

2021年5月21日

## 2021・2022年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 堅調な海外需要を背景に景気持ち直し基調は維持 ～

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 +3.9%（前回+3.8%）、2022年度 +2.3%（前回+2.0%）

#### ○ 1～3月期は2度目の緊急事態宣言の影響によりマイナス成長

2021年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲1.3%（年率▲5.1%）と三四半期ぶりのマイナス成長となった。輸出は中国向けを中心に増加傾向を維持したが、1月の緊急事態宣言発出で個人消費が対面型サービスを中心に再び落ち込んだ。また、設備投資が2四半期ぶりに減少したほか、Go Toキャンペーン休止などに伴う政府消費減少も影響した。

#### ○ 堅調な海外需要を背景に景気持ち直し基調は維持

2021年度の実質GDP成長率予測は前年比3.9%、2022年度が同2.3%と前回（2月）から上方修正した。3度目の緊急事態宣言が下押し要因となるものの、世界的なワクチン接種の進展と米国の大規模な経済対策を踏まえ世界経済の先行きの見方を強めたためである。4月に発出された3度目の緊急事態宣言の影響により目先の個人消費は弱含みが見込まれるため、2021年1～3月期のマイナス成長に続き4～6月期は小幅なプラス成長にとどまると予測するが、製造業の回復が補う形で景気は持ち直し基調を維持するだろう。新型コロナワクチン普及で先行する欧米では制限されていた対面型サービス業の営業を再開する動きがある。世界経済は、コロナ禍の制約が和らいでいくもと、大規模な財政出動を原動力に米国と中国をけん引役として持ち直しが続くと思われる。堅調な海外需要を背景に、日本では輸出の増加傾向が維持され、製造業を中心とした企業収益の回復が企業の設備投資意欲の支えとなろう。なお、東京五輪・パラリンピックは開催を前提としたが、観客数制限などによりイベント効果は小さいと見込んでいる。2021年度後半から2022年度にかけては、欧米に後れをとるワクチン接種が進むにつれてサービス消費回復に弾みがつくことで、家計・企業のマインドに好影響が及び、景気は回復基調を強めていくだろう。

#### ○ ワクチン格差と変異ウイルス拡大が世界経済回復の足を引っ張るリスクに留意

世界経済の回復はワクチン普及がカギを握るが、ワクチン接種ペースに格差が生じており低所得国の遅れが懸念される。感染力が強い変異ウイルスが猛威を振るうなか、ワクチン接種の進展を受けた急激なヒトの移動の活発化が感染再拡大を招く恐れもある。一部の国のコロナ禍収束の遅れが世界経済回復の足を引っ張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. 2021・2022年度 経済見通し

(前年比、%)

|              | 2020<br>年度<br>実績 | 2021年度予測     |              |                     |              | 2022年度予測     |                     |              |              |
|--------------|------------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|
|              |                  | 上期           | 下期           | 前回<br>2021年2月<br>時点 | 上期           | 下期           | 前回<br>2021年2月<br>時点 |              |              |
|              |                  |              |              |                     |              |              |                     | (前期比)        |              |
| 名目国内総生産 (兆円) | 535.7<br>▲ 4.0   | 555.3<br>3.7 | 548.5<br>0.3 | 561.9<br>2.4        | 554.7<br>3.6 | 569.9<br>2.6 | 565.7<br>0.7        | 573.9<br>1.4 | 567.8<br>2.4 |
| 実質国内総生産 (兆円) | 525.9<br>▲ 4.6   | 546.1<br>3.9 | 540.5<br>0.5 | 551.1<br>2.0        | 545.0<br>3.8 | 559.0<br>2.3 | 556.5<br>1.0        | 560.7<br>0.7 | 556.2<br>2.0 |
| 内 需          | ▲ 4.1            | 3.1          | 0.8          | 1.9                 | 2.9          | 2.3          | 1.0                 | 0.8          | 2.1          |
| 民間需要         | ▲ 4.9            | 2.5          | 0.6          | 1.7                 | 2.2          | 2.1          | 0.9                 | 0.7          | 1.8          |
| 民間最終消費       | ▲ 6.0            | 3.3          | 0.3          | 2.1                 | 3.5          | 2.6          | 1.1                 | 0.9          | 2.1          |
| 民間住宅投資       | ▲ 7.1            | 0.5          | 1.0          | 1.3                 | 0.3          | 1.8          | 0.8                 | 0.6          | 2.1          |
| 民間設備投資       | ▲ 6.9            | 3.9          | 1.4          | 2.4                 | 3.6          | 3.4          | 1.8                 | 0.9          | 3.5          |
| 公的需          | 0.8              | 0.6          | 0.2          | 0.3                 | 0.6          | 0.3          | 0.1                 | 0.1          | 0.3          |
| 政府最終消費       | 3.1              | 2.3          | 0.7          | 1.0                 | 2.3          | 0.9          | 0.2                 | 0.4          | 1.0          |
| 公的固定資本形成     | 4.0              | 1.4          | 0.4          | 1.0                 | 2.5          | 1.2          | 0.6                 | 0.4          | 1.2          |
| 財貨・サービスの純輸出  | ▲ 0.6            | 0.8          | ▲ 0.3        | 0.0                 | 1.0          | ▲ 0.0        | ▲ 0.0               | ▲ 0.0        | ▲ 0.1        |
| 財貨・サービスの輸出   | ▲ 10.4           | 12.9         | 3.2          | 3.0                 | 10.6         | 4.7          | 2.2                 | 1.9          | 3.5          |
| 財貨・サービスの輸入   | ▲ 6.8            | 7.9          | 5.1          | 2.8                 | 4.6          | 4.7          | 2.2                 | 2.0          | 4.1          |

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 | 9.9   | 3.2   | 1.7   | 7.9   | 3.1   | 1.6   | 1.3   | 1.8   |
| 国内企業物価指数※    | ▲ 1.1 | 2.3   | 3.0   | 3.0   | 1.1   | 1.9   | 1.9   | 1.4   | 1.1   |
| 消費者物価指数※     | ▲ 0.2 | 0.0   | 0.0   | ▲ 0.1 | 0.5   | 0.6   | 0.5   | 0.7   | 0.6   |
| 消費者物価(除く生鮮)※ | ▲ 0.4 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | 0.4   | 0.5   | 0.4   | 0.6   | 0.5   |
| 貿易収支(兆円)     | 3.9   | 2.3   | 1.1   | 1.2   | 0.6   | 0.9   | 0.6   | 0.3   | 0.6   |
| 経常収支(兆円)     | 18.2  | 19.3  | 9.2   | 10.1  | 16.9  | 19.8  | 9.9   | 9.9   | 18.1  |
| 名目賃金指数※      | ▲ 1.1 | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.1   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 完全失業率(%)     | 2.9   | 2.9   | 2.9   | 2.9   | 3.1   | 2.8   | 2.9   | 2.8   | 2.8   |
| 住宅着工戸数(万戸)   | 80.4  | 81.5  | 81.2  | 81.6  | 81.0  | 81.9  | 81.6  | 82.1  | 81.3  |
| 為替レート(¥/\$)  | 106.4 | 108.2 | 108.4 | 108.0 | 104.9 | 108.0 | 108.0 | 108.0 | 105.0 |
| 原油価格(\$/b)   | 45.8  | 57.0  | 57.4  | 58.2  | 57.4  | 58.5  | 58.4  | 59.0  | 58.7  |
| 米国実質成長率(年率)  | ▲ 3.5 | 6.3   | 6.6   | 6.0   | 4.0   | 3.2   | 2.4   | 2.2   | 2.9   |
| 中国実質成長率※     | 2.3   | 8.4   | 12.3  | 5.2   | 7.5   | 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

### ○1～3月期の実質GDP

5月18日に発表された2021年1～3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▲5.1%と3四半期ぶりのマイナス成長

(図表2)。需要項目別にみると、1月の緊急事態宣言再発出に伴う飲食店への営業時間短縮要請の影響などから、民間最終消費は前期比1.4%減と3四半期ぶりに減少した。住宅投資は同1.1%増と2四半期連続で増加する一方、設備投資は前期が高めの伸びとなった反動もあり同1.4%減と2四半期ぶりに減少した。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1.1%減と7四半期ぶりに減少し、政府消費はGo Toキャンペーン停止の影響もあり同1.8%減となった。輸出は中国向けを中心に同2.3%増となる一方、輸入が同4.0%増となったことから、

外需寄与度は同▲0.2ポイントとなった。この結果、1～3月期のGDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲2.3%、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▲4.2%へと悪化した。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▲0.3%となり、名目GDP成長率は同▲1.6%（年率換算▲6.3%）となった。

この結果、1～3月期のGDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲2.3%、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▲4.2%へと悪化した。

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▲0.3%となり、名目GDP成長率は同▲1.6%（年率換算▲6.3%）となった。

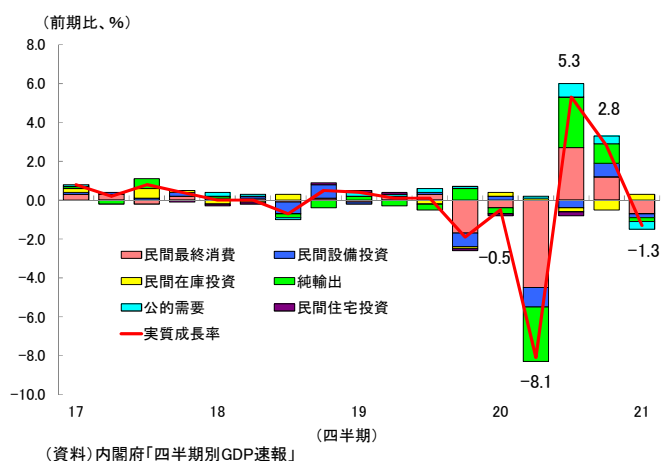
### ○1度目の緊急事態宣言時より落ち込みは限定的

2度目の緊急事態宣言によるGDPの落ち込み（2021年1～3月期：前期比年率▲5.1%）は、1度目の宣言時（2020年4～6月期：同▲28.6%）に比べ限定的となった。全国的かつ幅広い業種に営業自粛が要請された昨年と異なり、2度目の宣言では、地域を限定、感染リスクの高い飲食業の営業時間短縮要請など、的を絞った対策とされたこともある。昨年は全面的に自粛ムードが強まったが、コロナ禍での生活が長引くなか、自粛疲れあるいはコロナ慣れという心理も、緊急事態宣言下でも昨年ほど消費が落ち込まなかった背景にあるとみられる。また、昨年は世界的に工場稼働の停止でサプライチェーンが混乱した影響などから輸出が大幅減となったが、感染拡大下でも輸出が増加基調を維持するなど世界的に製造業の活動が維持されたことが大きい。設備投資については1～3月期に減少したが、10～12月期が高めの伸びとなった反動の面が強く持ち直しの動きは続いている。1～3月期は個人消費の落ち込みを主因にマイナス成長となったが、輸出の増加が企業収益の回復を通じて製造業の設備投資に好影響を及ぼすなど好循環につながりつつあることから、景気は持ち直し基調にあると評価している。

### ○堅調な海外需要を背景に景気持ち直し基調は維持

4月に発出された3度目の緊急事態宣言の影響により目先の個人消費は弱含みが見込まれるため、2021年1～3月期のマイナス成長に続き 4～6月期は小幅なプラス成

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



長にとどまると予測するが、製造業の回復が補う形で景気は持ち直し基調を維持するだろう。 新型コロナワクチン普及で先行する欧米では制限されていた対面型サービスの営業を再開する動きがある。世界経済は、コロナ禍の制約が和らいでいくもと、大規模な財政出動を原動力に米国と中国をけん引役として持ち直しが続くとみられる。堅調な海外需要を背景に、日本では輸出の増加傾向が維持され、製造業を中心とした企業収益の回復が企業の設備投資意欲の支えとなろう。2021年度後半から2022年度にかけては、欧米に後れをとるワクチン接種が進むにつれてサービス消費回復に弾みがつくことで、家計・企業のマインドに好影響が及び、景気は回復基調を強めていくだろう。

なお、夏の東京五輪・パラリンピックは開催されることを前提としたが、国内の感染動向次第では中止となる可能性も否定できない。開催されたとしても観客数制限により直接的な需要喚起効果は小さいと見込んでおり、仮に非開催となった場合でも景気動向に大きな影響を及ぼすことはないだろう。

2021年度の実質GDP成長率予測は前年比3.9%、2022年度は同+2.3%と前回(2月)からそれぞれ0.1ポイント、0.3ポイント上方修正した。3度目の緊急事態宣言が下押し要因となることで、前回想定よりも個人消費の持ち直しは後ずれするものの、世界的なワクチン接種の進展と米国の大規模な経済対策を踏まえ世界経済の先行きの見方を強めたためである。前回2月予測時点では、4~6月期の成長率は、緊急事態宣言の解除により1~3月期の落ち込みからの反動で高めの成長率になると予測していたが、3度目の緊急事態宣言により持ち直し時期は後ずれする。四半期ごとの成長率は、2021年4~6月期：前期比年率1.6%、7~9月期：同+6.4%、10~12月期：同+3.5%、2022年1~3月期：同+2.5%と予想する。

なお実質GDPの水準について、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月期には到達する時期は2022年10~12月期と予想する。

## ○ワクチン格差と変異ウイルス拡大が世界経済回復の足を引っ張るリスクに留意

世界経済の回復はワクチン普及がカギを握るが、ワクチン接種ペースに格差が生じており低所得国の遅れが懸念される。感染力が強い変異ウイルスが猛威を振るうなか、ワクチン接種の進展を受けた急激なヒトの移動の活発化が感染再拡大を招く恐れもある。一部の国のコロナ禍収束の遅れが世界経済回復の足を引っ張るリスクに留意が必要である。

中国は米国に並びけん引役として期待されるが、国内外に不安要素を抱える。国内問題としては不良債権増加や不動産バブル崩壊が懸念される。また、国際関係では、貿易やハイテク分野にとどまらず覇権争いの様相を呈する米国との対立が一段と激化するリスクにも留意が必要である。

## ◇主要な需要項目の動向

### ○個人消費は3度目の緊急事態宣言で目先は弱含むが、宣言解除後は持ち直し

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うける宿泊・飲食サービス業を中心に減少している。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、3月は2.6%と足元ではむしろ低下している（図表3）。ただし、労働参加率の低下が影響しており、求職を諦めた層が一定数存在することを示唆している。

雇用環境は当面弱さが残るだろう。3月の有効求人倍率（季節調整値）は1.10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、コロナ禍の影響が残る当面の間は、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から弱さが残り、失業率は3%近辺で推移すると予想する。

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、賃上げ率は前年を下回ったと予想される。また、前年度の企業業績の悪化を反映し夏季賞与は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。

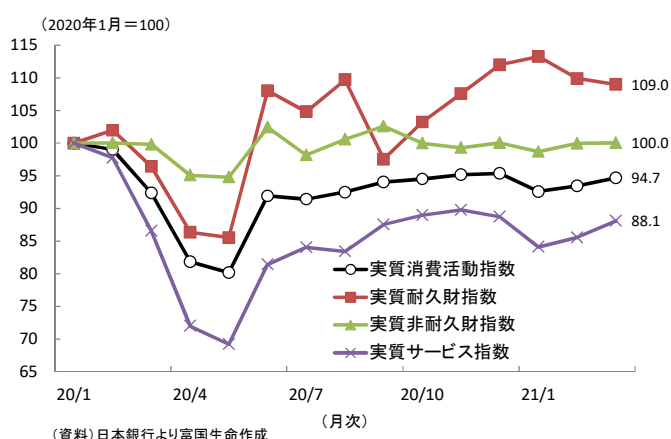
個人消費は、弱さが残るものの、持ち直しの動きがみられる。1～3月期の民間最終消費支出は前期比1.4%減と、1月の緊急事態宣言再発出に伴い自粛ムードが強まったことで3四半期ぶりの減少となった。巣ごもり需要もあり財消費の減少幅は限られたものの、Go To トラベル停止や飲食店の営業時間短縮などにより外食や旅行といった対面型サービスが再び落ち込んだ。ただ、自粛要請が幅広い業種にわたった昨年4月の宣言時とは異なり、今回は飲食店に絞った制限措置であったことなどから2020年4～6月期（前期比8.3%減）に比べて落ち込みは限定的となった。また、日本銀行が作成する実質消費活動指数で月次ベースの推移をみると、3月21日まで緊急事態宣言延長されたにもかかわらず、新規感染者数の減少などを受けて自粛ムードが和らぎ、2月、3月と緩やかに持ち直した（図表4）。前述のとおりコロナ慣れや自粛疲れといった心理も消費者の行動に影響を与えているとみられる。

4～6月期の個人消費は、3度目の緊急事態宣言の影響などにより弱含みでの推移となろう。4月下旬に発出された4都府県を対象とする3度目の緊急事態宣言は、酒・カラオケ提供店や大型商業施設へと休業要請の対象が拡大され、2度目の宣言時より厳しい制限が課された。5月12日には休業要請など一部の制限は緩和されたものの5

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



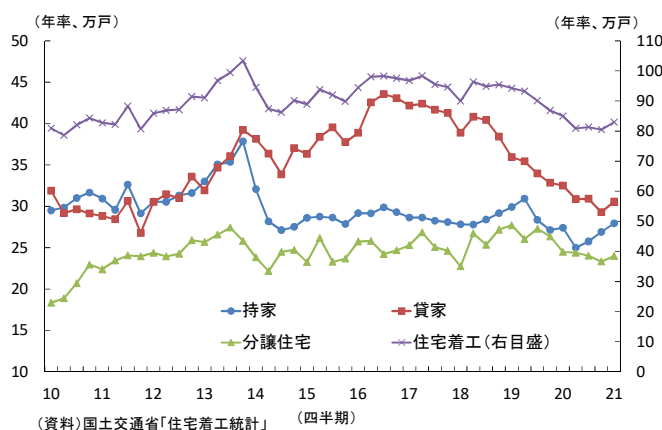
月末まで延長され、対象地域も段階的に拡大した。目先の個人消費は停滞が避けられないが、サービス消費は依然として低い水準にとどまっていることもあり、追加的な下押し圧力は限定的にとどまるとみている。また、財への消費については、大型商業施設の休業などにより実店舗への影響が不可避であるが、Eコマースへの代替や巣ごもり需要が支えとなり底堅く推移しよう。2022年度にかけては、ワクチン普及の効果が顕在化するなか、雇用・所得環境の改善とともに飲食や旅行といった対面型サービスの消費回復に弾みがつくことで、個人消費は増加が続くと予想する。

### ○新設住宅着工戸数は、概ね横ばいの推移が続くと見込む

1～3月期の住宅投資は前期比1.1%増と2四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、1～3月期は年率83.0万戸と2四半期ぶりに増加した（図表5）。3月単月では同88.0万戸と持ち直しがみられたものの、基調としては年率80万戸程度と低水準にとどまっている。

今後の新設住宅着工戸数は、概ね横ばいの推移が続くだろう。減少トレンドにあった貸家は、足元で下げ止まりの兆しがみられる。ただし、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から継続的な持ち直しの動きは期待しにくく、低調な推移になると見込んでいる。持家は、住宅ローン減税など各種住宅取得支援策が一定の下支えとなり、緩やかに持ち直していくと予想する。3度目の緊急事態宣言の影響は大きくないとみられるが、イベントや外出の自粛が住宅展示場の来場者数減少などを通じて受注を下押しする要因となろう。分譲住宅は、コロナ禍で落ち込んだ2020年からは反発を見込むものの持家同様、先行きの回復ペースは鈍いものとどまろう。

図表5. 新設住宅着工戸数の推移

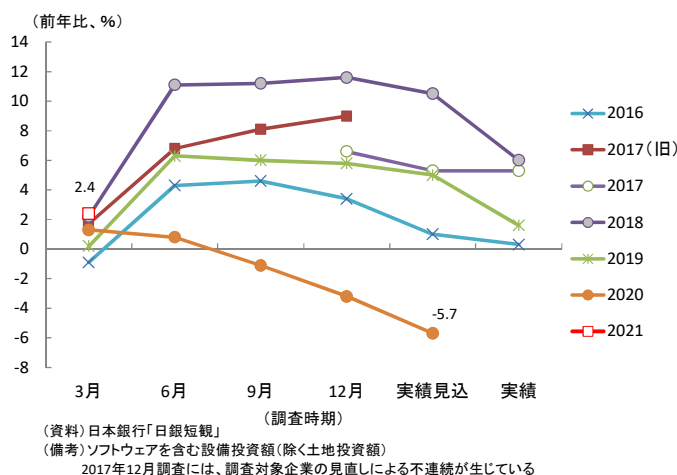


### ○設備投資は持ち直しが続く

1～3月期の実質設備投資は前期比1.4%減と2四半期ぶりの減少となった。もっとも、10～12月期が同4.3%増と高めの伸びとなった反動という面があり、基調としては持ち直していると判断している。企業収益の改善や堅調な輸出を背景に製造業の設備投資意欲が回復し、コロナ禍で先送りされていた投資が徐々に再開されつつある。

今後の設備投資は持ち直しが続くだろう。日銀短観3月調査における全規模・全産業の2020年度設備投資計画

図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



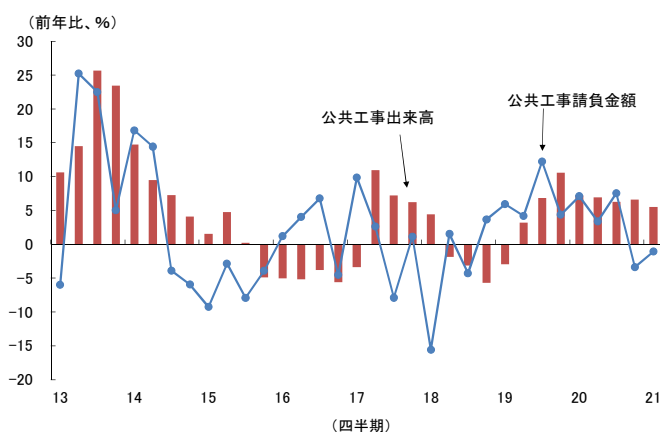
(ソフトウェアを含む、土地投資を除く)は、前回12月調査から下方修正され前年比5.7%減となった一方、2021年度計画は前年比2.4%増となり、同時期としては底堅い計画が示されている(図表6)。建設投資については、宿泊施設など対面型のサービスを提供する分野では、不急の投資を見送る姿勢が継続し弱い動きが見込まれるものの、コロナ禍を機としたEコマースの一層の浸透などを背景とした物流施設などは増加が期待される。また、堅調な輸出を受けた生産の増加が製造業の設備投資意欲を支え、機械投資やデジタル関連投資が堅調に推移することで設備投資は上向いていくだろう。

### ○公的固定資本形成は、底堅く推移

1~3月期の公的固定資本形成は前期比1.1%減と7四半期ぶりの減少となったが、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、基調としては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、1~3月期が同1.1%減と2四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



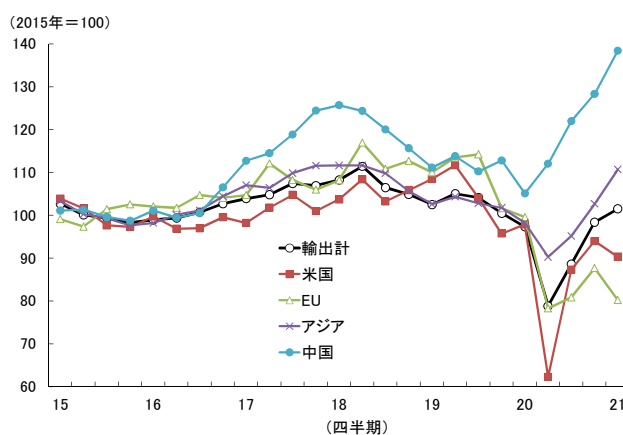
(資料)国土交通省、各信用保証会社  
(備考)直近の公共工事出来高は1~2月累計の前年比

### ○輸出は、増加傾向を維持

輸出は増加傾向となっている。1~3月期の実質輸出は前期比2.3%増となった。輸出数量指数を地域別にみると、米国向けはこれまで伸びをけん引した自動車関連の増加が一服し低下したものの、引き続き中国をはじめとしたアジア向けが高い伸びとなった(図表8)。輸出はコロナ禍で昨年4~6月期に大幅に落ち込んだ後、経済活動の再開とともに急激な回復局面にあったが、足元ではコロナ前の2019年10~12月期の水準まで回復するなか、増勢にやや一服感がみられる。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、増加傾向を維持するだろう。世界経済は、各国の拡張的な財政政策や緩和的な金融政策が支えとなるなか、ワクチン接種の進展によりコロナ禍の制約が和らいでいくもとで、

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

持ち直しの動きが続くとみられる。感染動向やワクチン接種ペースの差によって各国の回復ペースにばらつきはあるが、当面は景気回復で先行する中国と米国向けが輸出のけん引役となろう。自動車関連財において半導体不足の影響が当面の重石になるとみられるが、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。

## ○消費者物価と金融政策の見通し

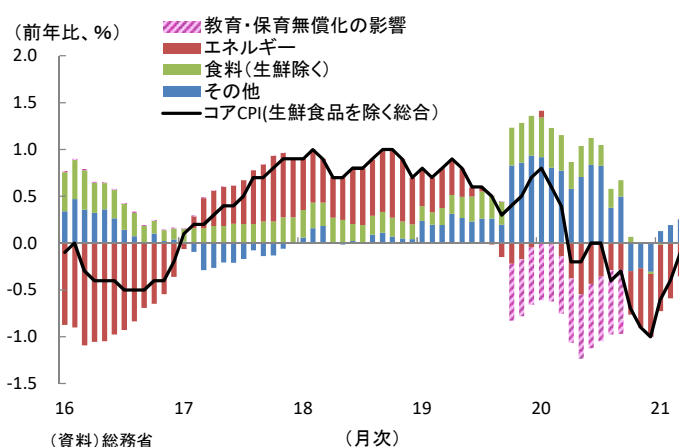
消費者物価はマイナス幅が縮小している。コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は 2020 年 12 月に同▲1.0%までマイナス幅が拡大したものの、宿泊料の下押し要因であった旅行需要喚起策 Go To トラベルが休止となったことや、原油価格の動向を映してエネルギー価格のマイナス寄与が縮小してきたことにより、2021 年 3 月は前年比▲0.1%となった（図表 9）。在宅勤務の増加や巣ごもり需要の高まりなどにより価格上昇圧力が強まっている品目も一部みられるが、総じて需要低迷による下押し要因が強い状況が続いている。

今後のコア CPI は、弱い動きが続くだろう。引き続き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

状況が続くだろう。また、4 月から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が現れ、コア CPI の伸びを 0.6 ポイント程度押し下げる要因となる。一方、足元にかけての原油価格の上昇を踏まえると、今後夏場にかけて、エネルギー価格の寄与度がプラスに転じることが想定される。その影響を強く受ける 4～6 月期には一旦コア CPI はプラスとなるものの、その後は再びマイナス圏で推移しよう。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。携帯電話通信料の影響を踏まえ、2021 年度のコア CPI は同▲0.1%と前回 2 月予測から 0.5 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により金融緩和策を一段と強化する可能性がある。日銀は 2021 年 3 月、金融緩和の長期化を念頭に、マイナス金利の深掘り時の金融機関への副作用を緩和すべく、「貸出促進付利制度」を導入したが、大幅に円高が進行しない限りマイナス金利の深掘りは見送るだろう。

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  | 0.3    |
| 民間最終消費     | 0.5    | 0.5    | 0.7    | 0.0    | 0.1    | 0.3    |
| 民間住宅投資     | 1.8    | 1.6    | 1.6    | 0.4    | 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    | ▲ 0.7  | 0.2    | 0.2    |
| 公的固定資本形成   | 1.6    | 1.7    | 1.5    | 0.3    | 0.5    | 0.5    |
| 財貨・サービスの輸出 | 4.0    | 0.5    | ▲ 3.2  | ▲ 1.8  | 1.0    | 0.4    |
| 財貨・サービスの輸入 | 7.5    | 4.5    | ▲ 4.3  | ▲ 6.9  | 3.7    | 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  | ▲ 4.6  | 3.9    | 2.3    |
| 民間需要        | 1.2    | 0.1    | ▲ 0.6  | ▲ 4.9  | 2.5    | 2.1    |
| 民間最終消費      | 0.6    | 0.1    | ▲ 0.5  | ▲ 3.3  | 1.8    | 1.4    |
| 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    | 0.5    |
| 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    | ▲ 0.2  | ▲ 0.4  | ▲ 0.6  | 0.8    | ▲ 0.0  |
| 財貨・サービスの輸出  | 1.0    | 0.4    | ▲ 0.4  | ▲ 1.8  | 2.3    | 0.9    |
| 財貨・サービスの輸入  | ▲ 0.6  | ▲ 0.5  | ▲ 0.0  | 1.2    | ▲ 1.4  | ▲ 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

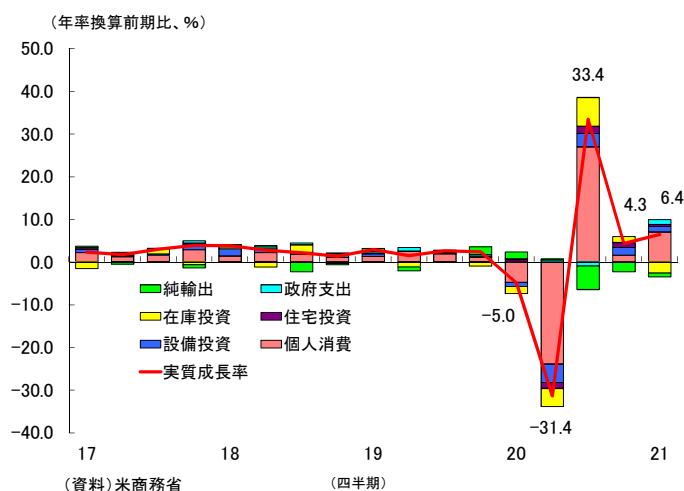
### 【米国経済】

米国経済は、財政政策と金融政策による下支えで緩やかに改善している。2021年1～3月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.4%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+33.4%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に支えられて高めの成長率が続いている。実質 GDP の水準はコロナ前のピークであった2019年10～12月期に対して0.9%下回るのみとなり、経済活動の水準としても回復が進んできた。

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急激に加速し、前期比年率10.7%増となった。耐久財・非耐久財が大幅増となったほか、サービス分野でも回復が続いた。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。2021年4月の失業率は6.1%とコロナ前の3%台半ばと比較して高水準だが、非農業部門雇用者数は足元で月平均40～50万人程度の増加が続いている。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10.8%増となった。設備投資はIT機器やソフトウェアを中心に同9.9%増と3四半期連続の増加となった。在庫投資は同2.6ポイントのマイナス寄与となった。輸出は同1.1%減、輸入は同5.7%増となり、純輸出の寄与度は0.9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、ワクチン接種の進展により米国内での制限措置が解消に向かうことから、内需を中心に回復傾向が続くだろう。米国では既に18歳以上の全成人がワクチンの接種対象であり、バイデン政権は7月4日の独立記念日までに少なくとも1回目のワクチン接種を終えた成人の割合を70%超とすることを目標に掲げている。個人消費は、家計への現金給付や失業保険の上乗せ給付、レストランや各種店舗の通常営業化などにより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、米国と中国の対立に不透明感があり、2020年に成立した企業向け減税法案の効果も薄れるものの、堅調な企業収益と米国内でのコロナ禍の収束が企業の背中を後押しし、緩やかな伸びが続くだろう。ただし、一部の国ではワクチン接種とコロナ禍の収束に遅れが生じ、世界的な需要回復の足を引っ張ると考えられることから、輸出の伸びは緩慢なものにとどまると見込んでいる。なお、2021年央にはコロナ前である2019年10～12月期の実質 GDP 水準へ回復すると考えている。3月に成立した1.9兆ドル規模の追加経済対策などを反映し、2021年の実質 GDP 成長率は前年比+6.3%と前回予測から2.3ポイ

図表 12. 米国実質 GDP 成長率の推移



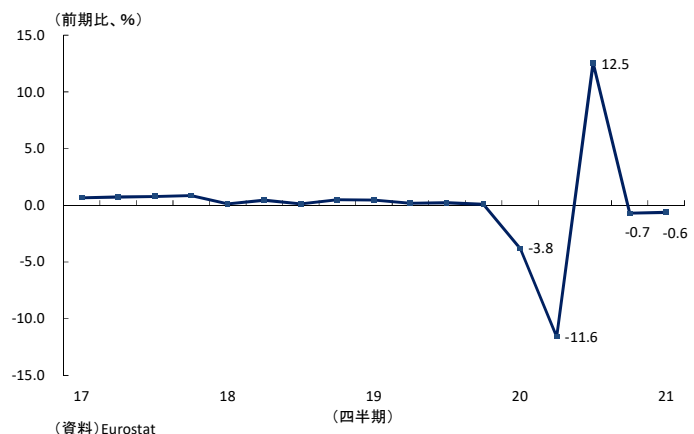
ント、2022年は同+3.2%と0.3ポイントそれぞれ上方修正している。

金融政策について、FRB（米連邦準備理事会）は、今後も緩やかな政策スタンスを継続しよう。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を高く設定し、また最大雇用と物価安定の目標に向けて顕著な進展があるまで少なくとも現行ペースで資産買入を行うとしているが、大規模な経済対策による景気加速で雇用回復が想定以上に急ピッチで進めばテーパリング（資産買入の縮小）を開始する可能性がある。

## 【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。2021年1～3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比▲0.6%（年率換算▲2.5%）と2四半期連続のマイナス成長となった（図表13）。欧州各国では、2020年の秋以降、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、その影響は年明け後も継続した。主要国の成長率をみると、ドイツが前期比▲1.7%（前期：同+0.5%）、スペインが同▲0.5%（前期：同0.0%）とマイナス成長に転じ、イタリアでも同▲0.4%（前期：同▲1.8%）とマイナス成長が続いた。ただし、フランスは個人消費・設備投資を中心に同+0.4%（前期：同▲1.4%）のプラス成長となった。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



今後は緩やかに持ち直すだろう。これまでの制限措置の効果から欧州各国で新規感染者数がピークアウトしており、ドイツなどではワクチン接種を終えた人を対象に夜間外出規制などを解除する方針である。落ち込んでいる対面型のサービス業も営業再開に向かうだろう。また、引き続きECB（欧州中央銀行）による緩やかな金融政策や各国の拡張的な財政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。欧州委員会の高官が今夏からワクチン接種済の米国人旅行客を受け入れる意向を示すなど、インバウンド需要の回復にも道筋が見えてきた。雇用・所得環境の悪化が個人消費の重石となるものの、欧州経済は緩やかな持ち直しが続くだろう。

金融政策について、ECBは今後も緩やかな政策スタンスを維持するだろう。ラガルド総裁は3月に景気回復に先行する長期金利上昇は防いでいくと発言、ECBは4～6月期の資産買入ペースを加速させている。ただし、米国同様に年後半にはワクチン接種の進捗や経済状況に応じて資産買入ペースを減速させる可能性はある。

## 【中国経済】

中国経済は、順調に回復している。2021年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+18.3%となった(図表14)。新型コロナウイルスの影響で2020年1～3月期が同▲6.8%と統計開始以来のマイナスに落ち込んだ反動もあり、非常に高い伸び率となった。

4 四半期連続のプラス成長と回復基調が続いているが、前期比で見ると、局所的な感染再拡大を受けた警戒感から政府が春節期間の帰省・旅行の自粛を要請したこと影響などから、回復ペースは10～12月期の前期比+3.2%から1～3月期が同+0.6%へと鈍化した。

1～3月期の主要経済指標をみると、いずれも高い伸び率となった。小売売上高は前年比33.9%増と飲食や自動車、衣類、家具類など前年にコロナ禍の影響が大きく落ち込んだものが持ち直した。固定資産投資は同25.6%増と

なり、インフラ投資や不動産開発投資が引き続き堅調に推移するなか、製造業の投資も高い伸びとなった。輸出は同49.0%増と医療関連やPC関連が堅調さを維持した。

今後も、回復が続くだろう。1～3月期の高成長はコロナ禍による前年の落ち込みからの反動も含まれるため、今後の四半期ごとの成長率は鈍化し、巡航速度での成長に戻っていくと予想する。政府主導のもとでインフラ投資がけん引役となることは変わらないが、今後は製造業の投資と個人消費の回復という民間内需が主導する形での成長へと、徐々に移っていくだろう。

インフラ投資については、地方政府特別債券の発行額は2020年の3兆7,500億元から2021年3兆6,500億元へと小幅な減額にとどまったことから、引き続き堅調な伸びが期待できよう。また、製造業の投資については、米国との対立は懸念材料ではあるものの、輸出の回復や企業収益の改善に加え、半導体の国内供給力強化に向けた関連投資の増加もあり、緩やかに持ち直していくだろう。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が導入されるなど、中国政府が不動産バブルへの警戒感を強めていることから、次第に鈍化していくとみられる。個人消費は、政府の自動車や耐久財などの購入支援策を支えに増加傾向となろう。雇用・所得環境は厳しさが残るものの、ワクチン接種が進展するにつれて対面型サービスなどにおける制約が解消に向かうことで、消費回復に弾みがついていくものとみられる。輸出は、米国の大規模な経済対策による世界的な需要回復を背景に堅調さを維持するだろう。ただし、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することなどから、増勢は次第に鈍化していくと見込んでいる。

なお、想定を上回る2021年1～3月期の実績に加え、米国の堅調な回復が世界経済に及ぼす好影響などを踏まえ、2021年の実質GDP成長率は同+8.4%と前回2月予測から2021年は0.9ポイント上方修正、2022年は同+5.3%と前回予測を据え置いた。

以上

図表14. 中国実質GDP成長率の推移

