

**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11月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2021年7-9月期GDP速報の公表を踏まえ、世界・日本経済見通しの最新版を公表します。

**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を続けている。欧米先進国では、ワクチン接種完了者比率が人口の6割を超えつつあり、防疫と経済活動の両立が進んでいる。一方で、世界経済の回復ペースは21年4-6月期に比べて7-9月期は減速した。部品・原材料不足の深刻化、資源価格の上昇、中国の電力不足による生産減速などが背景にある。

22年にかけての世界経済は、経済活動の正常化に伴う雇用・所得や消費の回復本格化を背景に、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。そのうえで、コロナ危機からの世界経済の回復パスを左右する注目点は、次の3点である。

第一に、供給制約の解消時期である。供給制約を引き起こしている複数の要因のうち、①海上物流の逼迫と、②新興国での感染拡大によるサプライチェーンを通じた供給制約は、22年入り後に段階的に緩和されていくだろう。一方で、③半導体不足と、④人手不足は22年末にかけても継続を見込む。半導体の供給能力不足も、人材のミスマッチも、短期的には解消が難しいためだ。

第二に、消費の回復力である。22年にかけて経済活動の正常化とともに雇用・所得の回復本格化が見込まれるなか、コロナ危機下で積み上がった貯蓄が消費に回ることが予想される。ただし、人材の需給ミスマッチの長期化による雇用・所得環境の回復の遅れ、供給制約の長期化による物価上昇などを背景に、実質所得の回復ペースが鈍いものにとどまれば、消費の下振れ要因となろう。

第三に、米国の利上げ時期である。22年半ばに終了するとみられる資産買入規模の縮小の後、FRBが1回目の利上げに踏み切るのは22年後半となるだろう。経済活動の正常化が進むなかで、労働参加率の段階的な改善が予想されるためだ。期待インフレ率が一段と上昇した場合や住宅価格など資産バブルへの懸念が強まった場合には、利上げ時期が早まるだろう。

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+5.1%(前回8月見通しから▲0.3%ポイント下方修正)、22年が同+3.7%(変更なし)と予測する。

先行きのリスクは、第一に、市場の想定よりも早い米国利上げによる金融市場の混乱である。米国の株価収益率は1929年の大恐慌前の水準を既に上回っており、金利急上昇が米国の割高な株価調整の引き金となる可能性がある。また、米国の金利上昇とそれに伴うドル高は、新興国市場からの資金流出を加速させ、世界経済の下振れ要因となる。第二に、債務問題の深刻化による中国経済の失速である。信用不安が高まる不動産セクターの債務処理は、当局監視のもと慎重に進められる見通しだ。ただし、秩序だった債務処理に失敗すれば、不動産セクター以外の健全な企業にも、資金繰り悪化や倒産が連鎖的に広がる可能性がある。中国経済の失速、さらには世界経済の下振れ要因となりかねない点に注意が必要だ。

## 日本経済

日本経済は、10月の緊急事態宣言解除後も新規感染者数が低位で推移しており、飲食や宿泊など外出関連業種を含め、国内経済活動の再開が進んでいる。ワクチンの定期的な接種、無料のPCR検査の拡大、医療供給体制の強化などにより、外出関連の経済活動を本格的に再開させつつ、医療逼迫を回避できる可能性が高まっていくだろう。22年にかけては、経済活動の正常化に伴う雇用・所得環境の改善に加え、コロナ危機下で積み上がった約40兆円の過剰貯蓄の一部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。もっとも、半導体などの供給制約は、22年にかけても引き続き企業活動の抑制要因となると予想する。

実質GDP成長率は、21年度は同+2%台半ば、22年度も同+2%台半ばと予測する。コロナ危機前の水準(19年10-12月期)を回復する時期は、22年前半となろう。

## 米国経済

米国経済は、7-9月はデルタ株の感染拡大や深刻な供給制約によって回復ペースが鈍化した。21年の実質GDP成長率は、実績値の下振れに加え、供給制約や物価上昇圧力の高まりが景気回復の重しとなることから、前年比+5%台半ばと前回8月見通しから下方修正する。22年は、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ものの、防疫措置の緩和により経済の自律的な回復力が高まるほか、供給制約も段階的に緩和に向かうとみており、同+4%台前半の高い経済成長を達成する見込み。コロナ危機下で積み上がった貯蓄(約2.6兆ドル)が消費に回ることも期待される。なお、FRBが1回目の利上げに踏み切るのは22年後半となるだろう。供給制約の緩和で物価の安定が見込まれるほか、経済活動が正常化するなかで労働参加率の改善も予想されるためだ。

## 欧州経済

欧州経済は、ワクチンが普及するなか、デジタルCOVID証明書を活用しながら経済活動を再開する動きが広がっており、7-9月期は景気回復ペースが加速した。22年にかけては、半導体不足や資源価格上昇が景気回復の重しとなるが、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、7-9月期の成長上振れを反映し、前年比+5%程度と前回8月見通しから上方修正する。経済活動の正常化の進展により、22年も同+4%台前半と高め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年前半となる見込み。

## 中国経済

中国経済は、不動産投資の減速や、電力不足などの供給制約から成長が減速している。中国政府は、過剰債務削減に向けて不動産企業の資金調達基準を厳格化しており、恒大集団をはじめ不動産開発会社の信用不安が高まっている。不動産業界の債務削減は中長期的には金融リスクの抑制につながるが、短期的には不動産投資を慎重化させ、成長の抑制要因となる。21年の実質GDP成長率は、前年の反動もあり前年比+8%台前半の高い伸びを予想するが、前回8月見通しからは下方修正する。22年は金融リスクの抑制や脱炭素に向けた規制強化から、同+5%台前半への減速を予想する。

## 新興国経済

新興国では、デルタ株流行による感染拡大から、7-9月はASEANなどで厳格な外出規制が実施され、成長は大幅に鈍化した。新興国経済の成長率見通しは前回8月見通し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

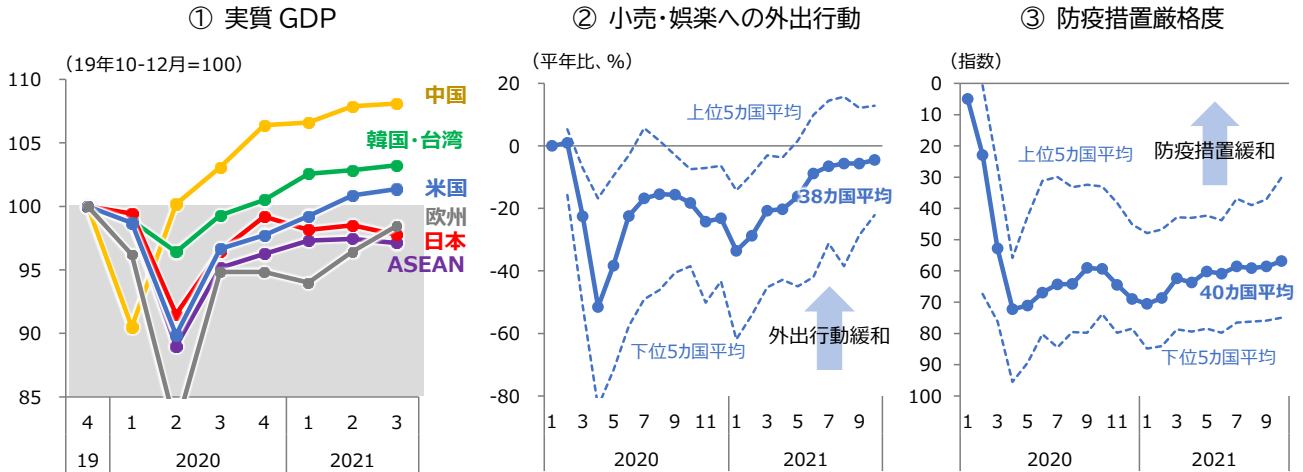
1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	8
2. 日本経済	10
日本経済の成長率予測 計表	18
3. 米国経済	19
4. 欧州経済	23
5. 中国経済	26
6. 新興国経済	29

(1) 世界経済の現況

世界経済は回復継続、ワクチン普及により防疫と経済活動の両立が進む

世界経済は、国や地域によるばらつきを伴いつつも、欧州や米国を中心に、総じてコロナ危機による落ち込みから回復基調を維持している(図表1-1、①)。先進国を中心にワクチンの接種完了者比率が60%を超えてきており、新規感染が引き続き高水準で推移するなかでも、重症化率・死亡者比率は抑制されている。ワクチン接種や陰性証明など防疫措置を講じつつも、外食やスポーツ・娯楽など外出関連の経済活動再開が進んでいる(図表1-1、② ③)。

図表 1-1 コロナ危機からの経済・社会の回復状況 (世界主要国)



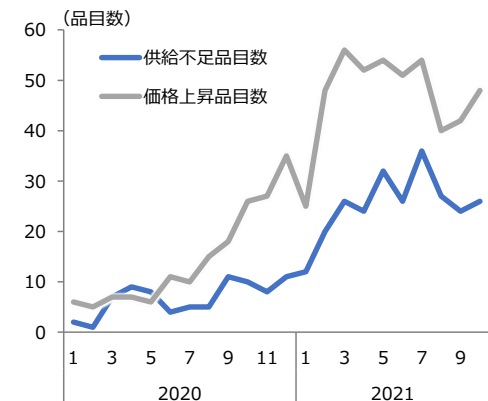
注:①の欧州は独仏英伊西の5カ国、ASEANはインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンの4カ国、GDPウェイトで加重平均。②は19年時点GDPの世界上位40カ国・地域のうちGoogle「COVID-19 Community mobility Report」で取得可能な38カ国平均(中国、イランがデータなし)、③は同じくOxCGRT「Stringency Index」で取得可能な40カ国平均。直近は21年10月。  
出所:OECD、Google、OxCGRTより三菱総合研究所作成

供給・物流制約、資源価格の上昇、中国の輸入減から、世界経済の回復ペースは鈍化

ただし、世界経済の回復ペースは21年4-6月期に比べて7-9月期は減速した。需要の回復を受けて、企業の生産活動は高水準で推移しているが、旺盛な需要に対応するための供給能力や物流能力が不足しており、部品・原材料不足の深刻化、資源価格の上昇が企業活動の制約となっている(図表1-2)。主要国の製造業PMIは、21年半ば以降に総じて低下傾向にある。

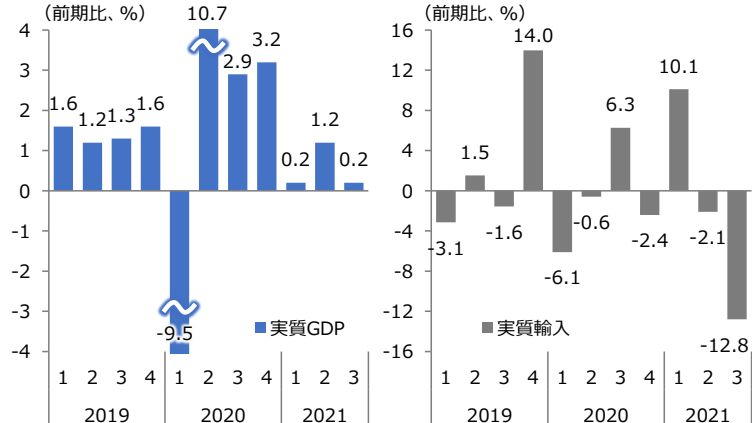
また、コロナ危機後の世界経済の回復を下支えしてきた中国経済が減速している。7-9月期の実質GDPは季調済前期比+0.2%と減速した(図表1-3、左)。電力不足による生産の減速もあり、中国の輸入は大幅減となったほか(図表1-3、右)、中国の製造業PMIは好不況の判断の境目となる50近傍まで低下している。

図表 1-2 供給不足・価格上昇品目数 (米国)



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

図表 1-3 実質 GDP と実質輸入 (中国)



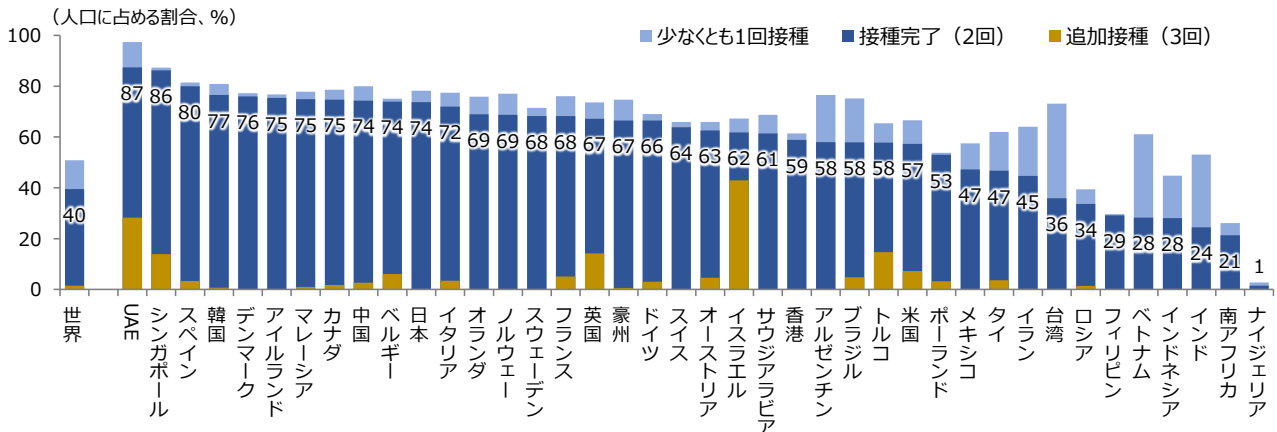
出所:CEICより三菱総合研究所作成

## (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である。ワクチン接種完了者比率は主要国ではおおむね60%を超えてきており、一部の国では3回目の接種も進んでいる(図表1-4)。ワクチン接種が遅れていたアジア新興国でも接種ペースが加速している。世界のワクチン供給力も強化されていることから、22年にかけて世界的にワクチン接種者比率の上昇が見込まれる。10月のG20サミットでは22年半ばまでに世界人口の70%の接種を目指すことが確認された。

ワクチンの普及に加えて、治療法の確立や治療薬の普及などにより、重症化率や死亡率の抑制は進むであろう。既存のワクチンが効きにくい新たな変異株の発現などは引き続きリスクではあるが、基本的には、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 1-4 ワクチン接種者比率 (世界および主要国)



注: 2019年時点GDPの世界上位40カ国・地域。図中の数字は接種完了(2回)者数の人口に占める割合。11月9日時点。  
出所: Our World in Dataより三菱総合研究所作成

防疫と経済の両立を進めるうえで参考になるのが、EUのデジタルCOVID証明書の仕組みだ(図表1-5)。ワクチン接種の有無や、PCR検査の結果が表示され、証明書を持っていれば、EU加盟国内を制限なく移動することができる。国間の移動をスムーズにするために作られたシステムではあるが、国内の飲食店や宿泊施設、スポーツ施設などを利用する際の感染予防策として活用している国もある。

図表 1-5 EU のデジタル COVID 証明書の概要

概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>ワクチン接種済み/陰性証明/コロナから回復済みであることを証明</li> <li>デジタルまたは紙で発行、QRコード付きで発行費用は無料</li> <li>デジタルCOVID証明書はモバイルに保存可能</li> </ul>
対象者	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU市民およびその家族</li> <li>合法的にEU域内に滞在している非EU市民</li> </ul>
導入国	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU域内外の43カ国がEUのシステムを利用(10/18、欧州委公表時点) <ul style="list-style-type: none"> <li>EU加盟27カ国、EEA3カ国(アイスランド、ノルウェー、リヒテンシュタイン)、スイス、トルコなど</li> <li>英国は未利用</li> </ul> </li> <li>欧州域外の60カ国が関心。28カ国と技術的な議論を実施中</li> </ul>
発行状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU域内で5億9,100万枚以上(10/18、欧州委公表時点)</li> </ul>
活用状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>デジタルCOVID証明書保有者は、加盟国内を移動あるいは旅行する場合、制限を免除(証明書がなくても自由な移動は可能だが、検査などの制約を受ける可能性あり)</li> <li>デジタルCOVID証明書を国内で活用することも可能 <ul style="list-style-type: none"> <li>EU加盟国のうち20カ国が、イベントやレストランなどの利用で活用、5カ国が活用を検討中</li> </ul> </li> </ul>

出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

22年にかけての世界経済は、防疫と経済の両立が進み、内需を中心に回復するとみているが、今後の世界経済の回復パスを見通すうえで注目点として、①供給制約の解消時期、②消費の回復力、③米国の利上げ時期 — の3点をあげる。

## ① 供給制約の解消時期

需給の逼迫は、コロナ危機からの需要の回復に対して、供給能力が不足していることが背景にある。世界的な供給制約は複合的な要因によって生じている。以下詳述するが、22年にかけて段階的に改善が予想される要素と、供給制約の継続が予想される要素が混在している。

第一に、海上物流の逼迫である。世界的な財の需要増加に港湾の処理能力が追いついておらず、11月上旬時点で米西海岸ロングビーチ港の沖待ちコンテナ船は80隻近くにのぼる(図表1-6)。ただし、バイデン大統領は港湾の処理能力強化に乗り出しているほか、防疫と経済の両立が進めば、消費の中身も財からサービスへの揺り戻しが進むとみられる。海上物流の逼迫は、22年入り後に段階的に緩和に向かうだろう。

第二に、新興国の感染拡大によるサプライチェーンを通じた供給制約である。輸入相手国のワクチン接種者比率をみると、21年10月時点では、米欧日中ともに、輸入の20~30%をワクチン接種者比率50%未満の国に依存している(図表1-7)。もっとも、今後ASEANでもワクチン接種が進んでいくとみられ(前掲図表1-4)、22年にかけて新興国のサプライチェーンを通じた供給制約は徐々に緩和されていくだろう。

第三に、デジタル需要増を背景とする半導体不足は、短期的な解消は見込みにくく、22年末にかけても引き続き生産の制約となるだろう。市場調査会社IDCの予測によると、世界の半導体市場規模は引き続き拡大が見込まれている(図表1-8)。一方の供給能力は、国際半導体製造装置材料協会(SEMI)の予測によると22年にかけて増強される見込みだが、需要の拡大ペースを上回るものではないとみられる(図表1-9)。自動車向け半導体を中心に、22年にかけて引き続き不足する見込み。半導体不足が本格的に改善に向かうのは23年以降となろう。

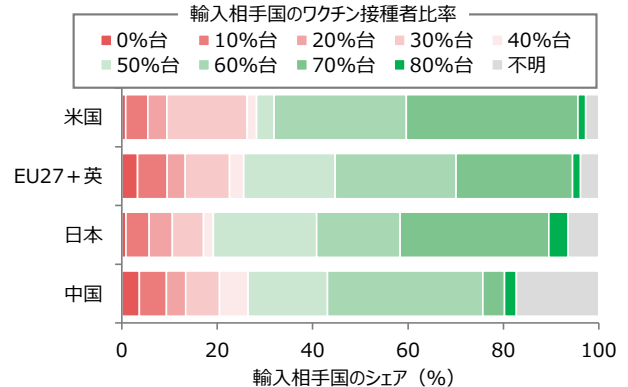
第四に、人手不足も短期的な解消は難しい。主要国の雇用者数は、総じてコロナ危機前の水準を回復できていない。経済活動が再開するなかで企業側の労働需要は増加しているものの、必要な人材確保が難航している。デルタ株への感染懸念に加え、より構造的な問題として、職種のミスマッチ、失業期間の長期化による復職意欲の低下などがある。

図表 1-6 米西海岸ロングビーチ港の  
沖待ちコンテナ船数



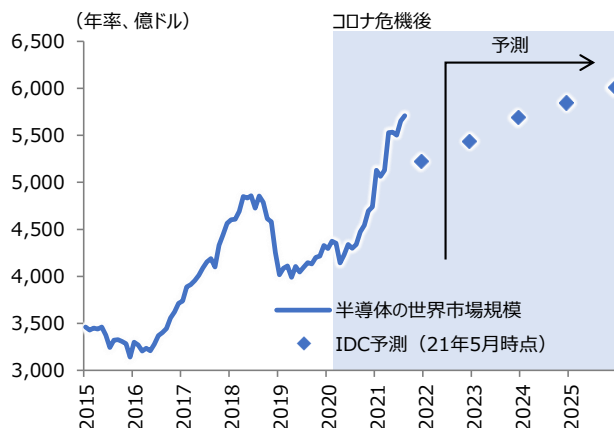
注:棒グラフの空白日はデータなし。直近は11月8日。  
出所:Marine Exchangeより三菱総合研究所作成

図表 1-7 輸入相手国のワクチン接種者完了者比率



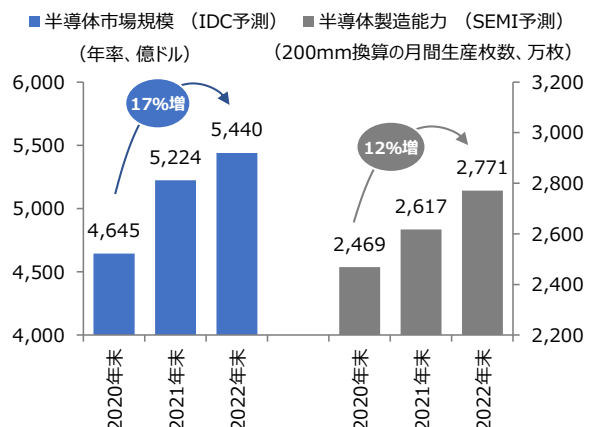
注:ワクチン接種完了者比率は21年10月平均。  
出所:UN Comtrade、Our World in Data より三菱総合研究所作成

図表 1-8 半導体の市場規模 (世界)



注:IDCは米国の民間情報通信調査会社。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-9 半導体の市場規模と製造能力 (世界)



注:市場規模は名目、製造能力は実質。予測機関も異なる。  
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

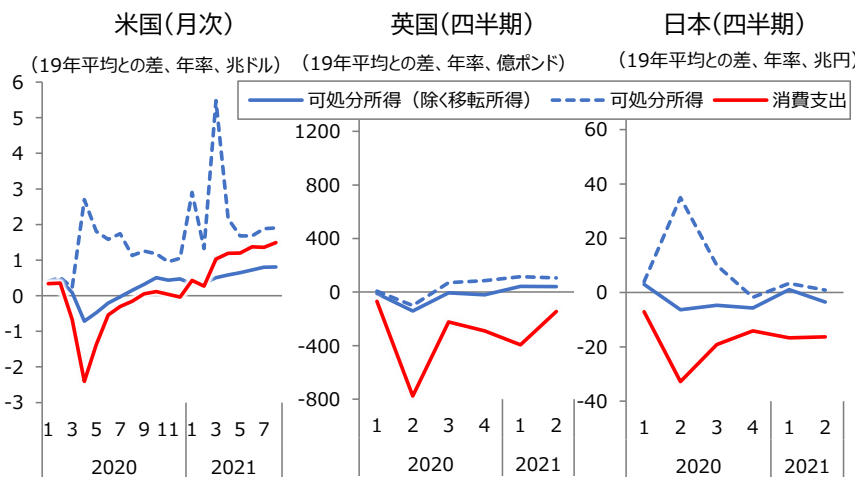
## ② 消費の回復力

供給・物流制約が段階的に緩和されていくなかで、重要になるのはコロナ危機後に抑制されてきた消費の回復力である。主要国の消費の回復状況を見ると、日本や英国はコロナ前(19年平均)の水準を下回っている一方で、米国はすでにコロナ前の水準を回復している(図表1-10)。米国について注目すべきは、消費が(移転所得を除く)可処分所得を上回る回復をみせている点だ。コロナ危機下での消費制約などで生まれた「過剰貯蓄」の一部が消費に回り始めているとみられる。日米独英の家計の現預金の増減をみると、コロナ危機後、GDPの10%に相当する現預金が家計に積み上がっている(図表1-11)。22年にかけて、外出関連産業の活動再開とともに雇用・所得の回復が見込まれるなか、積み上がった現預金が消費に回ることも期待される。当社が実施した日本の生活者を対象とする調査によると、コロナ危機下で増えた貯蓄のうち、4割弱を消費に回す意向が確認されている(日本P.11、図表2-6参照)。

ただし、消費回復ペースを弱める要素には注意が必要だ。第一に、前述の人手不足の問題が解消されなければ、経済活動の正常化が進んでも、全体的な雇用・所得の回復ペースが鈍ることになる。

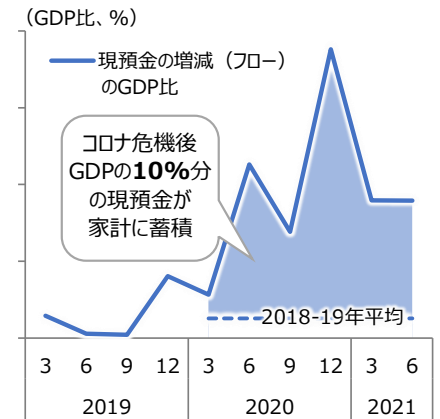
第二に、物価上昇圧力の強まりである。日本にその気配はみられないが、米国と欧州では、品目別の物価上昇率の分布をみると、物価上昇率が高い品目の割合が全体的に高まっている(図表1-12)。22年にかけて需給ギャップが縮小するなかで、上昇傾向にある中長期の期待インフレ率が高止まりすれば(図表1-13)、一時的な物価上昇ではなく継続的なインフレにつながる可能性もある。標準シナリオでは、前述の供給・物流制約が段階的に緩和されていくことで22年にかけて物価上昇圧力も和らぎ、持続的なインフレには至らないとみている。しかし、供給制約の長期化などから物価上昇圧力が一段と強まった場合には、実質所得の回復が遅れ、消費の回復ペースが弱まる点に注意が必要である。

図表 1-10 可処分所得と消費



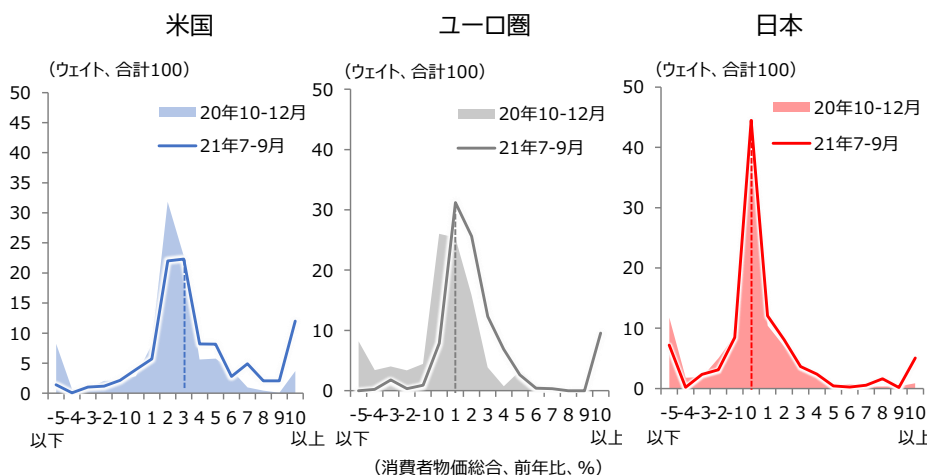
出所: BEA、内閣府、UK Office of National Statistics より三菱総合研究所作成

図表 1-11 家計の現預金の増減 (日米独英の合計)



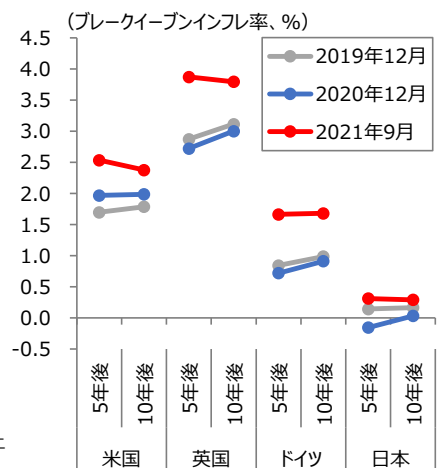
出所: 各国のFlow of Fundsより三菱総合研究所作成

図表 1-12 消費者物価上昇率(総合)の分布



出所: 各国統計より三菱総合研究所作成

図表 1-13 市場の期待インフレ率



注: 同年限の物価連動債と利付債の利回り差から算出される市場の期待インフレ率。

出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

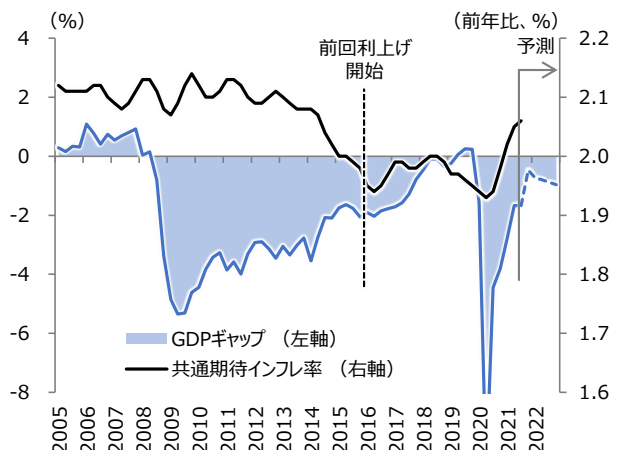
### ③ 米国の利上げ時期

11月のFOMCで資産買入ペースの段階的な縮小(テーパリング)が決定され、米国の金融政策は、コロナ危機対応からの出口への一歩となった。予定通りのペースでテーパリングが実施されれば、FRBの資産規模は22年6月に9兆ドルに達し(コロナ危機前は4.2兆ドル)、当面、その資産規模が維持されることとなろう。前回はテーパリングの終了(14年10月)から資産規模の縮小開始(17年9月)まで、3年を要した。

テーパリングは一定のペースでの機械的な実施が予想される一方で、利上げのタイミングは依然として流動的だ。標準シナリオとしては、22年にかけて経済活動の正常化が進むなかで、労働参加率も段階的に改善していくとみられることから、22年後半には1回目の利上げに踏み切るとみている。21年7-9月期のGDPギャップは▲1.7%と、すでに前回利上げ開始時(15年末)の▲2.1%を上回ってきており、22年にかけてもマイナス幅縮小が予想される(図表1-14)。また、FRBが注視している共通期待インフレ率(21の期待インフレ指標を総合したもの)も約7年ぶりに2%を上回っている。

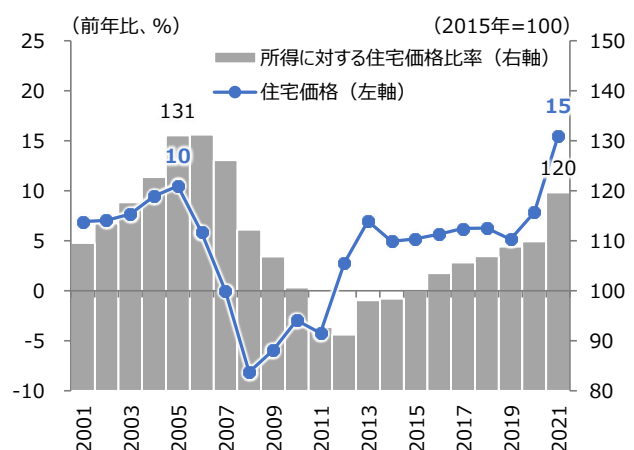
一方で、前述のように物価上昇圧力が一時的なものではなく、期待インフレ率が一段と上昇した場合や住宅価格など資産バブルへの懸念が強まった場合には、利上げ時期が早まるだろう。資産価格も急騰しており、21年の住宅価格は前年比+15%と、既往ピークの05年の同+10%を上回る伸びが見込まれる(図表1-15)。所得に対する住宅価格の比率も上昇している。利上げのタイミングを前倒しする場合には、リスク資産や新興国市場からの急な資金流出など金融市場の混乱を防ぐため、市場の期待のコントロールが重要になる。

図表 1-14 GDP ギャップと期待インフレ率 (米国)



注: 共通期待インフレ率は21の期待インフレ率を総合してFRBが算出。  
出所: BEA, CBO, Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-15 住宅価格と所得比率 (米国)



出所: OECDより三菱総合研究所作成

### 供給制約や物価上昇圧力の強まりから21年の世界経済の成長率見通しを下方修正、22年は変更なし

前回8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1-16)。

21年の世界経済の成長率予測は、前年比+5.1%と前回(8月時点、同+5.4%)から下方修正する。世界的な供給制約や物価上昇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、7-9月期の成長が下振れたASEANも下方修正した。

22年は、同+3.7%と前回から変更なしとする。米国は、足もとの景気回復の重しとなっている供給制約や物価上昇圧力が、22年にかけて緩和すると予想されることから上方修正する。一方で、中国は、金融リスクの抑制や脱炭素に向けた規制強化による経済成長への下押し効果を見込み、下方修正する。21年と比較すれば、世界経済の成長率は鈍化するものの、経済活動の正常化が進み、自律的な回復力が高まるだろう。

図表 1-16 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績	予測	
	2020	2021	2022
<b>世界全体</b>	▲3.3%	5.1%	3.7%
米国	▲3.4%	5.5%	4.2%
欧州 (5カ国)	▲8.0%	5.2%	4.2%
中国	2.3%	8.3%	5.2%
日本 [暦年]	▲4.6%	1.7%	2.8%
[年度]	▲4.4%	2.6%	2.7%
ASEAN5	▲3.4%	3.3%	5.7%
その他世界	▲4.0%	3.8%	2.3%

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

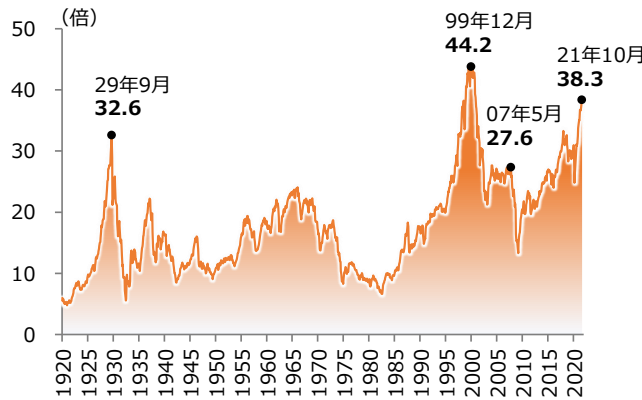


### (3) 世界経済のリスク

今後の世界経済の最大のリスクとしては、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であるが、その他のリスクとしては、①市場の想定よりも早い米国利上げによる金融市場の混乱、②債務問題の深刻化による中国経済の失速、があげられる。

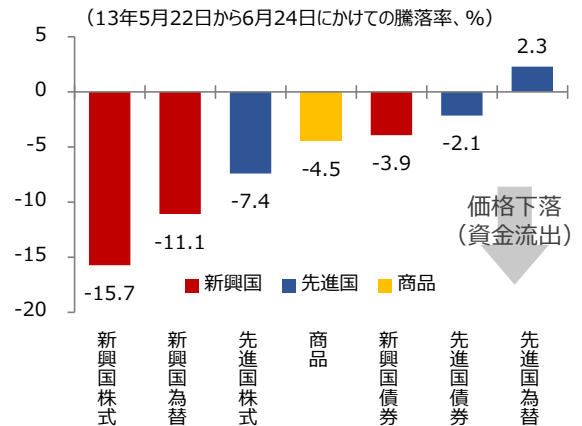
第一に、市場の想定よりも早い米国利上げによる金融市場の混乱である。米国株のシラーPER(インフレ調整後の純利益に対する株価の倍率)は、1929年の大恐慌、2008年の世界金融危機の前の水準を超え、2000年のITバブル崩壊前の水準に近づいている(図表1-17)。テーパリングで十分にインフレを抑制することができない場合、FRBは利上げ時期を前倒しする可能性がある。利上げの前倒しが米長期金利の急上昇を引き起こせば、米国株価急落の引き金となりかねない。また、米国金利上昇とそれに伴うドル高の世界金融市場への影響も大きく、13年5月に当時のバーナンキFRB議長が量的緩和の縮小を示唆する発言を行った際には、金融市場が混乱し、株式市場や新興国から大規模な資金流出が生じた(図表1-18)。

図表 1-17 米国株価のシラーPER (株価収益率)



出所: ONLINE DATA ROBERT SHILLERより三菱総合研究所作成

図表 1-18 13年の量的緩和縮小示唆時の世界金融市場動向



注: 5月22日はバーナンキ議長の発言日、6月24日は株高等が反転上昇に転じた日。

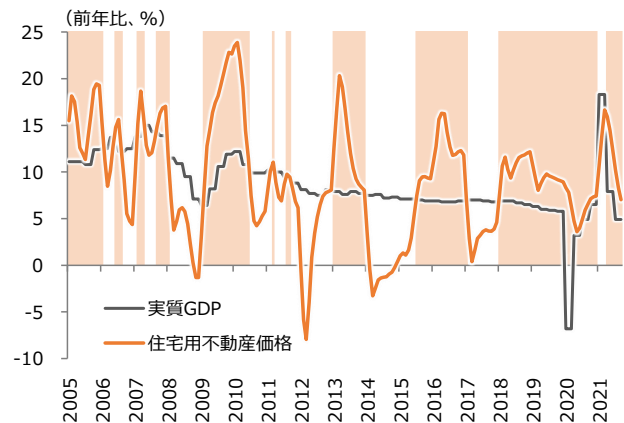
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

第二に、債務問題の深刻化による中国経済の失速である。中国政府による過剰債務抑制策により、債務が高い水準にあった中国不動産セクターは資金繰りに陥っている。他の不動産開発会社も散発的にデフォルトを起こしており、中国の不動産開発会社への信用不安が高まっている。

不動産価格の上昇率が実質GDP成長率を上回る状況は、コロナ危機後の一時期を除けば、18年以降4年近くにわたって続いており、不動産価格への調整圧力は水面下で強まっている(図表1-19)。

中国は22年秋に党大会を控える重要な時期であり、基本的には当局監視の下で秩序だった債務処理が予想される。ただし、過度にレバレッジを拡大してきた不動産セクターを支援することへの批判などから対応が遅れた場合には、秩序だった債務整理に失敗する可能性がある。その場合には、不動産価格の急落のほか、不動産セクター以外の健全な企業にも、資金繰り悪化や倒産が連鎖的に広がる可能性がある。これにより中国経済が失速すれば、世界経済の下振れ要因となる。

図表 1-19 中国の不動産価格と実質 GDP



注: 網掛け期間は、不動産価格の上昇率が実質GDP成長率を上回った期間。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

## 2. 日本経済

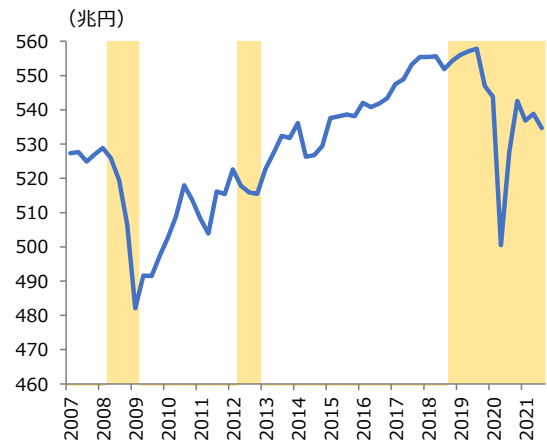
### (1) 概観

#### 21年7-9月期は内需減で再びマイナス成長に

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7-9月期の実質GDP成長率は、季調済前期比▲0.8%（年率▲3.0%）と、2四半期ぶりにマイナス成長となった（図表2-1）。

需要項目別でみると、感染拡大を受けた緊急事態宣言の発令（21年7月12日～9月30日）を背景に、消費は同▲1.1%と減少した。設備投資は、供給制約による生産の減少や外出関連サービス業の業績悪化により、同▲3.8%と減少に転じた。輸出も供給制約による生産の減少や海外経済の減速を背景に、同▲2.1%と5四半期ぶりに減少した。輸入も東南アジアからの部品供給が滞ったことから同▲2.7%の減少となり、外需寄与度は+0.1%ポイントであった。

図表2-1 日本の実質GDP



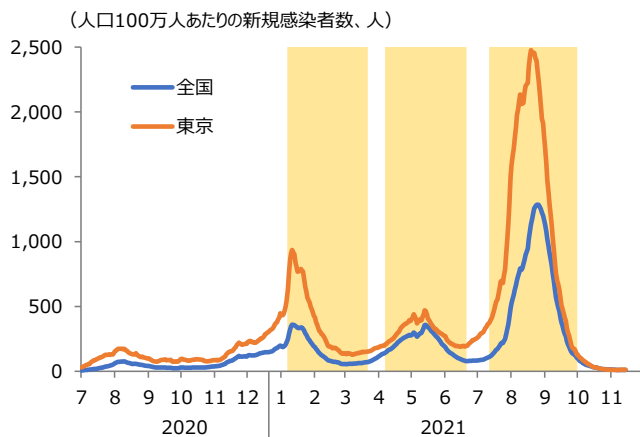
注：網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。18年10月以降の景気後退期は暫定。  
出所：内閣府「国民経済計算」「景気日付基準」より三菱総合研究所作成

#### ワクチン接種の進捗を主因に、国内経済活動は持ち直しへ

国内では経済活動が持ち直しに向かいつつある。10月の緊急事態宣言解除後も新規感染者数が低位で推移しており、飲食や宿泊など外出関連業種を含め、国内経済活動の再開が進んでいる（図表2-2、図表2-3）。ワクチン普及による感染率や重症化率の低下が、防疫と経済の両立につながっている可能性が高い。ワクチンの定期的な接種、無料のPCR検査の拡大、医療供給体制の強化などにより、外出関連の経済活動を本格的に再開させつつも、医療逼迫を回避できる可能性が高まっていくだろう。

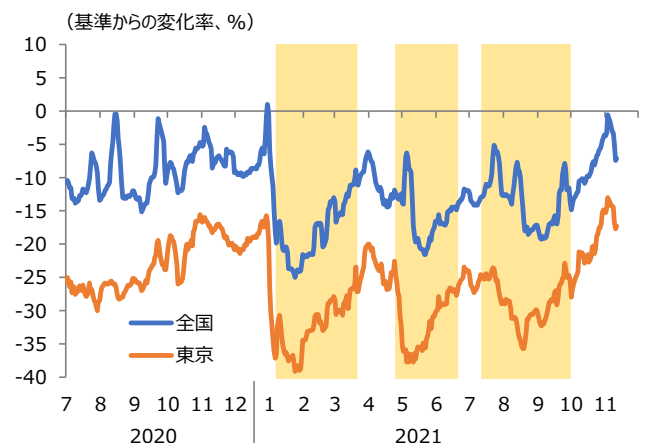
21年4-6月期時点で、家計の過剰貯蓄は約40兆円にのぼる（次頁、図表2-7参照）。防疫と経済活動の両立が進み、過剰貯蓄の一部が消費に回り始めれば、消費の力強い回復も期待できる。

図表2-2 新規感染者数



注：直近1週間合計。直近は21年11月14日。人口比の計算は三菱総合研究所。網掛け期間は緊急事態宣言の発令時期を示す。  
出所：NHK、総務省「人口推計」より三菱総合研究所作成

図表2-3 外出動向(小売・娯楽)



注：後方7日移動平均。直近は21年11月11日。網掛け期間は緊急事態宣言の発令時期を示す。  
出所：Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より三菱総合研究所作成

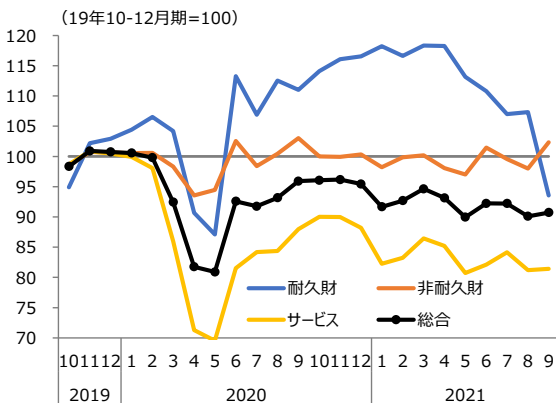
## (2) 消費の動向

### 防疫措置発令と外出自粛により、21年7-9月期の消費は再び減少

21年7-9月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲1.1%と再び減少した。新型コロナの感染拡大や4回目の緊急事態宣言発令などにより、サービス消費を中心に消費が押し下げられた(図表2-4)。

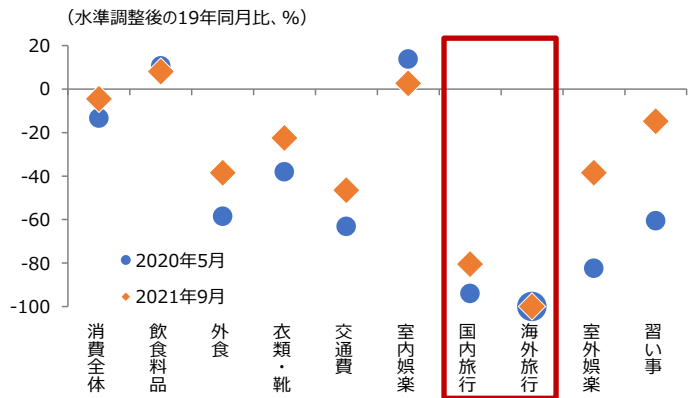
品目別にみると、外出自粛の影響を受けやすい品目で大きく落ち込んだ状態が続いている(図表2-5)。国内旅行や海外旅行は、減少幅が大きいことに加え、新型コロナ発生直後の20年5月から21年9月にかけて、ほとんど回復していない。外食や交通費、室外娯楽(スポーツ観戦、テーマパークなど)も40%以上減少した状態が続いている。

図表 2-4 消費総合指数



出所：日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 品目別の名目消費



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。

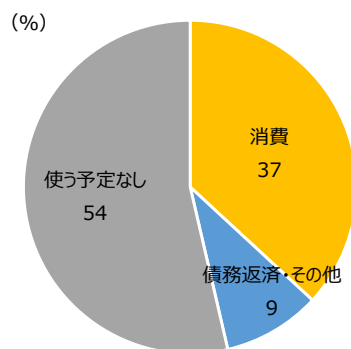
出所：総務省「家計調査報告」より三菱総合研究所作成

### 増えた貯蓄の4割弱が消費に回る可能性

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。

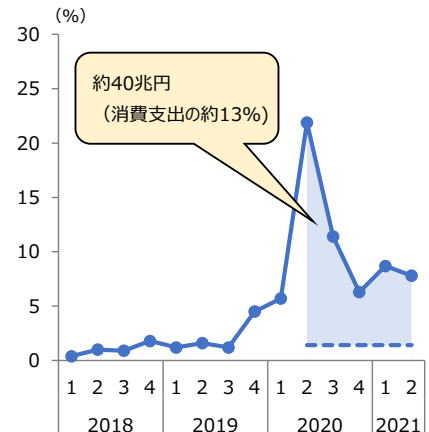
当社の生活者市場予測システム(mif)で実施した生活者調査(10月15-17日実施)によると、回答者の1割程度の世帯でコロナ危機前(19年12月)と比較して、毎月の貯蓄が増加している。この増えた貯蓄の用途について確認したところ、4割弱が消費に回る可能性がある(図表2-6)。一人10万円の特別定額給付金の支給などの政策支援や消費の抑制を背景に、20年4-6月期～21年4-6月期の家計貯蓄は、コロナ危機がなかった場合に比べて約40兆円(消費支出の約13%)増加したとみられる(図表2-7)。この家計貯蓄のうち、4割弱が消費に回った場合、約15兆円(消費の約5%)の消費押し上げとなる。

図表2-6 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(492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)」を利用した生活者調査(10月15-17日に実施、回答者5,000人)

図表2-7 過剰貯蓄



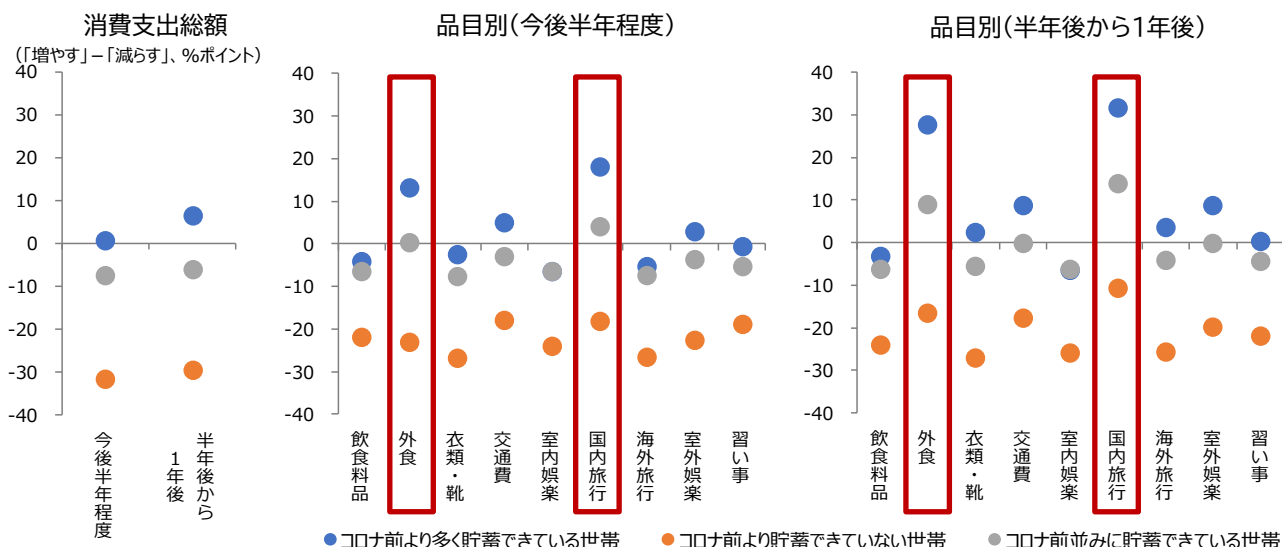
注：コロナ危機下で増えた貯蓄額は、①貯蓄額が19年前半と変わらなかった場合の貯蓄額と、②実際の貯蓄額との差で計算。  
出所：内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」より三菱総合研究所作成

### 外食や国内旅行は消費の持ち直しペースが速い見込み

ワクチン接種が人口比7割(10月末時点)を超えるなかで、緊急事態宣言が解除された10月以降、消費はどの程度回復が見込まれるのか。前述の生活者調査において、今後半年程度および半年後から1年後の消費意向を確認した(図表2-8)。

結果をみると、コロナ危機においてコロナ前よりも多く貯蓄できた世帯では、「今後半年程度」から「半年後から1年後」にかけて消費支出総額を現在よりも徐々に増やす意向だ。品目別では、外出や国内旅行に対する消費意向は、「増やす」超となっている。自粛を余儀なくされてきた外出や国内旅行に対する潜在的な需要は強いとみられる。

図表2-8 今後の消費意向(生活者調査)



注: 現在と比較した消費意向。

出所: 三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」利用した生活者調査(10月15-17日に実施、回答者5,000人)

### 経済活動の正常化により、消費は22年度にかけて回復ペースを高める見込み

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。ワクチン接種の普及率が7割を超えるなか(10月末時点)、防疫措置は段階的に緩和され、抑制されていた消費の一部が顕現化するだろう。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+3.1%、22年度は同+4.0%と予測する。

### (3) 雇用・所得の動向

#### 雇用環境は落ち込んだ状態が続くも、業種間で濃淡は大きい

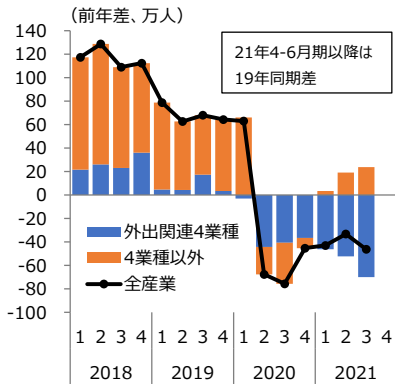
雇用環境は、21年以降、回復力が鈍い状況が続いている。21年7-9月期の雇用者数は、2年前(19年7-9月期)に比べて46万人程度少ない(図表2-9)。内訳をみると、業種ごとにばらつきが大きい。外出自粛の影響が大きい外出関連4業種(宿泊業、飲食店、その他生活関連サービス、娯楽業)の雇用者数は、新型コロナの流行長期化や緊急事態宣言の延長・再発令を受けて、21年以降に減少幅が拡大している。一方、外出関連4業種以外では、21年以降は雇用者数が19年同期差プラスで推移している。

労働移動の必要性も高まっている。コロナ危機において、日銀短観「人員判断DI」の業種間の分散は一段と高まっており、人手不足感が強い業種と雇用過剰感が強い業種が同時に存在している(図表2-10)。雇用過剰感の強い宿泊・飲食サービスなどではコロナ危機下で省力化投資が行われていることもあり、今後サービス需要が回復しても労働需要はコロナ前の水準まで戻らない可能性が高い。飲食・宿泊サービスなどから人手不足感の強いその他の業種へ労働移動を促進していく必要がある。特にコロナ危機においては、過去の景気後退期とは異なり、全体としては人手不足感が強く、労働需要が強い業種があるという点で、労働移動は行いやすい。もっとも、労働需要が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、労働需要が増えているのは専門的・技術的職業従事者が中心であり、労働者が保有しているスキルには差異がある。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。

#### 所得環境は持ち直し傾向も、コロナ危機前に比べると悪化した状態

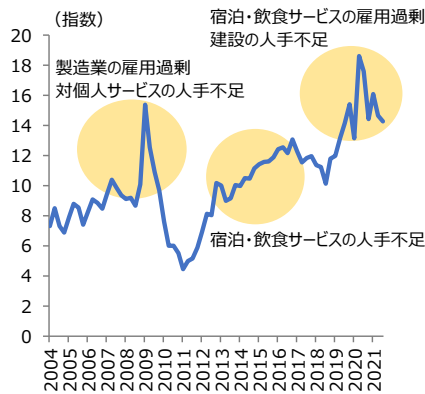
所得環境も持ち直しつつあるが、コロナ前と比べて悪化した状態が続いている。21年以降、一般労働者の現金給与額はコロナ危機前(19年同期)に比べて1%程度少ない(図表2-11)。所定内給与は増加に転じたものの、所定外給与(残業代など)や特別に支払われた給与(ボーナスなど)は持ち直しが遅れており、現金給与額を押し下げている。

図表2-9 雇用者数



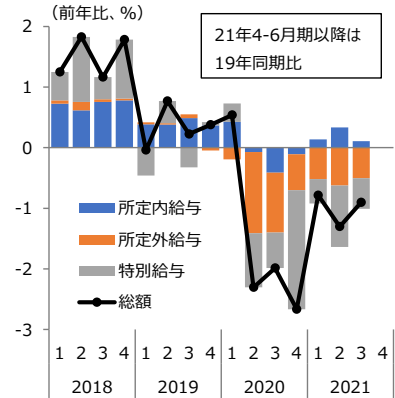
注：外出関連4業種は宿泊業、飲食店、その他生活関連サービス、娯楽業。  
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表2-10 人員判断DIの分散



注：全規模。雇用者数でウェイト付け。  
出所：総務省「労働力調査」、日本銀行「日銀短観」より三菱総合研究所作成

図表2-11 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

### 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。ワクチン接種の普及などを背景に、緊急事態宣言およびまん延防止等重点措置の解除後も感染者数や重症者数の急激な増加を抑えられれば、経済活動も段階的な正常化が見込まれる。外出関連業種の業績も持ち直すともみられ、21年度末にかけて段階的に雇用環境は持ち直していくだろう。GoTo事業が再開されれば、飲食・宿泊サービスを中心に雇用環境の改善ペースが速まることも考えられる。ただし、外出関連業種を中心に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ている。生活・通勤スタイルの変化によりこれらの業種のサービス需要が戻ってこない場合、失業者が増加するリスクがある。22年度は、経済活動の正常化を背景に、雇用環境の改善が一段と進むだろう。

所得環境も回復を見込む。供給制約や資源価格の上昇による企業業績の悪化が所得増加の抑制要因になりうるものの、経済活動の正常化が進み、企業の人手不足感が強まるとともに、現金給与額も緩やかに増加することが予想される。名目雇用者報酬は、21年度は前年比+1.3%、22年度は同+1.7%と予測する。

### (4) 企業活動の動向

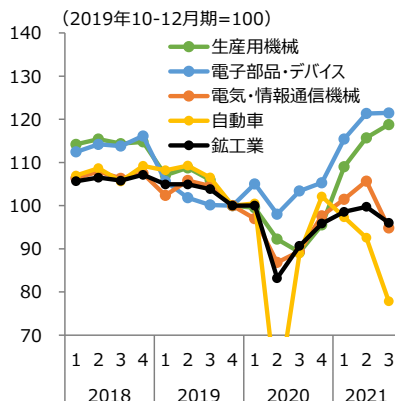
#### 輸出の減少と供給制約の継続を背景に、生産は5四半期ぶりに前期比マイナスに

製造業の生産活動は改善が一服した。21年7-9月期の生産は、自動車を中心に減少に転じた(図表2-12)。

供給面では、半導体・部品の不足感が強まっている(図表2-13)。ASEANでは夏にかけての感染拡大に伴い、工場の操業停止や出社制限が行われ、東南アジアからの部品供給が滞った。また、石油、金属、木材を中心とする輸入物価の上昇も続いており、生産コストの上昇につながっているとみられる。

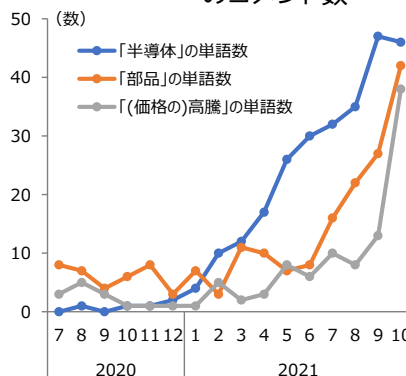
需要面では、輸出は5四半期ぶりに前期比マイナスとなった(図表2-14)。国内向けも、在宅時間の増加などに起因する耐久財消費の特需は剥落したとみられる(P.11、図表2-4参照)。

図表2-12 鉱工業生産



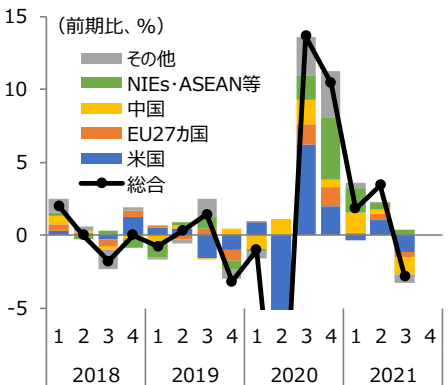
出所：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表2-13 半導体・部品不足・価格高騰のコメント数



注：景気判断理由集(現状)のコメント数。  
出所：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2-14 実質輸出



出所：日本銀行「実質輸出入の動向」より三菱総合研究所作成

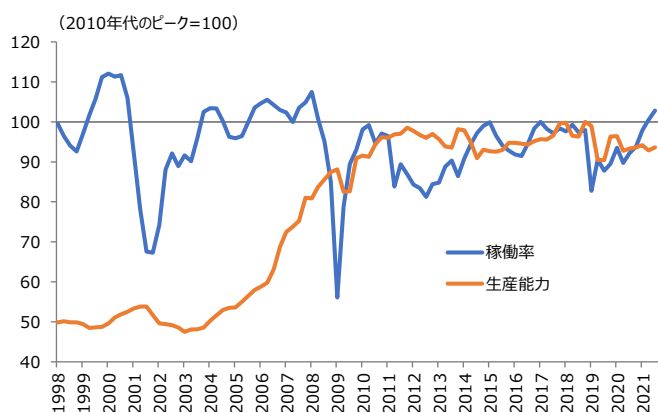
## 半導体不足の解消には時間がかかるとみられ、22年度にかけて生産の改善は緩やかにとどまると予想

先行きの製造業の生産活動は、21年度が前年比+6.5%、22年度が同+2.7%と、大幅に減少した20年度(同▲9.5%)の翌年以降の動きとしては、緩やかな改善にとどまると予想する。

供給面では、東南アジアでの感染拡大は落ち着きつつあることから、半導体以外の部品不足は、22年前半には解消に向かう可能性が高いものの、半導体の供給制約解消には時間を要する見込みだ。海外の需給が逼迫しているほか、国内でも半導体は既に国内の稼働率がコロナ危機前のピークを上回っており、生産余力は少ない(図表2-15)。21年以降に半導体製造装置の生産が高水準となるなど(図表2-16)、設備投資による生産能力は徐々に増加が見込まれるものの、生産能力の急速な拡大は難しいとみる。半導体不足感の解消は23年以降となろう(総論P.6、図表1-9参照)。

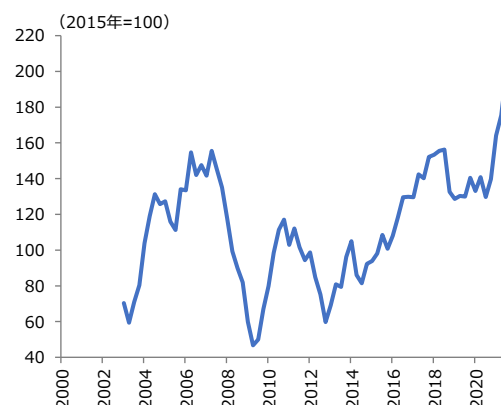
需要面は、経済活動に減速感が出ている中国向けを中心に輸出は力強さを欠くと予想する。ワクチン接種の進捗を背景に、財から外出関連サービスへの消費シフトが見込まれ、外需、内需ともに一服するだろう。

図表2-15 電子部品・デバイスの稼働率・生産能力指数



注：稼働率は季節調整指数、生産能力は原指数。生産能力は18年10-12月期、稼働率は17年1-3月期がピーク。  
出所：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表2-16 半導体・FPD製造装置の生産指数



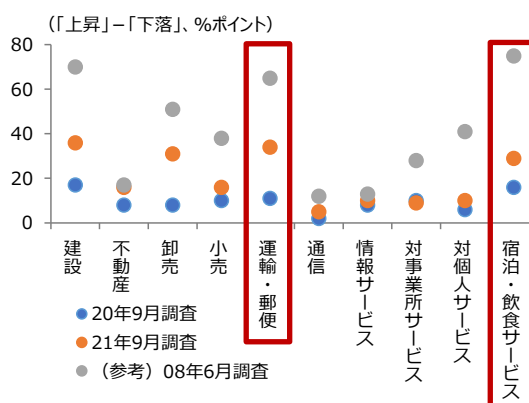
注：四半期平均。FPDはフラットパネルディスプレイ。  
出所：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

## 非製造業の業況は、製造業と結びつきが強い産業は業況悪化、外出関連業種は改善の見込み

非製造業は、業況にばらつきが大きい状況が続いている。卸売や運輸・郵便は輸出・生産の回復に牽引され、業況が改善している一方、対個人サービスや宿泊・飲食サービスなどは落ち込みが大きい。また、原油高などを背景とする仕入価格の上昇が、運輸・郵便や宿泊・飲食サービスなどの業況悪化要因となっている模様だ(図表2-17)。原油高が進んだ08年6月調査においても、これらの業種は仕入価格判断DIが大きく上昇しており、原油高の影響を受けやすいとみられる。

先行きの非製造業の企業活動は、全体としては緩やかに回復するとみる。ワクチン接種の進捗や緊急事態宣言の全面解除などを背景に、国内での外出制限・自粛の動きは弱まり、対個人サービスや宿泊・飲食サービスなど外出関連産業は企業活動の回復が見込まれる。卸売や運輸・郵便など一部業種は21年度後半にかけて輸出・生産の悪化により企業活動が悪化する可能性が高い。もっとも、これら産業においても、22年度以降は、世界的な経済活動の正常化により輸出・生産も回復し、企業活動は緩やかに回復するだろう。

図表2-17 仕入価格判断DI(非製造業)



注：全規模。電力・ガスを除く。  
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

## 新型コロナ危機のもとで、企業には前向きな動き

コロナ危機においては、外出関連産業を中心に需要が落ち込んでいるものの、サービス業を中心に企業はコロナ危機への対応やポストコロナを見据えた取り組みが進められている模様だ。

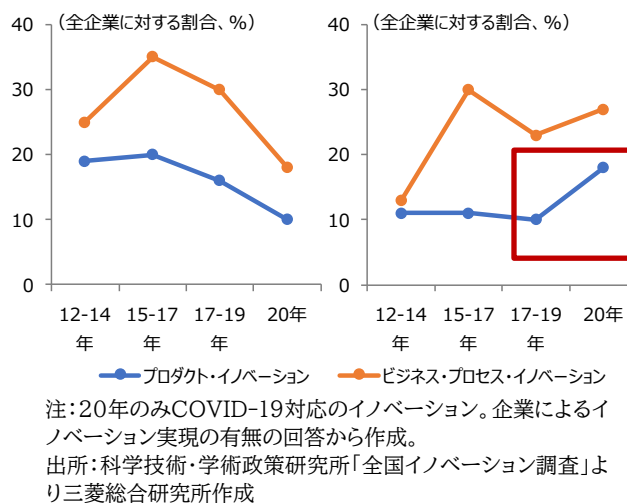
20年に新型コロナに対応したプロダクト・イノベーションを実現したサービス業の企業割合は18%となった。

過去と単純比較はできないものの、17～19年の3年間に(新型コロナ対応以外も含む)プロダクト・イノベーションを実現した企業割合(10%程度)から大きく上昇した(図表2-18)。

日本銀行のレポート「さくらレポート別冊 感染症のもとでの地域の消費関連企業の取り組みと課題」(2021年9月28日)によれば、宿泊、飲食、食料品を中心に、①ウイズコロナに特化した取り組みや、②需要の回復に備える取り組み、③感染症のもとでの変化に着目した取り組みが行われているほか、④業種・企業をまたいだ「連携」を通じた取り組みもなされている(図表2-19)。

もっとも、前述の日本銀行のレポートにおいては、取り組みを進めていくうえでの課題として、①人材やノウハウの不足、②債務増加に伴う将来の返済負担、③高齢者を中心とする消費者側のデジタル化が過渡期にあること、などがあげられている。ポストコロナを見据えて、こうした課題に対する政策的な支援も大事となろう。

図表2-18 イノベーション実現企業率  
製造業 サービス業



図表2-19 地域の消費関連企業の取り組み

取り組み	事例
① ウイズコロナに特化した取り組み	既存経営資源の転用 ・土産物配達車両で宅配業務を請負(食料品) ・シェフの出張料理教室(宿泊) ・休業期間の間、地元農家とワークシェア(宿泊)
② 需要の回復に備える取り組み	設備の更新・充実 ・インバウンドの回復に備え、客室を改装(宿泊)
	出店の加速 ・飲食店勤務経験のあるUターン人材と飲食店閉店跡地を利用して、新規出店を加速(飲食)
③ 感染症のもとでの変化に着目した取り組み	デジタル化 ・eコマースを利用して冷凍食品を拡販(飲食) ・SNSを用いた宣伝で域外需要を獲得(食料品) ・セルフ会計システム等の導入を加速(飲食)
④ 「連携」を通じた取り組み	プラットフォームの構築 ・テイクアウト可能な飲食店を一覧化したWEBサイトをオープン(経済団体)
	IT企業・人材を紹介 ・IT企業や関係機関と業務提携し、ワンストップで取引先の要望に対応(金融機関)

出所: 日本銀行「さくらレポート別冊 感染症のもとでの地域の消費関連企業の取り組みと課題」(2021年9月28日)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

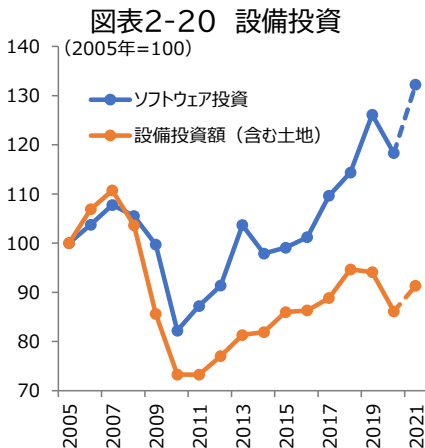
21年7-9月期の実質民間設備投資は、季調済前期比▲3.8%と減少に転じた。コロナ危機前(19年10-12月期)に比べて依然として6%程度低く、持ち直しの動きは今のところ弱い。

企業の設備投資姿勢は慎重化している模様だ。設備投資額(含む土地)は、21年度もコロナ危機前の水準を下回る見込みだ(図表2-20)。製造業では自動車、非製造業では対個人サービスや宿泊・飲食サービスでマイナス幅が大きい(図表2-21)。企業利益の配分先として「設備投資」を最優先にあげた企業の割合は、業種や企業規模を問わず、20年以降、低下傾向にある(図表2-22)。背景として、先行きの需要動向に不透明感が残ること、企業のキャッシュフローはコロナ危機前を下回ること、設備稼働率がコロナ危機前を下回っており、生産能力拡大に向けた投資が必要な状況ではないこと、などがあげられる。

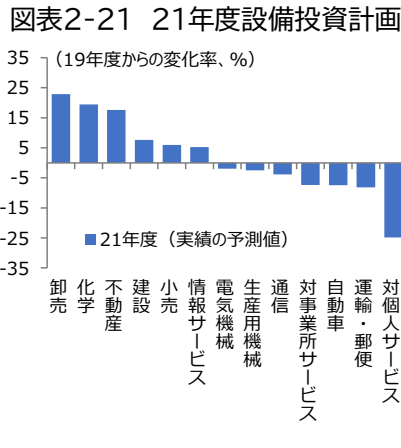
一方、ソフトウェア投資(設備投資額(含む土地)には含まれない)は、20年度は19年度から減少したものの、21年度は大幅に増加し、19年度を上回る水準となる見込みだ。17年度以降は増加ペースを高め、コロナ危機以降もその増加ペースを維持している(図表2-20)。人手不足を背景とする省力化投資に加え、コロナ危機以降はオンライン化など新たな生活様式への対応やDX関連の投資が底堅いとみられる。企業は事業の構造転換や生産性向上につながる投資の優先度を高めている模様だ。

先行きは、世界的なワクチン普及とともに需要の持ち直し傾向が強まると予想されることから、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るが、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下支え

するだろう。22年度以降は、世界的に経済活動の正常化が進み、生産能力拡大に向けた投資も持ち直すとみる。気候変動対策に関連する投資も増加が予想される。実質民間企業設備は、21年度は前年比+1.1%、22年度は同+4.5%を見込む。

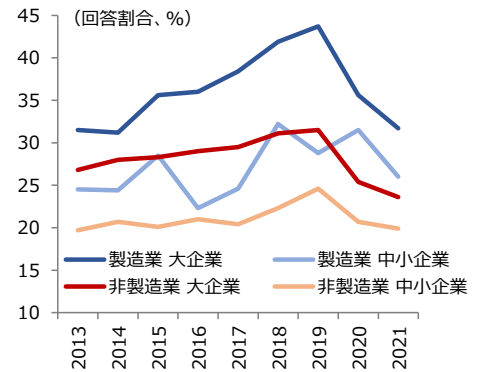


図表2-20 設備投資  
注：全規模・全産業。20年度までは実績値。21年度は、15～19年度の実績値と9月調査時点の計画値の修正率を用いて算出した実績値の予測値。  
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成



図表2-21 21年度設備投資計画  
注：全規模。15～19年度の実績値と9月調査時点の計画値の修正率を用いて算出した実績値の予測値。  
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-22 企業利益配分先として設備投資を最優先にあげた企業の割合



注：研究開発を含む。  
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

### (5) 物価の動向

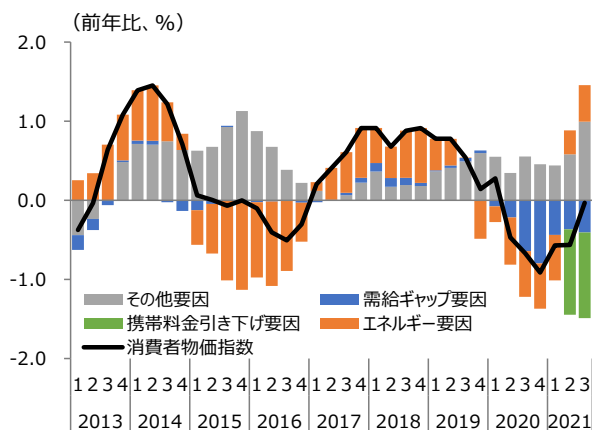
#### 資源価格の上昇が消費者物価に波及、コストプッシュでの物価上昇圧力が強まる

21年7-9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0.0%と、6四半期ぶりにマイナス圏を脱した(図表2-23)。携帯料金の引き下げ(▲1.1%ポイント押し下げ)が物価上昇率を押し下げている一方、エネルギー価格の上昇やその他の品目が全体を押し上げた。

先行きの消費者物価上昇率は、22年度末にかけて前年比プラスでの推移を見込む。22年前半にかけては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。国際的な商品価格の上昇も加わり、コストプッシュ型の物価上昇圧力は当面継続するとみる。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るだろう。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+1.1%と予測する。

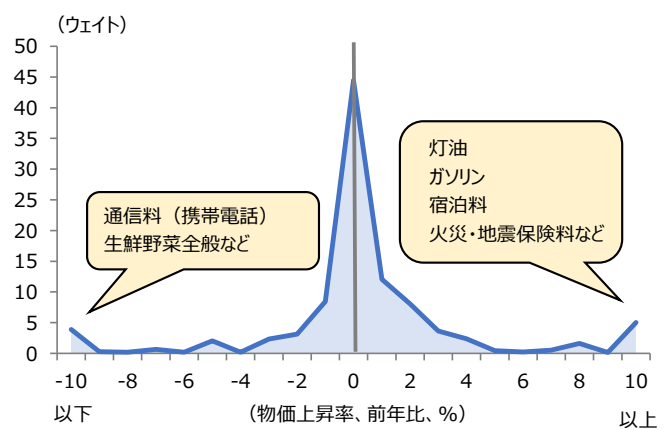
なお、需給ギャップは22年度末時点でも▲1%程度のマイナスが残るとみられることなどから、日本銀行が目標とする物価上昇率2%を下回る状況が続くと見込まれる。物価上昇率の分布をみると、5割程度の品目が前年比ゼロ%近傍にとどまる(図表2-24)。長期化する金融緩和の副作用に配慮しつつ、22年度にかけては緩和的な金融政策運営を継続するとみており、金融政策が引き締めへ転じるのは23年度以降になるとみる。

図表2-23 消費者物価上昇率の要因別内訳



注：生鮮食品を除く総合(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」より三菱総合研究所作成

図表2-24 消費者物価上昇率の分布



注：総合。21年7-9月期。577品目。  
出所：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成



## (6) まとめ

### ワクチン普及で22年度にかけて経済活動の正常化が進む

ワクチン接種完了者比率が人口比7割を超えるなか(10月末時点)、緊急事態宣言が解除された10月以降も新規感染者数が低位で推移しており、飲食や宿泊など外出関連業種を含め、国内経済活動の再開が進んでいる。

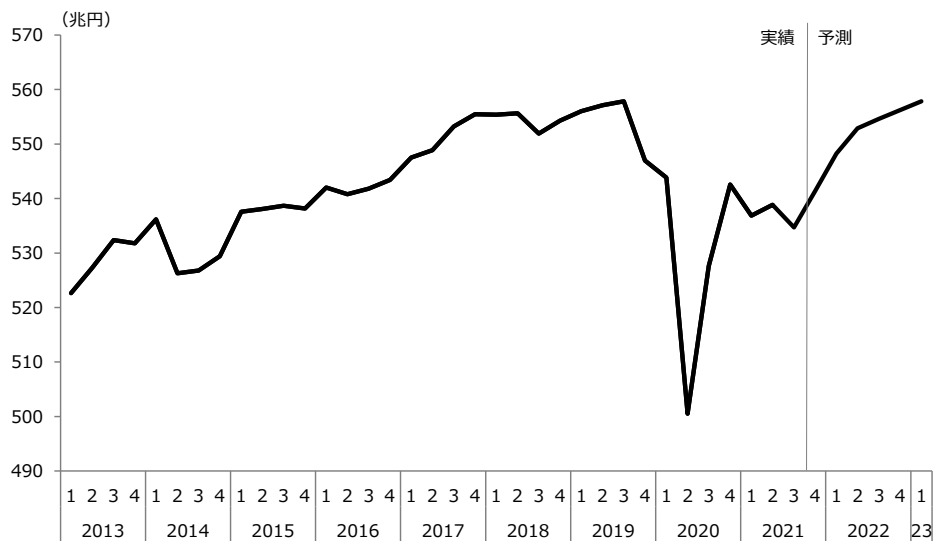
21年度中は、経済活動の正常化が段階的に進むとみる。ワクチンの定期的な接種、無料のPCR検査の拡大、医療供給体制の強化などにより、外出関連の経済活動を本格的に再開させつつも、医療逼迫を回避できる可能性が高まっていくだろう。防疫措置長期化の影響を受けてきた外出関連業種も段階的に回復し、企業活動は持ち直していくと見込む。21年度の実質GDP成長率は前年比+2.6%と予測する(前回見通し(21年9月8日公表)から0.5%ポイント下方修正)。

22年度は、経済活動の正常化に伴う雇用・所得環境の改善に加え、コロナ危機下で積み上がった40兆円の過剰貯蓄が消費に回ることが国内需要を押し上げるだろう。中国向けなど外需の減速や半導体などの供給制約は、22年にかけても引き続き企業活動の抑制要因となる可能性が高いものの、22年度の実質GDP成長率は前年比+2.7%と(前回見通しから変更なし)、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年前半となるだろう。

試算の前提として、原油価格(WTI)は22年度末にかけて80ドル程度、日経平均株価は22年度末にかけて32,000円程度、為替レートは22年度末にかけて115円/ドル程度での推移を想定した。

先行きのリスクは、国際的な商品需給の逼迫の長期化および感染力の強い変異株拡大による防疫措置の再発令だ。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。また、商品価格の上昇分を製品価格に反映できなければ、企業業績の下振れ要因にもなるだろう。

図表2-25 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2-26 日本の四半期別実質GDP成長率予測

		実績				予測								
		2020 1-3	4-6	7-9	10-12	2021 1-3	4-6	7-9	10-12	2022 1-3	4-6	7-9	10-12	2023 1-3
実質GDP	前期比	-0.6%	-8.0%	5.4%	2.8%	-1.1%	0.4%	-0.8%	1.2%	1.3%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%
	前期比年率	-2.3%	-28.2%	23.5%	11.8%	-4.1%	1.5%	-3.0%	5.1%	5.2%	3.5%	1.2%	1.2%	1.1%
	前年比	-4.6%				1.7%				2.8%				
	前年度比	-0.5%	-4.4%				2.6%				2.7%			

出所:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表2-27 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
目	国内総生産（=GDP）	558,310	536,657	547,426	567,058	0.3%	▲3.9%	2.0%	3.6%
	民間最終消費支出	304,245	286,150	294,271	308,953	▲0.3%	▲5.9%	2.8%	5.0%
	民間住宅投資	21,382	19,942	20,915	20,933	4.1%	▲6.7%	4.9%	0.1%
	民間企業設備	91,550	84,875	87,536	92,396	▲0.2%	▲7.3%	3.1%	5.6%
	民間在庫品増加	2,100	840	38	▲33	***	***	***	***
	政府最終消費支出	111,718	114,684	118,715	118,763	2.4%	2.7%	3.5%	0.0%
	公的固定資本形成	29,259	30,610	30,348	31,037	3.1%	4.6%	▲0.9%	2.3%
	公的在庫品増加	▲6	12	▲28	100	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,938	▲457	▲4,368	▲5,090	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	95,729	84,259	100,943	103,436	▲5.4%	▲12.0%	19.8%	2.5%
財貨・サービス輸入	97,667	84,715	105,311	108,527	▲4.2%	▲13.3%	24.3%	3.1%	

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

質	国内総生産（=GDP）	551,481	527,133	540,780	555,367	▲0.5%	▲4.4%	2.6%	2.7%
	民間最終消費支出	299,747	282,323	291,044	302,624	▲1.0%	▲5.8%	3.1%	4.0%
	民間住宅投資	20,397	18,929	18,778	18,470	2.5%	▲7.2%	▲0.8%	▲1.6%
	民間企業設備	90,510	84,295	85,235	89,103	▲0.6%	▲6.9%	1.1%	4.5%
	民間在庫品増加	2,175	1,287	297	104	***	***	***	***
	政府最終消費支出	110,850	114,566	117,218	116,610	2.0%	3.4%	2.3%	▲0.5%
	公的固定資本形成	28,041	29,225	28,249	28,530	1.5%	4.2%	▲3.3%	1.0%
	公的在庫品増加	▲10	▲11	▲15	119	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲188	▲3,866	▲99	186	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	102,682	91,975	102,111	102,981	▲2.2%	▲10.4%	11.0%	0.9%
財貨・サービス輸入	102,870	95,841	102,210	102,795	0.2%	▲6.8%	6.6%	0.6%	

		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	96.2	98.9	▲3.7%	▲9.5%	6.5%	2.7%
	国内企業物価指数	101.6	100.2	105.2	106.3	0.1%	▲1.4%	4.9%	1.1%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.3	99.9	100.0	101.1	0.6%	▲0.5%	0.1%	1.1%
	GDPデフレーター	101.2	101.8	101.2	102.1	0.9%	0.6%	▲0.6%	0.9%
	完全失業率	2.4%	2.9%	2.7%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	88.4	81.2	87.0	85.7	▲7.3%	▲8.1%	7.1%	▲1.5%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	18,672	16,302	13,626	11,957	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲1,233	238	▲4,074	▲4,729	***	***	***	***
	貿易収支	484	3,902	372	▲784	***	***	***	***
	輸出	74,748	68,351	84,163	86,170	▲6.9%	▲8.6%	23.1%	2.4%
	輸入	74,264	64,449	83,791	86,954	▲6.8%	▲13.2%	30.0%	3.8%
	通関収支戻（10億円）	▲1,281	1,297	▲1,580	▲2,102	***	***	***	***
通関輸出	75,879	69,487	84,371	86,453	▲6.0%	▲8.4%	21.4%	2.5%	
通関輸入	77,160	68,190	85,951	88,556	▲6.3%	▲11.6%	26.0%	3.0%	

為替	国債10年物利回り	-0.10%	0.04%	0.04%	0.03%	***	***	***	***
	M2	1,033,486	1,117,443	1,175,469	1,224,119	2.5%	8.1%	5.2%	4.1%
	日経平均株価	21,915	24,462	29,459	32,035	▲0.3%	11.6%	20.4%	8.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	54.7	42.4	75.5	82.5	▲13.1%	▲22.4%	77.9%	9.4%
	円/ドル レート	108.8	106.0	112.0	115.5	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.111	1.167	1.171	1.138	***	***	***	***
円/ユーロ レート	120.9	123.7	131.1	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

#### デルタ株拡大や供給制約により21年7-9月期は成長鈍化

21年7-9月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、4-6月期(同+6.7%)から成長が鈍化した。特に、上半期の成長を牽引した個人消費が、デルタ株の拡大や供給制約などにより同+1.6%と、同+12%の成長だった前期から大きく低下した。加えて、深刻な供給制約が設備投資(同+1.8%)や住宅投資(同▲7.7%)を押し下げた。

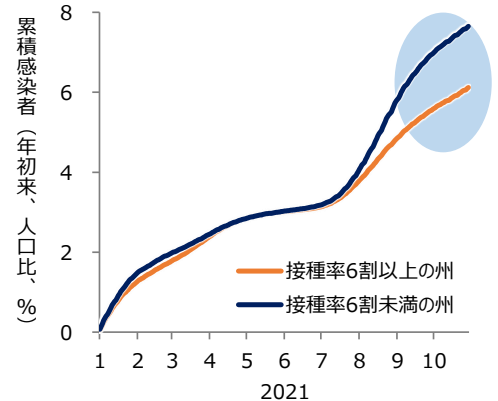
新型コロナの感染状況は今後も米国経済を左右する。デルタ株の感染は、ワクチン接種率の低い州で拡大率が高い(図表3-1)。企業による接種義務化など取り組みが進められているが反対意見も根強く、ワクチン接種が完了した人の割合は、人口比6割弱で頭打ちとなっており、連邦政府による民間企業の原則接種義務化も、複数の州で訴訟や差し止めが行われた状態にある。防疫措置は緩和傾向にあるが、ワクチン接種が進まず感染が高水準で推移すれば、自主的な行動抑制や労働市場への復職阻害要因となる。

#### 雇用は復職阻害により回復鈍化の一方、労働需要は力強い

学校再開や失業給付上乘せの失効によって回復加速が期待された雇用は、デルタ株の影響で8、9月に回復が鈍化した。特に、7月までの雇用回復を支えた娯楽・宿泊業において、感染懸念や子供の世話の必要から復職が進まなかった(図表3-2)。感染が鈍化したこともあり10月に入って回復が再加速する兆しがみられるが、労働参加率は61.6%とコロナ前(20年2月)の63.3%を大きく下回った状態が続いている。

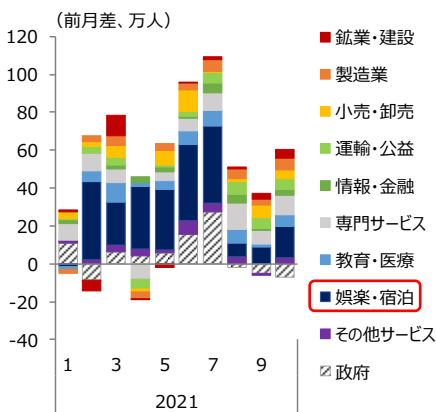
一方で、労働需要は強い。10月時点の雇用者数をコロナ前と比較すると、非農業部門全体では約420万人(コロナ前の3%)、娯楽・宿泊業では約140万人(同8%)の雇用が戻っていないが、求人数は全ての産業で雇用減少数を上回っており(図表3-3)、労働需要はあるものの、採用が追いついていない状況だ。FRB地区連銀経済報告書によると、企業は賃金引き上げやボーナス支給、柔軟な働き方の提供、従業員教育の強化などさまざまな施策を講じて、労働力確保に奔走しており、特に低スキル職などで賃金上昇が顕著になっている(図表3-4)。先行きは、感染状況の改善・経済活動正常化が進むにつれ、労働参加率も段階的に回復していくものの、スキルのミスマッチや高齢層の早期退出などから、人手不足感は当面続くと見込む。

図表 3-1 接種率と感染者数



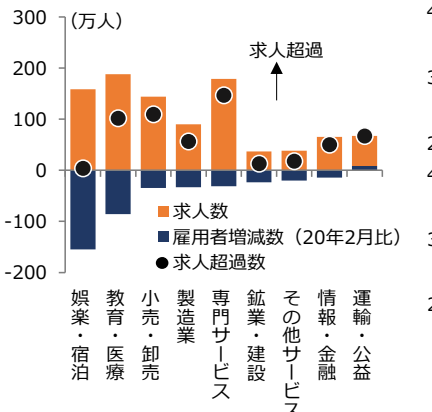
注:9月末時点の接種率。直近は11月9日。  
出所:米国国勢調査局、Our World in Data、CDCより三菱総合研究所作成

図表 3-2 産業別雇用者数



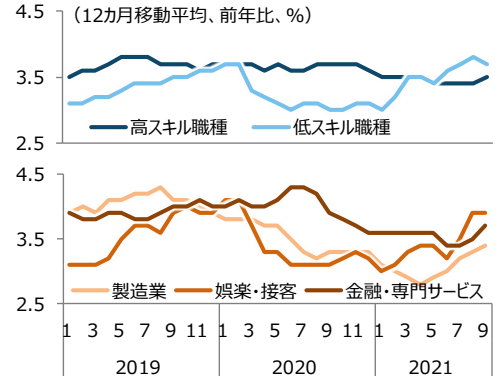
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 求人超過数(21年9月)



注:求人超過数=求人数-雇用者増減数。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-4 属性別賃金上昇率



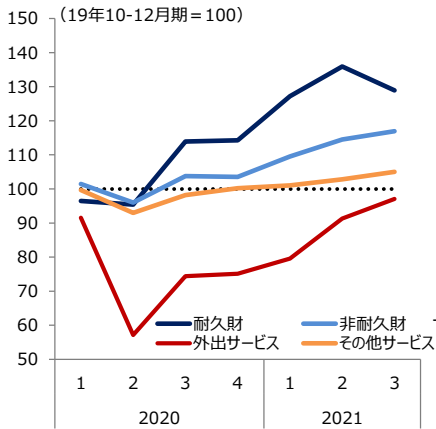
注:長期的に追跡した同一雇用者の賃金。  
高低スキル職種はアトランタ連銀による分類。  
出所:アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

#### デルタ株拡大や物価上昇により消費マインドは慎重化

21年前半の経済回復を牽引した個人消費は、7-9月期に伸びが鈍化した。背景には、①政府からの現金給付などによる政策効果の一服、②デルタ株拡大による消費者マインドの悪化および外出サービス業の回復鈍化、③供給制約による一部耐久財の消費減少があげられる(図表3-5)。特に、経済活動の再開に伴いペントアップ消費が期待された外出サービスが、デルタ株の拡大により伸び悩んだ。航空旅客数や飲食店予約件数は、感染が拡大した7月頃から回復が頭打ちとなり、いまだ19年水準を下回った状態にある(図表3-6)。

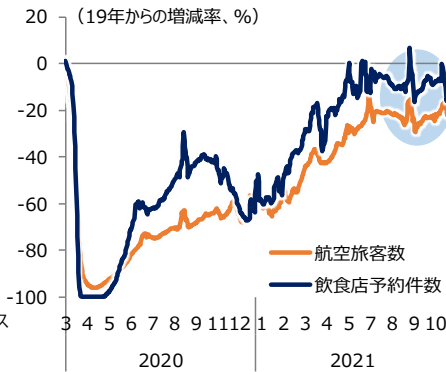
先行きは感染状況に加え、供給制約や物価動向にも左右される。冬にかけて感染再拡大が懸念されるうえ、足もとの物価上昇を受けて消費者マインドは慎重になっている(図表3-7)。実質賃金の低下による需要縮小や、エネルギー価格高騰による家計圧迫、年末商戦における商品不足など、供給制約や物価上昇が消費に与える影響は大きい。10-12月期の消費は、上記要因により伸びは抑制され、22年入り後に、経済活動の正常化や過剰貯蓄(21年9月時点で2.6兆ドル、消費支出の約18%)を背景にペントアップ消費が徐々に本格化してくると見込む。

図表 3-5 家計の名目支出



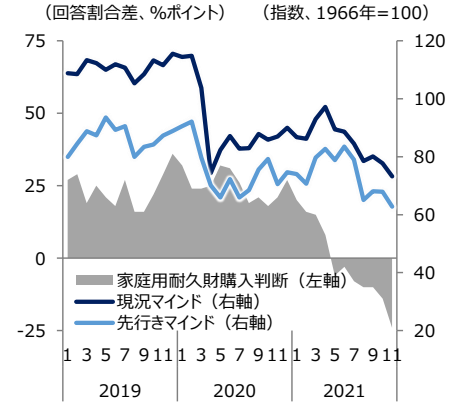
注:外出サービスは輸送・娯楽・外食宿泊。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-6 外出サービス業の回復状況(日次データ)



注:後方7日間移動平均。航空は19年同日比、飲食は19年同週同曜日比。直近は11月7日。  
出所:米国運輸保安局、OpenTableより三菱総合研究所作成

図表 3-7 消費者マインド



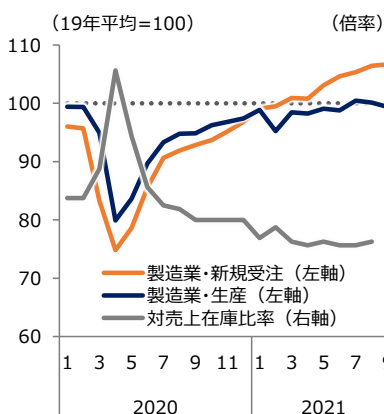
注:購入判断は、「価格が安く購入時期が良い」から「価格が高く購入時期が悪い」を減じた値。  
出所:ミシガン大学より三菱総合研究所作成

### 企業活動は旺盛な需要と供給制約の板挟み状態、投入コスト増が一部企業の重しに

経済活動再開に伴い需要が回復する一方で、供給面の制約が企業の生産活動を妨げている。製造業では、新規受注がコロナ前水準を上回るペースで拡大しているものの、生産が追いついておらず、結果として企業の対売上在庫比率が低い水準にある(図表3-8)。東南アジアでの感染拡大による生産活動の停止や、北米航路における荷動き量の急増(図表3-9)による海運・港湾の混乱など、サプライチェーン上の制約による原材料・商品の不足が背景にある。さらに、人手不足から生産ライン縮小や営業時間短縮を迫られている企業も多い。

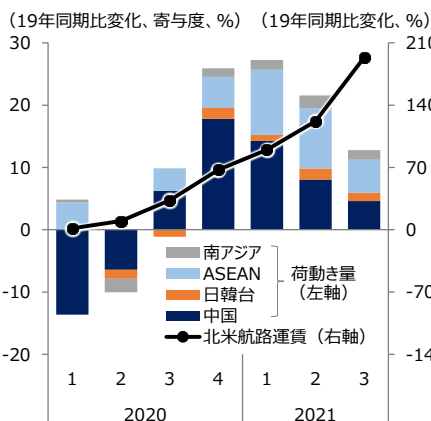
また、供給制約によって、エネルギー・原材料価格や人件費など投入コストが増加している。これまでのところは堅調な需要を背景に、多くの企業が消費者物価へ転嫁できていることから、米国主要企業の多くは21年7-9月期決算でも原価・販管費率(=(原価+販管費)÷売上高)は大きく上昇していないが(図表3-10)、過度な価格転嫁は需要縮小にもつながりかねない。加えて、価格交渉力・決定力の弱い一部の企業にとっては、すでにコスト増が重しになっている可能性がある。全米独立企業連盟(NFIB)が中小企業を対象に実施している調査では、「現在直面している最も重大な問題」として、「物価上昇」と「人件費」と答えた割合が、8月時点でそれぞれ12.9%、9.6%となり、21年1月時点(2.9%、7.4%)からともに上昇している。

図表 3-8 受注・生産・在庫



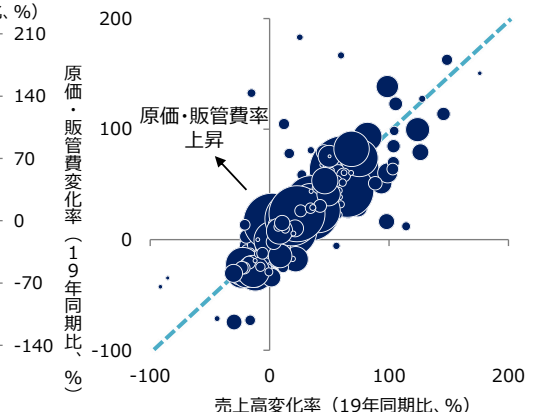
注:対売上在庫比率は製造業・小売・卸売業における在庫を売上高で除した値。  
出所:FRB、米国国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-9 北米航路の荷動き量・運賃



注:アジアから北米への海運荷動き・運賃。  
出所:日本海事センターより三菱総合研究所作成

図表 3-10 米国主要企業の売上高、原価・販管費変化率



注:S&P500構成企業のうち11月9日時点でデータがない企業と、売上が300倍となったモデルナ社を除く378社。バブルサイズは21年7-9月期売上高。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

官民連携での物流・生産体制の拡充、東南アジアの生産活動再開、財消費からサービス消費への回帰などを踏まえると、供給制約は22年にかけて徐々に解消していくと見込むものの、人手不足や半導体など一部財における供給制約は長期化する可能性が高い。

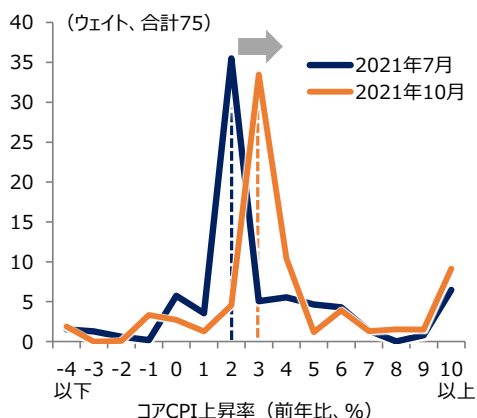
### 消費者物価への転嫁が広範化する兆し、家計の期待インフレ率は短期で上昇傾向

10月の消費者物価指数(CPI)は、前年比+6.2%と引き続き上昇した。原油などエネルギーが同+30.0%と大幅に上昇したのに加え、コアCPI(除くエネルギー・食品)も同+4.6%と上昇を続けている。

また、物価上昇は長期化・広範化しつつある。中古車や航空運賃などの一部品目の価格急騰が一服した一方で、投入コストの上昇を消費者物価に転嫁する動きが進んでいることや、金融緩和で住宅価格が高騰していることなどから、広範な品目で2%以上の物価上昇が起きており、最頻値は3%へ上方シフトしている(図表3-11)。供給制約や人手不足は想定よりも長期化しており、消費者物価へ転嫁する動きは当面続く見込む。

懸念すべきは期待インフレ率の上昇だ。家計の短期(1年先)の期待インフレ率は10月に4.8%と、市場やFRBの見通しと比べ高止まりしているうえ、6月時点からさらに上昇している(図表3-12)。他方、5年先の期待インフレ率は2.8%と比較的安定しているが、19年平均を上回った状態だ。今後、家計の中長期の期待インフレ率も上昇すれば、自己実現的な物価上昇にもつながる可能性がある。

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入手できる最小単位の品目で集計。小数点以下四捨五入。点線は最頻値。  
出所: 米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 主体別の期待インフレ率

	家計			市場			FRB中央値	
	19年平均	6月	10月	19年平均	6月	10月	6月	9月
直近(21年末)	-	-	-	-	-	-	3.4%	4.2%
1年先(22年末)	2.6%	4.2%	4.8%	1.4%	3.2%	3.2%	2.1%	2.2%
5年先	2.4%	2.8%	2.8%	1.6%	2.5%	2.9%	-	-
10年先(長期)	-	-	-	1.7%	2.3%	2.6%	2.0%	2.0%

注: 表側の括弧はFRB見通しにおけるインフレ予想時点。FRBはFOMC参加者の見通し中央値。市場の期待インフレ率はブレイクイーブンインフレ率。  
出所: ミシガン大学、Bloomberg、FRBより三菱総合研究所作成

### 21年11月からテーパリング開始、最初の利上げは22年後半と見込む

11月のFOMCで資産購入ペースの縮小(テーパリング)の開始が決定された。現在、国債・MBSを月に最低1,200億ドル購入しているところを、11月から毎月150億ドルずつ段階的に減額し、順当に進めば22年6月に購入額をゼロにすることを予定している(図表3-13)。

一方、利上げ時期については意見が割れている。9月時点のFOMC参加者の見通しでは、22年中の利上げを見込んだのはちょうど半数となった。パウエル議長は11月FOMC後の記者会見で供給制約の見通しが不透明であることを認めつつも、「一時的とみられる要因による物価上昇」「今は利上げの時期ではない」と、早期利上げ観測に再度くぎを刺したが、9月のCPI発表後、市場はインフレ長期化を予想、1回目の利上げ見通しを22年末から9月に前倒しし、現在では22年中に2回の利上げを織り込んでいる(図表3-14)。

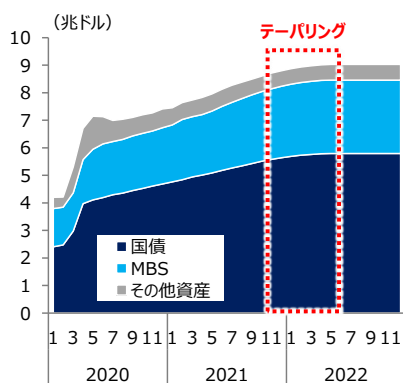
しかし、供給制約や人手不足による投入コスト増加が物価上昇の主因の場合、利上げは直接的な解決とならず、むしろ借り入れコスト増大によって景気を冷やしかねない。景気の減速・労働市場の回復遅れが目立つなか、利上げに踏み切る可能性は低い。標準シナリオでは、今後供給制約の解消に伴い物価上昇は徐々に緩和、経済・労働市場の回復が進んだ22年後半に1回目の利上げが行われると見込む。ただし、想定以上の利上げ前倒しによる金融市場の動揺や、インフレ対応を軽視して必要以上の先延ばしすることによる資産価格のバブル化がリスクとなる。特に、以下の場合、FRBは利上げ前倒し判断を迫られよう。

第一に、期待インフレ率が急上昇し、自己実現的なインフレにつながる場合だ。FRBは家計や市場、専門家などの短期および中長期的な期待インフレ率21指標を総合した指標「共通期待インフレ率(CIE)」を注視している(図表3-15)。上昇傾向ではあるが、長期で見ると低い水準にあり、FRBとしてはコロナ前の低位な期待インフレ率を脱却したい狙いがあるだろう。しかし、今後消費者物価の上昇に引っ張られて家計の中長期的な期待インフレ率まで上昇し、CIEがさらに上昇すれば利上げに動く可能性がある。

第二に、足もと急上昇している住宅価格など資産バブルへの懸念が強まった場合だ。金融緩和にリモート需要なども重なり住宅価格は高騰、S&Pケースシラー総合指数は7月に前年比+19.7%と過去最高の伸びを記録しており、中間層が住宅に手を出せないという声も聞かれ、FRBが対応を迫られることが考えられる。

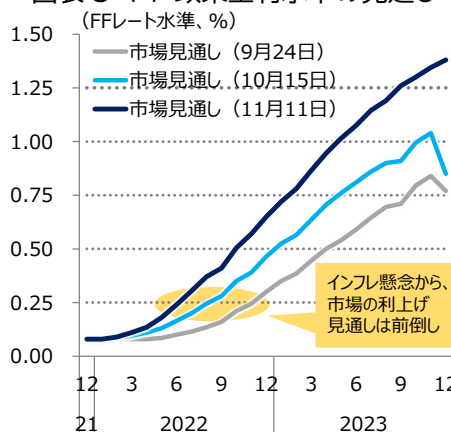
また、いずれの場合も市場との対話が重要だ。これまでのところ、FRBは市場との対話に成功しており、テーパリング決定時にも大きな動揺はみられなかったが、利上げは米株式市場や新興国市場にも大きな影響を与えるだけに、FRBには物価や利上げ時期の見通しに関して、今後も丁寧な説明を行うことが求められる。

図表 3-13 FRB の資産規模



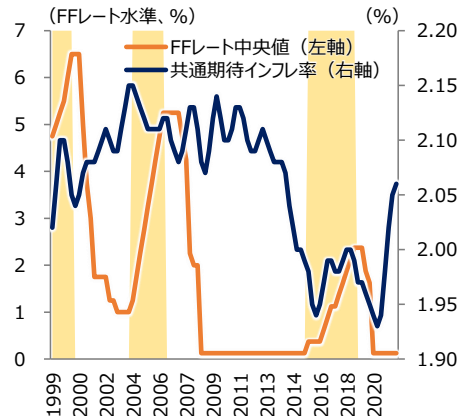
注:21年11月以降は毎月最低額を購入した場合の推移。時価変動は無視し、その他資産は21年10月水準で推移すると仮定。  
出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-14 政策金利水準の見通し



注:市場見通しはFF金利先物価格より計算。  
出所:FRB、Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 3-15 共通期待インフレ率



注:CIEは21の期待インフレ率を総合してFRBが算出。網掛け期間は利上げ局面。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

## バイデン政権は内憂外患で支持率が大きく低下

バイデン政権の政策運営は内外ともに苦境に立たされている。国内政策では、議会の三極化(共和党・民主党中道派・民主党左派)が課題だ。8月には与野党の対立から債務上限が復活、10月に政府資金が枯渇する寸前で、債務上限の2カ月延長で合意、12月にかけて再び駆け引きが行われることとなった。加えて、中長期の成長戦略案の成立も難航している。11月に入り5年間で1兆ドルのインフラ投資計画が成立したものの、本命である環境・社会保障歳出案は、与党内の対立から成立が遅れており、最終的には当初の案から予算規模が半減、法人税や個人所得税の増税も見送られる公算だ。歳出案は無党派層からの支持も高く、成立の遅れや規模の縮小は政権に痛手となろう。

対外政策でも、アフガニスタン撤退時の混乱やAUKUS(豪英米軍事同盟)の締結を内密に進めたことで、欧州からの不興を買った。その後、G20で和解したが、対中政策で同盟国連携を目指す難しさが露呈した。

これらを受けてバイデン政権の支持率も低下、アフガン撤退や感染急拡大があった8月中旬には不支持が支持を初めて上回った(支持率:8月1日:51%→11月11日:42%)。今後目立った成果がみられなければ、22年に行われる議会中間選挙で共和党の過半数獲得を許し、政権運営がさらに難航することになりかねない。

## 21年成長率は下方修正、供給制約の緩和やペントアップ需要顕在化は22年に

21年の米国経済は、7-9月期にデルタ株拡大や深刻な供給制約によって景気が下押しされた。これにより、21年の実質GDP成長率は+5.5%と、前回8月の同+6.5%から下方修正する。一方で、22年の成長率は、徐々に供給制約の緩和、ペントアップ需要の顕在化が進むことから、同+4.2%と、前回から上方修正した(図表3-16)。

先行きには引き続きリスクも多い。具体的には、①新たな変異株による経済活動正常化の遅れ、②供給制約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市場の混乱、④議会对立による成長戦略のさらなる遅れ、⑤中国経済減速による影響波及、があげられる。

図表 3-16 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	5.5	4.2
個人消費	2.2	▲3.8	7.9	4.2
設備投資	4.3	▲5.3	7.9	6.3
住宅投資	▲0.9	6.8	9.2	2.0
在庫投資寄与度	0.1	▲0.6	▲0.1	0.8
政府支出	2.2	2.5	0.7	2.1
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.2	▲1.7	▲0.3
輸出等	▲0.1	▲13.6	4.6	8.7
輸入等<控除>	1.1	▲8.9	13.4	7.1
FFレート誘導水準(年末)	1.5-1.75	0.0-0.25	0.0-0.25	0.25-0.50
失業率	3.7	8.1	5.4	4.0

出所:三菱総合研究所

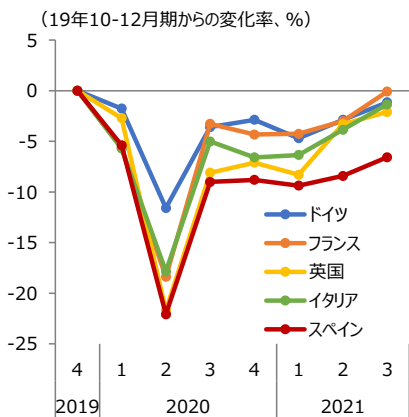
## 4. 欧州経済

### 2四半期連続のプラス成長、経済活動の再開が進む

21年7-9月期の欧州主要5カ国(ドイツ、フランス、英国、イタリア、スペイン)の実質GDP成長率は、季調済前期比+2.1%と2四半期連続のプラス成長となった(図表4-1)。回復の背景には、経済活動の再開がある。欧州では、デジタルCOVID証明書(概要は、総論P.5、図表1-5参照)を活用し、活動制限を緩和する動きが進んでいる。国内の飲食店利用時に証明書の提示を求めているドイツでは、外出制限で抑制されていた宿泊・飲食や航空旅客数が回復傾向にある(図表4-2)。英国など一部の国では感染者数が増加傾向にあるが、欧州全体としては感染対策と経済活動を両立する動きが広がっている。

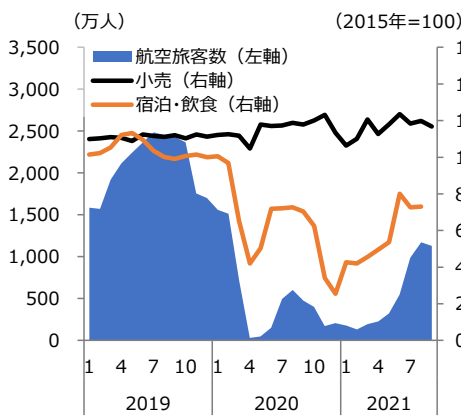
ただし、2四半期連続のプラス成長も、欧州主要5カ国のGDPの水準はコロナ危機前(19年10-12月期)を▲2%程度下回っている。コロナ危機前の水準をすでに回復した米中に比べ、欧州経済の回復は遅れている。

図表4-1 実質GDP



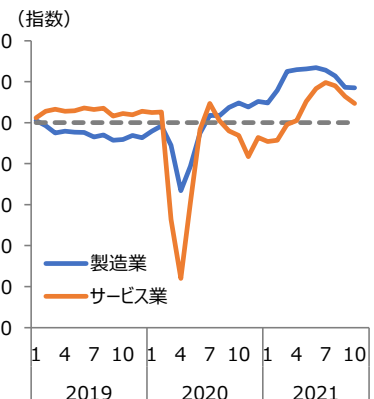
出所: Eurostat, ONSより三菱総合研究所作成

図表4-2 小売・外出関連指標(ドイツ)



注: 小売、宿泊・飲食は季節調整値。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表4-3 企業マインド(ユーロ圏)



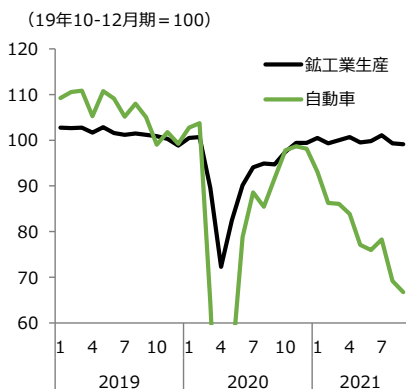
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

### 供給制約やエネルギー価格の上昇が企業活動の重し

ユーロ圏の企業マインドは、経済活動再開を背景に製造業・サービス業ともに50を上回るも、8月以降低下に転じている(図表4-3)。背景には、①半導体などの供給制約、②天然ガスなどの原材料価格の上昇による企業のコスト負担増加がある。製造業では、半導体不足から自動車生産が落ち込んでいる(図表4-4)。また、天然ガス価格の急騰や原材料価格上昇による中間財価格の上昇から、生産者物価は前年比で10%を超える上昇となっている(図表4-5)。サービス業は、経済活動再開が追い風となっているが、エネルギー価格の上昇が企業マインド慎重化の要因になっているとみられる。

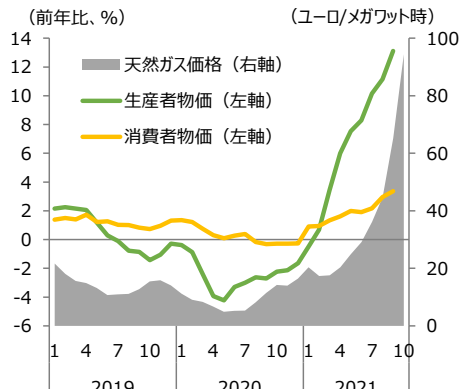
先行きの生産・企業活動は、緩やかな回復が続くとみる。短期的には供給制約が生産活動の重しとなるが、企業の受注残高が高い水準にあることから、供給制約が解消されれば生産活動は持ち直さだろう(図表4-6)。

図表4-4 生産(ユーロ圏)



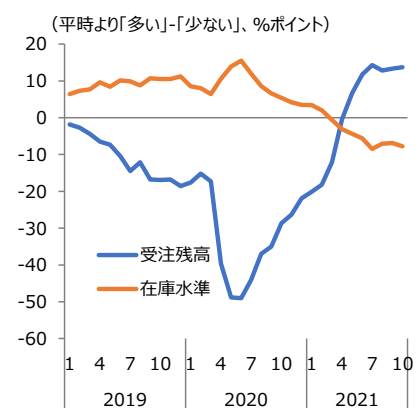
注: 季節調整値。  
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-5 物価・天然ガス価格



注: 天然ガス価格は、オランダTTF(1カ月先物)の月次平均。  
出所: Eurostat, Bloombergより三菱総合研究所作成

図表4-6 企業の受注残高と在庫水準(ユーロ圏)



出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

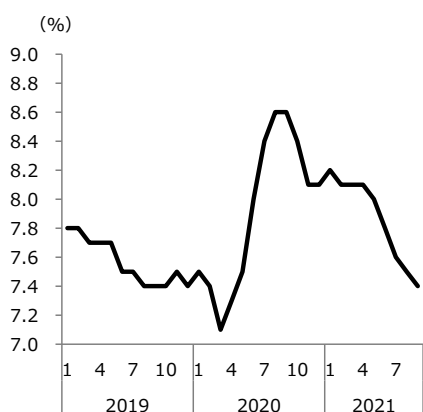
## エネルギー価格上昇による家計負担増が消費を下押し

経済活動の再開や企業の人手不足感の高まりを背景に、雇用環境は改善している。21年9月の失業率(ユーロ圏)は7.4%とコロナ前と同程度まで改善した(図表4-7)。行動制限の緩和や雇用環境の回復もあり、消費も回復している。消費者マインドの改善が続いており(図表4-8)、外出関連のサービス消費も持ち直しつつある。

先行きの雇用環境は、経済活動の回復による企業の人手不足感の高まりを背景に、改善が続くとみる。消費も、経済活動の正常化が一層進むことで、緩やかに回復していくとみる。ユーロ圏の過剰貯蓄は19年の消費支出の10%程度が積み上がっており(図表4-9)、その一部が今後消費として顕現化してくるだろう。

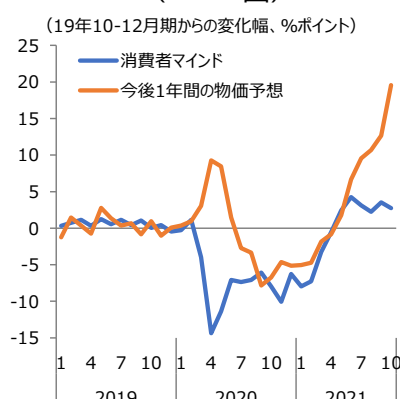
ただし、エネルギー価格の上昇を中心とした物価上昇が消費に与える影響には注意が必要だ(前掲、図表4-5)。天然ガス価格の急騰によりエネルギー価格が上昇、特にスペインやイタリアではエネルギー物価が前年比で20%を超える上昇となっている。物価上昇を予想する消費者も増加している(図表4-8)。今冬は厳冬の可能性もあり、エネルギー需要が高まる冬にかけ、家計負担が増加すれば消費回復に水を差す可能性がある。

図表4-7 失業率(ユーロ圏)



出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

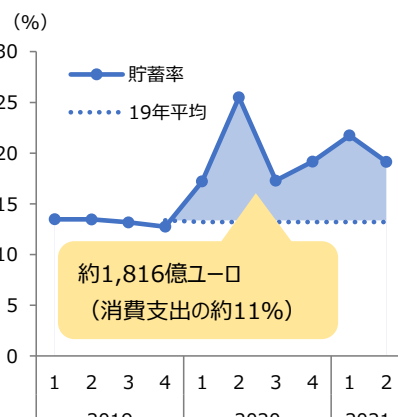
図表4-8 消費者マインド・物価予想 (ユーロ圏)



注: 今後1年間の物価予想は、大幅に上昇=2、緩やかに上昇=1、わずかに上昇=0、不変=-1、下落=-2、からなるDI。

出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-9 過剰貯蓄(ユーロ圏)



注: 過剰貯蓄は、19年平均の貯蓄率を上回る部分を過剰貯蓄と定義し試算。

出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

## 天然ガス価格高騰も、環境政策推進の方向性は変わらず

今回の天然ガス価格の高騰の一因には、スペインなどでの再生可能エネルギーの発電量が少なかったことがある。一部では、天然ガス価格の高騰が再生可能エネルギーへの移行過程で生じたことから、拙速なグリーンへの移行に対する批判が出ている。

ただし、欧州委員会は再生可能エネルギーを中心に、環境政策の推進を続ける方針だ。欧州委員会はエネルギー価格の高騰を受け、短期的な政策として低所得者世帯に対する補助、中長期の対策として、再生可能エネルギーへの投資強化や電力貯蔵能力の開発などの方針を発表した。今回のエネルギー価格上昇を契機に、環境政策の大幅な見直しはないと見込まれる。

## ドイツ連立政権交渉は信号連立が有力、環境政策は加速、対中姿勢は厳格化へ

16年間在任したメルケル首相の後任を決める、ドイツ総選挙(9月26日実施)は、中道左派・ドイツ社会民主党(SPD)が第1党を獲得、メルケル首相が所属する中道右派・ドイツキリスト教民主同盟(CDU/CSU)は、第2党に転落した。過半数を獲得した政党はなく、緑の党、自由民主党(FDP)を含めた連立交渉が注目を集めている。

現時点で有力視されている連立政権の枠組みは、SPDを中心とする「信号連立(SPD・緑の党・FDP)」だ。3党は連立政権樹立に向け、正式な連立協議入りに合意、12月の政権発足を目指している。合意発表と同時に公表された政策文書では、連立政権樹立に向け各党への配慮が色濃く出ているが、環境政策と外交政策(特に対中政策)が注目だ(図表4-10)。

環境政策では、ドイツ国内の石炭火力発電の廃止時期を2038年から2030年に前倒しする方針を示したほか、再生可能エネルギーの導入加速や電気自動車の普及促進などが盛り込まれた。環境政策を重視する緑の党の政策が反映されており、メルケル政権に比べグリーンへの移行ペースが加速するとみられる。外交政策



は、ルールに基づく国際秩序の重視や、民主主義の価値観を共有する国との協力など、メルケル政権の路線からの変更はない。一方、対中政策は厳格化が予想される。緑の党とFDPは中国の人権問題を重視しており、さらにFDPは台湾問題に関して日米豪との連携の必要性にも言及しており、対中政策は厳しくなるだろう。

### 独仏政治が内向きになればEUの政策決定に影響

連立政権交渉が長期化する可能性に留意する必要がある。17年選挙では、FDPが連立協議で離脱した影響などから、連立政権発足までに約半年かかった。現時点では、信号連立が有力だが、政策調整が難航する可能性は残っている。

また、22年4月にはフランス大統領選挙が控えている。現時点では、現職のマクロン大統領が支持率でリードしているが、移民排斥などを訴える極右のルペン氏やゼムール氏が支持を集めており、今後の動向には注視が必要だ。

EUでは、23年以降の財政ルールや国境炭素税などの気候変動対策パッケージ(Fit for 55)、防衛・安全保障政策(欧州軍の創設や半導体分野の強化など)などの重要政策の検討が行われている。重要政策が議論されているなか、EUの中心である独仏が内向き姿勢になれば、EUの政策決定に影響を与えるだろう。

図表4-10 信号連立の主な政策内容

財政・税制	<ul style="list-style-type: none"> <li>債務ブレーキルール（財政赤字はGDP比0.35%以内）を堅持</li> <li>新たな税を導入しない、所得税や法人税などは増税しない</li> </ul>	
経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年代は将来のための投資の10年と位置づけ</li> <li>債務ブレーキ内で成長投資（環境、デジタル、教育など）を実施</li> <li>イノベーションやスタートアップの強化、研究開発投資の増加</li> </ul>	
社会保障	<ul style="list-style-type: none"> <li>最低賃金を12ユーロ/時に引上げ</li> <li>最低年金水準を維持。年金額のカットや法定定年の引き上げは実施しない</li> </ul>	
環境	再エネ	<ul style="list-style-type: none"> <li>再生可能エネルギーの導入加速</li> <li>新規ビル建設時、屋根に太陽光パネルの設置をルール化</li> <li>国土の2%を陸上風力発電のエリアに、洋上風力発電の能力も拡大</li> </ul>
	CNへの移行	<ul style="list-style-type: none"> <li>石炭火力発電の廃止を2038年から2030年に前倒し</li> <li>移行過程では、ガス火力発電と再エネの組合せで電力価格を安定化</li> </ul>
	自動車	<ul style="list-style-type: none"> <li>ドイツをEV（電気自動車）のリーディングマーケットとする</li> <li>2035年までに新車登録はCN車両に限定するEUの方針に賛成</li> <li>e-fuel（環境対応燃料）に対応している自動車のみ再登録を認める</li> <li>高速道路の速度制限は導入しない</li> </ul>
外交	EU	<ul style="list-style-type: none"> <li>EUを重視</li> <li>EUの気候変動対策パッケージ（Fit for 55）の提案をサポート</li> <li>EUの財政ルールは、財政の持続性と成長、環境投資を重視</li> </ul>
	その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>ルールに基づく国際秩序を重視</li> <li>多国間協調を重視し、民主主義の価値観を共有する国と協力</li> <li>権威主義国・独裁国家は体制上の競争相手</li> </ul>

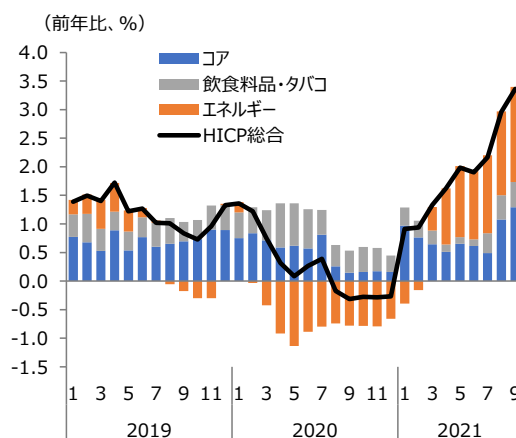
出所：SPD公表資料より三菱総合研究所作成

### 物価急上昇も、金融政策の緩和姿勢は変わらず

欧州中央銀行(ECB)は、9月9日開催の理事会で金融政策の現状維持とともに、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の買入ペースの引き下げを決定した。ECBは、目標を上回る消費者物価の上昇率は一時的要因(供給制約、前年の反動(ドイツのVAT減税、エネルギー価格の下落))によるものとみており、PEPPの買入ペースの引き下げは、テーパリングではなく、微調整と位置付けている(図表4-11)。

12月の会合で、期限が22年3月末までとなっているPEPPの延長やPEPP後の政策などが議論される予定だが、ECBは9月時点の予測では、ECBが重視する消費者物価の指標であるHICPは22年は+1.7%、23年は+1.5%にとどまっており、23年にかけては現状の金融政策が維持されるだろう。

図表4-11 HICP(ユーロ圏、寄与度)



注：コアはエネルギー、飲食物品・タバコを除く。

出所：Eurostatより三菱総合研究所作成

### 22年にかけて、欧州主要5カ国経済は回復継続

21年の欧州主要5カ国経済は、供給制約やエネルギー価格の上昇が企業活動・消費の回復の重しとなるが、経済活動の再開を背景に回復基調を維持するだろう。22年は供給制約が段階的に解消されれば、経済活動の回復傾向が強まるとみる。21年の実質GDP成長率は前年比+5.2%、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年前半となる見込みだ。

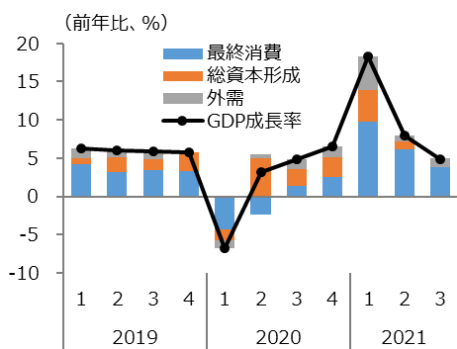
先行きの下振れリスクは、供給制約とエネルギー価格上昇の長期化だ。企業の生産活動や雇用環境、消費環境に影響を与え、回復ペースが鈍化する可能性がある。

不動産投資の減速、電力不足などの供給制約から経済成長の勢いは鈍化

中国経済の成長が減速傾向にある。21年7-9月期の中国の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、19年の四半期ごとの実質GDP成長率の平均同+6%を下回る水準に鈍化した(図表5-1)。コロナ危機後の経済成長を牽引してきた総資本形成の寄与度が、▲0.03%ポイントと20年1-3月期以来のマイナス寄与となった。

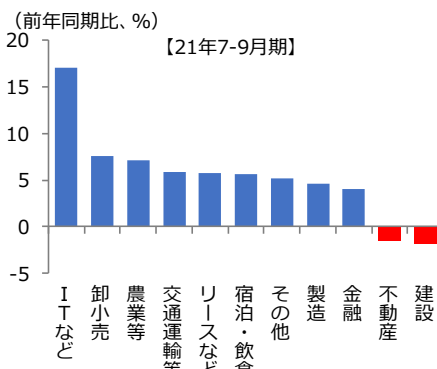
業種別GDPでは、不動産、建設が前年比マイナス成長に低迷(図表5-2)、電力消費量の伸び率などが反映される李克強指数も低下している(図表5-3)。不動産セクターへの融資規制強化による不動産投資の減速、電力不足などの供給制約が、中国経済の成長鈍化をもたらしている。

図表 5-1 実質 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-2 業種別 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-3 李克強指数



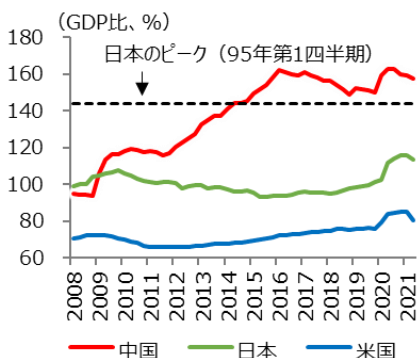
注:電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行融資残高の3指標から算出。直近は21年9月。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

不動産企業の過剰債務削減は経済成長の下押し要因

政府が推進している過剰債務削減の取り組みが、経済成長の下押し要因となっている。中国当局はかねてから高水準の非金融法人債務に懸念を有しており(図表5-4)、特に中国の総融資の30%近くに及ぶ不動産企業の過剰債務体質を問題視してきた(図表5-5)。そのため、不動産企業に対しては、負債規模に応じ資金調達基準を厳格化する「3本のレッドライン(三道紅線)」と呼ばれる規制を、20年夏に導入していた。さらに、21年8月の中央財經委員会において、格差是正を目指す「共同富裕」に加えて、「重大金融リスクの防止・解消」に重点的に取り組む方針が示されている。恒大集団の信用不安は、こうした政府の取り組み強化が背景の一つにある。

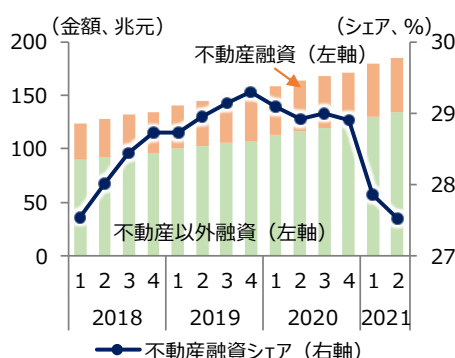
中国の不動産投資は、名目GDPを上回るペースで成長してきた。08年比、名目GDPの3倍強の増加に対して、不動産投資は5倍弱の増加となっており(図表5-6)、中国経済成長の原動力となってきた。20年夏の規制導入以降に進み始めた不動産業界の過剰債務削減は(図表5-5)、金融リスクの抑制、さらには長期的な経済の持続性強化につながるが、半面、企業および家計の不動産投資の慎重化をもたらす。過剰債務が解消されるまでの間、不動産投資の経済成長への寄与度低下を想定しておく必要がある。

図表 5-4 非金融法人債務(日米中)



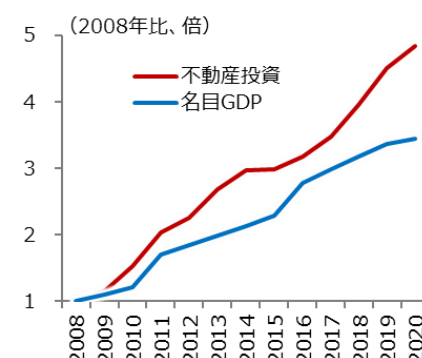
注:直近は21年6月。  
出所:IIFより三菱総合研究所作成

図表 5-5 中国の融資の内訳



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-6 中国の不動産投資



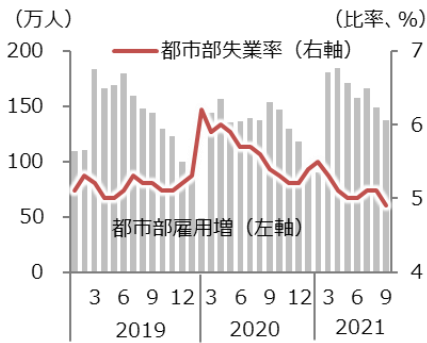
出所:Windより三菱総合研究所作成

## 都市部の雇用・所得環境の改善が消費を下支え

不動産市場の調整が想定される一方、都市部の雇用・所得環境の改善が消費を下支えすると見込まれる。21年に入り毎月150万人超のペースで労働者数が増加、9月の失業率は4.9%とコロナ前を下回る水準にまで回復している(図表5-7)。コロナ危機を受けて、マイナスとなっていた可処分所得も20年10-12月期にプラスに転じ、21年に入ってから前年比+10%近辺での増加が続いている。(図表5-8)。

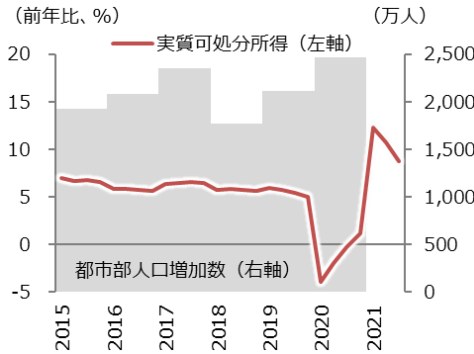
中国政府は従来から都市化率(都市部に住む人口の割合)の目標を掲げ、現状は25年に65%にする計画を進めており、毎年2,000万人程度の都市部への人口流入が想定される(図表5-8)。中国の都市化率は60%と日米の都市化率80%に比して低水準にあり、都市部への人口流入の余地はまだまだ残っている(図表5-9)。習政権が「共同富裕」を通じた低所得者の所得向上を目指していることも考慮すると、都市部の労働者増加に伴う消費拡大は長期的にも経済成長を下支えしよう。

図表 5-7 労働者数と失業率



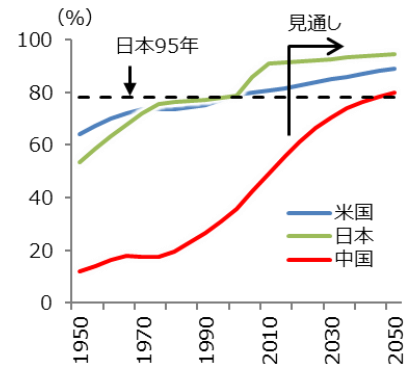
注:都市部雇用増は、月次の雇用者の増加数から失業者の増加数を差し引いて算出。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 都市部人口・実質可処分所得



注:実質可処分所得は四半期ごとで直近は21年7-9月期。都市部人口増加数は年毎で直近は20年。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 日米中の都市化率



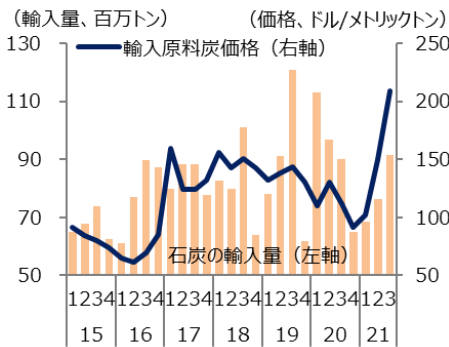
出所:国連より三菱総合研究所作成

## 脱炭素の取り組みも、生産・消費への悪影響が先行

政府が推進している脱炭素の取り組みによる生産や消費への悪影響が先行して顕在化している。価格上昇による前年比での輸入抑制(図表5-10)、豪雨による国内炭鉱閉鎖から石炭が不足していたことに加え、政府の省エネ目標を達成するために、いくつかの省が石炭火力発電所の操業停止や電力制限を加えたことが電力不足の要因となっている。

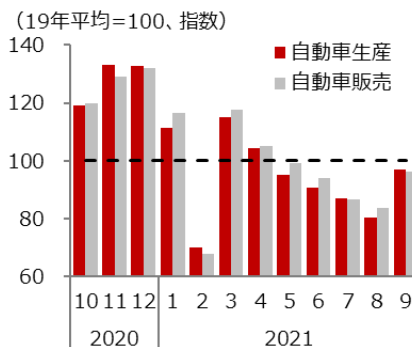
電力不足は、半導体不足と併せて自動車生産および自動車販売の停滞をもたらした。9月に入り持ち直しの兆しはあるが、自動車生産・販売ともにコロナ危機前の平均を下回る水準で低迷している(図表5-11)。さらに、石炭価格の上昇を受けて、中国国务院は事業者向け電力料金の20%までの引き上げを容認した。政府の価格統制から、消費者物価は生産者物価に比して抑制されていたが(図表5-12)、今後、電気料金上昇分の小売価格への転嫁が進むことが懸念される。

図表 5-10 石炭輸入量・価格



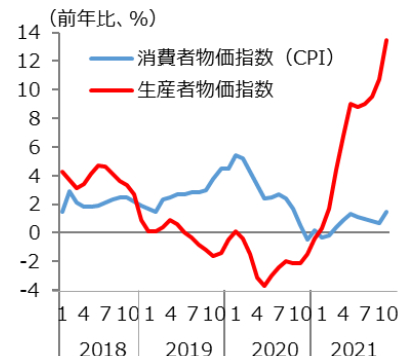
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-11 自動車生産・販売



注:直近は21年9月。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-12 物価



注:直近は21年10月。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

## 債務抑制や環境規制から成長率見通しを下方修正

以上を踏まえ、21年の実質GDP成長率は、足もとの恒大集団を巡る混乱から総資本形成のもう一段の落ち込みを見込み、前回8月見通しの前年比+8.5%から同+8.3%へ下方修正する。22年も、金融リスクの抑制や脱炭素に向けた規制強化による経済成長への下押し効果の継続を見込み、前回見通しの同+5.5%から同+5.2%へ下方修正する。

ただし、債務抑制や環境規制は、短期的には経済成長の抑制要因となるが、中長期的には成長率を高める方向に寄与するだろう。習政権は、「双循環」戦略の一環として国際的な競争力向上に取り組んでおり、例えば環境分野では、EUを上回る再生可能エネルギーの発電能力を有する(図表5-13)。習主席の長期政権を前提とした構造改革の取り組みが中国経済の基盤強化や成長力の強化につながるかに注目だ。

## 恒大集団の債務処理は、当局監視下で秩序だった対応へ

恒大集団の債務処理は、慎重かつ秩序だった対応を見込んでいる。恒大集団は巨額の債務(中国GDP2%相当となる2兆元弱の総負債、5,700億元の有利子負債)、労働市場のプレッスン(400万人ほどの直接・間接の労働者)を有している。性急な債権回収による債務削減は、存続価値のある関連会社の倒産や失業者の発生、実勢を下回る価格での所有不動産処分による不動産市況の冷え込みなどをもたらすリスクがあることは中国当局も認識している。

すでに、中国当局は不動産融資規制の弾力運営を表明し、銀行に恒大集団および他の不動産会社の事業継続に必要な運転資金の供給を促し、恒大集団は中断していたプロジェクトの再開が可能となっている。また、債権者間での債務協議を行う枠組みも検討されている。今後、当局および債権者間の監視のもと、事業を継続し、適切な価格での資産売却を行い、時間をかけて恒大集団の債務削減を進めていくであろう。

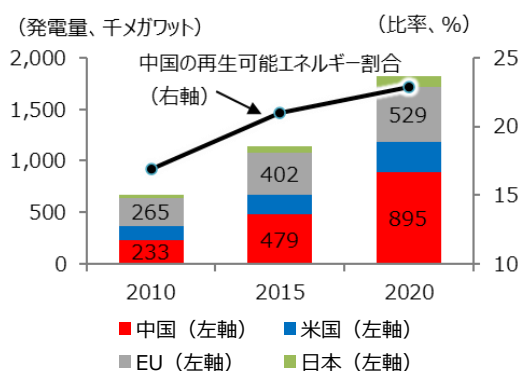
恒大集団の米ドル建て負債総額は、200億ドルにのぼり、世界規模の金融不安への発展を危惧する声もある。ただし、21年春に発生したアルケゴス・ショックとは異なり、恒大集団の経営不安は20年夏頃から市場で織り込みが進んでおり(図表5-14)、債権者も分散している。さらに、投資家が恒大集団の債券を担保に資金調達を行うといったサブプライム・ショック時のような連鎖構造もない。今のところ、30日間の猶予期限を活用しドル建て社債のクーポン支払いを実施しているが、仮に恒大集団がデフォルトになったとしても現段階では世界的な流動性危機に発展する可能性は低い。

## 中国企業のドル調達不安の高まり、不動産セクター以外への資金繰り悪化や倒産の連鎖に要警戒

ただし、コロナ危機以降に中国の非金融法人はドル建て債務を1,700億ドル程度増やしており(図表5-15)、恒大集団以外の中国企業のドル建て債務の資金調達へ悪影響を及ぼさないかには注意が必要だ。今のところ不動産業界以外の中国系企業の信用不安には至っていないが、恒大集団の債務処理の透明性欠如などにより海外投資家の中国系企業への信認低下が生じた際には、中国系企業のドル調達の支障となりかねない。

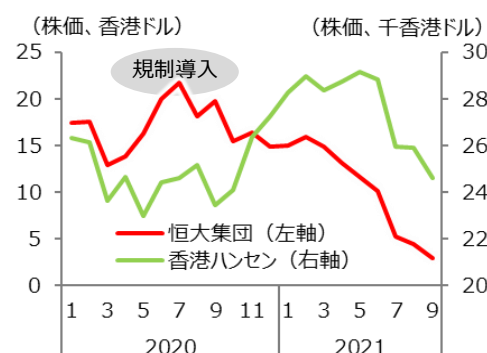
また、中国経済が中長期的に減速するなかで、高水準の債務を抱える中国企業の信用不安が顕在化するリスクは潜在的に高まっている。不動産価格の下落などをきっかけに、不動産セクター以外の健全な企業にも、資金繰り悪化や倒産が連鎖的に広がれば、中国経済の失速につながるおそれがある。

図表 5-13 再生可能エネルギー発電量



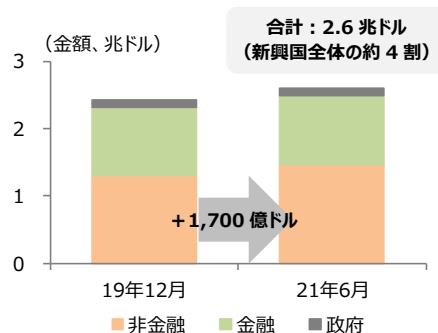
注:再生可能エネルギー割合は、月次の中国の総発電量に占める風力・水力発電量の割合の平均。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-14 恒大集団と香港株価



出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-15 ドル建て債務



注:中国と香港を合算。  
出所:IIFより三菱総合研究所作成

## (1) 総論

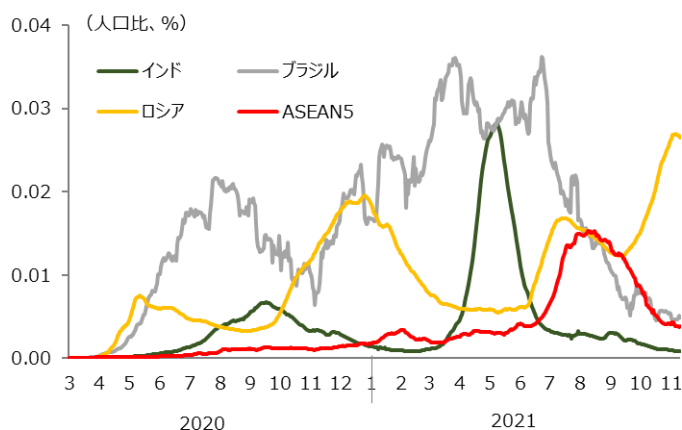
## デルタ株の感染拡大はピークアウト、ワクチン接種の進展が世界経済の正常化を後押し

デルタ株の流行から感染拡大が続いていた新興国の新規感染者数は減少傾向にある(図表6-1)。デルタ株が猛威を振るったマレーシアでは、新規感染者数がピーク時の1日当たり2万人超から1万人を下回る水準まで低下し、出勤率の上限に地域差があるものの、国内全域での経済活動が再開し、製造業の操業も可能となっている。その他の国でも、行動規制の撤廃や段階的な緩和が進んでいる。

先進国との連携からワクチン接種も着実に進展している(総論P.5、図表1-4参照)。世界経済の正常化には、グローバルベースでのワクチン接種者比率の上昇が必要だ。10月末に開催されたG20サミット首脳宣言では、世界全体で21年末までに少なくとも人口の40%、22年半ばまでに人口の70%のワクチン接種の目標に向けて、ワクチンや必要不可欠な医療製品・原材料の供給や資金調達の制約を取り除くための措置をとる方針が示された。

感染拡大に伴う新興国の経済活動の抑制は、各国経済の成長鈍化だけでなく、多国籍企業の工場閉鎖といった世界のサプライチェーンの停滞をもたらし、日本企業も生産縮小を迫られた(図表6-2)。新興国におけるワクチン接種の進展による感染抑制と経済活動の両立は、世界経済の正常化を後押ししていくであろう。

図表 6-1 主な新興国の新規感染者比率



注：直近は11月10日。ASEAN5はインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム。

出所：Our World in Dataより三菱総合研究所作成

図表 6-2 東南アジアの経済活動の抑制による日系メーカーへの影響事例

分野	事例
自動車	<ul style="list-style-type: none"> <li>トヨタ自動車：東南アジアからの部品供給の不足などを理由に、9月に世界で36万台の減産実施</li> <li>ホンダ：半導体不足や東南アジアから部品供給の不足などを理由に、8～9月に計画比約6割の減産</li> </ul>
自動車以外	<ul style="list-style-type: none"> <li>三菱電機：東南アジアからの部品供給の停滞から、10月に家庭用冷蔵庫の生産を10日間停止</li> <li>クボタ：ベトナムのロックダウンなどにより、主に国内向けに製造しているトラクターを減産</li> </ul>

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

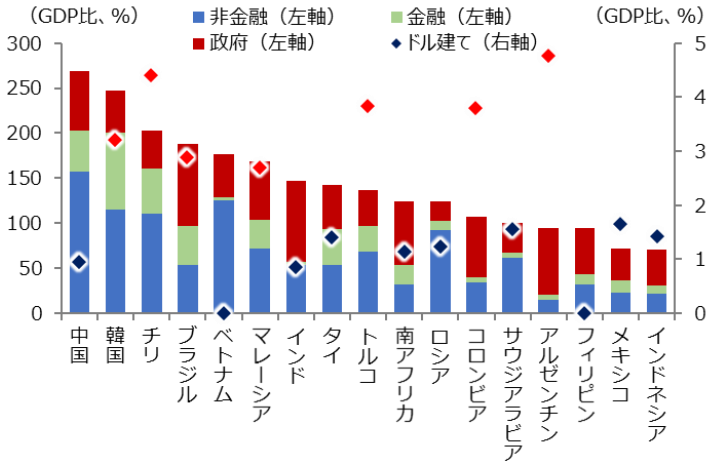
## 積み上がった債務、先進国の金融政策の変更による資本流出リスクに警戒が必要

ワクチン接種者比率の進展が見込まれる一方、積み上がった新興国債務のリファイナンスが円滑に行われるかには警戒が必要だ。政府および民間合算の債務でGDP比200%超の中国、韓国、チリ、同150%超のブラジル、ベトナム、マレーシアなどが高水準の債務を抱えている(図表6-3)。

特に米国でテーパリングが開始したことを踏まえると、ドル建て債務比率が高い国の資本流出リスクには警戒が必要だ。ドル建て債務比率が20%を超える国のうち、経常収支が赤字で、外貨準備のGDP比率が15%以下にとどまるチリ、トルコは資本流出リスクが高い(図表6-4)。

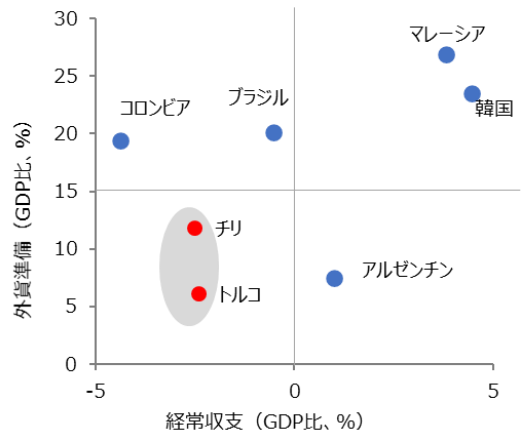
新興国からの資本流出リスクには、国際金融当局も注意を払っており、21年8月にIMFは6,500億ドルのSDR(Special Drawing Rightsの略。IMFが加盟国の準備資産を補完する手段として創設した国際準備資産。ドルなどに交換が可能)を加盟国に交付している。テーパリング開始後も、FRBは資産増加を継続することもあり、当面の間、ドル資金の供給量は確保されているとみなせるが、FRBの丁寧な市場とのコミュニケーションは、新興国からの突発的な資本流出を回避するためにも必要となろう。

図表 6-3 主な新興国の債務



注: 21年6月時点。◆はドル建て債務のGDP比20%超。  
出所: IIFより三菱総合研究所作成

図表 6-4 主な新興国の経常収支・外貨準備



注: 経常収支はIMFの21年見通し。  
出所: IMF、Windより三菱総合研究所作成

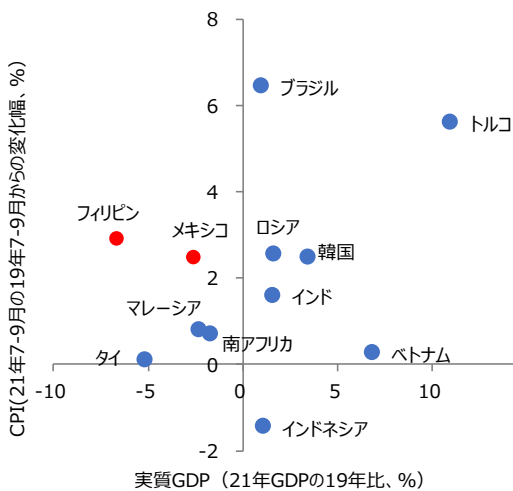
**金融政策は経済下支えとインフレ抑制のバランスがより重要に、為替相場が波乱要因**

経済活動の再開に加え、世界的な物価上昇圧力から、米国で利上げ観測が台頭しているほか、先進国で利上げに転じている国(ノルウェー、ニュージーランドなど)もある。新興国でもCPIは上昇傾向にあり(図表6-5)、金融政策には経済下支えとインフレ抑制のバランスがより重要となってくる。

韓国は8月に政策金利を引き上げ(0.5%→0.75%)、さらに追加利上げを検討中のほか、ロシアは21年に入り継続的に政策金利を引き上げている。GDPがコロナ危機前の水準を回復している国では既に利上げサイクルに入っている国もある。その他の国でも経済成長の回復状況を見極めながら、物価安定にも配慮した金融政策を進めていくことが想定される。特に、GDPのコロナ危機前への回復前にもかかわらず、CPIの上昇幅が大きいフィリピン、メキシコといった国では、より難しい金融政策のかじ取りとなるだろう。

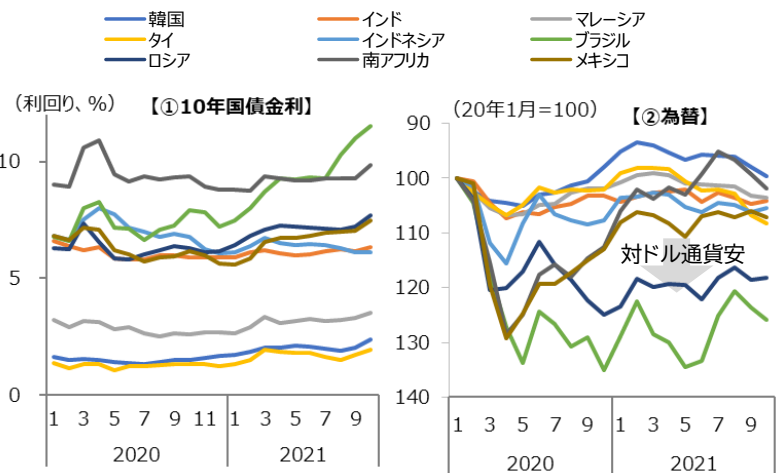
新興国の多くは、低位な政策金利の据え置きを続けているが、市場の期待が反映される長期金利には債務拡大に伴う信用リスクに加えてインフレリスクへの備えが相応に織り込まれ始めている(図表6-6、①)。また、新興国の多くの通貨は対ドルで下落基調を強めている(図表6-6、②)。原材料やエネルギー価格の一段の上昇に加えて、通貨安に拍車がかかることで物価上昇率が上方ヘシフトし、高インフレに発展するリスクがある。為替相場の動向は、新興国の金融政策の波乱要因として留意が必要だ。

図表 6-5 主な新興国の GDP と CPI



注: 21年の実質GDPはIMFの予測。  
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-6 主な新興国の 10 年国債利回りと為替相場



出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

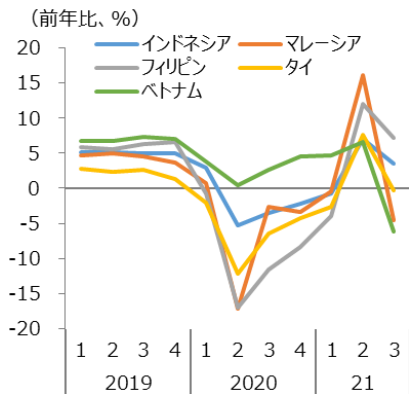
## (2) ASEAN経済

### 感染拡大による行動制限から、21年7-9月期の実質GDP成長率は鈍化

ASEAN5の7-9月期の実質GDP成長率(前年比)は、デルタ株の流行のために強い大規模な経済活動の抑制策から、前年比+1%の成長にとどまった。ベトナムが過去最大となる落ち込み(前年比▲6.2%)をみせたほか、マレーシア(同▲4.5%)、タイ(同▲0.3%)もマイナス成長、フィリピン(同+7.1%)、インドネシア(同+3.5%)の成長の勢いは鈍化した(図表6-7)。

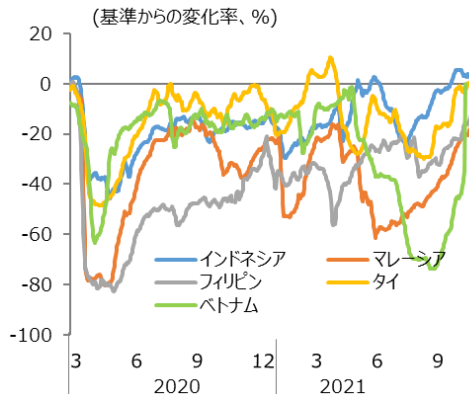
先進国に比べて、ワクチン接種者比率が低水準にとどまっていた状況下で、デルタ株の流行に直面したASEAN5は、ロックダウンといった厳格な行動抑制策の実施を余儀なくされた。小売や娯楽にかかわる外出行動が大幅に減少し(図表6-8)、小売売上は停滞した(図表6-9)。

図表 6-7 実質 GDP 成長率



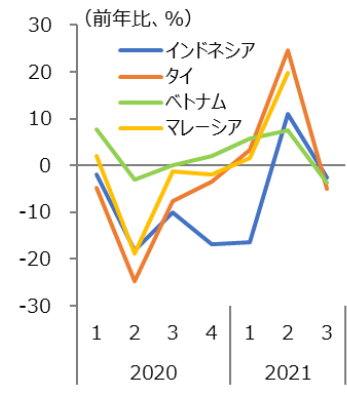
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-8 外出行動(小売・娯楽)



注: 後方7日間移動平均。直近は11月5日。  
出所: Googleより三菱総合研究所作成

図表 6-9 小売売上高



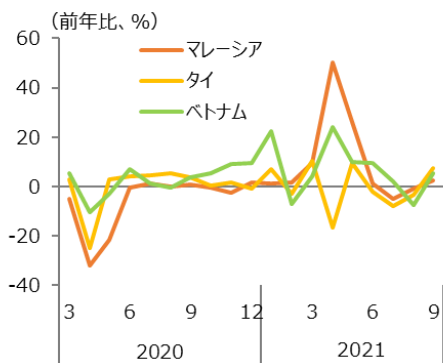
注: インドネシア、タイ、ベトナムは月次データの平均。  
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

### ASEAN5の経済活動の抑制は、世界のサプライチェーン停滞へも波及

ASEAN5の経済活動の抑制は、世界のサプライチェーンの停滞へも波及した。コロナ危機発生以降、好調を維持していたベトナムの鉱工業生産および輸出が8月にマイナスに転じるなど、デルタ株の流行による工場閉鎖といったASEAN5の経済活動の抑制(前掲、図表6-2)は、世界経済の部品不足の一因となり、世界のサプライチェーンの停滞をもたらした(図表6-10、11)。

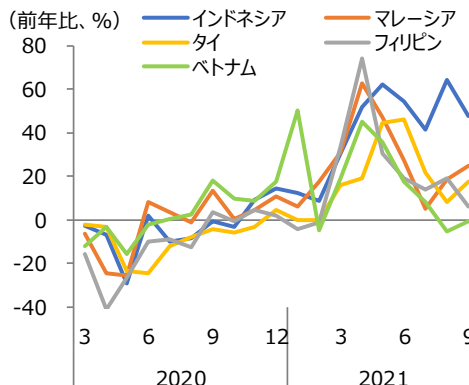
ASEANは電機、自動車、精密機器といった分野の輸出で高いシェアを有している(図表6-12)。世界経済の正常化に向けて、ASEANの経済活動の回復の重要性が改めて浮き彫りとなっている。

図表 6-10 鉱工業生産



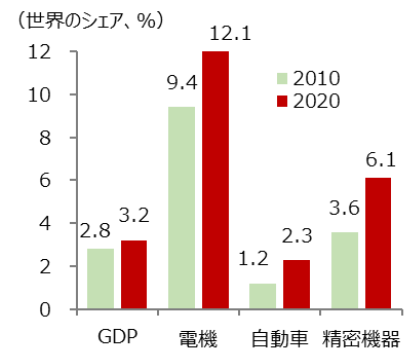
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-11 輸出動向



出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-12 ASEAN 輸出のシェア



注: 世界輸出に占めるASEAN輸出のシェア。  
出所: IMF、UN Comtradeより三菱総合研究所作成

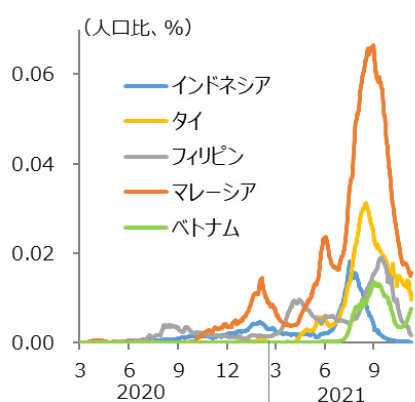
## 経済活動再開により、成長軌道へ回帰

経済活動の再開により、ASEAN5の経済は成長軌道への回帰が見込まれる。9月をピークにASEAN5の新型コロナ感染者数は急減に転じ(図表6-13)、それを受けて各国は行動制限を段階的に緩和している。11月上旬時点のワクチン接種者比率は、マレーシアが人口比75%、タイが47%に到達、その他の国々もワクチン接種ペースを加速化させており(前掲、総論P.5、図表1-4)、防疫体制の強化も着実に進展している。

こういった状況を反映して、ASEAN5諸国の外出行動は8-9月を底に持ち直しており(前掲、図表6-8)、製造業PMIも景況判断の分岐とされる50近辺に回復している(図表6-14)。11月に入り、タイが首都バンコクなどでワクチン接種やPCR検査の陰性証明などを条件に、検疫隔離なしでの観光客の入国を再開した。今後、ワクチン接種者比率の一層の上昇が進み防疫体制が強化されることで、欧米に見劣りしている観光客の来訪数の段階的な回復も期待できる(図表6-15)。

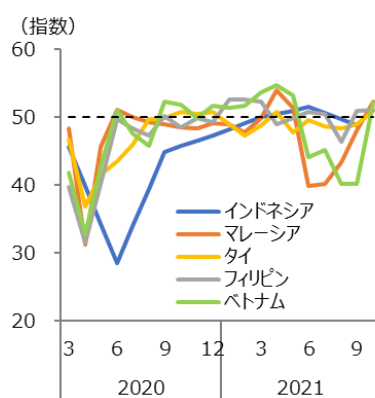
7-9月期の下方修正を反映し、21年の実質GDPは前回8月見通しの前年比+4.8%から同+3.3%へ下方修正、22年はワクチン接種の進展に伴い段階的に経済回復が進展するシナリオを想定し前回の同+6.0%から同+5.7%への下方修正と予測する。

図表 6-13 新規感染者比率



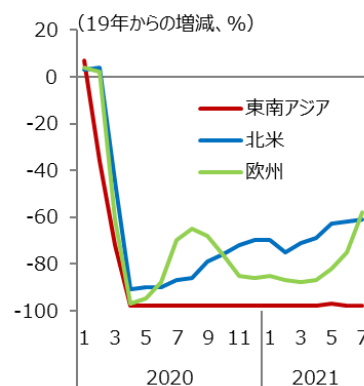
注:直近は11月10日。  
出所:Our World in Dataより三菱総合研究所作成

図表 6-14 製造業 PMI



注:インドネシアは四半期データを平準化。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-15 観光客の来訪数



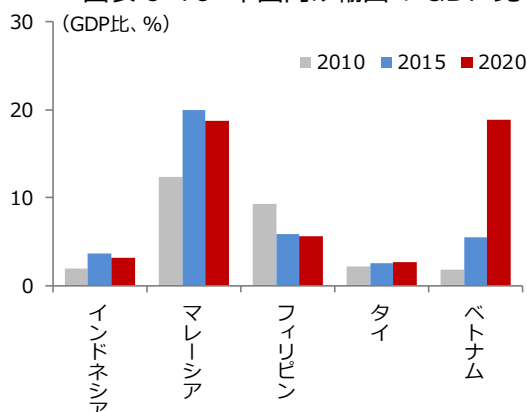
出所:UNWTO(国連世界観光機関)より三菱総合研究所作成

## 中国経済の大幅減速が先行きのリスク

ASEAN5として留意すべきリスクに中国経済の大幅減速がある。GDP比20%近い中国向け輸出があるマレーシア、ベトナムを始めとしてASEAN5は中国経済と密接なつながりがあり(図表6-16)、不動産業界の破綻の連鎖などから、中国経済が大きく冷え込んだ際にはASEAN5経済に悪影響を及ぼす恐れがある、

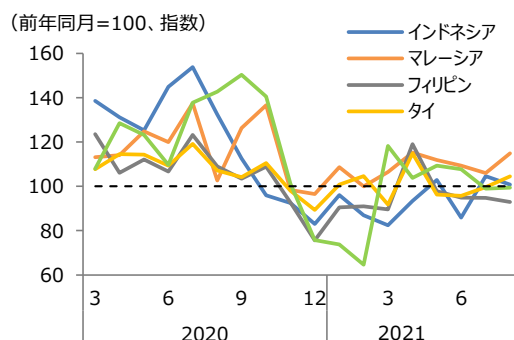
今のところ、ASEAN5における感染拡大、恒大集団を巡る中国内の混乱という悪環境下でも、中国向け輸出は前年同月並みの輸出を確保している(図表6-17)。感染症抑制後のASEAN5の力強い経済回復のためには、安定的な中国向け輸出が必要である。

図表 6-16 中国向け輸出の GDP 比



出所:IMF、Windより三菱総合研究所作成

図表 6-17 中国向け輸出



出所:Wind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:pecmacro@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

---