

2021年2月18日

## 2020・2021・2022年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 1～3月期のマイナス成長は不可避も、その後は景気持ち直し基調に復する ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2020・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】

2020年度 ▲5.1%（前回▲5.5%）、2021年度 +3.8%（前回+3.7%）、2022年度 +2.0%

#### ○ 10～12月期は政策効果などから2四半期連続のプラス成長

2020年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+3.0%、年率+12.7%と2四半期連続のプラス成長となった。Go Toキャンペーンなど政策効果により個人消費の持ち直しが続いたほか、世界的に生産活動が回復するなか、輸出が中国向けを中心に大幅に増加し、設備投資もプラスに転じたことなどから、前回11月の想定を上回る高成長となった。

#### ○ 1～3月期のマイナス成長は不可避も、その後は景気持ち直し基調に復する

1～3月期は、緊急事態宣言再発出の影響で年率▲9.5%と大幅なマイナス成長に転じると予想する。世界的に製造業の生産活動は維持されており、昨年の緊急事態宣言時のように輸出が落ち込む可能性は低い。一方、外食中心の自粛要請とはいえ、冬季賞与の減少など所得環境の悪化も相俟って個人消費は対面型サービスを中心に減少が避けられない。緊急事態宣言の3月解除を前提として、4～6月期以降はプラス成長に転じらるう。順調な回復が続く中国や大規模な経済対策が支えとなる米国をはじめとして世界の経済活動が回復に向かうなかで、輸出は増加傾向を維持するだろう。一方、コロナ禍における制約が残るもと、悪化した所得環境が個人消費回復の重石になるほか、コロナ禍の悪影響を強く受けている非製造業では設備投資に対する慎重な姿勢が当面は続くと思われるため、回復ペースは緩やかにとどまるものの、景気持ち直し基調に復するだろう。

#### ○ 景気回復ペースの想定以上の加速による金融資本市場の混乱に留意

日経平均株価が30年ぶりに3万円台をつけるなど世界的に株価が上昇している。コロナ禍に対応した大規模な財政政策や緩和的な金融政策を背景とした資金流入の影響が大きい。が、実体経済をみても、当初の想定よりも生産活動は製造業を中心に回復し、企業収益の落ち込みは限られ改善に向かっている。加えて、各国でワクチン接種が始まりコロナ禍収束に向けた兆しがみられ、景気回復の道筋がより確かなものになりつつあることも株高の背景にある。今後の経済はワクチン接種の進捗に左右される面があるが、景気回復ペースが想定以上に加速し、インフレ懸念が高まれば、財政政策や金融政策が引き締め方向に急転換し、金融資本市場の混乱を通じて、景気が下振れするリスクに留意が必要である。

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

図表1. 2020・2021・2022年度 経済見通し

(前年比、%)

	2019 年度 実績	2020年度見込み			2021年度予測			2022年度予測		
		上期	下期	下期	上期	下期	下期	上期	下期	
										(前期比)
名目国内総生産(兆円)	559.7 0.5	535.6 ▲4.3	524.6 ▲5.7	546.3 4.1	554.7 3.6	549.2 0.5	559.8 1.9	567.8 2.4	563.4 0.7	572.0 1.5
実質国内総生産(兆円)	552.9 ▲0.3	525.0 ▲5.1	513.5 ▲6.2	536.0 4.4	545.0 3.8	541.1 1.0	548.3 1.3	556.2 2.0	553.7 1.0	557.9 0.8
内 需	▲0.1	▲4.2	▲4.1	2.1	2.9	1.1	1.4	2.1	1.0	0.8
民間需要	▲0.6	▲5.1	▲4.5	1.5	2.2	0.9	1.2	1.8	0.9	0.7
民間最終消費	▲1.0	▲6.4	▲6.3	3.1	3.5	1.3	1.3	2.1	1.0	0.9
民間住宅投資	2.5	▲7.8	▲4.2	▲3.6	0.3	1.0	2.0	2.1	0.8	0.6
民間設備投資	▲0.6	▲6.8	▲6.3	2.5	3.6	1.0	2.4	3.5	1.7	1.1
公的需	0.5	0.8	0.4	0.6	0.6	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1
政府最終消費	2.0	3.1	1.5	2.3	2.3	0.7	0.7	1.0	0.4	0.4
公的固定資本形成	1.5	4.5	2.7	1.9	2.5	1.1	1.0	1.2	0.6	0.4
財貨・サービスの純輸出	▲0.2	▲0.9	▲2.2	2.5	1.0	▲0.2	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.0
財貨・サービスの輸出	▲2.6	▲11.0	▲16.5	15.6	10.6	2.0	2.3	3.5	1.6	1.4
財貨・サービスの輸入	▲1.3	▲6.1	▲4.4	0.6	4.6	3.0	2.5	4.1	2.0	1.6

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	▲3.8	▲9.8	▲13.1	11.1	7.9	1.9	1.3	1.8	0.7	0.8
国内企業物価指数※	0.1	▲1.8	▲1.5	▲2.1	1.1	0.6	1.6	1.1	1.1	1.0
消費者物価指数※	0.5	▲0.2	0.1	▲0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.7
消費者物価(除く生鮮)※	0.6	▲0.4	▲0.2	▲0.7	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6
貿易収支(兆円)	0.6	0.5	▲0.0	0.5	0.6	0.3	0.4	0.6	0.2	0.4
経常収支(兆円)	20.1	15.1	6.7	8.4	16.9	8.2	8.5	18.1	8.8	9.3
名目賃金指数※	0.0	▲1.1	▲1.5	▲0.8	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
完全失業率(%)	2.3	3.0	2.9	3.1	3.1	3.2	3.1	2.8	2.9	2.8
住宅着工戸数(万戸)	88.4	80.4	81.0	80.2	81.0	81.0	81.1	81.3	81.1	81.6
為替レート(¥/\$)	108.7	105.6	106.9	104.4	104.9	104.7	105.0	105.0	105.0	105.0
原油価格(\$/b)	67.9	42.2	35.8	48.6	57.4	58.2	65.7	58.7	58.4	59.0
米国実質成長率(年率)	2.2	▲3.5	▲10.6	5.9	4.0	3.4	3.3	2.9	2.9	2.5
中国実質成長率※	6.1	2.3	▲1.6	5.8	7.5	10.3	5.2	5.3	5.4	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

### ○10～12月期の実質GDP

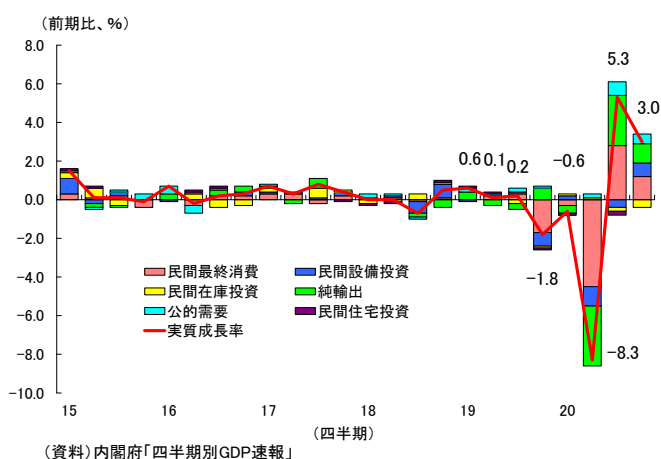
2月15日に発表された2020年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+3.0%、年率換算+12.7%と2四半期連続のプラス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、秋口にかけてコロナ禍の制約が和らぐなか、Go Toキャンペーンなどの政策効果もあって民間最終消費は前期比2.2%増と持ち直しが続き、住宅投資は同0.1%増と2四半期ぶりのプラスとなった。また、落ち込みが続いていた設備投資が同4.5%増と3四半期ぶりに増加した。在庫投資の寄与度については、同▲0.4ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同1.3%増と6四半期続けて増加し、政府消費は医療機関の受診控えの動きが緩和したことなどから同2.0%増となった。輸出は中国向けを中心に同11.1%増と高い伸びとなる一方、輸入が同4.1%増となったことから、外需寄与度は同+1.0ポイントとなった。

このように輸出や個人消費がけん引し高成長が続いた結果、10～12月期のGDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲1.2%、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%まで回復した。

このように輸出や個人消費がけん引し高成長が続いた結果、10～12月期のGDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲1.2%、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%まで回復した。

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▲0.5%となり、名目GDP成長率は同+2.5%(年率換算+10.5%)となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



### ○1～3月期のマイナス成長は不可避も、その後は景気持ち直し基調に復する

10～12月期は高成長となったものの、年末にかけては、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた需要喚起策の見直しや営業自粛の要請などにより景気持ち直しの動きに陰りがみられていた。2021年入り後には、政府が1都3県を対象に1月8日から期間1ヵ月の緊急事態宣言を再発出、その後11都府県へと対象を拡大した。さらに栃木県を除く10都府県を対象に期間を1ヵ月延長し3月7日までとした。

1～3月期は、緊急事態宣言再発出の影響で年率▲9.5%と大幅なマイナス成長に転じると予想する。世界的に製造業の生産活動は維持されており、昨年緊急事態宣言時のように輸出が落ち込む可能性は低い。一方、外食中心の自粛要請とはいえ、冬季賞与の減少など所得環境の悪化も相俟って個人消費は対面型サービスを中心に減少が避けられない。

緊急事態宣言の3月解除を前提として、4～6月期以降はプラス成長に転じるだろう。順調な回復が続く中国や大規模な経済対策が支えとなる米国をはじめとして世界の経済活動が回復に向かうなかで、輸出は増加傾向を維持するだろう。一方、コロナ禍における制約が残るもと、悪化した所得環境が個人消費回復の重石になるほか、コロナ禍の悪影響を強く受けている非製造業では設備投資に対する慎重な姿勢が当面は続くと思われるため、回復ペースは緩やかにとどまるものの、景気持ち直し基調に復するだろう。

2020年度の実質GDP成長率は前年比▲5.1%と前回11月予測（▲同5.5%）から0.4ポイント上方修正した。1～3月期を前期比年率▲9.5%と、緊急事態宣言の影響に伴う内需の落ち込みを予測に反映した一方、10～12月期実績が輸出や設備投資を中心に想定を大幅に上回る伸びとなったことによる。

2021年度は前年比+3.8%と前回11月予測（同+3.7%）から0.1ポイント上方修正した。緊急事態宣言の解除に伴う反動もあり4～6月期に年率7.5%の高い成長率となった後、7～9月期：同+3.2%、10～12月期：同+2.6%、2022年1～3月期：同+2.4%と予想する。

2022年度は前年比+2.0%と予測した。ワクチン接種が国内全体に行きわたることなどによりコロナ禍の制約が概ね解消すると想定するなか、景気の回復基調が強まり、年度では1%弱とされる潜在成長率を上回る成長率となろう。

当社の予測通り景気回復が続いた場合、2022年1～3月期に感染拡大前の2019年10～12月期の水準に達する。しかし、消費税率引き上げの影響で落ち込む前のGDP水準（2019年7～9月期）には今回の予測期間内では届かず、感染拡大前のピークである2019年7～9月期の水準への回復は2023年度と予想する。

#### ○景気回復ペースの想定以上の加速による金融資本市場の混乱に留意

日経平均株価が30年ぶりに3万円台をつけるなど世界的に株価が上昇している。コロナ禍に対応した大規模な財政政策や緩和的な金融政策を背景とした資金流入の影響が大きい。実体経済をみても、当初の想定よりも生産活動は製造業を中心に回復し、企業収益の落ち込みは限られ改善に向かっている。加えて、各国でワクチン接種が始まりコロナ禍収束に向けた兆しがみられ、景気回復の道筋がより確かなものになりつつあることも株高の背景にある。今後の経済はワクチン接種の進捗に左右される面があるが、景気回復ペースが想定以上に加速し、インフレ懸念が高まれば、財政政策や金融政策が引き締め方向に急転換し、金融資本市場の混乱を通じて、景気が下振れするリスクに留意が必要である。

また、1月にはバイデン米新政権が発足した。民主党が大統領職に続いて議会の上下両院も制する、いわゆる「トリプルブルー」となったことを受けて、拡張的な財政政策への期待が大きい。ただし、外交政策に関しては、米国の対中強硬姿勢はバイデン新政権でも変わらないとみられ、貿易やハイテク分野などを巡る米中の対立が激化するリスクに留意が必要である。

#### ◇主要な需要項目の動向

##### ○個人消費は一時的に落ち込み、その後はコロナ禍に伴う制約や所得環境悪化で鈍い回復

新型コロナウイルスの影響が長引くなか、雇用情勢は弱い動きが続いている。就業者数は、外出自粛や訪日客の減少などの影響を強く受けた宿泊・飲食サービス業、生活関連サービス・娯楽業などで減少し、前年比▲1%程度で推移している。もっとも、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ことから、失業率は12月が2.9%と悪化幅は限定的となっている（図表3）。

雇用環境は小幅悪化するだろう。12月の有効求人倍率（季節調整値）は1.06倍と下げ止まり、先行指標である新規求人数も大幅に減少した後は持ち直しの動きとなっている。しかし、コロナ禍が長引くなか、今後は、飲食業や宿泊業などを中心に雇用

調整が続くとみられることや、新規採用を抑制する動きがみられるだろう。雇用の維持を図るべく経済対策が打たれてはいるものの、失業率は3%前半へと小幅悪化すると予想する。

名目賃金については弱い動きとなるだろう。2021年春闘においては、ベースアップなどの賃上げよりも雇用の維持が優先されることが見込まれるため、賃上げ率は前年よりも低下する公算が大きい。また、コロナ禍における営業

自粛やテレワークの活用により残業時間が減少し、所定外給与も減少が続くとみられるほか、賞与も減少が避けられないだろう。そのため、当面は雇用・所得環境の悪化が消費を抑制する要因となるだろう。2022年度にかけては、コロナ禍の影響が和らぐなかで雇用・所得環境は緩やかながら改善傾向を辿るとみられる。

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2.2%増となった。コロナ禍の制約が和らぐなか、Go Toキャンペーンなどの政策効果もあって増加が続いた。もっとも、前年を2.4%下回るなど依然として水準は低く、個人消費の基調が強いわけではない。年末にかけては、感染が再拡大するなかで政府がGo Toキャンペーンを停止し、再び自粛を呼び掛けたことなどから、外食や娯楽サービス、宿泊などのサービスを中心に持ち直しの動きは弱まった。日本銀行が作成する実質消費活動指数をみると、サービスについては11月まで緩やかな持ち直しが続いたが、12月には減少に転じており、2020年1月の9割弱の水準にとどまっている(図表4)。

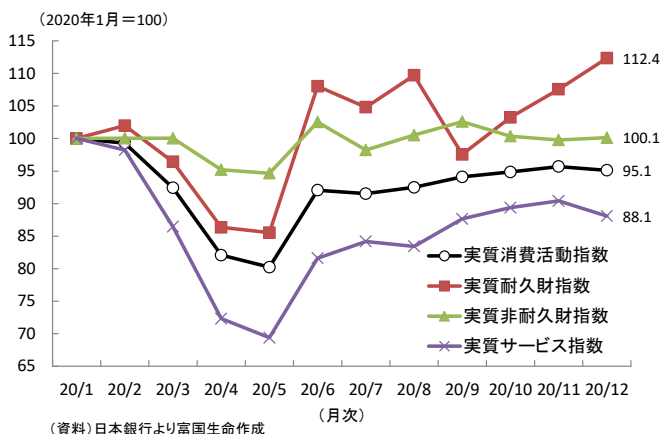
今後の個人消費は、緊急事態宣言の影響により一時的に落ち込んだ後、その後は持ち直していくものの鈍い回復にとどまろう。2021年入り後は緊急事態宣言の再発出に伴う営業時間短縮や外出自粛の影響により、外食などの対面型サービスが再び落ち込むことは避けられない。また、自動車や家電といった耐久財は、2020年5月にかけて大きく落ち込んだ後、特別定額給付金などの政策効果や在宅時間の増加などを背景にテレビやパソコン、白物家電などの販売が堅調に推移してきたが、今後は冬季賞与の減少など所得環境の悪化が重石となるなか、ペントアップ需要の一巡もあり、増勢はやや鈍化するとみられる。そのため1～3月期の個人消費は再び減少に転じると見込んでいる。

4～6月期以降は、コロナ禍の影響が和らぐなかで、Go Toキャンペーンの再開など政策効果が支えとなり、持ち直していくとみられる。もっとも、「新しい生活様式」のもとでは、ネット通販の利用が増加し、出前や電子書籍、ゲームといった巣ごもり需

図表3. 失業率と新規求人数の推移



図表4. 実質消費活動指数の推移



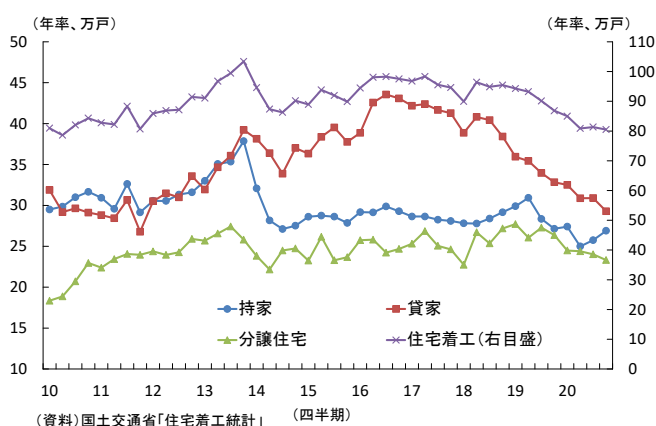
要や、在宅勤務のための環境改善といった需要は底堅く推移するとみられる一方、コロナ禍に伴う制約が残るなか、対面型のサービスへの支出は抑制的にならざるを得ない。そのため個人消費の伸びは緩慢なものにとどまろう。2022年度にかけては、ワクチンが国内全体に行きわたることなどでコロナ禍に伴う制約が概ね解消されると想定し、雇用・所得環境の改善とともに個人消費は回復の足取りを強めていくと予想する。

### ○新設住宅着工戸数は、横ばいで推移すると見込む

10～12月期の住宅投資は前期比0.1%増と2四半期ぶりに増加し、下げ止まっている。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、コロナ禍に伴う外出自粛などの影響を受けて、2020年4～6月期にかけて年率80万戸程度の水準まで大きく落ち込んだ後、このところ横ばいで推移している（図表5）。

今後の新設住宅着工戸数は、横ばいで推移するだろう。持家は当面弱い動きとなった後、緩やかながら持ち直していくと予想する。足元では緊急事態宣言の再発出の影響が住宅取得意欲を低下させるほか、イベントや外出の自粛が住宅展示場の来場者数減少につながり受注を下押しする要因にもなるだろう。一方、住宅ローン減税など各種住宅取得支援策の期限が延長されていることが一定の下支えとなろう。貸家については、相続税制改正による節税ニーズの一巡などから長らく減少傾向となっていただけに2021年度には底打ちすると想定しているが、引き続き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ことなどから、低調な推移が続くとみられる。分譲マンションについては、2020年はコロナ禍で発売戸数が大きく落ち込んだが、2021年は持ち直すと予想される。もっとも、景気回復には時間を要するとみられるなか、持家同様、先行きの回復ペースは鈍いものにとどまろう。

図表5. 新設住宅着工戸数の推移

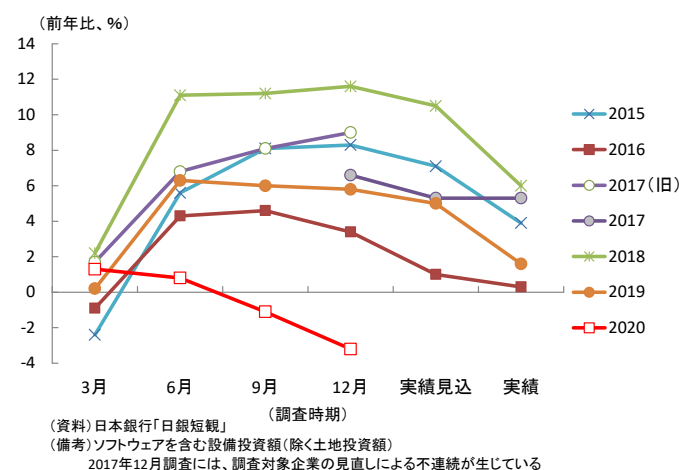


### ○設備投資は緩やかながら持ち直していくものの、当面弱さが残る

10～12月期の実質設備投資は前期比4.5%増と3四半期ぶりの増加となった。設備投資は、新型コロナウイルスの影響による企業業績の悪化や景気の先行き不透明感から投資を手控える動きが広がり落ち込んだが、足元では堅調な輸出を背景に製造業の設備投資が底打ちし、全体として設備投資は、下げ止まっている。

今後の設備投資は緩やかながら持ち直していくものの、当面弱さが残るだろう。日銀短観12月調査にお

図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



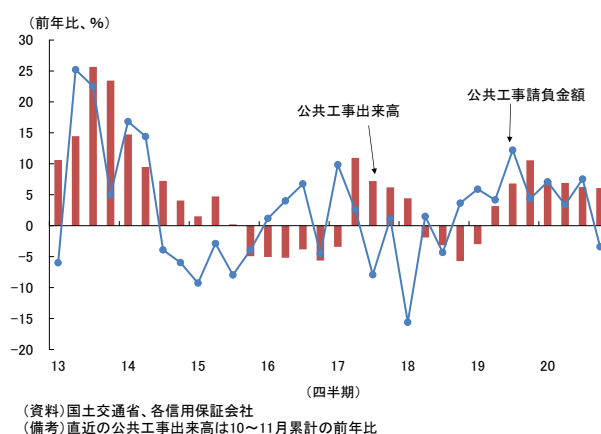
ける全規模・全産業の2020年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前回9月調査から下方修正され前年比3.2%減となった（図表6）。同時期としては、リーマンショック後の2009年（前年比14.9%減）ほどではないが、11年ぶりの減少計画となっている。一方、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は10～12月期が前期比16.8%増と6四半期ぶりに増加するなど持ち直しの動きがみられる。堅調な輸出を受けた生産の増加などを背景に、製造業では機械投資を中心に持ち直していこう。一方、建設投資については、コロナ禍を機としたEコマースの一層の浸透などを背景とした物流施設などは増加するとみられるが、宿泊施設など対面型のサービスを提供する分野では、コロナ禍で先行きの見通しが依然不透明ななか、不急の投資を見送る姿勢が継続し弱い動きとなろう。そのため、全体の設備投資の水準は当面低いものとみている。

### ○公的固定資本形成は、底堅く推移

10～12月期の公的固定資本形成は前期比1.3%増と6四半期連続の増加となった。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、緩やかな増加傾向にある。

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、10～12月期は前年比3.4%減と9四半期ぶりの減少となったが（図表7）、引き続き防災などの国土強靱化に向けた公共工事の進捗が期待される。次第に増勢は鈍化していくと見込んでいるものの、公的固定資本形成は高めの水準を維持し、景気の一定の下支えとなろう。

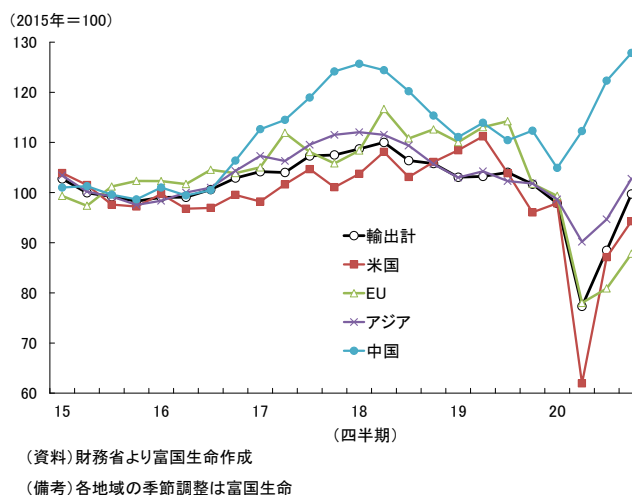
図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



### ○輸出は増勢こそ鈍化するものの、増加傾向を維持

輸出は増加している。10～12月期の実質輸出は前期比11.1%増となった。4～6月期は同17.2%減と、欧米のロックダウンの影響などを受けて、自動車を中心に大きく落ち込んだが、その後制限措置が段階的に解除され経済活動が再開するにつれて反発し、7～9月期の同7.4%増に続いて2四半期連続で高い伸びとなった。輸出数量指数を地域別にみると、いち早く経済活動が再開に向かった中国向けが引き続き堅調に推移した（図表8）。一方、サービス輸出に計上されるインバウンド消費

図表8. 輸出数量指数の推移



については、入国制限措置が継続するもとの、大きく落ち込んだ状態が続いている。

今後の輸出は増勢こそ鈍化するものの、増加傾向を維持するだろう。ここ2四半期の高い伸びは落ち込みからのリバウンドも含まれ、輸出数量指数の水準も1~3月期は前年水準に迫るところまで上昇している。そのため、1~3月期以降はこれまでけん引役となってきた自動車を中心に増勢は鈍化すると見込まれる。世界経済は中国経済こそ順調な回復を遂げている一方、欧米、とりわけ欧州では感染再拡大の影響で経済活動が大きく制限されている。ただし、ロックダウンなどの制限措置が奏功し新規感染者数は欧米ともに減少傾向にあり、先行きは緩和的な金融政策や財政政策に支えられ持ち直していくと予想される。2022年度にかけては各国におけるワクチン接種の進展などにより新型コロナウイルスの影響が和らぎ世界経済が回復の足取りを強めていくとみられるなかで、世界的に先送りされていた設備投資需要の回復も追い風に、輸出は緩やかな増加傾向となるだろう。

### ○消費者物価と金融政策の見通し

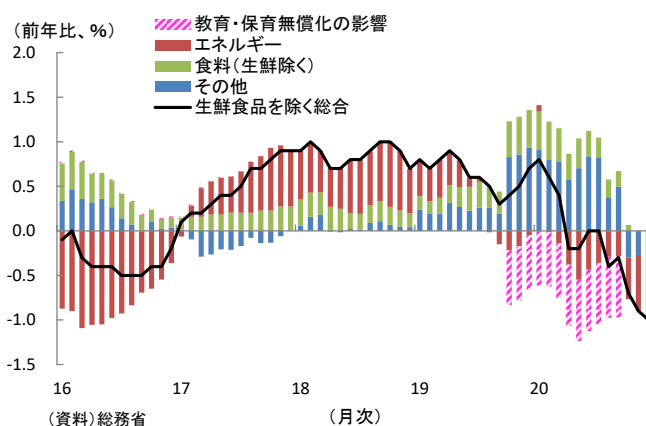
消費者物価はマイナス圏で推移している。2020年12月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比▲1.0%と2010年9月以来の1%台の下落率となった（図表9）。在宅勤務の増加や巣ごもり需要の高まりなどにより価格上昇圧力が強まっている品目も一部みられるが、総じて需要低迷による下押し要因が強い状況が続いている。8月以降は旅行需要喚起策Go Toトラベルによる宿泊料の下落が下押し要因となっているほか、原油価格の下落に伴うエネルギー価格のマイナス幅が拡大した。

今後のコアCPIは、マイナス幅が縮小していくだろう。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大きく減退しており、需給面からのデフレ圧力がかかりやすい状況が続くだろう。一方で、Go

Toトラベル事業による宿泊料の下押し効果は同事業の一時停止により剥落し、1月以降のコアCPIを0.4ポイント程度押し上げる方向に作用する。また、足元にかけての原油価格の上昇を踏まえると、2021年度入り後にはエネルギー価格のマイナス寄与の下押し要因が剥落することが想定されるため、今後のコアCPIはマイナス幅を縮小していき、2021年4月にはプラス転換すると予想する。ただし、今後もコロナ禍の制約が残るもとの個人消費の持ち直しは緩慢なものにとどまると見込まれることから、0%台半ばの低い伸びにとどまると予想する。2020年度のコアCPIは前年比▲0.4%（消費税率引き上げの影響を除くと同▲0.9%）、2021年度は同+0.4%、2022年度は同+0.5%と予測している。

金融政策については、コロナ禍により先行き不透明感が強く、物価安定の目標の達成も見通せないなか、今後も日銀は緩和的な政策スタンスを維持し、家計・企業の資金繰りを支援するために、量的緩和や資金供給策を継続すると見込まれる。なお、日

図表9. 消費者物価指数の推移





銀は2021年3月の金融政策決定会合をめぐり、現行の金融政策の点検を行うとしており、金融政策の持続性を高めるため、イールドカーブ・コントロールの運営では長期金利について変動許容幅を拡大する可能性がある。また、ETFの買入枠についても株高時における必要以上の買入を抑制するなどして柔軟性を高める可能性がある。

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	0.8	0.8	▲ 0.2	0.3
民間最終消費	0.5	0.5	0.7	0.1	0.2	0.3
民間住宅投資	1.8	1.6	1.6	0.3	0.6	0.6
民間設備投資	0.8	0.9	0.4	▲ 0.5	0.5	0.5
政府最終消費	0.6	0.2	0.4	▲ 0.6	0.2	0.2
公的固定資本形成	1.6	1.7	1.5	0.2	0.5	0.5
財貨・サービスの輸出	4.0	0.5	▲ 3.2	▲ 2.4	0.0	1.0
財貨・サービスの輸入	7.5	4.5	▲ 4.4	▲ 8.1	3.8	1.0
						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	0.3	▲ 0.3	▲ 5.1	3.8	2.0
民間需要	1.2	0.2	▲ 0.6	▲ 5.1	2.2	1.8
民間最終消費	0.6	0.1	▲ 0.5	▲ 3.5	1.9	1.1
民間住宅投資	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	0.0	0.1
民間設備投資	0.4	0.2	▲ 0.1	▲ 1.1	0.6	0.6
公的需要	0.2	0.2	0.5	0.8	0.6	0.3
政府最終消費	0.1	0.2	0.4	0.6	0.5	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1
財貨・サービスの純輸出	0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.9	1.0	▲ 0.1
財貨・サービスの輸出	1.0	0.4	▲ 0.5	▲ 2.0	1.8	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6	▲ 0.5	0.2	1.1	▲ 0.8	▲ 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、新型コロナウイルスの影響により厳しい状況にあるが、緩やかに改善している。10～12月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.0%となった（図表 12）。7～9月期には各州における外出制限措置の緩和などを背景に同+33.4%と戦後最大の伸びを記録したが、政府による3兆ドル規模の経済支援策や中国向け輸出の持ち直しを背景に10～12月期も回復の動きが続いた。もっとも、実質 GDP の水準はコロナ前のピークでもあった前年同期を2.5%下回っており、経済活動の水準は依然として低い。

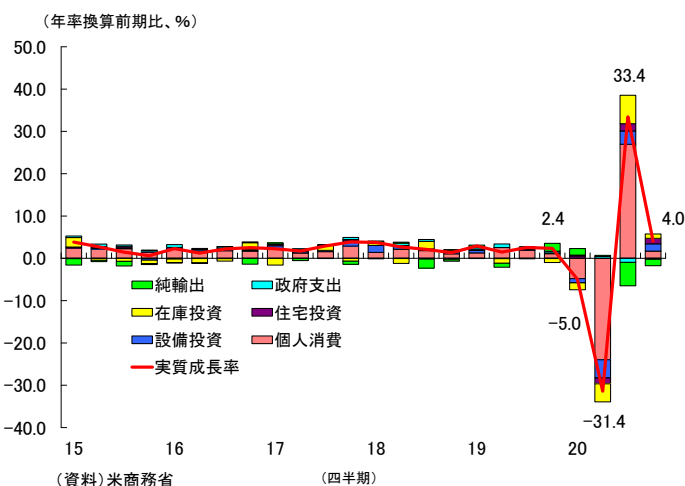
需要項目別にみると、個人消費は、前期の大幅な増加の反動もあって耐久財・非耐久財が足踏みしたものの、医療などのサービス分野では回復が続いたことから、前期比年率2.5%増となった。雇用・所得環境は厳しい状況であるが、4月に1,700万人に膨らんだ一時的失業者が再雇用されて12月には

200万人まで減少するなど、改善がみられた。住宅投資は、低位で推移する住宅ローン金利を追い風に同33.5%増となった。設備投資はサプライチェーン寸断による供給制約が解消し、同13.8%増と2四半期連続の増加となり、在庫投資は同1.0ポイントのプラス寄与となった。輸出は同22.0%増、輸入は同29.5%増となり、純輸出の寄与度は1.5ポイントのマイナス寄与となった。

今後も緩やかな改善が続くだろう。緩和的な金融政策に加え、家計への現金給付を含む追加経済対策もあり内需を中心に回復傾向が続くだろう。ただし、ワクチン接種の広汎な普及がない限り、新型コロナウイルスの感染再拡大を受けた各州での制限措置がサービス消費を中心に引き続き経済活動の重石となる。個人消費は、家計への現金給付や失業保険の上乗せ給付が下支えとなって緩やかな回復が続くだろう。住宅投資は、低位で推移する住宅ローン金利が引き続き追い風となるものの、これまでの急回復による需要の一服や供給面での制約もあって、やや頭打ちとなるだろう。設備投資については、2020年に成立した企業向け減税法案などが後押しとなるものの、米国と中国の対立やコロナ禍の収束時期に関する不透明感もあって、企業は設備投資に対する慎重な姿勢を継続し、緩やかな伸びにとどまるだろう。また、世界的な需要低迷を反映して輸出の持ち直しは緩慢なものにとどまると見込んでいる。その結果、コロナ前である2019年10～12月期の実質 GDP 水準への回復は2021年後半と考えている。2020年10～12月期の実質 GDP 成長率が想定通りとなったことなどを反映し、2021年の実質 GDP 成長率は前年比+4.0%と前回予測から据え置き、2022年は同+2.9%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、コロナ禍の動向やそれに伴う景気下振れリスクを注視しながら、今後も緩和的な政策スタンスを継続しよう。なお、

図表 12. 米国実質 GDP 成長率の推移



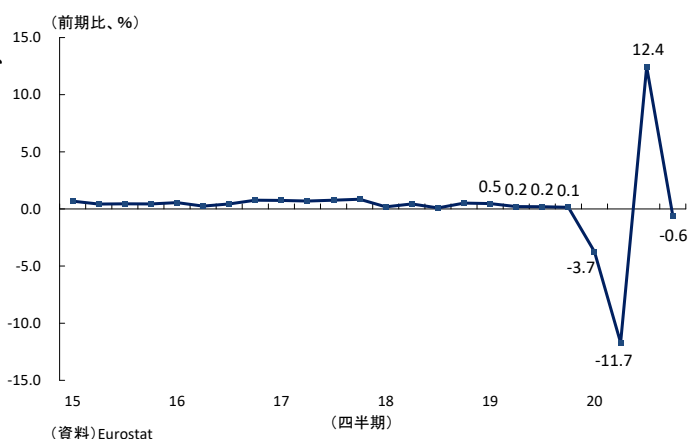
2020年8月の平均インフレ目標導入により利上げ開始のハードルが高くなっているものの、想定以上に景気回復ペースが速まれば、インフレ懸念から金融政策が引き締め方向に急転換する可能性がある。

## 【欧州経済】

欧州経済は、新型コロナウイルスの感染再拡大の影響により弱い動きとなっている。2020年10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比▲0.6%（年率換算▲2.4%）となった。

欧州各国では、春先の厳格なロックダウンが解除され、徐々に経済活動が再開されるに伴って景気は持ち直しの動きがみられたが、秋以降、新型コロナウイルスの感染拡大が再び深刻化し、各国は制限措置の再強化を余儀なくされた影響で、再びマイナス成長に落ち込んだ（図表13）。主要国の成長率をみると、ドイツは当初制限措置が他国に比べて緩やかであったこともあって前期比+0.1%（前期：同+8.5%）とプラス成長に踏みとどまったほか、スペインも同+0.4%（前期：同+16.4%）となった。一方、フランスは同▲1.3%

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



（前期：同+18.5%）、イタリアは同▲2.0%（前期：同+16.0%）となるなど多くの国がマイナス成長となった。

2021年入り後も英国からの変異種の猛威もあり、外出などの制限措置が続いたことから、1～3月期は弱い動きが続くだろう。1月の製造業PMI（購買担当者景気指数）が54.8と好不況の節目である50を7カ月連続で上回って推移する一方、サービス業PMIは45.4と50を5カ月連続で下回っている。多くの国で景気への悪影響を最小限にとどめるため、昨春のロックダウンとは異なり、製造業や建設業の活動を継続する一方、サービス部門は、外食・宿泊や娯楽関連といった対面型サービスなどが営業停止を余儀なくされている。そのため、個人消費を中心に内需が一段と落ち込むと予想される。

経済活動の制限措置により次第に感染拡大が落ち着いていくことを前提として、4～6月期以降、景気は再び回復軌道に復すると見込んでいる。引き続きECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策や各国の財政政策が下支えとなる。もともと、コロナ禍における制約が残るなか、雇用・所得環境の悪化が個人消費の下押し要因となるほか、設備投資は影響を強く受けている非製造業を中心に慎重な姿勢が続くとみられる。また、入国制限措置に伴い、インバウンド需要の低迷が続くことも重石となることから、景気回復の足取りは緩慢なものにとどまるだろう。

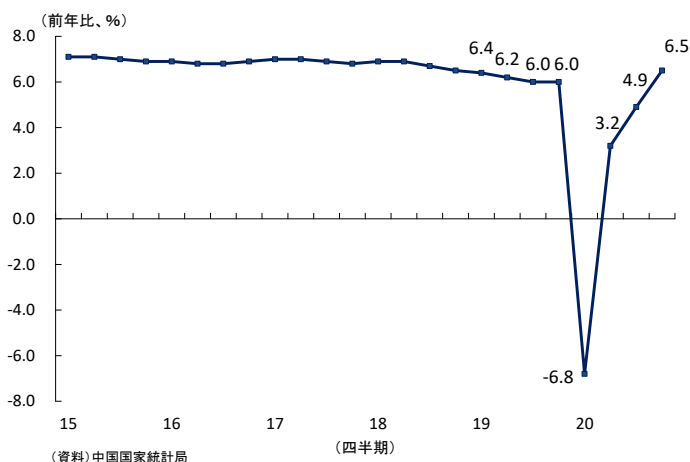
金融政策について、ECBは今後もコロナ禍の動向やそれに伴う景気下振れリスクを注視しながら、ユーロ参加国の意見を調整しつつ、緩和的な政策スタンスを継続するだろう。ただし、マイナス金利の深掘りについては金融機関への副作用などを勘案し見送ると想定する。

## 【中国経済】

中国経済は、緩やかに回復している。2020年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+6.5%となった（図表14）。新型コロナウイルスの影響で2020年1～3月期は同▲6.8%と統計開始以来のマイナスに沈んだが、4～6月期以降は3四半期連続のプラス成長と順調な回復を遂げている。

2020年通年では1992年以来の低水準とはいえ、同+2.3%とプラス成長を確保した。主要経済指標をみると、輸出は10～12月期が同17.0%増と堅調な伸びとなり成長をけん引した。また、2020年通年の固定資産投資は前年比2.9%増と、緩和的な金融環境が続くなか、インフラ投資や不動産開発投資が増加した。一方、10～12月の小売売上高は、自動車購入支援策や11月の独自の日のセールスの好調などにより同4.6%増となった。

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



今後も、緩やかな回復が続くだろう。感染防止対策の継続が制約として残ることが対面型サービスを中心に重石となり、個人消費の伸びは緩やかなものとなる。中国でも局所的な感染再拡大を受け警戒感が強まり、今年の春節も帰省自粛や行動制限により消費が抑制された模様である。もっとも、そうした自粛ムードの強まりの影響は一時的なものであり、景気回復に急ブレーキがかかることは避けられよう。2022年にかけてはワクチン接種の進展で対面型サービスの制約が解消していくなか、雇用・所得環境の改善とともに個人消費は底堅さを増していくだろう。固定資産投資は前年の落ち込みからの反動で高い伸びが見込まれるが、次第に伸び率が落ち着いていくと予想する。そのうち、インフラ投資について、地方政府債券発行額は2020年の3兆7,500億元からは減額される可能性が高いが、引き続き堅調な伸びが期待できよう。製造業の投資は、企業収益の改善や輸出の回復もあり持ち直しの動きが続くとみられる。ただし、米国の対中強硬姿勢はバイデン新政権でも変わらず米中関係が大幅に改善することは期待しにくいことから、積極的な投資は控えられ、増加ペースは緩やかなものにとどまろう。不動産開発投資は、中国人民銀行が12月末に、不動産への過剰融資を抑制するため、銀行の資産規模などに応じ総融資残高に対する不動産融資と住宅ローンの割合に上限を設ける規制を公表していることなどから、次第に鈍化していくだろう。輸出は、コロナ禍で高まった在宅勤務のためのPC関連、マスクなどの医療関連といった需要が一服し、増勢が次第に鈍化していくと見込んでいる。

なお、2021年の実質GDP成長率は同+7.5%、2022年は同+5.3%と予測する。前年の大幅な落ち込みの反動により2021年1～3月期は前年比二桁の高い成長率を予想するが、政府は新型コロナ対策で拡大した財政赤字を縮小させ過剰債務を抑制しつつ、緩和的な金融環境の正常化を図っていくとみられるなか、4～6月期以降は成長ペースが徐々に緩んでいくと予想する。

以上