

2021年11月18日

2021・2022年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 供給制約が重石となるものの、緊急事態宣言解除で成長ペース加速へ ～

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 +2.8%（前回+3.5%）、2022年度 +3.2%（前回+2.7%）

- 7～9月期は、感染再拡大と供給制約の影響により、2四半期ぶりのマイナス成長
2021年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.8%（年率▲3.0%）となった。夏場の新型コロナウイルスの感染再拡大を受けた緊急事態宣言の発出により対面型のサービス消費が引き続き低迷するなか、半導体不足や東南アジアからの部品調達難による自動車の大幅な減産が国内販売や輸出の大きな下押し要因となった。
- 2021年度後半は供給制約が重石となるものの、緊急事態宣言解除で成長ペース加速へ
2021年10～12月期の実質GDPは前期比年率6.6%、2022年1～3月期は同5.5%と高い成長率へ加速すると予測する。コロナ禍に伴う供給網の混乱は足元を最悪期として徐々に解消に向かうとみられるが、2021年度内は自動車分野を中心に企業の生産活動の重石として残ると想定している。一方、緊急事態宣言の解除で家計の自粛ムードは大幅に緩和しており、街の人出は明確に増えている。これまで抑制されてきた対面型のサービス消費は、Go To トラベルの再開など新政権による需要喚起策にも支えられ活発化が予想されるほか、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ることも期待される。個人消費は高い伸びが続き2021年度後半の成長をけん引しよう。ただし、前回想定を上回る供給制約の影響を踏まえ、2021年度の実質GDP成長率予測は前年比+2.8%へと前回（8月）から下方修正した。
2022年度は前年比+3.2%と高めのプラス成長を予測する。供給制約が解消し企業の生産活動が正常化するとともに自動車の国内販売や輸出は水準回復の動きが予想されるほか、ウィズコロナでの経済活動正常化が進展することにより、内需、外需ともに緩やかな回復基調が続くだろう。
- インフレが需要を冷え込ませるリスクと中国の不動産バブル崩壊リスク
コロナ禍に伴う供給制約や資源価格高騰を背景に世界的にインフレ懸念が高まっている。コロナ禍次第では供給制約が一段と長期化する可能性があるほか、脱炭素化に向けた構造的な供給力不足で資源価格高騰が続く可能性もあり、インフレが過熱・長期化し需要を冷え込ませるリスクがある。また、中国の不動産バブルが崩壊し、債務残高の多い脆弱な新興国への波及などを通じて、世界的に悪影響が広がるリスクにも留意が必要である。

○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.oono@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8月 時点	上期	下期	前回 2021年8月 時点		
								(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	536.7 ▲ 3.9	549.8 2.5	542.1 ▲ 1.1	557.0 2.7	554.4 3.3	568.2 3.4	563.3 1.1	573.2 1.8	570.5 2.9
実質国内総生産(兆円)	527.1 ▲ 4.4	541.9 2.8	536.8 ▲ 0.5	546.9 1.9	545.2 3.5	559.0 3.2	556.9 1.8	561.8 0.9	559.9 2.7
内 需	▲ 3.8	2.1	▲ 0.2	1.9	2.9	3.0	1.8	0.8	2.6
民間需要	▲ 4.7	1.6	▲ 0.2	1.5	2.4	2.7	1.6	0.8	2.3
民間最終消費	▲ 5.8	2.6	▲ 0.3	1.7	3.4	3.6	2.2	1.1	3.1
民間住宅投資	▲ 7.2	0.3	1.2	0.5	2.3	0.9	0.5	0.1	0.3
民間設備投資	▲ 6.9	2.1	▲ 0.3	2.0	4.2	4.5	2.9	1.2	3.4
公的需	0.9	0.4	▲ 0.0	0.4	0.5	0.3	0.1	0.0	0.3
政府最終消費	3.4	2.9	0.8	1.8	2.1	1.3	0.4	▲ 0.0	0.9
公的固定資本形成	4.2	▲ 3.4	▲ 3.5	▲ 0.2	0.6	1.1	0.8	0.6	1.8
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	0.7	▲ 0.4	0.1	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4	11.6	3.3	0.3	13.4	4.3	3.0	2.0	5.1
財貨・サービスの輸入	▲ 6.8	7.0	5.9	▲ 0.2	9.8	3.5	2.8	1.6	4.6

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	▲ 9.5	6.9	0.7	1.1	9.8	5.5	3.8	2.2	3.1
国内企業物価指数※	▲ 1.4	5.6	5.3	5.8	3.2	0.6	1.5	▲ 0.3	▲ 0.2
消費者物価指数※	▲ 0.2	0.0	▲ 0.5	0.6	▲ 0.3	0.8	0.8	0.7	0.5
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 0.4	0.0	▲ 0.4	0.4	▲ 0.4	0.7	0.7	0.7	0.5
貿易収支(兆円)	3.9	2.2	0.9	1.3	2.4	1.1	0.7	0.4	1.1
経常収支(兆円)	16.3	18.2	8.0	10.2	19.4	19.3	9.8	9.5	19.9
名目賃金指数※	▲ 1.4	0.6	0.7	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5	0.3
完全失業率(%)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.8
住宅着工戸数(万戸)	81.2	85.2	87.5	82.9	83.3	83.1	83.1	83.1	82.2
為替レート(¥/\$)	106.0	111.3	109.8	112.9	109.2	112.5	112.5	112.5	109.0
原油価格(\$/b)	42.7	74.5	70.0	79.0	69.3	77.1	77.9	76.3	70.1
米国実質成長率(年率)	▲ 3.4	5.3	6.0	3.2	5.8	2.6	2.2	2.6	3.0
中国実質成長率※	2.3	8.0	12.6	4.2	8.4	5.1	4.8	5.5	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

○7～9月期の実質GDP

11月15日に発表された2021年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.8%、年率換算▲3.0%と2四半期ぶりのマイナス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、デルタ株を中心とした新型コロナウイルスの感染再拡大を受けた緊急事態宣言の発出により、対面型のサービス消費の低迷が続いたことに加え、供給制約により自動車販売が落ち込んだことなどから、民間最終消費は前期比1.1%減と2四半期ぶりに減少した。また、住宅投資は同2.6%減と3四半期ぶりの減少となり、設備投資においても自動車減産の影響が及んだことなどから同3.8%減と2四半期ぶりに減少した。一方、在庫投資の寄与度については、同+0.3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3四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1.1%増と2四半期連続で増加した。輸出は供給制約に伴う自動車輸出の減少などにより同2.1%減となる一方、輸入が同2.7%減となったことから、外需寄与度は同+0.1ポイントとなった。

このように日本経済は、夏場の感染再拡大と供給制約の影響で景気持ち直しペースが弱まった。なお、2021年7～9月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲2.2%、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▲4.1%にとどまっている。また、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.1%となり、名目GDP成長率は同▲0.6%(年率換算▲2.5%)となった。

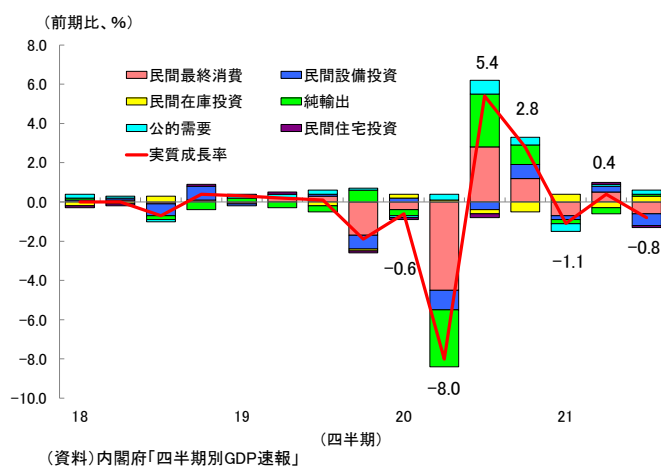
○2021年度後半は供給制約が重石となるものの、緊急事態宣言解除で成長ペース加速へ

2021年10～12月期の実質GDPは前期比年率6.6%、2022年1～3月期は同5.5%と高い成長率へ加速すると予測する。コロナ禍に伴う供給網の混乱は足元を最悪期として徐々に解消に向かうとみられるが、2021年度内は自動車分野を中心に企業の生産活動の重石として残ると想定している。一方、緊急事態宣言の解除で家計の自粛ムードは大幅に緩和しており、街の人出は明確に増えている。これまで抑制されてきた対面型のサービス消費は、Go Toトラベルの再開など新政権による需要喚起策にも支えられ活発化が予想されるほか、コロナ禍で積み上がった貯蓄の一部が消費に回ることも期待される。個人消費は高い伸びが続き2021年度後半の成長をけん引しよう。ただし、前回想定を上回る供給制約の影響を踏まえ、2021年度の実質GDP成長率予測は前年比+2.8%へと前回(8月)から下方修正した。

2022年度は前年比+3.2%と高めのプラス成長を予測する。供給制約が解消し企業の生産活動が正常化するとともに自動車の国内販売や輸出は水準回復の動きが予想されるほか、ウィズコロナでの経済活動正常化が進展することにより、内需、外需ともに緩やかな回復基調が続くだろう。

なお、四半期ごとの成長率は、2021年10～12月期：前期比年率+6.6%、2022年

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



1～3月期：同+5.5%、4～6月期：同+3.5%、7～9月期：同+2.1%、10～12月期：同+1.7%、2023年1～3月期：同+1.5%と予想する。

また、実質GDPがコロナ前（2019年10～12月期）の水準に到達する時期は2022年1～3月期、感染拡大前のピーク（消費税率引き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。

○供給制約の影響は重石として残るものの、徐々に解消へ

7～9月期は、自動車分野における供給制約が大きく成長率を押し下げた。世界的な半導体不足が続くなか、ベトナムやマレーシアといった東南アジアではコロナ禍の拡大を受け、多くの部品工場が稼働停止や減産を余儀なくされた。それに伴う部品調達難により日本の自動車メーカーは大幅な減産を強いられ、自動車の供給が停滞したことで、国内販売や輸出、設備投資などへと悪影響は広がった。

2021年度内は引き続きこうした自動車分野における供給制約は重石として残ることが見込まれる。もっとも、ベトナムやマレーシアではワクチン接種の進展もあって感染拡大は落ち着きを見せ、行動制限は緩和されている。製造業PMIをみても10月には好不況の節目である50を上回ってきており、供給網の混乱の最悪期は過ぎたとみられる。世界的な半導体不足の影響は残るものの、各自動車メーカーの生産水準は徐々に正常化に向かうだろう。2022年度にかけては、減産分を補うための挽回生産も想定され、落ち込んでいた自動車の国内販売や輸出は水準を回復していくと予想される。

○インフレが需要を冷え込ませるリスクと中国の不動産バブル崩壊のリスク

米国の消費者物価が前年比6%上昇するなど、コロナ禍に伴う供給網の混乱や資源価格の高騰を背景に世界的にインフレ懸念が高まっている。東南アジアなどでの供給網の混乱は徐々に解消に向かうとみられるが、ワクチン接種の進展が遅れている国もあり、コロナ禍次第では供給制約が一段と長期化する可能性がある。また、資源価格の高騰の背景には、コロナ禍に伴う先行き不透明感から産油国が供給増に慎重な姿勢であることのほか、脱炭素社会の実現に向けて原油や石炭などの化石燃料の増産への投資が手控えられて供給力が高まらないという構造的な要因も指摘されている。脱炭素化に向けた構造的な供給力不足で資源価格高騰が続き、インフレが過熱・長期化し世界的に需要を冷え込ませるリスクがある。世界的な資源価格の高騰が続けば、日本の消費者物価への波及も大きくなり、日銀の金融政策の変更や国内金利上昇への思惑が高まるリスクもあろう。

中国の不動産バブルが崩壊し世界的に悪影響が広がるリスクがある。中国政府が過度の不動産価格上昇への警戒から融資規制を強化して以降、中国不動産大手の経営不安が高まり、不動産市場が変調をきたしている。政府が舵取りを誤れば、不動産バブルの崩壊を引き起こす可能性がある。中国経済失速の悪影響が、債務残高の多い脆弱な新興国へと波及し、金融政策正常化を背景としたリスクマネーの流れの変化も相俟って、資金流出の加速や通貨暴落により、深刻な金融危機に発展するリスクがあろう。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は対面型のサービスが活発化し高い伸びに

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。9月の就業者数

(季節調整値)は前月比0.4%減の6,648万人と、夏場の感染拡大の影響などから2ヵ月連続で減少した。一方、9月の失業率は2.8%とこのところ横ばいで推移している(図表3)。雇用調整助成金の特例措置により雇用が維持され、失業率の大幅な悪化は避けられている。

雇用環境は当面弱さが残るだろう。
日銀短観9月調査によると、企業の雇用人員判断は不足超となっており、新規求人数も緩やかに回復している。ただ、緊急事態宣言が解除されたとはいえ第6波到来への懸念も熾ぶるなかで、宿泊・飲食サービス業などですぐに新たな雇用が増えることは見込みにくい。2022年度にかけて雇用環境の改善は緩やかなものにとどまり、失業率は3%弱での推移が続くと予想する。

名目賃金については伸び悩みが続くだろう。厚生労働省の「令和3年民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」によれば、2021年春闘の賃上げ率は1.86%と8年ぶりに2%を割り込んだ。冬季賞与については、製造業を中心とした企業収益の回復を背景に前年比で増加に転じるものの、コロナ前の水準を下回る冴えない状況が続くとみられる。2022年にかけて所得環境は改善に向かうと予想しているが、足元の資源価格高騰などで企業収益は圧迫されている。積極的な賃上げなどは期待しにくく、名目賃金は伸び悩みが続くだろう。

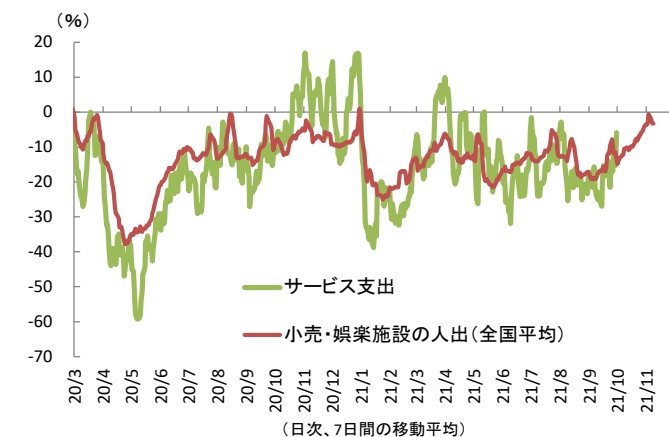
個人消費は、弱い動きとなっている。7~9月期の民間最終消費支出は前期比1.1%減と、2四半期ぶりに減少した。ほとんどの期間が緊急事態宣言下に置かれたことで、サービス消費は低迷が続いた。もっとも、新規感染者数が過去最高を更新するなど厳しい環境であった割に、コロナ禍での生活が長引くなかでコロナ慣れ、自粛疲れという心理もあって、サービス消費は前期比0.1%増と追加的な落ち込みは避けられた。一方、7~9月期は耐久財が同13.1%減となった。半導体不足などに伴う減産の影響で自動車販売が大きく落ち込んだことが大きな下押し要因となったほか、家電などの販売も不振となった。

2021年度後半の個人消費は高い伸びになると見込んでいる。9月末で全国的に緊急事態宣言が解除され、家計の自粛ムードが緩和しており、10月の消費者態度指数をみてもコロナ前を上回る水準まで回復してきた。飲食店やイベントの制限措置が段階的に緩和されるなか、外食やレジャーといった対面型のサービス消費の増加が期待できる。実際、サービスへの支出と連動性が高い人出(小売店・娯楽施設)の状況を見ると、10月に入り右肩上がり

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



(資料)Google「Community Mobility Report」、総務省「家計調査」より富国生命作成
(備考)ベースライン(2020/1/3~2/6の曜日別中央値)からの変化率

増加している（図表 4）。また、報道によれば、政府は停止中の観光支援事業 Go To トラベルについて、ワクチン接種済証や検査の陰性証明の利用などにより感染対策を徹底する形で 2 月頃に再開される見通しである。これまで厳しい環境に置かれてきた観光地の宿泊業や飲食業の回復を後押ししよう。ただ当面は、半導体不足などに伴う自動車減産の影響が個人消費の重石として残る見込みである。一方、需要自体は底堅いとみられ、供給制約の影響が 2022 年度にかけて解消に向かうにつれて、自動車販売は持ち直していくだろう。

政府は経済対策の 1 つとして子ども一人あたり 10 万円の給付金（960 万円の所得制限あり）を予定する。ただし、一時的な所得増加が追加的な需要を生み出すかは不確実性が高い。2020 年にも特別定額給付金 10 万円が支給されたが、家計簿アプリ利用者を対象にした研究によれば、給付金の 7 割以上は貯蓄に回ったとの分析もある。多くの世帯で貯蓄に回る可能性が高く、大きな需要押し上げ効果は期待できないと想定している。

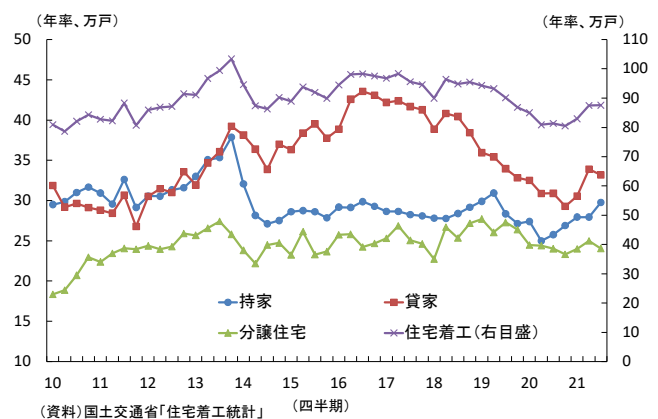
個人消費の先行きを占う上での気掛かりは、資源価格の高騰などに起因するガソリン・灯油や食料などの値上げの影響である。生活必需品価格が一段と高騰すれば、家計の購買力が削がれ、消費の回復が抑制される懸念がある。

○新設住宅着工戸数は、やや鈍化すると予想

7～9 月期の住宅投資は前期比 2.6% 減と 3 四半期ぶりの減少となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、7～9 月期は年率 87.6 万戸と 3 四半期連続で増加した（図表 5）。利用関係別にみると、貸家が前期比 2.1% 減、分譲住宅が同 3.8% 減となった一方、持家が同 6.5% 増となった。

今後の新設住宅着工戸数は、やや鈍化すると予想する。 コロナ禍における在宅勤務の増加などから引き続き住環境の改善ニーズは高く、政府による各種住宅取得支援策も下支えとなる。一方、夏場の住宅展示場来場者組数が感染再拡大の影響で前年を下回っており、年末にかけて持家の着工はやや弱含むと予想する。また、分譲マンションの販売動向は一定の底堅さがみられる一方、首都圏を中心にマンション価格は高騰が続いており、購入可能層の目減りが見込まれる。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。

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



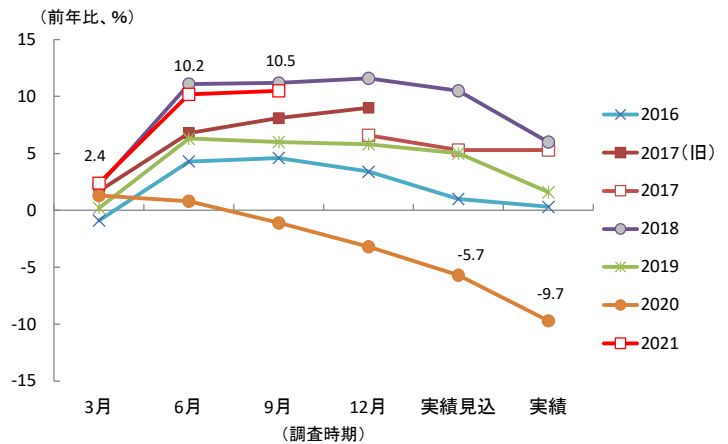
○設備投資は緩やかに持ち直し

7～9 月期の実質設備投資は前期比 3.8% 減と 2 四半期ぶりの減少となった。設備投資は輸出の増加や企業収益の回復を背景に持ち直し基調にあるが、足元では供給制約に伴う自動車の減産の影響が重石になったとみられる。

今後の設備投資は持ち直していくだろう。 日銀短観 9 月調査における全規模・全産業の 2021 年度設備投資計画(ソフトウェアを含む、土地投資を除く)は、前年比 10.5%

増と前回6月調査時から小幅ながら上方修正された。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、引き続き輸出の増加に支えられて製造業の回復が続くとみられるなか、設備投資は製造業中心の持ち直しが続くだろう。また供給制約に伴う自動車の減産の影響も次第に薄れていくだろう。一方、コロナ禍で厳しい環境が続いていた対面型のサービス業においても緊急事態宣言の解除により持ち直しが期待される。コロナ禍の先行きに不確実性が残るなかで当面は積極的な投資は手控えられる可能性が高いが、2022年度にかけて徐々に持ち直しの動きを強めていくと予想する。引き続き、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。

図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）

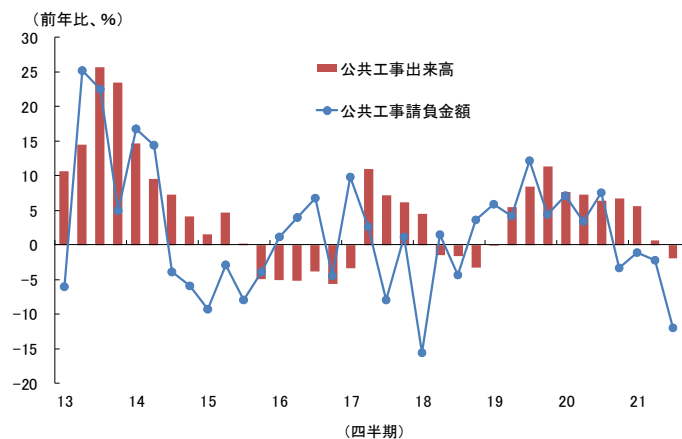


○公的固定資本形成は、高水準で推移

7～9月期の公的固定資本形成は前期比1.5%減と3四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、足元では増加が頭打ちとなり弱含んでいる。

今後の公的固定資本形成は、高水準で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、7～9月期が同12.0%減と4四半期連続の減少となっている（図表7）。一方、日銀公表の10月の地域経済報告（さくらレポート）を見ると、全9地域のうち、東北は震災復興関連工事の一巡などから減少に転じているとされているが、四国、近畿では増加、他の地域は高水準と評価されている。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7～8月累計の前年比

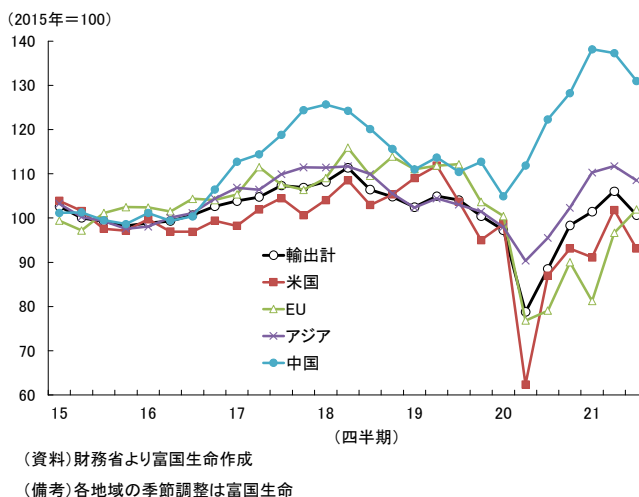
○輸出は、緩やかな増加傾向を見込む

輸出は増勢が鈍化している。7～9月期の実質輸出は前期比2.1%減と大きく落ち込み、5四半期ぶりの減少となった。輸出数量指数を地域別にみると、EU向けは持ち直しが続いたが、米国、中国、アジア向けはいずれも低下となった（図表8）。半導体不足や東南アジアからの部品調達難の影響で自動車の輸出が大きく減少した影響が大

きい。また、これまで輸出をけん引してきた中国向けが、中国経済減速の影響もあり弱含んだことも影響した。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。

今後の輸出は、緩やかな増加傾向となるだろう。中国経済の減速は逆風となるものの、世界経済は、供給制約や資源価格高騰の影響を受けつつも、ウィズコロナでの経済活動正常化に向けた動きが進むと想定されるなか、総じて景気回復が続くとみられ、海外需要は堅調さを維持するだろう。また、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して残るものの、東南アジアの部品調達難の影響は最悪期を過ぎたとみられる。徐々に供給網の混乱が解消に向かい、生産体制が正常化するにつれて自動車輸出は水準を回復していくと予想される。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。

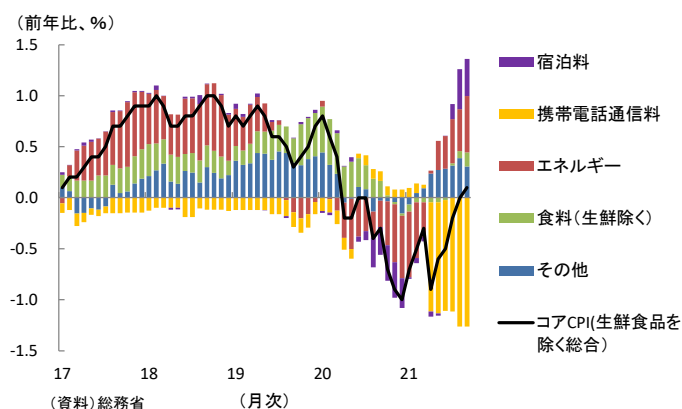
図表 8. 輸出数量指数の推移



○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価はゼロ%程度の上昇率にとどまっている。9月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+0.1%と、2020年3月以来1年6ヵ月ぶりにプラスに転じた（図表9）。4月以降、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などから、携帯電話通信料が▲1.3ポイント程度の大きな下押し要因となっている。一方、原油価格の上昇に伴うエネルギー価格のプラス寄与拡大に加えて、昨年旅行需要喚起策Go Toトラベルが実施されていた反動で8月以降は宿泊料がプラスに寄与していることも物価の押し上げ要因となっている。

図表 9. 消費者物価指数の推移



今後のコアCPIは、伸び率を高めていくだろう。原油価格の動向を踏まえると、年末にかけてエネルギー価格が伸び率をけん引していくことが見込まれる。ガソリンや灯油に加え、原油価格の動向が遅れて反映される電気代、ガス代の価格上昇が想定される。また、12月まではGo Toトラベルの反動による押し上げ効果が続くほか、食料（生鮮食品を除く）では、原材料高によるコスト増を価格転嫁する動きが広がっていくとみられることから、コアCPIは前年比1%近辺までプラス幅を拡大していくと予想する。2022年1月に入ると宿泊料の押し上げが剥落することなどから一旦コアCPIの伸び率は鈍化するものの、2022年度入

り後は、携帯電話通信料の影響が剥落することで、再び上昇率を高め4月には前年比1%を超えると予想している。その後も原材料価格や輸入物価上昇を受けてコスト増を価格転嫁する動きがでてくると予想されるものの、エネルギー価格の押上げが薄れていくと想定されることから、コアCPIの伸びは徐々に鈍化していくだろう。原油価格の高騰などを踏まえ、2021年度のコアCPIは同0.0%と前回8月予測から0.4ポイント上方修正、2022年度は同+0.7%と前回予測から0.2ポイント上方修正した。

金融政策について、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。ただし、原油価格が一段の高騰となれば、一時的とはいえ、2022年度にコアCPIが物価安定目標の2%を超えてくる可能性は否定できない。コストプッシュ型の物価上昇であり、決して望ましいものとは言えないが、日銀の金融政策の変更への思惑が高まる可能性もあろう。

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	▲ 0.3	0.2
民間最終消費	0.5	0.5	0.7	▲ 0.1	▲ 0.2	0.4
民間住宅投資	1.8	1.6	1.6	0.5	4.5	0.3
民間設備投資	0.8	0.9	0.4	▲ 0.5	1.5	0.2
政府最終消費	0.6	0.2	0.4	▲ 0.7	0.5	0.2
公的固定資本形成	1.6	1.7	1.5	0.4	2.0	0.2
財貨・サービスの輸出	4.0	0.5	▲ 3.2	▲ 1.7	7.8	0.8
財貨・サービスの輸入	7.5	4.5	▲ 4.3	▲ 6.9	13.3	1.5

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	▲ 4.4	2.8	3.2
民間需要	1.2	0.1	▲ 0.6	▲ 4.7	1.6	2.7
民間最終消費	0.6	0.1	▲ 0.5	▲ 3.2	1.4	1.9
民間住宅投資	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	0.0	0.0
民間設備投資	0.4	0.2	▲ 0.1	▲ 1.1	0.3	0.7
公的需要	0.2	0.2	0.5	0.9	0.4	0.3
政府最終消費	0.1	0.2	0.4	0.7	0.6	0.3
公的固定資本形成	0.0	0.0	0.1	0.2	▲ 0.2	0.1
財貨・サービスの純輸出	0.4	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	0.7	0.1
財貨・サービスの輸出	1.0	0.4	▲ 0.4	▲ 1.8	2.0	0.8
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.0	1.2	▲ 1.3	▲ 0.7

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

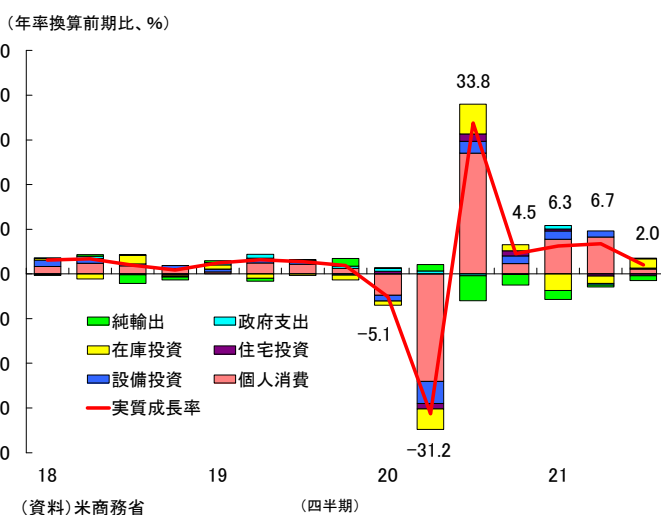
◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は、世界的な生産・物流の混乱の影響を受けつつも堅調に推移している。2021年7～9月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と5四半期連続のプラス成長となった(図表12)。ただし、デルタ株を中心としたコロナウイルス感染再拡大による世界的な生産・物流の混乱を受けて、4～6月期の同+6.7%と比較すれば成長率は大きく低下した。

需要項目別にみると、個人消費は、前期比年率1.6%増となった。サービス消費は同7.9%増と高い伸びが続いたものの、生産が大きく滞った自動車を含む耐久財消費が同26.2%減と大幅なマイナスとなったほか、非耐久財消費も同2.6%増と、二桁増を記録していた4～6月期からは大きく減速した。もっとも、雇用・所得環境は改善が続いている。非農業部門雇用者数はこのところ毎月30～50万人程度の堅調な増加となっており、2020年4月に

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



14.8%を記録した失業率も2021年10月には4.6%まで低下している。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7.7%減となった。設備投資は5四半期連続の増加ながら伸び率は大きく低下し、同1.8%増にとどまった。半導体不足が輸送用機器や情報処理機器に対する投資の足を引っ張った。在庫投資は同2.1ポイントのプラス寄与となった。輸出は同2.5%減、輸入は同6.1%増となり、純輸出の寄与度は1.1ポイントのマイナス寄与となった。

今後も堅調さを維持するだろう。世界的な生産・物流の混乱による悪影響は当面続くと想定されるものの、米国内での消費・投資意欲は決して弱くないと考える。米国ではワクチン接種率の上昇などを受けて9月後半から新型コロナウイルスの新規感染者数や入院患者数が再び減少に転じ、レストランや各種店舗の通常営業化が進んでいる。週300ドルの失業給付金特別上乗せは9月末で終了した一方、人手不足が指摘されて賃金も上向くなかで、感染リスクの低下は職場復帰を躊躇している離職者の不安を和らげる。7～9月期の雇用コスト指数(職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数)は前期比1.3%増と4～6月期の同0.7%増から加速している。個人消費は、2兆ドル以上と推計されるコロナ禍での過剰貯蓄を取り崩す形でペントアップ需要が発現し、対面型サービスなどへの支出を底上げするなか、雇用・所得環境の改善との好循環が継続するだろう。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、堅調な企業収益に背中を押されて緩やかな伸びが続くだろう。ただし、当面はアジアなどでの感染再拡大に伴う生産・物流の混乱が足を引っ張るだろう。輸出の伸びは緩慢なものに留まると見込んでいる。一部の国ではワクチン接種率の上昇に時間を要し、制限措置の解除が遅れることで世界

的な需要回復に遅れが続くと思われる。生産・物流の混乱の影響が前回の想定を上回っていることを反映し、2021年の実質 GDP 成長率は前年比+5.3%と前回予測から0.5ポイント、2022年は同+2.6%と0.4ポイントそれぞれ下方修正している。

米国経済は堅調さを維持すると見込むものの、生産・物流の混乱がさらに長期化した場合にインフレが過熱して需要を冷え込ませるリスクには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、11月3日の会合でテーパリング（資産買入の縮小）開始を決定した。毎月国債の買入を100億ドル、MBSの買入を50億ドルずつ縮小し、2022年半ば頃にテーパリングを完了予定である。利上げ開始時期は2022年の終盤、2022年に計0.25%、2023年に計0.75%の利上げを想定している。

【欧州経済】

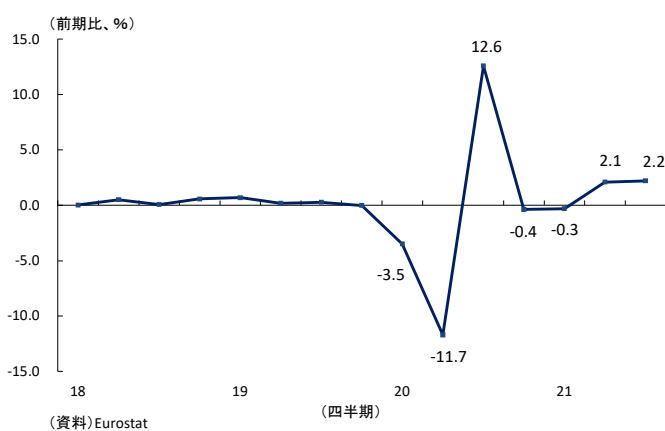
欧州経済は、緩やかに持ち直している。2021年7~9月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+2.2%（年率換算+9.1%）と2四半期連続のプラス成長となった（図表13）。欧州各国ではワクチン接種の進展を背景に新規感染者数が減少し、制限措置の緩和によって経済活動が再開している。雇用・所得環境は9月のユーロ圏の失業率がコロナ禍の影響を受ける前の水準に近い7.4%まで低下するなど改善している。ただし、中国需要の後退を背景として輸出と生産の改善はこのところ足踏みしている。主要国の成長率をみると、ドイツが前期比+1.8%（前期：同+1.9%）、フランスが同+3.0%（前期：同+1.3%）、イタリアが同+2.6%（前期：同+2.7%）、スペインが同+2.0%（前期：同+1.1%）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。これまで景気回復を牽引してきた中国からの需要にはやや陰りがあるものの、落ち込んでいた対面型のサービス業の営業再開によるペントアップ需要の顕在化に加え、雇用・所得環境の改善が個人消費の回復を支えるだろう。

欧州委員会による復興基金は8月に予算執行が開始されており、各国の拡張的な財政政策を支援している。総額7,500億ユーロの7割が2021・2022年に拠出予定である。ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策も経済の下支えとなるだろう。

ECBは資産買入規模の緩やかな縮小を続けるものの、利上げのタイミングは米国よりも遅れると考えている。足元で消費者物価指数の上昇率はやや高まっているが、利上げの前提となるフォワードガイダンスの条件（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）について、ラガルデ総裁は「2022年末まで満たされないだろう」と発言した。

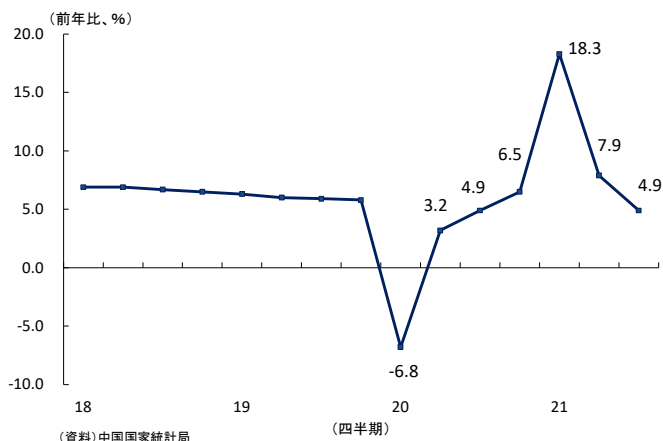
図表 13. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。中国の2021年7～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、4～6月期の同+7.9%から鈍化した（図表14）。また前期比でも4～6月期の+1.2%から7～9月期が前期比+0.2%へと減速した。「ゼロコロナ」を目指す中国政府が一部地域の感染再拡大を受けて厳格な移動制限を課したことや、大規模な洪水発生が経済活動を抑制する要因となった。また、不動産への過剰融資を抑制する規制導入や不動産大手の経営不安を背景に不動産市場が変調をきたし、不動産業と建設業がマイナス成長となった。加えて、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が引き続き重石となったほか、環境規制の強化や資源価格高騰などに起因した電力不足によって、エネルギー使用量の多い産業の生産活動が抑制されたことも下押し要因となった。

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



今後は、緩やかな成長が続くだろう。ただし、コロナ禍の状況のほか、中国不動産大手の経営危機や、電力不足の問題など不透明要因が山積しており、中国経済は強い逆風を受けている。個人消費は緩やかな持ち直しにとどまるだろう。耐久財については、供給制約による自動車の減産や住宅市場の減速が重石となるが、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が下支えとなろう。一方、コロナ禍を巡っては、2022年2月に北京冬季五輪を控えるなか、「ゼロコロナ」を目指す中国では感染拡大地域に厳しい移動制限を課すなどの警戒態勢が続き、対面型のサービス消費の本格回復には時間がかかるとみられる。固定資産投資のうち、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で引き続き低迷が続くだろう。一方、製造業の設備投資については、国際商品市況高騰により企業収益が圧迫されており積極的な投資は見込みにくいものの、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、緩やかながら持ち直していくと見込んでいる。これまで減速傾向であったインフラ投資については景気減速感が強まるなかで積極化し景気を下支えすると見込んでいる。輸出については、製造業PMIの新規輸出受注指数は好不調の節目である50を明確に下回る推移が続いており、増勢が鈍化していくだろう。

なお、2021年の実質GDP成長率予測は前年比+8.0%、2022年は同+5.1%と前回8月予測からそれぞれ0.4ポイント、0.2ポイント下方修正した。

以上