

2022年2月18日

## 2021・2022・2023年度 日本経済の見通し（改訂）

～ オミクロン株の感染拡大で一旦後戻りも、2022年度前半は再び高成長へ ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2021・2022・2023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 +2.5%（前回+2.8%）、2022年度 +3.0%（前回+3.2%）、2023年度 +1.3%

#### ○ 10～12月期は緊急事態宣言解除と供給制約の緩和で高成長

2021年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+1.3%（年率+5.4%）となった。9月末の緊急事態宣言解除を受けて飲食や旅行などのサービス消費が高い伸びとなった。また、7～9月期に自動車の大幅な減産をもたらした部品調達難などの供給制約が一旦緩和したことで、自動車の国内販売や輸出が持ち直したこともプラスに寄与した。

#### ○ オミクロン株の感染拡大で一旦後戻りも、2022年度前半は再び高成長へ

2022年に入った後、オミクロン株の感染急拡大で状況は後戻りしており、個人消費の停滞などにより1～3月期は年率0.5%と小幅なプラス成長にとどまると予想する。まん延防止等重点措置の適用などにより自粛ムードが再び強まり、小売・娯楽施設などの人出も急減している。また、感染拡大の影響で自動車メーカーの工場が稼働停止するなど供給制約の強まりが再び生産や輸出の下押し要因になるだろう。今後、3回目のワクチン接種の進展などにより感染拡大が落ち着くことを前提として、個人消費におけるペントアップ需要の発現や供給制約の緩和によって、2022年度前半は再び高成長になると予想する。ただし、2022年度後半以降はペントアップ需要の一巡により成長ペースは鈍化に向かうだろう。

世界的なインフレ圧力が日本にも波及し、生活必需品などの値上げが相次ぐなか、消費者物価（除く生鮮）は2022年4～6月期に前年比+1.5%まで加速すると見込んでいる。もっとも、需要増加や賃金上昇を伴わないコストプッシュ型の物価上昇は持続性を欠き、その後はエネルギー価格上昇の一巡や物流混乱の影響緩和とともに鈍化していくだろう。

#### ○ コロナ感染再拡大やウクライナ情勢による供給制約など、リスクは下振れ方向

世界経済は下振れ方向のリスクが優勢である。新たな変異株の出現などによる世界的な感染再拡大が需要減少だけでなく、供給制約を一段と長引かせるリスクがある。ウクライナ情勢など地政学リスクの高まりがエネルギーの供給不安を更に強める懸念もある。こうした要因からインフレ加速に歯止めがかからず、急激な金融引締めを迫られれば、長期金利の急騰など金融資本市場の混乱を通じて悪影響が広がる可能性がある。ゼロコロナ政策と不動産市場の低迷で減速する中国経済の失速リスクにも引き続き注意が必要であろう。

#### ○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](mailto:toshiaki.ono@fi.fukoku-life.co.jp)

図表1. 2021・2022・2023年度 経済見通し

(前年比、%)

	2020 年度 実績	2021年度見込み			2022年度予測			2023年度予測		
		上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	
										(前期比)
名目国内総生産(兆円)	535.5 ▲ 3.9	543.2 ▲ 1.4	542.0 ▲ 0.5	544.4 0.4	560.9 ▲ 3.3	558.4 2.6	563.1 0.8	570.3 ▲ 1.7	569.5 1.1	570.9 0.2
実質国内総生産(兆円)	525.8 ▲ 4.5	539.1 ▲ 2.5	536.2 ▲ 0.0	541.7 1.0	555.5 ▲ 3.0	552.3 1.9	558.1 1.1	562.8 ▲ 1.3	561.2 0.5	564.0 0.5
内 需	▲ 3.9	1.5	0.1	0.7	2.8	1.8	1.0	1.3	0.5	0.5
民間需要	▲ 4.6	1.5	0.2	0.8	2.6	1.6	1.0	1.1	0.5	0.4
民間最終消費	▲ 5.4	2.7	▲ 0.2	2.0	4.0	2.3	1.2	1.3	0.5	0.4
民間住宅投資	▲ 7.8	▲ 1.1	0.7	▲ 1.5	▲ 0.2	0.5	▲ 0.0	0.4	0.1	0.6
民間設備投資	▲ 7.5	1.2	1.0	▲ 0.6	2.9	2.3	1.6	2.3	1.0	1.0
公的需 要	0.8	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	2.5	2.1	1.0	0.7	1.1	0.7	▲ 0.0	0.5	0.3	0.4
公的固定資本形成	5.2	▲ 7.3	▲ 5.6	▲ 4.5	▲ 0.8	0.9	0.6	1.0	0.5	0.4
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	1.1	▲ 0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	▲ 10.5	12.6	4.1	1.1	4.3	2.8	1.8	3.1	1.5	1.4
財貨・サービスの輸入	▲ 6.7	6.1	4.8	▲ 0.6	2.8	2.4	1.5	3.0	1.5	1.4

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	6.1	0.7	▲ 0.2	5.1	4.0	2.2	2.5	1.0	0.8
国内企業物価指数※	▲ 1.4	6.2	5.4	7.1	1.4	2.4	0.4	0.1	0.1	0.1
消費者物価指数※	▲ 0.2	0.1	▲ 0.5	0.6	1.2	1.5	0.9	0.8	0.7	0.8
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 0.4	0.0	▲ 0.4	0.5	1.1	1.3	0.9	0.8	0.7	0.8
貿易収支(兆円)	3.9	0.4	1.0	▲ 0.5	▲ 0.0	0.3	▲ 0.4	0.1	0.5	▲ 0.4
経常収支(兆円)	16.3	14.8	8.0	6.8	15.1	7.9	7.2	15.6	8.3	7.3
名目賃金指数※	▲ 1.4	0.5	0.7	0.2	0.6	0.5	0.7	0.5	0.6	0.5
完全失業率(%)	2.9	2.9	2.9	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7
住宅着工戸数(万戸)	81.2	85.9	86.6	85.1	84.7	84.6	84.8	85.2	84.6	85.8
為替レート(¥/\$)	106.0	112.1	109.8	114.3	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
原油価格(\$/b)	42.7	76.3	70.0	82.5	84.0	84.0	84.1	84.2	84.1	84.2
米国実質成長率(年率)	▲ 3.4	5.7	6.0	4.5	3.4	3.1	2.8	2.3	2.2	2.1
中国実質成長率※	2.3	8.1	12.6	4.4	5.0	4.4	5.6	5.2	5.3	5.1

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

### ○10～12月期の実質GDP

2月15日に発表された2021年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+1.3%、年率換算+5.4%と2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2）。需要項目別に見ると、緊急事態宣言の解除により対面型のサービス消費が高い伸びとなったことに加え、供給制約の緩和で自動車販売が持ち直したことから、民間最終消費は前期比2.7%増と2四半期ぶりに増加した。一方、住宅投資は同

0.9%減と2四半期連続の減少となった。設備投資においても供給制約の緩和で同0.4%増と2四半期ぶりに増加した。在庫投資の寄与度については、同▲0.1ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同3.3%減と4四半期連続で減少し、政府消費はワクチン接種費用の計上が一段落したため、同0.3%減と3四半期ぶりに減少した。輸出は供給制約の緩和で自動車輸出が持ち直したことから同1.0%増と2四半期ぶりの増加となる一方、輸入が同0.3%減と2四半期連続の減少となったことから、外需寄与度は同+0.2ポイントとなった。

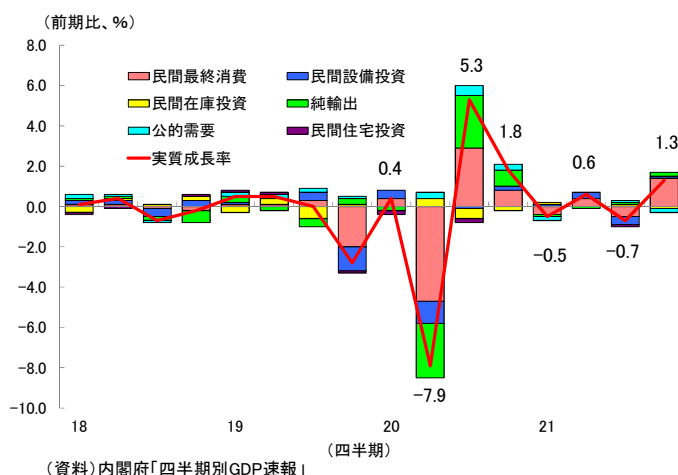
なお、2021年10～12月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲0.2%、消費税率引き上げの影響で落ち込む前の2019年7～9月期の▲2.9%にとどまっている。また、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比▲0.8%となり、名目GDP成長率は同+0.5%（年率換算+2.0%）となった。

### ○2022年入り後、オミクロン株の感染拡大で状況は後戻り

10～12月は緊急事態宣言解除に伴う個人消費の急回復と供給制約の緩和によって高成長となったが、2022年入り後、状況は後戻りしている。オミクロン株の感染拡大を受けて1月9日に沖縄など3県にまん延防止等重点措置が出され、対象地域はその後、東京都を含む36都道府県に広がった。従来型よりも重症化率は低いとされるものの、過去最高を更新する新規感染者数となるなか、消費者の行動が再び慎重化している。また、取引先の部品メーカーにおける感染拡大の影響で部品調達が滞ったことから大手自動車メーカーで1月に工場の稼働停止が相次ぎ、再び減産を強いられた。今後、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と想定されるが、2022年1～3月期においては自動車再び国内販売や輸出の下押し要因になったと思われる。

前回予測（11月）では2022年1～3月期も年率5%台の高成長が続くと予想していたが、オミクロン株の感染拡大に伴う個人消費の停滞などにより1～3月期は前期比年率+0.5%と小幅なプラス成長にとどまると予想する。そのため、2021年度の実質GDP成長率予測は前年比+2.5%と前回11月予測（同+2.8%）から0.3ポイント下方修正した。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

## ○2022 年度前半はペントアップ需要の発現や供給制約の緩和で再び高成長へ

今後、3 回目のワクチン接種の進展などにより感染拡大が落ち着くことを前提として、個人消費におけるペントアップ需要の発現や供給制約の緩和によって、2022 年度前半は再び高成長になるだろう。国内の新型コロナウイルス新規感染者数は引き続き極めて高水準にあるがピークアウトの兆しがみられる。重症者数のピークアウトは新規感染者数の動きに数週間遅れるため予断を許すことはできないものの、緊急事態宣言発出など一段の制限強化は回避され、3 月にまん延防止等重点措置が解除されると想定している。強まっていた自粛ムードは春先には和らぎ、人出が急回復することで対面型のサービスを中心にペントアップ需要が発現し、個人消費が再び高い伸びになると見込んでいる。生活必需品の値上がりが家計の購買力を削ぐが、政府による追加給付金やコロナ禍で積み上がった貯蓄が支えとなろう。また、感染拡大の影響による自動車関連の供給制約も緩和に向かい、これまでの減産分を取り戻すための挽回生産も加わって、4~6 月期の成長率を押し上げに寄与するとみられる。企業収益は原材料高が圧迫要因となるが、緩やかながら回復基調を維持し、設備投資も持ち直しが続くだろう。ただし、2022 年度後半以降はペントアップ需要の一巡により成長ペースは鈍化に向かい、四半期ごとの成長率は、2022 年 4~6 月期：前期比年率+5.8%、7~9 月期：同+3.6%、10~12 月期：同+1.7%、2023 年 1~3 月期：同+1.5%と予想する。オミクロン株の感染拡大による景気回復の後ずれを踏まえ、2022 年度の実質 GDP 成長率予測は前年比+3.0%と前回 11 月予測（同+3.2%）から 0.2 ポイント下方修正した。

2023 年度の実質 GDP 成長率は前年比+1.3%と予測する。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、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 4~6 月期、消費税率引上げの影響で落ち込む前の 2019 年 7~9 月期の水準に到達する時期は 2023 年 1~3 月期と予想する。

## ○コロナ感染再拡大やウクライナ情勢による供給制約など、リスクは下振れ方向

世界経済は下振れ方向のリスクが優勢である。現在、世界でまん延するオミクロン株は次第に収まっていくことを前提としているが、感染力も重症化率も高い変異株が新たに出現すれば、感染拡大は、消費者の自粛ムードの強まりや制限措置強化などにより個人消費を抑制するだけでなく、工場の稼働停止や物流網の混乱など、供給制約を一段と長引かせるリスクがある。また、ウクライナ情勢など地政学リスクの高まりがエネルギーの供給不安を更に強める懸念もある。資源大国であるロシアと、欧米諸国との対立が一段と深刻化すれば、天然ガスや原油などのエネルギー資源の安定供給に支障をきたしかねない。

世界的なインフレ率の高止まりが続くなか、欧米をはじめとした主要国の中央銀行は警戒感を強めており、足元では金融政策正常化に対して積極的な姿勢が窺える。コロナ禍による供給制約の長期化や、地政学リスクの高まりによる資源価格の一段の高騰などによりインフレ加速に歯止めがかからなくなり、急激な金融引き締めを迫られれば、長期金利の急騰など金融資本市場の混乱を通じて实体经济に悪影響が波及する可能性がある。

## ◇主要な需要項目の動向

### ○個人消費は再び停滞、その後は制限緩和とともにサービス消費が活発化へ

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。12月の失業率は2.7%と、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た後、このところ横ばいで推移している(図表3)。もっとも、12月の就業者数(季節調整値)は6,673万人と、コロナ前の2019年12月の水準を依然として84万人下回っている。

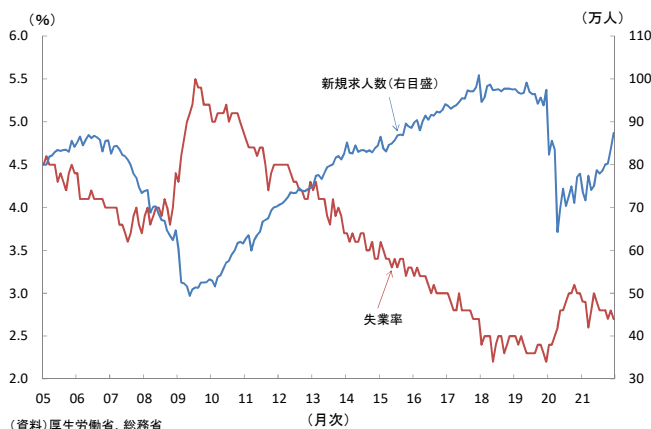
雇用環境は緩やかながら改善に向かうだろう。新規求人数は依然として水準は低い、持ち直しの動きがみられる。2022年入り後は感染拡大を受けて対面型のサービス業を中心に再び求人が手控えられた可能性があるが、制限措置が緩和に向かえば求人は上向いていくだろう。就業者数は緩やかに増加し、失業率は2%台後半で推移しよう。

名目賃金については伸び悩みが続くだろう。労務行政研究所の「賃上げに関するアンケート調査」によると、2022年の春闘賃上げ率の見通しの平均は2.00%となった。2021年は企業業績の大幅悪化を受けて1.86%(厚生労働省集計ベース)と8年ぶりに2%を割り込み近年のベースアップの流れが途絶えたが、2022年は企業業績の回復を受けてベアを復活させる企業が増えるだろう。また、賞与も同様に2022年度は夏季・冬季ともに伸びが高まるとみられることも個人消費にとって好材料といえる。もっとも、原材料高などによる企業収益の圧迫や、コロナ禍に伴う先行き不透明感を踏まえると、大胆な賃上げは期待できない。ベア復活は業績好調な一部企業にとどまり、ベアの動きが幅広い業種・企業に浸透していくには今しばらく時間がかかるだろう。

個人消費は、持ち直している。10~12月期の民間最終消費支出は前期比2.7%増と非常に高い伸びとなった。9月末で緊急事態宣言が解除されて以降、サービスへの支出と連動性が高い小売・娯楽施設の人出が回復しており(図表4)、外食や宿泊といったサービスの消費が前期比3.5%増となった。また、7~9月期に部品調達難に伴う減産の影響で落ち込んだ自動車販売が、供給制約の緩和とともに持ち直したことから、耐久財が前期比9.7%増となった。

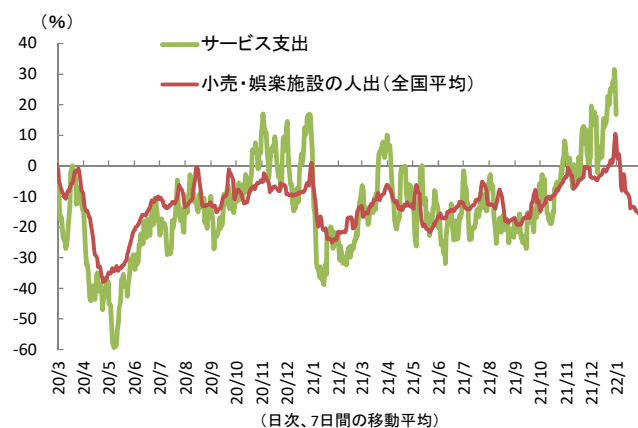
2022年1~3月期の個人消費は停滞が避けられない見込みである。新規感染者数が急増し、1月9日以降、各地にまん延防止等重点措置が適用となったことで、高齢者を中心に家計の自粛モードが強まっている。1月の消費者態度指数や景気ウォッチャー調査をみても消費者マインドは大きく悪化してい

図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料)厚生労働省、総務省

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



る。人出（小売店・娯楽施設）の状況をみると、12月まで回復傾向にあったが、1月以降は反転し、2021年9月頃の水準まではっきりと減少している。まん延防止等重点措置については、現時点で13都県は3月6日まで延長が決まっており、1～3月期のサービス消費は弱い動きが続くと予想される。また、前述のとおり、1月に感染拡大の影響による供給制約で再び自動車メーカーが減産を強いられたことが、自動車販売の重石になったとみられる。2022年4～6月期以降は、国内の感染拡大が落ち着いていく前提で、外食や飲食などの対面型のサービスの活発化が期待できることから再び高い伸びとなる。また、引き続き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ものの、供給制約の影響が緩和するにつれて、自動車販売も増加していくと予想される。

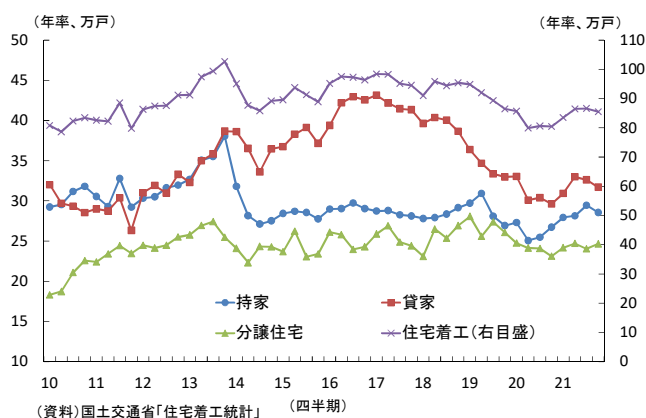
このところ需給ひっ迫や原材料コストの増加を受けて、ガソリンや食料などの生活必需品の値上げが相次いでいる。所得環境の改善が緩やかなものにとどまるなか、物価高が実質的な家計の購買力を削ぐ要因となる。もっとも、経済対策として2021年度補正予算に計上された子育て世帯への臨時特別給付金が12月以降、順次支給されている。また、家計の貯蓄率をみても、緊急事態宣言下の2020年4～6月期に21.9%まで急上昇した後、2021年7～9月期は10.3%まで低下したが、依然としてコロナ前の水準を大きく上回っている。政府による追加給付金やコロナ禍で積み上がった貯蓄が物価高の影響を和らげ、個人消費の回復をサポートしよう。

### ○新設住宅着工戸数は、やや鈍化すると予想

10～12月期の住宅投資は前期比0.9%減と2四半期連続の減少となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、10～12月期が年率85.5万戸と小幅な減少となった（図表5）。2020年にコロナ禍の影響で80万戸程度まで落ち込んだ着工は、足元で年率85万戸前後まで回復しており、コロナ禍からの回復と各種住宅取得支援策に支えられて、概ね底堅さを維持している。

今後の新設住宅着工戸数は、やや鈍化すると予想する。持家や分譲戸建ては、コロナ禍における在宅勤務の増加などによる住環境の改善ニーズの高まりにより、底堅い需要が続くとみられる。一方、分譲マンションについては、首都圏を中心に続くマンション価格の高騰が需要を抑える要因となろう。貸家については長期的な減少トレンドには歯止めがかかっているが、銀行の貸出運営スタンスは依然として慎重な姿勢がうかがえるため、貸家の着工は横ばいでの推移を見込む。昨年12月に公表された令和4年度税制改正大綱によれば、住宅ローン減税は、期間が10年から13年に延長される一方、控除率が1%から0.7%へ引き下げとなる。住宅性能に応じて借入限度額が変わるため、世帯によって影響が異なるが、全体で見れば減税規模は縮小となる。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

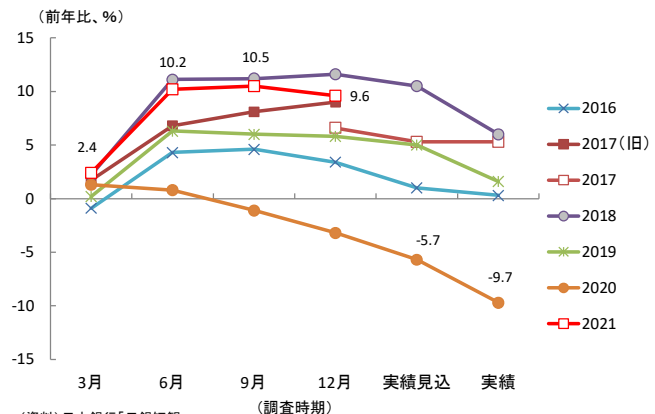


## ○設備投資は企業収益の回復を背景に持ち直しが続く

10～12月期の実質設備投資は前期比0.4%増と2四半期ぶりに増加した。7～9月期の減少要因となった自動車分野を中心とした供給制約が一旦緩和したことが増加に寄与したものとみられる。

今後の設備投資は企業収益の回復を背景に持ち直しが続くだろう。日銀短観12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9.6%増と前回9月調査時から下方修正されたものの、同時期としては底堅い計画が示されている（図表6）。また、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は10～12月期が6.5%増と製造業を中心に3四半期連続で増加している。また、法人企業統計によると、2021年7～9月期の全産業ベースの経常利益は、供給網の混乱や緊急事態宣言の継続が重石となり、5四半期ぶりに減益となったが、基調としては堅調に推移している。先行きは原材料価格の高騰が重石となるほか、コロナ禍の影響が大きい宿泊業や生活関連サービス業などでは厳しい経営環境が続いているため、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられるが、企業収益は回復傾向が続くだろう。そのため、引き続きコロナ禍に伴う先行きの不確実性が対面型サービス業の積極的な設備投資を妨げる要因になるとみられるが、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を中心に設備投資は持ち直しが続くと予想する。

図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



(資料)日本銀行「日銀短観」  
(備考)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)  
2017年12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている

## ○公的固定資本形成は、高水準で推移

10～12月期の公的固定資本形成は前期比3.3%減と4四半期連続の減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、10～12月期が同15.0%減と5四半期連続で前年割れとなっている（図表7）。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、東北における震災復興関連工事の一巡などから、2021年は弱含みで推移している。

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。2021年度から5年間で「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」が実施されており、公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。公的固定資本形成は2020年度に大幅に増加した反動により2021年度は6年ぶりの減少が見込まれるものの、引き続き高めの水準を維持し、今後は横ばい圏で推移するだろう。

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10～11月累計の前年比

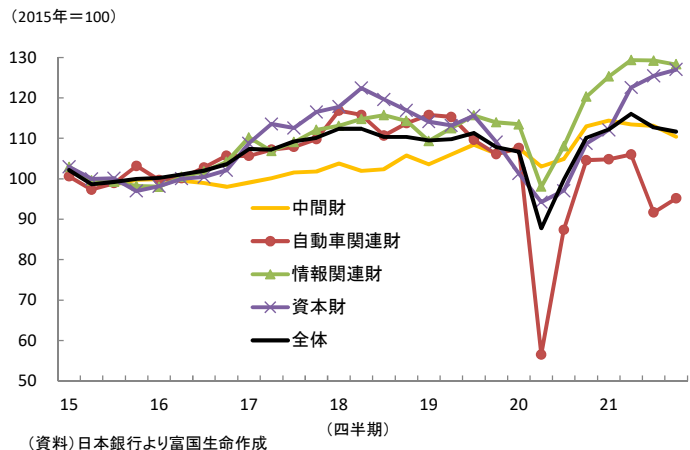
## ○輸出は、供給制約の緩和とともに緩やかな増加傾向に

輸出は横ばいで推移している。10～12月期の実質輸出は前期比1.0%増と2四半期ぶりの増加となった。日銀が公表する実質輸出をみると、10～12月期は全体では低下となったものの、半導体不足や東南アジアからの部品調達難の影響で7～9月期に大きく減少していた自動車関連財が供給制約の緩和によって増加に転じたほか、資本財の堅調な推移が続いた(図表8)。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、大きく落ち込んだ状態が続いている。

今後の輸出は、供給制約の緩和とともに緩やかな増加傾向となるだろう。

国内の感染拡大を受けた自動車メーカーの工場稼働停止の影響で、1～3月期は自動車の輸出に再び下押し圧力がかかったとみられるが、今後は徐々に供給制約が緩和し生産体制が正常化するとともに、挽回生産も加わって自動車輸出は水準を回復していくと予想される。中国経済の減速やワクチン接種率の低いアジア新興国の経済回復の遅れは重石になるとみられるが、欧米を中心に海外需要は緩やかな回復基調を維持するだろう。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。

図表8. 日銀実質輸出(財別)の推移

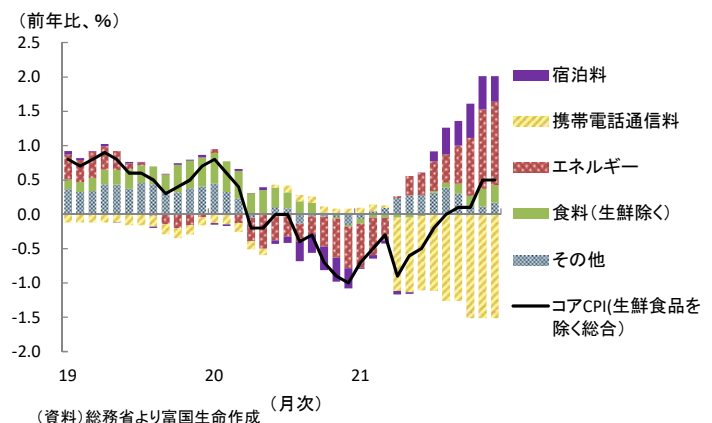


## ○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上向いている。12月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+0.5%となった(図表9)。大手通信キャリアの料金プラン値下げの影響などから、携帯電話通信料が1.5ポイント程度のマイナス寄与となっている一方、原油価格上昇によりエネルギー価格が押し上げ要因となっていることに加え、2020年に需要喚起策Go Toトラベルが実施された反動で宿泊料がプラスに寄与している。また、原材料コストの上昇分を価格転嫁する動きから食料のプラス寄与も目立っている。

今後のコアCPIは、2022年度入り後に伸び率を高めていこう。12月にかけて一旦弱含んだ原油価格(WTI)は、需給ひっ迫やウクライナ情勢の緊迫化などを受けて2月には90ドル台まで上昇するなど騰勢を強めており、今後エネルギーのプラス寄与は一段と拡大が見込まれる。また、原材料価格の上昇分を価格転嫁する動きは食料を中心にさらに広がるだろう。宿泊料のプラス寄与が1月に剥落するため、1

図表9. 消費者物価指数の推移





～3月期のコアCPIの上昇は抑制されるものの、携帯電話通信料引下げの影響が一巡する2022年4～6月期には前年比1.5%まで上昇率が高まると予想する。ただし、あくまでコストプッシュ型の物価上昇にとどまり、賃金上昇と需要増加を伴った望ましいインフレの姿には至らないと考える。物価上昇は持続性を欠き、その後はエネルギー価格上昇の一巡や物流混乱の影響緩和ととも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は前年比0.0%での着地を見込み、2022年度は同+1.1%と前回11月予測から0.4ポイント上方修正し、2023年度は同+0.8%と予測した。

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、日銀は緩やかな政策スタンスを継続するだろう。ただし、資源価格や原材料価格が高騰するなか、想定以上に企業の価格設定スタンスが積極化すれば、一時的とはいえ、コアCPIが2%の物価安定目標に到達する可能性もある。黒田日銀総裁は政策変更の必要性を否定しているものの、2023年4月の総裁任期満了後を見据えて、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、%)					
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
国内総支出	▲ 0.1	0.8	0.6	▲ 1.1	0.2	0.3
民間最終消費	0.5	0.6	▲ 0.0	▲ 0.3	0.7	0.5
民間住宅投資	1.6	1.6	0.5	5.9	0.8	0.4
民間設備投資	0.9	0.4	▲ 0.5	1.7	0.4	0.2
政府最終消費	0.2	0.4	▲ 0.8	0.7	0.1	0.2
公的固定資本形成	1.7	1.5	0.3	2.8	0.5	0.2
財貨・サービスの輸出	0.5	▲ 3.2	▲ 1.8	8.3	1.7	0.5
財貨・サービスの輸入	4.5	▲ 4.4	▲ 7.2	19.2	3.5	0.4

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

	(%)					
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
実質国内総支出	0.2	▲ 0.7	▲ 4.5	2.5	3.0	1.3
民間需要	0.1	▲ 0.7	▲ 4.6	1.5	2.6	1.1
民間最終消費	0.0	▲ 0.6	▲ 3.0	1.4	2.1	0.7
民間住宅投資	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
民間設備投資	0.2	▲ 0.1	▲ 1.2	0.2	0.5	0.4
公的需要	0.3	0.5	0.8	0.0	0.2	0.2
政府最終消費	0.2	0.4	0.5	0.5	0.2	0.1
公的固定資本形成	0.0	0.1	0.3	▲ 0.4	▲ 0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	1.1	0.3	0.0
財貨・サービスの輸出	0.4	▲ 0.4	▲ 1.8	2.2	0.8	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 0.5	▲ 0.0	1.2	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.6

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】

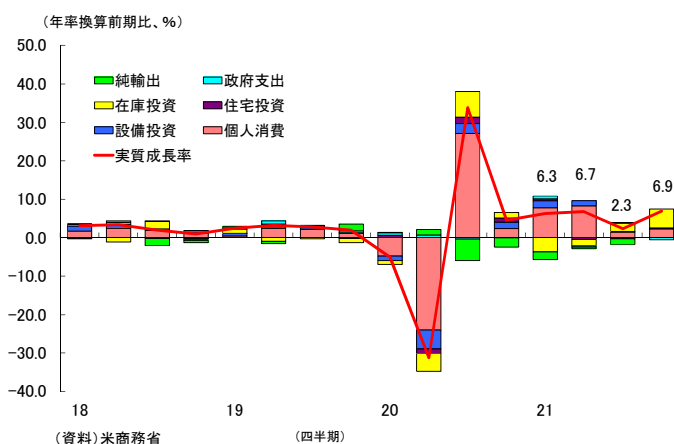
米国経済は、世界的な生産・物流の混乱の影響を受けつつも堅調に推移している。2021年10～12月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+6.9%と6四半期連続のプラス成長となった（図表12）。世界的な生産・物流の混乱がやや緩和したことで在庫水準の回復に向けた動きが支えられ、7～9月期の同+2.3%から成長率が上昇した。

需要項目別にみると、個人消費は、前期比年率3.3%増となった。サービス消費は同4.7%増と高い伸びが続いた。前期に大幅なマイナスを記録した耐久財消費は好調な年末商戦や自動車部品の供給改善に支えられて同1.6%増とプラスに転じる一方、非耐久財消費は同0.1%減とほぼ横ばいとなった。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50万人前後の順調な増加となっており、10～12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）は前年比4.0%増と20年ぶりの大幅な伸びとなった。住宅投資は、資材価格高騰の影響などから同0.8%減となった。設備投資は同2.0%増と6四半期連続の増加となった。情報処理機器や知的財産への投資がけん引役となった。在庫投資は同4.9ポイントのプラス寄与と、10～12月期のGDP成長全体の約7割を占めた。輸出は同24.5%増、輸入は同17.7%増とそれぞれ大幅な伸びとなり、純輸出の寄与度はゼロとなった。

今後も堅調さを維持するだろう。米国では年末頃から新型コロナウイルス・オミクロン株による感染が急拡大し、1月には商業施設等で人の流れが大きく減少して個人消費の抑制要因となった。もっとも、オミクロン株による入院率・重症化率がデルタ株等の従来型を大きく下回るなか、新規感染者数の増加も1月中旬にはピークを打ったとみられ、同株の蔓延に伴う米国内での経済活動に対する制約は解消に向かうと考えている。個人消費は、過熱あるいは失速することなく堅調に推移するだろう。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、雇用・所得環境の改善と相俟って対面型サービスなどへの支出を底上げする。一方、これまでの財の価格上昇は需要を適度に落ち着かせ、生産・物流の混乱も春頃から徐々に解消に向かうと見込んでいる。住宅投資は、再び上向いていくだろう。先行指標である新規着工許可件数は増加に転じており、歴史的には引き続き低水準である住宅ローン金利も追い風となるなか、戸建てを中心に堅調な需要が見込まれる。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、半導体を中心とした生産・物流の混乱が今しばらくは足を引っ張るだろう。輸出は総じて堅調な伸びが続くと見込んでいる。ただし、アジアや南米の一部の国などでは追加接種を含めたワクチン接種率の上昇に時間を要し、オミクロン株の蔓延による

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



制限措置が需要の妨げになると思われる。10～12月期の成長率が前回の想定を上回ったこと、新型コロナウイルス・オミクロン株の感染拡大による影響は比較的短期で収束すると見込むことから、2022年の実質GDP成長率は前年比+3.4%と前回予測から0.8ポイント上方修正し、2023年は同+2.3%と予測している。

金融政策について、FRB（米連邦準備理事会）は、1月26日の会合で3月におけるテーパリング（資産買入の縮小）終了を明言し、同月の利上げ開始を強く示唆した。2022年に計1.25%、2023年に計0.75%の利上げを想定している。また、2022年後半にはバランスシート縮小に着手すると想定している。

## 【欧州経済】

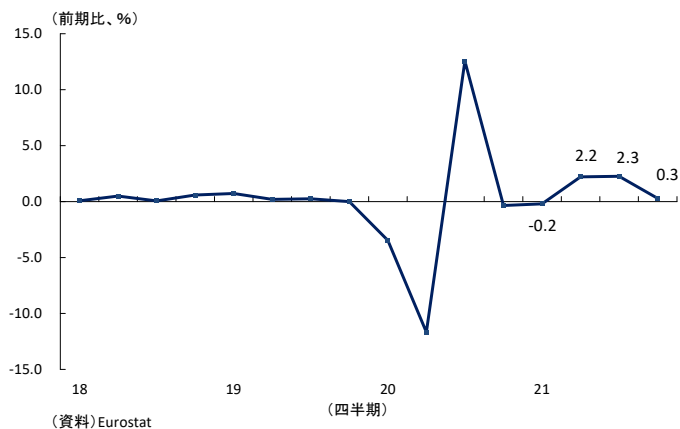
欧州経済は、緩やかに持ち直している。2021年10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.2%）と7～9月期から減速したものの、3四半期連続のプラス成長となった（図表13）。欧州各国では新型コロナウイルスの感染再拡大に伴ってワクチン接種が未完了の人を中心に行動制限が強化され、対面型のサービス業などの重石となった。また、中国需要の後退を背景として輸出と生産の改善は足踏みを続けている。一方、雇用・所得環境は12月のユーロ圏の失業率が1998年4月の統計開始後の最低水準である7.0%まで低下するなど改善している。主要国の成長率をみると、ドイツが個人消費の減少などから前期比▲0.7%（前期：同+1.7%）とマイナス成長に転じた一方、フランスが同+0.7%（前期：同+3.1%）、イタリアが同+0.6%（前期：同+2.6%）、スペインが同+2.0%（前期：同+2.6%）とプラス成長を保った。

今後も緩やかな持ち直しが続くだろう。新型コロナウイルスの新規感染者数はフランス・イタリア・スペインでは1月終わりにピークを打ったとみられ、追加のワクチン接種の進展もあって対面型サービス業への制限措置が緩和に向かうと見込まれる。ペントアップ需要の顕在化に加え、雇用・所得環境の改善も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2021年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は2022年終盤には資産純購入を中止し、利上げ開始に踏み切ると想定している。ラガルド総裁は2月の会合後の記者会見で「前回会合時と比べ、インフレ見通しのリスクは特に短期的に上向きに傾いている」と述べ、2022年内の利上げも否定しなかった。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移

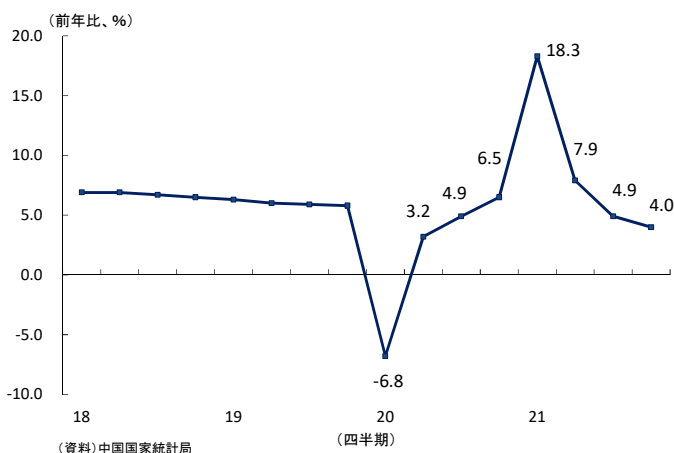


## 【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。中国の2021年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+4.0%と、7～9月期の同+4.9%から鈍化した（図表14）。新型コロナウイルスの感染拡大地域で厳格な移動制限を課す「ゼロコロナ」政策により、飲食などの対面型サービスが抑制されたことに加え、不動産向け融資の規制強化を背景とした不動産市場の低迷が続いた。

図表14. 中国実質GDP成長率の推移

今後は、緩やかな成長ペースにとどまるだろう。政府は「安定」を最重視する政策運営方針であり、コロナ禍に伴う需要減少と不動産市場の低迷によって景気の減速感が強まるなか、中国人民銀行は相次いで金融緩和を実施し、景気のでこ入れに動いている。特に影響が深刻な中小企業の資金繰りを支援するため、12月には銀行の預金準備率も0.50ポイント引き下げ、事実上の政策金利である最優遇貸出金利（LPR）1年物を12月に0.05ポイント引き下げた。さらに1月にはLPR1年物を0.10ポイント引き下げて3.70%とした。また、住宅ローン金利の基準となるLPR5年物も0.05ポイント引下げ4.60%に設定し、低迷する不動産市場の下支えを図っている。



個人消費は冴えない動きが続くだろう。2022年の春節期間（1月31日～2月6日）や北京五輪開催期間（2月4日～2月20日）においては、感染拡大への警戒態勢が強化されており、1～3月期の個人消費は引き続き低い伸びになることは避けられない見込みである。3月の全人代も含めて重要イベントが通過した後は制限措置が和らぎ、抑えられてきた対面型のサービス消費の活発化が期待されるほか、自動車販売についても供給制約が解消に向かうなかで、政府の購入補助金などにも支えられて持ち直していくと予想している。住宅市場については前述のとおり住宅ローン金利の参照金利低下はサポート要因であるが、政府が不動産市場の再過熱に警戒を解くとは考えにくく、急回復は期待できないだろう。また、輸出はこれまでのような高い伸びを維持するのは難しいだろう。製造業PMIの新規輸出受注指数は好不調の節目である50を下回る推移が続いており、今後は緩やかに増勢が鈍化していくとみている。

ただし、今秋には5年に一度の共産党大会が控えている。経験則からは党大会の年には景気が上向く傾向がある。政府は、2022年の政策運営方針として「安定」を掲げており、地方政府の財政制約はあるものの、インフラ投資を再拡大させるとみられる。また、国際商品市況高騰は引き続き企業収益の圧迫要因であるが、緩和的な金融環境がIT関連分野を中心に製造業の設備投資を後押しするだろう。

四半期ごとの成長率は2021年1～3月期を底として緩慢ながら持ち直す見込み、2022年の実質GDP成長率予測は前年比+5.0%（前回11月予測：同+5.1%）、2023年は同+5.2%と予測した。

以上