



農林中金総合研究所

# 2021～22年度改訂経済見通し

(2次QE後の改訂)

～2021年度:3.0%成長、22年度:2.8%成長～

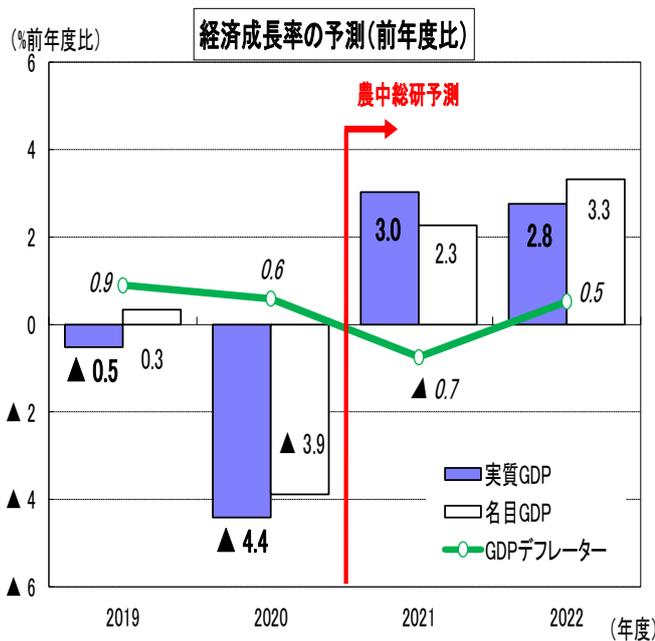
(いずれも8月時点の見通しから据え置き)

2021年9月8日

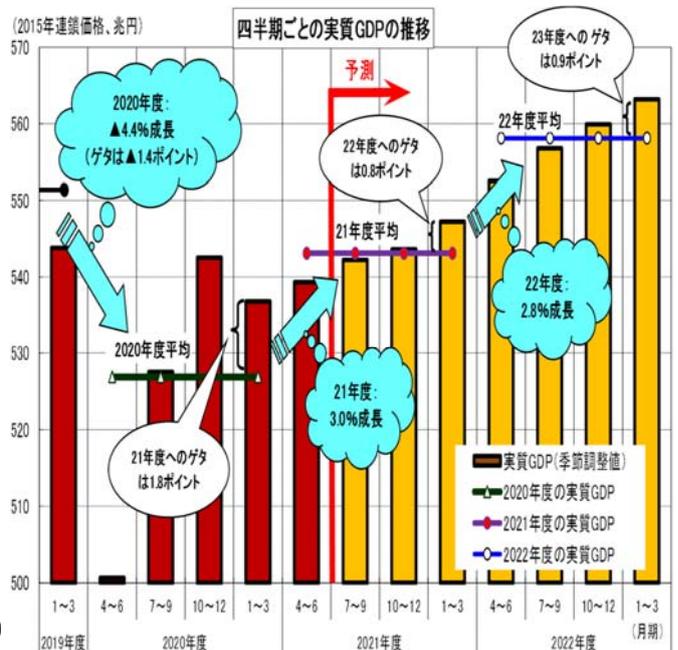
お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所

03-6362-7758(調査第二部 南)

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



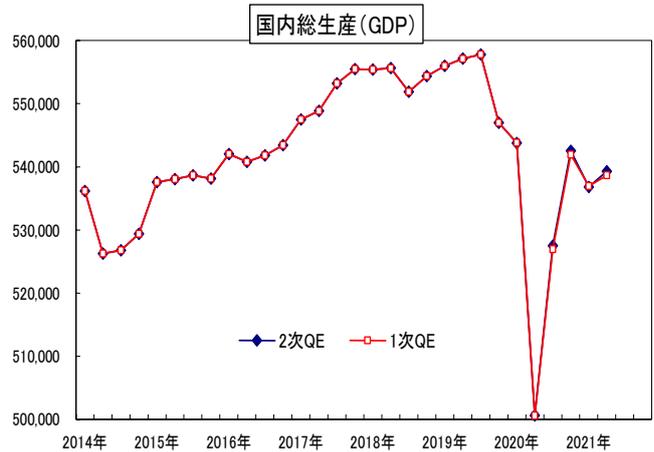
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2021年4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

# 1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2021年4～6月期の実質GDPは上方修正
  - 4～6月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率1.9%(1次QE:同1.3%)へ上方修正、2四半期ぶりのプラス成長
    - 民間消費、民間企業設備投資、政府消費が上方修正された半面、民間在庫変動、公共投資、輸出等、輸入等が下方修正
    - ただし、GoToキャンペーン効果などで盛り上がった20年10～12月期の水準を下回るなど、21年前半は総じて足踏み状態であり、欧米に比べて景気の出遅れ感は否めず
  - 一方、消費者物価指数の基準改定の影響から、名目GDPは前期比年率▲0.5%(1次QE:同0.2%)と2四半期連続のマイナスへ下方修正されたほか、GDPデフレーターも前年比▲1.1%へ下方修正



(資料)内閣府経済社会総合研究所



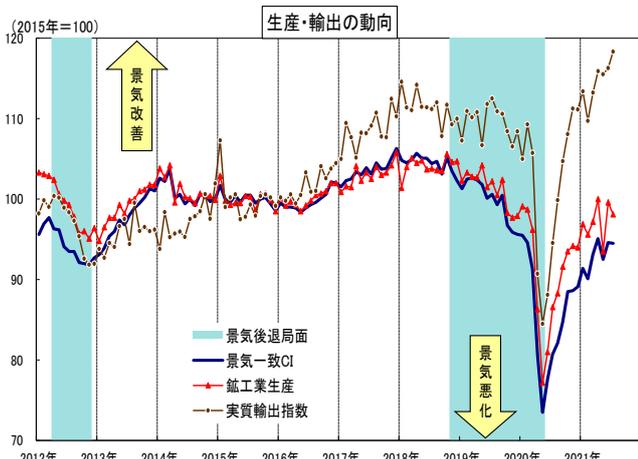
(資料)内閣府 (注)単位は10億円(2015年連鎖価格)。

農林中金総合研究所

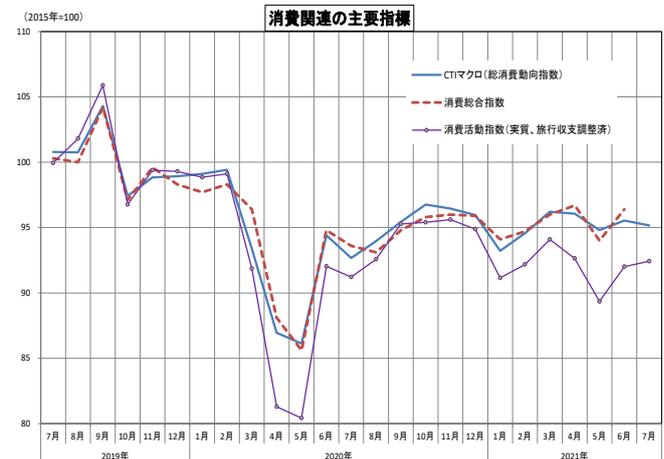
3

# 2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気持ち直しに一服感 ～行動制限の継続に加え、半導体不足の影響も～
  - 7月の景気動向指数のCI一致指数は僅かながらも2ヶ月ぶりに低下したが、それに基づく基調判断は5ヶ月連続の「改善」で、景気回復を維持
  - 世界経済の回復傾向を受けて輸出は底堅いものの、半導体不足・部品調達難などの影響で生産に足踏み感
  - 新型コロナの変異ウイルス(デルタ株)の感染爆発によって広範囲で継続的に行動制限が要請されており、対面型サービス業の持ち直しに限界
    - コロナ禍で底堅く続してきた耐久財消費も足元では頭打ち気味
  - 消費者物価(生鮮食品を除く、以下コア)は前年比下落状態が継続
    - エネルギー価格が上昇しているが、7月全国コアは前年比▲0.2%と12ヶ月連続のマイナス



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



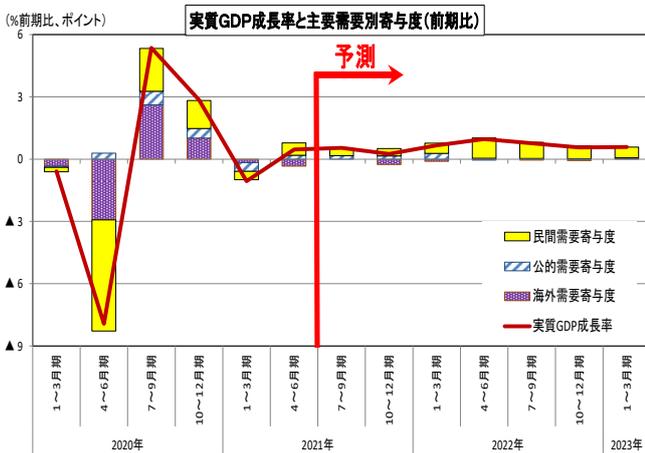
(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

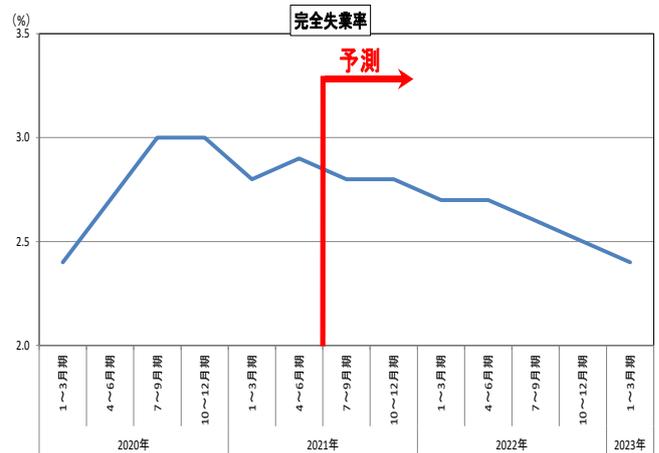
4

### 3 日本経済・物価の見通し

- **経済見通し** ～2021年度は3.0%成長、22年度は2.8%（いずれも前回から据え置き）と予測～
  - 足元7～9月期は、デルタ株の感染拡大によって緊急事態宣言などの行動制限が出されており、サービス消費の低迷が続いたほか、輸出もやや減速することが見込まれるが、堅調な投資意欲を背景とした企業設備投資の自律回復などが見込まれ、2四半期連続のプラス成長と予想（前期比年率で2.2%成長）
  - 足元ではワクチン接種の完了者も国民の半数近くに達したほか、デルタ株による「第5波」もピークアウトしつつあるものの、今後も新たな変異株による感染再拡大が起きる可能性があることから、21年度下期も景気回復ペースは緩慢なものにとどまると想定
    - 本格回復のボトルネックとなっている医療供給体制の整備が喫緊の課題
  - 22年度入り後には、3回目のワクチン接種（ブースター）などを経て、新型コロナの経済への影響度が弱まっていき、経済活動の正常化が本格的に進むと想定される
    - ただし、直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準（558兆円）の回復は22年度下期と想定



(資料)内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成

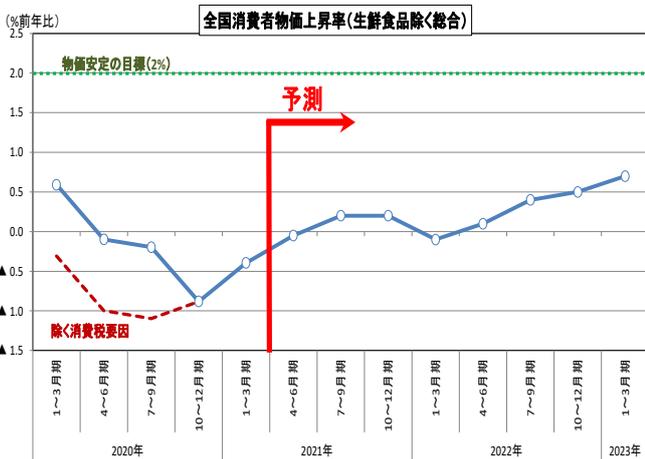


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

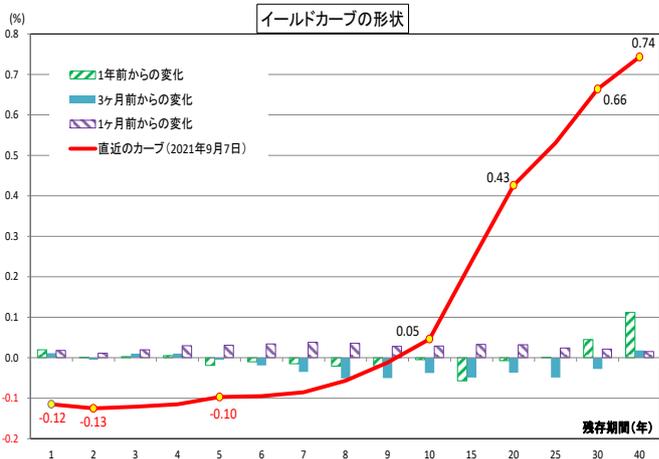
農林中金総合研究所

5

- **物価見通し** ～2021年度:前年度比▲0.3%、22年度:同0.5%と、「2%」達成は見通せず～
  - 世界経済の回復加速期待を背景に川上分野の価格上昇圧力は根強いが、21年度を通じて▲1ポイントほどの携帯電話通信料の押下げ要因が続くほか、需要回復テンポが緩慢なこともあり、欧米で見られるようなインフレ加速はないと思われる
- **金融政策、長期金利** ～粘り強く金融緩和を継続する方針、長期金利は小幅プラスで推移～
  - 日銀は2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続していることに加え、コロナ対応の対策も実施
  - 7月の展望レポートによれば、23年度の物価見通しは1.0%（全国コア）であるが、国内の物価上昇圧力が鈍いことを踏まえると、少なくとも今後2年間は現行レベルの緩和策が継続される可能性が高い
  - 一方、長期国債やETFの買入れペースは21年4月以降は鈍化している



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



(資料)財務省資料より作成

農林中金総合研究所

6

# 予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	0.3	▲ 3.9	2.3	3.3
実質GDP	%	▲ 0.5	▲ 4.4	3.0	2.8
民間需要	%	▲ 0.7	▲ 6.3	2.7	3.6
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 5.8	2.6	3.0
民間住宅	%	2.5	▲ 7.2	1.8	0.1
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 6.8	4.9	5.5
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2
公的需要	%	2.0	3.5	2.0	1.2
政府最終消費支出	%	2.0	3.4	2.7	1.3
公的固定資本形成	%	1.5	4.2	▲ 1.0	0.8
輸出	%	▲ 2.2	▲ 10.4	15.7	8.7
輸入	%	0.2	▲ 6.8	12.4	9.7
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 3.8	2.6	3.0
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 4.7	2.1	2.7
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.9	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.6	0.5	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.6	▲ 0.7	0.5
国内企業物価(前年比)	%	0.1	▲ 1.4	4.8	1.7
全国消費者物価(〃)	%	0.7	▲ 0.5	▲ 0.3	0.5
(消費税要因を除く)		(0.2)	(▲ 0.9)		
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(0.5)	(▲ 0.6)		
完全失業率	%	2.3	2.9	2.8	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 3.7	▲ 9.9	10.4	4.1
経常収支	兆円	18.9	18.2	23.6	22.8
名目GDP比率	%	3.4	3.4	4.3	4.0
為替レート	円/ドル	108.7	106.0	110.6	112.5
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.03	0.05	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.7	71.0	72.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
 無担保コールレートは年度末の水準。  
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

	単位	2020年度 通期	2021年度		2022年度			
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	▲ 4.4	3.0	0.2	1.1	2.8	1.7	1.6
実質GDP	%	▲ 6.3	2.7	0.8	1.3	3.6	2.2	2.3
民間需要	%	▲ 5.8	2.6	0.3	0.5	3.0	1.9	2.1
民間最終消費支出	%	▲ 7.2	1.8	2.6	0.8	0.1	▲ 0.1	▲ 0.5
民間住宅	%	▲ 6.8	4.9	2.4	3.2	5.5	2.9	3.3
民間企業設備	%	3.5	2.0	0.2	1.7	1.2	0.4	0.3
公的需要	%	3.4	2.7	0.7	1.8	1.3	0.3	0.4
政府最終消費支出	%	4.2	▲ 1.0	▲ 1.7	1.4	0.8	0.6	▲ 0.3
公的固定資本形成	%	▲ 3.9	▲ 1.4	▲ 0.6	▲ 2.2	▲ 2.6	▲ 2.4	▲ 2.8
輸出	%	▲ 10.4	15.7	5.2	5.3	8.7	5.0	3.9
輸入	%	▲ 6.8	12.4	8.1	6.7	9.7	5.0	4.4
国内需要寄与度(前期比)	%	▲ 3.8	2.6	0.7	1.2	3.0	1.8	1.3
民間需要(〃)	%	▲ 4.7	2.1	0.6	0.8	2.7	1.7	1.3
公的需要(〃)	%	0.9	0.5	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1
外需寄与度(〃)	%	▲ 0.6	0.5	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.5	0.5	0.4	0.6
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 9.9	10.4	3.2	2.7	4.1	2.1	1.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.4	85.6	86.2	85.0	80.0	80.0	80.0
経常収支	兆円	18.2	23.6	11.2	12.4	22.8	11.8	11.0
貿易収支	兆円	3.9	5.7	2.2	3.5	9.3	4.8	4.5
外国為替レート	円/ドル	106.0	110.8	109.7	111.5	112.5	112.5	112.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	71.0	69.4	72.5	72.5	72.5	72.5

	単位	2020年度 通期	2021年度		2022年度			
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	▲ 3.9	2.3	4.1	0.6	3.3	3.0	3.6
実質GDP	%	▲ 4.4	3.0	5.2	1.1	2.8	2.6	3.0
民間需要	%	▲ 6.3	2.7	3.7	1.8	3.6	3.3	4.0
民間最終消費支出	%	▲ 5.8	2.6	4.6	0.8	3.0	2.4	3.5
民間住宅	%	▲ 7.2	1.8	0.1	3.3	0.1	0.6	▲ 0.5
民間企業設備	%	▲ 6.8	4.9	5.0	4.9	5.5	5.5	5.6
公的需要	%	3.5	2.0	2.3	1.6	1.2	1.8	0.6
政府最終消費支出	%	3.4	2.7	3.1	2.3	1.3	1.9	0.7
公的固定資本形成	%	4.2	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.9	0.8	1.4	0.1
輸出	%	▲ 3.9	▲ 1.4	▲ 0.6	▲ 2.2	▲ 2.6	▲ 2.4	▲ 2.8
輸入	%	▲ 10.4	15.7	23.1	9.5	8.7	9.3	8.1
国内企業物価(前年比)	%	▲ 1.4	4.8	5.1	4.5	2.0	4.5	3.0
全国消費者物価(〃)	%	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.4	▲ 0.1	0.3
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.8	2.7
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	10.4	15.4	6.0	2.0	6.0	3.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当研究所による。

農林中金総合研究所

7

# 予測表(四半期)

	単位	2020年				2021年				2022年				2023年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲ 0.5	▲ 7.6	5.4	2.3	▲ 1.1	▲ 0.1	0.6	0.3	0.8	1.1	0.9	0.7	0.8
(年率換算)	%	▲ 2.1	▲ 27.1	23.6	9.7	▲ 4.3	▲ 0.5	2.4	1.3	3.3	4.5	3.8	2.9	3.3
実質GDP	%	▲ 0.6	▲ 7.9	5.4	2.8	▲ 1.1	0.5	0.5	0.3	0.7	1.0	0.8	0.6	0.6
(年率換算)	%	▲ 2.3	▲ 28.1	23.2	11.9	▲ 4.2	1.9	2.2	1.0	2.7	3.9	3.1	2.3	2.4
民間需要	%	▲ 0.3	▲ 7.2	1.3	1.8	▲ 0.6	1.0	1.3	0.5	0.7	1.0	1.3	0.8	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	▲ 8.3	5.3	2.3	▲ 1.3	0.9	0.1	0.2	0.4	1.2	1.0	0.8	0.6
民間住宅	%	▲ 3.7	0.6	▲ 5.7	0.0	1.0	2.1	0.2	0.3	0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
民間企業設備	%	1.1	▲ 6.0	▲ 2.1	4.3	▲ 1.3	2.3	1.4	1.1	1.3	1.5	1.5	1.2	1.2
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.4	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.2	1.1	2.3	1.7	▲ 1.6	0.7	0.6	0.6	1.0	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	0.7	2.8	1.9	▲ 1.7	1.3	0.5	0.7	1.2	▲ 0.3	0.1	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.1	3.0	0.6	0.9	▲ 1.1	▲ 1.7	1.1	0.1	0.3	0.3	0.3	▲ 0.5	▲ 0.2
輸出	%	▲ 4.7	▲ 17.5	7.3	11.7	2.4	2.8	2.2	1.5	3.0	2.5	1.8	1.5	1.2
輸入	%	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 8.2	4.8	4.0	5.0	2.0	2.8	3.5	2.2	2.0	1.8	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 5.1	2.7	1.8	▲ 0.8	0.8	0.5	0.5	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 5.4	2.1	1.4	▲ 0.4	0.6	0.3	0.4	0.5	1.0	0.8	0.6	0.5
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.3	0.7	0.5	▲ 0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 2.9	2.6	1.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	1.0	1.4	1.1	0.1	▲ 0.2	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
国内企業物価(前年比)	%	0.6	▲ 2.3	▲ 0.8	▲ 2.1	▲ 0.3	4.7	5.5	5.0	4.0	3.0	2.0	1.0	1.0
全国消費者物価(〃)	%	0.7	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	0.3	0.4	0.5	0.7
(消費税要因を除く)		(▲ 0.2)	(▲ 1.0)	(▲ 1.2)										
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(0.4)	(▲ 0.3)	(▲ 0.5)	(▲ 0.8)	(▲ 0.7)								
完全失業率	%	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	0.0	▲ 16.8	9.0	5.7	2.9	1.1	1.2	1.5	1.2	1.0	1.0	0.5	0.5
経常収支(季節調整)	兆円	4.6	2.2	4.1	6.4	5.1	5.2	6.0	6.1	6.3	6.0	5.8	5.6	5.4
名目GDP比率	%	3.3	1.7	3.1	4.7	3.8	3.8	4.4	4.4	4.6	4.3	4.1	3.9	3.8
為替レート	円/ドル	108.9	107.6	106.2	104.5	105.9	109.5	110.0	111.0	112.0	112.5	112.5	112.5	112.5
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.04	0.00	0.02	0.02	0.07	0.07	0.03	0.04	0.05	0.10	0.12	0.15	0.15
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.8	30.7	40.9	43.9	55.5	66.9	72.0	72.5	72.5	72.5	72.5	72.5	72.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

8