

第135回 景気分析と予測 日本経済予測資料

マクロ経済分析プロジェクト Contributors

APIR研究統括兼数量経済分析センター長・

甲南大学経済学部名誉教授 稲田義久

日本アプライドリサーチ研究所主席研究員 下田充



【QRコードより
本予測説明動画が12/2から
視聴可能予定】

予測のメインメッセージ

岐路に立つ回復シナリオ：供給制約と第6波のリスク

実質GDP成長率予測：21年度+2.8%、22年度+2.6%、23年度+1.4%

- **2021年7-9月期実質GDP(1次速報)は前期比年率-3.0%減少**。2四半期ぶりのマイナス成長。市場コンセンサス(ESPフォーキャスト11月調査)の最終予測(**同-0.56%**)から**大幅に下振れ**。CQM最終予測は支出サイド：同-**0.7%**、生産サイド：同-**3.8%**、平均：同-**2.2%**。支出サイドは上振れたが、生産サイドは実績に近い予測。通常、両モデルの予測は収束の方向に向かうが、今回は最後まで乖離。**供給制約の影響がいかに強かったか**を示唆。
- 4回目の緊急事態宣言期を含むため、民間最終消費支出を中心に低調なパフォーマンス。民間需要が大幅なマイナス寄与、純輸出はプラス寄与だが小幅。**緊急事態宣言長期化や半導体不足など供給制約が大きく影響した**。

予測のメインメッセージ

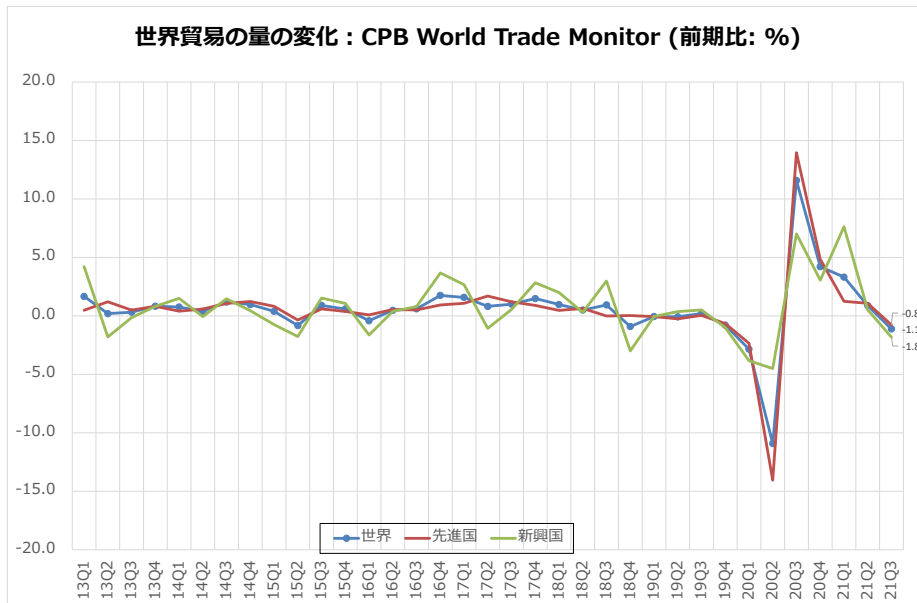
- 7-9月期GDP1次速報を追加し、外生変数の想定を織り込み、21-22年度の日本経済の見通しを改定。新たに23年度の予測を追加。**実質GDP成長率を21年度+2.8%、22年度+2.6%、23年度+1.4%と予測**。前回(第134回)予測に比して、21年度は-0.5%ポイント下方修正、22年度は+0.3%ポイント上方修正。供給制約と緊急事態宣言による7-9月期の大幅マイナス成長を反映した結果、21年度は下方修正。成長加速を後ずれさせたため、22年度は上方修正となった。
- **実質GDP成長率への寄与度をみれば、21年度は、民間需要(+1.6%ポイント)、公的需要(+0.4%ポイント)、純輸出(+0.8%ポイント)、すべての項目が景気を押し上げるが、民間需要は前年度の落ち込みに比すれば回復力に欠ける。22年度も、民間需要、公的需要、純輸出は前年と同程度の寄与となるが、23年度は民間需要、公的需要、純輸出の寄与度が前年から低下する。**

予測のメインメッセージ

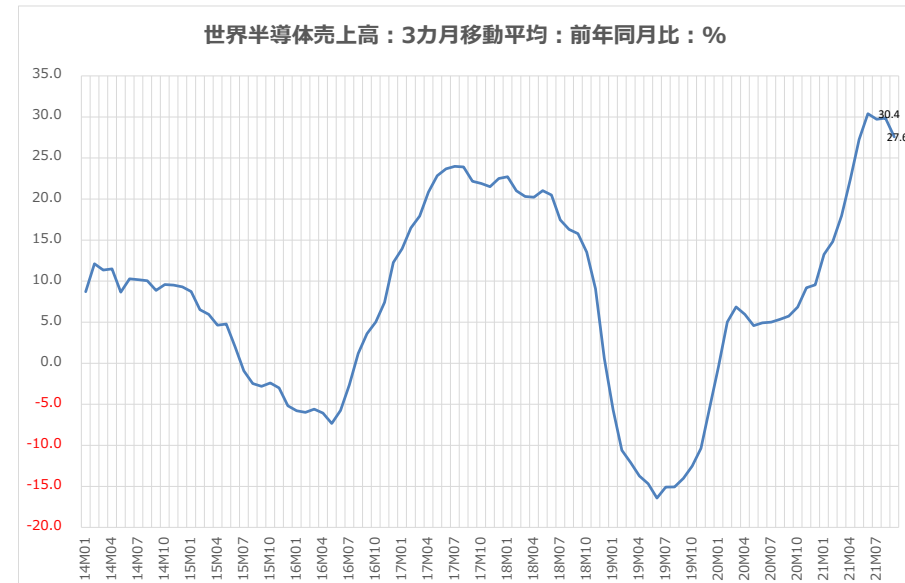
- **実質GDPの四半期パターンをみれば、21年10-12月期は一旦制約条件が解消され、コロナ禍による貯蓄拡大(強制貯蓄)の影響で、民間最終消費支出の急拡大(リベンジ消費)が期待できる。このため、実質GDPの水準がコロナ禍前の水準を超えるのは22年1-3月期、コロナ禍前のピークを超えるのは23年1-3月期**となろう。今回7-9月期のマイナス成長もあり、前回予測から1四半期遅れる。
- **消費者物価指数の先行きについて、宿泊料と通信料は基調に対するかく乱要因となろう。エネルギー価格高騰の影響で年後半以降は前年比プラスに転じるが、サービス価格が下押し圧力となるため、消費者物価指数の基調は低調。結果、消費者物価コア指数のインフレ率を、21年度0.0%、22年度+0.8%、23年度+0.7%と予測する。**

7-9月期世界貿易の回復は一旦途切れる

- 2021年7-9月期の**世界貿易**は前期比-1.1%の減少。20年7-9月期以降4四半期連続で拡大してきたが、一旦増加基調が途切れた。
- **資本財輸出市場は引き続き堅調な伸びが期待される**。9月の**世界の半導体売上高**は、前年比+27.6%と20カ月連続のプラス。ピークから幾分減速気味だが、世界的な半導体供給不足のなか、売上高は依然高い伸びを示している。



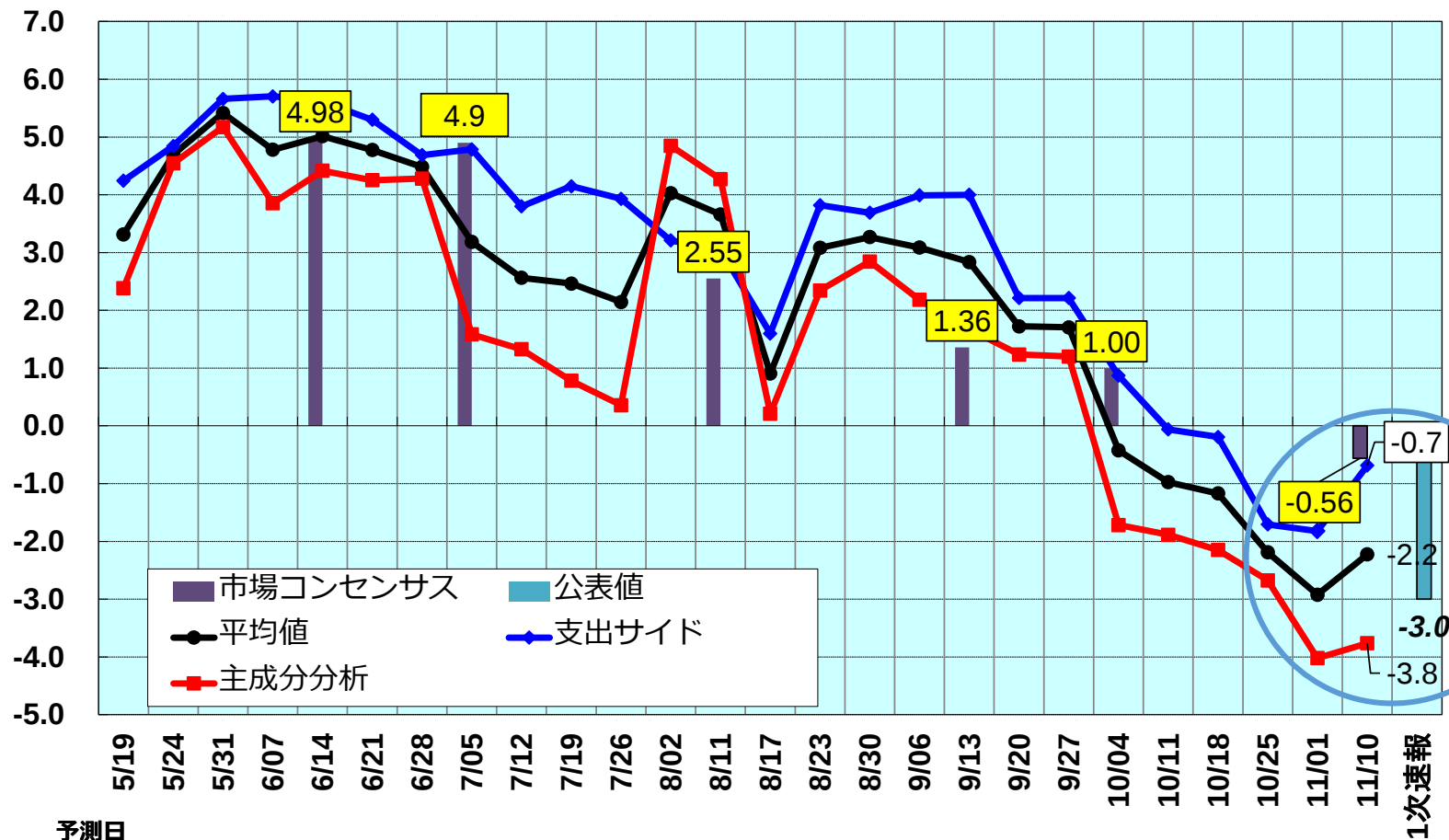
出所：CPB World Trade Monitor, 25 September 2021



出所：World Semiconductor Trade Statistics, September 2021

2021年7-9月期超短期予測の動態

超短期予測の動態：実質GDP成長率、2021Q3(前期比年率：%)



- 実績は市場コンセンサス (ESPフォーキャスト11月調査)の最終予測(-0.56%)から**大幅に下振れ**。
- CQM予測の支出サイドは同-0.7%、生産サイドは同-3.8%、平均は同-2.2%。生産データに反応しやすい生産サイドはむしろ実績に近い予測となった。
- 両モデルの予測は通常収束の方向に向かうが、今回は最後まで乖離。供給制約の影響がいかに強かったかを示唆。

出所：APIR「第135回 景気分析と予測」

予測上振れの最大要因

- **CQM、コンセンサスは民間最終消費支出の予測を大きく外す。**
- CQMはすべてのGDP項目の変化の方向を正しく予測。しかし、最大項目である民間最終消費支出の予測は実績より0.5%ポイント上振れ。
- これはGDPの予測上振れの0.3%程度を説明。供給制約で低迷する自動車購入の影響が強く出ている。
- また、供給制約は民間住宅や民間企業設備の予測の上振れにも表れた。

超短期予測と実績 2021年7-9月期

前期比：%

	CQM	1次速報	コンセンサス
国内総生産/国内総支出	-0.2	-0.8	-0.14
前期比年率	-0.7	-3.0	-0.56
民間最終消費支出	-0.6	-1.1	-0.47
民間住宅	-1.8	-2.6	
民間企業設備	-0.5	-3.8	-0.28
民間在庫変動(*)	0.2	0.3	
政府最終消費支出	1.0	1.1	
公的固定資本形成	-2.0	-1.5	
公的在庫変動(*)	0.0	0.0	
純輸出(*)	0.3	0.1	
財貨・サービスの輸出	-2.2	-2.1	-1.88
財貨・サービスの輸入	-2.2	-2.7	-1.52
GDPデフレータ	0.0	0.1	
国内需要	-0.2	-0.8	
民間需要	-0.4	-1.4	

*印は寄与度

出所：CQMはQUICK、『GDPトラッカーレポート』、2021年11月16日。コンセンサスはJCER、『ESPフォーキャスト調査』、2021年11月10日

7-9月期：緊急事態宣言と供給制約

実質GDPと項目の成長率(前期比、%)

	GDP年率	GDP	国内需要	民間需要	民間最終消費支出	民間住宅	民間企業設備	民間在庫変動	公的需要	政府最終消費支出	公的固定資本形成	公的在庫変動	純輸出	輸出	輸入
18Q2	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.2	-2.8	0.7	-0.1	0.1	0.0	2.3	0.0	0.0	0.8	0.9
18Q3	-2.7	-0.7	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	-3.6	0.3	-0.1	0.0	-1.5	0.0	-0.2	-2.2	-1.0
18Q4	1.7	0.4	0.8	0.8	0.1	1.6	4.1	0.0	0.0	0.7	-2.0	0.0	-0.4	1.9	4.4
19Q1	1.3	0.3	0.1	0.0	-0.1	2.7	-0.7	0.0	0.1	0.3	2.1	0.0	0.2	-2.1	-3.2
19Q2	0.8	0.2	0.5	0.3	0.5	1.6	0.2	0.0	0.2	0.9	-0.1	0.0	-0.3	0.4	2.1
19Q3	0.5	0.1	0.5	0.2	0.5	0.1	0.9	-0.2	0.2	0.7	1.7	0.0	-0.3	-0.5	1.2
19Q4	-7.6	-1.9	-2.5	-2.6	-3.1	-1.9	-4.5	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.6	0.3	-2.8
20Q1	-2.3	-0.6	-0.3	-0.2	-0.8	-3.7	1.2	0.2	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	-0.3	-4.7	-3.1
20Q2	-28.2	-8.0	-5.1	-5.4	-8.3	0.6	-6.0	0.1	0.3	0.7	2.9	0.0	-2.9	-17.6	-0.6
20Q3	23.5	5.4	2.8	2.1	5.3	-5.7	-2.2	-0.2	0.7	2.8	1.3	0.0	2.7	7.4	-8.2
20Q4	11.8	2.8	1.8	1.4	2.2	0.0	4.3	-0.5	0.4	1.9	0.7	0.0	1.0	11.7	4.8
21Q1	-4.1	-1.1	-0.8	-0.4	-1.3	1.1	-1.0	0.4	-0.4	-1.7	-1.4	0.0	-0.2	2.4	4.0
21Q2	1.5	0.4	0.7	0.6	0.9	2.0	2.2	-0.3	0.1	1.1	-2.1	0.0	-0.3	3.2	5.3
21Q3	-3.0	-0.8	-0.9	-1.0	-1.1	-2.6	-3.8	0.3	0.2	1.1	-1.5	0.0	0.1	-2.1	-2.7

注：国内需要、民間需要、公的需要、在庫変動と純輸出は寄与度。

出所：内閣府『国民経済計算』よりAPIR作成

- 7-9月期は4回目の緊急事態宣言期を含むため、民間最終消費支出を中心に低調なパフォーマンス。特に民間需要が大幅なマイナス。ヘッドライン指標である民間最終消費支出、民間住宅、民間企業設備いずれも大幅減少。
- 純輸出はプラス寄与だが小幅にとどまる。緊急事態宣言の長期化や半導体不足など供給制約が大きく影響した結果。

コロナ禍からの回復過程

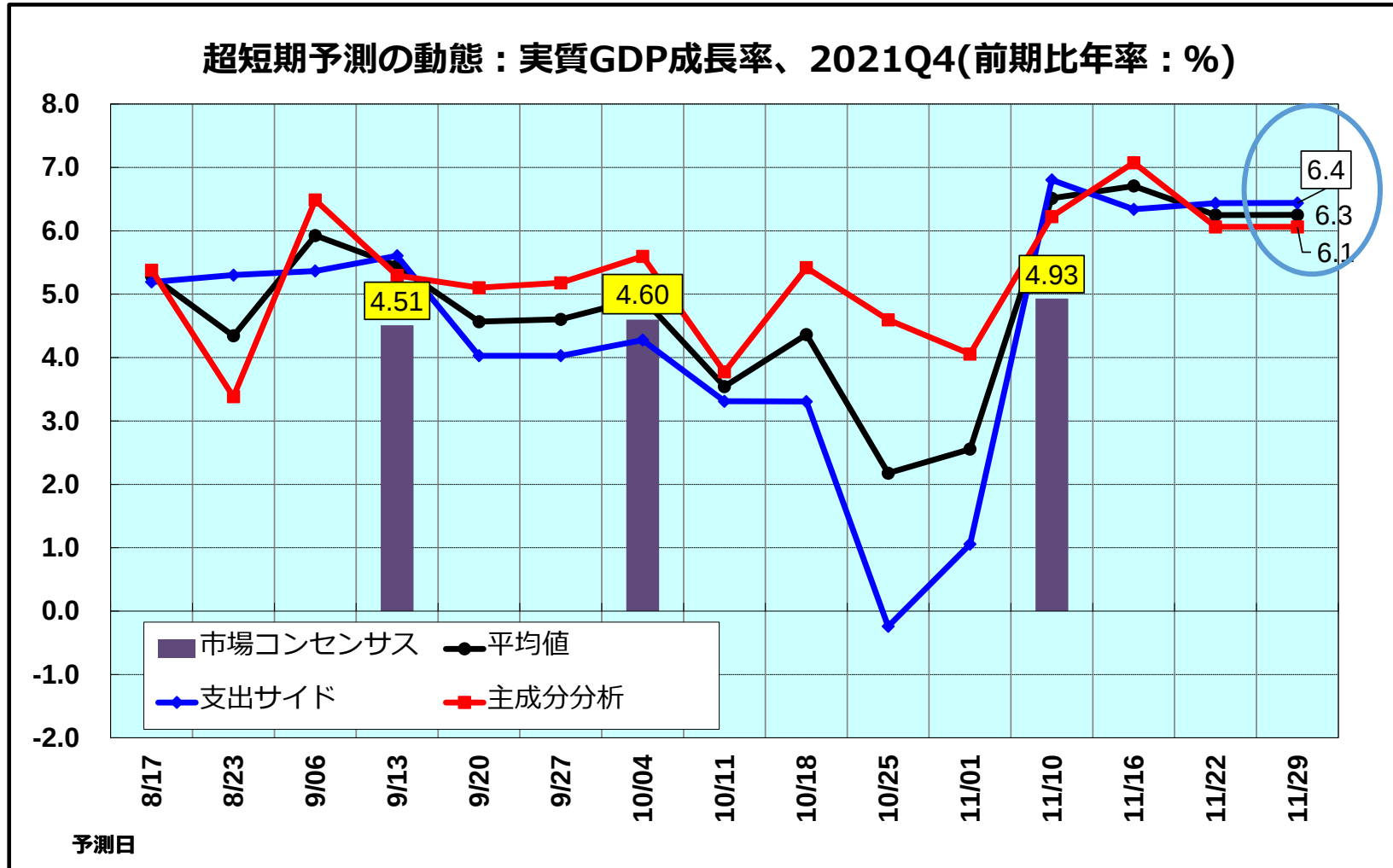
- **GDPの推移を直近のピーク(19年7-9月期=100)と比較。**
- 2020年1-3月期は影響を一部含む。4-6月期の大底後、7-9月期、10-12月期と回復。21年1-3月期に一旦回復が途絶えた。**4-6月期は幾分回復したが、7-9月期は低迷。**
- **緊急事態宣言の長期化に伴い、足下はコロナ前のピークから依然4.1%低い状態である。**

(単位：2019年7-9月期=100)

	国内 総生産	財貨 輸入	サービス 輸入	民間 最終 消費 支出	民間 資本 形成	政府 支出	財貨 輸出	サービス 輸出
19Q3	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
19Q4	98.1	98.0	94.7	96.9	95.7	100.3	99.9	101.9
20Q1	97.5	93.4	97.0	96.1	96.8	100.0	98.0	87.0
20Q2	89.7	94.9	89.7	88.2	92.6	101.1	79.5	76.3
20Q3	94.6	86.9	83.1	92.8	89.2	103.6	88.4	71.3
20Q4	97.3	92.8	81.6	94.9	89.9	105.3	99.9	75.6
21Q1	96.2	95.7	87.2	93.7	91.3	103.6	102.5	76.5
21Q2	96.6	99.9	94.4	94.6	91.5	104.0	105.5	80.3
21Q3	95.9	98.2	88.6	93.5	89.7	104.7	103.1	78.9

出所：内閣府「国民経済計算」よりAPIR作成

日本経済の現況：10-12月期超短期予測の動態

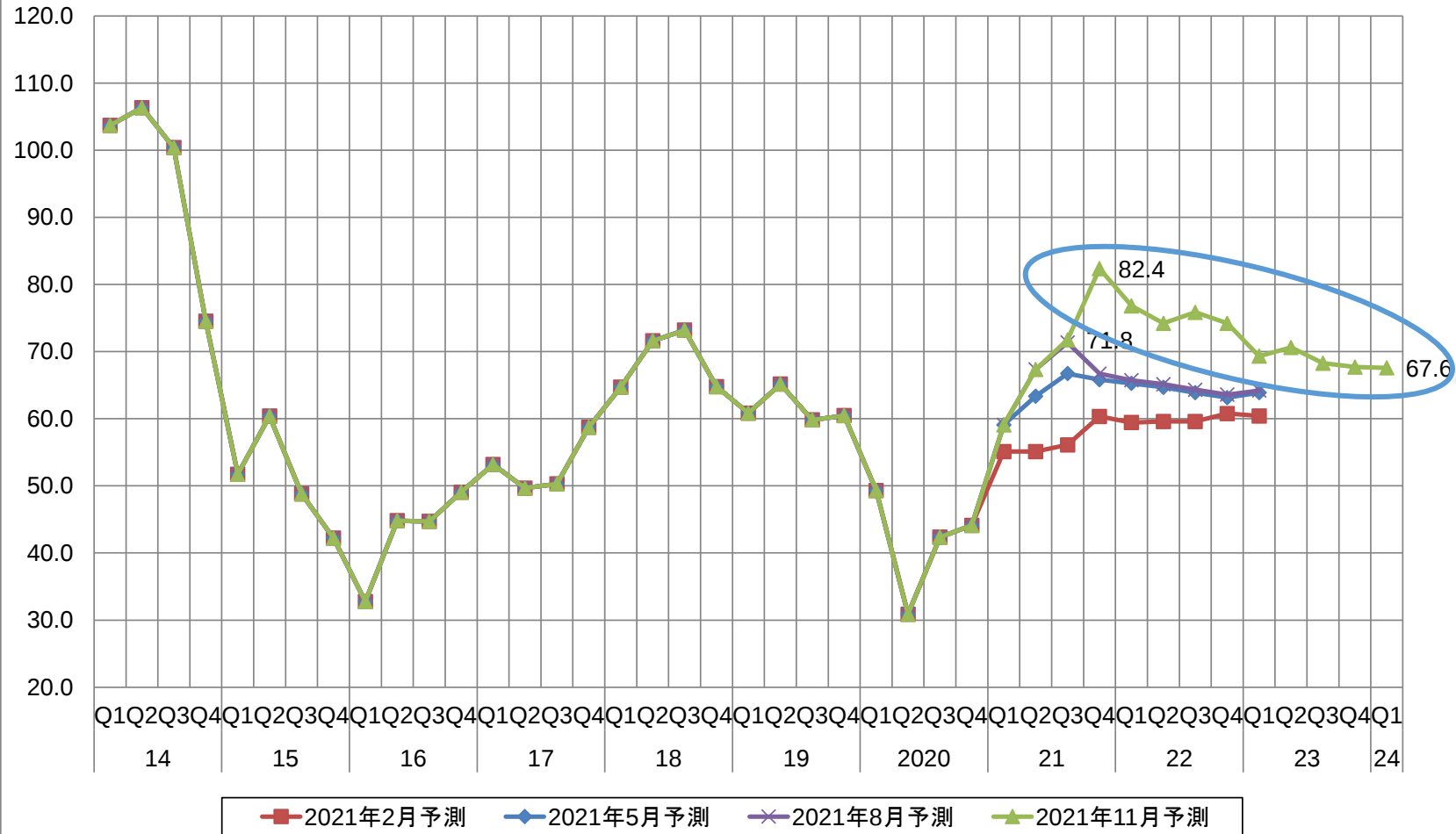


- 今週のCQM(支出サイド)は、10-12月期の実質GDP成長率を前期比+1.5%、同年率+6.3%と予測。
- コンセンサス(+4.93%)より高めの予測。
- 国内需要は実質GDP成長率に対して前期比+1.5%ポイント、純輸出は同+0.1%ポイントの寄与度。

出所：QUICK GDPトラッカーレポート日本経済超短期予測(CQM), 2021年11月29日

海外環境：世界原油価格の想定

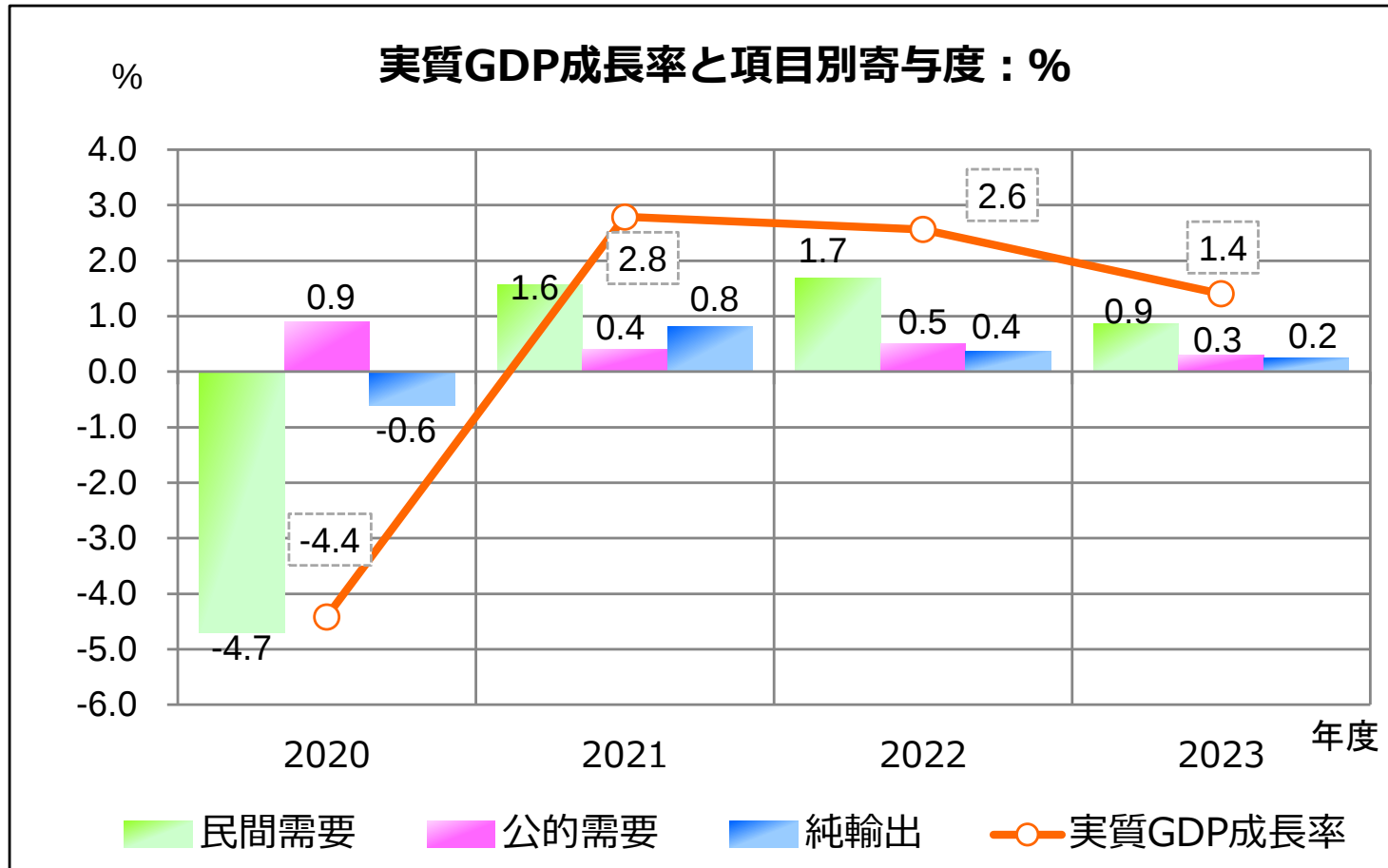
世界原油価格の想定：ドル/バーレル



- 原油価格は21年10-12月期にかけ引き続き高騰するが、22年以降24年1-3月期にかけて緩やかに低下。
- このため、21年度は74.6(前回：67.8)ドル、22年度は73.4(前回：64.3)ドル、23年度は68.6ドルと想定。前回から21年度は+6.8ドル、22年度は+7.1ドル、いずれも上方修正。

出所：実績値は日経NEEDS

実質GDP成長率の予測結果と項目別寄与度



【2021年度：+2.8%】

- 民間需要(+1.6%pt)と純輸出(+0.8%pt)はいずれもプラス寄与に転じ、公的需要(+0.4%pt)は引き続き景気を下支えする。

【2022年度：+2.6%】

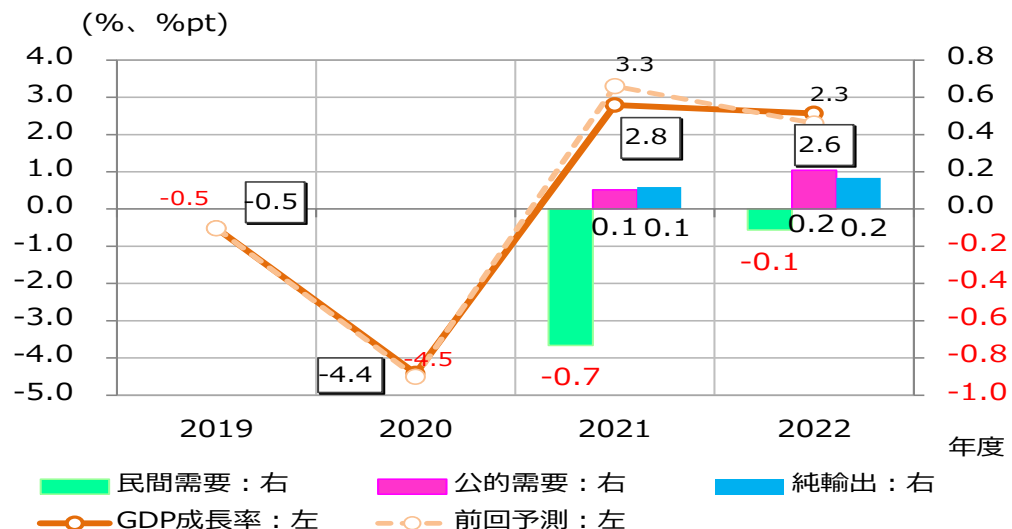
- 民間需要(+1.7%pt)、公的需要(+0.5%pt)、純輸出(+0.4%pt)と引き続き景気を下支えする。

【2023年度：+1.4%】

- 民間需要(+0.9%pt)、公的需要(+0.3%pt)、純輸出(+0.2%pt)だがいずれも寄与度は前年から低下。

前回からの修正

	2021 年度	2022 年度
GDP成長率	-0.5%pt	+0.3%pt
民間需要	-0.7%pt	-0.1%pt
公的需要	+0.1%pt	+0.2%pt
純輸出	+0.1%pt	+0.2%pt



注：四捨五入の関係で、需要構成項目の修正幅を合計してもGDPの修正幅とは必ずしも合致しない。

出所：APIR「第135回 景気分析と予測」

■ 前回予測(8月30日公表)に比べて、

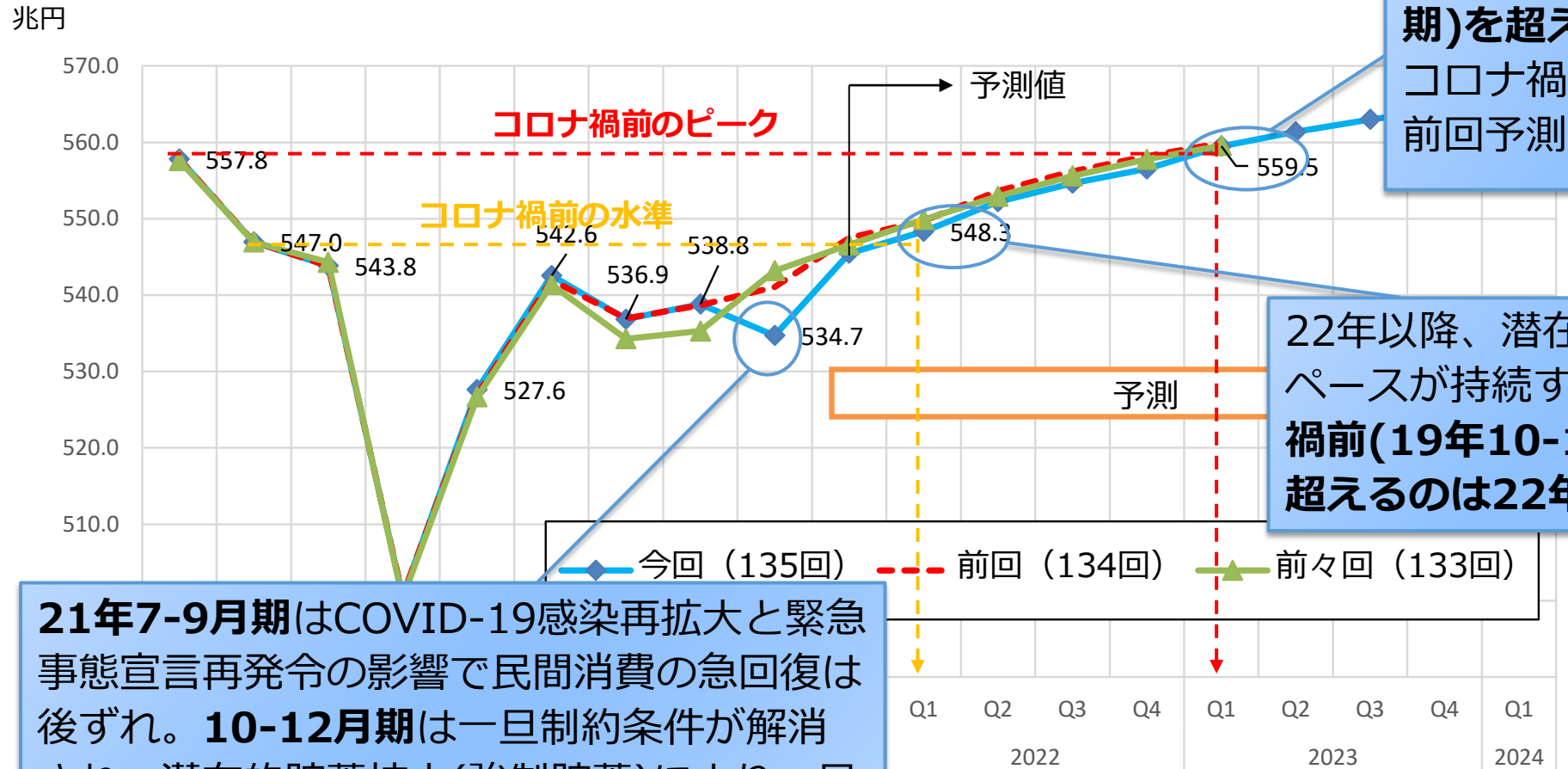
・ **21年度**：-0.5%ポイント **下方修正**

・ **22年度**：+0.3%ポイント **上方修正**

■ 今回と前回を比較すると、21年10-12月期に民間最終消費支出が急拡大することから、成長の加速が後ずれると想定。

実質GDP 四半期パターン：実績と予測

実質GDPの推移：実績と予測（単位：兆円）



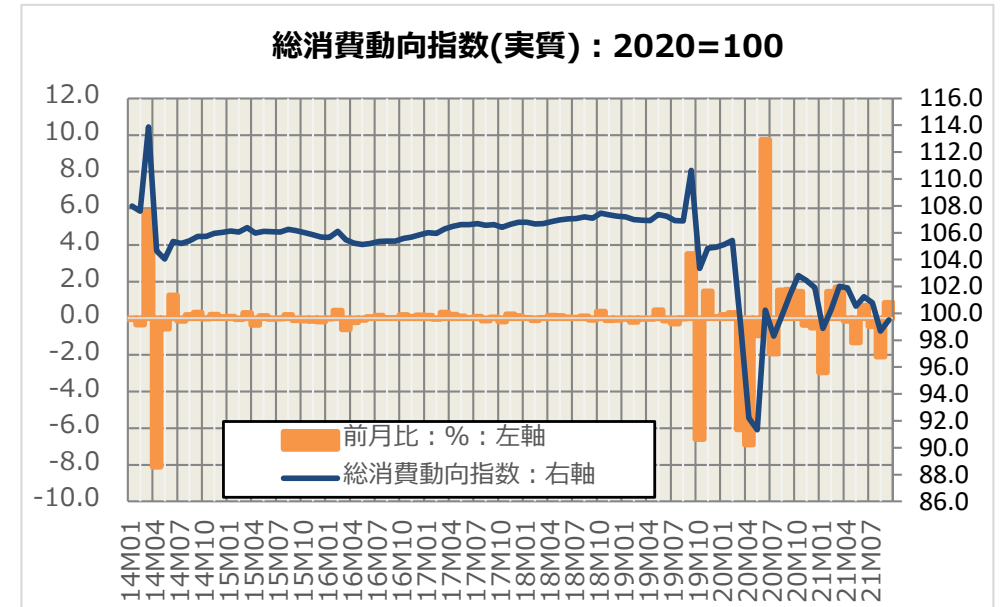
コロナ禍前のピーク(19年7-9月期)を超えるのは23年1-3月期。コロナ禍前の水準を超えるのは前回予測から1四半期遅れる

22年以降、潜在成長率を上回るペースが持続するため、コロナ禍前(19年10-12月期)の水準を超えるのは22年1-3月期。

21年7-9月期はCOVID-19感染再拡大と緊急事態宣言再発令の影響で民間消費の急回復は後ずれ。10-12月期は一旦制約条件が解消され、潜在的貯蓄拡大(強制貯蓄)により、民間最終消費支出の急拡大が期待。

家計の所得環境の改善は遅れる

- 生産の再開と政策の後押しで労働市場は緩やかに回復しつつあるが、**家計を取り巻く所得環境は改善せず、家計消費は低調。**
- 実質総消費動向指数(季調値)は7-9月期に2四半期ぶりのマイナス。**3度の緊急事態宣言により、民間消費は停滞している。**
- 家計消費の先行きにとって、可処分所得と**消費者センチメント(消費性向)の回復**が重要。新規陽性者数は急減し、9月末に緊急事態宣言が解除。人流が回復しており、消費者センチメントの急回復が期待。10-12月期に民間最終消費支出の反発を予想する。



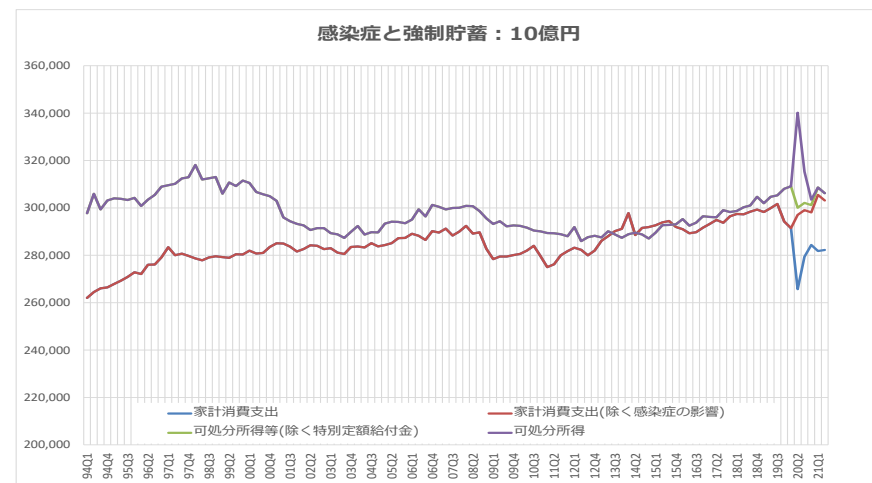
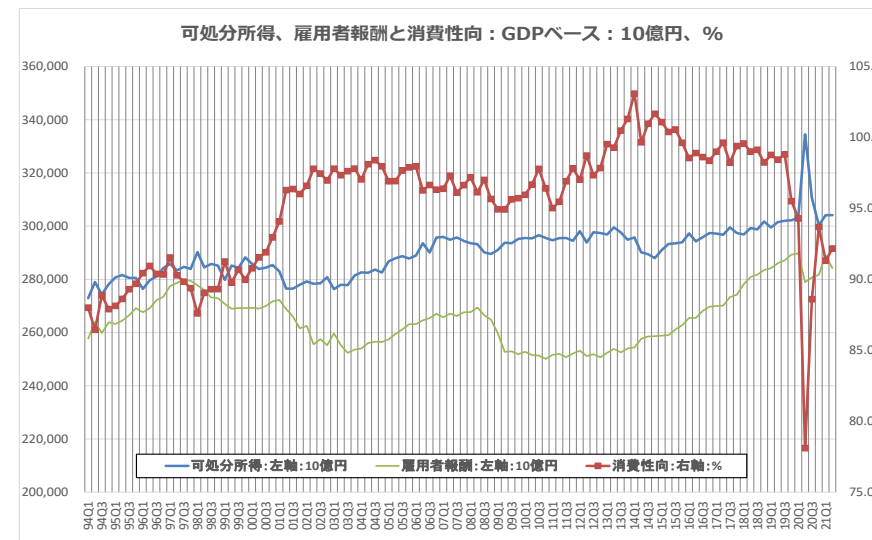
出所：総務省『総消費動向指数』

強制貯蓄とリベンジ消費：アップサイドリスク

- 過去の平均消費性向(2015年-19年)の99.0%を維持した場合、特別定額給付金を調整した可処分所得を推計し、これに99%を乗じて感染症の影響がない場合の家計最終消費支出を計算。これから実際の家計最終消費支出を控除したものを**強制貯蓄**と定義。

参考文献：日本銀行『経済・物価情勢の展望』2021年4月 Box3

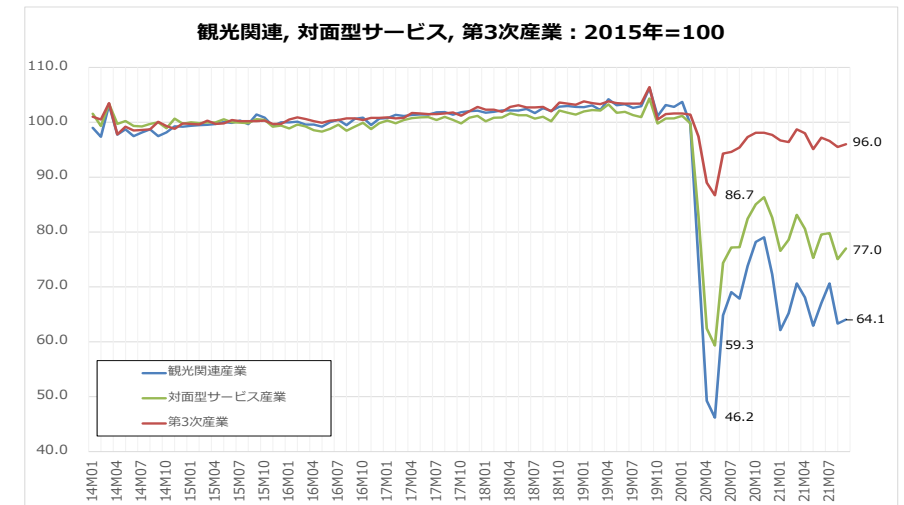
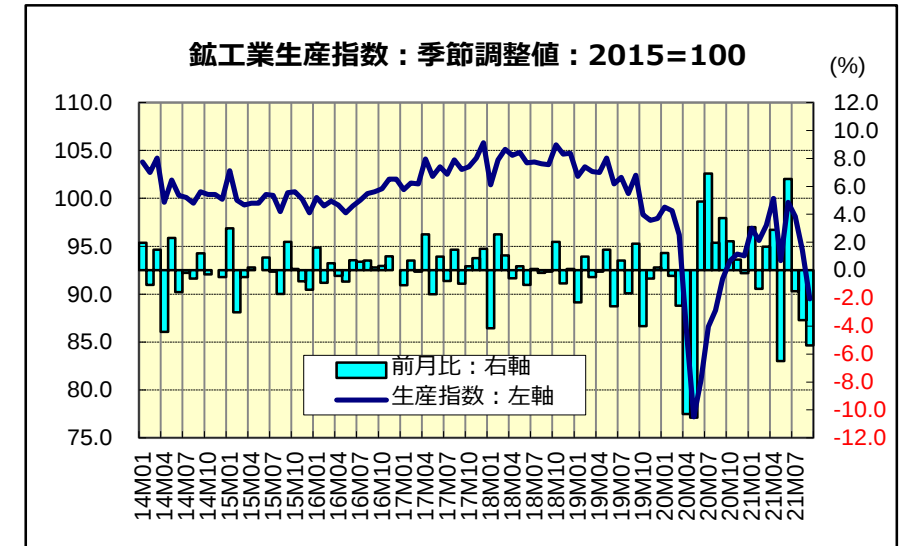
- 結果、2020年4-6月期から21年4-6月期までの5四半期の**強制貯蓄額は27.3兆円程度**となっている。コロナ感染者数減少が定着すれば、今後27兆円程度の強制貯蓄取り崩しによる消費増加が期待できる。



出所：内閣府『家計可処分所得・家計貯蓄率の速報値』から筆者計算

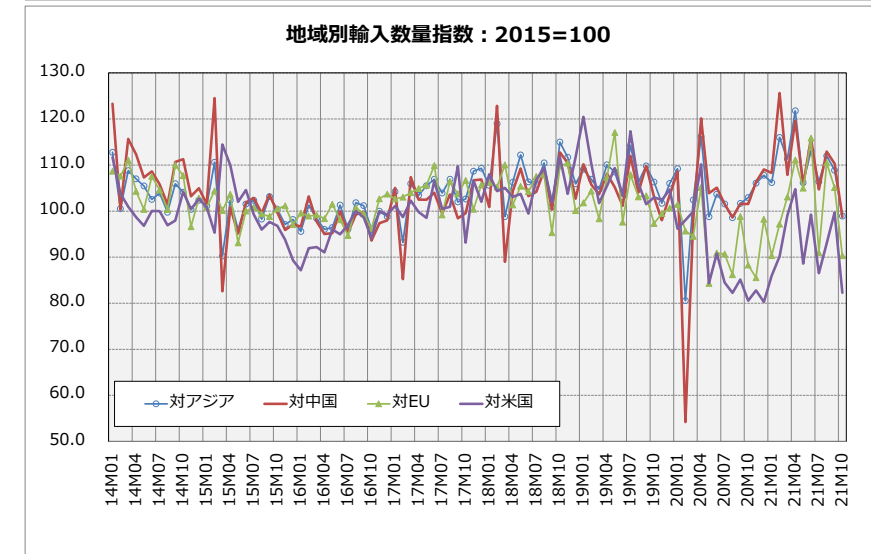
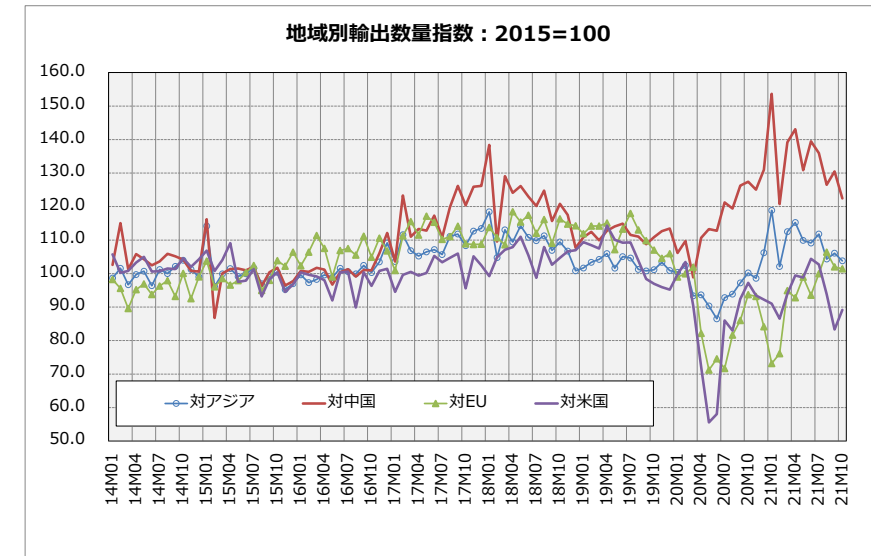
自動車減産で生産低迷、遅れるサービス産業の回復：ダウンサイドリスク

- 21年7-9月期の鉱工業生産は前期比-3.7%と5四半期ぶりの減産。自動車の減産が影響している。製造工業生産予測調査では10・11月は増産が見込まれるが、実現しても20年1-3月期の生産水準(98.0)は未達。
- 7-9月期の第3次産業活動指数は前期比-0.8%と3四半期連続の低下。同期の水準(96.0)はコロナ禍前の19年10-12月期に比して5.2ポイント低い。うち、**対面型サービス業指数**は3四半期連続の低下で23.1ポイント低い。**観光関連産業活動指数**は36.2ポイント低い。
- 財とサービスの生産回復は、供給制約と緊急事態宣言の長期化により一旦途絶えた。



自動車輸出の落ち込みと輸出停滞：ダウンサイドリスク

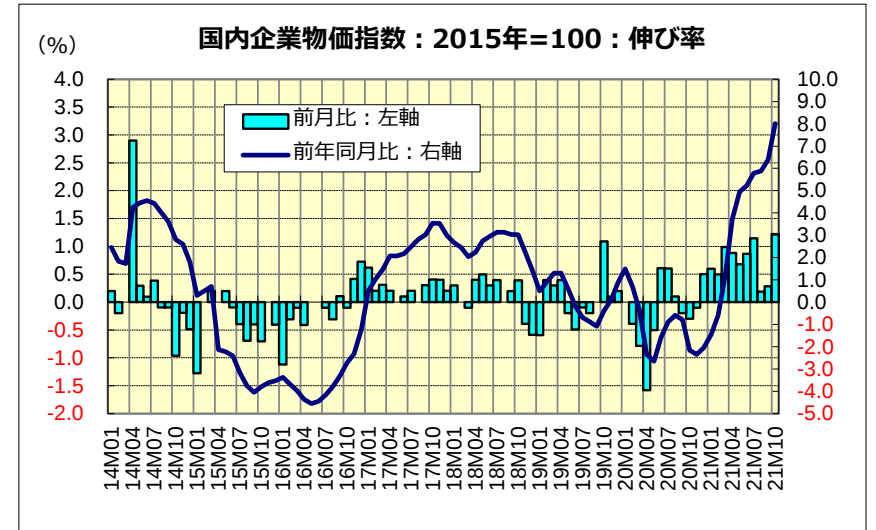
- 地域別動向(季調値)は、10月の対アジア輸出は前月比-2.1%、対中輸出は同-6.2%、対米輸出は同+7.0%、対EUは同-0.5%。7-9月平均と比較すれば、対アジアは-3.4%、対中国は-6.5%、対米は-4.4%、対EUは-1.3%となり、**輸出数量はすべての地域で低下**。
- 一方、対アジア輸入は前月比-9.2%、対中輸入は同-10.5%、対米輸入は同-17.5%、対EU輸入は同-14.1%。7-9月平均と比較すれば、対アジアは-9.3%、対中国は-9.7%、対米は-11.6%、対EUは-11.6%となった。



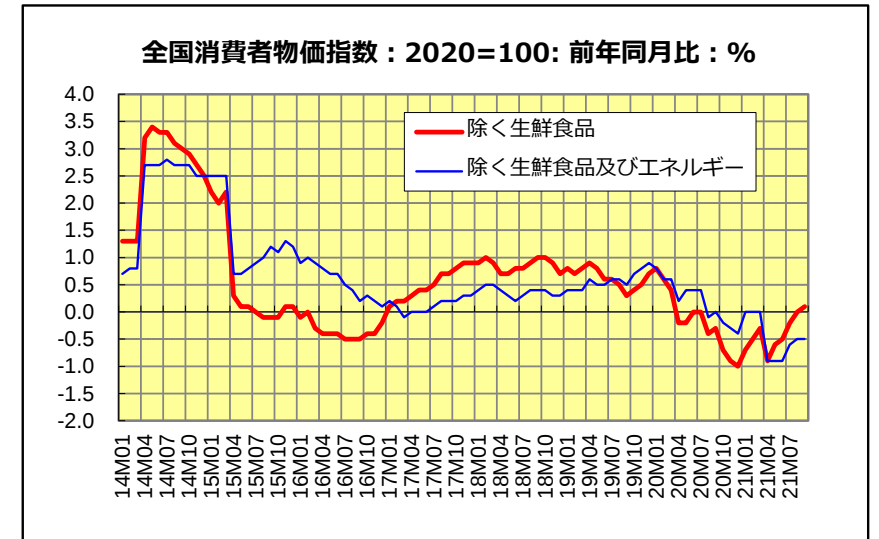
出所：財務省『貿易統計』、季節調整値はAPIR推計

企業物価指数と消費者物価指数

- 10月の**国内企業物価指数**は前年同月比+8.0%と8カ月連続の上昇。伸び率は1981年1月(+8.1%)以来の大きさに、**原油を中心に資源価格の高騰と円安の影響が目立つ**。素原材料価格は同+63.0%、中間財価格は同+14.3%だが、最終財価格は同+3.8%と明白なパススルーは起こっておらず、**企業収益抑制要因**に。
- 9月の**全国消費者物価コア指数**は前年同月比+0.1%と18カ月ぶりの上昇。季節調整値は前月比+0.1%と2カ月ぶりの上昇。結果、7-9月期は前年同期比-0.0%と6四半期連続の下落だが、前期比+0.5%と2四半期ぶりの上昇。



出所：日本銀行『国内企業物価指数』



出所：総務省『全国消費者物価指数』

日本経済予測結果表

	今回 (2021/11/30)				前回 (2021/8/31)			
	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022
実質国内総生産 (%)	▲ 4.4	2.8	2.6	1.4	▲ 0.5	▲ 4.5	3.3	2.3
民間需要 (寄与度)	▲ 4.7	1.6	1.7	0.9	▲ 0.6	▲ 4.7	2.3	1.8
民間最終消費支出 (%)	▲ 5.8	2.8	2.2	0.7	▲ 1.0	▲ 5.9	3.1	2.0
民間住宅 (%)	▲ 7.2	▲ 0.7	▲ 1.5	0.4	2.5	▲ 7.2	2.1	▲ 0.3
民間企業設備 (%)	▲ 6.9	1.1	3.2	3.3	▲ 0.6	▲ 6.8	3.3	3.4
民間在庫変動 (寄与度)	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.0	0.2
公的需要 (寄与度)	0.9	0.4	0.5	0.3	0.5	0.9	0.3	0.3
政府最終消費支出 (%)	3.4	2.7	1.8	0.9	2.0	3.3	1.4	1.1
公的固定資本形成	4.2	▲ 3.3	2.4	2.0	1.5	4.2	▲ 0.6	1.8
公的在庫変動 (寄与度)	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
外需 (寄与度)	▲ 0.6	0.8	0.4	0.2	▲ 0.2	▲ 0.7	0.7	0.2
財貨サービスの輸出 (%)	▲ 10.4	11.6	4.5	4.5	▲ 2.2	▲ 10.4	14.2	4.1
財貨サービスの輸入 (%)	▲ 6.8	6.7	2.6	3.3	0.2	▲ 6.8	9.6	3.0
名目国内総生産 (%)	▲ 3.9	1.9	3.2	2.0	0.3	▲ 3.9	2.8	3.0
国内総生産デフレーター (%)	0.6	▲ 0.8	0.7	0.6	0.9	0.6	▲ 0.5	0.7
国内企業物価指数 (%)	▲ 1.4	6.5	1.7	0.6	0.1	▲ 1.4	5.3	1.1
消費者物価コア指数 (%)	▲ 0.4	0.0	0.8	0.7	0.6	▲ 0.4	▲ 0.1	0.7
鉱工業生産指数 (%)	▲ 9.5	6.1	3.6	2.6	▲ 3.8	▲ 9.5	9.7	2.7
住宅着工戸数：新設住宅 (%)	▲ 8.1	6.3	▲ 2.0	▲ 1.3	▲ 7.3	▲ 8.1	7.6	▲ 3.6
完全失業率 (%)	2.9	2.8	2.8	2.6	2.3	2.9	2.9	2.8
経常収支 (兆円)	16.3	12.8	11.6	12.9	18.9	18.3	18.4	17.7
対名目GDP比 (%)	3.0	2.3	2.1	2.2	3.4	3.4	3.3	3.1
原油価格 (ドル/バレル)	44.1	74.6	73.4	68.6	58.7	44.1	67.8	64.3
為替レート (円/ドル)	106.0	112.2	115.3	116.5	108.7	106.0	110.2	111.3
米国実質国内総生産 (%、暦年)	▲ 3.4	5.5	4.3	2.8	2.2	▲ 3.5	6.5	4.5