

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8月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2021年4-6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

世界経済は、国や地域によるばらつきを伴いつつも、総じてコロナ危機による落ち込みから回復の動きを続けている。欧米先進国では、ワクチン普及による重症化率の抑制などから防疫措置の緩和が進んできたが、世界的に変異株が拡大しており一部の新興国では防疫措置の強化を余儀なくされている。また、部品・原材料の不足や価格上昇も世界経済の回復ペースを鈍らせる要素となっている。

21年後半から22年にかけての世界経済は、コロナ危機下での政策効果に支えられた回復から、自律的な回復へのシフトが本格化するだろう。既存のワクチンが効きにくい新たな変異株の発現などのリスクを除けば、基本的には大規模な防疫措置の必要性は段階的に低下していくだろう。そのうえで、コロナ危機からの世界経済の回復パスを展望するうえでの注目点は、次の3点である。

第一に、財政・金融政策の行方である。経済が回復に向かうなか、既往の財政・金融政策の段階的縮小が予想される。特に、コロナ危機前(19年10-12月)のGDP水準を回復した米国では、21年末にかけて金融政策の出口への議論が本格化するだろう。当社では22年前半に資産買入規模の縮小開始、23年に利上げを想定するが、FRBが掲げる雇用最大化と物価安定の目標の達成状況次第で、そのタイミングは前後しうる。コロナ危機下で進行した失業長期化や非労働力化の回復状況、インフレ圧力の持続性に注目だ。

第二に、ポストコロナの構造変化への対応である。コロナ危機は、デジタルトランスフォーメーションやカーボンニュートラル実現への流れが世界的に強まる契機となった。こうした潮流の変化に対し、起業、新規事業や人材への投資、異業種間の連携・買収など、企業や国が事業構造の前向きな転換を実現できるかが今後の成長力を左右する。

第三に、米中対立を踏まえたサプライチェーンの見直しである。米中間の貿易はコロナ危機下でも活発に行われる一方で、今後の対立先鋭化に備えた各種法整備が米中両国で着々と進んでいる。今後、その運用状況を注視しつつ、経済安全保障上の重要物資の調達構造を見直す動きが各国で強まるだろう。

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+5.4%(前回5月見通しから▲0.2%ポイント下方修正)、22年が同+3.7%(同+0.2%ポイント上方修正)と予測する。

先行きのリスクは、第一に、金融市場の不安定化である。米国金融政策の出口への動きが早すぎれば米国金利の急上昇により株式市場や新興国市場などからの資金流出が加速、遅すぎれば資産バブルや過剰な投融資を招き、その後の深い調整を余儀なくされる。第二に、産業構造転換の遅れである。過度な財政・金融緩和の副作用として、企業や事業の新陳代謝が阻害された場合には中長期的な成長力が鈍化する。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かなめとな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恐れがあり、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、21年入り後、感染が拡大するなかで緊急事態宣言が断続的に発令されているものの、外出行動の抑制度は段階的に縮小しており、消費は回復傾向にある。日本のワクチン接種完了者比率は10月には人口比5割を超えるとみられ、引き続き3密回避など一定の防疫措置を講じつつも、21年末にかけて経済活動の再開が進むだろう。22年は、ワクチンの普及などにより経済活動が本格的に正常化に向かう。コロナ危機下で積み上がった貯蓄が消費に回ることもあり、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%台前半、22年度は同+2%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、22年前半となろう。

米国経済

米国経済は、21年入り後にコロナ危機からの回復ペースが加速しており、4-6月期の GDP はコロナ危機前の水準を上回った。21年後半以降は、ワクチン普及による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2.6兆ドル)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+6%台半ばの高成長を予測する。一方で、半導体や原材料などの供給不足による物価の上昇が、景気回復の重しとなる可能性がある。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%台後半への成長鈍化を予測する。なお、米国の金融政策は、21年後半に雇用回復が進み、大幅な物価上昇も一時的なものにとどまるという前提のもと、「22年前半に資産買入規模の縮小開始、23年に利上げ」を見込む。

欧州経済

欧州経済は、変異株が拡大するなかでも、ワクチンの普及とともに経済活動を再開する動きが広がり、4-6月期は3四半期ぶりのプラス成長となった。21年後半以降、短期的には半導体不足や資源価格上昇が景気回復の重しとなる可能性があるが、全体としては経済活動の再開や雇用・所得環境の持ち直しを背景に、欧州経済は回復傾向を維持する見込み。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%台後半の伸びを見込む。経済活動正常化の進展により、22年も同+4%台前半と高めの成長を予想する。コロナ危機前の水準を回復するのは22年半ばとなる見込み。

中国経済

中国経済は、好調な輸出を背景に製造業主導の景気回復が続いている。ただし、21年後半以降は中国経済の成長率鈍化を見込む。短期的には国際商品市況の高騰による交易条件の悪化が重しとなるためだ。鉄鉱石や石炭の輸入価格は年初比2倍程度上昇しており、国内の鉄鋼製品価格の上昇がインフラ投資の抑制要因となる。また、22年にかけては世界的に経済活動の正常化が進むとみられるが、それに伴い、コロナ危機下でのリモートワーク需要などで拡大した中国製電気製品などへの需要が剥落することから、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。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

新興国では変異株流行による感染拡大から、ASEAN などでは厳格な外出規制の実施を余儀なくされており、新興国経済の成長率見通しは前回5月から総じて下方修正する。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、22年にかけて米国金融政策の出口への動きが本格化するなかで、新興国からの資金流出圧力が過度に強まれば、インフレや通貨防衛のための利上げを強いられ、経済の回復ペースが鈍化する可能性がある。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	8
2. 日本経済	10
日本経済の成長率予測 計表	19
3. 米国経済	21
4. 欧州経済	25
5. 中国経済	27
6. 新興国経済	30

(1) 世界経済の現況

世界経済は回復継続、ワクチン普及が経済再開を後押し

世界経済は、国や地域によるばらつきを伴いつつも、総じてコロナ危機による落ち込みから回復の動きを続けている。

米国経済は 21 年入り後、2 四半期連続での高成長となり、世界経済の回復の牽引役となっている。4-6 月期には、コロナ危機前(19 年 10-12 月期)の GDP 水準を回復した(図表 1-1)。米国では、ワクチン接種が完了した人の割合(全人口比)が、3 月末の16%から 8 月には50%に達し、防疫措置の緩和が段階的に進んでいる。これまで制約されていた外食や宿泊・旅行などの外出関連のサービス需要も回復傾向にある。

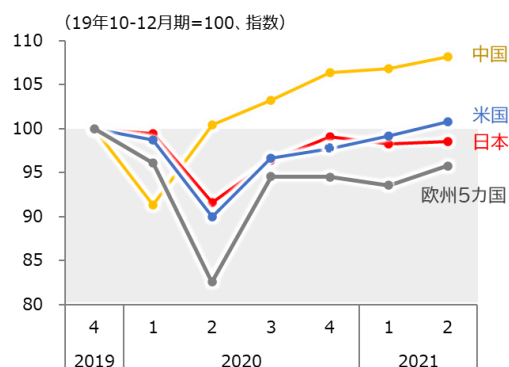
中国経済も、20 年後半に比べれば GDP の伸びが鈍化しているとはいえ、4-6 月期は季調済前期比+1.3%と、前期(同+0.4%)から成長が加速、ならしてみれば堅調を維持している。

欧州経済は、変異株の感染拡大などから厳しい防疫措置を余儀なくされ、20 年 10-12 月期以降、2 四半期連続のマイナス成長となっていたが、21 年 4-6 月期は潜在成長率を大きく上回るプラス成長を達成した。ドイツやフランスでは、ワクチンの普及などにより、防疫措置の緩和が可能となったことから、外出行動がほぼコロナ危機前の水準にまで回復した(図表 1-2)。

日本経済は、ワクチン接種が急ピッチで進んでいるものの、人口比での接種率は相対的に低く、医療供給体制面での制約も強いことから、変異株の拡大に対して断続的な防疫措置の強化を余儀なくされている。米国・欧州・中国が 4-6 月期は高成長となるなか、日本は前期比でほぼ横ばいにとどまった。

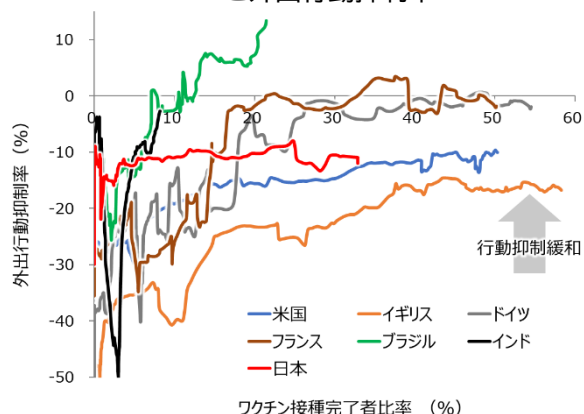
感染力の強いデルタ変異株が、ワクチン接種率の低い新興国、あるいは先進国でも若年層の間で感染拡大するなど、決して油断はできない状況であるが、ワクチン接種率が高い英国や米国では、感染が再拡大するなかでも入院患者比率の上昇は限定的となっている(図表 1-3)。このようにワクチン接種の進展により重症化が抑制され、防疫措置の緩和が可能になることは、今後の世界経済にとって明るい材料である。

図表 1-1 主要国の実質 GDP 水準



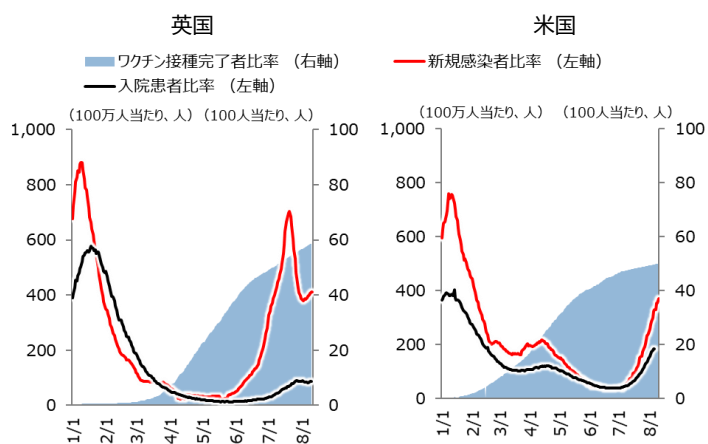
注: 欧州 5 カ国は独仏英伊西。欧州 5 カ国は GDP ウェイトで加重平均。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要国のワクチン接種率と外出行動抑制率



注: 直近は 8 月 8 日。食料品店、娯楽、職場、駅の 4 項目平均。
出所: Our World in Data, Google より三菱総合研究所作成

図表 1-3 主要国のワクチン完了者比率と入院患者比率



注: 直近は 8 月 11 日。
出所: Our World in Data より三菱総合研究所作成

部品・原材料の不足や価格上昇が、景気回復の重しに

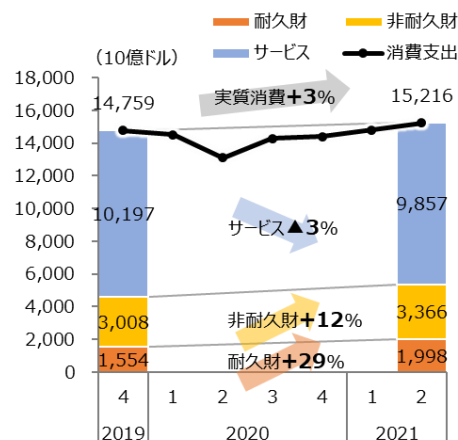
回復傾向にある世界経済だが、部品・原材料の不足や価格上昇が、景気回復ペースを鈍らせる要素となっている。その背景のひとつとして、コロナ危機下での消費支出のサービスから耐久財などへのシフトがある。例えば、米国の消費支出は、コロナ危機前の水準を回復しているが、その内訳はコロナ危機前と大きく異なる(図表 1-4)。外出抑制によりサービスはコロナ危機前から▲3%減少する一方、非耐久財は同+12%増、耐久財は同+29%増となった。こうしたサービスから財への需要のシフトは、程度の差はあれ、米国のみならず世界

各国でみられており、拡大する財需要の調達を担う海上輸送がひっ迫し、運賃の急騰を引き起こした。日本海事センターによると、特にアジア→北米航路がひっ迫しており、21年1-6月の同航路のコンテナ輸送量は19年の同期と比べて1.3倍、運賃は同2.7倍に急騰している。

加えて、コロナ危機を契機に、世界的に加速しているデジタルトランスフォーメーションやカーボンニュートラル、テレワークシフトへ対応した企業の動きも、需給をひっ迫させる要因となっている。半導体では、既存の生産ラインのなかで、通信機器やデジタルデバイス向けの生産比率を増やした結果、自動車向け半導体の不足が世界的に広がった。半導体の主要生産地のひとつである韓国では、半導体生産が拡大するなかでも、半導体在庫は低下傾向にあり、両者のギャップは開く一方だ(図表 1-5)。また、金属では、カーボンニュートラルで需要が増加する蓄電池の材料となるレアメタルの価格が上昇しているほか、木材は、米国を中心とする住宅需要の急増により建材価格が上昇している。

こうした様々な要素が複合的に影響し、金属、エネルギー、食料、木材などの素原材料、半導体などの部品に至るまで幅広い品目で20年後半以降に価格が上昇している(図表 1-6)。後述するように、労働需給のミスマッチも拡大しており、一部の分野では人手不足も深刻化している。これらは企業収益悪化や消費・投資の先送りなどを通じて景気回復の重しとなろう。

図表 1-4 コロナ危機前後での米国の消費支出の内訳変化



注:19年10-12月の名目金額をもとに、実質支出指数で延伸。
出所:BEA より三菱総合研究所作成

図表 1-5 韓国の半導体生産・在庫指数



出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-6 世界の海運指数、金属・食料価格指数



注:FAO 食料価格指標は国連食糧農業機関、LME 金属指数はロンドン金属取引所、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・公表している食料、産業用金属、外航不定期船運賃の総合指数。直近は21年7月。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

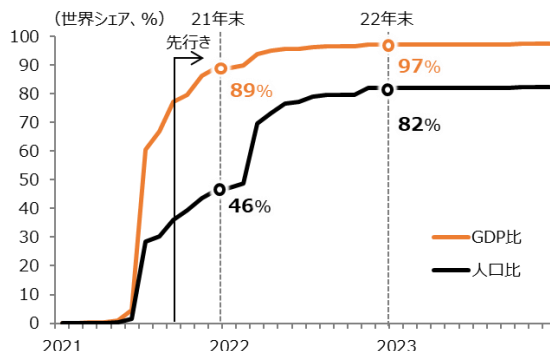
(2) 世界経済の見通し

今後の見通しを左右する最大の要素は、引き続き新型コロナへの防疫と経済のバランスだ。

世界のワクチン接種ペースは加速しており、一日当たりの接種回数は、3月の1千万回から、7月には3千万回に高まっている。直近1カ月の接種ペースが続いた場合、ワクチン接種率が人口比50%を超える国の割合は、21年末時点で全世界の46%(人口比)に達する見通しだ(図表 1-7)。GDP 規模の大きい先進国で接種が先行していることから、同割合をGDP比で見ると89%に達する見込み。

既存のワクチンが効きにくい新たな変異株の発現などは引き続きリスクではあるが、基本的には、ワクチン接種率の高まりを背景に、重症化率の低下などから医療体制への負荷は段階的に和らぎ、これまでのような大規模な防疫措置を講じる必要性は、段階的に低下していくだろう。

図表 1-7 ワクチン接種率が人口比 50%を超える国の割合 (世界全体)



注:新興国中心に2回接種完了者のデータの欠損があることから、ワクチンによる免疫形成は実際の累積接種回数のデータを2で割って計算。先行きは、直近1カ月の接種ペースを用いて延伸。直近実績は8月11日。
出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

今後、世界経済はコロナ危機からの回復が本格化するとみているが、コロナ危機が経済・社会に残した爪痕は深く、回復の道りは決して平坦なものではない。コロナ危機からの世界経済の回復パスを見通すうえで、①財政・金融政策の行方、②ポストコロナの構造変化への対応、③米中対立を踏まえたサプライチェーンの見直し ―― の3点を挙げる。

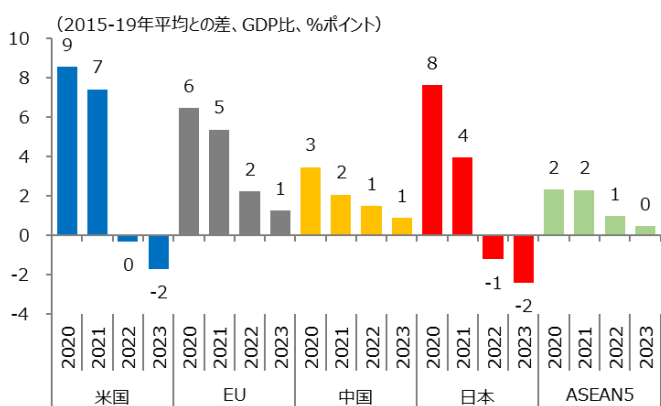
① 財政・金融政策の行方

コロナ危機による経済の落ち込みを緩和するために発動された大規模な財政・金融政策は、今後、経済活動が正常化し、自律的な回復力が高まるなかで、段階的に縮小が予想される。

IMFによると、政府支出のGDP比は、20年、21年は、現金給付や失業・休業手当などから、過去5年平均(15-19年)を大きく上回る水準となったが、22年以降は、各国・地域ともにコロナ危機前に近い水準まで縮減される見通しだ(図表1-8)。

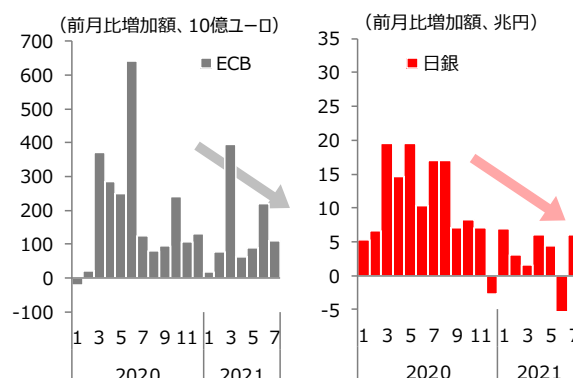
財政面からの景気押し上げ効果の剥落に加え、米国やEUでは、歳入強化の取り組みも予定されており、今後、経済の自律的な回復力を見極めながら、各国で財政政策の平時モードへの移行が進むとみられる。

図表1-8 政府支出のGDP比(コロナ危機前との比較)



出所:IMF「World Economic Outlook, April 2021」より三菱総合研究所作成

図表1-9 ECBと日銀の資産買入規模



出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

一方、金融政策も、危機時の対応からの出口を探る動きが各国で進むとみられる。欧州と日本の中央銀行の資産買入規模をみると、毎月の買入額が既に減少傾向にあり、実質的な資産買入規模の縮小が始まっている(図表1-9)。米国は、一定の資産買入ペースを維持しているものの、FOMC参加者が予想する利上げ時期が6月に前倒しされ、市場もそれを織り込んだ(P.23 図表3-10参照)。今後、8月末に開催されるジャクソンホール会議で資産買入規模縮小の方向性への言及がなされ、秋にかけて議論が加速する見込みだ。米国は、欧州や日本と比べての経済の回復力が強く、マクロの需給ギャップ(需要と潜在的な供給力との差)は既にプラスに転じていることから、今後の金融政策の行方には注視が必要だ。

今後の米国金融政策の注目点は、「労働市場の回復の遅れ」と「インフレ圧力の高まり」が併存する難しい状況のなかで、米国の資産買入規模縮小や利上げがいつどのような形で実施されるか、という点だ。

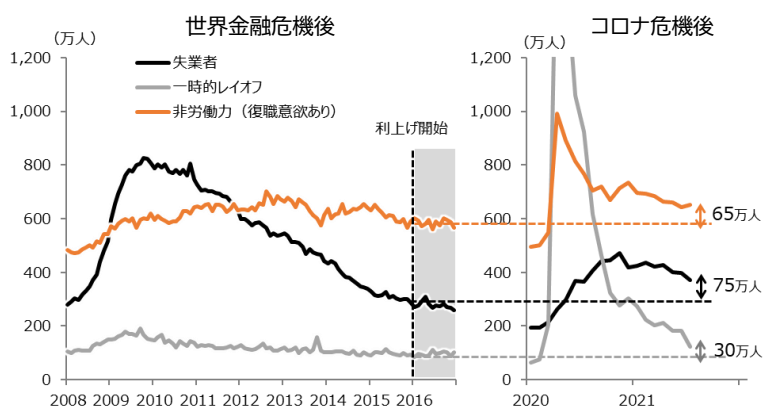
米国の失業関連指標を、世界金融危機後の利上げ開始時(15年12月)と比較すると、失業者数、レイオフ者数、復職意欲のある非労働力人口、いずれも21年7月時点で、50万人前後の高い水準にある(図表1-10)。今後9月末にかけて米国の各州で失業給付特例が順次打ち切られるなかで、失業給付があったから働かなかった人の復職が進めば、それでも残る「働きたくても働けない」失業者・非労働力人口のボリュームが浮かび上がってくる。こうした構造的な失業者・非労働力人口が減少に向かうかどうか、労働市場の回復度を測るひとつのバロメーターとなろう。

米国の物価は、コアCPIが7月に前年比+4.3%となったほか、FRBが重視するコアPCEデフレーター(コアCPIよりカバレッジが広く消費者が実際に直面する物価に近いとされる)も上昇傾向にある。これらの物価上昇には、国際市況の影響が大きい品目も含まれる。FRBとしては、一時的なコストプッシュ型の物価上昇ではなく、持続的かつ内生的なインフレ圧力を注視している。こうした観点から作成された他の7つのインフレ指標をみると、いずれもコアCPIほどの上昇はみられない(図表1-11)。コアCPIやコアPCEデフレーターのみならず、これら指標も総合して判断されるインフレ圧力の持続性がひとつの基準となろう。

出口戦略を進めるうえでは市場との対話も重要だ。市場に対して、FRBが労働市場やインフレの状況をどう

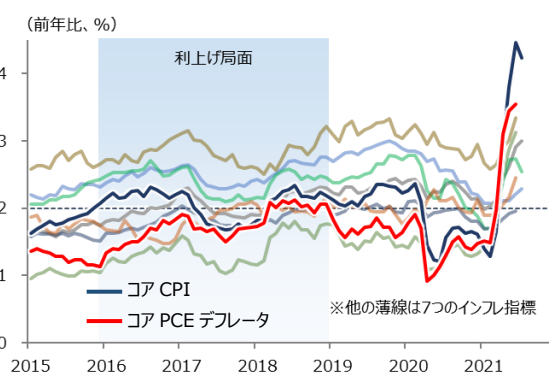
解釈しているか、丁寧に説明し、市場の期待をコントロールしていく必要がある。FRB が適切なタイミングで利上げを行ったとしても、市場の想定していたタイミングより早い場合には、リスク資産からの急な資金流出など金融市場の混乱をもたらす、実体経済の下振れ要因となりかねない。

図表 1-10 米国の失業関連指標



注：世界金融危機後の利上げ開始は 15年12月。点線は各指標の 15年10-12月平均の水準。直近は 21年7月。
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-11 米国の物価関連指標



注：7つのインフレ指標は、対込平均、分布の中央値、景気と連動性の高い品目の平均などの加工をした物価指標。直近は 21年6月あるいは7月。
出所：アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

② ポストコロナの構造変化への対応

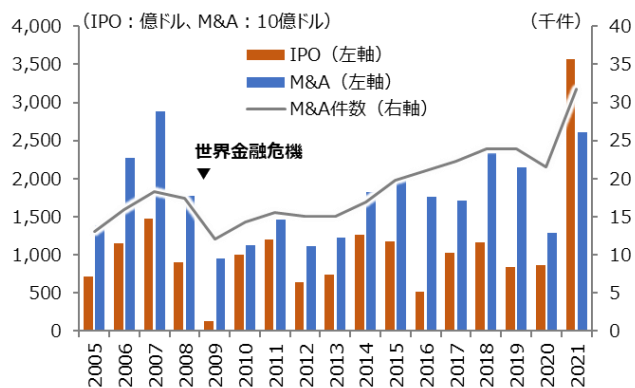
コロナ危機は、デジタルトランスフォーメーションやカーボンニュートラル実現への流れが世界的に強まる契機となった。また、後述する米中対立の影響などから、経済安全保障面からサプライチェーンを見直す動きも強まるとみられる。こうした企業の経営環境変化は、既存のビジネスにとっては逆風となるが、同時に新たな需要も生まれる。世界的には、ポストコロナの構造変化をチャンスととらえる動きが強い。

緩和的な金融環境を追い風として、世界では新規株式公開(IPO)や企業の合併・買収(M&A)が活発化している。世界の IPO 金額は、21年上期に 3,572 億ドルと、19年上期の 4.3 倍の規模に達した。また、世界の M&A も金額・件数ともに 21年に入り急増している。08-09年の世界金融危機時に、IPO および M&A の低迷が続いたのとは好対照な動きとなっている(図表 1-12)。

起業の動きも一部の国で活発化している。米国やフランスでは、新規ビジネス申請件数が、コロナ危機下での 20年に大幅に増加した。Global Entrepreneurship Monitor のアンケート結果が示すように、パンデミックは「廃業」とともに「起業」を促す契機となった可能性がある(図表 1-13)。

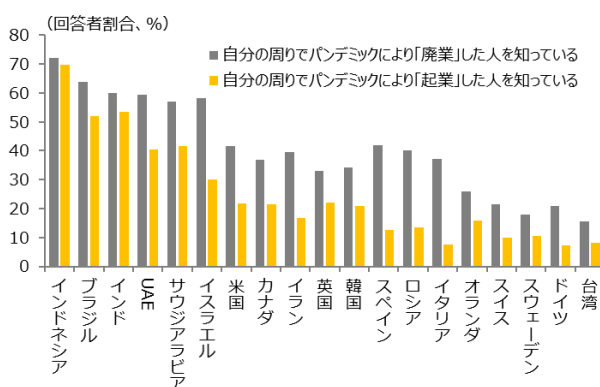
今後、世界経済は、コロナ危機下から危機後への局面変化が段階的に進む。コロナ危機前に戻ろうとするか、あるいはコロナ危機後の社会課題や消費者ニーズの変化をとらえ、ビジネスとして解決していくことができるかで、企業や国の成長力は大きく左右されよう。

図表 1-12 世界の IPO・M&A



注：各年 1-6 月の累計。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-13 起業家・廃業者が身近にいる人の割合



注：回答者は各国 18-64 歳。20 年夏に調査実施。日本は調査対象外。
出所：Global Entrepreneurship Monitor (GEM) 「2020/2021 Global Report」より三菱総合研究所作成

③ 米中対立を踏まえたサプライチェーンの見直し

米中間の貿易活動は、コロナ危機下でも活発であり、米国から中国への輸出は、21年に過去最高を更新する見込みだ(図表 1-14)。経済への影響は現時点では限定的と言えるが、今後の対立先鋭化に備えた各種法整備が、米中両国で着々と進んでいる。

米国は、G7 首脳会合の直前の 6 月 9 日に、「米国イノベーション・競争法」を成立させた。同法は、サプライチェーンの多様化支援、パートナー・同盟国との連携、台湾との関係強化などを規定した「2021 戦略的競争法」、サイバー攻撃に対する金融制裁も選択肢とすることを盛り込んだ「中国の挑戦への対抗法」、米国政府機関における TikTok 利用禁止規定を盛り込んだ「米国の未来強化法」など、複数の法案から構成される。

米国は同盟国との連携も強めており、G7 首脳会合の声明では、半導体などの戦略物資のサプライチェーンの強靱性に関するベストプラクティスの共有のほか、新疆ウイグルや香港における人権や基本的自由の尊重などの要請、台湾海峡の安定、東シナ海および南シナ海の状況の懸念を表明した。経済だけでなく安全保障、人権も含めた幅広い分野で米国が同盟国と連携することがより鮮明になっている。

一方の中国は、中国に対する抑制や抑圧、中国国民・組織への差別的規制措置に対抗するため、入国制限、資産凍結、活動・取引禁止・制限、報復措置を規定した「反外国制裁法」を 6 月に成立させた。20 年末に施行された「中国輸出管理法」も同様だが、どのような場合に中国からの制裁が発動されるのか、その条件が不透明であり、企業としてはリスク管理が非常に難しくなっている。

こうした状況を踏まえ、米中間をまたぐグローバルな調達構造の見直しが進むとみられるが、その経済影響は複雑だ。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、収益が圧迫される恐れがある。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。

供給制約やインフレ圧力の強まりから 21 年の世界経済の成長率見通しを下方修正、22 年は上方修正

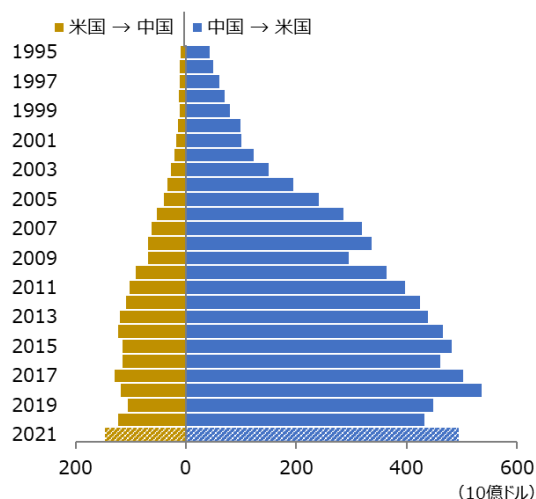
前回 5 月見通し時点からの経済状況の変化、および上記 3 つの注目点を踏まえ、主要国・地域の実質 GDP 成長率予測を改定した(図表 1-15)。

21 年の世界経済の成長率予測を、前年比+5.4%と前回(5月時点、同+5.6%)から下方修正する。世界的な供給制約やインフレ圧力の強まりを受けて米国や中国の成長率を下方修正したことが主因。また、感染被害が深刻化している ASEAN も下方修正した。

22 年は同+3.7%と前回(同+3.5%)から上方修正する。ワクチン接種ペースの世界的な加速を受け、経済活動の正常化やコロナ危機下で抑制されていた消費の反動が顕現化するタイミングが、世界各国で前倒しされると予想することが上方修正の背景にある。21年と比較すれば、コロナ危機からの世界経済の回復を支えてきた中国経済の減速もあり、世界経済の成長率は鈍化するものの、経済の自律的な回復力は高まるだろう。

なお、世界全体では 21年 4-6 月期に、GDP がコロナ危機前(19年 10-12 月)の水準を回復したとみられる。

図表 1-14 米中間の貿易額



注: 21 年は 1-5 月が実績、6-12 月は、1-5 月の実績をもとに 15-19 年の月次の季節性を用いて延伸。
出所: 米国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 1-15 世界の実質 GDP 成長率予測

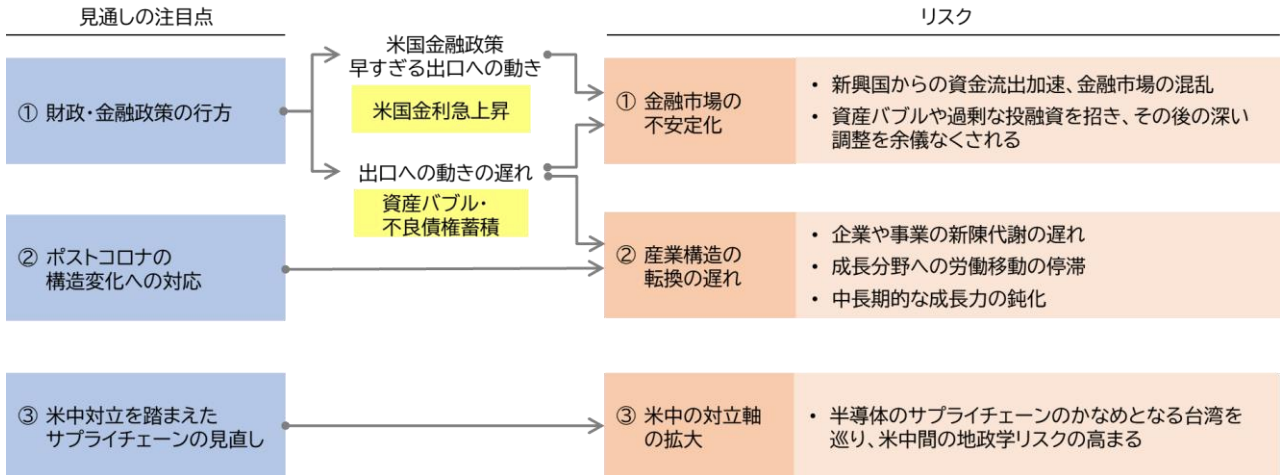
(前年比)	実績	予測	
	2020	2021	2022
世界全体	▲3.3%	5.4%	3.7%
米国	▲3.4%	6.5%	3.7%
欧州 (5カ国)	▲8.0%	4.7%	4.2%
中国	2.3%	8.5%	5.5%
日本 [暦年]	▲4.6%	2.2%	3.0%
[年度]	▲4.5%	3.2%	2.7%
ASEAN5	▲3.4%	4.8%	6.0%
その他世界	▲4.1%	3.9%	2.5%

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

(3) 世界経済のリスク

今後の世界経済のリスクとしては、前述の通り、既存のワクチンが効きにくい新たな変異株の発現など新型コロナを巡る状況の悪化が最大のものであるが、その他のリスクとしては、①金融市場の不安定化、②産業構造の転換の遅れ、③米中の対立軸の拡大、の3つがある。前述の(2)世界経済の見通しで提示した3つの注目点とこれらリスクとの関連は図表1-16の通りである。

図表1-16 見通しの注目点とリスク



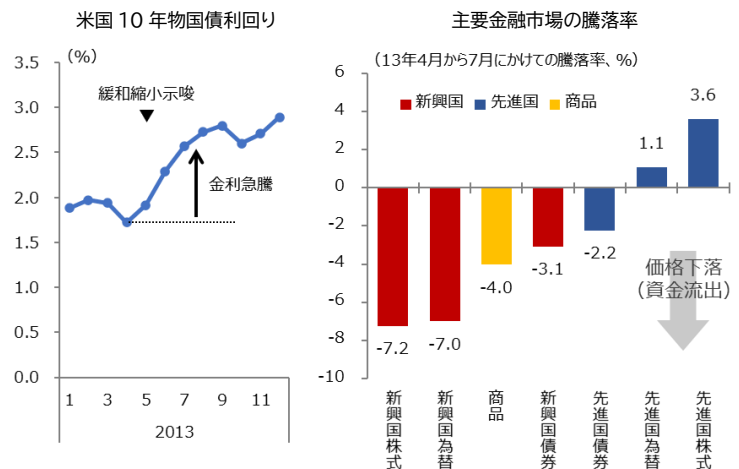
出所：三菱総合研究所

第一に、金融市場の不安定化である。米国金融政策の出口への動きについて、経済の自律的な回復度や、市場の期待との見合いで、適切なペースでの調整が重要になる。早すぎる出口への動きは、米国金利の急上昇などによりリスク資産からの資金流出が加速し、金融市場の混乱を招く。13年5月に当時のバーナンキFRB議長の量的金融緩和の縮小を示唆する発言を行った際には、金融市場が混乱し、新興国からの資金流出が生じた(図表1-17)。一方で、出口への動きが遅れば、資産バブルや過剰な投融資を招き、その後の深い調整を余儀なくされる。

第二に、産業構造の転換の遅れである。注目点②(P.7)で触れたように、コロナ危機の前後では企業の経営環境や個人のニーズは大きく変化していく可能性が高い。各国が実施している大規模な財政・金融緩和の副作用として、企業や事業の新陳代謝が遅れ、衰退分野から成長分野への労働移動が阻害された場合には、世界経済の中長期的な成長力が鈍化する可能性がある。

第三に、米中の対立軸の拡大である。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、例えば、戦略物資のひとつである半導体のサプライチェーンのかなめとなる台湾などに対し、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半導体製造装置や部品の調達制約が強くなると、現時点では半導体の安定的確保が難しくなる。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恐れがある。

図表1-17 13年の量的緩和縮小示唆時の世界金融市場動向



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

2. 日本経済

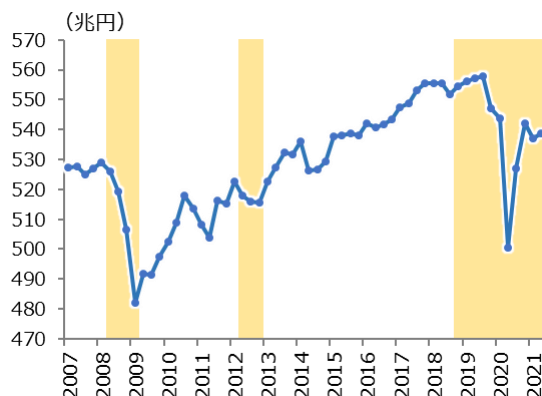
(1) 概観

防疫措置長期化で日本経済は弱い回復にとどまる

21 年入り後、感染拡大に伴い断続的に緊急事態宣言が発令されるなか、日本経済は一進一退の動きとなっている。21 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、季調済前期比+0.3%(年率+1.3%)と、2 四半期連続のマイナス成長は回避された(図表 2-1)。

需要項目別でみると、消費は同+0.8%と増加した。3 回目の緊急事態宣言が発令(21 年 4 月 25 日~6 月 20 日)も、2 回目の緊急事態宣言(21 年 1 月 8 日~3 月 21 日)と比較し外出の抑制度合いは限定的であったことが背景にある。設備投資は同+1.7%と増加に転じた。輸出は海外需要の回復から、財輸出の回復が続き同+2.9%、輸入は同+5.1%の増加となり、外需寄与度は▲0.3%ポイントであった。

図表 2-1 日本の実質 GDP



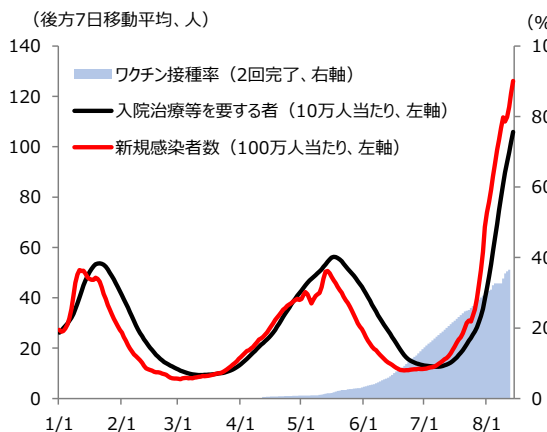
注:黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。18 年 10 月以降の景気後退期は暫定。
出所:内閣府「国民経済計算」「景気日付基準」より三菱総合研究所作成

ワクチン接種で高齢者の感染割合は低下も、変異株流行で医療供給体制への負荷強まる

国内でのワクチン接種が加速している。諸外国と比較しワクチン接種の開始は遅れたが、大規模接種会場の運用や職域接種の実施などもあり、政府が当初目標としていた 100 万回/日を上回るペース(8 月 1 日からの 1 週間平均で約 110 万回/日)で接種が進み、65 歳以上の接種率は 8 割を超えた。6 月中旬以降新規感染者に占める 60 代以上の割合は低下傾向にあり、ワクチンの効果が顕現化しつつある。今後は 64 歳以下の接種が課題となるが、8 月 12 日時点では、国民の約 4 割が 2 回目の接種を完了している。

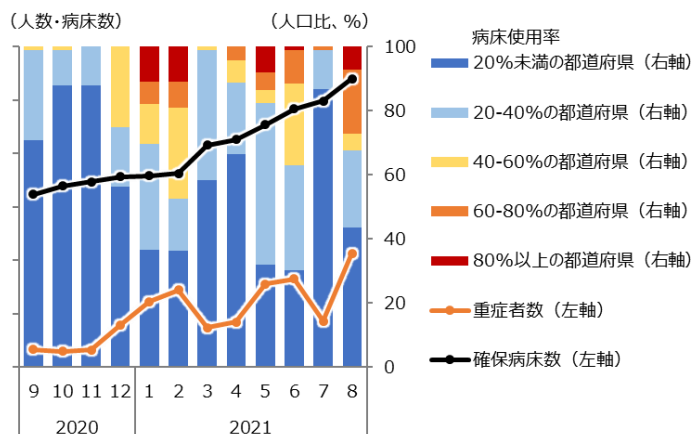
ワクチン接種が急ピッチで進むなかではあるが、感染力の強い変異株の流行により、ワクチンの接種が完了していない 50 代以下を中心に新規感染者数が急増している。新規感染者数・入院治療等を要する者の増加ペースは、21 年 1 月や 5 月のピーク時を上回っており(図表 2-2)、感染拡大ペース自体が非常に早いことから、医療供給体制への負荷は過去と同様に高まっている(図表 2-3)。政府は医療供給体制のひっ迫懸念を背景に、7 月 12 日に東京都に 4 回目の緊急事態宣言(7 月 12 日~)を発令、その後対象地域も拡大し、期間も現時点で 8 月末まで延長された。

図表 2-2 ワクチン接種と感染・入院状況



注:入院治療等を要する者には、入院中(調整中を含む)、宿泊療養中、自宅療養中などを含む。新規感染者数、入院治療等を要する者は後方 7 日移動平均。直近は、ワクチン接種率は 8 月 12 日、その他は 8 月 14 日。
出所:Our World in Data、厚生労働省より三菱総合研究所作成

図表 2-3 重症者数と確保病床の使用状況

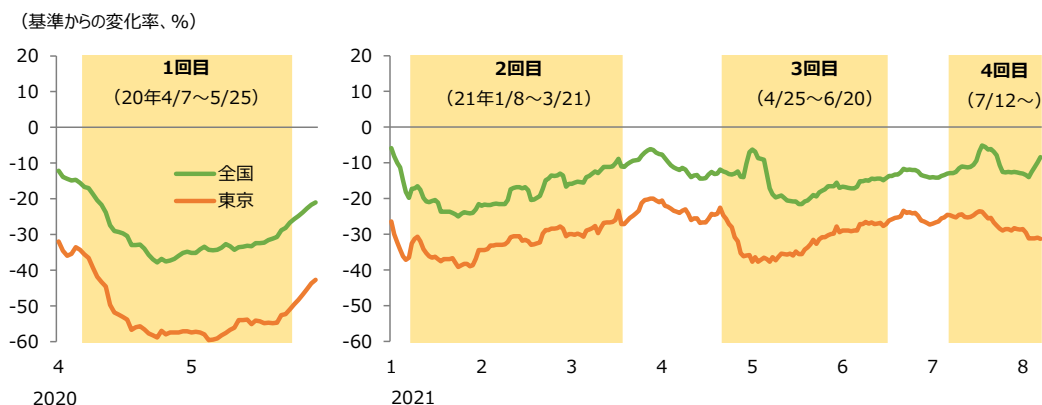


注:各月第 1 週目の数字から作成。21 年 8 月のみ第 2 週目。都道府県別の重症者用確保病床使用率と人口(19 年時点)を用いて算出。
出所:厚生労働省「療養状況等及び入院患者受入病床数等に関する調査について」、社会保障人口問題研究所より三菱総合研究所作成

感染急拡大も外出行動抑制は限定的

7月以降、感染が急拡大し人流抑制が必要な状況にあるが、外出行動(小売・娯楽)の抑制制度は限定的だ(図表2-4)。背景には、コロナ慣れや東京五輪の開催に加え、これまで外出行動を抑制していた高齢者が、ワクチン接種により外出抑制制度合いを緩和させていることがあるとみられる。3回目の緊急事態宣言時と比較すると、外出の抑制制度は限定的であり、防疫措置の経済活動への影響は小さくなっている。

図表2-4 緊急事態宣言発令期間中の外出行動(小売・娯楽)



注:小売・娯楽の後方7日移動平均。黄色シャドローは、緊急事態宣言が発令された期間。直近は8月12日。
出所:Googleより三菱総合研究所作成

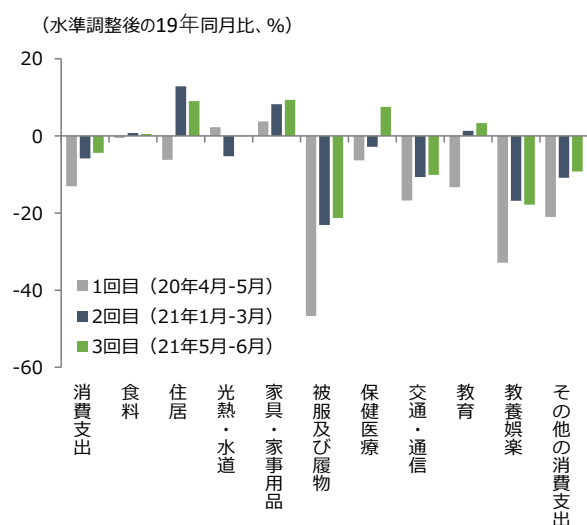
(2) 消費の動向

防疫措置発令による消費影響は縮小、生活者マインドも改善

21年4-6月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.8%と増加した。3回目の緊急事態宣言発令やまん延防止等重点措置が適用されたが、消費の減少は回避された。1回目から3回目の緊急事態宣言期間中の品目別消費をみると、2回目と3回目の消費の減少幅は同程度であるが、1回目の緊急事態宣言時と比較し防疫措置発令による消費への影響は小さくなっている(図表2-5)。特に、外出関連消費を含む「被服及び履物」や「教養娯楽」の減少幅は1回目の緊急事態宣言と比較すると、減少幅は半減している。

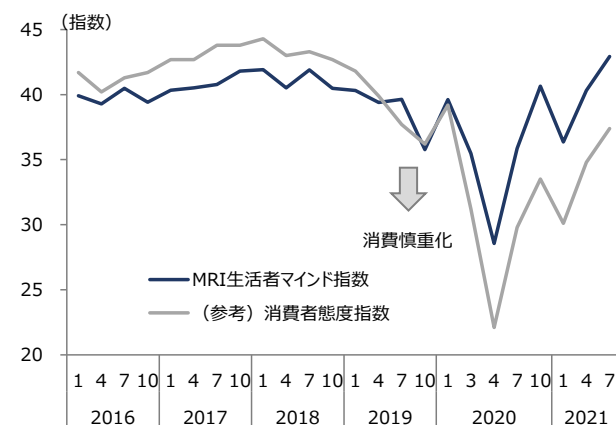
生活者のマインドも改善している。当社の生活者市場予測システム(mif)で実施した生活者調査結果(21年7月16-19日実施、対象は20代から80代の男女6,000人。なお、MRI生活者マインド指数は時系列でデータ取得可能な20代から60代のデータ(5,000件)で作成)を用いて作成した「MRI生活者マインド指数」も改善が続き、16年の調査開始以来の高水準となった(図表2-6)。防疫措置は長期化しているが、ワクチン接種の加速などもあり、マインドの改善につながったとみられる。

図表2-5 緊急事態宣言下の名目消費



注:二人以上世帯。水準調整は、19年の年間平均の消費水準を15年-18年の月次の消費の動きで水準を調整。
出所:総務省「家計調査報告」より三菱総合研究所作成

図表2-6 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。時系列でデータ取得可能な20代から60代の回答(5,000件)を基に作成。
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7月16-19日に実施、回答者6,000人)

4 回目の緊急事態宣言発令による消費影響は▲1.3 兆円程度

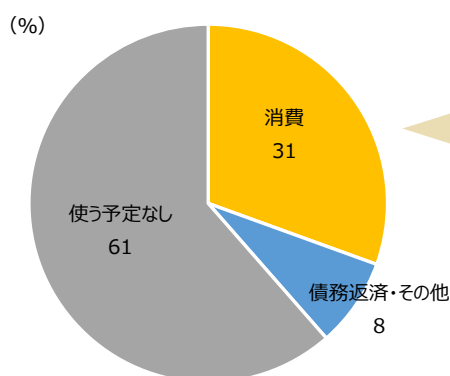
緊急事態宣言などの防疫措置による消費影響が小さくなっていること、外出行動の変化などを踏まえ、4 回目の緊急事態宣言の発令による経済損失について、8 月末までの影響を試算すると、▲1.3 兆円程度(3 回目の宣言発令時の経済損失は▲1.7 兆円程度)と見込まれる。防疫措置の内容は 3 回目の緊急事態宣言と同程度の内容ではあるが、外出の抑制度合いが低下していることを背景に、宣言発令による経済損失は小さくなるとみる。

増えた貯蓄の 3 割程度が消費に回る可能性、ワクチン接種者では室外娯楽消費に回す割合が高い

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、コロナ危機下で家計貯蓄は増加している。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。

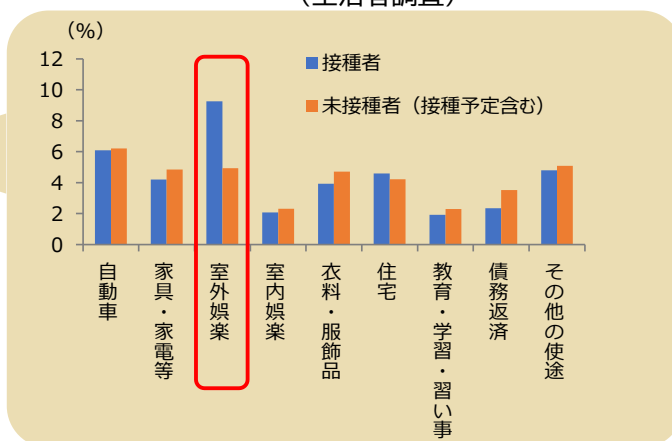
前出の mif 調査で、家計の貯蓄の変化を確認したところ、回答者の 2 割程度の世帯でコロナ危機前(19 年 12 月)と比較し貯蓄が増加している。この増えた貯蓄の用途について確認したところ、3 割程度が消費に回る可能性がある(図表 2-7)。さらに、消費項目別に増えた貯蓄の用途をみると、ワクチン接種者(1 回目または 2 回目の接種済み)では未接種者(接種予定を含む)と比較し、旅行など外出関連消費である「室外娯楽」に回す割合が高い(図表 2-8)。調査時点では、65 歳以上の高齢者の接種が先行しており、これまで外出を自粛してきた高齢者中心に外出行動に前向きになっている可能性がある。

図表 2-7 増えた貯蓄の用途
(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、増えた貯蓄の用途を回答した世帯(988 件)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(7 月 16-19 日に実施、回答者 6,000 人)

図表 2-8 増えた貯蓄による消費の支出項目別内訳
(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、増えた貯蓄の用途を回答した世帯(988 件)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(7 月 16-19 日に実施、回答者 6,000 人)

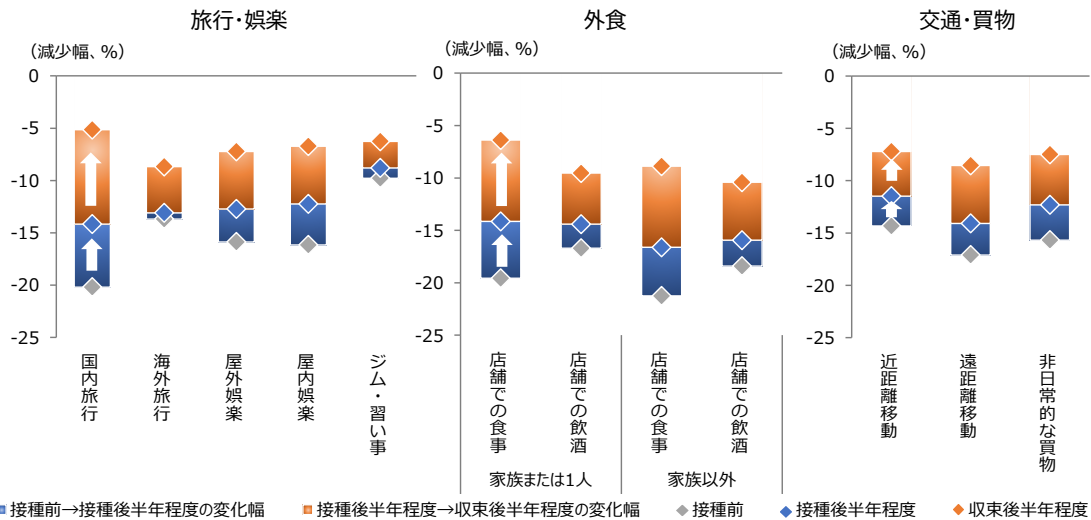
ワクチン接種で消費・外出行動は回復見込みも、コロナ危機前には戻らない可能性

国内でのワクチン接種の加速により、経済活動正常化の期待が高まっているが、コロナ危機下での生活様式の変化から、消費がコロナ危機前に戻るのか、戻らない消費があるのかが、今後の注目点となっている。

前述の mif 調査において、コロナ危機下で影響を受けた消費・外出行動を対象に、①ワクチン接種前、②ワクチン接種後半年程度、③感染が落ち着いてから半年程度(国民のワクチン接種率が向上し、感染拡大が落ち着いた頃)、の期間別に消費・外出行動の変化を確認した。

アンケート調査の結果、ワクチン接種が普及するにつれ、旅行・娯楽や外食など、コロナ危機下で抑制された消費の減少幅は縮小しており、抑制されていた消費の反動が顕現化する可能性がある(図表 2-9)。消費の正常化に向けては国民全体のワクチン接種率向上がカギになる。一方、いずれの項目も、感染が落ち着いてから半年程度の期間においても、消費はコロナ危機前を下回っている。コロナ危機が長期化するなか、感染が落ち着いたとしても需要がコロナ危機前には戻らない可能性がある。戻る需要、戻らない需要を見極めることが、今後の企業には求められるだろう。

図表 2-9 ワクチン接種前・接種後・コロナ収束後での消費・外出行動の変化（生活者調査）



注：コロナ危機前(19年12月)と比較した外出・消費行動の変化。接種後半年程度は、ワクチン接種(予定者を含む)の回答(4,871件)を対象に集計。減少幅は、50%以上減から50%以上増(変わらない、10%刻みのスケール)の各回答割合にウェイト付けて計算。
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(7月16-19日に実施、回答者6,000人)

ワクチン接種加速で消費は21年度末にかけ段階的に回復へ

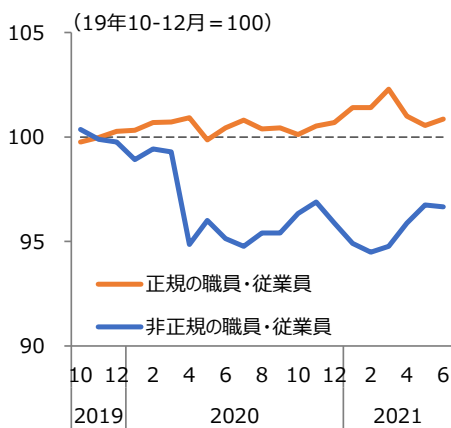
21年度の消費は年度末にかけて段階的に回復するとみる。防疫措置が強化されている間は、消費は一定程度抑制されるが、年度末にかけてワクチン接種率が高まり防疫措置の段階的緩和が可能になれば、抑制されていた消費の反動が徐々に顕現化するだろう。ただし、業績が悪化している外出関連業種(飲食・宿泊・娯楽サービスなど)を中心に、雇用・所得環境の持ち直しペースが緩やかにとどまるとみられ、消費回復の重しとなる。22年度は外出関連業種も含め経済活動のさらなる正常化が進み、消費の回復ペースも高まるとみる。実質民間最終消費支出は、21年度は前年比+3.7%、22年度は同+3.9%と予測する。

(3) 雇用・所得の動向

防疫措置長期化の影響から雇用環境は再び悪化

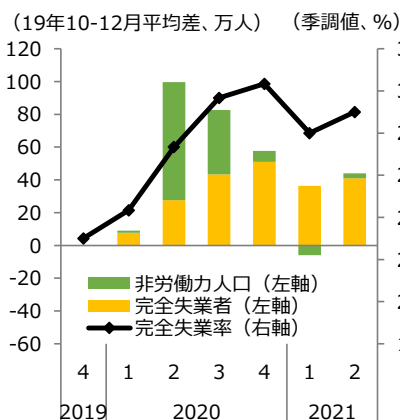
雇用環境は、3回目の緊急事態宣言の発令など防疫措置長期化により、外出関連業種を中心に悪化している。21年4-6月期の就業者数は前期差▲35万人減少した。雇用形態による雇用環境の二極化は継続しており、非正規の職員・従業員はコロナ危機前(19年10-12月)の水準と比較すると、依然として3%程度下回っている(図表2-10)。また、コロナ危機前と比較し完全失業者数は高い水準にある(図表2-11)。防疫措置の影響を受ける外出関連業種では、3回目の緊急事態宣言発令の影響から再び休業者の割合が上昇しており、完全失業率以上に雇用環境は悪化しているとみられる(図表2-12)。

図表 2-10 雇用形態別雇業者数



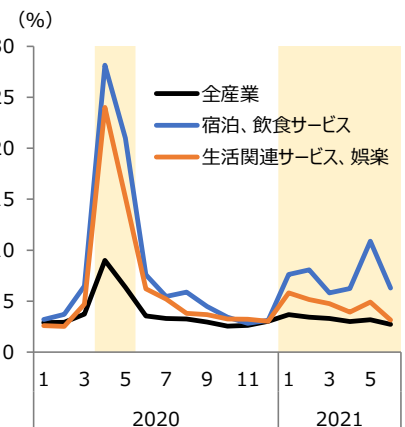
注：季節調整値。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 完全失業者(者)・非労働力人口



注：19年10-12月平均との差。季節調整値。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 休業者割合



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

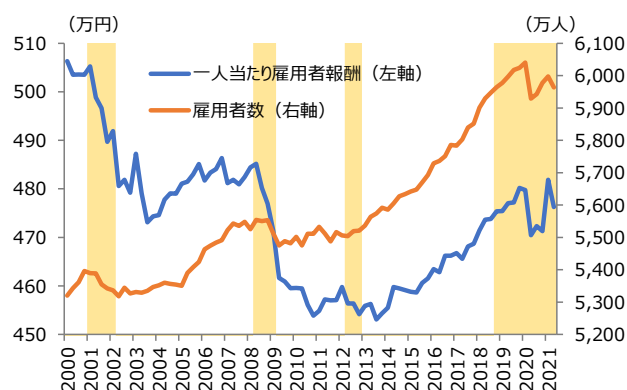
所得環境は回復も、業種間・世帯間で濃淡は大きい

一方、所得環境は回復している。一人当たり雇用者報酬はコロナ危機前(19年10-12月期)を1%程度下回る水準にあるが、過去の景気後退期に比べて、所得環境の回復時期は早い(図表2-13)。

もっとも、所得環境の回復には濃淡があり、一部の業種や世帯では落ち込んだ状態が続いている。業種別では、防疫措置の影響を受けた宿泊・飲食サービス業で、賃金がコロナ危機前の水準を8%程度下回っている(図表2-14)。また、労働需要の強い建設業でも賃金がコロナ危機前よりも低く、木材などのコスト上昇を価格転嫁できず、賃金で調整している可能性がある。

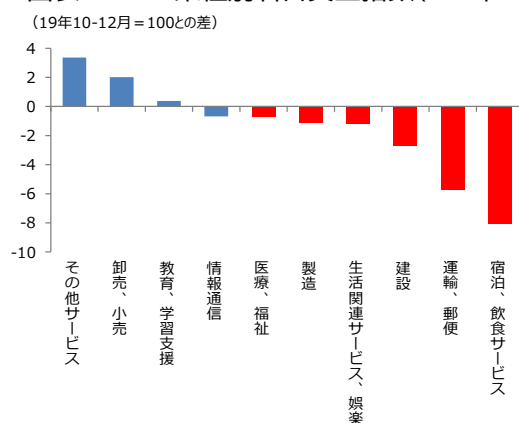
前述のmifを用いた生活者調査においても、コロナ危機前と比較し世帯収入が減少した世帯は、20年4月調査以降3割程度で推移、50%以上減少した世帯も1割程度となっている。新型コロナの感染拡大が長期化するなか、困窮世帯は一定程度存在しているとみられ、真に困窮した世帯への政策支援は引き続き必要な状況にある。

図表2-13 一人当たり雇用者報酬と雇用者数



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。直近は21年4-6月期。
出所:厚生労働省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表2-14 業種別名目賃金指数(21年4-6月期)



注:季節調整値。コロナ危機前(19年10-12月)=100と比較した21年4-6月期の名目賃金指数。事業所規模5人以上。業種は19年の雇用者数上位10業種。
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

ポストコロナを見据えた労働移動の支援が必要

足もとでは、防疫措置の長期化により雇用環境の持ち直しは遅れているが、今後、ワクチン接種の加速により、経済活動正常化が視野に入る局面においては、雇用調整助成金などの雇用維持策は段階的に縮小させる一方で、ポストコロナを見据えた労働移動やスキルアップ支援へと段階的に政策内容をシフトしていくことが重要となる。

職業別の求職と求人をコロナ危機前の19年4-6月と比較すると、労働需給のミスマッチが課題であることが浮かび上がる(図表2-15)。

特に、防疫措置の長期化で労働需要が弱まっている飲食関連の職業(「飲食物調理の職業」、「接客・給仕の職業」)では、求人が減っているなかでも従前と同じ職業で就職を希望している人が多い。

また、デジタル関連の職業(「情報処理・通信技術者」)は、求職者数が大幅に増加しているものの、公共職業安定所(ハローワーク)から企業への紹介件数に対する就職件数の割合が、主要職種のなかで最も低い。企業が求めるスキルレベルとのミスマッチが大きい可能性がある。

図表2-15 職業別求人数・求職数(21年4-6月期)、就職/紹介倍率(直近1年平均)

職業	求人数		求職数		就職/紹介倍率	
	(19年4-6月比、%)	(%)	(19年4-6月比、%)	(%)	(直近1年平均、倍)	(倍)
土木の職業	13.6	-0.7	0.48			
建築・土木・測量技術者	1.4	10.0	0.23			
建設の職業	0.3	18.3	0.35			
保健師、助産師、看護師	-7.0	2.4	0.41			
機械整備・修理の職業	-7.7	10.8	0.26			
医療技術者	-8.0	2.3	0.38			
社会福祉の専門的職業	-8.3	-4.8	0.34			
介護サービスの職業	-9.8	5.9	0.46			
保安の職業	-10.6	16.1	0.33			
金属材料製造、金属加工、金属溶接・溶断の職業	-15.4	0.0	0.27			
生活衛生サービスの職業	-15.6	14.3	0.32			
自動車運転の職業	-16.0	19.9	0.33			
営業の職業	-16.4	-5.0	0.11			
情報処理・通信技術者	-18.8	48.9	0.05			
製品製造・加工処理の職業(金属除く)	-20.7	-7.7	0.27			
運搬の職業	-29.3	7.7	0.22			
一般事務の職業	-30.1	-0.3	0.11			
商品販売の職業	-36.1	8.4	0.20			
飲食物調理の職業	-37.8	23.3	0.31			
接客・給仕の職業	-50.6	14.2	0.20			

注:パート除く常用。19年平均の有効求人数が25,000件以上の職業(20職業)を対象に分析。求人数、求職者数は有効求人数および有効求職者数の19年4-6月比。就職/紹介倍率は、就職件数を紹介件数で除したもの。20年7月-21年6月の直近1年の平均。
出所:厚生労働省「一般職業紹介状況」より三菱総合研究所作成

今後の雇用・所得環境は段階的な回復を見込む

先行きの雇用・所得環境は段階的な回復を予想する。外出関連業種を中心に防疫措置長期化で雇用環境は厳しい状況にあるが、ワクチン接種の加速により経済活動は段階的に正常化、外出関連業種の業績も持ち直すとみられ、21年度末にかけて段階的に雇用環境は回復していきだろう。ただし、外出関連業種を中心に企業体力が低下するなか依然として経済活動対比での適正雇用量を上回る過剰雇用を抱えつつ、解雇などの雇用調整の動きが進んでいる点には注意が必要だ(図表 2-16)。経済活動の正常化が遅れるほど、失業者が増加するリスクがある。

所得環境も回復を見込むが、先行きの経営環境に対する不透明感は依然としてあり、緩やかな回復にとどまるだろう。名目雇用者報酬は、21年度は前年比+0.9%、22年度は同+1.2%と予測する。

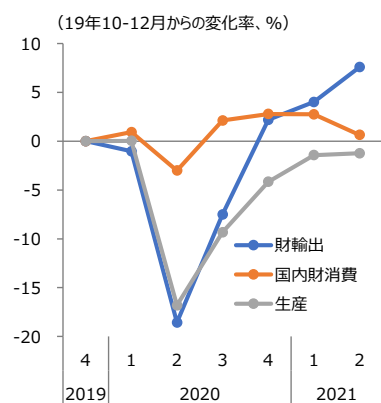
(4) 企業活動の動向

生産は供給制約が抑制要因、サービス活動は感染再拡大が押し下げ要因に

企業活動は、持ち直しの動きが弱まりつつある。生産は、輸出の増加を背景に回復傾向が続いているものの、伸びは鈍化した(図表 2-17)。需要面では財消費が減少したほか、21年以降は、半導体不足や資源価格の上昇など供給面の制約が、生産の抑制要因となりつつある。内閣府「景気ウォッチャー調査」における半導体不足に関するコメント数増加に並行して、21年2月と5月の自動車生産は大幅に減少した(図表 2-18)。また、非鉄金属や木材・木製品など資源価格が大きく上昇しており、21年4-6月期の水準は、1970年以降で最も高い(図表 2-19)。

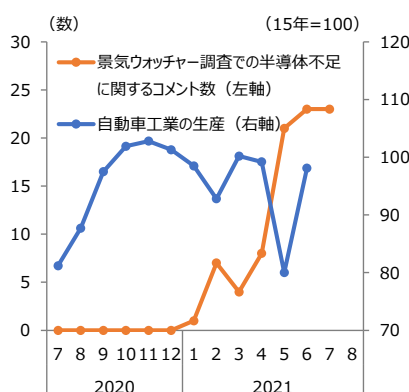
サービス活動は21年入り後、悪化している。21年4-5月の対事業所向けサービス活動は、小幅ながらも4四半期ぶりに縮小した。①コロナ危機発生直後に一時凍結された新規契約を再開する動きや、②輸出・生産の増加による物流や卸売りでの企業活動の持ち直しは、一服している模様だ。対個人向けサービス活動は、緊急事態宣言の再発令が飲食・宿泊など外出関連の活動を押し下げ、2四半期連続で大きく落ち込んだ。

図表 2-17 輸出・消費・生産



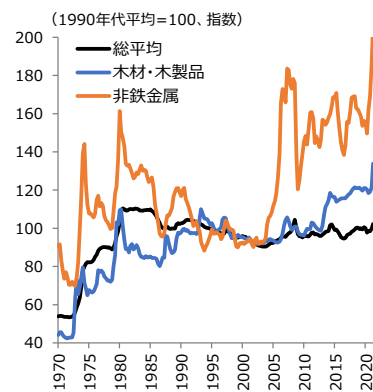
出所：経済産業省「鉱工業指数」日本銀行「実質輸出入の動向」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 半導体不足と自動車生産



出所：経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「景気ウォッチャー調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 国内企業物価

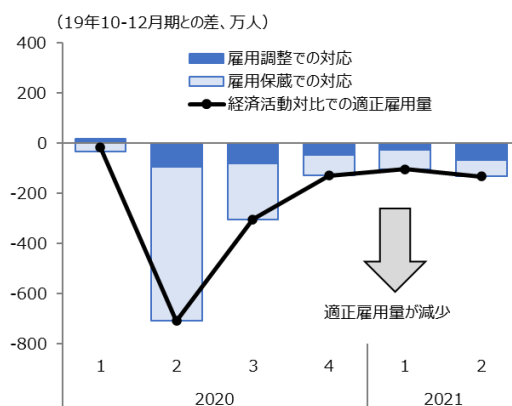


注：月次データを四半期平均に変換。
出所：日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

企業活動は回復継続、供給制約が先行きの懸念材料

先行きの製造業の企業活動は、海外需要の回復に牽引され、持ち直しの動きを維持するとみる。ただし、中国では生産が鈍化しているほか、米国も給付金による内需押し上げが一服するため、輸出・生産は減速する可能性が高い。非製造業は、外出関連以外の産業は企業向けサービスの改善を背景に、緩やかながらも、回復が続くとみる。一方、外出関連の産業は、ワクチンが普及するまでは企業活動が低調に推移する可能性が高い。日本政策投資銀行の調査によると、売上がコロナ危機前の水準まで回復する企業は増えていく見込みだが、現時点で売上回復が見通せないという企業も全体の15%程度にのぼる(図表 2-20)。

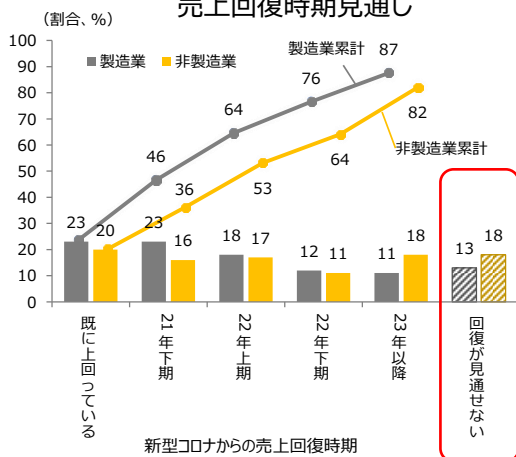
図表 2-16 雇用調整の内訳 (全産業)



注：雇用調整での対応は、解雇などで雇用者数を調整すること。雇用保蔵での対応は、経済活動対比で過剰な雇用を企業内で抱える対応のこと。
出所：経済産業省「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所推計

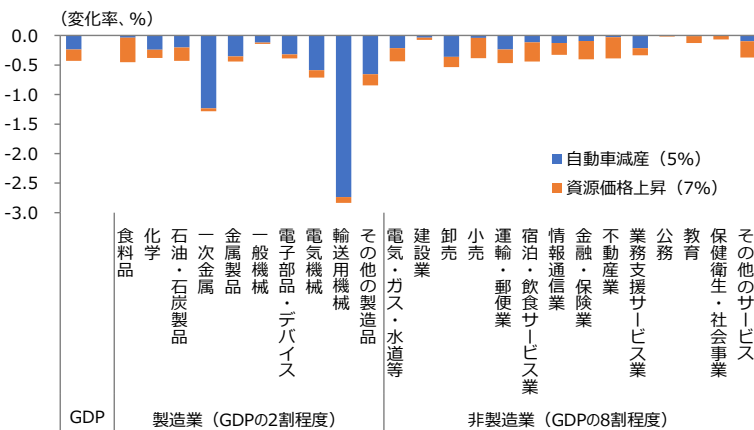
先行きのリスクは供給制約の強まりが挙げられる。世界的な半導体不足のなか、自動車向け半導体の不足感が強まっている。自動車は他産業とのつながりが強く、自動車関連の製品やサービスを生産する産業への悪影響が懸念される。非鉄金属や木材を中心とする資源価格の上昇も、投入コスト上昇→企業業績悪化→雇員報酬減少→消費減少を通じて、生産を押し下げかねない。仮に自動車は5%減産、資源価格は7%上昇という21年4-6月期前期比の実績が1年間続いた場合、それらの波及効果が幅広い産業に及び、GDPは▲0.5%ポイント押し下げられる(図表2-21)。

図表 2-20 新型コロナからの売上回復時期見通し



注: 企業による見込み。
出所: 日本政策投資銀行「2021年度設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 自動車減産・資源価格上昇の波及効果



注: 自動車減産は、自動車生産が5%減少した分は除き、間接効果のみ掲載した。資源価格上昇は石油、金属、非金属、木材の投入コストが雇員報酬や消費の減少につながった場合の生産変化率を試算した。
出所: 内閣府「SNA産業連関表」より三菱総合研究所作成

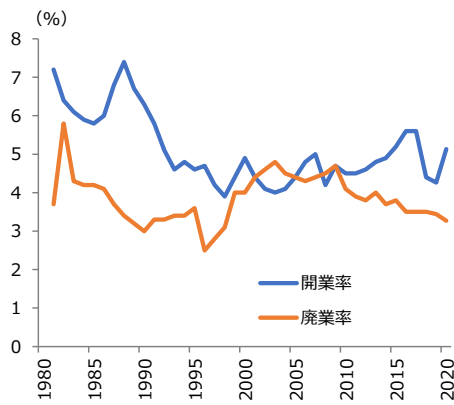
企業の新たな代謝はコロナ禍においても高まらず

コロナ禍においては、企業の新たな代謝は進んでいない。20年度の廃業率は、持続化給付金や無利子無担保の融資が実施されていることを背景に、低水準で推移した(図表2-22)。

開業率も19年度に落ち込んだ反動もあって20年度は上昇したが、過去に比べて高い水準ではない。コロナ禍で生活様式が多く変わっているほか、コロナ危機下での貯蓄増加やリモートワークの普及により消費者は金銭的・時間的な購買力があり、景気は悪化しているものの、新規ビジネスにとって比較的好ましい環境だ。M&Aの増加や企業内での事業再編、中小企業の事業継承など開業率ではとらえられていない企業の新たな代謝が進んでいる可能性はあるものの、他国ではコロナ危機後に開業が増加しており、日本の開業率の低さが目立つ。

1990年代以降、開業率が低下するとともに、GDP成長率も低下した。因果関係には注意が必要だが、経済成長率を高めるうえでも、コロナ禍を契機に、新規ビジネスが活発化することが重要だ。

図表 2-22 開業率と廃業率



注: 雇用保険が適用される新規成立事務所数と消滅事業所数を用いて算出。横軸は年度。
出所: 経済産業省「2020年度版中小企業白書」、厚生労働省「雇用保険事業年報」より三菱総合研究所作成

設備投資は情報関連投資を中心に漸進的な持ち直し

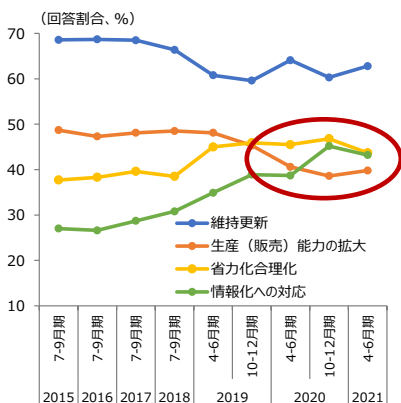
21年4-6月期の実質民間設備投資は、季調済前期比+1.7%と増加に転じたものの、コロナ危機前(19年10-12月期)に比べて依然として2.5%程度低く、持ち直しの動きは今のところ弱い。

企業の設備投資スタンスをみると、先行きの需要動向に不透明感が残るなか、「生産(販売)能力の拡大」の割合が低下しており、設備投資の重しとなっている(図表2-23)。一方、「省力合理化」は19年以降、一段と高い水準にあるほか、「情報化への対応」は上昇傾向が続いており、オンライン化や非接触化など新たな生活様式への対応やDX関連の投資は底堅いとみられる。企業は事業の構造転換や生産性向上につながる投資の優先度を高めている模様だ。

日本政策投資銀行の「2021 年度設備投資計画調査」では、21 年度の投資計画として、自動車の電動化や 5G などに関する投資が挙げられており、将来的な競争力に結び付く分野への投資も維持されている。

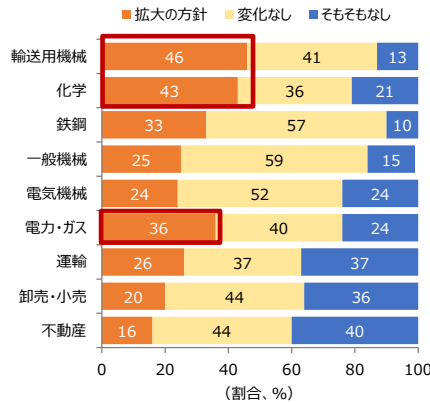
先行きの設備投資は、経済活動の段階的な正常化とともに回復傾向を見込む。21 年度中は、外出関連産業では、業績が落ち込んだ状態が続くとみられることから、設備投資の規模縮小や先送りの動きが続くとみられるが、製造業や情報通信業では、中長期的な成長につながる投資やデジタル関連投資が設備投資を押し上げるだろう。また、輸送用機器、化学、電力・ガスなどの業種を中心に全体の 3 割弱の企業が脱炭素関連投資を拡大する方針であり、今後の設備投資を下支えすることが見込まれる(図表 2-24)。一方、新型コロナを受けたサプライチェーンの見直し(検討を含む)は、海外拠点の分散、多様化が中心であり、海外拠点の国内回帰による国内の設備投資増加は期待しにくい(図表 2-25)。実質民間企業設備は、21 年度は前年比+3.8%、22 年度は同+3.2%を見込む。

図表 2-23 設備投資スタンス



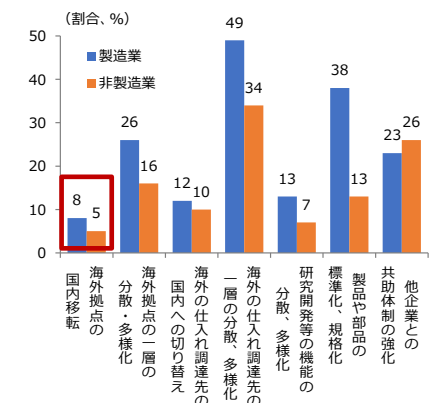
注:大企業全産業。10項目のうち3項目以内の複数回答。回答割合・時系列変化が大きい4項目を掲載。
出所:財務省「法人企業景気予測調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 脱炭素関連投資



注:研究開発を含む。
出所:日本政策投資銀行「2021 年度設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-25 サプライチェーンの見直し



注:新型コロナを受けた見直し。検討を含む。3つまで複数回答。
出所:日本政策投資銀行「2021 年度設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

(5) 物価の動向

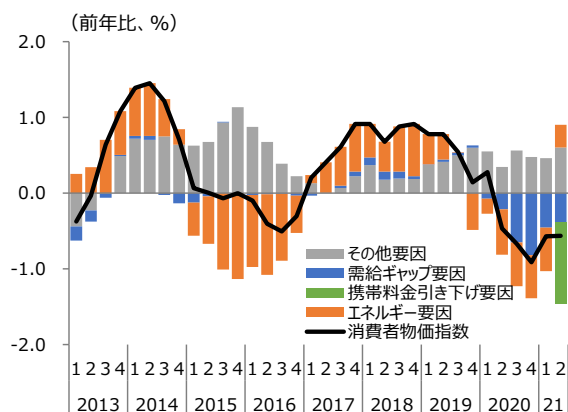
素原材料価格の上昇が消費者物価に波及も、需要回復力の弱さが重しに

21 年 4-6 月期の消費者物価指数(20 年基準)は、生鮮食品を除く総合指数が前年比▲0.6%と、5 四半期連続の低下となった(図表 2-26)。前年のエネルギー価格下落の反動(+0.2%ポイント押し上げ)はプラス寄与となったものの、携帯料金の引き下げ(▲1.1%ポイント押し下げ)により、物価全体が大きく押し下げられた。また、需給ギャップも引き続き、物価上昇の重しとなっている。

先行きの消費者物価上昇率は、21 年度後半は下落幅が縮小し、22 年度にはプラスに転じると見込む。21 年度後半以降、前年の反動からエネルギー価格の寄与がプラスとなる状況が続くとみられる。また、海外経済の回復や米中対立を背景とした需給のひっ迫により国際的に商品価格が上昇し、国内企業物価に波及している(図表 2-27)。企業物価と消費者物価の関係をみると、企業物価が上昇する局面では、消費者物価も連動して上昇しており、今後は消費者物価にもコストプッシュ型のインフレ圧力が強まるとみる。22 年度は、携帯料金の引き下げの影響が一巡するほか、景気回復により需給ギャップのマイナス幅は緩やかに縮小していくことが予想され、消費者物価上昇率はプラスに転じよう。生鮮食品を除く消費者物価(コア CPI)は、21 年度は前年比▲0.1%、22 年度は同+0.9%と予測する。

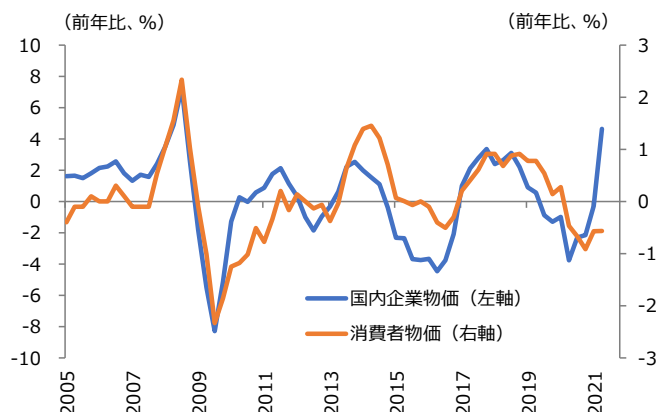
なお、需給ギャップは 22 年度末時点でも▲2%程度のマイナスが残るとみられることなどから、日本銀行が目標とする物価上昇率 2%を下回る状況が続くと見込まれる。長期化する金融緩和の副作用に配慮しつつ、22 年度にかけては緩和的な金融政策運営を継続するとみており、金融政策が引き締めへ転じるのは 23 年度以降になるとみる。

図表 2-26 消費者物価上昇率の要因別内訳



注：消費者物価は生鮮食品を除く総合（20年基準、消費税増税・教育無償化の影響は除く）。四半期平均。
出所：総務省「消費者物価指数」、内閣府「月例経済報告」より三菱総合研究所作成

図表 2-27 国内企業物価・消費者物価



注：消費者物価は生鮮食品を除く総合（20年基準、消費税増税・教育無償化の影響は除く）。四半期平均。
出所：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

(6) まとめ

ワクチン普及加速で 22 年度にかけて経済活動の正常化が進む

感染力の強い変異株の拡大もあり、4 回目の緊急事態宣言が発令・延長されるなど防疫措置は長期化しているが、ワクチン接種ペースが加速しており、ワクチン接種完了者比率は21年10月には人口比5割を超えてくるとみられる。

21年度中は、引き続き3密回避など一定の防疫措置を講じつつも、経済活動の正常化が段階的に進むとみる。防疫措置長期化の影響を受けてきた外出関連業種も段階的に回復し、企業活動は総じてみれば持ち直していくだろう。21年度の実質 GDP 成長率は、前年の反動と米国向け輸出の増加、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+3.2%と予測する。

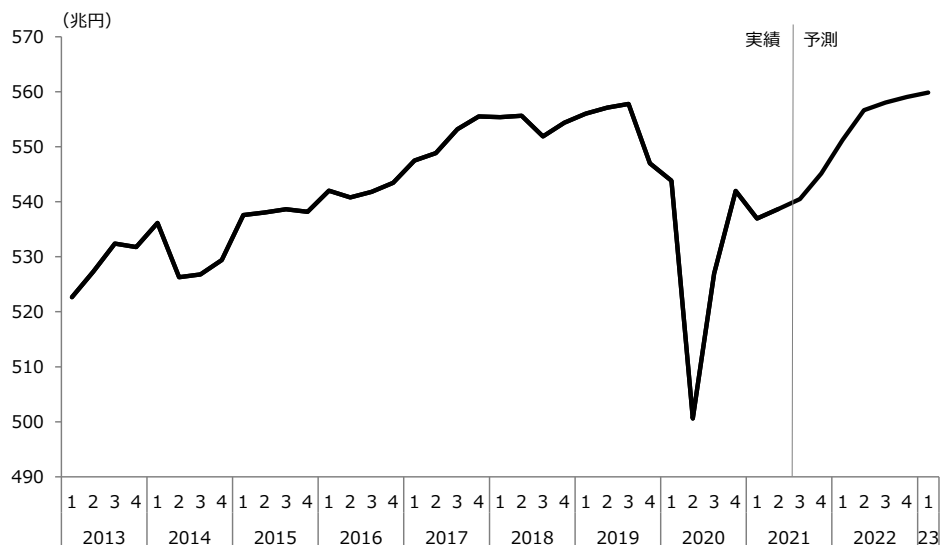
22年度は、ワクチンの普及などにより経済活動が本格的に正常化に向かう。コロナ危機下で家計に積み上がった貯蓄が消費に回ることもあり、22年度は前年比+2.7%と潜在成長率を上回るペースでの回復を予測する。GDP がコロナ危機前の水準(19年10-12月期)を回復するのは22年前半となる。

試算の前提として、ワクチン接種は希望する成人への接種完了は21年中と想定する。原油価格(WTI)は22年度末にかけて70ドル程度、日経平均株価は22年度末にかけて29,000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、既存のワクチンが効きにくい変異株の拡大による防疫措置の長期化のほか、国際的な商品需給のひっ迫の長期化がある。半導体の供給不足や非鉄金属などの価格の高騰は、外需の回復を背景に持ち直していた生産活動に影響を与えている。長期化すれば、国内外の需要が回復するなか、生産活動が停滞する可能性がある。調達格の上昇分を販売価格に反映できなければ企業業績の下振れ要因になるほか、販売価格に転嫁されれば消費など需要の抑制要因となる。

経済活動の正常化が見えてきた状況において、今後はポストコロナを見据えた取り組みを強化していくことが求められる。政府は「経済財政運営と改革の基本方針 2021」(骨太方針 2021)において、グリーンやデジタルを重点分野と位置付け、日本銀行も気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案を公表した。ポストコロナの成長分野として期待される、グリーンやデジタルなどへの投資や、成長が期待される産業への労働移動などが進まなければ、これら分野での諸外国との差が拡大するだろう。

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 2021~2022 年度の日本の実質 GDP 成長率予測

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	***	▲4.5	***	3.2	***	2.7	***
内需	▲0.1	▲0.1	▲3.9	▲3.9	2.6	2.6	2.7	2.7
民需	▲0.7	▲0.6	▲6.3	▲4.7	3.4	2.5	3.7	2.7
民間最終消費支出	▲1.0	▲0.5	▲5.9	▲3.2	3.7	2.0	3.9	2.1
民間住宅投資	2.5	0.1	▲7.2	▲0.3	0.9	0.0	▲1.7	▲0.1
民間企業設備	▲0.6	▲0.1	▲6.8	▲1.1	3.8	0.6	3.2	0.5
民間在庫投資	***	0.0	***	▲0.2	***	▲0.1	***	0.2
公需	1.9	0.5	3.5	0.9	0.4	0.1	▲0.0	▲0.0
政府最終消費支出	2.0	0.4	3.3	0.7	0.5	0.1	▲0.6	▲0.1
公的固定資本形成	1.5	0.1	4.2	0.2	▲0.4	▲0.0	1.7	0.1
外需(純輸出)	***	▲0.4	***	▲0.6	***	0.7	***	0.0
輸出	▲2.2	▲0.4	▲10.4	▲1.8	13.0	2.3	1.0	0.2
輸入	0.2	0.0	▲6.8	1.2	8.7	1.6	1.0	0.2
名目GDP	0.3	***	▲3.9	***	3.0	***	3.5	***

出所:実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-30 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

項目	前期比	実績				予測								
		2020				2021				2022				2023
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	-0.6%	-7.9%	5.3%	2.8%	-0.9%	0.3%	0.3%	0.9%	1.1%	1.0%	0.2%	0.2%	0.1%
	前期比年率	-2.3%	-28.2%	22.8%	11.9%	-3.7%	1.3%	1.3%	3.5%	4.6%	4.0%	1.0%	0.7%	0.6%
	前年比	-4.6%				2.2%				3.0%				
	前年度比	-0.5%	-4.5%				3.2%				2.7%			

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 2-31 日本経済予測の総括表

(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)	558,313	536,760	553,124	572,635	0.3%	▲ 3.9%	3.0%	3.5%
	民間最終消費支出	304,243	286,274	296,584	310,951	▲ 0.3%	▲ 5.9%	3.6%	4.8%
	民間住宅投資	21,382	19,941	20,690	20,507	4.1%	▲ 6.7%	3.8%	▲ 0.9%
	民間企業設備	91,550	84,875	89,256	92,764	▲ 0.2%	▲ 7.3%	5.2%	3.9%
	民間在庫品増加	2,105	822	690	1,543	***	***	***	***
	政府最終消費支出	111,718	114,684	116,258	116,063	2.4%	2.7%	1.4%	▲ 0.2%
	公的固定資本形成	29,259	30,610	31,071	31,956	3.1%	4.6%	1.5%	2.8%
	公的在庫品増加	▲ 6	12	79	234	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 1,938	▲ 457	▲ 1,504	▲ 1,383	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	95,729	84,259	100,762	102,545	▲ 5.4%	▲ 12.0%	19.6%	1.8%
財貨・サービス輸入	97,667	84,715	102,266	103,928	▲ 4.2%	▲ 13.3%	20.7%	1.6%	

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

実質	国内総生産 (= GDP)	551,475	526,857	543,888	558,400	▲ 0.5%	▲ 4.5%	3.2%	2.7%
	民間最終消費支出	299,746	282,145	292,551	304,049	▲ 1.0%	▲ 5.9%	3.7%	3.9%
	民間住宅投資	20,397	18,932	19,097	18,777	2.5%	▲ 7.2%	0.9%	▲ 1.7%
	民間企業設備	90,511	84,313	87,510	90,345	▲ 0.6%	▲ 6.8%	3.8%	3.2%
	民間在庫品増加	2,180	1,264	849	1,680	***	***	***	***
	政府最終消費支出	110,848	114,492	115,038	114,387	2.0%	3.3%	0.5%	▲ 0.6%
	公的固定資本形成	28,041	29,226	29,095	29,599	1.5%	4.2%	▲ 0.4%	1.7%
	公的在庫品増加	▲ 10	▲ 11	66	221	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 199	▲ 3,888	▲ 321	▲ 277	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	102,682	91,967	103,883	104,954	▲ 2.2%	▲ 10.4%	13.0%	1.0%
財貨・サービス輸入	102,880	95,855	104,204	105,231	0.2%	▲ 6.8%	8.7%	1.0%	

	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	102.0	▲ 3.7%	▲ 9.5%	9.2%	3.3%
	国内企業物価指数	101.6	100.2	104.4	106.5	0.1%	▲ 1.4%	4.2%	2.0%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.3	99.9	99.8	100.7	0.6%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	0.9%
	GDPデフレーター	101.2	101.9	101.7	102.5	0.9%	0.6%	▲ 0.2%	0.8%
	完全失業率	2.4%	2.9%	2.8%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	88.4	81.2	86.7	85.5	▲ 7.3%	▲ 8.1%	6.7%	▲ 1.3%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	18,927	18,253	21,252	21,064	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲ 1,233	238	168	845	***	***	***	***
	貿易収支	484	3,902	4,599	4,796	***	***	***	***
	輸出	74,748	68,351	84,406	85,900	▲ 6.9%	▲ 8.6%	23.5%	1.8%
	輸入	74,264	64,449	79,807	81,104	▲ 6.8%	▲ 13.2%	23.8%	1.6%
	通関収支戻（10億円）	▲ 1,281	1,297	706	828	***	***	***	***
	通関輸出	75,879	69,487	82,980	84,438	▲ 6.0%	▲ 8.4%	19.4%	1.8%
通関輸入	77,160	68,190	82,275	83,610	▲ 6.3%	▲ 11.6%	20.7%	1.6%	

為替	国債10年物利回り	-0.10%	0.04%	0.08%	0.08%	***	***	***	***
	M2	1,034,561	1,118,311	1,167,983	1,205,103	2.6%	8.1%	4.4%	3.2%
	日経平均株価	21,915	24,462	28,475	28,722	▲ 0.3%	11.6%	16.4%	0.9%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	54.7	42.4	69.2	70.2	▲ 13.1%	▲ 22.4%	63.2%	1.4%
	円/ドル レート	108.8	106.0	109.6	110.9	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.111	1.167	1.201	1.185	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	120.9	123.7	131.5	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2020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4-6月期の実質GDPは前期比年率+6.5%成長、コロナ危機前水準を上回る

21年4-6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+6.5%となり、コロナ危機前(19年10-12月期)の水準を上回った。個人消費(同+11.8%)や設備投資(同+8.0%)など、経済活動正常化に伴う力強い内需が成長に寄与した一方、供給制約の影響で住宅投資(同▲9.8%)や在庫投資がGDPを押し下げたため、市場予測を下回る結果となった。

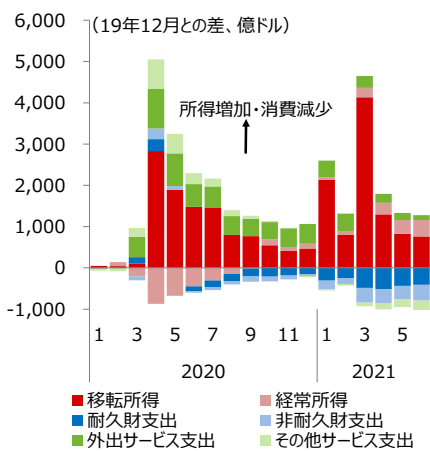
8月時点で2回目のワクチン接種を終えたのは人口比約50%と、集団免疫の目安となる「人口7~9割」には至っていないが、行動制限の大部分は解除され、経済活動の再開が進んでいる。ただし足元では変異株の流行で再び新規感染者数は増加傾向にあり、拙速な経済活動再開には警戒が必要な状況が続いている。

外出関連サービス業でも需要回復の反面、供給制約とインフレが成長持続の重しに

引き続き米国経済を牽引しているのは個人消費だ。家計の所得環境をみると(図表3-1)、給付金等の移転所得は減少傾向にあるものの、雇用の回復が進んだことから雇用者報酬等の経常所得はコロナ前を上回る水準に回復している。過剰貯蓄も6月時点で2.6兆ドル蓄積しており、今後消費を支えることが期待される。支出先にも変化がみられる。コロナ下で需要が伸びた耐久財への支出が僅かながら続伸する一方、経済活動再開に伴い外出関連サービス業へのペントアップ需要が顕在化し、コロナ危機前の水準近くまで回復している。

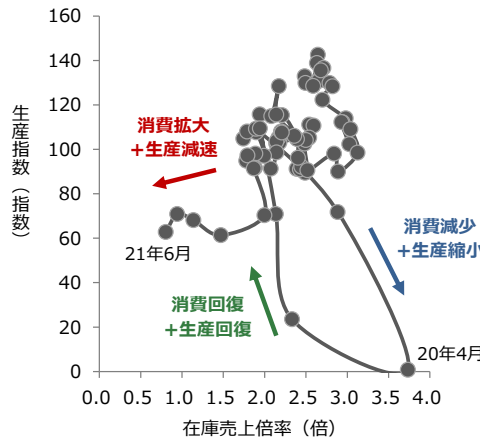
一方で供給制約が企業活動や消費に影響を落とすつつある。世界的な原材料不足によって、製造業は生産活動が鈍化。深刻な半導体不足によって自動車製造で特に影響が大きく、在庫売上倍率が過去最低水準まで低下している(図表3-2)。加えて、企業は労働力の確保にも苦心している模様だ(後述)。原材料と労働力不足は、原材料価格・人件費上昇によって企業収益の圧迫にもつながる。さらに消費者物価への転嫁から、ミシガン大学の調査では「物価を理由に家庭用耐久財購入には時期が悪い」と回答した割合は81年以来の高水準となっており(図表3-3、面グラフ)、家計マインドの悪化が内需主導の成長持続に水を差すことが懸念される。

図表 3-1 家計の名目所得・支出



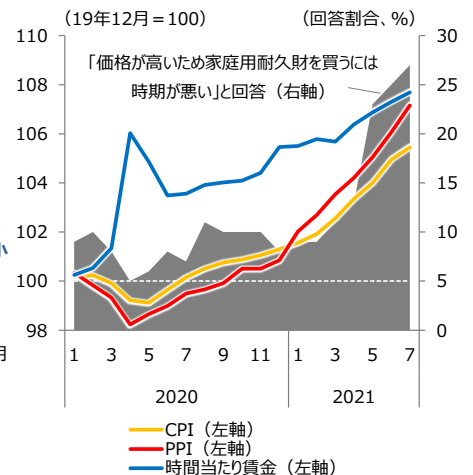
注: 外出サービスは、輸送・娯楽・飲食・宿泊。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 自動車生産動向



注: 生産指数はNAICS 33611。16年以降。
出所: Federal Reserve Board、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 物価・消費動向



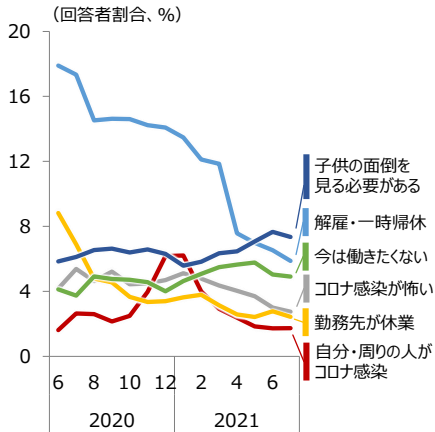
出所: 米国労働省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

雇用は秋にかけて回復も、スキルのミスマッチは長期化する可能性

7月時点の雇用者数は、依然コロナ危機前(20年2月)と比較すると570万人分少ないものの、経済再開に伴い求人数は急増していることから、失業者の復職が追いつかず、人手不足に陥っていることが指摘されている。米国勢調査局の調査では、働かない理由として「休校中の子供の面倒を見るため」や「今は働きたくない」が相対的に上昇している(図表3-4)。経済再開に伴い宿泊・飲食、芸術・娯楽などでも求人数は増加しているが、採用数は伸び悩んでおり(図表3-5左)、潤沢な公的給付によって相対的に賃金の低い業種への復職意欲が妨げられている可能性がある。ただし、これらは秋にかけて学校再開・失業給付特例終了が進むことから、段階的に解消していくと見込む。

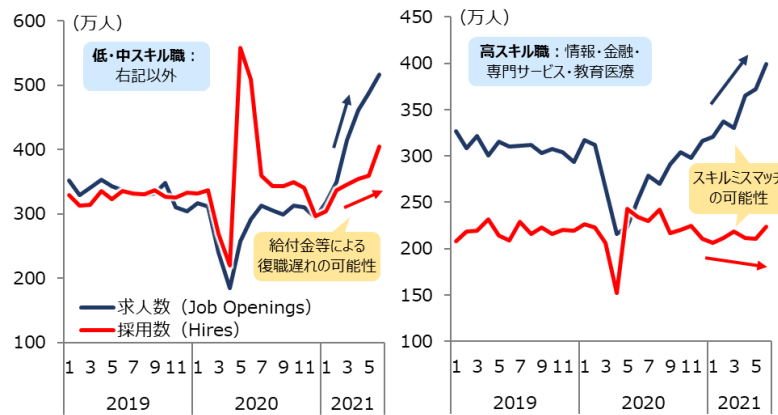
一方、雇用の一部はコロナ危機前から変化する可能性があり、対応が求められる。金融・情報といった高スキル産業では、コロナ下で需要が増えた結果、求人数が増加しているが、採用数は減少傾向だ(図表3-5右)。スキルのミスマッチによって以前から存在した労働需給差が、ポストコロナでさらに拡大する可能性がある。

図表 3-4 働かない理由



注: 各月の月上旬実施の結果を抜粋。
出所: 米国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-5 スキルレベル別の求人数・採用数



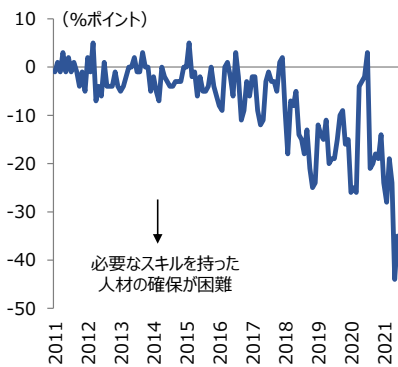
注: スキル分類は IMF に基づく。民間産業のみ。直近は21年6月。
出所: 米国労働省より三菱総合研究所作成

従来、相対的に高スキルを要求しなかった産業でも、コロナ下でデジタル化が進んだことから、求められるスキルの水準の上昇、自動化・省力化による労働需要自体の減少も考えられる。リッチモンド連銀が管轄地域の製造業を対象とした調査では、「必要なスキルを持った人材確保のしやすさ」が21年に入り大きく低下(図表3-6)、国勢調査局が中小企業を対象にした調査では、卸売や小売、宿泊・飲食などでもオンライン化の必要性を認識している(図表 3-7)。

企業の産業構造の変化に加え、労働者の失業長期化・非労働力化がミスマッチを加速させる恐れもある。長期失業者・労働市場から退出した非労働者の数はコロナ前と比べ高止まりしており、非労働力人口増加を考慮した「実質的な失業率」は8%近い(図表 3-8)。経験豊富な高齢者を中心に、コロナを契機にリタイアしてしまった人も多く、失業長期化や非労働力化はスキル喪失につながりかねない。

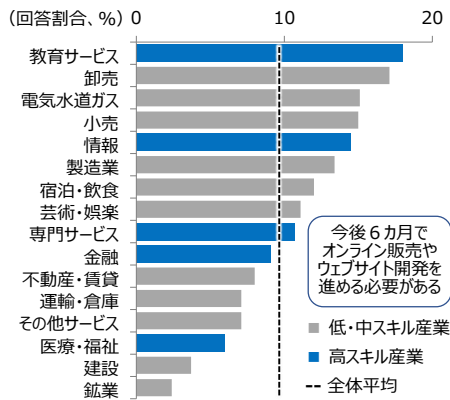
スキルのミスマッチ解消には時間を要するものの、高スキル産業への転換に成功すれば、米国経済の潜在成長率の押し上げも期待できる。就業支援など、今後は政府による支援も求められよう。

図表 3-6 製造業における人材確保 (リッチモンド連銀管轄地域)



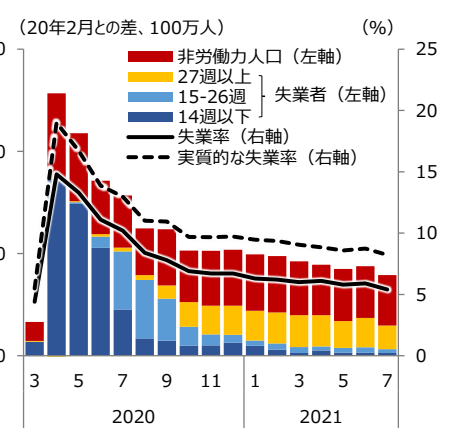
注: 必要なスキルを持つ人材の確保のしやすさが「上昇した」割合から、「低下した」割合を減じた値。
出所: リッチモンド連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-7 中小企業におけるオンライン事業の意向



注: 21年7月実施。
出所: 米国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-8 失業数・非労働力人口



注: 実質的な失業率は非労働力人口増加数を考慮に入れた失業率。
出所: 米国労働省より三菱総合研究所作成

財政支援は秋にかけて終了、与野党対立が財政政策を制限

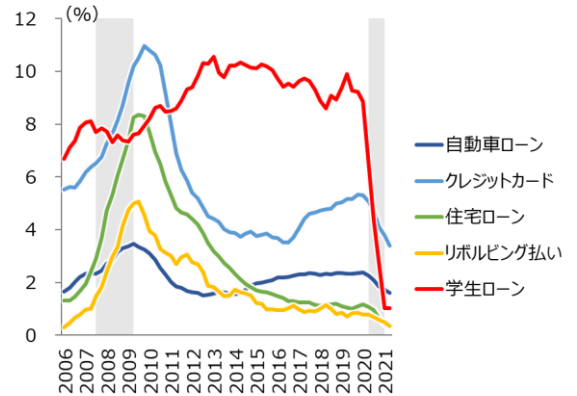
景気回復を受けて、財政支援による短期的な緊急対応は秋にかけて縮小する予定だ。「米国救済計画」で延長された失業給付特例は過度な支援により復職意欲を減衰させているとして、既に共和党州を中心に半数以上の州で前倒して終了、残りの州も9月末に期限を迎える。また、住居立ち退き猶予措置と学生ローン返済猶予措置は再延長されたものの、それぞれ今年10月と22年1月に終了する。

コロナ下では給付金等の手厚い財政支援の影響もあり、低所得層でもコロナ危機前に比べて資産が増加したものの、今後財政支援が終了し、政策効果が剥落するなかで、格差が拡大する可能性がある。例えば、学生ローンの延滞はコロナ前から問題になっていたが(図表 3-9)、返済猶予措置が終了すれば再びローン返済が低所得層の重しになろう。景気回復の陰に隠れた貧困層に対しては的を絞った支援が引き続き求められる。

しかし、議会の与野党の対立が財政政策を制限している。7月末には政治的駆け引きから債務残高上限が復活、米国議会予算局(CBO)の予測では10月頃にも政府の資金が枯渇し、最悪のケースでは、国債がデフォルトになる可能性もある。類似の状況に陥った11年には、国債の格下げが発表され、市場が動揺したこともあり、早急な対応が求められる。

また、3月に公表された「米国雇用計画」および「家族計画」の成立も道半ばだ。このうちインフラ投資による雇用創出を掲げる「米国雇用計画」は超党派案が上院で合意されたものの、支出拡大を嫌う共和党の反対により規模を大幅に縮小、財源として予定していた法人増税も含まれていない。気候変動対策や「家族計画」による人的資本への投資、法人税や所得税の引き上げなど計画の未成立部分は、財政調整措置を用いて民主党単独での採決を目指しているが、成立の見通しは不透明であり、財政政策の制限が景気回復を妨げる恐れがある。

図表 3-9 ローン種類別の延滞率



注:90日以上 of 深刻な延滞に移行した割合。
ハイライトは世界金融危機とコロナ危機を示す。
出所:ニューヨーク連銀より三菱総合研究所作成

金融政策正常化に向けて、資産買入規模縮小の議論が間もなく本格開始

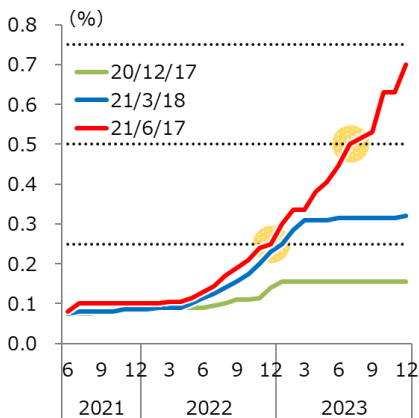
金融政策も正常化へ向けて動き始めている。6月の FOMC では、労働市場の改善はいまだ十分ではないとして現状維持を決定する一方、参加者が予想する利上げ時期は前倒しされ(「24年以降」から「23年中に2回の利上げ」)、7月の FOMC でも同様の方針が示された。今後の労働市場の改善状況をみながら、8月末に開催されるジャクソンホール会議などを通じ、段階的に資産買入規模縮小への道筋が示されることとなる。

出口戦略を進めるうえでは市場との対話が重要だ。株価は6月の FOMC を受けて一時調整が入ったもののいまだに割高であり、金融市場が動揺するリスクは大きい。標準シナリオでは、秋にかけて雇用回復が進み、大幅な物価上昇も短期的なものにとどまるという前提のもと、「22年前半に資産買入規模の縮小開始、23年に利上げ」を見込む。市場が織り込む金利水準をみると、23年に2回の利上げを見込んでいる(図表3-10)。

7月のコア CPI は前年比+4.3%と高い水準にあるが、1月(同+1.4%)と物価上昇率の分布を比較すると(図表3-11)、大幅な物価上昇は、①自動車の供給制約の影響を受けて代替的に需要が高まった品目、②経済活動再開を受けて需要が急回復した品目の寄与が大きい。したがって今後供給制約が解消に向かい、前年比の反動増がなくなれば、大幅な物価上昇は次第に緩和されるだろう。

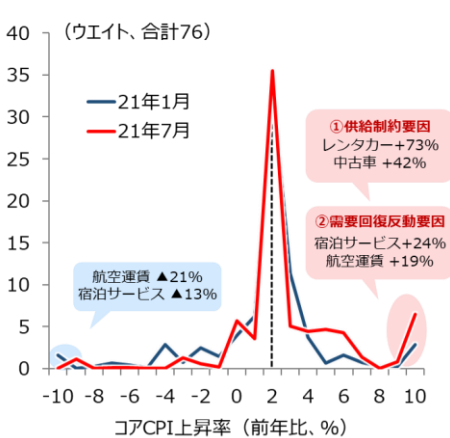
資産買入規模縮小の手法も注目される。6、7月の FOMC では、住宅ローン担保証券(MBS)の買入規模縮小ペースを国債より早めるべきとの意見も出た。背景には住宅価格の高騰がある。テレワークの増加や供給制約の影響、投資先としての魅力向上などから、S&P ケース・シラー住宅価格指数は5月に前年比+16.6%と過去最高の伸び率を記録。プライム層のローン組成が中心であるため(図表3-12)、世界金融危機時のように住宅ローンから金融危機につながる可能性は低いが、価格上昇により住宅ローン申請件数は減少している。

図表 3-10 市場が織り込む金利



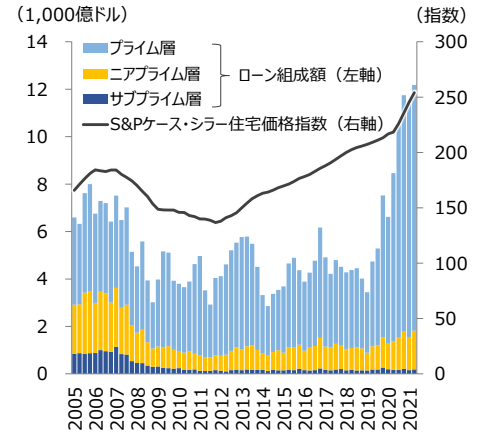
注:FOMC 翌日の市場が織り込む金利を FF 金利先物価格から計算。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 3-11 コア CPI 上昇率の分布



注:CPIとウェイト両方のデータがある最も細かい177品目で集計。両端は±10%以上/以下。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 ローン組成額と住宅価格



注:信用スコア別。直近は21年4-6月期。
出所:ニューヨーク連銀、Bloomberg より三菱総合研究所作成

米中サプライチェーンの見直しが進行、対米投資促進の側面も

米中間のサプライチェーンの見直しが進んでいる。6月にはサプライチェーンに関する大統領令報告書が公表された。このなかで、中国への依存度が高い4つの重要物資(半導体・蓄電池・希土類・医薬品)について、①政府の大規模投資による生産・研究開発能力の強化、②同盟国連携による供給網整備によって、サプライチェーンの強靱化を目指す方針が示された。

①では、半導体やAIなど先端技術分野に5年間で2,500億ドルの予算を投じる「米国イノベーション・競争法」が、6月に超党派による合意で上院を通過した。②には同盟国からの対米投資増加という狙いもあり、既に5月に韓国が半導体やEVで400億ドル規模の対米投資計画を発表している。

米国は長らく対内直接投資額において世界首位を保っていたが、20年はコロナ危機の影響で、中国に抜かれる寸前まで対米投資が減少したことで話題となった(図表3-13)。UNCTADの予測では、高い経済成長率も相まって、21、22年の対米投資は大きく増加し、再び対内投資額首位の地位を盤石とする見込みだ。サプライチェーン再編成には、国内外からの投資が喚起され、米国の競争力強化につながる側面もある。

他方、バイデン政権が重視する人権問題もサプライチェーンに影響を与えている。新疆ウイグル自治区における人権侵害などを理由に、6月に5社、7月に14社の中国企業がエンティティ・リストに追加された。エンティティ・リストに追加される中国企業は近年増加傾向にあり、米国企業も対応を迫られることとなる。

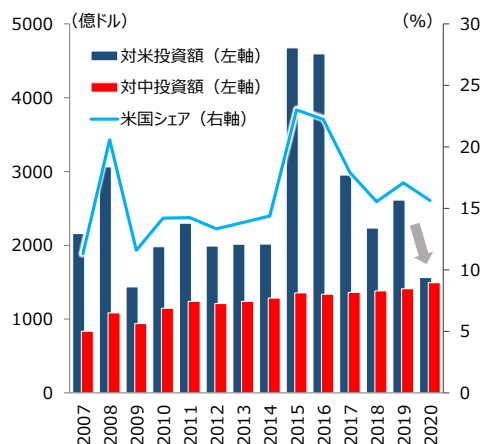
供給制約により21年成長率は下方修正、22年にかけて自律的な成長へと移行

21年の米国経済は経済活動の再開がさらに進む一方、財政政策効果が今後剥落していくことに加え、供給制約やインフレが消費や住宅・在庫投資の抑制要因となる。これにより、21年の実質GDP成長率は+6.5%と、前回5月の同+6.8%からは下方修正したものの、高い成長率を実現すると見込む。また、供給制約は22年にかけて徐々に解消、自律的な成長へと移行する。22年は同+3.7%と見込む(図表3-14)。

ただし、先行きは不確実性も高い。リスクとして、①既存のワクチンが効きにくい変異株の流行による経済活動正常化の遅れ、②供給制約の長期化による生産活動低下や、インフレによる消費抑制、③金融政策正常化過程での混乱、④債務上限の引き上げ難航による政府資金枯渇、などが挙げられる。

③については、インフレ動向と労働市場の回復状況の2点がポイントだ。供給制約の長期化などにより想定以上のインフレが起こり、市場予想よりも早く金融緩和縮小に踏み切らなければいけなくなった場合、金利の急上昇など金融市場の動揺を招きかねない。一方で、労働市場の回復を気にしすぎるあまり、出口への動きが必要以上に遅れることとなれば、資産バブルの発生や不良債権の蓄積による産業構造の転換の遅れもリスクとなる。FRBは市場との対話を深めつつ、金融政策の重な舵取りを迫られている。

図表 3-13 米中対内直接投資(フロー)



出所: UNCTAD より三菱総合研究所作成

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	2.3	▲3.4	6.5	3.7
個人消費	2.2	▲3.8	8.8	3.3
設備投資	4.3	▲5.3	8.9	6.4
住宅投資	▲0.9	6.8	11.0	3.0
在庫投資寄与度	0.1	▲0.6	▲0.0	0.4
政府支出	2.2	2.5	0.8	2.9
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.2	▲1.5	▲0.1
輸出等	▲0.1	▲13.6	7.9	8.9
輸入等<控除>	1.1	▲8.9	14.4	6.6
FFレト誘導水準(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	5.4	4.2

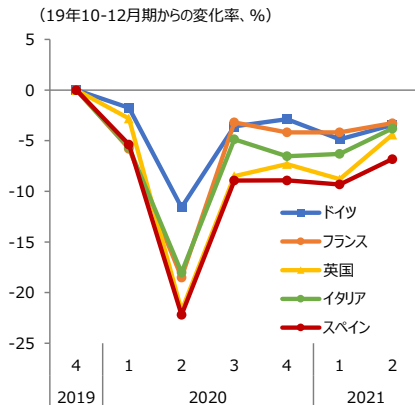
出所: 三菱総合研究所

4. 欧州経済

21年4-6月期は3四半期ぶりのプラス成長、ワクチン接種の進捗により経済活動の再開が進む

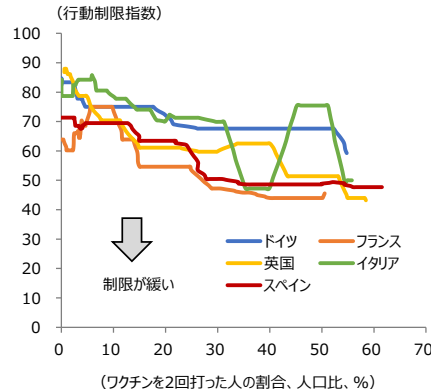
21年4-6月期の欧州主要5カ国の実質GDP成長率は、季調済前期比+2.5%と3四半期ぶりにプラス成長となった(図表4-1)。水準でみても、コロナ前(19年10-12月期)対比▲4%程度にまで回復。ワクチン接種の進捗が各国で人口比4割を超えるなか、20年後半から実施されてきたロックダウンが緩和され(図表4-2)、経済活動を再開する動きが広がったことがプラス成長につながった。外出行動も大幅に持ち直している(図表4-3)。7月以降は南欧諸国を中心に新規感染者数の増加している国もあり、コロナの影響が残る可能性が高いが、回復基調は維持しよう。

図表4-1 実質GDP



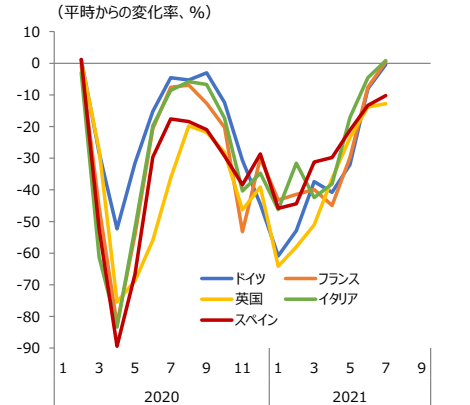
出所: Eurostat, ONSより三菱総合研究所作成

図表4-2 ワクチン接種と行動制限



注: 政府による行動制限指数は後方7日移動平均。21年1月1日~8月9日。
出所: Our world in data, OxCGRTより三菱総合研究所作成

図表4-3 外出行動



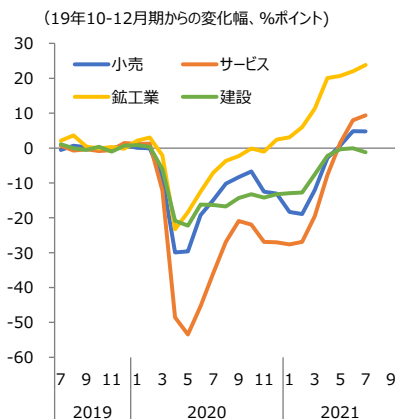
注: 小売・娯楽への外出。月平均。直近は7月。
出所: Google「COVID-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

企業マインドの改善が加速、売上・需要判断は約1年ぶりに「増加」超に

ユーロ圏の企業活動は21年半ばにかけて大幅に改善している模様だ。企業マインドは幅広い産業でコロナ危機前の水準(19年10-12月期)を上回っている(図表4-4)。輸出の増加により生産活動が改善するなか、ここ数カ月はワクチン接種の進捗を背景に域内需要が持ち直し、サービス業のマインドが急激に回復している。小売業・サービス業ともに、企業の売上・需要判断が改善しており、21年4月にはコロナ危機後初めて「増加」超となった。輸出も好調な中国向けに牽引され、コロナ危機前の水準にある(図表4-5)。

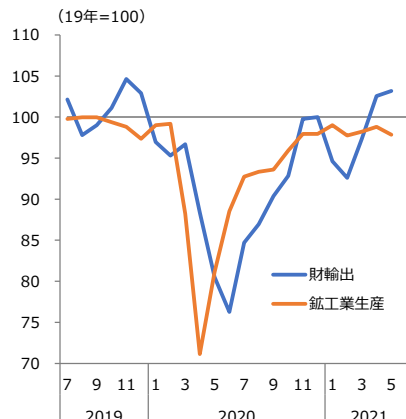
先行きの生産・企業活動は、ワクチン接種の進捗を背景とする需要の改善により、21年後半にかけて高めの伸びとなると見込む。短期的には供給面で半導体不足や資源価格の上昇などが制約となるものの、需要面では企業による受注残高の評価も持ち直しており、当面は生産活動に底堅さが期待できる(図表4-6)。各国で集団免疫を獲得し、コロナ禍で抑制されていた消費の反動増が一服した後は、22年末にかけて拡大ペースは緩やかとなるだろう。

図表4-4 企業マインド



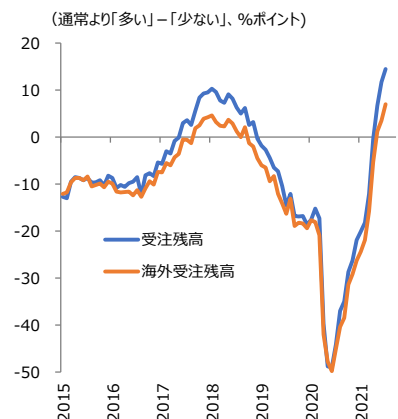
注: ユーロ圏。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-5 輸出・鉱工業生産



注: ユーロ圏。輸出は金額で過去3カ月平均。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-6 企業による受注残高の評価



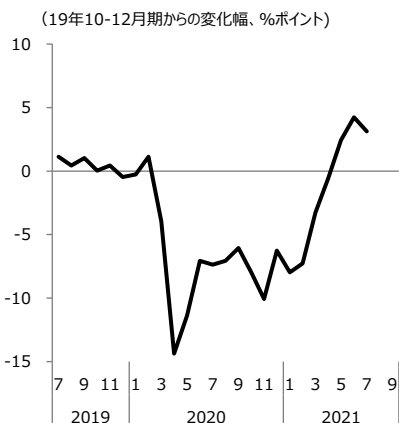
注: ユーロ圏。
出所: ECBより三菱総合研究所作成

消費者マインドは急速に改善、労働市場では人手不足感が強まる兆し

ワクチン接種の進捗や外出行動の増加により、消費も増加に転じている。消費者マインドはコロナ危機前を上回る水準まで改善した(図表 4-7)。域内での需要の回復に合わせて、労働需要も増加している模様だ。企業活動の制限要因として人手不足を挙げた企業の割合が増加に転じた(図表 4-8)。

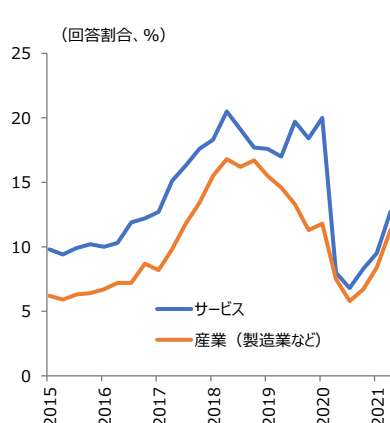
先行きの消費は、ワクチン接種が進むにつれて外出行動も増加することから、21 年末にかけて増加が続くと見込む。コロナ危機後に悪化した雇用・所得環境も企業の人手不足感を背景に持ち直し、家計の購買力低下による消費の下押しも徐々に縮小するとみる。

図表 4-7 ユーロ圏の消費者マインド



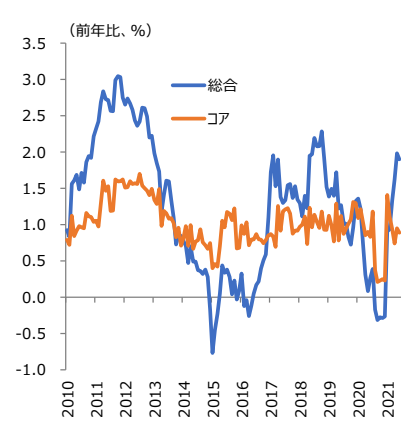
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-8 企業の人手不足感



注: ユーロ圏。企業活動の制限要因として人手不足を挙げた企業の割合。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-9 物価上昇率(HICP)



注: ユーロ圏。コアはエネルギー、食品、アルコール、タバコを除く。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

欧州中央銀行はインフレ目標を上方修正し、フォワードガイダンスを強化

欧州中央銀行(ECB)は、7月6-7日に開催した特別会議で、インフレ目標を「2%未満だが2%に近い水準」から「中長期的に2%で、かつ上振れも容認する」と上方修正した。コアでみた物価上昇率(HICP)が1%にとどまるなか(図表 4-9)、インフレ期待を高めることを目指して、インフレ目標の上方修正に踏み切った。

それに伴い、政策理事会は7月22日、金融政策に関するフォワードガイダンスを見直した。政策金利の継続ないしはもう一段の緩和の条件を、「インフレ見通しが、2%未満だが2%に近い水準に、収束するまで」から「インフレ率が2%に達し、中長期的に2%で安定すると見込まれるまで」とし、2%を超えるインフレ率の上振れが定着するまで現状の政策金利を続ける意向を示した。ECBは6月時点で、22~23年にかけてHICPは1.5%程度と予測しており、23年にかけて政策金利はゼロ以下での水準で推移するとみられる。

欧州復興基金、財源も環境(グリーン)を重視

欧州委員会は6月、欧州復興基金(7,500億ユーロ、19年におけるEUの名目GDP比4.5%程度)のための資金調達として、債券の発行を開始した。債券発行に伴い、財源の議論が進みつつある。キーワードは支出面だけでなく、財源面でも「環境(グリーン)」である。欧州委員会は7月14日に公表した気候変動対策の包括案に含まれる国境炭素税など環境税を財源の軸とするとみられる。具体的には、環境規制が緩い国からの輸入品に関税をかける。26年から鉄鋼、アルミニウム、セメント、電力、肥料の5品目から開始する方針。欧州委員会は、2030年には関連税収を91億ユーロ(同0.06%程度)と見込んでいる。

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変異株による感染再拡大や、②一定の防疫措置、③半導体不足などの供給制約が重しとなるものの、①ワクチンの普及や、②雇用・所得環境の持ち直しを背景に持ち直し傾向は維持するだろう。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。21年の実質GDP成長率は前年比+4.7%、22年は同+4.2%と予想する。コロナ危機前(19年10-12月期)にまで回復するのは22年半ばとなる見込みだ。

最大の下振れリスクは、ロックダウンなど厳格な防疫措置の再実施

先行きの下振れリスクは、ワクチンが効きにくい新たな変異株の出現などによる厳格な防疫措置の再実施だ。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し出し機能の低下によって、感染終息後の需要の持ち直しも抑制されかねない。

5. 中国経済

重要イベントが続く中国、マクロ経済運営は安全運転へ

6月の英コーンウォールでのG7サミットでは、中国が核心的利益とする台湾を巡り、「台湾海峡の平和と安定の重要性」を明記した首脳宣言を採択した。G7首脳共同宣言に台湾海峡に関する言及が盛り込まれるのは初めてであり、米国主導で中国への圧力が強まりつつある。また、G7首脳は、中国の広域経済圏構想「一帯一路」に対抗し、新興国向けにインフラ投資を支援する枠組みを構築することで合意した。価値観を共有する同盟国との間で、経済連携強化に向けた取り組みが進められている。

一方、中国では7月、共産党が結党100年を迎え、1日に北京の天安門広場で記念式典が行われた。習近平国家主席は式典での演説で、中華民族の偉大な復興を実現すると強調するとともに、米国を念頭に、外部勢力のいかなる圧力も決して許さないと断言した。また、台湾問題を解決し、祖国の完全な統一を実現することは共産党の歴史的任務であるとし、揺るがない立場であることを鮮明にした。

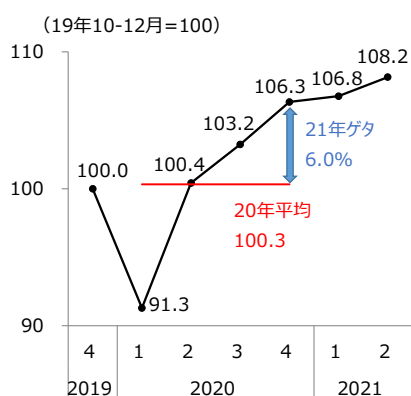
今後も中国では22年2月の北京冬季五輪、同年秋の共産党大会と重要イベントが続く。5年に一度の共産党大会では、習近平国家主席は党主席に就任し長期政権を目指すと思われる。それまでのマクロ経済運営は安全運転が予想されよう。長期的には厳しい国際情勢を背景に、内需拡大を進めて強大な国内市場を形成し、半導体技術の強化を含め、自律的な成長力を強化していくとみられる。

先行きの消費は改善傾向を辿るも力強さを欠く状況が続く

21年4-6月期の中国の実質GDP成長率は、前年同期比+7.9%となった。第2次産業の実質GDP成長率は同+17.2%と、好調な輸出を背景に製造業主導の景気回復が続いている。季節調整済前期比の伸び率をみると+1.3%と、春節連休期間の移動制限の影響のあった1-3月期+0.4%から加速した(図表5-1)。今回の4-6月期の成長率を踏まえ、仮に7-9月期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+7.5%に達する計算となる。

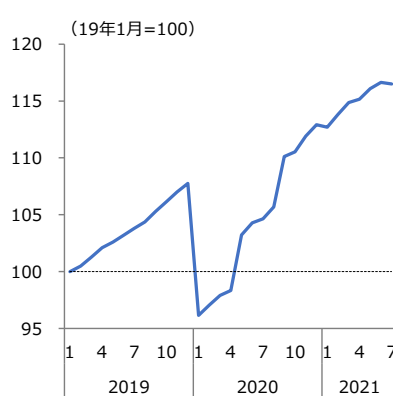
名目小売売上高は外出制限措置が実施されていた前年同月からの反動が続く、季節調整済前月比で見るとコロナ危機前19年の前月比伸び率程度で推移している(図表5-2)。昨年央にコロナ危機前の水準を回復していた都市部における21年4-6月の一人当たり実質可処分所得は、前年比+10.7%と2期連続で2桁の伸びとなるなど、21年に入り所得環境は緩やかに改善している(図表5-3)。一方、6月の自動車販売台数は前年比▲12.4%の202万台と低い水準まで落ち込んだが、この背景には世界的な半導体不足で自動車生産が低迷した影響も顕在化したとみられる。後述するように、企業を取り巻く環境が厳しくなりつつあるなか、今後の雇用所得環境の改善は緩やかなものにとどまろう。22年にかけての消費は改善傾向を辿るも力強さを欠く状況が続くと予想する。

図表 5-1 実質 GDP(季調値)



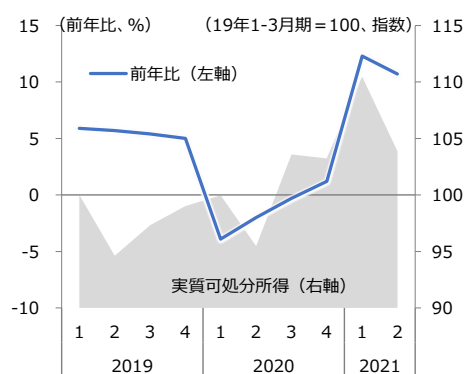
出所: Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-2 小売売上高(季調値)



出所: Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-3 一人当たり実質可処分所得(都市部)



出所: Wind より三菱総合研究所作成

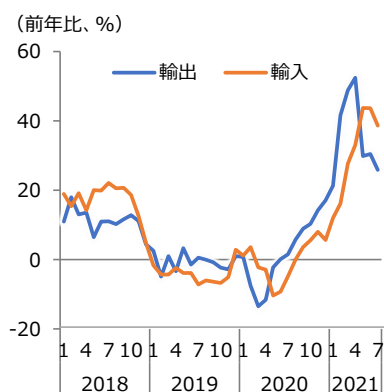
国際商品市況の高騰により交易条件の悪化が顕著に

国際的な商品価格の高騰は、企業収益の悪化をもたらしている可能性がある。4-6月の輸入額は前年同期比+43.7%と、1-3月同+27.6%からさらに増加した(図表5-4)。品目別では、鉱物性生産品の輸入額が4-6月同+10.4%ポイント、輸入増に寄与している。国際商品市況をみると、6月の鉄鉱石、天然ガス、石炭の価格は、いずれも21年に入り上昇が加速し、20年1月対比で2倍程度の上昇となっている。中国の原油・鉄鉱石の輸入価格も21年に入り上昇傾向を強めており、企業の供給面からの採算悪化が懸念される状況だ

(図表 5-5)。特に国際的な鉄鉱石価格の高騰は、国内の鉄鋼製品価格の上昇をもたらしており、中国政府の価格抑制に向けた対策にもかかわらず、中国国内の鉄鋼製品価格は高止まりしている(図表 5-6)。製造業 PMI における企業の「原材料調達価格」の判断が高水準で推移していることや、生産者物価の大幅上昇に比して消費者物価の伸びが緩やかになっており、企業が価格転嫁できずにコスト負担を余儀なくされていることがうかがわれる(図表 5-8)。

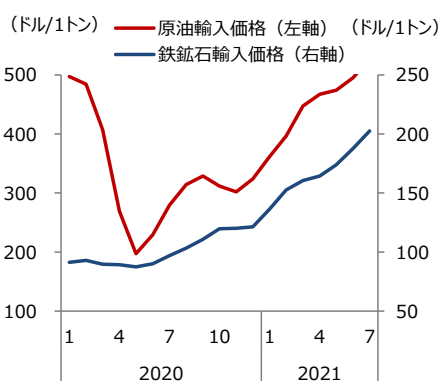
こうした原材料調達価格の上昇を背景に、インフラ投資が厳しい局面を迎えている。6月の固定資産投資は年初来累計で前年比+12.6%となった。好調な輸出を背景に製造業投資が同+19.2%と高い伸びを維持するも、インフラ投資が同+7.2%と減速した(図表 5-9)。国際商品市況の高まりから国内でも原材料価格が高騰しており、インフラ投資に悪影響をもたらしている可能性がある。今後、地方政府がインフラ関連事業などを目的とする専項債券の発行を積み増すことでインフラ投資は底堅く推移するも、20年にみられたような拡大傾向を辿ることは期待できないだろう。また、供給制約の影響から企業負担が増すなかで、製造業投資も緩やかに減速するとみる。さらに、21年1月に銀行の住宅ローンや不動産企業への融資に対する総量規制を設定した影響が徐々に顕在化することで不動産投資が抑制され、今後、中国経済の下振れ要因となる恐れがある。

図表 5-4 輸出入動向



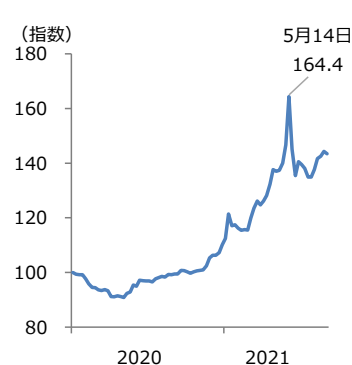
注:後方3カ月移動平均。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-5 原油・鉄鉱石輸入価格



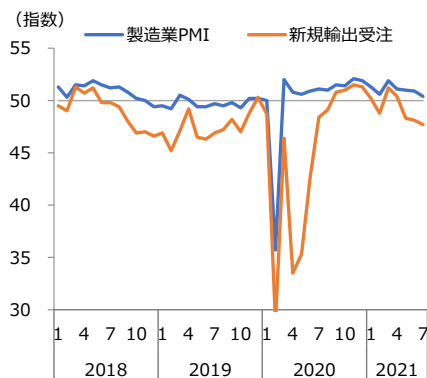
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-6 国内鉄鋼製品価格指数



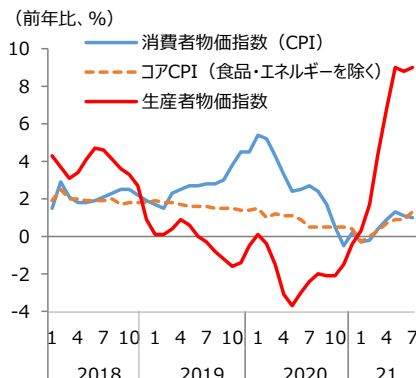
注:直近は21年8月6日。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-7 製造業 PMI



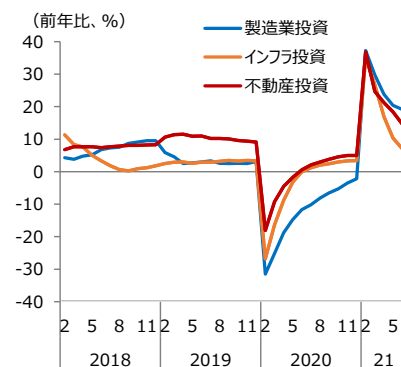
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 物価指数



出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-9 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

デジタル化関連品目を中心とした好調な輸出は一服、外需の追い風は徐々に弱まる

輸出は拡大が続いている。4-6月の輸出額は前年同期比+30.4%の増加となり、1-3月同+48.8%からやや鈍化したものの引き続き好調だ(図表 5-4)。国・地域別で見ると、1-3月に同+74.8%と高い伸びだった米国向けが4-6月には同+22.7%と伸びが一服した。EU向けも1-3月同+56.7%から4-6月同+21.0%へと増加幅が縮小するも、ASEAN 向けが同+38.5%と増加ペースが加速した。品目別にみると、世界的なりモートワークの拡大を支える電気製品・部品などの輸出が4-6月は前年同期比+6.3%ポイント、輸出増に寄与した。しかし、こうした特需は年後半にかけて一服するだろう。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。6月の製造業 PMI の「新規輸出受注」は48.1と、拡大・縮小の分かれ目となる50を2カ月連続で下回っており、外需の追い風は徐々に弱まるだろう(図表 5-7)。

マネーサプライの伸び率は縮小、今後のグローバル金融市場へのリスク材料にも

中国における供給制約の問題は、原材料調達分野以外からも生じている。米中対立の影響などから半導体不足の問題が長期化していることから、自動車生産は5月前年比▲2.6%と6月同▲11.8%、7月同▲17.9%と3カ月連続で落ち込みをみせている(図表5-10)。また、電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行融資残高の3指標から算出され、中国の景気動向を測るうえで重視される「李克強指数」は6月に4カ月連続で低下した(図表5-11)。特に、鉄道貨物輸送量の落ち込みが顕著となっており、6月は前年比+0.2%と前年とほぼ同水準の輸送量にとどまっている。金融面についても、中国経済に流通するマネー総量(マネーストック、M2)の伸びは21年に入って既に縮小傾向にある(図表5-12)。こうしたなか、中国人民銀行は7月に約1年ぶりに預金準備率を0.5%引き下げた。原材料調達価格の上昇に苦しむ中小零細企業向け融資の拡大を狙うなど軌道修正を図っている状況だ。中国経済の減速は同国への輸出減などを通じて世界経済、ならびに国際金融市場に大きな影響を与えることになる。中国のマネー総量の動向は1年程度のタイムラグを置いて米国株式市場へ波及する傾向があり、今後の国際金融市場へのリスク材料にもなりうるため、注意を要する。

図表 5-10 自動車生産



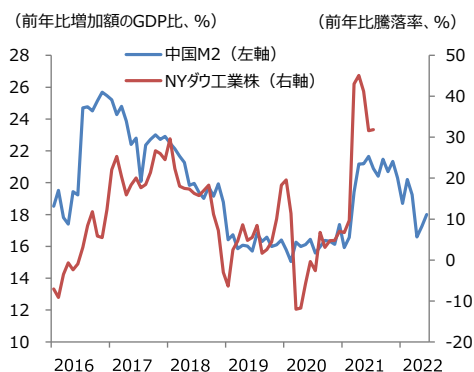
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-11 李克強指数



注:電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行融資残高の3指標から算出。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-12 マネー総量(M2)



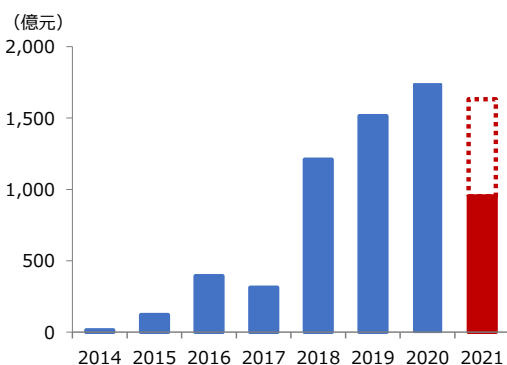
注:中国マネー総量は、1年前の値を表示。直近は、中国マネー総量6月、NYダウ工業株7月末。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

製造業、卸小売業で目立つ社債のデフォルト、その連鎖的波及が懸念材料

以上のように、国際商品市況の高騰など供給制約の影響から企業負担が増すなかで、インフラ投資、設備投資は今後やや鈍化すると予想する。しかし、専項債券などによる地方政府によるインフラ投資、5Gネットワークの整備・活用といった「新型インフラ」分野での設備投資など、政策支援による投資拡大は引き続き期待できよう。民間消費が緩やかなペースで回復することを想定し、21年の実質GDP成長率を前年比+8.5%、22年を同+5.5%になると見込む。

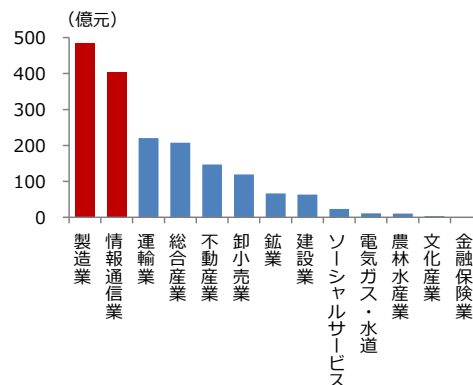
中国経済のリスクとしては、国内の債務拡大に伴う信用収縮が挙げられる。中国の国有企業および民間企業が発行した社債のうち、21年6月までに債務不履行となった銘柄件数は77件、金額は762億元に上り、過去最高額となった20年と同程度のペースで頻発している(図表5-13)。特に、一般的にはコロナ危機の影響が小さい製造業、情報通信業でデフォルトが目立っており、過剰債務の不良債権化が懸念される(図表5-14)。仮にデフォルトが連鎖的に波及する事態となれば、信用収縮により金融危機を招く恐れもある。

図表 5-13 企業の社債デフォルト



注:21年は、7月末時点。点線は21年通年での予測。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-14 産業別の企業の社債デフォルト



注:20年1月から21年7月までの累計。
出所:Windより三菱総合研究所作成

(1) 総論

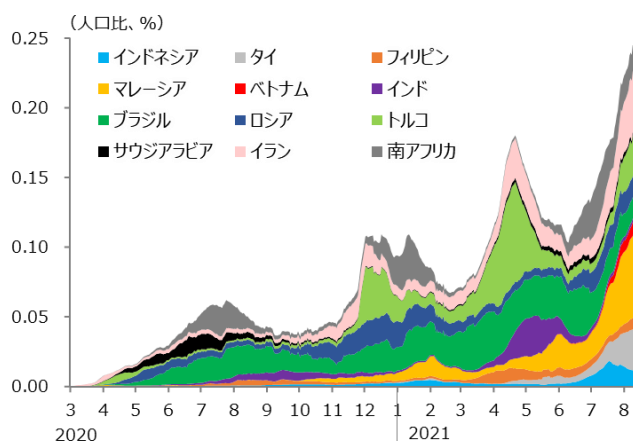
変異株による感染が拡大、ワクチンの確保と接種加速が急務

新興国の新型コロナの感染状況を見ると、4-5月に猛威を振るったインドやトルコの感染は落ち着きつつあるものの、6月後半以降、新興国では、総じて感染が拡大傾向にある(図表6-1)。感染力の強いデルタ変異株の流行が主因とされ、マレーシアでは6月からロックダウンを実施しているにもかかわらず、7月半ばに一日当たりの新規感染者が1万人を超え、過去最高を更新した。感染封じ込めに成功していたとされるベトナムでも、感染が急拡大しており、7月半ばには主要都市での厳格な外出規制に踏み切った。その他、イラン、ロシア、インドネシア、タイなどでも感染が拡大傾向にある。

ロックダウンなどの厳格な行動規制を実施しても、変異株の流行を抑え込むことが容易ではないことから、ワクチン接種の加速が求められる。ただし、トルコ、サウジアラビア、ブラジルなどを除けば、新興国のワクチン接種ペースは総じて遅いのが現実だ(図表6-2)。医療崩壊が問題となっているインドネシアやタイでは、いまだ10%程度にとどまる。

今後は、接種が進んだ欧米先進国からのワクチンの供給も増えるとみられ、21年末にかけて、新興国でも接種ペースが加速すると予想される。マレーシアでは、6月半ば以降、大規模接種センターの設置や職域接種の開始により、ワクチン接種ペースが大幅に加速した。経済活動正常化の時期について、新興国のなかでも国によるばらつきが大きい。所得水準が低く、ワクチンの調達をCOVAXファシリティ(複数国で購入する国際的な枠組み)や、寄付に頼らざるを得ない国々では、22年にかけて感染抑制のための防疫措置の断続的な実施を余儀なくされるだろう。

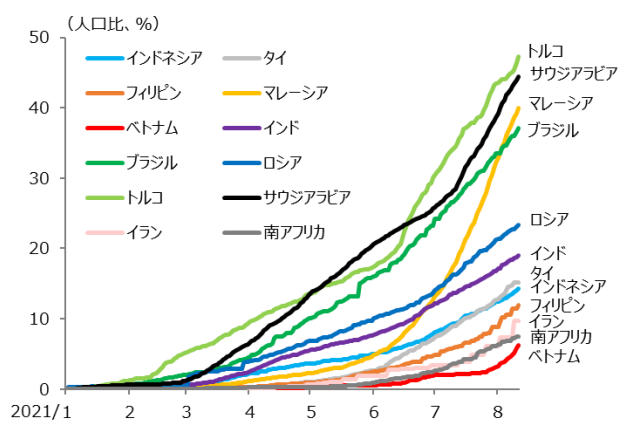
図表6-1 主な新興国の新規感染者比率



注:直近は8月11日。

出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

図表6-2 主な新興国のワクチン接種者比率



注:累積ワクチン接種数を2で除したものを人口比に換算。直近は8月11日。

出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

新興国でも強まるインフレ圧力

新型コロナの感染拡大により新興国では経済活動の正常化に時間を要するなかで、インフレ圧力の強まりが、さらに新興国経済の重しとなる可能性がある。主な新興国の消費者物価は、21年入り後に伸び率を高め、21年4-5月は約5年ぶりに前年比6%を超えた(図表6-3)。資源・エネルギー価格の上昇により、資源・エネルギーの輸入依存度が高い国々を中心に、コストプッシュ型のインフレ圧力が高まっていることが背景にある。

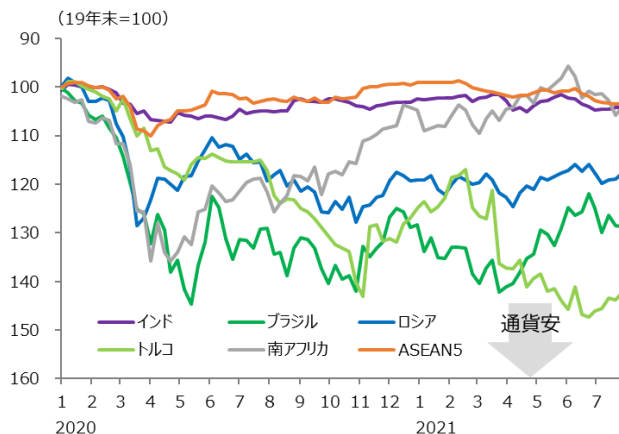
通貨安によるインフレ圧力にも今後警戒が必要だ。新興国の為替相場は、トルコを除けば21年入り後は総じて落ち着いて推移しているが(図表6-4)、後述するように、米国金融政策の変更により、新興国からの資金流出圧力が強まれば、インフレ圧力が一段と強まるリスクがある。コロナ危機以降、通貨安傾向が継続しているトルコは特に厳しい状況となる。トルコ中銀は、21年3月に政策金利を17%から19%に引き上げたものの、資源価格の上昇もあってインフレ率がさらに高まっており、一段の通貨安を招く悪循環に陥っている。

図表 6-3 主な新興国の消費者物価指数



注：インド、ブラジル、ロシア、ASEAN5 など主要な新興国 12 カ国の CPI を GDP で加重平均。
出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 6-4 主な新興国の為替相場



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

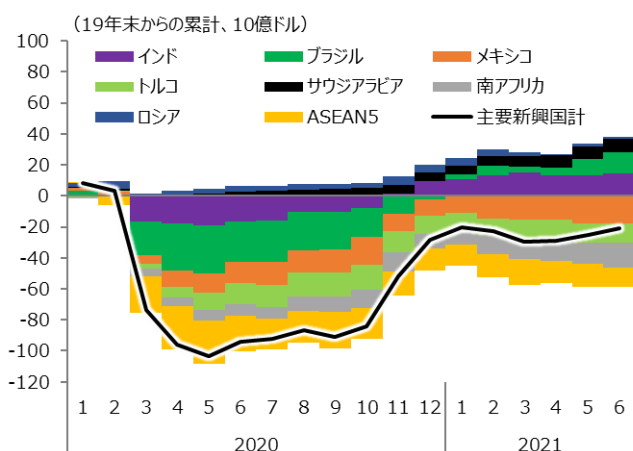
米国金融政策の出口への動きによる、新興国からの資金流出に警戒

主要な新興国について、コロナ危機前からの資金流入をみると、依然として累計では流出超ではあるものの、21 年入り後は全体としては落ち着いた動きとなっている(図表 6-5)。コロナ危機の発生直後には、インド、ブラジル、ASEAN などからリスク回避的な資金流出の動きがみられたが、20 年後半以降は、先進国での大規模な金融緩和や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、新興国に資金が回帰しつつある。インドやブラジルでは、コロナ危機前と比べて流入超に転じている。

今後の注目点は、米国の金融政策の行方である。米国経済は、ワクチンの普及などにより経済活動の正常化が進み、財政・金融政策に支えられた回復から、自律的な回復へと局面変化が予想される。米国においてコロナ危機下で実施された量的金融緩和策の縮小などの議論が本格化すれば、米国の長期金利が上昇し、新興国からの資金流出圧力が再び強まることが予想される。ワクチン接種の遅れなどにより新興国経済の回復遅れが予想されるなか、資源価格などのインフレ圧力に加えて、資金流出の動きも強まれば、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。

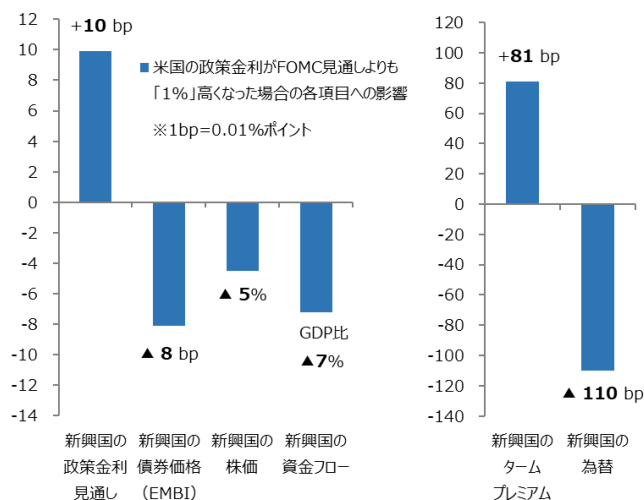
IMF は、米国の利上げが FOMC 予想より 1%高くなった場合、新興国からの資金流出は GDP 比 7%に上り、為替も 110bp(1.1%ポイント)下落、タームプレミアム(≒長期金利の上昇幅)は 81bp(0.81%ポイント)と推計している(図表 6-6)。米国では供給制約などからインフレ圧力が強まっており、米国 FRB による資産買入規模の縮小や利上げが、市場予想よりも前倒しで実施されるリスクには注意が必要だ。

図表 6-5 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、サウジアラビアは株式投資のみ、ロシアは債券投資のみ。
出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-6 米国金融政策による新興国の金融市場への影響



出所：IMF「World Economic Outlook, April 2021」より三菱総合研究所作成

(2) ASEAN 経済

4-6 月の実質 GDP 成長率は前年比で持ち直し

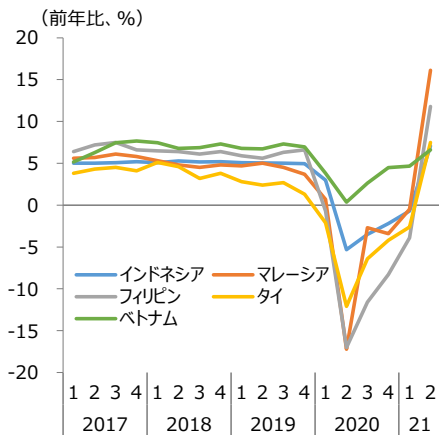
ASEAN5 の 4-6 月実質 GDP 成長率は、前年のコロナ危機直後の GDP の落ち込みからの反動により、マレーシア(前年比+16.1%)、フィリピン(同+11.8%)、タイ(同+7.5%)、インドネシア(同+7.1%)といずれも大幅なプラス成長に転じた(図表 6-7)。また、唯一、コロナ危機下でもマイナス成長を回避したベトナム(同+6.6%)も成長基調を継続した。ただし、コロナ危機前(19年 10-12 月)の GDP 水準を上回っているのは、ベトナムとインドネシアの 2 カ国であり、マレーシア、タイ、フィリピンは、依然としてコロナ危機前の水準を回復していない。

変異株による感染急拡大が景気回復のブレーキに

ASEAN 主要 5 カ国のうち、インドネシア、マレーシア、フィリピンでは引き続き感染の再拡大が進んでいるほか、これまで感染を抑制していたベトナム、タイでも変異株による感染が急速に拡大している。程度の差はみられるが、各国は総じて活動制限を再び強化しており、長引く防疫措置の影響から景気回復に一段の遅れがみられている。東南アジア諸国ではワクチン接種が総じて低調であることも大きい。ワクチン接種を完了した人口の割合が 10%を上回るのはマレーシアのみとなっている。

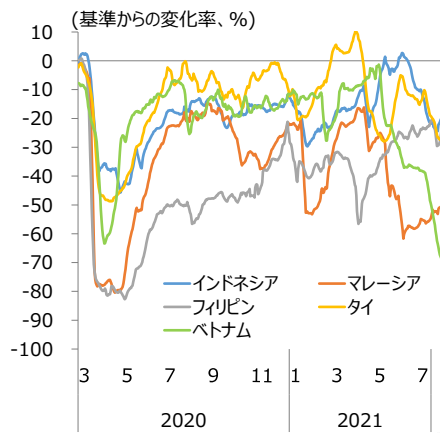
インドネシアでは累計感染者数が 7 月中旬に 300 万人を突破、医療体制の危機がみられることから、外国人が退避する動きが続くなど、深刻な状況となっている。マレーシアでは 6 月 1 日からは全土で厳格なロックダウン措置が講じられているにもかかわらず、7 月末に人口 100 万人当たりの感染者数が 500 人を超えるなど、ASEAN 主要 5 カ国のなかで突出している。7 月以降の急速な感染拡大により、マレーシアのほか、ベトナムでも首都ハノイやホーチミンなど多くの都市で、工場の生産停止を含む厳格なロックダウン措置が導入された。外出行動をみても、この両国の外出行動の抑制度合いが顕著となっており、消費活動が再び悪化することは避けられない(図表 6-8)。小売売上高をみると、ベトナムでは 21 年 5 月に前年比▲2.1%と 1 年ぶりにマイナスとなり、6 月はさらに同▲6.6%に悪化した(図表 6-9)。マレーシアの新車販売台数は、6 月に前月比▲96%の 1,921 台となるなど、全土ロックダウンによる販売停止の影響を受けて大幅な落ち込みとなった。

図表 6-7 実質 GDP 成長率



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

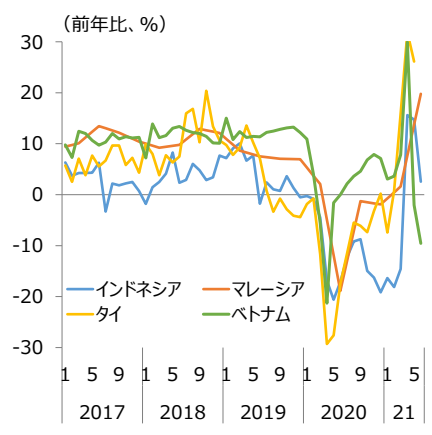
図表 6-8 外出行動(小売・娯楽)



注: 直近は 8 月 9 日。

出所: Google より三菱総合研究所作成

図表 6-9 名目小売売上高

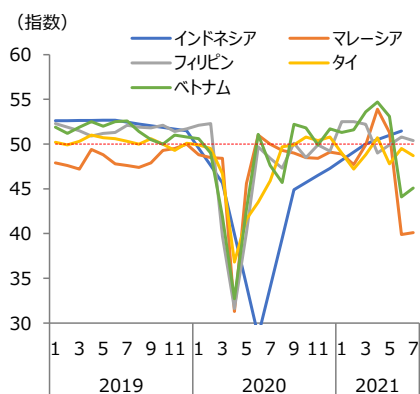


出所: CEIC より三菱総合研究所作成

ASEAN 主要 5 カ国のなかでもマレーシアとベトナムは、デジタル化関連品目を中心に欧米や中国向け輸出がこれまで堅調であり、輸出主導の景気回復がみられてきた。しかし、両国では、企業活動を含んだ厳格な行動抑制措置の影響が広がり、今後経済への下押し圧力は強まろう。製造業 PMI は 6 月、特にこの両国で大きく下落したほか(図表 6-10)、輸出の伸びにも陰りがみられている(図表 6-11)。また、日本国内の自動車業界では、マレーシアやベトナム、そしてタイからの部品供給が途絶えることで生産調整などの影響を余儀なくされるなど、国際的なサプライチェーンへの支障も生じている。

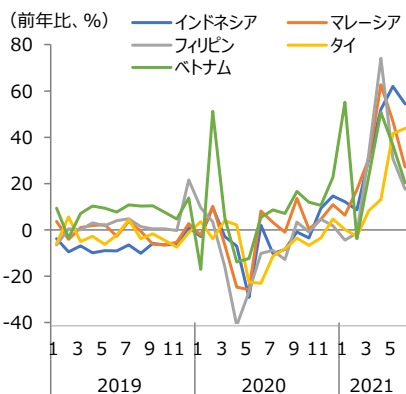
失業増加への懸念も強まっている。20 年の感染拡大による景気減速により、ASEAN 主要 5 カ国では失業率が悪化した。その後、各国経済の持ち直しにより 21 年には改善傾向を辿っていた(図表 6-12)。しかし、7 月以降の感染の再拡大、長引く防疫措置の影響から、21 年下期にかけて失業率は再び上昇が予想される。

図表 6-10 製造業 PMI



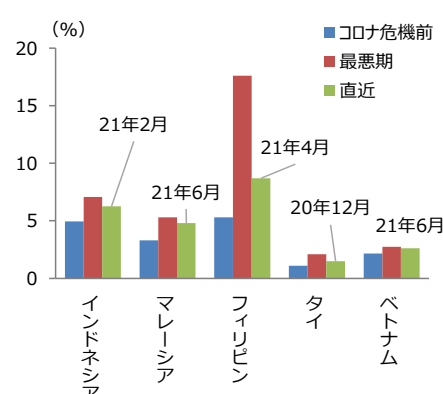
出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-11 輸出動向



出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-12 失業率

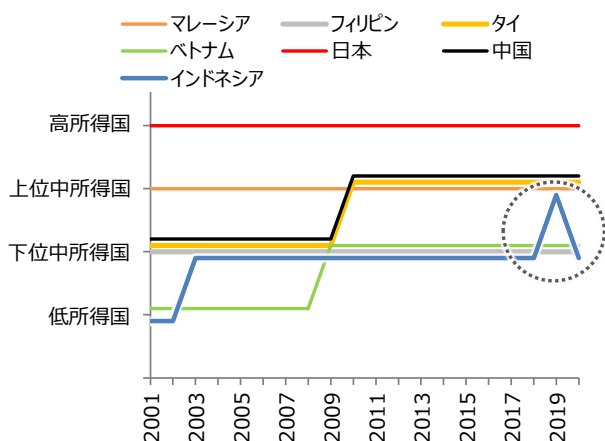


注:コロナ危機前は、19年12月-20年2月。
出所:CEIC より三菱総合研究所作成

インドネシア経済、「中所得国の罠」の回避に向けた困難な道のり

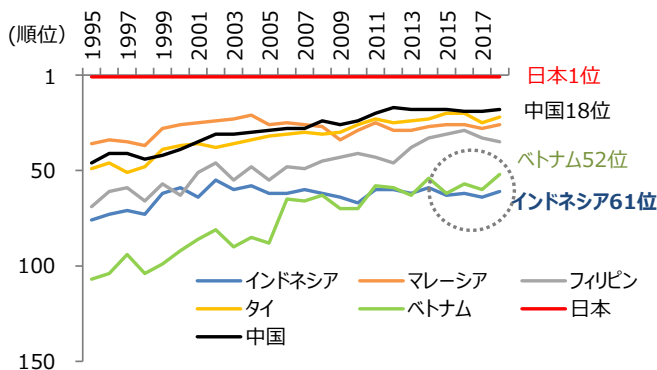
世銀は7月1日、20年の各国別の所得分類を発表し、インドネシアを「上位中所得国」から「下位中所得国」に格下げした(図表6-13)。この直接的な原因には、新型コロナウイルスの感染拡大と防疫措置の影響から一人当たりGDPが低下したことが挙げられている。しかし、より根本的な原因としては、同国経済が、パーム油や石炭などの資源輸出に相変わらず依存しており、産業の高度化、多角化が実現できずにいることがあろう。インドネシアの「経済複雑性指標」をみると、上昇を続けるベトナムにも近年抜かれるなど、ASEAN主要5カ国のなかで顕著に低迷していることが分かる(図表6-14)。「中所得国の罠」(経済成長により国民の所得が中程度の水準に達した後、発展パターンを転換できず成長が鈍化し、中程度の所得水準のままにとどまること)から抜け出すための道のりは長いと言えそうだ。

図表 6-13 世界銀行による所得分類



出所:世界銀行より三菱総合研究所作成

図表 6-14 経済複雑性指標



注:世界各国の輸出データをまとめ、産業ごとの複雑性を評価し、総合複雑性を順位付けしたもの。複雑性が高いほど高付加価値産業を有し、産業の多様化が進んでいることを示す。

出所:Harvard Growth Lab より三菱総合研究所作成

防疫措置の長期化・厳格化、債務問題の金融危機・通貨危機への発展がリスク

ASEAN5の経済は、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年の実質GDP成長率は前年比+4.8%、22年は同+6.0%と予測する。欧米向け輸出が堅調に回復するも、断続的な防疫措置の実施に伴い、消費回復の遅れが足かせとなろう。

先行きのリスクは、第一に感染再拡大による防疫措置の長期化・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。第二のリスクは、米国金融政策の動向とも密接に関連する。仮に新興国市場からの資金流出が加速するような事態となれば、ASEAN各国の景気回復の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利上げといった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恐れがある。

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
メール:media@mri.co.jp
