

NEWS RELEASE

2020年8月18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
(2020～2021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、4月6日に「新型コロナウイルス感染症の世界・日本経済への影響と経済対策提言」を、5月19日に「新型コロナウイルス感染症の世界・日本経済への影響」を発表してまいりました。今回は8月半ばまでの状況を踏まえ、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

世界経済は4月をボトムに持ち直しの動きがみられる。新型コロナウイルス感染症の第一波を抑え込むための厳格な防疫措置が5月以降、徐々に緩和されつつあるほか、各国で打ち出されている積極的な財政・金融政策が、コロナ禍の世界経済の下支えとなっている。ただし、7-9月期以降の世界経済の持ち直しペースは鈍化するとみている。新興国に加え先進国でも感染が再拡大しており、防疫措置を再強化せざるを得なくなるなかで、コロナ禍での雇用・所得環境の悪化や債務返済負担の増加が景気回復の重しとなるためだ。

今後の世界経済・日本経済の見通しは、下記の3つのシナリオで提示する(シナリオの詳細は総論P.7参照)。前回5月の見通しでも3つのシナリオを提示したが、最も楽観的なシナリオとして提示した「5月末までの強力な経済活動抑制による再流行の回避」は実現できなかった。したがって今回は、ワクチンや特効薬の普及率が高まらない限り感染拡大は避けられず、一定の防疫措置が継続されることを前提とする。今後の世界の感染状況やそれを踏まえた各国の政策対応の変化など、先行きの不確実性は極めて大きく、3つのシナリオに基づく予測も幅をもってみる必要がある。

シナリオ①: ロックダウンのような厳格な防疫措置は回避するも、感染リスクの高い地域や活動への重点規制と緩和を繰り返しながら、21年末にかけて一定の防疫措置を継続

- 20年の世界経済成長率は前年比▲4.0%、21年は同+4.2%
- 世界の実質GDPが、コロナ前(19年末)の水準を回復するのは21年末

シナリオ②: シナリオ①による防疫措置では感染拡大の加速や重症者の増加を抑えきれず、防疫措置の強化と緩和を繰り返しながらも、平均的には防疫措置の厳格度を一段と強める

- 20年の世界経済成長率は前年比▲4.2%、21年は同+1.8%
- 世界の実質GDPが、コロナ前の水準を回復するのは22年半ばに後ずれ

シナリオ③: ワクチンや特効薬の開発に成功し一般に本格的に普及することで、経済活動への制約を大幅に緩和(※21年半ば以降に先進国と中国でワクチン接種が進むと想定)

- 20年の世界経済成長率は前年比▲4.0%、21年は同+4.8%
- 世界の実質GDPが、コロナ前の水準を回復するのは21年後半に前倒し

上記シナリオに含まれないリスクシナリオとして、第一に金融危機への発展がある。世界的な景気後退局面にもかかわらず、大規模な財政・金融政策などを背景に、金融市場では過度に楽観的な期待が形成されている可能性が高い。実体経済の一段の下振れなどを契機に、コロナ禍で歴史的な高水準にある債務が不良債権化し、金融システム不安につながるリスクが高まっている。第二は、米中対立の一段の激化だ。香港や台湾を巡る政治的対立も重なり、米中対立は修復不能なまでに悪化している。今後の米中関係は米大統領選に左右される。バイデン政権の対中姿勢は厳しいながらも敵対姿勢の緩和が予想される一方、トランプ政権が継続すれば中国金融機関のドル取引制限など一線を越えた制裁に踏み切る可能性もあり、中国の報復措置も含め世界経済の下振れリスクとなる。

日本経済

日本経済は、緊急事態宣言が発令された4-5月の深い景気の落ち込みから、6月以降は持ち直しの動きがみられる。ただし、7月以降は新型コロナの新規感染者数が、4-5月の第一波を上回って拡大しており、一部地域では防疫措置を再強化する動きもみられる。

先行きの注目点は、雇用・所得環境の行方だ。コロナ禍による失業や所得減の影響は、非正規雇用や低所得層に集中しており、コロナ前からの雇用・所得格差がさらに広がったとみられる。当社が7月下旬に実施した生活者5,000人調査によると、低所得層ほどコロナ禍での収入減少率が高い。所得が減少した世帯では、1年後、2年後の収入も引き続き減少すると見込んでおり、コロナ禍の長期化・深刻化による収入減少世帯の拡大は、消費の下振れ要因となる。なお、1人当たり10万円の特別定額給付金は、12.7兆円の給付総額のうち消費の押し上げ効果は3.5兆円程度(GDP比+0.7%ポイント)と一定の経済効果は見込まれるが、財源対比で消費に回った割合は3割にとどまっており費用対効果は低いほか、生活保障の観点では真の生活困窮者への支援が不十分な可能性がある。

20年度の実質GDP成長率は、シナリオ①、②ともに前年比▲7%前後の大幅なマイナス成長を予測する。21年度は、シナリオ①では同+3%台半ばの回復を見込むが、シナリオ②では同+2%程度にとどまるだろう。

米国経済

米国経済は4月末以降、緩やかに持ち直しつつあるが、新型コロナの感染者数が6月半ば以降に急拡大しており、一部の州では防疫措置を再強化している。ウィズコロナ下で構造的に失われる雇用は、娯楽業、飲食・宿泊業を中心に800万人(雇用者全体の5%)に達する見込み。財政面での下支え効果も20年末にかけて徐々に縮小が予想される。

20年の実質GDP成長率は、シナリオ①、②ともに前年比▲5%台後半のマイナス成長を予測する。21年はシナリオ①では同+3%程度の回復を見込むが、シナリオ②ではほぼゼロ成長にとどまるだろう。なお、11月に実施される大統領選では民主党のバイデン候補が勝利することを前提に予測を作成しているが、コロナ禍で財政制約も強まっており、政権前半の公約実現は限定的とみている。

欧州経済

欧州経済は、南欧を中心に4-6月期は前期比▲10%を超える大幅なマイナス成長となった。5月以降は防疫措置の緩和とともに経済活動も再開しているが、低水準での推移が続く。政府の雇用維持政策などから失業率の上昇は小幅にとどまっているが、労働時間は大幅に減少している。新規感染者数が第一波に比べ低水準で推移しているとはいえ、感染リスクが残るなかでフィジカルディスタンスを確保しながらの経済活動を余儀なくされており、欧州経済は緩やかな回復にとどまる見込み。欧州5カ国の20年の実質GDP成長率は、シナリオ①、②ともに前年比▲10%程度を見込む。21年はシナリオ①では同+5%程度を予想するも、シナリオ②では同+2%程度にとどまるだろう。

中国経済

中国の国内感染はほぼ終息しており、4-6月期は前年比+3.2%のプラス成長に復するなど、世界に先んじて経済活動を正常化させつつある。ただし、政策面での後押しによる投資増加の影響が大きく、消費は前年割れが続いている。投資主導の経済成長は、コロナ前からの不良債権問題をさらに悪化させるほか、不動産市場をはじめ過剰投資への対応が今後の中国経済の重しとなる。20年の実質GDP成長率は、シナリオ①、②ともに前年比+1%程度とマイナス成長は回避すると予想する。21年はシナリオ①では同+8%程度を予想するが、シナリオ②では同+5%台半ばにとどまるだろう。

新興国経済

その他の新興国・途上国では感染が総じて拡大傾向にある。先進国に比べて医療体制や衛生状態に課題が多く、一部業種での事業所封鎖指示など経済活動への一定の制約は長期化する見込み。国際金融市場における新興国からの資金流出圧力は、6月以降は落ち着いているものの、感染拡大などにより新興国の成長が一段と下振れれば、資金流出圧力が再び強まるだろう。新興国経済の成長率は、内外需の下振れを背景に、軒並み世界金融危機時を超える落ち込みを予想する。

目次

1. 総論	04
世界経済の成長率予測 計表	08
2. 日本経済	11
日本経済の成長率予測 計表	20
トピックス：特別定額給付金の消費押し上げ効果	21
3. 米国経済	23
トピックス：米大統領選の動向	26
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

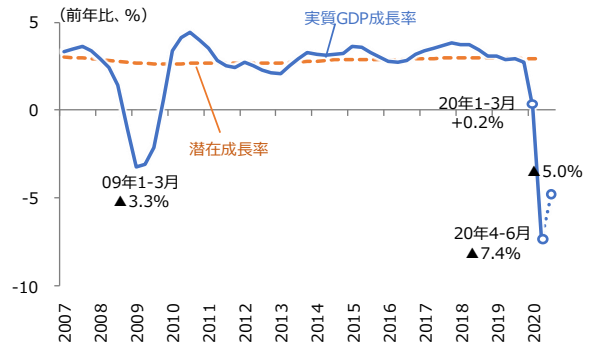
(1) 世界経済の現況

コロナ禍による落ち込みから4月を底に持ち直しの動き

新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う都市封鎖や外出自粛などの行動抑制は、需要と供給の両面から、世界経済に大きな損失をもたらした。20年4-6月期の主要34カ国の実質GDP成長率（※世界のGDPの約80%をカバー）は前年比▲7.4%になったとみられ、世界金融危機時を大幅に上回る減少幅となった（図表1-1）。

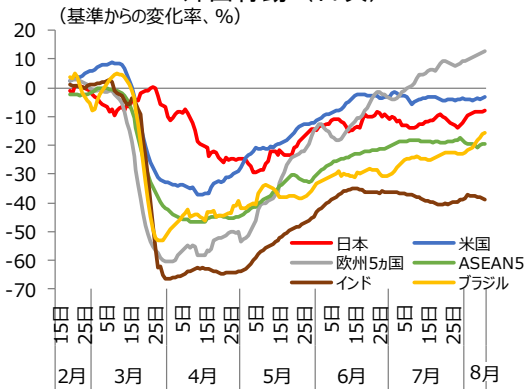
4-6月期の世界経済は、四半期ベースで大幅なマイナス成長となったが、月次で見ると4月をボトムに世界経済は総じて持ち直している。5月以降、Googleが公表する各国の行動抑制率は縮小している（図表1-2）。新型コロナウイルス感染症の拡大は各国で続いているものの、防疫措置を緩めていることが背景にある。民間部門による最低限の経済循環を維持しつつ、医療崩壊を招かないレベルに感染をコントロールすることを各国が模索している。こうしたなかで、消費や生産活動も徐々に再開が進んでおり、小売売上高は減少幅が縮小しているほか（図表1-3）、貿易や生産活動も持ち直しの動きをみせている（図表1-4）。

図表 1-1 世界経済の実質 GDP 成長率



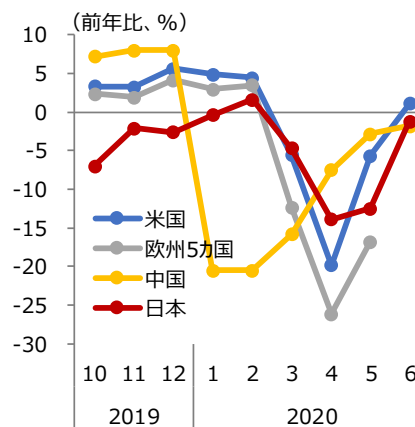
注：各国の実質GDP成長率および潜在成長率をドル建て名目GDPウェイトで加重平均。米国、ユーロ圏、日本、英国、中国、台湾、韓国、シンガポール、香港、ASEAN5、インド、ブラジルの34カ国の合計。20年4-6月までは実績、7-9月はMRI予測。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 世界各国・地域の外出行動 (日次)



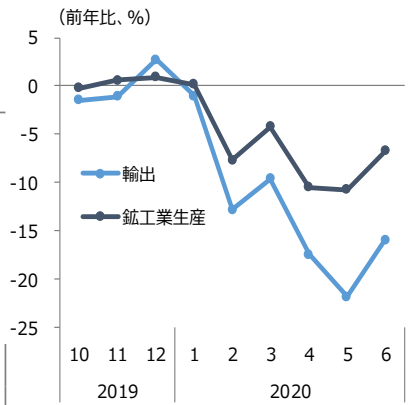
注：小売・娯楽、食料品・薬局、公園、駅、仕事場の5項目の平均。直近は8月9日。
出所：Google「Covid-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

図表 1-3 主要国・地域の小売売上高 (月次)



出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-4 世界の貿易・生産 (月次)

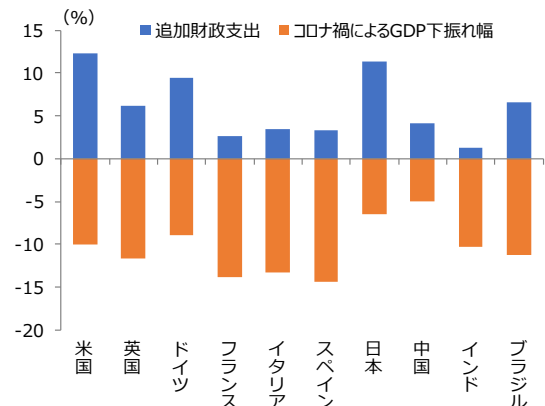


注：日米独中4カ国の前年比をGDPで加重平均。直近は20年6月。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

積極的な財政金融政策が世界経済の下支えに

コロナ禍での民間経済活動の自律的な循環の弱まりを受けて、各国とも財政支出を大幅に拡大している。現金給付や失業給付の増額、雇用維持支援、医療供給体制強化などが主な支出先となっており、その規模は、コロナ禍による成長率の下振れ幅に対応した規模となっている（図表1-5）。図表1-5には含まれていないが、EUは7月21日に7,500億ユーロ（約92兆円、GDP比約5.4%）の欧州復興基金に合意しており、財政支出規模は積み増しされる見込みだ。また、日本は財政支出とは別に、GDP比25%に相当する約125兆円の融資・保証などの支援を用意している。

図表 1-5 主要国のコロナ対策規模 (各国GDP比)



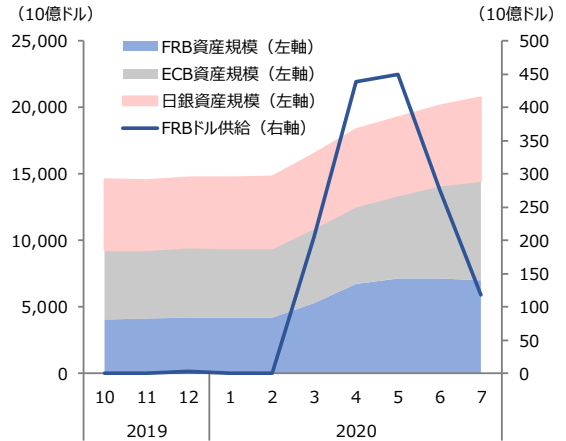
注：GDP減少幅はIMFの1月時点の見通しから6月時点の見通しの減少幅。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

財政面に加えて、金融面でも中央銀行は国内資金市場へ大量の流動性を供給し、銀行および背景にいる企業・個人の資金繰りを支えた。日米欧の3中銀の資産規模は2月末の14.8兆ドルから6月末には20.1兆ドルまで約5.3兆ドル（約550兆円）急増し、高水準を維持している。（図表1-6）。加えて、FRBの企業・地方自治体向けの資金供給スキーム、日銀による新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペといった中銀が直接ないしは介在し、資金調達ニーズがある企業などへの資金をいきわたらせる工夫を凝らしている。

また、国内資金市場だけでなく、国際資金市場でのドル流動性の悪化を防ぐため、3月から5月にかけて、FRBはスワップ協定を活用し、おおむね実績ゼロの状況から4,500億ドル（約50兆円）のドル資金を各国中央銀行を通じて提供した。

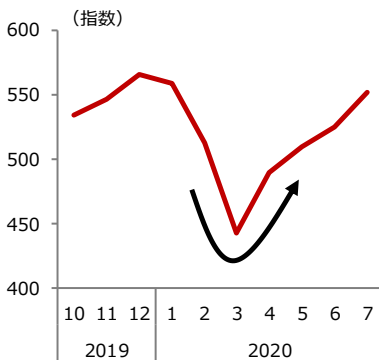
こうした中央銀行の大量の流動性供給により、コロナ禍の拡大を受けて大きく下落していた株式市場は持ち直しつつあるほか（図表1-7）、低格付け社債のクレジットスプレッドも縮小しつつある（図表1-8）。コロナ禍の拡大が続くなか、市場参加者の不安は払拭できていないものの、一段の悪化は食い止められている。当社が推計する世界金融市場のリスク回避度指数は、世界金融危機時と同程度の高水準ながらも、4月初めをピークに一段の上昇は回避している（図表1-9）。

図表 1-6 日米欧の中央銀行資産規模とFRBによるドル供給額



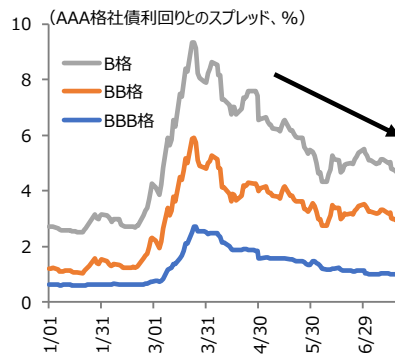
注：直近は20年7月。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-7 世界株価指数



注：世界株価指数はMSCI ACワールドインデックス。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-8 米国社債の利回り差



注：直近は8月13日。
出所：Fredより三菱総合研究所作成

図表 1-9 MRI リスク回避度指数



注：リスク回避指数は、①新興国株式、②先進国株式、③商品、④新興国為替、⑤新興国債券、⑥先進国為替、⑦先進国債券の価格変動（前週差）を標準化し、⑥、⑦の平均変化率から①～⑤の平均変化率を引いたものをMRI-RA Indexの変化分として作成。直近は8月15日。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

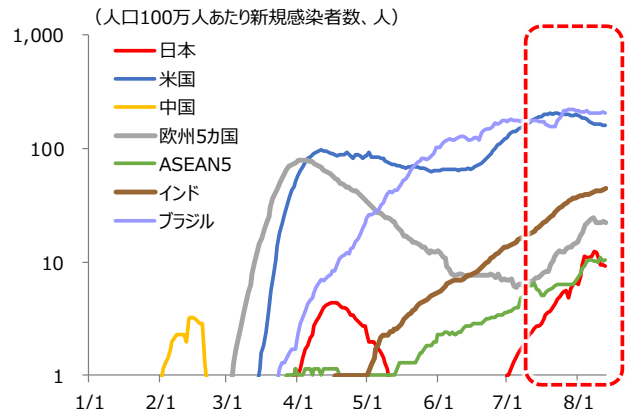
(2) 世界経済の見通し

世界経済の持ち直しペースは鈍化へ

世界経済は4月をボトムに持ち直しの動きがみられるが、持ち直しのペースは5-6月に比べて、7-9月期以降、鈍化していく可能性が高いとみている。

第一に、経済活動の再開が道半ばで停滞する可能性が高まっている。厳格な防疫措置を実施していた4月頃に比べ、各国ともに防疫措置の厳格度を緩和し、経済活動の再開を進めてきた。その副作用として、いくつかの国では感染が拡大している（図表1-10）。防疫措置の一段の緩和は期待しにくいほか、一部の国ではむしろ防疫措置を再強化せざるを得ない状況にある。特に、米国では6月下旬以降に感染が急拡大していることから、経済活動への規制が再び強まる可能性が高い。欧州では、米国のような再拡大は起きていないものの、

図表 1-10 新規感染者数



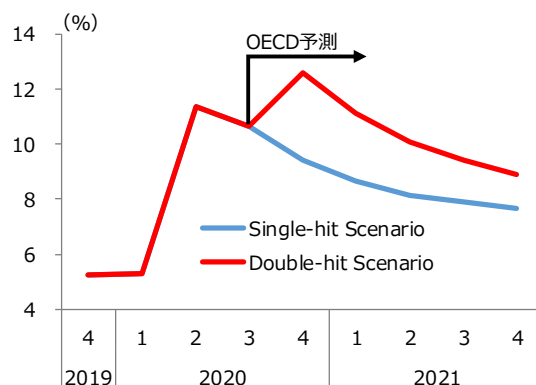
注：直近は8月13日。
出所：European Centre for Disease Prevention and Controlより三菱総合研究所作成

一定の感染が継続している。日本でも、緊急事態宣言の解除後に徐々に感染が再拡大しており、首都圏を中心に今後防疫措置が強まる可能性がある。

第二に、雇用・所得環境の回復の鈍化である。前述のとおり経済活動の再開が道半ばで停滞する可能性が高まっていることに加え、コロナ禍での生活様式の変化やフィジカルディスタンス確保の流れを受けて、雇用の回復力が低下している。OECD 予測によれば、第二波が発生しない場合（Single-hit Scenario）でも 21 年末時点で OECD 加盟国の失業率は 8%程度とコロナ前の水準に戻ることができない（図表 1-11）。現時点では手厚い失業給付や雇用維持助成金などで維持されている面があるが、財政面の制約もあり、雇用対策も徐々に縮小していく可能性があり、今後、コロナ禍で構造変化を迫られている産業や職種を中心に、影響が顕在化してくるとみている。

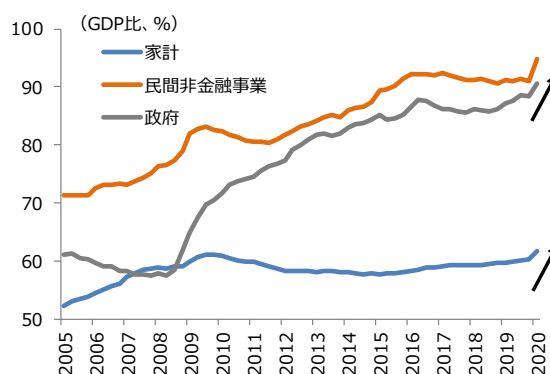
第三に、債務返済負担の増大である。コロナ禍による収入の減少を補うため、政府・企業・家計の債務が積み上がったとみられる（図表 1-12）。手元資金が潤沢な大企業や高所得層の家計は、借入に頼らずともコロナ危機を乗り越えられる可能性があるが、中小企業や低所得層の家計ほど、借入に頼らざるを得なくなる。政府は、これらのコロナ危機下での緊急融資について、利子の減免や返済猶予などの各種負担軽減措置を講じてはいるものの、今後、一定の原資返済の負担が生じる点に変わりはない。コロナ禍で借入を増やした企業や家計は、今後も収入減の影響が継続する可能性が高い主体でもあり、継続的に収入が減少するなかで、債務返済負担の増大にも苦しむことになり、投資や消費の抑制要因となる。

図表 1-11 失業率



注：Double-hit Scenario は 20 年秋に再び感染拡大から経済活動を抑制するケース、Single-hit Scenario は、再拡大を回避できるケース。
出所：OECD より三菱総合研究所作成

図表 1-12 世界の債務残高



注：直近は 20 年 3 月
出所：IIF「Global Debt Monitor Database」より三菱総合研究所作成

ウィズコロナ下での継続的な経済活動抑制が前提に

今後の世界経済・日本経済の見通しは、下記の 3 つのシナリオで提示する（図表 1-13）。前回 5 月の見通しでも 3 つのシナリオを提示したが、最も楽観的なシナリオとして提示した「5 月末までの強力な経済活動抑制による再流行の回避」は実現できなかった。したがって今回は、ワクチンや特效薬の普及率が高まらない限り感染拡大は避けられず、一定の防疫措置が継続されることを前提とする。今後の世界の感染状況やそれを踏まえた各国の政策対応の変化など、先行きの不確実性は極めて大きく、3 つのシナリオに基づく予測も幅をもつてみる必要がある。

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。ロックダウンのような厳しい防疫措置は回避するものの、感染リスクの高い地域や活動への重点規制と緩和を繰り返しながら、21 年末にかけて平均的には一定の防疫措置を継続することを前提としている。経済活動の抑制度としては、ロックダウンと平時の中間的な抑制度を想定しており、各国の 6-7 月の状況に近い。ただし、実際には国内の感染状況や医療供給キャパシティの逼迫度に応じて、一定の範囲内で防疫措置の強弱を調整することが必要となるとみられる。当社が実施した SEIR モデル（Susceptible-Exposed-Infectious-Recovered モデル、潜伏期間を考慮した感染症数理モデル）を用いた感染シミュレーションにおいても¹、ウィズコロナ下では、防疫施策の強化と緩和を交互に繰り返し、感染者数を一定以下に抑えることが重要との結果が得られている。

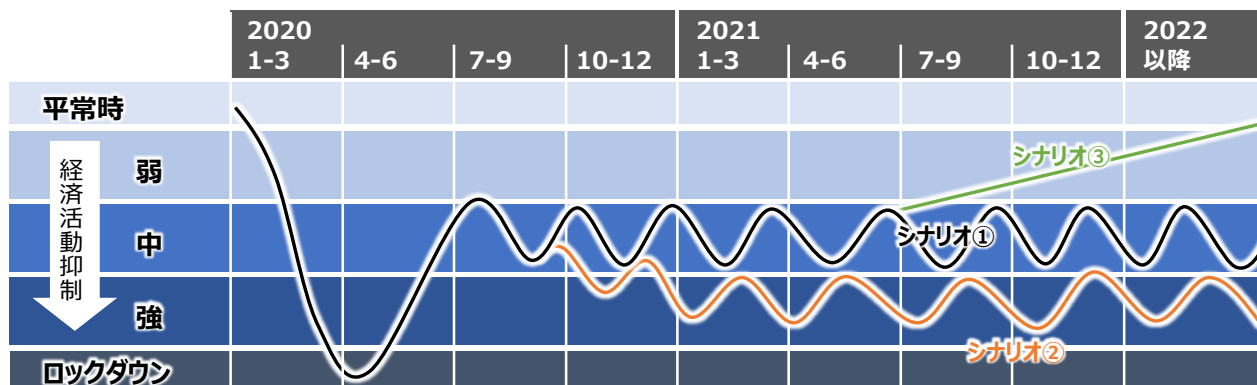
¹ 三菱総合研究所「感染が再拡大、ウィズコロナ下での防疫施策のあり方 -SEIR モデルを用いた感染シミュレーションと経済影響-」7 月 30 日公表 <https://www.mri.co.jp/knowledge/column/20200730.html>

シナリオ②は、下振れシナリオである。シナリオ①による経済活動の抑制では感染の拡大や重症者の増加を抑えきれず、防疫措置の強化と緩和を繰り返しながらも、平均的には防疫措置の厳格度を一段と強めざるを得ないシナリオである。具体的には、北半球が冬季に入る 20 年 10-12 月期以降に、経済活動の抑制度が再び強化されるシナリオを想定した。欧米など経済規模の大きい国において、シナリオ②に近いパスをたどれば、世界経済への影響は大きい。

シナリオ③は、上振れシナリオである。ワクチンや特効薬の開発に成功し、一般に本格的に普及することで、経済活動への制約を大幅に緩和できるケースである。ただし、本シナリオは、非常に不確実性が高いシナリオである。ワクチンや特効薬の開発は、官民挙げて各国で進められているものの、その実用化の可否や時期、効力、普及時期について不明点は多いことから、暫定的に 21 年半ば以降に先進国と中国で普及が進み、22 年以降に新興国を含めて普及が進むと仮定した。

図表 1-13 経済見通しにかかる経済活動抑制の前提

シナリオ①	<ul style="list-style-type: none"> ロックダウンのような厳格な防疫措置は回避するも、感染リスクの高い地域や活動への重点規制と緩和を繰り返しながら、21年末にかけて一定の防疫措置を継続
シナリオ②	<ul style="list-style-type: none"> シナリオ①による防疫措置では感染拡大の加速や重症者の増加を抑えきれず、防疫措置の強化と緩和を繰り返しながらも、平均的には防疫措置の厳格度を一段と強める
シナリオ③	<ul style="list-style-type: none"> ワクチンや特効薬の開発に成功し一般に本格的に普及することで、経済活動への制約を大幅に緩和（21年半ば以降に先進国と中国でワクチン接種が進むと想定）



出所：三菱総合研究所

20 年の世界経済成長率は前回見通しから下方修正

上記の 3 つのシナリオに基づき、主要国・地域の実質 GDP 成長率を予測した（図表 1-14）。米国は感染の再拡大を受けて 7-9 月期以降の回復ペースが前回見通しよりも鈍いものとなる可能性が高まったことから 20 年は前年比▲5%台半ばと大幅なマイナス成長となり、21 年も同+3%程度と戻りは鈍いと予測する。欧州（主要 5 カ国平均）は 20 年は同▲10%程度の大幅な落ち込みに下方修正するものの、感染の拡大ペースの落ち着きや欧州復興基金への合意などを受けて、21 年は同+5%程度と予測する。中国は 20 年は同+1%程度が予想されるものの、国内の感染はほぼ終息しており経済活動の抑制度が相対的に弱いことから、21 年は同+8%程度と成長回復を予測する。

これらを総合すると、20 年の世界経済の実質 GDP 成長率は前年比▲4.0%と予測する。前回 5 月見通しにおいて最も可能性が高いと考えていたシナリオの同▲3.0%からは下方修正する。21 年も同+4.2%と前回見通しの同+5.7%から下方修正し、緩やかな回復にとどまるだろう。

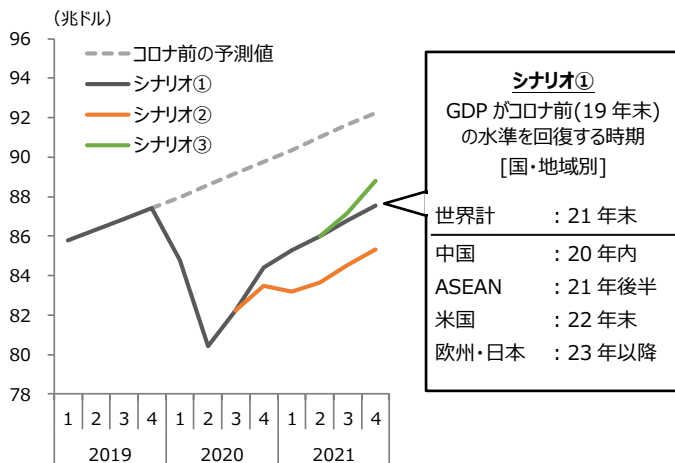
世界全体で GDP がコロナ前の 19 年末の水準に戻るのには、シナリオ①で 21 年末頃とみている（図表 1-15）。ただし、国・地域別にみるとコロナ前の水準を回復する時期に差が出てくる見込み。中国は 20 年内に回復、ASEAN は概ね 21 年後半に回復する一方、先進国では最も早いとみられる米国でも 22 年末頃、欧州や日本は 23 年以降にずれ込む見通し。シナリオ②では、これらが全体的に後ずれし、世界全体でもコロナ前の水準に戻るのには 22 年半ばとなるだろう。

図表 1-14 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	新型コロナ前	新型コロナ後					
		シナリオ①		シナリオ②		シナリオ③	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
世界全体	2.7%	▲4.0%	4.2%	▲4.2%	1.8%	▲4.0%	4.8%
米国	1.9%	▲5.6%	2.8%	▲5.9%	0.2%	▲5.6%	3.8%
欧州 (5カ国)	1.2%	▲10.1%	4.9%	▲10.4%	1.9%	▲10.1%	5.9%
中国	5.9%	1.0%	8.0%	0.8%	5.6%	1.0%	8.3%
日本 [暦年]	▲0.4%	▲6.1%	1.8%	▲6.3%	▲0.1%	▲6.1%	2.3%
[年度]	0.1%	▲6.6%	3.3%	▲7.3%	1.9%	▲6.6%	4.2%
ASEAN	4.9%	▲3.9%	5.4%	▲4.3%	1.7%	▲3.9%	5.5%
その他世界	2.7%	▲3.1%	3.1%	▲3.3%	1.1%	▲3.1%	3.1%

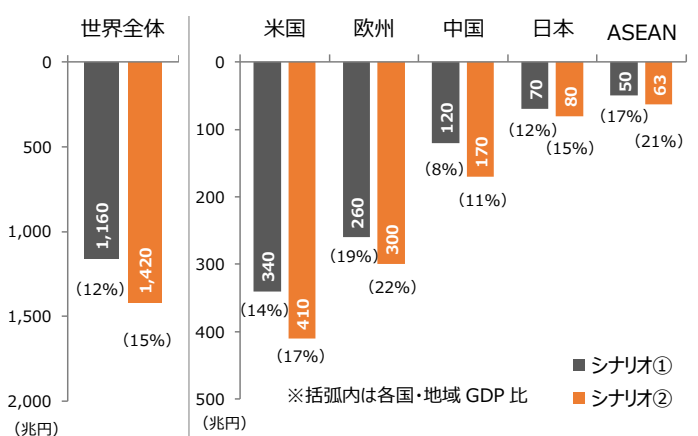
注：新型コロナ前は当社予測値。数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。
出所：三菱総合研究所

図表 1-15 実質 GDP 水準
(世界計)



出所：三菱総合研究所

図表 1-16 コロナ危機による累積経済損失額 (MRI 推計)
(20-21 年の累計)



注：数値は暦年。為替レートは IMF の 20 年予測値を用いて円換算。
欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。
出所：三菱総合研究所

経済損失は世界で 1,160~1,420 兆円に上る見通し

上記シナリオをもとに、新型コロナウイルスの感染拡大による経済損失額を算出した。ここでの経済損失額は、新型コロナウイルス感染がなければ本来達成していたであろう GDP 水準からの下押し額を、20年から21年にかけて累計したものである。本試算では、国際産業連関表を使い、各国の内需減少や供給停止に加え、グローバルサプライチェーンの寸断による供給制約や外需の減少による影響を考慮した経済影響を試算した。

20-21年に生じる経済損失額は、シナリオ①のもので、世界全体で1,160兆円 (GDP比12%) となった (図表 1-16)。08-09年の世界金融危機時の経済損失額を同様に累積で試算すると、おおむね470兆円程度 (同7.5%) である。GDP比で見るとおよそ1.5倍となる。シナリオ②では、経済損失が世界全体で約1,420兆円 (同15%) と一段と拡大する結果となった。

(3) 世界経済のリスク

世界経済の最大のリスクは、今後、新型コロナウイルスの感染拡大ペースが一段と強まり、医療崩壊などを防ぐために経済活動の抑制を長期にわたって強化せざるを得なくなることである。これに加えて、先行きのリスクとして想定すべきは、①金融危機への発展、②米中対立の一段の激化である。

① 金融危機への発展

各国政府および中央銀行の大規模な財政金融政策は、コロナ危機による経済へのダメージを緩和する意味では重要な役割を果たしたと評価できるが、一方でその規模の大きさがゆえに、金融市場の需給バランスに歪みをもたらしている点是否定できない。特に以下に挙げる3点は、今後の展開次第では、金融市場の安定性が損なわれ金融危機へと発展する火種となりかねない点に留意が必要である。

第一に、実体経済と乖離した株価の上昇である。総額を名目GDPで割ったいわゆるバフェット指数は、日本株は新型コロナウイルス感染症拡大以前の昨年12月の水準を下回っているものの、一般的に割高とされる100を上回る水準(=株式時価総額が名目GDPより大きい)にあり、米国株は昨年12月水準を上回り、PER(株価収益率)も過去平均より高い水準で、過熱感がみられる(図表1-17)。

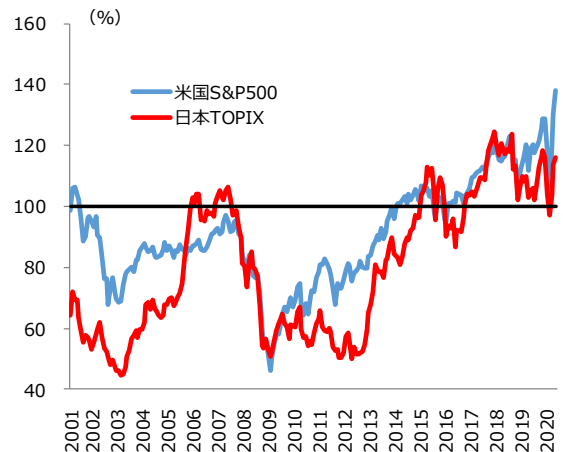
現状の株価はコロナ禍克服後の経済回復を織り込んでいるとされるが、ワクチンや特効薬などの抜本的な解決策が不透明な状況下で、市場の期待には過剰感がある。また、中銀の大規模な金融緩和を拠り所に過度の資金流入が株式市場の需給バランスを崩している可能性もありバブルへの懸念も強まっている。経済回復への過剰期待、過度な資金流入のいずれの要因にせよ、実体経済と乖離した株式市場には調整が入れば、金融機関の体力低下を通じて金融危機へ発展するリスクがある。

第二に、デフォルト増加下でのクレジットスプレッドの縮小である。IIFによると、20年4-6月期は事業会社の債務不履行額が940億ドル(約10兆円)と、世界金融危機時の08年を上回り過去最高となった(図表1-18)。また、米国では銀行の貸倒引当金も増加している(図表3-11、後述)。一方で、過去最高のデフォルト額にもかかわらず、社債スプレッドは低下傾向にある(前掲図表1-8)。社債スプレッドの縮小は企業の調達コストの低下をもたらすが、社債投資家が政府や中央銀行の資金繰り支援策に安易に依存し、クレジットリスクに見合うスプレッドを確保できていなければ、デフォルト発生や中央銀行の緩和政策の解除、株式市場の下落といった事態が想定を上回る規模で発生した場合に、社債市場が冷え込むリスクがある。

第三に、新興国からの資金流出も金融市場の不安定化要因として留意する必要がある。IMFによると、新興国の公的および民間の負債残高のGDP比率は、世界金融危機発生時の08年から18年にかけて、中国は約130%から約260%に倍増、中国以外の新興国は約80%から100%に増加している(図表1-19)。ドルを中心とした新興国発行の外債建債券は、一時、減少傾向にあったが昨年半ばから上昇傾向に転じており、3月時点では史上最高額に近い水準まで増加している(図表1-20)。加えて、新興国の現地通貨建ての負債に対する外国人投資家の割合が高まっている点にも注意が必要だ(図表1-21)。

FRBによる大量のドル資金供給、各国中央銀行の潤沢な現地通貨供給により、国際資金市場、各国資金市場ともに大きな混乱は発生していないが、新興国における政治リスクの発生といった際に、経済規模の大きい新興国通貨の下落や各国資金市場での現地通貨の流動性低下が国際金融市場に飛び火するリスクもある。

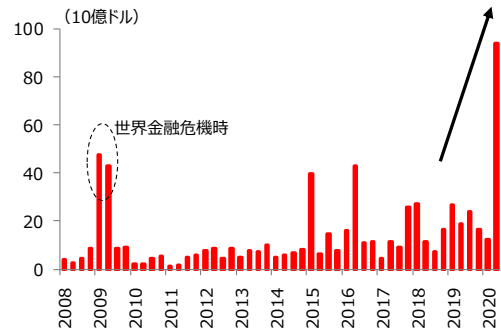
図表1-17 株式時価総額の名目GDP比率



注：時価総額は、米国はS&P500、日本はTOPIXの時価総額を使用。直近は20年7月。

出所：Bloomberg、東証、内閣府より三菱総合研究所作成

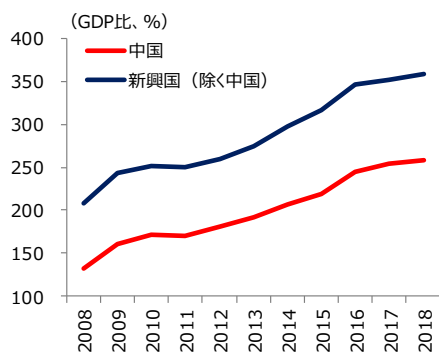
図表1-18 社債デフォルトの発生状況



出所：IIFより三菱総合研究所作成

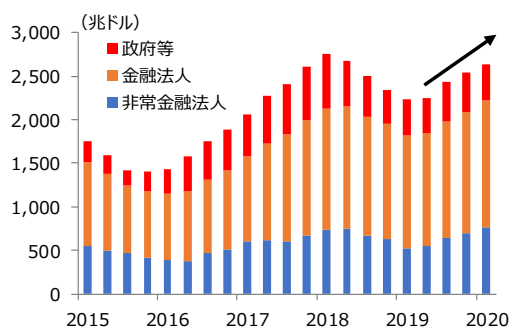
仮に、民間企業債務が積み上がっている中国、米国、欧州において、08-09年の世界金融危機時と同程度の金額の債務リストラチャリングが起こると想定すると、金融危機発生による世界全体での累積GDP押し下げ幅は約530兆円（約5兆ドル、世界GDP比5.5%）に上ると推計される。上記のコロナ危機による経済損失に追加で生じる損失額として試算すれば、世界全体での累積GDP押し下げ幅は、約1,700兆円（世界GDP比18%）に上る。

図表 1-19 新興国の負債



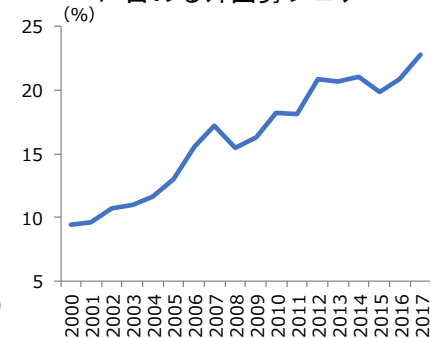
出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 1-20 新興国発行の外貨建債券



出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 1-21 新興国の現地通貨建債務に占める外国勢シェア



出所：IMF より三菱総合研究所作成

② 米中対立の一段の激化

米国大統領選を20年11月に控えるなか、コロナ危機も重なり、米中対立は一段と悪化している。米中は政治的な対立を強めながらも、依然として相互に最大の貿易相手国であり経済的な互惠関係には配慮してきた。しかし、コロナ危機による経済安全保障の強化や政治的な対立の深まりが、保護主義的な潮流を一段と加速させる可能性がある。

米国は、コロナ禍前から講じていた通信分野における特定の中国ハイテク企業向け禁輸措置の強化、諸外国への働きかけを強めるだけでなく、対中圧力の手段として金融制裁も活用している。

中国による香港管理強化につながる「香港国家安全法維持法」の成立を受け、7月14日にトランプ大統領は「香港自治法」に署名した。「香港自治法」は、香港の自治を侵害した中国の当局者や金融機関に資産凍結などの金融制裁を科すことが規定されており、8月7日に香港行政長官を含む中国の当局者11人に対し金融制裁を発動した。現状は限定的な制裁運用であるが、仮に、中国の金融機関のドル取引を禁じる制裁に発展した場合には、中国企業がドル調達に支障をきたす可能性がある。中国は米国債の大口投資家であり、安易な制裁発動は想定しづらいが、近年、米国はドル制裁を武器に外交交渉を繰り返しており、金融制裁がどのように運用されるかには注意が必要である。

トランプ政権だけでなく議会も含め米国における中国への不信感は根深く、民主党のバイデン候補が勝利した場合でも、米国の厳しい対中姿勢は継続する公算が高い。但し、バイデン政権においては中国および関係諸国との対話を重視することで、突発的な制裁発動といった対中政策の不確実性は緩和される可能性が高い。一方で、トランプ政権が継続すれば、中国金融機関に対するドル取引制限など突発的に厳しい制裁に踏み切る可能性がある。その場合には、中国の報復措置も含め、世界経済や金融市場の下振れ要因となる。

2. 日本経済

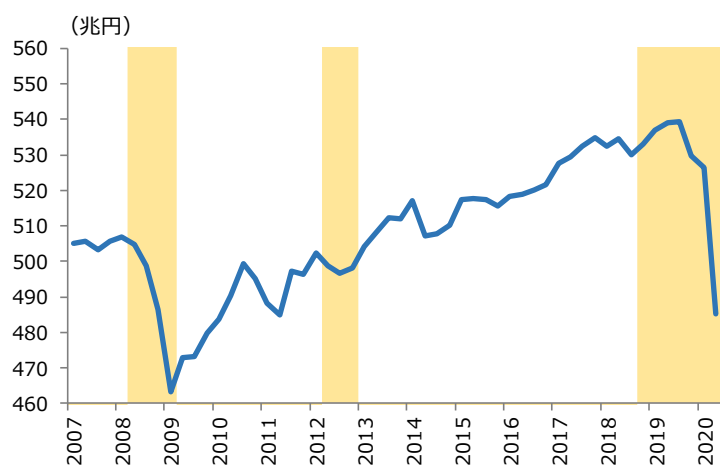
(1) 概観

20年4-6月期は世界金融危機時を超える大幅なマイナス成長

20年4-6月期の実質GDP成長率は、季調済前期比▲7.8%（年率▲27.8%）と、09年1-3月期に記録した同▲4.8%（年率▲17.8%）を大きく下回り、遡れる1980年以降で最大のマイナス成長となった（図表2-1）。国内外での新型コロナウイルスの感染拡大により、経済活動が大きく抑制された。緊急事態宣言解除後の6月の経済活動は下げ止まったものの、20年4-6月期全体で大きく落ち込んだ（図表2-2）。

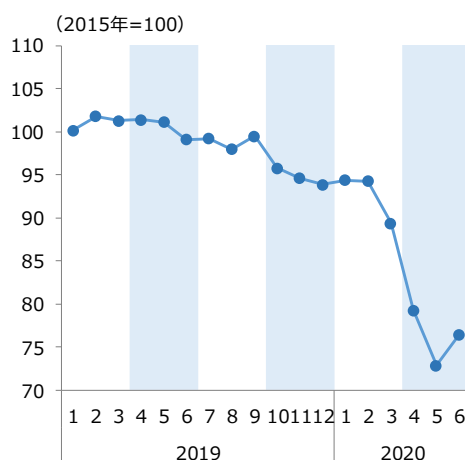
内需や輸出が総じて大きく減少した。消費は同▲8.2%と、緊急事態宣言発令に伴う外出自粛から、飲食や旅行、室外娯楽など外出を伴うサービス消費を中心に大きく落ち込んだ。設備投資は同▲1.5%と、輸出・生産の下振れや、資金繰り懸念、先行きの経済見通しに関する不透明感の強まりなどを背景に、2四半期ぶりに減少した。輸出は欧米向けを中心とする財輸出の減少に加え、サービス輸出に含まれる訪日外国人によるインバウンド消費が消失し、同▲18.5%と大幅に減少した。輸入は同▲0.5%と、前期の大幅減からの反動により、内需が減少するなかでも微減にとどまり、外需寄与度は▲3.0%となった。

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 2-2 景気動向指数（一致指数）

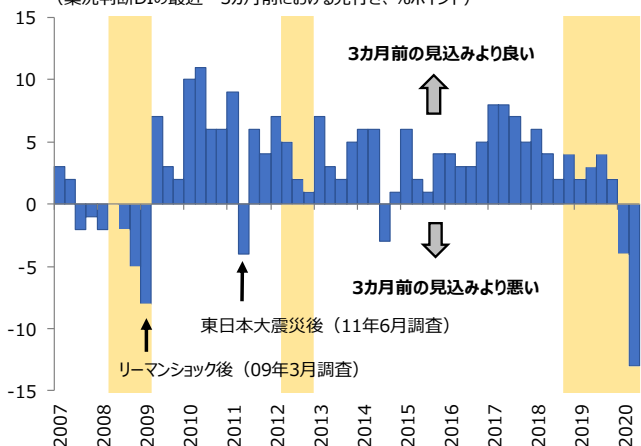


出所：内閣府「景気動向指数」より三菱総合研究所作成

20年3月から6月にかけて、企業の景況感は予想以上に悪化

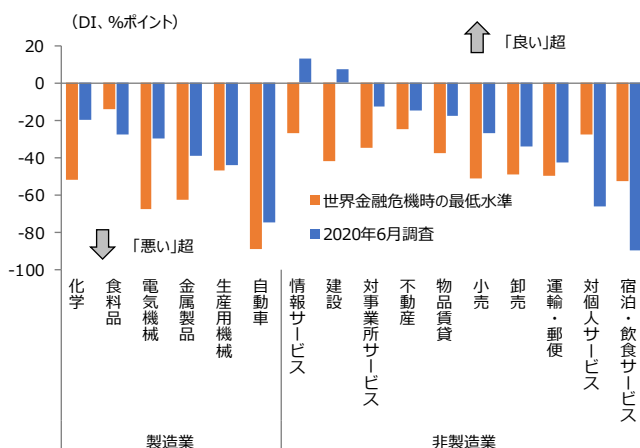
国内外での新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、企業の景況感は大幅に悪化している。日本銀行の短観調査によると、20年6月調査の最近の業況判断（全規模・全産業）は▲31%ポイントと、世界金融危機時の最低水準（09年3月調査、▲46%ポイント）よりは高い水準にあるものの、09年12月調査以来の低い水準となった。

図表 2-3 業況判断 DI の実績と事前予想との差
(業況判断DIの最近-3カ月前における先行き、%ポイント)



注：全規模・全産業。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：日本銀行「短観」、内閣府「景気日付基準」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 業種別の業況判断 DI



注：全規模・全産業。20年6月調査の有効回答社数について、全体に占める割合が2.4%以上の業種のみ表示。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

20年6月調査の業況判断DIの悪化には二つの特徴がある。第一に、当初の予想以上に悪化した点だ。20年6月調査における「最近」の業況判断は、3カ月前における「先行き(3カ月後)」の業況判断に比べて▲13%ポイント低い(図表2-3)。コロナ危機下における予想を超えた企業の業況悪化度合いは、世界金融危機時(▲8%ポイント)を上回っている。

第二に、業況判断DIの悪化度合いは、業種ごとに偏りがある点だ(図表2-4)。製造業では、世界的に需要が縮小している自動車の悪化が目立つが、その他の業種は世界金融危機時ほどには悪化していない。非製造業では、情報サービスや建設は「良い」超であるものの、外出や人の移動の自粛の影響が大きい宿泊・飲食サービスや、娯楽(テーマパークやスポーツ観戦、映画など)を含む対個人サービスが世界金融危機時の最低水準を大きく下回り、全体を押し下げている。

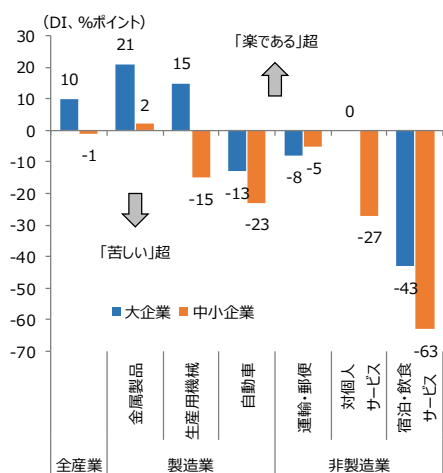
経済活動再開の動きは7月に頭打ち

企業の業況が悪化するなか、資金繰り不安が高まっている。政府による資金繰り支援策が行われているものの、短観の資金繰り判断は、運転資金の余裕が小さい中小企業では「苦しい」超となっている(図表2-5)。大企業では全体としては「楽である」超ではあるものの、自動車や宿泊・飲食サービスなど業況悪化度合いが大きい業種では大企業であっても「苦しい」超にある。

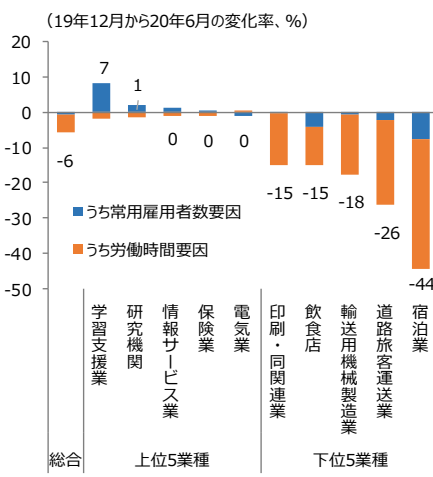
また、経済活動の抑制および企業の資金繰り懸念の高まりにより、雇用削減の動きが強まる可能性がある。20年6月の総労働時間(=雇用者数×労働時間)は、新型コロナウイルスの感染拡大前である19年12月に比べて▲6%程度低い(図表2-6)。5月(同▲11%程度)からは改善したものの、業種別に見ると、宿泊(同▲44%)を中心に一部の業種では大きく減少した状態が続いている。20年6月時点では、総労働時間の減少分の大半は労働時間で調整されており、雇用者数の調整は小幅にとどまっている。

7月以降は、全国的に新規感染者数が増加しており、小売・娯楽や駅への外出の抑制度合いが小幅ながらも再び強まっている(図表2-7)。経済活動の抑制期間が長期化、あるいは抑制度合いが再び強まれば、解雇による雇用調整や企業倒産による雇用喪失が増え、雇用者数が大幅に減少しかねない。

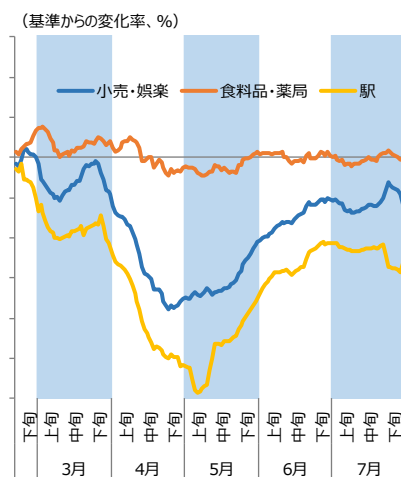
図表 2-5 資金繰り判断DI



図表 2-6 総労働時間



図表 2-7 外出行動



注：20年6月調査。製造業・非製造業ごとに業況判断DIの水準が低い3業種を表示。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

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

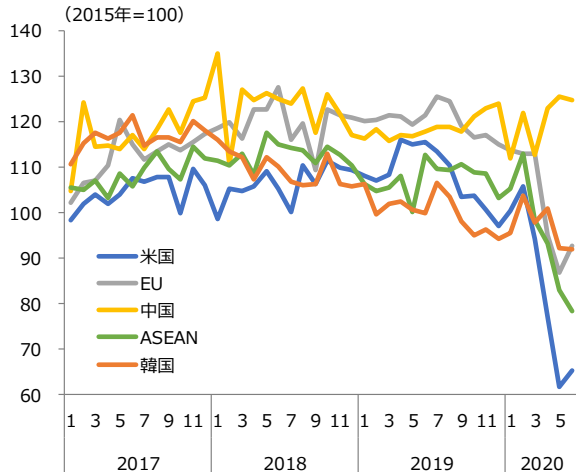
注：後方7日移動平均。
出所：Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

財輸出に下げ止まり感も、輸出・生産は停滞

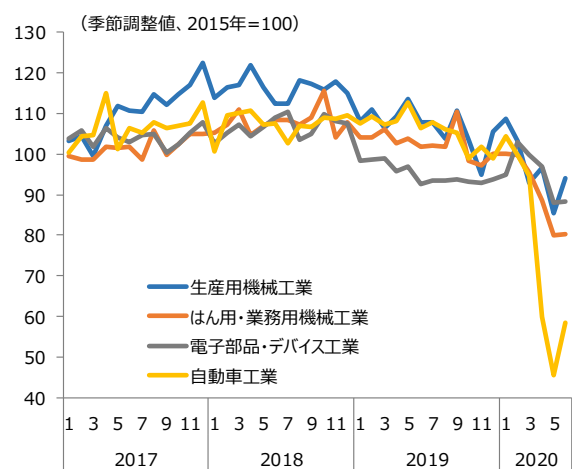
20年4-6月期の輸出は、季調済前期比▲18.5%と大幅に減少した。財輸出は、他国に比べ経済活動の再開が早かった中国向けは回復も、欧米向けを中心に大幅に減少（図表2-8）。特に米国向けは3割程度減少した。財別では、輸送用機器が季調済前期比▲41.2%と大幅に減少、電気機器（同▲13.3%）やはん用・生産用・業務用機器（同▲12.0%）も減少した。財輸出は各国の経済活動再開を受け6月は持ち直したが、海外需要の縮小や生産活動停滞の影響から低水準にある。また、輸出に含まれる訪日外国人によるインバウンド消費は、ほぼ需要が蒸発した状況にある。一方、輸入は前期の大幅減の反動により、内需が縮小するなかでも、季調済前期比▲0.5%の微減にとどまった。

図表 2-8 仕向け地別の実質輸出



出所：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 業種別の鉱工業生産指数



出所：経済産業省「鉱工業生産」より三菱総合研究所作成

生産も大幅に減少した。20年4-6月期の鉱工業生産は、内外需の縮小を背景に季調済前期比▲16.7%となった。新型コロナウイルスの感染拡大による内外需の縮小に加え、工場の生産縮小や停止などが影響した。特に、輸出が大幅に減少した自動車工業は、6月に持ち直しも新型コロナウイルスの影響を大きく受け、4-6月期では同▲45.1%の大幅減となった（図表2-9）。生産機械工業などの生産も減少しており、企業の設備投資スタンスの慎重化が影響している。

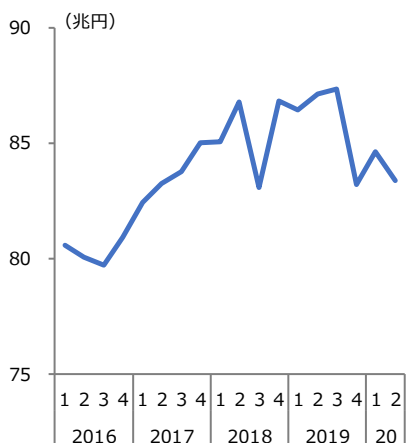
輸出・生産の先行きは、国内外の経済活動再開に伴い持ち直しも、低水準での推移を見込む。経済活動再開も、国内外で感染者数は増加しており、本格的な回復には時間を要する。インバウンドは需要が蒸発した状態が継続するとみる。政府は、一部の国からの入国制限緩和を検討しているが、インバウンドの回復は、日本および各国の政策に依存する状況であり、回復時期は見通せない。実質輸出は、20年度▲15.4%、21年度+8.9%と予測する。鉱工業生産の先行きは、内外需の縮小により、20年度▲15.9%、21年度+3.7%を予測する。

(3) 設備投資の動向

先行きの不透明感を背景に設備投資は慎重化

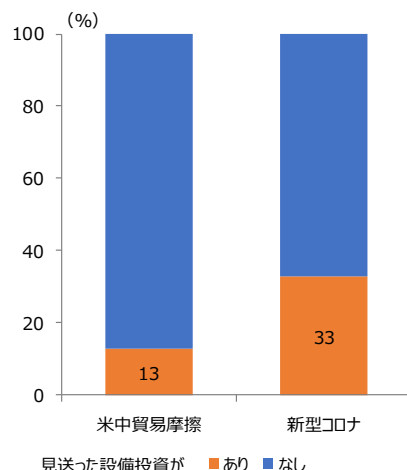
20年4-6月期の民間企業設備投資は、季調済前期比▲1.5%と減少した（図表2-10）。新型コロナウイルスの感染拡大を受けた投資ニーズ（情報化関連投資や自動化・省力化投資、新たな生活様式への対応）は強まっているが、①足もとの内外需の縮小に伴う生産の停滞、②企業業績悪化による資金繰り懸念、③先行きの不透明感を理由とした投資判断の先送り、などから企業の設備投資姿勢は慎重化している。日本政策投資銀行の調査では、3割程度の企業が新型コロナウイルスを受けて見送った設備投資があると回答しており、米中貿易摩擦よりも企業の投資判断に影響を与えている（図表2-11）。20年6月の短観では、設備の過剰感があつた製造業に加え、非製造業も過剰超に転じた（図表2-12）。製造業は10年6月調査以来の水準、非製造業の過剰超は13年9月調査以来となった。

図表 2-10 民間企業設備投資



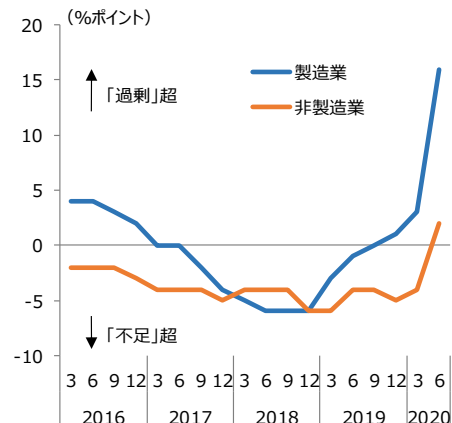
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 新型コロナの投資への影響



出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（大企業）」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 設備の過不足感



注：全規模。
出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より三菱総合研究所作成

新型コロナウイルスの影響により、企業の設備投資スタンスは慎重化する一方、感染拡大前から投資が見込まれていた、5G や CASE（次世代のモビリティサービス）などの投資計画は維持されており、関連する電子部品などにも波及が見込まれる（図表 2-13）。また、通信需要に対応するためのデータセンターや、EC（インターネット通販）需要の増加に対応する物流施設への投資など、新たな生活様式に対応する投資も見込まれている。企業は、中長期的な生産性向上や競争力強化につながる投資は実施する方針であり、設備投資を下支えするとみられる。

今後は事業を見直す企業も増加するとみられる。日本政策投資銀行が実施した「企業行動に関する意識調査結果（大企業）」によると、事業を見直す回答した企業（回答企業の約半数）を対象に具体的な取り組みを確認すると、「新たな製品やサービスの提供」、「サービスの AI・デジタル化」が製造業・非製造業ともに上位に挙げられており、ウィズコロナの時代に適した製品・サービスの検討が進むと予想される。また、製造業では、新型コロナウイルス感染拡大で顕在化した特定の国に依存するリスクから、「サプライチェーンの再構築」を挙げる割合が高い（図表 2-14）。新型コロナウイルスを契機に企業の事業活動や投資の見直しが進むとみられる。

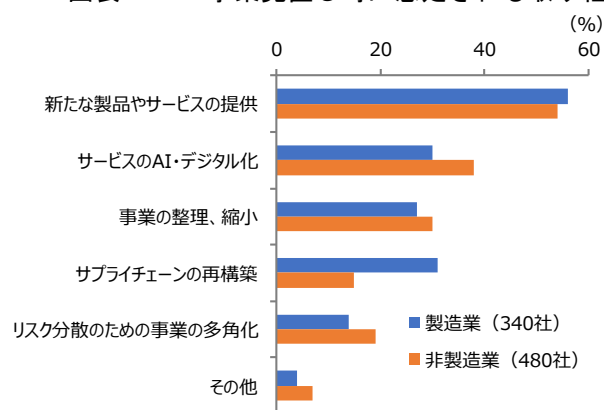
図表 2-13 設備投資が見込まれる分野

業種	分野
製造業	<ul style="list-style-type: none"> モデルチェンジやCASE対応（輸送用機器） 電子・電池材料、医療品等（化学） 半導体材料・電池材料（非鉄金属）
非製造業	<ul style="list-style-type: none"> デジタルインフラ整備（5Gやデータセンター関連）（情報通信） 物流施設整備（運輸等）

注：CASEとは、Connected（コネクティッド）、Autonomous（自動運転）、Shared（シェアリング）、Electric（電動化）の頭文字をとったもの。次世代のモビリティサービスのこと。

出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（大企業）」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 事業見直し時に想定される取り組み



出所：日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査結果（大企業）」より三菱総合研究所作成

先行きは、コロナ危機による内外需の縮小と企業業績悪化、キャッシュフローの減少により設備投資の減少を見込む。東京商工リサーチの調査によると、上場企業の最終利益の下方修正額は約 4.3 兆円に達しており、多くの企業は 20 年度の売上高の減収を予想している。業績の急速な悪化は、設備投資の規模縮小や先送りにつながるだろう。ただし、在宅勤務の拡大を受けた情報化関連投資や 5G 関連の投資ニーズは根強いものがあることから、これらが設備投資を部分的に下支える要因となろう。設備投資は、20 年度▲2.5%、21 年度+1.3%と予測する。

(4) 雇用・所得の動向

休業者が急増、非正規雇用中心に雇用環境は悪化

国内外の経済活動抑制により、堅調であった雇用環境は悪化している。非正規雇用を中心に雇用調整が先行しているほか、世界金融危機時と異なりサービス業を中心に休業者が急増している。特定の雇用形態・業種に影響が生じている。

完全失業率は18年以降2%前半と低い水準で推移してきたが、20年6月は2.8%まで上昇した(図表2-15)。休業などの対応により失業者数は急増していないが、足もとでは、「非自発的な離職」の割合が高まりつつある。

就業者数も減少に転じている。20年4-6月期の就業者数は前年同期差▲78万人と、東日本大震災が発生した11年以來の減少幅となった。正規の職員・従業員が同+31万人と増加する一方、非正規の職員・従業員は同▲87万人と大きく減少した(図表2-16)。非正規雇用の割合が高い、飲食・宿泊サービスなどコロナの影響を大きく受けた業種を中心に、流動性の高い非正規雇用の雇用調整が先行している。

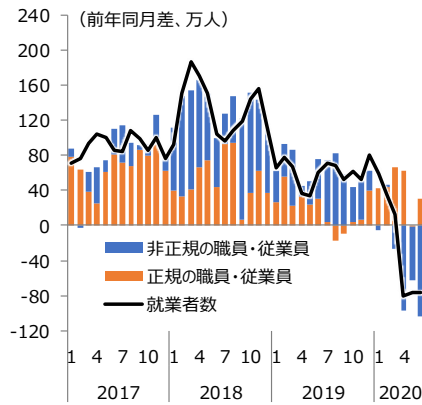
休業者も20年3月以降、急増した。20年6月の休業者数は236万人(前年同月差+90万人)と4月のピーク時(597万人)と比べ減少も、休業者の一部は失業や非労働力人口に転じたとみられる。また、休業者の半数近くは非正規の職員・従業員が占めている。特に、外出自粛要請の影響を大きく受けた「宿泊業・飲食サービス業」や「生活関連サービス業・娯楽業」の休業者割合が高い(図表2-17)。仮に、休業者の前年同月比での増分がすべて失業者に転じた場合、20年6月の失業率は4.2%まで上昇する。雇用調整助成金などの政策支援が雇用環境を支えているとみられるが、失業率の数値以上に雇用環境は悪化している。

図表 2-15 完全失業率



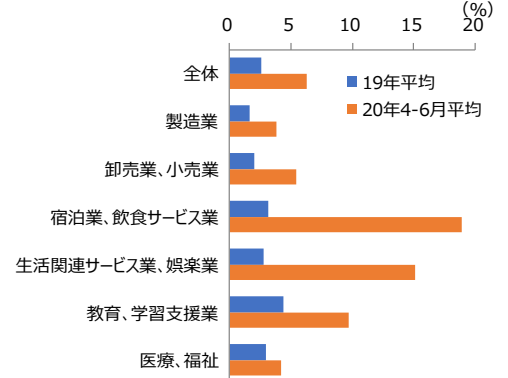
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 就業者数



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 主な産業の休業者割合



注：各期間の就業者数に占める休業者の割合。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

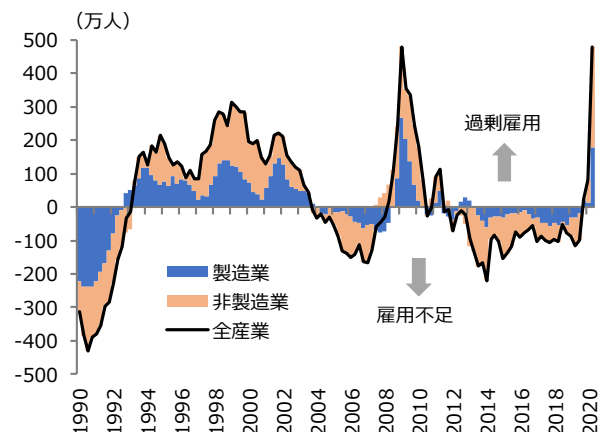
企業内の雇用者は過剰な状況

企業業績の悪化により、コロナ前の人手不足感にも緩みがでてきており、有効求人倍率や新規求人倍率は低下している。

企業との雇用関係は継続されているものの、企業内に抱えられている余剰労働力(企業の雇用保蔵)を推計したところ、消費税増税後の19年10-12月期以降増加傾向にある(図表2-18)。20年4-6月期時点で企業が抱える過剰雇用は約480万人であり、世界金融危機時と同程度水準まで上昇している。

つまり、日本の失業率が急上昇していない背景には、①過剰雇用の一部が休業者として雇用が維持されていること、②労働時間を調整し雇用を調整していること(図表2-6)、がある。

図表 2-18 企業の雇用保蔵 (MRI 推計)



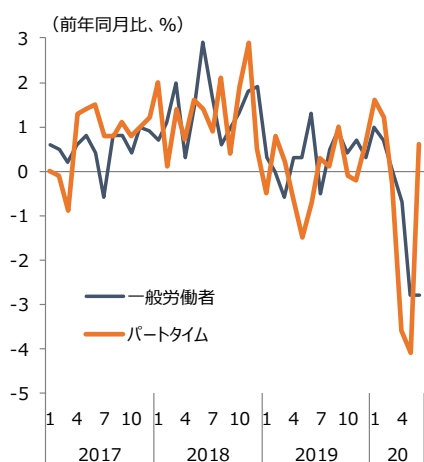
注：実際の雇用者数と生産に見合った最適な雇用者数の差。平成21年度年次経済財政報告における付注1-8を参考に推計。直近は20年4-6月期。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

所得環境は悪化、将来の所得も二極化の傾向

所得環境も悪化している。20年の春闘は、新型コロナウイルスの影響があるなか、前年並みの1.9%の賃上げで妥結したが、総労働時間の減少（図表 2-6）などの影響から賃金は減少傾向にある（図表 2-19）。

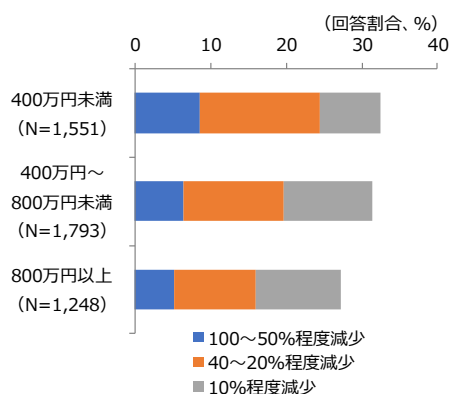
また、当社の生活者市場予測システム（mif）を用いた生活者 5,000 人を対象としたアンケート調査（7月 22-27 日実施）によると、感染拡大前（19年 12 月）と比較し、世帯収入が減少した世帯は全体の約 3 割を占めており、世帯年収が低い世帯ほど収入の減少率も高くなっている（図表 2-20）。同調査では先行きの世帯収入の変化についても確認した。現在の世帯収入が減少した世帯では、1 年後、2 年後の収入も「減少」を予想しており、ワクチンや治療薬が開発されても、感染拡大前の水準まで回復しないと予想する割合が高い。一方、現在の世帯収入に変化のない世帯は、先行きも「変化なし」と予想しており、将来の収入予測が二極化している（図表 2-21）。新型コロナウイルスの影響により世帯収入が減少した世帯では、先行きの収入減少を予測し、現在の消費を抑制している可能性がある。

図表 2-19 賃金



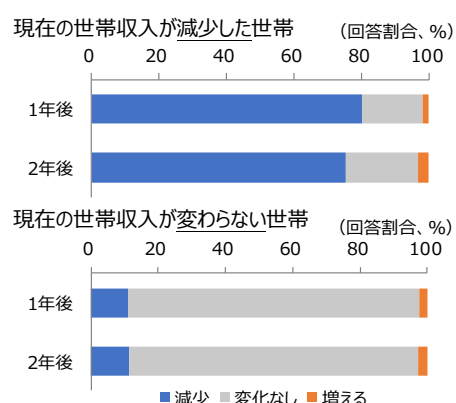
注：名目賃金指数の前年同月比。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-20 世帯収入の変化 (生活者調査)



注：感染拡大前（19年 12 月）と比較した変化。現在の世帯収入の変化は、特別定額給付金の受給額を除く回答。世帯年収が不明の世帯の回答を除く。
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（20年 7 月 22-27 日に実施、回答者 5,000 人）

図表 2-21 世帯収入の変化予測 (生活者調査)



注：感染拡大前（19年 12 月）と比較した変化予測。現在の所得が「減少」または「変わらない」との回答を対象に集計。
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（20年 7 月 22-27 日に実施、回答者 5,000 人）

企業業績悪化でさらなる雇用調整を見込む

雇用の先行きは、経営環境の先行き不透明感が高まっていることから、倒産や資金繰りの厳しい企業が増加した場合、非正規雇用中心だった雇用調整が正規雇用まで対象が拡大する可能性がある。感染者数が拡大し経済活動正常化に時間がかかること、雇用調整助成金の期限が 20 年 9 月までであることから、期限が延長されなければ、10 月以降に雇用・所得環境が急速に悪化するリスクがある。

名目雇用者報酬は、20 年度は前年比▲3.4%、21 年度は同+0.8%と予測する。19 年以降、輸出の減少により企業利益が減少基調にあり、新型コロナウイルスの影響から悪化している。ここ数年、雇用者報酬は堅調に伸びてきたが、20 年度は 8 年ぶりの減少を予想する。

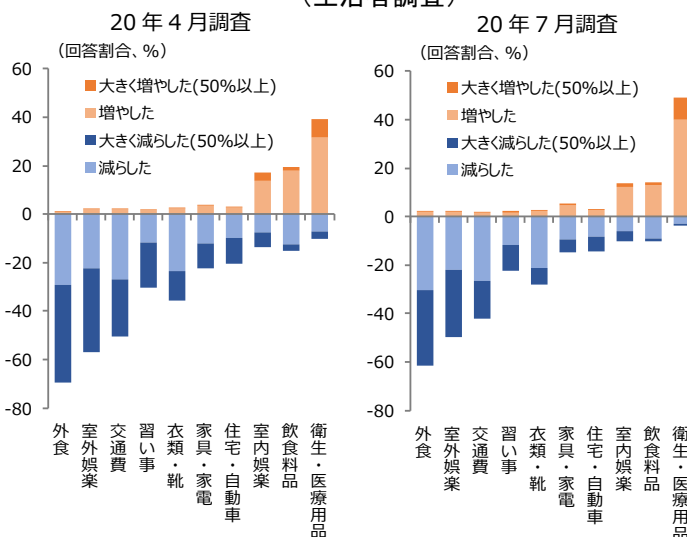
緊急事態宣言解除後も消費意向はほぼ不変

前述の mif 調査では、新型コロナウイルスの感染終息後にどのような消費行動をとるかを3月以降継続的に調査している。

感染拡大中の消費意向について、緊急事態宣言発令期間中に実施した4月調査では、外食などの外出関連の消費を中心に消費活動が抑制されていた(図表 2-26 左)。今回実施の7月調査では、緊急事態宣言が解除された後の消費意向になるが、4月調査と比較しても大きな差はみられない(図表 2-26 右)。外食や室外娯楽、交通費などの外出関連の消費を中心に「大きく減らした(50%以上)」の割合はやや縮小したものの、「減らした」の割合はほぼ変わらない。

緊急事態宣言が解除されたとはいえ、感染が再拡大している状況でもあり、外出関連の消費には慎重な姿勢を維持しているとみられる。また、7月調査を世帯収入の変化別にみると、世帯収入が減少した世帯の方が(回答者の3割程度)、世帯収入が減少していない世帯に比べて、消費を減らした割合が高かった。雇用・所得環境の悪化も消費の重しとなっている。

図表 2-26 新型コロナウイルス感染拡大中の消費意向 (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・家電と住宅・自動車は購入意欲の変化を聞いた。

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(4月調査は20年4月22-24日、7月調査は20年7月22-27日に実施、回答者5,000人)

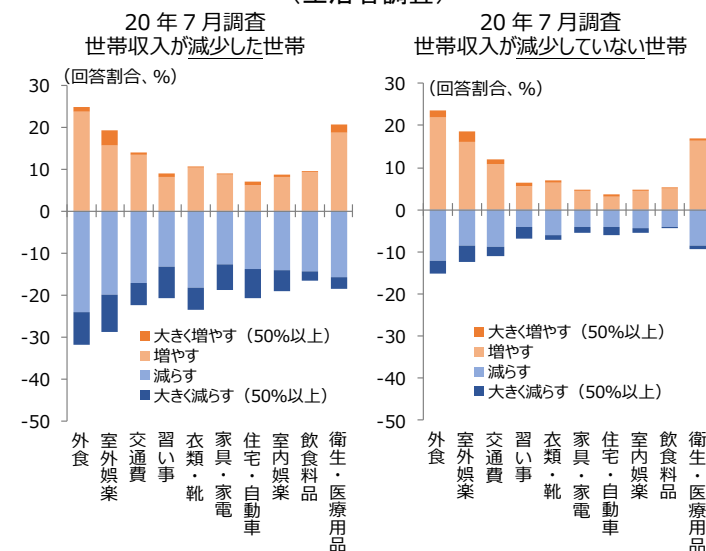
所得減少世帯が増加すれば、感染終息後も消費水準が回復しない可能性

感染終息後の消費意向をみると、感染拡大前と比較して消費を増やすという消費者が、外食や室外娯楽などを中心に一定の割合存在しており、感染終息後に外出を伴う消費をリバウンドさせようという意欲は依然としてある模様だ(図表 2-27)。

ただし、現在の世帯収入の変化が感染終息後の消費意向に影響を及ぼしている点には注意が必要だ。現在の世帯収入が減少した世帯(回答者の3割程度)では、感染終息後も消費を減らす割合が高い(図表 2-27 左)。この背景には、世帯収入が減少している世帯は、先行きの所得も減少を予想していることがある(前掲図表 2-21)。

今後、ウィズコロナの長期化などによって所得減少世帯が増加し、消費の二極化が進展すれば、終息後も潜在的な需要が平時の水準に回復しないリスクが高まりつつある。

図表 2-27 新型コロナウイルス感染終息後の消費意向 (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・家電と住宅・自動車は購入意欲の変化を聞いた。

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(20年7月22-27日に実施、回答者5,000人)

消費は持ち直しも低水準で推移、感染拡大・雇用・所得環境の大幅悪化で長期停滞

先行きの消費は、雇用・所得環境の悪化が見込まれること、国内で感染者数が増加しており、消費活動の正常化に時間がかかることから、低い伸びにとどまるとみる。政府の経済対策は一定程度消費の押し上げ要因となるものの、先行きの不透明感から消費に対する姿勢は慎重化するとみられる。実質民間最終消費支出の伸びは、20年度▲7.5%、21年度+3.3%と予測する。

(6) 物価の動向

物価はマイナスに転じる

20年4-6月期の消費者物価指数の伸びは、生鮮食品を除く総合指数（消費税調整前）が前年比▲0.1%と、20年1-3月期から0.5%ポイント低下し、16年10-12月期以来のマイナスとなった（図表2-28）。物価上昇の要因別内訳をみると、消費税率の引き上げが物価を押し上げる一方、幼児教育・保育無償化に加え、エネルギー価格の下落が物価を押し下げた。消費税率引き上げと幼児教育・保育無償化の影響を除くと、消費者物価上昇率は同▲0.5%とマイナス幅が拡大する。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。一方で、天候不順による生鮮野菜などの値上がりもあり、消費者が実感する物価は高まっている可能性がある。

需給ギャップ・原油安が物価を下押し

先行きは、さらなる物価下落を見込む。内外需環境の悪化を背景に、20年度の需給ギャップは▲8.0%（シナリオ①）まで拡大すると見込まれ、物価の一段の下振れ要因となる。さらに、教育無償化が（①19年10月開始の幼児教育の無償化：前年比▲0.3%ポイント押し下げ、②20年4月開始の高等教育無償化：同▲0.18%ポイント押し下げ）、物価の伸びを抑制する方向に寄与する。

これらを踏まえると、コアCPIは、消費税の影響を除くベースで20年度半ばにかけて前年比マイナスに転じ、その後は21年度半ばにかけて、各種下振れ要因剥落していくことから、シナリオ①で20年度▲0.6%、21年度+0.2%と予測する。

(7) まとめ

20年度は6年ぶりのマイナス成長

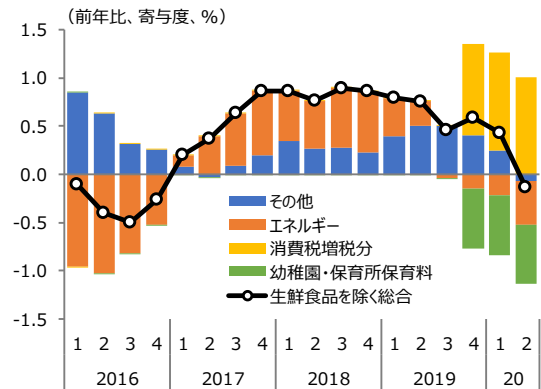
日本経済は、緊急事態宣言が解除された5月をボトムに持ち直しの気配もあるが、国内外の経済活動は抑制された状況にあり、弱い回復にとどまるとみる。

経済活動は段階的に再開したものの、7月以降は感染者数の拡大ペースが再び高まっているほか、企業収益の悪化に伴う雇用・所得環境も悪化していることから、消費は弱い動きが続くだろう。21年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ①（詳細は総論P.7参照）のもとで、20年度の実質GDP成長率は、前年比▲6.6%のマイナス成長を予想する。

21年度は、前年比+3.3%と増加に転じるものの回復力は弱く、GDP水準ではコロナ前（19年下半期平均）を大きく下回る状況が続くと見込む。22年度以降の成長率が1%台半ばで推移したとしても、GDPがコロナ前の水準を回復するのは24年以降となる。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21年度末にかけて40ドル程度、日経平均株価は21年度末にかけて20,000～23,500円、為替レートは21年度末にかけて105円／ドル程度での推移を想定した。

図表2-28 物価上昇率の要因別内訳

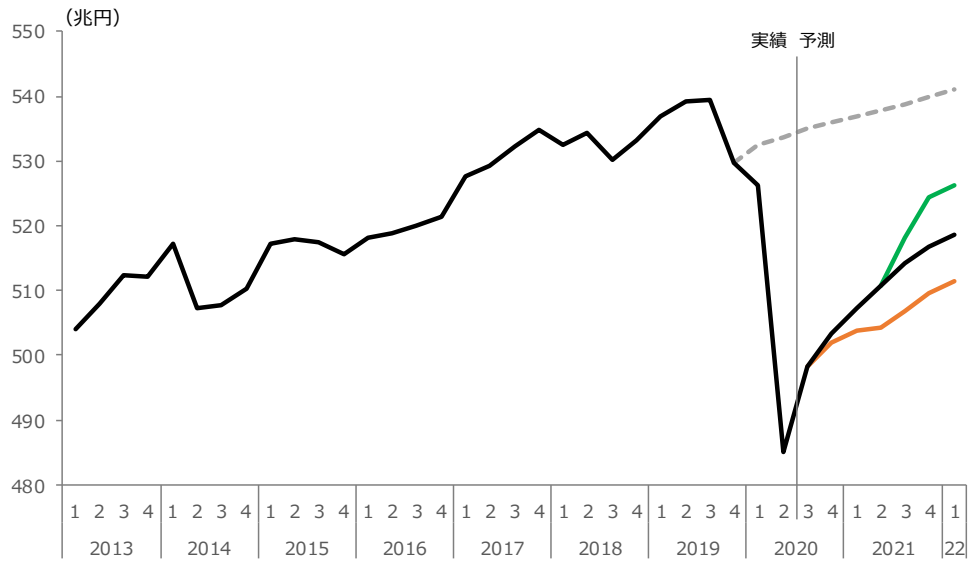


注：物価は生鮮食品除く総合。

出所：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-29 実質 GDP の見通し

- コロナ発生前の予測
- シナリオ①：感染リスクの高い地域・活動への重点規制と緩和を繰り返しながら、一定の防疫措置を継続
- シナリオ②：重症化率の上昇などにより、防疫措置の強弱を繰り返しつつも、平均的には一段強化
- シナリオ③：21年半ば以降に先進国中心にワクチンの一般普及が進み、防疫措置を緩和



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 2-30 2020～2021 年度の日本の実質 GDP 成長率予測（シナリオ①）

項目	実績				予測			
	2018年度		2019年度		2020年度		2021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	***	0.0	***	▲ 6.6	***	3.3	***
内需	0.4	0.4	0.3	0.2	▲ 4.4	▲ 4.4	2.3	2.4
民需	0.2	0.2	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 6.7	▲ 5.0	2.6	1.9
民間最終消費支出	0.1	0.0	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 7.5	▲ 4.2	3.3	1.8
民間住宅投資	▲ 4.9	▲ 0.1	0.5	0.0	▲ 8.3	▲ 0.2	▲ 3.9	▲ 0.1
民間企業設備投資	1.8	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 2.5	▲ 0.4	1.3	0.2
民間在庫投資	***	0.0	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2	***	0.0
公需	0.8	0.2	2.6	0.6	2.5	0.6	1.5	0.4
政府最終消費支出	0.9	0.2	2.3	0.5	2.1	0.4	1.1	0.2
公的固定資本形成	0.6	0.0	3.3	0.2	4.4	0.2	2.7	0.2
外需（純輸出）	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2	***	▲ 2.2	***	1.0
輸出	1.7	0.3	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 15.4	▲ 2.6	8.9	1.4
輸入	2.6	▲ 0.4	▲ 1.5	0.3	▲ 2.6	0.5	2.1	0.4
名目GDP	0.1	***	0.8	***	▲ 6.3	***	4.0	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-31 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測（シナリオ①）

		実績				予測								
		2019		2020		2021		2022						
		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	0.7%	0.4%	0.0%	-1.8%	-0.6%	-7.8%	2.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%
	前期比年率	2.8%	1.7%	0.2%	-7.0%	-2.5%	-27.8%	11.2%	4.1%	3.3%	2.7%	2.7%	2.1%	1.4%
	前年比	0.7%				-6.1%				1.8%				
	前年度比	0.0%				-6.6%				3.3%				

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

トピックス：特別定額給付金の消費押し上げ効果（生活者調査を用いた分析）

1人当たり10万円の特別定額給付金の消費押し上げ効果を推計するために、前述のmif調査で特別定額給付金の使途について生活者5,000人を対象にアンケート調査を実施した。調査は、内閣府が世界金融危機時の定額給付金の消費行動への影響を分析した『「定額給付金に関連した消費等に関する調査」の結果について²（10年1月公表）を参考に、以下の設問項目を示し、特別定額給付金の受給額（10万円単位）および給付金等の使途内訳（今後の予定を含む）を聞いた（図表2-32）。回答結果をもとに、各回答者の給付金の使途別の利用割合を計算した。

特別定額給付金による、純粋な消費押し上げ効果の推計対象は、①、②-1、②-2となる。②-3は質・量を変化させておらず、給付金の有無に関係なく消費が予定されていたものであり、今回の消費の押し上げ効果の対象とはならない。

図表 2-32 特別定額給付金の使途に関する調査項目

項目	消費押し上げ効果	
貯蓄額	×	
①給付金により購入を決定した消費額	○	
②給付金受給前から購入を予定していた消費額	②-1：給付金を活用し <u>質を向上</u>	○
	②-2：給付金を活用し <u>量を増加</u>	○
	②-3：質・量は変化させていない	×
③医療機関やNPO、財団などへの寄付	×	

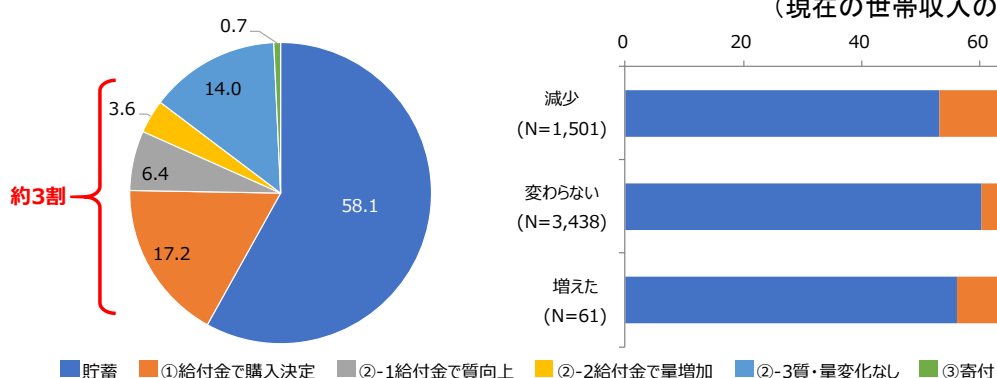
出所：三菱総合研究所

給付金の消費押し上げ効果は、予算の3割程度

給付金の使途内訳は図表2-33に示すとおりで、給付金の6割程度が貯蓄に回り、消費に回ったのは3割程度（27.2%）にとどまった模様だ。前出の内閣府の定額給付金時の調査においても、給付金による消費増加効果は3割程度となっており、今回の特別定額給付金も同程度の消費押し上げ効果が予想される。予算が約12.7兆円であることから、消費押し上げ効果は約3.5兆円、GDP比で0.7%ポイント程度の押し上げ効果となる。

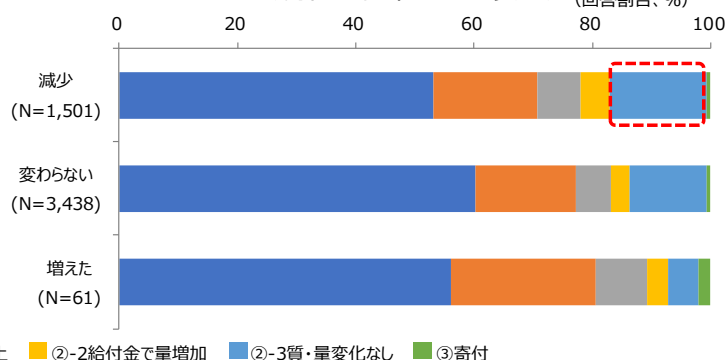
また、給付金の使途内訳を世帯収入の変化別にみると、現在の所得が減少した世帯ほど、給付金受給前から購入を予定していた消費（②-3）に回した割合がやや高い（図表2-34）。所得減少世帯では、減少した所得を補償する意味で、特別定額給付金が利用されたとみられる。

図表 2-33 給付金の使途内訳



注：特別定額給付金受給額がゼロの回答を除く。
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（20年7月22-27日に実施、回答者5,000人）

図表 2-34 給付金の使途内訳
（現在の世帯収入の変化別）



注：特別定額給付金受給額がゼロの回答を除く。
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（20年7月22-27日に実施、回答者5,000人）

² 内閣府『「定額給付金に関連した消費等に関する調査」の結果について』<https://www5.cao.go.jp/keizai3/kyufukin.html>（20年8月3日参照）

特別定額給付金は一定の消費押し上げ効果も、困窮世帯への集中的な支援が必要

上記のとおり、特別定額給付金は一定の消費押し上げ効果は期待できるが、財源対比で効果が3割程度にとどまるなど、費用対効果は低いとみられる。

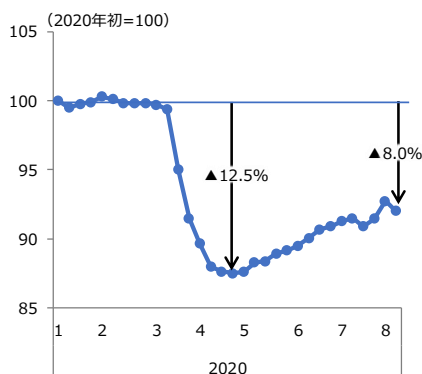
また、今回の給付金は経済対策よりも生活保障の役割が期待されるが、収入減少世帯（回答者の3割程度）への所得補償としては十分ではない可能性がある。雇用・所得環境は、飲食などのサービス業や非正規雇用者を中心に悪化している。また、先述の mif 調査においても、収入減少世帯と非減少世帯では、将来の収入見通しや消費行動で二極化の傾向がみられる。新型コロナウイルス感染症の影響を受けた世帯ほど、影響が長期化するとみられる。

一連の経済対策により財政赤字は大幅に拡大している。財源に限りはあるが、雇用調整助成金の特例期限が9月末と迫るなか、真に困窮した世帯への集中的かつ迅速な支援が求められる。そのためにも、給付金申請のオンライン完結等、デジタルガバメントのさらなる推進が必要だ。

4 月をボトムに経済活動再開も、感染は再拡大

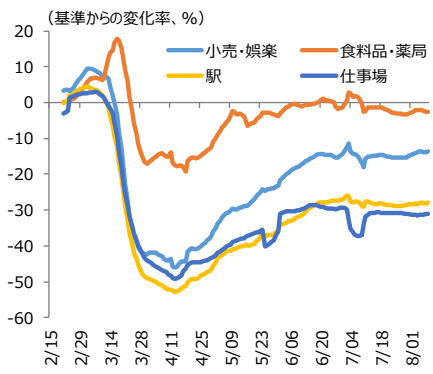
米国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲9.5%となり、08-09 年の世界金融危機時の減少幅（▲4%）を大きく上回る景気後退局面に入った。もっとも週次で見れば、米国の経済活動水準は 4 月末以降、緩やかに持ち直しつつある（図表 3-1）。全国的に実施されていた厳格な外出・営業規制が 4 月半ば以降に徐々に解除され、経済活動の再開が進んでいる。小売・娯楽への人出は平年比で▲40%程度減少していたが、7 月上旬には同▲20%程度まで減少幅が縮小している（図表 3-2）。こうしたなか、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が再び拡大している（図表 3-3）。入院や死亡の人数は 4 月頃の水準にはまだ達していないものの、フロリダやテキサスなど一部の州では医療逼迫度が高まっており、防疫措置を再び強化する動きもみられる。

図表 3-1 米国の経済活動水準



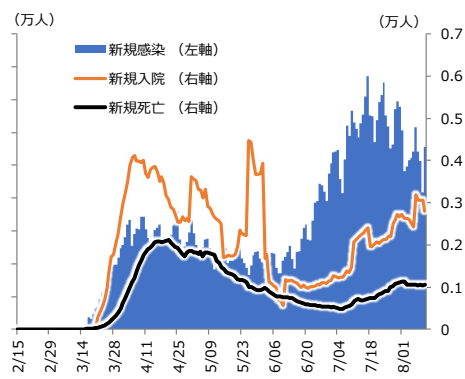
注：直近は 8 月 8 日。
出所：NY Fed, Weekly Economic Index より三菱総合研究所作成

図表 3-2 米国の移動抑制状況



注：直近は 8 月 9 日、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

図表 3-3 米国の新規感染者数



注：直近は 8 月 11 日。新規入院と新規死亡は後方 7 日移動平均。
出所：The COVID Tracking Project より三菱総合研究所作成

ウィズコロナの長期化を前提に、ワクチン開発を官民一体で推進

3 月末以降の厳格な防疫措置をもってしても感染の第一波を抑え込むことができなかったことから、米国は、防疫と経済活動の両立を図る方向に舵を切ったといえる。経済を犠牲にして再び全国的に厳格な防疫措置を実施するよりは、地域ごとの感染状況や医療供給体制の逼迫度などをみながら、防疫措置を柔軟に個別に調整していく方向性だ。

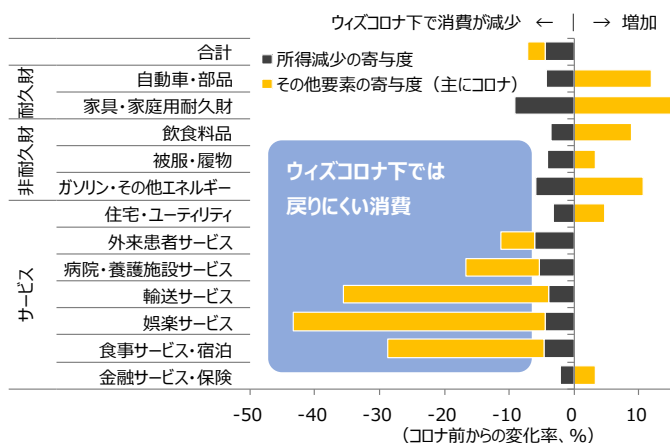
前回の 5 月見通しで想定していたような、20 年末までに国内の感染が終息に向かい、経済活動を正常化できるシナリオは非現実的となり、ウィズコロナが 21 年にかけて長期化するシナリオが現実となる。ただし、ワクチンや特効薬が開発され、さらに国民全体に行き渡らせることが実現できればウィズコロナを短期的に終わらせることは可能だ。米政権は、全国民が 1 回接種できる本数のワクチンを 21 年初めまでに供給することを目指す「ワープ・スピード作戦」に 100 億ドルを投じ、製薬会社の開発支援に力を入れている。開発に成功すれば、政府が買い上げ、国民に無料で投与する契約とされる。ただし、有効性の高いワクチンが早期に実現するかは不透明であることから、今回の見通しではウィズコロナを前提とする。

ウィズコロナ下で需要減少が恒常化、雇用減少も長期化

ウィズコロナ下では、レジャーや娯楽、公共交通などを中心に、フィジカルディスタンスを確保した上での営業が必要になることから、売上の減少が長期化する可能性が高まった。全国的なロックダウンが解除された後の 6 月の家計の消費支出について、コロナ前の 1 月からの減少幅を、①所得減少による影響、②その他の影響（主に防疫の影響）に分解した（図表 3-4）。支出は全体で▲7%減少したうち、①と②の影響がほぼ 2 対 1 であった。①の影響は、所得補償などによって緩和される面があるが、②の影響はウィズコロナ下では構造的に残る可能性が高い。

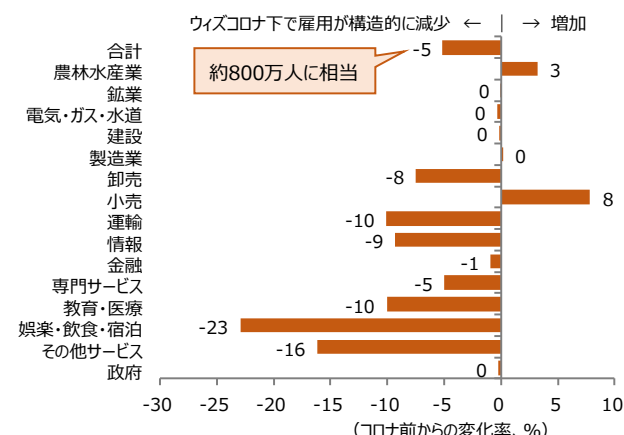
品目別にみると、娯楽サービスの需要はウィズコロナ下でほぼ 4 割減、飲食サービス・宿泊や輸送サービスでも 3 割減が続くことを想定しておく必要がある。こうした需要減少の常态化は、雇用にも深刻な影響をもたらすだろう。上記②の減少幅をもとに、産業連関表の消費需要を変化させて雇用への影響をみると、一部雇用が増加する業種もあるものの、サービス業を中心に総じて雇用が減少し、全体ではコロナ前と比較して▲5%程度（約 800 万人）の雇用が失われる結果となった（図表 3-5）。

図表 3-4 ウィズコロナ下での消費変化



注：20年6月の支出額のコロナ前からの変化を要因分解。所得減少の寄与度は、各品目の実質消費支出を実質可処分所得で回帰して推計。出所：米国商務省経済分析局より三菱総合研究所作成

図表 3-5 ウィズコロナ下での構造的な雇用下振れ幅 (MRI 推計)



注：図表 3-4 の其他要素の寄与度をもとに、産業連関表の最終消費を変化させて雇用への影響を推計。出所：米国商務省経済分析局より三菱総合研究所作成

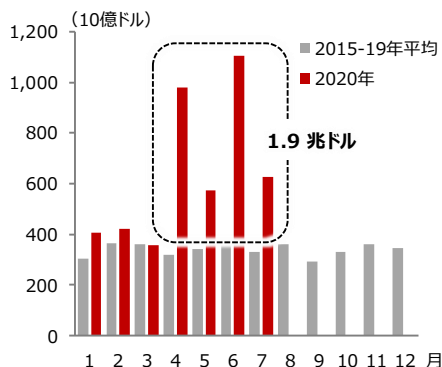
大規模な財政出動による景気下支え効果は、年末にかけて縮小へ

雇用の先行きとともに重要になるのが、財政出動による雇用・所得の下支え施策の行方である。4月に成立した新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法 (CARES 法) により、4月以降の政府支出は、平年比で合計 1.9 兆ドル (年間 GDP の 9% に相当) も上乘せされている (図表 3-6)。給与保障プログラムや失業給付の上乗せ (週 600 ドル)、現金給付などが主な用途である。家計収入をみても、雇業者報酬の減少分以上に、CARES 法による給付 (移転所得) が増加しており、マクロの家計収入はコロナ前に比べて増加している (図表 3-7)。

CARES 法による失業給付の上乗せは 7 月末までの時限措置であったが、手厚すぎると批判のあった失業給付の上乗せ額を巡る与野党の対立から合意に至らず、最終的に、加算額を週 600 ドルから 400 ドルに減額した上で延長する大統領令が 8 月 8 日に発動された。シカゴ大学研究者らの研究³によると、600 ドルの上乗せの場合、低所得層 (所得水準が下位 4 分の 1) において失業給付受給後の所得が従前所得の 1.9 倍に、中所得層 (所得水準が中位) でも 1.4 倍になる (図表 3-8)。過剰な失業給付は、復職意欲を低下させかねないほか、財政負担も重くなることから上乗せ額が圧縮された。

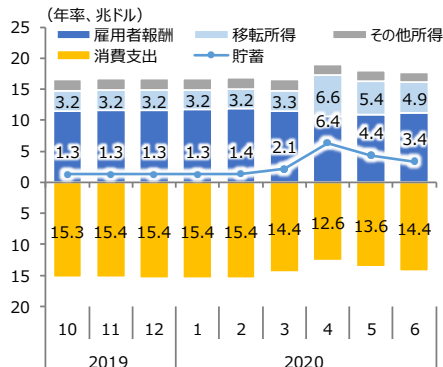
失業者に対する財政支援を徐々に縮小しつつ、復職を促す狙いとみられるが、前述のとおりウィズコロナ下で喪失する雇用があるなかで、労働者の職種転換がうまく進まなければ、所得や消費の下振れ要因となる。さらに、民主党が大統領令を違憲とみなして法廷闘争に持ち込む可能性も残されており、大統領令の差し止め・与野党の再協議難航により失業給付上乗せが完全失効となれば、所得や消費に深刻な影響をもたらすだろう。

図表 3-6 連邦政府の歳出



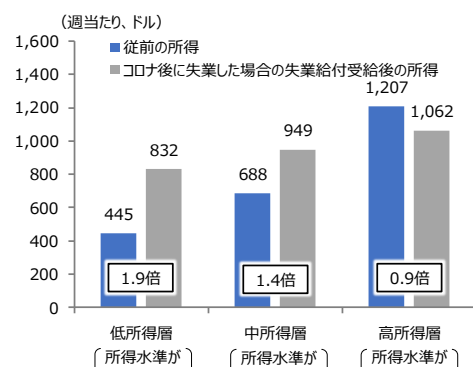
出所：米国財務省より三菱総合研究所作成

図表 3-7 家計の収支



出所：米国商務省経済分析局より三菱総合研究所作成

図表 3-8 失業給付による所得変化



出所：Becker Friedman Institute より三菱総合研究所作成

³ Ganong, et al. (2020), US Unemployment Insurance Replacement Rates During the Pandemic, NBER Working Paper No. 27216.

20年7-9月期以降の成長率を下方修正

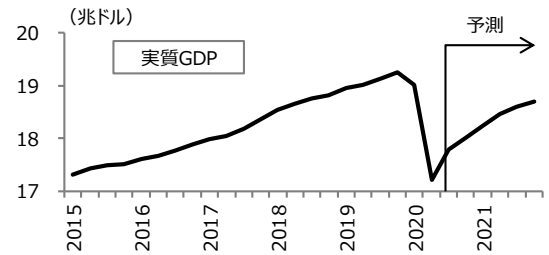
これらを踏まえ、21年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ①（詳細は総論 P.7 参照）のもとで、20年の米国経済の実質 GDP 成長率は前年比▲5.6%、21年は同+2.8%といずれも前回5月見通しから下方修正する（図表 3-9）。

前回見通しからの変化点は、予測期間の21年末までウィズコロナを前提としたことによる成長率の下方修正である。前述の構造的な雇用の喪失の影響を織り込み、米国 GDP の7割を占める消費を中心に回復パスを修正した。また、新たな経済対策の影響は織り込んでいるが、現行の CARES 法と比べれば規模が縮小しており、ウィズコロナの長期化による成長下振れをカバーするには至らない。

なお、11月の大統領選の結果を予想することは依然として難しい状況ではあるが、見通しを作成する前提としては、民主党のバイデン候補の勝利を前提としている。もっとも、トランプ政権が継続した場合と、バイデン政権に交代した場合を比較すると、外交政策などには変化が予想されるが、米国の経済成長率に大きな差はないとみている。バイデン候補は、中間層の復活を掲げ、トランプ減税の修正やオバマケアの復活などを実現する方針だが、財政が逼迫する一方で、企業や家計に増税を求めにくい状況もあり、政策の実現性には疑問がある（詳細は次頁トピックス参照）。特にウィズコロナ下での政権前半は、限定的な政策実行にとどまるだろう。

図表 3-9 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2018	2019	2020	2021
実質GDP	2.9	2.3	▲5.6	2.8
個人消費	3.0	2.6	▲6.7	2.8
設備投資	6.4	2.1	▲6.7	▲0.1
住宅投資	▲1.5	▲1.6	▲2.3	▲2.4
在庫投資寄与度	0.1	0.1	▲1.3	0.9
政府支出	1.7	2.3	2.8	2.2
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.2	1.0	▲0.3
輸出等	3.0	▲0.0	▲12.5	4.8
輸入等<控除>	4.4	1.0	▲14.7	5.3
FFLレート誘導水準(年末)	2.25-2.5	1.5-1.75	1.5-1.75	1.5-1.75
失業率	3.9	3.7	8.7	5.3



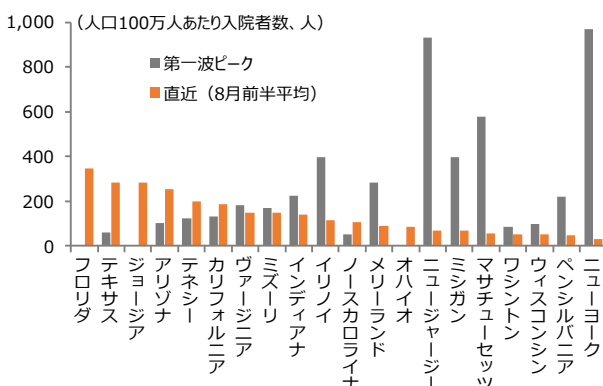
出所：実績は米国商務省、予測は三菱総合研究所

感染が長期化すれば、金融危機に発展するリスクが高まる

先行きのリスクは、第一に、新型コロナウイルスの感染拡大によって、防疫措置がより厳格かつ広範な地域で実施される可能性である。新型コロナウイルスの入院患者数をみると、3-4月の第一波において医療崩壊の危機に瀕していたニューヨークやニュージャージーの状況に比べれば、7月下旬の各州の状況は落ち着いている。ただし、フロリダ、アリゾナなどで入院患者が増加、医療への負荷が高まっている（図表 3-10）。今後状況が一段と悪化すれば、これらの地域で強力な防疫措置が再導入され、経済の下振れ要因となる。

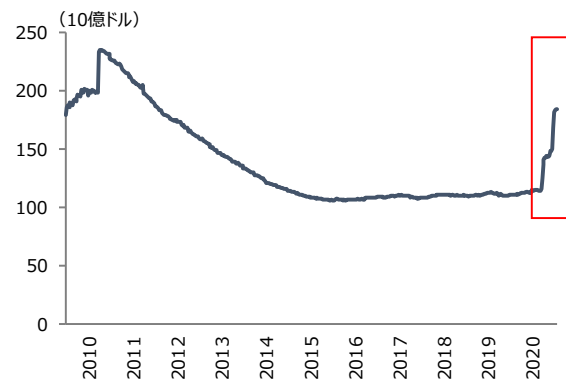
第二に、金融危機への発展には注意が必要だ。FRBはさまざまな経路での資金供給策を講じているものの、依然として金融市場にはストレスが高い状況が続いている。近年の超低金利下で、金融機関や投資家は利ザヤを求めて、信用力の低い企業や個人向けの貸出を増やしてきた。売上の蒸発などにより、企業の倒産が予想を上回るペースで増加する可能性があるほか、個人向けの貸出（住宅、教育、自動車、クレジット）の焦げ付きも拡大するだろう。銀行の貸倒引当金は世界金融危機時に近い水準まで高まっているほか（図表 3-11）、銀行の貸出基準も厳格化している。コロナ下で一時的に猶予されている返済も、感染拡大の長期化や財政措置の縮小などによってデフォルトリスクは一段と高まる。金融機関やファンドの破綻などを通じて金融システム不安につながるおそれがある。

図表 3-10 州別の新型コロナ入院者数



注：第一波ピークは3-4月の最大値（データ欠損州あり）、直近は8月前半の平均値。人口が多い上位20州を表示。
出所：The COVID Tracking Project より三菱総合研究所作成

図表 3-11 銀行の貸倒引当金



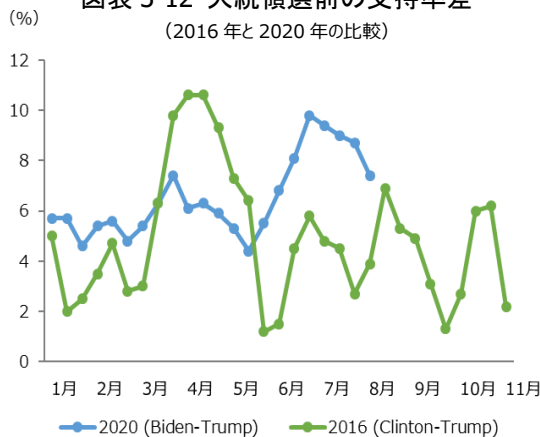
注：直近は20年7月29日。
出所：FRB より三菱総合研究所作成

トピックス：米大統領選の動向

バイデン民主党候補が優勢も確実視はできず

今年11月に控えた米国大統領選に向けて、現職トランプ大統領（共和党）とバイデン候補（民主党）の間で攻防が続いている。当初は現職の再選が有力視されていたが、新型コロナ対応や人種差別抗議デモ対応への批判が高まり、支持率ではバイデン氏がリードする状況が続いている。とはいえ前回選挙前のクリントン候補のリード幅と大差はなく、トランプ大統領が再選する可能性も十分にある（図表3-12）。

図表 3-12 大統領選前の支持率差
(2016年と2020年の比較)



注：各月1日・11日・21日時点のデータを抽出。
出所：Real Clear Politics より三菱総合研究所作成

図表 3-13 両候補の主要政策比較

トランプ大統領 (共和党)		バイデン候補 (民主党)
ポピュリスト的経済政策の継続 ✓ トランプ減税の継続 ✓ 更なる規制緩和	経済政策	中間層復活を軸とした政策 ✓ 製造業や環境インフラ、育児介護への投資 ✓ 法人増税・高所得者への課税強化 ✓ 最低賃金の引き上げ
自国第一主義的外交の継続 ✓ 同盟国との軍事・貿易関係の見直し ✓ 米中貿易戦争の継続・激化	外交政策	国際協調回帰・同盟国との連携強化 ✓ WHO・パリ協定への復帰 ✓ 中国との関税による貿易戦争の緩和
オバマケアの廃止 ✓ オバマケアに代わる新医療法案の可決	医療政策	オバマケアの拡充 ✓ メディケイド・メディケアの対象拡大
経済利益の優先 ✓ シェールオイルなど石炭優遇政策を継続 ✓ 気候変動問題を軽視	環境政策	クリーンエネルギーへ注力 ✓ パリ協定復帰 ✓ 50年までに温室効果ガス排出ゼロ

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

仮に現職が再選した場合、基本的には現在の政策スタンスから変化はないだろう。減税の継続や規制緩和といったポピュリスト的経済政策は景気にプラスだが、米中貿易戦争が続けば景気を押し下げる。

一方バイデン候補が勝った場合、中間層の再生を掲げ、米国製品購入 (Buy American) や研究開発支援など、製造業に計7千億ドルを支出するほか、クリーンエネルギー産業に4年間で2兆ドルの大規模投資をするなど、特定産業への支援を重点的に行うとしている。また、安全保障分野や人権問題では対立が続くものの、関税賦課を軸とした米中貿易摩擦は緩和するとみられ、景気押し上げが期待される。

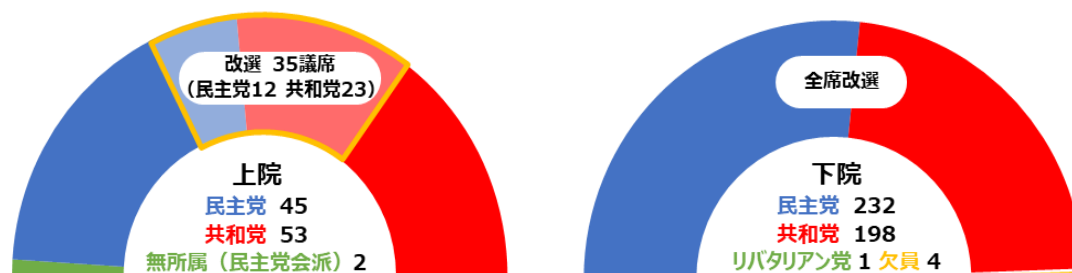
反面、それらの財源を法人税の引き上げや所得税の最高税率引き上げなど、格差是正的な増税で賄うとしており、景気下押し要因として懸念される。米シンクタンク Tax Foundation は、4月時点の公約に基づいて法人税や所得税の最高税率の引き上げなどが行われた場合、長期的には米国の実質GDPを1.5%押し下げると試算している。とはいえ新型コロナによる不況が続くなかですぐに増税を行うことは考えにくく、政策の実現性にも疑問が残る。そのほか外交・医療・環境などの分野でも現政権とは大きくスタンスが変化すると思われる (図表3-13)。

上下院選の結果が政局にも影響

大統領選と同日に実施される上下院議会選挙の動向も注視する必要がある。下院は民主党が過半数を維持するとみられているが、結果の読めない上院の結果が政局の行方を左右する (図表3-14)。

トランプ大統領が再選し、上下院ともに民主党が過半数を獲得した場合、政権運営が滞り、ウクライナ疑惑の弾劾訴追リスクも高くなる。一方バイデン氏の掲げる増税や大型投資などの公約は議会の承認を必要とするため、民主党が上院で過半数を奪取できなかった場合、政策の実現が困難になる。逆に上下院ともに民主党が過半数を占めれば政策実現に大きく前進するだろう。

図表 3-14 上下院議席数 (2020年7月時点)



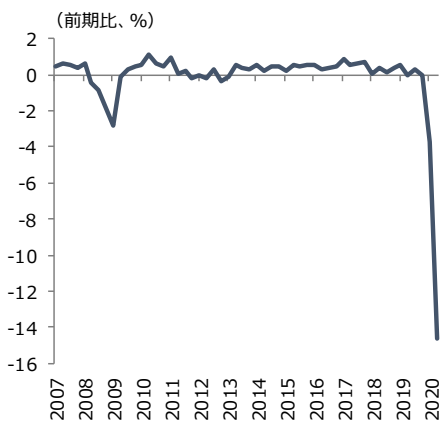
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

20年4-6月期のGDPは、前期比で二桁を超える大幅なマイナス成長

20年4-6月期の欧州主要5カ国の実質GDP成長率は、季調済前期比▲14.7%と前期比で二桁を超える大幅なマイナスとなった(図表4-1)。新型コロナの感染拡大が経済活動を抑制し、実質GDPを大きく押し下げた。国別にみても、ドイツ(同▲10.1%)、フランス(同▲13.8%)、イタリア(同▲12.4%)、スペイン(同▲18.5%)、英国(同▲20.4%)などすべての国でGDPが減少した。

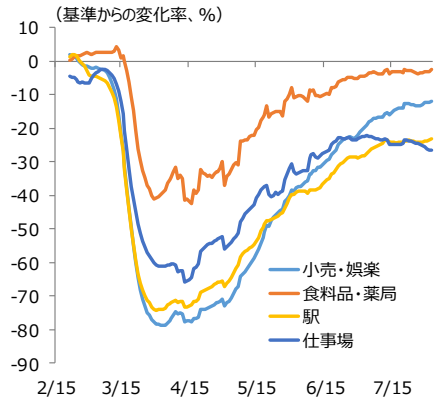
欧州域内で新規感染者数の増加ペースがやや鈍化したことから、各国で政府による外出制限や市民の外出自粛の度合いは、20年4月をピークに縮小傾向にある(図表4-2、4-3)。欧州連合(EU)や各国には国境閉鎖の解除を探る動きもみられる。しかしながら、7月以降も、各国の政府による市民の行動制限や、小売・娯楽や駅、仕事場を中心とする市民の外出は、過去の平時の水準まで戻っていない。新型コロナにより、依然として経済活動が押し下げられている模様だ。経済活動の抑制度合いの緩和を背景に、20年7-9月期の実質GDP成長率は前期比プラスを見込むが、低い水準での推移が続くだろう。

図表 4-1 実質 GDP 成長率



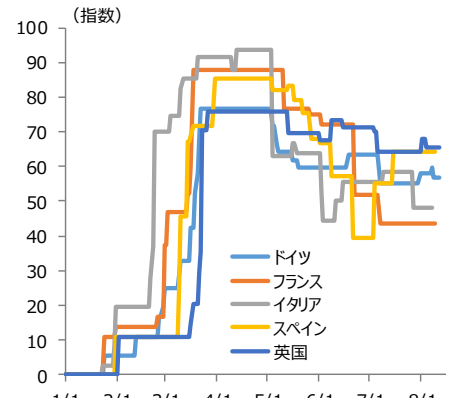
注：独仏伊西英の5カ国平均。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-2 外出状況



注：独仏伊西英の5カ国平均。直近は8月2日。後方7日移動平均。
出所：Google より三菱総合研究所作成

図表 4-3 制限指数

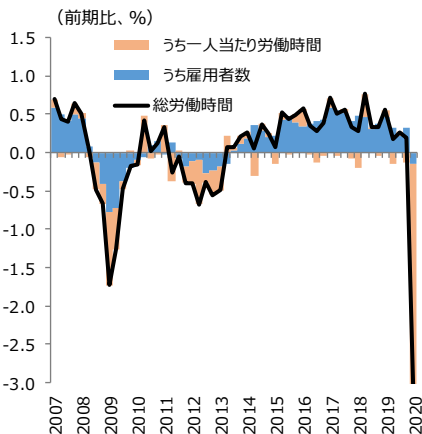


注：直近は伊が8月7日、仏西が8月9日、独英が8月12日。
出所：OxCGRT より三菱総合研究所作成

総労働時間は世界金融危機時と比べても急速に悪化、消費も弱い動きが継続

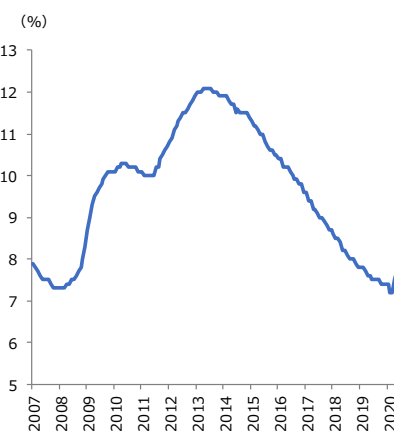
新型コロナウイルスの感染拡大により経済活動が抑制されるなか、労働市場は大きなショックを受けている。20年1-3月期の総労働時間(=雇用者数×1人当たり労働時間)は世界金融危機時を上回るペースで悪化した(図表4-4)。6月時点では政府の雇用維持政策もあって、総労働時間の減少は労働時間で調整されており、失業者の大幅な増加や失業率の大幅な上昇は回避されている(図表4-5)。労働時間の減少を背景に雇用者報酬は減少するなど、所得環境は既に悪化している。さらに、先行きは、政府の雇用維持政策が終了する時期に(例えば、英国では、一時帰休者への給与支援策が20年10月末までとなっている)、企業による雇用削減が増加し、雇用環境が大幅に悪化する懸念がある。

図表 4-4 総労働時間



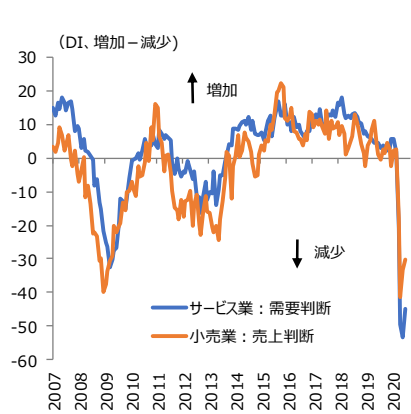
注：ユーロ圏。
出所：ECB より三菱総合研究所作成

図表 4-5 失業率



注：ユーロ圏。
出所：ECB より三菱総合研究所作成

図表 4-6 企業の売上・需要判断



注：独仏伊西英の5カ国平均。企業による過去3カ月の判断。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

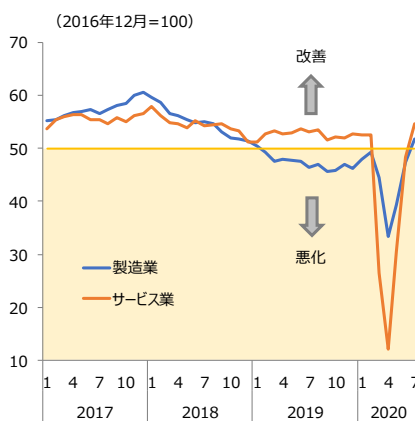
消費は悪化した状態が続いている。7月のサービスの需要判断は世界金融危機時を下回る水準で推移している（図表4-6）。政府による外出制限や市民の外出自粛、所得環境の悪化を受け、消費が大きく減少している模様だ。先行きの消費は20年7-9月期は前期比プラスとなろうが、その後は横ばい圏内での推移を見込む。4月半ば以降、欧州の新規感染者数は徐々に減少しているが、感染リスクが残る中では消費の急回復は期待しにくい。雇用・所得環境の悪化による家計の購買力低下も消費の重しとなろう。

企業の景況感は大幅に悪化、設備投資に対する慎重姿勢も強まる

ユーロ圏の企業の景況感は、方向感としては7月に「改善」超となったものの（図表4-7）、企業活動は抑制された状態が続いているとみられる。海外向け企業活動では、海外経済の落ち込みにより財輸出が抑制されているほか、国境を越えた人の移動も回復が鈍く、欧州域内外からの観光客数も落ち込んでいる模様だ。域内向け企業活動においても、外出自粛による消費の落ち込みが重しとなっている。企業向け貸出残高が急増するなど、企業は売上急減に伴い、資金繰り懸念は強い（図表4-8）。6月の固定投資向け資金需要は「減少」超の度合いが強まるなど、企業の設備投資姿勢も慎重化している（図表4-9）。

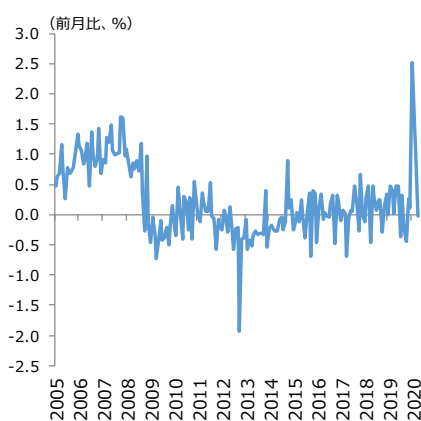
先行きの輸出・生産・企業活動は20年7-9月期に下げ止まるものの、その後は横ばい圏内で推移すると見込む。世界的に感染拡大が進んでおり、域内外での経済活動の持ち直しには時間がかかるほか、在庫の高止まりから需要の増加が生産の増加につながりにくく、力強さを欠くと予想する。

図表 4-7 PMI 総合指数



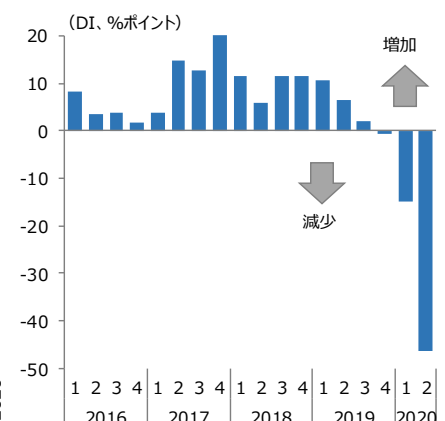
注：ユーロ圏。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 4-8 企業向け貸出残高



注：ユーロ圏。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 4-9 固定投資向け資金需要



注：ユーロ圏。
出所：ECB より三菱総合研究所作成

7,500 億ユーロの欧州復興基金に合意

20年7月、EU首脳会議でコロナ危機からの復興に向けた欧州復興基金の創設が合意された。7,500億ユーロ（補助金3,900億ユーロ、融資3,600億ユーロ）の基金は、EU発足後初めて欧州委員会が共通債を発行して賄う。基金は福祉関連のほか環境関連にも使われる予定だ。EUが掲げている2050年に温室効果ガスの排出を実質ゼロとする目標達成への後押しも期待される。欧州委員会は、低炭素経済への転換に伴い2030年までに100万人以上の雇用創出を見込む。環境と雇用の両立を実現できるか注目だ。

今回の合意により、イタリア、スペインといった南欧への財政支援が可能となり、財政統合の第一歩を踏み出した。既に政府債務残高が高水準にあるイタリアでは、経済支出拡大がイタリア発の金融危機に発展する懸念があったが、そうした懸念も欧州復興基金の設立により、やや和らぐだろう。もっとも南欧諸国が財政再建や構造改革の取り組みが緩む懸念もあることには注意が必要である。

20年の欧州主要5カ国経済は世界金融危機時並みの大幅なマイナス成長を見込む

欧州主要5カ国経済は、新規感染者数が落ち着いたとしても、ワクチン・特效薬が確立するまでは世界的に一定程度の外出抑制が続く、20年は内外需ともに弱い動きとなろう。雇用・所得環境が悪化しており、21年の持ち直しも力強さを欠くと見込む。21年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ①（詳細は総論P.7参照）のもとで、20年の実質GDP成長率は前年比▲10.1%、21年は同+4.9%と予想する。

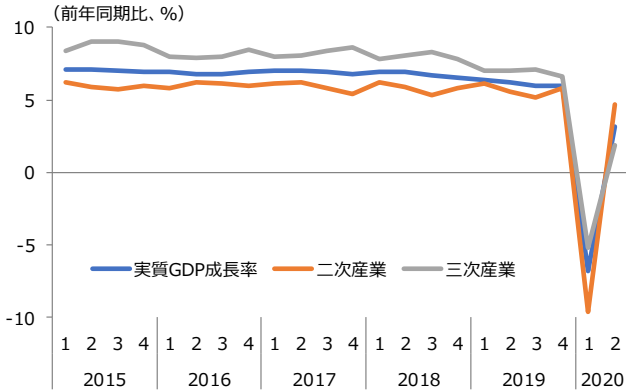
最大の下振れリスクは、新型コロナウイルスの感染長期化

先行きの下振れリスクは、感染の長期化だ。感染が長期化すれば、雇用・所得環境が悪化、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、感染終息後の需要の持ち直しが抑制されかねない。

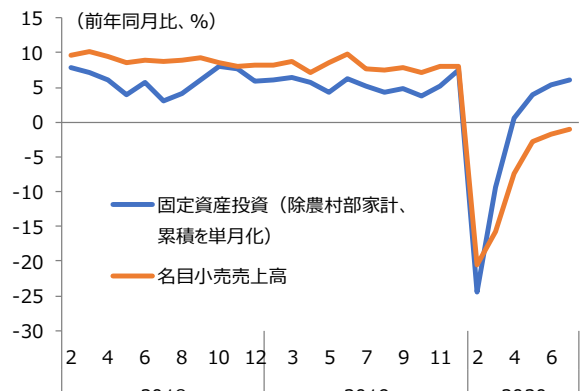
20年4-6月期は投資が牽引してプラス成長へ

20年4-6月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比で+3.2%と、1-3月期の同▲6.8%から1四半期でプラス成長に復した(図表5-1)。武漢市の封鎖が解除されたのが4月8日であったことから、4-6月期は全土で経済活動の正常化が徐々に進展した。産業別にみると、第2次産業および第3次産業はそれぞれ同+4.7%、同+1.9%と第2次産業が牽引した。

図表 5-1 実質 GDP 成長率

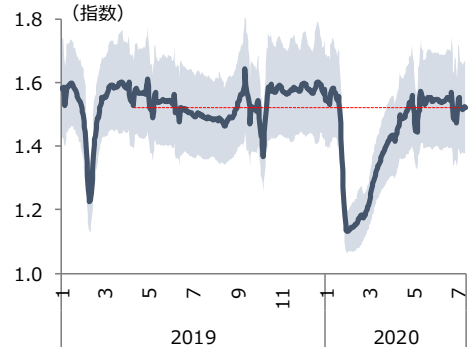


図表 5-2 小売・投資



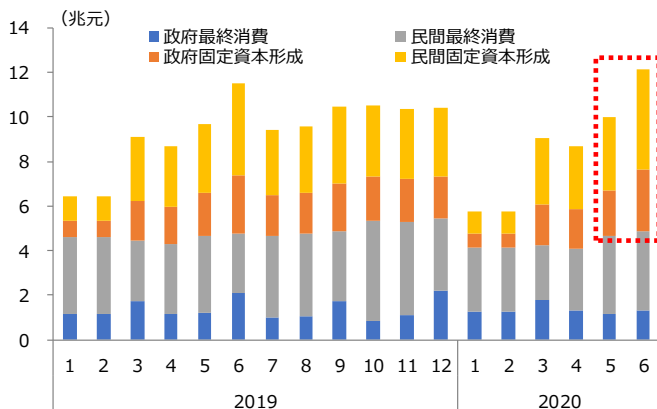
まず消費では、7月の名目小売売上高は前年同月比▲1.1%とマイナス成長となった(図表5-2)。一方、固定資産投資(年初からの累積)は同▲1.6%とマイナス成長となったが、単月での投資額を推計すると6月は同+5.3%、7月は同+6.1%とプラス成長となった。中国では感染リスクが低い地域で7月20日から映画館の再開が始まるなど、新常态のなかではあるが徐々にコロナ前の生活に戻りつつある。携帯電話の位置情報をもとに算出した市中混雑度の高頻度データをみても、全国平均では5月頃から既に前年と同程度の市中混雑度となっている(図表5-3)。ただし、長距離移動を含む旅客移動(鉄道、高速道路、空運)の利用状況は6月時点で前年比40%前後にとどまっており、こうした変化は今後新常态として定着する可能性もある。

図表 5-3 市中混雑度

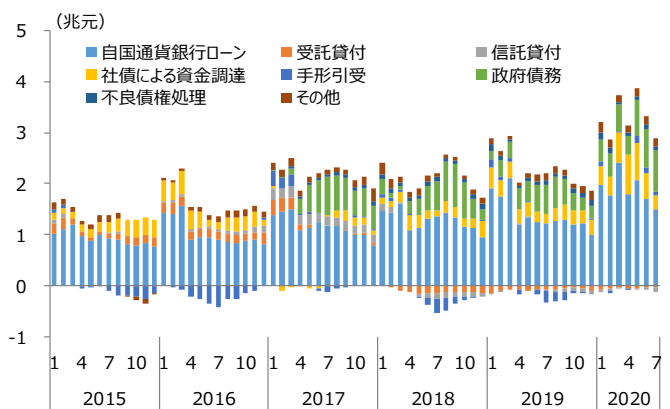


足もとの経済活動の回復は、民間固定資本形成の拡大によるところが大きい。政府および民間の最終消費と固定資本形成のGDP寄与度を月次に推計すると、特に民間固定資本形成による寄与拡大が顕著となっている(図表5-4)。その背景としては、①緩和的な金融政策、②インフラ投資の加速、③不動産(特に住宅)投資の加速があるとみられ、このうち①、②は政策的な支援による貢献、③は民間が主導する成長といえる。

図表 5-4 政府および民間の消費・投資寄与 (MRI 推計)



図表 5-5 社会融資総量



政策的な支援と民間の自律的な成長の双方により投資が加速

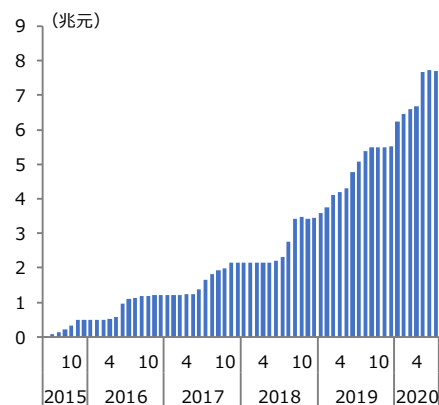
まず①の緩和的な金融政策により借入（社会融資総量）の増加が続く（図表 5-5）。中国政府は 18 年、19 年に受託貸付や信託貸付などのいわゆるシャドバンキングの縮小を進めたが、足もとではこうした動きは抑制され、顕著に銀行ローンや社債が拡大している。特に中国で新型コロナウイルスの感染拡大が本格的に進んだ 20 年 2 月以降、これまでを大きく上回るペースで債務の蓄積が進んでいる。コロナ禍で追加的に積み上がった債務は 20 年 6 月まででおよそ 5 兆元程度だが、このうちの一定割合が不良債権化する可能性があり、今後の中国経済の下押し要因となろう。

次に②インフラ投資の加速は地方特別債の積み増しからもみとれる。中国政府は上半期に 2 兆 2,300 億元の特別債を発行した。この金額は、事前に設定された限度額の 97% に上る。これに伴い、特別債の残高は 8 兆元を超える水準となった（図表 5-6）。特別債の用途としては交通インフラや工業団地、民生サービスなどさまざまな用途が記載されているが、十分な収益性があるかは定かではない。

通常インフラ投資には政府による特別債に加え民間の投資が入ることが多く、これが図表 5-4 で示した民間投資拡大の一因にもなっている。しかし、投資したインフラの収益性が低く回収が進まなければ、民間の不良債権もさらに拡大することとなり、中国の金融システムへの負荷を高める。中国は世界金融危機時に投資に依存した経済成長を実現したものの、その後過剰生産設備に苦しんだ。コロナ禍でも、過度に供給したインフラと住宅が将来的に中国経済の成長を押し下げる懸念がある。

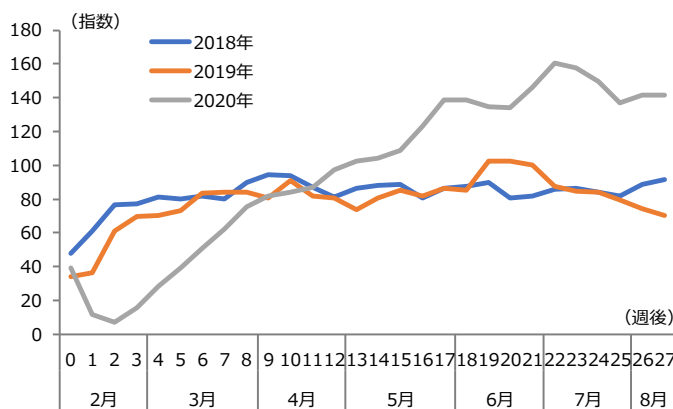
最後に③不動産（特に住宅）投資の加速について、不動産販売の週次データによれば、不動産販売は今年の旧正月後の落ち込みが甚大だった一方、足もとで急速に反動がみられている（図表 5-7）。春節後に販売された床面積（累積）を前年と比較すると、8 月上旬の時点で既に前年比+22% となっており不動産市場の過熱が懸念される。不動産市場過熱の背景には、世界的な景気低迷に伴う元安懸念から不動産に資産を移す富裕層の存在などが指摘されているが、投資過熱に伴う不動産バブルの再燃には注意が必要だ。特に 18 年以降住宅目的での不動産投資は急増しており、どこまで実需を反映した投資となっているかには疑問が残る（図表 5-8）。

図表 5-6 特別債発行残高



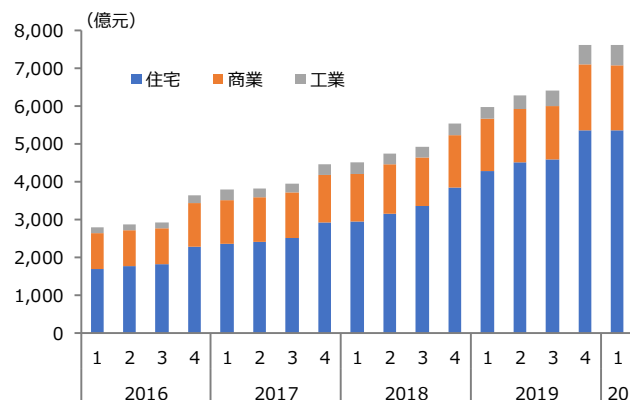
注：直近は 20 年 8 月 13 日。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-7 不動産販売



注：旧正月からの経過週数で算出。3 週間平均で平滑化。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-8 用途別不動産投資

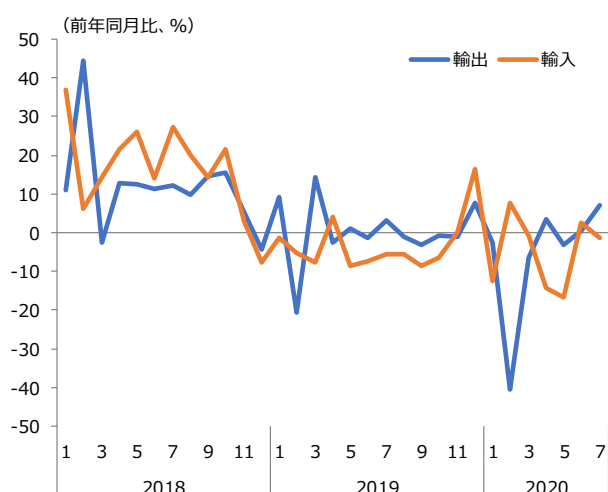


注：上場企業による用途別の新規不動産投資額。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

コロナ禍でも貿易は堅調

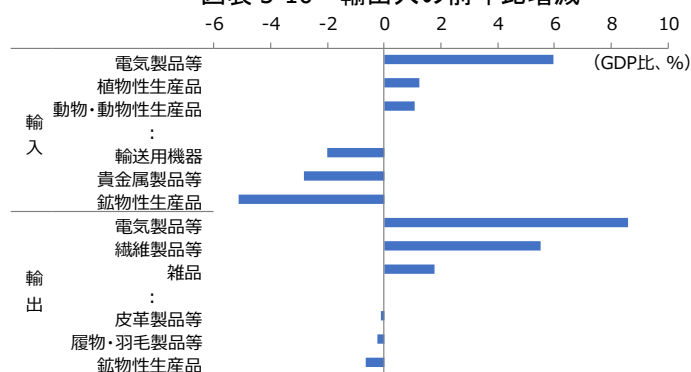
世界的に貿易が低迷するなか、20 年 7 月の輸出は前年同月比 7.2% 増加し、前月から 2 カ月連続のプラスとなるなど堅調な結果となった（図表 5-9）。4-6 月の輸出入の品目別増減をみると、輸入では、リモートワークの拡大などを支える電気製品などの輸入が増えた一方、資源価格の下落により鉱物性生産品の輸入が減少したほか、景況感の悪化を背景に貴金属製品や輸送用機器の輸入も減少した。輸出では、輸入同様世界的なリモートワークの拡大などを支える電気製品の輸出が増えたことに加え、マスクなどの繊維製品の輸出も拡大した（図表 5-10）。

図表 5-9 輸出入



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-10 輸出入の前年比増減



注1：HSコード別に1部：動物・動物性生産品、2部：植物性生産品、5部：鉱物性生産品、8部：皮革製品等、11部：繊維製品等、12部：履物・羽毛製品等、14部：貴金属製品等、16部：電気製品等、17部：輸送用機器、20部：雑品。

注2：20年4-6月の平均。

出所：Wind より三菱総合研究所作成

20年は成長減速もプラス成長は維持する見込み

20年4-6月期がプラス成長となったことで、20年の実質GDPがプラス成長となる可能性は高まった。21年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ①(詳細は総論P.7参照)のもとで、20年および21年の実質GDP成長率はそれぞれ前年比+1.0%、+8.0%を見込む。

リスクは、①世界的な新型コロナの感染拡大の長期化、②中国国内の債務拡大に伴う信用収縮、③米中対立の一段の激化だ。特に新型コロナ感染は、中国国内では足もとで落ち着いているものの、今後中国で第二波が発生する可能性や、世界的な感染拡大が長期化する可能性も高い。仮に21年以降も世界で経済影響が継続することとなれば、中国では景気対策のため、さらに債務が積み上がることが予想される。この結果、バブル崩壊などの急激な信用収縮のリスクが高まる。中国が信用収縮を引き起こせば、ともに債務が拡大している米国や欧州などへ波及する可能性も高い。また、急減速を回避できたとしても、拡大した不良債権処理のための成長押し下げ効果は無視できない。また③については、大統領選が一つの分岐点となろう。仮にトランプ大統領が続投となれば、これまでと同様に貿易や投資を標的とすることで、米中双方の経済への下振れ圧力が再燃することが予想される。一方バイデン氏が大統領となれば、日本を含めた同盟国とともに中国包囲網を再構築することが予想される。

6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）

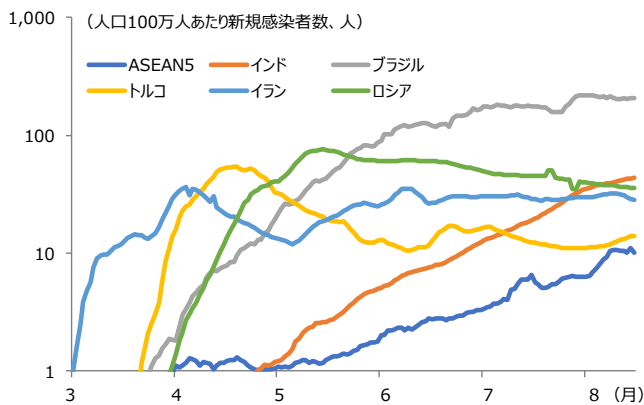
(1) 総論

事業活動の再開に向けた足取りは重い状況が続く

新興国における新型コロナウイルス感染症は、感染拡大ペースが加速する国と一定に落ち着きつつある国に分かれてきている（図表 6-1）。引き続き厳しい感染拡大が続くインドやブラジルに加え、ASEAN 地域でもインドネシア、フィリピンなどで感染の広がりがみられる（詳細は ASEAN 経済 P.34 参照）。

一方、経済活動の回復状況に関しては、いまだ足取りが重い国が多い。政府の企業に対する休業要請の状況をみると、原則閉鎖指示（エッセンシャルワーカーを除いて原則すべての事業所に対して閉鎖を指示）している国の割合は4月中旬以降徐々に減ってきたものの、いまだに一部業種での閉鎖指示を求める国は多い（図表 6-2）。インドやブラジルでは、例え事業活動を抑制したとしてもスラム街などが感染拡大の温床となっているケースも多く、経済活動のみならず格差をはじめとする社会問題にまで感染症が影響を及ぼしている。

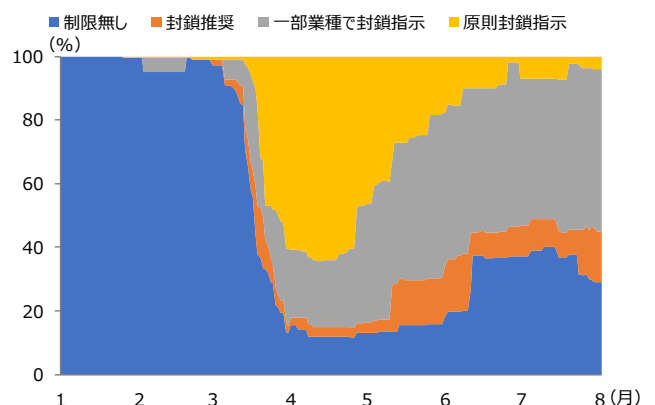
図表 6-1 新興国の新規感染者数



注：直近は8月12日。後方7日移動平均。

出所：European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

図表 6-2 新興国の事業所封鎖状況



注1：米中日 EU（英国含む）を除く 146 カ国の GDP ウェイト。

注2：封鎖推奨はリモートワークの推奨も含む。

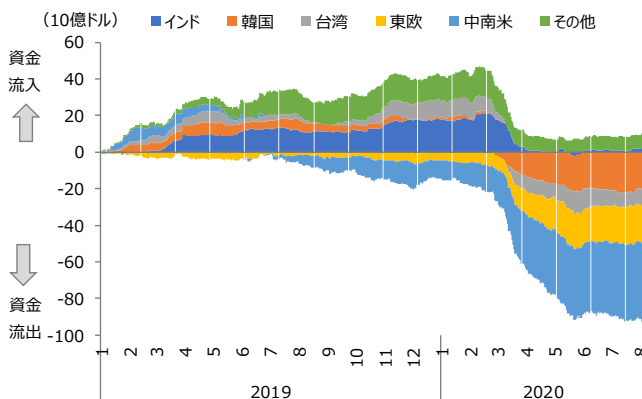
注3：不明割合が10%を超えない8月2日までのデータ。

出所：Oxford COVID-19 Government Response Tracker より三菱総合研究所作成

流出した資金が戻らないなか、株式市場は回復

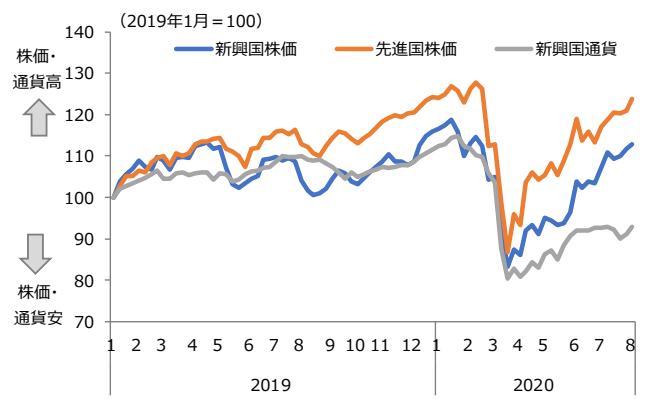
20年4-6月期は、新興国から多くの資金が流出したが、流出した資金は依然戻らない状況が続く（図表 6-3）。非居住者の資金は、2月末と比較して新興国（インド、韓国、台湾、東欧、中南米、ASEAN など）から900億ドル近く流出したが、6月以降流出した資金が戻る兆しはない。一方で、こうしたなかでも新興国の株価は上昇を続けている（図表 6-4）。

図表 6-3 資金流出入（非居住者、累積）



出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-4 新興国の株価・通貨



注：直近は8月7日。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

足もとの新興国の株高は、資金流出が落ち着いたことによる下げ圧力が弱まったことに加え、新型コロナウイルスの感染拡大に伴って講じられた新興国自身の金融政策による寄与が大きい。現状、世界が同時に緩和的な金融政策運営を行っているため、新興国の金融緩和が通貨安につながりにくい状況にある。しかし、ウィズコロナ期が続けば、企業体力や医療供給体制の面で弱い新興国では、先進国よりもさらに積極的な金融緩和が必要となる可能性が高い。さらにポストコロナを展望しても、今後仮にワクチンや特効薬が開発され、普及が進めば、経済活動の正常化とともに先進国の緩和的な金融政策運営もいずれ落ち着きをみせよう。一方、財政的な理由などで新興国のワクチン接種が先進国ほど進まなければ、緩和的な金融政策運営を続けざるを得ない新興国もでてこよう。

こうした先進国と新興国の経済的な格差は、新興国の財政面・金融面での余力をそぐ方向に働く。通貨安への懸念を避けるために、本来緩和的な金融政策運営をとるべき新興国で十分な金融緩和が進まなければ、新興国の成長停滞が中期的に続く可能性もある。

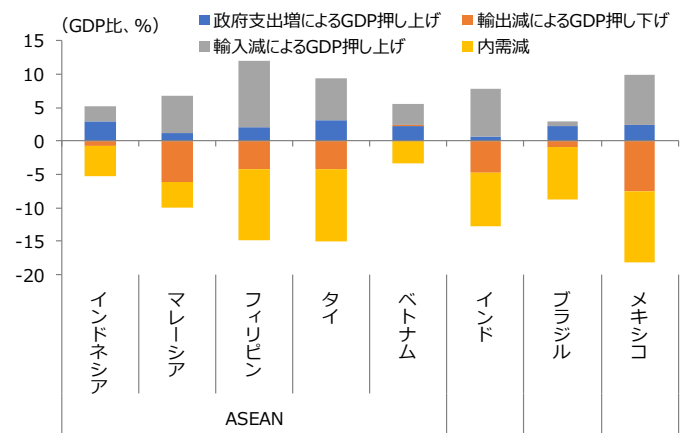
タイでは内需減、マレーシアでは外需減が GDP 押し下げの主因に

新型コロナウイルス感染症の影響は、国によっても軽重やパスが異なる。GDP の構成要素として内需、貿易、政府支出に分けて 20 年の GDP への寄与を予想すると、まず内需減による影響が最も大きいと予想される国がフィリピン、タイだ (図表 6-5)。そのほかにもインド、ブラジル、メキシコなどでは比較的内需減による寄与が大きいと予想される。

一方、貿易による GDP 押し下げが顕著となっている国はマレーシア、メキシコだ。資源国でもあるマレーシアでは、資源価格の下落が影響した可能性がある。

また、政府支出の観点からは、マレーシア、インドで特に政府による支出増が小さい結果となった。これらの国では政策余地が限られている可能性が高く、例えば仮にワクチンが開発されたとしても、広く一般への接種に時間がかかるとみられる。

図表 6-5 内需・貿易・政府支出の GDP 寄与 (MRI 推計)



注 1：政府支出増による GDP 押し上げ効果は (20 年の財政赤字見込み) - (17 年～19 年平均での財政赤字) で算出。いずれも対 GDP 比。
 注 2：輸出入は 6 月までの累積 (実績) をもとに暦年に延長して推計。
 出所：DataMapper (IMF)、WDI (WB) および CEIC より三菱総合研究所作成

(2) ASEAN 経済

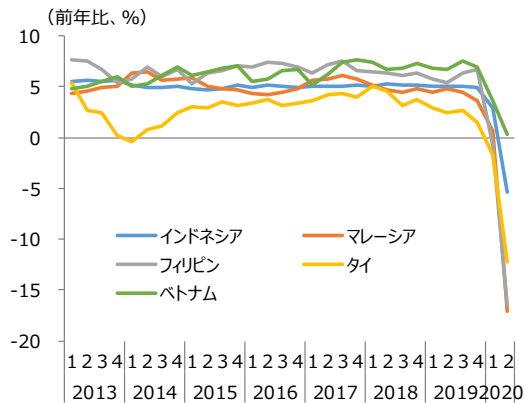
感染状況および経済活動に各国差

新型コロナの感染拡大の影響から ASEAN 経済は急速に悪化している。20 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率はフィリピン（前年同期比▲16.5%）、タイ（同▲12.2%）が 2 期連続のマイナス成長となり、フィリピンについては過去最大の落ち込み、タイはアジア通貨危機時（98 年 4-6 月期、同▲15.5%）以来のマイナス幅となった。また、インドネシア（同▲5.3%）はアジア通貨危機時以来、マレーシア（同▲17.1%）は世界金融危機時以来のマイナス成長に転じた（図表 6-6）。一方、新型コロナの感染拡大を抑制しているベトナムは同 0.4%とプラス成長を維持した。20 年 4-6 月期に大幅に悪化した ASEAN 経済は、経済活動の再開に伴い 7-9 月期以降は緩やかに持ち直すも、通年ではマイナス成長となる国が多いと見込む。

感染拡大の中心地が中国から欧州、米国、そして新興国へと移るなか、ASEAN 地域でもインドネシア、フィリピンなどで感染の広がりがみられている。同地域では 3 月下旬以降、感染者数が徐々に増加、「開発独裁」の名残のある ASEAN 各国政府はそれぞれ厳格な防疫措置をとり、ベトナムのほか、タイ、マレーシアで感染拡大の抑制に成功している（図表 6-7）。感染拡大を早い段階で抑制したベトナムでは、より早いタイミングで経済活動の制限を緩和でき、内需の回復を促すことが可能となった（図表 6-8）。一方、インドネシア、フィリピンでは 5 月中旬以降、感染拡大が進むなど、明暗が分かれている。イスラム教国のインドネシアではラマダン時期（4 月中旬～）の集団礼拝が、海外出稼ぎ労働者の多いフィリピンでは海外からの帰国者の急増が感染拡大の一因となった。両国ともにロックダウン措置と経済影響のバランス、経済活動の制限緩和のタイミングに苦慮している点で共通するが、インドネシアでは感染が拡大しているものの活動制限を緩和してきたのに対し、フィリピンでは活動制限を強めても感染拡大が止まらない状況にあるなど、違いもみられる。

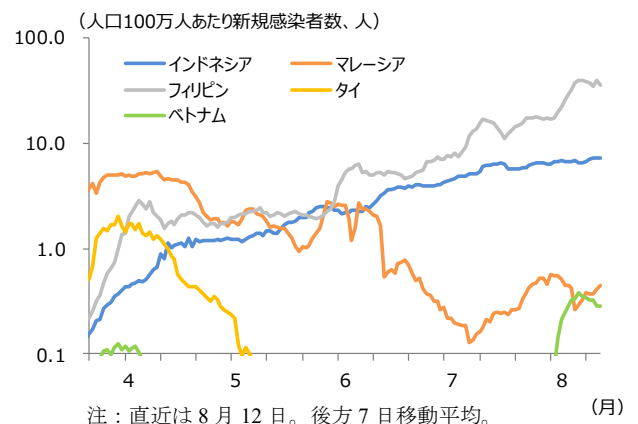
各国の感染状況の違いが経済活動の違いとなって表れることは、高頻度データからも確認できる。オランダ TomTom による交通渋滞データを見ると、8 月中旬には特にバンコクやクアラルンプールで交通量の回復がみられる一方、ジャカルタやマニラでは 19 年平均対比で半分以下にとどまる（図表 6-9）。

図表 6-6 実質 GDP 成長率



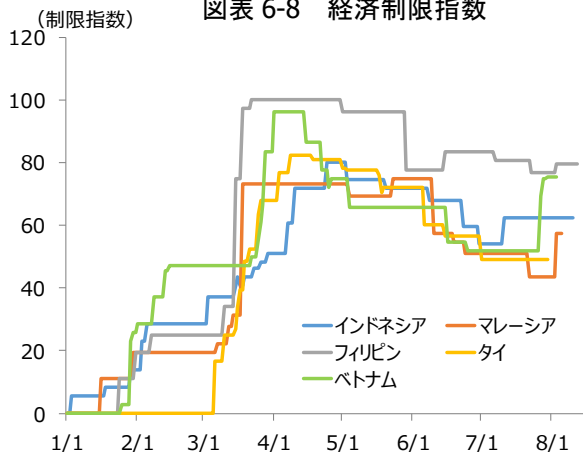
注：四半期ベース。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-7 ASEAN 諸国の新規感染者数



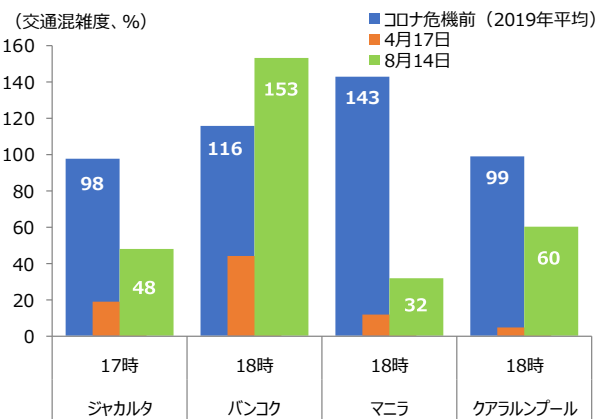
注：直近は 8 月 12 日。後方 7 日移動平均。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-8 経済制限指数



注：直近は 8 月 12 日
出所：Oxford COVID-19 Government Response Tracker より三菱総合研究所作成

図表 6-9 各都市の経済活動抑制状況 (交通混雑度)



注：例えば交通混雑度 50%の場合、全く混雑していない状態に比べて 30 分の移動の時間にかかる時間が 50%長くなる。
出所：TomTom より三菱総合研究所作成

消費の回復度合いに明暗分かれる

消費動向をみると、ベトナムの20年7月小売売上高指数が前年同月比+4.6%と3カ月連続でプラスとなっており、注目される。一方、インドネシアの7月小売売上高指数は同▲12.3%と、4カ月連続で二桁のマイナスとなった(図表6-10)。首都ジャカルタ特別州での「大規模な社会的制限」措置は、感染拡大の影響から8月27日までの延長を余儀なくされており、内需の回復には時間を要しよう。また、タイの5月小売売上高指数は、前年同月比▲27.9%と、2カ月連続で世界金融危機時の単月での最大減少幅(09年3月同▲20.3%)を上回る大幅なマイナスを記録した。

特に自動車販売の不振が目立つ。ASEAN5における新車販売台数は、3月以降、軒並み前年比で大幅マイナスとなっており、特にインドネシアでは7月が前年同月比▲71.7%(6月は同▲78.8%)、フィリピンでは6月が同▲55.6%と販売が大きく低迷している。いずれも世界金融危機時の単月での減少幅を大幅に上回る落ち込みとなった。

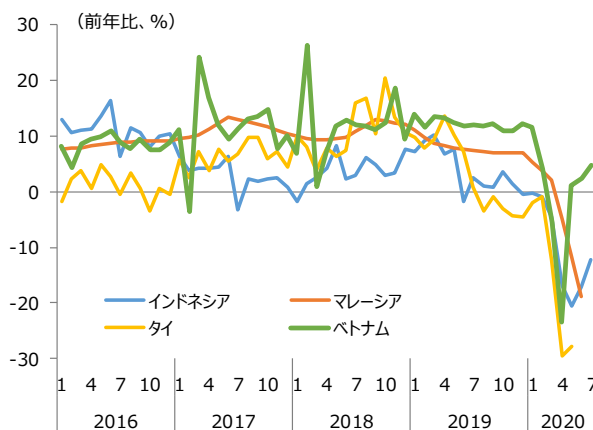
さらにフィリピンでは、海外出稼ぎ労働者の失職、帰国などの影響から、国内への送金額(GDP比約10%に相当)が大幅に減少していることも内需にマイナスの影響を及ぼしている。フィリピン中央銀行によると、20年5月のフィリピン人海外出稼ぎ労働者を含む在外フィリピン人からの送金額は、前年同月比▲19.3%の約21.1億ドルと過去最大の落ち込みとなった。同中銀は20年通年の送金額について、前年比▲5%の減少を予想している。

生産・輸出動向に各国差も、インバウンド需要は軒並み大幅減

生産動向についても回復度合いに差がみられる。経済の回復で先行する中国向け輸出に関連した生産活動は徐々に回復するとみられており、ベトナムの20年4-6月期中国向け輸出は前年同期比+14.1%、6月の生産指数は前年同月比+7.5%と3カ月ぶりにプラスに転じ、7月も同+2.5%となった(図表6-11)。一方、そのほかASEAN各国では3月以降にとられた経済活動の制限措置の影響から、生産活動の戻りは鈍く、依然として停滞している。例えばフィリピンでは6月の生産指数が前年同月比▲19.3%となるなど、サプライチェーン寸断の影響が長引いている。また、世界経済の先行き不透明感の高まり、資源価格の急落を背景に企業マインドが悪化しており、域内投資の回復には時間がかかるだろう。

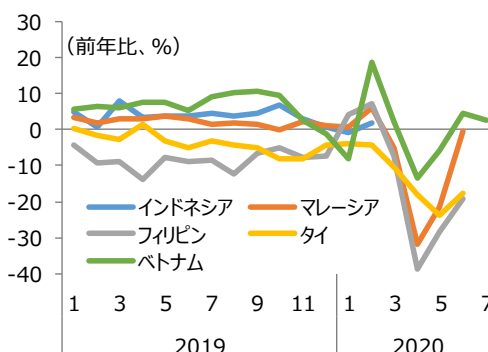
一方、観光産業はすべての国で甚大な影響が続いている。コロナ禍の観光産業への影響の大きさは、ASEAN諸国も例外ではない。GDPに占める観光産業の割合が19.8%(19年)と高く、特にインバウンド需要の高いタイでは、内需低迷とともに複合ショックに見舞われている。3月末より厳しい入国禁止措置がとられた同国では、外国からの旅行者数が4-6月にゼロとなった。タイ政府は、外国人に対する入国規制を7月から徐々に緩和するも、観光産業にとって厳しい状況がしばらく続くだろう。インドネシアでも外国からの旅行者数が6月に前年同月比▲89.0%となるなど、インバウンド需要の減退が顕著となっている(図表6-12)。

図表 6-10 小売売上高指数



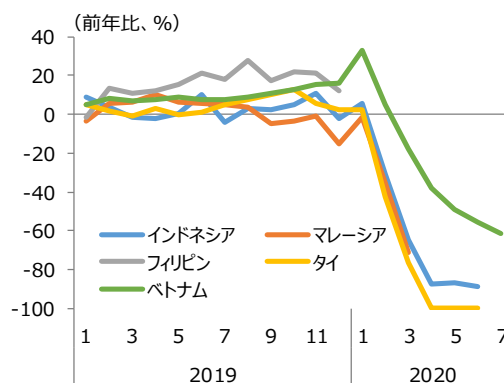
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-11 鉱工業生産指数



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-12 外国からの旅行者数



注：20年4~6月のタイへの旅行者数はゼロ。

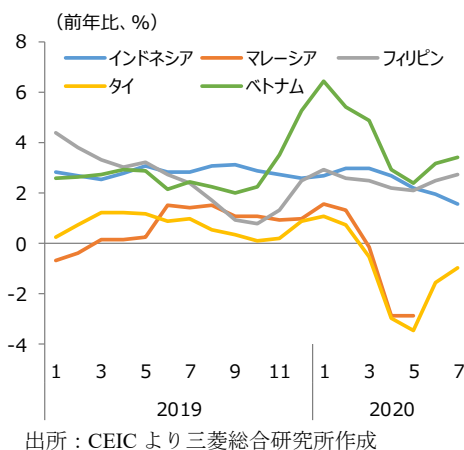
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

最後に、物価面では、原油価格の急落、野菜・果物価格の下落および経済活動の停滞からインフレ圧力が後退している。特にタイでは、政府が景気対策として実施した電気・水道料金の引き下げの影響も加わり、4-6月に物価上昇率が前年同月比マイナスで推移している（図表 6-13）。今後も経済活動の回復に時間がかかると予想されることから、物価の下押し圧力が当面続くだろう。

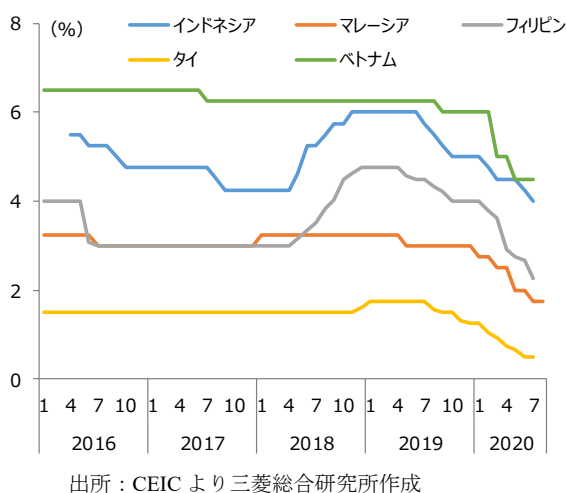
積極的な財政・金融政策を遂行

新型コロナウイルスの感染拡大および経済活動の制限措置による経済への悪影響が顕在化するなか、ASEAN 各国の中央銀行も連続利下げを行うなど積極的な金融緩和を推し進め、景気刺激を図っている（図表 6-14）。各国中銀は今後も利下げ姿勢をとり続けるだろう。また、財政政策面では欧米諸国と同様、マレーシアでは GDP 比 16.5%、タイでは同 15%程度の大規模な景気刺激策を行っている（図表 6-15）。また、インドネシアでは同 4.2%規模の「国家経済復興プログラム」遂行にあたり、中央銀行による国債の直接買い入れが7月より開始された。今後、同国の財政への信任が問われる局面がでてこよう。

図表 6-13 消費者物価指数



図表 6-14 主要政策金利



図表 6-15 各国の財政政策対応

国名	主な財政政策対応
インドネシア	中小零細企業向け融資制度の緩和、法人税減税、観光業向け減税、低所得者層向け現金給付、失業給付の拡充など、総額 677兆インドネシアルピア (GDP比4.2%) 規模の国家経済復興プログラム
マレーシア	総額2,500億リンギ (GDP比16.5%) 規模の低所得者への一時金支給や公共料金の値下げ、中小企業を対象とする資金繰り支援や雇用維持策等
フィリピン	5,956億ペソ (GDP比3.1%) 規模の経済対策法が成立、うち低所得層向けに2,050億ペソの現金支給
タイ	中小企業への低利融資のほか、社会保障の枠外にある労働者への現金支給、農家への財政支援、観光業への財政支援等、総額2兆5,000億バーツ (GDP比15%) 規模の景気刺激策
ベトナム	VAT等の減税や影響を受ける企業を対象とする家賃の支払い猶予 (5カ月間)、中手企業向け法人税減税など、279兆ドン (GDP比3.7%) 規模の景気刺激策

出所：各国報道など、IMF より三菱総合研究所作成

20年のASEAN5の成長率は世界金融危機を超える落ち込みに

ASEAN5 の経済見通しについては、21 年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ①（詳細は総論 P.7 参照）のもとで、20年の成長率は前年比▲3.9%、21年は同+5.4%と予測する。ASEAN 経済は内需に加えて外需も大幅に減少することで、マイナス成長となり、08-09年の世界金融危機を超える落ち込みとなろう。特に外需依存度やインバウンド需要の高いタイでは、深刻な外需の減退が経済を大きく下押しし、石油製品輸出の多いマレーシアではこれに加えて資源価格の低迷が輸出回復の足を引っ張るだろう。また、前述のように感染拡大が長期化するインドネシア、フィリピンでは内需の回復には時間を要しよう。

先行きのリスクは、第一に感染の長期化や再拡大（第二波）である。中国での感染再拡大（第二波）や米国でのさらなる感染拡大と経済活動制限により、世界経済が想定を上回る景気後退に陥った場合、ASEAN 経済への下押し圧力はさらに強まろう。第二に金融危機、通貨危機への発展である。世界的な金融危機（詳細は総論 P.9 参照）以外にも、今回のコロナ対応で民間・政府ともに債務が積み上がったことで、今後不良債権処理に迫られる国は増加しよう。なかでもマレーシアやタイはコロナ危機以前から高い債務水準にあったが、さらに債務が積み上がったことで金融機関の体力がそがれていく。金融機関に対する信用の剥落が起これば、自国経済を大きく押し下げることに繋がろう。

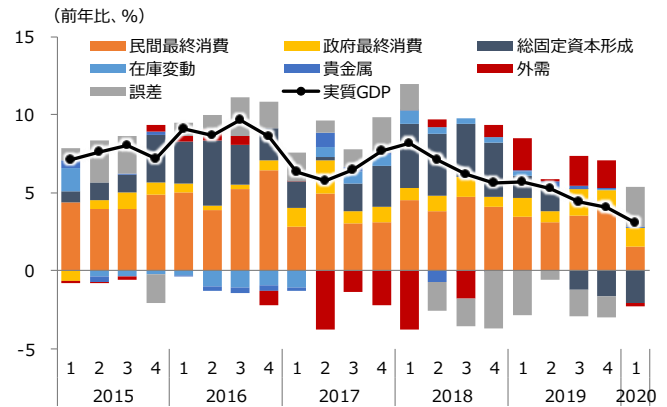
(3) インド経済

20年1-3月のGDP成長率は一段と減速

20年1-3月期のインド実質GDP成長率は前年同期比+3.1%と、前期同+4.1%から一段と減速した(図表6-16)。この結果、1-3月期までの19年度の成長率は前年比+4.2%と前年度の同+6.1%から低下し、08年度以来の低成長となった。業種別GDPでは、製造業が同▲1.4%と3期連続でのマイナスとなるなど、生産活動の停滞が深刻化している。

感染拡大の防止のため、インド政府は3月25日より全土封鎖措置に踏み切り、5月31日まで商業施設の営業や工場の操業など経済活動の大部分が停止した。このため、インド経済は4-6月期に大幅なマイナス成長に陥り、20年度の成長率も統計開始の52年以降4回目となるマイナス成長になると見込む。

図表 6-16 実質 GDP 成長率



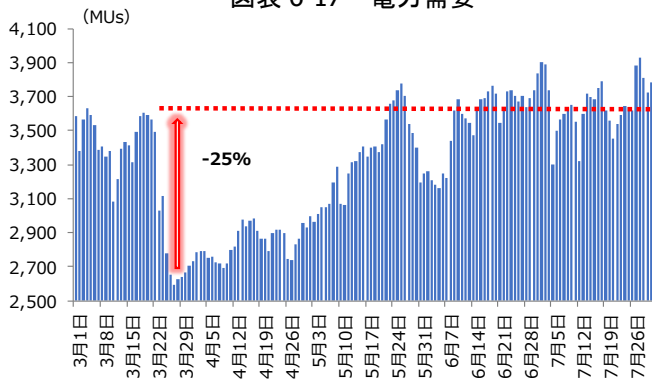
注：四半期ベース。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

感染拡大は加速、事態収束の目途は立たず

インドでは新型コロナウイルスの感染拡大が加速の一途をたどっている。累計感染者数は米国、ブラジルに次ぐ世界3位となり、8月7日に200万人を超えるなど事態収束の目途が立っていない。インド政府による3月25日からの唐突な全土封鎖措置により、地方出身の出稼ぎ労働者の多くが失職し地方に戻るなかで感染が地方にも広がる事態となり、感染拡大の大きな要因の一つとなった。感染拡大が続くなか、政府は厳格なロックダウン措置を5月末まで3度延長したが、経済活動の制限措置が長期化するに伴い景気悪化が深刻化したことを受けて、政府は6月以降、制限緩和を段階的に進めてきた。経済活動の再開の影響は、回復しつつある電力需要のデータからもみとれる(図表6-17)。しかし、7月末より1日5万人を上回るペースで新規感染者が増えるなど感染拡大が加速するなか、感染拡大が顕著な一部地域では再び厳格な封鎖措置をとり始めており、生産活動など経済活動の低迷は長期化するおそれがある。

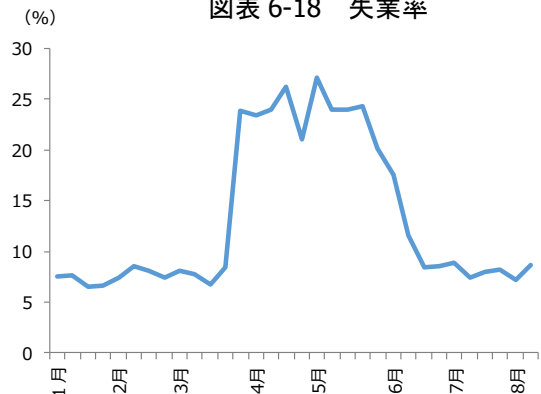
また、コロナ禍以前には10%以下の水準にあった失業率が3月末に急上昇し、4-5月には25%前後で推移するなど労働市場が急速に悪化した(図表6-18)。この背景には、3月末の急な全土封鎖措置を受けて、地方からの出稼ぎ労働者が大量に失職した影響が大きいとみられる。その後、全土封鎖措置を緩和した6月以降には失業率が再び低下し、10%以下の水準に戻っている。厳格な全土封鎖措置がとられた場合、全人口の38%、4.5億人もの出稼ぎ労働者(2011年国勢調査)が最も直接的に影響を受けることを如実に現しており、インドでは感染拡大が進んでも厳格な全土封鎖措置に逆戻りすることは非常に難しいことが伺えよう。

図表 6-17 電力需要



注：MUsは百万ユニット。1ユニット=1kWh。直近は8月1日。
出所：Posoco (インド) より三菱総合研究所作成

図表 6-18 失業率

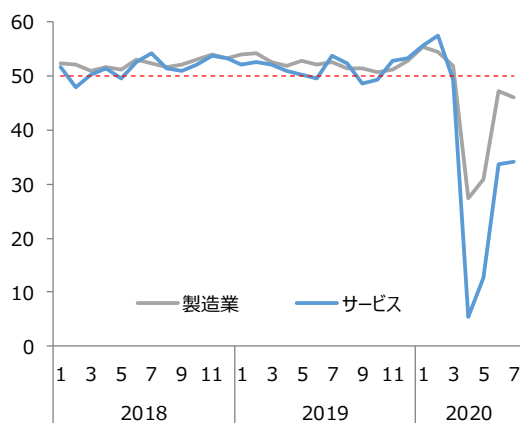


注：直近は8月9日の週。
出所：CMIE より三菱総合研究所作成

コロナ前から元々厳しい環境下にあった製造業は、一段の低迷を余儀なくされるとみる。製造業PMIは4月に27.4と過去最低水準まで急落、その後は改善傾向にあるも7月に46.0と再び前月から低下し、

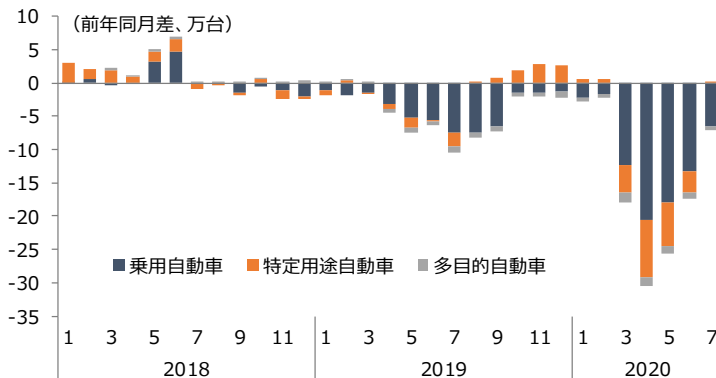
依然として活動の拡大・縮小の境目の50を下回る水準で推移している(図表 6-19)。一方、サービス PMI は経済活動の制限措置がとられた直後の4月に5.4を記録、7月には34.2まで改善するも、50を大幅に下回る水準にある。また、4-6月の乗用車販売台数は前年差67.8万台減の17.9万台であり、前年から約8割減となった(図表 6-20)。全土封鎖が徐々に解除され工場の操業が開始されても、需要の回復には時間を要するため、稼働率は上がりにくい状況が続くと予想される。また、地方に戻った出稼ぎ労働者が都市部に戻らず、労働供給の面でもボトルネックとなるおそれがある。

図表 6-19 PMI



出所：IHS Markit より三菱総合研究所作成

図表 6-20 乗用車販売台数



注：乗用車 (Passenger Vehicle) は乗用自動車 (Passenger Car)、特定用途自動車 (Utility Vehicle)、多目的自動車 (Multi Purpose) 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。

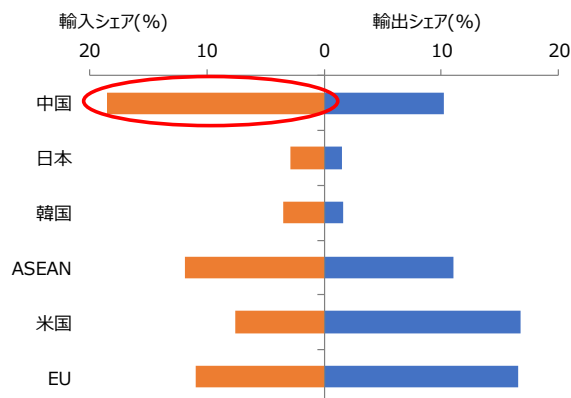
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

中印対立の激化が新たな懸念材料に

また、新型コロナウイルスの感染拡大の影響だけでなく、6月15日に起きた中印国境紛争による対立激化についても懸念材料だ。インドは中国からの輸入シェアが17.8%と高いが(図表 6-21)、今回の中印対立の激化を受けて、例えば自動車部品などの分野で通関手続きが遅れ供給が滞るなど、生産活動に支障をきたす事態が発生した。また、インド政府は投資だけでなく政府調達分野でも中国企業の参入を制限する規制を導入したほか、中国からの輸入品への関税引き上げを検討しているとも報じられている。在インドの民間企業では部品や原材料などの調達先を中国から他国へ代替する動きもみられはじめている。

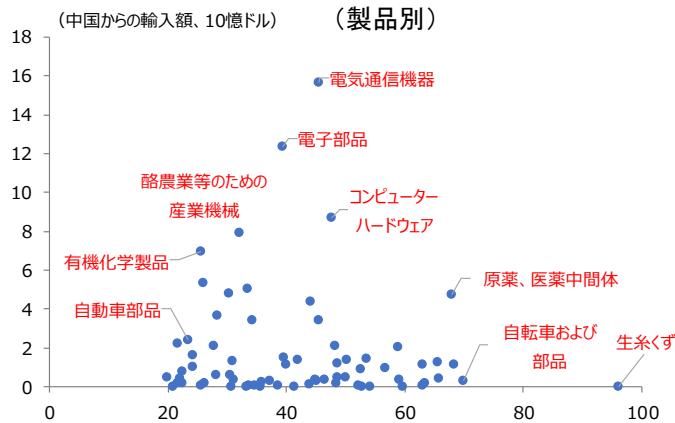
そこで、製品別に中国からの輸入シェアと輸入額を算出し、散布図で表すことで輸入代替が起ころうる製品の候補を抽出した(図表 6-22)。中国からの輸入額が多く、かつ中国からの輸入シェアが比較的高い製品の中には、電気通信機器や電子部品、コンピューター・ハードウェアなど、IT・情報産業分野で中国への依存度が高く、輸入代替が進む可能性がある。また、高い国際競争力を有するインドの製薬産業においても、原薬や医薬中間体については中国からの輸入シェアが68%にも及んでおり、中国への依存度が高い。インド政府はコロナ禍を受けて、一時、一部の原薬の輸出を制限し、供給不安が世界に広がった。経済安全保障の面で重要なこうした原材料について中国依存を減らすことは容易でなく、我が国にとっても共通する大きな課題の一つとなっている。

図表 6-21 インドの輸出入シェア



注：輸出入全体に占める地域別シェア。直近12カ月の平均値で算出。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-22 中国からの輸入シェアと輸入額



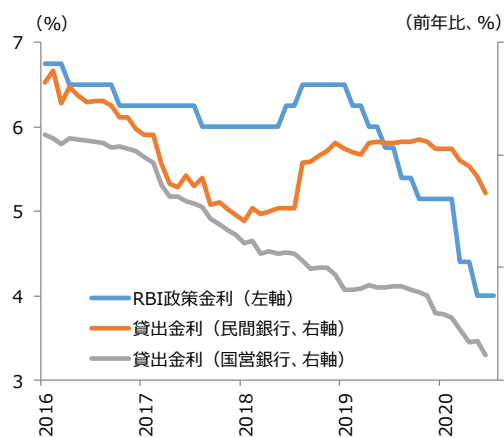
出所：Ministry of Commerce and Industry, Government of India
より三菱総合研究所作成

景気後退とインフレ率の高止まりという二つの課題に直面

財政政策としては、インド政府は5月13日から17日にかけて、中小企業向け支援や出稼ぎ労働者向け食糧支給、農業のインフラ整備、主要産業の構造改革・規制緩和などを中心とした総額20兆ルピー（GDP比10%）規模の経済対策を発表した。コロナ禍の影響を受けた貧困層向け支援と並行して、ビジネス環境の改善を通じて投資促進を目指す内容となっている。

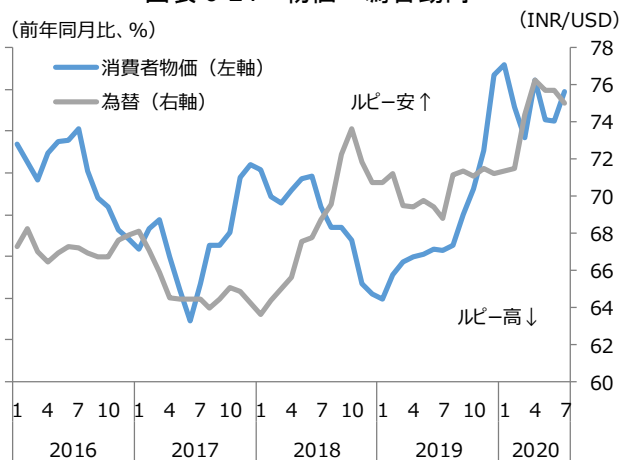
金融政策の面では、インド準備銀行は3月27日に緊急利下げを実行、政策金利を4.4%とした（図表6-23）。また、同時に流動性拡大に向けた措置のほか、すべての銀行やノンバンクの返済を3カ月間猶予することも決定した。その後、同銀は5月22日、悪化する経済を下支えするため政策金利を再び4.0%に引き下げたほか、3月に決定した3カ月間の支払猶予措置を8月末まで延長することも決定した。一方、7月の消費者物価は、食料品価格の上昇やルピー安に伴う輸入インフレの影響などから前年同月比6.93%と、インド準備銀行がインフレ目標の上限として定める6%を上回る伸びとなった（図表6-24）。インド準備銀行は景気後退とインフレ率の高止まりという二つの課題に同時に対応する必要に迫られている。

図表 6-23 金利動向



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-24 物価・為替動向



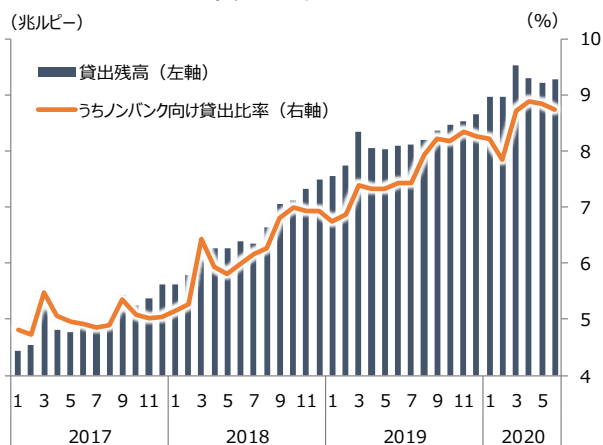
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

20年度の成長率は公表開始以来最大のマイナス幅となる可能性

実質 GDP 成長率は、21 年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ①（詳細は総論 P.7 参照）のもとで、20 年度が前年比▲8.6%、21 年度が同+11.4%と予測する。インドの成長率がマイナスとなるのは、統計開始の 1952 年以降 4 回目（1980 年以来）となる。

先行きのリスクは、ASEAN と同様、第一に感染の長期化や再拡大（第二波）である。本予測でのシナリオ前提を上回る感染拡大や長期化がインドで続いた場合、前例のない規模の景気後退に直面する可能性もある。第二に金融危機への発展である。インドの金融セクターは以前より金融機関の財務悪化に伴う金融機関融資の目詰まりといった問題を抱えており、政策金利の引き下げが民間銀行の貸出増加につながっていない。コロナ禍への対応として銀行貸出が大きく伸びるなか、経営状態への懸念が広がるノンバンク向けの貸出比率が再び増加傾向にあることにも注意を要する（図表 6-25）。新型コロナウイルスの感染拡大の影響から経済の大幅な悪化、失業者の急増が顕著となるなか、不良債権の高まりが懸念される。インド指定商業銀行の 19 年の不良債権比率は 9.1%と、18 年 11.2%から低下したものの高水準にあり、今後再び上昇することは避けられず、インドの金融システムが危機に瀕する可能性もあろう。

図表 6-25 銀行の貸出残高とノンバンク向け貸出比率



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

コロナ危機により景気後退入りはほぼ確実

20年1-3月期のブラジルの実質GDP成長率は前年比▲0.3%とマイナスに転じた(図表6-26)。新型コロナウイルス感染拡大に伴って多くの州で実施された外出規制が消費を直撃し、同時期の家計消費支出は3年ぶりのマイナス(同▲0.7%)となった。一方、コロナ対策で財政支出を増やした影響から政府支出が前期比プラスになるとともに、投資である総固定資本形成もプラスを記録した。

4月以降の国内新型コロナ感染者数の爆発的な増加、および外需と商品市況の落ち込みから、4-6月期の実質GDP成長率(前年比)は1930年代の大恐慌以来最大のマイナス成長となり、景気後退に入るのが避けられない状況だ。

迷走するボルソナロ政権下のコロナ対策

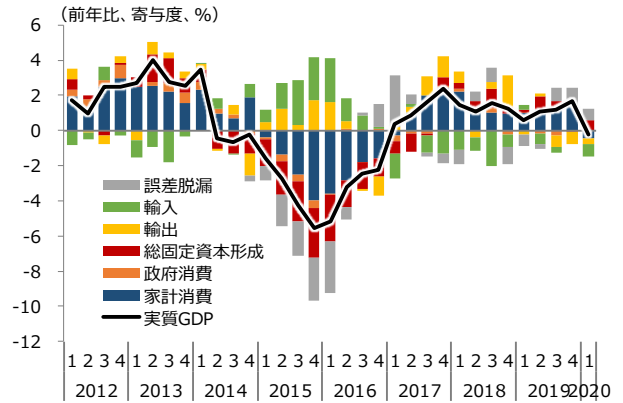
米国に次ぐ規模の新型コロナウイルス感染者数・死亡者数を記録するブラジルでは、新規感染者数が一時1日4万人、死亡者も1日千人を超えた。7月以降は拡大のペースが緩んできたものの、依然楽観視できない状況だ。

こうしたなか、感染拡大阻止を巡る政策が迷走していることも、ブラジル経済の先行きを危うくしている。7月に自らが新型コロナウイルス感染で陽性となったボルソナロ大統領は、一貫して感染封じ込めよりも経済活動継続を優先してきており、これまでコロナ対策での見解相違から保健相を2人連続で更迭するなど、強硬な姿勢を崩していない。

一方、米国と同様に連邦共和制を採用するブラジルでは州政府の独立性が強く、経済活動の抑制レベルも州ごとに大きく異なる。Googleが公表する州別の行動抑制率は、最大と最小の差異が直近で30ポイントを超えており、その幅は拡大傾向にある(図表6-27)。直近7月の状況では、バイア州、ピアウイ州などの東北部州やサンタカタリナ州など一部の南部州が比較的厳しい行動抑制を課している一方、アマゾナス州、パラ州などの北部州では総じて行動抑制が弱く、サンパウロ州やリオデジャネイロ州などの大都市を抱える南東部州の行動抑制率は中央値に近い推移となっている。感染状況に応じて地域ごとの行動抑制を機動的に変化させること自体は合理的だが、感染者数が全体として拡大傾向にあるブラジル国内でのこの乖離状況は、むしろコロナ対策が州レベルで一貫していない状況を示しているといえよう⁴。

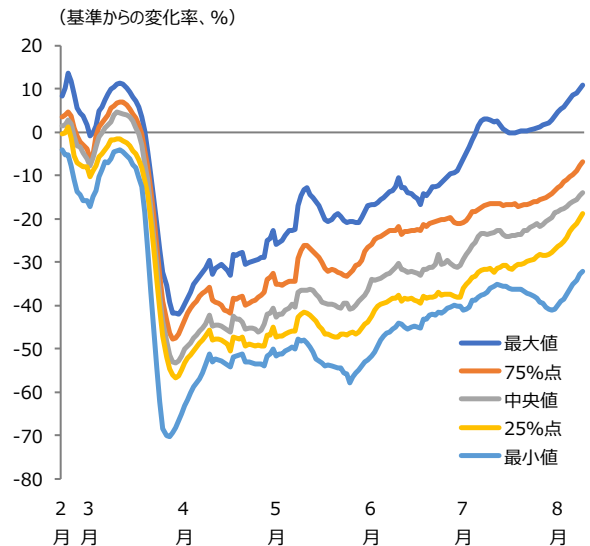
現時点では、経済活動を優先させるボルソナロ大統領のコロナ対策は国民から一定の支持を受けている。しかし、コロナ対応を巡る混乱が政権運営に支障をきたすことになれば、経済全体の景気後退を長引かせることも考えられる。

図表 6-26 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 6-27 州別の行動抑制率



注：小売・娯楽、食料品・薬局、公園、駅、仕事場の5項目の平均。直近は8月9日。
出所：Google「Covid-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

⁴ 事実、8月3日時点での州別の行動抑制率と新規感染率/死亡率はほぼ無相関となっており、感染状況に合わせて行動抑制を行っているような実態は確認できない。

金融市場の動きは沈静化するも楽観は禁物

コロナ危機を受けて、主要株価指数である Bovespa 指数は年初のピーク時から 3 月後半には 50% 近く下落するとともに、大規模な外資流出が発生、通貨リアルも過去最安値を更新した。世界的な金融緩和を踏まえたブラジル中銀の金融緩和策などを背景として、株価がその後ピーク時の 86% の水準まで値を戻すなど、金融市場の混乱はやや落ち着きを取り戻している状況だ (図表 6-28)。しかし、流出した外資が大きく流入に転じるような局面にはなく、今後の国内政治経済の動向次第では再び金融市場が動揺する可能性も排除できない。

こうした状況下で、ブラジル中銀は 8 月 5 日の金融政策委員会で政策金利を 9 会合連続で引き下げ、政策金利の水準は 2.00% と過去最低水準を更新した (図表 6-29)。厳しい経済の先行きを勘案すると今後も緩和的な金融政策が求められるが、さらなる金融緩和に向けては米国 FRB を中心とした海外金融当局のスタンスに縛られることとなり、現時点では利下げの余地は小さいといえる。

20 年の成長率は下方修正、21 年も力強さを欠く

コロナ感染終息のタイミングが遅れるなかでの内需の不振、および世界的なコロナ禍に伴う外需の減少から、実質 GDP 成長率見通しを下方修正する。

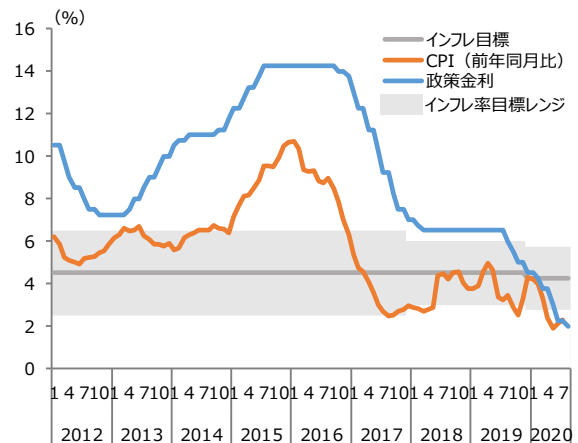
21 年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ① (詳細は総論 P.7 参照) のもとで、20 年の実質 GDP 成長率は▲6.5% と大幅なマイナス成長を予測する。21 年は 20 年の大幅マイナスからの反動でプラス成長に戻すものの、ゲジズ経済相が牽引してきた税制改革・経済改革の再開が見込まれるため、力強い回復は望みにくい。21 年の実質 GDP 成長率は、2% 台にとどまるものと見込む。

図表 6-28 株価指数と通貨



注: 直近は 8 月 13 日。
出所: CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-29 インフレ率と政策金利



注: 政策金利の直近は 20 年 8 月、それ以外は 7 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 猪瀬淳也
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・経済研究センター
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。