

ウィズコロナ下での世界・日本経済の展望 (2021~2022年度の内外経済見通し)

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:森崎孝)は、新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大を踏まえ、経済対策提言や世界・日本経済の見通しを随時発表してきました。今回は5月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2021年1-3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します。

世界経済

コロナ危機からの経済の回復は、国・地域ごとの感染状況や経済対策の違いを映じて、ばらつきが大きくなっている。21年1-3月期に成長が加速したのは米国だ。大型経済対策やワクチン普及などから内需が伸び、GDPの水準はコロナ危機前(19年10-12月)近くまで回復した。一方で、欧州と日本はマイナス成長となった。感染力が強い変異株の拡大もあり、防疫措置の強化を余儀なくされた。

21年の世界経済は、前年からの反動と財政・金融政策支援により高めの成長を見込む。22年は、政策効果の剥落から成長ペースは鈍化するものの、先進国中心とするワクチン普及などから、徐々に自律的な回復へとシフトするだろう。22年までの世界経済を展望する上での注目点は、次の3点である。

第一に、経済活動正常化の時期である。ワクチン接種ペースの速い米国・英国では、21年の夏頃にはワクチン接種と感染による免疫保有者が人口の7割以上に達する、いわゆる集団免疫の達成が見込まれる。変異株へのワクチンの有効性や副反応など不透明な点が多いが、現状のペースでワクチン接種が進めば、22年半ばには集団免疫を達成する国が世界の70%(GDP比)を超えてくるだろう。国・地域によるばらつきを伴いつつも、段階的に経済活動の正常化が進む局面に入る。

第二に、財政・金融政策の行方である。段階的に経済の自律的な回復力が高まるなかで、既往の大規模な財政・金融政策の段階的な見直しが予想される。特に米国は、21年半ばにGDPギャップがプラスに転じるとみられ、インフレ圧力や金利上昇への懸念が強い。財政・金融政策の軸足は、危機下の緊急支援から、中長期的な経済の安定的成長へと段階的にシフトさせていくことが必要となるだろう。

第三に、戦略物資の調達構造の見直しである。対中警戒を強める米政権は、半導体など4つの戦略物資についてサプライチェーンの見直しを進める。EUも、中国などへの輸入依存度が高い品目を特定した上で、蓄電池や原材料など戦略的に重要な分野で、官民協働で域内技術力の強化やサプライチェーンの多角化を図る。米欧以外の国も含め、経済安全保障上の重要な分野での調達構造見直しの動きが強まるだろう。

これらを踏まえ、世界経済の実質GDP成長率は、21年が前年比+5.6%(前回2月見通しから+1.0%ポイント上方修正)、22年が同+3.5%(同▲0.4%ポイント下方修正)と予測する。実質GDP水準がコロナ危機前(19年末)を回復するのは、21年半ばと予測する。

先行きのリスクは、第一に、ワクチンの効かない変異株の流行などによる強力な経済活動抑制の継続だ。第二に、財政・金融政策の副作用である。資産価格上昇やインフレが過度に進んだ場合、現在の市場の予想よりも金融政策の修正が早まり、資産価格の大幅調整や、金利上昇による債務負担増加などが想定される。第三に、米中間の対立軸の拡大である。中国が半導体サプライチェーンの要諦を握る台湾などへの関与を強めれば、米中間で地政学的な緊張が高まるおそれがあり、国際的な企業活動への打撃も大きい。

日本経済

日本経済は、米中向け輸出は堅調も、感染拡大による防疫措置強化を受けて内需が悪化しており、21年1-3月期はマイナス成長となった。4-6月期の回復力も力強さを欠く見込み。欧米に比べてワクチン接種ペースが遅く、少なくとも21年中は感染拡大が継続するなかで一定の経済活動抑制を余儀なくされるだろう。22年は、ワクチンの普及などにより経済の自律的な回復力が高まってくるとみられ、財政面からの支援が段階的に縮小されるなかでも、潜在成長率を上回るペースでの回復を見込む。

実質 GDP 成長率は、21年度は同+3%程度、22年度は同+1%台後半と予測する。コロナ危機前の水準(19年10-12月)を回復する時期は、中国(20年4-6月)や米国(21年4-6月)と比べて遅く、22年半ばとなるだろう。

米国経済

米国経済は、ワクチン普及による防疫措置の緩和に加え、大規模な財政出動もあり、コロナ危機からの回復ペースが加速している。4-6月期にはコロナ危機前の水準を上回り、GDP ギャップもプラスに転じる見込みだ。21年夏頃には集団免疫を達成する見込みであり、経済活動の正常化とともに、コロナ危機下で積み上がった貯蓄(約2.4兆ドル)の一部が消費に回ることが期待され、21年の実質 GDP 成長率は前年比+7%近い高成長を予測する。22年は、経済の自律的な回復力は高まるものの、財政・金融政策による経済下支え効果の段階的縮小が予想されることから、同+3%程度への成長鈍化を予測する。

なお、米国雇用計画および家族計画は今後議会での審議・修正を経て成立が見込まれ、22年の成長率を小幅に押し上げるとみる。いずれも長期計画であり単年での影響は小さいほか、財源確保のための増税が、政府支出増や中長期的な競争力向上による景気押し上げ効果を相殺する側面があるとみる。

欧州経済

欧州経済は、変異株の急拡大による防疫措置の強化を受けて、21年1-3月期にかけて2四半期連続でマイナス成長となった。4-6月期以降は持ち直しを見込むが、欧州経済の落ち込みは他の先進国と比べても大きく、若年層を中心とする失業の長期化などにより、雇用・所得環境の回復が遅れるとみる。欧州5カ国の実質 GDP 成長率は、21年は前年の反動もあり、前年比+4%台半ばの伸びを見込む。22年はワクチン普及などから経済活動の正常化が進み、同+3%程度の成長を予想する。コロナ危機前の水準を回復するのは22年後半となる見込み。

中国経済

中国経済は、コロナ危機下での生活様式変化によるデジタル関連財需要の増加などを背景に財輸出が好調に推移している。しかし、今後、ワクチン接種が進み世界的にサービス消費が回復に向かうとみられ、電気製品などの特需は剥落し、中国からの財輸出の伸びは徐々に鈍化していくだろう。米中対立による戦略物資を中心とするサプライチェーンの見直しも逆風となる。内需面では、緩和的な財政・金融政策によるインフラ投資等の増加が成長の下支えとなるものの、輸出の減速などから雇用・所得環境の改善ペースが鈍るとみており、消費は緩やかな回復にとどまるだろう。実質 GDP 成長率は、21年は前年の反動もあり、前年比+8%台半ばの高い伸び、22年は潜在成長率見合いでの同+5%台半ばを予想する。

新興国経済

新興国ではインドを中心に変異株による感染拡大が猛威を振るっており、低所得国を中心にワクチン普及の遅れによる経済活動抑制の長期化が予想される。また、米国の長期金利上昇等を受けて、一部の新興国では再び資金流出圧力が強まっている。今後、新興国経済は、ワクチン普及などによる先進国経済の段階的な正常化を背景に輸出主導での成長回復を見込むが、米国の金融政策の動きに注意が必要だ。22年にかけて量的金融緩和策の縮小の動きが本格化すれば、新興国からの資金流出圧力が強まり、インフレや通貨防衛のための利上げを強いられる可能性がある。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	9
2. 日本経済	13
日本経済の成長率予測 計表	21
3. 米国経済	23
4. 欧州経済	26
5. 中国経済	28
6. 新興国経済(ASEAN・インド)	31

(1) 世界経済の現況

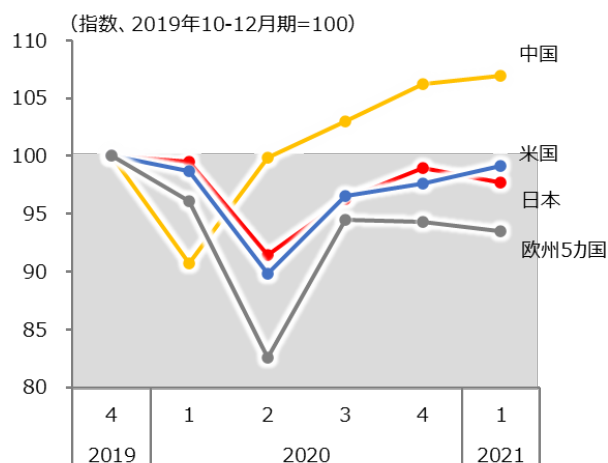
21年1-3月期は米国が成長加速も日欧はマイナスへ

世界的に感染拡大が続き、防疫と経済のバランスが必要な状況が続くなか、21年1-3月期の実質GDPは、主要国でも明暗が分かれた(図表1-1)。

米国の実質GDPは、大型経済対策による現金給付の効果もあり、季調済前期比+1.6%となり、コロナ危機前(19年10-12月)に近い水準まで回復した。中国の実質GDPは、春節の帰省が制限されたこともあり、伸びは鈍化したものの同+0.6%と増加した。

一方、日本の実質GDPは、2回目の緊急事態宣言の発令などから、同▲1.3%と減少した。防疫措置の強化により外出関連を中心に消費が抑制された。欧州は、変異株の感染が拡大するなか、相対的に強い防疫措置を実施しており、外出行動の抑制率も大きい。欧州の実質GDPは同▲0.9%と2四半期連続のマイナス成長となった。

図表 1-1 主要国の実質 GDP 水準



注: 欧州5カ国は独仏英伊西。欧州5カ国はGDPウェイトで加重平均。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

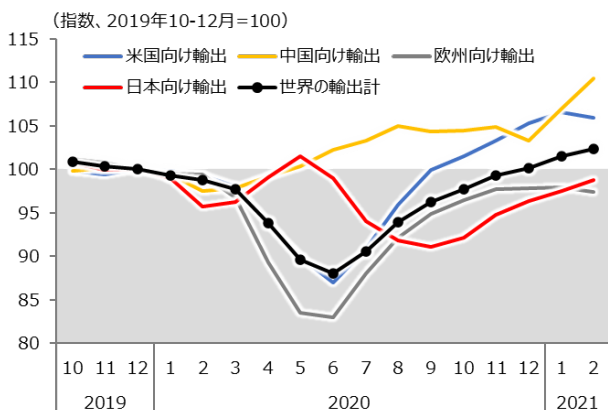
米中向け輸出とデジタル関連財需要が、コロナ危機からの回復を下支え

経済成長にばらつきがみられる一方、コロナ危機からの各国共通の景気回復の下支え要素となっているのが、米中向け輸出とデジタル関連財需要の拡大だ。

中国経済は世界に先駆けてコロナ危機前のGDP水準を回復した後も堅調な成長ペースを維持、各国の中国向け輸出の拡大は、20年半ば以降の世界経済の回復の下支え要因となった。加えて、20年後半以降に急回復したのが米国向け輸出だ(図表1-2)。大規模な財政支出や株高により、世界GDPの約18%を占める米国消費が堅調に拡大していることが背景にある。

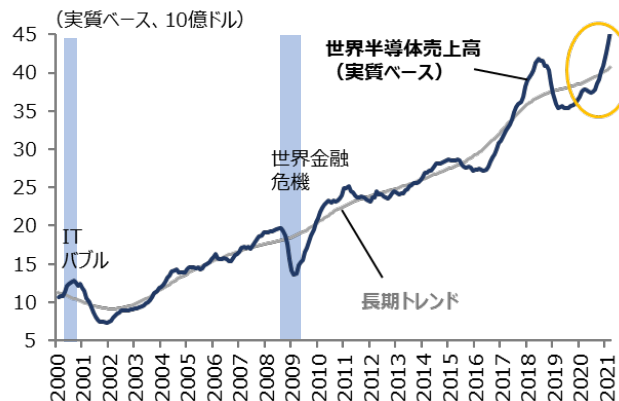
また、リモートワーク拡大によるPC・通信機器需要の増加、コロナ危機を受けて活発化しているデータセンター構築といったデジタル投資の動きを追い風に、世界の半導体売上は好調だ(図表1-3)。世界の半導体売上は、米トランプ政権による対中関税措置導入前に、駆け込み需要があった18年のピークを上回る水準にある。

図表 1-2 世界の輸出(仕向け先別)



注: 後方3ヵ月移動平均。
出所: CPB World Trade Monitor より三菱総合研究所作成

図表 1-3 世界の半導体売上



注: 世界半導体売上高を米国の生産者物価指数(電子部品・デバイス)で実質化し、季節調整を行ったものに、HPフィルタをかけてトレンドを算出。直近は21年2月。
出所: Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

一方で、サプライチェーンの混乱や原材料・輸送価格の高騰への懸念も強まっている。半導体への需要が高まるなかで、2月の米国の寒波や3月の日本の大手メーカー工場での火災などが重なったことから、供給制約が生じ、半導体の需給がひっ迫している。半導体以外でも産業用メタルへの需要も強いほか、原材料価格や輸送コスト、人件費などが幅広く上昇しており(図表 1-4)、川上からコストプッシュ型のインフレ圧力が強まりつつある。また、米国では、ISM 景況指数の構成要素である製造業入荷遅延指数が急上昇しており(図表 1-5)、生産活動への支障も出てきている。

図表 1-4 産業メタル指数・バルチック海運指数



注:産業メタル指数は、Bloomberg 公表のアルミニウム、銅などの材料として使用されるメタルから構成される指数。バルチック海運指数は、在ロンドンのバルチック海運取引所が算出・公表している外航不定期船運賃の総合指数。両指数ともに15年平均=100。直近は21年4月。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-5 米国の入荷遅延指数



注:直近は21年4月
出所:Institute for Supply Management® (ismworld.org)より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

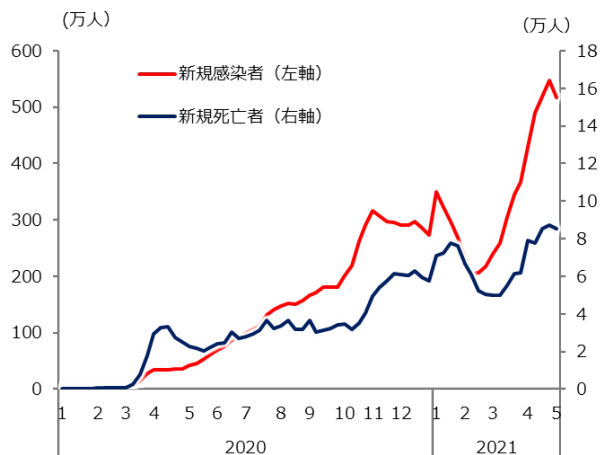
22年までの世界経済を展望する上での注目点は、①経済活動正常化の時期、②財政・金融政策の行方、③戦略物資の調達構造の見直し — の3点である。

① 経済活動正常化の時期

20年3月の新型コロナウイルス感染症のパンデミック宣言から1年が過ぎた。20年末にかけて加速した感染拡大は、防疫のための外出行動抑制もあり、21年入り後に一度は落ち着きを見せたが、感染力が強い変異株の拡大もあり、3月以降、新規感染者数および新規死亡者数は、再び急拡大している(図表 1-6)。

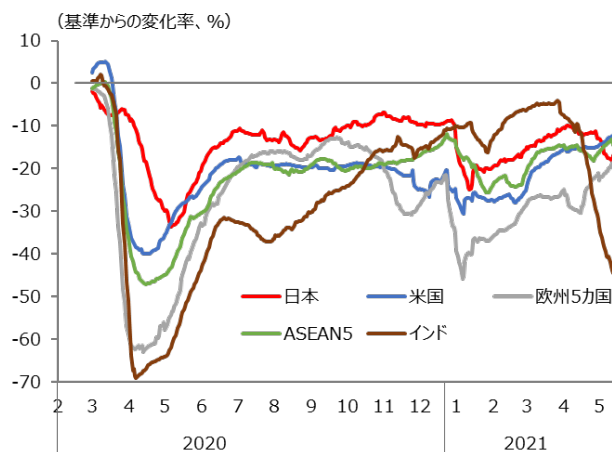
ワクチン接種は米国や英国を中心に進んでいるが、ワクチン接種と感染による免疫保有者が人口の7割以上に達する、いわゆる集団免疫を達成した国は、イスラエルなど一部にとどまっており、多くの国は、感染が一度加速を始めると、一定の経済活動抑制が避けられない状況にある(図表 1-7)。

図表 1-6 世界の新規感染者数と新規死亡者数



注:週次、直近は21年5月第1週。
出所:European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

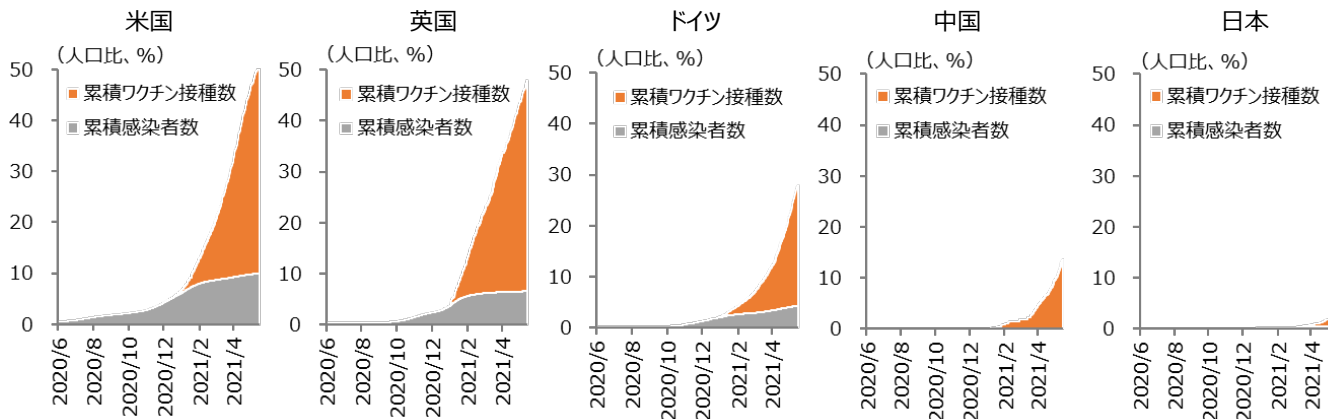
図表 1-7 主要国の外出行動抑制率



注:小売・娯楽、食料品・薬局、駅、仕事場の4項目の後方14日移動平均。直近は21年5月13日。
出所:Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より三菱総合研究所作成

各国のワクチン接種ペースはばらつきが大きく、集団免疫の達成時期も、国によって差が出るだろう。新型コロナに免疫のある人(感染者とワクチン接種者の合計)の割合は、米国・英国は 50%程度に達しており(図表 1-8)、このままのペースで進めば、21 年半ばには集団免疫の達成が見込まれる。一方、同様に直近 1 カ月のワクチン接種ペースから集団免疫の達成時期を計算すると、ドイツは 21 年後半、中国は 22 年半ばとなる。日本は高齢者を中心にワクチン接種が始まったばかりであるが、1 日当たり 50 万回のペースで接種が進めば 22 年半ば、政府が目標とする同 100 万回のペースに加速すれば 21 年末にそれぞれ集団免疫を達成するとみられる(5 月 17 日時点の直近 1 週間の接種ペースは医療従事者・高齢者合わせて 1 日平均 26 万回)。

図表 1-8 主要国の累積ワクチン接種数と累積感染者数



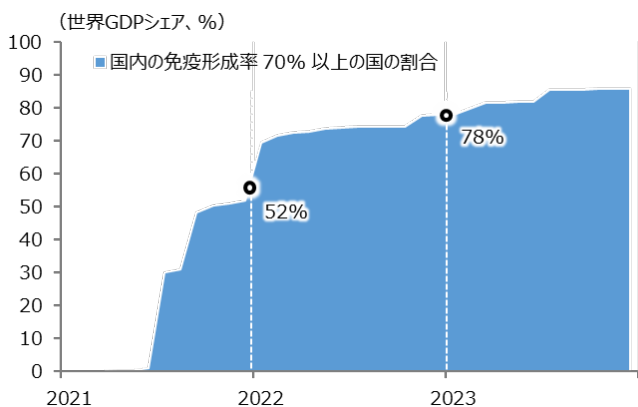
注:新型コロナのワクチンは通常 2 回の接種で抗体を形成することから、累積ワクチン接種数は、実際の累積接種回数データを 2 で割って計算したもの。また、感染からの回復者がワクチンを接種するケースも多く、両者が重なる部分もある。直近は5月16日。

出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

現状のワクチン接種ペースが進めば、世界全体で集団免疫を達成する国の割合(GDP 比)が 50%を超えるのは 21 年末、70%を超えるのが 22 年半ばと見込まれる(図表 1-9)。ただし、ワクチンが効かない変異株の発現・流行の可能性もあるほか、国民のワクチン接種意向が低い国もあることから、22 年末にかけて感染が収束に向かうかどうかは不透明だ。

また、ワクチンの普及ペースが、国の所得水準によって差がある点には注意が必要だ。特に一人当たり GDP が 1 万ドル未満の低所得国では、現時点でのワクチン普及ペースが相対的に低い(図表 1-10)。世界的に感染拡大を収束させ、世界経済全体の経済活動の本格的な回復を実現するには、国際的な人の往来を活性化するために、自国の感染抑止のみならず世界全体でのワクチン普及に向けた協調が重要になる。

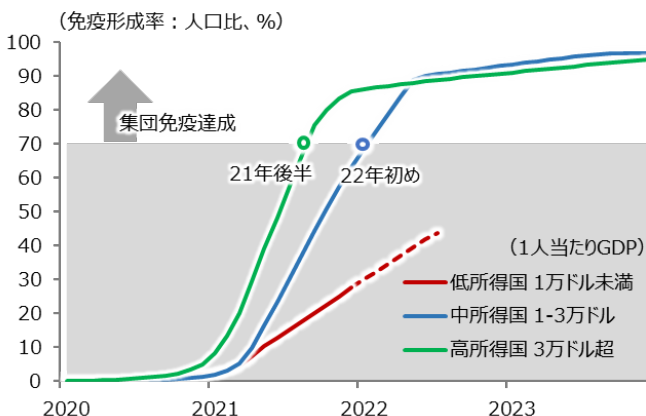
図表 1-9 高い免疫形成率を達成する国の割合



注:免疫形成率の計算は、図表 1-8 に同じ。GDP シェアは 2019 年時点のドル建て名目 GDP を使用。直近は5月16日。

出所:Our World in Data、IMF より三菱総合研究所作成

図表 1-10 国の所得水準別の免疫形成率



注:免疫形成率の計算は、図表 1-8 に同じ。2019 年時点の一人当たり GDP(ドル建て)で所得階層別に国を分類。同一階層内は、2019 年時点のドル建て名目 GDP で加重平均。低所得国は、中～高所得国へのワクチン普及後に接種ペースが上がる可能性があり、予測が難しいことから 22 年以降を点線で表示。直近は5月16日。

出所:Our World in Data、IMF より三菱総合研究所作成

ワクチン接種状況などを考慮し、今回の予測対象期間である 22 年末までの経済活動抑制の前提を、次のように置く。

メインシナリオ | 最も蓋然性が高いと考えるシナリオ

ワクチンの深刻な副反応は発生せず、おおむね既往の接種ペース(4 月の月中平均)でワクチン接種が進む。集団免疫の達成までは、経済活動の抑制を緩めると感染拡大が加速することから、一定間隔で経済活動の抑制と緩和を繰り返す。

集団免疫の達成時期は国によるばらつきが大きく、経済活動の正常化の時期も左右される。高齢者を中心にワクチン接種が進み、重症化率が低下すれば、段階的な経済活動の抑制緩和が可能になり、さらに人口の 70~90%が免疫を有する集団免疫を達成できれば、経済活動の本格的な正常化が可能になる。

リスクシナリオ | 下振れシナリオ

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

② 財政・金融政策の行方

コロナ危機からのこれまでの世界経済の回復は、各国の大規模な財政・金融政策に牽引されてきた面が大きい。経済の自律的な回復力が高まっていくこれからの局面では、①大規模な経済対策を続けることの副作用(詳細は P.10 参照)、②経済対策を縮小することによる影響に目を配り、バランスの取れた政策運営が求められる。

財政・金融政策の行方を展望するにあたって、押さえておくべき重要な指標の一つが、マクロの需給バランスを示す GDP ギャップだ。米国・欧州・日本の GDP ギャップをみると(図表 1-11)、欧州と日本はマイナス圏での推移が予想される一方で、米国は 21 年 4-6 月にもプラス圏に浮上する可能性が高い。

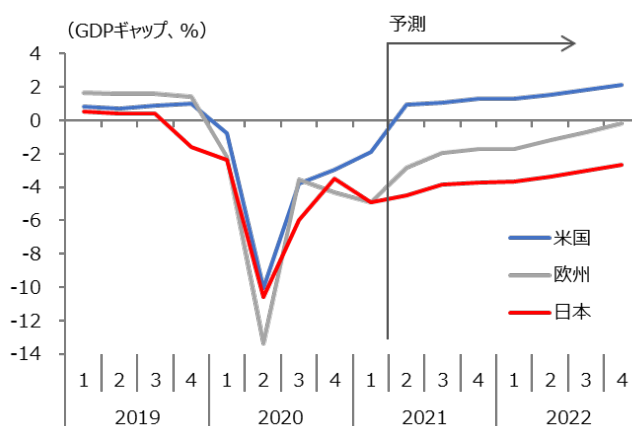
米国では、GDP ギャップがプラスに転じるなかで、原材料価格の上昇といった一時的な要因のみならず、構造的にインフレ圧力が高まっていく可能性がある。主要国中銀のなかで、大規模な金融緩和策の縮小に最も近い位置にあるのが米国の FRB であろう。

ただし、FRB は、金融緩和の縮小に踏み切る条件として次の方針を示している。①資産購入を「最大雇用と物価安定の目標に向けて大幅な進展がみられるまで」継続、②ゼロ金利は「インフレ率の期間平均が安定的に 2%を上回るまで」継続、③金利引き上げより前に資産買入規模の縮小(テーパリング)を実施、の 3 点である。

つまり、雇用に大幅な改善がみられるまではテーパリングは行わず、利上げはさらにその先、というメッセージだ。米国の労働市場は再び改善に向かっているが、①労働参加率が低い状態が続いていること、②長期失業者の割合が高まっていることを踏まえると、米国のテーパリング開始は 22 年以降、利上げは 23 年以降になると見込む。

欧州と日本の金融政策は、後述する副作用への目配りをしつつも、現状の緩和的な金融政策の継続が予想される。GDP ギャップは改善方向に向かいつつも、マイナス圏(供給超過)にとどまるとみられるほか、インフレ圧力が米国に比べて弱いことが背景にある。

図表 1-11 米欧日の GDP ギャップ



注: 欧州は実績が EU27、予測が欧州 5 カ国。
出所: 実績は CBO、AMECO、内閣府、予測は三菱総合研究所作成

③ 戦略物資の調達構造の見直し

経済安全保障上の観点から、戦略物資の調達構造を見直す動きが米国を中心に強まっている。

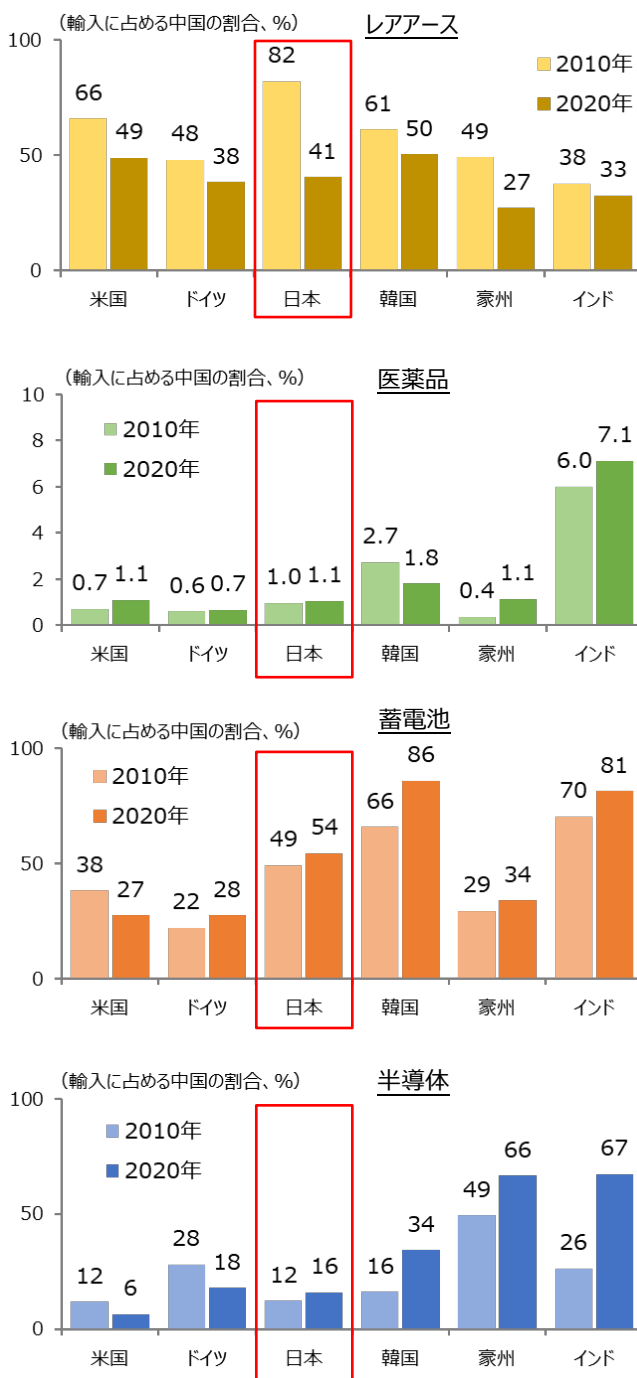
バイデン大統領は21年2月に、4つの戦略物資について、100日以内にサプライチェーンにおけるリスクを特定し、リスクへの対処方法の提言を求める大統領令に署名した。具体的には、1)レアアースを含む重要鉱物および他の特定の戦略的材料、2)医薬品および医薬品有効成分、3)電気自動車を含む大容量蓄電池、4)半導体製造および先端パッケージング、である。大統領令を受け、3月に入り、米半導体大手インテルがアリゾナ州に2兆円投資を表明するなど、米国企業が大統領令に呼応する兆しがある。今後、段階的にサプライチェーンの米国への回帰の動きが予想される。

欧州でも蓄電池や原材料などの戦略物資について、経済安全保障の観点から調達構造を見直す動きがみられる。欧州委員会は21年5月、コロナ危機の教訓を踏まえ、20年に公表した新産業戦略の更新版を公表した。域外からの輸入依存度が高く、かつ域内への代替生産が困難な分野を特定し、域内の技術力強化やサプライチェーンの多角化を進める方針だ¹。同レポートによると、輸入依存度が高い品目の輸入相手国のうち52%は中国とされる。

日本は、欧米以上に中国への経済的依存度は高いが、尖閣問題を契機とした中国の輸出規制(2010年)を受け、レアアース調達の中国比率を過去10年で大幅に引き下げてきた(図表1-12)。しかし、蓄電池や半導体など他の分野では中国からの調達シェアがむしろ上昇傾向にある。21年4月の日米首脳会談で「日米競争力・強靱性(コア)パートナーシップ」を立ち上げ、半導体を含む機微なサプライチェーンおよび重要技術の育成・保護、デジタル分野の強化へ連携していくことを表明している。

調達構造の見直しによる経済への影響は複雑だ。ASEANなど中国からの代替先や、内製化の対象となる最終需要地については、新たな投資や雇用を生む効果が期待される一方で、調達する企業としては、高コストな調達を強いられ、収益が圧迫されるおそれがある。こうした点を踏まえると、経済安全保障の観点からの調達構造の見直しは、上記戦略物資など一部の分野に限定されたものになり、時間をかけて段階的に進む可能性が高い。また、一国での内製化は高コストになることから、EU域内や日米の協力にみられるように、同盟国などとの連携による広い意味での内製化が進むとみられる。

図表 1-12 主要国の戦略物資輸入額に占める中国の割合



注:各品目は以下のHSコードにもとづいて集計。半導体は3818, 8486, 8541, 8542, 903082, 903141、レアアースは280530, 2846、医薬品は3001, 3002, 3003, 3004、蓄電池は8507。各国輸入に占める中国・香港からの輸入の割合。韓国と豪州については20年データが未発表のため19年データで集計。
出所:UN Comtrade より三菱総合研究所作成

¹ 欧州委員会「Updating the 2020 Industrial Strategy: towards a stronger Single Market for Europe's recovery」https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_1884

ワクチン接種の進展や米国の大型財政出動を踏まえ、見通しを上方修正

これらの3つの注目点を踏まえ、主要国・地域の実質 GDP 成長率を予測した(図表 1-13)。

ワクチン接種が順調に進むメインシナリオでは、21 年の世界経済の成長率は、前年比+5.6%と前回(2 月時点、同+4.6%)から上方修正する。上方修正の要因は、主に米国経済の予測値の上振れである。経済対策の効果やワクチン接種ペースの速さなどに鑑み、21 年の米国の成長率を前回の+4.2%から+6.8%へと大幅に上方修正した。

22 年は同+3.5%と成長鈍化を予測する(前回の同+3.9%から小幅下方修正)。財政面からの経済下支え効果の剥落により成長は鈍化が見込まれるものの、ワクチン普及などにより経済の自律的な回復力は高まるだろう。

ワクチンに重大な副反応の発生などで感染収束が遅れるリスクシナリオでは、より強い経済活動の抑制が必要になることから、21 年が同+3.5%、22 年が同+2.2%とそれぞれ下振れを予測する。

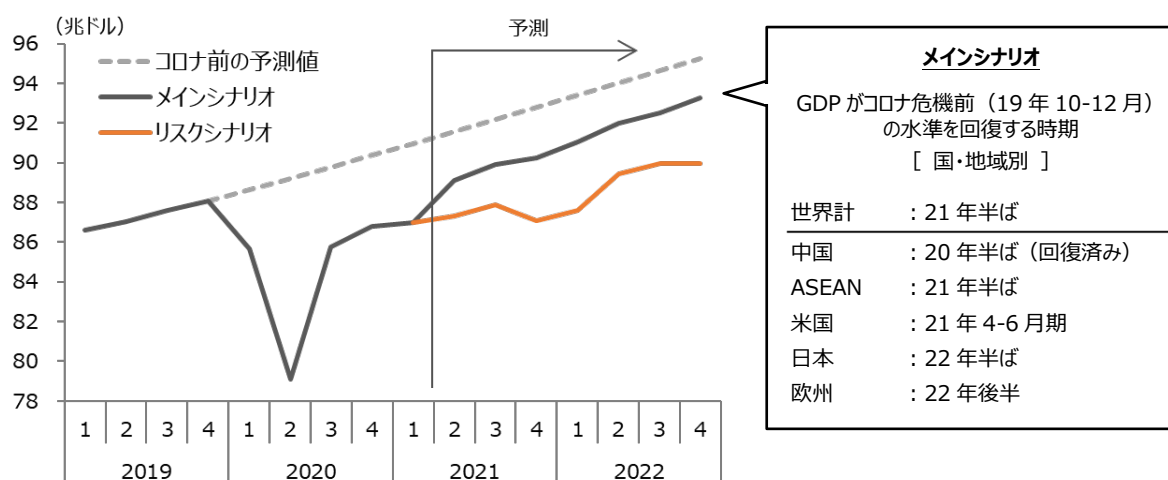
世界全体で GDP がコロナ危機前(19 年 10-12 月)の水準に戻るタイミングは、メインシナリオで 21 年半ば、リスクシナリオでは 22 年前半となろう(図表 1-14)。

図表 1-13 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	実績	予測			
		メインシナリオ		リスクシナリオ	
	2020	2021	2022	2021	2022
世界全体	▲3.5%	5.6%	3.5%	3.5%	2.2%
米国	▲3.5%	6.8%	3.3%	5.8%	1.2%
欧州(5カ国)	▲8.1%	4.5%	3.1%	1.2%	2.2%
中国	2.3%	8.7%	5.5%	8.0%	5.2%
日本 [暦年]	▲4.7%	2.0%	1.7%	0.0%	0.8%
[年度]	▲4.6%	3.0%	1.7%	0.2%	1.6%
ASEAN5	▲3.4%	5.2%	5.7%	1.4%	3.0%
その他世界	▲3.7%	3.4%	2.6%	0.9%	1.4%

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。ASEAN5は、タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシア、ベトナムの 5 カ国。
出所: 三菱総合研究所

図表 1-14 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

上記の(2)世界経済の見通しで提示した3つの注目点にもとづき、それぞれ今後のリスクを整理する(図表1-15)。

図表 1-15 見通しの注目点とリスク

見通しの注目点	リスク	リスクの概要
① 経済活動正常化の時期	① 経済活動の強力な抑制継続	ウイルスの感染力や毒性の強まり、ワクチンの深刻な副反応が発生 経済活動の強力な抑制を継続せざるを得ない事態に陥る(前掲、リスクシナリオ)
② 財政・金融政策の行方	② 財政・金融政策の副作用の顕在化	ソルベンシーリスクの高まり 大規模な流動性供給の副作用として、企業や事業の新陳代謝が遅れ、将来的な不良債権処理コストが増大、金融システムの不安定化要因となる
		資産バブルの発生 逆資産効果による消費や投資への負の影響 資産バブルの抑制のため、市場の予想より早いタイミングで金融政策を調整
③ 戦略物資の調達構造見直し	③ 米中の対立軸の拡大	戦略物資の一つである半導体のサプライチェーンにおいて要諦を握る台湾を巡り、米中間で地政学的な緊張が高まる

出所:三菱総合研究所作成

① 経済活動の強力な抑制継続

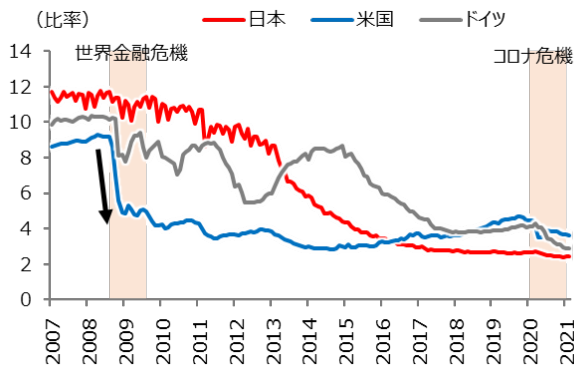
ワクチンの深刻な副反応の発生やワクチンの効かない変異株の発生などにより、経済活動の強力な抑制を継続せざるを得ない事態に陥る可能性はある。成長の下振れにより経済的損失が拡大することに加え(前掲図表1-13、1-14のリスクシナリオ)、景気下支えのために財政・金融政策も追加的な対応を迫られる。

② 財政・金融政策の副作用の顕在化

ソルベンシーリスクの高まり

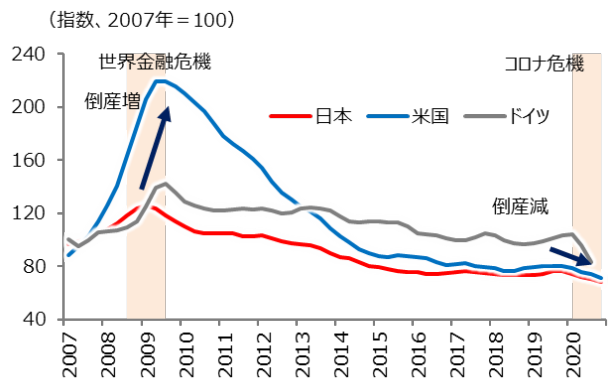
世界金融危機時の信用不安の連鎖を教訓に、コロナ危機においては中央銀行からの資金供給(マネタリーベース)の積極的な拡大に加えて、銀行から企業への融資を確実にするきめ細かい支援を実施することで、世界金融危機時とは異なり、信用乗数の大幅な悪化を回避した(図表1-16)。その一方で、未曾有の経済状態にもかかわらず倒産件数は減少しており(図表1-17)、結果として潜在的な不良債権が蓄積されている可能性がある。感染症拡大の長期化または経済活動正常化の進展に伴う資金繰り支援策の縮小・廃止による不良債権の顕在化や、財務体質悪化による企業の成長資金確保への悪影響が、経済成長の重しとなる可能性がある。

図表 1-16 日米独の信用乗数



注:信用乗数は市中の金融機関による信用創造の程度を測る指標で、市中に流通する資金の総量であるマネーストックを中央銀行が供給する資金量であるマネタリーベースで割ることで算出。マネーストックは、日欧はM3、米国はM2を使用。直近は21年1月末。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-17 日米独の倒産動向

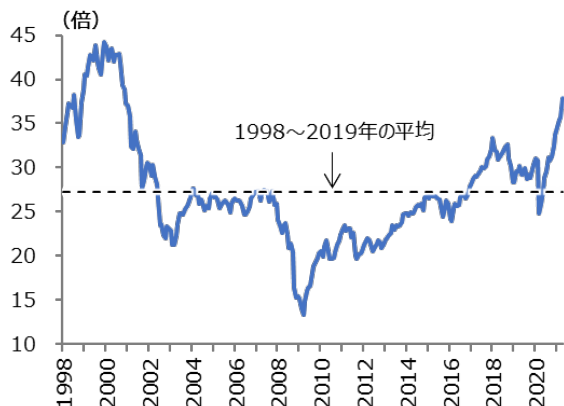


注:直近は20年12月。
出所:OECDより三菱総合研究所作成

資産バブルの発生

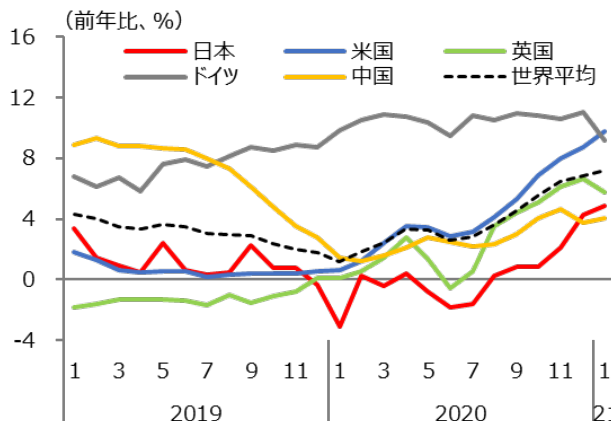
長期金利の上昇などにより調整的な下落をみせる局面はあったものの米国株は上昇基調を維持、期待収益率を加味した PER でみて割高の水準が継続している(図表 1-18)。また、低金利を追い風にドイツの住宅価格の高い上昇率が継続するとともに、昨年末以降、米国においても上昇基調を強めている(図表 1-19)。資産価格の過度の上昇とその後の調整による逆資産効果の発生リスクは、依然、くすぶっている。

図表 1-18 シラーPER(米国)



注:シラーPERとは過去10年間の純利益(インフレ率調整後)で計算したPER(株価収益率)。直近は21年4月末。
出所:ONLINE DATA ROBERT SHILLER より三菱総合研究所作成

図表 1-19 主要国の住宅価格



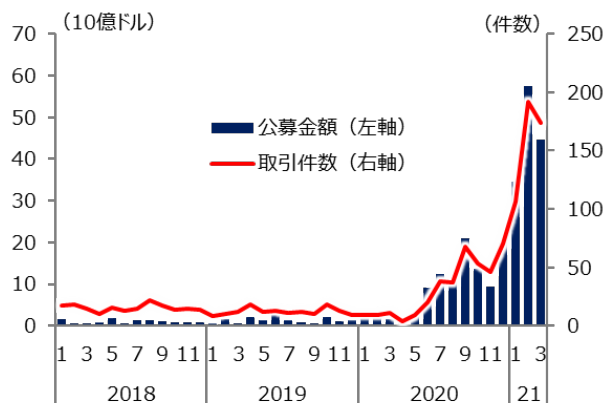
注:日本は国土交通省不動産価格指数、米国はS&Pシラー指数、英国はネーションワイド指数、ドイツはヘドニック指数、中国は消費者物価指数で実質化した都市新築住宅価格指数の伸び。世界指数は日米英独中5カ国をGDPで加重平均。
出所:Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」、国交省より三菱総合研究所作成

また、特定の事業を持たず未公開会社の買収などを目的とするSPAC(Special Purpose Acquisition Company:特別買収目的会社)上場の過熱(図表 1-20)、仮想通貨など暗号資産の価格急騰など、株式や住宅以外の新興市場にも資金流入が加速している。FOMC後のパウエル議長の記者会見では、一部市場に「フロス(Froth:バブルより小さな泡)」が生じており、過熱感があることを認める発言があったほか、21年5月に発表された「金融安定報告書」のなかでも、リスク選好により脆弱性が高まっていることが指摘されている。

金融政策当局としては、こうした市場の過熱に対しては、マクロプルーデンス政策や金融規制を活用して、市場の安定性確保への目配りも重視していくとみられる。具体例としては、長期金利が上昇する中でも、国債投資を容易にしていた補完的レバレッジ比率の特例延長をFRBが見送っており、国債市場や株式市場の安定性確保への目配せがうかがわれる(図表 1-21)。

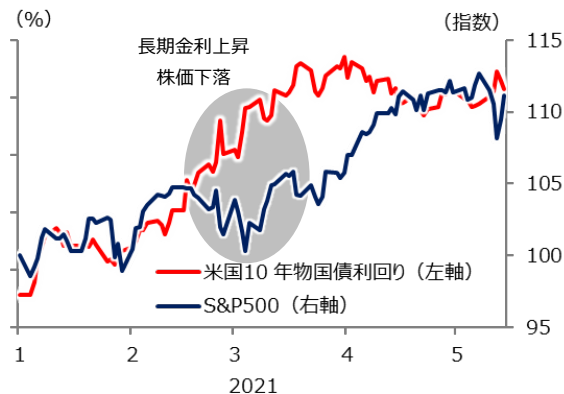
ただし、想定すべきリスクとしては、マクロプルーデンス政策や金融規制では市場の安定を保つことができず、現在、市場が予想しているよりも早いタイミングで、テーパリングや利上げが実施される可能性である。その場合には、資産価格下落や、金利上昇による債務負担の増加などを通じて、コロナ危機からの景気回復の足を引っ張ることになる。前述のソルベンシーリスクの高まりと相まって、最悪の場合には金融危機に発展するおそれもある。

図表 1-20 SPAC 上場の実績



出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-21 米国長期金利と株価



注:株価はS&P500指数、21年1月1日=100。直近は5月14日。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

③ 米中の対立軸の拡大

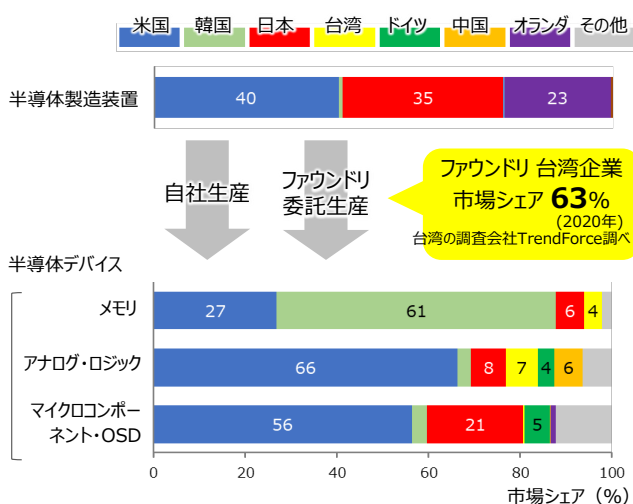
前述のように、戦略物資を中心に調達構造の見直しが進むことは想定内であるが、戦略物資の一つである半導体のサプライチェーンの要諦を握る台湾等に対し、中国が関与を強めれば、米中間で地政学的な緊張が高まる事態に発展しかねない。

中国の弱点は、現時点では半導体を内製化する能力が十分ではない点だ。地理的に中国で作られている半導体の比率は高いが、中国企業が生産できているわけではない。本社所在地別の市場シェアをみると、材料や製造装置など川上分野は、米国や日本のシェアが高く、ファウンドリでは TSMC など台湾企業が60%以上のシェアを有している(図表 1-22)。

中国は巨額投資でハイテク産業の内製化を図ろうとしているが、米国や日本などからの供給絞り込みが強くなると、現時点では半導体の安定的確保が難しくなる(図表 1-23)。日米の連携を崩す観点から、中国が豪州に行っているような懲罰的関税や輸入規制を日本に対して実施する可能性もあるほか、半導体のサプライチェーン上、重要な役割を担っている台湾への関与を強める可能性がある。

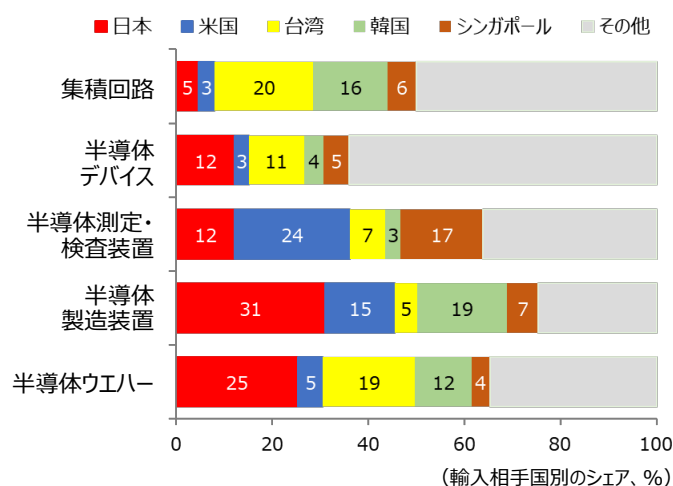
米国にとっても、台湾からの半導体供給を抑えられると、経済安全保障面でも大きな打撃となるため、これを看過できず、台湾を巡る地政学的な緊張が高まるおそれがある。

図表 1-22 半導体:本社所在地別の市場シェア



注:2019 年データ。
出所: Bloomberg、TrendForce(<https://www.trendforce.com/presscenter/news/20210415-10759.html>、21 年 5 月 11 日閲覧)より三菱総合研究所作成

図表 1-23 中国の半導体関連の調達先



注:2019 年データ。
出所: UN Comtrade、台湾經濟部より三菱総合研究所作成

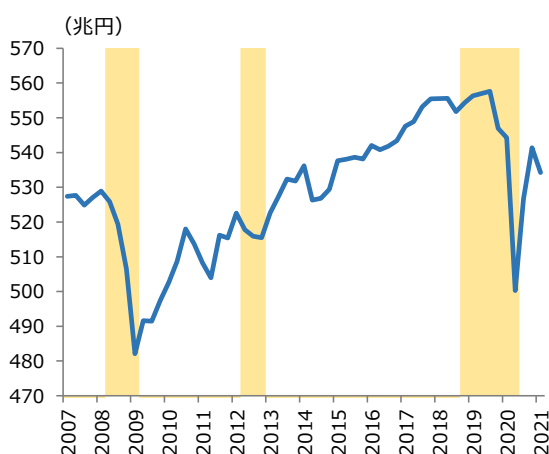
(1) 概観

21年1-3月期は防疫措置強化で再びマイナス成長

21年1-3月期の実質 GDP 成長率は、季調済前期比▲1.3%（年率▲5.1%）と、再びマイナス成長となった（図表 2-1）。需要項目別にみると、内外需ともに縮小した。消費は、2 回目の緊急事態宣言発令（21年1月8日-3月21日）の影響から、同▲1.4%と減少。設備投資は同▲1.4%と、2 四半期ぶりの減少。GoTo キャンペーンの全国一時停止などによる政府支出の減少などから、公需寄与度は同▲0.4%ポイントとなった。輸出は財輸出の回復が続き同+2.3%、輸入は同+4.0%の増加となり、外需寄与度は▲0.2%ポイントであった。

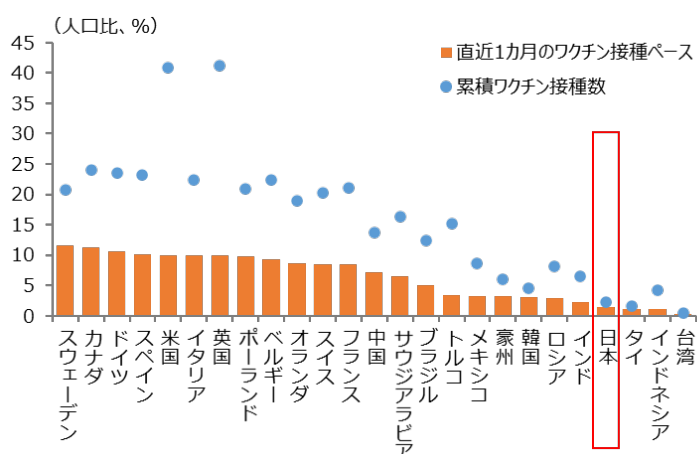
消費の落ち込みは、1 回目の緊急事態宣言が発令された 20 年 4-6 月期（同▲8.3%）と比較すると、およそ 6 分の 1 にとどまった。地域や業種が限定されて実施されたことに加え、各種の感染予防策の浸透により防疫と経済活動の両立が進んだこと、緊急事態宣言や感染拡大に対する「慣れ」などが背景にあるとみられる。

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 ワクチン接種ペースの国際比較



注：5月16日時点。累積ワクチン接種数は、実際の累積接種回数データを2で割って計算。直近1カ月は5月16日時点から遡ること1カ月。
出所：Our World in Data より三菱総合研究所作成

ワクチン接種が遅れるなか変異株の感染拡大、短期間で2度の緊急事態宣言発令

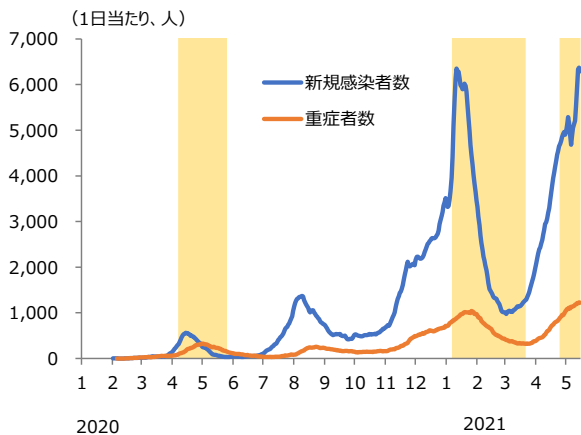
高齢者へのワクチン接種が、4 月から開始された。現状のワクチン接種ペースは、主要国と比較しても非常に遅く、累積ワクチン接種数は 5 月中旬時点で人口のわずか 2%程度にとどまる（図表 2-2）。集団免疫の形成には程遠く、感染拡大を抑制するためには、営業規制など防疫措置を強化せざるを得ない状況にある。

感染力の強い変異株の拡大もあり、3 月半ば頃から、関西を中心に感染が急拡大、第 4 波が到来している（図表 2-3）。ゴールデンウィーク期間中の感染抑止を狙い、4 月 25 日から 3 回目の緊急事態宣言が発令され、対象地域を拡大しながら 5 月末まで期間が延長されている。

宣言の中身としては、2 回目と比較して休業要請などの対象業種は拡大、防疫措置は厳格化されている。ただし、人々の外出行動の抑制度は、2 回目と比較すると変化がみられる（図表 2-4）。2 回目は、緊急事態宣言対象地域もそれ以外の地域も同様に外出行動が抑制された。これに対し、3 回目のゴールデンウィーク期間中の人の移動をみると、緊急事態宣言の対象である東京都では確かに外出行動が抑制されたが、まん延防止措置の対象にとどまる神奈川、埼玉、千葉の 3 県では、ゴールデンウィーク前に比べて外出行動の抑制幅が縮小した。東京からこれら 3 県への人の移動があったものとみられる。

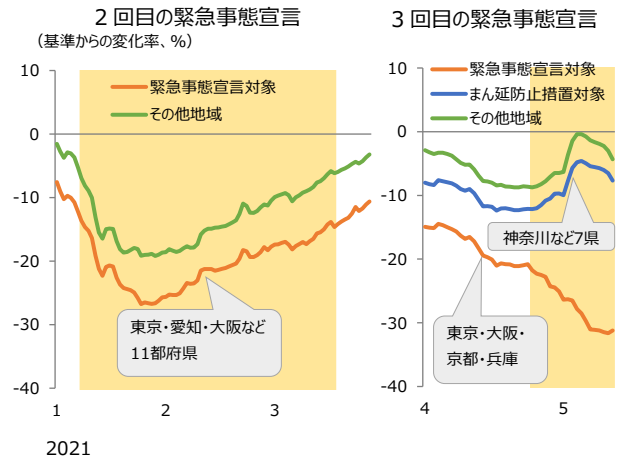
こうした外出行動の変化も踏まえ、3 回目の緊急事態宣言の経済影響を試算すると、1.2 兆円程度と 2 回目と同程度の損失規模になるとみる。防疫措置はより厳格になっているが、期間が相対的に短いことや近隣地域での消費の代替などが背景にある。21 年 4-6 月の実質 GDP 成長率は、緊急事態宣言の影響を考慮しても季調済前期比+0.6%程度のプラス成長を見込むが、消費の伸びは抑制されるだろう。

図表 2-3 日本の新規感染者・重症者数



注：黄色の網掛け期間は緊急事態宣言が発令された時期。日次データ。新規感染者数は後方7日移動平均。直近は5月15日。
出所：厚生労働省より三菱総合研究所作成

図表 2-4 日本の外出行動(小売・娯楽)



注：黄色の網掛け期間は緊急事態宣言が発令された時期。後方14日移動平均。直近は5月13日。2回目の緊急事態宣言対象地域は、21年1月7日時点の11都府県。3回目の緊急事態宣言対象地域は、4月25日時点の4府県。まん延防止等重点措置適用地域は、4月25日時点の7県。
出所：Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より三菱総合研究所作成

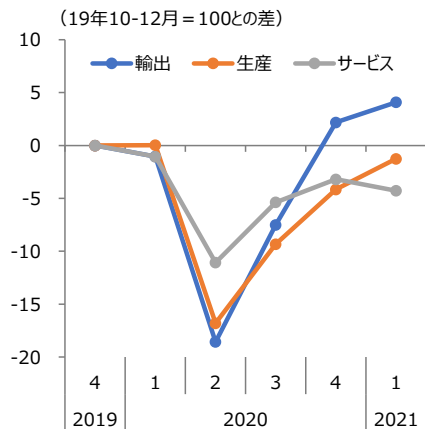
(2) 企業活動の動向

企業活動はばらつき伴いつつも改善傾向、新たな生活様式の定着で伸びる業種も

企業活動は回復傾向にある(図表 2-5)。なかでも輸出は中国や米国向けを中心に増加し、コロナ危機前(19年10-12月)の水準を上回っている。海外売上比率の高い製造業を中心に、外需の回復が企業業績の回復につながっている。

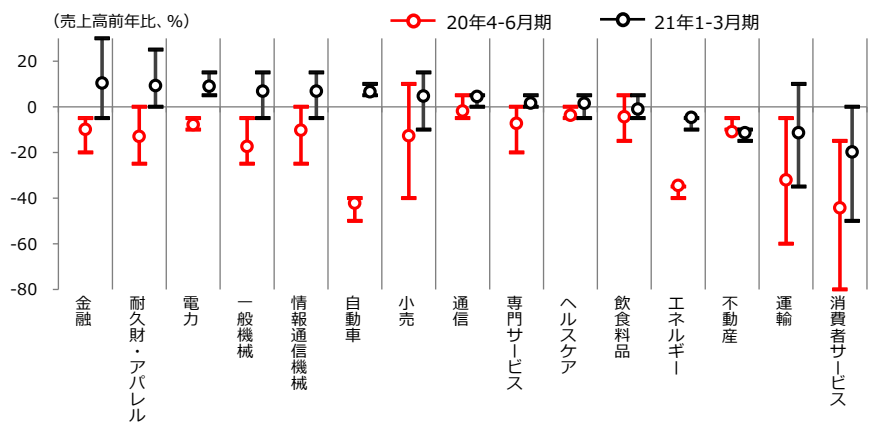
もっとも、企業の売上高を業種別にみると、その回復状況にはばらつきが大きい(図表 2-6)。20年4-6月期には、ほぼすべての業種で売上げが前年割れとなったが、直近の21年1-3月期は、製造業を中心に前年比プラスに回復している業種も多く出てきている。依然として厳しいのが、運輸や消費者サービス(宿泊・レジャーなど)など外出関連業種であり、業種内のばらつきも非常に大きい。運輸であれば、宅配・物流業は堅調も、航空輸送などは厳しい状況が続く。加えて、4月以降、自動車向け半導体供給不足やインドでの感染拡大の影響から、自動車各社は減産に踏み切るなど、製造業の回復ペースも鈍化してきている。

図表 2-5 輸出・生産・サービス活動



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

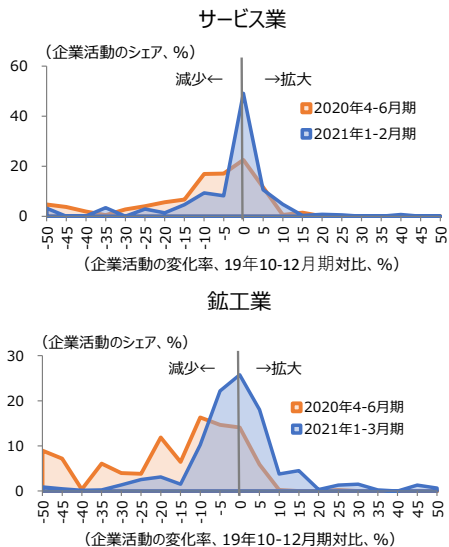
図表 2-6 業種別の売上高(東証上場企業)



注：業種は GICS 業種分類に準拠。東証上場企業のうち、直近の株時価総額が100億円以上、連続的に売上高データが取得可能な1,903社が対象。○が業種内平均、-がそれぞれ上位・下位20%点。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

経済活動の増減率の分布をみると、21年1-3月期には、サービス業、鉱工業ともにほぼ4割の経済活動がコロナ危機前(19年10-12月期)の水準を上回った(図表 2-7)。特にコロナ危機下での生活様式の変化を受けて、サービス業では自動車関連(自動車整備業、自動車小売)、ネット関連(コンテンツ配信業務、サイト運営業務など)、不動産関連(不動産代理業・仲介業、建物売買業、土地売買業)が、鉱工業では半導体関連(半導体製造装置、電子部品など)、通信関連(無線通信機器など)などで増加率が高い(図表 2-8)。

図表 2-7 経済活動の増減率の分布



注:季節調整値。
出所:経済産業省「鉱工業指数」「第3次産業活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-8 経済活動の増加率:上位12産業・業種

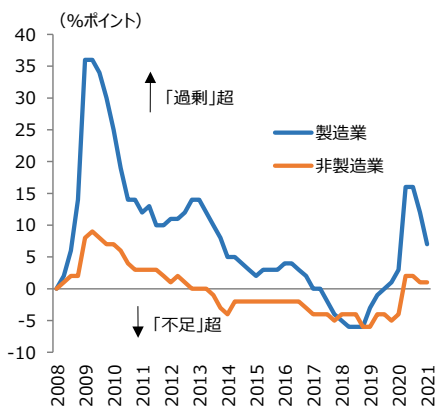
サービス業		鉱工業	
産業(小分類)	変化率,%	業種(小分類)	変化率,%
1 金融商品・商品先物取引業	39.2	1 無線通信機器	58.0
2 自動車整備業(家庭用車両)	26.1	2 建設・鉱山機械	43.7
3 コンテンツ配信業務	25.4	3 産業車両	36.0
4 機械器具小売業	21.3	4 半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置	27.8
5 競輪・競馬等の競走場, 競技団	16.4	5 電子部品	26.9
6 自動車小売業	12.4	6 玩具	24.5
7 その他のインターネット附属サービス業	10.6	7 家事用機器	18.8
8 サイト運営業務	9.5	8 集積回路	17.3
9 不動産代理業・仲介業	8.7	9 洗剤・界面活性剤	17.2
10 建物売買業, 土地売買業	8.3	10 有線通信機器	17.2
11 電気機械器具卸売業	7.8	11 電子回路	15.5
12 環境計量証明業	6.8	12 農業用機械	13.1

注:19年10-12月期から21年1-2月期の変化率。季節調整値。
出所:経済産業省「鉱工業指数」「第3次産業活動指数」より三菱総合研究所作成

企業活動の持ち直しなどから設備の過剰感は和らぐ

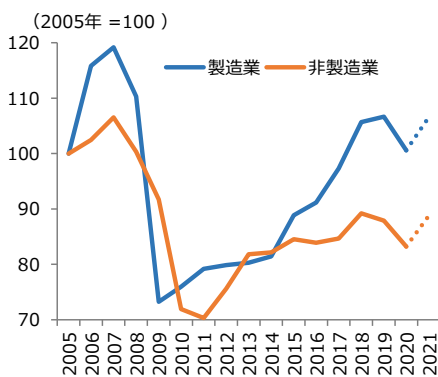
21年1-3月期の民間企業設備投資は、季調済前期比▲1.4%と前期の反動(同+4.3%)から2四半期ぶりに減少も、企業業績の持ち直しからコロナ危機発生直後に見合わせていた設備投資を再開する動きや、オンライン化や非接触化など新たな生活様式への対応、DX関連の投資が引き続き設備投資を下支えしたとみられる。企業の設備投資判断は、製造業・非製造業ともに「過剰」超の状況ではあるが、業績回復の早い製造業を中心に、設備の過剰感は和らぎつつある(図表2-9)。

図表 2-9 設備投資判断 DI



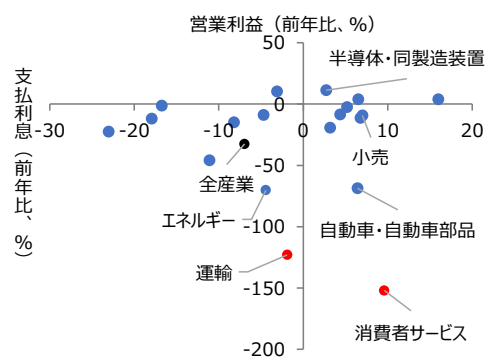
注:全規模。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-10 設備投資



注:全規模。含む土地、除くソフトウェア。19年度までは実績、20年度は実績見込み。21年度は21年3月調査をもとに、15-19年平均の修正率をもとに延伸。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 営業利益・支払利息



注:東証1部上場企業のうち、19年および20年の営業利益・支払利息のデータが取得可能な1,702社が対象。業種はGICS分類。赤丸は、営業利益が赤字に転落した業種。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

製造業中心に企業活動の回復継続、外出関連業種の本格回復には時間

先行きの製造業の企業活動は、米中を中心とした海外需要の回復に牽引され、持ち直しの動きを続けるとみる。大規模な経済対策による米国経済の回復加速を背景に、これまで輸出を牽引してきた中国向けに加え、米国向けが輸出の回復を牽引、生産活動も緩やかな回復が続くと見込む。

非製造業は、防疫措置の影響を受ける外出関連業種とその他の業種で回復度合いに差が生じるとみる。宿泊・飲食サービスや娯楽、交通などの外出関連業種は、ワクチンの普及に時間を要するとみられることから、本

格的な回復は 22 年度以降となろう。その他の業種は、防疫措置の影響を大きく受けないことから、経済活動の正常化にあわせ回復するとみる。

設備投資も、企業業績と同様にばらつきが生じるとみるが、総じてみれば緩やかに回復するとみる。日銀短観の 21 年 3 月調査をもとに、21 年度の設備投資額を過去(15-19 年平均)の修正率をもとに推計すると、19 年度と同程度の水準まで回復する可能性があり、DX 関連投資ニーズなどが下支えするとみる。(図表 2-10)。ただし、外出関連業種が含まれる「消費者サービス」では、営業利益が赤字に転じ、利払い負担は前年比で増加、運輸などは営業利益の回復が遅れており、これらの業種では設備投資に対して慎重姿勢が続くだろう(図表 2-11)。

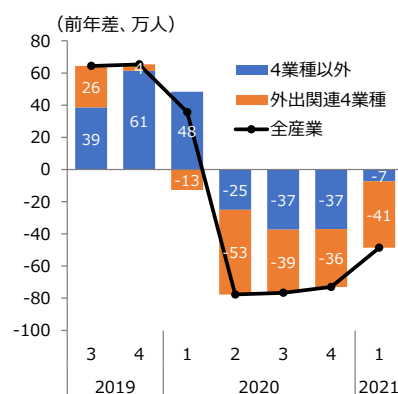
(3) 雇用・所得の動向

雇用環境は、産業・職業にばらつきを伴いつつ、持ち直しが継続

雇用環境は、改善が続いている。21 年 1-3 月期の就業者数は前年差▲49 万人と、2 回目の緊急事態宣言が発令されるなかでも、コロナ危機前からの減少幅が縮小した(図表 2-12)。

もっとも、業種や職業で労働需要の動向にばらつきがある。先行きの経営環境の不透明感が強い「外出関連 4 業種(宿泊業、飲食店、その他生活関連サービス(旅行業などを含む)、娯楽業)」以外では、就業者数の改善が進み、20 年 10-12 月期の前年差▲37 万人から 21 年 1-3 月期は同▲7 万人にまで回復した。一方、外出自粛の影響が大きい「外出関連 4 業種」では、新型コロナウイルスの感染拡大ペースの高まりや 2 回目の緊急事態宣言発令の影響もあって、減少幅が拡大した。

図表 2-12 就業者数



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

産業構成は大きく変化、産業間の労働移動支援が重要に

コロナ危機以降、需要の変化に合わせて、産業構成は大きく変化している。産業構成の変化の指標として、全産業に占める各産業の付加価値割合の前年差(絶対値)を合計すると、20 年以降は大きく上昇した(図表 2-13)。背景には、宿泊・飲食業、娯楽業、製造業、卸売・小売業などの産業に占める経済活動の割合は低下している一方、医療・福祉や情報通信業の割合は相対的に上昇していることがある。

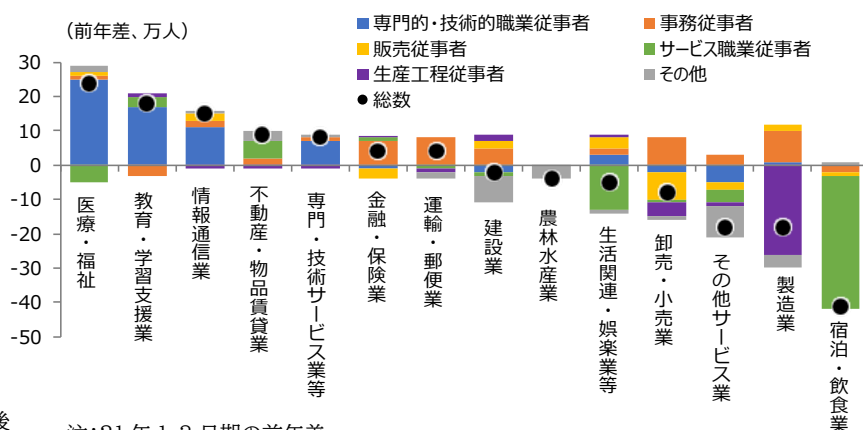
産業別の付加価値構成の変化にあわせて、今後は雇用維持策だけでなく、産業間の労働移動支援も重要となろう。コロナ危機以降に労働需要が減少している宿泊・飲食業や卸売・小売業などから、労働需要が増加している医療・福祉、情報通信業などへの労働移動が求められる。ただし、宿泊・飲食業や卸売・小売業などで減少しているのはサービス、販売従事者が中心である一方、医療・福祉、情報通信業で増加しているのは専門的・技術的職業従事者が中心であり、労働者の保有しているスキルに差異がある(図表 2-14)。産業間の労働移動には、スキルのギャップを埋める政策的支援が必要となる。

図表 2-13 産業構成の変化



注:産業構成割合の前年差(絶対値)の和。後方 2 年移動平均。16 業種。四半期ベース。
出所:経済産業省「鉱工業生産指数」「第 3 次産業活動指数」、内閣府「SNA 産業連関表」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 就業者数(産業×職業別)



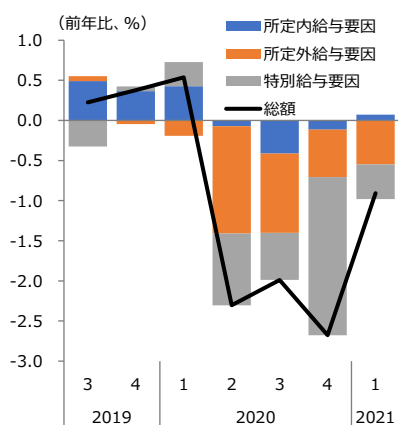
注:21 年 1-3 月期の前年差。
出所:総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

所得の減少続くなか給付金効果も剥落、若年層ほど大幅な所得減に直面

所得環境は、雇用環境に比べると持ち直しが遅れている。一般労働者の現金給与額は、所定内給与が増加に転じたものの、所定外給与(残業代など)や特別に支払われた給与(ボーナスなど)の減少が続いたことから、前年比マイナスでの推移となった(図表 2-15)。

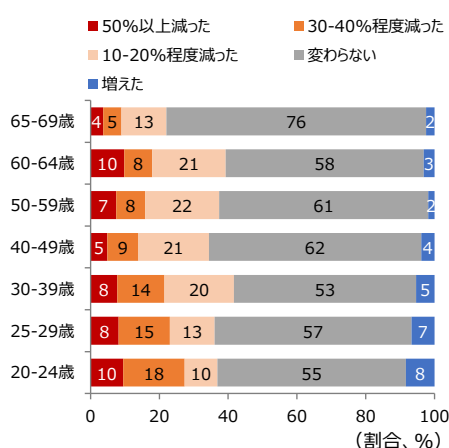
特に、非正規雇用や単身世帯の比率が高いとみられる若年層で、所得環境の悪化度合いが大きい模様だ。当社の生活者市場予測システム(mif)を用いた生活者 5,000 人を対象としたアンケート調査(21 年 4 月 16-19 日実施)によると、世帯主の年齢が低い世帯ほど、世帯収入が 30%以上減少した世帯の割合が高い(図表 2-16)。

図表 2-15 現金給与額



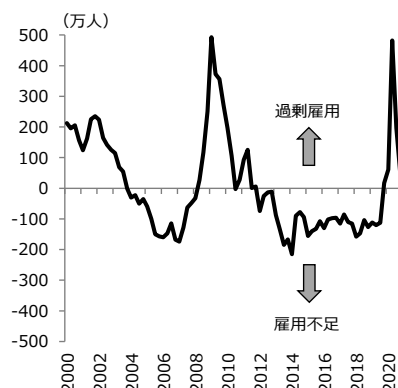
注:一般労働者。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」
より三菱総合研究所作成

図表 2-16 世帯収入の変化



注:19 年 12 月と比べた変化。世帯主の年齢別。
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 16-19 日に実施)

図表 2-17 過剰雇用の調整(全産業)



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 21 年 1-3 月期。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」、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推計

今後の雇用・所得環境は緩やかな回復を見込む

先行きの雇用・所得環境の改善ペースは緩やかな回復を予想する。雇用調整助成金は特例措置の期間が延長されたが、今後は段階的に縮小される見込みだ。コロナ危機が長期化するなか、外出関連の 4 業種など需要回復に時間がかかる業種では、正規職員にも雇用削減圧力が強まってくるだろう。経済活動と雇用者数の関係を用いて企業内で抱えている余剰労働力(過剰雇用)を推計したところ、21 年 1-3 月は再び増加に転じ、100 万人を超える高水準にある(図表 2-17)。倒産や廃業を通じた失業が今後も増加する可能性がある。コロナ危機後に労働需要が減少しているサービス職業から、需要が増えている専門的・技術的職業への労働移動にも時間がかかるであろう。

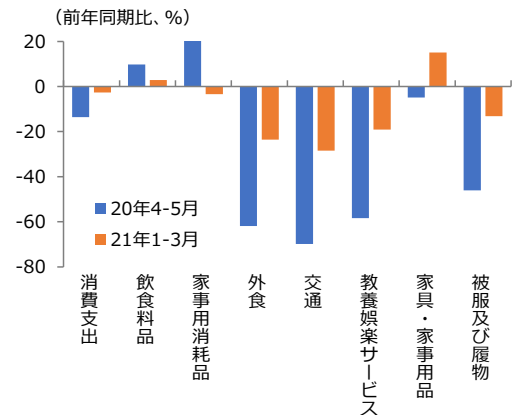
雇用が維持された場合でも、企業業績の悪化や先行きの経営環境に対する不透明感が強いなか、賞与カットなどを通じた人件費削減圧力は強いと見込む。20 年前半に行われた特別定額給付金による政策効果も剥落するため、21 年以降の可処分所得はコロナ危機前よりも低い水準で推移する可能性が高い。21 年は春闘での賃金上昇率も低下した。22 年以降は経済活動の段階的な正常化に伴い、雇用・所得環境は緩やかに改善するとみる。名目雇用者報酬は、21 年度は同+2.2%、22 年度は同+1.1%と予測する。

(4) 消費の動向

感染拡大による防疫措置強化で消費は減少

21年1-3月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲1.4%と減少した。2回目の緊急事態宣言の発令による防疫措置の厳格化などから3四半期ぶりに減少に転じたが、1回目の緊急事態宣言が実施された20年4-6月期と比べると、消費の減少幅はおよそ6分の1にとどまった。緊急事態宣言期間中の品目別消費をみると、外食や交通、教養娯楽サービスなど外出関連消費でも減少幅が縮小した(図表2-18)。防疫措置の対象業種・地域が限定されたこと、企業・国民の感染症対策の進展などが背景にある。

図表 2-18 緊急事態宣言下の名目消費



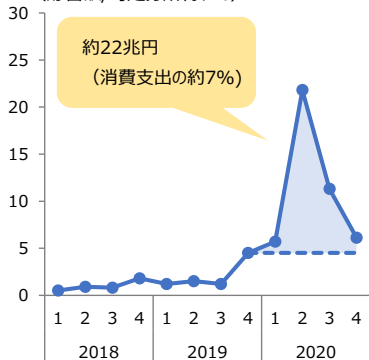
出所:総務省「家計調査報告」より三菱総合研究所作成

コロナ危機下で家計貯蓄は約 22 兆円上振れ

コロナ危機下で家計貯蓄は増加している。一人 10 万円の特別定額給付金の支給などの政策支援や、消費の抑制もあり、20年の家計貯蓄はコロナ危機がなかった場合の予測と比べ約 22 兆円増加したとみられる(図表 2-19)。この増えた貯蓄が、経済活動正常化のなかで消費に活用されるかが、先行きの消費回復のカギとなろう。

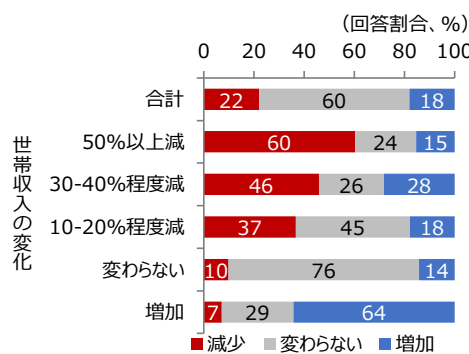
前出の mif 調査で、家計の貯蓄の変化を確認したところ、回答者の 2 割程度の世帯でコロナ危機前(19年12月)と比較し貯蓄が増加している。一方、コロナ危機前と比較し世帯収入が減少した世帯ほど、貯蓄が減少している割合が高く、収入の減少を貯蓄の取り崩しで賄っているとみられる(図表 2-20)。

図表 2-19 家計の貯蓄率 (貯蓄額/可処分所得、%)



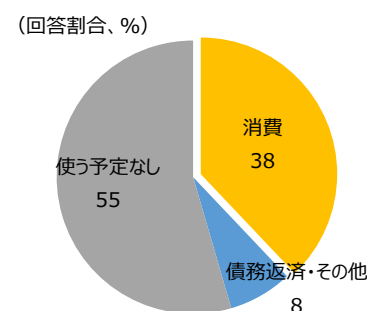
注:コロナ危機下で増えた貯蓄額は、①貯蓄額(または貯蓄率)が19年10-12月と変わらなかった場合の貯蓄額と、②実際の貯蓄額との差で計算。
出所:内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」より三菱総合研究所作成

図表 2-20 世帯収入変化別の貯蓄変化(生活者調査)



注:コロナ危機前(19年12月)と比較した、世帯貯蓄の増加。
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16-19日に実施)

図表 2-21 増えた貯蓄の使途(生活者調査)



注:コロナ危機前(19年12月)と比較し貯蓄が増加した世帯のみを対象に集計。
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(4月16-19日に実施)

増えた貯蓄の 4 割が消費に回る可能性、貯蓄から消費への動きにはコロナ収束がカギ

コロナ危機前と比較して貯蓄が増加した世帯に、その使途を確認したところ、増えた貯蓄の約 4 割が自動車や家具・家電などの消費に回る可能性がある(図表 2-21)。一方、6 割程度は、「使う予定なし」あるいは「債務返済」となっている。

増えた貯蓄の 4 割が仮にすべて消費に回った場合、約 8 兆円(消費の 3%弱)となり、消費の押し上げ効果は大きい。ただし、過剰貯蓄がすぐに消費に回るわけではない。増えた貯蓄を消費に活用する条件を聞いたところ、「コロナ流行の収束」や「防疫措置の解除」、ワクチン接種(「自分自身のワクチン接種」、「国民のワクチン接種率向上」)など、コロナ関連の条件を回答する割合が高い。特に室外娯楽(旅行やスポーツ観戦、テーマパークなど)では、他の財に比べ「コロナ流行の収束」を条件とする割合が高い(図表 2-22)。

ワクチン接種が進展、コロナ流行もある程度収束し経済活動が正常化すれば、貯蓄から消費への動きが進むとみられる。ただし、現在の感染状況やワクチン接種の見込みを考えると、21年度中は大きな動きにはならないだろう。

図表 2-22 増えた貯蓄を消費に回すための条件

(回答割合、%)	自動車	家具・家電	室外娯楽	室内娯楽	衣料・服飾品	住宅	教育・学習・習い事
特に条件はない	50	51	35	46	58	48	54
防疫措置の解除	6	6	15	8	5	8	10
自分自身のワクチン接種	7	8	23	10	9	14	14
国民のワクチン接種率向上	16	11	23	12	9	10	12
コロナ流行の収束	9	15	32	16	13	10	13
所得の改善	13	14	9	13	10	15	13
将来不安の軽減	11	8	9	8	7	9	8

注：コロナ危機前と比較し貯蓄が増加した世帯のみを対象に集計。特に条件はないのみ単一回答。他の選択肢は複数回答。
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16-19日に実施)

防疫措置再強化で弱い回復にとどまる

21年度の消費は防疫措置の長期化から弱い回復にとどまるとみる。変異株の流行やワクチン接種に時間を要するとみられることから、21年度中は防疫措置の強化と経済活動再開を繰り返すとみられる。また、外出自粛の影響が大きい業種(飲食・宿泊、娯楽サービスなど)を中心に、21年度中は雇用・所得環境の持ち直しペースも緩やかにとどまることも、消費回復の重しとなろう。22年度はワクチン接種が進展し、経済活動も正常化が進むことから、消費は緩やかに回復していくとみる。実質民間最終消費支出の伸びは、21年度+3.5%、22年度+2.8%と予測する。

(5) 物価の動向

需給ギャップが重しも物価は緩やかな上昇へ

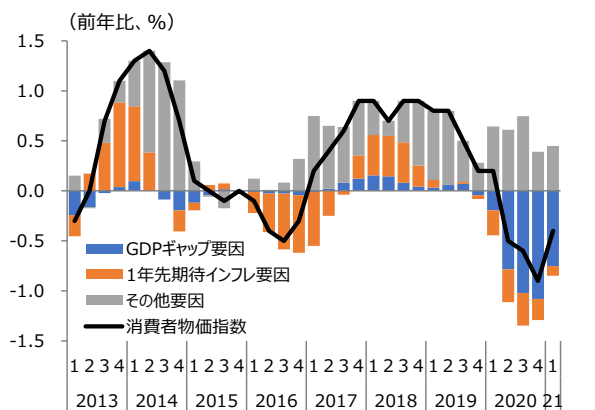
21年1-3月期の消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合指数が前年比▲0.4%と、4四半期連続のマイナスの伸びとなった(図表 2-23)。

外出関連の品目では、需要が減少した品目ほど、物価が低下する傾向がある(図表 2-24)。もっとも、外出関連のすべての品目で物価が低下しているわけではない。消費支出の大幅な減少に伴い、価格が需要に反応しやすい航空運賃、パック旅行、宿泊料の物価は大きく低下している一方、価格が固定的なバス代、鉄道運賃の物価は低下していない。また、タクシー代、入場・観覧・ゲーム代、月謝類などでは、物価が上昇している。

先行きは、緩やかな物価上昇を見込む。政策効果やエネルギー価格下落の影響の一巡、海外経済の回復を背景とした商品価格の上昇などから、物価は緩やかに上昇するとみる。ただし、携帯電話料金の値下げが下押し圧力となるほか、内外需環境の悪化を背景に、21年度の需給ギャップは▲3.9%と見込まれ、物価上昇の重しとなるだろう(図表 2-23)。これらを踏まえると、生鮮食品除く消費者物価(コア CPI)は、21年度+0.2%、22年度+0.6%と予測する。

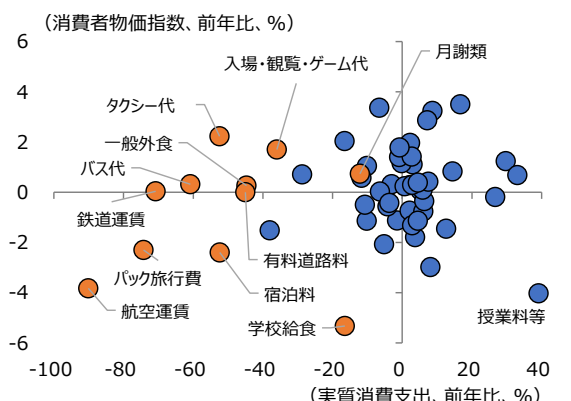
日本銀行は21年3月の金融政策決定会合において、長期金利変動幅の拡大(±0.20%から±0.25%)やETF買入方針の見直し(年6兆円の購入目安の削除)など、金融緩和の長期化を見据えた政策修正を実施した。GDPギャップは22年度末時点でも▲2%程度のマイナスが残るとみており、日本銀行が目標とする物価上昇率2%を大きく下回る状況が続くとみられる。ワクチンの普及遅れにより、外出関連業種を中心に資金繰り支援が必要な局面も続くとみられる。長期化する金融緩和の副作用に配慮しつつ、22年度にかけては緩和的な金融政策運営を継続するとみており、金融政策が引き締めに転じるのは23年度以降になるとみる。

図表 2-23 物価上昇率の要因別内訳



注：物価は生鮮食品除く総合。消費税調整済指数。1年先期待インフレは、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」の1年後の物価見通しを使用。
出所：総務省「消費者物価指数」、内閣府「月例経済報告」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 品目別支出と物価上昇率



注：21年1-3月期。エネルギー関連は除く。オレンジ色は外出関連の品目(外出、交通、教養娯楽サービス)を示す。
出所：総務省「消費者物価指数」、「家計調査」より三菱総合研究所作成

(6) まとめ

21年度はワクチン普及とともに段階的に経済活動正常化、22年度は自律的回復へ

ワクチンの普及が遅れるなか、感染力の強い変異株の拡大もあり、短い間隔での緊急事態宣言の発令を余儀なくされている。

少なくとも21年度中は、感染状況に応じた防疫措置の強化と解除を繰り返すとみている。企業活動は総じてみれば持ち直していくものの、防疫措置再強化の影響を受ける外出関連業種では企業活動や雇用の回復には時間を要するとみられ、景気回復の重しとなろう。21年度の実質GDP成長率は、前年の反動と米中向け輸出の増加、ワクチン接種の進展による段階的な経済活動の正常化により、前年比+3.0%と予測する。なお、前回2次QE後の見通し(同+3.8%)からの下方修正の要因としては、①3回目の緊急事態宣言による21年4-6月期の成長率下振れに加え、②21年1-3月期の落ち込みが想定していたより小さく、4-6月に見込んでいた反動も小さくなったことがある。

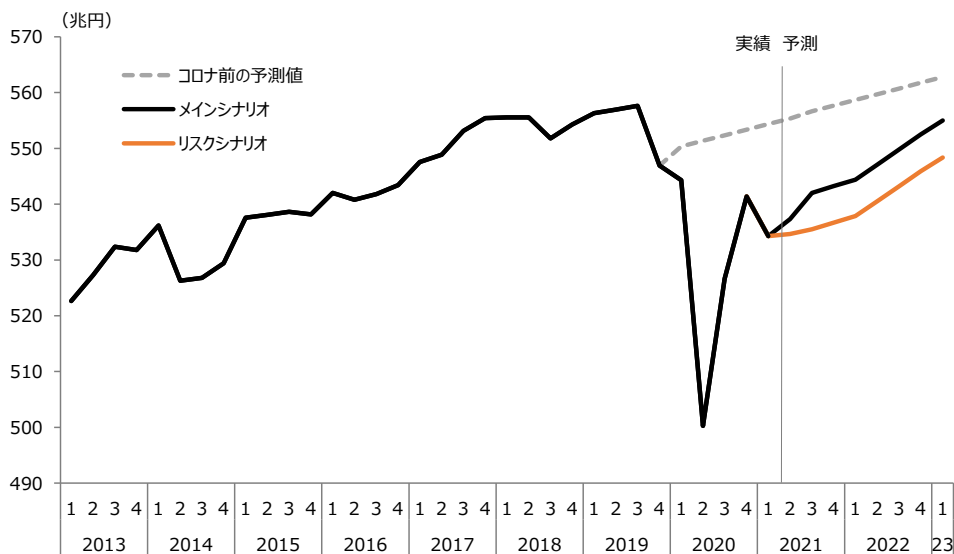
22年度は、ワクチンの普及により、経済活動の正常化が本格的に進むとみる。遅れていた飲食・宿泊、娯楽サービスなど外出関連業種が本格的に回復するとみる。22年度は内需を中心とする自律的な回復力が強まり、前年比+1.7%と予測する。GDPがコロナ危機前の水準(19年10-12月期)を回復するのは22年半ばとなろう。

試算の前提として、ワクチン接種は1日当たり50万回程度(直近は25万回程度)、希望する成人への接種完了は22年半ばを想定する。原油価格(WTI)は22年度末にかけて65ドル程度、日経平均株価は22年度末にかけて28,000円程度、為替レートは22年度末にかけて110円/ドル程度での推移を想定した。

先行きのリスクは、米中対立の波及およびワクチン接種の遅れだ。米中間でのサプライチェーンの見直しや輸出規制などが、特定の戦略分野にとどまらずエスカレートすれば、日本企業の収益環境は悪化する。また、日本が米国と連携して「台湾海峡の平和と安定」に言及したことに対して、中国は内政干渉として反発しており、中国国内での日本企業製品の不買運動や日本に対する輸出入規制などにつながるおそれもある。

また、ワクチン接種については、政府は7月末までに高齢者3,600万人の接種を完了することを目標とし、大規模接種会場の設置など接種スピードの加速に取り組んでいるが、現時点で、諸外国と比較し日本のワクチン接種は遅れている。経済活動の正常化のタイミングが遅れることで短期的な経済損失が大きくなるばかりでなく、①グリーンやデジタルなどへの投資、あるいは②成長が期待される産業への労働移動など、ポストコロナで求められる対応でも遅れをとり、中長期的な成長力でも主要国と格差がひらく可能性がある。

図表 2-25 実質 GDP の見通し



注:シナリオの前提は総論 P.7 を参照。
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 2-26 2021～2022 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (メインシナリオ)

項目 (%)	実績				予測			
	2019年度		2020年度		2021年度		2022年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	▲ 0.5	***	▲ 4.6	***	3.0	***	1.7	***
内需	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 4.0	▲ 4.1	2.2	2.1	1.8	1.8
民需	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 6.5	▲ 4.9	2.6	1.9	2.6	1.9
民間最終消費支出	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 6.0	▲ 3.3	3.5	1.9	2.8	1.5
民間住宅投資	2.5	0.1	▲ 7.1	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.0	0.5	0.0
民間企業設備投資	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 6.9	▲ 1.1	1.6	0.3	2.9	0.5
民間在庫投資	***	0.0	***	▲ 0.2	***	▲ 0.2	***	▲ 0.0
公需	1.9	0.5	3.2	0.8	1.0	0.3	▲ 0.6	▲ 0.2
政府最終消費支出	2.0	0.4	3.1	0.6	0.9	0.2	▲ 1.2	▲ 0.3
公的固定資本形成	1.5	0.1	4.0	0.2	1.2	0.1	1.3	0.1
外需 (純輸出)	***	▲ 0.4	***	▲ 0.6	***	0.9	***	▲ 0.0
輸出	▲ 2.2	▲ 0.4	▲ 10.4	▲ 1.8	10.5	1.8	1.5	0.3
輸入	0.2	0.0	▲ 6.8	1.2	5.1	0.9	1.6	0.3
名目GDP	0.3	***	▲ 4.0	***	3.3	***	2.6	***

出所:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-27 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測 (メインシナリオ)

		実績				予測								
		2020		2021		2022				2023				
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	-0.5%	-8.1%	5.3%	2.8%	-1.3%	0.6%	0.9%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
	前期比年率	-1.9%	-28.6%	22.9%	11.6%	-5.1%	2.3%	3.5%	0.9%	0.9%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
	前年比	-4.7%				2.0%				1.7%				
	前年度比	-0.5%	-4.6%				3.0%				1.7%			

出所:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-28 日本経済予測の総括表(メインシナリオ)

(単位：10億円、%)

	年度				年度 (前年比)				
	2019 実績	2020 実績	2021 予測	2022 予測	2019 実績	2020 実績	2021 予測	2022 予測	
名目	国内総生産 (=GDP)	558,265	535,721	553,391	567,653	0.3%	▲4.0%	3.3%	2.6%
	民間最終消費支出	304,197	285,939	297,862	308,853	▲0.3%	▲6.0%	4.2%	3.7%
	民間住宅投資	21,382	19,947	20,073	20,331	4.1%	▲6.7%	0.6%	1.3%
	民間設備投資	91,550	84,789	86,782	89,858	▲0.2%	▲7.4%	2.4%	3.5%
	民間在庫品増加	2,106	616	▲36	▲77	***	***	***	***
	政府最終消費支出	111,715	114,370	115,933	114,986	2.4%	2.4%	1.4%	▲0.8%
	公的固定資本形成	29,259	30,524	31,132	31,876	3.1%	4.3%	2.0%	2.4%
	公的在庫品増加	▲6	8	161	317	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,938	▲471	1,485	1,509	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	95,729	84,222	95,422	97,586	▲5.4%	▲12.0%	13.3%	2.3%
財貨・サービス輸入	97,667	84,693	93,937	96,077	▲4.2%	▲13.3%	10.9%	2.3%	

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

実質	国内総生産 (=GDP)	551,471	525,852	541,746	551,105	▲0.5%	▲4.6%	3.0%	1.7%
	民間最終消費支出	299,744	281,726	291,514	299,630	▲1.0%	▲6.0%	3.5%	2.8%
	民間住宅投資	20,397	18,943	18,856	18,947	2.5%	▲7.1%	▲0.5%	0.5%
	民間設備投資	90,510	84,249	85,624	88,068	▲0.6%	▲6.9%	1.6%	2.9%
	民間在庫品増加	2,181	1,038	89	58	***	***	***	***
	政府最終消費支出	110,847	114,246	115,225	113,829	2.0%	3.1%	0.9%	▲1.2%
	公的固定資本形成	28,041	29,156	29,500	29,877	1.5%	4.0%	1.2%	1.3%
	公的在庫品増加	▲10	▲16	130	285	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲199	▲3,890	889	793	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	102,682	91,958	101,607	103,155	▲2.2%	▲10.4%	10.5%	1.5%
財貨・サービス輸入	102,880	95,847	100,717	102,363	0.2%	▲6.8%	5.1%	1.6%	

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

指数	鉱工業生産指数	99.9	90.4	98.7	101.2	▲3.7%	▲9.5%	9.2%	2.5%
	国内企業物価指数	101.6	100.2	102.6	104.6	0.1%	▲1.4%	2.3%	2.0%
	消費者物価指数 (生鮮除く総合)	101.9	101.4	101.6	102.2	0.6%	▲0.4%	0.2%	0.6%
	GDPデフレーター	101.2	101.9	102.1	103.0	0.9%	0.6%	0.2%	0.8%
	完全失業率	2.4%	2.9%	2.7%	2.5%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数 (万戸)	88.4	81.2	83.1	84.4	▲7.3%	▲8.1%	2.3%	0.9%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支 (10億円)	18,927	18,204	19,189	18,996	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲1,233	172	932	1,507	***	***	***	***
	貿易収支	484	3,905	4,483	4,578	***	***	***	***
	輸出	74,748	68,323	78,121	79,893	▲6.9%	▲8.6%	14.3%	2.3%
	輸入	74,264	64,418	73,638	75,316	▲6.8%	▲13.3%	14.3%	2.3%
	通関収支戻 (10億円)	▲1,281	1,301	3,020	3,077	***	***	***	***
通関輸出	75,879	69,487	78,612	80,388	▲6.0%	▲8.4%	13.1%	2.3%	
通関輸入	77,160	68,186	75,592	77,312	▲6.3%	▲11.6%	10.9%	2.3%	

為替	国債10年物利回り	-0.10%	0.04%	0.08%	0.09%	***	***	***	***
	M2	1,034,561	1,118,312	1,162,384	1,204,247	2.6%	8.1%	3.9%	3.6%
	日経平均株価	21,915	24,462	28,589	28,537	▲0.3%	11.6%	16.9%	▲0.2%
	原油価格 (WTI、ドル/バレル)	54.7	42.4	64.1	64.1	▲13.1%	▲22.4%	51.2%	0.0%
	円/ドル レート	108.8	106.0	109.1	110.4	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.111	1.167	1.204	1.190	***	***	***	***
円/ユーロ レート	120.9	123.7	131.4	131.4	***	***	***	***	

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

21年1-3月期は+6.4%成長、ワクチン接種と財政支出が寄与

21年1-3月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+6.4%となった。個人消費(同+10.7%)や設備投資(同+9.9%)、住宅投資(同+10.8%)など、内需が経済回復を主導している。ワクチン接種進展による行動抑制の緩和や巨額の財政支出が内需を支え、企業・消費者のマインドも改善している(図表3-1)。

米国では「4月末までに2億回のワクチン接種」という目標を前倒しで達成し、新たに「7月4日までに成人の7割が最低1回の接種を完了」することを掲げている。接種ペースは鈍化気味ではあるが、今年後半にかけて経済活動が正常化していく可能性がある。

「大きな政府」を志向、中国への対抗姿勢も鮮明に

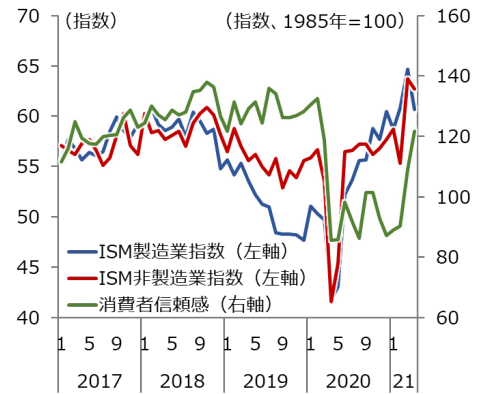
バイデン政権は拡張的な財政政策による景気下支えを続ける模様だ。3月には一人最大1,400ドルの現金給付や失業給付特例の延長を含む1.9兆ドル規模の経済対策「米国救済計画」が成立し、景気急回復が期待されるなか、新たに「米国雇用計画」および「米国家族計画」を相次いで発表した(図表3-2)。

3月に発表された「米国雇用計画」は、①老朽化した国内インフラの修繕、②重要産業への投資・支援、③気候変動対策、の3項目を中心に、8年間で2.3兆ドルの投資を行い、10年間で1,900万人の雇用を創出することを目的とする。特筆すべきは②重要産業への投資・支援である。従来米国は新自由主義にもとづき、民間企業や市場の主導により、研究開発など産業競争力を強化してきたが、本計画では、半導体生産の国内生産強化やAI・バイオ等の重要分野における研究開発投資を、政府が積極支援する姿勢が打ち出された。官民一体で研究開発を推進する中国との競争を強く意識したとみられる(図表3-3)。先行して2月にはレアアース・半導体・蓄電池・医薬品の4戦略物資のサプライチェーン見直し・強化を求める大統領令に署名するなど、中国への対抗姿勢を鮮明にしている。一方で、③気候変動対策に関しては、4月に実施された気候変動サミットで新たな温室効果ガス削減目標を設定するなど、最重要政策の一つとして取り組んでおり、主導権争いはみられたものの、中国とも協調しながら進めていく姿勢をみせている。

また、4月に発表された1.8兆ドル規模の「米国家族計画」では、教育や育児への支援や労働者の休暇取得への援助、子育て世帯に対する税控除など、「将来の競争に勝つために」将来世代への投資を行うとしている。

このようにバイデン政権の財政政策は、「大きな政府」による景気回復を志向し、短期的な止血策から長期的な成長戦略へと舵を切るとともに、台頭する中国を強く意識したものとなっている。

図表3-1 企業・家計マインド



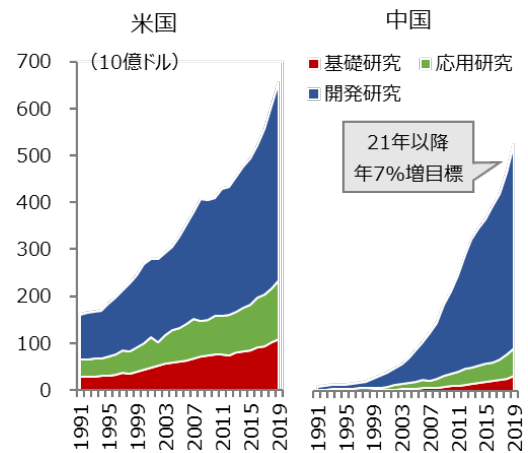
出所: The Conference Board, Institute for Supply Management® (ismworld.org)より三菱総合研究所作成

図表3-2 財政支出計画の主要内容

	予算規模	主要内容	財源
米国救済計画 (21年3月成立)	1.9兆ドル	<ul style="list-style-type: none"> 一人1,400ドルの現金給付 失業給付上乘せの延長 地方政府援助 ワクチン・検査支援 	言及無し (当面は国債)
米国雇用計画 (21年3月発表)	8年間で 2.3兆ドル	<ul style="list-style-type: none"> 交通等の社会インフラ投資 気候変動対策投資 研究開発・供給網整備支援 	企業への増税 <ul style="list-style-type: none"> 法人増税(21%→28%) 多国籍企業・大企業への課税強化
米国家族計画 (21年4月発表)	10年間で 1.8兆ドル	<ul style="list-style-type: none"> 教育機会の拡充 育児家庭や低所得家庭への減税措置 保育・育児支援 有休・病気休暇取得助成金 	富裕層への増税 <ul style="list-style-type: none"> 年収100万ドル超の者へのキャピタルゲイン増税(20%→39.6%) 所得最高税率引上げ(37%→39.6%)

出所: 各種資料より三菱総合研究所作成

図表3-3 研究開発費



出所: OECDより三菱総合研究所作成

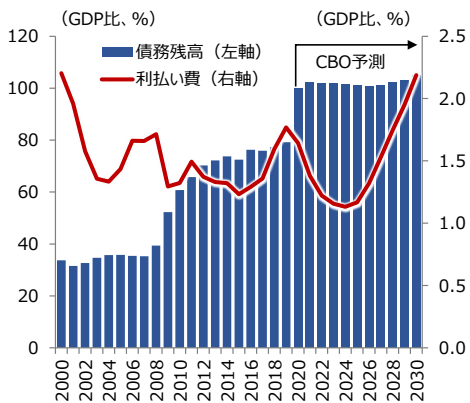
政府債務が過去最高のなか、増税の実現が焦点

バイデン政権は今夏にも上記2計画の成立を目指しているが、「大きな政府」に対しては反対意見も根強い。既にコロナ関連の財政支出が米国救済計画を含め5兆ドル以上にのぼり、政府債務が過去最高水準となるなか(図表3-4)、さらなる財政拡張は共和党を中心に反発強く、議会調整の難航が予想される。

財源として、「米国雇用計画」は法人増税(21%→28%)および多国籍企業・大企業への課税強化で、「米国家族計画」は所得最高税率の引き上げ(37%→39.6%)および年収100万ドル超の富裕層へのキャピタルゲイン課税強化(20%→39.6%)で賄うとしているが、経済界等からは反対も多い。米経済団体 Business Roundtable の調査では、多くの経営者が法人増税による企業活動の悪化を懸念している(図表 3-5)。

ただし、経済がある程度正常化した段階での増税は中長期的にはポジティブな面もある。債務拡大による金利上昇抑止や過度な資産価格の調整、格差拡大(図表 3-6)の緩和による社会安定などである。最終的には予算規模縮小の上、増税幅を抑えるといった妥協案が成立する公算だ。法人税では、多国籍企業による行き過ぎた節税が国際的にも問題視されており、G20 で国際最低税率の導入を米国主導で目指す動きもある。これにより国際的な税率引き下げ競争に歯止めをかけられれば、競争力低下も緩和できよう。

図表 3-4 政府債務残高(GDP 比)



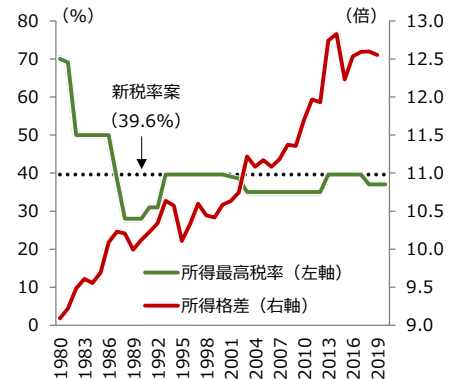
注:21年2月時点の予測。上述の3つの財政政策(図表 3-2)は含まれない。
出所:CBO より三菱総合研究所作成

図表 3-5 法人増税の影響 (CEO アンケート)

競争力に中程度～非常に大きな悪影響を及ぼす	98%
研究開発投資に悪影響を及ぼす	75%
雇用に悪影響を及ぼす	71%
賃金の伸びが鈍化する	約 66 %

注: 3月8-19日に実施。178名(会員企業の84%)のCEOが回答。
出所:Business Roundtable より三菱総合研究所作成

図表 3-6 所得税と所得格差



注:所得格差は「上位10%所得÷下位10%所得」。
出所:米国国勢調査局、Tax Policy Center より三菱総合研究所作成

現金給付による経済効果は剥落も、防疫措置緩和により貯蓄が消費に回る

ワクチン普及加速による防疫措置緩和や上述の経済対策によって、米国景気の回復は個人消費が牽引している。特に、現金給付を受け取った低所得層ではコロナ危機前の水準を大きく上回る支出を行っている(図表 3-7)。1-3月期の家計支出をみると、コロナ危機前(19年10-12月)と比べ、外食・宿泊・娯楽など外出関連サービス業では未だに落ち込みが大きい一方で、耐久財・非耐久財への支出は増加している(図表 3-8)。

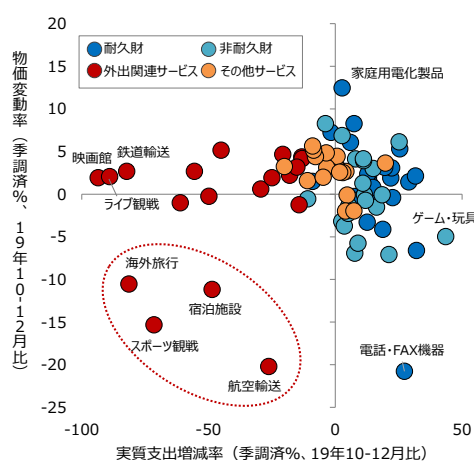
さらに、20年の消費控えや現金給付など移転所得の増加によって、家計の過剰貯蓄(19年末の月間貯蓄額が続いた場合を上回る貯蓄額)は約2.4兆ドル(年間消費の2割弱)積み上がっている(図表 3-9)。年央にかけて現金給付の急激な押し上げ効果は剥落するものの、ワクチン接種がさらに進み、経済活動が正常化するとともに労働市場の回復が進めば、過剰貯蓄が消費に回るとみられることから、今後も消費は底堅く推移し、景気回復を主導するだろう。米国のGDPギャップは早くも21年4-6月期には需要超過へと転じる見込みだ(総論 P.7)。また、支出先としても、航空旅客者数や宿泊施設の予約件数が今年に入って増加するなど、外出サービス業でもペントアップ需要による消費増加の兆しがみえる。

図表 3-7 所得階層別の消費



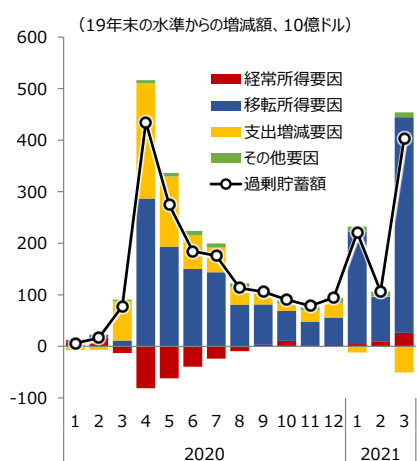
注:破線は給付開始日。クレジット・デビットカードの日々支出額。直近は4月25日。
出所:Opportunity Insights より三菱総合研究所作成

図表 3-8 項目別支出と物価上昇率



注:主要項目のみ抜粋。21年1-3月。
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-9 家計の過剰貯蓄

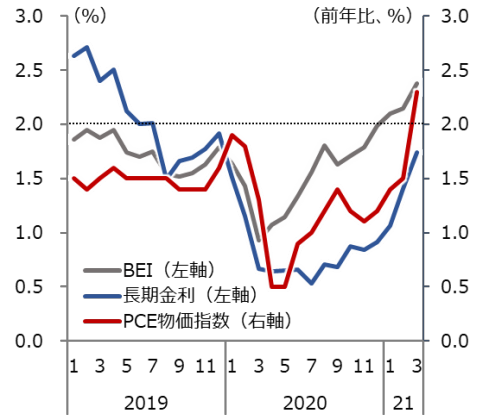


出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

力強い景気回復が期待される一方、急激な物価上昇が懸念される。3月のPCE物価指数は前年比+2.3%、4月の消費者物価指数(CPI)は同+4.2%と、FRBの目標である2%を上回っているほか、期待インフレ率の上昇によって長期金利が上昇していることから(図表3-10)、3、4月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で何らかの方針転換があるか注目されていた。結果的に、経済の現状判断や見通しは上方修正されたが、①物価上昇は一時的なものであり、これにより政策金利を引き上げることはないこと、②予測ではなく結果を重視すること、③経済・労働環境は完全な状態には遠いことなどが強調され、早期出口論に釘を刺す形となった。金利抑制にも言及されず、景気回復による物価上昇を織り込んだ長期金利上昇は想定内と黙認し、株価の自律的な調整を促す狙いがあるとみられる。

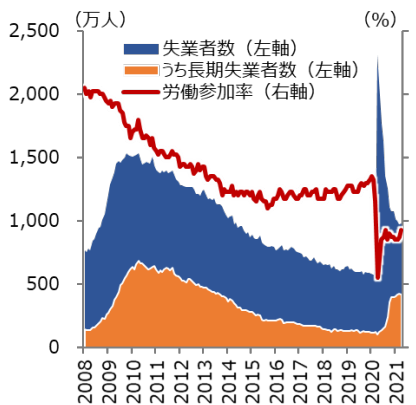
FRBは、金利引き上げより前に資産買い入れ規模の縮小(テーパリング)に動く意向を示すとともに、資産購入を「最大雇用と物価安定の目標に向けて大幅な進展がみられるまで」、ゼロ金利を「インフレ率の期間平均が安定的に2%を上回るまで」続けるとコミットしている。労働市場は、労働参加率が低い状態が続いていること、長期失業者の割合が高まっていることを踏まえると(図表3-11)、テーパリング開始は22年以降、利上げは23年以降になると見込む。ただし、資源価格高騰など一時的要因にとどまらず、物価が下落している外出関連サービス業(前掲図表3-8、破線部)でも消費が戻ることで物価が反発に転じ、構造的に物価が上昇し続ける事態となれば、金融緩和の縮小を前倒ししなければならない可能性がある。FF金利先物をもみても、市場が織り込む利上げのタイミングは前倒しされつつある(図表3-12)。株価上昇に加え、現金給付等により個人投資家による株式投資が増加した結果、家計金融資産における株式の割合は過去最高水準となるなど(図表3-13)、金融市場の動揺が景気に与える悪影響は大きい。

図表 3-10 長期金利・物価上昇率



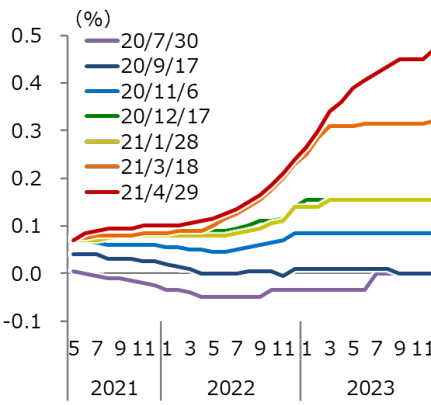
注:BEIは市場の期待インフレ率を示す。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 3-11 失業者と労働参加率



注:長期失業は27週以上失業している人。
直近は21年4月。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 市場の政策金利見通し



注:FOMC翌日の市場金利見通しをFF金利先物の価格から計算。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 3-13 家計金融資産の株式・投信保有割合



注:家計とNPOの金融資産における割合。
直近は20年10-12月期。
出所:FRBより三菱総合研究所作成

21年の成長率は+6.8%を予想、内需主導の回復が持続

21年の米国経済はワクチン接種の進展により、個人消費や設備投資などの内需主導の回復が続くと見込む。21年の実質GDP成長率は+6.8%と予想する(図表3-14)。米国救済計画の成立とワクチン接種の加速により、前回2月見通し時から上方修正した。22年のGDP成長率は+3.3%と予想する。米国雇用計画および家族計画が21年末に成立した場合でも、政府支出の増加や中長期的な競争力の向上が期待できる反面、増税が短期的には個人消費や設備投資を押し下げたため、22年への影響は限定的であると見込む。

先行きとして、変異株の流行やワクチン接種の遅れ等コロナ関連リスクが引き続き残るのに加え、今後は金融政策の出口早期化や、供給制約による生産活動の妨げ(総論 p.5)にも注意が必要だ。

図表 3-14 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2019	2020	2021	2022
実質GDP	2.2	▲3.5	6.8	3.3
個人消費	2.4	▲3.9	9.4	2.6
設備投資	2.9	▲4.0	8.0	4.9
住宅投資	▲1.7	6.1	14.2	4.4
在庫投資寄与度	▲0.0	▲0.7	0.3	0.2
政府支出	2.3	1.1	1.4	6.2
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.0	▲1.8	▲0.5
輸出等	▲0.1	▲12.9	8.3	8.7
輸入等<控除>	1.1	▲9.3	16.4	8.3
FFレート誘導水準(年末)	1.5-1.75	0.0-0.25	0.0-0.25	0.0-0.25
失業率	3.7	8.1	5.1	4.2

出所:三菱総合研究所

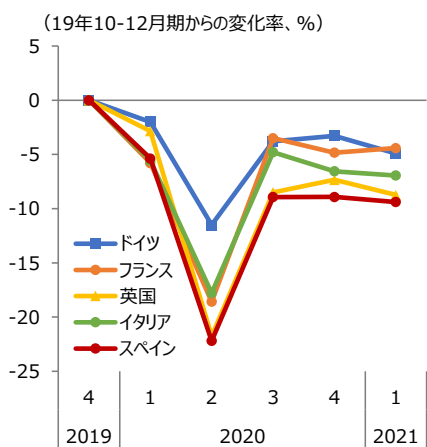
4. 欧州経済

21年1-3月期のGDPは2四半期連続でマイナス成長

21年1-3月期の欧州主要5カ国の実質GDP成長率は、季調済前期比▲0.9%と2四半期連続でマイナス成長となった。変異株の流行もあり新型コロナウイルスの感染拡大ペースが再度加速。各国でロックダウンの延長・再導入がなされ、経済活動の抑制度合いが強まったことが、GDPの減少につながった(図表4-1)。特に、「芸術・娯楽等」「卸小売・輸送・宿泊飲食」など外出関連の産業でGDPの落ち込みが大きく、GDP全体を押し下げている(図表4-2)。

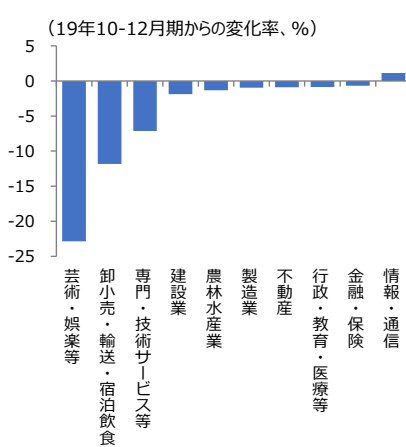
先行きの欧州経済は、既に開始されているワクチン接種のペースに左右される。今後もこれまでと同じペースでワクチン接種が進めば、早いペースでワクチン接種が進む英国では21年半ば、4月以降に接種ペースが高まった大陸欧州は21年末頃には、集団免疫の達成が見込まれる(図表4-3)。22年以降は、集団免疫の達成に伴い、経済活動の回復ペースが高まることが期待される。

図表4-1 実質GDP



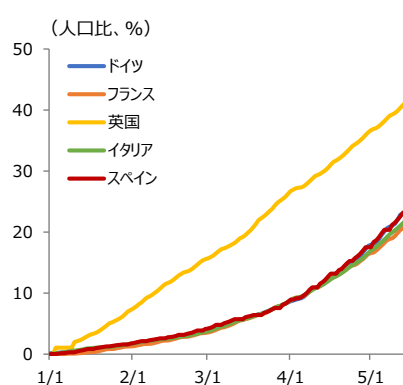
出所: Eurostat, ONS より三菱総合研究所作成

図表4-2 産業別GDP



注: ユーロ圏。20年10-12月期。出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-3 ワクチン接種状況(累積)

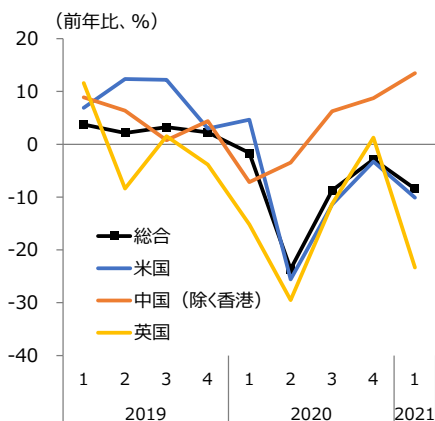


注: 累積ワクチン接種数は、累積接種回数データのデータを2で割って計算したもの。出所: Our world in data より三菱総合研究所作成

内需・外需はともに21年初に悪化も、企業活動は年後半に回復ペースが強まると予想

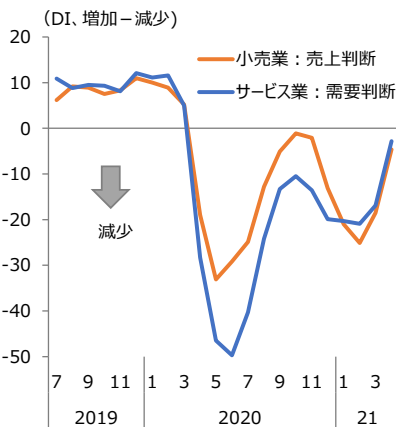
ユーロ圏の企業活動は、製造業では景況感(PMI)が20年半ば以降、拡大・縮小の目安である50を上回って推移した。もっとも、21年入り後は輸出の減少幅が拡大。特にEU離脱の移行期間の終了により、通関手続きが復活した英国向け輸出の落ち込みが大きい(図表4-4)。企業による小売売上判断も持ち直しているものの、「減少」超であり、域内の財需要も21年初は力強さを欠く(図表4-5)。サービス業は、域内の外出自粛による消費の落ち込みが重しとなり、企業の景況感(PMI)、需要判断ともに低い水準での推移が続いた(図表4-5)。資金繰り不安はやや和らいでいるものの、企業の設備投資姿勢は慎重化している模様だ(図表4-6)。

図表4-4 輸出(仕向け地別)



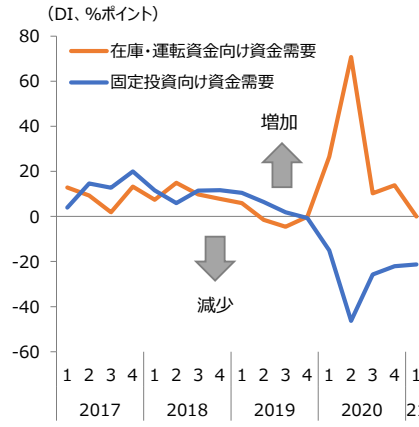
注: 21年1-3月期は、21年1-2月平均。出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-5 企業の業況判断



注: ユーロ圏。出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-6 企業の資金需要



注: ユーロ圏。出所: ECB より三菱総合研究所作成

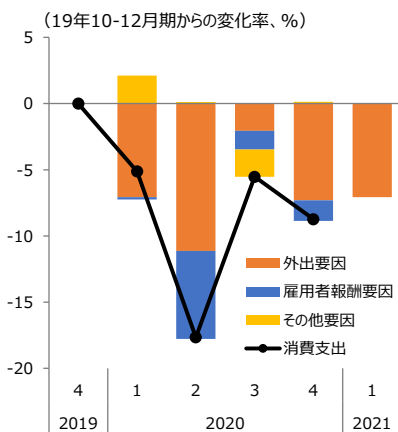
先行きの生産・企業活動は感染拡大ペースの高止まりを受け、21 年前半にかけて落ち込んだ状態が続く可能性が高い。21 年半ば以降は、米中経済の回復を背景とする輸出の回復は押し上げ要因となるほか、ワクチン接種による集団免疫獲得により内需も改善することから、回復ペースが加速すると見込む。

コロナ危機が消費を抑制、雇用・所得環境の回復の遅れが先行きの懸念材料

消費は再び悪化に転じている。背景には、新型コロナの感染拡大ペースの高止まりにより、各国でロックダウンが延長・再導入されていることがある。消費支出を要因分解すると、外出抑制が消費を大きく押し下げているほか、雇用・所得環境の悪化もマイナス寄与となっている(図表 4-7)。

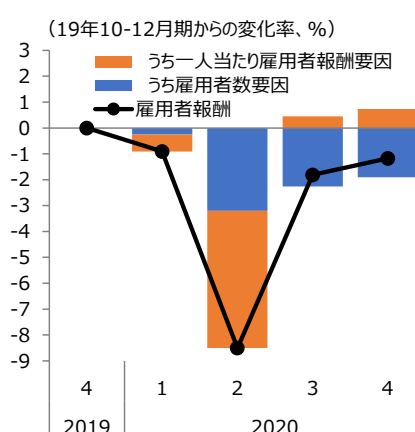
先行きの消費は、21 年前半にかけて回復力の鈍い状態が続くとみる。感染者数の増加ペースの高止まりは当面続くとみられるほか、雇用・所得環境の悪化による家計の購買力低下も消費の重しとなろう。政府による雇用維持策にもかかわらず、雇用者数は減少し、雇用者報酬は落ち込んでいる(図表 4-8)。労働時間の調整により企業内で維持されている雇用も削減が進み、消費の抑制が一段と強まる恐れがある。22 年以降は、集団免疫が形成される可能性が高く、それに伴い、消費や雇用環境の回復ペースが高まると予想する。

図表 4-7 消費支出の要因分解



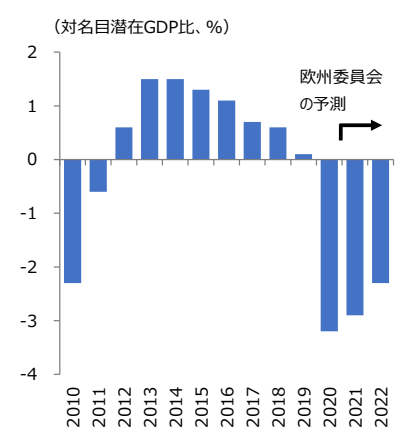
注:独仏伊西の4カ国。
出所: Google「COVID-19 Community Mobility Reports」、Eurostatより三菱総合研究所作成

図表 4-8 雇用者報酬



注:ユーロ圏。
出所: ECBより三菱総合研究所作成

図表 4-9 構造的財政収支



注:ユーロ圏。利払いを除く。
出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

22 年にかけて、欧州主要 5 カ国経済は持ち直しへ

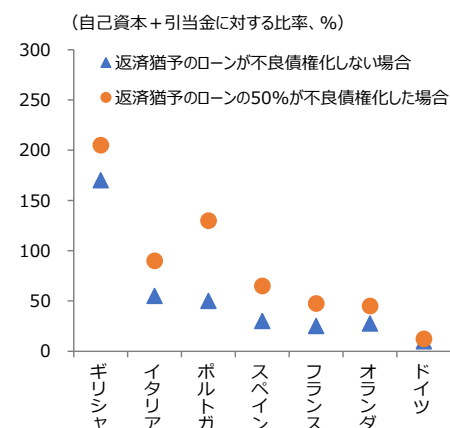
21 年の欧州主要 5 カ国経済は、①一定の防疫措置、②雇用・所得環境が悪化した状態継続、③財政悪化懸念による財政支援の縮小(図表 4-9)が重しとなるものの、ワクチンの普及を背景に持ち直しの動きが続くだろう。22 年は集団免疫を獲得する国を中心に防疫措置が緩和され、経済活動の回復傾向が強まるとみる。欧州復興基金の稼働も経済にプラスとなろう。ワクチン普及とともに段階的に防疫措置を緩和するメインシナリオ(詳細は総論 P.7 参照)のもとで、21 年の実質 GDP 成長率は前年比+4.5%、22 年は同+3.1%と予想する。コロナ危機前のピーク(19 年 10-12 月期)にまで回復するのは 22 年後半以降となる見込みだ。

最大の下振れリスクは、ロックダウンの長期化

先行きの下振れリスクは、ロックダウンの長期化と欧州復興基金の稼働の遅れだ。特に前者のリスクが顕在化した場合、雇用・所得環境がさらに悪化、企業倒産も増加する。家計の購買力の低下や、不良債権の増加による銀行の貸出機能の低下によって、感染収束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。

欧州では、銀行による貸出(間接金融)の重要度が米国や英国等に比べて相対的に高く、不良債権の増加による銀行の貸出機能低下は、企業の資金調達への悪影響が大きい。Kashinger et al.(2021)によると、返済猶予となっているローンのうち 50%が不良債権となった場合、一部の国では不良債権規模が自己資金と引当金の合計を上回る(図表 4-10)。欧州中央銀行(ECB)は、資金調達条件の引き締めを防ぐことを目的に続けている市場への資金供給を当面は続けることとなろう。

図表 4-10 不良債権のシミュレーション



出所:Kashinger et al.(2021) "Preparing for a wave of non-performing loans: Empirical insights and important lessons" Vox CEPR 01 April 2021 より三菱総合研究所作成

大きく動く外部環境、半導体分野が米中対立の主戦場に

コロナ危機下で世界の景気回復が遅れるなか、中国は20年前半に既にGDPがコロナ危機前の水準に回復した。こうした状況下、3月上旬に開催された全国人民代表大会(全人代)の冒頭で、李克強首相は政府活動報告を行い、「世界で経済のプラス成長を実現した唯一の主要経済国となった」とコロナ対策の成果を誇った。全人代では、第14次5カ年計画(21-25年)および35年までの長期目標綱要が採択され、35年までに一人当たりGDPを中等先進国並みに引き上げることが目標として明記された。

外部環境は大きな動きがみられている。3月18日、米アラスカ州で米中外相会談が開催され、中国によるウイグル族の扱いや香港、台湾問題などについて、冒頭から厳しい応酬が展開された。バイデン大統領は2月下旬、半導体や医薬品、レアアース、蓄電池の戦略物資4品目におけるサプライチェーンの100日以内の見直しを指示する大統領令に署名、米中の選択的デカップリングの対象領域が浮かび上がりつつある。特に半導体分野が米中対立の主戦場となっている。中国も第14次5カ年計画で研究開発費の伸びを年平均7%以上とし、基礎研究10カ年行動計画を策定・実施することを明記し、半導体等の内製化を急ぐ構えだ。

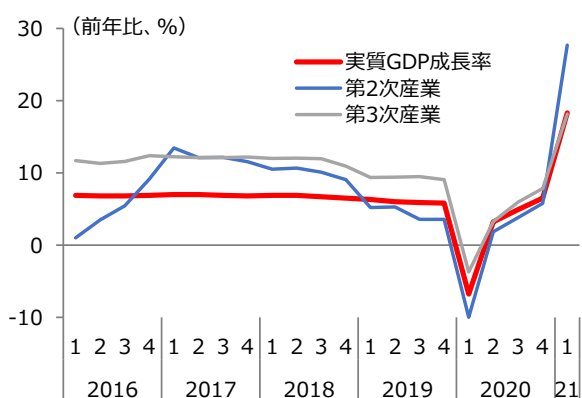
今後、中国では21年7月の共産党結党100周年、22年2月の北京冬季五輪、同年秋の共産党大会と重要イベントが続く。5年に一度の共産党大会では、習近平国家主席は党主席に就任し長期政権を目指すと思われる。それまでマクロ経済運営は安全運転が予想される。

21年成長率の「ゲタ」は6.3%、製造業主導の景気回復が進展

21年1-3月期の中国の実質GDP成長率は、新型コロナウイルスの感染が拡大していた前年同期からの反動もあり、前年同期比+18.3%となった(図表5-1)。特に第2次産業の実質GDP成長率が同+27.7%の大幅増となっている。好調な輸出による牽引、さらには民間の固定資産投資、特に製造業投資の回復傾向が鮮明となっており、第2次産業が中国の経済成長を牽引している。前年比では大幅な増加となったが、季調済前期比の伸び率をみると、+0.6%と前期+3.2%から減速した。もともと消費の回復が遅れていたことに加え、感染再拡大を抑えるため春節連休期間(2月11-17日)の帰省が自粛された影響から消費を下押しした。

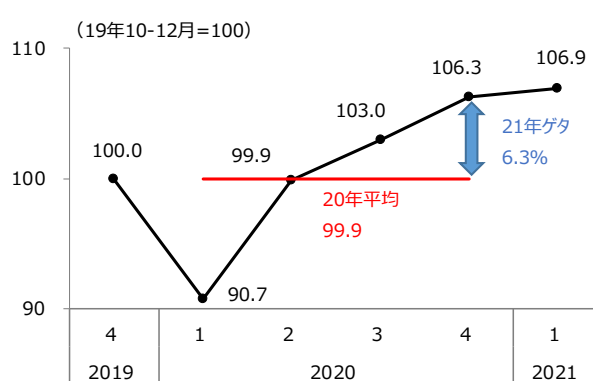
20年の中国経済は1-3月をボトムに右肩上がりの景気回復のパスを辿ったため、21年の実質GDP成長率は高い「ゲタ」が反映される(図表5-2)。21年1-3月期の成長率を踏まえ、仮に4-6月以降が前期比ゼロ成長で推移したとしても、21年の実質GDP成長率は前年比+7.0%に達する計算となる。

図表 5-1 実質 GDP 成長率



出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-2 実質 GDP(季調値)



出所:Wind より三菱総合研究所作成

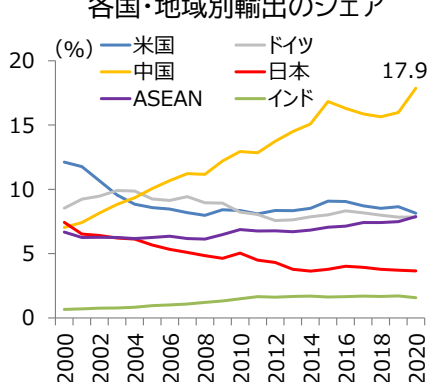
コロナ危機下、世界的な財需要の拡大により輸出が好調

中国から世界に向けた財輸出の拡大が続いており、世界の財輸出量に占める中国シェアが20年に17.9%に達するなど、世界貿易において中国の存在感が益々高まっている(図表5-3)。21年1-4月の輸出は前年同期比+43.8%と大幅増となり、コロナ危機前の19年1-4月対比でも+30.7%増加した(図表5-4)。国・地域別でみると、米国向けが前年同期比+60.8%と大幅な伸びとなっており、EU向けも同+46.4%となるなど、欧米向けの伸びが顕著である。特に米国では現金給付などの財政政策の影響により、中国製品の輸入増をもたらしている可能性がある。中国経済の回復が続くなか、輸入も高い伸びとなっており、1-4月は前年同期比+31.4%となるなど、世界経済を下支えしている。

品目別にみると、世界的なりモータワークの拡大を支える電気製品・部品等の輸出が21年1-4月は前年同期比+25.6%ポイント、輸出増に寄与した(図表5-5)。輸入も電子部品などの電気製品・部品等が増加しているほか、鉄鉱石や原油など鉱物性生産品の需要が回復している。

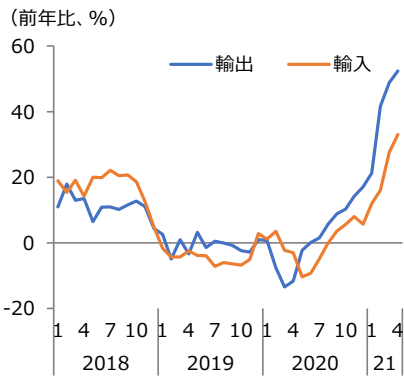
21年半ばにかけては米国の1.9兆ドル追加刺激策の影響もあり、米国を中心とした財消費の拡大は継続、中国からの財輸出は好調に推移すると見込む。21年後半以降は、米国でワクチン接種がさらに進むことで集団免疫の達成が視野に入ってくる。米国で経済活動の正常化が進み、サービス消費が回復に向かうなか、電気製品などの特需は剥落し、中国から米国向けの財輸出は徐々に減速すると見込む。また、バイデン米政権が日本など同盟国と連携し、半導体や医薬品、レアアース、蓄電池の戦略物資4品目のサプライチェーン見直しに動いていることは中国の輸出にとってマイナスとなろう。

図表 5-3 世界の財輸出货量に占める各国・地域別輸出のシェア



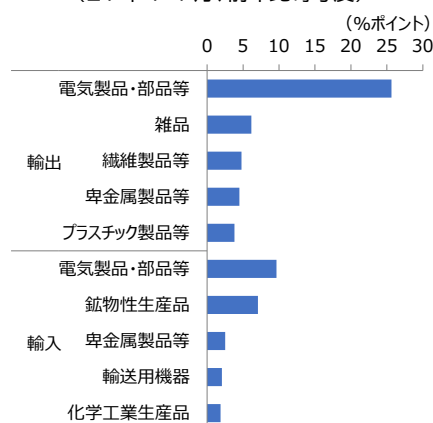
注:中国は香港、マカオを含む。
出所:UNCTADより三菱総合研究所作成

図表 5-4 輸出入動向



注:後方3カ月移動平均。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-5 輸出入の品目別増減(21年1-4月、前年比寄与度)



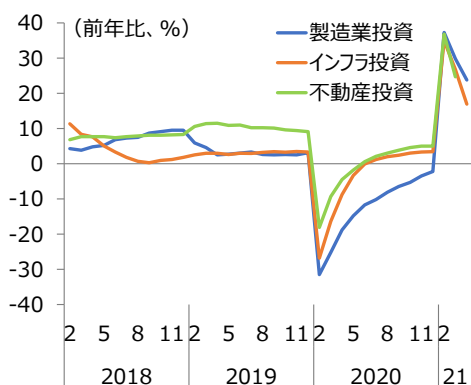
出所:Windより三菱総合研究所作成

政策支援等により不動産、インフラ投資は引き続き堅調に推移

20年の中国経済の回復は固定資産投資が牽引してきた。不動産、インフラ投資に比べてやや遅れていた製造業投資も、好調な輸出等を背景に20年末頃から回復基調にある。1-4月の固定資産投資は生産停止となった前年同期からの反動もあり、前年同期比+19.9%となった。セクター別にみると、製造業投資が同+23.8%と高い伸びとなっている(図表5-6)。地方政府がインフラ関連事業などを目的に発行した専項債券の総額は20年通年で3.6兆元に達するなど記録的な積み増しとなり、公的部門によるインフラ投資が景気回復に寄与してきた。3月初旬の全人代で採択された21年度予算では、専項債券の新規起債枠として20年度予算とほぼ同額の3.65兆元規模が認められ、21年のインフラ投資も安定的に推移すると予想する。

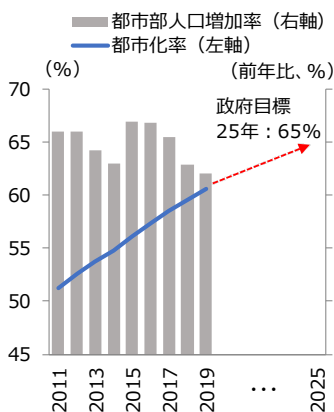
「穏健な金融政策」が引き続き維持される見込みのなか、不動産投資も堅調に推移するとみる。政府による地方中核都市への戸籍取得制限の緩和措置等の影響もあって都市部への人口流入が進んでおり、都市化率が年々上昇している(図表5-7)。第14次5カ年計画には25年までに都市化率を65%まで引き上げることが盛り込まれており、不動産需要は中期的にも底堅く推移しよう。一方、住宅価格が上昇している都市の割合が再び高まっており、大都市を中心に不動産市場の過熱が懸念されている(図表5-8)。中国当局は21年1月から銀行の住宅ローンや不動産企業への融資に対して総量規制を設定した。今後も当局は、都市ごとに融資規制の強化などきめ細やかな対応を実施することで、不動産市場の安定成長を目指す公算だ。

図表 5-6 セクター別固定資産投資(年初来累計値)



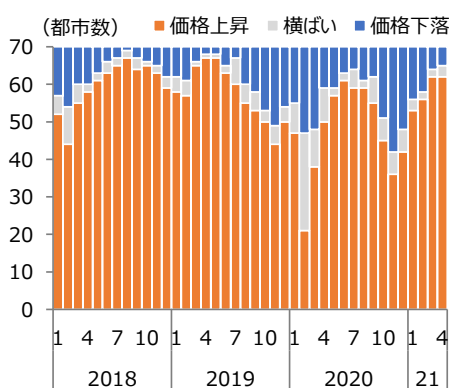
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-7 都市化率



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 住宅価格



注:全国主要70都市の前月比の増減。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

民間消費は 22 年にかけて改善傾向を辿るも緩やかなペースに

4 月の名目小売売上高は外出制限措置が実施されていた前年同月からの反動が続き、前年比+17.7%と大幅な伸びとなった(図表 5-9)。21 年に入り、消費者信頼感指数は 2 月にコロナ危機以前の水準まで回復するも 3 月に再び低下した。都市部における 21 年 1-3 月の一人当たり実質可処分所得は前年比+12.3%と大きく増加し、21 年に入ってようやく所得の回復がみられたが、これが持続的なものかは引き続き注視する必要がある(図表 5-10)。民間消費は 22 年にかけて回復傾向を辿るとみるが、輸出の緩やかな減速などから雇用所得環境の改善ペースも鈍るとみており、消費の回復ペースは緩やかにとどまると予想する。

4 月の消費者物価指数は前年比+0.9%、食品・エネルギーを除くコア指数は同+0.7%に上昇した(図表 5-11)。原油や銅など商品価格の上昇から生産者物価指数が 4 月同+6.8%と 17 年 10 月以来の高い伸びとなっており、コストプッシュ・インフレに対する警戒が高まっている。

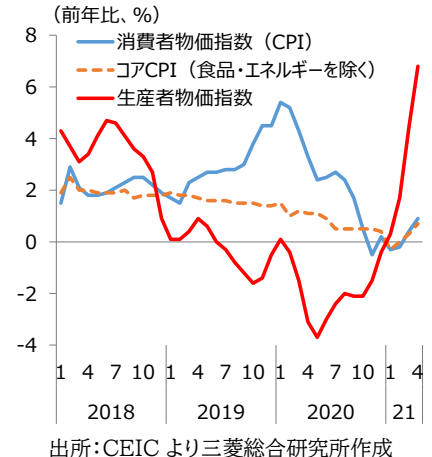
図表 5-9 小売売上高と消費者信頼感



図表 5-10 一人当たり実質可処分所得



図表 5-11 物価指数



21 年の経済成長率は 8%台半ばを予想、社債デフォルトの連鎖や米中対立の深刻化に要注意

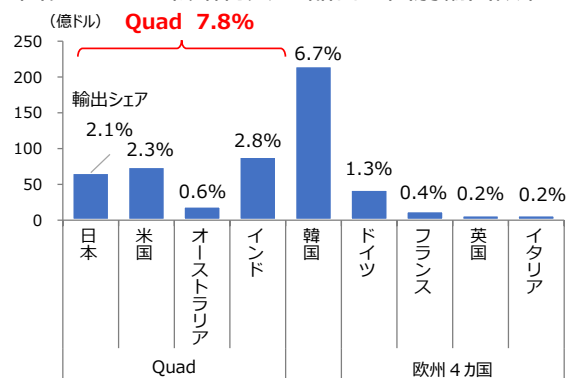
今後、政策支援等により不動産、インフラ投資は引き続き堅調に推移し、5G ネットワークの整備・活用といった「新型インフラ」分野での設備投資は拡大しよう。さらに民間消費が緩やかなペースでの回復にとどまることを想定、21 年の経済成長率は前年比+8.7%、22 年は潜在成長率の水準に戻り同+5.5%になると見込む。

中国経済のリスクとしては、まず中国国内の債務拡大に伴う信用収縮が挙げられる。中国の国有企業および民間企業が発行した社債のうち、20 年に債務不履行となった銘柄件数は 150 件、金額は 1,697 億元にのぼり、過去最高額となった。21 年に入ってからも 5 月 17 日までに 65 件、630 億元の社債が債務不履行となり、20 年を上回るペースで頻発している。世界的な金融緩和の影響から中国でも低格付け債権への資金流入がみられていることも懸念される。仮にデフォルトが連鎖的に波及する事態となれば、信用収縮により金融危機を招くおそれがあるため、引き続き注意を要する。

また、米中対立によるデカップリングの深刻化もリスク材料だ。米国は前述のとおり半導体や医薬品、レアアース、蓄電池の戦略物資 4 品目のサプライチェーン見直しに動いている。中国はこれら 4 品目を世界に 3,204 億ドル輸出している(総輸出の 10.6%)。そのうち 7.8%となる 249 億ドルは、中国を念頭に置いた戦略対話を推し進めている Quad(日米豪印 4 カ国)向けだ(図表 5-12)。これに韓国向けを含めると 14.5%、欧州 4 カ国(独仏英伊)をも含めると輸出シェアは 16.7%に及ぶ。サプライチェーン見直しの動きがこれらの国々に広がれば、中国の輸出にとって大きな痛手となるだろう。

さらに、総論で触れたとおり(P.12 参照)、中国における半導体関連品の地域別輸入動向をみると、日米および台湾からの輸入シェアは、半導体ウエハーなどの材料品や半導体製造装置でおよそ 5 割、測定・検査用機器も 4 割を占めている。半導体不足の問題が深刻化すれば、例えば自動車の国内生産の縮小が長期化するなど、中国経済への下押し圧力が強まろう。

図表 5-12 戦略物資 4 品目の国別輸出額(19 年)



注:半導体、医薬品、レアアース、蓄電池の 4 品目を抽出。半導体は 3818, 8486, 8541, 8542, 903082, 903141、レアアースは 280530, 2846、医薬品は 3001, 3002, 3003, 3004、蓄電池は 8507。輸出シェアは中国からの世界向け 4 品目の総輸出に占める国別割合。

出所:UN Comtrade より三菱総合研究所作成

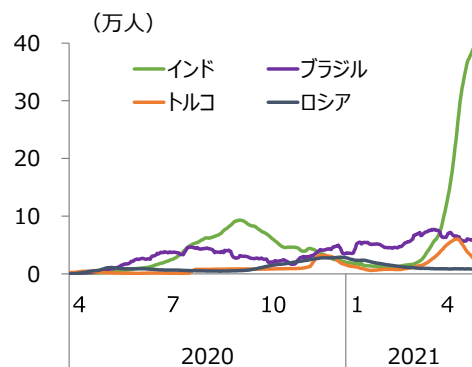
(1) 総論

変異株による感染拡大が急速に進む

新興国で変異株による感染拡大が猛威を振るっている。インドでは5月上旬に1日40万人以上の新規感染者数を記録し、累計感染者数は2,500万人に達するなど、米国に次ぐ2番目の水準となった(図表6-1)。ブラジルでも変異株による感染拡大が進み、累計感染者数は1,500万人を超えた。また、トルコも同様に4月に変異株による感染拡大が急増したことから、4月29日以降、5月17日にかけて、終日外出を原則禁止する厳格なロックダウンを実施した。

新興国へのワクチン普及は相対的に遅れているが、チリなど一部の国ではワクチン接種が進んでいる。しかし、こうした国々でも感染拡大が進んでいる状況だ。この背景には、ワクチン普及による油断から移動制限の緩和が早められたことのほか、チリを含め新興国では中国製ワクチンが多く接種されており、その変異株に対する有効性が不十分といった指摘もある。新興国においては22年にかけて感染抑制のための防疫措置が断続的に実施されることになろう。

図表6-1 主な新興国の1日当たり新規感染者数



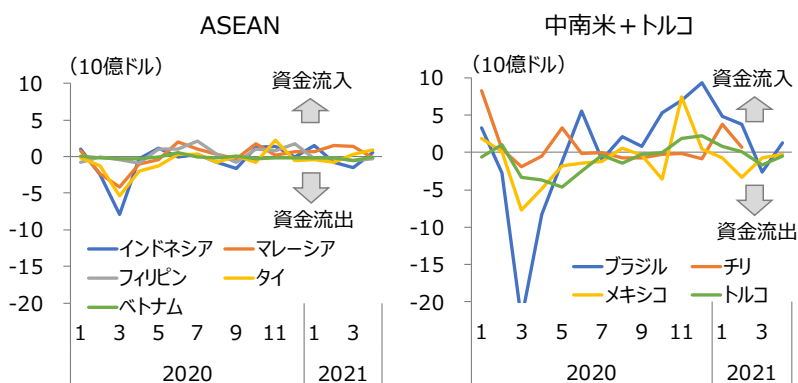
注: 後方7日移動平均。直近は5月16日。
出所: CEIC より三菱総合研究所作成

一部新興国で資金流出が顕在化、22年にかけて米金融政策の動きに注目

新興国における資金流入の状況を見ると、20年後半にかけて、米大統領選の結果を受けて不確実性が低下、リスク選好が高まったことから、トルコやブラジルなど新興国への資金回帰がみられた。しかし、21年に入ると、米国の財政政策などを受けた景気回復期待の高まりから米国長期金利が上昇するなか、新興国からの資金流出の動きが一部の国でみられつつある(図表6-2)。特に、中銀総裁の更迭など中銀独立性への懸念が再び強まるトルコや、変異株による感染拡大の続くインドでは通貨が下落、4月に流出超となった。ブラジルでは21年に入り、資金流出圧力とインフレ懸念が強まったが、ブラジル中銀は5月に政策金利を2会合連続で0.75%ポイント引き上げ3.5%とし、6月の追加利上げを示唆した。こうした金融政策の対応を受けて、4月にブラジルは資金流入超となりブラジルレアルも再び上昇に転じるなど国ごとで違いがみられるも、新興国通貨は総じて再び上昇基調となっている(図表6-3)。

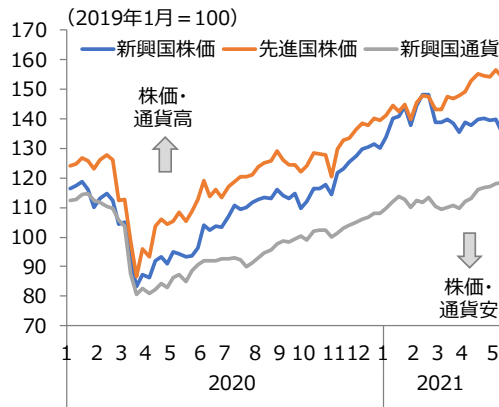
21年後半にはワクチンの普及などにより米国の景気回復力が一層強まってくことで、コロナ危機下で実施された量的金融緩和策の縮小等の議論が22年にかけて始まる可能性がある。金融政策の調整について実際に本格的に議論する段階となれば、新興国市場からの資金流出が再び懸念される局面が出てくるだろう。こうした環境下、新興国のなかには、景気回復に向けた足取りが重いなかで、通貨防衛およびインフレ抑制のために金融引き締めを実施せざるを得ない国が増えていくことが予想される。

図表6-2 資金流入(非居住者、フロー)



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

図表6-3 新興国の株価・通貨



注: 直近は5月14日。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

新興国で強まるソブリン債務の脆弱性

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、経済のファンダメンタルズ上、脆弱となっている。国連開発計画(UNDP)は4月、「発展途上国におけるソブリン債務の脆弱性」と題するレポートを公表、120の発展途上国のうち72カ国がソブリン債務上、脆弱であるとした。そのうち19カ国が「既に/差し迫ったデフォルト」、「非常に投機的/相当なリスク」に該当し、深刻な脆弱性を示していると分析している(図表6-4)。また同レポートでは、リスク性の高い対外債務返済額は21-25年に最低でも5,980億ドルにおよぶと推定され、そのうちの870億ドルは21年のうちに返済が必要と指摘している。

G20財務相・中央銀行総裁は4月7日、アフリカやアジアなど途上国を対象とする債務返済猶予イニシアティブ(DSSI)を21年末まで再延長することを決定するも、今回が最後の延長となることでも合意した。UNDPが挙げた深刻な脆弱性のある19カ国のうち、DSSI等が適用されない国はおよそ半分の9カ国におよぶ。さらに、「かなり投機的」の部類に入る途上国のうち、DSSI等が適用されない国は14カ国に達している。仮にこうしたカテゴリーに含まれるトルコやウクライナなど比較的经济規模の大きい新興国にもデフォルトが連鎖するようになれば、これらの多額の債権を抱える先進国の経済も大きな打撃を受けるおそれがあるだろう。

また、同じく「かなり投機的」の部類に入るバルカン半島に位置する小国モンテネグロは、これまで高速道路建設のため中国から巨額の融資を受けてきた。そのうち約10億ドルの債務返済に行き詰まり、モンテネグロは4月中旬、EUにその肩代わりをしてもらおうと要請した。EUは債務の肩代わりは否定するも、24年のEU加盟を目指すモンテネグロを見捨てることもできず、救済措置を検討している。このように新興国の中国への債務依存の問題がEUにおいても政治問題化している。

ドル建て債務の増大が引き続きリスクに

米国の景気回復に伴い、ドル高圧力の強まりが今後予想されることから、ドル建て債務の動向に注意する必要がある。13年5月にバーナンキFRB議長(当時)が資産買入ペース縮小を示唆したことで市場が混乱に見舞われた「テーパータントラム」では、新興国から大規模な資金流出が進む事態となった。コロナ危機に見舞われた20年、米国の大幅な金融緩和による金利の低下でドルの借入れコストが低下し、ドル建て債務の拡大が多くの新興国でみられた。20年10-12月のドル建て債務残高をみると、インドやサウジアラビア、トルコ、南アフリカ、メキシコなど経済規模の比較的大きい新興国でも「テーパータントラム」直前の13年1-3月対比で増加している(図表6-5)。今後想定される米金融政策の正常化の過程でドルおよびドル金利がさらに上昇し、新興国で自国通貨が下落すれば、ドル建て債務の返済負担が膨らむことにつながる。また、自国通貨の下落により、実体経済においてもインフレのリスクが高まるだろう。

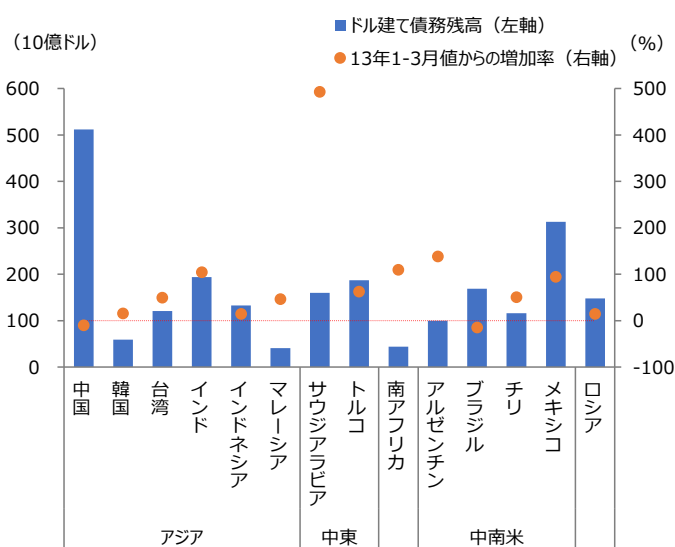
図表6-4 途上国におけるソブリン債務の脆弱性

既に/差し迫った デフォルト	ベネズエラ、アルゼンチン、レバノン、ペルー、エクアドル、ジンバブエ、スーダン、ソマリア、ザンビア、セントメ・プリンシペ、グレナダ
非常に投機的/ 相当なリスク	スリランカ、ガボン、アンゴラ、ラオス、モザンビーク、マリ、コンゴ共和国、コンゴ民主共和国
かなり投機的	アルバニア、ベラルーシ、ボルビア、ボスニア・ヘルツェゴヴィナ、コスタリカ、エジプト、エルサルバドル、エスワティニ、ジャマイカ、ヨルダン、モンテネグロ、チュニジア、トルコ、ウクライナ

注：下線を引いた国はG20債務返済猶予イニシアティブ等の措置が適用外の国。「かなり投機的」については、G20債務返済猶予イニシアティブ等の措置が適用外の国のみを記載。

出所：UNDP 'Sovereign Debt Vulnerabilities in Developing Economies' より三菱総合研究所作成

図表6-5 新興国の対外債務(20年10-12月)



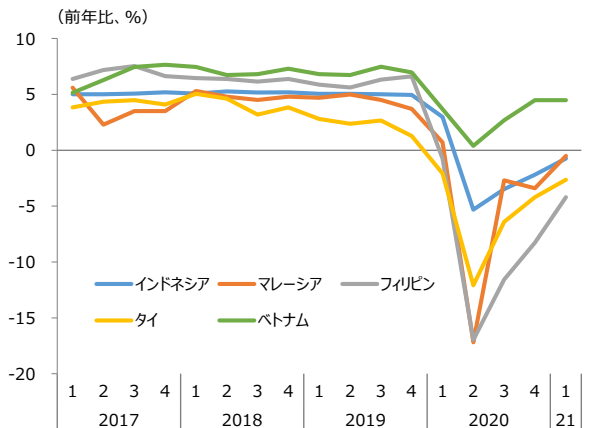
出所：BIS より三菱総合研究所作成

(2) ASEAN 経済

ベトナムを除く 4 カ国で前年比マイナス成長が続く

ASEAN 主要 5 カ国のうち、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイでは春先から感染の再拡大が進んでおり、活動制限が再び強化されている。長引く防疫措置の影響から消費の回復が緩慢となっており、景気回復に遅れがみられている。ASEAN 経済は総じて 20 年 4-6 月を底に回復しているが、国ごとに回復ペースにはばらつきがあり、感染抑制に成功しているベトナムを除く ASEAN 主要 4 カ国は依然として前年比でマイナス成長にとどまっている。21 年 1-3 月の実質 GDP 成長率は、フィリピン（前年比▲4.2%）、タイ（同▲2.6%）が 5 期連続のマイナス成長となり、経済の低迷が長期化している（図表 6-6）。特に GDP に占めるインバウンド需要比率の高い両国では、観光産業の不振の影響が深刻となっている。また、インドネシア（同▲0.7%）やマレーシア（同▲0.5%）は輸出の回復が牽引し、4 期連続のマイナス成長となるも、マイナス幅は縮小した。一方、ベトナムの経済成長率は前期と同じく同+4.5%とプラス成長を続けている。

図表 6-6 実質 GDP 成長率



出所: CEIC, Bloomberg より三菱総合研究所作成

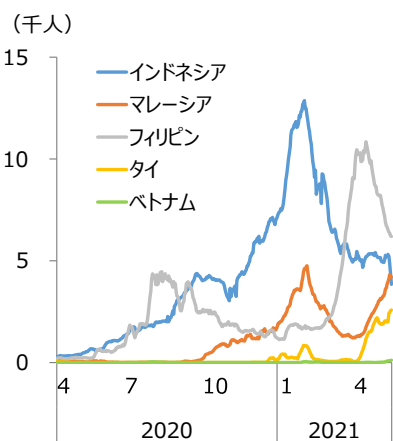
長引く防疫措置の影響等から消費回復に遅れ

1 月に感染が拡大したマレーシアでは年初から首都圏などで厳格な活動制限令が敷かれ、3 月初めに規制の緩い条件付き活動制限令に移行していた（図表 6-7）。しかし、4 月に入って再び新規感染者数が増加、5 月 7 日から首都圏などで再び厳格な活動制限令が敷かれ、12 日より制限令を全土に拡大、6 月 7 日まで予定されるなど、活動制限が長期化している。今春以降、感染拡大が顕著となったフィリピンでは、地域別感染状況に応じて 4 段階の制限措置が実施されている。インドネシアでも 5 月 31 日までの 1 カ月以上、ほぼ全土の 30 州で行動制限措置がとられている。5 月に入り感染者が急増しているタイでも、人が集まるところへの外出自粛の要請など、非常事態勅令が全土で 5 月 31 日まで適用されている。

小売売上高をみると、感染拡大が抑制されているベトナムでは 20 年 6 月以降、前年比プラスが続いて堅調に推移する一方、他の国では長引く防疫措置の影響等を受けて回復が遅れている（図表 6-8）。自動車販売をみると、21 年 3 月は前年同月の大幅な落ち込みからの反動もあり、回復している（図表 6-9）。特に、マレーシアでは 3 月単月だと前年比+200.7%の大幅増となり、19 年 3 月比でも+16.6%と上回っている。しかし、それ以外の国では 19 年 3 月の水準を依然として下回る状況にある。

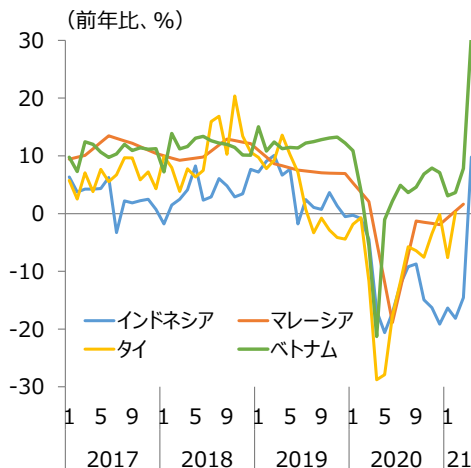
ASEAN 地域でも主に中国製のワクチンの接種が開始されたが、普及には時間を要するとみられている。今後も感染拡大を完全には封じ込められず、防疫措置も 22 年にかけて残ることを想定し、消費の回復は緩やかなものにとどまると予想する。

図表 6-7 1 日当たり新規感染者数



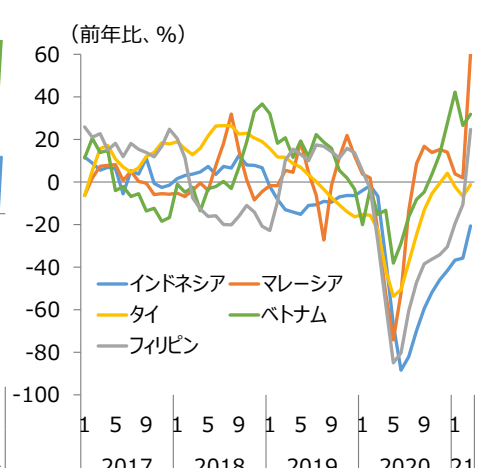
注: 後方 7 日移動平均。直近は 5 月 16 日。
出所: CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-8 名目小売売上高



注: マレーシアは四半期データを単月化。
出所: CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-9 自動車販売



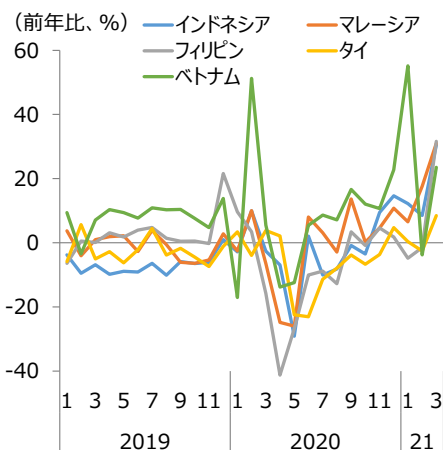
注: 後方 3 カ月移動平均。
出所: CEIC より三菱総合研究所作成

米国を中心とする戦略物資 4 分野でのサプライチェーン見直しで ASEAN 地域に脚光も

輸出の回復についても各国でばらつきがあり、回復の遅れるタイでは、国境を接するミャンマーでの 2 月以降の政治的混乱による国境貿易の停滞の影響もみられている。一方、ベトナム、マレーシア、インドネシアでは輸出が好調であり、景気回復が進む中国や米国向け輸出が牽引している(図表 6-10)。特にベトナムやマレーシアでは、コロナ危機下で世界的に需要が高まっている電気製品・部品といったデジタル関連財の輸出シェアが大きく、輸出好調の要因の一つとなっている。一方、インドネシアでは中国向けに石炭などの鉱物性燃料の輸出が伸びているほか、20 年末頃から綿素材の輸出が急増している。この背景には、中国新疆ウイグル自治区における人権問題があり、欧米のアパレルメーカーやスポーツブランドが新疆綿からインドネシア産綿素材へサプライチェーンの見直しに動いた影響が出ている。

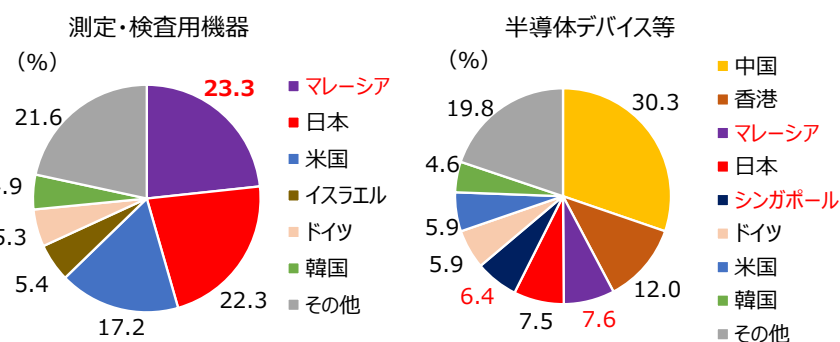
このように米中対立の影響が、ASEAN 地域の貿易やサプライチェーン動向に広がることが予想される。特に、バイデン米政権が日本など同盟国と連携し、半導体や医薬品、レアアース、蓄電池の戦略物資 4 品目のサプライチェーンの見直しに動いていることは、ASEAN 地域が輸入代替先の有力候補となり得るため、同地域の輸出動向、経済成長にプラスの影響をもたらす可能性が高い。長い年月をかけて多くの欧米系半導体企業の誘致に成功したマレーシアは、半導体関連品目で世界的に競争力の高いポジションにあり、「測定・検査用機器」の輸出額は約 11.8 億ドル(19 年)と世界首位、世界全体の輸出に占める国別シェアは 23.3%におよび、主に中国、韓国、米国向けに輸出している(図表 6-11)。「半導体デバイス等」の輸出額も約 87.2 億ドルと、中国、香港に続く国際シェア 3 位に位置しており、主に米国、シンガポール、ドイツに輸出している。なお、同国は半導体以外でも「レアアース等の化合物」の輸出額は約 2.5 億ドルと中国に続く世界 2 位、国際シェアは 22.7%におよぶ。今後、米中対立の広がりとともに、ASEAN 地域がサプライチェーン見直しの有力な対象先、輸入代替の候補先となることが予想される。

図表 6-10 輸出動向



出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-11 半導体関連品目における国別の世界輸出額シェア(19 年)



注:各品目は以下の HS コードにもとづいて集計。測定・検査用機器は 903082、半導体デバイス等は 8541。台湾は統計に含まれていない。
出所:UN Comtrade より三菱総合研究所作成

輸出に関連した生産活動が牽引し、緩やかな景気回復へ

ASEAN5 の経済見通しは、ワクチン普及に時間を要することで経済活動の抑制措置が 22 年にかけて断続的に続くシナリオを想定し、21 年の成長率を前年比+5.2%、22 年の成長率を同+5.7%と予測する。中国および米国向け輸出の堅調な回復に伴い、生産活動が牽引して緩やかな景気回復基調を辿ろう。しかし、22 年にかけて断続的な防疫措置が実施されるに伴い、消費回復の遅れが足かせになるとみる。また、GDP に占めるインバウンド需要比率の高いタイやフィリピンでは、サービス輸出のほか国内消費、雇用面へのマイナスの影響が長期化する見込みであり、景気回復の足を引っ張ることになるだろう。

先行きのリスクは、第一に感染の再拡大、長期化による防疫措置の厳格化、第二に債務問題の金融危機、通貨危機への発展である。第一のリスクについて、ASEAN 地域でも変異株が広がりつつあり、かつワクチン確保が遅れていることから、蓋然性が高いシナリオとなっている。第二のリスクについて、前述したような「テーパータントラム」再来によって国際金融市場が混乱し、新興国市場からの資金流出が加速するような状況となれば、ASEAN 各国でも景気回復の足取りが重いなか、通貨防衛およびインフレ抑制のために、利上げなどの金融引き締めにかざるを得ず、自国経済を大きく押し下げるおそれがある。

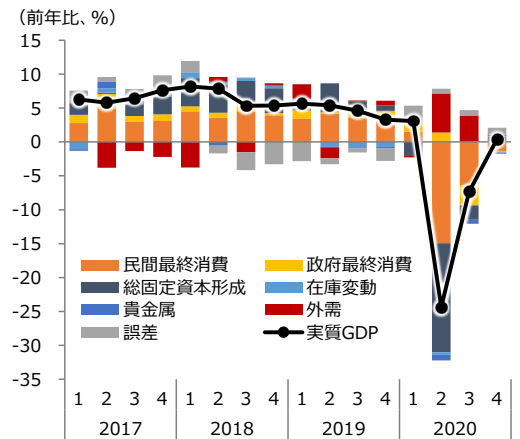
(3) インド経済

景気回復期待に水を差す変異株による感染の再拡大

20年10-12月期のインド実質GDP成長率は前年同期比+0.4%となり、3四半期ぶりに前年比プラス成長に回帰した(図表6-12)。需要項目別では、総固定資本形成が同+0.8%と4四半期ぶりのプラスとなった。一方、民間最終消費は同▲1.4%と3四半期連続でのマイナスとなった。外需寄与度は同+0.1%ポイントとかわらうじてプラスとなり、輸出が同▲0.9%ポイント押し下げた。

インドでは20年後半、新型コロナの新規感染者数の抑制に伴い、企業活動を中心に経済正常化に向かっていった。4月の製造業PMIは55.5となり、活動の拡大・縮小の境目となる50を9カ月連続で上回った。しかし、4月以降、変異株による感染が猛威を振るい、景気悪化は不可避な状況となっている。5月上旬に1日40万人以上の新規感染者数を記録、デリー首都圏やムンバイのあるマハラシュトラ州では4月下旬から厳格な外出禁止措置が実施されているが、感染が地方にも急速に拡大したことがらほぼ全域で再びロックダウンが導入されている。こうしたことから国民の外出行動が抑制されており、消費活動のほか企業の生産活動にも大きく影響が生じている。

図表 6-12 実質 GDP 成長率



出所:CEIC より三菱総合研究所作成

インドルピー安によるインフレ圧力の高まりと不良債権問題の深刻化がリスク

こうした感染の再拡大を背景に、これまで堅調に推移していたインドルピー相場に下押し圧力がかかっており、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力が強まることが警戒される(図表6-13)。4月の消費者物価は前年比+4.3%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5カ月連続で下回るも、今後の動向には注意する必要がある。4月の卸売物価は前年比+10.5%と前月の同+7.4%からさらに上昇した。20年前半の原油価格下落の裏の影響から今後のエネルギー価格は前年比で上昇基調となるだろう。インド準備銀行は景気減速とインフレ警戒というジレンマを抱えており、積極的な金融緩和による景気刺激策をとりにくい状況にある。今後の米金融政策の動向次第では新興国市場から資金流出をもたらすおそれもあるため、インド準備銀行は今後、一層難しい舵取りを迫られるだろう。

また、インドの金融セクターにおける不良債権の高まりへも引き続き要警戒だ。ノンバンクの貸出に占める破綻懸念資産(要注意先、破綻懸念先、破綻先の合計)比率は近年上昇傾向を辿っており、20年9月には総資産比で6.7%となった(図表6-14)。インド準備銀行は20年3月末、銀行およびノンバンクによるすべての融資の返済を3カ月間猶予する措置を導入、その後9月末まで延長した。同措置が終了した20年秋以降、不良債権は増加している可能性が高く、さらに21年春以降の感染再拡大で不良債権問題は悪化を余儀なくされるだろう。国内金融システムが危機に瀕すれば、国際的な資金流出を招くおそれがある。

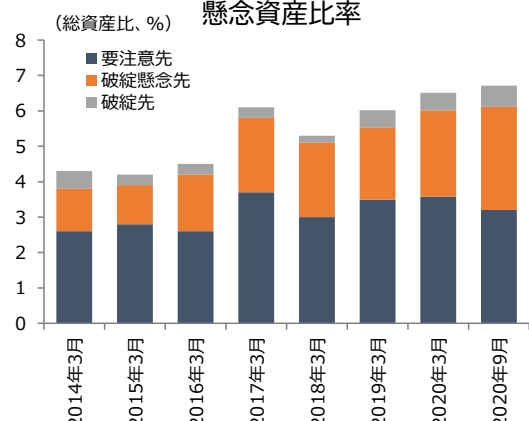
20年度(20年4月~21年3月)の成長率は前年比▲7.5%と予測する。年次統計開始の1951年以降、4回目となるマイナス成長、かつ最大のマイナス幅となる見込みだ。その後、経済低迷の反動増に世界経済の回復を受けた製造業の持ち直しが期待されるものの、21年春の感染再拡大と外出制限を受けて個人消費が再び停滞し、景気回復の重しとなるだろう。21年度の成長率を同+10.2%、22年度同+6.5%と予測する。

図表 6-13 物価・為替動向



出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-14 ノンバンクの貸出に占める破綻懸念資産比率



出所:インド準備銀行より三菱総合研究所作成

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います。