2 | 2.4 | ▲ 2.8 | 4.6 | ▲ 1.9 | 5.4 | 2.5 | 2.8 | 3.0 | 1.2 | 1.9 | 2.1 | 0.7 |
| 民間需要 | % | ▲ 0.3 | 1.0 | ▲ 1.2 | 1.6 | ▲ 0.7 | 1.0 | 1.3 | 0.7 | 0.6 | 1.0 | 1.3 | 0.5 | 0.4 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲ 0.8 | 0.7 | ▲ 1.0 | 2.4 | ▲ 1.0 | 1.5 | 1.2 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 民間住宅 | % | 0.9 | 1.0 | ▲ 1.6 | ▲ 1.0 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 民間企業設備 | % | 0.4 | 2.0 | ▲ 2.4 | 0.3 | ▲ 0.3 | 1.0 | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.7 | 0.5 |
| 民間在庫変動(寄与度) | %pt | 0.1 | 0.0 | 0.1 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公的需要 | % | ▲ 0.8 | ▲ 0.1 | 0.3 | ▲ 1.0 | 0.7 | 1.3 | ▲ 0.1 | 0.7 | 1.1 | ▲ 0.4 | 0.5 | 0.9 | ▲ 0.4 |
| 政府最終消費支出 | % | ▲ 0.6 | 0.7 | 1.1 | ▲ 0.4 | 0.7 | 1.5 | ▲ 0.2 | 1.0 | 1.5 | ▲ 0.5 | 0.5 | 1.0 | ▲ 0.5 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 1.7 | ▲ 3.4 | ▲ 3.0 | ▲ 3.8 | 0.5 | 0.6 | 0.3 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 輸出 | % | 2.2 | 3.1 | ▲ 0.3 | 0.9 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | 0.7 | 0.8 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 輸入 | % | 3.0 | 3.8 | ▲ 1.0 | ▲ 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 国内需要寄与度 | %pt | ▲ 0.4 | 0.7 | ▲ 0.8 | 0.9 | ▲ 0.3 | 1.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.2 |
| 民間需要寄与度 | %pt | ▲ 0.2 | 0.7 | ▲ 0.9 | 1.2 | ▲ 0.5 | 1.1 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 公的需要寄与度 | %pt | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 | 0.1 | ▲ 0.3 | 0.2 | 0.4 | ▲ 0.0 | 0.2 | 0.3 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.1 |
| 海外需要寄与度 | %pt | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | ▲ 0.1 | ▲ 1.1 | ▲ 1.2 | ▲ 1.3 | ▲ 1.5 | ▲ 1.2 | ▲ 1.0 | ▲ 0.5 | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.4 |
| 国内企業物価(前年比) | % | ▲ 0.3 | 4.6 | 6.1 | 8.8 | 9.0 | 10.0 | 9.5 | 9.0 | 8.0 | 7.0 | 6.0 | 5.0 | 4.0 |
| 全国消費者物価(〃) (消費税要因を除く) | % | ▲ 0.7 | ▲ 0.7 | 0.0 | 0.4 | 0.3 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| (消費税要因・教育無償化政策の影響を除く) | | (▲ 0.7) | | | | | | | | | | | | |
| 完全失業率 | % | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.3 |
| 鉱工業生産(前期比) | % | 2.9 | 1.1 | ▲ 3.7 | 1.0 | ▲ 0.1 | 0.5 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 経常収支(季節調整値) | 兆円 | 5.0 | 4.5 | 2.9 | 2.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 3.1 | 3.5 |
| 名目GDP比率 | % | 3.7 | 3.3 | 2.2 | 2.2 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.2 | 2.5 |
| 為替レート | 円/ドル | 105.9 | 109.5 | 110.1 | 113.7 | 115.0 | 116.0 | 117.0 | 118.0 | 118.0 | 118.0 | 118.0 | 118.0 | 118.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | ▲ 0.02 | ▲ 0.02 | ▲ 0.03 | ▲ 0.03 | ▲ 0.02 | ▲ 0.01 | ▲ 0.01 | ▲ 0.01 | ▲ 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 新発10年物国債利回り | % | 0.07 | 0.07 | 0.03 | 0.07 | 0.16 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.18 | 0.20 | 0.25 | 0.25 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 55.5 | 66.9 | 73.1 | 80.0 | 88.0 | 105.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |

(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。