

NEWS RELEASE

2020年11月17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、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11月半ばまでの世界経済・政治の状況、および2020年7-9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

米国の大統領選では、民主党のバイデン候補が選挙人の過半数を獲得した。バイデン政権が誕生すれば、①新型コロナウイルス感染症対策と経済再生、②大統領選を通じてあらわになった米国内の深刻な分断への対応、③経済再生の柱としての気候変動対策、が重点的に進められる方針だ。外交政策では、欧州など同盟国との関係修復とともに、対中国ではアプローチは変化しつつも強硬路線の継続が見込まれる。

世界経済は4-6月の大幅な落ち込みから持ち直しの動きをみせている。7-9月期の回復は、全体としては前回8月見通し時点の予測を上回るペースだが、回復のばらつきが鮮明化してきた。国レベルでは、中国が既にコロナ前のGDP水準を回復した一方で、感染拡大が高水準で続く欧米のGDPはコロナ前の水準を依然下回っている。業況や雇用・所得環境をみても、特定の層に影響が偏在している。

10-12月期以降は、世界経済の持ち直しペースが鈍化するだろう。欧米を中心とする感染拡大の加速に加え、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。

今後の感染拡大ペースやワクチン/治療薬の普及時期等が不透明なことから、世界経済・日本経済の見通しは、3つのシナリオで提示する(シナリオの詳細は総論P.8参照)。引き続き先行きの不確実性は高く、世界経済の見通しは幅をもってみる必要がある。

①最も蓋然性が高いシナリオ: 中国以外の国々では、21年春以降も感染拡大が継続し、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、22年にかけて一定の防疫措置を継続。特に、高水準での感染拡大が続く欧州や米国では、季節的に感染リスクが高まる冬場を中心に、7-9月期に比べて経済活動の抑制度を再強化。

- 20年の世界経済成長率は前年比▲3.0%、21年は同+4.1%
- 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年後半

②下振れシナリオ: 上記①による経済活動の抑制では感染拡大ペースの加速や重症者比率の上昇を回避できず、経済活動の抑制度を恒常的に強めざるを得なくなる。欧州の一部で実施されている時限的な再ロックダウンの範囲が他国にも拡大/長期化し、再び強い経済活動抑制に逆戻りする。

- 20年の世界経済成長率は前年比▲3.2%、21年は同+2.6%
- 世界の実質GDPがコロナ前の水準を回復するのは22年前半に後ずれ

③上振れシナリオ: 新型コロナウイルス感染者の重症化を防ぐ治療法の確立、ワクチンや特效薬の一般普及により、重症化・死亡リスクが低下する。21年半ば以降、先進国を中心に経済活動への制約がより緩和され、22年以降にかけて徐々に平常化に向かう。

- 20年の世界経済成長率は前年比▲3.0%、21年は同+4.5%
- 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

感染拡大の影響以外にも、注意すべき下振れリスクが3つある。第一に金融市場・不動産市場の調整である。大規模な金融緩和により、株価や不動産価格には一部で過熱感がみられる。過剰流動性がもたらした資産価格の歪みには注意が必要だ。第二に債務拡大による中長期的な成長停滞である。コロナ危機下で流動性リスクを抑え込んだ代償として債務は大幅に拡大した。今後、債務返済負担が重しとなり投資が停滞すれば、中長期的な成長力を損なう可能性がある。第三に米中の選択的デカップリングの強まりである。米新政権でも対中圧力の中身は変化しつつも強硬姿勢は変わらないとみられ、貿易や投資の米中デカップリングが進めば世界経済の下振れ要因となる。

日本経済

日本経済は、4-5月を底に持ち直しの動きがみられる。GoToキャンペーンなど政策面での後押しもあり、防疫措置を講じつつも経済活動が再開している。雇用・所得環境も最悪期は脱したとみられるが、先行きの不透明感は強い。これまでは雇用調整助成金などの支援策もあり失業の急増は回避されてきたが、今後は雇用調整圧力が強まる可能性がある。21年度にかけて消費下支え策の段階的縮小が予想されるなか、雇用・所得環境の回復の足取りは極めて鈍いものとなろう。設備投資も業績悪化や先行きの不透明感を背景に慎重化が予想される。

20年度の実質GDP成長率は、前年比▲5%台半ばの大幅なマイナス成長を予測する。21年度は、シナリオ①で同+3%台前半の回復を見込むが、コロナ前の水準を回復するのは23年以降となろう。

米国経済

米国経済は、4月末以降に持ち直しの動きを続けてきたが、今後は回復ペースの鈍化が予想される。新型コロナの感染拡大が継続しているほか、既往の各種経済対策の段階的な縮小が背景にある。また、バイデン新政権が誕生すれば、課税強化や再生可能エネルギーの推進など大幅な政策転換が予想されるが、上院では共和党が多数党を維持する「ねじれ」状態に陥る可能性が高いとみられ、その場合、公約通りの政策は実現が困難だろう。

20年の実質GDP成長率は、前年比▲3%台半ばのマイナス成長を予測する。21年は、シナリオ①の下で同+2%台半ばの回復を見込むが、コロナ前の水準を回復するのは22年後半となろう。

欧州経済

欧州経済は、7-9月期は前期比+10%を超える大幅なリバウンドとなったが、10-12月期は一転して小幅マイナスに転じる見込み。10月に入り各国の感染拡大ペースが一段と加速しており、複数の国・地域が再ロックダウンに踏み切った。政府の支援策によりこれまでは解雇よりも労働時間の調整が先行してきたが、今後は雇用削減の動きが進む可能性がある。欧州5カ国の20年の実質GDP成長率は、前年比▲9%程度を予測する。21年はシナリオ①の下で同+4%台半ばの回復を予想するも、コロナ前の水準を回復するのは23年以降となる見込み。

中国経済

中国の国内感染はほぼ終息しており、7-9月期は前年比+4.9%と成長が加速、世界に先駆けてコロナ前のGDP水準を既に回復している。ただし、4-6月期と同様、政策の後押しによる投資増加の影響が大きく、消費の回復ペースは鈍い。政府による投資増加が、非効率分野での過剰投資につながれば、コロナ前からの不良債権問題をさらに悪化させかねない。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、前年比+2%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の下で同+8%程度の成長を予想する。

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	09
トピックス：RCEP 発効の経済効果	13
2. 日本経済	14
日本経済の成長率予測 計表	22
3. 米国経済	24
4. 欧州経済	29
5. 中国経済	31
6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）	34

(1) 世界経済の現況

米国次期大統領は民主党バイデン氏に、経済・外交政策は前政権から転換へ

米大統領選では、民主党のバイデン前副大統領が選挙人の過半数を獲得した。トランプ大統領は一部の接戦州で法廷闘争に乗り出しているが、結果が覆る可能性は低く、12月14日の選挙人投票では、民主党のバイデン氏が次期大統領に選出される見込みだ（選挙結果の詳細分析は米国経済 P.24 参照）。同陣営は「新型コロナウイルス感染症対応」、「経済再生」、「人種」、「気候変動」を新政権の重点課題に掲げ、政権始動に向けた準備に着手している。

バイデン新政権が誕生すれば、国内政策運営は前政権から大幅な転換が予想される。経済政策では、トランプ政権が法人税や所得税の大規模減税による景気拡大を図ったのに対し、バイデン氏は富裕層や企業への課税強化を財源に製造業や環境インフラへ大規模な投資を行うとしている。環境政策では、トランプ政権は従来型エネルギーを重視したのに対して、バイデン氏はパリ協定に復帰し、再生可能エネルギーを推進する模様だ。新型コロナウイルス感染症対応では、トランプ政権下で軽視されがちであった科学者や専門家をアドバイザーとして招聘し、科学的根拠にもとづく防疫措置を進めることが見込まれる。

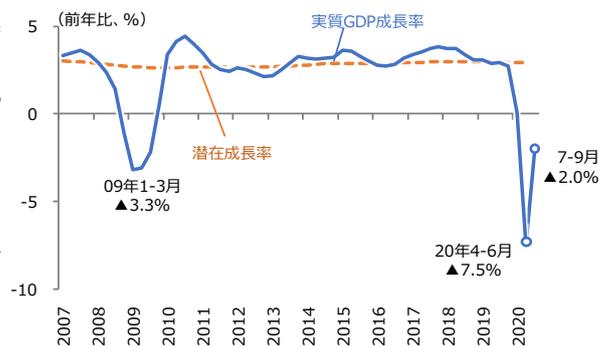
外交政策では、自国第一主義が強かったトランプ政権とは異なり、同盟国との協調を重視するとみられ、現政権下で関係が悪化した欧州との関係修復が見込まれる。対中政策に関しては強硬路線の継続が見込まれるが、現政権が実施した制裁関税のような単独かつ敵対的な手段ではなく、経済、安全保障、人権といった多面的な視点から同盟国と協調して中国への圧力を強めることが予想される。

防疫措置を講じつつも経済再開、世界経済は持ち直しへ

世界経済は新型コロナウイルス感染症の拡大により20年4-6月期に大幅な落ち込みとなったが、7-9月期には持ち直しの局面に入った。防疫措置を講じつつも、経済活動を再開する動きが各国で進んだ。主要34カ国の実質GDP成長率（※世界のGDPの約80%をカバー）は20年4-6月に世界金融危機時を上回る前年比▲7.5%の減少幅となった後、7-9月は前年比▲2.0%と減少幅を縮小させたとみられる（図表1-1）。前回8月見通し時点で想定したより、早いペースでの持ち直しとなった。

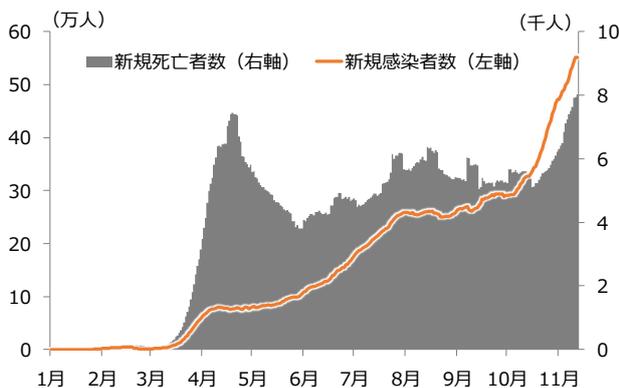
世界の感染者数（日次）は4-5月頃の3倍程度のペースで拡大しているが、新規の死亡者数は9月までは横ばい圏内で推移してきた（図表1-2）。治療方法などのノウハウ蓄積や医療体制の整備が進むに伴い、一定の防疫措置と経済活動再開の両立が進みつつある。主要国の貿易は新型コロナウイルス流行前の90%程度、生産活動は95%程度の水準にまで回復してきている（図表1-3）。

図表 1-1 世界経済の実質 GDP 成長率



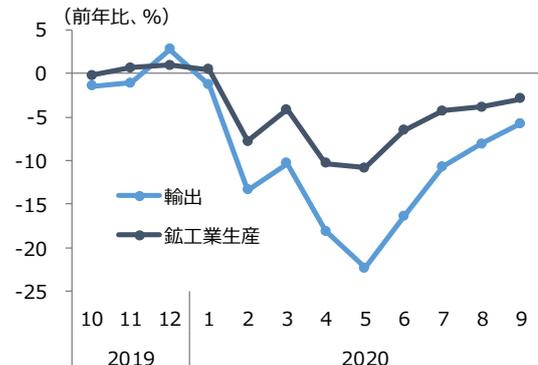
注：各国の実質GDP成長率および潜在成長率をドル建て名目GDPウェイトで加重平均。米国、ユーロ圏、日本、英国、中国、台湾、韓国、シンガポール、香港、ASEAN5、インド、ブラジルの34カ国の合計。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 世界の新規感染者と新規死亡者数



注：後方7日移動平均、直近は11月13日。
出所：European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

図表 1-3 主要国の貿易・生産



注：日米独中4カ国の前年比をGDPで加重平均。直近は20年9月。
出所：Bloomberg、CEIC、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

コロナ危機からの回復状況は二極化が特徴

世界経済は全体としては持ち直しつつあるが、その回復度合いは国／業種／職種によってばらつきが大きく、特定の主体に悪影響が集中する「二極化」が特徴だ。

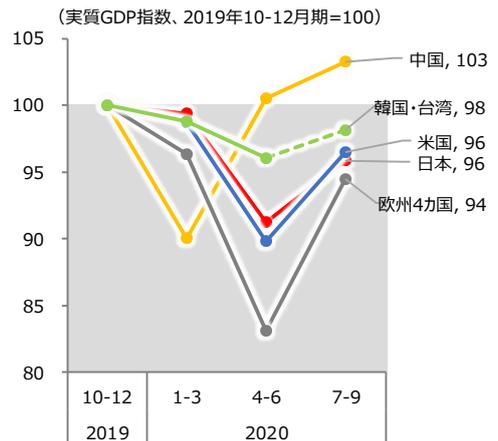
実質 GDP の回復状況には国別のばらつきが大きい(図表 1-4)。いち早く感染拡大の封じ込めに成功した中国は、4-6 月期に世界に先駆けてコロナ前(19 年 10-12 月期)の水準を回復した。一方、感染が足元でも拡大している欧州や米国は、4-6 月期に 10%以上の落ち込みを記録し、7-9 月期に反発したものの、依然としてコロナ前の水準を大きく下回っている。

また、コロナ危機下での各国の株価・為替の騰落率にも大きな違いがみられる。MSCI のドル建て株価指数を国別にみると、早期に感染拡大を封じ込めた中国、韓国、台湾において 19 年末から株価が上昇した一方、感染が拡大したブラジルは同▲40%ほどの下落を示している。早期に経済活動を危機前の水準に戻した国々と、感染症拡大抑制に失敗した国々として各国の株価は二極化している(図表 1-5)。

コロナ危機による生活様式の変化によって、既存の需要が喪失される一方で、新たな需要を生み出す面もある。主要国の代表的株価指数に含まれる銘柄について、コロナ前(19 年末)から直近までの騰落率をみると、コロナ危機による生活様式の変化などを受けて成長が見込まれるリモートワークや E コマース、デジタル決済に関連する銘柄が大幅に上昇する一方、エネルギーや航空機といった需要低迷の長期化が予想される銘柄が下落している(図表 1-6)。業種別の影響も二極化が進行している。

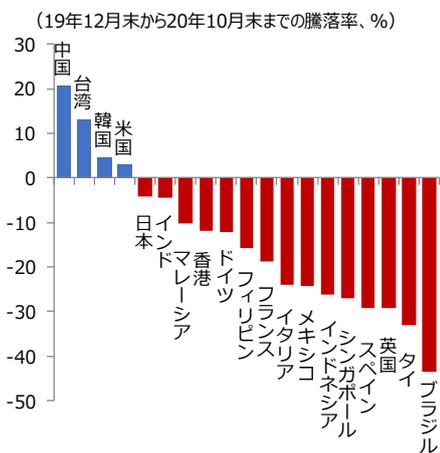
雇用回復も職種によるばらつきが大きい。IMF の調査によれば、人との接触機会の多い食品、接客、日用品販売といった業種の求人数は、コロナ前と比べて▲50~70%減少しているのに対して、人との接触機会の限定的な製造業では▲30%程度の減少にとどまっている(図表 1-7)。感染拡大への懸念がくすぶるなか、人との接触の多い職種の労働者にとっては厳しい環境が続く可能性が高い。

図表 1-4 主要国の実質 GDP 水準



注：欧州 4 カ国は独仏英伊。欧州 4 カ国と韓国・台湾は GDP ウェイトで加重平均。実線は実績、破線は Bloomberg 予測。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-5 ドル建て株価指数 (MSCI)



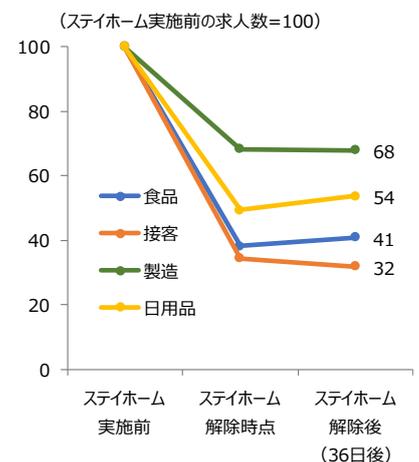
注：各国株価指数は、MSCI の国別指数(ドル建)。19 年 12 月末から 20 年 10 月末までの騰落率。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-6 主要銘柄の株価騰落率 (2019 年末から直近(10/23)までの騰落率、%)

1 zoom:オンライン会議	665
2 テスラ:電気自動車	409
3 ビンデュオデュオ:中国EC	132
4 JDドットコム:中国EC、京東	131
5 エヌビディア:半導体	127
6 ムルカドリアル:EC、オークション	126
7 ADYEN NV:国際決済	114
8 paypal:国際決済	89
9 Fedex:物流	82
10 サービスナウ:クラウドプラットフォーム	79
1 ロイヤル・ダッチ・シェル:エネルギー	-58
2 B P:エネルギー	-57
3 ウェルズ・ファーゴ:金融	-57
4 エアバス:航空機	-51
5 エクソンモービル:エネルギー	-50

注：19 年末からの騰落率を算出。主要市場の代表的指数(S&P500、日経 225 等)構成銘柄のうち、時価総額が一定規模以上の銘柄を抽出。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-7 ステイホーム前後の求人変化



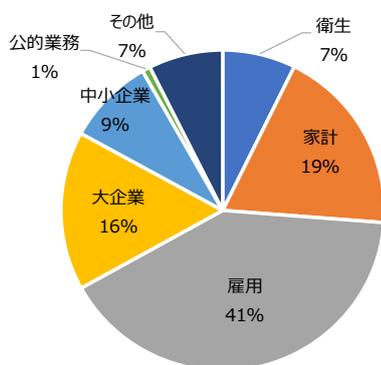
注：対象国は、欧州主要国、メキシコ、シンガポール等の 14 カ国。
出所：IMF 「World Economic Outlook Oct2020」より三菱総合研究所作成

大規模な財政支出で雇用・所得を下支え

こうした状況を踏まえ、各国政府は個人の所得を確保するために、家計への直接的な支援、雇用維持や企業経由の間接的な支援といった政策を実施し、所得を下支えしている(図表 1-8)。今回のコロナ危機は、特定層に影響が偏在していることを踏まえると、悪影響が大きい企業や個人への一定の支援継続は必要とみられる。日本や欧州では、雇用・賃金の支援策は当面は継続される見込みであるが、米国は、

大統領選後の混乱やトランプ政権のレームダック化を考慮すると、追加経済対策は21年1月の新議会招集後にずれ込む可能性には注意が必要である（図表 1-9）。

図表 1-8 G20 先進国のコロナ関連
財政支出の内訳（受益者別）



注：9月11時点。
出所：IMF「Fiscal Monitor Oct2020」
より三菱総合研究所作成

図表 1-9 日米独の雇用・所得支援策の状況

	日本	米国	ドイツ
家計	① 特別定額給付金： 国民一律 10万円 支給	① 失業保険給付増額：失業保険期間延長（6カ月→9カ月）、 週600ドル増額 ② 現金給付：所得制限内の対象者。 最大で大人1,300ドル、子供500ドル現金給付	① 短時間勤務手当の支給期間の延長
雇用	② 雇用調整助成金：休業手当等を一部助成 一日当たり最大15,000円/人	③ 給与保護プログラム：従業員500人以下の企業を対象に、 人件費2.5か月分までの融資、人件費・光熱費の支払い分の返済を免除	② 短時間操業の適用要件緩和 ③ 短時間労働給付金の増額の申請期限の延期
期限	②は12月末に期限を迎えるが、第三次補正で延長を検討中	①は7月末まで実施。大統領令発動で週300ドルに減額継続中。 ③は12月末が期限。 いずれも議会で延長を議論中だが、合意時期は未定	①～③いずれも期限は2021年12月31日

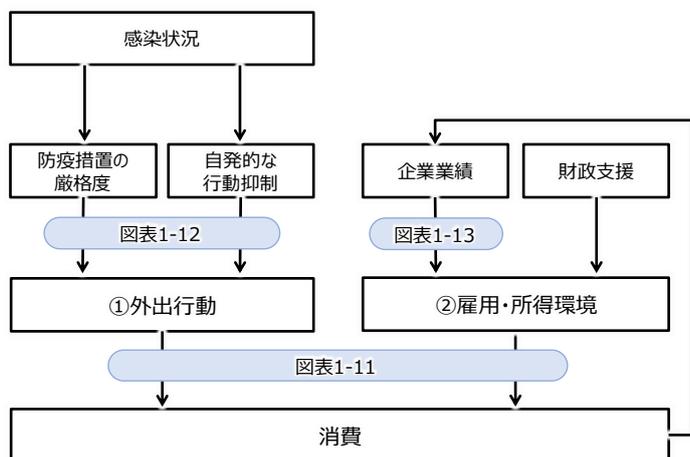
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

世界経済の持ち直しペースは緩やかにとどまる公算

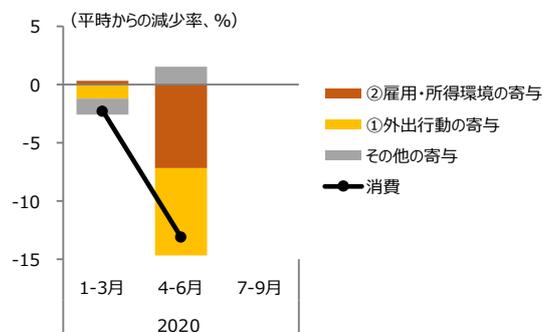
今後の世界経済を展望する上では、コロナ危機による景気後退の主因となった個人消費の動向が重要になる。コロナ流行下での消費は、主に①外出行動、②雇用・所得環境、に左右される（図表 1-10）。主要国の消費は、コロナ前（19年10-12月）と比較して4-6月期に▲13%程度のマイナスとなったが、当社の推計によると、上記①と②の寄与度がほぼ半分ずつであった（図表 1-11）。以下、①と②の先行きを展望する。

図表 1-10 コロナ流行下で消費に影響する要素



出所：三菱総合研究所

図表 1-11 コロナ危機下での消費抑制の要因分解



注：消費は名目消費、所得は名目雇用者報酬、外出行動は Google (Covid-19 Community Mobility) 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：Bloomberg、Google より三菱総合研究所作成

第一に、外出行動がどうなるか。これをさらに分解していくと、(1) 政府等が講じる防疫措置の厳格度、(2) 感染防止のための自発的な行動抑制、に左右される（図表 1-10 の左）。

まず、(1) (2) に影響する感染状況としては、北半球の国々ではこれから冬場に入ることから、室内空間の密閉性が高まり、クラスター感染が起こりやすくなる可能性がある。20年10-12月から21年1-3月にかけては、感染の加速と減速を交互に繰り返しつつも、平均的には感染拡大ペースが加速しやすい状況が想定される。

次に(1)の防疫措置の厳格度は、7月以降は一定の厳格度を維持している状況だが、最近の欧州でみられるように、感染が急拡大すれば、感染リスクの高い地域や活動を中心に防疫措置が強化される可能性がある。

また、(2)の自発的な行動抑制は、4-6月期をピークに段階的に緩和されている(図表1-12)。ワクチンや治療薬は未だ開発されていないものの、一段の重症化を避けるための治療法の普及や医療体制の整備が進みつつある。9月頃までは、感染者数が拡大するなかでも、重症者数や死亡者数が一定の範囲に収まっており、新型コロナに感染することへの警戒感が感染拡大当初よりは弱まってきていたとみられる。ただし、11月には欧米を中心に感染が急拡大したことから、自発的な行動抑制の寄与が再び拡大している。

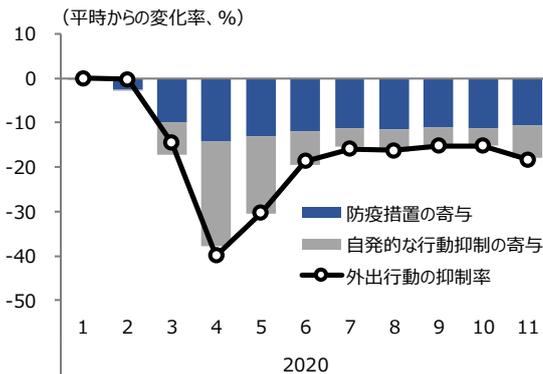
これらを総合すると、外出行動の抑制率は、冬場の感染拡大や防疫措置強化など季節的な変動はありながらも、重症化を防ぐ治療法の普及や医療体制の整備などを背景に、総合的には21年末にかけて、徐々に緩和されていくとみている。

第二に、雇用・所得環境がどうなるか。こちらは企業業績と、財政支援策の持続可能性について考える必要がある(図表1-10の右)。経済活動の再開に伴い、企業業績も持ち直しの動きをみせているが、業種による回復度合いの濃淡は大きい。運輸や観光など新型コロナの影響が大きい業種では、業績の低迷が長期化する可能性が高まっている。現状では、米国を除き、雇用面での調整は抑制され、労働時間での調整が主となっている(図表1-13)。企業の経営環境が悪化するなかでも、雇用を維持した場合に従前所得の一定割合を国が補填する支援策(日本の雇用調整助成金、ドイツのクルツアルバイト法)の存在などが背景にある。ただし、これら制度の利用には期間が定められているほか、前述のような財政状況のなかで、方向性としては財政支援の段階的な縮小(平常化)が予想される。

一定の経済活動の抑制が続くなかで、財政支援の段階的な縮小が実施された場合、企業内の雇用保蔵には限界があり、ポストコロナで失われる仕事から、ポストコロナで新たに生まれる仕事へのシフトが必要になる。米国のような(一時解雇も含めた)解雇を主とする雇用調整を行っている国は、雇用の流動性が高く、こうした構造変化への対応も比較的迅速だ。主要国の世界金融危機からの回復速度と雇用者数の調整速度を比較すると、両者には緩い正の相関関係がみられる(図表1-14)。コロナ感染拡大下での雇用政策も、短期的な視点での政策(雇用維持や所得補償)から、中長期的な視点での政策(構造変化への対応を促すマッチングや教育訓練)に徐々に軸足を移すべき局面にきている。

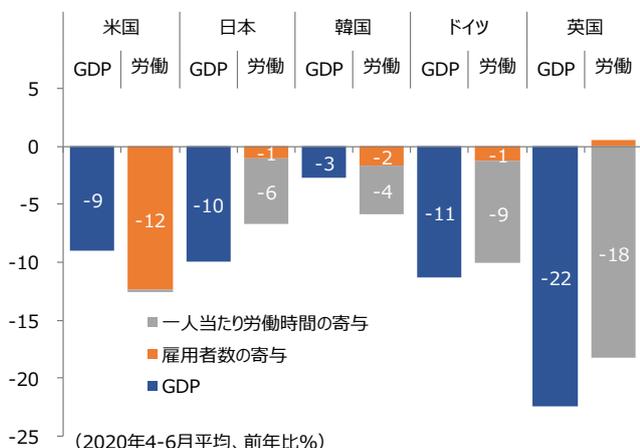
今後の雇用・所得環境は、政策的支援が段階的に縮小されるなかで、構造変化への雇用の対応には時間を要する可能性が高く、その移行期には一時的に失業が増加する局面も予想される。雇用・所得環境の持ち直しペースも緩やかなものにとどまる公算だ。

図表 1-12 外出行動の抑制率の要因分解



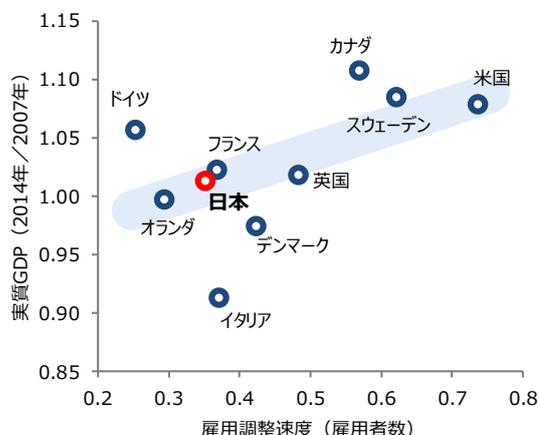
注：外出行動は Google (Covid-19 Community Mobility)、防疫措置は OxCGRT (stringency indices)、感染状況は新型コロナ新規死者数の対人口比を用いて推計。米国、日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国、スウェーデン、カナダの平均。
出所：Google、OxCGRT、ECDC より三菱総合研究所作成

図表 1-13 主要国の GDP と雇用調整 (20年4-6月期)



注：GDP は実質 GDP。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-14 雇用調整速度と不況からの回復速度



注：雇用調整速度の推計式は $\ln E = C + a * \ln Y + b * \ln(RW) + c * \ln E(-1) + d * T$ 。E:雇用者数、Y:実質 GDP、RW:実質賃金、T:トレンド、雇用調整速度=1-c。雇用調整速度の推計期間は 2000-2013 年。
出所：IMF、OECD stat より三菱総合研究所作成

感染拡大状況や治療方法の開発状況に応じ、3つのシナリオを設定

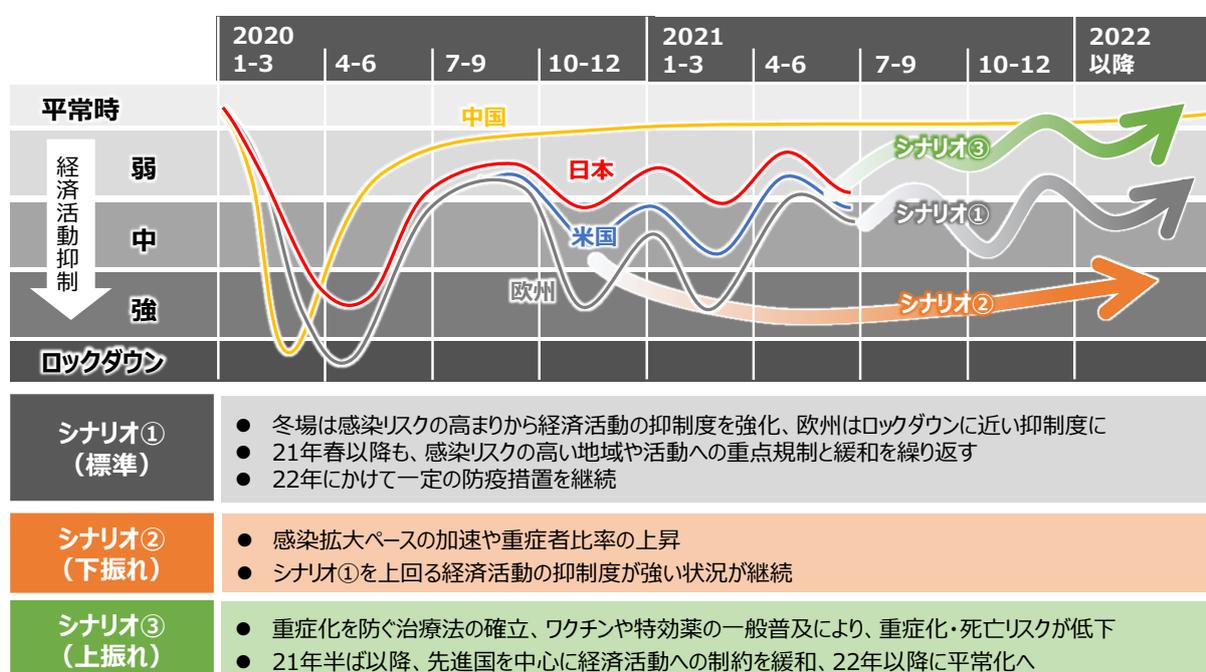
今回の見通しでは、前回（8月見通し）と同様に、新型コロナの感染拡大状況や治療方法等の開発状況に応じ、3つのシナリオで、21年までの各国の成長率を展望する（図表 1-15）。

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。中国以外の国々では、21年春以降も感染拡大は継続することから、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、22年にかけて一定の防疫措置を継続する想定である。感染を抑え込んだ中国は、経済活動の抑制度が平常時に近い状況で推移する一方、高水準での感染の拡大が続く欧州や米国などでは、特に季節的に感染リスクが高まる冬場を中心に、7-9月期に比べて経済活動の抑制度が強まる展開が予想される。

シナリオ②は、下振れシナリオである。中国以外の国々では、シナリオ①による経済活動の抑制では感染拡大ペースの加速や重症者比率の上昇を回避できず、経済活動の抑制度を恒常的に強めざるを得ない事態も想定しうる。欧州は一部の国で時限的な再ロックダウンが実施されているが、これが長期化する可能性があるほか、米国や日本も感染状況次第では、強い経済活動抑制に逆戻りする可能性がある。

シナリオ③は、上振れシナリオである。新型コロナ感染者の重症化を防ぐ治療法の確立、ワクチンや特効薬の一般普及により、重症化・死亡リスクが低下する展開である。21年半ば以降、先進国を中心に経済活動への制約が緩和され、22年以降にかけて徐々に平常化に向かうシナリオである。

図表 1-15 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

7-9月の実績は上振れも、10-12月期以降の回復ペースは下方修正

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 1-16）。前回（8月見通し）から、20年を中心に上方修正した。シナリオ①における世界の实質 GDP 成長率は、前回見通しの前年比▲4.0%から同▲3.0%へと上方修正、21年は同+4.1%と前回からほぼ変わらずと予測する。20年の上方修正の要因は、20年7-9月期の各国・地域の成長率実績が予想より上振れた点にある。ただし、欧州や米国など10月以降に国内の感染が急拡大している国・地域では、今冬（20年10-12月期～21年1-3月期）の回復ペースを前回よりも下方修正しており、その分、20年の成長率の上方修正幅は抑制されたといえる。また、感染拡大ペースの加速や重症者比率の上昇により、経済活動の抑制度が強い状況が継続するシナリオ②では、21年の世界の实質 GDP 成長率が+2.6%と、シナリオ①から大きく下振れると予測する。

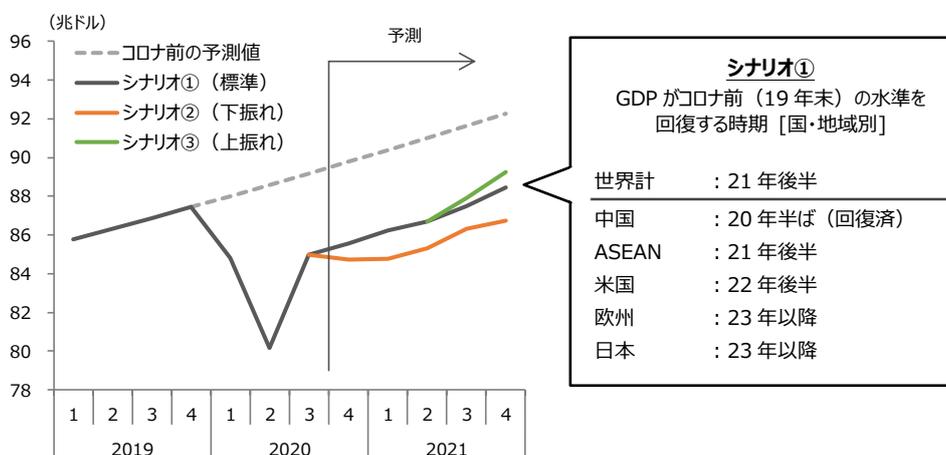
世界全体で GDP がコロナ前の水準に戻るタイミングについては、シナリオ①で21年後半、シナリオ②では22年後半となろう（図表 1-17）。

図表 1-16 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	新型コロナ後						
	新型コロナ前	シナリオ① (標準)		シナリオ② (下振れ)		シナリオ③ (上振れ)	
	2020	2020	2021	2020	2021	2020	2021
世界全体	2.7%	▲3.0%	4.1%	▲3.2%	2.6%	▲3.0%	4.5%
米国	1.9%	▲3.6%	2.4%	▲4.0%	0.6%	▲3.6%	2.9%
欧州 (5カ国)	1.2%	▲8.8%	4.6%	▲8.9%	3.0%	▲8.8%	5.0%
中国	5.9%	2.2%	7.8%	2.2%	7.6%	2.2%	8.6%
日本 [暦年]	▲0.4%	▲5.4%	2.1%	▲5.6%	1.0%	▲5.4%	2.4%
[年度]	0.1%	▲5.6%	3.3%	▲6.2%	2.6%	▲5.6%	3.8%
ASEAN	4.9%	▲3.6%	5.4%	▲4.1%	2.2%	▲3.6%	5.6%
その他世界	2.7%	▲2.5%	2.7%	▲2.8%	1.0%	▲2.5%	2.8%

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。
出所：三菱総合研究所

図表 1-17 実質 GDP 水準 (世界計)



出所：三菱総合研究所

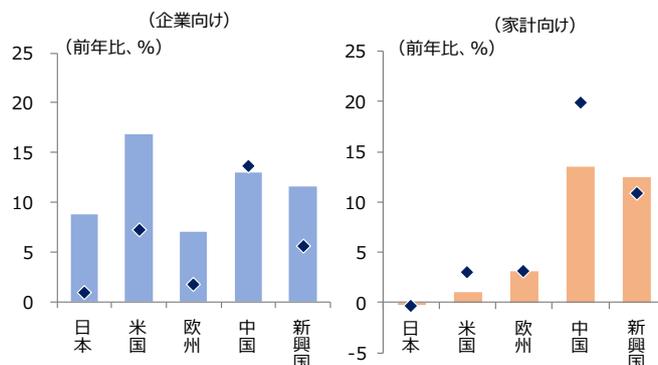
(3) 世界経済のリスク

足もとの世界経済の最大のリスクは、新型コロナの重症化率、死亡率の高まりなどにより再び強い防疫措置を長期にわたって発動せざるを得なくなることであるが、経済・政治面でも注意すべき下振れリスクとして次の3点を挙げる。

① 金融市場・不動産市場の調整

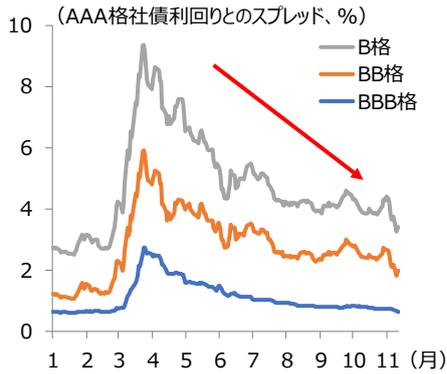
第一に、コロナ危機下での大規模な金融緩和で過度に上昇した金融資産・実物資産価格の調整である。コロナ危機下での企業の緊急資金調達ニーズを支えるために、中央銀行の大規模な金融緩和政策が必要不可欠の対応であったことは間違いない。実際、各国中央銀行の大胆な金融緩和政策に支えられ、企業は大規模な資金調達が可能となった (図表 1-18)。資金調達のコストとなるクレジットスプレッドも、3-4月に急上昇した後、落ち着きを取り戻しつつある (図表 1-19)。

図表 1-18 企業・家計向け貸出



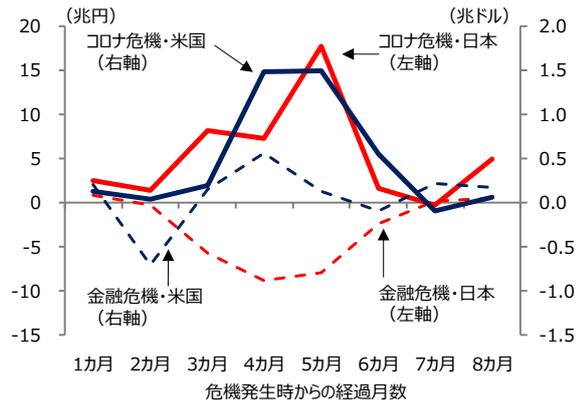
注：棒グラフは20年4-6月の増加率。◆は15-19年の平均。
出所：日本は日本銀行、日本以外はIMF「Global Financial Stability Report Oct2020」より三菱総合研究所作成

図表 1-19 米社債のクレジットスプレッド



注：直近は11月11日。
出所：FREDより三菱総合研究所作成

図表 1-20 日米の預貸尻（預金－貸出）

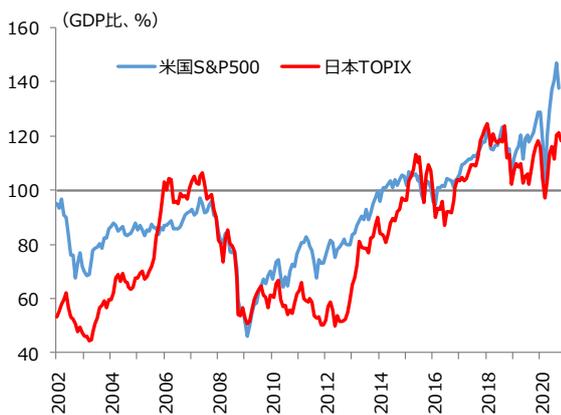


注：銀行の預金と貸出の差額であり、企業向け、個人向けを含む。金融危機時は08年9月、コロナ危機は20年1月からの預貸尻の月次増減。
出所：Bloomberg、日本銀行より三菱総合研究所作成

ただし、こうした緩和的な金融政策の長期化は、コロナ危機下の資金繰りを支える反面、過剰流動性をもたらし、リスクマネーの投機的な動きを助長する可能性がある。銀行の預金と貸出の差額である預貸尻をみても、カネ余りの状況は明らかだ（図表 1-20）。08-09年の世界金融危機時は、金融の機能不全から手持ち資金を取り崩すことで資金繰りをつける動きが広がり、銀行の預金と貸出の差額である預貸尻が縮小傾向で推移した。一方、コロナ危機では預貸尻は急拡大している。家計や企業に対する政府からの各種給付金の支給により預金が増加している影響もある。預金が増えながらか、金融緩和政策が過度に長期化すれば、資産市場への流入などを通じて、実体経済と乖離した資産価格の上昇をもたらすリスクがある。

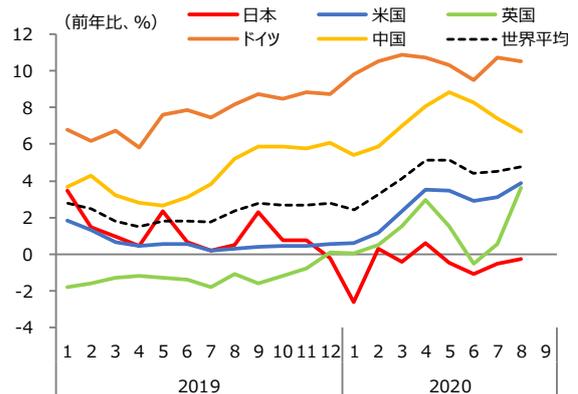
株価や不動産価格には一部で過熱感がみられる。米国の株式時価総額の名目 GDP 比率が急上昇しているほか（図表 1-21）、消費者物価上昇を上回る住宅価格の上昇は、コロナ危機以前ではドイツや中国を除くと限定的であったが、6月以降、米国や英国においても伸びが高まる動きがみられる（図表 1-22）。今後、金融緩和政策の過度の長期化による資産価格の歪みについては注視していく必要がある。

図表 1-21 株式時価総額の 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10月。
出所：Bloomberg、東証、内閣府より三菱総合研究所作成

図表 1-22 主要国の住宅価格（消費者物価調整済）

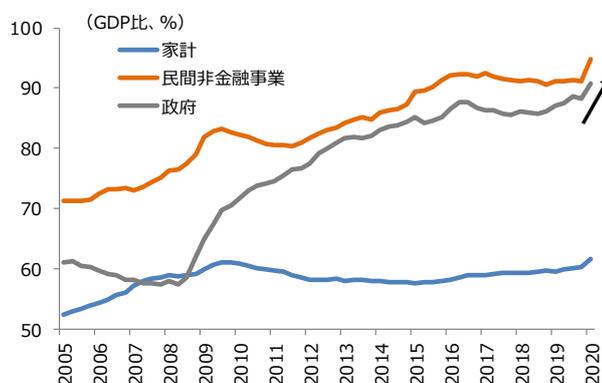


注：日本は国土交通省不動産価格指数、米国は S&P シラー指数、英国はネーションワイド指数、ドイツはヘドニック指数、中国は都市新築住宅価格指数。住宅価格の前年比から消費者物価の前年比を引いて算出。世界平均は日米英独中 5 カ国を GDP で加重平均。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

② 債務拡大による中長期的な成長停滞

コロナ危機を経て企業や政府を中心に債務残高が増加している（図表 1-23）。企業や家計は運転資金や生活資金の確保のため、政府は迅速な困窮者支援や医療体制強化のために債務を拡大せざるを得なかったが、結果として各国の財政状況は歴史的な水準にまで悪化した。IMF の推計によると、政府債務残高（対 GDP 比率）は、先進国で第二次世界大戦中と同水準の 120%強、新興国は過去最高水準となる 60%強にまで上昇した（図表 1-24）。

図表 1-23 世界の債務残高



注：直近は 20 年 1-3 月。

出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 1-24 世界の政府債務残高の長期推移



注：直近は 20 年の IMF 予測値。

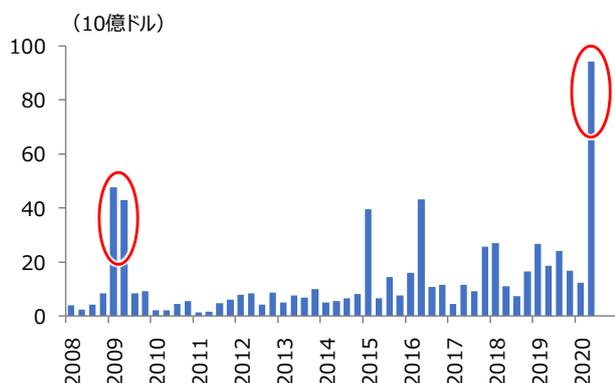
出所：IMF、財務省より三菱総合研究所作成

政府や中央銀行の大規模な流動性支援が実施されているなかでも、コロナ危機の悪影響が大きい業種を中心に債務のデフォルトが増加しており、ソルベンシーリスクが高まっている（図表 1-25）。今後、仮に有効なワクチンの普及などをきっかけに新型コロナウイルスの感染が終息に向かう場合には、流動性支援は徐々に縮小が予想されるが、コロナ危機下での拡大した債務への返済負担は、コロナ終息後も重しとして残る展開が想定される。経済活動の再開により、債務返済を賄うだけの収益が得られればよいが、コロナを契機とする生活様式の変化などにより、構造的に市場が縮小しかねない業種もある。ポストコロナを展望すると債務返済負担が重しとなり、必要な投資の停滞が懸念される。

また、低金利の恒常化により、金利引下げによる利払費の軽減効果が小さくなっている点にも注意が必要だ。08-09 年の世界金融危機時は、同様に債務が拡大したものの、利下げによって債務返済負担の増加は抑えられた（図表 1-26）。しかし、今回のコロナ危機は、発生前の時点で既に金利は歴史的に低く、一段の利下げによる債務返済負担の軽減効果は期待薄だ。

こうした債務返済負担の増加が必要な支出や投資の重しとなり、中長期的な潜在成長率の低下につながれば、更なる債務の拡大と成長率低下をもたらす悪循環に陥る。世界金融危機は、若年層を中心とする就業機会の逸失が人的資本形成に悪影響を与えたほか、投資意欲の減退が資本ストックの劣化を招き、10 年単位で世界経済が下振れるトリガーとなった。

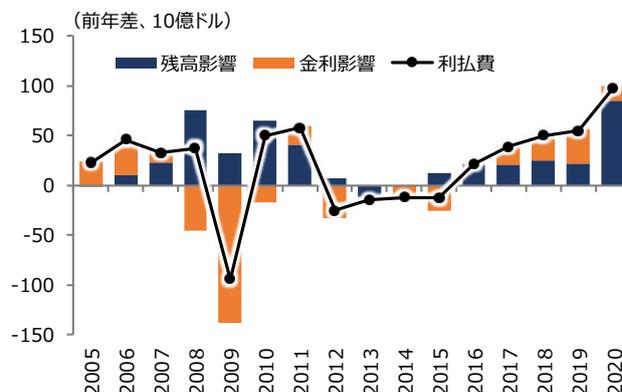
図表 1-25 世界の社債デフォルトの発生状況



注：直近は 20 年 4-6 月。

出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 1-26 主要国の政府部門の利払費



注：米独仏英日の合計。

出所：IMF、財務省より三菱総合研究所作成

③ 米中の選択的デカップリングの強まり

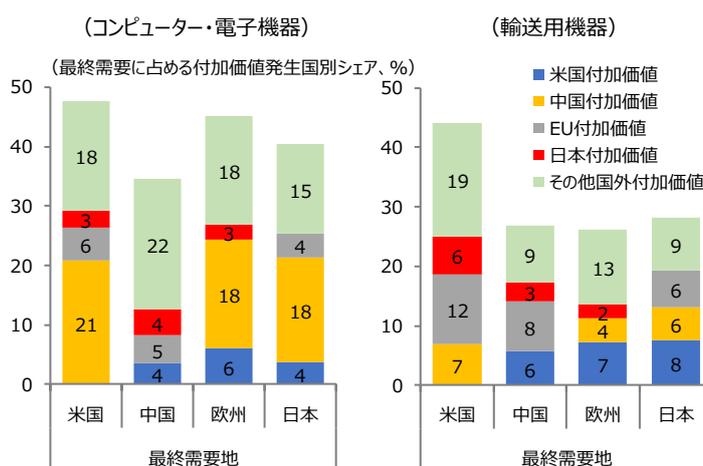
貿易赤字の削減を政策目標としていたトランプ政権とは異なり、バイデン新政権下では関税の引き上げ合戦といった貿易赤字改善に焦点をあてた政策は緩和される可能性がある。

但し、トランプ政権下、ペンス副大統領やポンペオ国務長官が指摘したように、「経済的に豊かになることで中国にも民主主義が広がる」ことを前提にしたエンゲージメントポリシーが失敗であったことは党派を超えた共通認識となっている。バイデン新政権においても先端技術や軍事技術といった米国の優位性の確保が必要な領域を中心に「中国への圧力」は継続すると思われる。

今後、バイデン新政権が、「中国への圧力」と「経済的な結びつき」のバランスをどのようにとることが注目される。OECDが公表している付加価値貿易指標によれば、米国を最終需要地とするコンピューター・電子機器分野の付加価値のうち21%は中国で生産されたものであるなど、相互に「経済的な結びつき」は大きい(図表1-27)。米中対立によるサプライチェーンの分断が進めば、欧州や日本など米中以外を最終需要地とする財の生産にもサプライチェーンの見直しといった影響が及ぶ可能性がある。

新政権は、先端技術や軍事技術など分野を限定した「選択的なデカップリング」を進めるとみられるが、その範囲や規制の強さは不透明だ。民主党政権となったことで、貿易赤字の大きさや安全保障のみならず、党内左派が主導する形で、環境や人権などの観点からも圧力が強まる可能性がある。同盟国への同調圧力が強まれば、日本企業、欧州企業の中国事業や中国を介するサプライチェーンにも一定の影響が否めない。米中対立の行方は米新政権下でも引き続き世界経済の大きなリスクである。

図表 1-27 日米欧中間の付加価値貿易の状況



注：最終需要地別の付加価値発生国。15年時点のデータ。
出所：OECD「Trade in Value Added (TiVA)」より三菱総合研究所作成

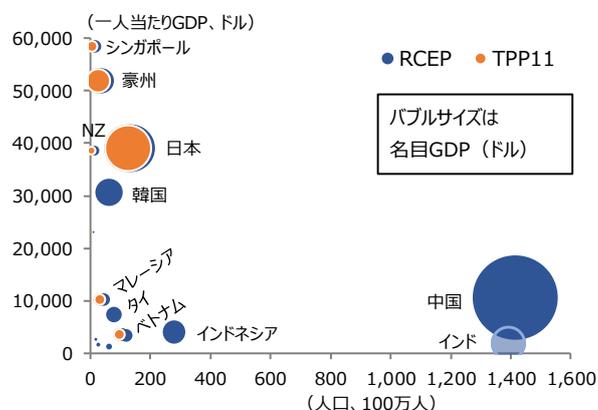
トピックス：RCEP 発効の経済効果

20年11月にインドを除く15カ国¹がRCEP（東アジア地域包括的経済連携）に署名、今後、ASEAN加盟6カ国および非ASEANの3カ国以上の批准をもって発効となる。人口、GDP、貿易総額のいずれをとっても世界の3割程度を占める世界最大規模の自由貿易協定となる。

RCEP交渉は12年11月にインドを含む16カ国で開始された。中国が締結する初めての大型のFTAであり、知的財産権の保護などルール水準を巡っては、日本など先進国と、中国、ASEAN新興国の間での隔たりが大きく、交渉は難航した。ただし、米中貿易摩擦が激化するなかで、アジアとの貿易を拡大したい中国の思惑もあり、交渉は前進する。19年にはインドが対中貿易赤字の拡大による国内産業への影響を懸念し交渉を離脱したものの、残る15カ国で署名に至った。

15カ国のうち7カ国がTPP11（環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定）加盟国であるが、新たに加わる中国、韓国、インドネシア、タイは、経済規模は大きいほか地理的な連続性も加わる。アジア全体での市場アクセス改善により、貿易・投資の促進及びサプライチェーンの効率化が期待される（図表1-28）。

図表1-28 アジアのRCEP/TPP11加盟国

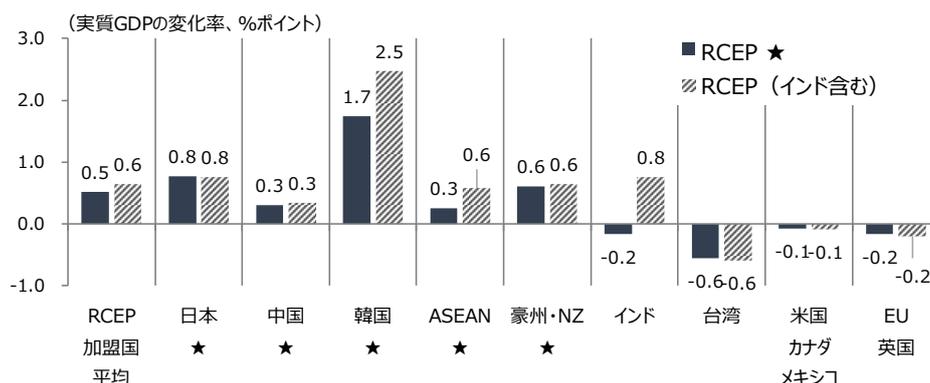


注：20年データ。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

関税撤廃による中長期的なGDP押し上げ効果は、加盟国平均で+0.5%ポイント

RCEPによる各国経済への影響はどの程度か。関税引下げによるモノの貿易を通じた経済効果について、経済連携効果の分析に広く用いられるGTAPモデル²で推計を行った（図表1-29）。実質GDPの押し上げ率は、加盟国平均で+0.5%ポイントとなる。

図表1-29 RCEP関税撤廃の各国への経済影響（GTAP推計）



注：RCEP加盟国間の関税が撤廃される前提での推計。★はRCEP加盟国。
資料：GTAPを用いて三菱総合研究所作成

本推計は、関税撤廃を踏まえた資本や労働の再配置などの効果も織り込んだものであるほか、関税の撤廃/引き下げ自体も10~20年かけて段階的に実施されるものも多く、中長期的な影響として解釈する必要がある。また、上記は関税引下げのみによる効果の試算であり、サービスや投資分野の自由化は含まれない。新興国での外資規制緩和や市場アクセス改善は、関税引下げ以上の経済効果を生む可能性もある。

保護主義化の流れの中で日本が自由貿易を推進

近年、Brexitや米中貿易摩擦など世界的に保護貿易の流れが強まるなか、逆に日本は過去5年間、TPP11、日EUEPA、日米貿易協定、そして今回のRCEPと、相次いで大型の自由貿易協定を推進・実現してきた。特に、RCEPではアジアでの多国間連携の礎となるものであるほか、日本が標榜する「ルールに基づく国際秩序の構築」に向けて、体制や価値観の異なる中国とも一定のルールに基づく貿易関係を築けることを内外に示せた意義は大きい。今後は、合意内容の着実な実行とともに、今回の合意内容を最終ゴールとせず、サービスや投資分野を中心に、より高い水準への合意へとステップアップすべきだ。また、今回加盟が叶わなかったインドの加盟に向けた粘り強い働きかけも重要である。上記推計でも、インドがRCEPに加わることで域内の経済効果はより高まるとの結果が得られている。

¹ ASEAN10（ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム）、日本、中国、韓国、豪州及びニュージーランド。

² GTAPは応用一般均衡モデルと呼ばれ、短期的な影響ではなく、中長期的な経済均衡状態を求めるモデル。関税率の変化によって生じる経済構造調整（資本や労働の再配置など）を終えた状態とそれ以前の状態を比較して効果を算出。

2. 日本経済

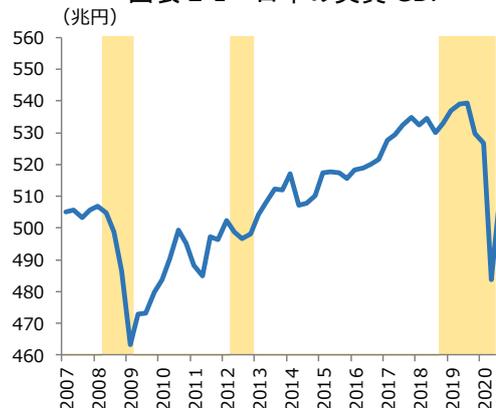
(1) 概観

20年7-9月期は回復も、コロナ前の水準を下回る

20年7-9月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+5.0%（年率+21.4%）と、遡れる1980年以降で最大のマイナス成長となった20年4-6月期の同▲8.2%（年率▲28.8%）から持ち直した（図表2-1）。国内外の経済活動再開に伴い、20年4-5月をボトムに日本経済は持ち直しているが、コロナ前（19年10-12月期）の水準を依然約4%下回っている。コロナ危機は感染拡大と自粛による需要蒸発が要因であり、消費を中心とした内外需縮小の影響が大きい。

需要項目別では国内外の経済活動再開で、内外需ともに持ち直した。消費は、4-5月の緊急事態宣言下で抑制されていた経済活動の再開、各種消費喚起策の開始もあり、同+4.7%と増加した。設備投資は同▲3.4%と、需要の下振れによる設備過剰感や、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さなどを背景に、2四半期連続で減少。輸出は、経済回復の早い中国向けを中心に財輸出が持ち直し、同+7.0%と増加した。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は、消失した状況にある。輸入は同▲9.8%。外需寄与度は+2.9%ポイントとなった。

図表 2-1 日本の実質 GDP



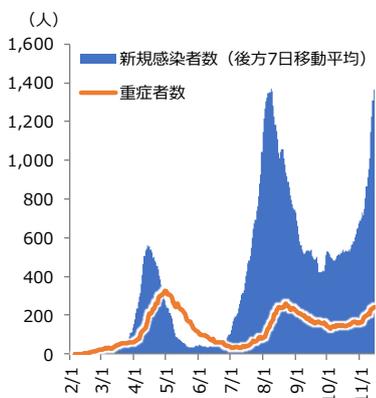
注：黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。18年10月以降の景気後退期は暫定。
出所：内閣府「国民経済計算」「景気日付基準」より三菱総合研究所作成

感染拡大が長期化するなかで、生活者の行動に変化

国内の新型コロナウイルスの新規感染者数は、東京都を中心に7月に急増した後にピークアウトしたが、足元では新規感染者数・重症者数ともに増加している（図表2-2）。

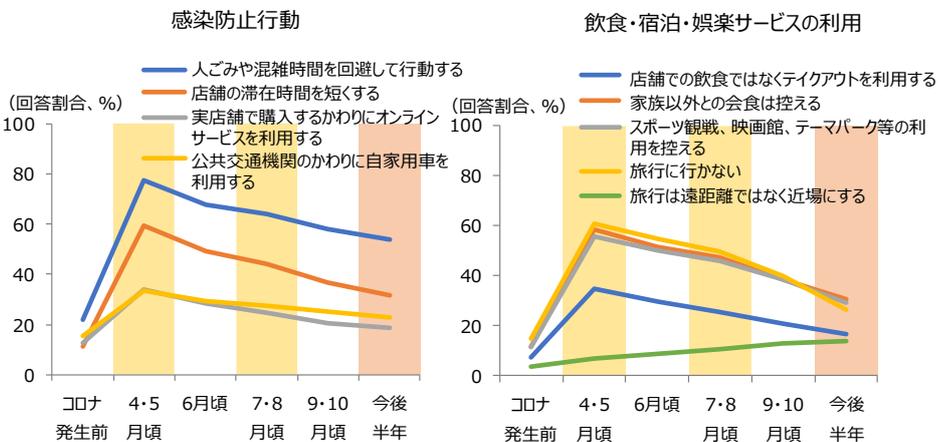
感染が長期化するなかで、生活者の行動に変化がみられる。当社の生活者市場予測システム（mif）を用いた生活者5,000人を対象としたアンケート調査（10月16-19日実施）によると、感染が拡大するなかでも、生活者は感染予防行動を取りながら、外出行動を増やしている（図表2-3）。緊急事態宣言下（4-5月）で自粛していた飲食や宿泊、娯楽サービスの利用は、直近の9月・10月は控える割合が低下している。また、今後半年程度の期間においても同じ傾向である。特に旅行は、「旅行に行かない」割合が低下の一方、「旅行は遠距離ではなく近場にする」割合がコロナ発生前と比較し増加しており、感染が長期化するなかで生活者の旅行に対する意識が変化している。Go To キャンペーン等の需要喚起策の効果に加えて、新型コロナウイルスの感染が長期化するなかで、生活者は感染予防と経済活動を両立させつつあるとみられる。

図表 2-2 新規感染者・重症者数



注：新規感染者数は後方7日移動平均。最新は11月14日時点。
出所：厚生労働省より三菱総合研究所作成

図表 2-3 行動変容（生活者調査）



注：黄色い網掛けは新型コロナウイルスの新規感染者数が増加した時期。赤い網掛けは今後の意向。
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10月16-19日に実施、回答者5,000人）

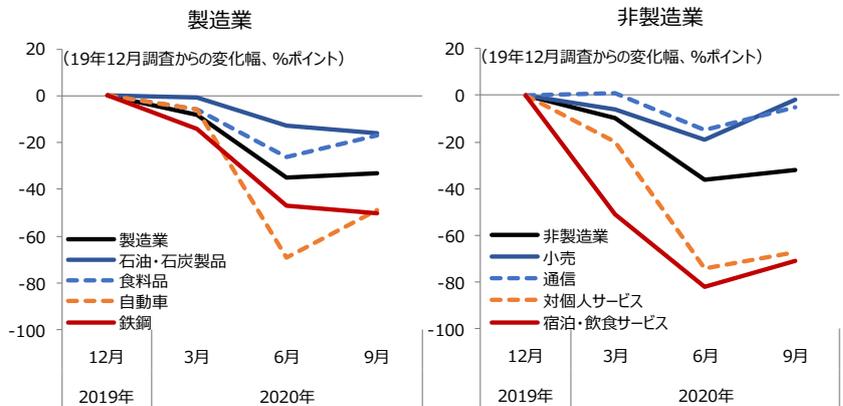
新型コロナの業況への影響にばらつき

日本銀行の短観調査によると、20年9月調査の最近の業況判断（全規模・全産業）は▲28%ポイントと低水準であるが、20年6月調査調査（▲31%ポイント）から持ち直した。一方、業種別では新型コロナの影響度合いや回復にばらつきがある。

製造業では、海外需要の縮小や生産停滞の影響から大きく落ち込んだ自動車や、関連する鉄鋼、生産用機械に大きな影響がある一方、内需関連の食料品は他の製造業と比較すると、落ち込み幅は小さい。

非製造業では、小売や通信の影響は小さく、在宅消費やリモートワーク、企業のデジタル化対応等が業績にプラスの影響を与えたとみられる。一方、緊急事態宣言の影響を大きく受けた、対個人サービスや宿泊・飲食サービスは、緊急事態宣言解除後も営業規制・自粛要請や、消費者の自発的な自粛、新たな生活様式への対応等の構造的な要因により、需要が縮小し、回復が遅れている（図表 2-4）。

図表 2-4 業種別業況判断 DI



注：製造業・非製造業ともに、19年12月調査からの変化幅が大きい上位、下位2業種。出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

政策支援が下支えも、影響長期化で廃業や雇用・所得への悪影響も

企業業績が悪化するなか、政府の給付金・資金繰り支援が企業活動を下支えしている。コロナ前の企業の資金繰り状況（19年）をみると、新型コロナで影響を大きく受けた宿泊業・飲食サービス業では、他産業と比較し手元資金が十分ではなく資金繰りに影響が出る可能性があった（図表 2-5）。日本銀行「金融システムレポート」によると、中小企業の短期資金不足額は、コロナ危機により 3.3 兆円に上昇したが、給付金や資金繰り支援により足元では 0.6 兆円と資金不足は相当程度解消されたと分析されている。すでに、1-9月の政府歳出（一般会計および特別会計）は、合計 184 兆円と、平年（過去3年の平均）を約 48 兆円上回る水準となっている。大規模な政策支援もあり、企業の資金繰り判断 DI は、コロナ危機前と比べると悪化しているが、6月調査から9月調査にかけて一段の悪化は回避された（図表 2-6）。

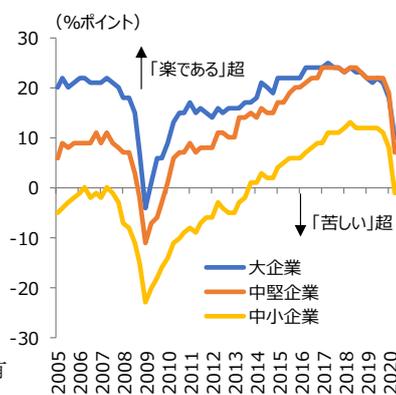
一方、資金繰り不安は相当程度解消も、新型コロナの影響が長期化した場合、廃業を検討する企業が増加する可能性がある。東京商工リサーチの調査によると、コロナ禍の収束が長引いた場合、廃業（すべての事業を閉鎖）を検討する可能性がある企業は、大企業で 1.1%、中小企業で 8.6%、業種別ではその他の生活関連サービス業や道路旅客運送業、飲食店等、外出自粛の影響を受けた業種が上位となっている。また、廃業検討時期は、中小企業で1年以内が4割強となっている（図表 2-7）。新型コロナの影響を大きく受けた業種を中心に、構造的な需要の変化や先行きの不透明感等から事業環境が悪化、廃業を検討する企業が増加した場合、雇用や所得に影響する可能性がある。

図表 2-5 手元資金販管費比率



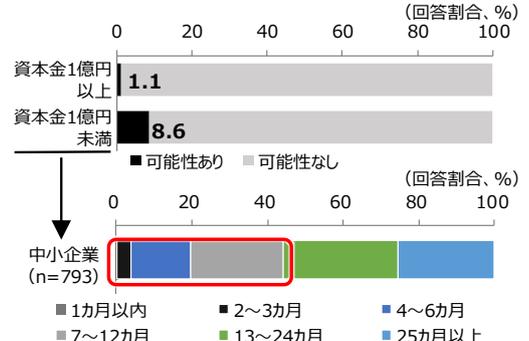
注：全規模。手元資金は現金・預金と有価証券の合計。19年平均。出所：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 資金判断 DI



出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 廃業検討可能性と時期



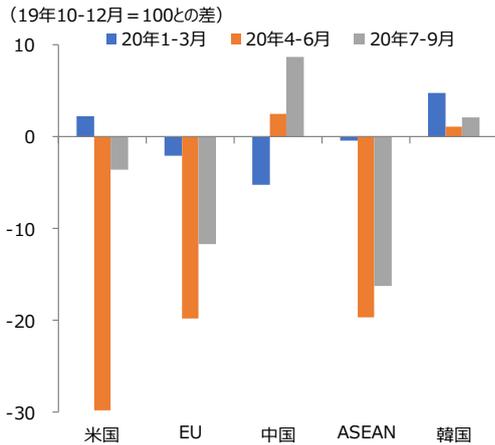
注：廃業検討時期は、コロナ禍の収束が長引いた場合、「廃業」（すべての事業を閉鎖）を検討する可能性「あり」と回答した企業の回答。有効回答 13,085 社。調査時期 20年10月5日~12日。出所：東京商工リサーチ「第9回「新型コロナウイルスに関するアンケート」調査」より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

国内外の需要回復により、輸出・生産は持ち直し

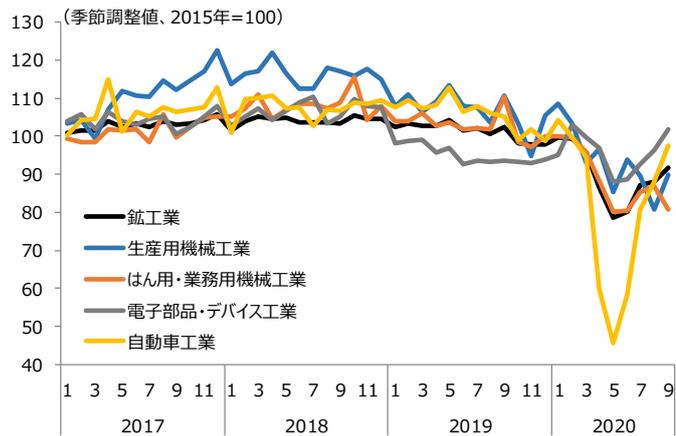
20年7-9月期の輸出は、各国の経済活動の再開や抑制されていた需要の顕現化等の一時的要因により、季調済前期比+9.0%と4-6月期の大幅減から持ち直し、コロナ危機前（19年10-12月期）の水準の約8割まで回復した。財輸出は、他国に比べ経済活動の再開が早かった中国向けがコロナ危機前の水準を上回り、全体を押し上げた。また、米国向けも、ピーク時はコロナ前の水準から3割程度落ち込んだが、減少幅が縮小している（図表2-8）。財別では、前期大幅に落ち込んだ輸送用機器を中心に、幅広い財が持ち直した。一方、輸出に含まれる訪日外国人によるインバウンド消費は需要蒸発が継続している。

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

生産も持ち直した。20年7-9月期の鉱工業生産は、生産活動の再開や内外需の回復を背景に、季調済前期比+8.8%と、コロナ前の水準の9割程度まで回復した。特に、4-6月期に輸出が大幅に減少した自動車工業は、大きく持ち直し7-9月期は同+45.1%の増加（図表2-9）。生産用機械工業なども持ち直した。

輸出・生産の先行きは、回復ペース鈍化を見込む。国内経済は緩やかな回復が見込まれるものの、20年度後半は、冬場の感染拡大ペースの強まりなどから、欧米を中心に世界経済の回復ペースが鈍る可能性が高く、輸出の回復ペースは弱いものにとどまるだろう。なお、RCEPが発効された場合、関税の撤廃や日本企業の海外市場へのアクセス改善により、中長期的には日本の輸出の追い風になるだろう。実質輸出は、20年度▲14.5%、21年度+8.4%、鉱工業生産は、20年度▲11.4%、21年度+6.3%と予測する。

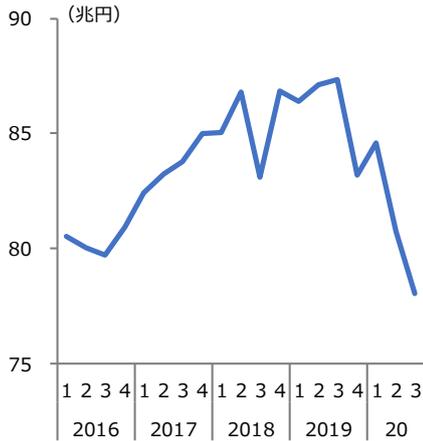
(3) 設備投資の動向

先行きの不透明感を背景に設備投資は慎重化

20年7-9月期の民間企業設備投資は、季調済前期比▲3.4%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（デジタル化対応や自動化・省力化投資、非接触化・オンライン化等の新たな生活様式への対応）は強まっているが、①経営環境の不透明感高まり、②内外需の縮小による生産の抑制、③企業業績悪化による手元資金確保、などから企業の設備投資姿勢は慎重化している。20年9月調査の短観でも、製造業・非製造業ともに設備の過剰感が高まっている（図表2-11）。

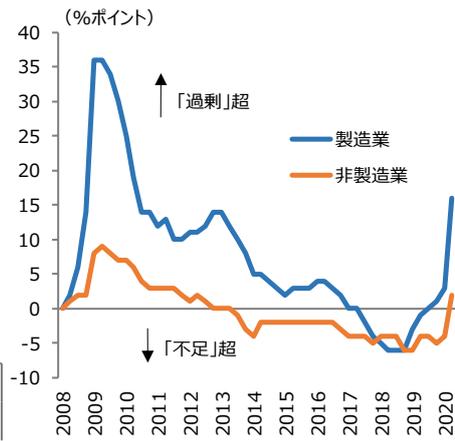
先行きは、コロナ危機による企業業績悪化、キャッシュフローの減少により設備投資の減少を見込む。帝国データバンクの調査（20年9月調査）によると、アンケート回答企業の56.0%が20年度の業績を「減収減益」と予想している。業績の急速な悪化は、設備投資の規模縮小や先送りにつながるだろう。ただし、短期的には設備投資に対する慎重化姿勢は高まっているが、中長期の成長につながる投資ニーズはある。感染拡大前から投資が見込まれていた、5GやCASE（次世代のモビリティサービス）などの投資ニーズはある。また、日本政策投資銀行の調査によると、成長市場開拓に取り組む企業の割合は前年度調査に比べやや減少も、医療やデジタル化関連等の成長市場開拓に向けた取り組みは引き続き行われている（図表2-12）。これらの中長期的な生産性向上や競争力強化につながる投資は引き続き実施される見込みであり、設備投資を下支えするとみる。設備投資は、20年度▲7.6%、21年度+1.5%と予測する。

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 設備の過不足感



注：全規模。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 成長市場開拓の取り組み

業種	分野
製造業	<ul style="list-style-type: none"> 再生医療、ICT材料（化学） ヘルスケア事業、水素ステーション（一般機械） リチウムイオン電池、車載事業、無人搬送車（電気機械）
	<ul style="list-style-type: none"> 次世代モビリティ関係、農業事業（運輸） 店舗環境のデジタル化、電子棚札（卸売・小売） 宇宙ビジネス、e-スポーツ（建設/不動産）

注：成長市場開拓とは、現在の中核事業以外の新たな事業やサービスの展開。
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

(4) 雇用・所得の動向

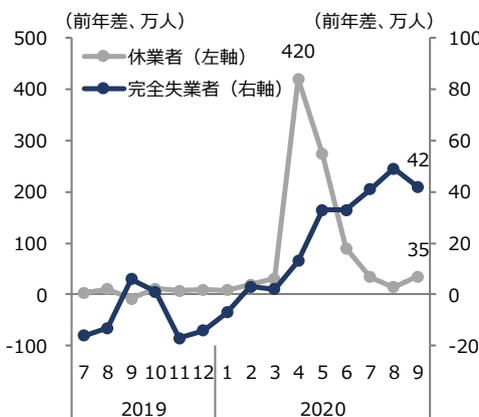
休業者は減少するも、サービス業・非正規雇用中心に失業拡大

経済活動再開も、雇用環境は悪化している。4-5月に急増した休業者数は前年に近い水準にまで戻りつつあるが、一方で、コロナ危機の影響を大きく受けたサービス業、非正規雇用を中心に雇用調整が進行しており、完全失業者が増加傾向にある（図表 2-13）。完全失業率は 18 年以降 2% 台前半と低い水準で推移してきたが、20 年 9 月は 3.0% と徐々にではあるが上昇している。失業理由別では、会社の業績悪化等による「非自発的な離職」の割合が 3 割程度に高まるなか、「自発的な離職」の割合は低下、企業業績悪化の影響が雇用表れている。

就業者数も減少が継続している。20 年 7-9 月期の就業者数は前年同期差▲77 万人と、2 四半期連続で減少した。正規の職員・従業員は情報通信業や金融・保険業等での専門人材需要増加を背景に同+46 万人と増加。コロナ危機で業績が悪化するなかでも、中長期の成長に必要となるデジタル分野等の人材ニーズがあるとみられる。一方、非正規の職員・従業員は同▲125 万人と大きく減少した（図表 2-14）。非正規雇用の割合が高い、宿泊・飲食サービスや娯楽サービス等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。

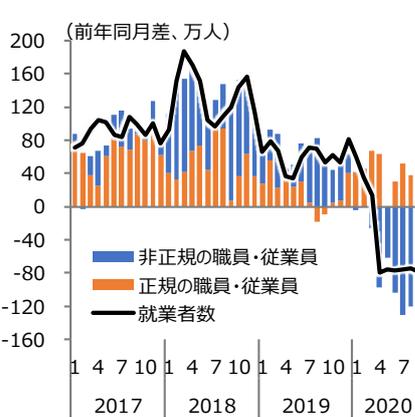
雇用環境の悪化を受け、所得環境でも二極化が続いている。前述の mif 調査では、20 年 4 月以降、継続的にコロナ前（19 年 12 月）からの世帯収入の変化を調査している。世帯収入が減少した世帯は、この間 3 割程度で推移しており、所得悪化の影響は二極化が続いている（図表 2-15）。

図表 2-13 休業者数と失業者数



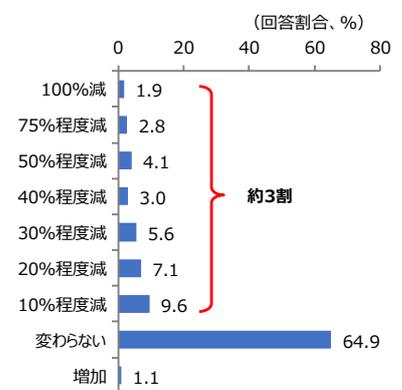
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 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 2-15 世帯収入の変化
(生活者調査)



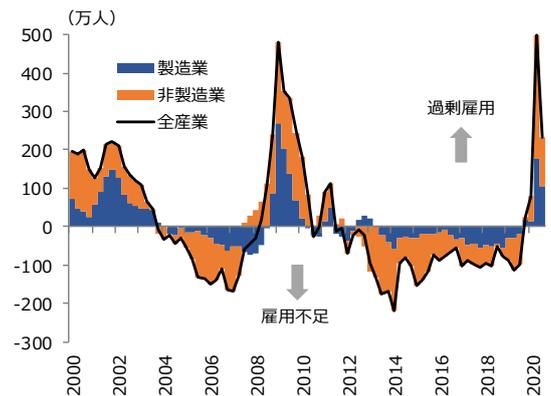
注：感染拡大前（19 年 12 月）からの変化。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（20 年 10 月 16-19 日に実施、回答者 5,000 人）

雇用は依然過剰、調整圧力は時間から雇用へ

非正規雇用を中心に雇用者数が減少するなか、今後も失業者数が増加する可能性がある。企業内で抱えている余剰労働力（企業の雇用保蔵）は、経済活動再開により20年4-6月期に比べ減少も、230万人と依然高水準にある（図表2-16）。休業者は平年並みの水準まで減少してきているが、過剰雇用の背景には、労働時間を調整し労働者数を維持していることがある（図表2-17）。緊急事態宣言の影響を大きく受けたサービス業でも、雇用者数は大きく減少せず、労働時間で調整している。企業は、雇用調整助成金や持続化給付金等の政策支援により、雇用を維持している。しかし、生産やサービス活動がコロナ前の水準まで回復するには時間を要することから、今後は労働時間での調整から、雇用者数での調整にシフトし、完全失業者が増加する可能性がある。

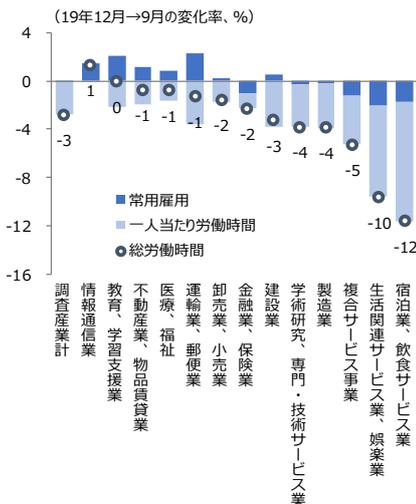
失業者が増加した場合、失業期間が長期化するリスクもある。20年9月の有効求人倍率は、求職者数は増加も求人数の減少により、1.03倍と13年12月以来の水準まで低下、追加的な労働需要は弱まっている。また、労働力調査によると、前月と今月ともに完全失業（失業状態が継続）であった者の数は、世界金融危機時同様、足もとで増加している（図表2-18）。追加的な労働需要が弱いなか、失業状態が長期化する可能性がある。

図表 2-16 企業の雇用保蔵（MRI 推計）



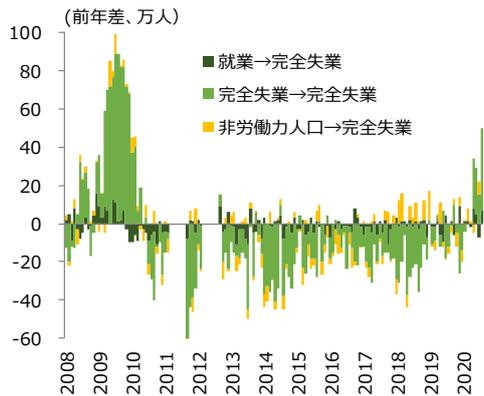
注：実際の雇用者数と生産に見合った最適な雇用者数の差。平成21年度年次経済財政報告における付注1-8を参考に推計。直近は20年7-9月期。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 雇用調整の状況



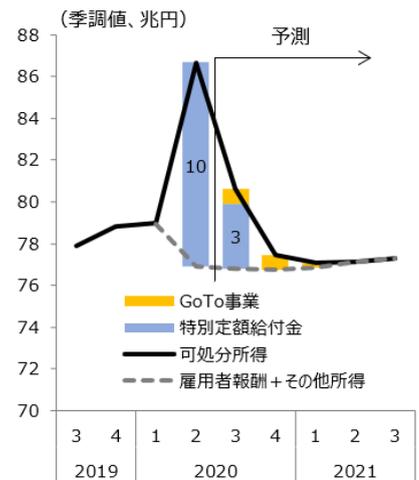
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 前月の就業状態別完全失業者の内訳



注：前月の就業状態から今月の就業状態の変化。東日本大震災の影響から一部欠損あり。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 可処分所得



出所：内閣府、財務省資料より三菱総合研究所作成

雇用・所得環境の回復ペースは極めて弱い見込み

先行きの雇用・所得環境の回復ペースは、極めて弱いものととまる見込み。可処分所得は特別定額給付金をはじめ、GoTo事業（トラベル、イート）のポイント還元策によって実質的に押し上げられてきたが、20年度後半はこれらの押し上げ効果は段階的に剥落する（図表2-19）。今後は、雇用・所得環境の実力ベースでの回復力が試される局面になるが、企業業績の下振れ、かつ先行きの経営環境に対する不透明感が強いなかで、企業は採用や賃上げには慎重にならざるを得ないであろう。雇用調整助成金が20年12月末まで延長されたが、21年入り後も継続されるかは不透明だ。新型コロナの感染拡大長期化が予想されるなかで、需要の回復に時間がかかる業種では、人員削減や賞与カットなど人件費への削減圧力が強まるだろう。名目雇用者報酬は、20年度は前年比▲2.7%、21年度は同+1.1%と予測する。

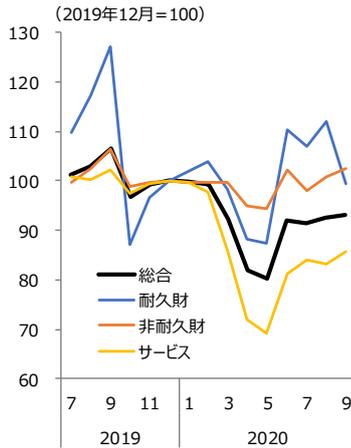
(5) 消費の動向

消費は外出自粛要請で二分化、抑制された需要も持ち直し

20年7-9月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+4.7%と4四半期ぶりに増加した。もっとも、水準は新型コロナウイルスの感染拡大前の9割程度であり、ここ数カ月は横ばい圏内での推移にとどまる(図表2-20)。サービス消費が感染拡大前の8割程度であり、消費全体を押し下げている。

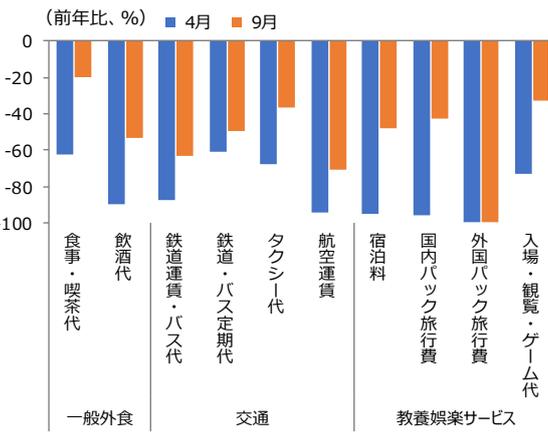
サービス消費のうち、外出自粛の影響を受けやすい品目で大きく落ち込んだ状態が続いている(図表2-21)。特に、鉄道運賃・バス代や航空運賃、外国パック旅行費は4月から9月にかけて減少幅がほとんど改善していない。ただし、食事・喫茶代、宿泊料などGoToイート・トラベルの対象となる一部のサービス消費ではマイナス幅が縮小する動きもみられる。宿泊者数は、依然として前年を大幅に下回っている状況だが、GoToトラベルが開始された7月頃から、日本人宿泊者数が持ち直している。

図表 2-20 消費活動指数



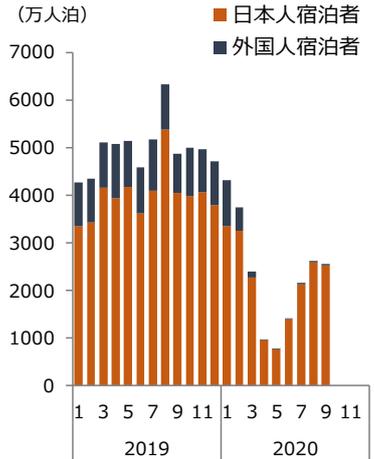
出所：日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 品目別の名目消費支出



出所：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-22 宿泊者数



出所：観光庁「宿泊旅行統計調査」より三菱総合研究所作成

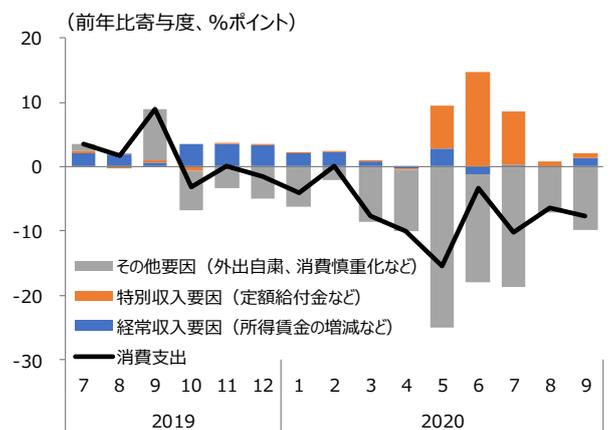
外出自粛が消費を抑制

名目消費支出の変化を、①可処分所得による影響と、②その他の影響(外出自粛や消費慎重化など)に要因分解すると、20年9月にかけては一律10万円の定額給付金の支給を主因に、9月にかけての可処分所得(経常収入+特別収入)が増えているにもかかわらず、外出自粛等の影響を受けて消費が上向いていない(図表2-23)。

一方、外出自粛や消費慎重化などその他の影響は、20年5~7月に比べれば軽減されているものの、9月にかけても依然として消費を8%程度押し下げている。

先行きは上述のように雇用・所得環境の悪化に伴い、家計全体でも可処分所得が減少し、消費の一段の下押し圧力となる可能性がある。また、前述のmif調査(P.14、図表2-3)では、感染防止行動は緩みつつあるものの、コロナ発生前に比べると、感染防止行動を取っている割合は高く、外出などを控えている模様だ。所得補償などによって①の悪影響を緩和したとしても、ワクチン・治療法が確立するまでは、②の影響が一定程度残ることも考えられる。

図表 2-23 名目消費支出の要因分解



注：二人以上の勤労者世帯。可処分所得要因は特別収入を除く。
出所：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

家計の消費に対する慎重姿勢は和らぐも、将来に対する不安や賃金所得の減少が重しに

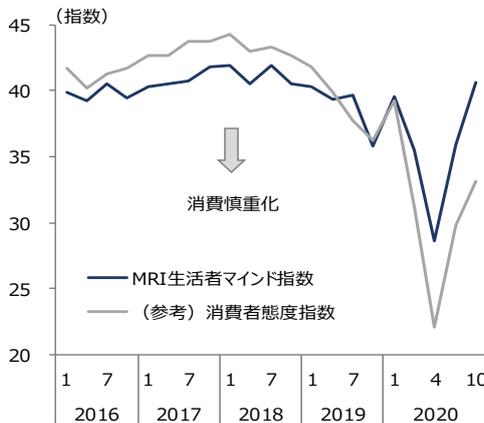
前出のmif調査を用いて作成した「MRI生活者マインド指数」によると、家計の消費に対する姿勢(3カ月前からの変化)は、18年7月調査以来の高水準となり、慎重化度合いは弱まった(図表2-24)。

消費を前向き化させた理由は、在宅勤務の増加を背景に「消費のための余暇時間の増加」の回答割合が最も高い(図表2-25)。また、「魅力的な商品やサービスの増加」や「商品やサービスの価格の低下」

の回答割合が上昇しており、GoTo キャンペーンなど政府施策も消費に対するマインドを後押ししている。一方、「就労による賃金所得の増加」の回答割合は、20年入り後に大きく低下している。

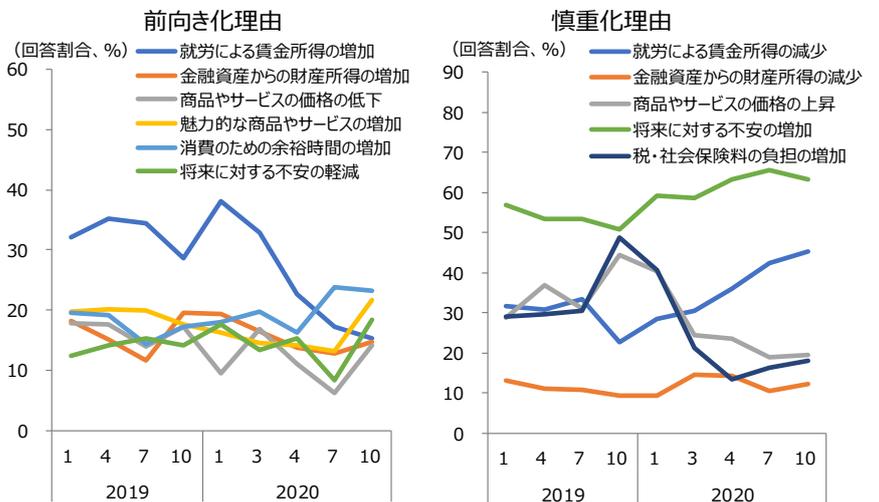
消費を慎重化させた理由でも、「就労による賃金所得の減少」の回答割合の上昇が目立つ。特別定額給付金などにより可処分所得の落ち込みは緩和されても、賃金所得の悪化は消費姿勢の重しになっている模様だ。また、20年入り後に高まった「将来に対する不安の増加」の回答割合も高止まりしており、新型コロナウイルスの感染拡大が将来不安を一段と高め、消費姿勢に悪影響を与えている。

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。
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10月16-19日に実施)

図表 2-25 消費前向き化 / 慎重化の理由 (生活者調査)



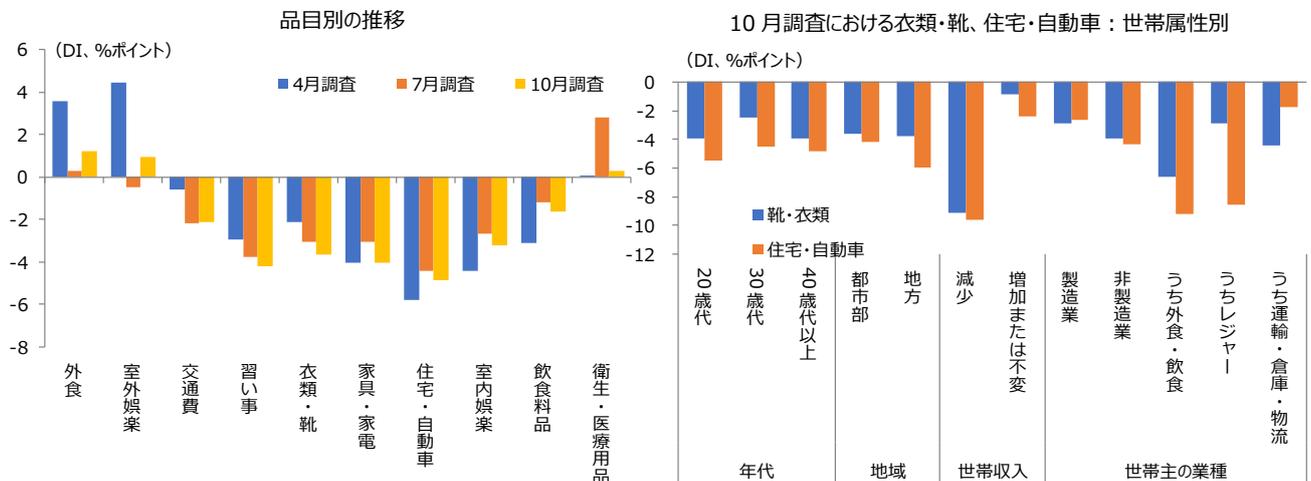
注：消費に対して「前向きになった」「慎重になった」との回答者が対象。複数回答。10月調査の回答割合が10%以上の項目のみ掲載。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は10月16-19日に実施)

感染終息後の消費は、感染拡大前の水準まで回復しない可能性

感染終息後の消費意向は、10月調査はおおむね7月調査と同様の傾向である。品目別にみると、外食や室外娯楽は、感染終息後に19年12月と同程度の水準に戻る見込みだ(図表2-26、左図)。一方、その他の品目は消費を減らす意向が示されており、感染拡大前よりも消費水準が低くなる可能性がある。衣類・靴や住宅・自動車は在宅勤務の増加が影響しているとみられるほか、室内娯楽や家具・家電などは自粛生活に合わせて現在すでに購入したため、将来の購入を減らすことが考えられる(需要の先食い)。

減少幅が非耐久財で最も大きい衣類・靴と、耐久財で最も大きい住宅・自動車の消費意向について、個人属性別にみると、世帯収入が減少している世帯や、世帯主が外食・飲食やレジャーで勤務している世帯で消費を減らす意向が強い(図表2-26、右図)。

図表 2-26 新型コロナウイルス感染終息後の消費意向 (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・家電と住宅・自動車は購入意欲の変化を開いた。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×▲100+「減らす」×▲50+「増やす」×50+「大きく増やす」×100により算出。世帯主の業種別は、回答者が世帯主の人のみ。
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10月16-19日に実施)

消費は持ち直しも、感染拡大や雇用・所得環境の悪化により低水準で推移

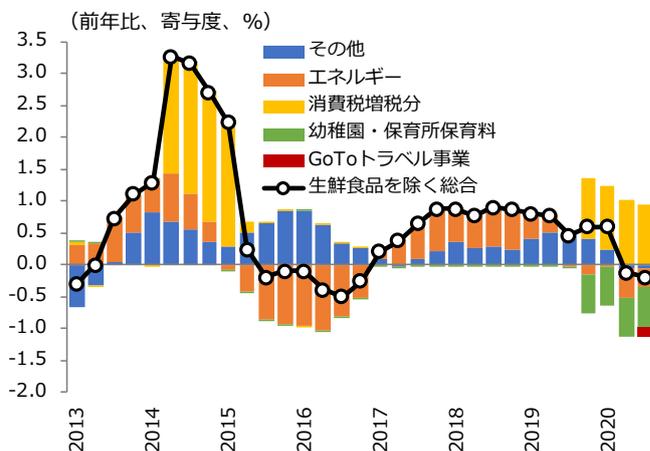
消費は持ち直しの動きもみられるものの、賃金所得の減少や将来不安が家計の消費姿勢の抑制要因となっている。先行きの消費は、需要が落ち込んでいる業種を中心に雇用・所得環境の悪化が見込まれることや、国内で感染者数が増加しており、消費活動の正常化に時間がかかることから、低い伸びにとどまるとみる。実質民間最終消費支出の伸びは、20年度▲6.6%、21年度+3.3%と予測する。

(6) 物価の動向

物価はマイナスに転じる

20年7-9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▲0.2%と、20年4-6月期（同▲0.1%）に続き、2四半期連続のマイナスとなった（図表 2-27）。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。消費税率引き上げと幼児教育・保育無償化、GoTo トラベル事業の影響を除くと、消費者物価上昇率は同▲0.1%となる。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、生鮮食品等の値上がりもあり、消費者が実感する物価は高まっている可能性がある。

図表 2-27 物価上昇率の要因別内訳



注：物価は生鮮食品を除く総合。

出所：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

需給ギャップ・原油安が物価を下押し

先行きは、さらなる物価低下を見込む。内外需環境の悪化を背景に、20年度の需給ギャップは▲6.8%（シナリオ①）から▲7.2%（シナリオ②）まで拡大すると見込まれ、さらなる物価の下振れ要因となる。また、原油安により、20年度の消費者物価は前年比▲0.2%ポイント程度押し下げる影響があるとみる。さらに、教育無償化や GoTo トラベル事業の実施が（①19年10月開始の幼児教育の無償化：前年比▲0.3%ポイント程度押し下げ、②20年4月開始の高等教育無償化：同▲0.2%ポイント程度押し下げ、③20年7月開始の GoTo トラベル事業の実施：同▲0.2%ポイント程度押し下げ）、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▲0.5%、21年度+0.2%と予測する。

(7) まとめ

7-9月期の急回復で20年度のマイナス幅は縮小も、今後の回復ペースは鈍化

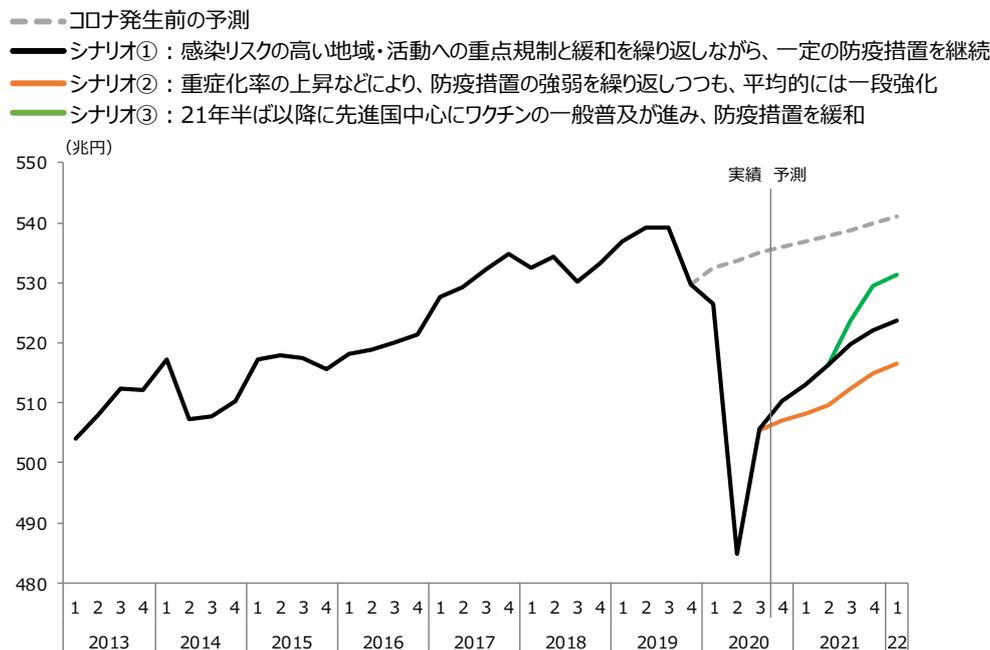
日本経済は、国内外の段階的な経済活動の再開により、緊急事態宣言下の4-5月をボトムに大幅に持ち直した。国内外で感染が拡大しているが、企業・生活者の行動が変容し、コロナ下での経済活動再開が進んでいる。ただし、今後は回復ペースの鈍化を予想する。内需は、経済活動の段階的再開も、サービス業を中心に構造的な要因により回復に時間がかかること、非正規雇用やサービス業を中心に雇用・所得環境が悪化していることから、弱い動きが続くだろう。外需は、海外経済がコロナ前の水準（19年10-12月期）まで回復するのは21年後半を見込んでおり、本格回復には時間を要する。

冬場を中心に防疫措置を強化しつつ、21年末まで一定の防疫措置を継続するシナリオ①（詳細は総論 P.8 参照）のもとで、20年度の実質 GDP 成長率は、前年比▲5.6%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%台前半で推移したとしても、GDP がコロナ前の水準（19年10-12月期）を回復するのは23年以降となろう。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23,000～25,000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 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 2-29 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	***	▲ 5.6	***	3.3	***
内需	0.4	0.4	0.2	0.2	▲ 4.5	▲ 4.6	2.2	2.2
民需	0.3	0.2	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 6.8	▲ 5.2	2.3	1.7
民間最終消費支出	0.1	0.0	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 6.6	▲ 3.7	3.0	1.7
民間住宅投資	▲ 4.9	▲ 0.1	0.6	0.0	▲ 10.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.0
民間企業設備投資	1.8	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 7.6	▲ 1.2	1.5	0.2
民間在庫投資	***	0.0	***	▲ 0.1	***	0.1	***	▲ 0.2
公需	0.8	0.2	2.5	0.6	2.4	0.6	2.0	0.6
政府最終消費支出	0.9	0.2	2.3	0.5	2.2	0.4	1.9	0.4
公的固定資本形成	0.6	0.0	3.3	0.2	2.8	0.1	2.2	0.1
外需（純輸出）	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2	***	▲ 1.0	***	1.1
輸出	1.7	0.3	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 14.5	▲ 2.5	8.4	1.3
輸入	2.5	▲ 0.4	▲ 1.5	0.3	▲ 8.3	1.5	1.0	0.2
名目GDP	0.1	***	0.8	***	▲ 4.6	***	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 2-30 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%	-8.2%	5.0%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.3%
	前期比年率	2.9%	1.6%	0.2%	-7.1%	-2.3%	-28.8%	21.4%	2.1%	2.3%	2.6%	2.7%	1.9%	1.2%
	前年比	0.7%			-5.4%			2.1%						
	前年度比	0.0%			-5.6%			3.3%						

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)			
		2018 実績	2019 実績	2020 予測	2021 予測	2018 実績	2019 実績	2020 予測	2021 予測
名 目	国内総生産(=GDP)	548,120	552,582	527,255	548,593	0.1%	0.8%	▲4.6%	4.0%
	民間最終消費支出	304,785	304,495	285,161	295,635	0.5%	▲0.1%	▲6.3%	3.7%
	民間住宅投資	16,514	16,849	15,129	15,227	▲3.4%	2.0%	▲10.2%	0.6%
	民間設備投資	88,040	88,068	80,973	82,877	2.5%	0.0%	▲8.1%	2.4%
	民間在庫品増加	1,432	978	838	283	***	***	***	***
	政府最終消費支出	108,507	111,607	113,676	116,289	1.0%	2.9%	1.9%	2.3%
	公的固定資本形成	28,222	29,589	30,604	31,669	2.4%	4.8%	3.4%	3.5%
	公的在庫品増加	46	14	99	331	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	574	982	774	6,283	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	100,697	95,112	79,579	87,013	2.5%	▲5.5%	▲16.3%	9.3%
財貨・サービス輸入	100,124	94,130	78,806	80,730	7.2%	▲6.0%	▲16.3%	2.4%	

(単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、%)

実 質	国内総生産(=GDP)	533,441	533,572	503,663	520,503	0.3%	0.0%	▲5.6%	3.3%
	民間最終消費支出	299,124	297,495	277,941	286,257	0.1%	▲0.5%	▲6.6%	3.0%
	民間住宅投資	15,143	15,227	13,646	13,638	▲4.9%	0.6%	▲10.4%	▲0.1%
	民間設備投資	85,744	85,483	79,024	80,242	1.8%	▲0.3%	▲7.6%	1.5%
	民間在庫品増加	1,448	1,037	1,319	408	***	***	***	***
	政府最終消費支出	107,249	109,740	112,125	114,205	0.9%	2.3%	2.2%	1.9%
	公的固定資本形成	26,103	26,956	27,723	28,345	0.6%	3.3%	2.8%	2.2%
	公的在庫品増加	40	25	96	319	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲2,008	▲2,928	▲8,311	▲2,639	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	92,979	90,596	77,467	84,007	1.7%	▲2.6%	▲14.5%	8.4%
財貨・サービス輸入	94,987	93,524	85,779	86,646	2.5%	▲1.5%	▲8.3%	1.0%	

		年度				年度(前年比)			
		2018 実績	2019 実績	2020 予測	2021 予測	2018 実績	2019 実績	2020 予測	2021 予測

指 数	鉱工業生産指数	103.8	100.2	88.8	94.4	0.2%	▲3.4%	▲11.4%	6.3%
	国内企業物価指数	101.5	101.6	100.4	100.8	2.2%	0.1%	▲1.2%	0.4%
	消費者物価指数(生鮮除く総合)	101.2	101.9	101.3	101.5	0.8%	0.6%	▲0.5%	0.2%
	GDPデフレーター	102.8	103.6	104.7	105.4	▲0.2%	0.7%	1.1%	0.7%
	完全失業率	2.4%	2.3%	3.0%	2.8%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数(万戸)	95.3	88.4	81.1	83.4	0.7%	▲7.3%	▲8.2%	2.8%

(単位：10億円、%)

対 外 バ ラ ン ス	経常収支(10億円)	19,592	20,157	15,961	20,902	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲300	326	▲239	5,551	***	***	***	***
	貿易収支	634	775	3,291	8,332	***	***	***	***
	輸出	80,318	75,225	65,216	72,059	2.6%	▲6.3%	▲13.3%	10.5%
	輸入	79,684	74,450	61,925	63,726	8.1%	▲6.6%	▲16.8%	2.9%
	通関収支(10億円)	▲1,609	▲1,291	▲180	4,188	***	***	***	***
通関輸出	80,710	75,880	64,444	70,433	1.9%	▲6.0%	▲15.1%	9.3%	
通関輸入	82,319	77,171	64,624	66,245	7.2%	▲6.3%	▲16.3%	2.5%	

為 替 等	国債10年物利回り	0.06%	-0.10%	0.00%	0.00%	***	***	***	***
	M2	1,008,259	1,034,613	1,091,062	1,135,331	2.7%	2.6%	5.5%	4.1%
	日経平均株価	21,973	21,915	22,886	23,964	4.7%	▲0.3%	4.4%	4.7%
	原油価格(WTI、ドル/バレル)	62.9	54.7	37.7	40.9	17.4%	▲13.1%	▲31.1%	8.6%
	円/ドル レート	110.9	108.8	105.9	105.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.158	1.111	1.152	1.169	***	***	***	***
円/ユーロ レート	128.4	120.9	122.0	122.8	***	***	***	***	

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

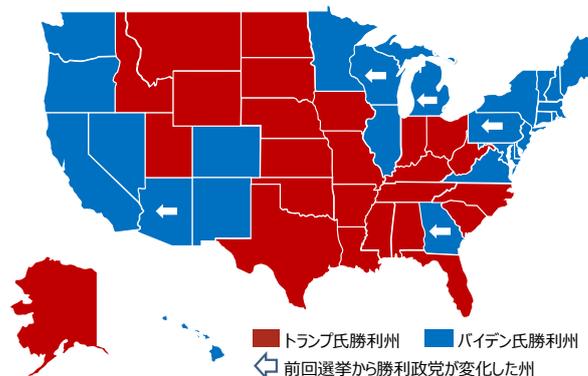
3. 米国経済

米大統領選は、民主党バイデン氏が選挙人の過半数を獲得

11月3日の米大統領選本選は、11月16日時点での選挙人獲得数が、共和党トランプ氏 232 名、民主党バイデン氏 306 名と、バイデン氏が過半数 270 名を獲得した（図表 3-1）。ただし、トランプ氏は敗北宣言を行わず、郵便投票の不正を訴え法廷闘争に持ち込んでいる。同日に行われた連邦議会選は、まだ全議席は確定していないが、共和党が上院で、民主党が下院でそれぞれ多数政党を維持し、「ねじれ議会」状態が継続するとみられる。

今後の大統領選の行方はトランプ氏による法廷闘争の動向次第である。現段階では法廷闘争によって結果が覆る可能性は低いものの、選挙人が確定する 12 月 8 日を過ぎても勝者が確定しない可能性も残されており、大統領選の混乱が長期化することがリスクとなりうる。バイデン氏は政権交代の準備を進めているが、与野党の対立が続く中で経済上・安全保障上の危機が起こった際に迅速な対応が取れなくなる恐れがある。また、現在連邦議会で行われている追加経済対策の協議も滞ることが予想される。

図表 3-1 大統領選の州別結果



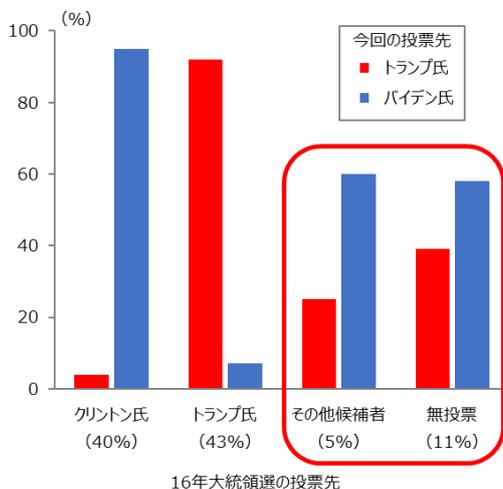
注：11月16日時点。 出所：三菱総合研究所

米国社会の分断が顕在化する一方、歴史的な高投票率がバイデン氏勝利の一因に

今回の大統領選は、郵便投票の大幅な増加による開票作業の遅れもあり、数日間両候補とも過半数を獲得できない状況が続いた。最終的に勝敗を分けたのは、前回トランプ氏勝利の決め手となったラストベルト地域のミシガン州・ウィスコンシン州・ペンシルバニア州をバイデン氏が奪還したことが大きい。また、共和党の牙城・アリゾナ州では、近年民主党支持者の多いカリフォルニア州からの移住者が増加していることもあり、バイデン氏が僅差で勝利を取めた。

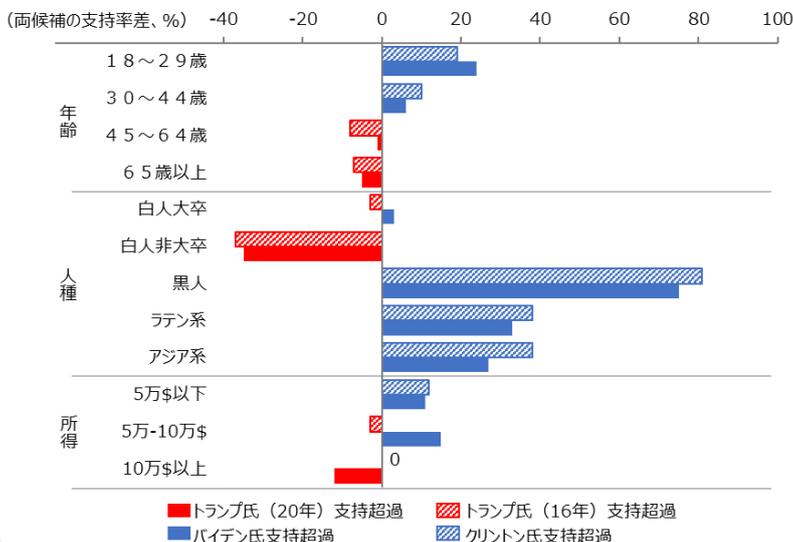
出口調査をみると、前回 16 年選挙と今回で基本的な支持傾向に変化はない（図表 3-2）。前回民主党・共和党候補者に投票した有権者の多くは、今回も同じ党の候補者に投票しており、有権者の政治的主義が二分化されていることを示している。一方で前回別の候補者に投票した、あるいは投票に行かなかった有権者では、バイデン氏に投票した割合が高い。新型コロナによって郵便投票が増えたこともあり、選挙妨害にあう確率の高いマイノリティ層や若者など、従来選挙に行かなかった（行けなかった）層がバイデン氏に投票した可能性がある。全体の投票率は 120 年ぶりの高水準であり、今回の選挙への関心の高まりが、バイデン氏勝利の一因となったとみられる。

図表 3-2 16 年大統領選投票先別の今回の投票先



注：（ ）内は 20 年の有権者に占める割合。11 月 10 日時点
 出所：CNN 出口調査より三菱総合研究所作成

図表 3-3 年齢・人種・所得別の投票先 (前回 16 年と今回の比較)



注：11月10日時点。出所：CNN 出口調査より三菱総合研究所作成

年齢別では、新型コロナの重症化リスクが高い中・高齢層でトランプ氏支持がやや減少した（図表 3-3）。新型コロナを軽視するトランプ氏の姿勢に反発したことが一因であろう。

人種別では、白人卒業者がバイデン氏支持に転じた一方で、依然有色人種は民主党候補者を支持する傾向があるものの、トランプ氏は 16 年時に比べて有色人種の票を伸ばしている。米国経済は新型コロナ危機までトランプ減税や規制緩和によって好景気を実現しており、有色人種労働者も少なからず恩恵を受けていた。例えば、黒人労働者の失業率 5.9%（19 年 12 月時点）は、統計が残る 1972 年以来最も低い水準であった。また、南米からのラテン系移民は出生国の独裁政権の記憶から社会主義への警戒感が強く、民主党の「大きな政府」政策を忌避したことも一因として指摘されている。実際、ラテン系移民の多いフロリダ州ではトランプ氏が勝利を収めている。

所得別では、トランプ氏が高所得層の支持を伸ばす一方で、前回トランプ氏勝利の一因となった中間層の支持を落としている。トランプ氏の経済政策は高所得層の恩恵が大きく、失望した中間層が「格差是正」を掲げるバイデン氏の支持に転換した可能性がある。

なお、今年は郵便投票の増加により、出口調査のサンプルに偏りがある可能性があることには留意が必要である。

バイデン氏が勝利すれば大幅な政策転換

バイデン氏が勝利した場合、トランプ政権から大きな政策方針転換が予想される。バイデン氏は「より良い復興（Build Back Better）」と「格差是正」の二つを軸に、「新型コロナ対策」「経済再生」「人種間の不平等是正」「環境」の 4 つを優先課題として掲げ政権準備を進めている（図表 3-4）。

経済政策では、トランプ政権が法人税や所得税の大規模減税により景気拡大を図ったのに対し、バイデン氏は富裕層（所得税最高税率引き上げ・キャピタルゲイン課税）や企業（法人税・海外生産懲罰税）への課税を強化し、それを財源に製造業や環境インフラへ大規模な投資を行うとしている。

環境政策では、トランプ政権は従来型エネルギーを重視し、規制緩和によって国内シェール・石炭産業を支援したのに対し、バイデン氏はパリ協定に復帰し、再生可能エネルギーを推進する模様だ。

通商政策では、党派に依らず対中感情が悪化しているため、厳しい対中姿勢は維持されるとみられる。ただしバイデン氏は関税による貿易戦争を批判しているほか、ウイグル自治区や香港など人権問題を重視するようになり、日欧など同盟国と協調した対中包囲網を構築するなど、対立軸やアプローチ方法は変化するだろう。TPP 再加入は党内の反対も強いほか、まずは内政問題に注力するとしているため、優先度は低いと考えられる。

ただし、バイデン氏の政権運営は厳しいものになると思われる。予算・人事権を握る上院で共和党が過半数を維持すると見られることから、バイデン氏の掲げる増税や大規模な財政出動は当初の規模では実現が困難だろう。また、同じ民主党内でもバイデン氏ら中道派と左派が掲げる政策では、一部政策に大きな隔たりがある。円滑な政権運営には存在感を増す左派の協力が欠かせず、共和党と民主党左派との間で板挟みになることが懸念される。例えば環境政策では、民主党内左派はフラッキング（シェール採掘手法）全面禁止や炭素税導入などへの厳しい規制を求める一方、共和党は国内の従来型エネルギー産業を経済・安全保障上不可欠だと主張している。また、今回の大統領選では米国社会の分断が再確認される結果となったことから、国民半数のトランプ氏支持者にも配慮が必要であろう。出口調査ではバイデン氏支持者が新型コロナ対策と人種差別を重視しているのに対し、トランプ氏支持者は経済、法と秩序を重視しており、求める政策は大きく異なる。バイデン氏が勝利宣言の中で繰り返し訴えた「米国社会の融和」を実現できるかが注目される。

図表 3-4 バイデン氏の主要公約と米国経済への影響

項目	バイデン氏の公約	短期的影響
経済政策	・新型コロナ対策では科学者を信頼 ・感染抑制と経済再開を両立	△防疫措置強化の可能性 ○感染収まれば早期回復
	・富裕層への課税強化 （所得税最高税率引上げ、キャピタルゲイン課税など） ・低所得層への税額控除、最低賃金引上げ	△株式市場動揺懸念 ×高所得層の内需縮小 ○歳入増加
	・製造業に4年間で7千億ドルの投資 ・環境インフラに4年間で2兆ドルの投資 ・企業への課税強化 （法人増税、海外生産への懲罰課税）	○製造業などで雇用創出 ×企業景況感悪化
移民政策	・移民制度の現代化 （市民権付与拡大、農業不法移民合法化など）	○労働力増加
通商政策	・中国への懲罰的な関税導入には反対も、 ダンピングや為替操作には厳しい是正措置を示唆 ・TPPは再加入は明言せず、国内の事柄を最優先	・短期的には影響小
環境政策	・パリ協定への復帰、50年までに温室効果ガス0 ・フラッキング禁止は連邦公有地内のみ	△従来型エネルギー産業に打撃

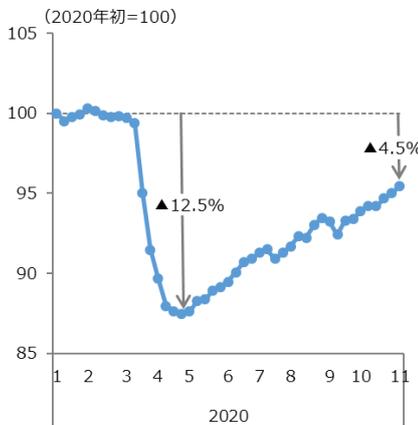
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

20年7-9月期は持ち直しも、今後の回復ペースは鈍化

米国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+33.1%と、過去最大の落ち込み幅となった4-6月期(同▲31.4%)から持ち直し、実質GDPの水準はコロナ前(19年末)の97%まで戻した。背景には、ロックダウンが実施された4月を底に防疫措置や活動自粛が緩和され、経済活動が持ち直したこと(図表3-5)、連邦政府の経済対策が景気回復を下支えしたことがあげられる。

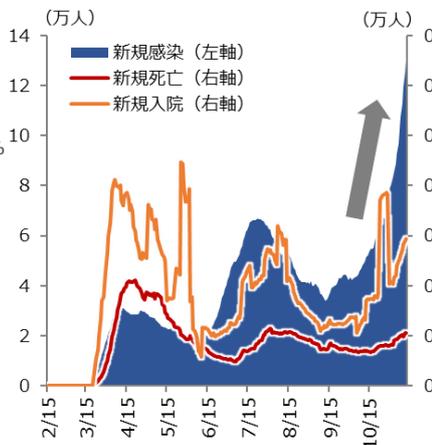
しかし、10-12月期以降は、米国経済の回復ペース鈍化が予想される。その背景の1つは、新型コロナウイルスの感染拡大継続である。9月以降新規感染者数が急増し過去最高を更新するなど、全米の広範囲で感染拡大が続いているうえ(図表3-6)、冬にかけてさらなる感染拡大が懸念される。NY市が10月から一部区域に限定して再ロックダウンを行うなど、防疫措置を委ねられた各州政府は、全面的な経済活動の抑制は避け、部分的な防疫措置によって感染拡大抑制と経済活動の両立を図っている。ただし、共和党知事の州を中心に、防疫措置が緩い州では人口当たりの新規感染者数が多い傾向にある(図表3-7)。来年1月までのワクチン実用化に向けて、連邦政府主導のもと大規模なワクチン開発計画「ワープスピード計画」が行われたが、9月にピュー・リサーチ・センターが実施した調査では、米国成人の約半数が副作用の懸念などを理由に「すぐにはワクチンを接種しない」と回答しており、有効な治療薬・ワクチンの普及が進み、感染が終息するには時間を要する。

図表 3-5 米国の経済活動水準



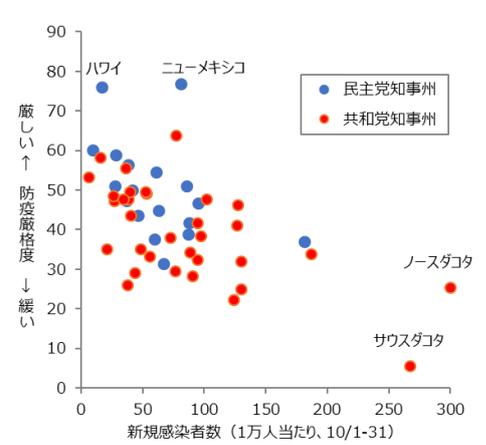
注：直近は11月7日。
出所：NY Fed, Weekly Economic Index
より三菱総合研究所作成

図表 3-6 米国の感染状況



注：直近は11月12日、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

図表 3-7 州別感染者数・防疫措置



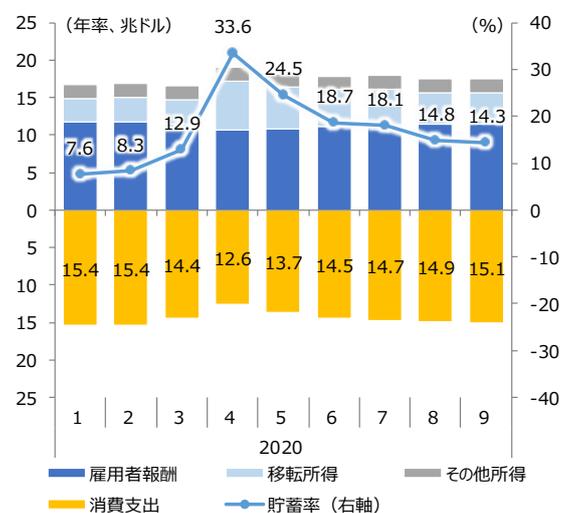
注：防疫厳格度は (Stringency Indices) 学校閉鎖など、政府による活動制限を指数化したもの (10/1時点)。
出所：CDC, OxCGR, Census より三菱総合研究所作成

経済政策の段階的な縮小が景気回復の妨げに

今後の回復ペース鈍化のもう1つの要因は、各種経済対策の段階的な縮小である。3月末に成立した、連邦政府による3兆ドル規模の経済対策(CARES法)が、コロナ危機からの経済回復を下支えしてきた。現金給付や週600ドルの失業給付増額など、移転所得の増加によって貯蓄率は4月に33.6%まで高まり(図表3-8)、経済活動再開とともに消費回復につながったほか、中小企業の給与支払いを肩代わりする給与保護プログラム(PPP)なども雇用維持に寄与していた。

ところが7月末に失業給付特例が失効したのを皮切りに、給与保護プログラムの新規申請受付停止(8月初旬)、航空業界支援終了(9月末)など、主要支援策がすでに失効、あるいは年末にかけて失効する予定である(図表3-9)。雇用・所得環境の回復が道半ばの状況で、各種支援策が縮小・失効すれば、消費への悪影響は免れないだろう。

図表 3-8 家計所得・収支



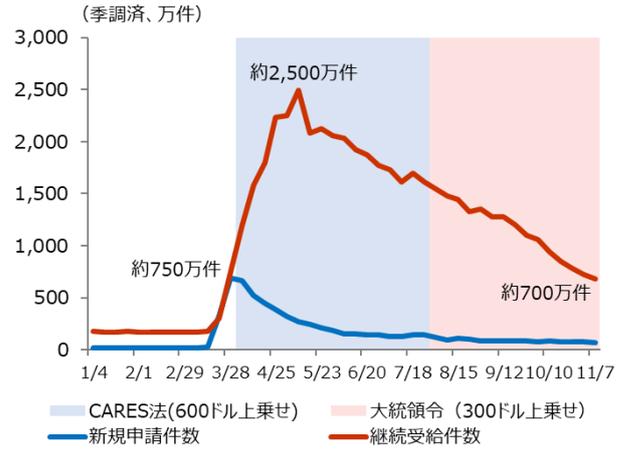
出所：米国財務省より三菱総合研究所作成

図表 3-9 主要経済対策期限

	20年												21年
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月			
失業給付特例	● 終了							○ 財源尽き次第終了					
給与保護プログラム (PPP)	○ 延長		● 新規受付終了						○ 終了予定				
航空業界支援	● 終了							○ 終了予定					
住居立ち退き猶予措置	● 終了				○ 終了				○ 終了予定				
学生ローン救済措置	● 終了							○ 終了予定					

注：大統領令の執行は9月以降だが、失業給付は8月に遡って受給可能。
9月以降の住居立ち退き猶予措置はCDC権限を利用
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 3-10 失業保険申請数



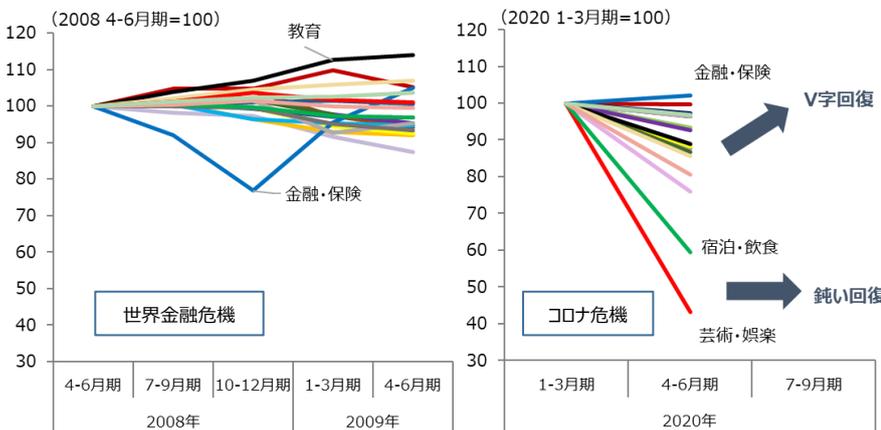
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

これら支援策を継続するための追加経済対策の協議は、議会で繰り返し行われてきたが、予算規模で与野党が対立したのに加え、大統領選を控えるなかで互いに妥協が難しく、大統領選前に合意に至ることができなかった。また、大統領選後の混乱、トランプ政権のレームダック化を考慮すると、来年1月の新議会招集まで合意に至らないことも考えられる。このうち失業給付の増額は、8月に上乗せ額を週300ドルに減額したうえで延長する大統領令が発動されたが、未だに失業保険受給者が多いなかで給付額が減額となったうえ（図表3-10）、延長分の財源も枯渇しつつある。受給期間は6か月から9か月に延長されているが、感染拡大初期に受給を開始した失業者は年末にかけて給付が切れることになる。また、政府支援が切れた大手航空会社は数万人規模のリストラ計画を発表するなど、年末にかけて「財政の崖」による景気下押しが懸念される。

新型コロナは従来から米国に内在する経済格差をさらに拡大

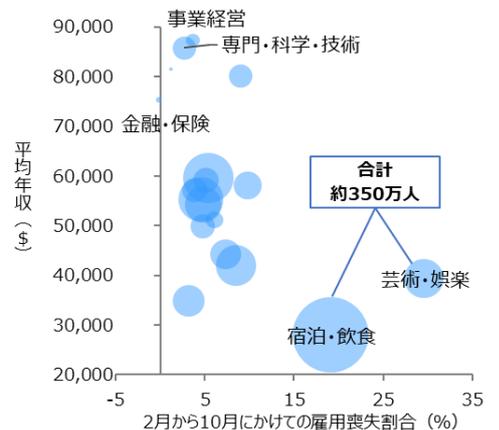
新型コロナの影響は、産業や労働者の属性によって不均等に及んでいる。08年の世界金融危機時には、金融・保険業界が一時的に大きなダメージを受けたが、それ以外の産業ではさほど差がみられなかった。しかし、コロナ危機では宿泊・飲食、芸術・娯楽など、一部の業界が大きなダメージを受け、未だに回復が進まない一方で、金融・保険など、影響が限定的もしくは逆に需要が増加した業界もあり、「K字回復」の様相を呈している（図表3-11）。その結果、もとより平均年収が相対的に低かった宿泊・飲食、芸術・娯楽ではコロナ発生以前と比べて未だに20%以上、約350万人分の雇用が喪失した状態だ（図表3-12）。さらに、人種ごとの失業率をみると、10月時点で黒人（10.8%）、ラテン系（8.8%）は、白人（6.0%）に比べ高止まりしており、その差はコロナ前（20年1月：同6.0%、4.3%、3.1%）より拡大している。ウィズコロナの長期化により、雇用の一部は構造的に減少すると予想されているなかで、必要な政策支援が失効した状態では、従来から米国社会に存在した経済格差をさらに広げる可能性がある。

図表 3-11 産業別 GDP



注：農林水産業・鉱業を除く NAICS 産業。
出所：米国財務省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 産業別雇用影響



注：円の大きさは喪失（増加）雇用者数を示す。
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

適度な経済対策により、民間主導の経済成長を促すことが重要

以上を踏まえると、新型コロナで大きな影響を受けた産業・個人に対するセーフティネットとしての経済支援は早急かつ継続的に実施される必要があるだろう。ただし、過剰な支援は逆に成長を阻害する。例えば週 600 ドルの失業給付増額によって、低中所得層の失業後所得が失業前所得を上回り、就労インセンティブを阻害したとの指摘もある。また、IMF の推計では、大規模経済対策や新型コロナによる税込減によって、連邦債務は 19 年の GDP 比 84.0% から、20 年は同 106.8% にまで拡大する見通しだ。

雇用が回復しつつある現状を踏まえると、追加対策では給付額を見直すことも必要になるだろう。米国企業は日欧に比べて雇用保蔵が少ないため、産業構造変化に強いという特長がある。IT 企業などを中心に新型コロナの感染拡大下で成長した米国企業も多いことから、そうした業界・企業へ円滑な雇用シフトを促すことが重要だ。

先行きは緩やかな回復が続く、コロナ前の水準回復は 22 年後半に

米国経済は、緩やかな回復が続くと見込む。7-9 月期に予想以上の景気回復を実現したことから、20 年の米国経済の実質 GDP 成長率は、前年比▲3.6%と前回 8 月見通しから上方修正した。一方で回復ペースの鈍化により、21 年は同+2.4%と下方修正する。米国経済がコロナ前（19 年末）の水準を回復するのは 22 年後半になると予想される（図表 3-13）。

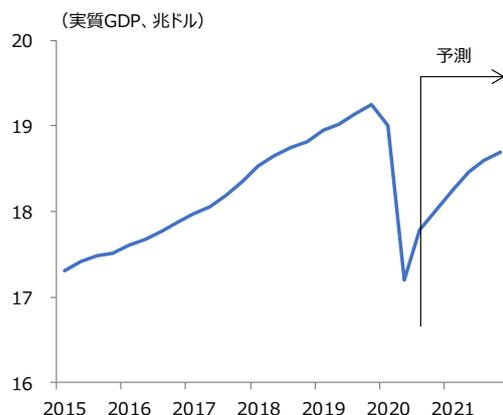
なお、米国経済の先行きは新型コロナの感染状況に加え、新政権の政策運営にも左右される。議会のねじれ状態が続くなかで、大胆な改革は難しいとみられる。本見通しでは 22 年までに現在の税率が維持される前提のもとで予測を行った。また、追加経済対策は考慮していない。

金融政策の先行きは、FRB が 9 月に「平均 2%インフレ目標」を導入し、2%を超えるインフレをある程度許容し、低金利を続けることをコミットしたことから、FF レート誘導水準は少なくとも 23 年末までは現在の 0%~0.25%に据え置かれるものと予想する。

図表 3-13 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	▲3.6	2.4
個人消費	3.0	2.6	▲4.3	2.9
設備投資	6.4	2.1	▲4.0	3.2
住宅投資	▲1.5	▲1.6	5.0	4.3
在庫投資寄与度	0.1	0.1	▲0.8	0.5
政府支出	1.7	2.3	1.6	1.0
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.2	0.3	▲0.6
輸出等	3.0	▲0.0	▲13.0	4.3
輸入等<控除>	4.4	1.0	▲11.2	6.8
FFレート誘導水準(年末)	2.25-2.5	1.5-1.75	0.0-0.25	0.0-0.25
失業率	3.9	3.7	8.2	5.3

出所：実績は米国商務省、予測は三菱総合研究所

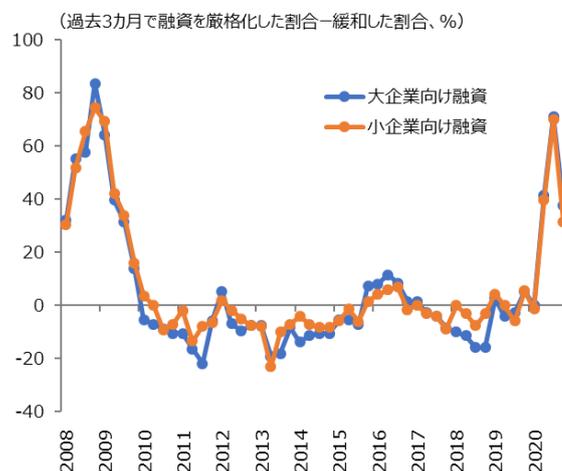


出所：実績は米国商務省、予測は三菱総合研究所

米国発の金融危機への発展に引き続き警戒が必要

新型コロナ前から歴史的な低金利を背景に、米国金融市場ではリスクオン傾向が進んでいた。例えばレバレッジドローンや貸出担保証券（CLO）など高格付け債に組み替えられて、世界中の投資家に保有されていた。しかし、今回のコロナ危機を受けて、一時銀行の融資姿勢は世界金融危機時と同程度まで厳格化した（図表 3-14）ほか、低格付け社債のクレジットスプレッドはコロナ危機で一時的に拡大した。現在は FRB の金融政策効果により、BBB 債ではコロナ前以下の水準まで縮小するなど、金融市場は落ち着いているものの、今後ウィズコロナ長期化で企業業績悪化・デフォルトが起これば、政策で支え切れず、金融機関やファンドの破綻を通じて、ソルベンシーリスクへの警戒から株式市場の暴落にもつながりかねない。

図表 3-14 金融機関の融資姿勢



出所：FRB “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”より三菱総合研究所作成

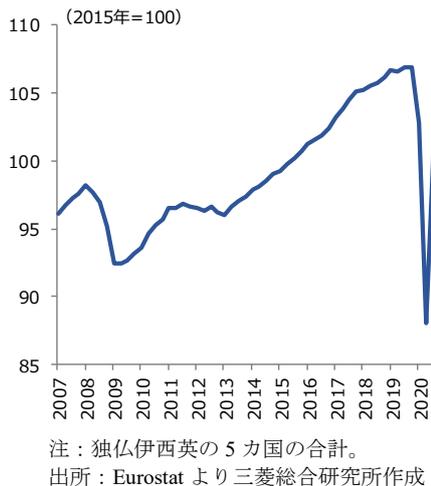
4. 欧州経済

20年7-9月期のGDPはプラス成長も、感染拡大前を6%程度下回る水準

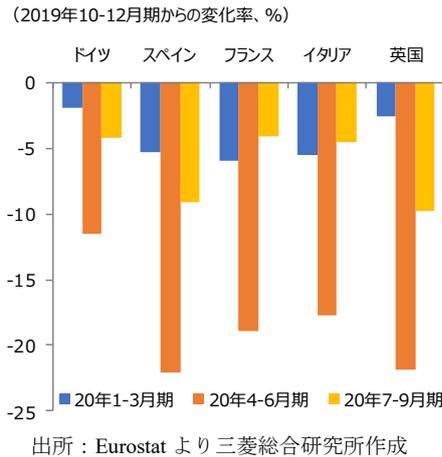
20年7-9月期の欧州主要5カ国の実質GDP成長率は、季調済前期比+14.0%と大幅なプラス成長となった(図表4-1)。新型コロナウイルスの感染拡大ペースが一旦落ち着き、夏にかけて経済活動の抑制度合いが緩和されたことが、GDPの持ち直しにつながった。

もっとも、水準で見ると、感染拡大前(19年10-12月期)に比べて4~10%程度低い水準にとどまっている(図表4-2)。また、8月以降は、南欧を中心に欧州各国で感染拡大ペースが再び加速しており(図表4-3)、英国やフランスではロックダウンを再導入するなど、各国政府は再び行動制限の強化を余儀なくされている(図表4-4)。市民の外出行動も平時からの抑制度合いが一段と強まっており(図表4-5)、10-12月期の実質GDPは前期からほぼ横ばいにとどまると予想される。

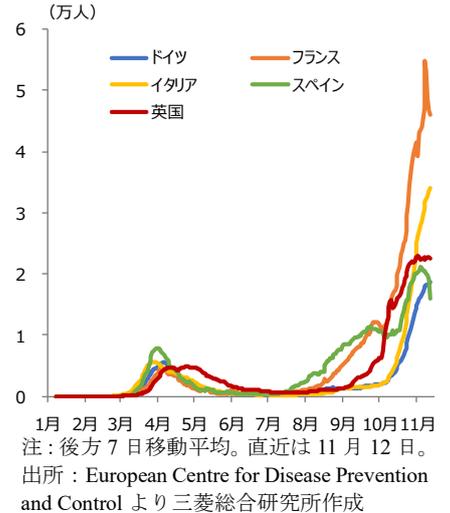
図表4-1 実質GDP



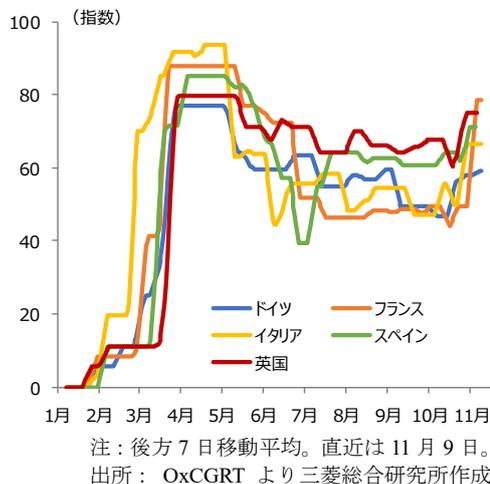
図表4-2 欧州主要国の実質GDP



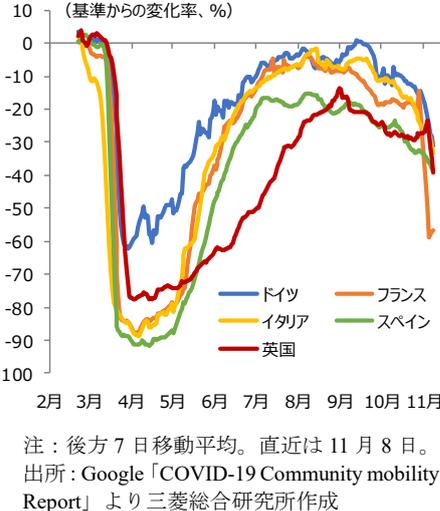
図表4-3 新規感染者数



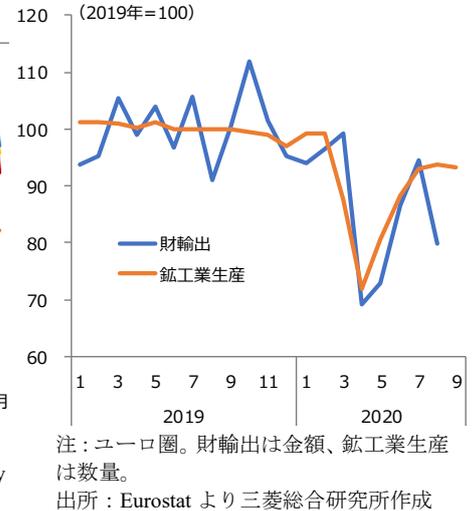
図表4-4 政府による行動制限指数



図表4-5 外出行動(小売・娯楽)



図表4-6 輸出・生産



企業活動は悪化した状態が継続

ユーロ圏の企業活動は4月を底に持ち直しに転じているが、19年に比べて落ち込んだ状態が続いている(図表4-6)。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。域内向け企業活動においても、サービス業を中心に外出自粛による消費の落ち込みが重しとなっている(後述)。内外需の落ち込みにより、9月の生産は19年平均の9割強となっている。

先行きの輸出・生産・企業活動は、21年にかけて感染流行中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。

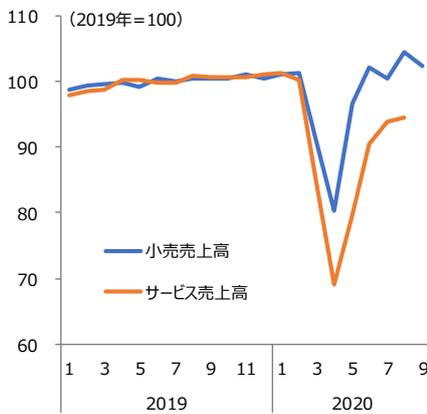
消費も弱い動きが継続、雇用削減が今後の重しに

消費は持ち直し傾向にあるが、財とサービスではその度合いに差が出てきている(図表4-7)。小売

上数量は 19 年平均の水準をやや上回る水準まで回復している。一方、政府による外出制限や市民の外出自粛が一定程度残るなか、7月のサービス売上高は依然として 19 年平均より 5%程度低い。

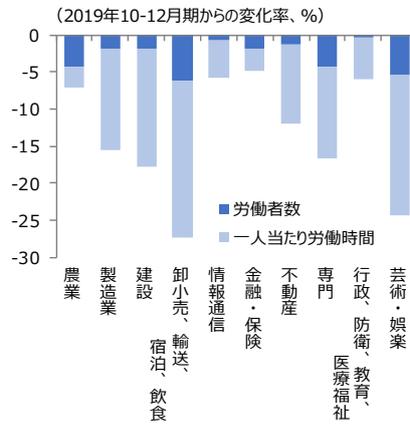
先行きの消費は、横ばい圏内での推移を見込む。再び感染者数の増加ペースが高まっており、感染回避のため消費は一定程度抑制されるだろう。また、雇用・所得環境の悪化による家計の購買力低下も消費の重しとなろう。政府による雇用維持策が実施されているものの、失業者数は増加しつつある。これまでは労働時間の調整が先行していたが、今後は雇用削減の動きが進む可能性があり（図表 4-8）、消費の抑制要因となることが予想される。

図表 4-7 小売・サービス売上高



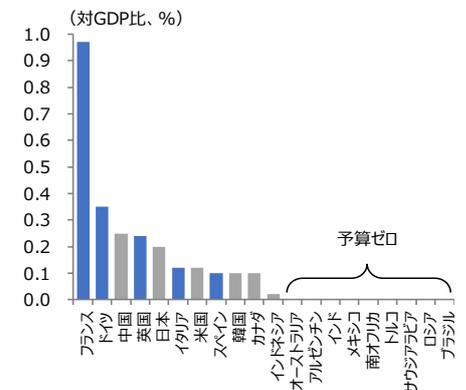
注：ユーロ圏。小売売上高は数量、サービス売上高は金額。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-8 総労働時間



注：ユーロ圏。20 年 4-6 月期。
出所：ECB より三菱総合研究所作成

図表 4-9 G20 参加国におけるコロナ対策での気候変動防止策の関連予算



出所：IMF 「Fiscal Monitor Report October 2020」より三菱総合研究所作成

英国、合意なしのまま EU 離脱の移行期間が終了する可能性が再び高まる

英国のジョンソン政権は 9 月上旬、EU と結んだ離脱協定（北アイルランドは EU の通関ルールに従うなど）を逸脱する内容を含む英国国内法案（北アイルランドと英国の通関ルールを英国が決められるなど）を下院に提出。9 月下旬に下院で可決された。

これに対して EU は反発。英国と EU との貿易協定交渉は停滞している。英国の EU 離脱の移行期間は 20 年 12 月末までである。貿易協定の発効には各国議会での承認が必要なため、21 年初の発効のためには遅くとも 11 月中旬までには英国と EU の間で貿易協定に合意する必要がある。仮に合意できない場合には、21 年初以降に EU と英国の間に関税が復活し、双方に経済的下押し圧力がかけられかねない。

欧州諸国、気候変動防止に向けて行動を加速

欧州諸国は、気候変動の防止に向けて行動を加速させている。新型コロナウイルス対策の 1 つとして、フランス、ドイツ、英国を中心に欧州諸国は、効率のより高い自動車購入へのインセンティブ付与や地球温暖化の阻止につながる投資への貸出、補助金の拡大など気候変動防止策に多くの予算を設定している（図表 4-9）。また、EU 各国は 20 年 7 月、コロナ危機の復興に向けた基金の創設に合意したが、その財源として、温暖化ガスの排出が多い輸入品に対して関税をかける国境炭素税の検討を進めている。今後、対象となる輸入品など詳細が決まってくるとみられる。

21 年にかけて、欧州主要 5 カ国経済は弱い動き

欧州主要 5 カ国経済は、上述の通り、8 月以降に新規感染者数の増加ペースが再び強まっているほか、雇用・所得環境も悪化しており、21 年にかけて内外需ともに弱い動きとなろう。冬場を中心に防疫措置を強化しつつ、21 年末まで一定の防疫措置を継続するシナリオ①（詳細は総論 P.8 参照）のもとで、7-9 月期実績の上振れと 10-12 月期の伸びの下方修正から 20 年の実質 GDP 成長率は前年比▲8.8%、21 年は同+4.6%と予測する。22 年以降、潜在成長率を上回る成長（前年比+2%程度）となったとしても、コロナ前のピークにまで回復するのは 23 年以降となる見込みだ。

最大の下振れリスクは、新型コロナによるロックダウンの長期化

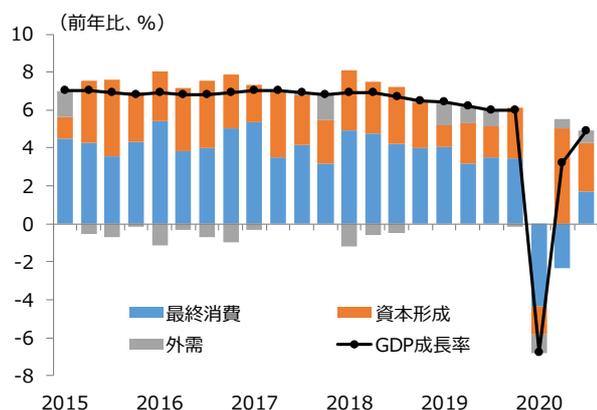
先行きの下振れリスクは、第 1 に、ロックダウンの長期化だ。雇用・所得環境が悪化、企業倒産も増加する。家計の購買力の低下や、不良債権の増加による銀行の貸出機能の低下によって、感染終息後のユーロ圏域内外で需要の持ち直しが抑制されかねない。第 2 に、EU・英国間の通商交渉の決裂がある。移行期間が延長されず、かつ 20 年末までに通商交渉が妥結できなければ、21 年以降の EU と英国の貿易は WTO ルール下になり関税が復活するなど、経済活動に混乱が生じかねない。

5. 中国経済

投資主導で2四半期連続のプラス成長、コロナ前の水準をすでに回復

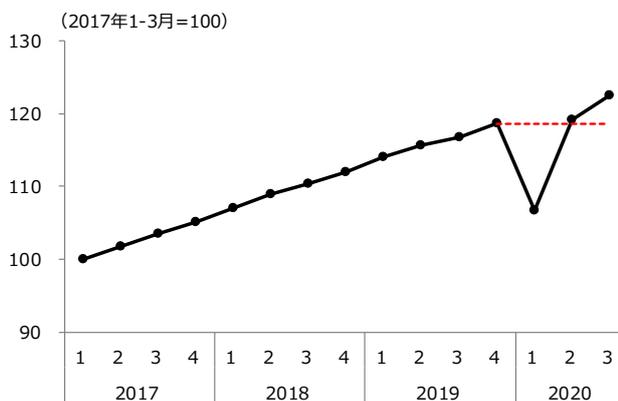
20年7-9月期のGDP成長率は前年比で+4.9%と、4-6月期の同+3.2%から成長が加速、2四半期連続のプラス成長となった(図表5-1)。需要項目別でみると、投資が引き続き経済成長をけん引しているほか、最終消費が3四半期ぶりにプラスに転じた。産業別では、第2次産業が同+6.0%と成長をけん引する構図が続いている。世界全体ではGDPがコロナ前の水準に回復するのが21年後半と見込まれているが、中国は世界に先駆けて既に20年4-6月期に達成している(図表5-2)。

図表 5-1 実質 GDP 成長率寄与度



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-2 実質 GDP (季節調整値)



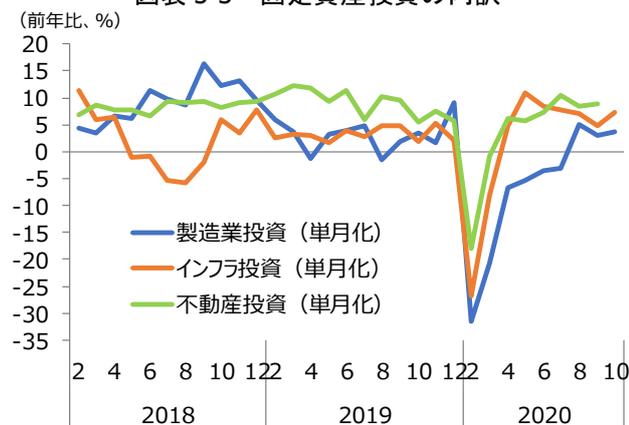
注：17年1-3月の実質GDP季節調整値を100として指数化。

出所：Wind より三菱総合研究所作成

政府主導の投資拡大を見込むも、不動産投資の過熱に警戒

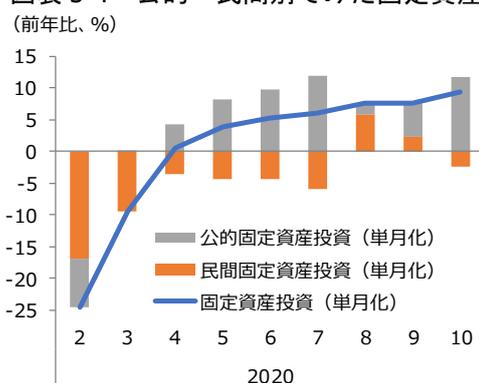
中国経済回復のけん引役となる投資の内訳をみると、特に政府部門によるインフラ投資および不動産投資の伸びが大きい。固定資産投資(年初から10月までの累積)は前年比+1.8%と2カ月連続のプラスとなった。単月での固定資産投資を推計すると、10月は前年比+9.5%と前月(同+7.5%)から伸びが加速している。さらに、固定資産投資(年初来累積)のセクター別内訳を単月化してみると、4月以降、不動産投資とインフラ投資は高い伸びが続いている(図表5-3)。一方、製造業投資も8月に今年はいじめてのプラスとなり、10月も同+3.7%と回復基調にある。しかし、固定資産投資の伸びのうち、民間部門の寄与度は10月には再びマイナスに転じた(図表5-4)。コロナ危機で民間部門の投資が落ち込むなか、中国経済の回復を主導した固定資本投資は、公的部門に支えられた面が大きい。

図表 5-3 固定資産投資の内訳



出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-4 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。

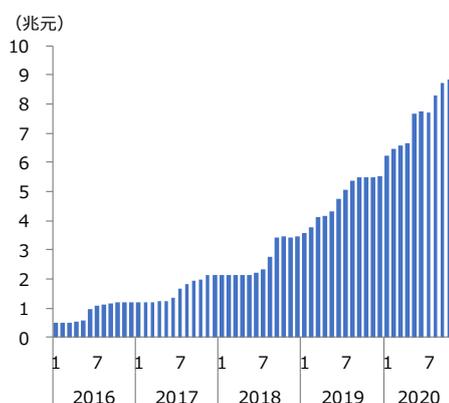
出所：Wind より三菱総合研究所作成

政府主導によるインフラ投資の拡大は今後も緩やかながらも続くだろう。5月の全人代において、今年3.75兆元の地方特別債の発行が承認され、新型インフラ施設(次世代情報通信ネットワーク、5Gの整備/活用、電気自動車の充電施設等)の整備などに充てることが打ち出された。これに伴い、地方政府による20年の地方特別債の発行は、10月末時点で合計3.54兆元に達し、残高は8.8兆元を上回る水準となっている(図表5-5)。地方特別債の発行から実際の投資実行までにはラグがあることから、今後

もインフラ投資はこれまでの大きな伸びは鈍化するとみられるも、引き続き堅調に推移しよう。

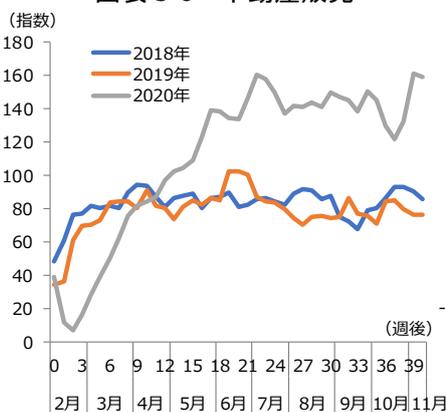
不動産市場では、中国人民銀行による金融緩和策等の影響により、富裕層を中心に不動産投資が拡大しており、不動産価格の上昇をもたらしている。不動産販売の週次データをみると、春節後に販売された床面積（累積）を前年と比較すると、11月上旬の時点で前年比+41.7%となっており、不動産市場の過熱が懸念される（図表 5-6）。主要 100 都市の住宅平均価格は 10 月前年比+3.52%上昇しており、特に中小規模都市の上昇が顕著となっている（図表 5-7）。仮に過熱した不動産市場が急落すれば、逆資産効果から中国の内需悪化をもたらし、その影響が世界に及ぶ可能性があるため注意を要する。

図表 5-5 地方特別債発行残高



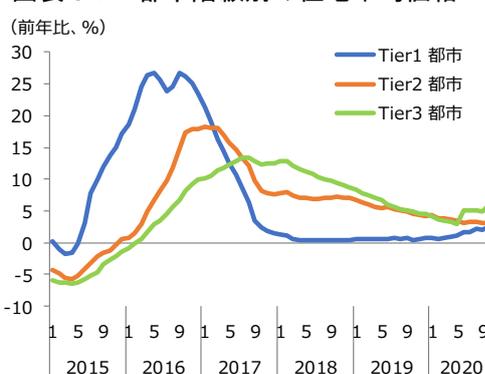
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-6 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。直近は 11 月 8 日の週。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-7 都市階級別の住宅平均価格



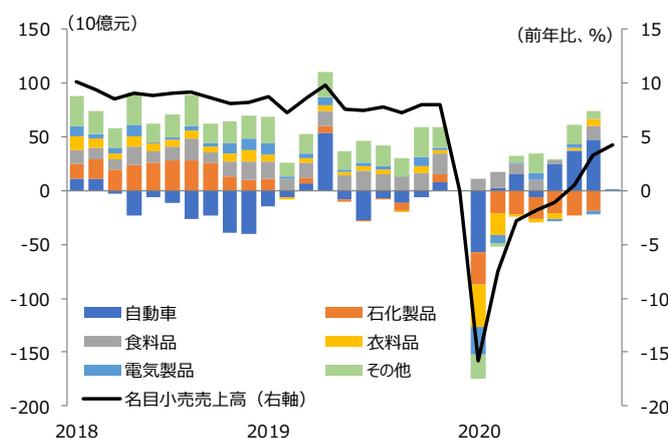
注：Tier1 都市は、政府直轄 4 市（北京、深圳、上海、広州）など大規模都市、Tier2 都市は、省都、副省級市クラス、Tier3 都市は、地区クラスの中小規模都市。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

政府支援策もあり消費持ち直しも、自律回復には道半ば

消費では、10 月の名目小売売上高は前年比+4.3%と 3 カ月連続のプラスとなるなど、緩やかな持ち直しがみられている（図表 5-8）。もっとも消費の回復は、自動車の消費増加に依存するところが大きい。10 月の新車販売台数は前年比+12.6%の 257.3 万台となり、4 月から前年同月比で高い伸びが続いている。地方政府は消費喚起策として新車の購入補助制度を導入したほか、EV などの新エネルギー車（NEV）に対するナンバープレートの発給規制を緩和しており、NEV の販売が同+104.5%と倍増している。また、政府のインフラ投資の推進の影響からトラックなどの商用車が同+30.2%となった。しかし、20 年 1-9 月の 1 人当たり実質可処分所得は前年比+0.6%と、今年はずっとプラスに転じるなど回復傾向にはあるものの、所得環境は依然として弱い（図表 5-9）。民間消費全体が自律回復に至るには時間を要しよう。

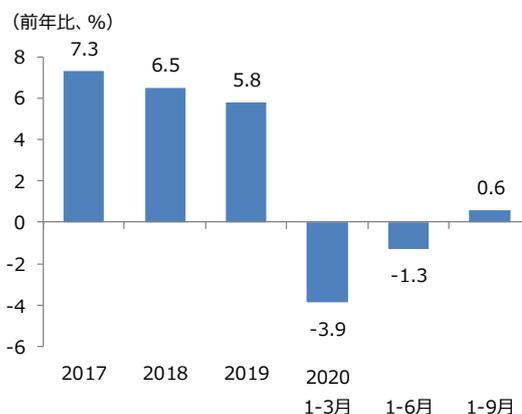
雇用統計をみても、10 月の全国都市部調査失業率が 5.3%と前月 5.4%から 0.1%ポイント低下したが、1-10 月の都市部の新規就業者数は 1,009 万人と前年同期を 184 万人下回るなど、雇用創出も力不足となっている。10 月下旬、中国共産党の第 19 期中央委員会第 5 回全体会議（5 中全会）が開催され、内需と外需を好循環させて質の高い成長を目指す「双循環」の実現が第 14 次 5 カ年計画（2021-25 年）に明記された。そのためには民間消費の自律回復が欠かせず、所得・雇用環境の一層の改善が求められよう。

図表 5-8 小売売上高と消費に占める品目別変化額



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-9 1 人当たり実質可処分所得



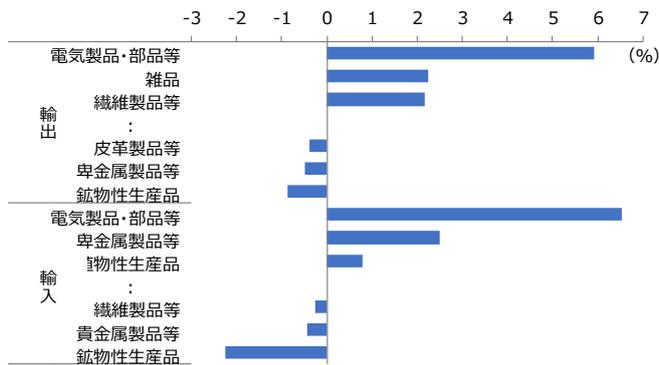
注：20 年は 1-3 月、1-6 月、1-9 月期の前年比。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

堅調な輸出も持続性に懸念

コロナ危機で世界的に貿易が低迷するなか、10月は輸出が前年比+11.4%と4カ月連続で高い伸びとなった。また、輸入も同+4.7%とプラスとなった。品目別に7-9月期の輸出入増減をみると、輸出では、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、マスクの原材料を含む繊維などの輸出も拡大した(図表5-10)。ただし、コロナ危機におけるリモートワーク対応などのための電気製品の需要が一巡すれば、輸出の伸びは抑制されよう。

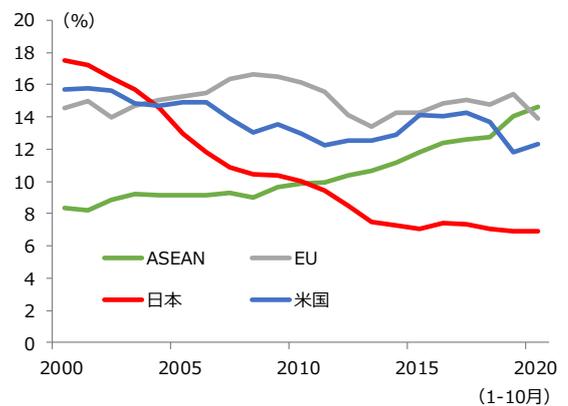
国・地域別でみると、1-10月の輸出と輸入を合計した貿易額で、ASEANは前年比+5.1%とコロナ危機下でも伸びており、地域別シェアでEUを抜いて首位となっている(図表5-11)。近年の米中貿易摩擦の影響、さらにコロナ危機を受けてサプライチェーンの再構築が進むなか、中国企業がASEANへの投資を増やしており、中国とASEANとの経済的結びつきは今後強まりをみせるだろう。また、RCEPが発効すれば、この傾向に拍車がかかり、中国のASEAN地域での経済的プレゼンスは中長期的に高まっていくものとみられる。

図表5-10 輸出入の品目別増減(前年同期比)



注: 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:雑品と記載。20年7-9月の平均。
出所: Wind より三菱総合研究所作成

図表5-11 中国貿易量の各国・地域別シェア



注: 20年は1-10月。他は年データ。
出所: CEIC より三菱総合研究所作成

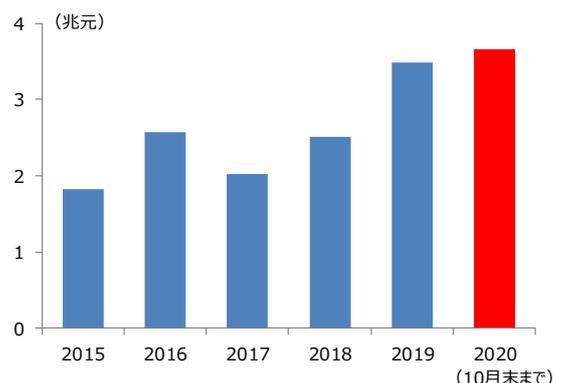
内需の緩やかな回復を想定、債務拡大に伴う信用収縮や米中対立の深まりに要注意

20年4-6月期がプラス成長に転じ、7-9月期に加速したことで、20年のGDP成長率がプラス成長となることはほぼ間違いないだろう。政府主導の投資拡大が引き続き見込まれるほか、設備投資や消費などの民間部門や外需も21年末にかけて緩やかに回復することを想定、20年および21年の実質GDP成長率はそれぞれ前年比+2.2%、同+7.8%になると見込む。

中国経済のリスクとしては、①中国国内の債務拡大に伴う信用収縮、②米中対立の深まりが挙げられよう。まず①について、中国ではコロナ危機を受けた景気対策のため、前述のような地方特別債の記録的な積み増しなどでみられるように、債務が積み上がっている。さらに地方政府傘下の投資会社「融資平台」の債券発行額は、20年10月末までで3.6兆円と、19年通年の3.5兆円をすでに上回っており、中国経済のリスク材料となりうる(図表5-12)。省別では、江蘇省(8,431億元)、浙江省(3,413億元)が多く、これまで単発的に起きている「融資平台」発行の債券の債務不履行が連鎖的に広がる事態となれば、信用収縮により金融危機を招く恐れがある。

また②について、バイデン次期政権は、トランプ現政権とは異なり、関税を武器とするような対中政策は抑制しよう。しかし、米国の対中強硬姿勢は超党派によるものであり、バイデン次期政権はむしろ日本を含めた同盟国と共に中国包囲網を再構築していくと予想される。従って、米中のデカップリングはバイデン政権発足後も想定すべきシナリオであることには変わりはない。米国の対中制裁が西側同盟国に広がり、デカップリングが地理的に拡大すれば、中国企業の生産活動等にも影響を及ぼそう。

図表5-12 融資平台による債券発行額



出所: Wind より三菱総合研究所作成

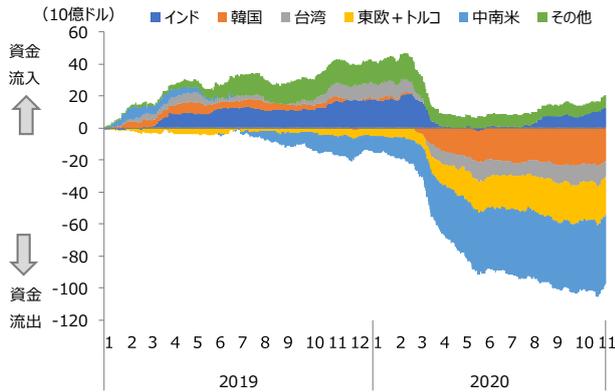
6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）

(1) 総論

資金流出は一部を除き落ち着き

新型コロナの世界への感染が広がった当初、20年3月から4月にかけて、新興国から多くの資金が流出した（図表 6-1）。しかし、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、さらに米国大統領選の結果を受けての不透明感の後退などから、トルコなどを除けば足もとで総じて落ち着きを取り戻している。また、新興国の株価は現状コロナ前の水準にまで回復している（図表 6-2）。これは新型コロナ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。実体経済では防疫措置による経済活動の制限やインバウンド需要の減少等により景気回復が遅れるなか、金融マーケットと実体経済の乖離が顕著となっている。

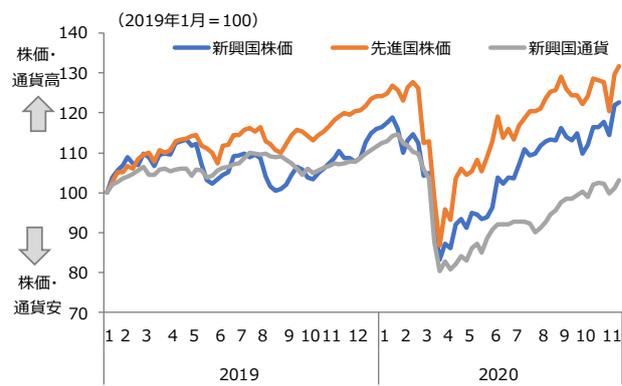
図表 6-1 資金流出入（非居住者、累積）



注：直近は11月11日。

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11月13日。

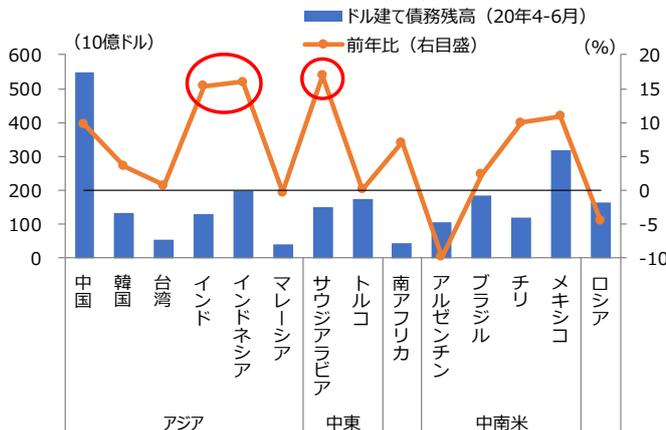
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

ドル建て債務の増大が先行きのリスクに

こうしたなか、国際決済銀行によると、新興国のドル建て債務は新型コロナの感染拡大による債券発行の急増を受けて、20年4-6月期にはじめて4兆ドルを超えた。地域別では、サウジアラビアのドル建て債務の伸びが前年比+16.9%、インドネシア同+16.0%、インド同+15.4%、メキシコが同+10.9%と2桁増となった（図表 6-3）。米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する一方、新興国で自国通貨が下落すれば、増大しているドル建て債務の返済負担がさらに膨らむことにつながるため注意する必要がある。

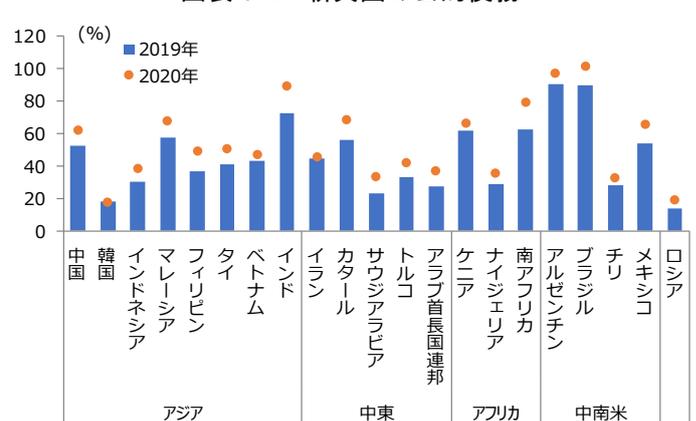
また、一部の新興国では財政余力の乏しいなか、コロナ対策による財政支出の拡大や経済悪化による税収の落ち込みの影響から政府債務が大幅に増加しており、次なる危機の火種として懸念されている（図表 6-4）。こうした状況を背景に、G20 財務相・中央銀行総裁は10月中旬、途上国に対する債権について、20年末までの返済猶予期間を半年間延長することを決定した。

図表 6-3 新興国の対外債務



出所：BISより三菱総合研究所作成

図表 6-4 新興国の公的債務



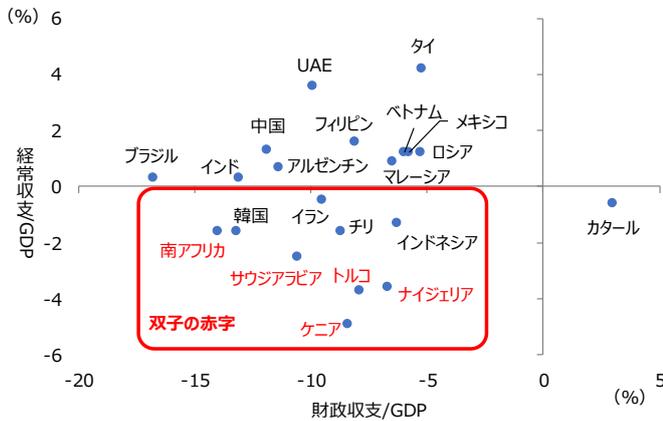
出所：IMFより三菱総合研究所作成

新興国では今後、金融緩和からインフレ圧力が強まり、再び資金流出が懸念される局面も出てこよう。また、21年半ば以降、先進国を中心に治療法の確立などにより経済活動の正常化が進めば、緩和的な金融政策の修正が予想される。特に米国での量的緩和政策の縮小など金融政策の変更が行われた場合、新興国からの資金の巻き戻しが起こる可能性に注意が必要だ。以上のように、資金流出やインフレへの警戒等を踏まえると、今後、新興国において大幅な金融緩和政策を期待することは難しい状況にあらう。

新興国のファンダメンタルズ（基礎的条件）を比較すると、財政収支と経常収支がともに赤字（双子の赤字）であり、資金流出が警戒される水準にある国は、サウジアラビア、トルコ、ケニア、ナイジェリア、南アフリカなどが挙げられよう（図表 6-5）。ブラジルも財政赤字の悪化が顕著となっており注意すべき水準にある。また、サウジアラビアでは外貨準備が潤沢である一方、トルコの外貨準備の輸入カバー率は 2.4 カ月分しかなく、適正水準とされる目安 3 カ月を下回り、脆弱性が浮き彫りとなっている（図表 6-6）。そのトルコでは 11 月上旬、中銀独立性への懸念、地政学リスクの高まり等による資金流出から通貨リラが年初来で 3 割強も減価するなど警戒が続く。さらに、フィリピンやインド、ベトナムなどでは海外出稼ぎ労働者による国内への送金額の減少により所得収支の悪化が懸念される一方、タイ、トルコなどでは、外国からの観光客数の大幅な減少によりサービス輸出の落ち込みを余儀なくされよう。

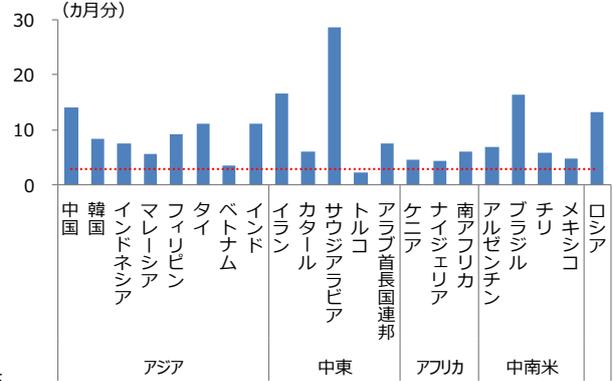
すでにアルゼンチン、レバノンなどではデフォルトに至っている。中長期的にみて、仮にデフォルトがブラジルやトルコなど比較的経済規模の大きい新興国にも連鎖するようになれば、これらの多額の債権を抱える先進国の経済も大きな打撃を受ける恐れがある。

図表 6-5 財政収支と経常収支



注：20 年データ（IMF 予測値）。
出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 6-6 外貨準備高の輸入カバー率



注：輸入カバー率は、外貨準備高で何カ月分の輸入代金を支払うことができるかを表す。外貨準備高÷月間輸入額。適正水準とされる目安は 3 カ月分以上。
出所：IIF Database より三菱総合研究所作成

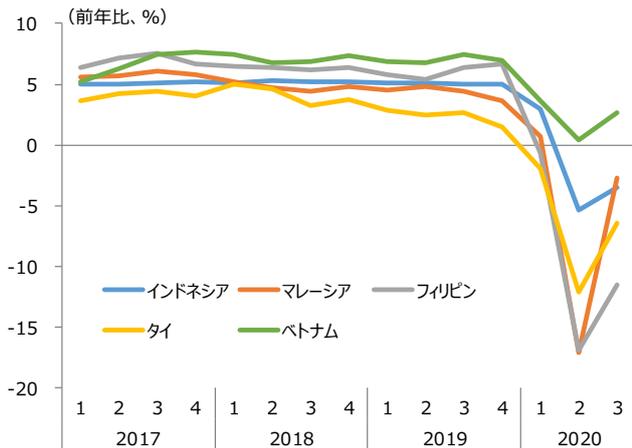
(2) ASEAN 経済

総じて緩やかに持ち直すも回復のペースにはばらつき

新型コロナウイルスの感染拡大の影響から、ASEAN 経済は 4-6 月期に大幅に悪化し、フィリピンやタイでは過去最大の落ち込み幅となった。一方、新型コロナウイルスの感染拡大を早期抑制に成功したベトナムは 4-6 月期もプラス成長を維持した。経済活動の再開に伴い 7-9 月期は緩やかに持ち直すも、感染状況および経済活動の回復に各国差が生じている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、ベトナムが前年比+2.6%と経済成長を加速した（図表 6-7）。一方、フィリピン（前年比▲11.5%）、タイ（同▲6.4%）は 3 期連続のマイナス成長となり、明暗が分かれた。フィリピンでは 4-6 月期の同▲16.9%からマイナス幅は縮小したものの、2 期連続で 2 桁のマイナス成長となるなど、内需の低迷が続いている。また、インドネシア（同▲3.5%）とマレーシア（同▲2.7%）は 2 期連続のマイナス成長となった。インドネシアでは 98 年のアジア通貨危機以来の 2 期連続のマイナスとなる。ASEAN 経済は、総じて 4-6 月を底に回復がみられているが、国別の回復ペースにはばらつきがあり、通年ではマイナス成長となる国が多いと見込む。

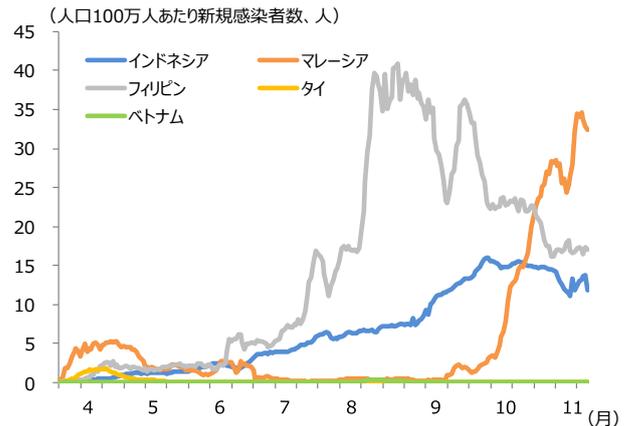
ASEAN 地域でも新型コロナウイルスの感染の広がりはみられているものの、各国政府がそれぞれ厳格な防疫措置を採ったこともあり、欧米諸国やインドのような爆発的な感染拡大までには至っていない。それでも 5 月以降に感染拡大が進んだインドネシア、フィリピンでは新規感染者数の高止まりが続いているほか、9 月以降にはマレーシアで新規感染者数が増加するなど、依然として予断を許さない状況だ（図表 6-8）。

図表 6-7 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

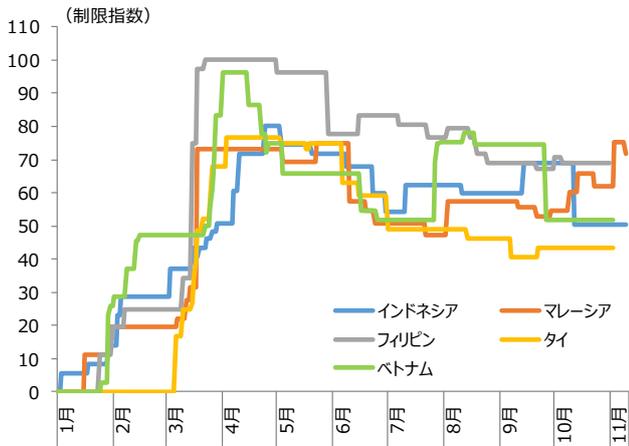
図表 6-8 新型コロナウイルス感染者数
(人口 100 万人あたり)



注：後方 7 日移動平均。直近は 11 月 13 日。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

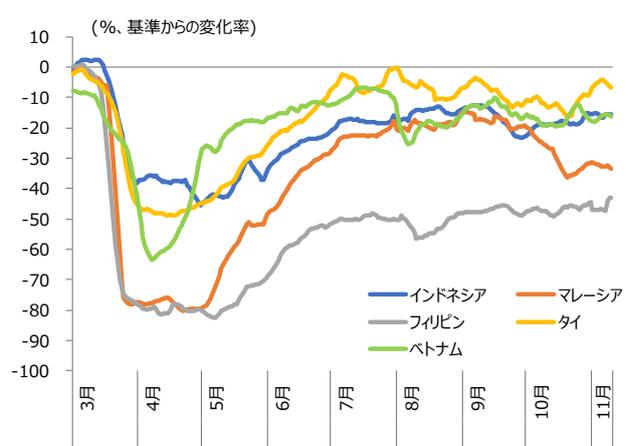
足もとで感染が広がるマレーシアでは、首都圏地域などで 10 月 14 日より地域間の移動制限を含む活動制限を行っている (図表 6-9)。これを受けて、マレーシアでの小売・娯楽に関する外出行動抑制率が再び強まるなど、小売や外食業界への影響が出ている (図表 6-10)。また、フィリピンのマニラ首都圏では引き続き部分的な外出・移動制限措置を講じており、娯楽関連の活動の制限は年末まで行われる方針だ。同国の小売・娯楽に関する外出行動の抑制率は、ほかに比べて強い状況が続いている。一方で、感染拡大が抑制されているベトナムやタイでは、外出行動も増加しており、各国の感染状況の違いが経済活動の違いとなって現れていることが高頻度データからも確認できる。

図表 6-9 経済制限指数



注：直近は 11 月 10 日。
出所：University of Oxford より三菱総合研究所作成

図表 6-10 外出行動 (小売・娯楽)



注：後方 7 日移動平均。直近日は 11 月 10 日。
出所：Google 「COVID-19 Community Mobility Reports」より三菱総合研究所作成

長引く防疫措置の影響等から消費回復の足取りは重い

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比+4.6%と 3 カ月連続でプラスと堅調だ (図表 6-11)。しかし、その他の国では 4-6 月の最悪期からは脱しつつあるものの、依然として前年比マイナスで推移するなど、消費は弱い状況が続いている。感染の広がるインドネシアでは 10 月小売売上高指数は同▲10.0%と、11 カ月連続でのマイナスが続いている。また、タイの 8 月の同指数は同▲5.7%と、過去最大の落ち込み幅となった 4 月▲29.3%からマイナス幅は縮小するも、13 カ月連続のマイナスとなっている。マレーシアでは足もとで再び強化された防疫措置が消費をさらに下押しする恐れがある。フィリピンでは厳しい防疫措置によって外出行動が大幅に抑制されているほか、海外出稼ぎ労働者による国内への送金額の減少が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 8 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、前年比▲4.1%の約 24.8 億ドルと 3 カ月ぶりにマイナスとなった。

また、自動車販売も国ごとで二分化しており、インドネシアは9月前年比▲47.9%、フィリピンは同▲29.6%と大幅減が続いている。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では同+26.4%と回復しており、排ガス基準の導入を延期したタイでは同+1.6%と19年5月以来のプラスに転じた。ベトナムも10月の自動車販売は同+15.3%と、回復傾向にある。

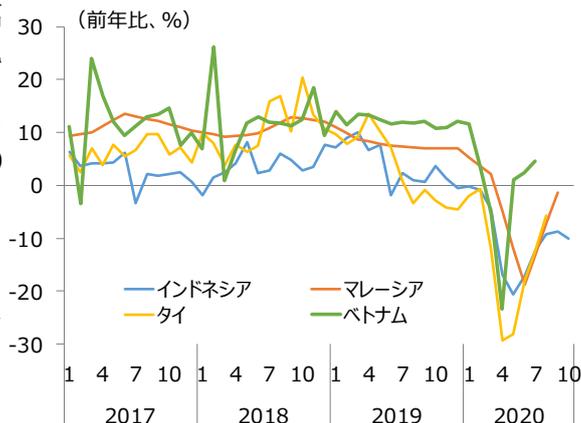
生産活動は中国向け輸出関連を中心に緩やかな回復へ

輸出動向をみると、ベトナムは10月の輸出が前年比+12.2%と、9月同+16.6%に引き続き高い伸びとなっている（図表6-12）。特に中国向けが10月同+14.9%とけん引している。その他の国でも、タイでは9月同▲3.9%と、大幅の落ち込みとなった6月▲23.2%からマイナス幅は縮小している。なお、ベトナムは中国からの輸入も10月同+21.9%と大幅に増加している。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、生産移管が進展していることがみてとれる（図表6-13）。これに伴い、ベトナムの中国からの資本財の輸入が増加するなど、両国の経済的結びつきが強まっている。

生産動向についても各国で回復度合いに違いがみられるも、経済活動の再開に伴い、総じて緩やかに回復しつつある。特に、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回復基調を強めるだろう。ベトナムでは、10月の生産指数は前年比+6.6%と5カ月連続のプラスとなっている（図表6-14）。一方、産業集積地としてサプライチェーン寸断の影響を受けやすいタイでは前年比マイナスが続いており、生産活動の戻りは鈍い。

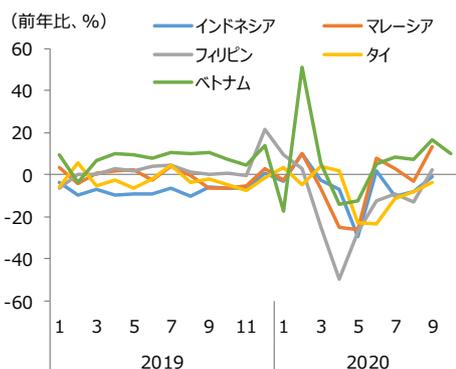
一方、観光産業は甚大な影響が続いている。GDPに占める観光産業の割合が19.8%（19年）と高く、特にインバウンド需要の大きいタイでは、内需低迷とともに複合ショックに見舞われている。厳しい入国禁止措置を講じている同国では、外国からの旅行者数が4月から9月にかけてゼロが続いており、10月20日に7カ月ぶりに観光客を40人受け入れた。今後も外国からの観光客数は限定的な数にとどまると見込まれることから、観光産業にとって厳しい状況がしばらく続くだろう。

図表 6-11 名目小売売上高



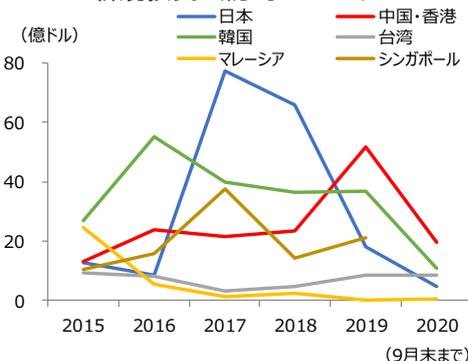
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-12 輸出動向



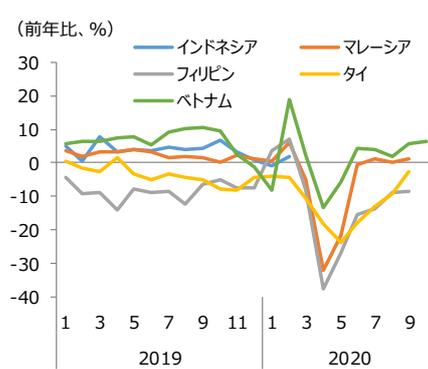
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-13 ベトナム向け新規投資 (認可ベース)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-14 鉱工業生産



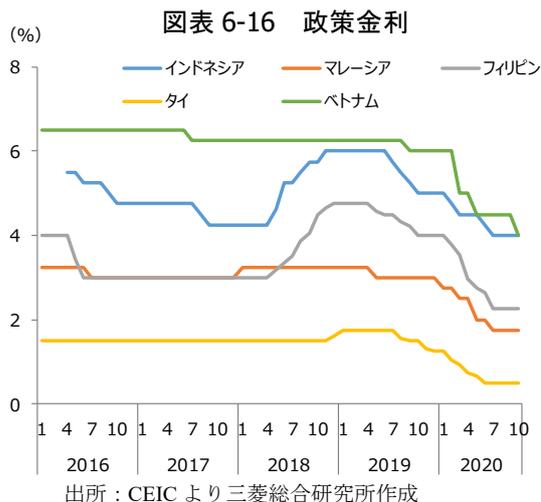
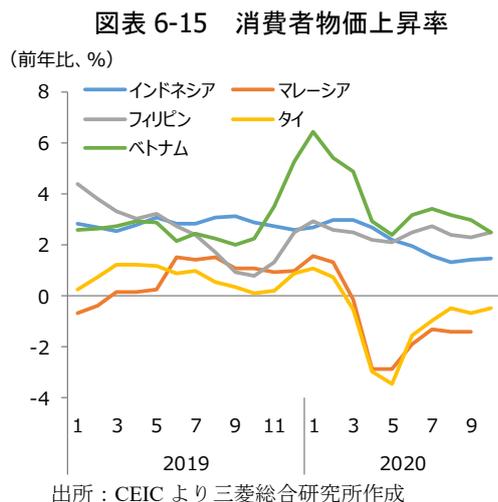
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

金融緩和スタンスは維持

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。タイとマレーシアでは3月以降、消費者物価上昇率が前年比マイナスで推移しており、他のASEAN諸国も伸びが鈍化している（図表6-15）。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ある。今後も需要減退に伴い、物価の下押し圧力はしばらく続くだろう。

新型コロナウイルスの感染拡大および防疫措置による経済への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、景気刺激を図ってきた（図表6-16）。直近では、ベトナム中銀が9月に主要政策金利を4.5%から4.0%に引き下げている。各国中銀は今後も利下げ姿勢を取り続けるだろう。また、新興国においても景気対策としての財政支出が増えるなか、インドネシアなど一部の国では、中央銀行による国債の直接購入が行われており、財政規律の緩みや中銀の独立

性が損なわれる可能性などが懸念されている。



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、経済活動の抑制措置が21年末にかけて断続的に続くシナリオを想定し、20年の成長率を前年比▲3.6%と予測、08-09年の世界金融危機を超える落ち込みとなる。また、21年の成長率を同+5.4%と予測する。中国向け輸出に関連した生産活動を中心に緩やかな景気回復基調を辿るも、消費など内需の回復の遅れが足かせとなる。特に、感染が高水準で拡大するインドネシア、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も、外国からの旅行者数の減少も景気回復の足を引っ張ることになる。

中長期的には、RCEP発効によりASEAN域内だけでなく日中韓などを含めた巨大自由貿易圏が形成すれば、関税撤廃や市場アクセスの改善等を通じてASEAN経済にプラスとなる。ASEAN地域におけるRCEPの関税撤廃による中長期的なGDP押し上げ効果は+0.3%ポイント、インドを含むRCEPの場合は+0.6%ポイントに拡大する(総論P.13、トピックス参照)。

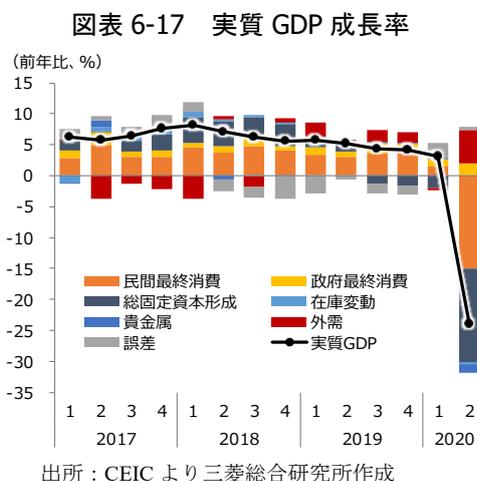
先行きのリスクは、第一に感染の拡大ペース強まりなどによる防疫措置の一段の厳格化、第二にタイなどASEAN各国での政治危機によるコロナ対応や景気対策の遅れ、第三に債務問題の金融危機、通貨危機への発展である。特に第三について、もともとタイやマレーシアなど債務が高水準にあるなか、今回のコロナ対応で民間・政府ともに債務が積み上がっている。金融の混乱に対して脆弱な状況下、債務問題から金融危機へ波及し、金融機関に対する信用剥落が起これば、自国経済を大きく押し下げることになる。

(3) インド経済

20年4-6月期、統計開始以来で最悪の大幅なマイナス成長

20年4-6月期のインド実質GDP成長率は前年比▲23.9%と、四半期での統計開始(97年)以来で最悪の大幅なマイナス成長となった(図表6-17)。GDP水準としては14年10-12月期まで低下した。新型コロナウイルスの感染拡大の前から減速傾向にあったインド経済は、3月25日から5月末にかけての全土封鎖措置により、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、深刻な景気後退に陥った。

需要項目別では、民間最終消費が同▲26.7%、総固定資本形成が同▲47.1%と大幅なマイナスとなり、それぞれ実質GDP成長率を▲15.0%ポイント、▲15.1%ポイント押し下げるなど、内需が大幅に悪化している。

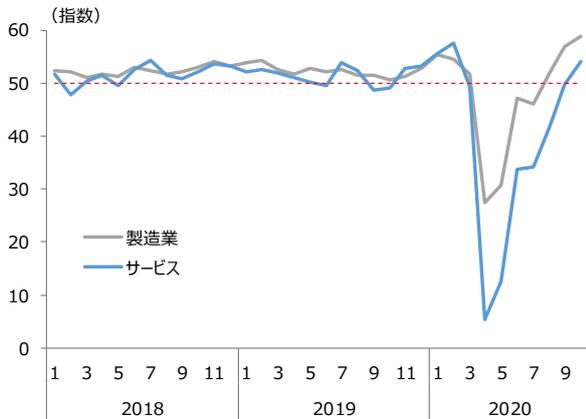


企業活動を中心に少しずつ経済に回復の兆しも

インドでは新型コロナウイルスの感染拡大が加速、9月には一日9万人程度のペースで新規感染者が増えていたが、10月下旬以降は5万人前後の感染となり、ピークは過ぎた状況にある。しかし、累計感染者数は870万人を超えて米国に次ぐ世界2位となるなど事態は深刻であり、経済活動への影響も長期化している。小売・娯楽に関する外出行動は、コロナ感染拡大前と比べて、足もとでは30%近く抑制されている。

一方、全土封鎖措置が徐々に解除されてきたことで、企業の生産活動を中心に、少しずつ経済に回復の兆しもみえてきている。製造業PMIは8月に活動の拡大・縮小の境目となる50を5か月ぶりに上回り、10月には58.9まで上昇するなど、企業マインドは底打ちした(図表6-18)。4月に5.4まで落ち込んだサービスPMIも10月には54.1まで改善した。また、7-9月の乗用車販売台数は78.2万台と4-6月の17.9万台から大幅に増加し、前年同期とほぼ同水準まで回復、10月も35.1万台となり、前年同期を2.9万台上回っている(図表6-19)。

図表 6-18 PMI



出所：IHS Markit より三菱総合研究所作成

図表 6-19 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

景気の後退とインフレ率の高止まりというジレンマ

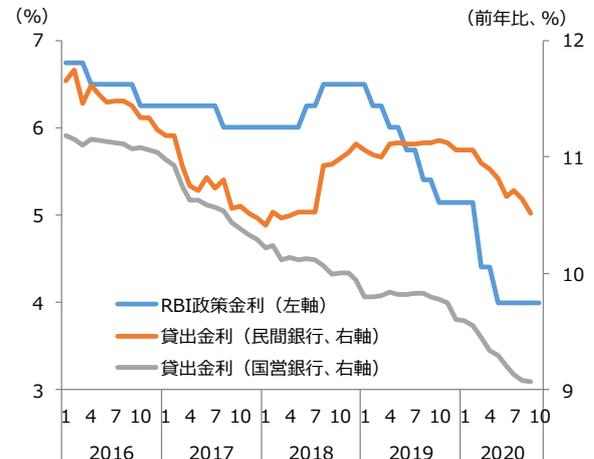
10月の消費者物価は前年比+7.61%と前月の同+7.27%からさらに加速している(図表6-20)。野菜価格(前年比+22.51%)や肉魚類(同+18.70%)が大幅に上昇したほか、ルピー安に伴う輸入インフレやコロナによる物流停滞、金価格の上昇の影響等が背景にある。インド準備銀行がインフレ目標の上限として定める6%を、19年12月以降、5月を除いて常に上回っている状況だ。インド準備銀行は、景気の後退とインフレ率の高止まりというジレンマを抱えており、厳しい舵取りを余儀なくされている。10月の金融政策決定会合では政策金利を4.0%に据え置いた(図表6-21)。また同銀は、これまで利下げを繰り返し実施したにもかかわらず、民間銀行の貸出金利の低下が緩やかなものにとどまっていることを受けて、流動性供給策の拡充も決定している。

図表 6-20 物価・為替動向



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-21 金利動向



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に

20年の成長率は、経済活動の抑制が21年末にかけて断続的に続くシナリオを想定し、▲8.9%と予測する。依然として感染拡大が続くなか、経済活動への下押しの影響が長期化しており、内需の落ち込みが景気回復を遅らせよう。20年度のインド経済は、統計開始の1951年以降四回目となるマイナス成長となり、かつ最大のマイナス幅となる可能性が高い。また、21年度は、世界経済の回復を受けての製造業の持ち直し、経済活動の低迷からの反動増などから、成長率を同+9.4%と予測する。

先行きのリスクは、第一に感染の拡大ペース強まりなどによる防疫措置の一段の厳格化、第二に金融危機への発展である。新型コロナ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比率の高まりが懸念されている。インド指定商業銀行の19年の不良債権比率は9.08%と、18年の11.18%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ない。20年度末に不良債権比率が再び2桁台に達する可能性が高い。さらに今後、ルピー安が進み一段のインフレとなった場合、金融政策の引き締めを余儀なくされることで経済の下押し圧力が増し、不良債権の増加ペースが速まる恐れもある。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、国際的な資金流出を招く恐れもあろう。

(4) ブラジル経済

コロナ感染拡大は続くも経済活動には好転の兆し

新型コロナの感染者が爆発的に増加した20年4-6月期のブラジルの実質GDP成長率は、前期比▲9.7%、前年比▲11.4%と、戦前の大恐慌以来最大のマイナス成長を記録した(図表6-22)。感染者数が急増した5月以降、1日の新規感染者数が7万人に達した7月末にかけては、経済活動が大きく落ち込んだ。

一方、8月以降の経済指標には明るさがみえている。鉱工業生産指数、小売業指数はいずれも前年比プラスに転じており、8月の小売業指数は、経済活動の再開に伴う反動増という特殊要素があるとはいえ、過去最高水準に達した。新規感染者数は依然1日2万人程度で推移しているが、感染拡大がピークを超えてからの経済活動には好転の兆しがみえる。

経済最優先を貫くボルソナロ大統領への支持も拡大

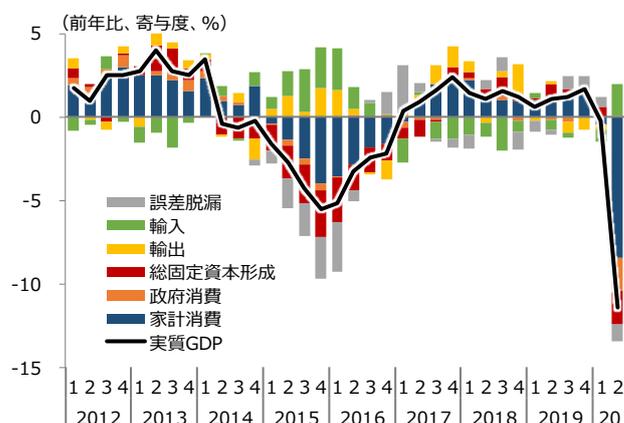
新型コロナを「ただの風邪」と主張するボルソナロ大統領は、防疫措置による感染抑制よりも経済活動を優先させてきた。7月には大統領自らが感染し、8月には内閣の3分の1にあたる8名が検査で陽性と判明したボルソナロ政権は、感染症対策の不備から一時期国民の信任を大きく低下させた。

しかし、8月以降経済活動が再開されるなかでコロナ感染や死亡率が抑制されている状況を受けて、政権に対する国民の反応が好転している。5月には2割台まで落ち込んだ政権支持率も、8月中旬以降は「支持する」が「支持しない」を1割程度上回る状況に転じている。

金融市場も落ち着きを取り戻すが外資は戻らず

金融市場も徐々にコロナ危機の混乱状態から抜け出しつつある。一時期ピーク時の約半値まで下げた株価指数(Bovespa指数)は11月12日時点で8割の水準まで値を戻しており、過去最安値の1ドル6レアル台に迫っていた為替相場も、最安値圏にあるとはいえ落ち着きを取り戻している(図表6-23)。一方、コロナ危機で大幅に流出した外資が戻る兆候はみえておらず、外資が流入に転じるためには国内経済の回復への足取りが今一步確かなものとなる必要がありそうだ。

図表 6-22 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 6-23 株価指数と通貨



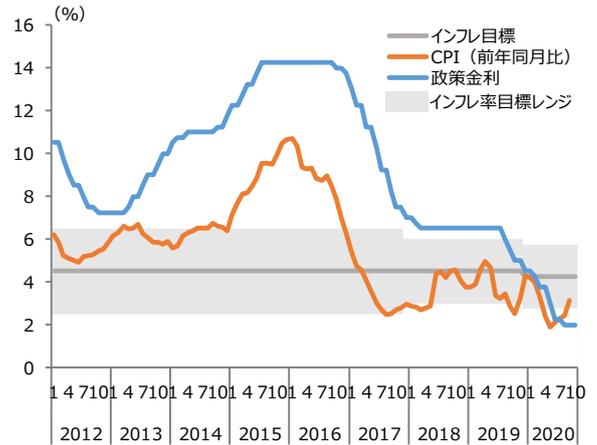
注：直近は11月12日。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

こうしたなか、ブラジル中央銀行は、9 会合連続で政策金利を引下げた後、過去最低の 2.00%の水準で据え置いている (図表 6-24)。インフレ率が過去最低水準で推移するなか、当面は緩和的なスタンスを維持するものと考えられる。

20 年の成長率は上方修正、21 年も力強さを欠く

7-9月期以降の持ち直しペースが前回見通し(8月時点)を上回ると見込まれることから、20 年の実質 GDP 成長率は+0.5%ポイント上方修正し、前年比▲6.0%と予測する。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、ボルソナロ政権の公約であり、経済の参謀役であるゲジズ経済相がけん引してきた緊縮的な税制改革・経済改革路線が再開されるものと見込まれ、短期的には力強い回復は期待しにくい。21 年の実質 GDP 成長率は、2%台後半にとどまると見込む。

図表 6-24 インフレ率と政策金利



注：政策金利の直近は 20 年 11 月、それ以外は 10 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。