

2021年8月19日

2021・2022年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 感染拡大の影響で成長ペース加速時期は年度後半に後ずれ ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2021・2022年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2021年度 +3.5%（前回+3.9%）、2022年度 +2.7%（前回+2.3%）

○ 4～6月期は3度目の緊急事態宣言が重石となるも、2四半期ぶりのプラス成長

2021年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%（年率+1.3%）となった。個人消費は、3度目の緊急事態宣言発出が重石となったが、1～3月期の落ち込みからの反動もあって増加に転じた。輸出の伸びを上回る輸入の大幅増加で外需寄与度はマイナスとなったが、設備投資や住宅投資の増加が補う形で2四半期ぶりのプラス成長となった。

○ 感染拡大の影響で成長ペース加速時期は年度後半に後ずれ

2021年度の実質GDP成長率予測は前年比3.5%へと前回（5月）から下方修正する一方、2022年度は同2.7%へ上方修正した。緊急事態宣言解除を前提に7～9月期が高い成長率になると想定していたが、足元、感染力の高いデルタ株の感染が拡大する状況を踏まえ、成長ペース加速時期が年度後半に後ずれすると見込むためである。

7～9月期は、輸出や設備投資の増加が個人消費の低迷を補い、年率1%台半ばの成長になると予測する。4度目の緊急事態宣言発出や対象地域拡大を踏まえると、個人消費の回復には期待できないが、コロナ慣れ、自粛疲れもあって人流の減少は限定的となり、一段の落ち込みは避けられよう。世界経済は、ワクチン格差や感染状況により一部の新興国では回復が遅れるものの、欧米や中国を中心に持ち直しが続くと思われる。世界的な設備投資需要の回復などを背景に日本からの輸出は堅調さを維持し、企業収益の回復とともに国内の設備投資も増加を続けるといった製造業における好循環が維持されるだろう。

他方、ワクチン接種の順調な進展は好材料である。2021年度後半以降、ワクチン普及により対面型サービス業の制限が緩和に向かうとともに、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ると期待されることから、成長ペースが加速すると見込んでいる。

○ デルタ株のまん延で強まる景気下振れリスク

感染力の高いデルタ株のまん延により、ワクチン接種で先行する欧米でも感染拡大がみられるなど、世界的に景気下振れリスクが強まっている。ワクチン普及の遅れや、ワクチン接種で獲得した抗体の持続性の問題、一層強力な変異株の出現などにより、強力な制限措置の再導入を強いられる国・地域が拡大すれば、世界経済が再び停滞する恐れがある。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社 担当：財務企画部 大野 俊明

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576

<http://www.fukoku-life.co.jp>

toshiaki.ono@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2021・2022年度 経済見通し

(前年比、%)

	2020 年度 実績	2021年度予測				2022年度予測			
		上期	下期	前回 2021年5月 時点	上期	下期	前回 2021年5月 時点		
								(前期比)	
名目国内総生産 (兆円)	536.8 ▲ 3.9	554.4 3.3	549.4 0.2	559.4 1.8	555.3 3.7	570.5 2.9	567.9 1.5	572.8 0.9	569.9 2.6
実質国内総生産 (兆円)	526.9 ▲ 4.5	545.2 3.5	539.8 0.1	550.4 2.0	546.1 3.9	559.9 2.7	557.4 1.3	561.8 0.8	559.0 2.3
内 需	▲ 3.9	2.9	0.6	2.0	3.1	2.6	1.2	0.7	2.3
民間 需 要	▲ 4.7	2.4	0.6	1.5	2.5	2.3	1.2	0.7	2.1
民間 最 終 消 費	▲ 5.9	3.4	0.3	1.9	3.3	3.1	1.6	1.0	2.6
民間 住 宅 投 資	▲ 7.2	2.3	3.1	0.9	0.5	0.3	▲ 0.1	0.2	1.8
民間 設 備 投 資	▲ 6.8	4.2	1.7	2.4	3.9	3.4	1.8	1.0	3.4
公 的 需 要	0.9	0.5	▲ 0.0	0.5	0.6	0.3	0.1	0.0	0.3
政府 最 終 消 費	3.3	2.1	0.1	1.6	2.3	0.9	0.2	▲ 0.0	0.9
公 的 固 定 資 本 形 成	4.2	0.6	▲ 1.0	2.2	1.4	1.8	0.5	0.6	1.2
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	0.6	▲ 0.6	0.0	0.8	0.1	0.0	0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4	13.4	4.4	1.7	12.9	5.1	3.0	2.3	4.7
財貨・サービスの輸入	▲ 6.8	9.8	7.7	1.5	7.9	4.6	2.9	1.8	4.7

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 9.9	9.8	3.1	1.7	9.9	3.1	1.6	1.3	3.1
国内企業物価指数※	▲ 1.4	3.2	3.9	2.5	2.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.4	1.9
消費者物価指数※	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	0.5	0.4	0.5	0.6
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.5	0.4	0.5	0.5
貿易収支(兆円)	3.9	2.4	1.1	1.3	2.3	1.1	0.7	0.4	0.9
経常収支(兆円)	18.2	19.4	9.2	10.2	19.3	19.9	10.0	9.9	19.8
名目賃金指数※	▲ 1.1	0.6	0.7	0.5	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
完全失業率(%)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.9	2.8	2.8
住宅着工戸数(万戸)	81.2	83.3	84.7	81.8	81.5	82.2	82.3	82.2	81.9
為替レート(¥/\$)	106.0	109.2	109.5	109.0	108.2	109.0	109.0	109.0	108.0
原油価格(\$/b)	42.7	69.3	69.1	69.5	57.0	70.1	69.8	70.3	58.5
米国実質成長率(年率)	▲ 3.5	5.8	5.9	5.1	6.3	3.0	2.4	2.2	3.2
中国実質成長率※	2.3	8.4	12.6	5.1	8.4	5.3	5.4	5.3	5.3

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

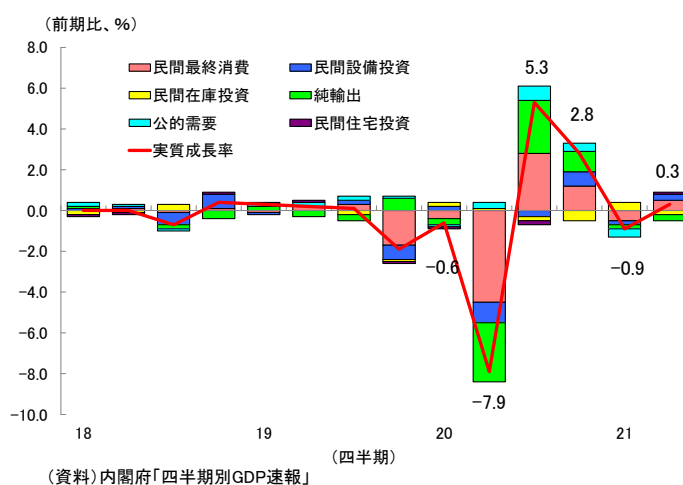
注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

○4～6月期の実質GDP

8月16日に発表された2021年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.3%、年率換算+1.3%と2四半期ぶりのプラス成長(図表2)となった。需要項目別にみると、4月下旬の緊急事態宣言再発出に伴う飲食店や百貨店への営業時間短縮要請の影響が重石となったものの、1～3月期の落ち込みからの反動もあり、民間最終消費は前期比0.8%増と2四半期ぶりに増加した。また、住宅投資は同

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



2.1%増と3四半期連続で増加し、設備投資は製造業を中心に同1.7%増と2四半期ぶりに増加する一方、在庫投資の寄与度については、同▲0.2ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同1.5%減と2四半期連続で減少する一方、政府消費はワクチン接種費用の計上などにより同0.5%増と2四半期ぶりに増加した。輸出は欧米向けを中心に同2.9%増となる一方、輸入が同5.1%増となったことから、外需寄与度は同▲0.3ポイントとなった。

4～6月期のGDP水準は、引き続きコロナ禍で個人消費が対面型サービスを中心に下押し圧力を受けていることなどから、感染拡大前の2019年10～12月期の▲1.5%、消費税率引き上げの影響で落ち込む前の2019年7～9月期の▲3.4%にとどまっている。ただし、堅調な海外需要を背景とした輸出の増加を起点とする製造業の好循環が崩れていない点においては前向きに捉えることができる結果といえよう。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比▲0.3%となり、名目GDP成長率は同+0.1%（年率換算+0.2%）となった。

○感染拡大の影響で成長ペース加速時期は年度後半に後ずれ

7～9月期は、輸出や設備投資の増加が個人消費の低迷を補い、年率1%台半ばの成長になると予測する。緊急事態宣言は6月20日にいったん解除されたが、再び感染者数が急拡大したことで、7月12日に東京に4度目の緊急事態宣言が発出、その後、6都府県まで対象地域が拡大した。また期限は8月31日とされていたが、8月20日からさらに7府県追加され、期限も9月12日まで延長されることになったことから、個人消費の回復には期待できない。ただし、コロナ慣れ、自粛疲れもあって人流の減少は限定的となり、一段の落ち込みは避けられよう。世界経済は、ワクチン格差や感染状況により一部の新興国では回復が遅れるものの、欧米や中国を中心に持ち直しが続くとみられる。世界的な設備投資需要の回復などを背景に日本からの輸出は堅調さを維持し、企業収益の回復とともに国内の設備投資も増加を続けるといった製造業における好循環が維持されるだろう。

他方、ワクチン接種の順調な進展は好材料である。当初欧米に後れをとっていたものの、徐々に接種ペースが加速し、6月上旬には当初に掲げていた1日当たり100万回という目標に到達した。現時点では、2回のワクチン接種完了者の割合は、日本全

体ではまだ3割程度にとどまるものの、65歳以上の高齢者では8割を超えている。足元、感染力の高いデルタ株の影響で急速に新規感染者数が増加しているものの、高齢者の感染は他の年代に比べて相対的に抑制されており、一定程度、感染抑制効果がみられている。今後はさらなるワクチン接種率の上昇とともに、感染抑制効果や重症化予防効果が徐々に高まっていくと想定している。2021年度後半以降、ワクチン普及により対面型サービス業の制限が緩和に向かうとともに、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ると期待されることから、成長ペースが加速すると見込んでいる。

2021年度の実質GDP成長率予測は前年比3.5%へと前回(5月)から下方修正する一方、2022年度は同2.7%へ上方修正した。緊急事態宣言解除を前提に7~9月期が高い成長率になると想定していたが、足元、感染力の高いデルタ株の感染が拡大する状況を踏まえ、成長ペース加速時期が年度後半に後ずれすると見込むためである。なお、四半期ごとの成長率は、2021年7~9月期：前期比年率+1.7%、10~12月期：同+5.2%、2022年1~3月期：同+3.8%、4~6月期：同+2.4%、7~9月期：同+1.7%、10~12月期：同+1.5%、2023年1~3月期：同+1.7%と予想する。

また、実質GDPが感染拡大前の2019年10~12月期の水準に到達する時期は2021年10~12月期、感染拡大前のピーク(消費税率引上げの影響で落ち込む前)である2019年7~9月期の水準に到達する時期は2022年7~9月期と予想する。

○デルタ株のまん延で強まる景気下振れリスク

先行きについては如何に新型コロナウイルスと共存し、経済活動の水準を引き上げていくかにかかっている。ワクチン接種の進展とともに制限措置が緩和に向かうことが期待される一方、感染力の高いデルタ株のまん延により、ワクチン接種で先行する欧米でも感染拡大がみられるなど、世界的に景気下振れリスクが強まっている。ワクチン普及の遅れや、ワクチン接種で獲得した抗体の持続性の問題、一層強力な変異株の出現などにより、強力な制限措置の再導入を強いられる国・地域が拡大すれば、世界経済が再び停滞する恐れがある。

米国では金融緩和政策の正常化に向けた議論が始まっており、インフレ懸念などからその動きが想定以上に早まれば、金融資本市場が不安定化する可能性がある。資産価格の大幅な調整や、脆弱な新興国からの資金流出加速などを通じて、実体経済に悪影響が及ぶリスクがある。

アフガニスタン情勢の急変にも注意が必要であろう。日本企業はほとんど進出しておらず、タリバン復権による直接的な影響を受ける可能性は低い。しかし、中東や中国などを結ぶ交通の要衝であり国際的なビジネス環境に悪影響が及ぶリスクがあることから、国際的なテロ活動の活発化の可能性も含めて、留意する必要がある。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は当面低迷続くが、ワクチン普及とともに持ち直しに向かう

雇用情勢は業種ごとにばらつきはあるが、弱い動きが続いている。雇用調整助成金などの政策効果により雇用減少が抑制されている面もあって失業率の大幅な悪化は避けられ、6月は2.9%となっている(図表3)。ただし、雇用形態別にみると、正規雇用は情報通信や医療・福祉などで緩やかに増加しているが、非正規雇用は、コロナ禍の影響を強く受ける宿泊・飲食サービス業を中心に落ち込んだ状況が続いている。

雇用環境は当面弱さが残るだろう。7月以降も緊急事態宣言発出などにより対面型サービス業は不透明な事業環境が続いており、新規採用は抑制せざるを得ないだろう。医療・福祉や情報通信など従前から人手不足感の強い業種を中心に新規求人数は緩やかに持ち直しているが、雇用のミスマッチもあって雇用増加は緩慢にとどまるだろう。全体としては大きな改善は見込まれず、失業率は3%近辺での推移を予想する。

名目賃金については弱い動きとなるだろう。2021年春闘については、経団連の最終集計結果で賃上げ率が1.84%と8年ぶりに2%を割り込んでいる。冬季賞与も夏季に続いて冴えない結果が見込まれる。2022年度は、企業業績の回復を反映して緩やかな改善傾向を辿るとみられる。

個人消費は、弱い動きとなっている。4~6月期の民間最終消費支出は前期比0.8%増と、1~3月期の同1.0%減からプラスに転じた。4月下旬に発出された3度目の緊急事態宣言などでゴールデンウィークを含む多くの期間で行動が制限されたにもかかわらず、サービス消費が同1.5%増（1~3月期：同2.2%減）と予想外に伸びた。背景にはコロナ禍での生活が長引くなか、コロナ慣れ、自粛疲れという心理も影響している。ただし、前期からの反動という面が強く、サービス消費の水準は依然として低い。耐久財については、半導体不足に伴う減産の影響で自動車販売が低迷したものの、家電販売が好調となった。

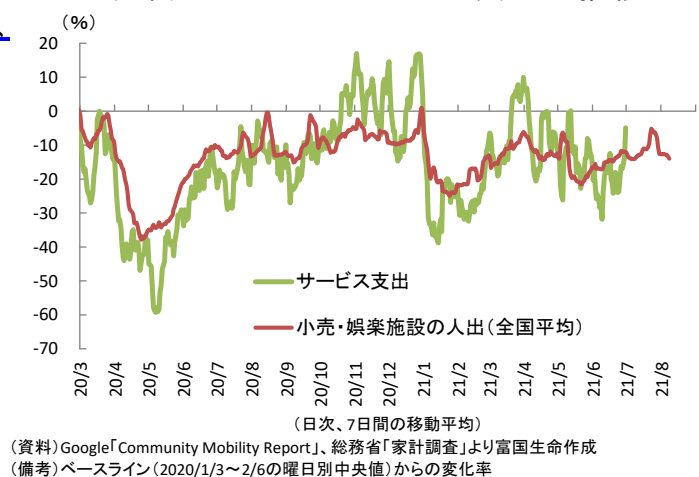
目先の個人消費は低迷が続くものの、次第に持ち直しに向かうだろう。東京オリンピックは無観客開催となったことで、需要の押し上げ効果は限定的となったとみられる。また、7~9月期のほとんどの期間は緊急事態宣言が発出されている状況であることを踏まえると、個人消費の回復には期待できない。ただ、飲食や外食などを含むサービスへの支出と連動性が高い人出（小売店・娯楽施設）の状況について確認すると、8月に入り人出は減ってはいるものの、今年5月頃と比べると水準は高く、新規感染者数が過去最高を更新する環境のわりに人出は減っていない（図表4）。サービス消費が既に低い水準にとどまっていることや、コロナ慣れ、自粛疲れもあって人流がさほど抑制されないと想定していることから、7~9月期の個人消費は前期比横ばいを予想する。

緊急事態宣言の解除を前提として、2021年度後半以降は高めの伸びになると見込んでいる。ワクチン普及の効果が顕在化するなか、対面型サービス業の営業活動が正常化に向かうとともに、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ることが期待さ

図表3. 失業率と新規求人数の推移



図表4. 人出とサービス支出の推移



れ、飲食や旅行といった対面型サービスの消費回復に弾みがついていくだろう。また、半導体不足に伴う影響も解消に向かうとみられ、個人消費の回復をサポートする要因となるだろう。

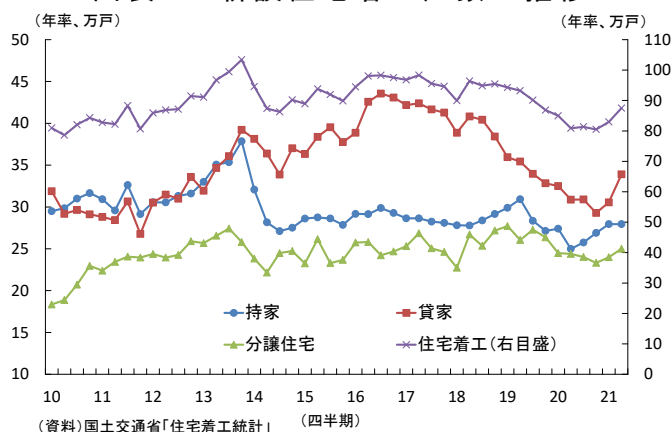
○新設住宅着工戸数は、緩慢な回復にとどまる見込み

4～6月期の住宅投資は前期比2.1%増と3四半期連続の増加となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、4～6月期は年率87.5万戸と2四半期連続で増加した(図表5)。利用関係別にみると、持家は横ばいとなったが、これまで減少トレンドにあった貸家が前期比10.9%増と高い伸びとなったほか、分譲住宅が同4.2%増となった。

今後の新設住宅着工戸数は、緩慢な回復にとどまるだろう。在宅勤務の増加などによる住環境の改善ニーズが高まるなか、持家、分譲戸建ては、コロナ禍で延長されている各種住宅取得支援策にも支えられて、緩やかに持ち直すだろう。

13年間の住宅ローン減税やすまい給付金の適用のためには、新築注文住宅の場合2021年9月末まで、分譲住宅などは2021年11月までに契約(いずれも入居は2022年12月末まで)する必要があり、契約期限に向けて一定の駆け込みが生じる可能性があるだろう。一方、貸家は取り巻く環境が大きく好転したとは考えにくく、金融機関はアパートローンに対して慎重な姿勢を継続するとみられる。貸家の4～6月期の増加は一時的な振れと捉えており、7～9月期には水準が切り下がり、その後も低調な推移が続くとみている。2022年度は住宅取得支援策の押し上げ効果が剥落することなどから、住宅着工は小幅ながら減少すると見込んでいる。なお、現時点では大きな影響はみられていないが、米国を中心とした急速な需要回復や労働力不足などによる供給制約から建築資材が価格高騰しており、今後の住宅着工の下押し要因となる懸念があり、その動向に注意が必要である。

図表5. 新設住宅着工戸数の推移

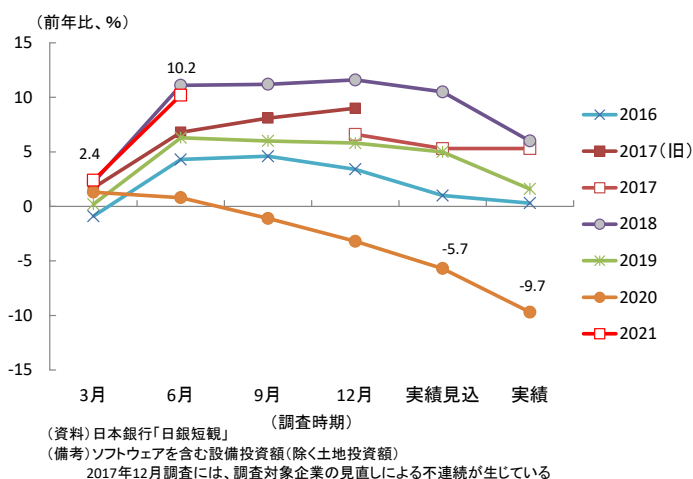


○設備投資は次第に持ち直しの動きを強めていく

4～6月期の実質設備投資は前期比1.7%増と2四半期ぶりの増加となった。コロナ禍の影響を強く受ける対面型サービス業の建設投資などは伸び悩みが続いているものの、堅調な輸出を背景に企業収益の回復が続く製造業を中心に持ち直している。

今後の設備投資は次第に持ち直しの動きを強めていくだろう。日銀短観6月調査における全規模・全産業の2021年度設備投資計画(ソフトウェアを含

図表6. 設備投資計画調査(全規模・全産業)



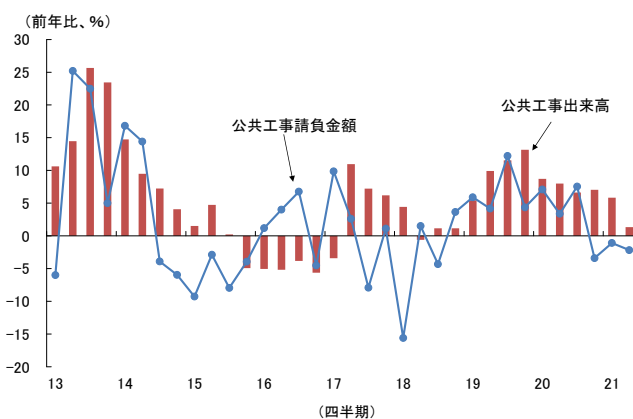
む、土地投資を除く）は、前年比 10.2%増と前回 3 月調査時の 2.4%増から上方修正された。2020 年度の落ち込みからの反動という面はあるものの、同時期としては底堅い計画が示されている（図表 6）。企業収益の先行きについては、製造業の業績は好調な輸出にも支えられて、売上高の増加を伴いつつ順調に持ち直していくとみられる一方、コロナ禍が長引くなか、非製造業では対面型のサービス業を中心に営業活動を抑制せざるを得ない状況が続くとみられる。商業施設や宿泊施設など対面型のサービスを提供する分野では、不急の投資を見送る姿勢が継続するとみられるほか、鉄道車両や航空機などの更新投資の増加は期待しにくい。一方、堅調な輸出を背景とした製造業の機械投資が続くとみられるほか、テレワーク拡大や営業活動の非接触化などに向けたデジタル関連投資、E コマースの一層の浸透などを背景とした物流施設の建設投資などの増加が期待される。

○公的固定資本形成は、底堅く推移

4～6 月期の公的固定資本形成は前期比 1.5%減と 2 四半期連続の減少となった。公共投資は自然災害からの復旧・復興関連や国土強靱化に向けた公共工事の進捗を反映して、高水準で推移しているが、足元は予算執行の端境期となり一時的に減少したとみられる。

今後の公的固定資本形成は、底堅く推移すると見込んでいる。先行指標である公共工事請負金額をみると、4～6 月期が同 2.2%減と 3 四半期連続の減少となっており（図表 7）、増勢の加速は期待できないものの、引き続き防災などの国土強靱化に向けた公共工事が進捗することで、公的固定資本形成は高めの水準を維持するだろう。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移

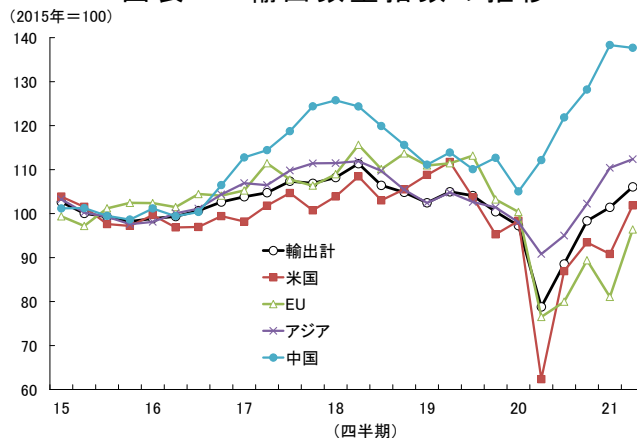


(資料)国土交通省、各信用保証会社
(備考)直近の公共工事出来高は4～5月累計の前年比

○輸出は、増勢こそ鈍化するものの堅調さを維持

輸出は増加傾向となっている。4～6 月期の実質輸出は前期比 2.9%増と 4 四半期連続の増加となった。輸出数量指数を地域別にみると、中国向けの増加は一服したものの、制限措置の緩和により高成長となった EU 向けや米国向けを中心に総じて堅調な推移が続いた（図表 8）。半導体不足の影響に伴う減産で自動車関連の輸出が伸び悩んだ一方、海外の設備投資需要の回復やデジタル関連需要の高まりを背景に資本財や情報関連財が増加した。なお、サービス輸出に計上されるインバウンド消費については、入国制限措置が継続するもとで、大きく落ち込んだ状態が続いている。

図表 8. 輸出数量指数の推移



(資料)財務省より富国生命作成
(備考)各地域の季節調整は富国生命

今後の輸出は、増勢こそ鈍化するものの堅調さを維持するだろう。世界経済は、ワクチン格差や感染状況により一部の新興国では回復が遅れるものの、欧米や中国を中心に持ち直しが続くとみられる。自動車関連について当面は半導体不足の影響が抑制要因となるものの、供給体制が正常化に向かうにつれて上向いていくだろう。また、引き続き世界的な設備投資需要の回復や堅調なデジタル関連需要の高まりが輸出の追い風となろう。2022年度の輸出は、世界経済の成長ペースが、急速な回復局面にあった前年より緩やかにとどまることを反映して、伸び率は鈍化するものの、増加傾向が続くと予想する。

○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は弱い動きとなっている。

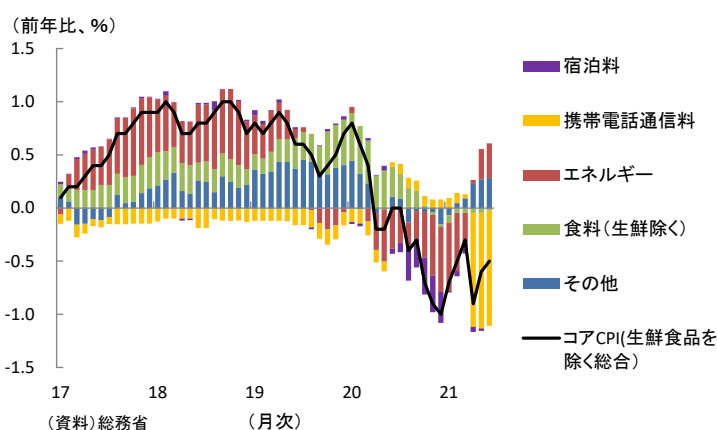
原油価格の動向を反映して4月以降エネルギー価格のプラス寄与が押し上げ要因となる一方、大幅値下げとなった大手通信キャリア3社の新料金プランの影響で4月から携帯電話通信料が下押し要因となっている。6月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は、従来の2015年基準では前年比+0.2%とプラス圏であったが、2020年基準への改定にあたり8月6日に事前公表された過去分の遡及改定結果によると、

6月は前年比▲0.5%と0.7ポイント下方改定された。携帯電話の利用拡大で新基準におけるウエイトが高まったことで、携帯電話通信料の物価押し下げ効果が▲1.0ポイント程度と大きくなったことが主因である（図表9）。

今後のコアCPIは、弱い動きが続くだろう。原油価格の動向を踏まえると、エネルギー価格のプラス寄与は拡大が見込まれるほか、昨年旅行需要喚起策Go Toトラベルが実施され宿泊料が押し下げられた反動が8月から12月にかけて生じることが物価の押し上げ要因となる。しかし、緊急事態宣言の影響により外食や旅行など対面型のサービスを中心に需要は抑制されており、需給面からのデフレ圧力がかかりやすい状況が続くなか、携帯電話通信料による押し下げ効果を打ち消すには至らず、コアCPIはマイナス圏での推移が続くだろう。2022年度については、携帯電話通信料の影響が剥落するほか、コロナ禍の影響が和らいでいくとみられることから、プラス圏での推移に転じると予想する。ただし、需給ギャップを解消するには至らず、需給面からのデフレ圧力として残るため、コアCPIは低い伸びにとどまるだろう。2020年基準への改定の影響などを踏まえ、2021年度のコアCPIは同▲0.4%と前回5月予測から0.3ポイント下方修正する一方、2022年度は同+0.5%と前回予測を据え置いた。

金融政策については、コロナ禍における景気回復には不確実性が残るなか、日銀は緩和的な政策スタンスを継続するだろう。感染拡大などで経済の下振れリスクが高まれば、資金供給策の延長などで金融緩和策を一段と強化する可能性はある。一方、大幅に円高が進行しない限りマイナス金利の深掘りに踏み切る可能性は低く、イールドカーブ・コントロールについては現状の誘導目標を維持するだろう。

図表9. 消費者物価指数の推移



図表10. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
国内総支出	0.2	▲ 0.1	0.9	0.6	▲ 0.2	0.2
民間最終消費	0.5	0.5	0.7	▲ 0.0	▲ 0.4	0.4
民間住宅投資	1.8	1.6	1.6	0.5	1.7	0.1
民間設備投資	0.8	0.9	0.4	▲ 0.5	0.9	0.1
政府最終消費	0.6	0.2	0.4	▲ 0.6	0.4	0.2
公的固定資本形成	1.6	1.7	1.5	0.4	1.2	0.1
財貨・サービスの輸出	4.0	0.5	▲ 3.2	▲ 1.7	4.3	0.4
財貨・サービスの輸入	7.5	4.5	▲ 4.3	▲ 6.9	6.7	0.7

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
実質国内総支出	1.8	0.2	▲ 0.5	▲ 4.5	3.5	2.7
民間需要	1.2	0.1	▲ 0.6	▲ 4.7	2.4	2.3
民間最終消費	0.6	0.1	▲ 0.5	▲ 3.2	1.8	1.6
民間住宅投資	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	0.1	0.0
民間設備投資	0.4	0.2	▲ 0.1	▲ 1.1	0.7	0.6
公的需要	0.2	0.2	0.5	0.9	0.5	0.3
政府最終消費	0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1
財貨・サービスの純輸出	0.4	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	0.6	0.1
財貨・サービスの輸出	1.0	0.4	▲ 0.4	▲ 1.8	2.3	1.0
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.0	1.2	▲ 1.8	▲ 0.9

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

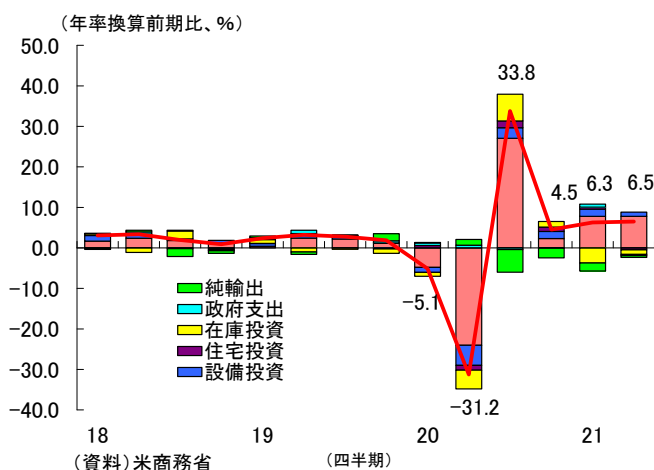
米国経済は、大規模な経済対策などにより改善している。2021年4～6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+6.5%となった（図表12）。2020年7～9月期に各州における外出制限措置の緩和などを背景に同+33.8%と戦後最大の伸びを記録した後も、大規模な経済対策や強力な金融緩和、新型コロナウイルスに対するワクチン接種の進展に支えられて高めの成長率が続いている。2021年4～6月期の実質GDPの水準はコロナ前のピークであった2019年10～12月期を0.8%上回っており、経済活動の水準としても回復が進んだ。

需要項目別にみると、個人消費は、個人向けの現金給付とワクチン接種の進展を受けて高い伸びが続き、前期比年率11.8%増となった。前期に急激に加速した耐久財・非耐久財が今期も同10%前後の伸びを保ったことに加えて、制限措置の緩和でサービス消費も

二桁の増加へと加速した。雇用・所得環境は厳しい状況を脱していないものの、改善が続いている。非農業部門雇用者数は今年に入って毎月20～90万人の増加が続いているが、労働市場が改善すれば職探しを再開するであろう人も含めた潜在的な失業者数は、コロナ前との比較では足元でも未だに1,000万人以上高い水準と推計される。住宅投資は、これまでの高い伸びの反動や資材価格高騰の影響から同9.8%減となった。設備投資は輸送用機器や生産用機器を中心に同8.0%増と4四半期連続の増加となった。在庫投資は同1.1ポイントのマイナス寄与となった。輸出は同6.0%増、輸入は同7.8%増となり、純輸出の寄与度は0.4ポイントのマイナス寄与となった。

今後は成長ペースは鈍化するが、堅調さを維持するだろう。米国ではワクチン接種完了者の全人口に占める割合が5割程度のなか、デルタ株の流行を受けて入院患者数が再び増加しており、ワクチン接種率のもう一段の上昇が必要とされる。一方、ワクチン接種完了者の重症化リスクは低く、マスク着用義務化や接種未完了者への制限措置は実施されても、対面型サービスや米国内での資材・物流面での制約が緩和される方向性は変わらないだろう。コロナ禍に対する緊急的な経済対策は徐々に役割を終えていくものの、緩和的な金融政策も当面は維持されると見込まれ、今後も内需を中心に成長が続くだろう。個人消費は、家計への現金給付による押し上げ効果が剥落するため伸び率は鈍化するものの、堅調さを維持するだろう。レストランや各種店舗の通常営業化などでサービス消費が回復することに加え、今しばらくは失業保険の上乗せ給付が継続すること、雇用・所得環境の緩やかな改善が続くことが後押しとなるだろう。住宅投資は、これまでの急回復に対する反動が続くものの、低位で推移する住宅ローン金利が引き続き追い風となり、底堅く推移するだろう。設備投資については、地政学上のリスクや米国議会での法人税増税法案の行方に不透明感があるものの、堅

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



調な企業収益が背中を後押しし、緩やかな伸びが続くだろう。輸出の伸びは緩慢なものにとどまると見込んでいる。一部の国ではワクチン接種に遅れが生じ、世界的な需要回復の足を引っ張ると考えられるためである。2021年4～6月期の実質GDP成長率が想定をやや下回ったことを反映し、2021年の実質GDP成長率は前年比+5.8%と前回予測から0.5ポイント、2022年は同+3.0%と0.2ポイントそれぞれ下方修正している。

ただし今後、ワクチン接種で獲得した抗体の持続性の問題、あるいは一層強力な変異株の出現により入院患者数が十分に抑制できなくなり、経済活動に強力な制限措置が再導入されて成長率を押し下げるリスクに留意する必要がある。

金融政策について、FRB（米連邦準備理事会）は、当面は緩和的な政策スタンスを継続しよう。今後の数回の会合でテーパリング（資産買入の縮小）開始についての議論が行われる予定だが、実際の開始時期と縮小ペースは保守的に設定されるだろう。テーパリング開始は2022年、利上げ開始は2023年と想定している。

【欧州経済】

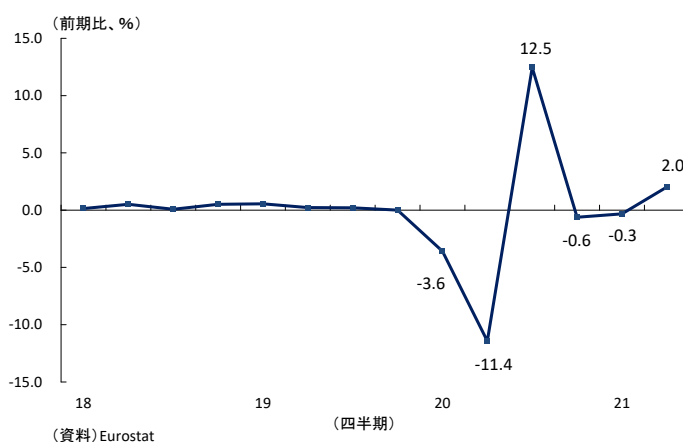
欧州経済は、緩やかに持ち直している。2021年4～6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+2.0%（年率換算+8.2%）と3四半期振りのプラス成長となった（図表13）。欧州各国では冬場における制限措置の再導入とワクチン接種の進展により新規感染者数が減少した。5月以降はワクチン接種を終えた人を対象にした夜間の外出制限の緩和等を行っており、これを受けて個人消費に持ち直しの動きが見られる。主要国の成長率をみると、ドイツが前期比+1.5%（前期：同▲2.1%）、フランスが同+0.9%（前期：同0.0%）、イタリアが同+2.7%（前期：同+0.3%）、スペインが同+2.8%（前期：同▲0.5%）といずれもプラス成長となった。

今後も緩やかな持ち直しが続くだろう。落ち込んでいた対面型のサービス業の営業再開によりペントアップ需要

の顕在化が期待できる。また、引き続きECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策が経済の下支えとなるほか、米中などの堅調な海外需要を背景として輸出は増加傾向を維持するだろう。欧州委員会は8月にEU加盟国への復興基金の予算執行を開始しており、各国の拡張的な財政政策を支援する。雇用・所得環境は厳しい状況にはあるが、緩やかな改善が継続すると見込まれ個人消費の下支えとなるだろう。

金融政策について、ECBは7月にインフレ目標を「2%未満だが2%に近い」から「2%」に引き上げており、今後も緩和的な政策スタンスを維持するだろう。フォワードガイダンスについても、「インフレ率が予測期間の終期よりもかなり前に2%に達し、残りの予測期間もその水準にとどまると判断するまで、そして基調的なインフレにおける実現した進展が中期的な2%のインフレ安定と整合的な形で十分に進むと判断されるまで、現行、あるいは、それ以下に金利を据え置く」としている。

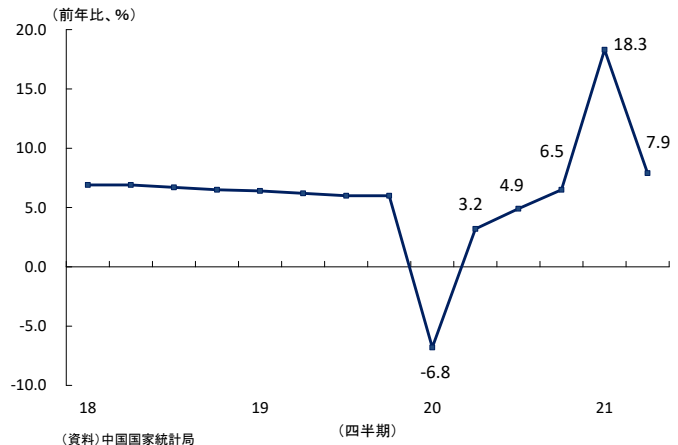
図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



【中国経済】

中国経済は、順調に回復している。中国の2021年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+7.9%と、1～3月期の同+18.3%から鈍化した（図表14）。一方、前期比で見ると4～6月期は+1.3%（年率換算+5.2%）となり、1～3月期の前期比+0.4%から伸び率は高まった。1～3月期は、局

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



所的な感染再拡大を受けた警戒感から政府が制限措置を強化し、春節期間の帰省・旅行の自粛を要請した影響などがでたが、4～6月期はそうした制限措置が解除された。中国経済はコロナ禍による落ち込みからの急速な回復局面が終了し、巡航速度の成長へと移りつつある。ただし、企業収益の改善を背景に製造業の投資は持ち直しの動きがみられ始めたものの、所得の増加ペースが緩やかにとどまるなかで個人消費

は勢いを欠いている。感染拡大もあって外食などサービス分野の回復が思うように進んでいないことや、自動車分野において世界的な半導体不足に伴う減産、それによる販売の低迷も重石となっている。

今後も回復基調は続くものの、成長ペースは緩やかなものにとどまるだろう。8月入り後、中国各地で市中感染が確認されるなど、これまで感染拡大を封じ込めてきた中国でも再び新型コロナウイルスに対する警戒感が強まっている。夏季休暇シーズンの観光業や消費などに短期的に悪影響が及ぶことは避けられない。しかし、中国政府の大規模な検査体制や局所的な封鎖措置などにより広範囲にわたる感染拡大には至らず、経済への下押し圧力は限定的にとどまると想定している。こうしたなか、政府による電気自動車や家電の購入補助金といった消費刺激策や、自動車市場も半導体不足が徐々に解消に向かうことも消費回復のサポートとなる。また、このところ製造業の設備投資が企業収益の改善や輸出の増加を受けて持ち直しの動きを強めている。国際商品市況高騰が企業収益を圧迫する懸念はあるものの、米中対立が深まるなかでIT分野の製造業の投資増加が期待され、今後も持ち直しを続けるだろう。インフラ投資については、資金調達手段の一つである地方政府特別債券の発行額が2020年3兆7,500億元から2021年3兆6,500億元へと減額されていることもあって、このところの伸びが鈍化している。ただし、その減少額は小幅にとどまっており、インフラ投資が急減するような状況にはなく、今後も底堅い推移が続くと見込んでいる。一方、不動産開発投資は不動産への過剰融資を抑制する規制導入の影響により伸び率が抑制される公算が大きい。輸出については、医療関連の伸びが鈍化し始めるなど、コロナ特需にピークアウトの兆しがでている。製造業PMIをみても、足元で新規輸出受注指数が低下し好不調の節目である50を下回って推移している。今後も世界経済の回復を背景に輸出は堅調さを維持するものの増勢は次第に鈍化していくと予想している。

なお、2021年の実質GDP成長率は同+8.4%、2022年は同+5.3%と前回5月予測を据え置いている。

以上