

NEWS RELEASE

2021年2月16日
株式会社三菱総合研究所ウィズコロナ下での世界・日本経済の展望
(2020～2022年度の内外経済見通し)

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:森崎孝)は、新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大を踏まえ、経済対策提言や世界・日本経済の見通しを随時発表してまいりました。今回は2月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2020年10-12月期GDP速報の公表を踏まえ、世界・日本経済見通しの最新版を公表いたします。

世界経済

世界経済の回復ペースは鈍化している。20年10月以降、新型コロナウイルスの感染拡大ペースが再加速し、欧米を中心に外出行動の抑制が再び強まった。第一波(20年4-5月)ほどの落ち込みは回避するものの、21年1-3月期は欧州や日本などでマイナス成長に陥る公算だ。

21年は感染拡大が続くなかで財政・金融政策に支えられた回復を見込むが、22年はワクチン普及などから経済活動正常化の動きが先進国中心に広がり、徐々に自律的な回復へとシフトするだろう。

22年までの世界経済を展望する上での注目点は、次の3点である。

第一に、集団免疫達成による経済活動正常化の時期である。20年末から各国でワクチン接種が始まった。人口の70-90%が抗体を有する「集団免疫」を達成すれば感染は終息に向かうとされ、経済活動の正常化も可能となる。今後のワクチン接種ペースや抗体の持続期間などにも左右されるが、接種ペースが早い米国と英国では21年末～22年前半に集団免疫を獲得する可能性がある。

第二に、財政・金融政策の行方である。コロナ危機対応として各国が実施する拡張的な財政政策および緩和的な金融政策は、21年は基本的に継続されるとみるが、22年には経済活動の正常化とともに段階的に調整が始まる可能性がある。特にFRBが、市場の予想よりも早く金融政策の調整に動いた場合は、金利上昇や米国株安を通じて世界経済の回復の重しとなる。

第三に、米国新政権の政策運営である。上下院とも民主党が制したことから、バイデン大統領の公約の実現可能性が高まった。コロナ危機からの経済立て直しを最優先に進めるとみられ、米国のGDPがコロナ危機前の水準を回復する時期は21年半ばに前倒しされよう。国際協調路線への回帰や、政策の予見可能性の高まりは世界経済の安定にも資するだろう。一方、課題はコロナ危機などを経て深まった国内分断への対応であり、格差が固定化すれば政治・経済の不安定化要因となる。

これらを踏まえ、世界経済の実質GDP成長率は、21年が前年比+4.6%(前回11月見通しから+0.5%ポイント上方修正)、22年と同+3.9%と予測する。実質GDP水準がコロナ危機前(19年末)を回復するのは、21年半ばと予測する。

先行きのリスクは、まず、防疫のための強力な経済活動抑制の継続である。毒性や感染力の強い変異株の流行や、重大なワクチン副反応の発生などにより、21年4-6月期以降も世界で強力な経済活動の抑制が続けば、世界経済の実質GDP成長率は、21年は同+3.0%、22年は同+2.5%といずれも大幅な下振れとなろう。コロナ危機前のGDP水準を回復する時期は22年半ばに後ずれする。

また、財政・金融政策の副作用にも注意が必要だ。大規模な流動性供給により金融危機は回避されている一方で、将来の経済的負担を拡大させかねない側面を併せ持つ。具体的には、企業の新陳代謝の遅れによる不良債権処理コストの増大、株価や不動産価格の上昇の反動による逆資産効果の拡大、資産価格の過熱による金融政策の調整などである。さらに、米中間の選択的デカップリングが強まる可能性もある。香港や台湾を巡る対立の深まりなどが飛び火し、貿易や金融への規制が拡大・強化されれば、サプライチェーンの組み換えなど国際的な企業活動への打撃は大きい。

日本経済

日本経済は回復局面にあるが、21年1-3月期は緊急事態宣言の再発令などから一時的にマイナス成長となる見込み。緊急事態宣言解除後は、反動増に加え、GoToキャンペーン再開も想定され需要回復を見込むが、少なくとも21年中は感染拡大が継続するなかで一定の経済活動抑制を余儀なくされるだろう。22年は、ワクチンの普及などにより経済の自律的な回復力が高まってくるとみられ、財政面からの支援が段階的に縮小されるなかでも、潜在成長率並みのペースでの回復を見込む。

実質GDP成長率は、20年度が前年比▲5%程度的大幅マイナスとなった後、21年度は同+3%台後半、22年度は同+1%程度と予測する。コロナ危機前の水準（19年10-12月期）を回復するのは22年後半となる。

米国経済

バイデン新政権は、外交面では、パリ協定復帰など国際協調路線に回帰する一方で、バイ・アメリカン法の強化など保護主義的な通商政策については継続する見込みだ。新型コロナの感染拡大が高水準で続くなかでも株高などを背景に米国経済は持ち直しているが、雇用の回復が遅れている。コロナ危機が長期化するなかで企業がデジタル化・自動化による労働代替を加速させている可能性があり、スキルのミスマッチによる失業長期化が懸念される。実質GDP成長率は、21年は前年からの反動増に加え、1.9兆ドルの追加経済対策により前年比+4%台前半と高い伸びを見込む。22年はワクチン普及などにより経済活動の正常化が見込まれるが、財政・金融政策による経済下支え効果の段階的縮小も同時に進むことから、同+3%台半ばの成長を予測する。

欧州経済

欧州では、変異株の感染が急拡大し、各国は20年10月以降に断続的にロックダウンを実施するなど防疫措置を強化している。欧州経済は21年1-3月期にかけて2四半期連続でマイナス成長となる可能性が高い。4-6月期以降は持ち直しを見込むが、欧州経済の落ち込みは他の先進国と比べても大きく、若年層を中心とする失業の長期化などにより、雇用・所得環境の回復が遅れる可能性に注意が必要だ。欧州5カ国の実質GDP成長率は、21年は前年の反動もあり前年比+5%台半ばの高い伸びを見込む。22年はワクチン普及などから経済活動の正常化が進み、同+2%台半ばの回復を予想する。コロナ危機前の水準を回復するのは22年後半となる見込み。

中国経済

中国では一部地域で再び感染が確認されているが、局所的な都市封鎖や市民の隔離、春節連休の帰省自粛により、全国的な感染拡大は回避している。20年10-12月期の実質GDPは前年比+6.5%と成長が前期より加速した。成長の中身としては、依然として公的投資や自動車の購入支援策に拠るところは大きい。22年にかけては段階的に民間部門の自律的な回復へと移行していくとみている。経済が正常化するなか、政府は中国経済のアキレス腱ともいえる過剰債務（GDP比で300%近い水準）の調整を進めるとみられ、金融面でも公的支援を徐々に縮小していこう。実質GDP成長率は、21年は前年の反動もあり前年比+7%台後半の高い伸び、22年が同+5%台後半を予想する。

新興国経済

新興国では感染が総じて拡大傾向にあるが、欧米先進国の金融緩和の影響から、国際金融市場における新興国からの資金流出圧力は引き続き落ち着いている。新興国経済は、中国向け輸出の回復などを背景に、22年にかけて成長回復を見込む。ただし、米国の景気回復により、FRBが量的金融緩和策の縮小に動く可能性が高まれば、新興国からの資金流出圧力が再び強まる可能性に要注意だ。また、ワクチン普及の遅れによる経済活動抑制の長期化も懸念される。

目次

1. 総論	04
世界経済の成長率予測 計表	09
2. 日本経済	13
日本経済の成長率予測 計表	22
3. 米国経済	24
4. 欧州経済	27
5. 中国経済	29
6. 新興国経済 (ASEAN・インド・ブラジル)	32

1. 総論

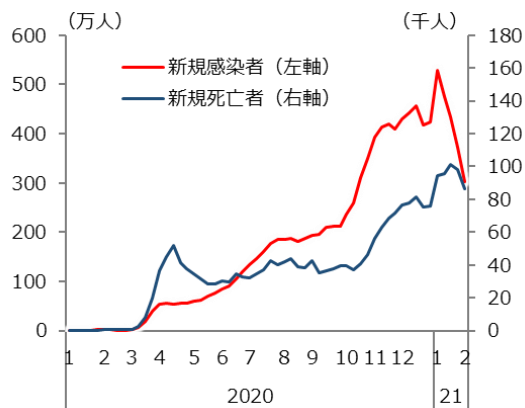
(1) 世界経済の現況

感染拡大ペース再加速により世界経済の回復は鈍化へ

新型コロナウイルス感染症の感染拡大ペースが再加速した（図表 1-1）。北半球の夏から秋にかけては新規感染者数の伸びは鈍化していたが、冬期に入ると再加速した。新規死亡者数も 20 年 4 月の第一波ピークの 2 倍近くにまで拡大しており、重症者数の増加などを通じて医療体制の逼迫度も世界各国で高まっている。

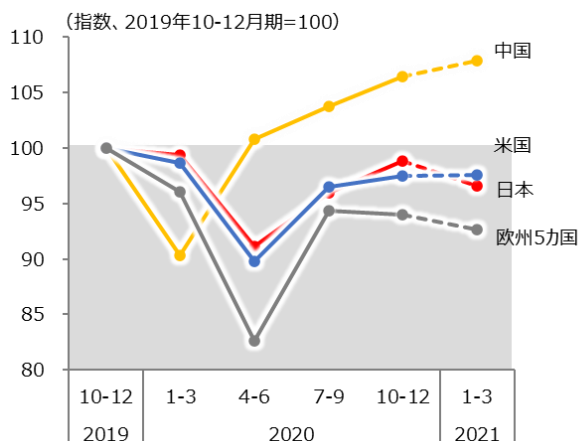
各国の GDP をみると、早期に感染症拡大の抑え込みに成功した中国は、20 年 4-6 月期にコロナ危機前まで回復し拡大基調を続けている。一方、日米欧の GDP は 7-9 月期は大幅な回復をみせたものの、10-12 月期以降は伸びが鈍化、欧州は 2 四半期連続のマイナス成長が見込まれる（図表 1-2）。外出行動をみても、20 年 11 月以降、日米欧を中心に抑制率が再拡大している（図表 1-3）。

図表 1-1 世界の新規感染者と新規死亡者数



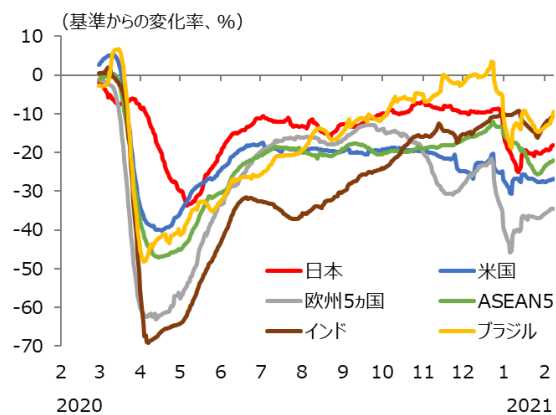
注：週次、直近は 21 年 2 月第 1 週。
出所：European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要国の実質 GDP 水準



注：欧州 5 カ国は独仏英伊西。欧州 5 カ国は GDP ウェイトで加重平均。21 年 1-3 月は当社予測で延伸。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-3 主要国の外出行動抑制率



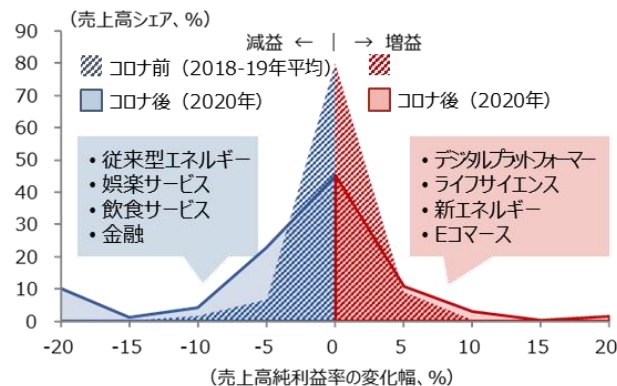
注：後方 14 日移動平均。小売・娯楽、食料品・薬局、駅、仕事場の 4 項目の平均。直近は 21 年 2 月 8 日。欧州 5 カ国は独仏英伊西。
出所：Google「COVID-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

コロナ危機からの回復は二極化の様相

コロナ危機からの回復の特徴は「二極化」である。国別では上記のとおり、中国と日米欧で回復パスが異なる。また、企業利益をみても、外出関連業種などがコロナ危機下で売上高純利益率を低下させた一方で、生活様式や働き方の変化を追い風に、デジタルプラットフォームのほか、ライフサイエンス、新エネルギーなどの業種は、むしろ利益率を改善させている（図表 1-4）。

所得階層別にみると、低所得層ほど雇用が不安定であり深刻な所得減少に直面している（日本経済 P.18 図表 2-20 参照）。また、低所得層が従事する仕事はテレワークが困難で労働環境も厳しい面がある。コロナ危機以前から、世界的な社会問題となっていた経済格差をさらに拡大しかねない。

図表 1-4 世界主要企業における売上高純利益率（前年差）の分布



注：NY ダウ、S&P500、ナスダック 100、日経 225、ユーロストックス 50、DAX、FT100、上海総合の構成銘柄のうち直近の時価総額が 100 億ドル以上、かつ 2017 年以降連続して財務データが取得可能な 744 銘柄の各年 4-9 月のデータをもとに作成。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

22年までの世界経済を展望する上での注目点は、①集団免疫達成による経済活動正常化の時期、②財政・金融政策の行方、③米国新政権の政策運営の3点である。

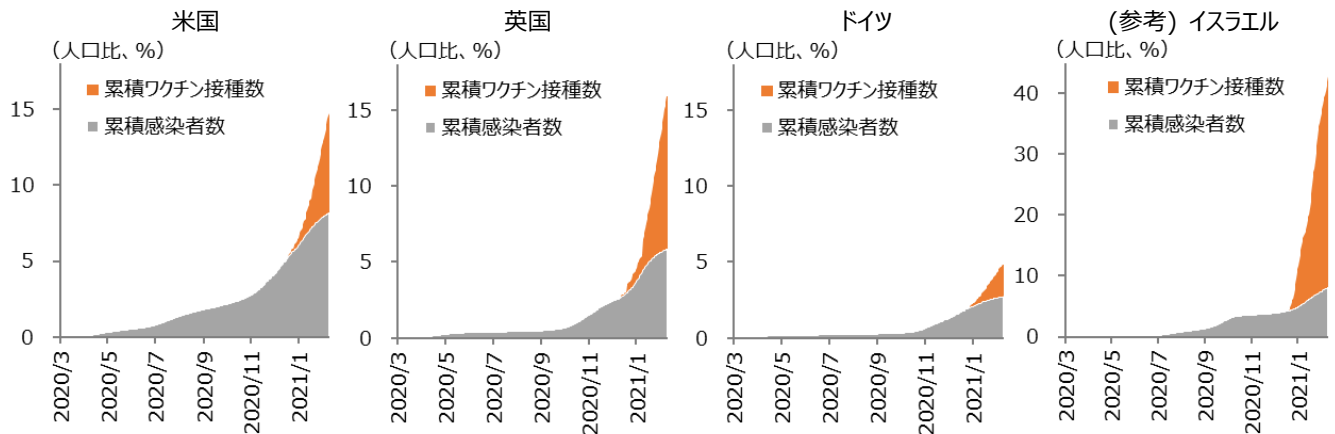
① 集団免疫達成による経済活動正常化の時期

20年末から各国でワクチンの接種が始まった。米英では、累積感染者数と累積ワクチン接種数を合わせると、1月末時点で人口の約10%に達する(図表1-5)。ウイルスの感染力などによっても左右されるが、人口の70-90%がウイルスへの抗体を有する状態になれば「集団免疫」が形成され、感染拡大は終息に向かうとされる。

そこで、現状のペースでワクチン接種や感染が進んだ場合、いつ頃、集団免疫を達成できるのかが、経済活動正常化の時期を占う上で重要なポイントとなる。各国の集団免疫達成時期について、①ワクチン接種ペースは21年1月以降の平均、②感染拡大ペースは20年3月から直近までの平均、③陽性反応のない感染者数は陽性者の半数、という前提の下で機械的な試算を行ったところ、米国および英国では、21年末～22年前半あたりに集団免疫を達成する可能性がある(図表1-6)。鍵を握るのはワクチン接種のペースである。接種ペースが極めて早いイスラエルは1-2カ月後にも達成する可能性のあるのに対し、接種ペースが遅いドイツは接種ペースが現状のままでは、集団免疫達成に相当な年数を要する。

もっとも、上記結果は幅をもってみる必要がある。重大なワクチン副反応の発生、既存ワクチンの効かない変異株の流行といったリスクのほか、ワクチンによる抗体の持続期間についても不明な点が多い。

図表 1-5 主要国の累積感染者数と累積ワクチン接種数



注：新型コロナウイルスのワクチンは通常2回の接種で抗体を形成することから、累積ワクチン接種数は、実際の累積接種回数のデータを2で割って計算したもの。また、感染からの回復者がワクチンを接種するケースも多く、両者が重なる部分もある。直近は2月10日。

出所：Our World in Data より三菱総合研究所作成

図表 1-6 国別の集団免疫の達成時期（現状延長による機械的な試算）

	米国	英国	ドイツ	イスラエル
累積感染者比率 — 2月10日時点	8.2 %	5.9 %	2.8 %	8.2 %
累積ワクチン接種率 — 2月10日時点	6.8 %	10.0 %	2.1 %	34.7 %
感染拡大ペース — 20年3月～直近の平均	0.7 %	0.5 %	0.2 %	0.7 %
ワクチン接種ペース — 21年初以降の平均	4.7 %	6.9 %	1.5 %	21.3 %
人口比70%到達月数 (陽性反応のない感染者が陽性者の半数の場合)	9 カ月後	7 カ月後	35 カ月後	1 カ月後
人口比90%到達月数 (陽性反応のない感染者が陽性者の半数の場合)	12 カ月後	9 カ月後	46 カ月後	2 カ月後

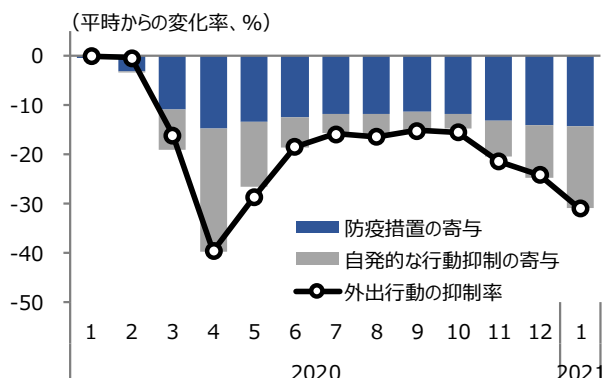
注：上記図表1-5の注釈内容に加え、抗体の持続期間については考慮せず計算している。2月10日時点の試算。

出所：Our World in Data より三菱総合研究所作成

集団免疫が形成されるまでの間は、防疫措置の強化と緩和を繰り返すとみられ、経済活動は一定の制約を受ける状況が続くだろう。ただし、防疫と経済を両立できる環境の整備が進むなかで、人々の行動にも変化がみられており、外出行動の抑制度は段階的に緩和されていく可能性が高い。外出行動（主要

国平均) をみると、欧米を中心に感染が加速した 20 年 10 月以降に抑制率が拡大したが、それでも第一波の 4 月ほどの落ち込みではない (図表 1-7)。感染被害は第一波よりも深刻だが、防疫環境の整備などにより、外出行動を抑制する度合いが緩和されていることが背景にある (図表 1-8)。

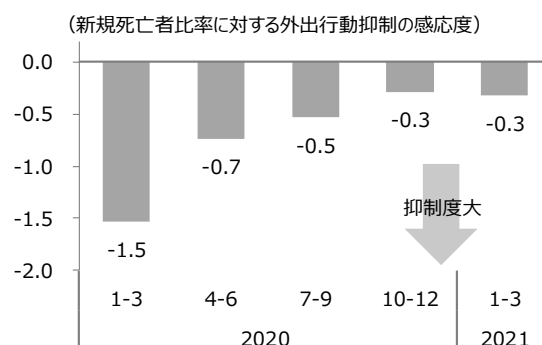
図表 1-7 外出行動の抑制度の要因分解



注：外出行動は Google (Covid-19 Community Mobility)、防疫措置は OxCGRT (stringency indices)、感染状況は新型コロナ新規死者数の対人口比を用いて推計。米国、日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国、スウェーデン、カナダの平均。

出所：Google、OxCGRT、ECDC より三菱総合研究所作成

図表 1-8 新規死亡率の上昇による外出行動の抑制度



注：図表 1-7 の推計における自発的な行動抑制にかかるパラメータを四半期別に推計したもの。

出所：Google、OxCGRT、ECDC より三菱総合研究所作成

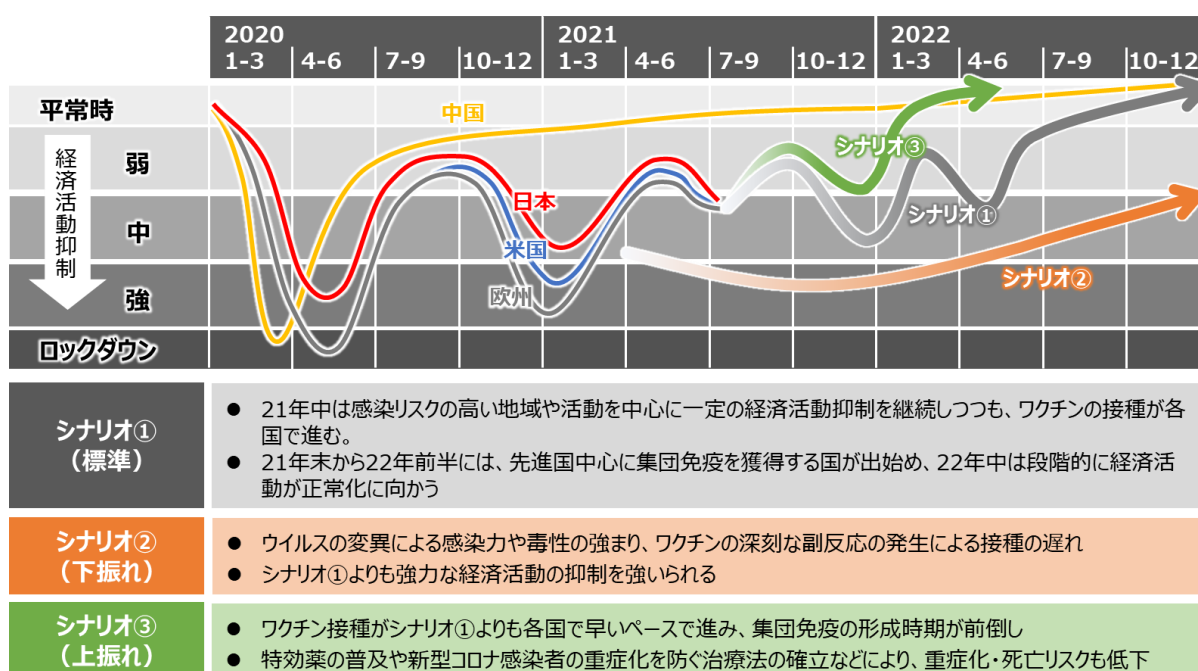
新型コロナの感染状況 (ウイルス変異株や重症化) やワクチンの普及ペースについては、予測が難しく相当に幅をもってみる必要があることから、前回 (20 年 11 月) までの当社見通しと同様に、経済活動抑制の前提について、以下の 3 つのシナリオを設定する (図表 1-9)。

シナリオ①は、最も蓋然性が高いと考えるシナリオである。21 年中は感染リスクの高い地域や活動を中心に一定の経済活動抑制を継続しつつも、ワクチンの接種が各国で進む。21 年末から 22 年前半には、先進国中心に集団免疫を獲得する国が出始め、22 年中は段階的に経済活動が正常化に向かう。

シナリオ②は、下振れシナリオである。ウイルスの変異による感染力や毒性の強まり、ワクチンの深刻な副反応の発生による接種の遅れなどにより、シナリオ①よりも強力な経済活動の抑制を強いられる。

シナリオ③は、上振れシナリオである。ワクチン接種がシナリオ①よりも各国で早いペースで進み、集団免疫の形成時期が前倒しされる。また、特効薬の普及や新型コロナ感染者の重症化を防ぐ治療法の確立などにより、新型コロナに罹患した場合の重症化・死亡リスクも低下する。

図表 1-9 経済見通しにかかる経済活動抑制の前提



出所：三菱総合研究所

② 財政・金融政策の行方

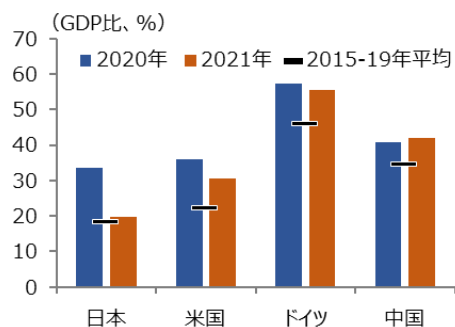
コロナ危機で落ち込む経済を支えるために、20年、各国は大規模な財政支出を実施した。21年の歳出規模（GDP比）は総じて前年から縮小する見込みであるが、それでも過去5年間（15-19年）平均を上回る規模の財政支出が見込まれている（図表 1-10）。

また、金融政策は、日米欧ともにゼロ金利あるいはマイナス金利となるなか、中央銀行の資産規模は日米欧ともに大幅に拡大している（図表 1-11、1-12）。国債や社債・CP（コマーシャルペーパー）の購入を通じて市場に流動性を供給しているほか、FRBはMBS（住宅ローン担保証券）、日銀は株価指数連動型ETFやREITの買入を実施している。

このように、経済の財政・金融政策への依存度が高まっているため、22年にかけて財政・金融政策の調整がどのように進められるかが、経済の先行きをみる上で重要なポイントの一つとなる。特に金融政策ではFRBの動きに注目だ。米国は欧州や日本よりも経済の立ち直りが早い可能性が高く、期待インフレ率が上昇傾向にあり（米国経済 P.26、図表 3-10 参照）、コロナ危機の非常時対応からの出口には、FRBが最も近い位置にあるとみられるためだ。

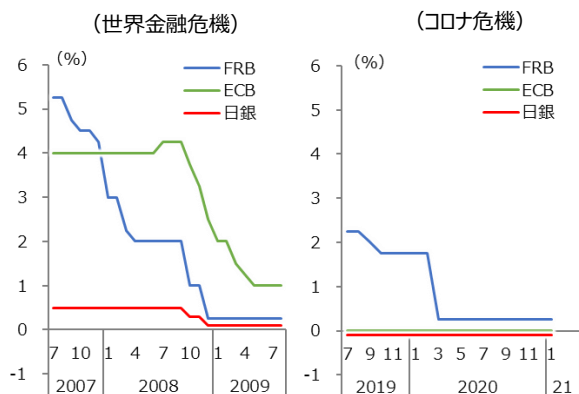
FRBは、現状、銀行や企業への資金供給に加え、国債を800億ドル/月、MBSを400億ドル/月ずつ定額で購入している。今後、経済の自律的回復が進み、金融市場も安定化すれば、FRBは毎月の資産購入額の段階的縮小（テーパリング）に踏み切る可能性がある。ただし、現時点ではテーパリングに踏み切る基準は明確ではなく、FRBは「最大限の雇用と物価安定に向けて一段と顕著な進展があるまで」は、現行のペースで購入を継続すると表明しているにとどまる。13年にバーナンキFRB議長（当時）がテーパリングの可能性を示唆した際には、市場に驚きをもたらした混乱を引き起こした。こうした反省も踏まえ、FRBは慎重に進めるであろう。資産購入の減額を開始する基準の明確化に関するアナウンスメントや、現在のフォワードガイダンスの修正といった市場との対話を意識した対応から着手する可能性もある。

図表 1-10 日米独中の財政支出



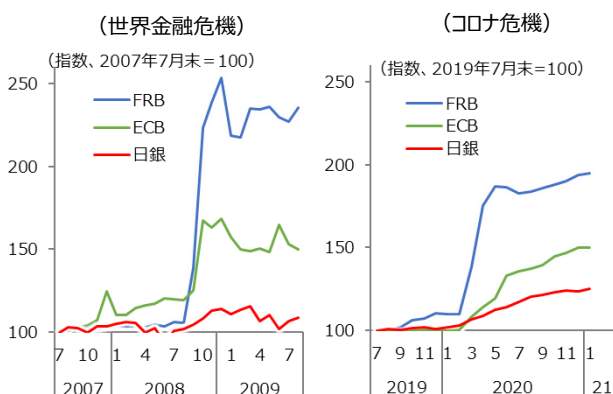
注：米独中は暦年、日本は年度。21年は予算ベース。
出所：IMF、財務省、米議会予算局、欧州委員会より三菱総合研究所作成

図表 1-11 日米欧の政策金利（月末）



注：FRBはFF金利の誘導目標金利、ECBは公開市場操作の公表金利、日銀は無担保コール（オーバーナイト）の誘導金利（08年9月以前は基準割引率）。直近は21年1月末。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-12 日米欧の中銀資産残高



注：直近は21年1月末。
出所：Bloomberg、IMFより三菱総合研究所作成

③ 米国新政権の政策運営

米国ではバイデン新政権が始動した。民主党がジョージア州の決選投票で上院2議席を確保し、議会とのねじれが解消されたことから、大統領の公約実現の可能性が高まっており、コロナ危機からの経済立て直しを最優先に進めるとみられる。その目玉が大統領就任式前に発表した総額1.9兆ドルの追加経済対策であり、コロナ危機による悪影響を受けた人々への支援の継続や、新型コロナウイルス感染症への取り組み強化へ注力していく方針だ（図表 1-13）。追加経済対策は議会承認を経て3月頃の成立が見込まれているが、対策が実施されれば米国の内需が下支えされ、米国の実質 GDP がコロナ危機前の水準を回復する時期は、22年後半から21年半ばに前倒しされよう。

外交政策では、就任早々、パリ協定への復帰、WHOからの脱退の取り下げ、メキシコ国境の「壁」建設中止などの大統領令に署名し、国際協調路線への転換を印象づける一方で、通商政策では、バイ・アメリカン法の運用強化も決定しており保護主義維持の姿勢も打ち出している（図表 1-14）。

大統領の唐突な発言に振り回された前政権時代と異なり、バイデン新政権の国際協調路線への回帰や、政策の予見可能性の高まりは世界経済の安定に資するだろう。一方、課題はコロナ危機などを経て深まった国内分断への対応であり、格差が固定化すれば政治・経済の不安定化要因となる。

図表 1-13 バイデン政権の主な追加経済対策

概要	内容	予算規模
家計への現金給付	一人最大1,400ドルの直接給付	4,650億ドル
地方政府支援	コロナ対策関連で州へ援助	3,500億ドル
失業給付増額・延長	失業給付上乘せ額を週400ドルにしたうえで、21年9月まで延長	~3,500億ドル
新型コロナウイルス感染症対策	ワクチン、検査、トレーシングなどに感染抑制に関わる援助	1,600億ドル

注：予算規模は、CFRB（The Committee for a Responsible Federal Budget）による推計。

出所：CFRB より三菱総合研究所作成

図表 1-14 外交にかかわる主な大統領令

分類	内容
環境	パリ協定復帰
	気候変動を外交・安全保障の中心と明記
	キーストーンXLパイプラインの建設中止
通商	バイ・アメリカン法の強化
公衆衛生	WHO脱退手続き中止
その他	メキシコ国境の壁建設中止
	イスラム諸国からの入国制限廃止

注：バイデン大統領が就任後に署名した外交関連の大統領令を抽出。

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

21年は前年の反動増と財政支援から高めの成長、22年には自律的な回復軌道へ

上記①、②、③の注目点を踏まえ、主要国・地域の実質 GDP 成長率を予測した（図表 1-15）。①の経済活動の抑制度については不確実性が高いことから、3つのシナリオに基づいて見通しを提示する。

最も蓋然性が高いと考えるシナリオ①に基づけば、世界経済の実質 GDP 成長率は、21年が前年比+4.6%、22年が同+3.9%と予測する。21年は、前回（11月見通し）と比較すると、20年10-12月期の実績の上振れに加え、中国経済や世界的なIT需要の堅調、各国の追加経済対策などが押し上げ要因となり、+0.5%ポイント上方修正する。22年は、集団免疫を獲得する国の増加などから各国の景気下支え策の縮小が成長鈍化の要因となるが、先進国を中心に経済活動の抑制度緩和が進むことで自律的な回復軌道への回帰を予測する。

一方、ウイルスの感染力や毒性の強まり、ワクチンの深刻な副反応の発生などにより、防疫と経済のバランスが崩れるシナリオ②では、強力な経済活動の抑制を継続せざるを得ない。世界経済の実質 GDP 成長率は、21年が前年比+3.0%、22年が同+2.5%とそれぞれ大幅な下振れとなろう。

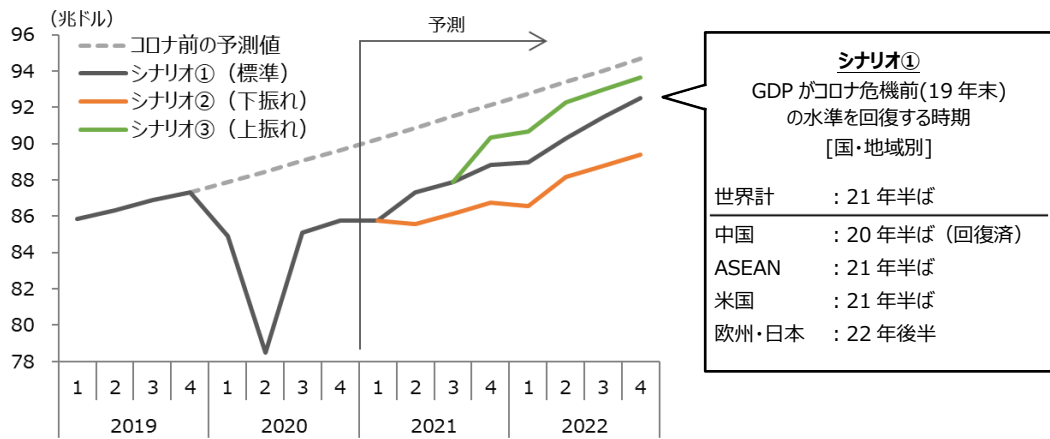
世界全体で GDP がコロナ危機前の水準に戻るタイミングは、シナリオ①で21年半ば、シナリオ②では22年半ばとなろう（図表 1-16）。

図表 1-15 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	実績	予測					
		シナリオ① (標準)		シナリオ② (下振れ)		シナリオ③ (上振れ)	
	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022
世界全体	▲3.5%	4.6%	3.9%	3.0%	2.5%	5.1%	5.2%
米国	▲3.5%	4.2%	3.4%	2.7%	2.1%	4.6%	4.5%
欧州 (5カ国)	▲8.2%	5.3%	2.5%	2.8%	0.0%	6.2%	4.0%
中国	2.3%	7.8%	5.7%	7.5%	5.7%	7.7%	6.3%
日本 [暦年]	▲4.8%	2.3%	1.4%	1.4%	1.0%	2.5%	2.1%
[年度]	▲5.0%	3.8%	1.0%	2.6%	0.9%	4.3%	1.4%
ASEAN	▲3.9%	5.4%	6.0%	1.7%	3.0%	6.3%	9.3%
その他世界	▲3.5%	2.5%	3.5%	0.4%	1.9%	3.0%	5.2%

注：数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。日本の2020年度は予測値
出所：三菱総合研究所

図表 1-16 世界の実質 GDP 水準



出所：三菱総合研究所

(3) 世界経済のリスク

上記の (2) 世界経済の見通しで提示した 3 つの注目点に基づき、それぞれ今後のリスクを整理する (図表 1-17)。

図表 1-17 見通しの注目点とリスク

見通しの注目点	リスク	リスクの概要
① 集団免疫達成による経済活動正常化の時期	① 強力な経済活動の抑制継続	ウイルスの感染力や毒性の強まり、ワクチンの深刻な副反応が発生 強力な経済活動の抑制を継続せざるを得ない事態に陥る (前掲、下振れシナリオ)
② 財政・金融政策の行方	② 財政・金融政策の副作用の顕在化	ソルベンシーリスクの高まり 大規模な流動性供給の副作用として、企業や事業の新陳代謝が遅れ、将来的な不良債権処理コストが増大、金融システムの不安定化要因となる
		資産バブルの発生 逆資産効果による消費や投資への負の影響 資産バブルの抑制のため、景気回復が道半ばの状況で金融政策を調整
③ 米国新政権の政策運営	③ 米中間の選択的デカップリングの強まり	経済面、安全保障面、人権面などをめぐり米中間の対立が一段と深刻化 規制対象の拡大や金融制裁発動により、貿易・金融取引の混乱が生じる

出所：三菱総合研究所

① 強力な経済活動の抑制継続

ウイルスの感染力や毒性の強まり、想定外のワクチンの深刻な副反応の発生などによるワクチン接種の遅れにより、強力な経済活動の抑制継続をせざるを得ない事態に陥るリスクである。成長の下振れにより経済的損失が拡大することに加え (前掲図表 1-16 参照)、景気下支えのために財政・金融政策も一段の拡大を余儀なくされる可能性があり、下記②の財政・金融政策の副作用も拡大する。

② 財政・金融政策の副作用の顕在化

ソルベンシーリスクの高まり

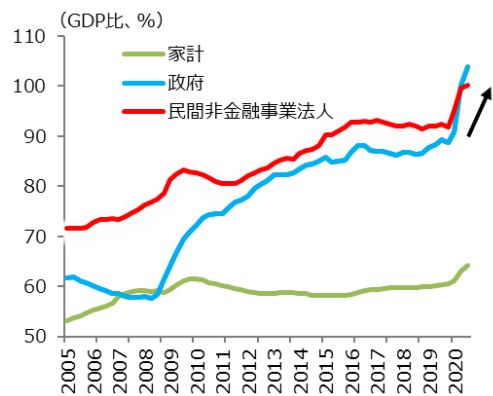
コロナ危機を受けて企業の債務は急増しており、20 年 9 月末時点で世界の企業債務は GDP 比 100% を超える水準まで増加している (図表 1-18)。

各国政府・中銀による大規模な流動性供給により金融危機は回避された一方で、本来淘汰されるべき企業にも資金が供給された可能性は否定できない。企業や事業の新陳代謝の遅れは、将来的な不良債権処理コストを増大させる可能性もある。

特に、米国の Debt Service Ratio (=元利払額/収入、DSR) は 2000 年代初頭に起きた IT バブル崩壊時や世界金融危機時の水準を超え、過去最高水準に達している (図表 1-19)。上記①のリスクの顕在化などにより、DSR が一段と上昇すれば、投資家や銀行の投融资スタンスが厳格化に転じ、社債デフォルトや融資の不良債権化を通じて金融システムに悪影響をもたらすリスクには留意が必要である。

また、デフォルトや不良債権化に至らずとも、企業の債務拡大による元利払い負担の増加が、企業の将来的な成長資金確保の妨げとなる。実際、IT バブル崩壊時、世界金融危機時には、DSR の調整に 5 年程度の時間を要している。また、株価の危機前の水準への回復にも 4~5 年を要している (図表 1-20)。ウイルスの変異やワクチンの深刻な副反応などからコロナの経済影響が深刻化し、運転資金確保のために企業債務が一段と拡大した場合には、企業の成長資金確保に支障をもたらす。

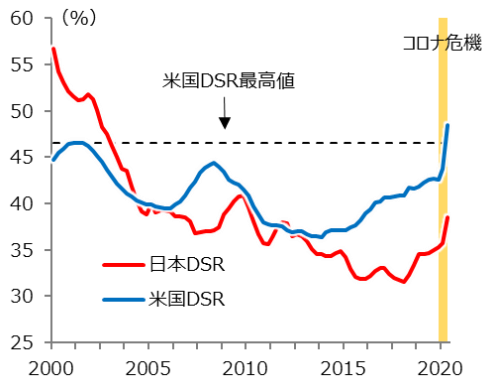
図表 1-18 世界の債務残高



注：直近は 20 年 9 月。

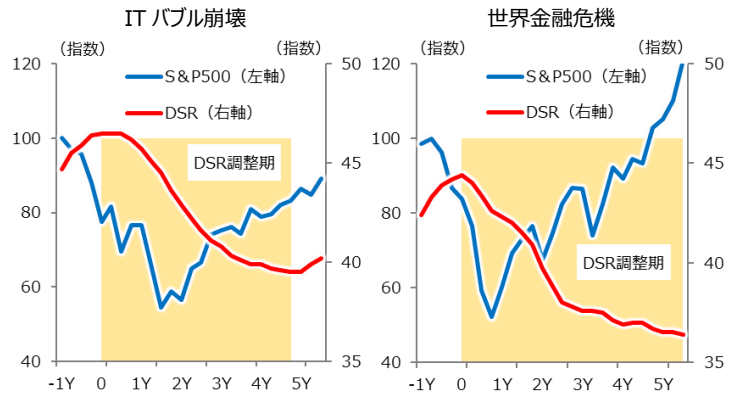
出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 1-19 日米企業の Debt Service Ratio



注：直近は20年6月末。
出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 1-20 過去の DSR の調整（米国）



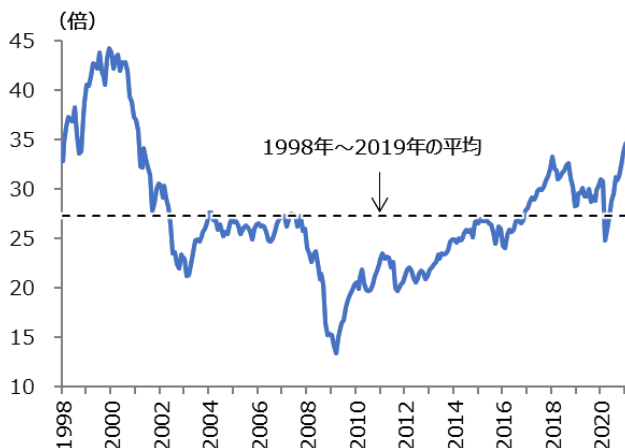
注：DSR がピークをつける1年前からボトムまでの推移。S&P500 は DSR がピークをつける1年前までの高値を100として指数化。
出所：BIS より三菱総合研究所作成

資産バブルの発生

株式や不動産など資産価格が上昇傾向にある。その背景には、①実体経済の回復が遅れるなかでもワクチン普及後の業績回復期待などを織り込んで株価が上昇している可能性、②金融緩和による資金調達コストの低下による割引現在価値の上昇や、流動性が潤沢なもとでリスク性資産への資金流入増、などが挙げられる。ただし、期待収益率を加味した PER でみても、米国の株価は過去に比べて高い水準にある（図表 1-21）。こうした状況はいずれ調整圧力が強まる可能性がある。また、住宅価格も中国、ドイツが実質10%近い上昇を示しているほか、米英の住宅価格の上昇率も高まっている（図表 1-22）。

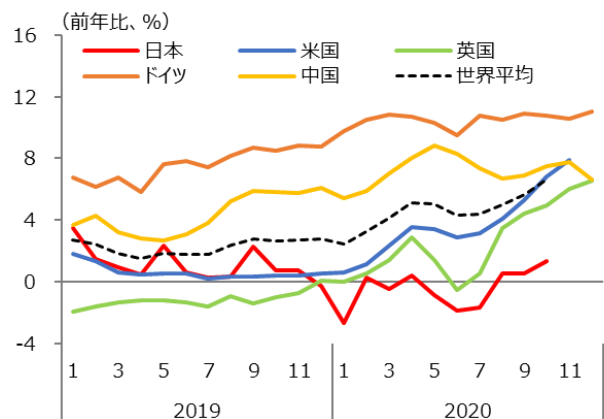
株価や不動産価格が適正水準に調整される過程では、逆資産効果の発生による消費や投資の下振れなど多大なコストが生じる。また、過度な資産価格の上昇を抑制するために、コロナ危機からの景気回復が道半ばであったとしても、中央銀行が金融政策の調整（例えば、資産の追加買入額の縮小のほか、資産購入ペースの柔軟化、フォワードガイダンスの修正など）を余儀なくされる可能性がある。その結果として、特に米国の長期金利が上昇すれば、米国経済の下振れのみならず、国際金融市場を通じて新興国からの資金流出を加速させるおそれもある。

図表 1-21 米国のシラーPER（株価収益率）



注：シラーPERとは過去10年間のインフレ率調整後の純利益で計算したPER（株価収益率）。直近値は21年2月2日。
出所：ONLINE DATA ROBERT SHILLER より三菱総合研究所作成

図表 1-22 主要国の住宅価格



注：日本は国土交通省不動産価格指数、米国はS&Pシラー指数、英国はネーションワイド指数、ドイツはヘドニック指数、中国は都市新築住宅価格指数の増減とCPIの差。世界平均は日米英独中5カ国をGDPで加重平均。直近は日本、世界が10月末、米国が11月末、英独中が12月末。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

③ 米中間の選択的デカップリングの強まり

21年に入り、世界の自動車各社が半導体不足を理由に減産を強いられた。中国の華為技術（ファーウェイ）が、米国による輸出規制強化（20年9月）を見越して、事前に半導体を大量調達したことなどが、世界の半導体不足の背景にあるとされる。電子部品のサプライチェーンはグローバルでつながっており、付加価値ベースで中国が高いシェアを有していることから影響は大きい（図表 1-23）。米国の対中制裁がグローバルな半導体市場および関連する産業に影響を及ぼすことが改めて明らかになった。中国側も、米国の輸出規制強化に対抗する形で「輸出管理法」を20年12月に施行している。現状、対象商品や規制発動の条件といった詳細は明らかにされていないが、米国の対中制裁への対抗手段と考えられる。

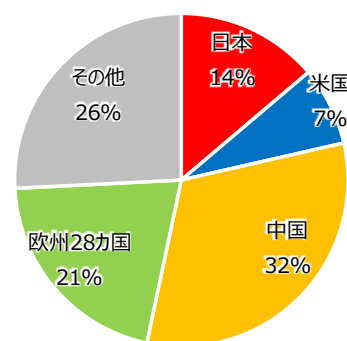
米中間の対立は、貿易不均衡や先端技術の問題に加え、香港や台湾を巡る対立も根深い。香港を巡っては、中国が香港国家安全維持法（20年6月）、米国が香港自治法（20年7月）をそれぞれ成立させたほか、中国は21年1月に香港の民主派50人超の逮捕に踏み切り、香港の民主主義を巡る米中の対立は深まっている。

また、台湾を巡っては、米国が20年12月に台湾保証法を成立させた。同法律には、台湾への武器売却の常態化、台湾の国際組織への参加の支持を政府に促すことなどが盛り込まれた。これに対して中国は内政干渉をやめべきと反発を示しているほか、自国が主張する管轄海域（台湾海峡含む）での違法行為に対して、武器使用を認める内容などが盛り込まれた海警法を21年1月に制定している。

米国の対中強硬姿勢は超党派で共有されており、大統領選挙後も新たな対中規制や政策が打ち出されている（図表 1-24）。これらの規制や政策は、新たな議会承認やこれまで議会で成立した法律に基づいており、バイデン新政権においても引き継がれるだろう。

香港や台湾を巡る米中間の緊張の高まりにより、規制対象の拡大や金融面の規制が強化されれば、半導体不足による減産にみられたような生産活動の停滞、ドル資金調達に支障をきたすことによる中国系企業の海外市場での活動の停滞といった経済成長への悪影響をもたらすリスクがある。

図表 1-23 電子部品の国・地域別構成



注：15年時点の世界需要に占める付加価値の構成。
出所：OECDより三菱総合研究所作成

図表 1-24 大統領選後の米国の主な対中規制や政策

	規制・政策	概要
貿易	国防権限法 2021：法案の上下院の統一案可決	今後、創設予定の「多国間半導体セキュリティ基金」へ参加する国は半導体技術の中国への輸出許可方針を実質的に米国等と同等にする必要あり
	エンティティリストへの中国・香港企業の追加掲載	輸出時に商務省許可が必要なエンティティリストへのSMICなど中国・香港企業の60組組織を追加掲載
	香港向け輸出管理規制の厳格化	輸出管理規制を中国向け規制とほぼ同一にする厳格化措置を施行
金融	外国企業説明責任法案の可決・成立	上場中国企業の情報公開の義務付け。上場企業の上場廃止、上場が困難になる可能性あり
	中国軍関連企業の株式売買を禁止	株価指数提供会社が該当企業について株価指数からの除外を開始
	中国高官14人を金融制裁リストに追加	香港自治法及び香港正常化大統領令により、11月の中国による香港民主派議員の議員資格剥奪を受けて、全人代常務委副委員長 14人を追加的に金融制裁
人権	チベット人権法成立、台湾保証法の成立、国務省がウイグル族などに対する「ジェノサイド（民族大量虐殺）」を認定	

出所：CISTEC 資料などより三菱総合研究所作成

2. 日本経済

(1) 概観

2 期連続のプラス成長、コロナ危機前の水準近くまで回復

20 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、季調済前期比 +3.0% (年率+12.7%) と、2 四半期連続で増加した (図表 2-1)。国内外で感染拡大も、経済活動再開に伴い日本経済は持ち直している。コロナ危機前 (19 年 10-12 月期) を約 1% 下回る水準まで回復してきた。

需要項目別では国内外の経済持ち直しを背景に、内外需ともに持ち直した。消費は、外出抑制度合いの緩和や GoTo キャンペーンなどもあり、同+2.2%と増加。設備投資は同+4.5%と、製造業を中心とした業績の持ち直しを背景に、見合わせていた設備投資を再開する動きもあるとみられ、3 四半期ぶりに増加。輸出は、経済回復の早い中国向けを中心に財輸出の回復が続き、同+11.1%。輸入は内需回復を背景に同+4.1%。外需寄与度は+1.0%ポイントとなった。

経済活動はばらつきを伴う回復が続く

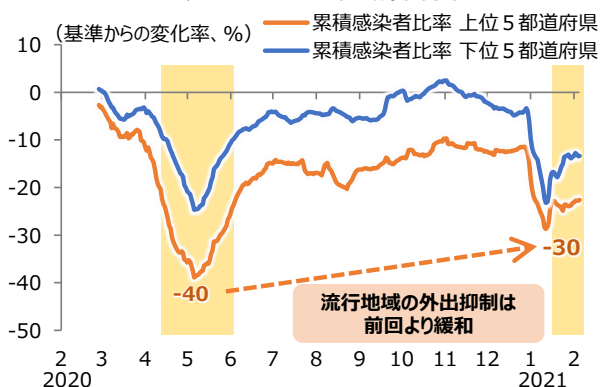
日本経済はばらつきを伴いながらの回復となっている。製造業は、内外需の回復を背景に、輸出・生産が持ち直す一方、外出自粛要請の影響を受けたサービス業は、内需の回復の遅れから落ち込みが続いている (後掲 P.15 図表 2-6、2-7)。業績回復のばらつきは、雇用・所得環境、消費にも影響を与えている (後掲 P.17 図表 2-14、P.20 図表 2-25)。

新型コロナの感染拡大加速、外出行動の自粛度は前回発令時に比べ小さい

20 年 11 月以降、新型コロナウイルスの感染拡大が加速したことを受け、12 月末以降は外出行動の自粛度合いが強まった (図表 2-2)。さらに、21 年 1 月には 11 都府県を対象に緊急事態宣言が発令された。

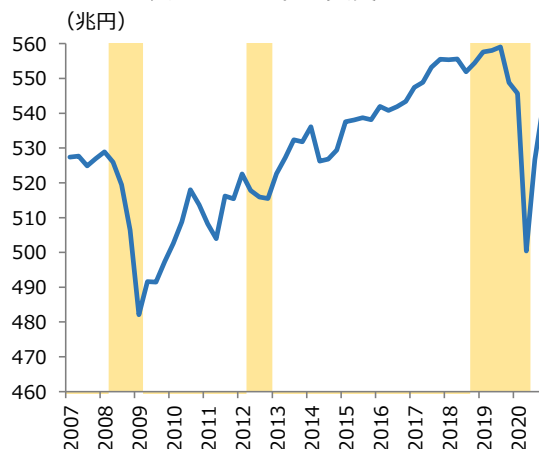
もっとも、外出行動の自粛度合いは、前回の緊急事態宣言時 (20 年 4-5 月) に比べて小さい。背景には、感染予防対策の進展などがある。当社の生活者市場予測システム (mif) を用いた生活者 5,000 人を対象としたアンケート調査 (21 年 1 月 20-22 日実施) によると、前回宣言時ほど外出行動を自粛しない理由として、「マスクなど感染予防対策を実施しているため」「店舗や施設側の感染対策が進んだ」などが挙げられている。また、今回の緊急事態宣言が業種などを限定していることから「施設・店舗が営業している」を挙げる割合も高い (図表 2-3)。

図表 2-2 外出行動抑制率



注：色の網掛けは緊急事態宣言の発令時期を示す。上位 5 都道府県は東京、沖縄、神奈川県、大阪、千葉、下位 5 都道府県は岩手、新潟、秋田、鳥取、島根。小売・娯楽、食料品・薬局、駅、仕事場の 4 項目の平均。後方 14 日移動平均。直近は 2 月 5 日。
出所：Google「Covid-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

図表 2-1 日本の実質 GDP



注：黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。18 年 10 月以降の景気後退期は暫定。

出所：内閣府「国民経済計算」「景気日付基準」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 前回宣言時より外出が増えた理由

仕事上外出が必要	41%
マスクなど感染予防対策を実施しているため	40%
施設・店舗が営業している	21%
健康維持 (肉体的・精神的) が重要	20%
店舗や施設側の感染対策が進んだ	18%
日常生活や対面でのコミュニケーションが重要	7%
勤務先・職場の感染対策が進んだ	7%
身近な人に重症化リスクの高い人がいない	5%
感染しても自身は重症化リスクが低い	4%

注：集計対象は、東京、埼玉、千葉、神奈川県、愛知、大阪、兵庫、京都、福岡の居住者。

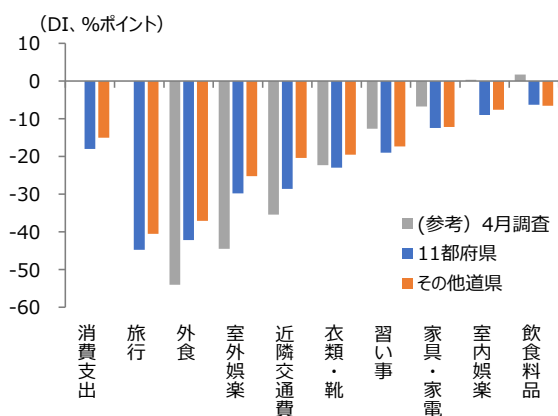
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (直近は 1 月 20-22 日に実施)

緊急事態宣言の発令による追加的な経済活動の抑制具合は、前回の発令時（20年4-5月）に比べると小さいとみる。①外出や消費は既に一定程度抑制された状態にあるほか、②対象地域や業種が限定されている。また、③企業や国民の感染症対策の進展などにより、行動変化が前回ほど起きない可能性もある。前述のmif調査をみても、今回の緊急事態宣言下（21年1月調査）での消費意向は、前回（20年4月調査）に比べて落ち込み幅が小さい（図表2-4）。

再発令による経済損失は▲3兆円程度も、感染抑制に一定の効果

これらを踏まえ、緊急事態宣言再発令およびGoToキャンペーンの全国停止による追加的な経済損失を推計すると、**実質GDPは▲3.0兆円押し下げられるとみる**（図表2-5）。期間1カ月では、▲1.5兆円であったが、宣言延長により経済損失は倍となる。本推計には、外出関連消費（外食、交通、宿泊・旅行）や被服・履物、娯楽サービス（教養娯楽サービス、交際費等）を中心に緊急事態宣言対象地域だけでなく、非対象地域でも消費が抑制される影響、GoToキャンペーンの全国停止の影響が含まれる。なお、当社の試算では、緊急事態宣言の再発令がなければ首都圏の1日当たり新規感染者数は3月上旬にかけて2万人を超えていた可能性がある。再発令による経済損失は大きいものの、新規感染者数のピークおよび累計の感染者数を抑制できた効果は大きい。

図表 2-4 緊急事態宣言発令中の消費意向
（19年12月からの変化、生活者調査）



注：感染拡大前（19年12月）と比較した消費意向。家具・家電は購入意欲の変化を聞いた。消費支出、旅行は20年4月調査では聞いていないため欠損。DIは感染拡大前（19年12月）と比べて消費を「大きく減らす」割合×▲1+「減らす」×▲0.5+「増やす」×0.5+「大きく増やす」×1により算出。

出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（直近は1月20-22日に実施）

図表 2-5 緊急事態宣言再発令・GoTo停止による
経済損失、および感染者数シミュレーション

	緊急事態宣言		
	なし	あり	
		1カ月間 (1/7~2/7)	2カ月間 (1/7~3/7)
経済損失 (全国)	-	▲1.5兆円 (▲0.28%)	▲3兆円 (▲0.56%)
1/7~3/7の 新規感染者数の最大値 (首都圏、1日当たり)	2.1万人 (3月上旬)	0.43万人 (1月上旬)	0.43万人 (1月上旬)
1/7~3/7の 新規感染者数の累計 (首都圏)	55.1万人	12.9万人	9.7万人

注1：経済損失の上段は実質GDPの損失額、下段（ ）内は実質GDP損失額の対年間GDP比。

注2：外出関連（外食、交通、宿泊料・パック旅行）、被服・履物、教養娯楽サービス（月謝類、他の教養娯楽サービス、その他の消費支出）の消費が、前回の緊急事態宣言時の落ち込み幅の4割程度抑制されるとの想定。上記推計には外食自粛による代替的な飲食料品消費の増加、GoToキャンペーンの全国一斉停止の影響を含む。

注3：推計には、他地域への波及や宣言非対象地域の消費抑制の影響も一部考慮している。

注4：感染者数は、三菱総合研究所のSEIRモデルを用いて首都圏（東京、千葉、埼玉、神奈川）の値を試算。感染拡大ペースを示すパラメータβについて、「緊急事態宣言なし」は20年12月の平均、「宣言1カ月」は、1/7~2/7は21年1月中旬以降の平均、2/8~3/7は20年12月の平均、「宣言2カ月」は21年1月中旬以降の平均を用いて計算。出所：総務省「家計調査報告」、内閣府「国民経済計算」、内閣府「国民経済計算」、厚生労働省より三菱総合研究所推計

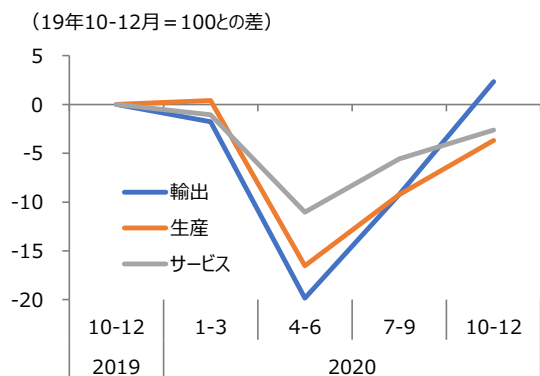
(2) 企業活動の動向

企業活動は業種により回復度合いにばらつき

国内外の経済回復を背景に、企業活動は持ち直している（図表2-6）。輸出は、経済回復の早い中国向けを中心に、コロナ危機前（19年10-12月）の水準を2%程度上回っている。生産・サービス活動は、コロナ危機前の水準を3%程度下回っているが、20年4-6月期をボトムに回復している。

業種別でみると、回復度合いにばらつきがある（図表2-7）。日本銀行の短観調査をもとに業況判断の変化（19年12月調査からの変化幅）をみると、在宅消費やリモートワーク、デジタル化などを背景に小売や通信は19年12月調査を上回る水準にある。一方、外出自粛の影響が大きい宿泊・飲食サービスや対個人サービス（娯楽関連を含む）は、GoToキャンペーンなどの政策支援があったが、回復が遅れている。

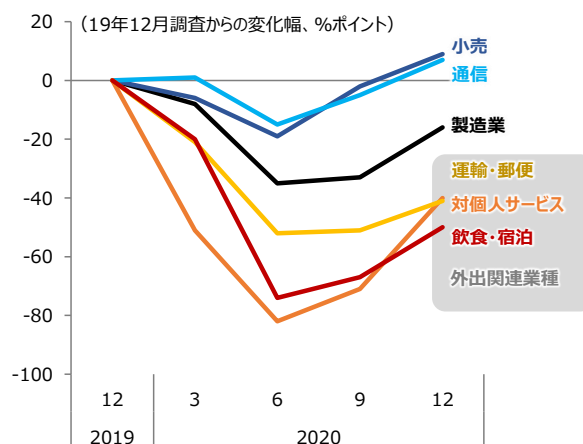
図表 2-6 輸出・生産・サービス活動



注：19年10-12月=100とした場合の差。サービスのみ、20年10-11月平均。

出所：日本銀行「実質輸出入の動向」、経済産業省「鉱工業指数」「第3次産業活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 業種別業況判断 DI



出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

企業業績の持ち直しなどから設備投資は緩やかに回復

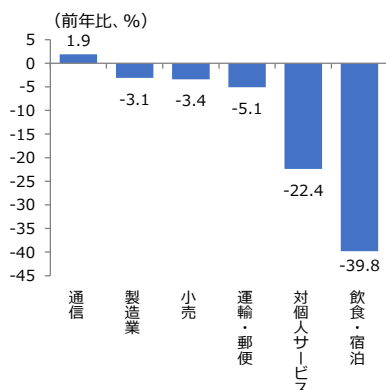
設備投資も企業活動と同様、業種や投資内容にばらつきを伴いつつ回復傾向にある。20年10-12月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+4.5%と3四半期ぶりに増加した。業績の持ち直しを背景に、コロナ発生直後に見合わせていた設備投資を再開する動きや、オンライン化や非接触化など新たな生活様式への対応、DX関連の投資が設備投資の増加につながった模様だ。

業種別にみると、コロナ危機前（19年12月調査）に比べて業況が改善している通信では、20年度の設備投資計画はプラスを維持しているほか、小売も落ち込み幅は相対的に小さい（図表 2-8）。一方、外出自粛の影響が大きい対個人サービスや宿泊・飲食サービスでは大幅な減少となっている。

投資内容別では、ソフトウェア投資は前年比プラスとなり、コロナ危機においても底堅い（図表 2-9）。また、研究開発投資は非製造業において高い伸びとなっている。コロナ危機に伴い生活様式が変化するなか、新たなサービス開発を目指す動きや中長期的な成長につながる投資は維持されているとみられる。

先行きは、企業業績の持ち直しなどを背景に緩やかな回復を見込む。設備投資の先行指標である機械受注は製造業・非製造業（船舶・電力を除く）ともに持ち直している（図表 2-10）。21年度中は、新型コロナの企業業績への影響が残ることから、サービス業を中心に設備投資の規模縮小や先送りの動きが続くとみるが、業績が持ち直している製造業や情報通信業では、中長期の成長につながる投資やDX関連投資が設備投資を押し上げるだろう。22年度は経済活動の段階的な正常化とともに、幅広い業種で設備投資の回復を見込む。設備投資は、20年度▲6.3%、21年度+3.2%、22年度+1.9%と予測する。

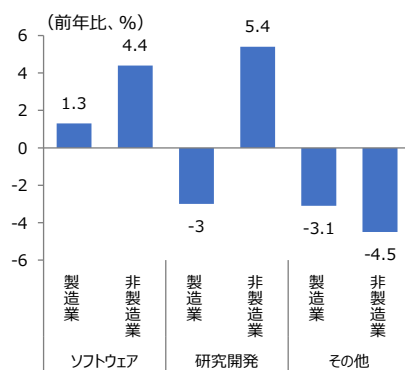
図表 2-8 20年度の設備投資計画（業種別）



注：20年12月調査。設備投資額（含む土地投資額）。

出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

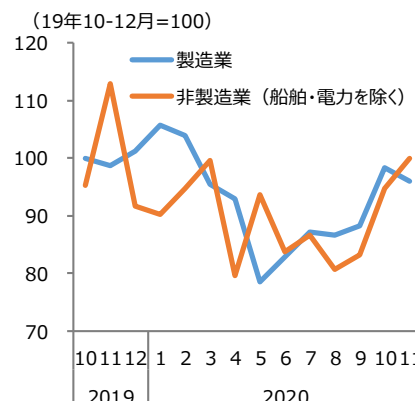
図表 2-9 20年度の設備投資計画（投資内容別）



注：20年12月調査。その他は設備投資額（含む土地投資額）。

出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-10 機械受注

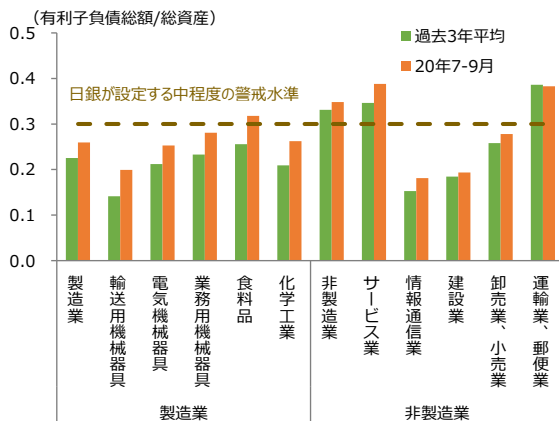


出所：内閣府「機械受注統計調査報告」より三菱総合研究所作成

サービス業はコロナ影響長期化で資金繰りや事業継続に懸念

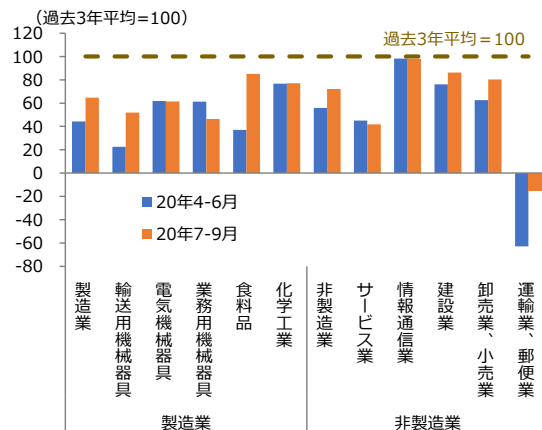
経済活動の抑制が続くなか、一部業種では企業債務が警戒水準を超えている。総資産に対する有利子負債総額をみると、製造業の財務状況はおおむね健全であるが、非製造業は日本銀行が IMF のレポートを参考に設定する中程度の警戒度の基準となる 0.3 を超える水準になっている（図表 2-11）¹。特に、サービス業や運輸業・郵便業は 0.4 程度にある。政策支援により資金を調達しやすい状況であるが、今後債務返済負担が業績回復の重しとなる可能性がある。さらに、これらの業種は、他の業種に比べ経常利益の回復状況も遅い（図表 2-12）。特に緊急事態宣言の影響を受けたサービス業のうち、宿泊・飲食サービスや娯楽サービスなどは赤字の状況が続いている。これらの業種では、コロナ危機の影響が長期化するほど資金繰りや事業継続に懸念が高まるとみられる。

図表 2-11 業種別ソルベンシー指標



注：総資産に占める有利子負債総額（短期借入金+長期借入金+社債）/ 総資産。
出所：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 経常利益



注：過去3年（17年-19年）の同期の経常利益=100とした場合の回復度合い。マイナスは赤字、100未满是減益。
出所：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

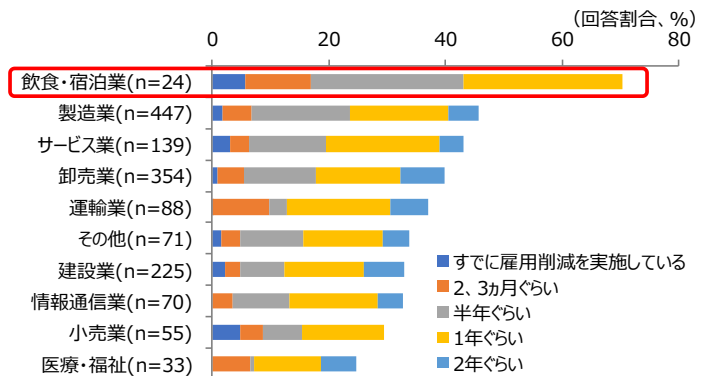
サービス業中心に廃業・さらなる雇用調整が進む可能性

上記のように総資産に対する有利子負債総額は増加しており、コロナ危機が長引いた場合に雇用調整が進むリスクは高まっている。

労働政策研究・研修機構が緊急事態宣言再発令前に実施した調査によると、20年10月時点の売上額が継続した場合に現状の雇用を維持できる期間として、飲食・宿泊業では4割程度、サービス業では2割程度が「半年以内」と回答している（図表 2-13）。

21年1月に、11都道府県を対象とする緊急事態宣言が発令されたことで、雇用を維持できる期間が短くなった可能性がある。雇用調整助成金など政策支援は延長されているものの、売上額が20年10月時点よりも一段と落ち込めば、雇用調整が進みかねない。

図表 2-13 雇用維持が可能な期間（20年10月調査）



注：現在の生産・売上額などの水準が今後も継続する場合に現状の雇用を維持できる期間について尋ねた設問の回答。「それ以上（当面、雇用削減の予定はない）」、「雇用削減の必要はない」の回答を除く。
出所：労働政策研究・研修機構「第2回新型コロナウイルス感染症が企業経営に及ぼす影響に関する調査」より三菱総合研究所作成

(3) 雇用・所得の動向

外出関連業種、非正規雇用で雇用抑制の動き

雇用環境も、持ち直し度合いには業種や雇用形態でばらつきがある。

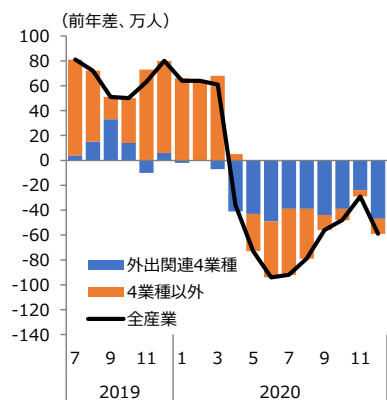
20年12月の雇用者数は前年差▲59万人と、経済活動の再開に合わせて、コロナ危機前からの減少幅が縮小している（図表 2-14）。業種別にみると、先行きの経営環境の不透明感が強い「外出関連の4業種（宿泊業、飲食店、その他生活関連サービス（旅行業などを含む）、娯楽業）」では、雇用者数の改善

¹ 日本銀行「新型コロナウイルス感染症拡大のグローバルな企業債務への影響」（日銀レビュー・シリーズ、2020-J-15）

ペースが鈍く、大きく落ち込んだ状態が続いている。一方、外出関連の4業種以外では雇用者数はほぼ前年並みに回復している。雇用形態別では、アルバイトや嘱託を中心に非正規の職員では、大幅に減少した20年4月以降、改善の動きがみられない(図表2-15)。正規の職員は増加傾向にあり、企業は非正規の職員を中心に雇用調整を進めている模様だ。

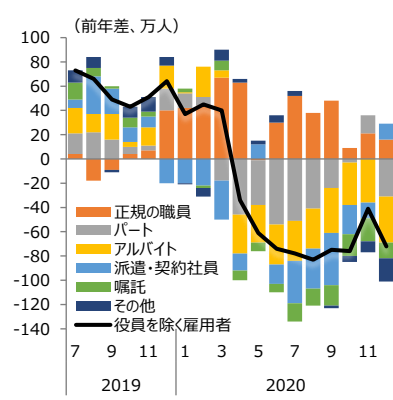
所得環境は雇用環境に比べると、持ち直しペースが鈍い(図表2-16)。一般労働者の現金給与額は、所定外給与や特別に支払われた給与の減少を背景に、前年比マイナスでの推移が続いている。企業は業績悪化の影響を、雇用ではなく、労働時間および賃金で調整しているとみられる。

図表 2-14 雇用者数



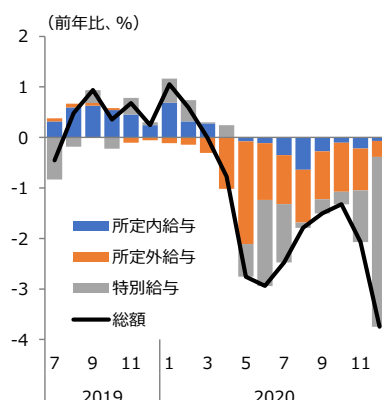
注：外出関連4業種は宿泊業、飲食店、その他生活関連サービス、娯楽業。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 雇用者数(役員を除く)



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 現金給与額



注：一般労働者。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

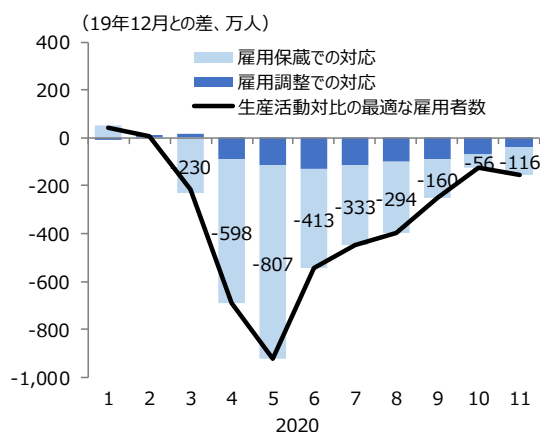
過剰雇用は100万人以上、今後も雇用削減圧力が継続

外出関連の業種や正規の職員を中心に依然として雇用削減圧力は強い。経済活動と雇用者数の関係を用いて企業内で抱えている余剰労働力(過剰雇用)を推計したところ、11月時点で100万人を超える(図表2-17)。経済活動対比でみた適正雇用者数は19年12月に比べて150万人程度減少しているが、その大部分は余剰労働力となっている。先行きも経済活動の回復が鈍く、労働需要の改善が遅れる場合には、雇用削減圧力が強まる可能性が高い。

業種別では、宿泊や飲食では、適正雇用者数の減少のうち半分程度は雇用調整が進んでいるものの、依然として、企業内に多くの余剰労働力を抱えている(図表2-18)。また、旅行業を含むその他生活サービス業や娯楽業では、ほとんど雇用調整が進んでいない。これらの外出関連の4業種の余剰労働力は50万人以上と、全産業の余剰労働力の約半数を占める。感染終息までは外出関連の4業種で経済活動が抑制された状態が続くと予想され、コロナ危機が長期化するにつれて、雇用削減圧力が強まるだろう。

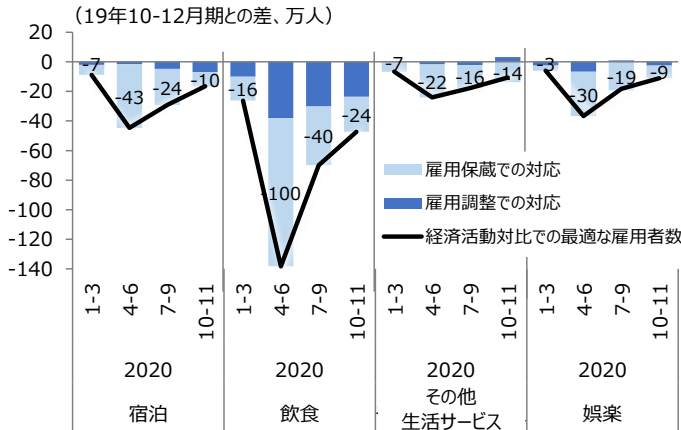
また、雇用形態別にみると、非正規の職員は、最適雇用者数の減少以上に雇用調整が進み、余剰労働力(過剰雇用)は解消されている(図表2-19)。一方、正規雇用では、ほとんど雇用調整は行われておらず、余剰労働力(過剰雇用)は依然として80万人前後と、積み上がった状態が続いている。

図表 2-17 過剰雇用の調整(全産業)



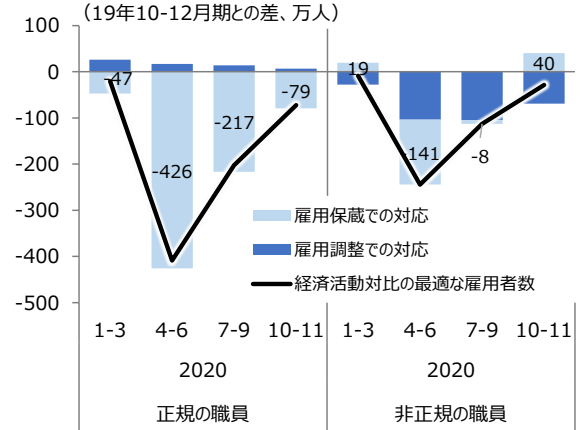
出所：経済産業省「第3次産業活動指数」「鉱工業生産」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所推計

図表 2-18 過剰雇用の調整（外出関連 4 業種）



出所：経済産業省「第3次産業活動指数」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所推計

図表 2-19 過剰雇用の調整（雇用形態別）



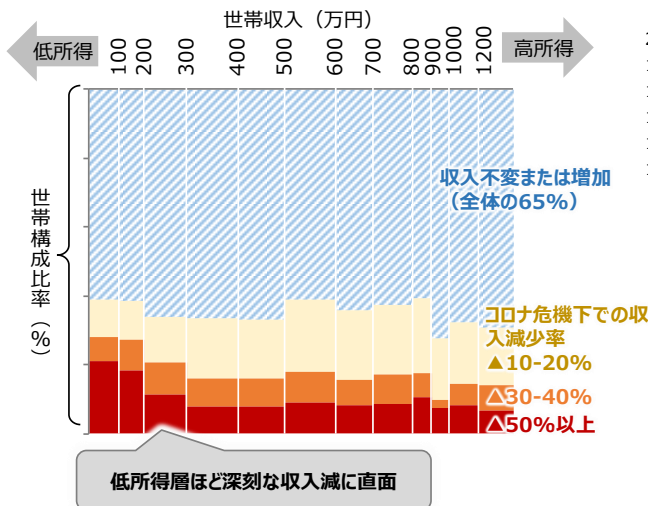
出所：経済産業省「第3次産業活動指数」「鉱工業生産」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所推計

コロナ危機長期化に伴い、困窮世帯支援の必要性が強まる

新型コロナウイルスの流行が1年近く続くなか、困窮世帯支援の必要性は強まりつつある。前述の mif 調査によれば、21年1月時点においても、世帯収入が少ない世帯を中心に世帯収入がコロナ危機前（19年12月）に比べて50%以上落ち込んでいる世帯は多い（図表 2-20）。

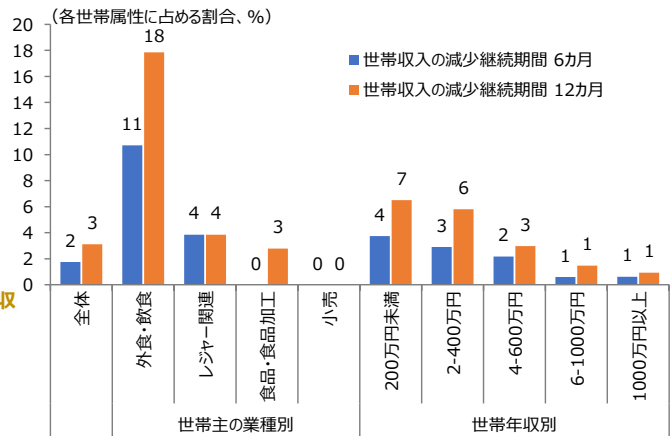
世帯収入の変化、世帯年収、世帯の預貯金、世帯年収別の消費性向のデータから推計すると、21年1月時点と同様の世帯収入の変化が続いた場合、預貯金が6カ月で尽きる世帯は全体の2%、12カ月で尽きる世帯は同3%となる（図表 2-21）。特に、世帯収入の減少が大きい世帯主が外食・飲食、レジャー関連、世帯年収400万円未満の世帯で高い割合となる。困窮世帯を対象を絞った給付がなされなければ、一段と内需が悪化しかねない。

図表 2-20 世帯収入の変化



注：横軸の幅は世帯収入別の回答割合を示す。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（1月20-22日に実施）

図表 2-21 世帯収入の減少が続いた場合、預貯金が尽きる世帯の割合



注：世帯年収別の消費性向および、世帯収入の変化率×世帯年収×預貯金額のデータから算出。世帯収入の変化は21年1月調査。レジャー関連はホテルを含む。小売はデパート、スーパー、コンビニ。
出所：総務省「家計調査」、三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（1月20-22日に実施）より三菱総合研究所推計

雇用・所得環境の回復ペースは極めて鈍い見込み

先行きの雇用・所得環境の改善ペースは極めて鈍いものにとどまると予想する。雇用調整助成金は特例措置の期間が延長されたが、今後は段階的に縮小される見込みだ。コロナ危機が長期化するなか、外出関連の4業種など需要回復に時間がかかる業種では、正規の職員を中心に雇用削減圧力が強まるだろう。また、倒産や廃業を通じた失業の増加も考えられる。雇用が維持された場合でも、企業業績の悪化や先行きの経営環境に対する不透明感が強いなか、賞与カットなどを通じた人件費削減圧力は強いと見

込む。20 年前半に行われた特別定額給付金による政策効果も剥落するため、21 年以降の可処分所得はコロナ危機前よりも低い水準で推移する可能性が高い。ただし、22 年以降は経済活動の段階的な正常化に伴い、雇用・所得環境は緩やかに回復するとみる。名目雇用者報酬は、20 年度は前年比▲2.7%、21 年度は同+0.6%、22 年度は同+1.2%と予測する。

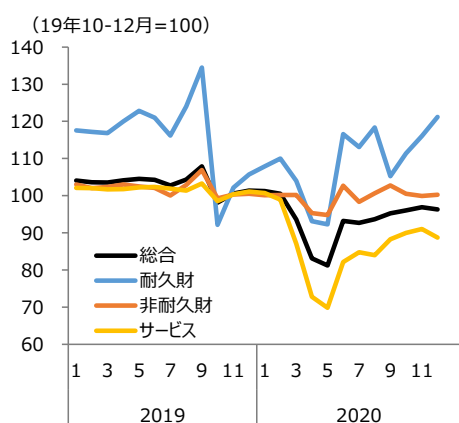
(4) 消費の動向

消費はコロナ危機前を 2%程度下回る水準、コロナ危機前後で消費構造に変化

20 年 10-12 月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+2.2%と 2 四半期連続の増加となった。水準では新型コロナウイルス感染拡大前（19 年 10-12 月）を 2%程度下回っているが、10%近く落ち込んだ前回の緊急事態宣言後（20 年 4-6 月）から回復しつつある。サービス消費も感染拡大前の 9 割程度まで回復、GoTo キャンペーンにより旅行関連消費も持ち直した（図表 2-22）。

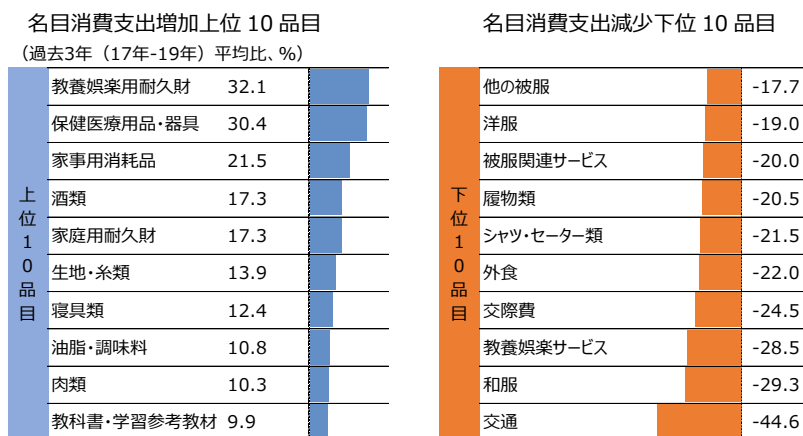
消費が回復するなか、消費構造はコロナ危機前後で大きく変化している。20 年の名目消費支出を過去 3 年平均（17 年～19 年）と比較すると、マスクが含まれる保健医療用品・器具が約 3 割増加、特別定額給付金の給付や在宅時間の増加を背景に、飲食料品や教養娯楽用耐久財、家庭用耐久財の消費も増加した（図表 2-23、左）。一方、リモートワークの定着や不要不急の外出自粛の影響を受けた、外食や被服および履物、娯楽サービス、交通などが減少した（図表 2-23、右）。コロナ危機前後で消費においても、外出関連と在宅関連消費で回復度合いにばらつきが生じている。

図表 2-22 消費活動指数



出所：日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-23 コロナ危機での消費構造変化（2020 年）



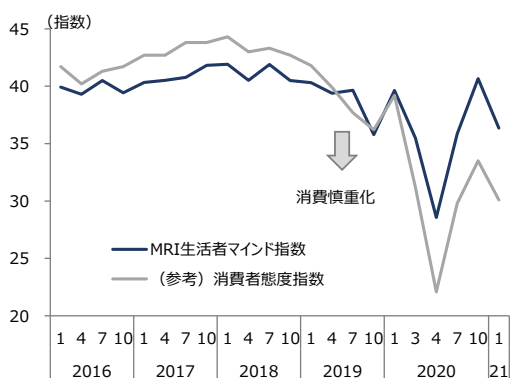
注：二人以上世帯。過去 3 年（17 年～19 年）と比較した、20 年の名目消費支出の変化。出所：総務省「家計調査報告」より三菱総合研究所作成

消費者マインドは悪化、宣言解除後の消費意向は二極化

前出の mif 調査を用いて作成した「MRI 生活者マインド指数」（1 月 20-22 日に実施）によると、家計の消費に対する姿勢（3 カ月前からの変化）は、前回調査（20 年 10 月）から▲4 ポイントと再び悪化した（図表 2-24）。背景には、緊急事態宣言の再発令に加え、年末年始にかけての感染者数急増や、雇用・所得環境の悪化、将来不安の高まりなどがあるとみられる。

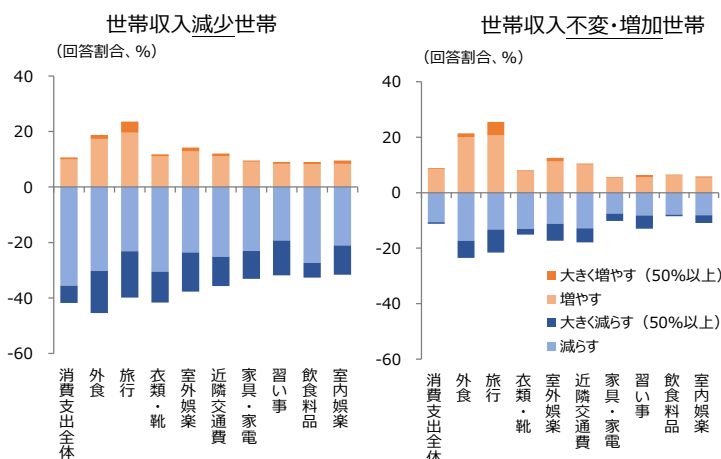
緊急事態宣言解除後の消費意向は、コロナ危機前（19 年 12 月）と比較した現在の世帯収入の変化でみると、二極化している。外食・旅行は、世帯収入の変化に関係なく、解除後は 2 割程度の世帯が増やす意向を示しているが、現在の世帯収入が減少した世帯（回答者の 3 割程度）では、緊急事態宣言解除後も多くの品目で消費を抑制する意向（減らす・大きく減らす）を示す割合が高い（図表 2-25、左）。一方、所得が不変・増加した世帯は、収入減少世帯と比較すると解除後の消費を抑制する意向は示す割合は低い（図表 2-25、右）。雇用・所得環境の悪化が緊急事態宣言解除後の消費姿勢にも影響を与えている。

図表 2-24 MRI 生活者マインド指数
(3カ月前からの変化、生活者調査)



注：3カ月前に比べて消費に対して「前向きになった」割合×100+「変わらない」割合×50+「慎重になった」割合×0により算出。消費者態度指数は今後半年間の見通しについて聞いたもの。
出所：内閣府「消費動向調査」、三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は1月20-22日に実施)

図表 2-25 緊急事態宣言解除後の消費意向
(19年12月からの変化、生活者調査)

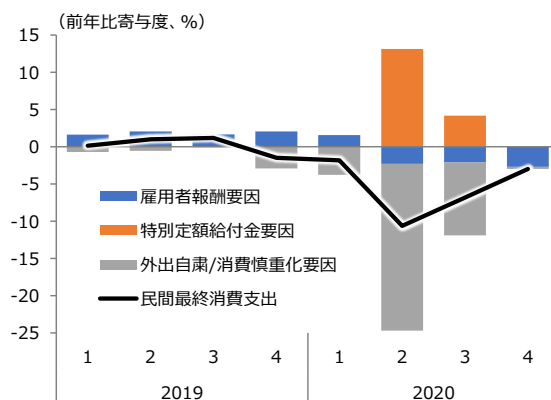


注：感染拡大前(19年12月)と比較した消費意向。家具・家電は購入意欲の変化を調査。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は1月20-22日に実施)

感染拡大の長期化、雇用・所得環境の悪化で消費は弱い回復にとどまる

先行きの消費は、緊急事態宣言再発令・感染拡大による消費者の行動抑制により、一時的に減少するだろう。民間最終消費支出を要因分解すると、20年10-12月期は、①外出自粛や消費慎重化が消費を押し下げているほか、②可処分所得(=雇用者報酬+特別定額給付金)の減少もマイナス寄与となっている(図表 2-26)。緊急事態宣言解除後は持ち直すとみるが、新型コロナが終息するまでは、消費の回復は弱いとみる。引き続き外出自粛や消費慎重化の下押しが続くほか、外出自粛の影響が大きい業種(飲食・宿泊・娯楽サービスなど)を中心に雇用・所得環境の悪化が続くことが消費の重しとなろう。実質民間最終消費支出の伸びは、20年度▲6.6%、21年度+4.5%、22年度+1.8%と予測する。

図表 2-26 民間最終消費支出の要因分解



出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

(5) 住宅投資の動向

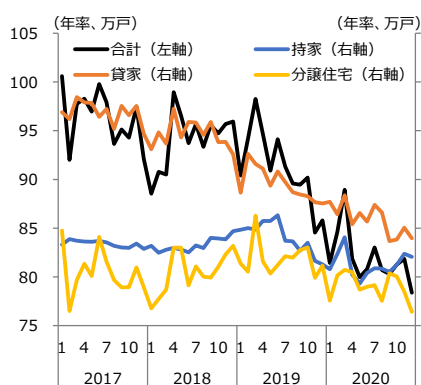
住宅着工は低水準

20年10-12月期の新設住宅着工戸数は年率換算で80.5万戸となった(図表 2-27)。住宅着工は、20年4月以降は同80万戸前後の低水準で推移している。一方、リフォームや中古住宅市場は在宅時間やリモートワーク増加を背景に持ち直している。リフォーム関連の住宅関係消費は増税後の反動減はあるものの、在宅時間の増加を背景としたリフォーム需要もあり、回復している(図表 2-28)。また、中古住宅(首都圏)販売は、20年4-5月を底に回復しており、マンション・戸建ともに伸びている(図表 2-29)。

住宅投資はリフォーム需要が押し上げ

先行きは、新設の住宅投資は低水準で推移するとみる。20年4-5月のような供給要因(建設業者の休工措置、中国からの住宅設備の輸入など)の制約は弱まっているとみるが、雇用・所得の悪化や先行きの不透明感から、住宅購入意欲は高まらないだろう。新型コロナによる雇用・所得への影響は長期化するとみており、需要要因の解消には時間がかかる。ただし、GDP基準改定で住宅投資に新たに追加された改装・改修(リフォーム・リニューアル)は需要が高まっており住宅投資を押し上げるとみる。新設住宅着工戸数は、20年度は80.4万戸、21年度は80.8万戸、22年度は82.6万戸と予測する。

図表 2-27 新設住宅着工



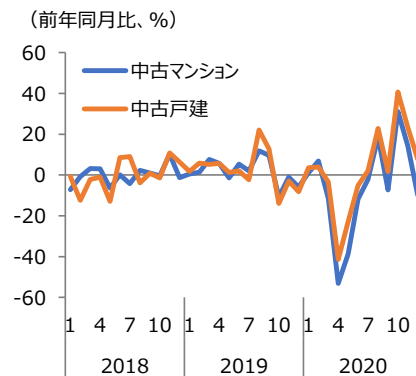
出所：国土交通省「建設着工統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-28 住宅関係消費



注：住宅関係消費は、「家屋に関する設備費・工事費・修理費」、「給排水関係工事費」、「庭・植木の手入れ代」の合計。
出所：総務省「家計消費状況調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-29 中古住宅販売（首都圏）



出所：不動産流通推進センター「指定流通機構の物件動向」より三菱総合研究所作成

(6) 物価の動向

物価の伸びはマイナスに転じる

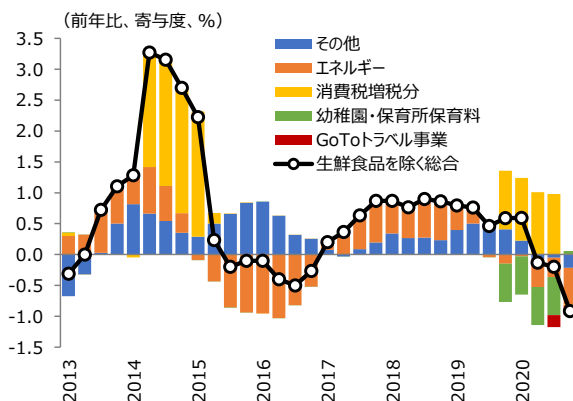
20年10-12月期の消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合指数（消費税調整前）が前年比▲0.9%と、3四半期連続のマイナスの伸びとなった（図表 2-30）。消費税増税の影響が剥落、エネルギー価格の下落やGoToトラベル事業の実施による宿泊料の低下が物価を押し下げた。需給ギャップの拡大から、物価下押し圧力が強まっている。

需給ギャップが物価上昇の重し

先行きは、緩やかな物価上昇を見込む。政策効果やエネルギー価格下落の影響の一巡により、物価下押し圧力は徐々に弱まり、物価は上昇するとみる。ただし、内外需環境の悪化を背景に、21年度の需給ギャップは▲3.5%と見込まれ、物価上昇の重しとなるだろう。

これらを踏まえると、コアCPIは、21年度にかけて各種下振れ要因の剥落により、20年度▲0.5%、21年度+0.4%、22年度+0.6%と予測する。

図表 2-30 物価上昇率の要因別内訳



注：物価は生鮮食品除く総合。
出所：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

(7) まとめ

21年度以降は緩やかに回復、22年度は内需中心の回復へ

日本経済は、20年末にかけ国内外の段階的な経済活動の再開により持ち直してきた。21年1-3月期は、前回（20年4-5月）ほどの落ち込みは回避するとみるが、緊急事態宣言再発令およびGoToキャンペーン一時停止により消費を中心に減少し、マイナス成長を予測する。20年度の実質GDP成長率は、前年比▲5.0%のマイナス成長を予想する。

21年度は、緊急事態宣言後の反動増や経済対策の効果などから同+3.8%と持ち直しを予測する。ただし、ワクチン普及には時間がかかるとみられ、21年度中の集団免疫獲得による経済活動の正常化は難しいとみる。一定の経済活動抑制が継続するなかで、サービス業の回復には時間がかかるとみられ、雇用・所得環境の回復の遅れが景気回復の重しとなろう。

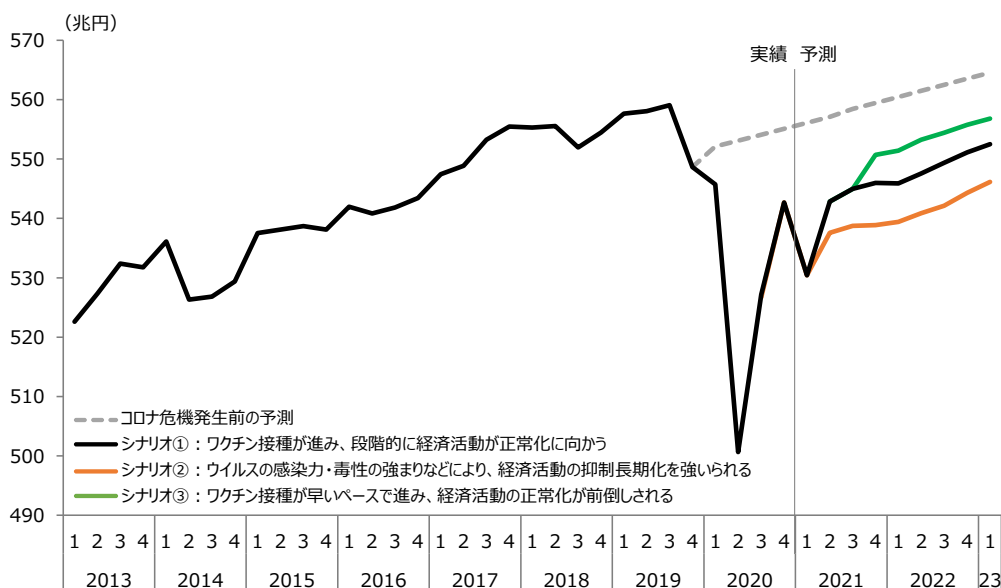
22年度は、ワクチンの普及により、経済活動の正常化が段階的に進むとみる。経済活動の正常化に伴い、飲食・宿泊、娯楽サービスなど外出関連業種の回復ペースは21年度に比べて速まろう。22年度は内需を中心に回復し、前年比+1.0%と潜在成長率並みの回復を予測する。

GDPがコロナ危機前の水準（19年10-12月期）を回復するのは22年後半となろう。なお、本予測では、東京オリンピック・パラリンピックについて、観戦者数の限定など規模を縮小した上で、21年夏の

開催を前提としており、21年度の実質GDPを+0.1%ポイント程度押し上げると見込んでいる。

試算の前提として、原油価格(WTI)は22年度末にかけて60ドル程度、日経平均株価は22年度末にかけて25,000~32,000円、為替レートは22年度末にかけて105円/ドル程度での推移を想定した。

図表 2-31 実質 GDP の見通し



出所：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-32 2020~2022 年度の実質 GDP 成長率予測 (シナリオ①)

項目	実績		予測					
	2019年度		2020年度		2021年度		2022年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	▲ 0.3	***	▲ 5.0	***	3.8	***	1.0	***
内需	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 4.1	▲ 4.1	2.9	2.9	0.9	0.9
民需	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 6.7	▲ 5.0	3.7	2.7	1.7	1.2
民間最終消費支出	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 6.6	▲ 3.6	4.5	2.4	1.8	0.9
民間住宅投資	2.5	0.1	▲ 7.4	▲ 0.3	▲ 1.8	▲ 0.1	0.6	0.0
民間企業設備投資	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 6.3	▲ 1.0	3.2	0.5	1.9	0.3
民間在庫投資	***	▲ 0.1	***	▲ 0.1	***	▲ 0.1	***	▲ 0.0
公需	2.0	0.5	3.7	0.9	0.9	0.2	▲ 1.1	▲ 0.3
政府最終消費支出	2.0	0.4	3.5	0.7	0.4	0.1	▲ 1.7	▲ 0.4
公的固定資本形成	1.5	0.1	4.5	0.2	2.6	0.1	1.1	0.1
外需(純輸出)	***	▲ 0.2	***	▲ 1.0	***	0.9	***	0.0
輸出	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 11.2	▲ 2.1	8.5	1.5	1.6	0.3
輸入	▲ 1.3	0.2	▲ 5.9	1.1	3.3	0.6	1.5	0.3
名目GDP	0.5	***	▲ 4.4	***	3.9	***	1.8	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-33 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測 (シナリオ①)

項目	前年比	実績				予測								
		2020				2021				2022				2023
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	-0.6%	-8.3%	5.3%	3.0%	-2.3%	2.3%	0.4%	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	前期比年率	-2.2%	-29.3%	22.7%	12.7%	-8.7%	9.7%	1.6%	0.7%	-0.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.0%
	前年比	-4.8%				2.3%				1.4%				
	前年度比	-0.3%	-5.0%				3.8%				1.0%			

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-34 日本経済予測の総括表(シナリオ①)

(単位：10億円、%)

		年度				年度(前年比)			
		2019 実績	2020 予測	2021 予測	2022 予測	2019 実績	2020 予測	2021 予測	2022 予測
名目	国内総生産 (=GDP)	559,712	535,266	556,235	566,093	0.5%	▲4.4%	3.9%	1.8%
	民間最終消費支出	304,245	284,065	297,062	304,943	▲0.3%	▲6.6%	4.6%	2.7%
	民間住宅投資	21,379	19,854	19,582	19,860	4.1%	▲7.1%	▲1.4%	1.4%
	民間設備投資	91,616	85,182	88,105	90,381	▲0.2%	▲7.0%	3.4%	2.6%
	民間在庫品増加	2,029	965	603	592	***	***	***	***
	政府最終消費支出	111,760	114,658	115,294	113,731	2.4%	2.6%	0.6%	▲1.4%
	公的固定資本形成	29,212	30,581	31,494	32,184	2.9%	4.7%	3.0%	2.2%
	公的在庫品増加	▲4	▲8	125	280	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲524	▲31	3,970	4,123	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	95,533	82,917	90,616	92,587	▲5.7%	▲13.2%	9.3%	2.2%
財貨・サービス輸入	96,057	82,948	86,647	88,465	▲5.5%	▲13.6%	4.5%	2.1%	

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

実質	国内総生産 (=GDP)	552,922	525,046	544,898	550,105	▲0.3%	▲5.0%	3.8%	1.0%
	民間最終消費支出	299,797	279,883	292,545	297,682	▲1.0%	▲6.6%	4.5%	1.8%
	民間住宅投資	20,398	18,889	18,540	18,653	2.5%	▲7.4%	▲1.8%	0.6%
	民間設備投資	90,534	84,810	87,504	89,167	▲0.6%	▲6.3%	3.2%	1.9%
	民間在庫品増加	2,110	1,404	728	727	***	***	***	***
	政府最終消費支出	110,850	114,679	115,165	113,151	2.0%	3.5%	0.4%	▲1.7%
	公的固定資本形成	28,043	29,299	30,058	30,382	1.5%	4.5%	2.6%	1.1%
	公的在庫品増加	▲10	▲27	102	258	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	1,246	▲4,293	276	405	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	102,390	90,877	98,633	100,193	▲2.6%	▲11.2%	8.5%	1.6%
財貨・サービス輸入	101,144	95,170	98,357	99,789	▲1.3%	▲5.9%	3.3%	1.5%	

		年度				年度(前年比)			
		2019 実績	2020 予測	2021 予測	2022 予測	2019 実績	2020 予測	2021 予測	2022 予測

指数	鉱工業生産指数	100.2	89.1	95.5	97.2	▲3.4%	▲11.1%	7.2%	1.7%
	国内企業物価指数	101.6	99.9	100.7	102.7	0.1%	▲1.6%	0.8%	2.0%
	消費者物価指数(生鮮除く総合)	101.9	101.4	101.7	102.3	0.6%	▲0.5%	0.4%	0.6%
	GDPデフレーター	101.2	101.9	102.1	102.9	0.8%	0.7%	0.1%	0.8%
	完全失業率	2.3%	3.0%	2.9%	2.6%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数(万戸)	88.4	80.4	80.8	82.6	▲7.3%	▲9.0%	0.5%	0.9%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支(10億円)	20,157	17,973	19,833	19,596	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	326	226	1,737	2,367	***	***	***	***
	貿易収支	775	3,762	4,396	4,546	***	***	***	***
	輸出	75,225	67,460	74,557	76,179	▲6.3%	▲10.3%	10.5%	2.2%
	輸入	74,450	63,698	70,161	71,633	▲6.6%	▲14.4%	10.1%	2.1%
	通関収支戻(10億円)	▲1,291	1,539	4,747	4,906	***	***	***	***
通関輸出	75,880	68,075	74,262	75,878	▲6.0%	▲10.3%	9.1%	2.2%	
通関輸入	77,171	66,537	69,515	70,972	▲6.3%	▲13.8%	4.5%	2.1%	

為替	国債10年物利回り	-0.10%	0.02%	0.02%	0.02%	***	***	***	***
	M2	1,034,613	1,117,609	1,157,324	1,194,718	2.6%	8.0%	3.6%	3.2%
	日経平均株価	21,915	24,475	29,089	28,287	▲0.3%	11.7%	18.9%	▲2.8%
	原油価格(WTI、ドル/バレル)	54.7	41.7	59.6	60.6	▲13.1%	▲23.8%	43.2%	1.7%
	円/ドル レート	108.8	105.7	104.5	105.3	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.111	1.164	1.193	1.193	***	***	***	***
円/ユーロ レート	120.9	123.0	124.7	125.6	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。消費者物価は2015年基準。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

3. 米国経済

バイデン新政権が発足、一部政策では既に前政権から大幅転換

1月20日、バイデン新大統領のもと新政権が発足した。バイデン氏は就任早々複数の大統領令を発令し、パリ協定復帰やイスラム諸国からの入国制限撤廃など、一部政策では前政権からの大幅な転換を打ち出す一方で、バイ・アメリカン法の強化など引き続き保護主義的政策は継続する模様だ（図表 3-1）。両院で民主党が過半数を確保したことから、今後も積極的な公約実現が期待されよう。国内社会の分断や新型コロナによる経済停滞、米中対立など課題は山積しているが、就任演説で訴えたように、国民を団結させられるか注目される。

図表 3-1 新大統領による主な大統領令

計30本署名 (2月12日時点)	
前政権から転換	<ul style="list-style-type: none"> パリ協定復帰 WHO脱退手続き中止 イスラム諸国からの入国制限廃止 「国境の壁」建設中止
前政権を継承	<ul style="list-style-type: none"> バイ・アメリカン法の運用強化
新たな方針	<ul style="list-style-type: none"> 連邦省内内のマスク着用義務化など新型コロナ対策を強化 刑務所改革など人種差別解消に向けた取り組み強化

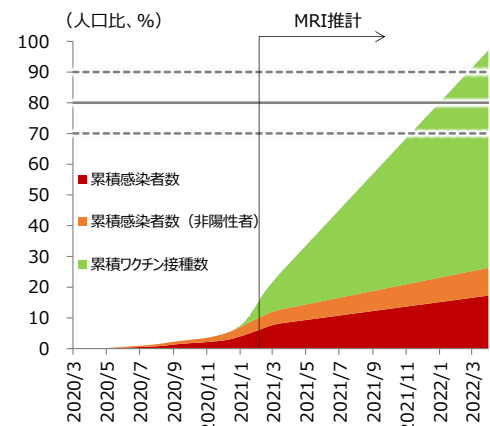
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

20年10-12月期は回復鈍化、経済活動正常化は21年末以降に

米国10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.0%となり、20年は前年比▲3.5%となった。10-12月期も回復は維持したが、反動増となった7-9月期(同+33.1%)から回復ペースは鈍化した。

米国の新規感染者数は、ピークは過ぎたものの2月中旬現在で1日あたり10万人近い状況にあり、累積死者数は約50万人と、第二次世界大戦の戦死者数を上回った。全国単位のロックダウンは実施していないが、一部州では再度防疫措置を強化しており、経済活動が抑制された状態だ。20年末からワクチン接種が開始されたが、集団免疫獲得に必要な「人口の70-90%が2回接種を受けた状態」には遠い。バイデン大統領は就任100日以内に1億回、夏までに国民全員の接種を目指しているものの、ワクチン接種に加え、感染による抗体形成を考慮しても、集団免疫獲得による経済活動正常化は21年末以降になる可能性が高い(図表 3-2)。

図表 3-2 集団免疫達成時期の試算



注：数字の前提は総論 P.5 参照。感染者がワクチン接種することは考慮していない。

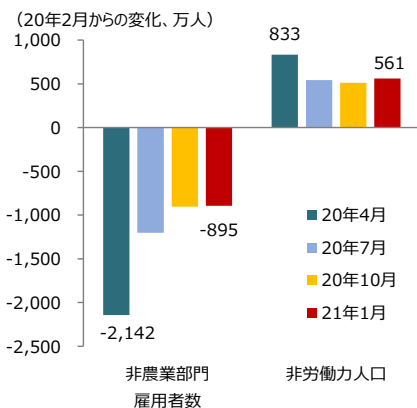
出所：Our World in Data より三菱総合研究所推計

家計部門は回復足踏みも、企業マインドは比較的好調

感染拡大を受けて家計部門の回復は鈍化している。非農業部門雇用者数は20年12月に8カ月ぶりに減少に転じるなど回復が足踏みしており、非労働力人口はコロナ危機前(20年2月)と比較して約560万人増加した状態だ(図表 3-3)。移転所得の増加により好調だった個人消費も、感染拡大と雇用・所得環境の悪化により消費者マインドの改善が進まず、3カ月連続減少している。

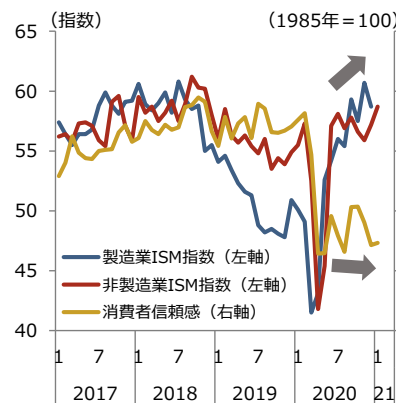
停滞する家計部門と比較して企業部門は好調だ。テレワーク需要や巣籠消費に支えられた製造業だけでなく、感染拡大の影響を大きく受ける非製造業でも企業マインドは高水準にあり(図表 3-4)、企業利益は20年7-9月期に前年比でプラスに転じた(図表 3-5)。また、IT部門が牽引して米国株価(S&P500)は過去最高値を更新している。

図表 3-3 雇用環境



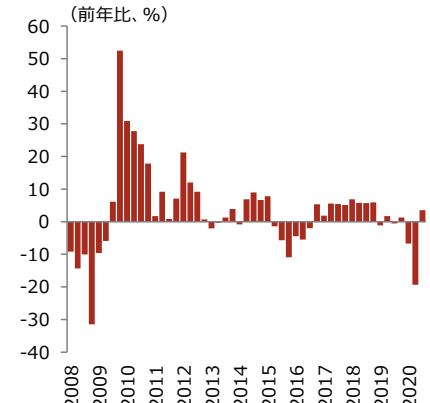
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-4 企業・消費者マインド



出所：米供給管理協会、The Conference Board より三菱総合研究所作成

図表 3-5 企業利益



注：直近は20年7-9月期。

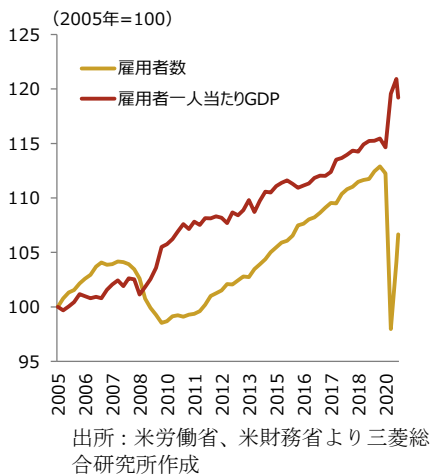
出所：米国財務省より三菱総合研究所作成

感染長期化による「雇用なき景気回復」に警戒

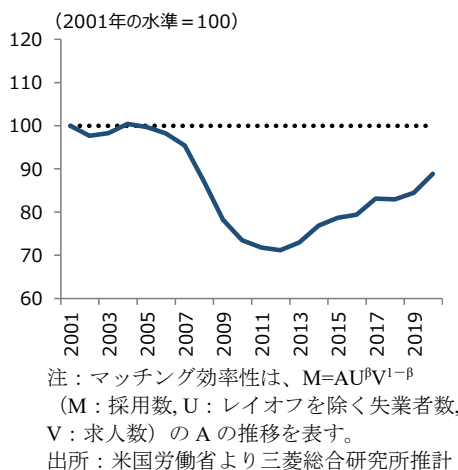
気がかりなのは「雇用なき景気回復」だ。雇用者数に比べ実質 GDP の回復が早いことから雇用者一人当たり実質 GDP は急上昇している（図表 3-6）。世界金融危機時には長期失業者数が増加し、雇用者数が元の水準に戻るのに数年を要した。企業側が不況を機にデジタル化などの効率化を進めたことで労働需要が減少したのに加え、失業者側と企業側でスキルのミスマッチが加速し、求人数の増加が失業者の再就職につながりにくくなったことが背景にある（図表 3-7）。コロナ危機下も企業はデジタル化・自動化の流れを加速させており、設備投資の先行指標である非防衛資本財受注は過去最高を記録した。失業者数が高止まりしているサービス業では接触回避のために自動化が積極的に進められており、全米経済研究所（NBER）の研究²では、新型コロナ感染と自動化双方のリスクが高い職として小売販売員やレジ係が挙げられている。さらに、教育水準の低い女性が最もリスクが高いとされ、労働者の属性による格差拡大も気がかりだ。失業給付など所得支援は短期的な支えにはなるものの、長期的な労働市場の回復には職業支援などによるスキルのミスマッチ縮小が不可欠であろう。

一方で明るい兆しもみられる。新規ビジネス申請件数は 20 年 7-9 月期以降に急増し、そのうち雇用を伴うビジネスに転換する可能性が高い案件（High-Propensity Business）も 20 年は前年比 18% の増加となっている（図表 3-8）。業種別（除く分類不明）では電子商取引を含む無店舗小売が一番多く、専門・科学・技術サービス、管理・支援サービスと続く。世界金融危機時にはこうした動きはみられなかったが、政府の財政支援により企業・個人に資金に余裕ができたことが一因とみられる。新規事業が実際に雇用結びつくには時間を要するが、逆境のなかこうした動きがみられることには期待が持てよう。

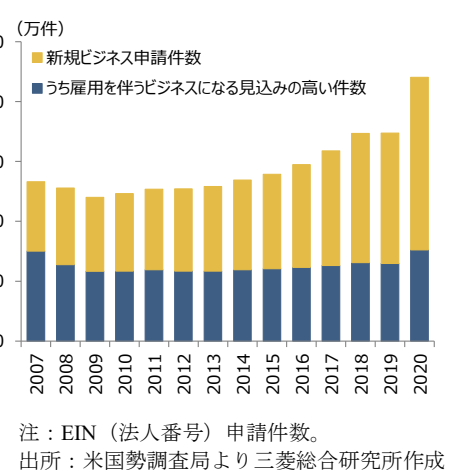
図表 3-6 雇用者一人当たり GDP



図表 3-7 マッチング効率性



図表 3-8 新規ビジネス申請件数

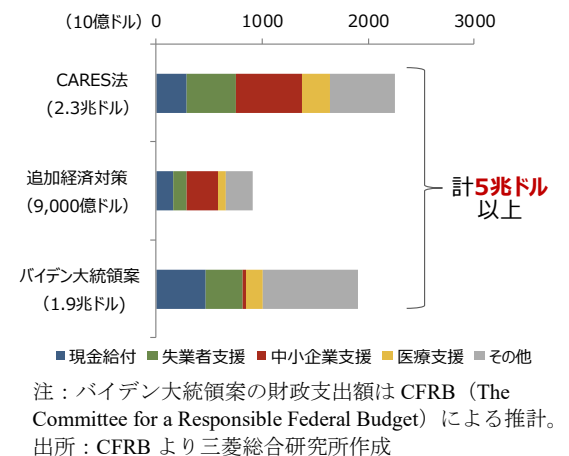


連邦政府の大規模財政支出が景気回復を下支え

21 年以降の米国経済は、政府の経済対策に下支えされよう。20 年末には一人 600 ドルの現金給付や失業給付増額を含む 9,000 億ドル規模の追加経済対策が議会で合意に至り、懸念されていた「財政の崖」による景気の二番底は回避された。さらにバイデン大統領は、一人 1,400 ドルの追加給付を含む 1.9 兆ドル規模の経済対策案を発表しており、個人消費が景気回復を牽引することが期待される。予定通りの規模で財政支出が行われた場合、政府による新型コロナ経済対策は 20 年 3 月に成立した CARES 法と合わせて 5 兆ドルを超える（図表 3-9）。ただし、最低賃金引き上げなど共和党の反発も予想されるものが含まれること、人事承認が長引く可能性があることから、早期の実現や当初の規模での実現が困難になるおそれがある。

加えて主要公約の一部も実現には時間を要するだろう。所得税や法人税の増税はコロナ危機の影響が残るなか、すぐに実施するとは考えにくい。税制案自体は民主党が両院で過半数を占める 22 年までに可決を目指すと思われるが、実際に増税を実施するのは 23 年以降だろう。また、製造業や環境インフラへの大型投資も予算策定に時間を要するため、実現は 22 年以降と見込む。

図表 3-9 連邦政府の財政支出



² Alex W. Chernoff, Casey Warman. COVID-19 and Implications for Automation. (<https://www.nber.org/papers/w27249>)

財政支出・ワクチン普及への期待から期待インフレ率が上昇

新政権の大規模財政支出やワクチン普及への期待が先行し、期待インフレ率 (BEI) はFRBが平均目標として掲げる2%を超えた水準まで上昇している (図表 3-10)。期待インフレ率の上昇は実質金利の低下を通じて、リスク資産のバブル化が懸念される。同時にワクチンが普及し景気回復がある程度進んだ段階で、米国の金融政策の出口観測が市場で強まれば、リスク資産からの資金引き上げにより資産価格暴落にもつながりかねない。13年にはバーナンキ議長 (当時) がテーパリング (資産買入ペース縮小) を示唆しただけで市場が大混乱した経緯もある。現状、景気回復の鈍化・緩んだ労働需給により直近のインフレ率は、前年比 2%には遠く (12 月は同 1.4%)、すぐに金融引き締めに動くことは考えにくい、今後出口を見据えるなかでFRBには慎重な舵取りが求められる。

図表 3-10 期待インフレ率・ドル指数



注：直近は2月11日。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

財政支出の下支えにより、21年半ばにはコロナ危機前の水準に

米国経済は感染が続くなかでも財政支出の下支えにより、消費主導の回復が続くと見込む。21年の実質GDP成長率は、前年比4.2%と前回11月見通しから上方修正した。これにより、21年半ばにはコロナ危機前 (19年末) の水準に戻る。22年の成長率は、政策効果が剥落する一方、経済活動正常化が期待されることから同+3.4%と予想する。下振れリスクとして、財政支出を含むバイデン政権の内政運営難航が挙げられる。その場合、成長下振れのみならず、株価へも悪影響を及ぼしかねない。また、米国経済の先行きは、感染状況やワクチン普及状況にも左右される。ワクチン普及時期は22年前半と想定しているが、変異株の感染拡大や副反応などにより普及時期が前後する可能性がある。

図表 3-11 米国の経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2019	2020	2021	2022
実質GDP	2.4	▲3.5	4.2	3.4
個人消費	2.3	▲3.9	5.1	4.4
設備投資	3.1	▲4.0	5.0	3.1
住宅投資	▲0.2	5.9	11.1	3.8
在庫投資寄与度	0.0	▲0.7	0.8	▲0.3
政府支出	2.5	1.1	1.7	2.2
純輸出寄与度	0.0	▲0.0	▲1.6	▲0.1
輸出等	0.5	▲13.0	8.8	10.4
輸入等<控除>	0.3	▲9.3	13.5	8.7
FFレート誘導水準 (年末)	1.5-1.75	0.0-0.25	0.0-0.25	0.0-0.25
失業率	3.7	8.2	5.3	4.5

出所：三菱総合研究所

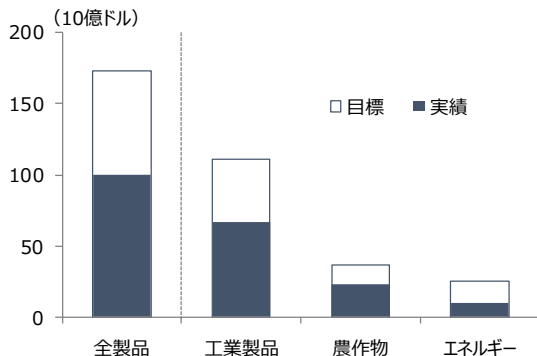
米中関係は貿易以外の分野でも対立深まる

新政権下でも米中関係は厳しい状況が続くと予想される。環境など一部分野では米中協調が期待されるが、貿易や安全保障など従来の対立軸に加え、人権問題への追及激化も予想される。

貿易分野では追加関税の導入は見送られる一方で、国内産業保護の姿勢は変わらないため、20年1月に成立した「第一弾合意 (貿易量の拡大や知財保護など主要7分野からなる合意)」や既存の制裁関税については継続する可能性が高い。第一弾合意の履行状況は新型コロナによる貿易量減少の影響もあり、11月の段階で目標の6割未満にとどまっている (図表 3-12)。加えて、為替操作や国有企業への補助金など、中国の貿易政策の根本的問題にも本格的に踏み込んでいくとみられる。

安全保障分野では、前政権が中国軍関連企業への米投資家による投資を禁止する大統領令を発令したのを受け、中国通信大手3社のNY市場上場廃止が決定された。中国企業は米金融市場での資金調達を近年増やしているが、今回の措置を受けて中国通信大手3社の株式時価総額は20年に大きく下落した (図表 3-13)。安全保障から金融分野というように、米中対立が拡大することが懸念される。

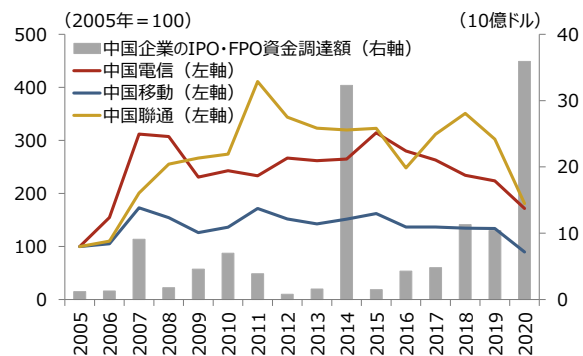
図表 3-12 米中貿易交渉 第一弾合意履行状況



注：中国の米国からの輸入額。20年12月時点。

出所：PIIE "US-China phase one tracker" より三菱総合研究所作成

図表 3-13 米株式市場における中国企業の株価・資金調達



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

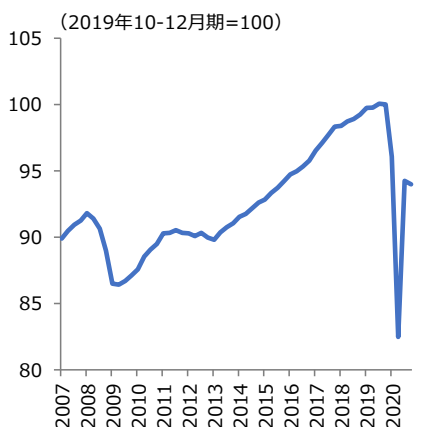
4. 欧州経済

20年10-12月期のGDPは再びマイナス成長、経済活動抑制が必要な局面に

20年10-12月期の欧州主要5カ国の実質GDP成長率は、季調済前期比▲0.3%と再びマイナス成長となった(図表4-1)。国別では、イタリア(同▲2.0%)、フランス(同▲1.3%)で経済が縮小した(図表4-2)。10月以降、変異株の発生もあって新型コロナウイルスの感染拡大ペースが再度加速し、ロックダウンが再導入されるなど経済活動の抑制度合いが強まったことが、GDPの落ち込みにつながった。

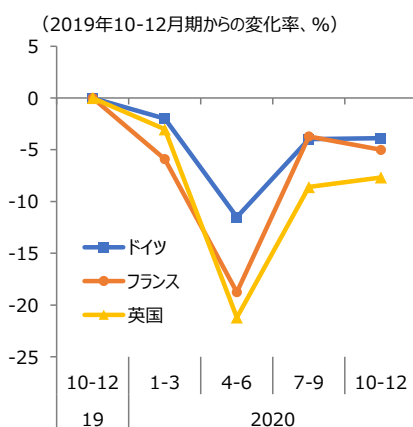
21年1-3月期は感染拡大を抑えるために経済活動を抑制する局面に入っている(図表4-3)。20年4-6月期に比べると、経済活動の抑制度合いは小さいものの、2四半期連続でのマイナス成長となる可能性が高い。

図表4-1 実質GDP



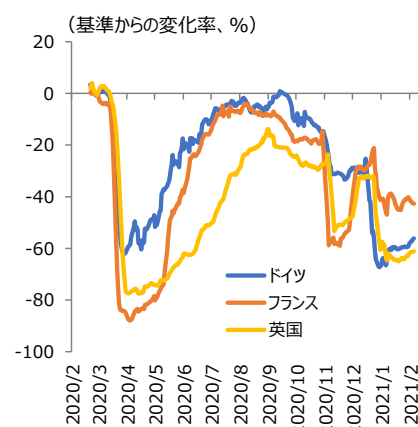
注：独仏伊西英の5カ国の合計。
出所：Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-2 各国の実質GDP



出所：Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-3 外出行動(小売・娯楽)



注：後方7日移動平均。
出所：Google「COVID-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

コロナ危機で企業活動の抑制が続く、22年にかけて力強さを欠くと予想

ユーロ圏の企業活動は、製造業では20年4月を底に持ち直しが続いている(図表4-4)。輸出や域内での財消費の持ち直しを背景に、生産が19年平均の水準まで回復しており、製造業の景況感(PMI)は拡大縮小の目安である50を上回って推移している(図表4-5)。一方、サービス業では、域内の外出自粛による消費の落ち込みが重しとなり、企業の景況感(PMI)は低い水準での推移が続いた。

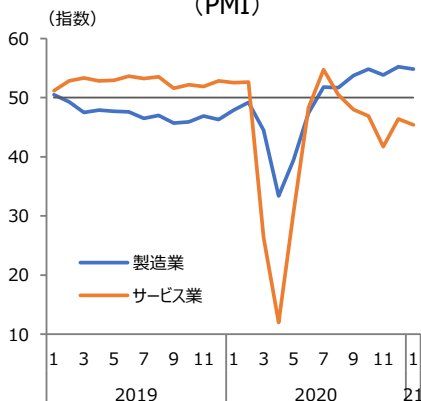
先行きの輸出・生産・企業活動は、20年後半の感染拡大の影響を受け、20年末~21年初にかけて再度落ち込む可能性が高い。感染拡大が落ち着いた後には改善に転じるものの、感染が進むなかでの改善ペースは極めて緩やかとなるだろう。世界的に感染拡大が進んでおり、域内外での経済活動の持ち直しには時間がかかるとみられ、力強さを欠くと予想する。

図表4-4 ユーロ圏の輸出・生産



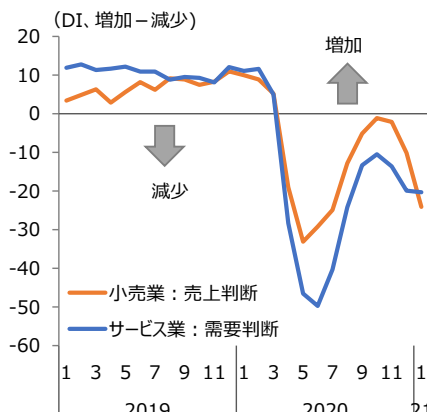
注：財輸出は金額、鉱工業生産は数量。
出所：Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-5 ユーロ圏企業の景況感(PMI)



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表4-6 企業の需要判断



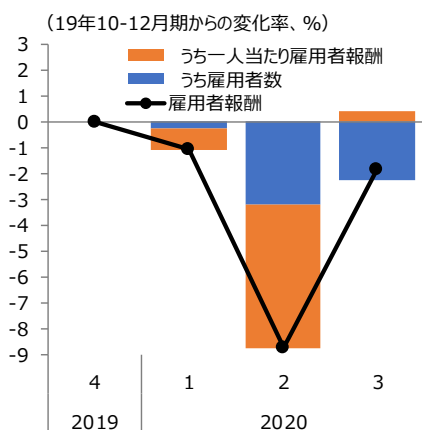
注：過去3カ月間の状況。ユーロ圏。
出所：Eurostatより三菱総合研究所作成

消費も弱い動きが継続、雇用削減が今後の重しに

消費は再び悪化に転じている。企業の需要判断は、新型コロナの感染拡大加速を背景に各国で再度ロックダウンが導入されたこともあり、11月以降、小売業・サービス業ともに悪化に転じた（図表 4-6）。

先行きの消費は、20年末～21年初にかけて再度落ち込むとみる。感染者数の増加ペースが再び高まっており、感染回避のため消費は一定程度抑制されるだろう。雇用・所得環境の悪化による家計の購買力低下も消費の重しとなろう。政府による雇用維持策にもかかわらず、雇用者数は減少しており、雇用者報酬は落ち込んでいる（図表 4-7）。加えて、今後は、労働時間の調整により企業内で維持されている雇用も削減が進み、消費の抑制が一段と強まる可能性がある。既に若年層を中心に失業率は高まっており（図表 4-8）、国別では特にスペインが悪化している。失業が一段と増加・長期化すれば、若年層を中心に人的資本の蓄積が遅れ、中長期的な経済成長の重しとなりかねない。

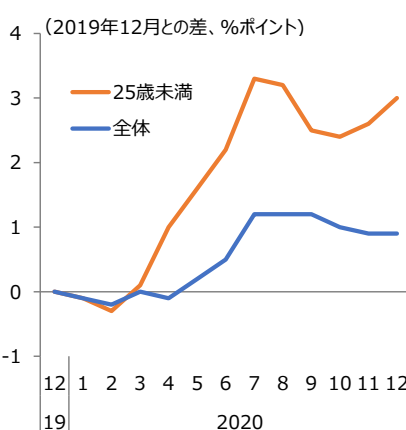
図表 4-7 雇用者報酬



注：ユーロ圏。

出所：ECB より三菱総合研究所作成

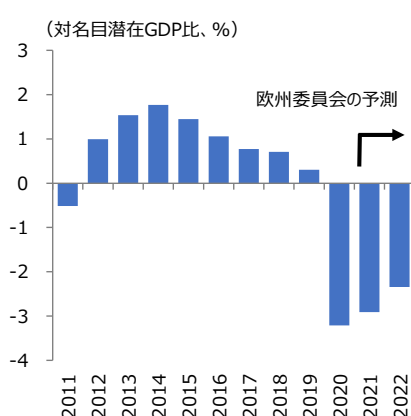
図表 4-8 失業率の変化



注：ユーロ圏。

出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-9 ユーロ圏の構造的財政収支



注：利払いを除く。

出所：欧州委員会より三菱総合研究所作成

英国の EU 離脱交渉は、新たな通商協定に合意、関税ゼロは維持へ

12月下旬、英国と EU は EU 離脱の移行期間終了後に適用される新たな通商協定に合意した。英国-EU 間の貿易において通関手続きは復活するものの、関税ゼロは維持されることとなった。合意の大きな障壁となっていた、①英国海域での EU の漁業権は、EU は漁獲割り当てを 25%減少させること、②英国の産業政策への EU ルールの適用については、自動適用を見送ること、で折り合った。

英国-EU 間の離脱交渉の不透明感が解消されたことは、英国と EU 経済にプラスに作用するだろう。仮に合意なし離脱となり英国-EU 間の貿易に関税が復活した場合には、英国は▲1.7%ポイント、EU 加盟国でも平均して▲0.3%ポイント、実質 GDP が押し下げられると予想されていた。

ドイツのキリスト教民主同盟の党首は、メルケル路線継承のラシェット氏に

21年1月中旬、ドイツの与党、キリスト教民主同盟 (CDU) で新型コロナの感染拡大を理由に延期されていた党首選が行われ、中道派のラシェット氏が新党首に選ばれた。05年からドイツの首相を務めてきたメルケル氏は21年9月に退任予定であり、ラシェット氏は次期首相の有力候補となった。ラシェット氏はメルケル路線を継承する方針である。ただし、21年9月下旬に予定される総選挙の動向や、メルケル氏並みの存在感を示せず、EU 諸国をまとめられない可能性など、先行きの懸念は残る。

22年にかけて、欧州主要5カ国経済は、持ち直しの動きが継続

21年の欧州主要5カ国経済は、①一定の防疫措置、②雇用・所得環境の悪化、③財政悪化懸念による段階的な財政支援の縮小（図表 4-9）が重しとなるものの、ワクチンの普及を背景に持ち直しの動きが続くだろう。22年は集団免疫を獲得する国を中心に防疫措置が緩和され、経済活動の回復傾向が強まるとみる。22年半ばに防疫措置を緩和するシナリオ①（詳細は総論 P.6 参照）のもとで、21年の実質 GDP 成長率は前年比+5.3%、22年は同+2.5%と予想する。コロナ危機前のピークにまで回復するのは22年後半以降となる見込みだ。

最大の下振れリスクは、ロックダウンの長期化

先行きの下振れリスクは、ロックダウンの長期化だ。その場合、雇用・所得環境がさらに悪化、企業倒産も増加する。家計の購買力の低下や、不良債権の増加による銀行の貸出機能の低下によって、感染終息後のユーロ圏域内外で需要の持ち直しが抑制されかねない。

米中対立の長期化が予想されるなか、アジアや欧州との経済連携の強化を進める

冬場に世界で新型コロナの感染が再び拡大するなか、中国でも局所的に感染が広がり都市封鎖が行われるなど警戒すべき状況にある。21年3月に全国人民代表大会（全人代）を控え、中国政府は感染拡大を抑えるべく、春節連休期間（2/11-17）の帰省自粛を以前から呼びかけていた。このため、人の移動規模は例年より小さくなり、国内需要を下押しした可能性がある。なお、中国では12月中旬よりワクチン接種が開始されており、ワクチンを少なくとも1回接種した人の数は2月上旬に4,000万人を超えた。

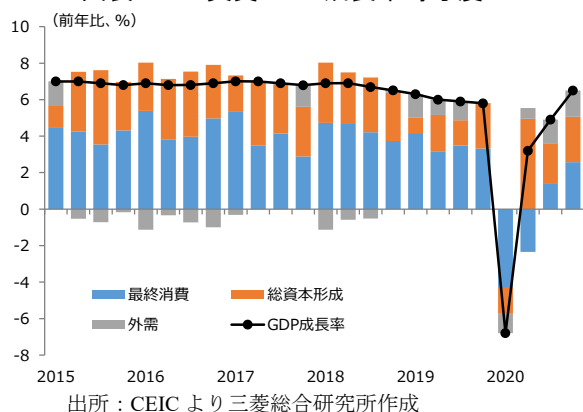
外部環境では、米国で1月20日にバイデン新大統領が就任した。中国は、新政権発足後の米国とも選択的なデカップリングが進行することを想定し、アジアや欧州との経済連携の強化を進めている。20年11月にRCEP（東アジア地域包括的経済連携）に署名、習近平国家主席は同月、TPP11（環太平洋経済連携協定）参加を「積極的に検討する」と表明した。また12月末には、EUとの間でCAI（包括的投資協定）締結で大筋合意し、さらにワクチン外交を展開して新興国でのプレゼンスを高めている。

こうした状況下、20年10月に打ち出した新たな5カ年計画で、国内市場と国際市場をうまく連結させ、国内大循環を主体とする、国内外の「双循環」が互いに促進しあう新たな発展構造を形成することを明記した。厳しい国際情勢を背景に、中国政府は消費促進を中心とした内需拡大を進める方針だ。

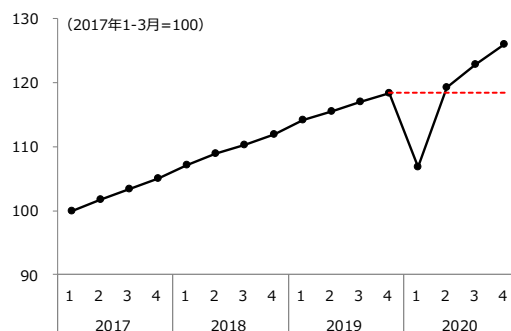
コロナ危機下でも20年はプラス成長

20年10-12月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%と、7-9月期の同+4.9%から成長が加速した（図表5-1）。20年の実質GDP成長率は前年比+2.3%と、日米欧がマイナス成長となるなか、主要国で唯一プラス成長を維持した。世界全体ではGDPがコロナ危機前の水準に回復するのが21年後半と見込まれるなか、中国は世界に先駆けて既に20年4-6月期に達成するなど、新型コロナの感染拡大を抑制した中国の景気回復ぶりが他の先進国と比べて顕著となっている（図表5-2）。

図表 5-1 実質 GDP 成長率寄与度



図表 5-2 実質 GDP (季節調整値)



注：17年1-3月の実質GDP季節調整値を100として指数化。赤線はコロナ危機前の水準。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

過剰債務の積み上がりにより投資効率の低下に拍車がかかるおそれ

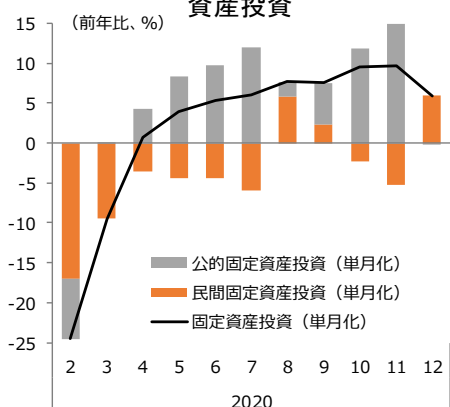
これまでの中国経済の回復は総資本形成が牽引してきた（図表5-1）。また、固定資産投資の伸びは公的部門に支えられた面が大きい（図表5-3）。20年に、地方政府がインフラ関連事業などを目的に発行した専項（特別）債券の総額は、3.3兆元に達するなど記録的な積み増しとなった（図表5-4）。しかし、経済の正常化に伴い、地方特別債の発行は20年末に一巡している。12月に行われた中央経済工作会議では「積極的な財政政策と穏健な金融政策を維持する」方針を確認、22年にかけて次世代情報通信ネットワーク（5Gなど）の整備・活用といった「新型インフラ」への投資拡大は見込まれるも、公的部門の固定資産投資は20年のような拡大ペースからは鈍化しよう。インフラ投資の拡大ペースは20年後半にやや鈍化する一方、製造業投資が増えており、遅れていた設備投資の回復もみられつつある（図表5-5）。

また、中国の国有企業および民間企業が発行した社債のうち、20年に債務不履行となった銘柄件数は150件、金額は1,697億元にのぼり、19年1,495億元を上回って過去最高額となった（図表5-6）。特に昨年11月以降、中国で半導体国産化の担い手として期待されていた紫光集団が立て続けに債務不履行を起こすなど、国有大手企業のデフォルトが目立っている。中国経済が正常化に向かうなか、中国当局は金融環境をコントロールしつつ公的支援を徐々に縮小しており、資金調達環境が厳しくなっている状況が窺える。

国際決済銀行によると、中国の家計、企業、政府の総債務は世界金融危機後に右肩上がり増加し、20年4-6月期にはGDP比で280.3%に達した(図表5-7)。過剰債務がもたらす実体経済への影響は以下の2点で顕在化しよう。まず、過剰債務の存在が設備投資を抑制する方向に働く点だ。過剰債務企業は債務返済を優先させ、新規投資を手控える傾向にあり、投資拡大ペースは今後鈍化する可能性が高い。

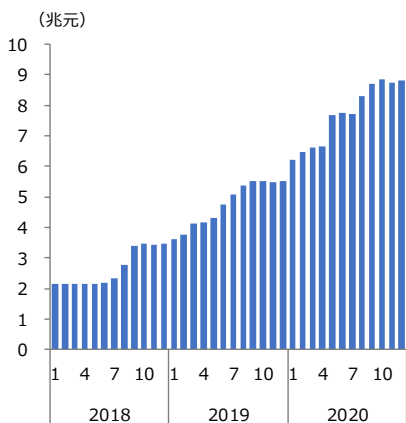
次に、過剰債務企業の存続により、経済全体の生産性が低下するおそれがある点だ。世界金融危機後、債務の過剰な積み上がりと並行して、過剰投資の影響などから投資効率の低下がみられている。1%の経済成長率引き上げのために必要な追加的な資本ストックを示す限界資本係数を推計すると、同係数はここ10年で一貫して上昇しており、世界金融危機前に比べて2倍以上となっている(図表5-7)。ゾンビ企業が市場から退出せず、経済全体で労働力や資本などの生産要素の非効率な配分が放置されれば、投資効率の低下に拍車がかかろう。

図表 5-3 公的・民間別でみた固定資産投資



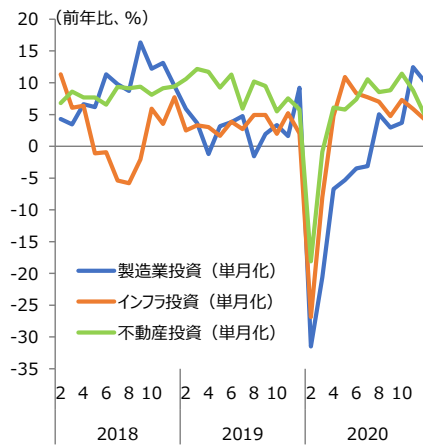
注：公的固定資産投資は全体の固定資産投資から民間を除いた残差として計算。
出所：Wind より三菱総合研究所推計

図表 5-4 地方特別債発行残高



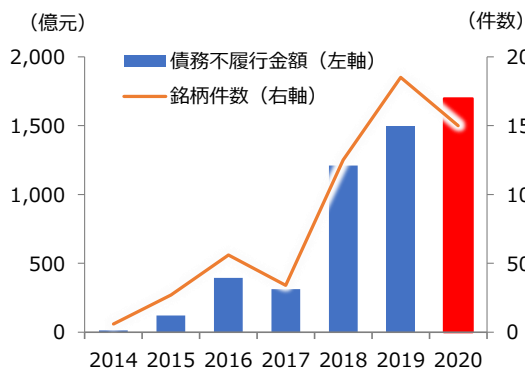
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-5 固定資産投資の内訳



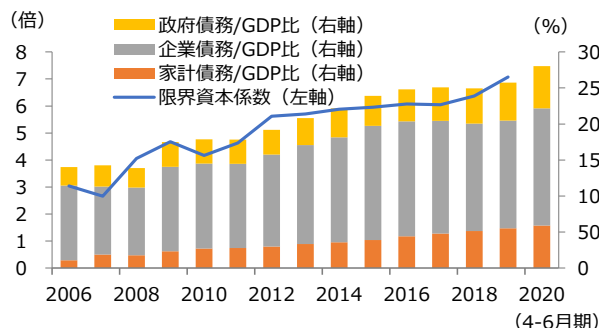
出所：Wind より三菱総合研究所推計

図表 5-6 企業の社債デフォルト



出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-7 総債務と限界資本係数



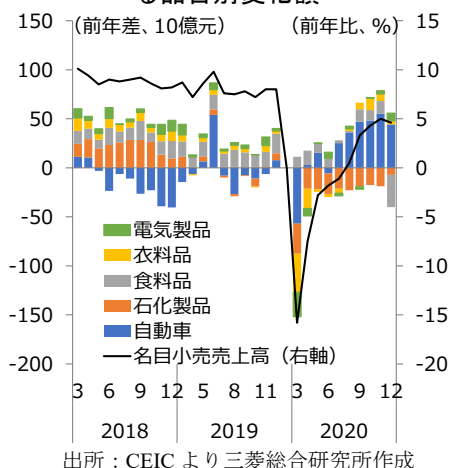
注：限界資本係数=総固定資本形成の対名目GDP比/実質GDP成長率。係数が大きくなるほど投資効率は低下。
出所：Wind、BIS より三菱総合研究所推計

「双循環」実現に向けて求められる民間消費の自律回復には時間を要する

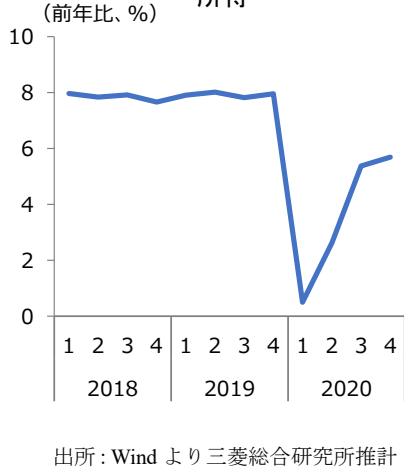
消費では、12月の名目小売売上高は前年比+4.6%と前月の同+5.0%からわずかに減速するも5カ月連続のプラスとなり、消費は緩やかな回復傾向にある(図表5-8)。ただし、自動車消費の増加分が小売売上全体の増加分の約4割を占めるなど、地方政府による販売支援策を受けた自動車購入の増加に依存するところが大きい。ここ数年、前年比8%前後で推移していた一人当たり名目可処分所得は、20年同+3.5%に低下した。四半期データから推計すると、20年10-12月期には前年同期比+5.7%まで戻すも、所得環境は依然として弱い(図表5-9)。また、1月の消費者物価指数は前年比▲0.3%、食品・エネルギーを除くコア指数も同▲0.3%と09年11月以来のマイナスに転じるなど、需要の弱さがうかがえる(図表5-10)。前述のように、春節期間中の移動自粛による需要下押しの影響も懸念される。

先行きについては、雇用所得環境は22年にかけて改善傾向を辿るも緩やかなペースになると予想する。政府による自動車購入支援もEVなどの新エネルギー車向けを除けば段階的に縮小しよう。「双循環」実現に向けて必要な民間消費全体の自律回復にはまだ時間を要するとみられる。

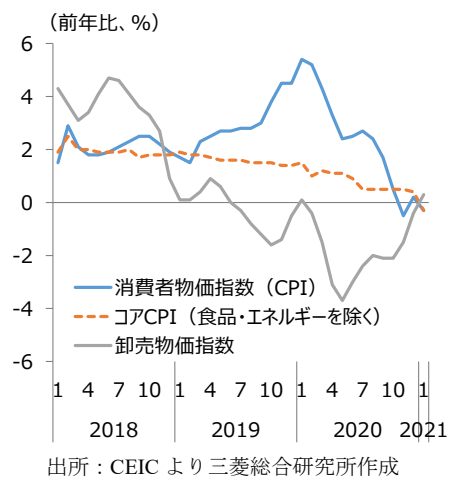
図表 5-8 小売売上高と消費に占める品目別変化額



図表 5-9 一人当たり名目可処分所得



図表 5-10 物価指数

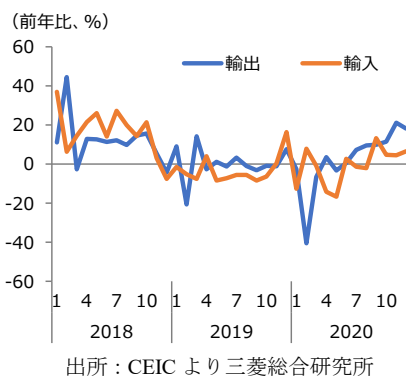


輸出は電気製品・部品が牽引して堅調、世界貿易の中国依存度高まる

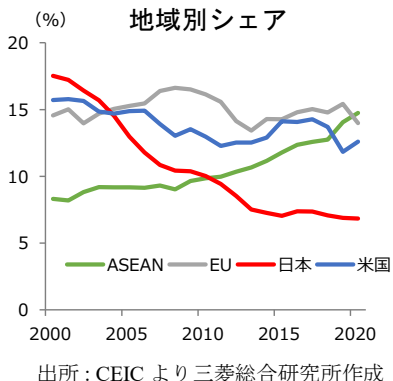
コロナ危機で世界的に貿易が低迷するなか、中国では 12 月の輸出が前年比+18.1%と好調が続いている (図表 5-11)。品目別にみると、世界的なリモートワークの拡大などを支える電気製品・部品の輸出が 12 月は前年比+34.6%と高い伸びとなっている。また、輸入も同+6.5%とプラスが続いている。

国・地域別でみると、20 年の ASEAN との貿易額は前年比+7.0%増加、地域別シェアで 14.7%と EU を抜いて首位となった (図表 5-12)。近年の米中貿易摩擦の影響、さらにコロナ危機を受けてサプライチェーンの再構築が進むなか、中国企業が ASEAN への投資を増やしている。さらに RCEP の効果も見込まれることから、貿易・投資面で ASEAN と中国の経済的結びつきは一層強化されよう。また、オランダ経済政策分析局 (CPB) による世界貿易量指数をみると、コロナ危機で世界全体の輸出が大きく落ち込むなか、中国の輸出は 20 年 7 月以降、前年比プラスで寄与するなど、世界貿易における中国の存在感が高まっている (図表 5-13)。マスクなどの繊維製品や電気製品といった 20 年の特需は剥落し減速するも、世界需要の緩やかな回復を受けて、輸出は底堅く推移すると見込む。

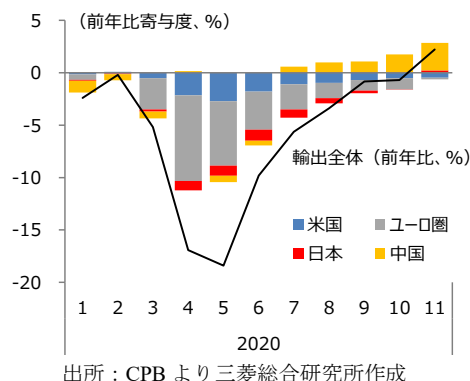
図表 5-11 輸出入動向



図表 5-12 中国貿易量の各国・地域別シェア



図表 5-13 世界貿易量指数 (輸出)



内需の緩やかな回復を想定、債務拡大に伴う信用収縮や米中対立の深刻化のリスクに要注意

21 年以降、「新型インフラ」や環境分野では引き続き公的部門による投資拡大が見込まれるものの、全体として公的部門の投資は鈍化しよう。一方、民間部門による設備投資は緩やかな回復傾向を迎えること、また堅調な輸出が続くことを想定し、21 年の実質 GDP 成長率を前年比+7.8%、22 年を同+5.7%になると見込む。ただし、所得の回復が遅れることから、消費の成長率押し上げは限定的なものにとどまろう。

中国経済のリスクとして、感染再拡大と防疫措置の実施、中国国内の債務拡大に伴う信用収縮、米中対立の深刻化が挙げられよう。まず、債務の拡大について、地方政府傘下の投資会社「融資平台」の債券発行額は、20 年に 4.1 兆円と 19 年 3.5 兆円を上回り過去最高額となっている。企業の社債デフォルトの頻発により、融資平台に対しても「暗黙の政府保証」への懐疑的な見方が強まることで、デフォルトが連鎖的に波及する事態となれば、信用収縮により金融危機を招くおそれがあり注意を要する。また、米中の選択的デカップリングはバイデン政権となっても想定すべきシナリオだ。米国の対中制裁が西側同盟国に広がり、金融面などにもデカップリングが拡大することになれば、中国経済への影響は深刻化しよう。

(1) 総論

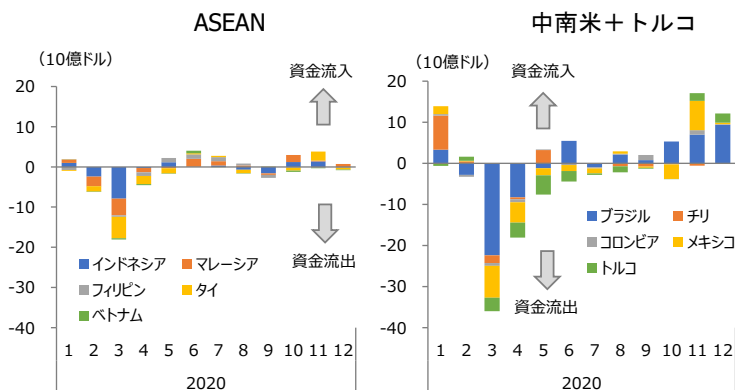
資金流出は 20 年後半に落ち着き、22 年にかけては米金融政策の動きに注目

新興国でも新型コロナの感染が拡大している。特に中東諸国で感染拡大が深刻化し、人口 100 万人当たりの累積感染者数で見ると、イスラエル、バーレーン、カタールが 5 万人を上回り、欧米諸国並みの水準となっている。しかし、これらの国では欧米諸国に比べて死亡率が低く抑えられていることに加え、ワクチン接種が進む期待もある。

新型コロナの感染拡大を受け、20 年春には新興国から多くの資金が流出したが、米国をはじめ世界が同時に緩和的な金融政策運営を行ったことから、トルコなど一部を除き落ち着きを取り戻した（図表 6-1）。その後、11 月以降、米大統領選の結果およびワクチン普及への期待などからリスク選好が高まり、新興国への資金回帰がトルコ、ブラジルなどでもみられた。ただし、21 年入り後には、バイデン大統領が就任前に公表した 1.9 兆ドル規模の経済対策案を受けドルが上昇、さらに感染再拡大、ワクチンを巡る懸念も広がり、新興国通貨の上昇はやや抑制される展開となっている（図表 6-2）。

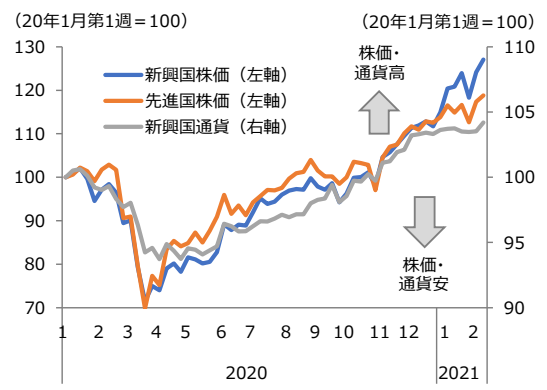
21 年は新型コロナの影響継続が予想されるものの、22 年にはワクチンの普及などで米国の景気回復力が強まってくる可能性があり、コロナ危機下で実施した量的金融緩和策の縮小が視野に入ってくる。既に米金融当局者の一部は 21 年内のこうした縮小論議の開始の可能性に言及しており、13 年にバーナンキ議長（当時）が資産買入ペース縮小を示唆したことで市場が混乱に見舞われた「テーパー・タントラム」を想起させている。米金融当局は 13 年の経験を踏まえ、市場との対話を慎重に行うと想定するも、今後、実際に金融政策の調整に関して本格的に議論する段階となれば、新興国市場からの資金流出が再び懸念される局面が出てこよう。

図表 6-1 資金流出入（非居住者、フロー）



注：株式投資と債券投資の合計。ベトナム、コロンビアは株式投資のみ。
出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-2 新興国の株価・通貨



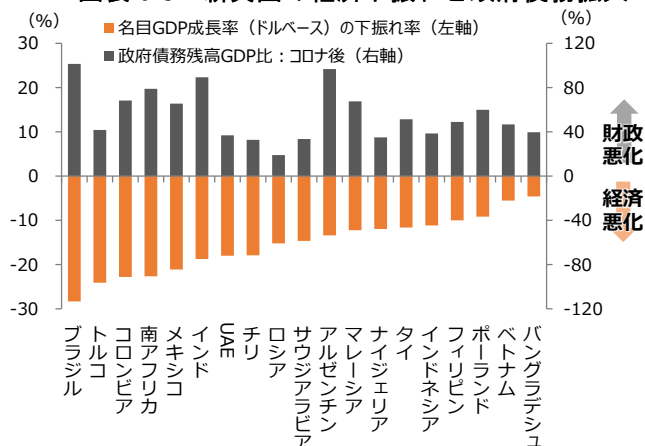
注：直近は 2 月 12 日の週。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

ドル建て債務の増大がリスクに

一部の新興国では財政余力の乏しいなか、コロナ対策による財政支出の拡大や経済悪化による税収の落ち込みの影響から政府債務が大幅に増加しており、次なる危機の火種として懸念されている（図表 6-3）。既にアルゼンチン、レバノンなどではデフォルトに至っているが、中長期的にみて、仮にデフォルトがブラジルやメキシコ、トルコなど比較的経済規模の大きい新興国にも連鎖するようになれば、これらの多額の債権を抱える先進国の経済も大きな打撃を受けるおそれがある。

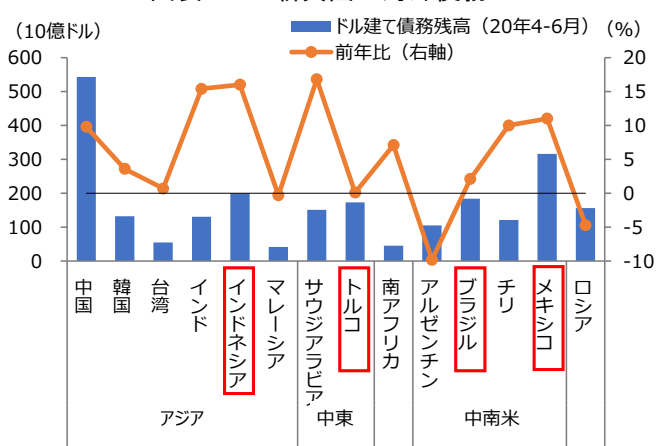
また、新興国のファンダメンタルズ（基礎的条件）を比較する際、ドル建て債務の動向に特に注意する必要がある。地域別では、インドネシア、トルコ、ブラジル、メキシコにおいて警戒すべき水準にある（図表 6-4）。20 年には、米国の大幅な金融緩和による金利の低下でドルの借り入れコストが低下し、ドル建て債務の拡大がみられたが、今後想定される米金融政策の調整の過程でドルおよびドル金利が上昇し、新興国で自国通貨が下落すれば、ドル建て債務の返済負担が膨らむことにつながる。また、自国通貨の下落により、実体経済においてもインフレのリスクが高まることになろう。

図表 6-3 新興国の経済下振れと政府債務拡大



出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 6-4 新興国の対外債務



注：黒線は前年比 0% (右軸)。

出所：BIS より三菱総合研究所作成

(2) ASEAN 経済

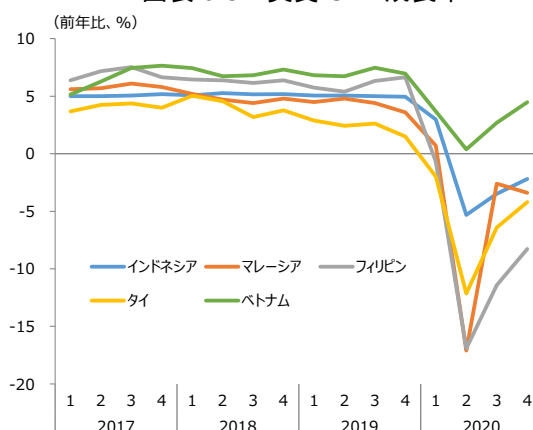
成長市場として注目される ASEAN 地域

米国でバイデン政権が発足しても米中対立の構図は継続するとみられるなか、ASEAN 地域は地政学上でも一層重要な経済圏になりつつある。中国はこれまで ASEAN との経済関係を強化してきたが、20 年 11 月に合意した RCEP の発効で、同地域との経済的結びつきを一層強めようとしている。一方、欧米、そして日本でもサプライチェーン多様化などの観点から、人口規模の大きい、そして成長性の高い ASEAN 市場を取り込むべく注目しているところだ。

感染状況、活動制限などにより明暗分かれる ASEAN 経済

ASEAN 諸国では感染状況の違いなどから、経済回復度に差がみられている。感染抑制に成功したベトナムの経済成長率は 20 年 (暦年) で前年比+2.9%と中国と同様にプラスを維持した。10-12 月期の実質 GDP 成長率をみると、ベトナムが前年同期比+4.5%と成長を加速する一方、フィリピン (同▲8.3%)、タイ (同▲4.2%) が 4 期連続のマイナス成長となり、経済の低迷が長引いている (図表 6-5)。また、感染拡大の続くマレーシアでは同▲3.4%と、7-9 月期同▲2.6%からマイナス幅が拡大した。インドネシア (同▲2.2%) はマレーシア同様に 3 期連続のマイナス成長となっている。ASEAN 経済は総じて 4-6 月を底に回復がみられているが、国ごとで回復ペースにばらつきがあり、20 年 (暦年) ではベトナム以外はマイナス成長となった。

図表 6-5 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。

出所：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

長引く防疫措置の影響などから消費回復に遅れ

20 年末より感染拡大の続くマレーシアでは 1 月 13 日からほぼ全土で厳格な活動制限令を敷いており、消費活動の停滞が長期化する見込みだ (図表 6-6)。マレーシアの小売・娯楽に関する外出行動抑制率は再び強まっており、小売や外食業界への影響が出ている (図表 6-7)。また、フィリピンでもマニラ首都圏などで外出・移動制限措置が 2 月末まで実施される予定であり、同国の小売・娯楽に関する外出行動の抑制率は、他国に比べて強い状況が続いている。一方で、感染拡大が抑制されているベトナムでは外出行動も増加しており、小売売上高は 20 年 6 月以降前年比プラスが続くなど、堅調に推移している (図表 6-8)。

自動車販売も国ごとで二分化している。インドネシアは 10-12 月前年比▲41.8%、フィリピンは同▲30.8%と大幅減が続いている (図表 6-9)。一方、6 月から半年間、乗用車の売上税 (10%) の減免措置を導入したマレーシアや、6 月に国産車の自動車登録料を半額にしたベトナムでは前年比プラスに転じるなど、財政支援策の有無により販売状況の差が如実にあらわれている。

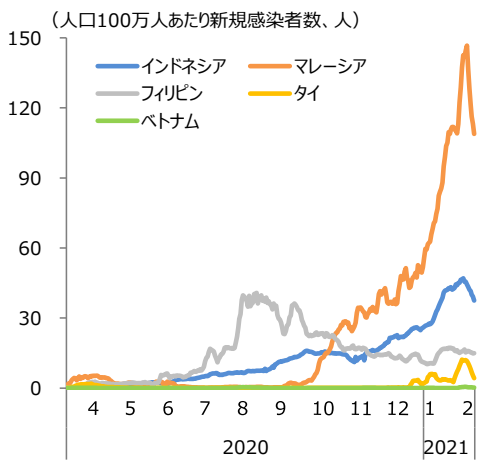
また、インバウンド需要の高いタイやフィリピンでは、旅行業界の不振が深刻になっている。両国とも GDP に占める観光産業の割合は約 2 割を占めるほか、観光産業での就業者の割合も 2 割を超えてお

り、サービス輸出だけでなく、雇用・所得環境の悪化を通じた内需へのマイナスの影響が長期化する見込みだ（図表 6-10）。

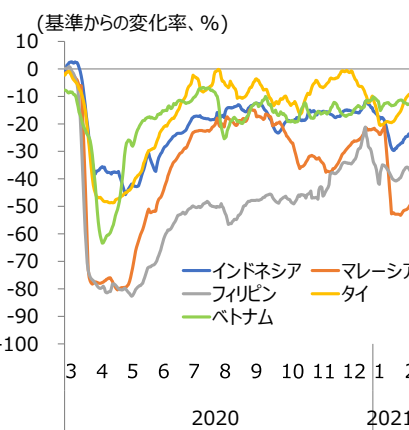
さらに、フィリピンでは、海外出稼ぎ労働者による送金額の減少も内需に影響を与えている。フィリピンでの海外出稼ぎ労働者による送金額は 20 年、前年比で▲7.0%減少したとみられており、内需を大きく下押ししている（図表 6-11）。

ASEAN 地域でも主に中国製のワクチン接種が開始されたが、普及には時間を要するとみられている。今後も感染拡大を完全には封じ込められず、防疫措置も 22 年にかけて残ることを想定し、消費の回復は緩やかなものにとどまると予想する。

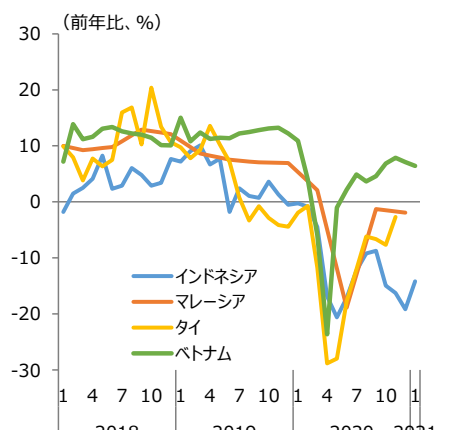
図表 6-6 新型コロナウイルス感染者数



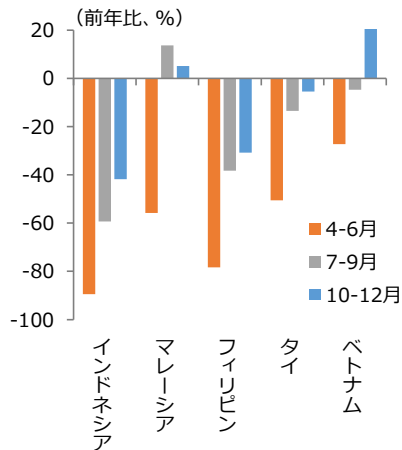
図表 6-7 外出行動（小売・娯楽）



図表 6-8 名目小売売上高



図表 6-9 自動車販売

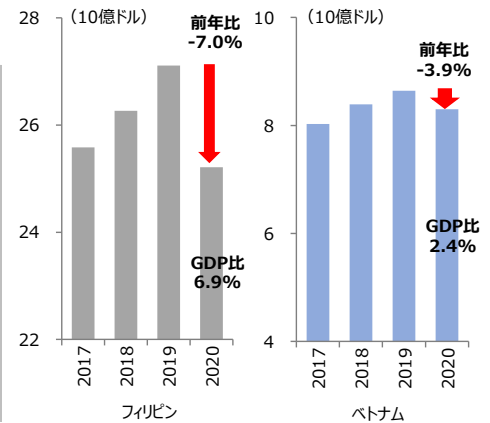


図表 6-10 観光産業のプレゼンス (2020年)

(%)	GDPに占める観光産業の割合	全輸出に占める国際旅行者支出	観光産業での就業者の割合
フィリピン	25.3	10.7	24.1
タイ	19.7	21.1	21.4
マレーシア	11.5	9.4	14.7
ベトナム	8.8	4.4	9.1
インドネシア	5.7	7.7	9.7

出所：WTTC より三菱総合研究所作成

図表 6-11 海外送金受取



貿易やサプライチェーンなどで ASEAN-中国の経済的結びつきは年々強化

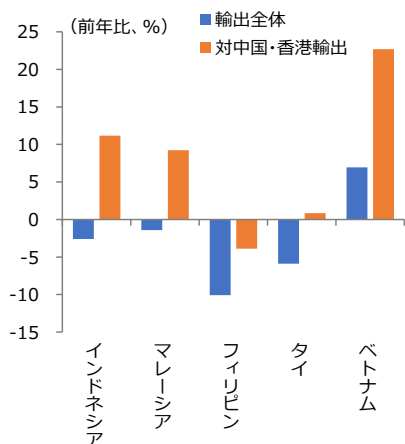
輸出の回復についても各国でばらつきがあり、ベトナムでは 20 年 6 月以降、前年比プラスが続くなど好調を維持している。特にベトナムでは、景気回復が進む中国向け輸出の高い伸び(20 年前年比+22.7%)が輸出全体の伸びを牽引する格好となった（図表 6-12）。ベトナムでは世界的に需要回復が顕著となっている電気製品・部品の輸出シェアが大きいことも、輸出好調の要因の一つとなっている（図表 6-13）。一方、その他の地域では、例えばインドネシア、マレーシアでは中国向け輸出は伸びているものの、全体としての輸出の伸びは 20 年、前年比でマイナスにとどまった。タイでは、自動車および石油化学製品などの輸出の回復が遅れた影響から前年比で大幅なマイナスとなるも、12 月より改善傾向にある。

OECD の GVC 後方参加度指数（輸出総額に占める他国からの付加価値、つまり中間財としての輸入額の割合）をみると、特にベトナムでは米中対立の以前から、中国から輸入した中間財に自国で付加価値を加えて輸出を増やしてきたことがわかる（図表 6-14）。直近の貿易統計より輸出入の地域別シェア

をみると、特にベトナムでは中国より中間財を輸入し、最終財を米国に輸出する構図がみてとれる（図表 6-15、16）。さらに、近年の米中貿易摩擦の影響から中国企業がベトナムへの直接投資を増やしており、サプライチェーンの再構築、生産移管が進展しつつある。したがって、ベトナムでの中間財生産が増加することで、中国からの GVC 後方参加度指数の伸びは鈍化するとみられるも、素材原料や部品などの中国からの輸入は増えるだろう。

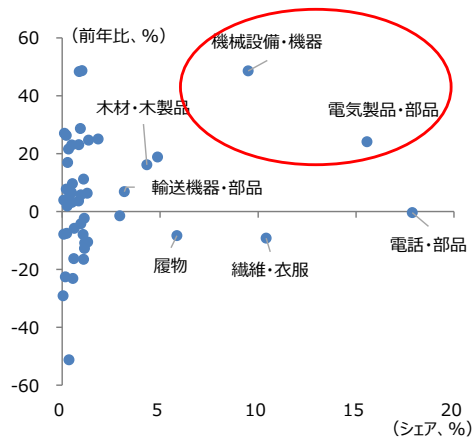
このように貿易やサプライチェーンなどで ASEAN と中国の経済的結びつきは年々強化され、中国への貿易依存度が高まりつつある。今後、22 年にかけての輸出動向は、こうした中国向けが好調を維持するほか、欧米など世界需要の緩やかな回復に伴い、改善傾向を辿ると予想する。

図表 6-12 輸出の伸び
(2020 年)



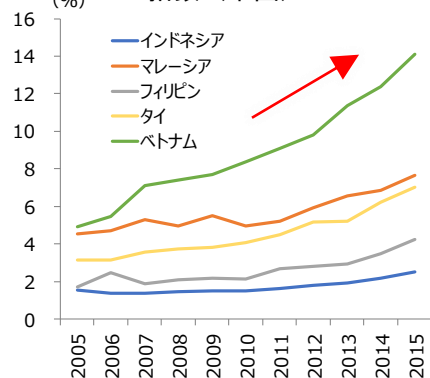
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-13 ベトナムの品目別輸出
(2020 年)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

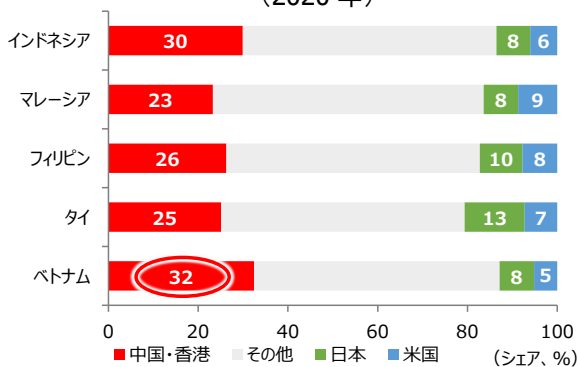
図表 6-14 GVC 後方参加度
指数 (中国)



注：GVC 後方参加度指数は、輸出総額に占める他国からの付加価値（中間財としての輸入額）の割合。ここでは中国からの付加価値の割合。

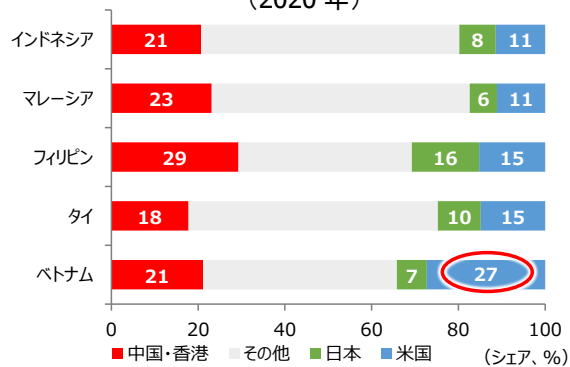
出所：OECD TiVA database より三菱総合研究所作成

図表 6-15 輸入の地域別シェア
(2020 年)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-16 輸出の地域別シェア
(2020 年)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

生産動向については総じて緩やかな回復傾向を辿るも、各国で回復度合いに違いがみられている。電子部品や電気製品など、好調な中国向け輸出に関連した生産活動は回復基調を強めており、ベトナムでは1月の生産指数は前年比+24.5%と大幅のプラスとなった。一方、タイでは12月の生産指数が同▲2.4%と再びマイナスに転じ、フィリピンでも前年比マイナスが続くなど、ベトナム以外の ASEAN 地域では生産活動の戻りは依然として鈍いままとなっている。先行きについては、輸出の回復に伴い、生産活動も持ち直していくと予想する。ただし、感染拡大が続くマレーシアで企業活動の停止措置が検討されているように、今後の感染再拡大、防疫措置の実施の可能性については引き続き注意を要しよう。

中国向け輸出に関連した生産活動が牽引し、緩やかな景気回復へ

ASEAN5 の経済見通しは、ワクチン普及に時間を要することで経済活動の抑制措置が 22 年にかけて断続的に続くシナリオを想定し、21 年の成長率を前年比+5.4%と予測、また 22 年の成長率を同+6.0%と予測する。中国向け輸出が好調を維持するほか、欧米など世界需要の緩やかな回復に伴い、生産活動が牽引して緩やかな景気回復基調を辿るも、消費の回復の遅れが足かせとなる。特に、感染の続くマレーシアやインドネシアでは内需の回復には時間を要するとみられる。また、インバウンド需要の高いタ

イやフィリピンでは、前述のようにサービス輸出のほか内需へのマイナスの影響が長期化する見込みであり、景気回復の足を引っ張ることになる。

先行きのリスクは、第一に感染の再拡大、長期化による防疫措置の厳格化や長期化、第二に債務問題の金融危機、通貨危機への発展である。第二のリスクについて、コロナ後、景気刺激策に伴い政府債務が増えているほか、失業や休業の増加に伴って、家計債務や企業債務も増加していることに注意する必要がある。もともと債務の大きかったマレーシアとタイでは、20年7-9月の総債務（家計、非金融法人、政府の債務の合計）がそれぞれ名目GDP比214.1%、同168.2%と高い水準まで膨らんでおり（IIF推計）、経済のファンダメンタルズが悪化している。金融の混乱に対して脆弱な状況下、債務問題から金融危機へ波及し、金融機関に対する信用剥落が起これば、自国経済を大きく押し下げのおそれがある。

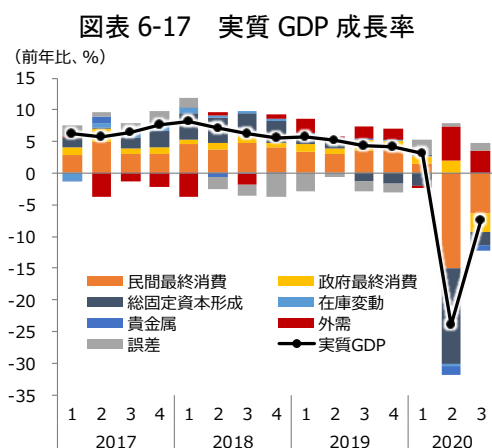
最後に、好調を続けるベトナム経済だが、外貨準備の輸入カバー率がおよそ4カ月分と非常に少ない状況となっていることは懸念材料である。米国政府は20年12月、ベトナムを「為替操作国」に認定し、今後、米国向け輸出品に対する制裁関税が発動されるリスクが高まっている。また、外貨準備の積み増しが難しくなり、将来の資金流出リスクに対して脆弱となるおそれもある。中長期的にASEAN地域で中国のプレゼンスがますます高まり、勢力圏が広がっていくとみられるが、米中両大国の経済・外交政策により同地域の経済が影響されうることにも注意する必要がある。

(3) インド経済

内需の低迷が長期化し、20年4-6月期に景気後退局面入り

20年7-9月期のインド実質GDP成長率は前年同期比▲7.5%となった（図表6-17）。大幅なマイナスとなった4-6月期（同▲23.9%）に続き、96年の四半期統計開始以来初となる2期連続での前年比マイナス成長となった。新型コロナウイルスの感染拡大の影響からインド経済は内需の低迷が続いており、20年4-6月期に景気後退局面に入った。

需要項目別では、民間最終消費が同▲11.3%、総固定資本形成が同▲7.3%と2期連続のマイナスとなり、内需の低迷が続いている。輸出は同▲1.5%と小幅マイナスとなったものの、輸入が同▲17.2%と大幅に落ち込んだことで、外需の成長率への寄与度は同+3.4%ポイントとなった。



注：四半期ベース。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

ワクチン普及に伴う経済活動に持ち直しへの期待が高まる

インドの累計感染者数は米国に次ぐ世界2位の1,000万人を上回っており、経済活動への影響も長期化している。しかし2月の感染状況については、新規感染者数は2月以降1日1万人前後で推移しており、10万人近くで推移していた20年秋頃から大きく改善している。また、ワクチン生産国であるインドでは、21年に入り国産および海外産ワクチンが承認されたことに伴い、1月中旬より接種が開始された。政府は7-8月までに3億人の接種を目標に掲げるなど、インドではワクチンの普及期待が高まっており、22年にかけての経済活動の持ち直しに向けて明るい兆しが出ている。

企業活動は緩やかな回復傾向にある。1月の製造業PMIは57.7となり、活動の拡大・縮小の境目となる50を6カ月連続で上回っている。もっとも11月の鉱工業生産指数は前年比▲2.1%と3カ月ぶりに前年比マイナスに転じ、12月は同+1.0%にとどまっている。欧米での感染再拡大を受けて、世界景気の減速懸念が再び強まっている影響が考えられる。本格回復には時間を要しよう。

また、小売・娯楽に関する外出行動はコロナ感染拡大前と比べ、依然として25%前後、抑制されており、個人消費への影響は長引いている。一方、10-12月の乗用車販売台数は96.4万台と前年比+4.6%まで回復、感染拡大中に買い控えられていた需要が顕在化した面もあろう（図表6-18）。22年にかけてワクチン接種が進むにつれて、個人消費の回復も強まると予想する。

景気減速とインフレ警戒というジレンマは継続

1月の消費者物価は前年比+4.1%と前月同+4.6%から低下し、インド準備銀行がインフレ目標の上限として定める6%を2カ月連続で下回った（図表6-19）。これは野菜価格が同▲15.8%と大幅に下落したことのほか、インドルピーが20年後半から堅調に推移していることも背景にある。21年は需要面から物

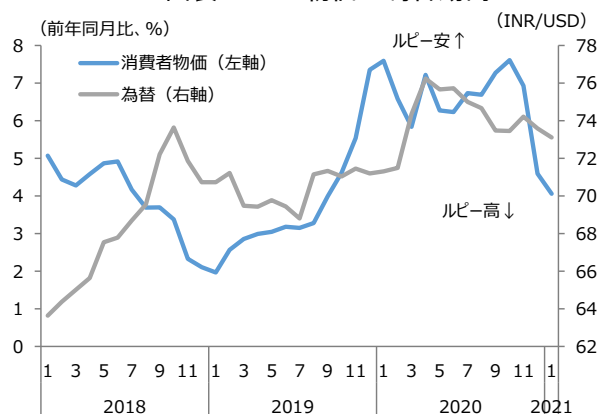
値下押し圧力がかかるとみられるも、20年前半の原油価格下落の反動もありエネルギー価格は前年比ベースで上昇しよう。インド準備銀行は景気減速とインフレ警戒というジレンマを抱え、積極的な金融緩和策を取りにくい状況に変わりはない。

図表 6-18 乗用車販売台数



注：乗用車は乗用自動車、特定用途自動車、多目的自動車からなる。特定用途自動車はSUVやピックアップトラックなど。また多目的自動車はバンなど。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-19 物価・為替動向



出所：CEICより三菱総合研究所作成

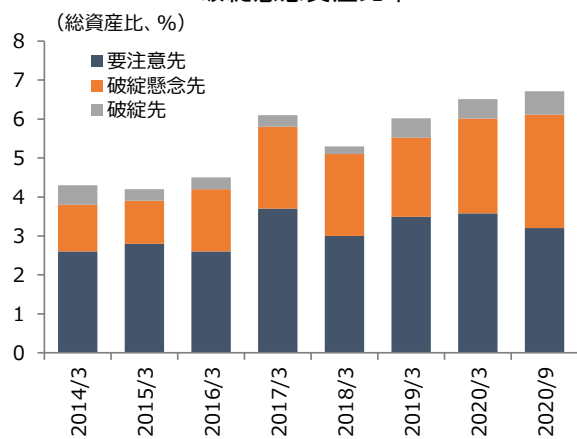
21年度以降、ワクチン普及に伴う個人消費の回復に期待も、不良債権問題の悪化がリスク

20年度(20年4月~21年3月)の成長率は前年比▲8.5%と予測する。年次統計開始の1951年以降、4回目となるマイナス成長、かつ最大のマイナス幅となる公算だ。その後、経済低迷の反動増に、ワクチン普及に伴う個人消費の回復、世界経済の回復を受けての製造業の持ち直しも期待され、21年度の成長率を同+9.0%、22年度同+6.0%と予測する。

先行きのリスクは、第一に「新農業法」(農産物の取引自由化と民間資本の導入を図るための農業部門の構造改革)への反対デモを巡る政治の混乱、第二に不良債権問題の金融危機への発展である。第二のリスクについて、新型コロナウイルスの感染拡大の影響による経済の大幅な悪化が顕著となるなか、インドの金融セクターでは不良債権の高まりへの懸念が強まっている。ノンバンクの貸出に占める破綻懸念資産

(要注意先、破綻懸念先、破綻先の合計)比率は近年上昇傾向を辿っており、20年9月には総資産比で6.7%となった(図表6-20)。特に破綻懸念先の増加が目立っている。また、ノンバンクの引当率(PCR)は20年3月時点で50%を若干上回る程度と少ない状況だ。インド準備銀行は20年3月末、銀行およびノンバンクによる全ての融資の返済を3カ月間猶予する措置を導入、その後9月末まで延長した。同措置が終了した20年秋以降、不良債権は急増しているおそれがある。19年9.2%(貸出債権のうち元利払いの返済の延滞が90日を超えた債権の割合。世銀推計)とされるインドの不良債権比率は20年度末に2桁台に達している可能性が高い。不良債権問題の悪化からインドの国内金融システムが危機に瀕することになれば、政府債務の高さなどインドのファンダメンタルズの脆弱性も懸念されることで、国際的な資金流出を招くおそれがあり注意を要しよう。

図表 6-20 ノンバンクの貸出に占める破綻懸念資産比率



出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

(4) ブラジル経済

経済成長は急回復も、コロナ感染拡大が重しに

ブラジルの20年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比▲3.9%減、前期比+7.7%増と、4-6月期の記録的な減少から反発した(図表6-21)。生産指数、小売指数はともに4月に底を打って以来、コロナ危機前の水準を上回る推移を続けている。前年比マイナスの推移を続けていた輸入も20年12月に前年比プラスに回復し、内需の持ち直し傾向を示した。

しかし、直近の経済活動の回復ペースは市場予測を下回っており、その背景には新型コロナ感染者数の再拡大がある。20年11月以降再拡大に転じた感染者数は、21年初に過去最大の1日8.7万人を記録した。ボルソナロ大統領は防疫施策に消極的な姿勢を崩していないが、連邦制下で強い権限を持つ州政府の一部は感染拡大防止策を強めており、それが経済活動の重しとなっている。

外部環境の改善から株価は回復、海外資金も流入超へ

ワクチン開発期待の高まりなどを受けて、ブラジルの株式指数(ボブスバ指数)は20年11月以降急上昇し、21年1月7日にコロナ危機前のピークを突破した(図表6-22)。最安値圏にあったレアル相場も回復しており、一時期1ドル6レアルに迫った対ドル相場は足もと5.4レアル付近で推移している。また、19年末から流出が続いていた海外からの資金が20年10月以降流入超に転じている。同年10-12月の海外からの資金流入額は217億ドルの純流入と、四半期としては10年10-12月以来の流入規模を記録した。

財政政策の余地が狭まるなか、金融政策は難しい舵取り

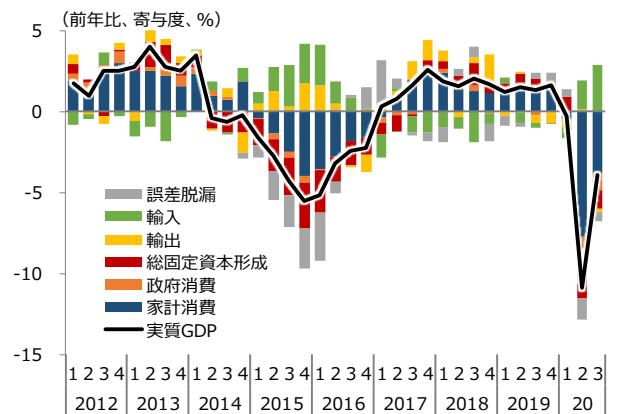
コロナ対策として、新興国のなかでも思い切った財政政策を打ち出していたボルソナロ政権だが、公的債務残高が20年末に100%を超えることが確実視されており、追加的な財政出動の余地は限られている。

財政政策の余地が狭まる一方で金融政策への期待が高まるなか、ブラジル中銀は21年1月の金融政策委員会で4会合連続の政策金利据え置きを決定した(図表6-23)。20年11月には食料品の物価が上昇したものの、消費者物価指数は依然として目標レンジ内にあり、現時点で利上げを迫られる状況にはない。しかし、今後インフレ率が上昇するような局面となれば、コロナ影響による経済活動の停滞を金融政策で支えてきた中銀も利上げを余儀なくされる可能性がある。

21年の景気は力強さを欠き、22年の成長力も弱含み

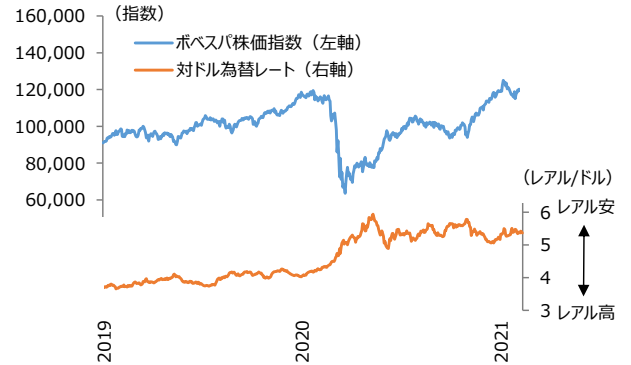
政府による低所得層への現金給付を中心とした支援策が、20年末で打ち切りとなった。今後は雇用環境の悪化に伴う所得減と相まって、家計消費の回復ペースが鈍化することが見込まれる。民間主導の成長が期待できず、公的債務の拡大が財政政策の足かせとなるなか、21年の景気回復の足取りは鈍くならざるを得ない。実質GDP成長率は、20年の夏場から年末にかけての内需の持ち直しを受けて、20年が前回見通しから+1.2%上方修正の前年比▲4.8%、21年が同3.1%、22年は同2.5%と予測する。

図表 6-21 実質 GDP 成長率



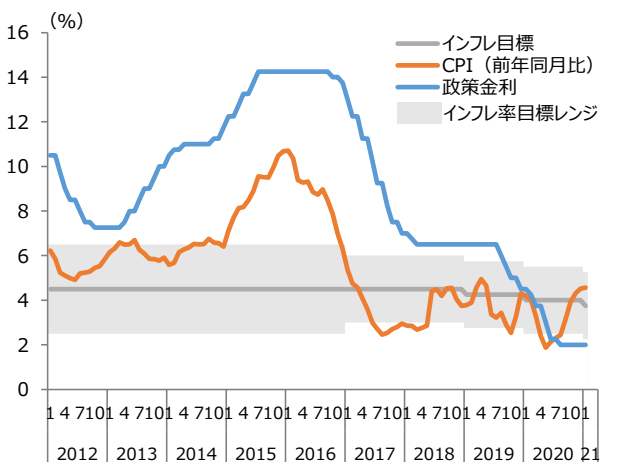
注：四半期ベース。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-22 株価指数と通貨



注：直近は2月11日。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-23 インフレ率と政策金利



注：直近は21年1月。
出所：CEIC ほかより三菱総合研究所作成

執筆担当者

武田洋子 山藤昌志 森重彰浩 金成大介 橋本択摩 田中康就 綿谷謙吾 田中嵩大

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済センター

電話:03-6858-2717 メール:macro-ml@mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

広報部

電話:03-6705-6000 メール:media@mri.co.jp

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブ、および当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しております。