

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7
TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048
URL <https://www.scbri.jp>

経済見通し

No. 2020-4

(2021. 2. 17)

実質成長率は20年度▲5.1%、21年度3.3%、22年度1.6%と予測

—新型コロナウイルスの感染拡大による影響は長期化の公算—

< 要 旨 >

1. 20年10～12月の実質GDPは前期比3.0%増(年率12.7%増)

「Go Toキャンペーン」の効果などによるサービス消費の持ち直しで、10～12月の個人消費は前期比2.2%増と2四半期連続で増加した。コロナ禍で落ち込んでいた設備投資は4.5%増と3四半期ぶりにプラスとなった。また、世界的なIT関連需要の高まりを背景に輸出の拡大が続いた。内需の持ち直しを受けて輸入も増加に転じたが、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は前期比ベースでプラス1.0%、年率換算の実質成長率を4.3%押し上げた。

2. 緊急事態宣言の再発令で非製造業を中心に経済活動は再び下振れ

20年10～12月も高めの成長率を記録したが、月次ベースでみた経済活動は昨年10月をピークに減速している。昨年末にかけて新型コロナウイルスの感染ペースが加速したことを受けて、家計の消費行動が慎重化したためである。11都府県に緊急事態宣言が発令された今年1月以降はサービス消費を中心に経済活動は一段と落ち込んでおり、21年1～3月には再びマイナス成長に陥る見通しである。経済正常化に向けた動きは維持されると想定しているが、ワクチン接種に向けた準備は難航しており、21年度も景気下振れリスクの高い状態が続くと予想される。

3. 実質成長率は20年度▲5.1%、21年度3.3%、22年度1.6%と予測

20年度の実質成長率はマイナス5.1%、21年度3.3%と予測した。20年10～12月は当初の想定を上回るプラス成長となったが、新型コロナウイルスの感染拡大の影響が尾を引き、回復ペースは当面も緩慢にとどまるとの見方を維持している。ワクチン接種が進み、「集団免疫」を獲得するまでにはなお時間が必要で、21年度も新型コロナの感染一服と再拡大が繰り返される可能性がある。東京五輪については開催を前提としているが、その場合でも観客制限など様々な規制下での開催になるとみられ、経済的な効果は限られよう。22年度には経済活動が正常化に向かうものの、コロナ禍の落込みを取り戻しきれないと予測している。

(注)本稿は2021年2月16日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位：%)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	前回(20年11月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	〈予測〉	20年度(予)	21年度(予)
実質GDP	0.3	▲0.3	▲5.1	3.3	1.6	▲5.5	3.3
個人消費	0.2	▲1.0	▲6.8	3.0	1.2	▲5.9	2.9
住宅投資	▲4.9	2.5	▲7.5	▲0.8	1.7	▲9.8	0.2
設備投資	1.0	▲0.6	▲6.6	2.6	3.8	▲8.1	2.4
公共投資	0.8	1.5	4.4	1.3	▲0.2	2.1	0.5
純輸出(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.8)	(1.0)	(▲0.0)	(▲1.2)	(0.9)
名目GDP	0.2	0.5	▲4.5	3.4	2.0	▲4.7	3.4

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

1. 20年10~12月の実質GDPは前期比3.0%増（年率12.7%増）

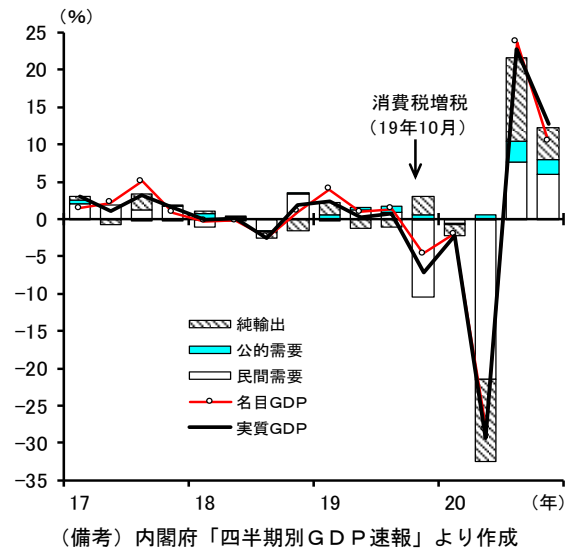
20年10~12月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比3.0%増、年率に換算すると12.7%増と2四半期連続のプラス成長となった。景気の実感に近い名目GDPも前期比年率で10.5%増加した（図表2）。

10~12月の動きを需要項目別（実質）にみると、GDPの5割強を占める個人消費は前期比2.2%増と2四半期連続で増加した。「G o T o トラベル・イート」などの政策効果を受けて、宿泊旅行や外食などサービス消費が持ち直したことに加え、巣ごもり需要を背景に飲食料品や家電の購入なども増加傾向が続いた（図表3）。住宅取得意欲は引き続き慎重だったが、滞っていた商談が進んだことなどから、住宅投資は前期比0.1%増と小幅ながらプラスに転じた。

個人消費と並ぶ内需の柱である設備投資は前期比4.5%増と3四半期ぶりのプラスとなった。コロナ禍で止まっていた計画が進み始めたことに加え、テレワークの拡大や次世代通信規格「5G」関連の本格化などでIT投資が増加した。公共投資は国土強靱化政策に伴う防災工事などが進捗し、前期比1.3%増と6四半期連続で増加した。

輸出はコロナ禍で激減した昨年4~6月を底に順調な回復が続き、10~12月は前期比11.1%増と7~9月（7.4%増）から加速した。世界的に自動車販売が持ち直したことに加え、中国を中心としたアジア向けに電子部品や化学製品などが増加した。輸入も前期比4.1%増と伸びたが、衣料品や日用品、外食産業向けの食料品などの需要が弱く、輸出の伸びを下回った。この結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は、前期比ベースでプラス1.0%、年率換算の実質成長率を4.3%押し上げた。

(図表2) GDPの前期比年率と寄与度



(図表3) 個人消費関連指標（前年比増減率）

(単位：%)

	20年				20年											
	1~3月	4~6月	7~9月	10-12月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
全世帯実質消費	▲3.5	▲9.8	▲8.3	0.7	▲11.1	▲16.2	▲1.2	▲7.6	▲6.9	▲10.2	1.9	1.1	▲0.6			
平均消費性向(勤労者)	64.8	54.8	62.7	65.9	60.7	53.2	51.7	56.6	64.0	67.9	66.8	67.1	64.0			
乗用車販売	▲10.0	▲32.9	▲14.1	15.4	▲30.4	▲46.7	▲22.6	▲12.8	▲14.8	▲14.8	30.8	6.7	10.9			
(普通+小型乗用車)	▲10.5	▲31.8	▲17.2	15.2	▲27.5	▲41.8	▲26.6	▲19.6	▲16.1	▲16.0	34.5	6.4	8.2			
(軽乗用車)	▲9.0	▲35.0	▲8.2	15.7	▲35.4	▲55.9	▲14.4	1.7	▲12.4	▲12.7	24.3	7.2	16.7			
百貨店販売額	▲15.3	▲49.9	▲23.9	▲10.1	▲71.1	▲63.6	▲17.3	▲18.6	▲20.0	▲32.1	▲0.8	▲13.6	▲13.0			
スーパー販売額	1.6	2.9	0.7	2.6	0.9	4.2	3.4	3.0	3.7	▲4.7	4.5	1.8	1.7			
商業動態・小売業	▲1.3	▲9.3	▲4.5	2.1	▲13.9	▲12.5	▲1.3	▲2.9	▲1.9	▲8.7	6.4	0.6	▲0.2			
(衣類・身の回り品)	▲9.6	▲32.0	▲20.3	▲5.4	▲54.1	▲34.6	▲6.3	▲19.1	▲17.7	▲24.1	▲4.0	▲7.7	▲4.5			
(飲料・食料品)	1.1	1.6	1.8	0.8	0.3	1.9	2.7	1.4	2.4	1.5	3.6	0.3	▲1.0			
(自動車)	▲1.4	▲25.1	▲15.3	7.6	▲23.7	▲35.1	▲17.0	▲15.8	▲13.8	▲16.0	16.7	3.0	4.4			
(家庭用機械)	▲3.1	▲0.8	▲5.5	22.3	▲13.5	▲6.2	16.2	8.1	3.9	▲24.3	27.3	26.2	15.9			
(燃料)	▲1.2	▲21.9	▲9.1	▲6.7	▲22.1	▲28.4	▲14.8	▲12.4	▲6.9	▲8.1	▲0.6	▲10.2	▲8.4			
外食産業売上高	-	-	-	-	▲39.6	▲32.2	▲21.9	▲15.0	▲16.0	▲14.0	▲5.7	▲7.8	▲15.5			

(備考) 1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース

2. 総務省「家計調査」、経済産業省「商業動態統計」などより作成

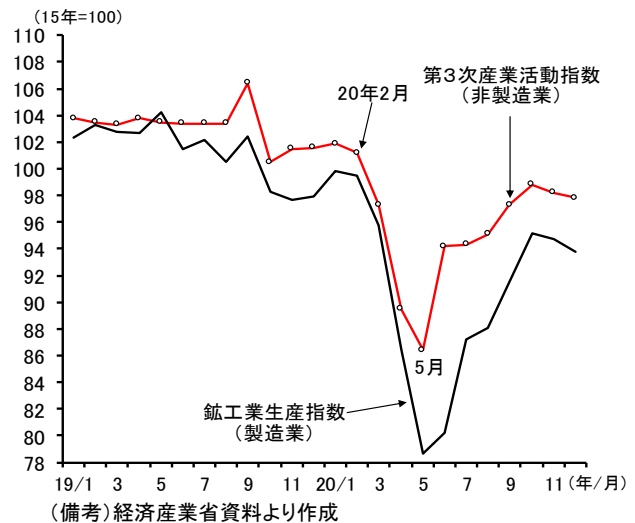
2. 緊急事態宣言の再発令で非製造業を中心に経済活動は再び下振れ

(1) 新型コロナの感染再拡大を受けて非製造業の活動は再び落ち込む

20年10～12月の実質GDPは前期比年率で12.7%増と7～9月（年率22.7%増）に続いて高い伸びを記録したが、月次ベースでみた経済活動は昨年10月をピークに減速している。昨年末にかけて新型コロナウイルスの感染ペースが加速したことを受けて家計の消費行動が慎重化したことに加え、「G o T o トラベル」の一時停止（11月24日から段階的に停止）で宿泊旅行などのサービス消費が減速したためである。11都府県に緊急事態宣言が発令された今年1月以降はサービス消費を中心に経済活動は一段と落ち込んでおり、21年1～3月には再びマイナス成長に陥る見通しである。

昨年秋頃からの感染再拡大を受けて、サービス関連を中心に経済活動は減速している。非製造業の活動を示す第3次産業活動指数（図表4）は、前回の緊急事態宣言解除後の20年6月から上向き、10月まで回復が続いたが、11月には6か月ぶりに減少した。20年7月から始まった「G o T o トラベル」の効果で宿泊業や旅行業、航空運輸は11月もプラスを維持したが、感染再拡大への警戒感から飲食店など外食サービス、映画館や劇場などがマイナスとなった。12月には「G o T o トラベル」の一時停止を受けて、宿泊業や旅行業もマイナスに転じ、第3次産業全体では前月比0.4%減と2か月連続で減少した。

(図表4) 第3次産業活動指数と鉱工業生産指数



同事業は、11月24日に大阪市、札幌市を目的地にする旅行が除外された後、12月14日からは東京、名古屋市も除外され、12月28日以降は全国一斉の停止となっている。同事業の停止の影響は、2回目の緊急事態宣言が発令された今年1月以降、さらに拡大しているとみられる。今回の緊急事態宣言は昨年4月に発令された1回目と比べると活動が制限される範囲は狭く、昨年4～5月のような状況まで悪化しているわけではないが、21年2月にかけて非製造業の活動は大きく落ち込むと予想される。

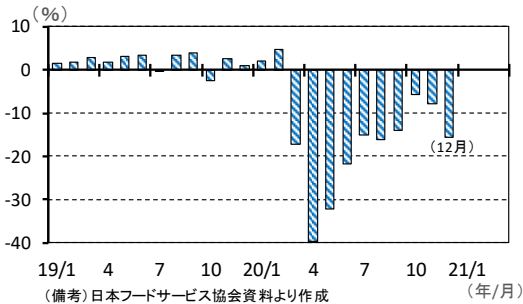
(2) サービス関連を中心に個人消費に下振れリスク

GDPベースでみた実質個人消費は7～9月に続いて10～12月も水準を切り上げたが、前述した非製造業の活動と同様に、昨年11月頃から減速している。特に新型コロナの感染が急拡大した昨年末にかけて、「G o T o トラベル・イート」の一時停止などの影響でサービス消費が減速している。居酒屋やレストランの売上高を集計した外食産業売上高をみると、昨年の秋口までは順調に持ち直してきたものの、新型コロナの感染再拡大で12月には前年比15.5%減とマイナス幅が拡大した（図表5）。旅行関連の指標の一つである延べ宿泊者数も外食と同様な動きで、昨年の12月は前年比24.4%減と減少幅が拡大している（図表6）。

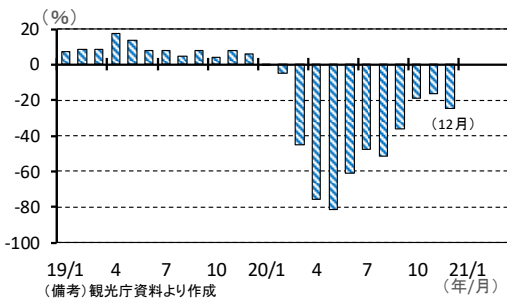
外出の自粛やテレワークの広がり背景としたIT機器や家電、食料品の販売増が支えとなっているが、年末にかけて個人消費の回復にブレーキがかかった。

今年1月以降は、緊急事態宣言の再発令で個人消費は一段と落ち込んでいる可能性が高い(図表7)。「Go To トラベル」事業の再開は、感染状況を示す指標が「ステージ2」まで改善することが条件となっているため、当面は旅行や外食などサービス関連消費は厳しい状況が続くと予想される。

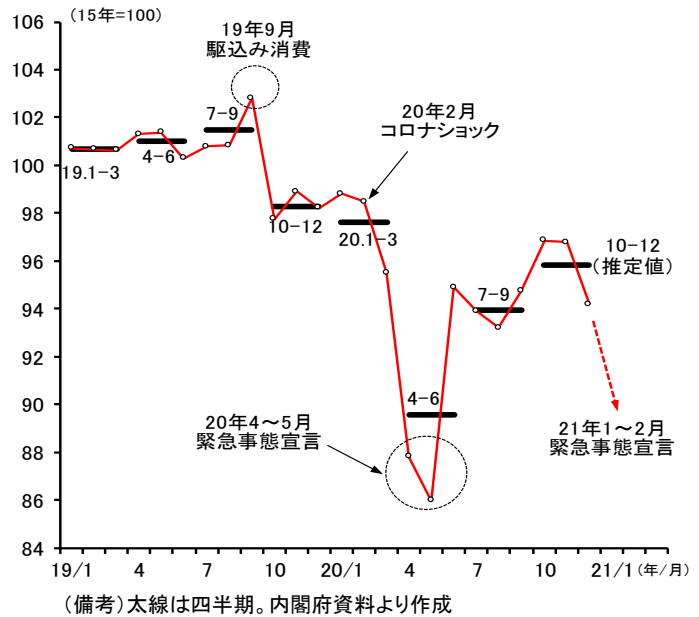
(図表5)外食産業売上高の前年比



(図表6)日本人延べ宿泊者数の前年比



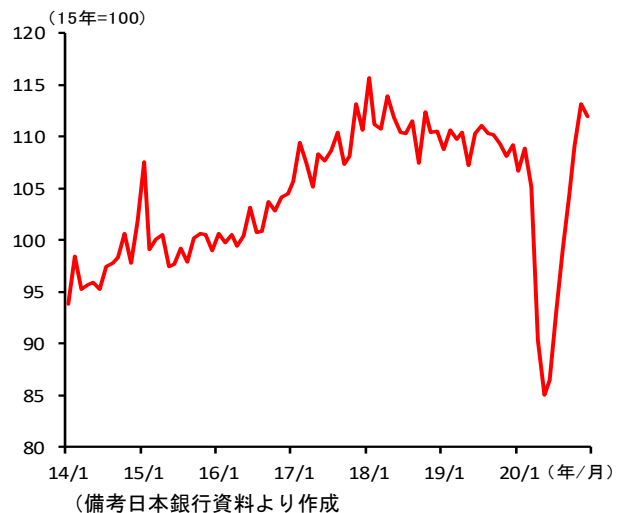
(図表7)消費総合指数の推移



(3) 世界的なIT需要の拡大を背景に輸出は引き続き堅調

コロナ禍で激減した輸出は順調に回復している。日銀が公表している実質輸出は、昨年春の世界的な感染拡大で大きく落ち込んだものの、20年6月から回復に転じ、11月まで6か月連続で前月比プラスとなった(図表8)。直近の20年12月は増勢一服となったが、同月の水準は112.0(15年=100)と19年の平均(109.6)を上回っている。米国の自動車販売が急回復したことに加え、世界的なIT関連需要の拡大を背景に電子部品や基礎素材などの需要が高まっているためである。

(図表8)実質輸出の推移(月次ベース)



一方、米国や欧州を中心とした新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動の減速が輸出のリスク要因である。米国や欧州諸国では部分的なロックダウン(都市封鎖)が続いており、世界経済が下振れした場合には自動車や資本財の輸出に影響が波及する恐れがある。

もっとも、感染再拡大が深刻な欧州向けの輸出は、日本の全輸出の10%程度に過ぎない。輸出の6割弱はアジア向けであり、新型コロナの封じ込めに成功している中国では景気回復が続いている。特に、中国や台湾にはスマートフォンやパソコン、半導体などの製造拠点が集積しており、IT需要の拡大と相まってアジア向け輸出は順調に回復している。世界的な感染再拡大がリスク要因であることは間違いないが、アジア地域における感染状況や循環的・構造的なIT需要の拡大を考慮すると、輸出全体への影響は限定的にとどまる公算が大きい。

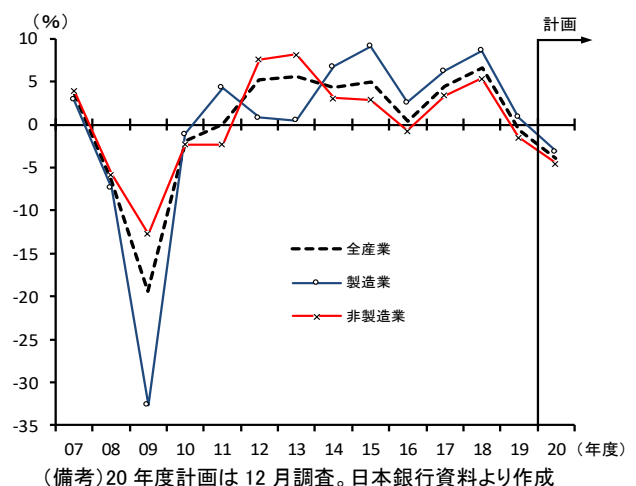
(4) 企業は当面も慎重な投資スタンスを維持する見通し

20年10~12月の実質設備投資は前期比4.5%増と3四半期ぶりにプラスとなった。コロナ禍で止まっていた計画が進み始めたことに加え、テレワークの拡大や次世代通信規格「5G」関連の本格化でIT投資が増加した。店舗や商業施設、飲食店における感染防止対策に伴う投資の増加も寄与している。もっとも、新型コロナの収束の兆しがみえないなか、先行き不透明感は依然として強く、投資計画を先送りする企業は少なくない。

日銀短観12月調査の設備投資計画(全規模・全産業)によると、20年度の設備投資は前年比3.9%減と12月調査としては09年度以来の減少計画となっている(図表9)。業種別では、製造業が3.1%減、感染拡大による収益への影響が大きい非製造業は4.5%減とマイナスが見込まれている。12月調査は傾向的に最も高い伸びになりやすいため、実績段階ではさらにマイナス幅が拡大する公算が大きい。

米英などを中心にワクチン接種がスタートしたことで世界的には景気の回復期待が高まり始めているが、国内での感染収束が視野に入ってくるまでは、企業は慎重な投資スタンスを維持するとみられる。

(図表9) 日銀短観の設備投資計画



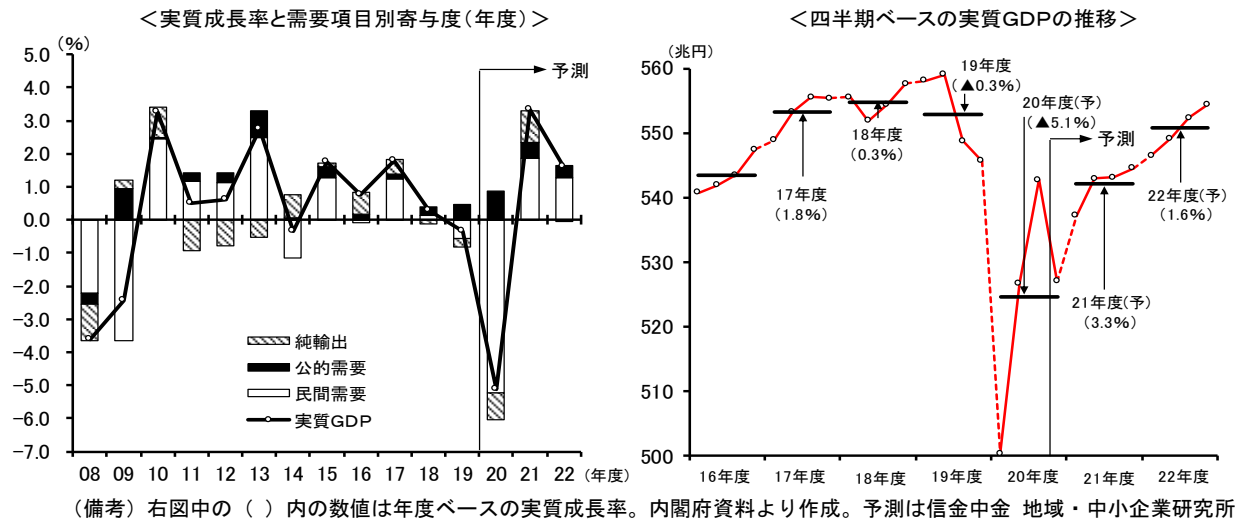
3. 実質成長率は20年度マイナス5.1%、21年度3.3%、22年度1.6%と予測

20年度の実質成長率はマイナス5.1%、21年度3.3%と予測した(図表10)。20年10~12月は当初の想定を上回るプラス成長となったが、新型コロナウイルスの感染拡大の影響が尾を引き、回復ペースは当面も緩慢にとどまるとの見方を維持している。ワクチン接種が進み、「集団免疫」を獲得するまでにはなお時間が必要で、21年度も新型コロナの感染一服と再拡大が繰り返される可能性がある。東京五輪については開催を前提としているが、その場合でも観客制限など様々な規制下での開催になる可能性が高く、経済的な効果は限られよう。22年度には経済活動が正常化に向かうと想定しているが、コロナ禍の落込みを取り戻しきれないと予測している。

20年度のGDPは新型コロナウイルスの感染拡大の影響で大幅に落ち込む。個人消費は昨年4～5月の緊急事態宣言が解除された後、「Go To トラベル・イート」の効果などで一旦は持ち直したが、21年1月に緊急事態宣言が再発令されたことを受けて、再び下振れしている。特に旅行や外食などサービス関連消費が低調で、20年度全体の実質個人消費は前年比6.8%減と大幅な減少が予想される。

経済活動の落ち込みを映して企業の投資マインドも冷え込んでいる。在宅勤務の広がりを受けて、IT機器の大規模導入やITインフラの整備を進める企業も少なくないが、20年度の実質設備投資は前年比6.6%減と大きく落ち込む見通しである。公共投資は昨年度補正予算を裏付けにした事業が押し上げに寄与する。感染防止策を講じながら作業が進められているため進捗は遅れているが、20年度の実質公共投資は前年比4.4%増と5年連続のプラスとなろう。

(図表10) 実質GDP成長率の推移と予測



新型コロナウイルスの世界的大流行で日本の輸出は大きな打撃を受けた。特に第1波の感染拡大に見舞われた20年4～6月は、世界の経済活動がほぼストップし、日本の輸出も大きく落ち込んだ。訪日外国人の激減でサービス輸出も大幅減となっている。ただ、コロナ禍におけるテレワークや学校におけるオンライン授業の広がりやグローバルな動きとなり、IT機器への需要は世界中で急回復した。次世代通信規格「5G」が世界的な普及段階に突入したことも追い風となり、電子部品などIT関連をけん引役に日本の輸出は20年7～9月から回復に転じた。20年度全体でみると、実質輸出は11.1%減と大幅なマイナスが見込まれ、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.8%ポイント押し下げる要因となるが、四半期ベースでみた輸出はすでに新型コロナ前の水準を回復している。

米英を中心にワクチン接種が始まり、新型コロナウイルスの感染収束に向けた期待が高まっているが、世界規模で集団免疫を獲得するまでにはなお時間が必要である。国内におけるワクチン接種に向けた準備も難航している。21年度も新型コロナの感染一服と再拡大が繰り返されるとみられ、旅行や外食、娯楽などサービス関連を中心に個人消費の回復は遅れよう。

東京五輪（21年7月23日～8月8日）については開催を前提としているが、その場合でも観客制限など様々な規制下での開催になる可能性が高く、経済的な効果は限られる。21年度の実質個人消費は前年比3.0%増とプラスに転じようが、20年度の落ち込みの半分程度しか取り戻せないと予想している。

新型コロナウイルスの収束が視野に入ってくるまでは、設備投資の本格回復も見込めない。世界的に需要が急回復しているIT関連製品の能力増強やコロナ禍におけるIT環境の整備などが設備投資の支えとなるが、21年度の実質設備投資は前年比2.6%増と緩やかな回復にとどまる見通しである。一方、公共投資は21年度も増加が見込まれる。20年度の補正予算で積み増された国土強靱化関連の事業が寄与するとみられる。

21年度の日本経済のけん引役となるのが輸出である。ワクチン接種で先行する米国を中心に世界経済が回復に向かうことに加え、新型コロナの封じ込めに成功している中国も順調な景気回復が見込めるためである。特に、中国や台湾にはスマートフォンやパソコン、半導体などの製造拠点が集積しており、IT需要の拡大に伴ってアジア向け輸出は拡大しよう。21年度の実質輸出は前年比10.6%増と回復し、輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を1.0%ポイント押し上げると予測している。

22年度には新型コロナの感染拡大が収束し、経済活動が正常化に向かうと想定しており、巡航速度の回復軌道に復帰しよう。ただ、訪日外国人観光客によるインバウンド需要の本格回復には時間を要するほか、コロナ禍のIT特需も一服するため、純輸出による押し上げ効果は縮小しよう。22年度の実質成長率は1.6%と予測した。なお、実質GDPがコロナ前のピーク水準（19年7～9月）を取り戻すのは、23年度以降にずれ込むと予測している。

＜海外経済＞

＜米国＞…20年10～12月の実質成長率（事前推定値）は前期比年率4.0%増と2四半期連続のプラス成長となった。住宅投資が前期比年率33.5%増、設備投資が13.8%増と回復したほか、輸出も22.0%増と回復が続いた。ただ、GDPの68%を占める個人消費は前期比年率2.5%増にとどまった。昨年秋以降、新型コロナの感染拡大が加速し、一部の州で夜間外出禁止や飲食店の営業時間短縮などの制限措置が発令されたため、月次ベースでみると、個人消費は今年の10月をピークに減少に転じている。足元の感染状況も危険な状態にあり、21年1～3月の景気はさらに減速する可能性がある。ただ、昨年末に成立した経済対策（第4弾）が景気の下支えとなる。さらに、バイデン新大統領が打ち出した追加経済対策（1.9兆ドル）には、通算3回目の現金給付や失業給付の特例加算の延長などが盛り込まれており、実現すれば個人消費の回復に大きく寄与しよう。21年の実質成長率は5.0%、22年は3.9%と回復基調が続くと予測した。

＜欧州＞…20年10～12月のユーロ圏の実質GDPは前期比0.6%減、年率2.4%減と2四半期ぶりのマイナス成長だった。フランスのGDPが前期比1.3%減とマイナスに転じたほか、イタリアも2.0%減と落ち込んだ。ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツは、前期比0.1%増とほぼゼロ成長にとどまった。新型コロナの感染再拡大で各国は、主要都市を中心にロックダウン（都市封鎖）に踏み切り、飲食店や娯楽施設の営業停止や

外出制限などで経済活動は大きく制限された。1日当たりの新規感染者数はピークを越えたものの、依然として水準は高く、年明け以降も経済活動の制限が続いている。昨年4月に比べると、市中における人出の減少幅は小幅にとどまっているが、21年1～3月も厳しい経済情勢が続く見通しである。また、世界的な海外渡航規制も長引くとみられ、欧州経済にとって重要な観光需要の回復も見通せない状況にある。21年のユーロ圏のGDPは、前年の大幅な落込み(6.8%減)の反動で4.9%増とプラスに転じようが、四半期ベースでみた回復の勢いは鈍いと予測している。新型コロナの感染が収束に向かい、景気が本格的に上向いてくるのは22年(3.8%)にずれ込む見通しである。

<中国>…20年10～12月の中国の実質GDPは前年比6.5%増と7～9月(4.9%増)から加速した。先進国で一般的に用いられる前期比年率でみた成長率は10.8%増(当研究所試算)と、ここ数年の年間成長率(6%台)を上回っており、コロナショックの反動による押し上げ効果が続いている。オフィスビルや工場などの固定資産投資やインフラ投資の回復が続いたほか、パソコンなどの電子機器やマスクなどの衛生用品を中心に輸出が拡大した。ただ、世界的な感染再拡大を受けて世界経済の回復にはブレーキがかかっており、輸出主導の景気回復には危うさが残る。個人消費の回復テンポも鈍く、先行きはなお楽観視できない。21年の実質成長率は8.8%と前年(2.3%)の反動で高めの伸びが見込まれるが、22年の実質成長率は4.8%に減速すると予測した。

4. コロナ禍の影響長期化で日銀は金融政策を微調整へ

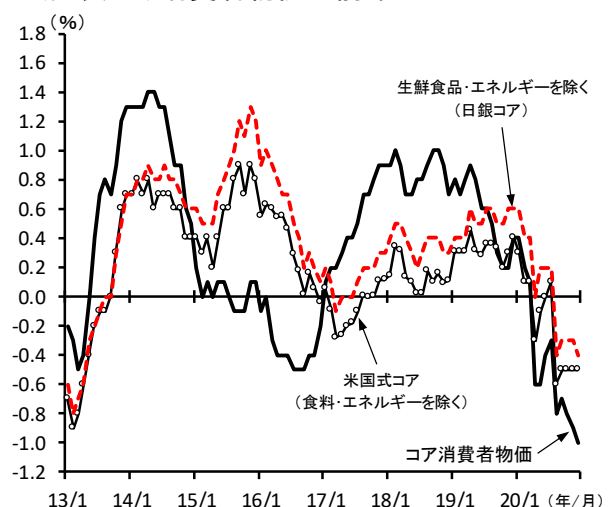
(1) 個人消費の基調は弱く、物価はマイナス圏での推移が続く

コア消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は弱い動きが続いている。消費税増税の影響を除くベースの前年比は、20年4月以降マイナス圏で推移しており、同年12月には1.0%の下落とマイナス幅が拡大した(図表11)。7月から始まった「Go To Travel」による宿泊料の値下がりによって0.4ポイント程度押し下げられているとはいえ、コロナ禍で消費が振るわないことが物価の下押し圧力となっている。感染再拡大を受けて、「Go To Travel」が一時停止された影響(宿泊費の値上がり)で、21年1月以降の物価下落率は縮小するものの、20年度のコア消費者物価は前年比0.5%の下落と4年ぶりに前年水準を下回ると予想される。

21年度も個人消費の回復テンポが鈍いとみられ、小売り段階での値上げの動きは広がってこないと予想している。世界的な景気回復期待から原油相場が上昇基調となっているが、電力・ガス料金の改定はタイムラグがあり、エネルギー価格の上昇による物価押し上げ寄与は小幅にとどまろう。

「Go To Travel」が再開された場合

(図表11)消費者物価の前年比



(備考) 1. 消費税増税の影響を除く。19年10月以降は教育無償化の影響も除く
2. 総務省資料より作成

には、宿泊料の値下がりによって物価は再び押し下げられる。同事業は21年6月末までとされているが、さらに延長される可能性が高い。宿泊料の値下げは、21年度上期の物価指数を前年比で0.4%程度押し下げると試算しており、21年度全体のコア消費者物価の前年比は0.1%の上昇にとどまると予測した。

22年度にはワクチン効果による新型コロナの収束を前提に個人消費が緩やかに持ち直すと想定しているが、実際の需要と潜在的な供給力の差である需給ギャップが残ることから、物価上昇圧力は弱い状態が続くとみられる。コア消費者物価の前年比は0.4%の上昇と日銀が物価目標とする2%の上昇には届かないと予測している。

(2) 日銀はより持続性の高い金融政策を検討中

日銀は21年1月20～21日の金融政策決定会合で、短期政策金利および長期金利の誘導目標の据置きを決定した。また、新型コロナウイルス感染拡大を受けた金融支援策（企業等の資金繰り支援、ETFの買入れなど）についても現状維持とした。

1月の会合後に公表された「展望レポート」によると、新型コロナの感染再拡大による景気下押し圧力の高まりを受けて、20年度の経済成長率をマイナス5.6%と10月時点のマイナス5.5%から下方修正した。一方で、21年度予測（3.6%→3.9%）、22年度予測（1.6%→1.8%）は上方修正された。日銀メンバーのなかでは「感染拡大の影響は一時的で、経済対策の効果もあり、国内景気は再び回復基調を取り戻す」といった見方が優勢とみられる。ただ、リスクバランスは、引き続き下振れリスクの方が大きいとしている。一方、コア消費者物価の前年比上昇率は、予測期間の終期である22年度でも0.7%にとどまり、物価安定の目標（プラス2%）には届かないと見込まれている。

足元でデフレ懸念が強まっていることなどから、日銀は「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、3月の会合でその結果を公表すると表明している。1月会合の「主な意見」によると、長期金利（新発10年国債利回り）の変動幅の拡大を容認すべきとの声が上がっているほか、ETFの購入方法の柔軟化（株価上昇局面での購入抑制）も検討テーマになっている。前者はイールドカーブのステイプ化による金融機関の収益改善、後者は株式相場の過熱抑制につながるものといえる。

もともと、黒田総裁は「現行の緩和策は効果を発揮している」と指摘しており、点検の結果、抜本的な変更に至る可能性は低い。相当の期間にわたり超緩和策を継続することが見込まれるなか、景気押し上げ効果と金融機関経営等への副作用の抑制に配慮しつつ、より柔軟な金融政策を検討しているとみられる。

以上
(角田 匠)

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

＜20年度、21年度、22年度の日本経済予測（前年度比）＞

（単位：％、10億円）

	18年度 <実績>	19年度 <実績>	20年度 <予測>	21年度 <予測>	22年度 <予測>
名目GDP	0.2	0.5	▲4.5	3.4	2.0
実質GDP	0.3	▲0.3	▲5.1	3.3	1.6
国内需要	0.4	▲0.1	▲4.3	2.4	1.7
民間部門	0.2	▲0.8	▲7.0	2.6	1.8
民間最終消費支出	0.2	▲1.0	▲6.8	3.0	1.2
民間住宅投資	▲4.9	2.5	▲7.5	▲0.8	1.7
民間企業設備	1.0	▲0.6	▲6.6	2.6	3.8
民間在庫品増加	2,402	2,110	1,061	383	318
政府部門	0.9	2.0	3.5	1.7	1.3
政府最終消費支出	1.1	2.0	3.3	1.8	1.7
公的固定資本形成	0.8	1.5	4.4	1.3	▲0.2
財・サービスの純輸出	2,642	1,246	▲3,651	1,781	1,400
財・サービスの輸出	2.1	▲2.6	▲11.1	10.6	4.5
財・サービスの輸入	2.8	▲1.3	▲6.4	4.5	4.9

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜実質成長率の需要項目別寄与度＞

（単位：％）

	18年度 <実績>	19年度 <実績>	20年度 <予測>	21年度 <予測>	22年度 <予測>
実質GDP	0.3	▲0.3	▲5.1	3.3	1.6
国内需要	0.4	▲0.1	▲4.3	2.3	1.6
民間部門	0.2	▲0.6	▲5.2	1.9	1.3
民間最終消費支出	0.1	▲0.5	▲3.7	1.6	0.6
民間住宅投資	▲0.2	0.1	▲0.3	▲0.0	0.1
民間企業設備	0.2	▲0.1	▲1.1	0.4	0.6
民間在庫品増加	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.0
政府部門	0.2	0.5	0.8	0.5	0.4
政府最終消費支出	0.2	0.4	0.7	0.4	0.4
公的固定資本形成	0.0	0.1	0.2	0.1	▲0.0
財・サービスの純輸出	▲0.1	▲0.2	▲0.8	1.0	▲0.0
財・サービスの輸出	0.4	▲0.5	▲1.9	1.7	0.8
財・サービスの輸入	▲0.5	0.2	1.1	▲0.7	▲0.8

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜前提条件＞

	18年度 <実績>	19年度 <実績>	20年度 <予測>	21年度 <予測>	22年度 <予測>
為替レート(円/ドル)	110.9	108.7	105.7	105.0	109.0
原油価格(CIF、ドル/バレル)	72.2	67.8	43.0	56.0	59.0
（前年比、％）	26.6	▲6.1	▲36.6	30.2	5.4

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜主要経済指標の推移と予測＞

	18年度 ＜実績＞	19年度 ＜実績＞	20年度 ＜予測＞	21年度 ＜予測＞	22年度 ＜予測＞
鉱工業生産指数 (前年比、%)	103.8 0.3	99.9 ▲3.8	90.1 ▲9.8	98.1 8.9	101.0 3.0
第3次産業活動指数 (前年比、%)	103.0 1.1	102.3 ▲0.7	94.6 ▲7.5	96.8 2.3	98.5 1.8
完全失業率(季調済、%)	2.4	2.3	2.9	3.0	2.7
国内企業物価(前年比、%)	2.2	0.1	▲1.5	1.7	1.1
コア消費者物価(前年比、%)	0.8	0.6	▲0.5	0.1	0.4
消費増税の影響を 除く前年比、%	—	0.1	▲1.0	—	—

(備考) 1. 経済産業省、総務省資料などより作成
2. 予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜経常収支＞

(単位：億円、%)

	17年度 ＜実績＞	18年度 ＜実績＞	19年度 ＜実績＞	20年度 ＜予測＞	21年度 ＜予測＞	22年度 ＜予測＞
経常収支	223,998	195,916	201,408	181,901	225,729	223,286
前年差	7,226	▲28,082	5,492	▲19,507	43,828	▲2,442
名目GDP比(%)	4.1	3.6	3.6	3.4	4.1	4.0
貿易・サービス収支	40,397	▲3,001	1,887	7,727	45,003	35,558
前年差	▲3,687	▲43,398	4,888	5,840	37,277	▲9,446
貿易収支	45,338	6,341	6,665	44,758	76,898	69,425
前年差	▲12,524	▲38,997	323	38,093	31,140	▲7,573
サービス収支	▲4,941	▲9,342	▲4,777	▲37,031	▲31,895	▲33,867
前年差	8,837	▲4,401	4,565	▲32,254	5,136	▲1,972
第1次所得収支	205,333	216,330	214,213	199,364	197,986	203,209
前年差	11,602	10,997	▲2,117	▲14,849	▲1,377	5,222
第2次所得収支	▲21,733	▲17,414	▲14,692	▲25,190	▲17,261	▲15,480
前年差	▲688	4,319	2,721	▲10,497	7,929	1,781

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜主要国の実質成長率の推移と予測＞

(単位：前年比、%)

国名	17年	18年	19年	20年	21年(予)	22年(予)
米 国	2.3	3.0	2.2	▲3.5	5.0	3.9
ユ ー ロ 圏	2.6	1.9	1.3	▲6.8	4.9	3.8
ドイツ	2.6	1.3	0.6	▲5.0	3.7	4.0
フランス	2.3	1.8	1.5	▲8.3	6.9	3.7
イギリス	1.7	1.3	1.4	▲9.9	5.4	4.1
中 国	6.9	6.7	6.0	2.3	8.8	4.8

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所