

2021年8月20日 全67頁

第210回日本経済予測

副理事長 兼 専務取締役 経済調査部	リサーチ本部長 シニアエコノミスト シニアエコノミスト 主任研究員 シニアエコノミスト シニアエコノミスト エコノミスト 研究員 エコノミスト エコノミスト 研究員 エコノミスト 研究員 研究員	熊谷 亮丸 神田 慶司 佐藤 光 山崎 政昌 末吉 孝行 橋本 政彦 久後 翔太郎 永井 寛之 鈴木 雄大郎 小林 若葉 和田 恵* 岸川 和馬 吉田 智聡 瀬戸 佑基
-----------------------	--	---

第210回日本経済予測

強まる変異株の脅威、経済正常化とその後の課題

①日本の長期停滞、②米金利上昇リスク、③グリーン、を検証

実質 GDP: 2021年度+3.4%、2022年度+3.3%

名目 GDP: 2021年度+3.1%、2022年度+3.7%

* 金融調査部兼任

第 210 回日本経済予測

【予測のポイント】

- (1) **実質 GDP 成長率見通し: 21 年度+3.4%、22 年度+3.3%**: 本予測のメインシナリオでは、全国民の約 8 割がワクチンの 2 回接種を 10 月末に終わると想定している。経済正常化が 21 年秋から進むことで景気の回復ペースは加速し、実質 GDP 成長率は 21 年度で+3.4%、22 年度で+3.3%と見込む。だが先行き不透明感は強く、ワクチン接種率と変異株の動向に大きく左右される。仮にワクチンの効果が半減する変異株が流行した場合、22 年初に 5 回目の宣言発出を余儀なくされ、経済損失は 3.7 兆円程度と 1 回目の宣言時を上回るとみられる。先進国を中心に進んだ経済正常化は大幅に後退し、変異株に対応するワクチンの開発・普及が進むまで経済活動は停滞する恐れがある。
- (2) **論点①: ポストコロナで直面する日本経済の構造問題**: 感染収束後の景気回復は比較的円滑に進む見込みであるが、76 兆円程度と推計される企業の過剰債務や「追い貸し・金利減免」企業の増加への対応が遅れば、経済成長率の低下を招く恐れがある。ポストコロナでは「内需の停滞」という感染拡大前からの課題に改めて取り組む必要がある。企業の期待成長率の低さが過小投資につながっており、背景には働き手の手取り賃金の伸び悩みや将来不安の強まりなどに起因した個人消費の低迷がある。将来不安に伴う消費の抑制額は 2000 年以降の累積で 58 兆円に上る。加えて、諸外国との比較では労働生産性の「水準」の低さも目立っており、特に非製造業の生産性向上に向けてデジタル化の推進が求められる。
- (3) **論点②: 米国の長期金利上昇と世界経済**: 仮に米国の長期金利が急速に上昇すれば、グローバルマネーフローが変調をきたし、新興国への資金流入が鈍化して経済成長が押し下げられる。新興国の経済混乱や債務不履行に発展すれば、保有債権や直接投資を通じて先進国に悪影響が及ぶリスクも出てくるだろう。一方で米国では、過去の名目 GDP との関係からは現在の株価水準は上限近辺とも考えられ、金利が急騰した場合に大きく調整する恐れがある。同様に、金利に敏感な住宅価格も下落する可能性が高い。資産価格の急落は世界に波及し、米欧を中心に個人消費の減少を招くだろう。これらの新興国への資金流入の減少や逆資産効果の影響を考慮して試算すると、米国の長期金利が 5%にまで上昇した場合、世界経済はマイナス成長に陥ると見込まれる。
- (4) **論点③: グリーン成長戦略 再エネ導入と家計の負担**: 第 6 次エネルギー基本計画素案では再エネの大量導入目標が示された。その発電比率目標に基づいて、2030 年度の家計の負担を試算した。まず、2030 年度の電力消費量を約 8,800 億 kWh(19 年度比▲5.1%)と推計した。それをもとに一帯あたりの再エネ賦課金は 19 年度から 30 年度に 41%増加し、電気料金全体は 5%上昇するという試算結果を得た。国民負担は増加基調を維持するものの、再エネの発電コストが低下していることから、負担の増加ペースは鈍化する見通しである。国民負担軽減のためには、コストが低下してきた電源の有効活用と一段の発電コスト削減が重要となろう。
- (5) **日銀の政策**: 21 年度のコア CPI は携帯電話通信料の引き下げに加え基準改定の影響もあり前年比▲0.2%まで低下するものの、22 年度は同+0.6%に高まろう。ワクチン接種の進展により経済活動が正常化に向かう中、物価の基調は緩やかな上昇にとどまる見込みである。日銀はコロナ危機対応策を段階的に縮小させる一方、極めて緩和的な金融政策を維持するとみている。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 21 年度+2.1%、22 年度+1.9%と想定。
- (2) 為替レートは 21 年度 109.7 円/ドル、22 年度 109.8 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 21 年+6.3%、22 年+4.6%とした。

第210回日本経済予測（2021年8月20日）

	2020年度	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)	2020暦年	2021暦年 (予測)	2022暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	-3.9	3.1	3.7	-3.8	1.9	3.7
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	-4.5	3.4	3.3	-4.6	2.3	3.3
内需寄与度	-3.9	2.7	2.8	-3.9	1.5	3.0
外需寄与度	-0.6	0.7	0.5	-0.8	0.8	0.3
GDPデフレーター	0.6	-0.4	0.4	0.9	-0.4	0.4
鉱工業生産指数上昇率	-9.5	12.3	7.7	-10.3	9.3	9.0
第3次産業活動指数上昇率	-6.9	3.1	4.8	-6.9	1.5	4.8
国内企業物価上昇率	-1.4	4.7	1.0	-1.1	3.6	1.8
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.5	-0.2	0.6	-0.2	-0.2	0.4
失業率	2.9	2.9	2.6	2.8	2.9	2.7
10年物国債利回り	0.04	0.03	0.01	-0.01	0.05	0.01
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	3.9	4.7	6.8	3.0	4.9	6.1
経常収支（億ドル）	1,721	1,926	2,139	1,642	1,916	2,070
経常収支（兆円）	18.3	21.7	24.0	17.5	20.8	22.7
対名目GDP比率	3.3	3.9	4.2	3.2	3.8	4.0
2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2015暦年連鎖価格）						
民間消費	-5.9 (-3.2)	3.3 (1.8)	3.4 (1.8)	-5.9 (-3.2)	1.8 (1.0)	3.6 (1.9)
民間住宅投資	-7.2 (-0.3)	1.9 (0.1)	1.9 (0.1)	-7.1 (-0.3)	0.0 (0.0)	2.3 (0.1)
民間設備投資	-6.8 (-1.1)	4.6 (0.7)	4.5 (0.7)	-6.0 (-1.0)	1.4 (0.2)	5.2 (0.8)
政府最終消費	3.3 (0.7)	1.0 (0.2)	0.1 (0.0)	2.8 (0.5)	1.7 (0.4)	0.3 (0.1)
公共投資	4.2 (0.2)	-0.2 (-0.0)	1.0 (0.1)	3.6 (0.2)	0.5 (0.0)	1.2 (0.1)
財貨・サービスの輸出	-10.4 (-1.8)	14.4 (2.5)	6.1 (1.2)	-11.7 (-2.0)	12.7 (2.0)	6.4 (1.2)
財貨・サービスの輸入	-6.8 (1.2)	9.9 (-1.8)	3.7 (-0.7)	-7.3 (1.3)	7.5 (-1.2)	4.9 (-0.9)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	-0.9	6.0	4.3	-2.5	6.1	4.5
原油価格（WTI、\$/bbl）	42.4	66.4	65.5	39.3	64.5	65.5
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	-3.4	7.7	3.7	-3.4	6.3	4.6
米国の消費者物価上昇率	1.2	4.7	2.4	1.2	4.2	2.9
(3) 日本経済						
名目公共投資	4.6	2.1	1.9	4.4	2.4	2.4
為替レート（円/ドル）	106.0	109.7	109.8	106.8	108.8	109.8
（円/ユーロ）	124.1	129.7	128.5	122.0	129.7	128.5

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

前回予測との比較

	今回予測 (8月20日)		前回予測 (6月8日)		前回との差	
	2021年度	2022年度	2021年度	2022年度	2021年度	2022年度
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	3.1	3.7	3.3	3.9	-0.2	-0.2
実質GDP成長率(2015暦年連鎖価格)	3.4	3.3	3.4	3.2	0.0	0.1
内需寄与度	2.7	2.8	1.9	3.4	0.8	-0.6
外需寄与度	0.7	0.5	1.6	-0.3	-0.9	0.8
GDPデフレーター	-0.4	0.4	-0.1	0.7	-0.3	-0.3
鉱工業生産指数上昇率	12.3	7.7	13.1	7.4	-0.8	0.3
第3次産業活動指数上昇率	3.1	4.8	2.9	4.9	0.2	-0.1
国内企業物価上昇率	4.7	1.0	1.8	0.8	2.9	0.2
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.2	0.6	-0.1	0.6	-0.1	0.0
失業率	2.9	2.6	2.8	2.5	0.0	0.1
10年物国債利回り	0.03	0.01	0.08	0.08	-0.05	-0.07
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	4.7	6.8	7.9	7.1	-3.2	-0.3
経常収支(億ドル)	1,926	2,139	2,044	1,913	-118	226
経常収支(兆円)	21.7	24.0	22.9	21.4	-1.2	2.6
対名目GDP比率	3.9	4.2	4.1	3.7	-0.2	0.5
2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)						
民間消費	3.3	3.4	1.5	4.6	1.8	-1.2
民間住宅投資	1.9	1.9	0.7	2.2	1.2	-0.3
民間設備投資	4.6	4.5	4.6	5.3	0.0	-0.8
政府最終消費	1.0	0.1	1.0	0.0	0.0	0.1
公共投資	-0.2	1.0	0.9	0.4	-1.1	0.6
財貨・サービスの輸出	14.4	6.1	14.1	5.4	0.3	0.7
財貨・サービスの輸入	9.9	3.7	4.8	7.0	5.1	-3.3
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	6.0	4.3	6.7	4.0	-0.7	0.3
原油価格(WTI、\$/bbl)	66.4	65.5	68.3	69.2	-1.9	-3.7
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	7.7	3.7	9.2	2.8	-1.5	0.9
米国の消費者物価上昇率	4.7	2.4	3.7	2.2	1.0	0.2
(3) 日本経済						
名目公共投資	2.1	1.9	2.0	1.0	0.1	0.9
為替レート(円/ドル)	109.7	109.8	109.2	109.3	0.5	0.5
(円/ユーロ)	129.7	128.5	132.9	133.2	-3.2	-4.7

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(出所) 大和総研

◎目次

1.	はじめに.....	6
2.	日本経済のメインシナリオ.....	8
2.1	秋からの景気回復を見込むも不透明感の強い日本経済.....	8
2.2	ワクチン接種の遅れと新たな変異株による感染シミュレーション.....	17
3.	論点①：ポストコロナで直面する日本経済の構造問題.....	22
3.1	日本型長期停滞の構造とポストコロナで想定される課題.....	22
3.2	増加する過剰債務と「追い貸し・金利減免」企業.....	25
3.3	感染拡大前から続く「過小投資」「過少消費」「低生産性」問題.....	27
3.4	ポストコロナを見据えた政策の方向性.....	32
4.	論点②：米国の長期金利上昇と世界経済.....	34
4.1	グローバルマネーフローの変化と新興国への影響.....	34
4.2	米金利上昇の先進国経済への影響.....	39
4.3	米長期金利が5%に上昇すると世界経済はマイナス成長へ.....	42
5.	論点③：グリーン成長戦略 再エネ導入と家計の負担.....	46
5.1	脱炭素社会の前提となる再生可能エネルギー.....	46
5.2	シナリオ分析の含意.....	50
6.	マクロリスクシミュレーション.....	52
6.1	円高.....	52
6.2	原油高騰.....	53
6.3	世界需要の低下.....	53
6.4	金利上昇.....	53
7.	四半期計数表.....	55

第 210 回日本経済予測

強まる変異株の脅威、経済正常化とその後の課題

①日本の長期停滞、②米金利上昇リスク、③グリーン、を検証

1. はじめに

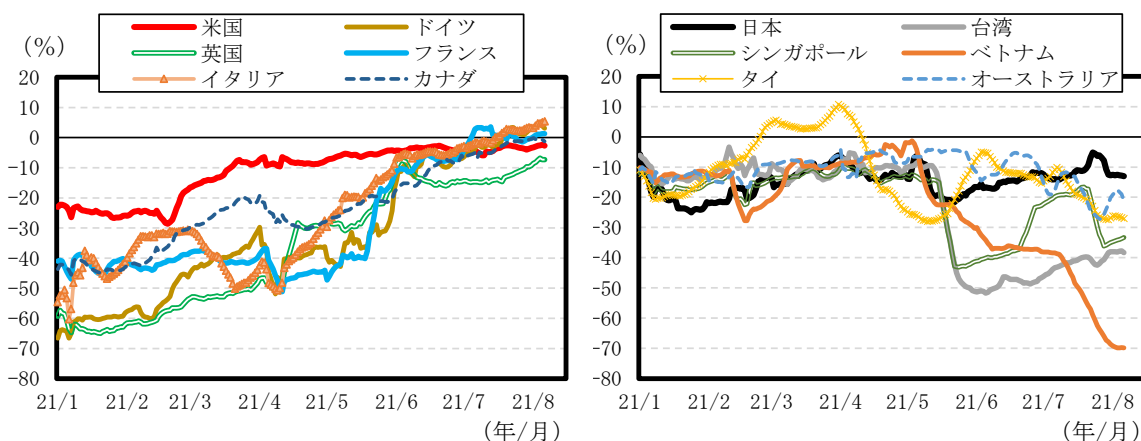
神田 慶司

新型コロナウイルスのワクチン接種が国内外で進展する一方、感染力の高いデルタ株が多くの国で猛威を振るっている。世界経済は人の動きが活発になって本格回復に向かう国と、そうでない国で二極化するという「K字」回復が鮮明になってきた。

Google の位置情報データから小売店・娯楽施設¹の人出の動きを見ると、欧米の主要先進国では感染拡大前の水準をおおむね回復した（**図表 1-1 左**）。2020 年に先進国の中で最も厳しい景気悪化を経験した英国ではワクチン接種が進み、行動制限が徐々に緩和されて飲食店やホテルの利用が増えたことなどにより、2021 年 4-6 月期の実質 GDP は前期比年率で 20%超のプラス成長となった。米国では同時期の実質 GDP が感染拡大前（2019 年 10-12 月期）の水準を上回った。

対照的に、日本を含むアジアではデルタ株の流行で経済活動が一段と抑制されている（**図表 1-1 右**）。感染拡大防止と経済活動の両立において「優等生」とされた台湾、ベトナム、オーストラリアでも、ワクチン接種が進んでいないこともあって厳しい感染状況に直面している。ベトナムでは厳格な社会隔離措置が実施され、小売店・娯楽施設の人出は感染拡大前の水準を 7 割ほど下回った。日本では東京都に対する 4 回目の緊急事態宣言が発出され、対象地域が拡大されたものの、全国の新規感染者数は 2 万 5 千人/日を超えるなど過去最悪の感染状況にある。

図表 1-1：世界各国の小売店・娯楽施設の人出（コロナショック前の基準からの変化率）



（注）7日移動平均。基準となる2020年1月3日～2月6日の中央値は曜日ごとに算出されている。

（出所）Googleより大和総研作成

¹ ショッピングセンター、飲食店、遊園地、映画館などが含まれる一方、スーパーマーケットや青果市場、ドラッグストアといった必需的な品目を多く取り扱う店は含まれない。

こうした「K字」回復は、IMFが7月27日に公表した「世界経済見通し」にも表れている。2021年の世界の実質GDP成長率見通しは前年比+6.0%と、4月に公表された前回予測値と同水準だったが、欧米先進国ではおおむね上方修正され、日本やアジア新興国では下方修正された。

第2章で述べるように、本予測のメインシナリオにおける実質GDP成長率は2021年度で+3.4%、2022年度で+3.3%の見込みである。海外経済の回復を追い風に、輸出や設備投資といった企業部門の需要は今後も緩やかに増加する。家計の消費支出は感染拡大防止策の影響を受けて当面は足踏みが続くものの、ワクチン接種の進展によって秋には経済活動が再開し、対面や移動を伴うサービス消費は回復に向かうだろう。経済対策の効果もあり、10-12月期の実質GDPは感染拡大前（2019年10-12月期）の水準を上回るとみている。

だが、本予測のメインシナリオは今後のワクチン接種率や変異株の動向に大きく左右される。**第2章2節**で示すように、ワクチンの接種ペースが減速し、全人口に占める2回接種完了者の割合が7割にとどまれば、感染が再拡大して5回目の緊急事態宣言が発出されるとみられる。また、南米で流行するラムダ株への警戒感がこのところ強まっているが、仮にワクチンが効きにくい変異株への置き換わりが進むと、1回目の緊急事態宣言時を上回る経済損失が発生する可能性がある。先進国を中心に進んできた経済正常化は大幅に後退し、変異株に対応するワクチンの開発・普及が進むまでは経済活動が停滞する恐れがある。

さらに本予測では、経済正常化後の課題として以下の3つの論点を取り上げた。

第3章では、コロナショックで生じた新たな問題と、感染拡大前から続く日本の構造問題に焦点を当てる。企業の過剰債務は足元で76兆円まで増加しており、「追い貸し・金利減免」企業比率も上昇している。感染収束後にこれらの問題に適切に対応しなければ、潜在成長率を押し下げる可能性がある。また、感染拡大前からの課題であった日本経済の長期停滞は、個人消費の伸び悩みなどを受けた企業の「過小投資」と、手取り賃金の伸び悩みや将来不安の強まり、人口減少による家計の「過少消費」の悪循環が大きな特徴である。将来不安による個人消費の押し下げ額は2000年以降の累計で58兆円と推計され、社会保障改革の重要性が再認識させられる。

第4章では、米国の長期金利の上昇が世界経済に与える影響について考察する。米金利の上昇はグローバルマネーフローの変化を通じて新興国の実質GDP成長率を低下させる。金利上昇の悪影響を受けやすいトルコや中南米諸国でリスクが顕在化すれば、保有債権や直接投資を通じて、米国やスペインを中心とした先進国に悪影響が及ぶ可能性がある。また、急激な金利上昇は米国の株式や住宅価格といった資産価格の下落を引き起こし、金融市場を通じて他国に波及しよう。新興国への資金流入の減少や逆資産効果を考慮して試算すると、米国の長期金利が5%まで上昇した場合、世界経済成長率は5%pt低下し、マイナス成長に陥る恐れがある。

第5章では、このところ活発化している脱炭素を巡る動きについて取り上げる。節電や電化率などに一定の仮定を置くと、2030年度の電力消費量は約8,800億kWhと推計される。再生可能エネルギー賦課金は2030年度に2019年度比で4割程度、電気料金は5%程度上昇するが、発電コストの低下により家計負担の増加ペースは徐々に鈍化する見通しだ。負担軽減のためには、太陽光発電などコストの低い電源の有効活用と一段の発電コスト削減が重要になるだろう。

2. 日本経済のメインシナリオ

神田 慶司・鈴木 雄大郎・小林 若葉・岸川 和馬

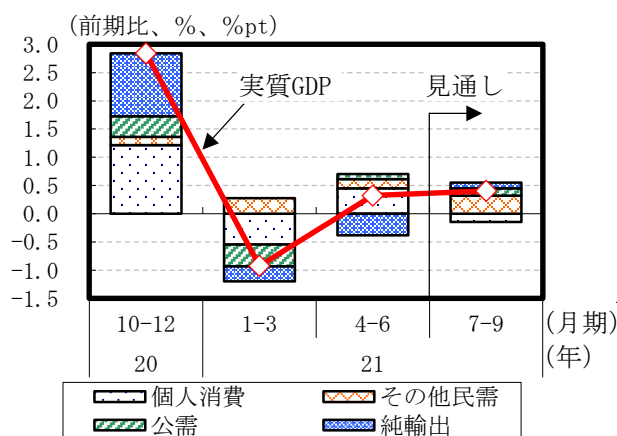
2.1 秋からの景気回復を見込むも不透明感の強い日本経済

7-9 月期の実質 GDP は 2 四半期連続でプラス成長の見込み

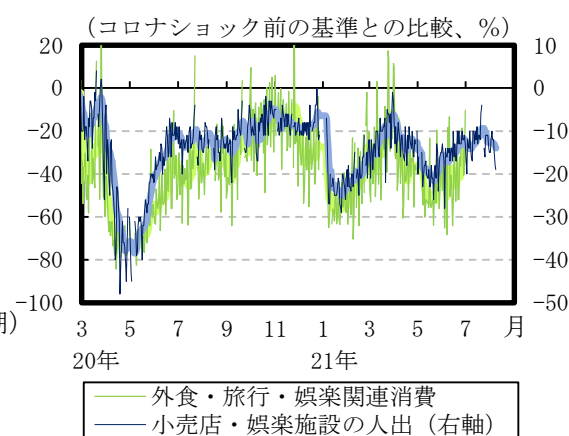
2021 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は 1 次速報値で前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）だった（**図表 2-1**）²。新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、期中に 3 回目の緊急事態宣言（以下、宣言）が発出されたものの、2 四半期連続のマイナス成長は避けられた。需要項目別に見ると、民需関連では在庫を除く全項目が増加した。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資は減少した。外需関連では輸出入ともに増加したが、輸入が輸出を上回って増加したため、純輸出の寄与はマイナスとなった。

Google が公表している全国の小売店・娯楽施設の人出を見ると、大阪、兵庫、宮城の 3 府県に対してまん延防止等重点措置（以下、まん延防止措置）が適用される直前の 3 月末から明確な減少傾向が見られたが、5 月中旬に回復傾向に転じた（**図表 2-2**）。こうした動きを反映して外食・旅行・娯楽関連消費が 5 月中旬から 6 月にかけて持ち直したことで、4-6 月期のサービス消費は前期比+1.5%となった。耐久財や半耐久財も前期比で増加した。個人消費は当初の想定を上回って底堅く推移したものの、宣言やまん延防止措置が人々の行動変容を促しにくくなったことを示唆しており、必ずしも前向きには評価できない。東京都に対して 4 回目の宣言が発出された 7 月も人出はさほど減っておらず、感染力の高いデルタ株への置き換わりが急速に進んだこともあって過去最悪の感染状況に至った。

図表 2-1：実質 GDP 成長率の実績と見通し



図表 2-2：人出と外食・旅行・娯楽関連消費



(注) 左図は実質、季節調整値。右図の基準は20年1月3日から2月6日の曜日別中央値。太線は7日移動平均。外食・旅行・娯楽関連消費は「外食」「交通」「教養娯楽サービス」の合計値。月～金曜日の祝日とお盆、年末年始のデータは除いている。

(出所) 内閣府、総務省、Google、CEICより大和総研作成

² 神田慶司・小林若葉「[2021年4-6月期GDP\(1次速報\)](#)」(大和総研レポート、2021年8月16日)

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.6%と見込んでいる（**図表 2-1**）。個人消費は小幅に減少するものの、輸出や設備投資、公需などの増加が GDP を押し上げよう。もっとも、2 四半期連続のプラス成長といっても実質 GDP の水準は依然として低く、2020 年 10-12 月期を下回る見込みである。足元の感染拡大が落ち着くまでは、個人消費を中心に景気の足踏みが続くと思われる。

シナリオ別に見た経済・感染状況の見通しの概要

今後の日本経済の回復経路は、引き続きワクチン接種率と変異株の動向に大きく左右される。これに関して本予測では、**図表 2-3** で示す複数のシナリオを作成した。詳細については**本章 2 節**を参照されたい。

メインシナリオでは実施中の宣言が 9 月末に解除されると想定している（他のシナリオも同様）。政府は 8 月末を期限としていた宣言を 9 月 12 日まで延長したが、9 月半ばでも感染状況は依然として厳しいとみられるからだ。当社のシミュレーションによると、人出が足元の水準で推移すれば、東京都の新規感染者数は 9 月半ばで 1 日あたり 4,500 人程度と見込まれる（**後掲 図表 2-13**）。このため少なくとも 9 月末まで宣言が延長され、解除後は状況によってまん延防止措置に移行する可能性があるとみている。

またメインシナリオでは、1 日あたり 130 万回のワクチン接種回数を想定している。8 月 19 日で 39%だった全人口に占める 2 回接種完了者の割合（接種完了率）は 10 月末に約 8 割に達し、その後は同水準を維持する。これは「希望する全ての対象者への接種を本年 10 月から 11 月にかけて終わることを目指す」³という政府目標を達成する接種ペースだ。2 カ月半ほど前に公表した「第 209 回日本経済予測（改訂版）」（以下、前回予測）では接種完了率を 12 月末で 50%超と見込んでいたが、その後の接種ペースの加速を受けて想定を大幅に引き上げた。

図表 2-3：シナリオ別に見た経済・感染状況の見通し

	ワクチン接種の想定	宣言の状況 (4回目は9月末で解除)	実質GDPへの影響		21年度下期の全国の感染状況（累積）	
			上段：21年度の成長率 下段：影響額		新規感染者数	死者数
メインシナリオ	1日あたり 130万回程度 10月末に80% が完了	—	+3.4%	—	12.1万人	85人
ワクチン接種遅延シナリオ	徐々にペースが 減速 1月末に70% で頭打ち	11月半ば～1月上旬 に5回目の宣言発出 (4回目並みの抑制)	+3.4%	▲0.2兆円	59.5万人	416人
リスクシナリオ (新たな変異株が12月に出現、ワクチンの効果半減)	メインシナリオと同じ	1月下旬～3月末 に5回目の宣言発出 (人出半減)	+2.8%	▲3.7兆円	49.7万人	348人

(出所) 各種資料より大和総研作成

³ 首相官邸ウェブサイト「[新型コロナウイルスワクチンの供給スケジュール等について](#)」

ワクチン接種が想定のように進展すれば、感染拡大防止と両立できる経済活動の範囲が広がり、外食や旅行、娯楽といったサービス消費は秋から回復に向かうだろう。メインシナリオにおける2021年度の実質GDP成長率は+3.4%と見込まれ、2021年度下期の新規感染者数は12万人程度と上期（170万人程度⁴）から大幅に減少するとみられる。

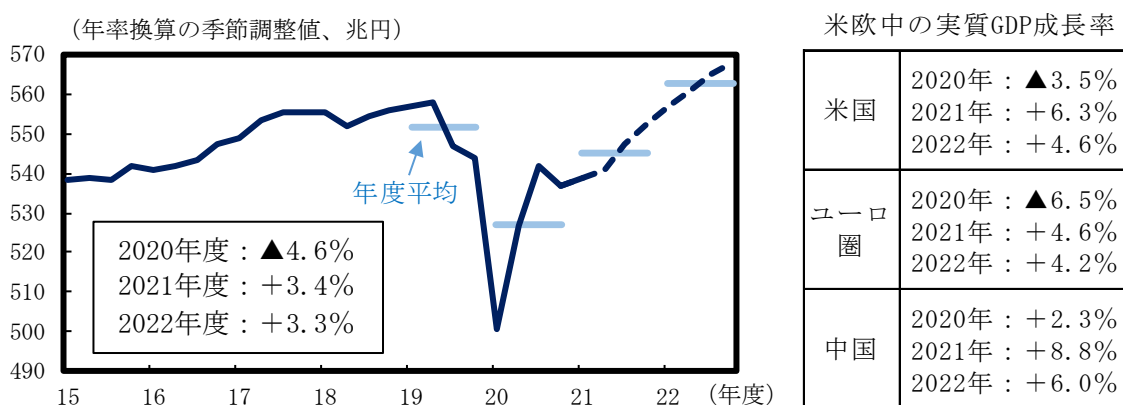
ただし、ワクチン接種がメインシナリオのように進むかどうかは不確実性が大きい。先行する国では接種希望者の確保が課題になっている。そこで「ワクチン接種遅延シナリオ」では接種回数が10月にかけて1日あたり20万回まで減少し、接種完了率は7割で頭打ちすると想定した。人出が回復する秋に感染が再拡大し、5回目の宣言発出を余儀なくされるとみられる。メインシナリオに比べて実質GDPは0.2兆円程度減少し、新規感染者数は60万人ほど増加する見込みだ。

当面の最大のリスクは、現在のワクチンが効きにくい変異株の流行である。ラムダ株はこの候補となり得る。リスクシナリオではワクチンの効果が半減する変異株が12月から1年半ばにかけて置き換わると想定した。この場合、2021年度の実質GDP成長率見通しは+2.8%に低下する。経済損失額は3.7兆円程度と1回目の宣言時を上回る規模だ。海外でも流行すれば、外需の悪化による一段の成長率低下も考えられる。感染収束に向けた歩みは大幅な後退を余儀なくされ、変異株に対応するワクチンの開発・普及が進むまでは経済活動が停滞する恐れがある。

21年の海外経済見通しは米国で下方修正、欧州で上方修正

図表2-4ではメインシナリオにおける実質GDPの推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（8月20日時点）の見通しに基づく。

図表2-4：日本の実質GDP見通しと海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

2021年の実質GDP成長率は米国で+6.3%、ユーロ圏で+4.6%、中国で+8.8%の見込みである。前回予測と同様、2大経済大国である米国と中国は世界全体（IMFの見通しで同+6.0%）を

⁴ 足元から9月末までは当社による推計値。

上回る成長率を見込んでいる。ただし米国については前回予測から 1.0%pt 下方修正した。4-6 月期の実質 GDP 成長率が予想を下回ったことや、供給制約に伴う自動車販売の減少や企業活動、住宅投資の下押しを考慮したためである。反対に、ユーロ圏の成長率見通しは経済活動の正常化が想定以上に進んでいることなどを踏まえて 0.7%pt 上方修正した。中国の見通しは前回予測から変更していない。

米国では 4-6 月期の実質 GDP が感染拡大前（2019 年 10-12 月期）の水準を上回るまで回復した。ワクチン接種の進展を背景に感染状況が改善するとともに、政府の経済対策の効果が継続したことで、人々は外出・消費行動をさらに積極化させ、企業活動も堅調さを維持した。インフレ加速の長期化への警戒感は依然として強いが、労働参加率が回復して賃金上昇を抑えるかどうかが重要になる。米国でもデルタ株の流行により新規感染者数が増加しており、消費者マインドへの悪影響や再び規制が強化される可能性には警戒が必要である。連邦政府の債務上限問題の行方も注目される。

ユーロ圏では 4-6 月期の実質 GDP が 3 四半期ぶりにプラス成長となった。事前の予想よりも強い数字であり、過去 2 四半期の落ち込みを補うのに十分な成長である。ワクチン接種の進展や行動制限の緩和を背景に家計の外出・消費行動が積極化し、個人消費主導で景気が回復した。2021 年下期もこうした流れが続くと見込んでいるが、デルタ株の流行などもあって先行き不透明感が残る。ユーロ圏経済の約 3 割を占めるドイツの回復が鈍く、ユーロ圏の景況感に頭打ち感が見られることなども懸念される。

中国では 4-6 月期の実質 GDP が前期比年率+5.3%と 1-3 月期（同+1.6%）から加速した。行動制限がほぼ解除されたことが景気を押し上げた一方、これまで個人消費の回復を支えてきた自動車販売が半導体不足で急減速した。こうした状況は当面続く見通しである。今後は政府が引き締め策を実施している不動産開発投資の先行きが懸念されることに加え、資源高による交易条件の悪化が企業収益や家計所得を減少させ、設備投資や個人消費の抑制につながる可能性もある。だが、預金準備率は大手行で 12.0%と依然として高く、景気の下振れリスクが高まった場合の政策対応の余地は残されている。そのため景気の回復基調は継続するとみている。

2022 年の実質 GDP 成長率は米国で+4.6%、ユーロ圏で+4.2%、中国で+6.0%の見込みである。米欧は潜在成長率を大幅に上回る高成長率が続き、中国でも 2019 年並みの成長率となる見通しだ。日本にとって良好な輸出環境が 2022 年も続くことは景気回復の追い風となろう。

GDP が感染拡大前を超えるのは 21 年 10-12 月期の見込みだが消費は 22 年 1-3 月期

こうした海外経済見通しのもとで、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2021 年度で+3.4%、2022 年度で+3.3%と見込んでいる（**図表 2-4**）。

前述したように、7-9 月期の実質 GDP は感染拡大に伴う宣言やまん延防止措置の影響を受けて前期比年率+1.6%と低いプラス成長を見込んでいる。ワクチンが接種を希望する全国民に行きわたるであろう 10-12 月期には感染拡大防止と両立できる経済活動の選択肢が広がり、外食や

旅行、娯楽といったサービス消費は秋から回復に向かうと見込んでいる。ワクチン接種完了率が10月末で約80%まで上昇すれば、10-12月期の実質GDPは感染拡大前（2019年10-12月期）の水準を上回るとみられる。ユーロ圏では2022年1-3月期、英国では同年4-6月期にこの水準を上回ると見込んでいることから、日本は欧州をやや上回るペースで回復する見通しといえる。

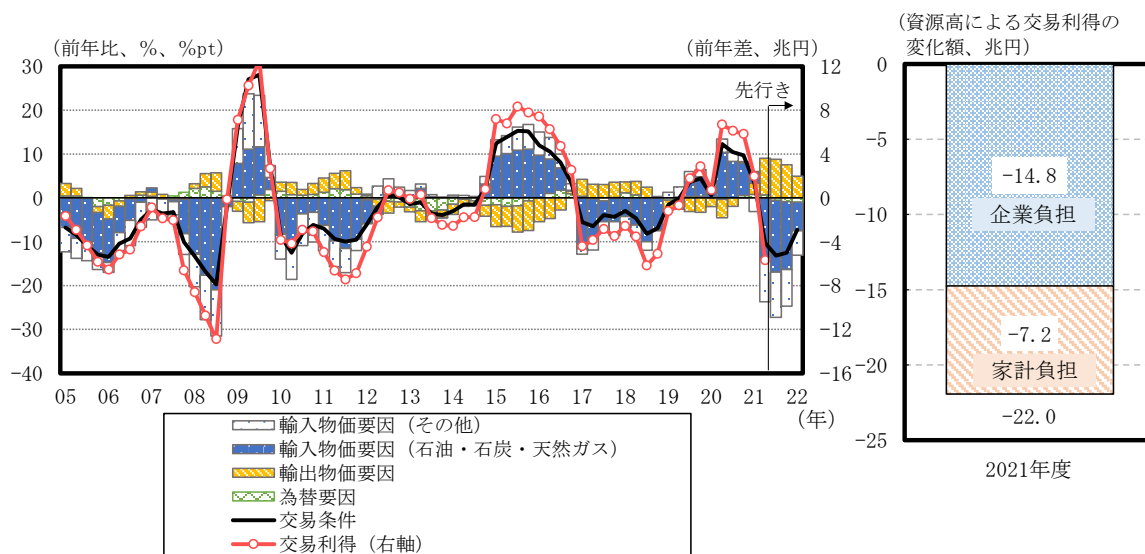
ただし日本の実質GDPを需要項目別に見ると、感染拡大前の水準を上回る時期は大きく異なる。政府消費、公共投資は既に上回っており、輸出は2021年7-9月期に、設備投資はGDPと同じ10-12月期に上回る見込みである。個人消費は2022年1-3月期と遅れ、消費税率が10%へと引き上げられる直前の2019年7-9月期付近になるのは2023年1-3月期とみている。その意味で、メインシナリオにおいて経済活動が本格回復する時期は2022年度以降であり、実質GDPの水準が示すよりも回復が緩やかであることを留意する必要がある。

3つの景気下振れ要因 ～感染拡大、資源高、半導体不足の長期化

日本経済にとっての最大の景気下振れ要因は引き続き感染拡大である（本章2節）。また半導体不足による供給制約により、自動車や一部の家電製品の購入や輸出が伸び悩む状況が長引くことが考えられる。

資源高による企業収益や家計所得への悪影響も懸念される。原油のほか、銅や金といった非鉄金属、とうもろこしや小麦といった穀物、木材など、幅広いコモディティ価格がこのところ上昇している。日本は資源の多くを輸入に頼るため、資源高が輸入物価の上昇につながりやすい。これによる交易条件（＝輸出物価÷輸入物価）の悪化は、「交易利得」の減少（海外への所得流出）を通じて間接的にGDPを押し下げることになる。

図表 2-5：交易条件の要因分解と交易利得（左）、21年度における海外への所得流出額（右）



(注1) 要因分解は「輸出入物価指数」を利用した。為替要因は円ベース指数／契約通貨ベース指数、輸出・輸入物価要因は契約通貨ベース。先行きの各要因は、7月の水準で横ばいで推移すると想定。交易利得は年率換算。

(注2) 右図は8月以降の交易条件が7月の水準から横ばいで推移し、所得流出額のシェアが2002～08年と同程度と想定。

(出所) 内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

図表 2-5 左は 2005 年以降の交易条件の前年比を「為替要因」「輸出物価要因」「輸入物価要因」の 3 つに分解したものである。さらに輸入物価要因については、影響が特に大きい石油・石炭・天然ガスとその他に分けた。これを見ると、2005～08 年頃、2010～11 年頃、2017～18 年頃に輸入物価が上昇して交易条件が悪化した。

仮に 2021 年 8 月以降の交易条件が 7 月から横ばいで推移すると、2021 年度に日本から海外へ流出する所得（資源高による交易利得の変化幅）は 22 兆円に上ると試算される（**図表 2-5 右**）。これは企業と家計が負担することになるが、交易条件がとりわけ悪化した 2002～08 年の負担度を機械的に当てはめると、企業が約 15 兆円、家計が約 7 兆円を負担することになる。所得の減少は設備投資や個人消費の抑制につながる恐れがある。

今回は感染拡大後に巣ごもり需要が高まり、食料品などで消費者の高価格志向が強まる（いわゆる「プチ贅沢」が広がる）など、企業が原材料価格の上昇を小売価格に転嫁しやすい環境にあることから、実際の企業（家計）負担は**図表 2-5 右**よりも小さく（大きく）なる可能性がある。2020 年度に家計貯蓄が 40 兆円近く増加したことを踏まえれば、家計は資源高による負担増を吸収できるとみられる半面、感染状況が改善した後のサービス消費の回復が緩やかになることも考えられる。

日本経済の動向を左右する個人消費と輸出の見通し

▶ 個人消費 ～ワクチン接種の進展でサービス消費は 10-12 月から回復基調へ

感染拡大以降、個人消費は度重なる宣言の発出やまん延防止措置の適用によって回復が遅れている。だが 2021 年 4-6 月期の GDP1 次速報で明らかになったように、同年上期の個人消費は事前に見込まれていたよりも底堅く推移した。期中に 2 回目の宣言が発出された 1-3 月期の伸び率は前期比▲1.0%へと上方改定され（改定前は同▲1.5%）、4-6 月期は 3 回目の宣言下でサービス消費などが増加したことで同+0.8%となった。

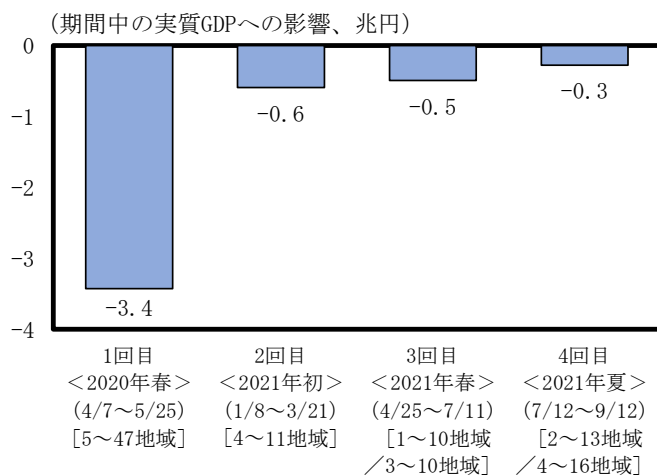
こうした実績を踏まえ、宣言などによる日本経済への影響を再試算した結果が**図表 2-6**である。従来試算⁵に比べると、2 回目と 3 回目の宣言などによる影響額は大幅に縮小し、それぞれ▲0.6 兆円程度（従来試算：▲1.1 兆円程度）、▲0.5 兆円程度（同▲1.3 兆円程度）となった。本稿執筆時点で公表された公的統計や位置情報データなどを用いて推計すると、7 月 12 日から 9 月 12 日までの宣言（図表中の「4 回目」）などによる影響は▲0.3 兆円程度とみられる。宣言の対象地域や期間、要請内容は各回で異なるものの、影響額は宣言を発出するたびに小さくなっており、人々の行動変容に働きかける宣言の効果の低下が示唆される。

足元の感染拡大は 9 月 12 日までに落ち着かない可能性があるが、一方でワクチン接種は諸外国と比べても速いペースで進んでいる。ワクチン接種で先行する欧米先進国では、新規感染者数が増加している場合でも重症者数や死者数は低水準で推移している。日本でもワクチン接種

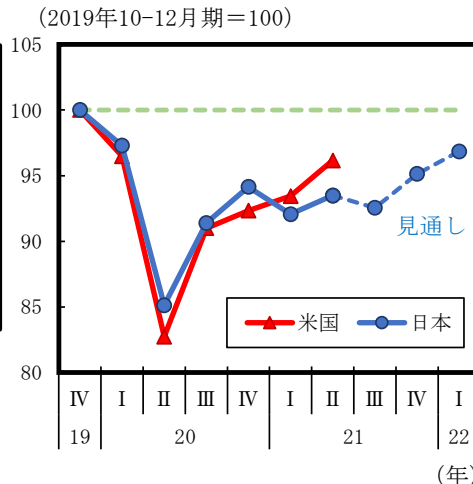
⁵ 従来試算は神田慶司・山口茜・小林若葉・岸川和馬「[日本経済見通し：2021 年 6 月](#)」（大和総研レポート、2021 年 6 月 22 日）で示した。

率が一段と高まれば、経済活動の正常化の余地は次第に大きくなるだろう。

図表 2-6：宣言発出などによる経済損失



図表 2-7：日米の実質サービス消費



(注) 左図は宣言が発出されない場合の「通常自粛」の影響を除く。沖縄は3回目の宣言が9月12日まで継続。

3、4回目はまん延防止措置の影響を含む。3、4回目の地域数は、宣言/まん延防止措置の対象地域。

(出所) 日本銀行、内閣府、総務省、経済産業省、Google、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

この点、米国では4-6月期に実質サービス消費の回復ペースが加速した(図表2-7)。このうち宿泊・飲食サービスは2019年10-12月期対比で97%と、1-3月期の同85%から大幅に回復した。娯楽や輸送は4-6月期で同80%程度の水準にあり、コロナ禍前の日常を取り戻したわけではないが、日本に比べるとサービス消費を取り巻く環境は大きく改善している。こうしたことに鑑みると、日本ではワクチン接種を希望する全国民に行きわたるであろう10-12月期にサービス消費が回復基調に転じると見込んでいる。

なお本予測のメインシナリオでは想定していないものの、感染状況が大幅に改善すれば、一時停止中のGo Toキャンペーンが再開される可能性がある。ただし、その場合は対象地域を段階的に拡大したり、平日と休日で助成率に差を設けたり、ワクチン接種の完了を要件に加えたりするなど制度設計の見直しが必要であろう。

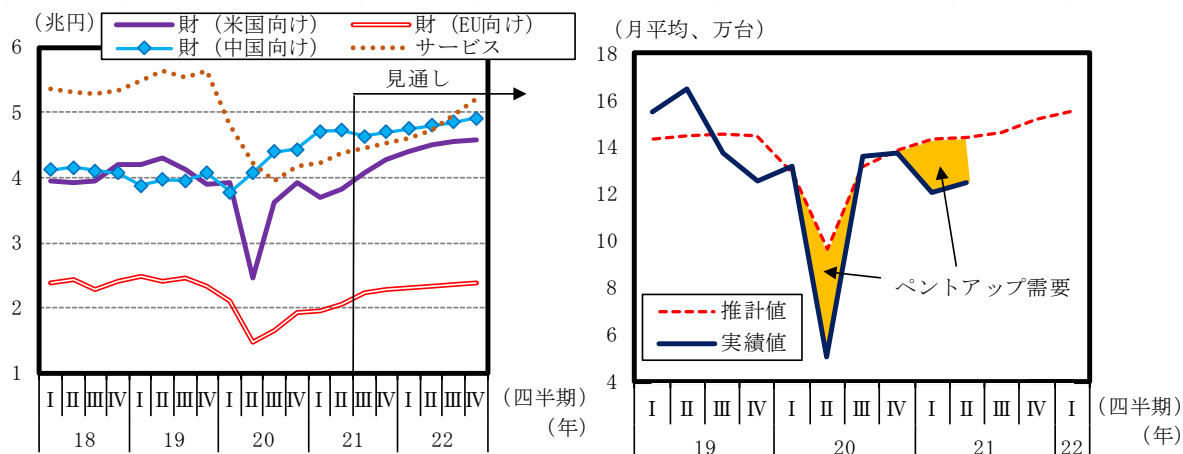
➤ 輸出 ～財は欧米向けを中心に増加、サービスは2022年度に加速する見込み

財輸出は欧米向けを中心に増加が続くとみている(図表2-8左)。中国向けは緩やかながらも増加する見込みだ。需要が財からサービスへとシフトする中、財輸出の増加ペースは海外経済の回復ペースに比べ緩やかなものとなるだろう。2020年春に消失したインバウンド消費(2019年実績で5兆円弱、サービス輸出に計上)は、2022年度中に回復基調へと転じると想定している。

財輸出の先行きを地域別に見ると、米国ではワクチン接種の進展や大規模な経済対策などを背景に内需が拡大しており、同国向けの輸出は自動車や同部品を中心に堅調に推移するとみている。2021年上期は半導体不足によって自動車輸出が伸び悩み、需要が中古車市場に取り込まれたことで機会損失が発生した。しかし一部はペントアップ需要として蓄積しているとみられ

ることから（図表 2-8 右）、今後は供給制約の緩和・解消に伴い、米国の景気回復に遅れる形で自動車輸出が増加していくと見込んでいる。

図表 2-8：日本の実質輸出見通し（左）／対米自動車輸出台数の推計（右）



(注) 大和総研による季節調整値。右図の推計値は対米自動車輸出台数を米国自動車販売台数の推計値の伸び率によって延長したもの。自動車販売台数の推計期間は1996年1-3月期から2019年10-12月期までで、推計式は以下の通り。
 米国自動車販売台数（前年比）＝ $1.19 \times$ 米実質雇用者報酬（前年比） $- 2.26 \times$ 米実質金利（前年差）
 $+ 0.13 \times$ 米消費者センチメント（雇用、前年差） $- 0.41 \times$ 米国の金融機関の貸し出し態度
 係数はいずれも1%有意。決定係数は0.68。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、中国国家統計局、BEA、FRB、Autodata Corp.、ミシガン大学、Eurostat、Haver Analyticsより大和総研作成

欧州向けは2021年下期に回復が加速するとみている。域内の多くの国では行動制限や入国制限が段階的に緩和されており、2021年夏の終わりまでに成人の7割にワクチン接種を完了させるというEUの目標達成が視野に入っている。経済活動の正常化が進むことで、EU向け輸出は7-9月期に持ち直しが本格化するだろう。その後も輸出は堅調に推移するとみられ、2022年半ばには感染拡大前の水準をおおむね回復する見込みである。

中国向けは世界経済の回復に伴い中国国内の生産活動が活発化することで、中間財・資本財を中心に緩やかな増加基調を辿るとみている。もっとも、中国の小売売上高や鉱工業生産の伸びはこのところ鈍化しており、7-9月期は輸出が伸び悩む可能性がある。また中国政府による不動産開発投資への引き締め策がインフラ投資需要に与える影響にも留意が必要だ。ただし前述したように、中国では政策対応の余地が大きいことから、中国経済の回復基調や日本の同国向け輸出の増勢は維持されるとみている。

CPIは基準改定で前年比マイナスに転じるも、低インフレ基調が続く見込み

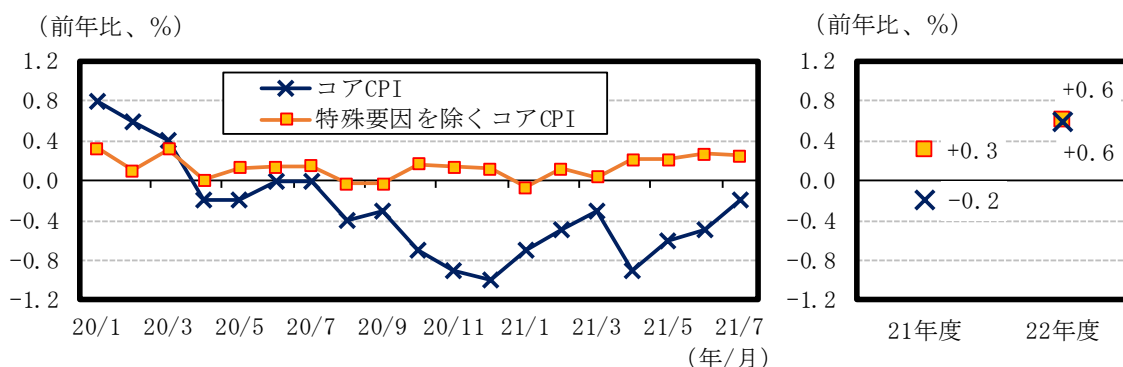
消費者物価指数（CPI）は2020年夏から前年割れが続いている。2020年基準に改定された全国コアCPIを見ると、2021年7月は前年比▲0.2%であった。基準改定前のコアCPIは前年比▶

ラスに転じたとみられていたが、基準改定に伴い前年比で0.7%pt 下方修正された⁶ことで、12カ月連続の前年割れとなった。ただしこのうち0.5%pt 分は携帯電話通信料のウエイトや指数の算定方法の変更によるものである。

当面は携帯電話通信料の引き下げによる下押し圧力が強いと考えられることから、2021年度のコアCPIは同▲0.2%と、2020年度の同▲0.5%に続いて2年連続での前年割れを見込んでいる。他方、2022年度は同+0.6%を見込む。携帯電話通信料の影響が一巡するほか、ワクチンの普及によるサービス需要の回復を背景にサービス価格の持ち直しが進むとみている。

感染拡大後の物価の低迷は政策の影響や原油安に依るところが大きい。図表2-9で示すように、2020年以降の物価変動に大きく影響した要因を除くCPI（特殊要因を除くコアCPI）は前年をやや上回って推移している。日本経済が再びデフレに陥ったわけではない。2021年度の特異要因を除くコアCPIは景気回復を背景に前年比+0.3%と低インフレ基調が続く見込みであり、コアCPIの見通し（同▲0.2%）を大きく上回る。携帯電話通信料の低下や再開される可能性があるGo Toトラベル事業による宿泊料の引き下げは短期的には物価の下落要因であるが、家計の購買力が高まるため、長い目で見れば幅広い財やサービスの需要拡大につながり、インフレ基調を高める要因になる。

図表2-9：全国コアCPIと特殊要因を除いたコアCPIの推移（左）／物価の見通し（右）



(注1) 内閣府「平成26年度 年次経済財政報告」に倣い、エネルギー品目、米類、鶏卵、切り花、診療代、介護料、たばこを特殊要因として除外した。また2020年以降の物価変動に大きく影響した要因として、火災・地震保険料、自動車保険料（自賠責）、幼稚園等の保育料、大学等の授業料、宿泊料、通信料（携帯電話）を除外した。

(注2) 左図の2020年12月以前のコアCPIおよび特殊要因を除くコアCPIは旧基準の数値。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

⁶ CPIの基準改定の詳細は、瀬戸佑基・岸川和馬「CPIの2020年基準への改定による影響②」（大和総研レポート、2021年8月16日）を参照。

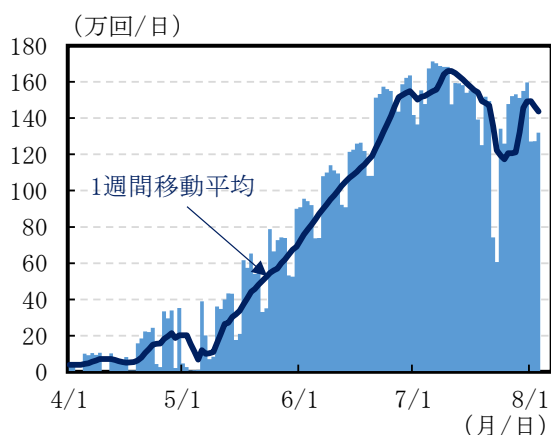
2.2 ワクチン接種の遅れと新たな変異株による感染シミュレーション

宣言の効果が低下し、人出の大幅な抑制を見込みにくい中、ワクチン接種は感染状況を大きく改善させ得る手段として期待が寄せられている。本節ではメインシナリオと整合的な感染状況の見通しを示すとともに、ワクチン接種が想定よりも進まないケースや、ワクチンの効果が効きにくい変異株が流行したケースを想定したシミュレーションを行う。

メインシナリオでは10月末に全国民の約8割が接種完了すると想定

国内のワクチンの接種回数を確認すると、6月上旬には政府が当初目標に掲げていた1日あたり100万回というペースを上回り、7月初めには1週間平均で同160万回程度まで加速した（**図表 2-10**）。しかしその後は供給制約によって一時は同120万回程度まで減速した。足元で再加速していることを加味し、本予測のメインシナリオではワクチン接種が同130万回で推移し、10月末に全国民の約8割が接種を完了すると想定した（**後掲図表 2-12 左**）。これは前節で述べたように、「希望する全ての対象者への接種を本年10月から11月にかけて終えることを目指す」という政府目標を達成する接種ペースである。

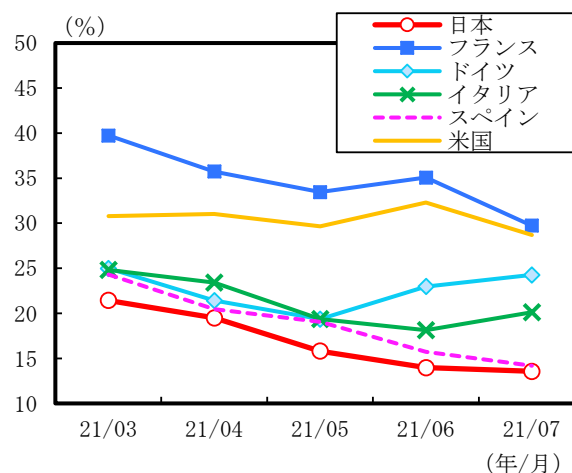
図表 2-10：日本の1日あたり接種回数



(注)直近2週間は遡及改訂されやすいため記載していない。

(出所) 厚生労働省、首相官邸より大和総研作成

図表 2-11：ワクチン接種を希望しない人の割合



(出所) オックスフォード大学 “Our World in Data” より大和総研作成

図表 2-11 はインペリアル・カレッジ・ロンドンが18歳以上を対象に各国で実施したアンケート調査の結果を示している（オックスフォード大学が調査結果を集計）。「未接種でワクチン接種を希望しない」と回答した人の割合を日本と欧米主要国と比較すると（英国とカナダは6月から非公表のため除外）、日本では7月で14%と諸外国に比べて低水準にある⁷。同時期に国内

⁷ アンケートでは「接種済み（少なくとも1回）」「未接種でワクチン接種を希望」「未接種でワクチン接種を希望するかどうか検討中」「未接種でワクチン接種を希望しない」の4項目が掲載されている（日本語訳は大和総研による）。

で実施されたアンケート調査を見ても、接種を希望しない人の割合は1割程度だった⁸。

日本や欧米の一部の国では、ワクチン接種を希望しない人の割合は春から夏にかけて低下傾向が見られる。背景には、ワクチン接種の進展で効果や副反応に関する知見が積み上がり、安心感が広がったことや、デルタ株などの変異株の流行で感染状況が悪化し、感染や重症化を避けようと接種を希望する人が増加したことなどがある。感染状況が7月下旬から急速に深刻化した日本では、ワクチン接種を希望する人が一段と増加している可能性がある。

もっとも、インペリアル・カレッジ・ロンドンによる7月の調査では、「接種を希望するかどうか検討中」との回答が日本で15%を占めた。副反応の強さへの懸念や不安などから、接種に慎重な人は日本だけでなく海外でも多い。メインシナリオで想定している「10月末で全国民の約8割が接種完了」を実現するには、こうした人々が接種に前向きになるどうか課題になる。

メインシナリオでは感染拡大を抑えつつ経済活動の正常化が進む見込み

メインシナリオでは、9月12日が期限とされる宣言やまん延防止措置が9月末まで延長され、解除後は状況によってまん延防止措置に移行すると想定している。その間の東京都の小売店・娯楽施設の人出は足元の水準からおおむね横ばいで推移し、10月以降は段階的に増加して年末には感染拡大前の水準まで戻ると想定した（**図表 2-12 右**）。

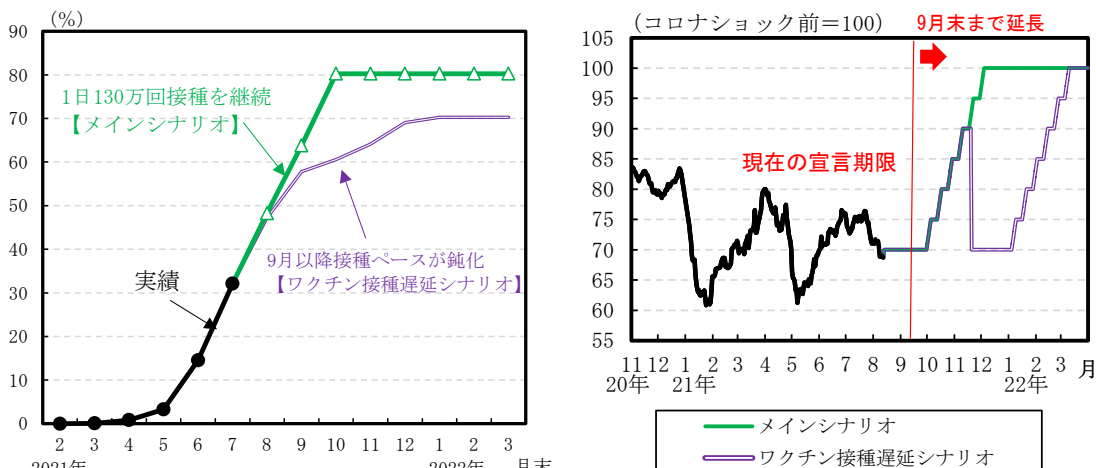
図表 2-13 左はメインシナリオにおける東京都の新規感染者数のシミュレーション結果である。ここでは英国公衆衛生庁が公表した研究結果などを参考に、デルタ株に対するワクチンの感染予防効果を90%、重症化予防効果を95%と仮定している。ただし、イスラエルではこれを大きく下回る有効性が示されたり、一定の時間が経過すると有効性が低下したりするとの報告がある。そのため本シミュレーションの結果は幅を持って見る必要がある。

東京都の1日あたり新規感染者数は8月末にピークを付けた後、緩やかに減少していく見込みである。9月末でも約2,000人/日であり、過去の宣言解除時の水準と照らし合わせると、まん延防止措置への移行など追加的な対策が必要になる。ワクチン接種の進展により、新規感染者数の減少傾向は人出の増加を想定している10月以降も続き、11月初めには300人/日を下回る。感染拡大防止と経済活動の両立が容易になり、景気の回復基調が強まる見通しだ。他方、足元で210人程度/日（7日間平均）の重症者数⁹は、新規感染者数にやや遅行する形で9月半ばにピークを迎える。年代別に見ると、ワクチン接種が進んでいない60歳未満の割合が9割以上を占める。2021年度下期の新規感染者数は累計で約12万人（同年度上期：同170万人）、同期間の死者数を足元の致死率から推計すると85人（同1.2万人）と見込まれる。

⁸ 株式会社アーキテクトが7月22～24日に1都3県で実施したアンケート調査（回答数600人）によると、8%が「接種しない」、12%が「接種するかどうか悩んでいる」と回答した。新潟市が市民に対して7月9～16日に実施したアンケート調査（回答数7,268人）によると、8%が「受けたくない」、3%が「決めていない」と回答した。

⁹ 重症者の定義は東京都の基準に基づく。

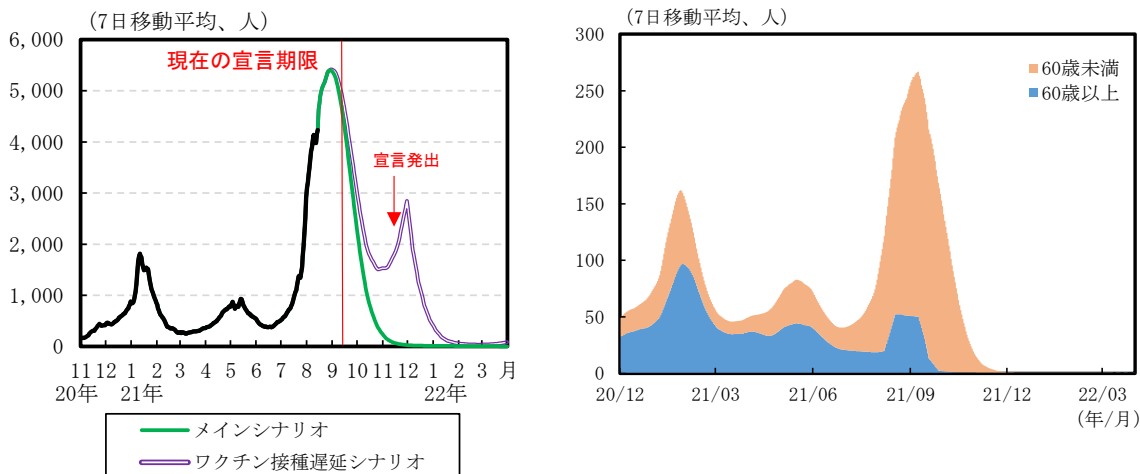
図表 2-12 : ワクチン接種率 (左) と小売店・娯楽施設の人出 (東京都、右) の想定



(注) ワクチン接種遅延シナリオは9月以降接種ペースが徐々に鈍化し、10月以降は1日あたり20万回を想定。
 (出所) 厚生労働省、首相官邸より大和総研作成

(注) 小売店・娯楽施設の人出のベンチマークは2020年1月3日から2月6日の曜日別中央値。月～金曜日の祝日と年末年始(2020/12/28～2021/1/4)のデータは除いている。
 (出所) Googleより大和総研作成

図表 2-13 : シナリオ別の東京都の新規感染者数 (左)・重症者数の見通し (メインシナリオ、右)



(注1) 新規感染者数は実効再生産数を推計した上で算出している。実効再生産数は、東洋経済新報社が紹介する簡易な算出式(監修は京都大学大学院医学研究科・西浦博教授)を用いている。実効再生産数 = (直近7日間の新規陽性者数 / その前7日間の新規陽性者数)^(平均世代時間5日 / 報告間隔7日)。実効再生産数の推計式は下記の通り。見通し部分の気温データは前年の日別気温を用いている。 $\log(\text{実効再生産数} / (1 - \text{ワクチン接種完了率}(-7) * 0.9)) = 1.70 * \log(\text{小売店・娯楽施設の人出}(-14)) - 0.05 * \log(\text{平均気温}(-14)) + 0.002 * (\text{変異株の影響を表すダミー}) - 7.21$

推計期間は2020/9/1～2021/8/6。変数と定数項はいずれも1%有意。決定係数0.79。

(注2) ワクチンを2回接種した人の9割は接種7日後に感染の可能性がないものとして試算。変異株ダミーはアルファ株とデルタ株それぞれの感染力の高さを考慮。デルタ株への置き換わりは8月中旬まで進むと想定。

(注3) 重症者数の推計は60歳以上と60歳未満、それぞれの重症者の平均入院日数である20日間の新規感染者数の累計にワクチン接種率を加味して推計。推計式は以下の通り。重症者数 = $0.016 * 60\text{歳以上の過去20日間の新規感染者数の累計} * (1 - \text{ワクチン接種率}) * 0.95 + 0.003 * 60\text{歳未満の過去20日間の新規感染者数の累計} * (1 - \text{ワクチン接種率}) * 0.95 + 13.7$

推計期間は2020/9/1～2021/8/6。いずれも1%有意で決定係数は0.93。重症者の定義は東京都に基づく。

(出所) 内閣府、厚生労働省、Google、CEIC、気象庁より大和総研作成

ワクチン接種がメインシナリオよりも遅れれば5回目の宣言発出の可能性

メインシナリオよりもワクチン接種が進まない場合、感染状況はどうか。ここでは、ワクチンの接種ペースが9月から徐々に減速し、2022年1月に接種完了率が7割で頭打ちになるケースを想定した（**図表 2-12 左**の「ワクチン接種遅延シナリオ」）。

これに基づく、足元から9月末までの1日あたり新規感染者数の推移はメインシナリオとおおむね一致する。だが10月半ばにメインシナリオから上振れするようになり、11月初めには増加基調へと転じる（**図表 2-13 左**）。11月半ばには5回目の宣言発出を余儀なくされ、感染拡大を抑え込むために約2カ月間、4回目の宣言時並みに人出を抑制せざるを得なくなる。

このシナリオにおける経済損失は0.2兆円程度と比較的小さいが、サービス消費の回復時期が後ずれすることになる。また2021年度下期の新規感染者数は約60万人（メインシナリオ対比で約+48万人）、死者数は416人（同+331人）に達する見込みだ。こうした事態を避けるためにも、政府は諸外国の先行事例を参考にしつつ、接種ペースを維持するための対応策の準備を進めるべきだ。

この点、米国ではワクチン接種率を高めるために懸賞や財・サービスを提供する事例が見受けられる。EUではワクチン接種などの証明書に関するEU共通の枠組みとなる「EUデジタルCOVID証明書」を発行しており、利用者は域内の移動時の検査や自主隔離が免除される。フランスでは8月9日、飲食店や長距離列車などを利用する際にワクチン接種完了や陰性の証明書を提示することを義務化した。

日本でもワクチン接種者を対象に地域限定の商品券などを支給したり、地域内の財・サービスを値引きしたりする自治体が増えている。接種率の引き上げだけでなく経済活性化も期待されているようだ。こうした施策を実施する際は、新規の接種者のみを対象にすると特典を期待して接種時期を遅らせようとするインセンティブが働くことに留意する必要がある。また「ワクチンパスポート」の幅広い利用も検討すべきだ。接種できない人に配慮しつつ、ワクチン接種率が一定程度高まった段階（ワクチンの供給量に需要量が満たなくなった段階）で、感染リスクが比較的高い場所での経済活動にワクチンパスポートの提示を求めることが考えられる。

新たな変異株の出現には引き続き警戒が必要

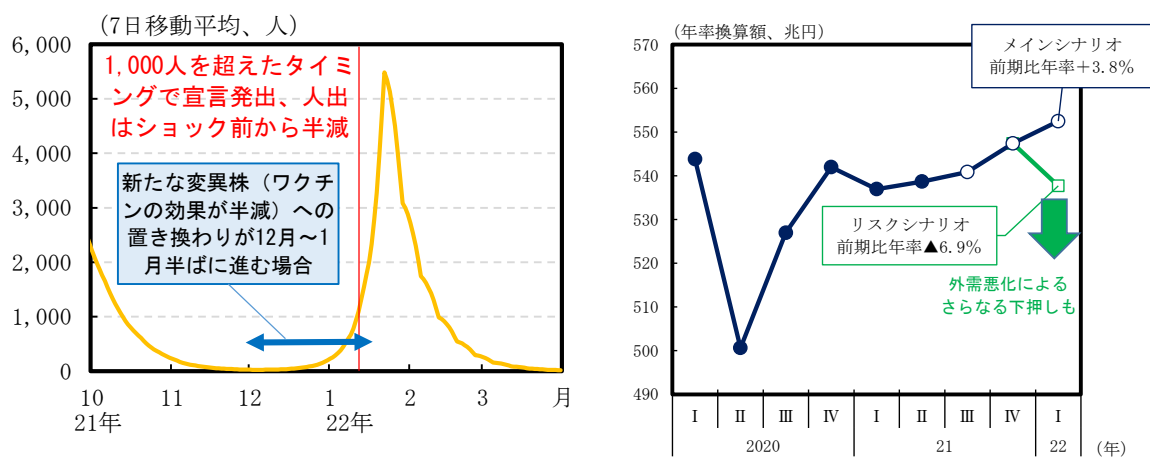
先進国ではワクチン接種が進み、経済活動の本格的な再開を模索しているが、新興国のワクチン接種率は依然として低い。オックスフォード大学のデータベースによると、低所得国においてワクチンを少なくとも1回接種した人の割合は8月18日でわずか1.3%にすぎない（世界全体では32%）。また足元ではデルタ株のほか、ラムダ株が南米で猛威を振るっている。このように、新興国でワクチンが普及するまでの間に新たな変異株が出現し、それが日本などの先進国で流行する可能性は今後も十分に考えられる。

そこでリスクシナリオとして、ワクチンの効果が半減する変異株が流行するケースを作成した（**図表 2-14**、ワクチンの接種ペースはメインシナリオと同じ）。国内でも検出されているラムダ株はその候補となり得る。新たな変異株への置き換わりが12月から2022年1月半ばにかけて進むことで市中の感染力が高まり、1日あたり新規感染者数は1月上旬から急増する。1月半ばには5回目の宣言発出を余儀なくされよう。また、新規感染者数は爆発的に増加するため、宣言期間中に人出がコロナショック前対比で半減しなければ、宣言期間は4月以降も延長されることになる。

その結果、2021年度の実質GDP成長率は前年度比+2.8%まで低下し、影響額は▲3.7兆円程度に上る。1回目の宣言時（▲3.4兆円程度、**前掲図表 2-6**）を上回る規模だ。海外でも流行すれば、外需の悪化による一段の成長率低下も考えられる。先進国を中心に進んできた経済活動の正常化は大幅な後退を余儀なくされ、変異株に対応するワクチンの開発・普及が進むまでは経済活動が停滞する恐れがある。2021年度下期の新規感染者数は約50万人（メインシナリオ対比で+約38万人）、死者数は348人（同+263人）と見込まれる。

アルファ株やデルタ株が海外で流行し始めた際、日本では水際対策を強化していたにもかかわらずウイルスが国内に流入して市中感染が広がった。今後新たな変異株が海外で出現した際には、これを国内に持ち込ませないためにも、入国時の隔離期間の長期化といった水際対策の徹底がまずは求められる。また、新たな変異株が市中で広がり始めた場合には早期に人流を抑制できるよう、個人の行動制限を強化する法整備を含め、感染拡大防止策の実効性を高めるための制度の見直しについても検討を進めるべきだ。

図表 2-14：リスクシナリオにおける東京都の新規感染者数（左）と実質GDPの見通し（右）



(注1) 新規感染者数の推計は**図表 2-13**と同じ。

(注2) 右図の白抜きは大和総研による予測値。

(出所) 内閣府、厚生労働省、Google、CEIC、気象庁より大和総研作成

3. 論点①：ポストコロナで直面する日本経済の構造問題

神田 慶司・久後 翔太郎・小林 若葉・永井 寛之・岸川 和馬・和田 恵

3.1 日本型長期停滞の構造とポストコロナで想定される課題

新型コロナウイルスワクチンの接種の進展により、一部の国ではかつての日常を徐々に取り戻しつつある。変異株の脅威は当面続くものの、感染拡大が収まれば経済活動が活発になり、景気は本格回復に向かうだろう。だが、ポストコロナの日本経済の展望は必ずしも明るいとはいえない。感染拡大前から続く構造問題への対応に加え、コロナショックで生じた新たな問題が顕在化する可能性があるからだ。

本章ではまず日本経済の長期停滞の構造を俯瞰した上で、コロナショックで増加したとみられる過剰債務や「追い貸し・金利減免」を受ける企業（以下、「追い貸し・金利減免」企業¹⁰）の状況を分析する。次に感染拡大前から重要課題とされていた企業の「過小投資」と家計の「過少消費」、低生産性を取り上げる。最後にポストコロナを見据えた政策の方向性について述べる。

複雑に絡み合う日本経済の長期停滞の要因

日本の経済成長は長期的に減速してきた。日本銀行の推計によると、1980年代後半で4%程度だった潜在成長率（中長期的に持続可能な経済成長率）は資産バブルの崩壊を経て、1990年代後半には1.5%程度まで低下した。その後も緩やかな低下傾向が続き、足元ではゼロ%をわずかに上回る程度である。先行研究を基に、近年の日本の長期停滞の構造を**図表 3-1 上**のようにまとめると、様々な要因が複合的に絡み合っていることが分かる。

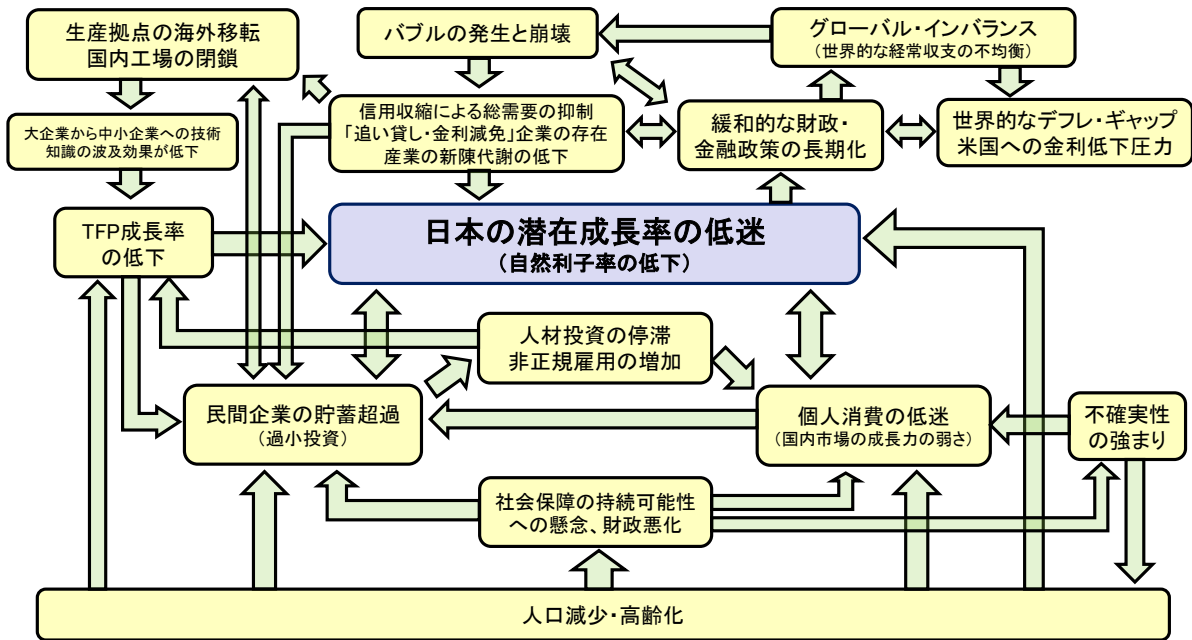
例えば福田（2018）は、リーマン・ショック後に日本を含む多くの国で起こった長期停滞は、「貯蓄過剰＝需要不足」が主として引き起こしたと指摘している。また貯蓄超過を生み出した要因として、度重なるバブルの発生と崩壊（信用収縮による総需要の抑制、「追い貸し」による過大な供給能力の維持）、世界的な貯蓄余剰（グローバル・インバランス）、人口減少・高齢化、世界的な所得格差の拡大などを挙げている。小川（2020）は企業の将来に対する悲観的な期待形成が設備投資や雇用の拡大に消極的にさせたと指摘する。悲観的な将来予想の背景には、企業が長期見通しを立てる上でとりわけ重要視している国内の個人消費の成長率の低迷があるという。

日本経済の長期停滞の主因に生産性の低迷を挙げる先行研究も多い¹¹。このうち深尾（2020）は、全要素生産性（TFP）成長率が近年低下した理由として、生産拠点の海外移転や国内工場の閉鎖により大企業から中小企業への技術知識の波及効果が低下したこと、サービス業におけるICT資本・サービスへの過小投資、無形資産投資の停滞や非正規雇用の増加、競争を通じた淘汰のメカニズムの機能不全（産業の新陳代謝の低下）、などを指摘している。

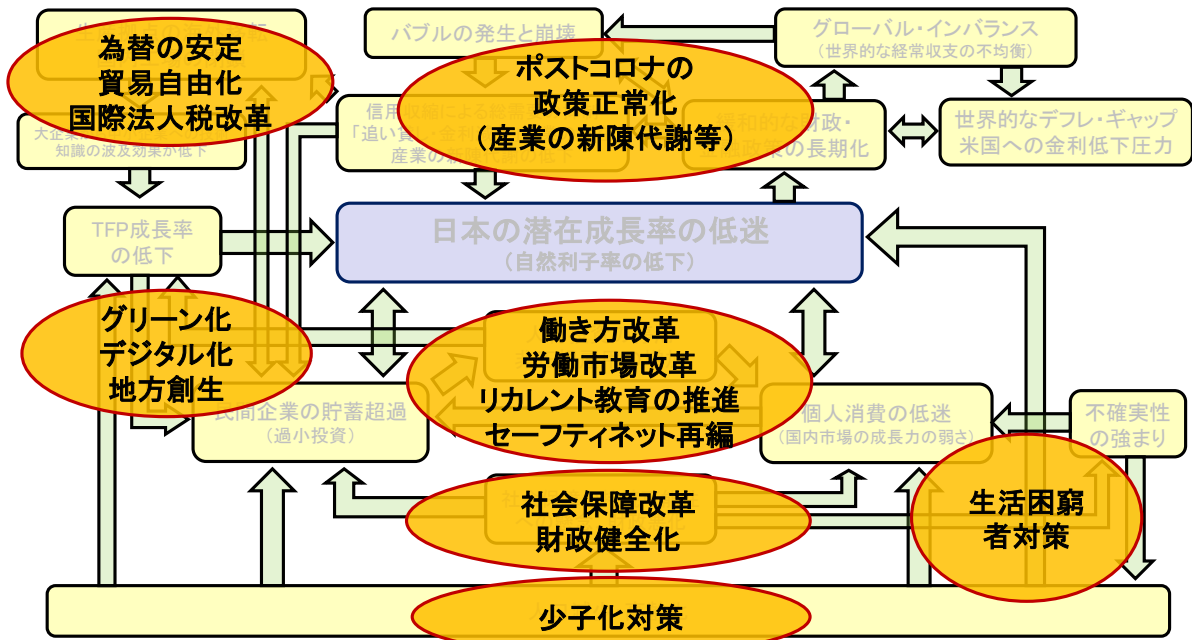
¹⁰ 本章では内閣府（2009）での表現を用いるが、経済学の世界では「ゾンビ企業」と呼ばれることが多い。

¹¹ 例えば宮川（2005）や中村・開発・八木（2017）が挙げられる。

図表 3-1 : 日本経済の「長期停滞」の背景と脱却に向けた政策の方向性



政策の方向性



(出所) 大和総研作成

今回のコロナショックでは、2008年9月のリーマン・ショック後のような大規模なストック調整や雇用調整は今のところ発生していない。コロナショックが宿泊・飲食サービス業や娯楽業、旅客運輸業など一部の業種に集中し、多くの業種では事業活動が比較的早期に正常化したほか、政府・日本銀行が異例の規模で企業の資金繰りや雇用維持を支援したためである。

だが一方、先進国で最も厳しい日本の財政は一段と悪化し、公債等残高は2020年度に57兆円増加した。2021年度もコロナ危機対応による債務の大幅な増加が見込まれる。また**次節**で取り上げるように、民間企業の過剰債務はコロナショックで急増したとみられる。感染が収束しても、過剰債務を抱える企業は返済に追われて必要な投資が過小になったり、利払い負担が過重となって倒産や廃業に追い込まれたりすることで、経済全体の成長力に悪影響をもたらす可能性がある。また「追い貸し・金利減免」企業も増加しているようだ。Caballero et al. (2008)によると、「追い貸し・金利減免」企業（原文では「ゾンビ企業」）の存在は労働力の円滑な移動やその産業への新規参入を妨げ、結果として産業全体の成長を阻害し得ることを指摘している。

日本経済の「長期停滞」脱却に向けた政策の方向性

詳細は**第4節**で述べるが、日本経済の「長期停滞」脱却に向けた政策の方向性について**図表3-1下**で示した。

菅義偉政権が重要施策に位置付けているグリーン化、デジタル化、地方創生、少子化対策に加え、ポストコロナでは政策の正常化も課題になろう。企業が国内向けの設備投資を積極的に行うようになるためには、家計が消費を抑制している要因を緩和・解消させる必要がある。その意味でも財政・社会保障改革は重要であり、生活困窮者対策やセーフティネットの再編を推進する必要がある。人口減少・高齢化が進展する中で働き手を確保し、職務遂行能力を高めて家計所得や企業収益の増加につなげる観点からも、働き方改革や労働市場改革、リカレント教育の推進が求められる。他方、企業の海外進出が国内外の制度や税制、為替レートなどによって過度に促進されないように、貿易自由化（関税や非関税障壁の引き下げ）や国際法人税改革（最低法人税率：ミニマムタックスの導入）などに取り組む必要がある。

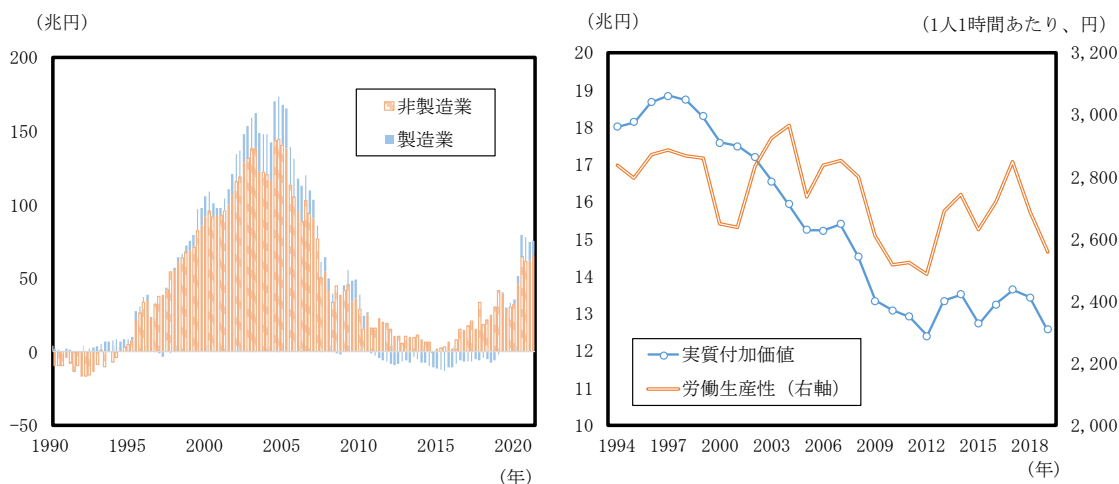
3.2 増加する過剰債務と「追い貸し・金利減免」企業

ポストコロナでは民間企業の過剰債務への対応が課題に

民間企業の保有する債務のうち、成長性や収益性から導かれる最適な債務水準を上回る部分を過剰債務と定義すると、過剰債務は感染拡大後に非製造業を中心に急増したと推計される¹² (図表 3-2 左)。2021 年 1-3 月期で 76 兆円程度であり、2000 年代半ば以来の高水準にある。

リーマン・ショック時と比較しても過剰債務が多く積み上がっている背景には、コロナショックに伴う不確実性が他の経済危機と比較して大きく¹³、企業の予備的資金需要が一段と増加したことがあるとみられる。実際、中小企業では実質無利子・無担保融資を活用した借入れが増加しており、その額は約 40 兆円に達した。しかし、借入金を運転資金に充てることで経営を維持している企業には感染収束後も多額の債務が残るほか、多くの人の働き方やライフスタイルが変化したことで売上がコロナショック前の水準に戻らない企業は、ポストコロナでも債務負担が重くのしかかる恐れがある。過剰債務の返済に追われる企業は設備投資や新規事業参入などのために資金調達を行うことが難しく、収益拡大の機会を逸してしまう。こうした動きが広まると、経済全体の生産性の低下を通じて潜在成長率に下押し圧力がかかる。

図表 3-2：過剰債務の推移（左）、宿泊・飲食サービス業の実質付加価値と労働生産性（右）



(注1) 左図の過剰債務は実際の債務と最適な債務の乖離と定義。最適債務は部分調整モデル（債務が最適な債務に収束する）を仮定し、説明変数を償却前営業利益の総資産比率、固定資産の総資産比率、売上高の前年比として推計。詳細は脚注3を参照。

(注2) 右図の労働生産性＝実質付加価値÷総労働時間

(出所)財務省、内閣府統計、西岡慎一（2021）「企業債務は大幅増、調整圧力70兆円 一適正化に7～8年、計画的対応でソフトランディングを目指せー」より大和総研作成

¹² 西岡（2021）を参考に、部分調整モデルを用いて企業に関する複数の経済指標から導かれる最適な債務水準を推計した。推計方法は以下の通り。

$$d_t - d_t^{opt} = \theta (d_{t-1} - d_t^{opt}) \dots \textcircled{1}, \quad d_t^{opt} = \alpha_0 + \alpha_1 \times S_t + \alpha_2 \times P_t + \alpha_3 \times Co_t \dots \textcircled{2}, \quad \textcircled{1} \cdot \textcircled{2} \text{より} \textcircled{3} \text{式が導出される。}$$

$d_t = (1 - \theta) \times \alpha_0 + (1 - \theta) \times \alpha_1 \times S_t + (1 - \theta) \times \alpha_2 \times P_t + (1 - \theta) \times \alpha_3 \times Co_t + \theta d_t^{opt} \dots \textcircled{3}$ 、③式でパラメーターを推計し、さらに②に代入して最適債務水準を推計。 θ : 調整速度、 d_t : 債務比率、 d_t^{opt} : 最適債務比率、 S_t : 売上高前年比、 P_t : 償却前営業利益の総資産比率、 Co_t : 固定資産の総資産比率。変数は佐野（2019）を参考。

¹³ 例えば篠原・奥田・中島（2020）が挙げられる。

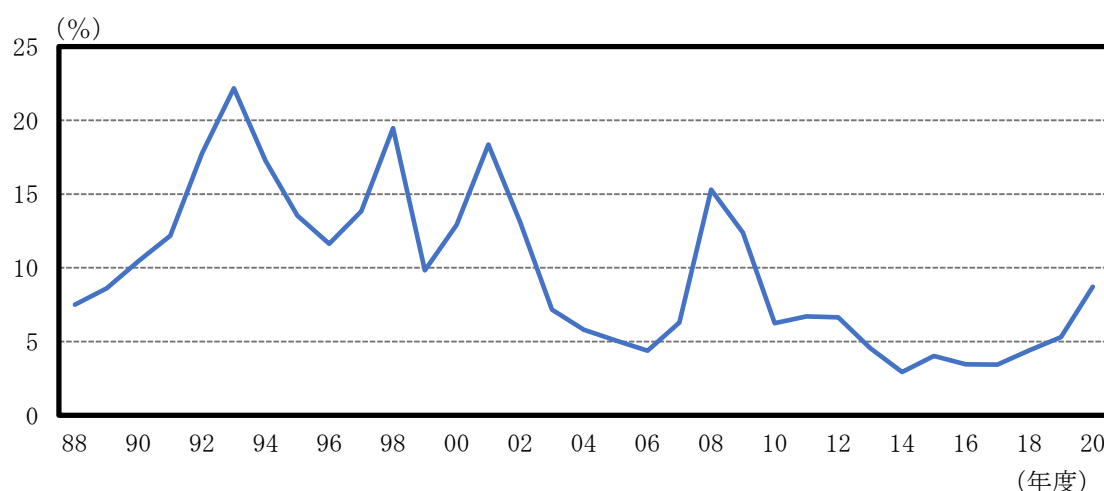
過剰債務を抱える企業の収益率や成長性が高まれば債務の返済負担は軽減されるが、その実現は容易ではない。例えばコロナショックを受けた宿泊・飲食サービス業は労働集約的であり、労働生産性の水準は長期的に見ても上昇していない（**図表 3-2 右**）。感染収束後のインバウンド需要の回復は事業状況の改善に大きく寄与すると見込まれるものの、人口減少に伴う市場規模の縮小圧力はかかり続ける。結果として過剰債務の調整に要する期間は長期化する可能性がある。

20年度の「追い貸し・金利減免」企業比率は上昇するも過去の経済危機時を下回る

「追い貸し・金利減免」企業の増加が長期停滞を助長させるリスクにも注意を払う必要がある。**図表 3-3** は中村・福田（2013）に倣い試算した、東証一部・二部に上場したことのある企業における「追い貸し・金利減免」企業の比率の推移である。同比率は景気悪化局面には金融支援を受ける企業が増加することで上昇するものの、その後の景気回復や経営再建により収益が改善したりすることで低下に向かう傾向が見られる。実際、バブル崩壊後の1990年代前半やリーマン・ショック後の2008年度に同比率は大幅に上昇した。しかしながら、2000年代後半以降は企業が財務体質を改善させた結果、長期的には低下傾向が続き、2010年代中頃からは5%を下回る低水準で推移した。

コロナショックが発生した2020年度は、企業の収益が激減する中で手厚い企業支援策が実施されたものの、「追い貸し・金利減免」企業比率は過去の景気後退局面に比べれば上昇幅は大きくない。倒産に至る企業や、低収益の中で追い貸しにより存続し続ける低生産性企業が増加するリスクは過去と比較すれば小さいといえよう。

図表 3-3：「追い貸し・金利減免」企業比率の推移



（注）東証一部・二部に上場したことのある企業のうち、データが取得できた3,227社ベース。各年度の集計対象は、年度初に上場している企業とした。①債務免除益が発生している、②利払前税引前利益が中村・福田（2013）に倣って算出した最低支払利息の理論値を下回る、③有利子負債依存度が20%を上回る、④実際の支払利息が最低支払利息の理論値を下回るか借入額が増加する、の4要因に関し、⑤または、⑥かつ⑦かつ⑧の企業を「追い貸し・金利減免」企業と判定した。

（出所）QUICK、中村純一・福田慎一（2013）「問題企業の復活：『失われた20年』の再検証」より大和総研作成

もともと、コロナ危機対応の資金繰り支援策はとりわけ中小企業が利用したが、その影響はデータ制約から**図表 3-3**に反映されていない。中小企業の「追い貸し・金利減免」企業比率は大企業以上に高まった可能性があることには留意が必要だ。また、ポストコロナにおいても危機対応策が出口に向かわず、通常のエconomic環境であれば市場から退出すべき企業の退出が遅れることは回避すべきだろう。産業の新陳代謝の低下がマクロ経済全体に波及すれば、経済成長に悪影響をもたらす。

「追い貸し・金利減免」企業比率は1990年代後半から2000年代初めにかけて高水準で推移したが、当時は生産性の低い企業を存続させることが経済の効率性の低下につながるとして、金融機関による追い貸しが問題視された。ポストコロナにおいても異例の資金繰り支援策が継続されれば、同様の問題が生じかねない。

3.3 感染拡大前から続く「過小投資」「過少消費」「低生産性」問題

長期停滞の背後にある「過小投資」と「過少消費」の悪循環

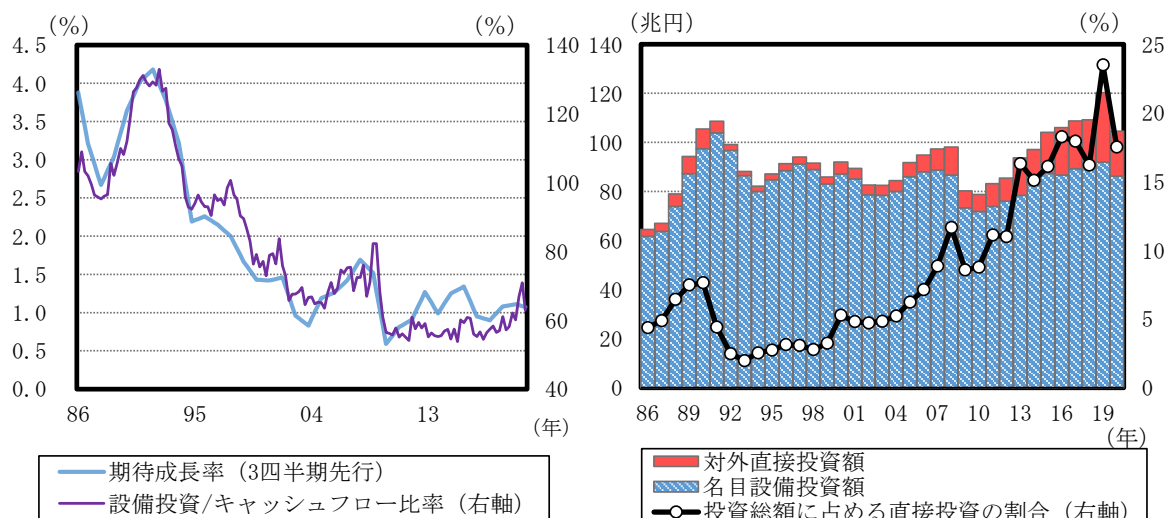
第1節で述べたように、日本経済の長期停滞は感染拡大前からの課題でもあり、依然としてその根源的な原因の解消には至っていない。長期停滞の背景について、**前掲図表 3-1 上**を基に需要側から整理すると、企業の「過小投資」と家計の「過少消費」が相互に影響を及ぼし合ってきたことが大きな特徴として指摘できる。

まず企業部門に目を向けると、投資性向は期待成長率とともに長期的に低下してきた。内閣府の企業向けアンケート調査に見る業界需要の実質成長率見通し（今後5年間の平均値）を期待成長率とみなすと、1990年代初めで4%程度だった期待成長率はその後の10年間で大幅に低下し、2000年代初めから直近の2020年度まではおおむね1%前後で推移した（**図表 3-4**）。キャッシュフローに対する国内設備投資の比率（≡投資性向）はこうした期待成長率の動きに沿うように低下し、足元の水準は約30年前からほぼ半減した。

こうした中で、企業は全ての投資を抑制してきたわけではなかった。感染拡大前の2019年における名目国内設備投資額は1991年の過去最高水準を大幅に下回った一方、対外直接投資を加えた投資総額は2019年に過去最高を更新した（**図表 3-5**）。グローバル化が急速に進展した2000年代以降、企業は国内市場よりも高い成長が見込まれる海外市場を一層重視するようになり、対外直接投資を大幅に拡大させた。

図表 3-4 : 設備投資/CF 比率と期待成長率

図表 3-5 : 国内設備投資と対外直接投資の推移



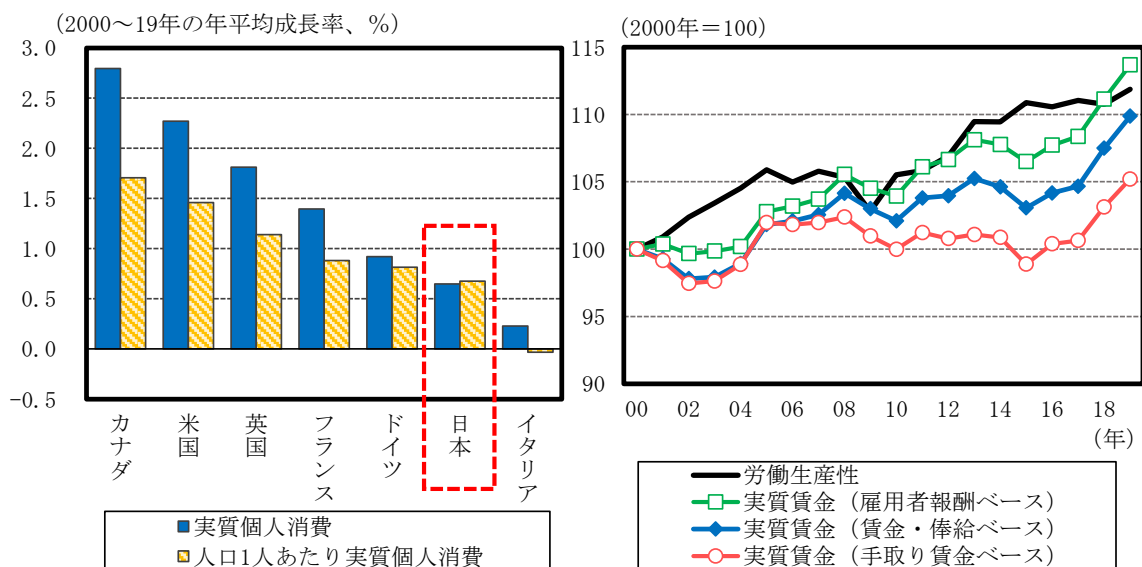
(注1) 期待成長率は業界需要の実質成長率の5年平均見通し。
 (注2) 設備投資額はソフトウェア除くベース。キャッシュフロー＝経常利益/2＋減価償却費。
 (注3) 国際収支マニュアル改正の関係で、厳密には1996年前後では対外直接投資のデータに連続性がない。1995年以前はドル建て公表値を使用し、日銀インターバンク・期中平均レートにより円換算した。
 (出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

次に家計部門に目を向けると、2000～19年における日本の実質個人消費は年率+0.6%とG7(主要7カ国)の中で2番目に低かった(図表3-6左)。マクロで見た個人消費は人口動態の影響を受けるため、人口減少局面に入った日本とそうでない国々との間で伸び率に格差が生じやすい。だが同時期の個人消費の伸び率を人口1人あたりで比較しても、日本の個人消費が諸外国に比べて伸び悩んだことには変わりはない。

背景には、手取りの実質賃金が低迷したことがある。内閣府「国民経済計算」の雇用者報酬を総労働時間で除した平均時給を見ると、2019年の実質賃金は2000年比で+13.7%と、労働生産性(1人1時間あたり実質GDP)の伸び率を上回った(図表3-6右)。同時期の日本の労働生産性上昇率はG7の中で2番目に高かったことを踏まえると、日本企業は主要先進国の中でも賃金を高めに引き上げてきたといえる。

だが、雇用者報酬のうち事業主負担分の社会保険料などを除いた賃金・俸給ベースの実質賃金は2000年比+9.9%と伸び率が縮小する。さらに、総務省「家計調査」を基に試算した手取り賃金ベースの実質賃金を見ると、2017年まで横ばい圏で推移し、2019年で同+5.2%とわずかに上昇した。このように、企業側の視点に立てば労働生産性に応じた人件費を負担してきた一方、家計(勤労者)側の視点に立てば生産性の向上に貢献したにもかかわらず給与水準はわずかな上昇にとどまった。これがマクロで見た個人消費の伸び悩みの一因となっている。

図表 3-6 : 2000~19 年における G7 の個人消費 (左) と日本の労働生産性・実質賃金 (右)



(注1) 労働生産性はマンアワーベース。実質賃金はGDPデフレーターによる実質時給。

(注2) 「手取り賃金ベース」とは賃金・俸給から直接税・社会保険料割合を除いた賃金。直接税・社会保険料割合は、家計調査における勤労者世帯(総世帯ベース)の勤め先収入に占める勤労所得税・個人住民税・社会保険料の割合。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

消費低迷に拍車をかけてきた将来不安の強まり

将来不安の強まりによる消費性向の低下も消費低迷に拍車をかけた。勤労世帯の平均消費性向を世帯主年齢別に確認すると、40代以下の世代では1980年代後半から明確な低下傾向が見られる(図表 3-7)。また、将来不安の強まり(ここでは金融広報中央委員会のアンケート調査において「老後の生活資金」を貯蓄の目的に挙げた家計割合の上昇幅)が消費性向に与える影響を世帯主年齢別に推計すると、40代以下の世代の将来不安の強まりが消費性向を押し下げている(図表 3-8)。これらの世代では、将来不安が消費性向に与える影響が比較的大きく、2000年以降の将来不安の強まり度合いも他の世代のそれを上回った。

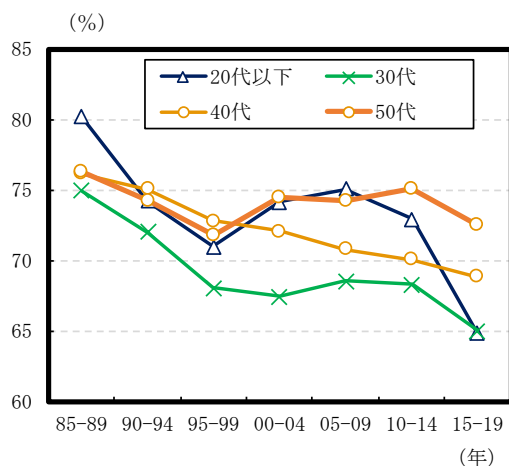
こうした影響が日本経済に与えた影響を当社のマクロモデルを用いて試算した結果が図表 3-9 である¹⁴。2000年以降の将来不安の強まりにより、2019年の個人消費は4.0兆円押し下げられ、GDPベースでは3.6兆円の下押し圧力がかかったとみられる¹⁵。個人消費の減少額は2000年以降の累計で58兆円に上る。将来への備えとして貯蓄志向を強めた若年・中年層の買い控えは企業収益を減少させ、設備投資の抑制などを通じて長期停滞を助長させたことが示唆される。

¹⁴ 宇南山・米田(2018)を参考に家計調査と国民経済計算の消費性向の乖離を調整した。具体的には、①対象世帯の調整(2人以上の世帯のうち無職世帯を考慮に入れる)、②所得・消費の概念調整(持家に関する収入・支出、その他の投資所得、その他の経常移転、資本税、非生命純保険料、現物収支、個人企業の営業余剰のうち在庫品評価額、支払利子・受取利子の調整)、③統計に含まれる誤差の調整(家計調査の消費支出・財産収入・家計簿収入金額の過小性の調整)を行った。さらに単回帰分析により、調整後の家計調査と国民経済計算の消費性向の乖離をより小さくした。

¹⁵ 内需の縮小に伴い輸入が減少することなどから、GDPの減少幅は個人消費よりも小さくなっている。

将来不安の背景には税制や社会保障の不確実性があるとみられる。森川(2017)によると、税制や社会保障の不確実性が消費を抑制していると答えた人の割合はどの世代でも6割を超えた。見方を変えれば、財政・社会保障改革は平均消費性向の引き上げに資する可能性がある。

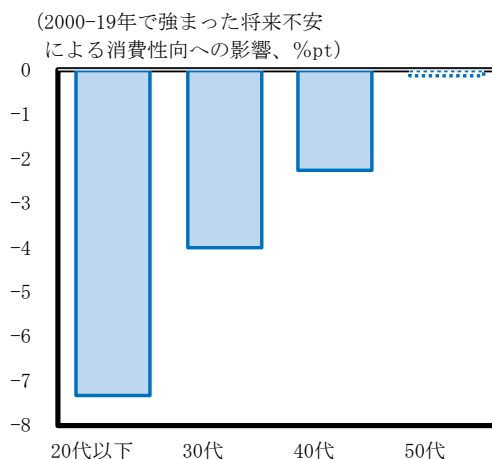
図表 3-7：勤労者世帯の平均消費性向



(注) 二人以上世帯。99年以前のデータは農林漁家世帯を除くベース。無職世帯の85年のデータは欠損。18年以降のデータは家計簿変更による影響を調整している。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 3-8：2000年以降の将来不安の強まりが消費性向に与えた影響



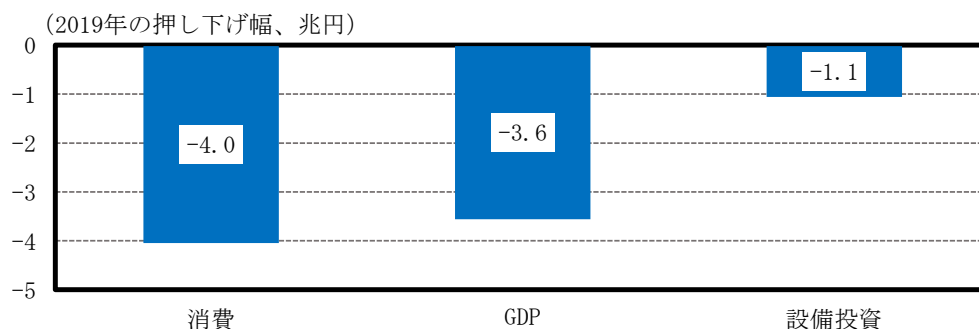
(注1) 推計式は以下の通り(推計期間：1997年-2020年)。

消費性向 = $\beta_0 + \beta_1 * \text{将来不安要因} + \beta_2 * \text{GDPギャップ}$
 将来不安要因は「老後の生活資金」を貯蓄の目的に挙げた世帯の年代ごとの割合を使用。 β_1 の値と将来不安要因の2000年以降の変動幅を用いて年代ごとの消費性向の低下幅を試算。

(注2) 40代以下の β_1 は5%有意水準を満たす。50代については10%有意水準を満たさない。

(出所) 総務省、金融広報中央委員会より大和総研作成

図表 3-9：平均消費性向の低下による日本経済への影響



(注) 経済への影響は、大和総研の中期マクロモデルを用いて試算した。

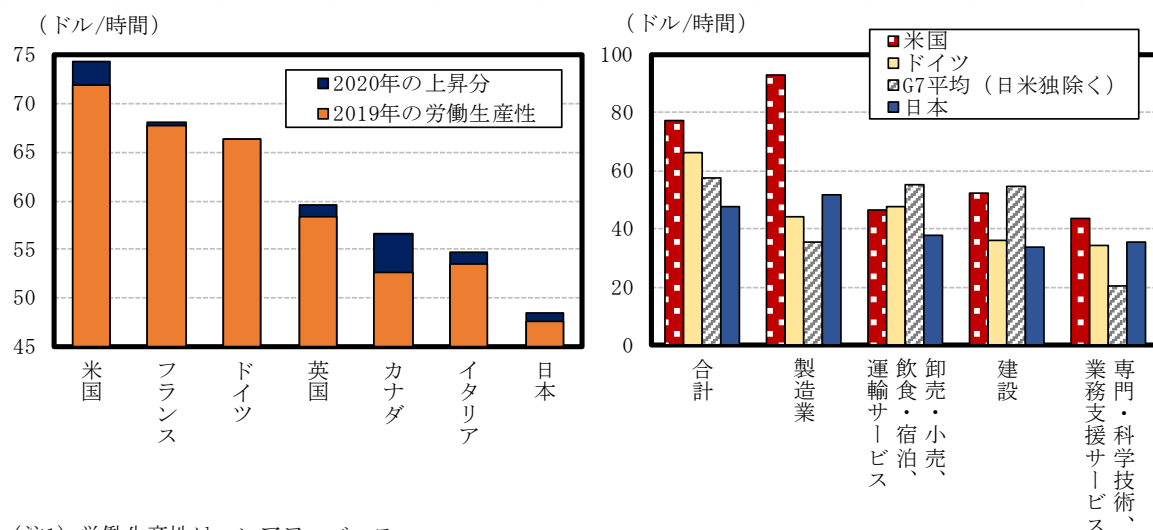
(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、東京証券取引所、宇南山卓・米田泰隆(2018)「日本の『家計調査』と『国民経済計算(SNA)』における家計貯蓄率の乖離—1994年から2015年における日本の家計貯蓄率低下要因—」より大和総研作成

諸外国に見劣りする労働生産性の「水準」

前述したように、2000年から2019年までの日本の労働生産性上昇率はG7で2番目に高かった。だが2019年における労働生産性の「水準」は、実はG7の中で最も低い(図表3-10左)。な

お、コロナショックが発生した 2020 年の労働生産性は日本を含む G7 のほとんどの国で向上した。テレワークやリモート会議などのためのデジタルインフラの整備が急速に進み、幅広い業務が効率化された可能性がある。他方、労働生産性が比較的低い労働集約的なサービス業がコロナショックを受け、全産業の GDP や総労働時間に占める当該業種の割合は低下した。結果として各業種の加重平均値ともいえるマクロの労働生産性が引き上げられたことも一因だ。これについては経済活動が正常化する過程で労働生産性の押し下げ要因になろう。

図表 3-10：労働生産性の水準の国際比較（左：2019 年と 2020 年の比較、右：業種別）



(注1) 労働生産性はマンアワーベース。

(注2) 左図の2020年の上昇分のうち米国はOECDによる推計値、日本は大和総研による試算値。右図は2017年の数値。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、BEA、OECD統計より大和総研作成

なぜ日本の労働生産性の水準は低いのだろうか。労働生産性を業種別に国際比較すると、日本の製造業の労働生産性はG7の中で2番目に高いものの、米国には水をあけられている（図表3-10右）。製造業に属する各業種の就業者割合は日米で大差がないことから、各業種の労働生産性が傾向として米国に見劣りしていることに起因すると考えられる。日本の製造業の労働生産性はドイツやその他のG7に比べて高いとはいえ、引き上げの余地はありそうだ。

非製造業に目を向けると、日本の専門・科学技術・業務支援サービス業は日米独を除くG7平均を上回るものの、卸売・小売、飲食・宿泊、運輸業や建設業では大幅に下回る（図表3-10右）。日本ではこれらの業種の就業者数は全体の3割強を占めており、諸外国に比した労働生産性の押し下げに寄与している。また日本のサービス業の企業規模は米国のそれに比べて小さく、都市集積も進んでいないために付加価値の生産効率が高まりにくいことも一因だろう¹⁶。

加えて、日本のサービス業は資本装備率が低く、企業の過小投資がこれに拍車をかける形で労働生産性の伸び悩みにつながっている。内閣府（2017）ではとりわけサービス業のICTへの投資不足が指摘されており、政府だけでなく民間部門においてもデジタル化を推進することが重要だ。このようにサービス業の労働生産性の低迷の要因は多岐にわたるものの、第2節で指摘した企業の過小投資や家計の過少消費が直接的、間接的に影響しているとみられる。

¹⁶ 溝端幹雄「[中小企業で改善余地が大きい労働生産性](#)」（大和総研レポート、2018年11月28日）

3.4 ポストコロナを見据えた政策の方向性

第1節で概観したように、日本経済の長期停滞は様々な要因が複合的に絡み合っており、その一つ一つが短期的には解決できない構造問題を抱えている。循環的な景気悪化に対して財政・金融政策を実施することは望ましいが、減税や給付、金利の低下によって企業の「過小投資」と家計の「過少消費」の悪循環を断つことはできない。安倍晋三前政権をはじめ歴代政権は成長力の強化に取り組み、日本銀行は累次の金融緩和策を積極的に実施してきたが、それでも潜在成長率に上昇の兆しが見られないところに問題の深刻さが窺える。

このような整理の下、最後にポストコロナを見据えた政策の方向性について以下の三点を指摘したい。

第一に、感染収束後は政策の正常化を図るとともに、ポストコロナを見据えたプロアクティブな政策に大きく舵を切ることが最大の課題である。菅政権が推進するグリーン化、デジタル化、地方創生、少子化対策はポストコロナにおいても重要施策であり続ける。カーボンニュートラルの実現を目指す国の名目 GDP は世界全体の約 8 割を占めるなど、コロナショック後に加速した世界的な脱炭素化の潮流に日本も乗ることは、国際競争力の維持の観点からも不可欠だ。産業構造の転換を図るとともに、労働力の円滑な移動を支援する必要がある。デジタル化は経済活動の効率化に資するだけでなく、立地や時間の制約が緩和・解消されることで新たな需要を創出したり、とりわけ地方の資本や労働力の活用余地が拡大したりする（地方創生につながる）。政府・自治体・民間との間で情報連携が進めば、経済対策や再分配政策の有効性が高まり、潜在成長率の引き上げや財政健全化にもつながる¹⁷。

第二に、「過小投資」と「過少消費」の悪循環に歯止めをかけるための取り組みを大きく前進させる必要がある。**第3節**で指摘したように、家計の消費低迷の背景には手取り賃金の伸び悩みや将来不安の強まり、人口減少がある。社会保険料の負担増が強く影響していることに鑑みると、社会保障改革を大胆に進めることは財政健全化だけでなく消費活性化にも資すると考えられる。将来の消費税率の引き上げを含め、目指すべき自助・共助・公助の姿やその実現に必要な施策についての議論を深めるべきだ。また、感染拡大の長期化で出生率の更なる低下が懸念される中、「経済財政運営と改革の基本方針 2021」（6月18日閣議決定）に記載された少子化対策の着実な実施などが求められる。

第三に、人口減少・高齢化が進展する中で働き手を確保し、職務遂行能力を高めて家計所得や企業収益の増加につなげることや、企業の付加価値創出力を高めることは、ポストコロナにおいて重要性が一層増すだろう。働き方改革や兼業・副業の拡大、労働市場改革、リカレント教育の推進などが求められる。また国内外の制度や税制、為替レートにより企業の海外進出が過度に促進されないように、貿易自由化（関税や非関税障壁の引き下げ）や国際法人税改革（最低法人税率：ミニマムタックスの導入）などに取り組む必要がある。

¹⁷ 詳しくは、神田慶司・永井寛之・田村統久・遠山卓人「[行政のデジタル化による経済活性化と課題](#)」（大和総研レポート、2020年11月25日）を参照。

<参考文献>

- ・宇南山卓・米田泰隆 (2018) 「日本の『家計調査』と『国民経済計算(SNA)』における家計貯蓄率の乖離 —1994年から2015年における日本の家計貯蓄率低下要因—」, フィナンシャルレビュー (134) pp. 191-205, 財務省財務総合政策研究所.
- ・小川一夫 (2020) 『日本経済の長期停滞』, 日本経済新聞出版.
- ・久後翔太郎 (2021) 「コロナショックと長期停滞論」, 『大和総研調査季報』, 2021年7月夏季号 (Vol. 43) pp. 20-33.
- ・佐野春樹 (2019) 「企業の資金調達手段選択に関する諸議論」, 財務省 ファイナンス 令和元年11月号 シリーズ 日本経済を考える 94, pp. 60-67.
- ・篠原武史・奥田達志・中島上智 (2020) 「マクロ経済に関する不確実性指標の特性について」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 20-J-7.
- ・内閣府 (2009) 「平成21年度 年次経済財政報告」
- ・内閣府 (2017) 「平成29年度 年次経済財政報告」
- ・中村純一・福田慎一 (2013) 「問題企業の復活:『失われた20年』の再検証」, CEI Working Paper Series 2012-14, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
- ・中村康治・開発壮平・八木智之 (2017) 「生産性の向上と経済成長」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 17-J-7.
- ・西岡慎一 (2021) 「企業債務は大幅増、調整圧力70兆円 —適正化に7~8年、計画的対応でソフトランディングを目指せ—」, 日本総合研究所『リサーチ・フォーカス』, No. 2021-004.
- ・深尾京司 (2020) 『世界経済史から見た日本の成長と停滞』, 岩波書店.
- ・福田慎一 (2018) 『21世紀の長期停滞論』, 平凡社.
- ・宮川努 (2005) 『長期停滞の経済学』, 東京大学出版会.
- ・森川正之 (2017) 「政策の不確実性と消費・貯蓄行動」, RIETI Discussion Paper, 17-J-007.
- ・Caballero, R J., T. Hoshi and A K. Kashyap (2008) “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan” *American Economic Review*, 98 (5): pp.1943-1977.

4. 論点②：米国の長期金利上昇と世界経済

末吉 孝行・佐藤 光・橋本 政彦・鈴木 雄大郎・瀬戸 佑基

米国の10年国債利回りは2021年3月に1.7%台まで急上昇した後、7月にかけて緩やかに低下し本稿執筆時点では1.3%程度で推移している。長期金利低下の背景には、景気がこれまでの急回復からより緩やかな拡大に移行し始めたとの認識が広がったことや、デルタ株による新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の再拡大への懸念がある。

しかし、インフレや財政に関する懸念が強まれば金利は再び急上昇しかねない¹⁸。米国の金利上昇は金融市場等を介して世界経済に影響が及ぶ。本章では、新興国をめぐるマネーフローや先進国の資産市場に注目し、米国の長期金利の上昇がもたらす影響を分析する。

4.1 グローバルマネーフローの変化と新興国への影響

米長期金利上昇時には米国に資金が集中

米国はグローバルマネーフローの「扇の要」のような役割を持つ¹⁹。米長期金利が低位で安定している時期は新興国債券や外国株式に対し米国から多額の資金が供給されるが、逆に米長期金利が上昇すれば米国に資金が引き寄せられ、米国から海外への資金供給は減少する傾向が見られる。

実際に米長期金利が上昇した2021年1-3月期のグローバルマネーフローの動きを表したものが**図表 4-1**である。黒矢印は地域間のネットの資金移動を表すが、どの地域からも黒矢印が米国に向いており、米国に世界中から資金が集中していることがわかる。この時期の米国への資金純流入は3カ月間のみで3,410億ドル（年率換算で約1.4兆ドル）に上り、2020年通年の純流入額4,214億ドルに迫るほどであった。

この流入の8割は債券市場経由である。米債券市場では2020年春にコロナショックで海外からの資金が大幅に引き揚げられた後、しばらく純流入額は落ち着いていたが、2021年3月に長期金利が1.7%台に上昇すると急増し、3月だけで1,758億ドルが米債市場に流入した（**図表 4-2 左**）。とりわけ米国債が購入されており、相対的な高利回りを求めて投資資金が集中したと考えられる。

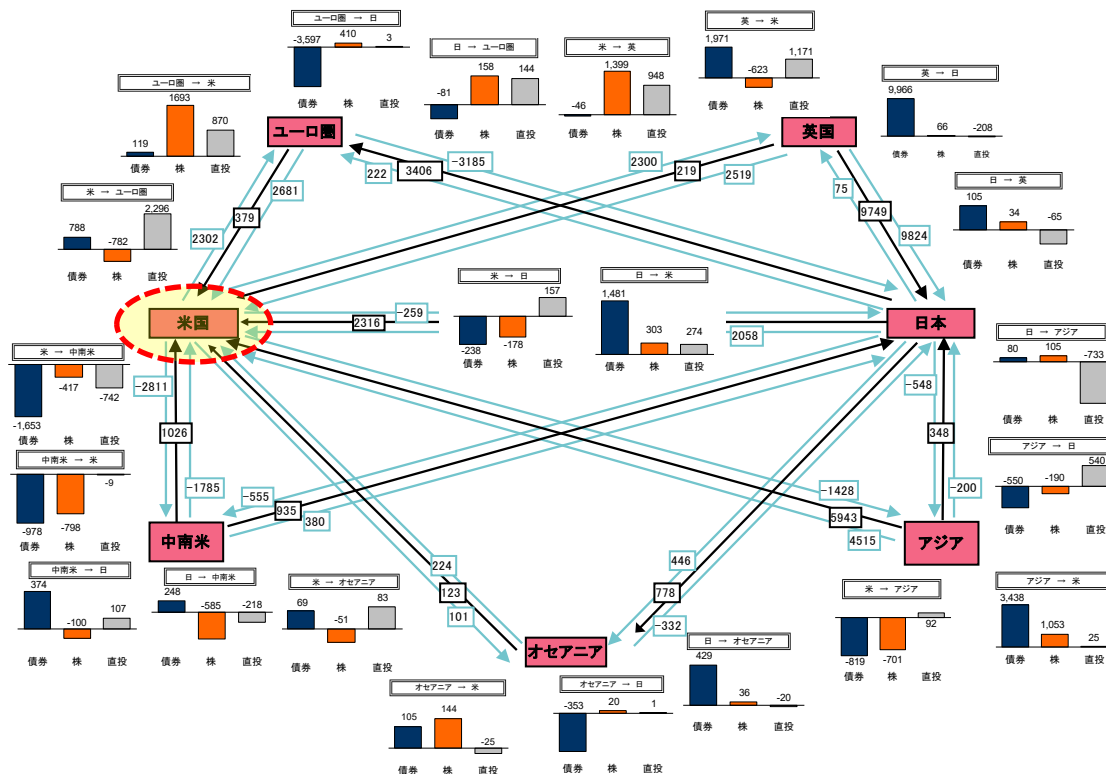
一方、3月の新興国債券市場では資金が純流出に転じた（**図表 4-2 右**）。米金利の急上昇に直面した投資家がリスク回避的になり投資が手控えられたことや、米国債の期待リターンが高まったため新興国債券の魅力が相対的に低下したことが背景にある。本稿執筆時点では、新興国の債券市場は流入超に戻ったが、今後も米金利の動向次第で再び流出超に転じることもあろう。

¹⁸ 詳細は矢作大祐「[米国経済見通し 夏を冷やす2つのリスク インフレ加速の長期化と連邦政府の債務上限問題にご用心](#)」（大和総研レポート、2021年7月20日）を参照。

¹⁹ 詳細は近藤智也・鈴木雄大郎・廣野洋太「4. 論点③：グローバルマネーフローから見るリスクの行方」（大和総研レポート『[第199回日本経済予測（改訂版）](#)』、pp. 37-42、2018年12月10日）を参照。

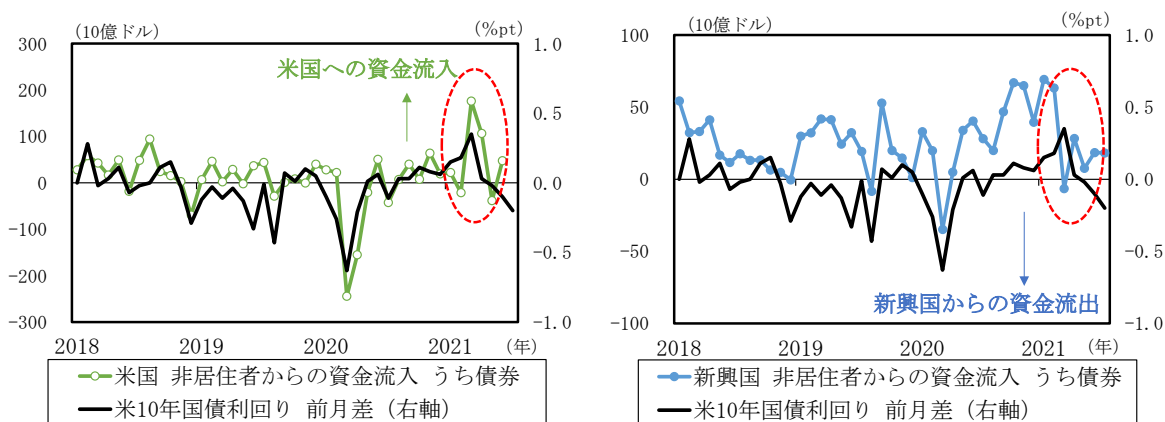
資金流出が続けば、新興国に必要な資金が十分に供給されず経済成長が抑制される恐れも出てくる。

図表 4-1 : 2021 年 1-3 月期のグローバルマネーフロー



(注 1) 単位は億ドル、年率換算。黒矢印はネットの資金フローを表す。
 (注 2) アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。
 (出所) 米財務省、米商務省、財務省より大和総研作成

図表 4-2 : 米国金利の変化と対米債券投資 (左)、米国金利の変化と対新興国債券投資 (右)

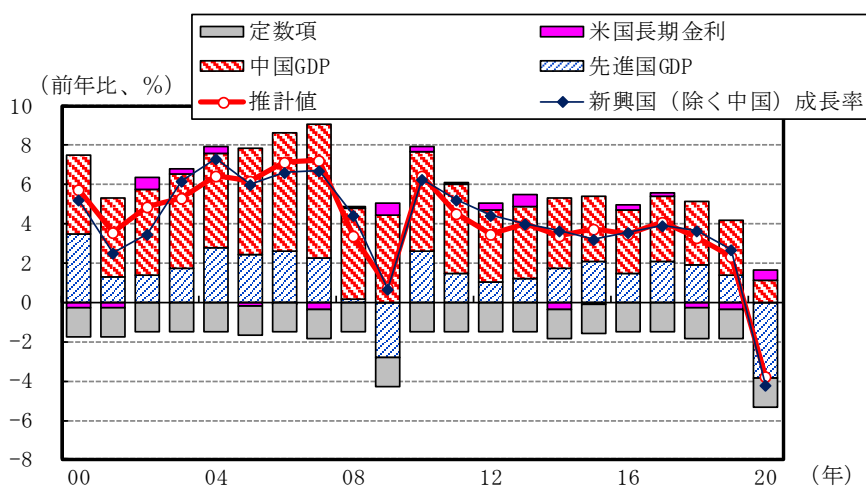


(出所) 米財務省、IIF/Haver Analytics より大和総研作成

米長期金利の上昇で新興国の経済成長は鈍化

それでは、グローバルマネーフローの変化はどの程度新興国の経済成長を抑制するのだろうか。米国の長期金利は新興国への資金流入に影響を与えることから、これをマネーフローの代理変数と考え、新興国の経済成長への影響を推計したものが**図表 4-3**であるが、金利が1%pt上昇すれば、中国を除く新興国の実質 GDP 成長率を0.6%pt低下させるという結果が得られた。新興国の経済成長は、先進国や中国の経済成長に影響されるところが大きいが、マネーフローの影響も無視できないといえよう。

図表 4-3：米国金利上昇が新興国経済に与える影響



(注) 推計式は以下の通り。

$$EMG = 0.84*** \times ADV + 0.48*** \times CH - 0.64* \times US_RGB(-1) - 1.49**, \quad \text{修正済み決定係数} = 0.92$$

EMG：新興国（除く中国）実質 GDP 成長率、ADV：先進国実質 GDP 成長率、CH：中国実質 GDP 成長率、US_RGB：米国 10 年債利回り前年差

***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意、括弧内の数字はラグ次数。

(出所) IMF、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

ヒートマップでみた主要新興国の状況

仮に米長期金利の急上昇によりグローバルマネーフローが変調をきたすとしても、すべての新興国が一律に影響を受けるわけではない。経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）や財政状況、債務構造などにそれぞれ特徴があるからだ。そこで、資金流出の起こりやすさやその対応力、経済混乱や債務不履行への陥りやすさなどに注目し、複数の指標を用いて新興国の脆弱性について評価したものが**図表 4-4**である²⁰。

これらの指標のうち、インフレ率、経常収支、財政収支、政府債務残高対 GDP 比は、外国人投資家が投資先として新興国を選別する際に着目する指標であり、これらが脆弱な新興国では資金が引き揚げられやすいことが知られている。また、政府債務外国人保有比率が高いほど海外資金に債務を依存しており、その分資金流出のリスクも大きくなる。

²⁰ 新興国のリスクの評価方法については、神田慶司・田村統久・岸川和馬・和田恵「[コロナ禍で警戒すべき新興国はどこか？ 新興 18 カ国を対象に四つの観点から多面的に検討](#)」（大和総研レポート、2020年5月25日）を参考にした。

外貨準備高対短期対外債務は資金流出への耐久力を示している。資金流出時には外貨建て債務のロールオーバー（同額の借入を継続することで事実上の借入期間の延長を行うこと）が困難になり返済を迫られることが多いが、十分な量の外貨準備を保有していれば対応可能で、直ちに債務不履行に陥ることはない²¹。

ドル建て債務対 GDP 比は、米金利上昇で利払い費が増加したり、資金流出で本国通貨が下落した場合に実質的な債務が増加したりするリスクを表している。なお、民間債務残高対 GDP 比は信用力の高さも示しているため、必ずしもこの値が高いことが経済の不健全性を示すわけではないが、資金流出等で経済が不安定化すれば多額の債務を抱える企業・家計ほど悪影響を受けやすいことは想像に難くない。

図表 4-4：米金利上昇とグローバルマネーフローの変調に関する新興国のリスク

評価指標 国名	経済財政			債務状況			マーケットリスク		
	見通し インフレ率 (%)	見通し 対 GDP 比 経常収支 (%)	見通し 対 GDP 比 財政収支 (%)	対 GDP 比 政府債務残高 (%)	対 GDP 比 民間債務残高 (%)	ドル建て債務 対 GDP 比 (%)	利回り指数 対米国 (bp)	政府債務 外国人保有 比率 (%)	外貨準備高 対短期対外債 務 (倍)
ロシア	4.5	3.9	-0.8	19.3	89.4	10.1	160.8	22.6	7.1
サウジアラビア	2.7	2.8	-3.8	32.4	59.9	22.8	125.0	31.4	9.3
フィリピン	3.4	-0.4	-7.4	47.1	33.5		91.1	27.4	6.8
タイ	1.3	0.5	-4.9	49.6	53.6			12.7	3.3
マレーシア	2.0	3.8	-4.4	67.5	73.9	12.2	108.4	24.1	1.1
インド	4.9	-1.2	-10.0	89.6	56.7	4.5	136.0	4.5	4.5
メキシコ	3.5	1.8	-3.4	60.6	26.1	28.6	337.5	38.2	3.5
ブラジル	4.6	-0.6	-8.3	98.9	53.9	11.7	247.3	11.7	5.1
インドネシア	2.0	-1.3	-6.1	36.6	22.5	18.1	164.4	47.8	2.8
南アフリカ	4.3	-0.4	-10.6	77.1	39.7	14.5	313.4	32.7	1.4
チリ	3.1	0.3	-2.3	32.5	117.2	46.0	139.0	29.2	1.9
トルコ	13.6	-3.4	-5.7	36.8	71.5	26.0	468.0	29.1	0.3
アルゼンチン	50.2	2.3	2.3	103.0	15.8	25.8	1,514.3	50.5	0.5

(注1) インフレ率、経常収支対 GDP 比、財政収支対 GDP 比は IMF の WEO (2021 年 4 月) による 2021 年の予測。ただしアルゼンチンのインフレ率は IMF の予測が未公表のため 2021 年 6 月の実績値。利回り指数対米国は 2021 年 6 月の値。民間債務残高は非金融部門のみで 2021 年 3 月末の値。サウジアラビアの外国人保有比率は 2019 年末の値。他は 2020 年末の値。

(注2) 利回り指数対米国 (bp) は J. P. Morgan による新興国のドル建て政府債の利回りを指数化したもの (Emerging Markets Bond Index, EMBI) と米国債の利回りの差。

(注3) アルゼンチンの外貨準備高には「金」を含む。

(注4) 色が濃いほど当該項目でのリスクが高いことを示す。

(出所) IMF、BIS、J.P.Morgan/Haver Analytics、IIF/Haver Analytics より大和総研作成

²¹ 佐藤光・橋本政彦・永井寛之「[過剰債務はコロナ後の世界の課題に 当面のリスクは限定的だが、低金利環境の変化には注意が必要](#)」(大和総研レポート、2021 年 2 月 24 日)

分析の対象とした新興国は、過去に激しい資金流出に見舞われた国、G20 に属する経済規模の比較的大きい国（資本規制の厳しい中国を除く）、多額のドル建て債務を持つ国などの 13 カ国である²²。

図表 4-4 ではこの 13 カ国を指標ごとにヒートマップ化し、リスクが高い国（マスの色の濃い指標が多い国）を表の下方に位置付けた結果、上位にはタイ、マレーシア、フィリピンなどのアジア諸国が多くなった²³。1997 年のアジア通貨危機後、経常収支の改善努力や外貨準備の積み上げなどの取り組みにより、これらの国々は米金利上昇とマネーフローの変化に対し一定の耐性が備わっていると考えられる。ただし、アジア諸国の中でもインドネシアはドル建て債務 GDP 比が高く、政府債務外国人保有比率も突出しているため、注意しておく必要がある。

表の下位にはアルゼンチンやトルコ、南アフリカなど、以前よりリスクが高いと考えられていた国のほか、中南米では比較的健全とみなされてきたチリも位置している。チリはドル建て債務が多く外貨準備が少ないため、米金利上昇の悪影響を受けやすいとみられる。通貨ペソは今年に入って既に 1 割程度対ドルで下落しており（2021 年 8 月 17 日時点）、警戒が必要だろう。

新興国経済の混乱が先進国に飛び火するリスク

資金流出をきっかけに新興国の経済が混乱すると、保有債権や直接投資を通じて先進国の銀行や企業にも影響を及ぼす可能性がある。**図表 4-4** のうち下位 7 カ国において主要先進国の銀行が保有する債権（融資・債券等）と企業の直接投資の金額を見たものが**図表 4-5** である。

これを見ると、中南米諸国に対する米国とスペインの債権保有額・直接投資額が大きいのが、中南米と米国の地理的な近さや、中南米と旧宗主国スペインの歴史的関係などが背景にある。特にスペインは、米国と違って経済規模が他の先進国より小さく、中南米諸国でリスクが顕在化すると銀行システム不安や企業業績の悪化につながりやすいと考えられる。加えて、スペインはトルコ向けにも多くの債権を抱えており、新興国のリスクが発現した場合に悪影響を受けやすいことには注意しておいた方がよいだろう。

²² アルゼンチン、インド、インドネシア、サウジアラビア、タイ、チリ、トルコ、フィリピン、ブラジル、マレーシア、南アフリカ、メキシコ、ロシア（50 音順）。

²³ 各国の順位付けに当たっては、指標ごとの偏差値の単純平均が低い国を高リスクの国とみなしている。

図表 4-5 : 先進国銀行が保有する新興国の債権と、先進国企業の新興国への直接投資

(億ドル)

債務国・ 直接投資受入国	債権保有国・ 直接投資国								
	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	その他	
メキシコ	政府債務	82.0	377.8	84.4	6.5	19.2	4.3	728.4	91.5
	民間債務	84.9	576.2	210.7	19.5	68.4	14.8	1,029.3	308.7
	直接投資受入額	139.9	2,264.0	308.2	173.0	68.9	37.0	631.6	1,490.2
ブラジル	政府債務	32.6	322.0	109.0	17.3	53.7	0.7	566.0	23.6
	民間債務	111.7	312.2	23.2	16.5	133.0	6.4	831.5	248.9
	直接投資受入額	200.9	1,079.9	220.7	121.3	325.9	92.4	528.4	3,118.0
インドネシア	政府債務	161.0	61.1	60.4	19.1	32.3	3.2	-	151.8
	民間債務	300.1	54.6	68.7	10.0	23.8	1.3	0.0	400.9
	直接投資受入額	239.3	272.7	108.4	22.5	10.6	0.8	2.1	1,590.7
南アフリカ	政府債務	6.8	33.8	27.9	5.3	16.2	1.1	0.0	2.5
	民間債務	66.6	84.4	43.3	23.3	7.5	3.8	1.7	13.8
	直接投資受入額	86.3	97.9	443.3	68.3	14.5	6.0	9.2	779.8
チリ	政府債務	2.8	9.4	10.1	3.1	9.0	2.3	123.2	49.4
	民間債務	47.5	55.8	7.3	14.9	28.7	2.0	530.3	414.8
	直接投資受入額	72.7	361.3	119.5	14.9	33.8	115.8	359.8	1,629.9
トルコ	政府債務	15.7	20.8	27.5	22.2	61.4	5.7	163.9	24.1
	民間債務	28.5	33.3	49.7	136.3	29.8	23.1	424.7	97.3
	直接投資受入額	29.7	70.0	92.2	185.0	67.7	55.6	111.8	1,217.8
アルゼンチン	政府債務	0.6	35.2	22.0	0.7	1.5	0.1	81.2	0.5
	民間債務	1.0	21.0	17.3	8.9	3.0	0.1	91.0	19.8
	直接投資受入額	5.0	169.9	19.4	22.2	27.6	9.7	131.7	363.8

(注1) 政府債務・民間債務は、新興国が先進国銀行に対して負う債務（融資・債券等）の残高。ただし、民間債務には新興国銀行の債務を含まない。2021年1Q時点（一部のデータは2020年4Q時点）。

(注2) 直接投資は残高ベース。2018年の値。ただしアルゼンチンは2016年、トルコは2017年の値。

(注3) 債権保有国・直接投資国の「その他」には新興国も含まれる。

(出所) BIS、Haver Analytics、International Trade Centre より大和総研作成

4.2 米金利上昇の先進国経済への影響

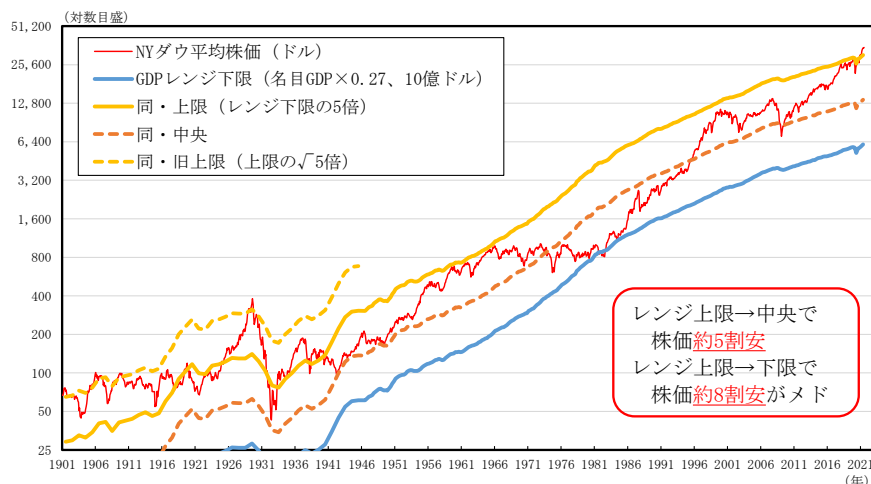
米金利の急上昇は株式市場にマイナス

前節の新興国経済への影響に続き、本節では米長期金利の急上昇がもたらす先進国経済への影響を検証する。金融政策の変化等をきっかけに長期金利の急変動が起こる場合、株式等の金融資産や実物資産市場にも動揺を与え、結果的に資産価格の急落をもたらす恐れがある。特に当該市場に割高感が指摘される場合には注意を要する。金利変動をきっかけに市場が混乱した例としては、近年では2013年の「テーパータントラム」が有名だ。そして、資産価格の大きな下落は逆資産効果による消費や投資の減少を通じて実体経済にもマイナスとなりかねない。

まずは現在の株式市場の位置付けを確認したい。米国市場は長期的にはリーマン・ショック以降の株価上昇基調が続いており、NYダウ平均株価は史上最高値を更新し続けてきた。2020年のコロナショックを受けた株価下落も一時的であり、直近でも再び最高値を更新している。そのNYダウ平均株価の水準は、長期にわたって米国の名目GDPの成長と並行しながら上昇してきた。具体的には、米名目GDPに一定の係数をかけた値から、株価はおおむね上下5倍のレンジ内で推移している（図表4-6）。そして、直近の株価はこのレンジの上限に既に達している。これは直ちに株安への転換を意味しないものの、現状で相対的な割高感は否めないといえる。仮に、今

後名目 GDP レンジの中央付近まで回帰するならば、株価は 5 割安を懸念しなければならないことになる。

図表 4-6 : NY ダウ平均株価と米名目 GDP の 5 倍レンジ

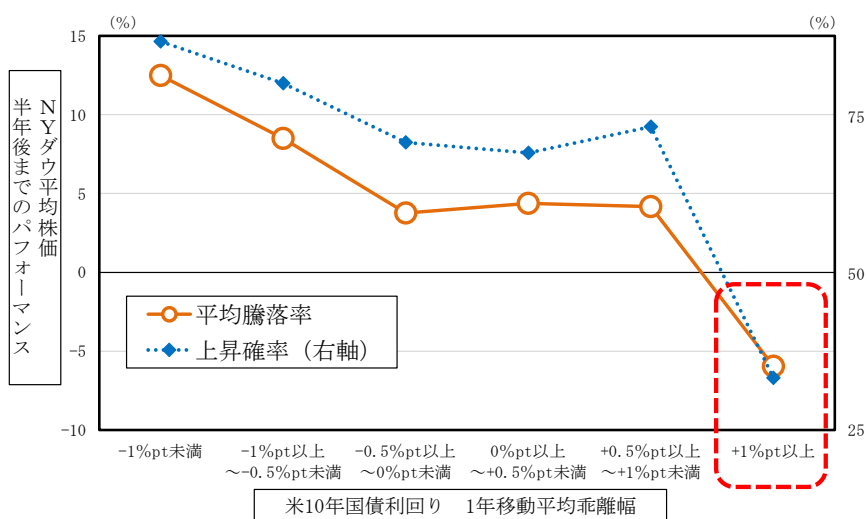


(注) 第二次世界大戦以前の旧 GDP レンジは、現レンジ中央を下限とした 5 倍レンジとなる。

(出所) Bloomberg、NBER 等より大和総研作成

現在の株価位置の高さに加えて、本章で想定する米金利の上昇は、それが急激である場合に株価のマイナス要因となる。NY ダウ平均株価の 6 カ月先までのパフォーマンスを見ると、米 10 年国債利回りが 1 年移動平均から +1%pt 以上乖離するような金利の急上昇場面は、それ以外の場面に比べて顕著に実績が劣ることがわかる (図表 4-7)。金利は緩やかな上昇であれば経済の回復を示し株価のマイナス要因にはならない一方で、金利の急上昇は市場に動揺をもたらしてきたといえる。足元の状況に当てはめると、米 10 年国債利回りが現在 1.2%程度である 1 年移動平均に対して、目先で 2.2%以上に急上昇するようならば、株価下落のきっかけになり得るといえよう。

図表 4-7 : 米長期金利変動の株価への影響



(注) 月末値ベースで 1981~2020 年のデータ。

(出所) Bloomberg などより大和総研作成

米国住宅市場は金利に敏感に反応

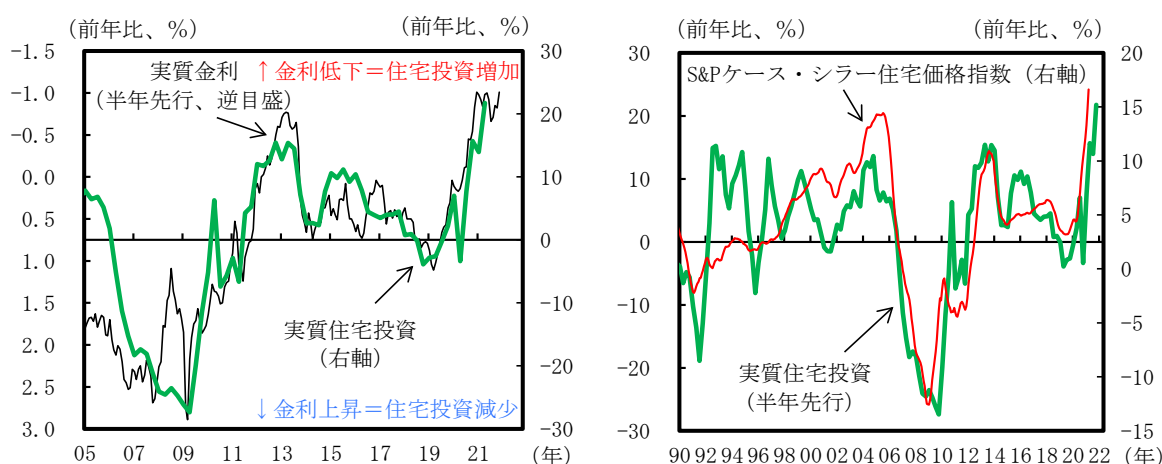
長期金利の変動が及ぼす影響に関して、株式市場の他に特に注意が必要なものとしては、住宅市場への影響が考えられる。

図表 4-8 左は米国の実質金利（10年物インフレ連動債利回り）と GDP ベースの実質住宅投資の推移を示したものである。これを見ると、米国の住宅投資は実質金利との連動性が非常に高く、金利動向に半年程度遅れて動く傾向が確認できる。足元の状況に注目すると、コロナショックへの対応として FRB がゼロ金利、量的緩和などの積極的な金融緩和策を実施する中、実質金利は過去最低水準まで低下しており、それに沿う形で住宅投資も大幅に増加していることがわかる。

さらにこうした住宅需要の増加は、住宅価格にも影響を及ぼす。実質住宅投資と代表的な住宅価格指数である S&P ケース・シラー住宅価格指数（全米ベース）の推移を並べると（**図表 4-8 右**）、住宅価格は住宅投資に半年程度遅行して連動する関係が見て取れる。S&P ケース・シラー住宅価格指数は 2021 年 5 月には前年比+16.6%とリーマン・ショック前の住宅バブル時を上回る上昇率を記録したが、こうした早いペースでの価格上昇の背景には、歴史的な低金利を受けた住宅需要の堅調さがある。

以上の関係を踏まえると、仮に米国の金利が急騰した場合、住宅需要の急減とそれに伴う住宅価格下落に見舞われる可能性が高い。住宅投資の減少それ自体が経済の下押し要因となることはいうまでもないが、住宅価格の急落が家計や金融機関のバランスシート調整圧力となり、実体経済を下押しする可能性にも注意が必要と考えられる。

図表 4-8：米国実質金利と住宅投資（左）、住宅投資と住宅価格（右）



(出所) FRB、BEA、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

逆資産効果は特に欧米の個人消費の下押し要因に

ここまで見てきたように、急激な金利上昇が株式や住宅価格といった資産価格の下落を引き起こすトリガーとなり得る。特に米国発の金利上昇、資産価格の下落は金融市場を通じて他国にも波及するリスクが大きいとみられ、その実体経済への悪影響も米国のみではなくグローバルに考えていく必要があるだろう。

そこで資産価格の下落が、実体経済に対してどの程度の影響を及ぼすかを明らかにするため、日本、米国、ドイツ、フランスの4カ国に関して消費関数を作成し、株式資産および実物資産（住宅等）の変動が個人消費に与える資産効果を推計した²⁴。推計結果によれば（**図表 4-9**）、株価下落はすべての国の実質個人消費に対して有意にマイナスの影響を及ぼすことが示唆される。もっともその影響は各国で異なり、株式資産が10%減少した場合、米国、フランスでは実質個人消費が▲0.5%程度押し下げられるのに対し、日本の個人消費への影響は相対的に小さく▲0.2%にとどまる。これは、日本においては、金融資産に占める株式資産の割合が小さいことを反映しているとみられる。

また、実物資産価値の低下の影響に関して見ると、米国、ドイツで個人消費に与える影響が大きく、10%の価格下落に対して個人消費は▲1.5%下押しされるという結果となった。フランスについては米国、ドイツに比べると影響は小さく▲0.6%の下押しとなる。他方、日本については、実物資産による資産効果は有意に計測されなかった。以上の推計結果から、金利上昇に端を発した資産価格の下落による逆資産効果は、とりわけ欧米において個人消費の下押し要因となりやすいことがわかる。

図表 4-9：株価・実物資産価格下落による消費の減少

		日本	米国	ユーロ圏	
				フランス	ドイツ
株価：10%下落	実質家計消費減少率（%）	-0.2	-0.5	-0.5	-0.3
	実質GDPへの寄与度（%pt）	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1
実物資産価格：10%下落	実質家計消費減少率（%）	-	-1.5	-0.6	-1.5
	実質GDPへの寄与度（%pt）	-	-1.0	-0.3	-0.8

（注1）2019年の家計消費支出、家計株式資産を基にした試算値。

（注2）株式資産：すべての国で1%有意。

（注3）実物資産：日本以外は1%有意、日本は統計的に有意な結果は得られなかった。

（出所）各国統計、OECD statistics、Haver Analytics より大和総研作成

4.3 米長期金利が5%に上昇すると世界経済はマイナス成長へ

米金利上昇が世界 GDP 成長率に与える影響を試算

米金利上昇が世界経済に与える影響について、マクロ計量モデルを用いてシミュレーションを行ったものが**図表 4-10**である。なおモデルでは前述した新興国からの資金流出と先進国の逆資産効果を外生的なショックとして与えるとともに、貿易相手国の内需の減少を通じて各国の輸出が落ち込むことや金利上昇が設備投資を抑制すること等を内生化したおり、米金利上昇の影響が世界経済全体に波及するように設計している。

試算では2022年に米長期金利が3%、5%、7%にまで上昇した場合、世界経済の実質GDP成長率はベースラインの+4.9%（IMFの世界経済見通しに基づく）から大きく落ち込み、それぞれ+2.8%、▲0.2%、▲2.8%に低下するという結果が得られた。ベースラインでは新型コロナウイルスによる悪影響からのリバウンドとして高めの成長が見込まれているにもかかわらず、5%の金利

²⁴ 推計方法の詳細は大和総研 熊谷亮丸他「[第200回日本経済予測](#)」（大和総研レポート、2019年2月21日）の「6. 補論」参照。

水準で世界がマイナス成長に陥るということは、米金利上昇の影響がいかに大きいものであるかを示している。

なお、今回の試算には政策対応は織り込んでいない。実際に再度の景気悪化が懸念される場合には、当局による積極的な金融緩和や財政支出などの何らかの政策対応が予想されるため、現実的にはここまでの景気悪化は起こらないと考えられる。しかし、金利上昇がもたらすインパクトは非常に大きいと考えておいた方がよいだろう。

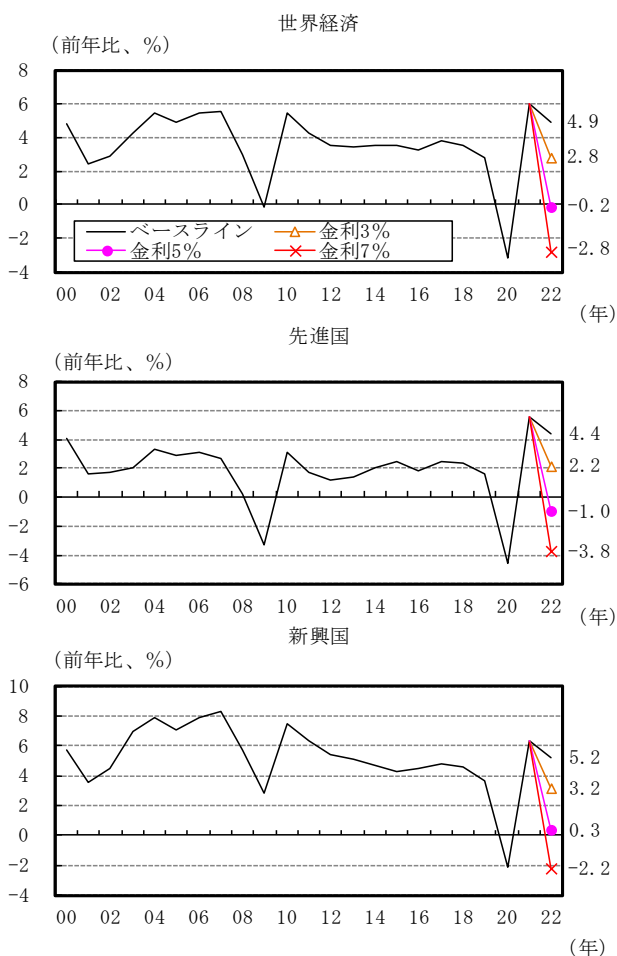
図表 4-10：米国金利上昇が世界経済成長率に与える影響試算

米国金利が上昇した場合の実質GDP成長率（2022年）
（単位：％）

	2022年の米国長期金利の水準		
	3%	5%	7%
世界経済	2.8	-0.2	-2.8
先進国	2.2	-1.0	-3.8
米国	2.7	-0.3	-3.0
ユーロ圏	1.9	-1.6	-4.8
日本	1.4	-0.7	-2.5
新興国	3.2	0.3	-2.2
中国	4.5	2.8	1.3
中国以外	2.5	-0.9	-4.0

ベースラインとの差

	2022年の米国長期金利の水準		
	3%	5%	7%
世界経済	-2.1	-5.1	-7.7
先進国	-2.2	-5.4	-8.2
米国	-2.2	-5.2	-7.9
ユーロ圏	-2.4	-5.9	-9.1
日本	-1.6	-3.7	-5.5
新興国	-2.0	-4.9	-7.4
中国	-1.2	-2.9	-4.4
中国以外	-2.5	-5.9	-9.0



(注) 経済モデルを用いた試算値。ベースラインとなる経済成長率はIMF見通し（2021年7月）を用いており、大和総研の予測と異なる。

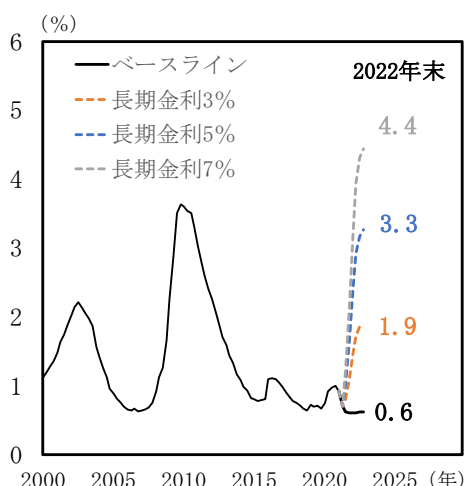
(出所) IMF、BEA、Eurostat、内閣府、Haver Analytics等より大和総研作成

米銀の企業向け貸出に占める不良債権も増加

景気後退時には銀行貸出が不良債権化しやすく、その規模によっては銀行システムの機能不全を招き経済の低迷が長引きやすい。そのため、米金利上昇時の不良債権の状況を検討しておくことには意味があろう。リーマン・ショック以降、特に米国の企業債務が伸びているため、以下では米銀の企業向け貸出の不良債権について分析した。

図表 4-11 は前述した米長期金利の各上昇ケースに応じて銀行の企業向け貸出の不良債権を推計したものであるが、長期金利が 5% にまで上昇すると、不良債権比率や不良債権額の GDP 比はリーマン・ショック時と同程度まで上昇するという結果となった。これだけで銀行システムが大きく傷むわけではないが、2015 年以降に急激に市場を拡大してきた CLO（企業向け貸出を証券化したローン担保証券）の動向が懸念される。リーマン・ショック時に問題となったサブプライム住宅ローン担保証券と比べれば CLO の信用リスクは低いと考えられるが、債務を証券化して投資家に販売する構造は類似している。不良債権の増加で CLO の価格が急落し金融機関のバランスシートが毀損する可能性には、注意を払っておくべきだろう²⁵。

図表 4-11：米銀の企業向け貸出における不良債権比率の推計（左）、不良債権の比較（右）



	不良債権比率	金額 (億ドル程度)	名目 GDP 比
長期金利 3%	1.9%	800	0.34%
長期金利 5%	3.3%	1,400	0.59%
長期金利 7%	4.4%	1,800	0.83%
参考 1：ITバブル崩壊 (2002年7-9月期)	2.2%	347	0.32%
参考 2：リーマン・ショック (2009年10-12月期)	3.6%	836	0.57%
参考 3：大恐慌 (※) (1934年)	35.8%	37	5.55%

(※) 大恐慌時の不良債権は、健全債権以外のもの。企業向け以外の貸出も含む。

(注 1) 不良債権比率 = 定数項 + $\beta_1 \times$ インタレスト・カバレッジ・レシオ (対数値) + $\beta_2 \times$ (負債 / 自己資本、対数値)

β_1 および β_2 は今期から 3 四半期前までの 1 次のアーモンラグで、係数の総和は $\beta_1 = -0.792$ 、 $\beta_2 = 4.047$ 、定数項 = 3.203。いずれも 1% 有意。

自由度調整済み決定係数 = 0.70、推計期間は 1991 年 1-3 月期 ~ 2021 年 1-3 月期。予測期間は 2021 年 4-6 月期 ~ 2022 年 10 ~ 12 月期。

それぞれのケースごとに企業収益や自己資本等に一定の前提を置いて算出。インタレスト・カバレッジ・レシオは (営業利益 + 受取利息) ÷ 支払利息。

(注 2) 不良債権は、非居住用不動産向け融資と商工業向け融資のうち 90 日以上の延滞債権または破綻先債権 (nonaccrual status) に分類されたものの合計で、債券や家計向けの住宅ローン等は含まない。ただし大恐慌の不良債権については、FDIC “Annual Report, 1934” p.45 の Table 11 Examiners’ Classification of Loans and Discounts, and Amounts of Loans and Discounts Written Off, 1934 において健全債権以外に分類されたもの (Worthless, Doubtful, Slow) の合計で、債券は含まないが企業向け以外の貸出を含む。

(出所) BEA、CBO、FRB、FDIC、Haver Analytics より大和総研作成

²⁵ 鈴木利光「[CLO、ノンバンク保有にスピルオーバー懸念 ノンバンク保有の劣後トランシェへの損失、銀行に飛び火する恐れ](#)」(大和総研レポート、2020 年 3 月 31 日)

本章では、米国の長期金利上昇がグローバルマネーフローや先進国の株式・住宅市場に与える影響を中心に、世界経済の成長をどの程度抑制するかを分析した。しかし米金利の影響については、政府債務や為替市場など他にも様々な波及経路が考えられる。世界の金融・経済の中心に位置する米国において長期金利が上昇するという意味は大きく、今後とも動向を注視していく必要がある。

5. 論点③：グリーン成長戦略 再エネ導入と家計の負担

山崎 政昌・和田 恵・吉田 智聡

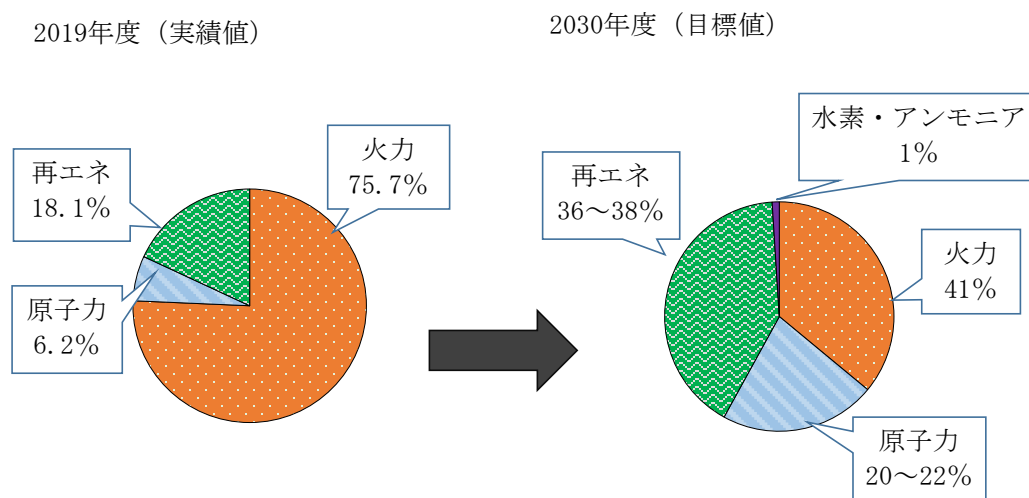
5.1 脱炭素社会の前提となる再生可能エネルギー

2020年10月の所信表明演説において菅首相が脱炭素社会を目指すことを宣言して以来、脱炭素を巡る動きが活発化している。菅首相は2021年4月には、地球温暖化対策本部において、温室効果ガス（GHG）排出量を2013年度比で46%削減する目標を示すとともに、50%削減に向けて挑戦を続けていく考えを表明した。同年7月に発表された第6次エネルギー基本計画素案では、2030年度の再生可能エネルギー（以下、再エネ）の電源構成の目標が36～38%と3年前に策定された第5次エネルギー基本計画の22～24%から大幅に引き上げられた（図表5-1）。

2020年12月に初版が公表され、2021年6月に改訂された「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」（以下、グリーン成長戦略）では、「電力部門の脱炭素化は、大前提である」と記述されている。エネルギー利用を化石燃料から脱炭素化されていく電力に移行することにより、温室効果ガスの排出量を大幅に削減しようという戦略である。2019年度の電源構成に占める再エネの割合は18%であったが、この比率を引き上げていくことが脱炭素社会を構築する上で最も重視されている。

本章ではまず、2030年度までの電力消費量を試算する。次に、第6次エネルギー基本計画素案で掲げられた再エネ導入目標が実現した場合の家計が支払う再エネ賦課金を試算し、電力料金がどのように推移するかを検証する。

図表5-1：2019年度の電源構成と第6次エネルギー基本計画素案の2030年度電源構成目標



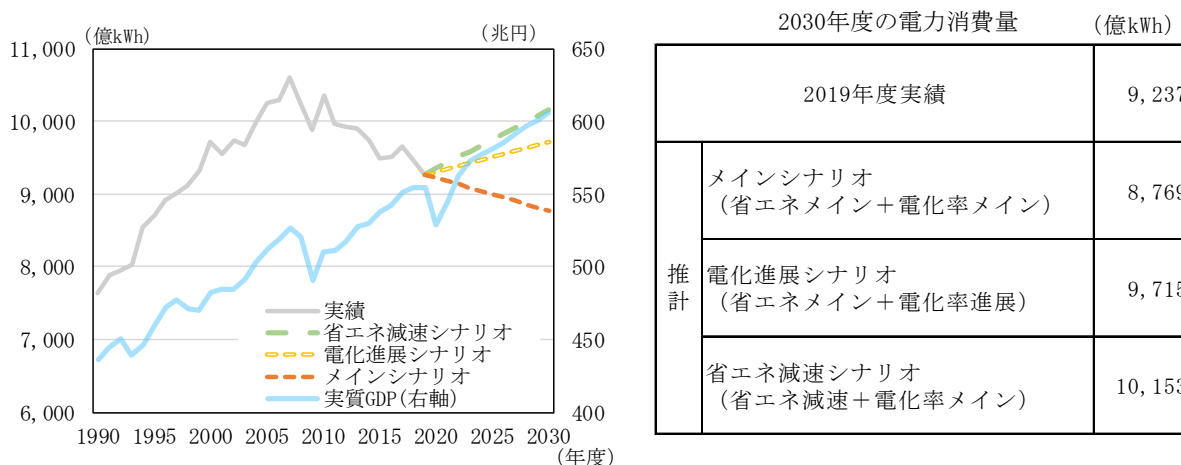
（出所）資源エネルギー庁より大和総研作成

省エネと電化率を踏まえると 2030 年度電力消費量は減少する可能性

第 6 次エネルギー基本計画素案で示された再エネ拡大の経済的な影響を見るためには、2030 年度時点にどの程度の電力が社会に必要とされているのかを把握する必要がある。長期的に見ると電力消費量は 2010 年度頃までは実質 GDP と概ね連動してきた。しかし 2011 年度以降は実質 GDP が増加するなかで電力消費量が減少トレンドとなるデカップリングが生じている。その背景には東日本大震災以降、省エネ（節電）が急速に進んだことなどがある。

実質 GDP、省エネ、電力使用量を大きく左右する冷暖房の使用、電化率（エネルギー消費のうち電力が占める割合）に前提を置き、電力消費量の先行きを推計したのが**図表 5-2** だ。メインシナリオでは、2011～19 年度にかけての省エネのトレンドが 2020 年度以降も継続すると仮定した。また、温室効果ガス排出量を減らすためにはエネルギーを電力にシフトさせる電化の加速が必要とされていることに加えて、デジタル化の加速による電力消費量の増加を考慮して、電化率は 2030 年度時点で 2019 年度実績から 2%pt 上昇すると仮定した²⁶。その結果、省エネによる押し下げが電化率上昇による押し上げを上回ることによって、2030 年度時点の電力消費量は約 8,800 億 kWh（19 年度比▲5.1%）まで減少するという結果が得られた。なお政府の見通しでは 2030 年度の電力消費量は約 8,600～8,700 億 kWh となっている。経済成長率や電化率の想定が当社試算より高い一方、省エネの前提に更なる深掘りを目指す政府目標を適用していることで、当社試算より少し低い結果になっているとみられる。

図表 5-2：電力消費量の推移と先行きの試算



(注 1) 大和総研による実質 GDP 見通しに基づいて試算。破線は推計。

(注 2) 電力消費量=定数項+ β_1 ×実質 GDP+ β_2 ×省エネタミー+ β_3 ×冷房度日+ β_4 ×暖房度日。係数の総和は、 $\beta_1=0.597$ 、 $\beta_2=-0.027$ 、 $\beta_3=0.034$ 、 $\beta_4=0.022$ 、定数項=0.01。 $\beta_1\sim\beta_3$ は 1%有意、 β_4 は有意ではなかった。自由度調整済み決定係数=0.661。推計期間は 1990～2019 年度、予測期間は 2020～2030 年度。冷暖房度日に関しては 2020 年度実績を横ばい。2030 年の結果に電化率を織り込み、2019 年から 2030 年にかけて線形補間で示した。

(注 3) 電化率についてメインシナリオでは 2019 年度比+2%pt、電化進展シナリオでは同+5%pt を想定。

(出所) 内閣府、資源エネルギー庁統計、日本エネルギー経済研究所より大和総研作成

²⁶ 2000 年度から 2019 年度にかけて電化率は年平均 0.2%pt 進んできたが、2010 年度から 2019 年度では年平均 0.05%pt と上昇ペースは鈍化している。2030 年度の電化率は、2000 年度から 2019 年度までの平均程度まで電化のペースが上がると想定し、概ね 2%とした。

なお、他機関による試算では前提等は異なるものの、おおむね横ばいから減少との見通しが示されている。例えば IEA の計量モデルによる試算²⁷では、日本がカーボンニュートラルを宣言する前の気候変動に対応する政策を実施した場合²⁸には 2030 年に 9,106 億 kWh、パリ協定達成に整合的なより強い気候変動政策を実施した場合には 8,741 億 kWh となっている。また、自然エネルギー財団による脱炭素社会に向けた転換促進ケース²⁹では、電化や EV シフトで需要が増加するものの、省エネ・効率化などの減少要因を踏まえると 2030 年度の電力需要は 8,500 億 kWh まで減少するとされている。

これらを踏まえて、大和総研ではメインシナリオ以外に、電化進展シナリオと省エネ減速シナリオの 2 つを設定し、それぞれについても電力消費量を試算した。電化進展シナリオでは、デジタルトランスフォーメーションがさらに進むことや、電動車が普及することを想定し、政府の目標を参考に電化率が 5%pt 上昇すると想定した。このシナリオでは電化による押し上げが省エネによる押し下げを上回ることによって電力消費量は 2019 年度から増加する見込みだ。また、省エネによる押し下げがメインシナリオから半減すると想定した省エネ減速シナリオでは、省エネによる押し下げが GDP 増加による押し上げを下回り、電力消費量は GDP に連動する形で増加することになる。

電化率上昇によって電力消費量が増加したとしても、電源構成によってはエネルギー部門全体の排出量が減少するために、必ずしもネガティブにとらえる必要はない。今後求められるのは、省エネ努力の継続に加えて、いかに温室効果ガス排出量の少ない電源構成を実現し、その電源による追加的なコストをどのように負担するかという観点である。

²⁷ International Energy Agency “World Energy Outlook 2020” (October 13 2020)

²⁸ IEA のレポート公表が 2020 年 10 月 13 日であるのに対して、菅首相が所信表明演説においてカーボンニュートラル宣言を行ったのが 2020 年 10 月 26 日である。IEA は、日本が気候変動対策を強化する前の政策を評価していると考えられる。なお、推計は暦年ベース。

²⁹ 自然エネルギー財団「2030 年エネルギーミックスへの提案（第 1 版）自然エネルギーを基盤とする日本へ」（2020 年 8 月 6 日）

再エネ拡大で 2030 年度の電気料金は 2019 年度比で一世帯あたり月 5%上昇する可能性

前述のシナリオに基づいて、家計の電力負担を試算する³⁰。なお、前提は**図表 5-3**の通りである。

図表 5-3：電力料金推計の前提

【試算の前提】

- ✓ 2030年度の再生可能エネルギー比率は**37%**。
数値は第6次エネルギー基本計画素案で示された**36～38%の中間値**。
- ✓ 2019年度、2030年度の一般家庭の電力使用量は1カ月あたり**355kWh**。
数値は総合エネルギー統計の**家庭の電力消費量と世帯数から算出**。
- ✓ 再エネ賦課金単価は買取費用から回避可能費用等を差し引き費用負担調整機関事務費を加える。この値を販売電力量で除して計算される。買取費用は再生可能エネルギーの固定買取価格制度によって買い取りに要した費用の総額である。回避可能費用等は卸売電力市場のスポット価格に再エネの買取電力量を掛け合わせたもの。費用負担調整機関事務費は事務費用を指し、販売電力量は概ね総販売電力量。2019年度は実績値を用いた。
- ✓ 回避可能費用等は**2015～2019年度の平均である9.1円**を使用した。
2030年時点でも実質ベースでは変化がないと仮定した。また、買取費用は2030年度を**名目6兆円**とした。第6次エネルギー基本計画素案では**5.8～6兆円**とされている。
- ✓ 家庭が支払う電力料金は再エネ賦課金と「その他」に分類できる。
「その他」は、**2019年度の実績である22.08円/kWh**を利用。
2030年度の「その他」は大和総研による予想消費者物価指数と同じ上昇率を辿ると仮定。
- ✓ なお、2019年度を基準とした実質ベースでの試算。
2030年度の大和総研による予想消費者物価指数を用いた。同指数は2019年度から2030年度にかけて**8.4%**上昇する想定。

(出所) 各種資料より大和総研作成

メインシナリオでは、一世帯あたりの再エネ賦課金は2019年度の1,047円/月から2030年度に1,471円/月と424円/月(+41%)増加する(**図表 5-4**)。一世帯あたりの家庭の電気料金は8,884円/月から9,308円/月と5%上昇する。すなわち、再エネ導入に伴う国民負担が増加するという試算結果となる。家庭の電気料金と再エネ賦課金の増加額は同額である。再エネ賦課金以外の「その他」料金の変動には、実質的な負担の変化の想定を置かず、消費者物価上昇率と同じ上昇率を辿ると想定しているためである³¹。過去の実績をみると、「その他」は化石燃料価格の変化によって変動してきたと考えられるが、本試算は、実質的に再エネ賦課金の変動の影響を取り出して考察することを目的としているため上述の仮定を置いた。家庭の電気料金の9割弱を占める「その他」の部分を一定としているため、家庭の電気料金全体での増加率は、再エネ賦課金の増加率よりも低くなる。

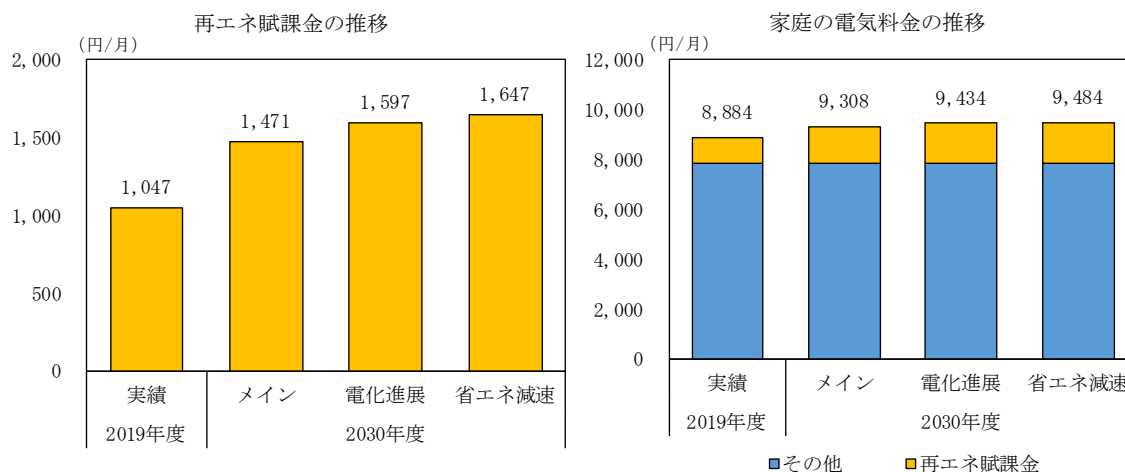
2012年度に固定価格買取制度(FIT制度)が導入されてから再エネ賦課金は2012年度の83円

³⁰ これらの試算は長期間にわたるため不確実性が高く、前提の置き方によって結果は大きくことなることにご留意いただきたい。

³¹ 2030年度のCPIは2019年度から8.4%上昇する見通し。

1/月から2019年度に1,047円/月、2030年度には1,471円まで増加した。2019年度までの年平均増加額は131円/月となるが、2020～30年度は年平均39円/月まで低下する。国民負担は今後とも増加するが、そのペースは鈍化する見通しである。FIT制度が始まった2012年度は固定価格買取制度における事業用太陽光発電の買取価格は40円/kWhであったが、2019年度は14円/kWh(10kW以上500kW未満)、500kW以上の太陽光発電所では上期と下期に1回ずつ行われた入札の平均落札価格はともに12円台であった。

図表 5-4：シナリオ別の再エネ賦課金と家庭の電気料金



(注)「メイン」は図表 5-2 におけるメインシナリオ、「電化進展」は電化進展シナリオ、「省エネ減速」は省エネ減速シナリオをそれぞれ指す。

(出所) 資源エネルギー庁、経済産業省より大和総研作成

次に、電化がメインシナリオ以上に増加した場合（電化進展シナリオ）では、再エネ賦課金は2019年度の1,047円/月から1,597円/月に550円/月増加、53%上昇する（図表 5-4）。家庭の電気料金は、8,884円/月から9,434円/月に550円/月増加、6%上昇する。日本全体の発電量の増加に合わせて、再エネの買取電力量、買取費用、回避可能費用等、販売電力量も増加させて推計した。メインシナリオからは、再エネ賦課金と家庭の電気料金は126円/月増加している。

最後に、省エネのペースが減速する場合は、最エネ賦課金は2019年度の1,047円/月から1,647円/月に600円/月増加、57%上昇する（図表 5-4）。家庭の電気料金は、8,884円/月から9,484円/月に7%上昇する。電化進展シナリオと同じく、省エネ減速シナリオでも、日本全体の発電量の増加に合わせて、再エネの買取電力量、買取費用、回避可能費用等、販売電力量を増加させた。メインシナリオからは、再エネ賦課金と家庭の電気料金は176円/月増加している。

5.2 シナリオ分析の含意

メインシナリオでは再エネ賦課金、家庭の電気料金ともに2019年度と比較して2030年度時点では上昇し、国民負担も増加する試算結果となった。ただし、再エネの価格が低下していることから、今後の上昇ペースは緩やかになるだろう。国民負担軽減のためには、発電コストが低下してきた電源の有効活用と一段の価格低下を図ることが重要であろう（図表 5-5）。再エネのなかで

最も発電コストが低い太陽光発電について、2021年6月に改訂されたグリーン成長戦略では、課題となっていた適地確保のための方策が打ち出された。自治体が再エネ促進区域を設定し、案件開発を加速させることに加え、営農が見込まれない荒廃農地への再エネの導入拡大や発電と営農が両立する営農型等による太陽光導入も拡大させる方針である。これらの施策を着実に実行段階に移していくことが再エネの拡大と国民負担の軽減を両立するためには求められよう。

2つのサブシナリオ（電化進展シナリオ、省エネ減速シナリオ）では再エネ賦課金が増加し、国民負担はメインシナリオより大きくなる。ただし、メインシナリオと比較した追加電力料金は、電化進展シナリオで126円/月の増加、省エネ減速シナリオで176円/月の増加とそれほど大きくない。サブシナリオが実現した場合でも、追加的な国民負担は限定的といえよう。ただし、電化進展シナリオが実現する場合には、乗用車、給湯器等のエネルギー供給源がガソリンやガスから電気に代わるエネルギー転換が一部で起こっている可能性があるだろう。一般にこうしたエネルギー転換により、ランニングコストは低下する。一方で導入コストは大きいことから、そうした要因も考慮した分析が必要になる。また、省エネ減速シナリオでは、電力料金の上昇による国民負担が最も重くなると想定される。電力消費量が増加するなか、導入目標を目指して再エネ導入が進むことが要因である。省エネが減速する中でも国民負担を抑制しつつ再エネを拡大させていくためには、発電コストの低下した電源の有効活用が必要となるだろう。

最後に、こうした負担増がいつまで続くのかということについて述べたい。FIT制度は2012年度に始まった。買取電力量が多い事業用太陽光発電で買取期間は20年間である。そのため、2030年代初頭から、単価の高かった再エネの買い取りが終了することになる。また、新たに購入対象となる再エネの価格が平均単価を押し下げることが予想されることから、再エネ賦課金は減少に転じると予測している。従って、ここから概ね10年間の再エネ賦課金による国民負担の抑制が重要になると考えている。

図表 5-5：2020年の電源別発電コストと2030年の見通し

(円/kWh)	火力			原子力	再エネ			
	石炭	LNG	石油等	原子力	太陽光 (事業用)	太陽光 (住宅)	陸上風力	洋上風力
2020年	12.5	10.7	26.7	11.5~	12.9	17.7	19.8	30.3
2030年	13.6~22.4 (↑)	10.7~14.3 (↑)	24.9~27.5 (↑↓)	11.7~ (↑)	8.2~11.8 (↓)	8.7~14.9 (↓)	9.9~17.2 (↓)	26.1 (↓)

(注1) 新たな発電設備を更地に建設・運転したコスト。

(注2) 2030年に2020年時点よりも発電コストが低下する見通しの電源は緑、上昇する電源はオレンジで塗り分けただけで、それぞれ↓と↑を括弧書きした。なお、石油等については価格の変動幅によって低下・上昇のいずれにもなり得ることから、黄色で塗り分け、↑↓と括弧書きした。

(注3) 政策経費を含むコスト。

(出所) 経済産業省より大和総研作成

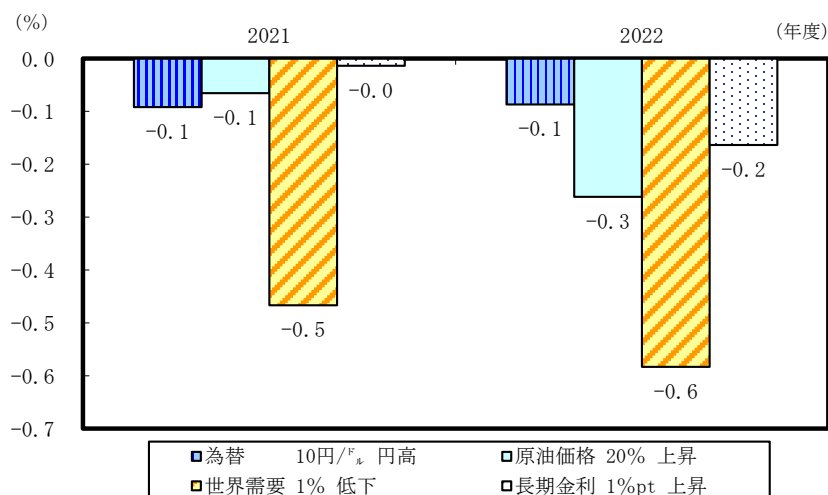
6. マクロリスクシミュレーション

小林 若葉

本章では景気に影響を与えるいくつかのリスク要因が想定以上に進行することで、予測にどの程度の影響が出るかの試算を示す。標準シナリオにおける主な前提と、4つのリスクシナリオが顕在化した場合の実質 GDP に与える影響（下図参照）は以下の通り。リスクシナリオは2021年10-12月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【前提】	【シミュレーション】
・ 為替レート : 2021-22 年度 ; 109.7 円/ドル, 109.8 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2021-22 年度 ; 66.4 ドル/bbl, 65.5 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2021-22 暦年 ; +6.1%, +4.5%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2021-22 年度 ; 0.03%, 0.01%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 6-1 : 実質 GDP に与える影響



(注) 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。
(出所) 大和総研作成

6.1 円高

円高は貿易財の価格競争力を低下させるため、財貨・サービスの輸出が減少する。これに合わせ、電気機器や輸送機器などの輸出型製造業やこれに付帯する運輸、電力、商業などの非製造業を中心に生産が減少する。輸出や生産の減少は企業の売上の減少につながり、企業収益の低下をもたらす。これは企業のキャッシュフローの減少や将来の成長期待を悪化させ、設備投資の減少へとつながる。また、円高による輸入物価の低下は国内の物価を押し下げ、企業物価や消費者物価が下落する。物価下落で家計の実質購買力が上昇するものの、企業収益の減少からくる雇用・所得環境の悪化により個人消費は減少する。以上の経路を通じて10円/ドルの円高により、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて2021年度で▲0.1%、2022年度で▲0.1%縮小する。

6.2 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 20%上昇した場合、日本経済に与える影響は実質 GDP を標準シナリオに比べて 2021 年度で▲0.1%、2022 年度で▲0.3%縮小させることになる。

原油価格の上昇は輸入デフレーターを押し上げることになる。輸入デフレーターが上昇すると名目輸入額が増加し、純輸出が減少して名目 GDP が減少する。また、原油価格の上昇はエネルギー価格を上昇させるとともに、原材料価格の上昇を通じて最終財価格を上昇させる。その結果、家計の実質購買力は低下する。

企業部門においては、原材料価格の上昇によって収益が圧迫され、設備投資が減速する。設備投資は企業マインドに左右されるため、翌年度の設備投資にも影響を与えることになる。収益の減少は雇用・所得環境の悪化につながり、実質購買力の低下とあいまって民間消費を減速させる。

6.3 世界需要の低下

世界需要（GDP）が 1%低下した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2021 年度で▲0.5%、2022 年度で▲0.6%縮小することになる。

世界需要が低下すると、日本からの輸出が押し下げられるため、製造業の売上の減少によって企業収益が悪化する。また、製造業の生産活動の低下は、非製造業への波及によって、広く企業収益を押し下げることになる。こうした企業収益の減少に加えて、鉱工業生産の減少による稼働率の低下および設備過剰感の高まりから、設備投資が減少する。さらに企業収益の減少は、賃金下落圧力となるため、ラグを伴って個人消費や住宅投資といった家計部門の需要も減少することになる。なお、こうした状況に陥ると、内需の減少を受けて、輸入をも減少させるという結果となる。

6.4 金利上昇

長期金利が標準シナリオに比べ 1%pt 上昇した場合、実質 GDP の水準は 2021 年度で▲0.0%、2022 年度は▲0.2%の縮小となる。金利上昇による資金調達コストの上昇は設備投資や住宅投資を減少させる。また、個人への直接的な影響は純有利子負債（有利子資産を除いた有利子負債）の大きさによって決まるが、個人は純受取主体、つまり有利子資産が有利子負債を上回っているため、金利上昇は財産所得を増加させる。投資の減少による景気悪化を受け、勤労所得は減少するものの、財産所得の増加に相殺され、個人消費への影響は軽微なものにとどまることとなる。

ただし、他のシミュレーション同様、ここでは金利が上昇するときの外部環境を考慮していない。通常、金利はそれ自体、単独では上昇せず、景気の回復や先行きの明るい見通しを反映して上昇する。そのようなときには期待物価上昇率が高まり、実質金利の上昇を抑えることになる

ため、投資の限界収益率（投資収益率と実質金利の差）は保たれ、設備投資には影響が出にくくなると考えられる。従って、本シミュレーションでは金利上昇の負の作用が強調されている可能性がある。

なお、景気対策などの財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、設備投資や住宅投資などに対するクラウドディングアウト効果などによって、シミュレーション結果に近い効果がマクロ経済にもたらされるとみられる。

図表 6-2：シミュレーション結果

	標準シナリオ		シミュレーション1 円高（10円高）		シミュレーション2 原油20%上昇	
	2021年度	2022年度	2021年度	2022年度	2021年度	2022年度
名目GDP	3.1	3.7	2.9 (-0.1)	3.6 (-0.3)	2.9 (-0.2)	3.4 (-0.4)
実質GDP	3.4	3.3	3.3 (-0.1)	3.3 (-0.1)	3.4 (-0.1)	3.1 (-0.3)
GDPデフレーター	-0.4	0.4	-0.4 (-0.0)	0.3 (-0.2)	-0.4 (-0.1)	0.4 (-0.2)
鉱工業生産指数	12.3	7.7	12.1 (-0.2)	7.5 (-0.4)	12.3 (-0.0)	7.6 (-0.1)
第3次産業活動指数	3.1	4.8	3.0 (-0.1)	4.8 (-0.1)	3.1 (-0.0)	4.8 (-0.0)
国内企業物価	4.7	1.0	4.1 (-0.6)	0.2 (-1.4)	5.0 (0.3)	1.8 (1.1)
消費者物価	-0.2	0.6	-0.2 (-0.1)	0.5 (-0.2)	-0.1 (0.1)	0.8 (0.2)
失業率	2.9	2.6	2.9 (0.0)	2.6 (0.0)	2.9 (0.0)	2.6 (0.0)
貿易収支（兆円）	4.7	6.8	5.1 (0.4)	7.1 (0.3)	3.7 (-1.0)	3.9 (-2.9)
経常収支（億ドル）	1,926	2,139	1,935 (9)	2,118 (-21)	1,834 (-92)	1,881 (-258)
経常収支（兆円）	21.7	24.0	21.7 (0.1)	23.8 (-0.2)	20.6 (-1.0)	21.2 (-2.9)
実質GDPの内訳						
民間消費	3.3	3.4	3.2 (-0.1)	3.3 (-0.2)	3.3 (-0.0)	3.4 (-0.0)
民間住宅投資	1.9	1.9	1.9 (-0.1)	2.0 (0.0)	1.9 (-0.0)	1.8 (-0.1)
民間設備投資	4.6	4.5	4.6 (-0.1)	4.2 (-0.4)	4.6 (-0.0)	4.3 (-0.2)
政府最終消費	1.0	0.1	1.1 (0.0)	0.2 (0.1)	1.0 (-0.0)	0.0 (-0.1)
公共投資	-0.2	1.0	-0.1 (0.1)	1.3 (0.3)	-0.2 (-0.0)	0.8 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	14.4	6.1	14.0 (-0.3)	5.7 (-0.7)	14.4 (-0.0)	6.1 (-0.0)
財貨・サービスの輸入	9.9	3.7	9.8 (-0.0)	3.5 (-0.3)	9.8 (-0.0)	3.6 (-0.2)

	シミュレーション3 世界需要1%低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油20%上昇	
	2021年度	2022年度	2021年度	2022年度	2021年度	2022年度
名目GDP	2.6 (-0.4)	3.6 (-0.6)	3.0 (-0.0)	3.6 (-0.2)	3.0 (-0.1)	3.5 (-0.3)
実質GDP	2.9 (-0.5)	3.1 (-0.6)	3.4 (-0.0)	3.1 (-0.2)	3.4 (-0.0)	3.1 (-0.2)
GDPデフレーター	-0.3 (0.0)	0.4 (-0.0)	-0.4 (-0.0)	0.4 (-0.0)	-0.4 (-0.1)	0.4 (-0.1)
鉱工業生産指数	11.6 (-0.6)	7.2 (-1.0)	12.3 (-0.0)	7.6 (-0.1)	12.4 (0.1)	7.7 (0.1)
第3次産業活動指数	3.1 (-0.0)	4.8 (-0.1)	3.1 (-0.0)	4.8 (-0.0)	3.1 (0.0)	4.8 (0.0)
国内企業物価	4.7 (-0.0)	1.0 (-0.0)	4.7 (0.0)	1.0 (-0.0)	5.3 (0.6)	2.2 (1.8)
消費者物価	-0.2 (-0.0)	0.6 (-0.1)	-0.2 (-0.0)	0.6 (-0.0)	-0.1 (0.1)	0.9 (0.4)
失業率	2.9 (0.0)	2.6 (0.0)	2.9 (0.0)	2.6 (0.0)	2.8 (-0.0)	2.6 (0.0)
貿易収支（兆円）	3.0 (-1.7)	4.8 (-2.0)	4.7 (0.0)	6.9 (0.1)	3.5 (-1.2)	3.8 (-3.0)
経常収支（億ドル）	1,759 (-167)	1,939 (-199)	2,016 (90)	2,326 (187)	1,830 (-96)	1,891 (-247)
経常収支（兆円）	19.8 (-1.8)	21.8 (-2.2)	22.6 (1.0)	26.1 (2.1)	20.6 (-1.1)	21.3 (-2.7)
実質GDPの内訳						
民間消費	3.3 (-0.0)	3.4 (-0.0)	3.3 (-0.0)	3.4 (-0.0)	3.4 (0.0)	3.4 (0.0)
民間住宅投資	1.8 (-0.2)	1.9 (-0.1)	1.9 (-0.0)	1.2 (-0.7)	2.0 (0.0)	1.8 (-0.1)
民間設備投資	4.5 (-0.1)	4.1 (-0.5)	4.6 (-0.1)	3.7 (-0.8)	4.7 (0.0)	4.4 (-0.0)
政府最終消費	1.0 (0.0)	0.2 (0.0)	1.0 (0.0)	0.1 (0.0)	1.0 (-0.0)	-0.0 (-0.2)
公共投資	-0.2 (0.0)	1.0 (0.0)	-0.2 (0.0)	1.0 (0.0)	-0.2 (-0.1)	0.7 (-0.4)
財貨・サービスの輸出	12.1 (-2.0)	4.9 (-3.1)	14.4 (0.0)	6.1 (0.0)	14.6 (0.1)	6.3 (0.3)
財貨・サービスの輸入	9.5 (-0.3)	2.6 (-1.3)	9.8 (-0.0)	3.6 (-0.1)	9.8 (-0.0)	3.7 (-0.1)

(注1) 表の数値は断りがない限り、前年度比変化率。ただし、失業率、貿易収支、経常収支は数値。

(注2) 括弧内数値は基準解の水準に対する乖離率。ただし、失業率、貿易収支、経常収支については乖離幅。

(出所) 大和総研作成

7. 四半期計数表

(1-a) 主要経済指標

	2019			2020			2021			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2019	2020	2019	2020	
名目国内総支出(兆円)	561.5	562.9	555.8	552.9	510.8	538.6	551.2	545.6	558.3	536.8	559.9	538.7	
前期比%	0.4	0.3	-1.3	-0.5	-7.6	5.4	2.3	-1.0					
前期比年率%	1.6	1.1	-4.9	-2.1	-27.1	23.6	9.7	-4.0					
前年同期比%	0.8	1.7	0.1	-1.1	-8.9	-4.5	-0.8	-1.4	0.3	-3.9	0.7	-3.8	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	557.1	557.8	547.0	543.8	500.6	527.0	542.0	536.9	551.5	526.9	554.4	528.7	
前期比%	0.2	0.1	-1.9	-0.6	-7.9	5.3	2.8	-0.9					
前期比年率%	0.8	0.5	-7.5	-2.3	-28.2	22.8	11.9	-3.7					
前年同期比%	0.4	1.1	-1.4	-2.1	-10.1	-5.6	-1.0	-1.3	-0.5	-4.5	0.0	-4.6	
内需寄与度(前期比)	0.5	0.4	-2.5	-0.3	-5.1	2.6	1.8	-0.7	-0.1	-3.9	0.5	-3.9	
外需寄与度(前期比)	-0.3	-0.3	0.6	-0.3	-2.9	2.6	1.0	-0.2	-0.4	-0.6	-0.4	-0.8	
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.4	0.5	1.5	1.0	1.4	1.2	0.2	-0.1	0.9	0.6	0.6	0.9	
鉱工業生産指数(2015=100)	102.8	101.7	98.0	98.0	81.5	88.8	93.9	96.6	99.9	90.4	101.1	90.6	
前期比%	0.0	-1.1	-3.7	0.0	-16.8	9.0	5.7	2.8	-3.7	-9.5	-3.0	-10.3	
第3次産業活動指数(2015=100)	103.6	104.4	101.2	100.1	90.0	95.8	98.0	97.3	102.3	95.2	103.1	96.0	
前期比%	0.0	0.8	-3.1	-1.1	-10.1	6.4	2.3	-0.7	-0.6	-6.9	0.3	-6.9	
企業物価指数(2015=100)													
国内企業物価指数	101.6	101.0	102.1	101.8	99.3	100.2	100.0	101.5	101.6	100.2	101.5	100.3	
前年同期比%	0.6	-0.9	0.2	0.6	-2.2	-0.8	-2.1	-0.3	0.1	-1.4	0.2	-1.1	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	100.2	100.1	100.6	100.5	100.1	99.8	99.6	99.9	100.3	99.9	100.2	100.0	
前年同期比%	0.7	0.5	0.5	0.7	-0.1	-0.3	-0.9	-0.5	0.6	-0.5	0.6	-0.2	
完全失業率(%)	2.3	2.3	2.3	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.4	2.9	2.4	2.8	
10年物国債利回り(%)	-0.10	-0.22	-0.09	-0.07	-0.01	0.02	0.03	0.11	-0.12	0.04	-0.11	-0.01	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-0.9	-0.4	0.9	2.3	-5.9	4.9	9.7	5.7	0.5	3.9	0.2	3.0	
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,793	1,675	1,765	1,690	812	1,549	2,454	1,931	1,741	1,721	1,768	1,642	
経常収支(季調済年率、兆円)	19.7	18.0	19.2	18.4	8.7	16.4	25.6	20.5	18.9	18.3	19.3	17.5	
対名目GDP比率(%)	3.5	3.2	3.5	3.3	1.7	3.1	4.7	3.7	3.4	3.3	3.4	3.2	
為替レート(円/ドル)	109.8	107.3	108.7	108.9	107.6	106.1	104.5	105.9	108.7	106.0	109.0	106.8	
(円/ユーロ)	122.9	118.9	121.5	120.1	118.7	124.6	124.5	128.5	120.9	124.1	122.2	122.0	

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(1-b) 主要経済指標

	2021		2022				2023		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2021 (予)	2022 (予)	2021 (予)	2022 (予)
名目国内総支出(兆円)	546.0	548.8	556.2	561.8	567.1	571.8	576.2	579.9	553.2	573.8	549.1	569.3
前期比%	0.1	0.5	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8	0.6				
前期比年率%	0.2	2.1	5.5	4.1	3.8	3.4	3.1	2.6				
前年同期比%	6.7	2.0	0.9	3.0	3.9	4.2	3.6	3.2	3.1	3.7	1.9	3.7
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	538.7	540.8	547.4	552.5	556.7	561.0	564.8	568.0	544.9	562.7	540.9	558.8
前期比%	0.3	0.4	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6				
前期比年率%	1.3	1.6	4.9	3.8	3.1	3.1	2.7	2.3				
前年同期比%	7.5	2.6	1.0	2.9	3.4	3.7	3.2	2.8	3.4	3.3	2.3	3.3
内需寄与度(前期比)	0.6	0.3	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	2.7	2.8	1.5	3.0
外需寄与度(前期比)	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.7	0.5	0.8	0.3
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.7	-0.7	-0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	-0.4	0.4	-0.4	0.4
鉱工業生産指数(2015=100)	97.7	98.9	102.8	105.6	107.6	108.8	109.6	110.3	101.5	109.3	99.1	108.0
前期比%	1.2	1.2	4.0	2.7	1.8	1.1	0.8	0.6	12.3	7.7	9.3	9.0
第3次産業活動指数(2015=100)	96.7	96.6	98.9	100.6	101.6	102.6	103.5	104.1	98.2	103.0	97.4	102.1
前期比%	-0.6	-0.0	2.4	1.7	1.0	1.1	0.8	0.6	3.1	4.8	1.5	4.8
企業物価指数(2015=100)												
国内企業物価指数	104.0	105.1	105.3	105.5	105.7	106.0	106.2	106.4	105.0	106.1	104.0	105.8
前年同期比%	4.7	4.9	5.3	4.0	1.7	0.8	0.8	0.8	4.7	1.0	3.6	1.8
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	99.4	99.8	99.9	99.6	100.0	100.4	100.5	100.4	99.7	100.3	99.8	100.1
前年同期比%	-0.6	-0.0	0.2	-0.3	0.6	0.6	0.6	0.8	-0.2	0.6	-0.2	0.4
完全失業率(%)	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.9	2.6	2.9	2.7
10年物国債利回り(%)	0.07	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.03	0.01	0.05	0.01
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	3.9	4.8	5.0	5.1	5.6	6.5	7.3	7.8	4.7	6.8	4.9	6.1
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,900	1,888	1,945	1,972	2,020	2,095	2,192	2,248	1,926	2,139	1,916	2,070
経常収支(季調済年率、兆円)	20.8	20.8	21.4	21.6	22.2	23.0	24.1	24.7	21.7	24.0	20.8	22.7
対名目GDP比率(%)	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	3.9	4.2	3.8	4.0
為替レート(円/ドル)	109.4	109.9	109.8	109.8	109.8	109.8	109.8	109.8	109.7	109.8	108.8	109.8
(円/ユーロ)	132.4	129.3	128.5	128.5	128.5	128.5	128.5	128.5	129.7	128.5	129.7	128.5

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-a) 実質国内総支出 (兆円、2015暦年連鎖価格)

	2019			2020			2021			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2019	2020	2019	2020	
国内総支出	557.1	557.8	547.0	543.8	500.6	527.0	542.0	536.9	551.5	526.9	554.4	528.7	
前期比年率%	0.8	0.5	-7.5	-2.3	-28.2	22.8	11.9	-3.7					
前年同期比%	0.4	1.1	-1.4	-2.1	-10.1	-5.6	-1.0	-1.3	-0.5	-4.5	0.0	-4.6	
国内需要	557.3	559.7	545.8	544.3	516.6	529.7	539.3	535.5	551.7	530.4	554.2	532.7	
前期比年率%	2.1	1.8	-9.6	-1.1	-18.8	10.5	7.4	-2.7					
前年同期比%	1.1	1.9	-1.5	-1.8	-7.2	-5.4	-1.3	-1.7	-0.1	-3.9	0.5	-3.9	
民間需要	419.3	420.7	406.3	405.1	376.0	385.8	393.0	391.5	412.8	386.7	415.8	390.2	
前期比年率%	1.7	1.3	-13.0	-1.1	-25.8	10.9	7.6	-1.5					
前年同期比%	1.0	1.8	-2.9	-2.9	-10.1	-8.3	-3.4	-3.5	-0.8	-6.3	0.0	-6.2	
民間最終消費支出	303.9	305.5	296.0	293.6	269.3	283.1	289.5	286.5	299.7	282.1	301.9	284.0	
前期比年率%	1.8	2.2	-11.9	-3.2	-29.2	22.1	9.4	-4.0					
前年同期比%	0.4	1.0	-2.4	-2.8	-11.2	-7.4	-2.4	-2.5	-1.0	-5.9	-0.3	-5.9	
民間住宅投資	20.8	20.8	20.4	19.6	19.7	18.6	18.6	18.8	20.4	18.9	20.6	19.1	
前期比年率%	6.5	0.2	-7.3	-14.1	2.3	-21.0	0.1	3.8					
前年同期比%	5.9	6.1	2.4	-4.0	-5.0	-10.4	-8.6	-4.3	2.5	-7.2	3.9	-7.1	
民間企業設備投資	91.7	92.6	88.5	89.5	84.1	82.4	85.9	84.8	90.5	84.3	91.1	85.6	
前期比年率%	0.9	3.8	-16.6	4.5	-21.9	-8.0	18.3	-4.9					
前年同期比%	-0.3	4.9	-4.5	-2.1	-8.4	-10.9	-3.1	-5.1	-0.6	-6.8	0.1	-6.0	
民間在庫変動	3.0	1.8	1.4	2.5	2.9	1.8	-1.0	1.4	2.2	1.3	2.3	1.5	
公的需要	137.9	139.0	139.5	139.1	140.6	143.9	146.3	144.0	138.9	143.7	138.4	142.5	
前期比年率%	3.1	3.1	1.3	-1.0	4.4	9.6	6.7	-6.0					
前年同期比%	1.4	2.3	2.6	1.5	1.9	3.5	5.0	3.4	1.9	3.5	1.7	3.0	
政府最終消費支出	110.3	111.0	111.3	110.9	111.6	114.7	116.8	114.8	110.8	114.5	110.5	113.5	
前期比年率%	3.5	2.8	1.0	-1.4	2.7	11.5	7.6	-6.7					
前年同期比%	1.9	2.6	2.2	1.4	1.3	3.3	5.0	3.4	2.0	3.3	1.9	2.8	
公的固定資本形成	27.7	28.1	28.1	28.2	29.0	29.2	29.5	29.2	28.0	29.2	27.9	28.9	
前期比年率%	-0.2	5.4	0.9	0.3	12.3	2.6	4.0	-4.0					
前年同期比%	-1.3	1.3	4.1	1.4	4.6	3.8	5.0	3.5	1.5	4.2	1.3	3.6	
公的在庫変動	-0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	
財貨・サービスの純輸出	-0.0	-1.8	1.4	-0.4	-17.1	-3.1	2.8	1.4	-0.2	-3.9	0.3	-4.3	
財貨・サービスの輸出	104.2	103.6	104.0	99.1	81.7	87.7	97.9	100.3	102.7	92.0	103.9	91.7	
前期比年率%	1.5	-2.0	1.3	-17.6	-53.8	32.6	55.8	9.8					
前年同期比%	-1.9	-0.3	-1.9	-4.8	-21.7	-15.2	-5.6	1.0	-2.2	-10.4	-1.5	-11.7	
財貨・サービスの輸入	104.2	105.5	102.6	99.5	98.8	90.7	95.1	98.9	102.9	95.9	103.6	96.1	
前期比年率%	8.5	5.0	-10.6	-11.5	-2.6	-29.0	20.8	16.8					
前年同期比%	2.1	4.4	-2.7	-2.8	-4.9	-14.0	-7.2	-0.8	0.2	-6.8	1.0	-7.3	

(注1) 需要の小計 (国内、民間、公的) は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-b) 実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)

	2021			2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022	
	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
国内総支出	538.7	540.8	547.4	552.5	556.7	561.0	564.8	568.0	544.9	562.7	540.9	558.8	
前期比年率%	1.3	1.6	4.9	3.8	3.1	3.1	2.7	2.3					
前年同期比%	7.5	2.6	1.0	2.9	3.4	3.7	3.2	2.8	3.4	3.3	2.3	3.3	
国内需要	539.0	540.6	546.8	551.6	555.3	558.6	561.3	563.9	544.6	559.9	540.4	556.7	
前期比年率%	2.6	1.2	4.7	3.6	2.7	2.4	1.9	1.9					
前年同期比%	4.3	2.1	1.4	3.1	3.0	3.4	2.6	2.3	2.7	2.8	1.5	3.0	
民間需要	394.8	395.8	401.6	406.4	410.2	413.3	416.0	418.5	399.8	414.6	395.9	411.5	
前期比年率%	3.4	1.0	6.0	4.9	3.7	3.1	2.6	2.5					
前年同期比%	4.9	2.6	2.2	4.0	3.8	4.4	3.5	3.0	3.4	3.7	1.5	3.9	
民間最終消費支出	288.9	288.1	293.0	296.1	298.7	300.6	302.4	304.2	291.6	301.5	289.2	299.5	
前期比年率%	3.4	-1.1	6.8	4.4	3.4	2.6	2.4	2.4					
前年同期比%	7.2	1.8	1.3	3.4	3.4	4.3	3.2	2.7	3.3	3.4	1.8	3.6	
民間住宅投資	19.2	19.2	19.3	19.4	19.5	19.6	19.7	19.8	19.3	19.7	19.1	19.6	
前期比年率%	8.6	0.7	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6	1.6					
前年同期比%	-2.8	3.3	3.8	3.4	1.8	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9	0.0	2.3	
民間企業設備投資	86.3	87.4	88.8	90.1	91.0	91.8	92.5	93.2	88.2	92.2	86.8	91.3	
前期比年率%	7.0	5.5	6.6	5.7	4.1	3.8	3.2	2.8					
前年同期比%	2.5	6.1	3.5	6.1	5.5	5.1	4.1	3.5	4.6	4.5	1.4	5.2	
民間在庫変動	0.5	1.0	0.5	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3	0.7	1.2	0.8	1.1	
公的需要	144.1	144.8	145.2	145.2	145.1	145.3	145.4	145.4	144.8	145.3	144.5	145.2	
前期比年率%	0.3	1.9	1.1	-0.1	-0.1	0.5	0.2	0.2					
前年同期比%	2.6	0.6	-0.8	0.8	0.7	0.3	0.1	0.2	0.8	0.3	1.4	0.5	
政府最終消費支出	115.4	115.7	115.8	115.7	115.7	115.8	115.9	115.9	115.7	115.8	115.4	115.8	
前期比年率%	2.0	1.2	0.4	-0.4	-0.2	0.5	0.2	0.2					
前年同期比%	3.4	0.9	-0.9	0.8	0.2	0.1	0.0	0.2	1.0	0.1	1.7	0.3	
公的固定資本形成	28.7	29.1	29.4	29.4	29.5	29.5	29.5	29.5	29.2	29.5	29.1	29.5	
前期比年率%	-5.7	4.8	3.9	1.1	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	-1.2	-0.3	-0.5	0.9	2.6	1.3	0.5	0.2	-0.2	1.0	0.5	1.2	
公的在庫変動	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	
財貨・サービスの純輸出	-0.7	-0.1	0.2	0.5	1.1	2.0	3.1	3.7	-0.1	2.4	0.1	1.6	
財貨・サービスの輸出	103.2	104.4	106.0	107.4	108.9	110.9	112.8	114.1	105.2	111.7	103.4	110.0	
前期比年率%	12.3	4.5	6.3	5.6	5.8	7.3	7.0	4.8					
前年同期比%	26.3	18.9	8.1	7.3	5.6	6.3	6.5	6.2	14.4	6.1	12.7	6.4	
財貨・サービスの輸入	103.9	104.5	105.8	106.9	107.9	108.9	109.7	110.4	105.3	109.2	103.3	108.4	
前期比年率%	21.9	2.4	5.0	4.4	3.6	3.7	3.1	2.6					
前年同期比%	5.2	15.2	11.2	8.2	3.8	4.2	3.7	3.2	9.9	3.7	7.5	4.9	

(注1) 需要の小計(国内、民間、公的)は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-a) 名目国内総支出(兆円)

	2019			2020			2021			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2019	2020	2019	2020	
国内総支出	561.5	562.9	555.8	552.9	510.8	538.6	551.2	545.6	558.3	536.8	559.9	538.7	
前期比年率%	1.6	1.1	-4.9	-2.1	-27.1	23.6	9.7	-4.0					
前年同期比%	0.8	1.7	0.1	-1.1	-8.9	-4.5	-0.8	-1.4	0.3	-3.9	0.7	-3.8	
国内需要	564.2	566.3	556.0	554.6	522.2	537.5	544.9	543.9	560.3	537.2	561.5	540.0	
前期比年率%	3.2	1.5	-7.1	-1.0	-21.4	12.2	5.7	-0.7					
前年同期比%	1.6	2.1	-0.6	-0.9	-7.2	-5.3	-2.0	-2.0	0.6	-4.1	1.0	-3.8	
民間需要	424.4	425.7	414.0	413.2	380.2	391.8	397.6	397.8	419.3	391.9	421.3	395.9	
前期比年率%	2.7	1.3	-10.6	-0.7	-28.4	12.7	6.1	0.2					
前年同期比%	1.6	2.1	-2.1	-1.9	-10.2	-8.0	-4.1	-3.9	-0.1	-6.5	0.5	-6.0	
民間最終消費支出	307.1	309.0	301.8	299.2	273.7	287.7	292.8	290.7	304.2	286.3	305.7	288.4	
前期比年率%	2.5	2.5	-9.0	-3.3	-29.9	22.0	7.3	-2.8					
前年同期比%	1.0	1.2	-1.4	-1.9	-10.7	-6.9	-3.1	-2.9	-0.3	-5.9	0.2	-5.6	
民間住宅投資	21.5	21.6	21.6	20.8	20.7	19.6	19.6	20.0	21.4	19.9	21.5	20.1	
前期比年率%	8.2	1.9	-0.9	-14.0	-2.3	-18.6	-1.0	8.3					
前年同期比%	6.7	6.8	4.8	-1.5	-4.0	-9.3	-9.3	-3.9	4.1	-6.7	5.1	-6.1	
民間企業設備投資	92.8	93.5	89.4	90.7	84.5	82.9	86.1	85.9	91.6	84.9	92.0	86.2	
前期比年率%	1.6	3.2	-16.3	5.9	-24.8	-7.3	16.2	-1.0					
前年同期比%	0.3	5.1	-4.2	-1.7	-9.0	-11.2	-4.0	-5.2	-0.2	-7.3	0.6	-6.3	
民間在庫変動	3.0	1.6	1.2	2.5	1.3	1.5	-0.8	1.3	2.1	0.8	2.2	1.1	
公的需要	139.8	140.5	142.0	141.4	142.0	145.7	147.3	146.1	141.0	145.3	140.2	144.1	
前期比年率%	5.0	2.1	4.2	-1.8	1.8	10.9	4.5	-3.1					
前年同期比%	1.7	2.4	3.9	2.2	1.4	3.7	3.9	3.3	2.6	3.1	2.3	2.8	
政府最終消費支出	111.1	111.5	112.5	111.8	111.8	115.2	116.5	115.4	111.7	114.7	111.3	113.9	
前期比年率%	5.1	1.5	3.5	-2.4	-0.0	12.6	4.8	-3.9					
前年同期比%	2.0	2.5	3.3	1.7	0.7	3.3	3.7	3.1	2.4	2.7	2.2	2.3	
公的固定資本形成	28.7	29.1	29.5	29.5	30.2	30.5	30.8	30.7	29.3	30.6	29.0	30.3	
前期比年率%	2.6	5.5	5.5	0.5	9.3	4.4	3.7	-0.8					
前年同期比%	-0.3	2.3	6.1	3.3	5.1	4.8	4.6	4.1	3.1	4.6	2.8	4.4	
公的在庫変動	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.1	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-2.7	-3.3	-0.1	-1.7	-11.3	1.1	6.3	1.7	-1.9	-0.5	-1.6	-1.3	
財貨・サービスの輸出	98.1	96.7	96.5	91.8	73.2	80.5	89.5	93.6	95.7	84.3	97.4	83.8	
前期比年率%	-1.1	-5.8	-0.7	-18.2	-59.7	46.6	53.0	19.3					
前年同期比%	-3.6	-4.8	-6.2	-6.9	-25.5	-16.4	-7.3	1.9	-5.4	-12.0	-4.4	-14.0	
財貨・サービスの輸入	100.8	100.0	96.7	93.5	84.5	79.4	83.2	91.9	97.7	84.7	99.0	85.2	
前期比年率%	8.5	-3.2	-12.7	-12.5	-33.3	-22.1	20.8	48.5					
前年同期比%	0.9	-2.1	-9.4	-5.6	-15.8	-20.6	-14.1	-1.9	-4.2	-13.3	-2.7	-14.0	

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2021		2022				2023		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2021 (予)	2022 (予)	2021 (予)	2022 (予)
国内総支出	546.0	548.8	556.2	561.8	567.1	571.8	576.2	579.9	553.2	573.8	549.1	569.3
前期比年率%	0.2	2.1	5.5	4.1	3.8	3.4	3.1	2.6				
前年同期比%	6.7	2.0	0.9	3.0	3.9	4.2	3.6	3.2	3.1	3.7	1.9	3.7
国内需要	548.3	550.6	557.7	563.0	567.8	571.6	575.0	578.1	555.0	573.2	550.1	569.3
前期比年率%	3.2	1.7	5.3	3.9	3.4	2.7	2.4	2.2				
前年同期比%	4.9	2.5	2.3	3.7	3.5	3.9	3.0	2.8	3.3	3.3	1.9	3.5
民間需要	401.2	402.6	409.2	414.4	419.1	422.7	425.9	428.7	407.0	424.2	402.7	420.5
前期比年率%	3.5	1.4	6.7	5.2	4.6	3.4	3.1	2.7				
前年同期比%	5.4	2.8	2.9	4.4	4.4	5.0	4.0	3.6	3.8	4.2	1.7	4.4
民間最終消費支出	292.4	291.9	297.1	300.6	304.1	306.4	308.5	310.4	295.5	307.3	293.0	304.9
前期比年率%	2.3	-0.7	7.3	4.9	4.7	3.0	2.9	2.5				
前年同期比%	6.7	1.5	1.5	3.4	4.0	4.9	3.8	3.2	3.2	4.0	1.6	4.1
民間住宅投資	20.8	20.9	21.1	21.2	21.3	21.5	21.6	21.7	21.0	21.5	20.7	21.4
前期比年率%	16.7	2.9	3.0	3.0	2.4	2.2	2.2	2.4				
前年同期比%	0.5	6.5	7.6	6.2	2.8	2.7	2.5	2.3	5.2	2.6	2.7	3.5
民間企業設備投資	87.9	89.3	90.8	92.2	93.2	94.2	95.1	96.0	90.2	94.7	88.4	93.6
前期比年率%	9.7	6.7	7.0	6.1	4.5	4.4	3.9	3.7				
前年同期比%	4.0	7.6	5.6	7.3	6.1	5.5	4.7	4.1	6.2	5.0	2.5	5.9
民間在庫変動	0.2	0.5	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.4	0.6	0.6	0.6
公的需要	147.0	148.0	148.5	148.6	148.7	149.0	149.2	149.4	148.0	149.0	147.4	148.8
前期比年率%	2.5	2.5	1.5	0.2	0.2	0.8	0.5	0.5				
前年同期比%	3.5	1.6	0.8	1.8	1.1	0.7	0.5	0.5	1.9	0.7	2.2	1.0
政府最終消費支出	116.4	116.8	117.0	117.0	117.0	117.2	117.3	117.4	116.8	117.2	116.4	117.1
前期比年率%	3.8	1.4	0.6	-0.2	-0.0	0.7	0.4	0.4				
前年同期比%	4.0	1.5	0.4	1.4	0.5	0.3	0.3	0.3	1.8	0.4	2.2	0.6
公的固定資本形成	30.6	31.1	31.5	31.6	31.7	31.8	31.9	32.0	31.3	31.8	31.0	31.8
前期比年率%	-1.8	7.0	4.7	1.9	1.0	1.0	1.0	1.0				
前年同期比%	1.1	2.0	2.1	2.9	3.7	2.1	1.3	1.0	2.1	1.9	2.4	2.4
公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-2.3	-1.8	-1.5	-1.2	-0.7	0.2	1.2	1.8	-1.8	0.6	-1.0	-0.2
財貨・サービスの輸出	99.5	101.1	102.8	104.3	105.9	107.9	109.8	111.2	101.9	108.7	99.2	106.9
前期比年率%	27.9	6.6	6.7	6.0	6.2	7.7	7.4	5.3				
前年同期比%	36.0	25.4	14.9	11.5	6.4	6.8	6.8	6.6	20.9	6.6	18.3	7.8
財貨・サービスの輸入	101.8	102.9	104.3	105.5	106.6	107.7	108.6	109.4	103.7	108.1	100.2	107.1
前期比年率%	50.8	4.4	5.4	4.9	4.0	4.1	3.5	3.0				
前年同期比%	20.5	29.7	25.4	15.0	4.7	4.6	4.1	3.6	22.4	4.2	17.7	6.8

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター (2015暦年=100)

	2019			2020			2021			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2019	2020	2019	2020	
国内総支出	100.8	100.9	101.6	101.7	102.0	102.2	101.7	101.6	101.2	101.9	101.0	101.9	
前期比%	0.2	0.1	0.7	0.1	0.4	0.2	-0.5	-0.1					
前年同期比%	0.4	0.5	1.5	1.0	1.4	1.2	0.2	-0.1	0.9	0.6	0.6	0.9	
民間最終消費支出	101.1	101.1	101.9	101.9	101.6	101.6	101.2	101.5	101.5	101.5	101.3	101.6	
前期比%	0.2	0.1	0.8	-0.0	-0.3	-0.0	-0.5	0.3					
前年同期比%	0.6	0.3	0.9	1.0	0.5	0.5	-0.7	-0.4	0.7	-0.0	0.5	0.3	
民間住宅投資	103.6	104.1	105.8	105.8	104.6	105.4	105.1	106.2	104.8	105.3	104.2	105.2	
前期比%	0.4	0.4	1.7	0.0	-1.1	0.7	-0.3	1.1					
前年同期比%	0.7	0.6	2.4	2.5	1.0	1.3	-0.7	0.4	1.6	0.5	1.2	1.0	
民間企業設備投資	101.1	101.0	101.1	101.4	100.5	100.7	100.2	101.2	101.1	100.7	101.0	100.7	
前期比%	0.2	-0.1	0.1	0.3	-0.9	0.2	-0.5	1.0					
前年同期比%	0.6	0.2	0.3	0.4	-0.6	-0.3	-0.8	-0.2	0.4	-0.5	0.5	-0.3	
政府最終消費支出	100.8	100.4	101.1	100.8	100.1	100.4	99.7	100.5	100.8	100.2	100.7	100.3	
前期比%	0.4	-0.3	0.6	-0.3	-0.7	0.3	-0.6	0.7					
前年同期比%	0.1	-0.0	1.1	0.4	-0.7	-0.1	-1.2	-0.4	0.4	-0.6	0.3	-0.4	
公的固定資本形成	103.6	103.6	104.8	104.8	104.1	104.6	104.5	105.4	104.3	104.7	103.8	104.6	
前期比%	0.7	0.0	1.1	0.0	-0.7	0.4	-0.1	0.8					
前年同期比%	1.0	1.0	1.9	1.9	0.5	0.9	-0.3	0.6	1.5	0.4	1.4	0.8	
財貨・サービスの輸出	94.2	93.3	92.8	92.7	89.6	91.8	91.4	93.3	93.2	91.6	93.7	91.4	
前期比%	-0.6	-1.0	-0.5	-0.2	-3.4	2.5	-0.5	2.1					
前年同期比%	-1.8	-4.6	-4.3	-2.2	-4.8	-1.4	-1.8	0.9	-3.2	-1.7	-3.0	-2.5	
財貨・サービスの輸入	96.8	94.8	94.2	94.0	85.5	87.5	87.5	92.9	94.9	88.4	95.6	88.7	
前期比%	-0.0	-2.0	-0.6	-0.3	-9.0	2.4	0.0	6.2					
前年同期比%	-1.1	-6.3	-6.8	-2.8	-11.4	-7.7	-7.4	-1.1	-4.3	-6.9	-3.7	-7.3	

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-b) デフレーター (2015暦年=100)

	2021		2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2021 (予)	2022 (予)	2021 (予)	2022 (予)
国内総支出	101.4	101.5	101.6	101.7	101.9	101.9	102.0	102.1	101.5	102.0	101.5	101.9
前期比%	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	-0.7	-0.7	-0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	-0.4	0.4	-0.4	0.4
民間最終消費支出	101.2	101.3	101.4	101.5	101.8	101.9	102.0	102.0	101.3	101.9	101.3	101.8
前期比%	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.0				
前年同期比%	-0.4	-0.3	0.2	0.0	0.6	0.6	0.6	0.5	-0.1	0.6	-0.2	0.5
民間住宅投資	108.1	108.7	108.9	109.1	109.2	109.4	109.5	109.7	108.7	109.5	108.0	109.3
前期比%	1.8	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2				
前年同期比%	3.4	3.1	3.6	2.7	1.0	0.6	0.5	0.6	3.2	0.7	2.6	1.2
民間企業設備投資	101.9	102.2	102.3	102.4	102.5	102.6	102.8	103.0	102.2	102.7	101.9	102.6
前期比%	0.6	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	1.4	1.5	2.0	1.1	0.6	0.4	0.5	0.6	1.5	0.5	1.1	0.7
政府最終消費支出	100.9	101.0	101.0	101.1	101.1	101.2	101.2	101.3	100.9	101.2	100.8	101.1
前期比%	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0				
前年同期比%	0.6	0.6	1.2	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.8	0.2	0.5	0.3
公的固定資本形成	106.4	107.0	107.2	107.4	107.6	107.8	108.1	108.3	107.1	108.0	106.5	107.8
前期比%	1.0	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	2.3	2.3	2.6	1.9	1.1	0.8	0.8	0.8	2.3	0.9	1.9	1.2
財貨・サービスの輸出	96.4	96.9	97.0	97.1	97.2	97.3	97.4	97.5	96.9	97.3	96.0	97.2
前期比%	3.3	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	7.7	5.4	6.3	3.9	0.8	0.4	0.3	0.4	5.7	0.5	5.0	1.3
財貨・サービスの輸入	98.0	98.5	98.6	98.7	98.8	98.9	99.0	99.1	98.4	98.9	97.1	98.8
前期比%	5.5	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	14.5	12.5	12.8	6.2	0.8	0.4	0.3	0.4	11.4	0.5	9.5	1.8

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(5-a) 実質経済成長率に対する寄与度

	2019			2020			2021			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2019	2020	2019	2020	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.2	0.1	-1.9	-0.6	-7.9	5.3	2.8	-0.9	-0.5	-4.5	0.0	-4.6	
国内需要	0.5	0.4	-2.5	-0.3	-5.1	2.6	1.8	-0.7	-0.1	-3.9	0.5	-3.9	
民間需要	0.3	0.3	-2.6	-0.2	-5.4	2.0	1.4	-0.3	-0.6	-4.7	0.0	-4.6	
民間最終消費支出	0.2	0.3	-1.7	-0.4	-4.5	2.8	1.2	-0.5	-0.5	-3.2	-0.2	-3.2	
民間住宅投資	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	-0.3	0.1	-0.3	
民間企業設備投資	0.0	0.2	-0.7	0.2	-1.0	-0.3	0.7	-0.2	-0.1	-1.1	0.0	-1.0	
民間在庫変動	-0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.1	-0.2	-0.5	0.4	-0.0	-0.2	0.0	-0.1	
公的需要	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.3	0.7	0.4	-0.4	0.5	0.9	0.4	0.7	
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.6	0.4	-0.4	0.4	0.7	0.4	0.5	
公的固定資本形成	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	
公的在庫変動	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-0.3	-0.3	0.6	-0.3	-2.9	2.6	1.0	-0.2	-0.4	-0.6	-0.4	-0.8	
財貨・サービスの輸出	0.1	-0.1	0.1	-0.8	-3.0	1.1	1.8	0.4	-0.4	-1.8	-0.3	-2.0	
財貨・サービスの輸入	-0.4	-0.2	0.5	0.5	0.1	1.5	-0.8	-0.6	-0.0	1.2	-0.2	1.3	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	0.4	1.1	-1.4	-2.1	-10.1	-5.6	-1.0	-1.3	-0.5	-4.5	0.0	-4.6	
国内需要	1.1	1.9	-1.5	-1.7	-7.2	-5.4	-1.3	-1.6	-0.1	-3.9	0.5	-3.9	
民間需要	0.8	1.4	-2.2	-2.1	-7.7	-6.3	-2.5	-2.5	-0.6	-4.7	0.0	-4.6	
民間最終消費支出	0.2	0.5	-1.3	-1.5	-6.2	-4.1	-1.3	-1.3	-0.5	-3.2	-0.2	-3.2	
民間住宅投資	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	0.1	-0.3	0.1	-0.3	
民間企業設備投資	-0.0	0.8	-0.7	-0.4	-1.3	-1.8	-0.5	-0.9	-0.1	-1.1	0.0	-1.0	
民間在庫変動	0.4	-0.2	-0.3	-0.1	-0.0	-0.0	-0.4	-0.2	-0.0	-0.2	0.0	-0.1	
公的需要	0.3	0.5	0.7	0.4	0.5	0.9	1.3	0.9	0.5	0.9	0.4	0.7	
政府最終消費支出	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.7	1.0	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	
公的固定資本形成	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	
公的在庫変動	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-0.7	-0.8	0.2	-0.3	-2.9	-0.1	0.3	0.3	-0.4	-0.6	-0.4	-0.8	
財貨・サービスの輸出	-0.4	-0.0	-0.3	-0.8	-3.8	-2.6	-1.0	0.2	-0.4	-1.8	-0.3	-2.0	
財貨・サービスの輸入	-0.4	-0.8	0.5	0.5	0.9	2.5	1.3	0.1	-0.0	1.2	-0.2	1.3	

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(5-b) 実質経済成長率に対する寄与度

	2021		2022				2023		年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022
	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
1. 前期比%												
実質GDP成長率	0.3	0.4	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	3.4	3.3	2.3	3.3
国内需要	0.6	0.3	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	2.7	2.8	1.5	3.0
民間需要	0.6	0.2	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4	2.5	2.7	1.1	2.9
民間最終消費支出	0.5	-0.1	0.9	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3	1.8	1.8	1.0	1.9
民間住宅投資	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
民間企業設備投資	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.7	0.7	0.2	0.8
民間在庫変動	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0
公的需要	0.0	0.1	0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.4	0.1
政府最終消費支出	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.4	0.1
公的固定資本形成	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.0	0.1
公的在庫変動	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.7	0.5	0.8	0.3
財貨・サービスの輸出	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	2.5	1.2	2.0	1.2
財貨・サービスの輸入	-0.8	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-1.8	-0.7	-1.2	-0.9
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	7.5	2.6	1.0	2.9	3.4	3.7	3.2	2.8	3.4	3.3	2.3	3.3
国内需要	4.4	2.1	1.4	3.1	3.0	3.3	2.6	2.3	2.7	2.8	1.5	3.0
民間需要	3.7	1.9	1.6	2.9	2.8	3.3	2.6	2.2	2.5	2.7	1.1	2.9
民間最終消費支出	4.0	1.0	0.7	1.8	1.8	2.3	1.7	1.4	1.8	1.8	1.0	1.9
民間住宅投資	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
民間企業設備投資	0.4	0.9	0.5	1.1	0.8	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7	0.2	0.8
民間在庫変動	-0.5	-0.1	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0
公的需要	0.7	0.2	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.4	0.1
政府最終消費支出	0.8	0.2	-0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.4	0.1
公的固定資本形成	-0.1	-0.0	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.0	0.1
公的在庫変動	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	3.0	0.6	-0.5	-0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.5	0.8	0.3
財貨・サービスの輸出	3.9	3.2	1.5	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2	2.5	1.2	2.0	1.2
財貨・サービスの輸入	-0.9	-2.6	-2.0	-1.5	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-1.8	-0.7	-1.2	-0.9

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(6-a) 主要前提条件

	2019		2020			2021			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2019	2020	2019	2020
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)												
前年同期比%	3.0	2.9	2.8	-1.8	-6.9	-1.4	-0.1	4.9	1.7	-0.9	2.9	-2.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)	59.9	56.4	56.9	45.8	28.0	40.9	42.7	58.1	54.7	42.4	57.0	39.3
前年同期比%	-11.8	-18.7	-4.2	-16.6	-53.3	-27.5	-24.9	27.0	-13.0	-22.5	-12.1	-31.0
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)	18,983	19,113	19,202	18,952	17,258	18,561	18,768	19,056	19,062	18,411	19,033	18,385
前期比年率%	3.2	2.8	1.9	-5.1	-31.2	33.8	4.5	6.3				
前年同期比%	2.1	2.3	2.6	0.6	-9.1	-2.9	-2.3	0.5	1.9	-3.4	2.3	-3.4
消費者物価指数 (1982-1984=100)	255.4	256.2	257.9	258.5	256.5	259.4	261.0	263.4	257.0	260.0	255.7	258.8
前期比年率%	3.5	1.3	2.6	1.0	-3.1	4.7	2.4	3.7				
前年同期比%	1.8	1.8	2.0	2.1	0.4	1.2	1.2	1.9	1.9	1.2	1.8	1.2
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	118.3	118.5	118.7	118.6	117.2	118.4	119.5	122.1	118.5	119.3	118.2	118.4
前期比年率%	3.5	0.5	0.7	-0.2	-4.7	4.4	3.8	8.8				
前年同期比%	2.0	1.7	1.1	1.1	-1.1	-0.1	0.8	2.9	1.5	0.6	1.7	0.2
FFレート (期末、%)	2.50	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25
10年物国債利回り (%)	2.33	1.80	1.79	1.38	0.69	0.65	0.86	1.32	1.83	0.88	2.14	0.89
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)	111.1	111.5	112.5	111.8	111.8	115.2	116.5	115.4	111.7	114.7	111.3	113.9
前期比年率%	5.1	1.5	3.5	-2.4	-0.0	12.6	4.8	-3.9				
前年同期比%	2.0	2.5	3.3	1.7	0.7	3.3	3.7	3.1	2.4	2.7	2.2	2.3
名目的固定資本形成 (兆円)	28.7	29.1	29.5	29.5	30.2	30.5	30.8	30.7	29.3	30.6	29.0	30.3
前期比年率%	2.6	5.5	5.5	0.5	9.3	4.4	3.7	-0.8				
前年同期比%	-0.3	2.3	6.1	3.3	5.1	4.8	4.6	4.1	3.1	4.6	2.8	4.4
為替レート (円/ドル)	109.8	107.3	108.7	108.9	107.6	106.1	104.5	105.9	108.7	106.0	109.0	106.8
(円/ユーロ)	122.9	118.9	121.5	120.1	118.7	124.6	124.5	128.5	120.9	124.1	122.2	122.0

(注) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(6-b) 主要前提条件

	2021		2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2021 (予)	2022 (予)	2021 (予)	2022 (予)
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均) 前年同期比%	10.1	4.8	4.7	4.6	4.6	4.5	4.2	4.0	6.0	4.3	6.1	4.5
原油価格 (WTI、\$/bbl) 前年同期比%	66.2 136.3	68.3 67.0	65.5 53.3	65.5 12.6	65.5 -1.1	65.5 -4.2	65.5 0.0	65.5 0.0	66.4 56.4	65.5 -1.4	64.5 64.0	65.5 1.4
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖) 前期比年率% 前年同期比%	19,358 6.5 12.2	19,713 7.5 6.2	20,015 6.3 6.6	20,209 3.9 6.0	20,375 3.3 5.3	20,511 2.7 4.0	20,615 2.0 3.0	20,730 2.3 2.6	19,824 7.7	20,558 3.7	19,535 6.3	20,427 4.6
消費者物価指数 (1982-1984=100) 前期比年率% 前年同期比%	268.8 8.4 4.8	272.7 5.9 5.1	273.4 1.1 4.8	274.1 1.0 4.1	276.8 3.9 3.0	278.6 2.7 2.2	279.6 1.4 2.2	280.5 1.4 2.3	272.2 4.7	278.9 2.4	269.6 4.2	277.3 2.9
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100) 前期比年率% 前年同期比%	124.9 9.5 6.7	127.5 8.6 7.6	127.8 1.2 7.0	128.2 1.1 5.0	129.3 3.5 3.6	130.1 2.5 2.1	130.6 1.4 2.1	131.0 1.5 2.2	127.1 6.6	130.3 2.5	125.6 6.0	129.6 3.2
FFレート (期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年物国債利回り (%)	1.59	1.36	1.53	1.67	1.80	1.87	1.91	1.94	1.54	1.88	1.45	1.82
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円) 前期比年率% 前年同期比%	116.4 3.8 4.0	116.8 1.4 1.5	117.0 0.6 0.4	117.0 -0.2 1.4	117.0 -0.0 0.5	117.2 0.7 0.3	117.3 0.4 0.3	117.4 0.4 0.3	116.8 1.8	117.2 0.4	116.4 2.2	117.1 0.6
名目公的固定資本形成 (兆円) 前期比年率% 前年同期比%	30.6 -1.8 1.1	31.1 7.0 2.0	31.5 4.7 2.1	31.6 1.9 2.9	31.7 1.0 3.7	31.8 1.0 2.1	31.9 1.0 1.3	32.0 1.0 1.0	31.3 2.1	31.8 1.9	31.0 2.4	31.8 2.4
為替レート (円/ドル) (円/ユーロ)	109.4 132.4	109.9 129.3	109.8 128.5	109.8 128.5	109.8 128.5	109.8 128.5	109.8 128.5	109.8 128.5	109.7 129.7	109.8 128.5	108.8 129.7	109.8 128.5

(注) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。