2020 年 11 月 19 日

２０２０－２０２２年度経済見通しについて

～コロナとの共存を模索する世界経済～

株式会社明治安田総合研究所（社長　永田 康弘）は、２０２０年７－９月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２０－２０２２年度の経済見通しを作成いたしました。
主要ポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：**２０２０年度 ▲５．８％　２０２１年度 ３．１％　２０２２年度 １．７％**

名目ＧＤＰ成長率：**２０２０年度 ▲４．８％　２０２１年度 ３．３％　２０２２年度 １．８％**

２．要点

①新型コロナウイルスの収束は依然見通せないが、重症者の割合が減少していることもあり、主要国政府による経済活動の制限は春先ほど厳しいものにはなっていない。今後も、感染が拡大と縮小を繰り返すなかで、世界的に経済活動との共存のあり方を模索する展開が続く。ワクチン開発が大方の予想以上のスピードで進んでいるのは朗報だが、安全性の検証や十分な供給量の確保には相応の時間がかかるとみられ、景気への効果に関しては不確実性が高い。

②こうした前提の下、世界経済の回復ペースは緩慢なものにとどまるというのがメインシナリオ（示現確率：75%）。特に大きな第二波に襲われた欧州経済の戻りは鈍い。保護主義的な動きも引き続き懸念材料。米中対立は、米国の新政権のもとでも改善が見込めない状況にある。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易は低迷が続き、外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げる。「With コロナ」の経済構造の再構築には相応の時間がかかり、少なくとも 2021 年中は、コロナの副作用と後遺症が目立つ展開が続く可能性が高い。

③サブシナリオ（示現確率 25%）では、再び多くの国の主要都市で厳しいロックダウンが実施され、世界同時不況が深刻化する。年末から年明けにかけては、ほとんどの主要国が再びマイナス成長に逆戻りする。新興国を中心に、財政基盤の弱い国では財政不安が台頭、金融市場は乱高下を繰り返す。

＜主要計数表＞

	２０１９年度	２０２０年度		２０２１年度		２０２２年度
	実績		前回		前回	
実質成長率	０．０％	▲５．８％	▲５．９％	３．１％	２．９％	１．７％
成長率寄与度						
・内需	０．２％	▲４．７％	▲３．８％	１．７％	２．０％	１．４％
・外需	▲０．２％	▲１．１％	▲２．１％	１．４％	０．９％	０．３％
名目成長率	０．８％	▲４．８％	▲４．９％	３．３％	３．０％	１．８％

※前回は２０２０年８月時点の予想

ご照会先
㈱明治安田総合研究所
政策・経済研究部
電　話▶03-6261-7947　ＦＡＸ▶03-3511-3200
Ｅメール▶yuichi.kodama@myri.co.jp
ホームページ▶https://www.myri.co.jp/

目次

タイトル	執筆者	ページ
ＧＤＰ成長率・主要経済指標予測	－	P3～P4
＜序＞11 月経済見通しのシナリオ	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P5～P6
日本経済見通し	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P7～P17
米国経済見通し	シニアエコノミスト　大広　泰三	P18～P23
欧州経済見通し	研究員　前田　和孝 研究員　齊藤　奏子	P24～P29
中国経済見通し	研究員　伊藤　基	P30～P34
豪州・アジア新興国経済見通し	シニアエコノミスト　大広　泰三 エコノミスト　水野　浩司	P35～P38
原油相場見通し	研究員　前田　和孝	P39～P40

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)

メインシナリオ	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2019年度		2020年度				2021年度			
		→ 予測							→ 予測					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.0%	▲ 5.8%	3.1%	1.7%	▲ 1.8%	▲ 0.6%	▲ 8.2%	5.0%	0.3%	0.3%	0.5%	1.0%	0.1%	0.7%
前期比年率	0.0%	▲ 5.8%	3.1%	1.7%	▲ 7.1%	▲ 2.3%	▲ 28.8%	21.4%	1.3%	1.2%	2.2%	4.0%	0.4%	3.0%
前年同期比	0.0%	▲ 5.8%	3.1%	1.7%	▲ 0.7%	▲ 1.8%	▲ 10.2%	▲ 5.8%	▲ 3.8%	▲ 3.0%	6.2%	2.2%	1.9%	2.4%
民間最終消費支出	▲ 0.5%	▲ 6.2%	2.5%	1.1%	▲ 2.9%	▲ 0.7%	▲ 8.1%	4.7%	0.8%	0.3%	0.3%	0.8%	▲ 0.3%	0.2%
民間住宅投資	0.6%	▲ 9.9%	▲ 1.3%	2.2%	▲ 2.3%	▲ 4.0%	▲ 0.5%	▲ 7.9%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.2%
民間設備投資	▲ 0.3%	▲ 7.9%	0.4%	1.3%	▲ 4.8%	1.7%	▲ 4.5%	▲ 3.4%	▲ 0.1%	0.2%	0.5%	0.2%	0.9%	0.4%
政府最終消費支出	2.3%	1.9%	1.6%	1.2%	0.3%	0.0%	▲ 0.4%	2.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%
公的固定資本形成	3.3%	2.0%	1.8%	1.6%	0.7%	▲ 0.3%	1.2%	0.4%	0.2%	0.1%	0.6%	0.6%	0.5%	1.0%
財貨・サービスの輸出	▲ 2.6%	▲ 15.3%	9.0%	6.0%	0.4%	▲ 5.3%	▲ 17.4%	7.0%	1.9%	1.5%	2.1%	3.3%	▲ 0.4%	2.7%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.5%	▲ 8.5%	▲ 0.2%	3.7%	▲ 2.4%	▲ 4.1%	2.2%	▲ 9.8%	1.2%	1.0%	0.4%	0.7%	0.2%	0.6%
名目GDP	0.8%	▲ 4.8%	3.3%	1.8%	▲ 1.5%	▲ 0.4%	▲ 7.8%	5.2%	0.8%	0.4%	0.5%	0.8%	0.0%	0.7%
GDPデフレーター(前年比)	0.8%	1.0%	0.2%	0.1%	1.2%	0.9%	1.4%	1.1%	0.9%	0.9%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%

(前期比寄与度)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2019年度		2020年度				2021年度			
		→ 予測							→ 予測					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.0%	▲ 5.8%	3.1%	1.7%	▲ 1.8%	▲ 0.6%	▲ 8.2%	5.0%	0.3%	0.3%	0.5%	1.0%	0.1%	0.7%
民間最終消費支出	▲ 0.3%	▲ 3.5%	1.4%	0.6%	▲ 1.6%	▲ 0.4%	▲ 4.4%	2.6%	0.4%	0.1%	0.2%	0.5%	▲ 0.2%	0.1%
民間住宅投資	0.0%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	▲ 0.0%	▲ 1.3%	0.1%	0.2%	▲ 0.8%	0.3%	▲ 0.7%	▲ 0.6%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
民間在庫品増加	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
純輸出	▲ 0.2%	▲ 1.1%	1.4%	0.3%	0.5%	▲ 0.2%	▲ 3.3%	2.9%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	▲ 0.1%	0.3%
財貨・サービスの輸出	▲ 0.5%	▲ 2.6%	1.4%	1.0%	0.1%	▲ 0.9%	▲ 2.9%	1.1%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	▲ 0.1%	0.4%
財貨・サービスの輸入	0.3%	1.5%	0.0%	▲ 0.6%	0.4%	0.7%	▲ 0.4%	1.8%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%

(兆円、2011年暦年連鎖価格)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2019年度		2020年度				2021年度			
		→ 予測							→ 予測					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	533.6	502.9	518.6	527.3	529.6	526.6	483.6	507.6	509.3	510.9	513.6	518.7	519.2	523.0
民間最終消費支出	297.5	278.9	285.9	289.0	294.0	291.9	268.2	280.8	283.0	283.7	284.5	286.9	285.9	286.4
民間住宅投資	15.2	13.7	13.5	13.8	15.2	14.6	14.6	13.4	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.7
民間設備投資	85.5	78.7	79.0	80.1	83.2	84.6	80.8	78.0	78.0	78.1	78.5	78.6	79.3	79.6
政府最終消費支出	109.7	111.9	113.6	115.0	110.2	110.2	109.9	112.3	112.5	112.8	113.1	113.3	113.7	114.4
公的固定資本形成	27.0	27.5	28.0	28.4	27.1	27.0	27.4	27.5	27.5	27.6	27.7	27.9	28.0	28.3
民間在庫品増加	1.0	0.9	0.3	0.9	0.9	0.4	2.2	1.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.6	0.8
純輸出	▲ 2.9	▲ 8.9	▲ 1.8	0.0	▲ 1.6	▲ 2.7	▲ 19.7	▲ 5.7	▲ 5.2	▲ 4.8	▲ 3.5	▲ 1.4	▲ 1.9	▲ 0.2
財貨・サービスの輸出	90.6	76.7	83.6	88.6	91.9	87.0	71.9	76.9	78.4	79.6	81.3	83.9	83.6	85.8
財貨・サービスの輸入	93.5	85.6	85.4	88.6	93.5	89.7	91.6	82.6	83.6	84.4	84.7	85.3	85.5	86.0

サブシナリオ(前期比)	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2019年度		2020年度				2021年度			
		→ 予測							→ 予測					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.0%	▲ 7.5%	0.5%	1.2%	▲ 1.8%	▲ 0.6%	▲ 8.2%	5.0%	▲ 1.8%	▲ 2.8%	1.5%	1.3%	▲ 0.5%	0.4%
前期比年率	0.0%	▲ 7.5%	0.5%	1.2%	▲ 7.1%	▲ 2.3%	▲ 28.8%	21.4%	▲ 7.0%	▲ 10.7%	6.1%	5.4%	▲ 1.8%	1.5%
前年同期比	0.0%	▲ 7.5%	0.5%	1.2%	▲ 0.7%	▲ 1.8%	▲ 10.2%	▲ 5.8%	▲ 5.9%	▲ 8.0%	1.7%	▲ 1.8%	▲ 0.5%	2.8%

2. 主要指標予測

メインシナリオ	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2019年度		2020年度				2021年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
		→ 予測							→ 予測					
鉱工業生産(前年比)	▲ 3.8%	▲ 12.3%	5.7%	2.7%	▲ 6.8%	▲ 4.5%	▲ 19.8%	▲ 12.8%	▲ 8.9%	▲ 3.9%	12.0%	3.8%	4.2%	3.4%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.6%	▲ 0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.3%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%
貿易収支(季調値、兆円)	0.7	▲ 0.0	0.9	0.2	0.4	0.6	▲ 1.6	1.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.2
経常収支(季調値、兆円)	20.1	12.3	19.9	21.2	5.4	5.0	2.0	4.0	2.8	3.5	4.3	4.9	5.1	5.6
完全失業率(季調値:平均)	2.4%	3.2%	3.2%	2.8%	2.3%	2.4%	2.8%	3.0%	3.4%	3.5%	3.4%	3.3%	3.1%	2.9%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	55	46	50	51	61	20	39	45	50	50	50	55	50	45

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

メインシナリオ		2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年				2021年			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
			→ 予測							→ 予測				
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.2%	▲ 3.6%	3.0%	2.3%	2.4%	▲ 5.0%	▲ 31.4%	33.1%	2.4%	1.5%	2.7%	2.4%	2.2%
	個人消費支出	2.4%	▲ 3.9%	3.5%	2.2%	1.6%	▲ 6.9%	▲ 33.2%	40.7%	3.0%	1.3%	2.7%	2.3%	2.2%
	住宅投資	▲ 1.7%	4.3%	8.1%	3.6%	5.8%	19.0%	▲ 35.6%	59.3%	11.2%	5.3%	4.5%	4.1%	3.8%
	設備投資	2.9%	▲ 4.8%	2.1%	2.1%	▲ 0.3%	▲ 6.7%	▲ 27.2%	20.3%	3.9%	0.6%	2.6%	2.4%	2.2%
	在庫(寄与度)	▲ 0.0%	▲ 0.5%	0.4%	0.1%	▲ 0.8%	▲ 1.3%	▲ 3.5%	6.6%	▲ 0.3%	▲ 0.5%	0.2%	0.1%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	1.5%	1.1%	0.6%	▲ 3.1%	0.1%	0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%
	輸出	▲ 0.1%	▲ 13.8%	2.6%	2.7%	3.4%	▲ 9.5%	▲ 64.4%	59.7%	5.5%	5.2%	4.2%	3.2%	2.8%
	輸入	1.1%	▲ 10.8%	5.1%	2.6%	▲ 7.5%	▲ 15.0%	▲ 54.1%	91.1%	3.0%	0.1%	4.8%	3.3%	2.7%
	政府支出	2.3%	1.3%	0.9%	2.2%	2.4%	1.3%	2.5%	▲ 4.5%	0.5%	1.2%	2.5%	2.3%	2.2%
	失業率(※)	3.7%	7.5%	6.3%	5.6%	3.5%	4.4%	11.1%	7.9%	6.7%	6.5%	6.3%	6.2%	6.0%
	CPI(総合、※)	1.8%	1.2%	1.6%	2.1%	2.3%	1.5%	0.6%	1.4%	1.1%	1.2%	2.2%	1.5%	1.7%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	1.75%	0.25%	0.25%	0.25%	1.75%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	▲ 7.2%	3.9%	2.1%	0.0%	▲ 3.6%	▲ 12.1%	12.6%	▲ 1.8%	0.8%	1.2%	0.8%	0.8%
	家計消費	1.3%	▲ 7.6%	3.6%	1.9%	0.1%	▲ 4.6%	▲ 10.0%	15.7%	▲ 5.0%	1.5%	1.3%	1.2%	1.0%
	政府消費	1.8%	▲ 1.2%	1.5%	0.5%	0.3%	▲ 0.4%	0.5%	1.6%	0.9%	0.0%	0.3%	0.7%	0.5%
	固定投資	5.0%	▲ 10.0%	2.7%	2.0%	3.3%	▲ 1.8%	▲ 13.0%	12.4%	▲ 6.4%	4.1%	2.8%	1.6%	1.2%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	▲ 0.1%	0.8%	0.0%	▲ 1.1%	▲ 0.3%	▲ 3.8%	1.3%	▲ 0.6%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.2%
	輸出	2.5%	▲ 9.6%	5.9%	1.8%	0.1%	▲ 4.1%	▲ 20.0%	18.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%	0.9%
	輸入	4.0%	▲ 10.1%	4.6%	2.0%	2.4%	▲ 3.6%	▲ 13.0%	13.4%	▲ 2.1%	2.1%	2.1%	1.5%	1.1%
	失業率(※)	7.6%	8.2%	8.4%	8.1%	7.4%	7.2%	7.7%	8.3%	8.7%	8.5%	8.3%	8.1%	7.9%
	CPI(総合、※)	1.2%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	0.7%	0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%
	政策金利(期末値)	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	▲ 11.1%	5.1%	3.7%	0.1%	▲ 2.5%	▲ 19.8%	15.5%	▲ 1.8%	2.4%	2.1%	1.6%	1.0%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

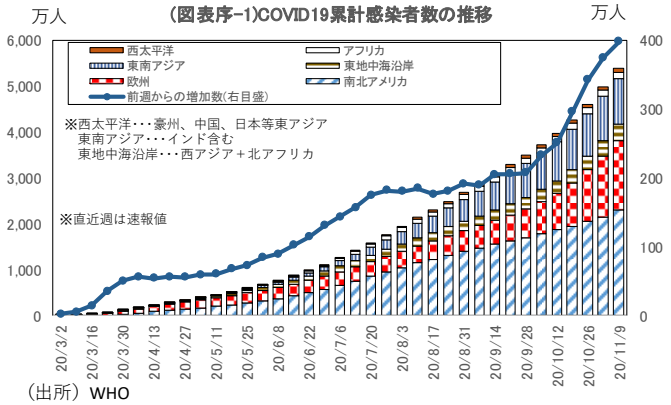
サブシナリオ		2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年				2021年			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
			→ 予測							→ 予測				
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.2%	▲ 3.9%	▲ 0.5%	2.8%	2.4%	▲ 5.0%	▲ 31.4%	33.1%	▲ 1.4%	▲ 11.6%	5.4%	4.1%	3.2%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	▲ 9.1%	▲ 1.2%	2.9%	0.0%	▲ 3.6%	▲ 12.1%	12.6%	▲ 6.0%	▲ 12.0%	4.8%	3.5%	2.5%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	▲ 11.3%	▲ 0.9%	3.1%	0.1%	▲ 2.5%	▲ 19.8%	15.5%	▲ 2.6%	▲ 5.8%	4.1%	3.7%	3.1%

＜序＞11 月経済見通しのシナリオ

シナリオの考え方

世界経済の先行きの不確実性は依然として高い。新型コロナウイルス感染症は、4 月上旬にいったんピークを迎えたが、5 月以降、中南米やアジアで感染拡大が本格化、夏場以降は欧州で第二波が襲来し、多くの都市で再び経済活動の制限を余儀なくされている。

世界経済見通しは、依然として新型コロナウイルスの感染動向次第の面が大きいが、重症者や死亡者の数は春先よりも減少しており、主要国政府による経済活動の制限も、春先ほど厳しいものにはなっていない。



（出所）WHO

メインシナリオにおける世界の感染拡大ペースは、地域別の格差はあるものの、年明け以降、徐々にピークアウトに向かうことを前提とする。その後は、短期的な拡大と縮小を繰り返す。ワクチン開発が大方の予想以上のスピードで進んでいるのは朗報だが、安全性の検証や十分な供給量の確保には相応の時間がかかるとみられ、景気への効果に関しては不確実性が高い。サブシナリオのもとでは、年明け以降も感染拡大が続き、各国とも再び主要都市の経済活動の大幅制限を余儀なくされる。感染のピークアウトは 2021 年春以降にずれ込む。

メインシナリオ下での世界経済の推移（示現確率：７５％）

感染の収束が遠いなかでも、世界経済は回復傾向が続くが、そのペースは緩慢なものにとどまる。主要先進国の実質成長率は、7－9 月期はペントアップディマンドの顕在化もあって高い伸びとなったが、10－12 月期は再び大きく鈍化する。国別の流行状況に差はあれど、どの国でも断続的に感染者の発生が続き、再流行への不安が燻り続けるため、国民が外出を控え気味にする傾向は変わらない。各国政府も移動規制や営業規制を完全に撤廃することはできず、対面サービス産業を中心に苦戦が続く。特に大きな第二波に襲われた欧州各国の消費、投資マインドの戻りは鈍い。

米中対立は、バイデン新大統領のもとでも改善が見込めない状況にある。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易の低迷が続き、外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げる。「With コロナ」の経済構造の再構築には相応の時間がかかり、少なくとも 2021 年中は、どちらかと言えば副作用と後遺症が目立つ展開が続く可能性が高い。

消費、投資マインドの委縮によって、総需要の伸びは、低下した潜在成長率をさらに下回る伸びしか実現できない。将来的な緊縮財政への転換を予想する動きが、家計の消費マインド、企業の投資マインドにとって重しともなる。結果として、中立金利は多くの先進国でマイナス圏が定着、多くの主要国で「長期停滞」的な様相が強まる。

サブシナリオ下での世界経済の推移（示現確率：２５％）

世界的な感染拡大が続くことで、再び多くの国の主要都市で厳しいロックダウンが実施され、景気は完全に腰折れ、世界同時不況が深刻化する。

10－12 月期は多くの国がマイナス成長に転落、各国におけるロックダウン強化により 1－3 月期も 2 期連続のマイナスとなる。2021 年の 4－6 月期以降は、新規感染者数の減少に伴い、経済活動は再び正常化に向かうが、中国以外の主要国は安定的なプラス成長を確保できない。特に、深刻な第二波、第三波を経験した国では、消費マインド、投資マインドは長期にわたり抑制された状況が続き、経済活動再開後の回復ペースはメインシナリオに比しさらに緩慢なものにとどまる。

先進国ではかつての日本のようにデフレに陥る国が現れる。一方、新興国を中心に、財政基盤の弱い国では財政不安が台頭する。世界的に、株価や為替相場は乱高下を繰り返し、金融市場の混乱はコロナ収束後も長く残る。経済の低迷が続く中で、多くの国では既存政党への不満が高まり、政権運営が不安定化する。（担当：小玉）

１．日本経済見通し

＜要　　約＞

7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋5.0%（年率換算：＋21.4%）と、大幅反発を予想していた事前の市場予想（同＋4.4%、年率換算：＋18.9%）をさらに上回る伸びとなった。ただ、大きく落ち込んだ 4－6 月期からのリバウンドという側面が強く、10－12 月期の成長率は大幅鈍化が予想される。

世界経済の回復が遅れるなかで、2021 年度にかけても外需は低迷し、グローバル企業を中心に、設備投資計画を先送りする動きに繋がる可能性が高い。家計にとっては、所得環境の低迷が見込まれるほか、外出を控える傾向が残ることもあって、個人消費は 2021 年度にかけても停滞が見込まれる。

来夏のオリンピックは開催を前提とするが、海外からの訪日客は当初期待された水準を大きく下回り、景気回復の起爆剤とはならない。ワクチン開発が予想以上のスピードで進んでいるものの、早期に人々の感染への不安を一掃するには至らない可能性が高い。日本経済は、2021 年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされると予想する。

サブシナリオ下での日本経済は、冬場の感染第三波が予想以上に拡大することで、再びマイナス成長となる。政府は国内の経済活動を再度制限、大規模な財政出動に踏み切るものの、企業倒産・廃業が急増するとともに、失業率も上昇に向かう。3 度の感染拡大に襲われた国民の心理的後遺症は大きく、家計の消費マインド、企業の投資マインドは冷え込んだ状態が続き、デフレトレンドが定着する。

7－9 月期の実質 GDP は急反発

7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋5.0%（年率換算：＋21.4%）と、大幅反発を予想していた事前の市場予想（同＋4.4%、年率換算：＋18.9%、当社予想は同＋4.0%、＋16.9%）をさらに上回る伸びとなった（図表1-1）。伸び率だけみれば、同じ基準で統計が遡れる 1994 年以降で最大である。ただ、水準的にはまだ 2 期前の 1－3 月期を 3.6%下回っている。

（図表1-1）当社の実質GDP成長率予測と実績

(前期比：%)	当社予想		実績	
	2020年7-9月期		2020年7-9月期	
		寄与度		寄与度
実質GDP	**4.0**	―	**5.0**	―
前期比年率	16.9	―	21.4	―
民間最終消費支出	4.0	2.2	4.7	2.6
民間住宅投資	-4.8	-0.1	-7.9	-0.3
民間設備投資	-1.9	-0.3	-3.4	-0.6
政府最終消費支出	0.5	0.1	2.2	0.5
公的固定資本形成	1.0	0.1	0.4	0.0
民間在庫品増加(寄与度)	―	-0.7	―	-0.2
純輸出(寄与度)	―	2.7	―	2.9
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸出	11.1	1.6	7.0	1.1
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸入	-5.9	1.1	-9.8	1.8
名目GDP	4.1	―	5.2	―
前期比年率	17.3	―	22.7	―
GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀ(前年同期比)	0.9	―	1.1	―

(出所)内閣府データより明治安田総研作成

今期の大幅反発は、4－6 月期の記録的な落ち込みの反動という要因が大きい。特に、民間最終消費支出が同＋4.7%（年率換算：＋20.1%）と、4－6 月期の同▲8.1%から回復に転じたほか、世界的に経済活動の正常化が進むなかで、輸出も同＋7.0%（年率換算：＋31.3%）と、大幅マイナスだった 4－6 月期（同▲17.4%）から切り返した。一方、設備投資は同▲3.4%、住宅投資は同▲7.9%と大幅マイナスとなり、民需の各項目間で明暗が分かれる形となった。

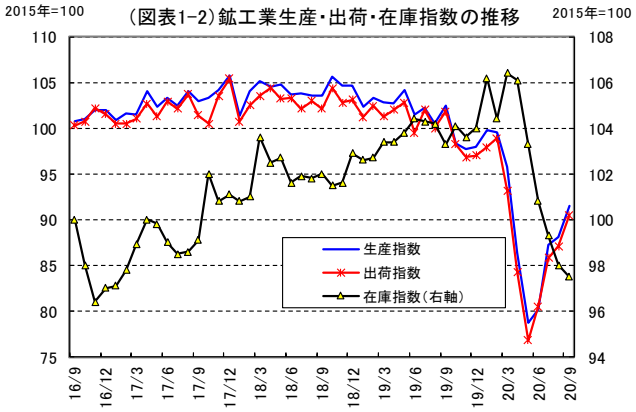
生産のリバウンドは一巡へ

生産活動のリバウンド局面が続いている。9 月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比＋3.9%と、事前の市場予想（同＋3.0%）を上回った。4 ヵ月連続のプラスで（図表 1-2）、プラス幅も 8 月の同＋1.0%から拡大した。これで、消費増税直前の 2019 年 9 月からの落ち込み幅の約半分を取り戻したことになる。

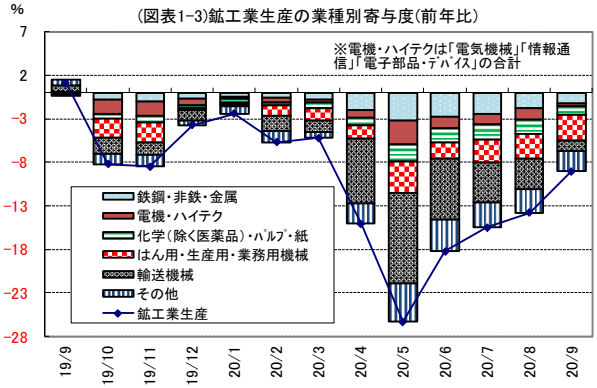
在庫調整も進展している。9 月の在庫指数は前月比▲0.5%と、6 ヵ月連続のマイナスで、この結果、在庫指数の水準は、2017 年 1 月以来の低さとなった。出荷との見合いで決まる在庫率はまだ高めだが、企業が急ピッチで在庫調整を進めている様子が示されている。

4 月以降の生産調整は自動車主導で進んできた面が大きいが（図表 1-3）、自動車生産も前年比でのプラス転換が目前に迫っている（8 月：前年比▲19.5%→9 月：同▲4.1%）。ただ、欧州で再び新型コロナウイルスの新規感染者数の拡大ペースが加速するなど、世界景気の順調な回復が見込めないことを考えれば、世界的な自動車販売は伸び悩むとみられ、自動車生産が前年同月の水準を取り戻すところまではたどり着いても、さらにプラス幅を拡大させていく展開は予想しにくい。

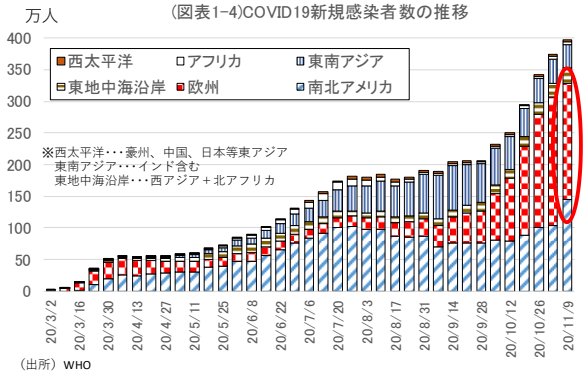
製造工業生産予測指数を見ると、10 月は前月比＋4.5%、11 月は同＋1.2%と、次第に伸びが鈍る予想となっている。経産省が公表している 10 月の製造工業生産予測指数の補正値（計画値に含まれる上方バイアスを補正して計算）も同＋1.4%と、伸びが鈍るとの見通しである。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」



(出所)経済産業省「鉱工業指数」



(出所) WHO

特に、ここへきて再び世界の感染者数の拡大ペースが加速しているのは懸念材料である。特に深刻なのは前述のとおり欧州で（図表 1-4）、10－12 月期に再びマイナス成長に逆戻りするのが有力な情勢である。欧州のように、深刻な第二波に見舞われ、感染症の封じ込めの難しさをあらためて確認させられた国々では、再び感染が収束に向かったとしても、消費者や企業の経済活動の回復ペースがきわめて鈍くなるのは避けられない。感染再拡大の原因となった欧州のバカンスの人出も、来夏は減少する可能性が高いだろう。

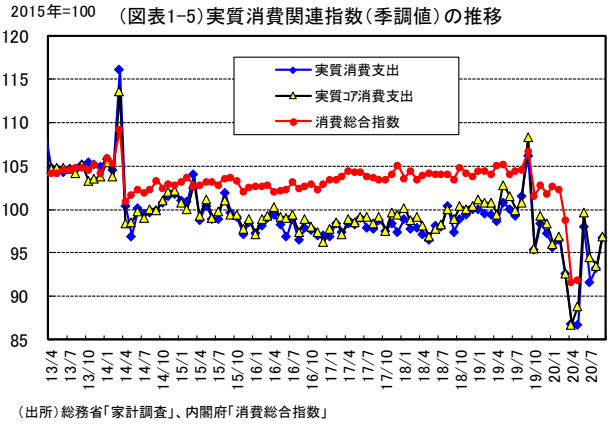
米国でも感染再拡大が続いている。今後も、感染再流行への警戒ムードや、人々の行動抑制的な方向への意識変化が根強く残るとみられ、先行きの世界景気は均せば緩慢な回復を余儀なくされると予想する。日本の景気は、依然輸出次第の面が大きい。来年にかけても、世界的にコロナの後遺症が残ることが想定される中では、外需は低迷、グローバル企業の業績は苦戦が続き、設備投資計画を先送りする動きに繋がる可能性が高い。家計にとっては、来春の春闘がきわめて厳しい結果が見込まれるほか、人と人との接触

をなるべく避ける行動様式の定着が進むこともあって、個人消費は 2021 年度にかけても停滞気味の推移が続くとみる。来夏のオリンピックは開催を前提とするが、海外からの訪日客は当初期待された水準を大きく下回り、景気回復の起爆剤になるかどうかは疑問符が付く。

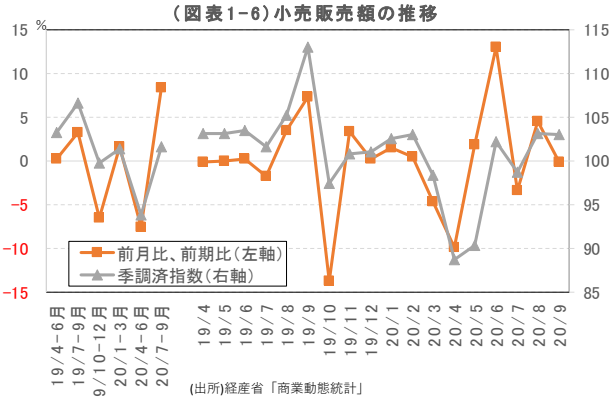
ワクチン開発が予想以上のスピードで進んでいるのは朗報で、見通しのアップサイド要因である。ただ、副作用や効果の確認、十分な供給量の確保にはかなりの時間がかかるとみるのが自然で、早期に人々の感染への不安を一掃するには至らないのではないか。日本経済は、2021 年度末にかけて停滞気味の推移を余儀なくされると予想する。

個人消費は停滞気味の推移へ

足元の個人消費は堅調な回復が続いている（図表 1-5）。9 月の家計調査によると、2 人以上世帯の実質消費支出（季調値）は前月比＋3.8%と、2 ヵ月連続のプラスとなった。水準的にも昨年 12 月以来の高さである。ペントアップディマンドや、ひとり 10 万円の特別定額給付金、政府の Go To Travel キャンペーン等が下支えになっているとみられる。



家計調査上、特別定額給付金は、特別収入の内訳である「他の特別収入」に含まれるが、これが 6 月は前年比で 32.8 倍、7 月は 14.4 倍に達していた。金額ベースでは、6 月が一世帯当たり前年同月比で 146,114 円、7 月が 60,801 円、8 月は 3,610 円の増加である。一世帯当たりの平均人数（8 月は 3.3 人）を考慮すると、5 月以降の 4 ヵ月で一人当たり 74,174 円の給付がなされた計算である。あくまで家計調査のアンケートに基づいた計算であり、実際に配布された金額を示すものではないが、8 月までにはほぼ給付が一巡したようである。

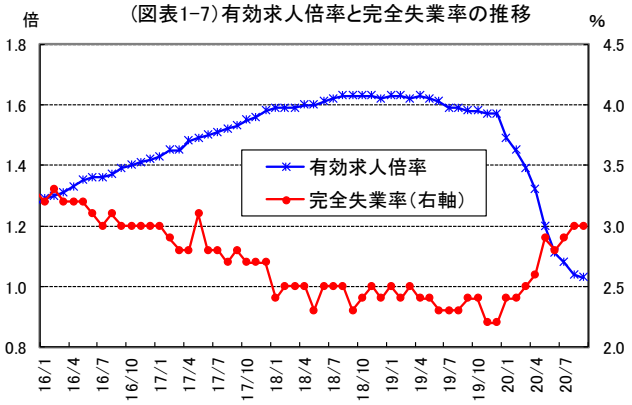


収入が大きく伸びた割には、個人消費が伸びていないとの声も聞かれるが、これがなければ夏場の個人消費はもっと落ち込んでいただろう。政府の Go To Travel キャンペーンが好調な背景にも、特別定額給付金の存在があると考えられる。なお、当社の経済モデルからは、Go To Travel キャンペーンは、2020 年度の実質 GDP を 0.53%押し上げるとの結果が得られる。

ただ、今後給付金効果は漸減が見込まれる、個人消費の落ち込みが主としてサービス分野で生じた分、ペントアップ需要も長続きしにくい。経産省が発表する 9 月の小売業販売額は前月比▲0.1%となり、2 ヵ月ぶりのマイナスとなっている。経産省は基調判断を、8 月の「緩やかに持ち直している小売業販売」から、「横ばい傾向にある小売業販売」へと 2 ヵ月ぶりに下方修正しており、ここからも、個人消費の反動増局面の一巡が示唆されている（図表 1-6）。10－12 月期の個人消費は、7－9 月期から大幅鈍化が予想される。

雇用は予想以上に底堅い

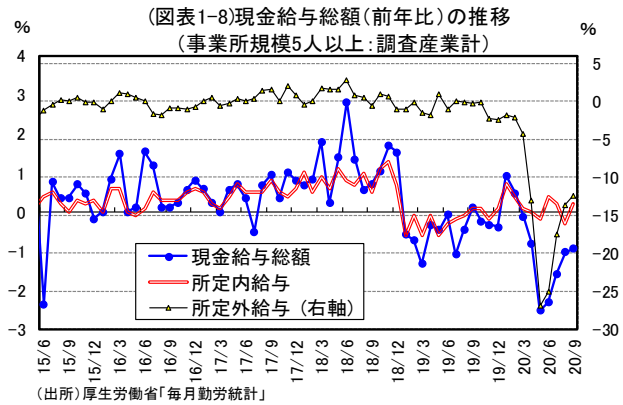
中期的な個人消費のトレンドを予想するに当たっては、雇用・所得環境が重要となる。今のところ雇用環境は底堅い。9 月の完全失業率（季調値）は 3.0%と、8 月から横ばいとなった（図表 1-7）。感染拡大から半年を経て、失業率がまだ 3.0%にとどまっているというのはある意味画期的である。3 月の時点で、半年後の失業率が 3.0%とはとても予想できなかった。この点、政府による各種の企業支援策が成果を挙げているのは論を俟たないだろう。



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

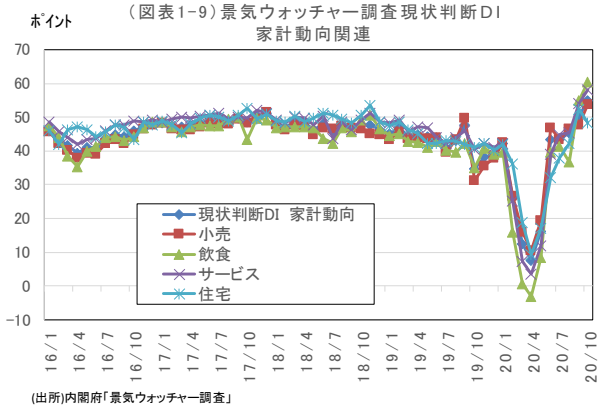
厚生労働省が発表した 9 月の一般職業紹介状況をみると、有効求人倍率（季調値）は 1.03 倍と、前月から 0.01 ポイント低下した。ただ、低下ペースは次第に緩やかになってきている。先行きの雇用環境に対し、先行性の高い新規求人数は、前月比で＋4.9%と 2 ヵ月連続の増加となった。経済活動の正常化が進む中、有効求人倍率が 1 倍を大きく割り込むリスクは小さくなってきており、その分、失業率の上昇余地も小さくなりつつある。

仕事を持ちながら、調査週間中に少しも仕事をしなかった「休業者」は、4 月の 597 万人をピークに減少を続け、9 月には 197 万人と、2 月以来の 100 万人台となった。これはほぼ平時のレベルである。一方で、9 月の季節調整済の失業者は、4 月から 28 万人の増加にとどまっている。もともと、休業者の増加が懸念されたのは「失業予備軍」とみなされたためだが、休業者の多くが失業者に転じている様子はなく、大部分が職場に戻っている可能性を示している。失業率は遅行指標であるが、今後上昇に向かったとしても、4%に達する可能性は低くなったと言えそうである。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

企業が苦しい状況には変わりはなく、新規採用の抑制と、労働時間の調整でなんとか雇用を維持しているのが実態とみられる。結果として、所定外給与が落ち込んでおり（図表 1-8）、来年度にかけても、所得の回復は雇用の回復以上に遅れる可能性が高い。特に対面サービス産業の多くはきわめて厳しい状況下に置かれている。宿泊業、飲食サービス業の 9 月の就業者数は対前年で▲48 万人と、8 月の同▲28 万人から減少幅が拡大した。ここへきて、休日の観光地はかなりの出足が戻っており、政府の Go To Travel キャンペーンが効果を上げている様子もうかがえるが、対面サービス産業に対してはさらなるてこ入れ策が必要とみられる。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

消費マインドは改善

個人消費のモメンタムをマインド面から推し量るた

め、10 月の内閣府の景気ウォッチャー調査をみると、小売関連は 53.7 ポイントと、9 月から 6.1 ポイント大幅上昇、2017 年 12 月以来の 50 ポイント超えとなった（図表 1-9）。飲食関連は 60.4 ポイントで、統計が比較可能な 2002 年 1 月以降、もっとも高い数字となっている。DI の性質上、あくまで方向性であり、数字の大きさが景気の量感を示すわけではない点には注意が必要だが、小売関連業種の景況感は急速に回復している。

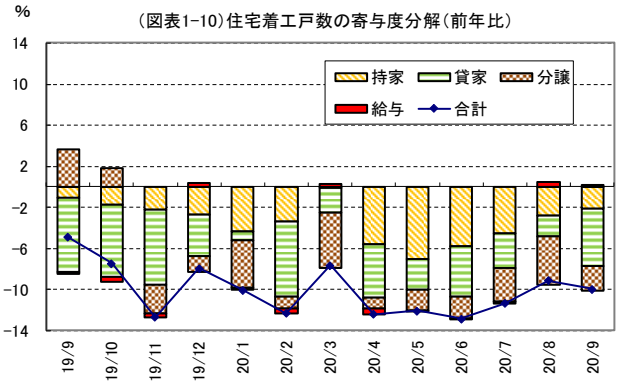
もっとも、先行きに関しては、小売、飲食とも 50 ポイント割れとなっている。回答者のウォッチャーからは、「11～12 月の予約状況は良く、今後も Go To Travel キャンペーン、Go To Eat キャンペーンの効果が見込めそうである。また、宴会や会議でも予約の問合せが増えており、感染対策を万全にして開催したいという予約が増えている（近畿＝都市型ホテル）」など、引き続き対策効果に期待する声が挙がる一方で、「冬季ボーナスが減少となる見込みであり、ボーナス商戦やバーゲンセールなどは厳しいと想定される（東海＝百貨店）」、「大阪も新型コロナウイルスの感染者が増えているため、外出が控え目になり、外食の機会も減りそうである。忘年会も企業はまだ控えているため、宴会シーズンは厳しくなりそうである（近畿＝一般レストラン）」など、先行きに関しては、厳しい予想も聞かれる。

今後の個人消費は、政策効果が一定の下支えになるものの、自粛期間中のペントアップディマンドや、特別定額給付金の効果のピークアウトが見込まれるほか、中期的な個人消費の基調を決める所得環境も、厳しい企業業績を反映し、来年にかけて冴えない推移が続く可能性が高いことから、次第に停滞気味の推移に移っていくとみている。

住宅投資は低迷が続く

7－9 月期の実質民間住宅投資は前期比▲7.9%（年率換算：▲28.1%）と、大方の予想以上の大幅マイナスとなった。マイナスは 4 期連続となる。4－6 月期のマイナス幅は同▲0.5%と、緊急事態宣言下にしては比較的小幅だった。これは、年明けの中国における感染拡大で、トイレ部品等、中国からの資材調達に支障をきたす事態になっていたことが、1－3 月期の住宅投資を押し下げ、代わりに 4－6 月期の押し上げ要因となった面があるとみている。しかし、4－6 月期は緊急事態宣言下で、住宅購入の先送りを決断する家庭が増えた可能性が高く、実際、住宅展示場の来場者数も激減していた。こうした影響が、7－9 月期の落ち込みとなって現れた可能性が高い。

10 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）をみると、住宅投資の判断は、中国地方で引き下げられ、全 9 地域で「減少」、「弱い（め）」、いずれかの表現が用いられている。4 月時点ではまだ「持ち直し傾向」、「高水準」、「横ばい圏内」といった表現が残っていたが、その後の半年で急速に冷え込んだ。民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数をみると、貸家、分譲、持家とも前年比でのマイナストレンドが続いている（図表 1-10）。



（図表1-10）住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

今後も、感染症再拡大への不安が残る中での消費者、販売サイド双方の活動縮小が住宅投資の下押し圧力となろう。持家は、消費増税前の駆け込み需要が昨年夏場の時点ですでにピークアウトしていたのに加え、政府による住宅取得支援策が順次終了に向かって

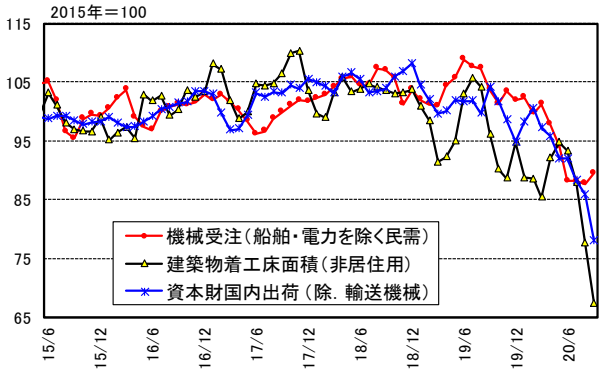
いることが下押し圧力となった。そこに、感染症の影響が加わった。貸家については、節税対策としてのアパート経営需要の一巡で減少トレンドが続いていたところに、やはり感染症問題が追い打ちをかけている。分譲は、消費税増税の反動減に、マンション価格の高止まりといった問題も加わっている。今後も住宅投資は低迷が予想されるが、マンションに比し割安感のある分譲戸建てについては、来年度以降、下げ止まる展開が期待できるかもしれない。

下方修正される設備投資計画

7－9 月期の実質民間企業設備投資は、前期比▲3.4%（年率換算：▲12.8%）と、4－6 月期の同▲4.5%に続く大幅マイナスとなった。企業の設備投資意欲の冷え込みは鮮明である。

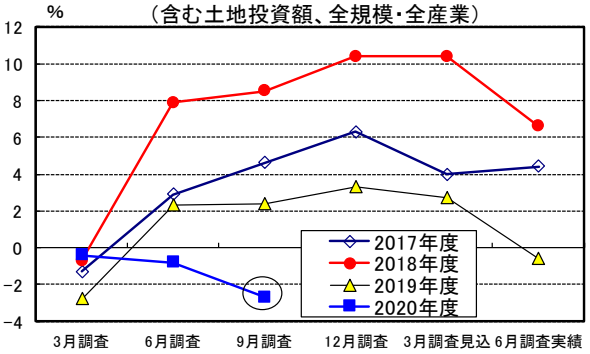
設備投資に先行する主要 3 指標（3 ヵ月移動平均）をみると、資本財国内出荷（除. 輸送機械）、建築物着工床面積（非居住用）、機械受注（船舶・電力を除く民需）とも、コロナの流行前からすでに下振れ傾向が明らかとなっていたが、ここへきて一段と悪化傾向が鮮明になっている（図表 1-11）。3 指標のうち、9 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲4.4%と 3 ヵ月ぶりのマイナスとなった。四半期ベースでも 7－9 月期は▲0.1%と 5 四半期連続のマイナスである。7、8 月と 2 ヵ月連続でプラスだったこともあり、内閣府の基調判断は「機械受注は、下げ止まりつつある」が維持されているが、10－12 月期の見通しも同▲1.9%と、引き続き冴えない推移が続く予想となっており、設備投資は当分弱含みでの推移が続く可能性が示唆されている。

（図表1-11）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

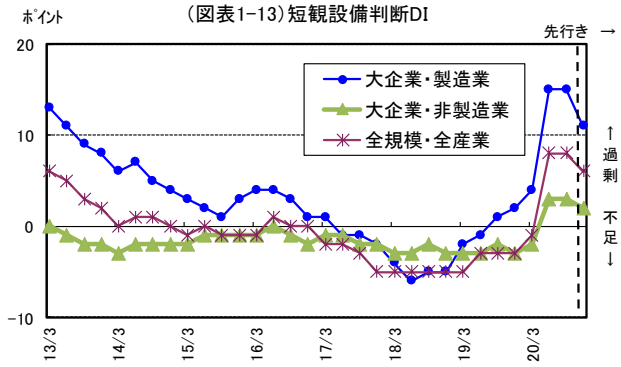
（図表1-12）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

9 月短観における 2020 年度の全規模全産業の設備投資計画は、6 月の前年比▲0.8%から同▲2.7%へと、大きめの下方修正となった（図表 1-12）。製造業（6 月：同＋3.1%→9 月：同▲0.3%）、非製造業（6 月：同▲3.1%→9 月：同▲4.1%）とも下方修正されている。6 月調査時は、2020 年度の業績見通し自体がまだ定まらず、多くの企業が公表を先送りしていたが、その後コロナの業績への影響が明らかになるに伴い、改めて設備投資の下方修正に踏み切る企業が増えたとみられる。例年であれば、中小企業の投資計画は年度後半に行くに従い上方修正される傾向があるが、9 月は下方修正されている。

（図表1-13）短観設備判断DI

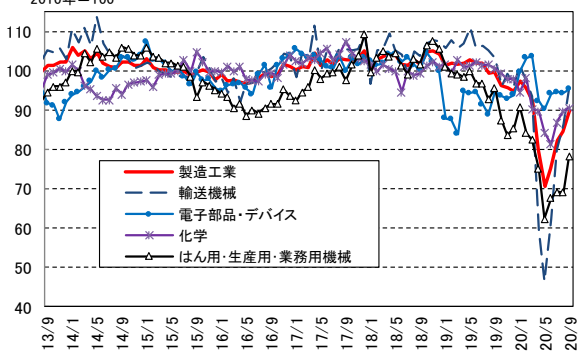


（出所）日銀「短観」

一方、生産・営業用設備判断 DI は、全規模・全産業（6 月：＋81 →9 月：＋8、変化幅±0）、大企業・

製造業（＋15→＋15、±0）、大企業・非製造業（＋3→＋3、±0）と、すべて横ばいとなっている（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）（図表 1-13）。先行きは全規模・全産業で 2 ポイントの低下となっており、設備投資の過剰感がさらに増すとの見方は示されていない。稼働率指数をみると、9 月の時点で製造工業の稼働率は前年の 9 割まで戻っている。電子部品・デバイスに関しては前年の水準をすでに上回っており、今後の設備投資需要に繋がる可能性がある（図表 1-14）。

（図表1-14）稼働率指数の推移



（出所）経済産業省「生産能力・稼働率指数」

ハイテク業界のみでは、設備投資のけん引役としては力不足とみられるが、幅広い稼働率の回復は、設備投資の一定の下支え要因となることが期待される。

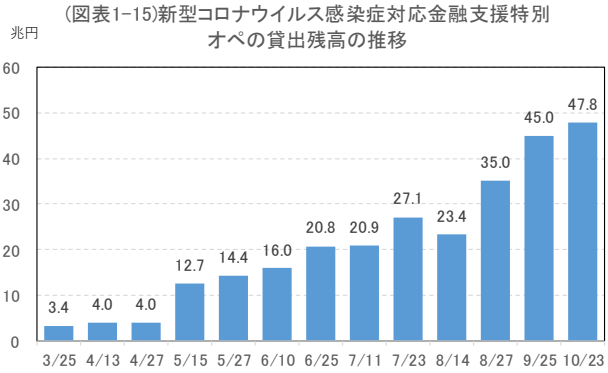
政府・日銀の企業金融支援は下支え

政府・日銀による各種企業支援策も、企業マインドの下支え要因になっているとみられる。特に資金繰り支援に関しては、政府・日銀が一体となって強力な政策を打ち出している。

史上最大となった第二次補正予算では、一般会計歳出の 31 兆 9,114 億円のうち、約 3 分の 1 の 11 兆 6,390 億円が、企業の資金繰り支援の強化に充てられた。中小・小規模事業者向けが手厚く、8 兆 8,174 億円が中小向けの融資である。資本性資金の供給にも 2 兆 3,692 億円を割くなど、より中長期的視点からのリスクマネーの供給も視野に入れている。

一方、日銀は、第二次補正予算が成立し、信用保証供給枠が 28.2 兆円拡大したのに伴い、新型コロナ対応特別オペ枠を同額拡大、CP・社債買い入れと合わせた企業の資金繰り支援の特別プログラムの枠は、75 兆円+α から、110 兆円+α にまで拡大させている。新型コロナ対応特別オペは、民間銀行にとっては日銀から金利ゼロ％で借り入れることができるうえ、利用残高に相当する日銀当座預金にプラス 0.1％の付利が付くという、事実上の日銀マイナス金利貸し出しでありメリットが大きい。ここまでの貸出残高は、均せば順調に伸びてきている（図表 1-15）。CP・社債の買い入れ額も、市場規模対比では十分すぎるほどの規模に達している。

（図表1-15）新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペの貸出残高の推移



（出所）日銀

菅総理は 11 月 10 日の閣議で、第三次補正予算の編成を指示している。①新型コロナウイルスの感染拡大防止、②ポストコロナに向けた経済構造の転換、③防災減災・国土強靱化が 3 本柱になるとのことである。本稿執筆時点で詳細は明らかになっていないが、真水ベースで 10～20 兆円規模が想定されている。とりあえず、有力視されているのは、Go To Travel キャンペーンの継続（感染拡大が加速しなければ）と、雇用調整助成金の延長である。規模を限定した個人、企業への追加給付も実施される可能性がある。防災減災・国土強靱化関連の公共投資も、足元では景気下支えに貢献しており、昨年同様厚めの資金配分が予想される。

その他、デジタル化や脱炭素関連予算、その他成長戦略関連予算を、2021 年度予算から一部前倒し計

上する可能性もささやかれており、そうなれば補正だけで 20 兆円を上回る可能性もある。一方、2020 年度の歳出は二次補正までですでに 160 兆円に達している。二次補正予算で確保した予備費がまだ 7 兆円程度残っているものの、さらなる国債増発は不可避で、いずれは信頼に足る再建計画が必要になろう。

企業存続が最優先課題と認識し、ここまで企業金融支援を大幅に強化してきた政府・日銀の路線は正しいが、中長期的にはモラルハザードによる過剰融資を招く可能性がゼロではないほか、生産性の低い企業を温存することによる潜在成長率の低下にもつながる。景気回復が実現した暁には、こうした政策だけがいつまでも残り続けることがないよう、出口戦略についてもあらかじめプランを練っておく必要がある。

公共投資は高水準が続く

7－9 月期の公的固定資本形成は前期比＋1.2%（年率換算：＋4.7%）と、2 四半期ぶりのプラスとなった。10 月のさくらレポートをみると、公共投資の判断は、北陸が 7 月の「増加している」から「横ばい圏内の動き」と下方修正されたものの、東北が「減少している」から「緩やかに増加している」へと上方修正され、関東甲信越も「高水準ながらも、足もと減少している」から「高水準で推移している」へと小幅上方修正されている。他の 6 地域の判断は 7 月と同じだが、北陸以外の 8 地域で「増加」、「高水準」いずれかの表現が用いられており、民需の低迷が続く中で、公需が景気の下支え役となっている様子を示している。

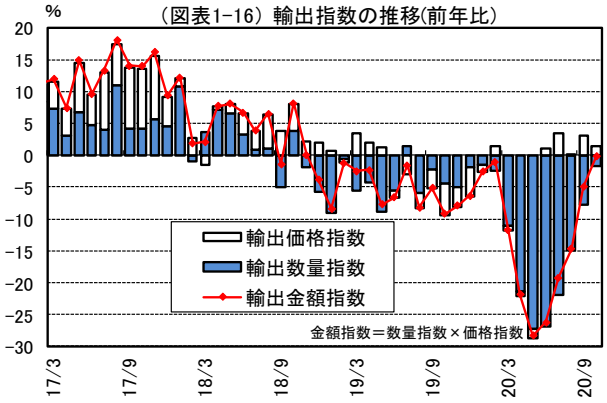
さくらレポートのアンケート結果では、「昨年の台風 19 号等による被害の復旧工事や、防災・減災に関連する工事が本格化しており、追加の受注がみられている（福島）」、「地方公共団体の今年度予算は国土強靱化計画等から増額しており、予算執行に伴って、公共工事請負金額は引き続き増加している（神戸）」等の声が寄せられている。政府が 3 年ぶりに策定した、昨年 12 月の経済対策、「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」では、「災害からの復旧・復興と安全・安心の確保」に 5.8 兆円が割かれており、予算執行が順調に進んでいる様子を示している。12 月に編成予定の第三次補正予算でも、「防災減災・国土強靱化」は 3 本柱のひとつに位置付けられている。感染再拡大が懸念される中、政府としては、景気回復トレンドを途切れさせないよう、今年も昨年同時期の補正並みの金額を確保するとみられ、景気下支えに寄与しよう。

輸出の回復ペースは緩慢

足元の輸出は堅調な回復を続けている。財務省から発表された 10 月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比▲1.6%と、9 月の同▲7.7%からマイナス幅を縮小させた。マイナス幅の縮小は 5 ヵ月連続（図表 1-16）。金額ベースの季節調整済前月比では＋2.6%と、やはり 5 ヵ月連続のプラスである。

輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると、米国向け（9 月：前年比▲6.1%→10 月：＋0.8%）は 15 ヵ月ぶりのプラス転換、EU 向け（同▲23.3%→▲10.9%）はマイナス幅が大きく縮小。アジア向け（同▲3.7%→＋2.8%）は 10 ヵ月ぶりのプラス転換。うち中国向け（同＋15.8%→＋15.6%）は 2 ヵ月連続で 15%

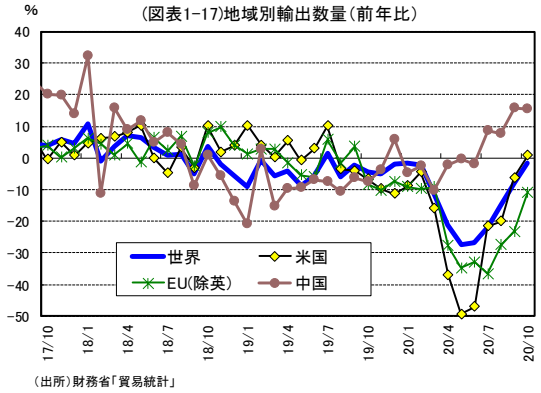
（図表1-16）輸出指数の推移(前年比)



（出所）財務省「貿易統計」

を超える伸びとなっている。中国向けがけん引する形は変わらないが、他の地域向けも全体として改善している（図表 1-17）。

世界経済の先行きの不確実性は依然として高い。新型コロナウイルス感染症は、4 月上旬にいったんピークを迎えた後、中南米や南アジアで 5 月以降感染拡大が本格化、夏場以降は欧州で第二波が襲来し、多くの都市で再び経済活動の制限を余儀なくされている。



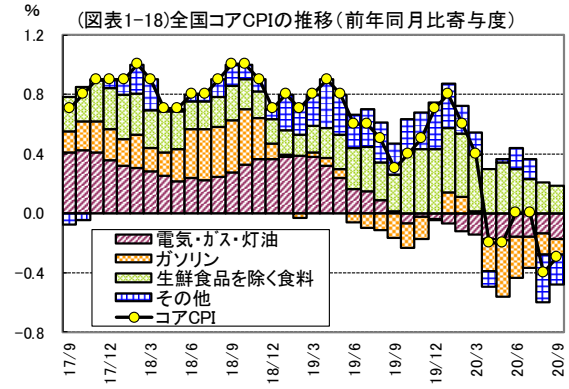
（出所）財務省「貿易統計」

主要先進国の実質成長率は、7－9 月期はペントアップディマンドの顕在化もあって高い伸びとなったが、10－12 月期は再び大きく鈍化しよう。国別の流行状況に差はあるが、どの国でも断続的に感染者の発生が続き、再流行への不安が燻り続けると考えられるため、国民が外出を控え気味にする傾向は容易に変わらないだろう。各国政府も移動規制や営業規制を完全に撤廃することはできず、対面サービス産業を中心に苦戦が続くと考えられる。特に大きな第二波に襲われた欧州各国の消費、投資マインドの戻りは鈍いものとなろう。

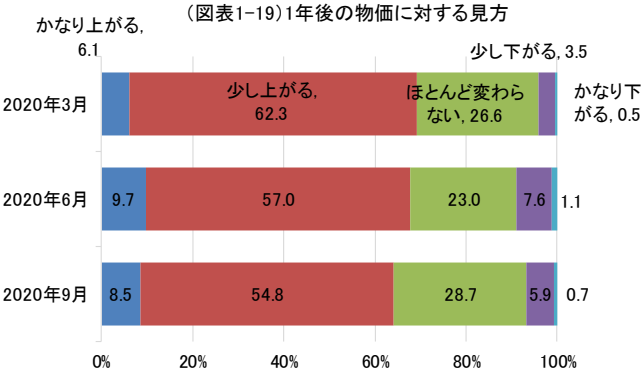
米中対立は、バイデン新政権のもとでも改善が見込めない状況にある。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易の低迷が続き、外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げよう。「With コロナ」の経済構造の再構築には相応の時間がかかるとみられ、少なくとも 2021 年いっぱいは、どちらかと言えば副作用と後遺症が目立つ展開が続く可能性が高い。こうした環境下、日本の輸出も緩慢な回復にとどまると予想する。

デフレスパイラルの危険は小さい

9 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コア CPI）は、前年比▲0.3%と、2 ヵ月連続のマイナスとなった（図表 1-18）。Go To Travel キャンペーンの開始に伴う宿泊料の大幅下落の影響を除けば同±0.0%で、事実上、4 ヵ月連続で±0.0%が続いている。昨年 10 月以降の消費者物価には、消費増税や、幼児教育・保育の無償化、コロナ、Go To Travel キャンペーンとさまざまな特殊要因が作用しており、トレンドが見えにくくなっている。総じて物価は弱含みとの評価が可能だが、個別品目の変動にとどまっている面も大きく、一般物価が全体として低下に向かう兆しは乏しい。日銀が四半期に一度発表する「生活意識に関するアンケート調査」を見ても、1 年後の物価見通しについては、「少し下がる」と「かなり下がる」の合計が、8.7%から、6.6%に低下しており、足元で国民のデフレ期待が進行していない様子も示されている（図表 1-19）。コロナ下でも物価見通しが比較的安定しているのは、日銀にとっては安



（出所）総務省「消費者物価指数」



（出所）日銀「生活意識に関するアンケート調査」

心材料である。マイナスの需給ギャップが大きく開いている点には警戒が必要だが、デフレ逆戻りは今のところ差し迫ったリスクではない。

長短金利は当面据え置き

10 月 28、29 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。6 月以降、これで 4 会合連続でのすえ置きとなる。景気の現状判断は、9 月の「持ち直しつつある」から、「持ち直している」へと、小幅ながら 2 会合連続で上方修正した。ただし、先行きの見通しの留保条件として、「感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、上記の見通しでは、広範な公衆衛生上の措置が再び導入されるような感染症の大規模な再拡大はないと想定している」と、感染症に絡む不確実性を強調している。その後、欧州では「広範な公衆衛生上の措置」が再び導入される事態となっている。日本でも感染が再拡大している現状に鑑みれば、日銀の見通しの最大のリスクは引き続きコロナということになりそうである。

市場の一部で予想されていた、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の延長措置は取られなかったが、黒田総裁は、「来年 3 月末までの時限措置を間際になって云々するということは良くないと思いますので、当然のことながら、状況をみながら必要な時期に延長するということであれば決定していきたいと考えています」と述べており、延長自体は既定路線とみられる。次回の決定会合は 12 月 17、18 日、その次の会合が 1 月 20、21 日である。1 月後半となると、残り 2 ヵ月あまりであり、年度末越えの資金繰り支援を決定するには少し遅い印象が否めない。また、12 月会合で見送れば、市場は 1 月会合での延長決定を強く織り込むとみられ、市場予想に対し後手に回る印象も出てくる。従って、12 月 17、18 日の会合でなんらかの措置が発表される可能性が高い。

この先、急速な円高が進まなければ、長短金利の目標値の変更はないだろう。為替相場の動きは、市場心理に与える影響を考えた場合、その水準とともにスピードが重要になるが、足元のペースでじりじりと円高が進む限りにおいては、100 円を割り込んでもすぐに日銀が動くことはないとみる。大幅な円高が進んだ場合は、政府による為替介入しかないように思えるが、バイデン政権の財務長官に、FRB 理事のブレイナード氏が指名された場合、為替介入は容認しないのではないかともささやかれている。今のところ、リスクオフではなく、リスクオン下での円高である分、円高加速余地は小さいとみているが、円高進行は金融市場、および日本経済にとって大きなリスクである。

日銀が「特別付利」の制度を創設

11 月 10 日に日銀が、「地域金融強化のための特別当座預金制度」の創設を発表した。

新制度の内容は、条件を満たした地銀、信金の日銀当座預金に対し、＋0.1%の「特別付利」を実施するというものである。条件は、経営統合の決定か、経費の削減を通じた経営基盤の強化である。重きが置かれているのは前者である。地銀の統合支援は、菅政権肝煎りの政策であるが、中央銀行の業務としてはきわめて異例といってよい。ただ、スキーム自体は地銀への補助金であり、この点、マイナス金利の副作用対策としての意味合いもあることがポイントと思われる。

対象先が一部に限られるとはいえ、付利金利の引き上げは「利上げ」そのものである。したがって、対象先が増えれば増えるほど、マイナス金利政策の障害となる可能性を秘めている。経費削減にしても、経営統合にしても、すぐに達成できる条件ではなく、対象先は徐々にしか増えない制度設計になっているこ

とから、短期市場の不安定化は避けられそうだが、日銀がマイナス金利をやりたいのか、プラス金利をやりたいのか、一層わかりにくくなった点は否めない。

こうした政策を、金融政策決定会合ではなく、政策委員会の通常会合で決めたのは、「あくまで金融政策とは別」ということをアピールするねらいがあったと考えられる。ただ、対象先となる地銀にとってはマイナス金利の撤廃であり、金融政策の一環でもある。日銀にとって、政策のアカウンタビリティの確保はますます難しさを増している。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

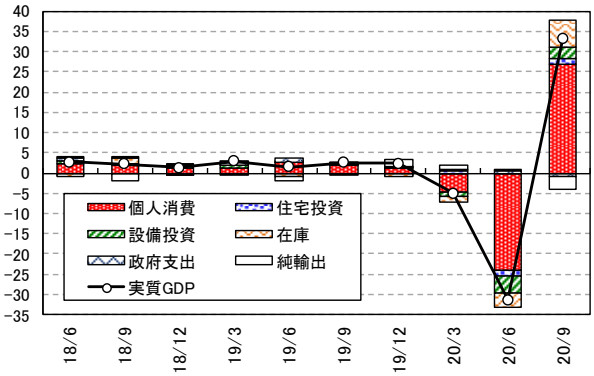
7－9月期の米実質GDP成長率は前期比年率＋33.1%と、3四半期ぶりのプラスとなった。4－6月期の成長率は、新型コロナウイルスの感染拡大により、比較可能な1947年以降で最大の落ち込み幅を記録したが、7－9月期は感染拡大後にとられた各種制限措置が緩和され、経済活動が再開したことや、経済対策の効果による恩恵により、1947年以降で最大のプラス幅となった。もっとも、感染拡大前の2019年10－12月期と比べればまだ3.5%のマイナスであり、コロナ前の水準を回復するには至っていない。また、足元では新規感染者数が再び増加しているほか、米議会で検討中であった追加対策についても実現の目途がたっていない。コンファレンスボードが発表する景気先行指数をみると、前月差が月を追うごとに鈍化しており、景気回復の勢いが徐々に鈍っている様子がうかがえる。今後の米国景気は、新型コロナウイルスの感染動向に左右される展開が続くものの、感染再流行への警戒ムードの残存などから、均せば緩慢な回復を余儀なくされると予想する。

サブシナリオでは、再度感染拡大ペースが加速することで再びマイナス成長へ逆戻りすると見込む。ロックダウンの強化により米国経済は再び停止状態に追い込まれる。4－6月期以降、経済活動は再び回復に向かうが、二度のロックダウンを余儀なくされた国民の精神的ショックは大きく、回復ペースはメインシナリオに比しさらに緩慢なものにとどまると想定する。

7－9月期の米成長率は急回復

7－9月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋33.1%と、3四半期ぶりのプラス成長となり、プラス幅も比較可能な1947年以降で最大となった（図表2-1）。新型コロナウイルスの感染拡大後にとられた各種制限措置が緩和され、経済活動が再開したことや、経済対策の効果で大きく持ち直した。もっとも、感染拡大前の昨年10－12月期と比べればまだ3.5%のマイナスであり、コロナ前の水準を回復するには至っていない。

（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

需要項目別にみると、個人消費が前期比年率＋40.7%と、4－6月期の落ち込み幅を大きく上回り、3四半期ぶりのプラスとなった。経済活動の再開により、ペントアップディマンドが顕在化したほか、経済対策の効果も押し上げに繋がった。住宅投資も同＋59.3%と大幅プラスに転じた。住宅ローン金利の低下に加えテレワーク環境を求めて郊外物件の需要が増加したことなどが奏功した。設備投資は同＋20.3%と4四半期ぶりのプラスとなった。コロナウイルスの感染拡大に収束の目途が立たないなか、テレワーク需要の高まりなどを背景に情報通信が堅調だった。

純輸出は、輸出が同＋59.7%と3四半期ぶりのプラスとなったが、輸入も同＋91.1%と大幅プラスに転じた結果、成長率全体への寄与度は5四半期ぶりにマイナスとなった。輸入の増加は、在庫の増加に繋が

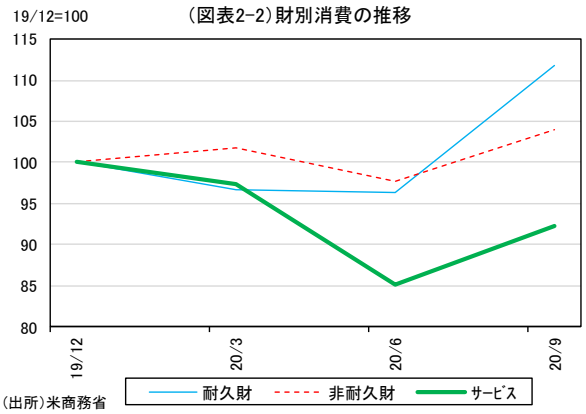
ったとみられ、在庫投資による成長率全体への寄与度は6四半期ぶりにプラスに転じた。

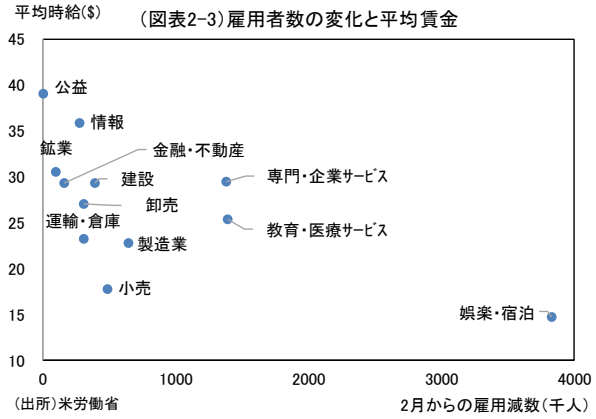
足元ではコロナウイルスの新規感染者数が再び増加しているほか、米議会で検討中であった追加対策についても成立の目途が立っていない。景気先行指数（前月差）は月を追うごとに鈍化しており、足元で景気回復の勢いが鈍っている様子を示している。今後の米国景気は、大統領選決着後に成立が見込まれる追加対策の効果が下支えとなるものの、コロナワクチンが完成し、実用化の目途が立つまでは、感染再流行への警戒ムードが残ることから、均せば緩慢な回復を余儀なくされよう。

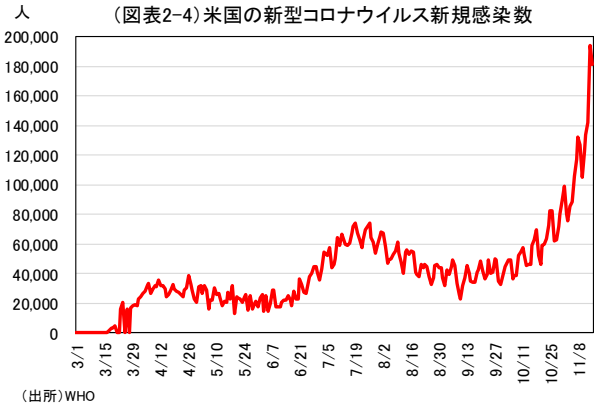
コロナ問題が個人消費の重しに

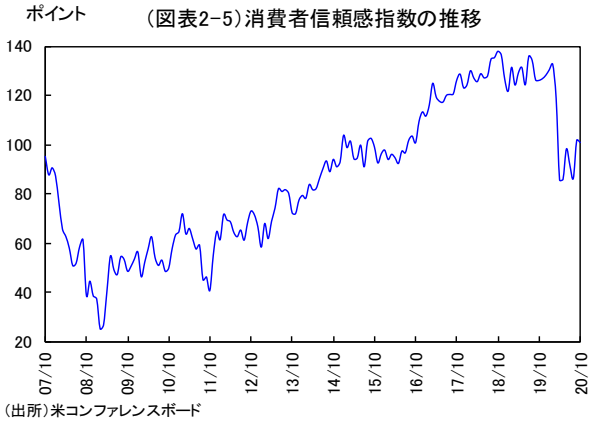
7－9 月期の個人消費は、3 四半期ぶりのプラスとなった（前掲図表 2-1）。財別にみると、耐久財消費が前期比年率＋82.2%、非耐久財消費も同＋28.8%と、ともに大幅な増加となった。また、コロナ禍での各種行動制限の影響を多分に受けたサービス消費も同＋38.4%と回復した。寄与度別にみると、耐久財消費が＋5.18%、非耐久財消費が＋4.06%、サービス消費が＋16.04%と、特にサービス消費が全体をけん引した格好。感染拡大防止のための外出制限が緩和され、経済活動が再開されたことに伴い、ペントアップディマンドが顕在化したほか、経済対策の効果も押し上げに繋がった。もっとも、サービス消費だけは、感染拡大前の 2019 年 10－12 月期の水準を取り戻せておらず、コロナ問題の影響をより大きく受けている様子がうかがえる（図表 2-2）。

足元の雇用情勢を見ても同様の傾向が見て取れる。米国で、新型コロナウイルスの感染拡大が本格化する前の、2 月からの雇用者数の推移を業種別にみると、娯楽・宿泊業や教育・医療サービス等、サービス関連業態で雇用の減少幅が大きいことがわかる（図表 2-3）。特に、娯楽・宿泊業の低迷が顕著であり、感染拡大を防止するための各種制限措置による影響で、外食やレジャー、観光等で雇用の回復が遅れている様子がうかがえる。









足元では、新規感染者数がこれまでのピークを越える水準まで再び増加しており、イリノイ州のシカゴでは、バーやレストランの屋内飲食を禁止するなど、各州で再び制限措置が導入されている（図表 2-4）。サービス業の雇用者数がコロナ前の水準に戻るのは相応の時間を要する可能性が高く、雇用環境の回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。雇用環境の先行き不透明感や感染再流行への警戒ムードの残存などから、消費者マインドの回復も遅れている（図表 2-5）。

経済活動の再開に伴うペントアップディマンドや対策効果が一巡すれば、個人消費の回復ペースは鈍化しよう。今後の個人消費は、感染が拡大すれば抑制され、感染が弱まれば持ち直す動きが続くとみられ、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。

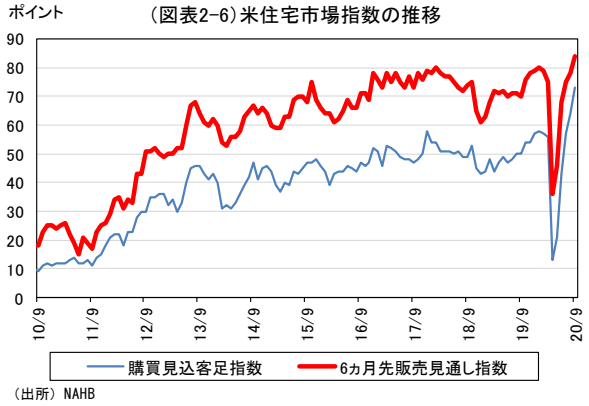
住宅投資は緩慢な回復へ

米国の住宅市場は堅調に推移している。ペントアップディマンドの顕在化という一時的な要因も大きいが、それを可能にしているのが住宅ローン金利の低下である。FRB（米連邦準備制度理事会）が実質ゼロ金利政策を実施するなか、住宅ローン 30 年金利は低下基調をたどっており、足元では 1971 年以降で最も低い水準となっている。FRB は、当面金融緩和を維持する見込みであり、住宅投資をサポートしよう。

住宅市場の先行指標も堅調に推移している。新築住宅着工件数に先行する着工許可件数が回復基調を維持しているほか、建設業者の景況感を示す住宅市場指数をみると、現況販売指数だけでなく、6 ヵ月先販売見通し指数や購買見込客足指数が、1985 年以降で最も高い水準まで上昇しており、住宅供給側で先行き楽観姿勢が強まっている様子を示している（図表 2-6）。コンファレンスボードの調査によれば、6 ヵ月以内に住宅を購入すると考える人が、住宅バブルが発生した 2007 年当時を上回って推移しており、需要側の消費者も住宅購入意欲が旺盛である。新築、中古住宅の在庫比率がともに低位で推移しており、在庫不足感が生じていることも今後の住宅投資の下支え要因となろう（図表 2-7）。

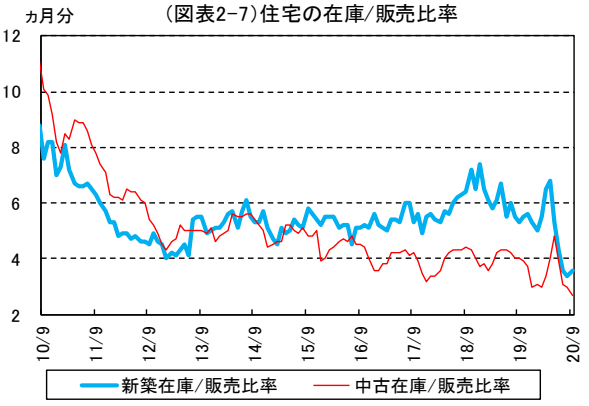
一方で、先行きには懸念材料も存在する。FRB が 3 ヵ月に一度、銀行の貸出態度や資金需要の動向を調査するシニア・ローン・オフィサー・サーベイをみると、4 月調査以降、銀行の貸出態度が厳格化している様子がうかがえる（図表 2-8）。特に、7 月調査で厳格化度合いが急激に増しているが、調査期間が 6 月 22 日から 7

（図表2-6）米住宅市場指数の推移



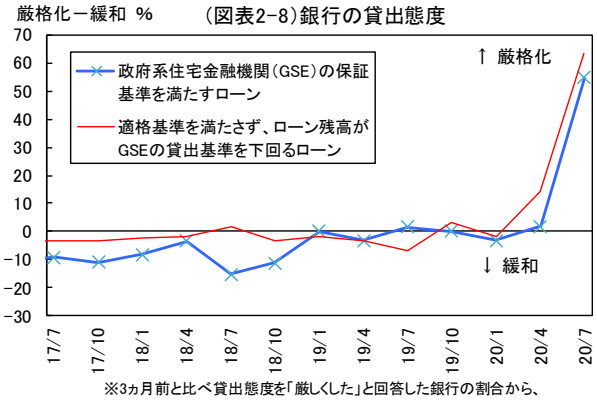
（出所）NAHB

（図表2-7）住宅の在庫/販売比率



（出所）米商務省、米不動産業協会(NAR)

（図表2-8）銀行の貸出態度



※3ヵ月前と比べ貸出態度を「厳しくした」と回答した銀行の割合から、「緩くした」と回答した銀行の割合を控除して作成

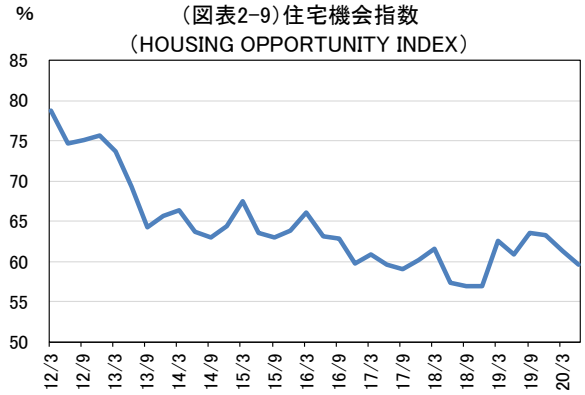
（出所）FRB

月 2 日と、米国で新型コロナウイルスの新規感染者数が一旦ピークアウトしたため、経済活動を再開した結果、感染者数が再び増加し始めた時期と重なる（前掲図表 2-4）。足元では、感染者数がさらに増加しつつあり、収束までには時間を要すると見込まれることから、今後も貸出態度が厳格化した状態が継続する可能性が高い。

MBA （米抵当銀行協会）のデータが示すように、住宅ローンの延滞率が足元で急上昇している点も懸念される。コロナ禍で雇用環境が悪化したことが要因と考えるが、雇用は 4 月を底に持ち直しているとはいえ、改善はまだ道半ばであるほか、足元では改善ペースが徐々に弱まっている。

また、物件の値頃感が徐々に低下していることもマイナス材料と言える。NAHB（全米住宅建設業協会）が公表する、家計の所得中央値で購入できる住宅の割合を示す住宅機会指数（HOUSING OPPORTUNITY INDEX）をみると、住宅価格の上昇を背景に低下傾向をたどっている（図表 2-9）。依然として 60%近くが所得中央値で購入可能となっており、すぐに購入を諦める層が急増する訳ではないと考えられるものの、指数の低下は家計の住宅取得能力の衰えを示しており、今後ボディブローのように効いてこよう。今後の住宅投資は、低金利を背景に増加基調が続くものの、これらの要因が重しとなる結果、10－12 月期以降、増加ペースが徐々に鈍化すると予想する。

（図表2-9）住宅機会指数
（HOUSING OPPORTUNITY INDEX）



（出所）NAHB

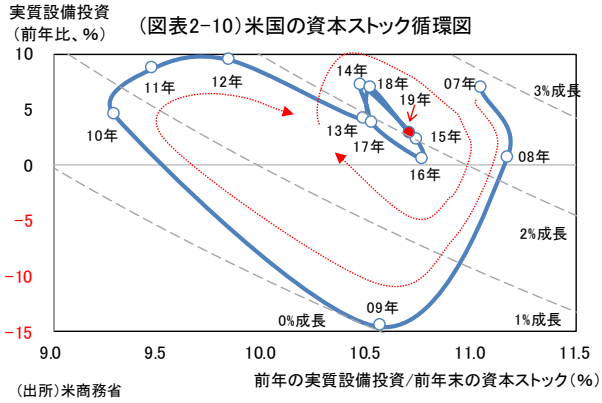
設備投資は力強さに欠ける展開に

7－9月期の設備投資は、経済活動の再開や経済対策の効果もあって大きく持ち直したが、元々、2020年の設備投資は、循環面から冴えない展開になることが示唆されていた（図表2-10）。

資本ストックと生産量との間の技術的関係が短期的には大きく変わらないとすると、企業が資本ストックをどれだけ積み増すかは、需要がどのくらい伸びると予想するかにかかっている。図表2-10では、設備投資と資本ストックの比率が期待成長率（斜め破線）を示すラインを越えてくると、企業は資本ストックが充分積み上がったと判断し、設備投資を徐々に抑えようとする傾向が読み取れる。このため、資本ストック循環図は各時期の期待成長率を中心に円を描く形となる。

民間エコノミストを対象としたブルーチップの10月調査によれば、2022～2031年における米国景気の長期成長率予測は前年比で＋1.9～2.2%となっている

（図表2-10）米国の資本ストック循環図



（出所）米商務省

（図表2-11）米国景気長期成長率見通し

（単位：%）	実質GDP成長率（前年比）				
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
コンセンサス	2.9	2.3	2.1	2.0	2.0
上位10社平均	3.8	2.9	2.4	2.3	2.2
下位10社平均	2.1	1.9	1.7	1.6	1.7

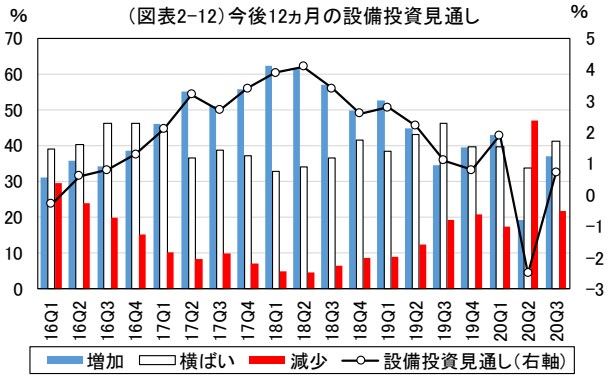
（単位：%）	実質GDP成長率（前年比5年平均）	
	2022～26年	2027～31年
コンセンサス	2.2	1.9
上位10社平均	2.7	2.2
下位10社平均	1.8	1.7

（出所）BLUECHIP

（図表2-11）。この数値が米国の期待成長率のコンセンサスに相当すると考えるなら、資本ストック循環図が2018年時点で期待成長率2%のラインを上回っていることから、2019年の設備投資は、期待成長率から見込まれる需要を概ねカバーできる程度まで資本ストックが積み上がったと判断し、設備投資を抑えた様子が現れていると解釈できる。同様に2020年についても、2019年の循環図が期待成長率2%ライン近辺で推移していることを踏まえれば、企業が資本ストックの積み増しに積極的となる可能性は低いことが示唆されていた。実際、設備投資は2019年10－12月期から前期比年率でマイナスに転じ、コロナ問題も加わって2020年前半に大きく落ち込んだ。

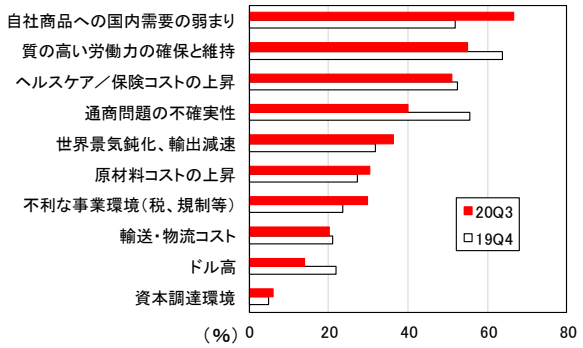
今後の設備投資は、先行指標や企業のアンケート調査を見る限り増加基調をたどるとみられるものの、力強さに欠ける展開が続きそうである。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、今年前半にコロナ問題の影響で手控えられた反動増などから持ち直しているが、前月比で見た時のプラス幅は月を追うごとに鈍化している。また、米国の大手企業経営者が所属する経済団体であるビジネス・ラウンドテーブルの調査では、向こう6ヵ月の設備投資を「増やす」と回答した企業から「減らす」と回答した企業の差が＋9とプラスに転じたものの、その水準は過去10年間の平均＋28と比べて低位にとどまっている。全米製造業協会（NAM）が行なった2020年第3四半期の製造業予測調査における、今後12ヵ月の設備投資見通しをみても、前回第2四半期調査から改善したとはいえ、2016年第2四半期以来の低水準にとどまっている（図表2-12）。

（図表2-12）今後12ヵ月の設備投資見通し



（出所）全米製造業協会（NAM）

（図表2-13）現在直面している最大の課題



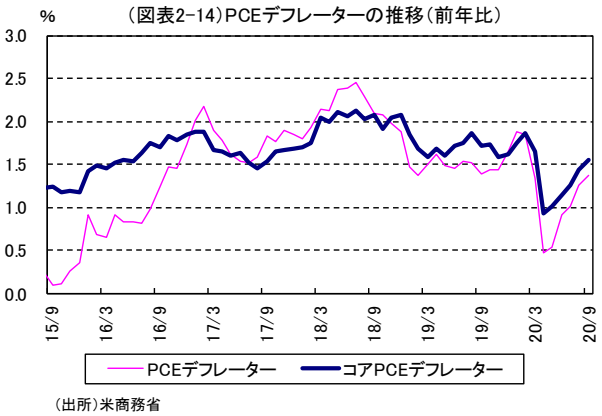
（出所）全米製造業協会（NAM）　※複数回答可のため、合計が100%とならず

同予測調査の回答企業に、「現在直面している最大の課題は何か」と聞いたところ、「自社商品への国内需要の弱まり」が最も多い回答となった（図表2-13）。感染拡大に伴う米国景気の基調的な弱さや先行き不透明感が企業にとって最大の懸案事項となっている様子がうかがえる。発表元の NAM によれば、製造業者の見通しは改善したものの、過去平均をいまだ下回っており、全体の約62%は2021年以降まで収益がコロナ以前のレベルに戻らない予想になっていると指摘している。コロナ問題に収束の目途がつかないなか、今後の設備投資は力強さに欠ける展開が続くと予想する。

FRB は様子見を継続

9 月のコア PCE デフレーターは前年比＋1.5%と、FRB が目標とする 2%を下回って推移している（図表2-14）。経済活動の再開に伴い、米景気は最悪期を脱したと考えられることから、今後は徐々にプラス幅が拡大すると予想する。しかしながら、コロナ問題の収束に時間を要すると見込まれるなか、景気の回復ペースは緩やかなものにとどまると見込まれ、コア PCE デフレーターの伸びも 2%を下回る状態が続こう。

11 月 FOMC では、市場予想どおり政策金利がすえ置かれたほか、資産買い入れについても現状ペースを継続する姿勢が示された。会合後に発表された声明文を見ると、FRB が注視する雇用とインフレについては、雇用は回復しているものの、依然として水準は低いと見ているほか、インフレについても抑制され続けていると評しており、金融緩和スタンスを長期にわたって継続する姿勢が改めて示されたとみる。政策金利は少なくとも、予測期間中の 2022 年まではすえ置かれよう。



声明文の冒頭には、「この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じる」との考えが示されており、FRB の危機対応モードに変化はみられない。12 月に開催予定の次回 FOMC では、年末が期限となっている各種の貸付ファシリティの期限延長が発表されると予想する。（担当：大広）

３．欧州経済見通し

〈要　　約〉

7－9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋12.6%（前期は同▲11.8%）と、過去最大の落ち込みとなった 4－6 月期からプラスに転換した。しかしながら、10－12 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は、各国のロックダウンの影響により、再びマイナスに転じる可能性が高い。その後は、各種財政・金融政策の効果発現に伴い、景気は回復基調での推移を見込むが、ペース自体は緩やかなものにとどまると予想する。

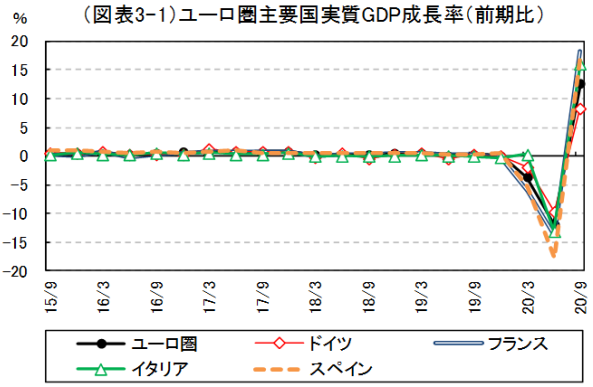
ECB は 12 月の理事会で、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の拡充を軸とする追加緩和策を講じると予想する。さらに年明け以降も、感染第二波の状況次第では、PEPP の増額や、貸し出し条件付き長期資金供給オペレーション（TLTROⅢ）の追加オペ実施、優遇金利の適用期間延長を含めたさらなる追加緩和に踏み切る可能性も否定できない。

英国についても、7－9 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋15.5%と大幅に改善した。しかし、イングランドで 11 月から約 1 ヵ月間再びロックダウンが導入され、10－12 月期の成長率は再びマイナスとなる可能性が高い。その後は経済活動の制限措置の緩和と政府の各種対策により景気は回復に向かうとみる。しかし、感染再拡大の懸念に加え、EU との新貿易協定締結後の経済環境への不透明感が企業の設備投資の足かせとなり、景気回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。

ユーロ圏景気は再び悪化の見込み

7－9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋12.6%（前期は同▲11.8%）と、過去最大の落ち込みとなった 4－6 月期からプラスに転換した（図表 3-1）。主要国の成長率をみると、ドイツ（同▲9.8%→＋8.2%）、フランス（同▲13.7%→＋18.2%）、イタリア（同▲13.0%→＋16.1%）、スペイン（同▲17.8%→＋16.7%）がいずれも大幅プラスとなっている。ペントアップディマンドの顕在化や、各種財政・金融政策の効果発現により、高めの伸びになったとみられる。

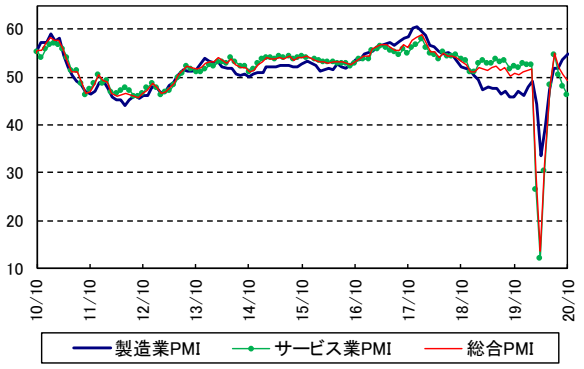
（図表3-1）ユーロ圏主要国実質GDP成長率（前期比）



（出所）ユーロスタット

GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）をみると、4 月に過去最低となった後、7 月に好不況の境目である 50 を上回ったが、8 月に再び下落に転じ、直近の 10 月は 50.0 となった（図表 3-2）。業種別にみると、製造業では、世界的な経済活動の再開に伴う輸出の回復などにより 7 月以降 50 を上回って推移する一方、サービス業は、新型コロナウイルス感染再拡大により失速し、9 月から 2 ヵ月連続で 50 を下回っている。

（図表3-2）ユーロ圏製造業・サービス業PMI



（出所）ファクトセット

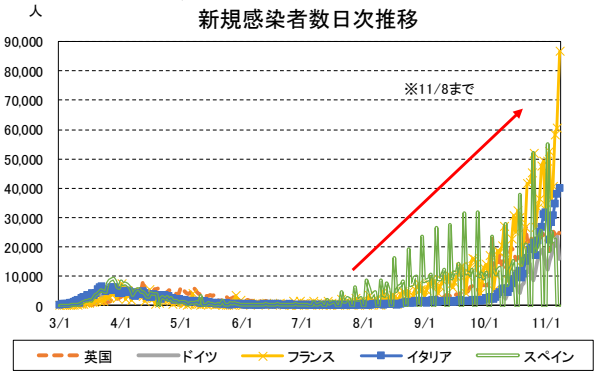
10－12 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は、各国のロックダウンの影響により、再びマイナスに転じる

可能性が高く、新型コロナウイルス流行前の 2019 年 10－12 月期の水準に戻るのは、2023 年までずれこむとみる。

新型コロナウイルスに収束の兆しはみえない

欧州では、3 月中旬ごろから新型コロナウイルスの感染が急速に拡大したが、6 月には主要国の新規感染者数が 1,000 人を切るなど、いったんは落ち着いたかに見えた（図表 3-3）。しかし、7 月以降、欧州各国で再び感染が拡大している。早期に感染が拡大したスペインでは、感染者が多くみられたマドリード市内外での不要不急の移動を 10 月 2 日に制限し、10 月 25 日には全土に緊急事態宣言を発動した。スペイン以外の欧州主要国も、10 月 30 日にフランス、11 月 2 日よりドイツが、部分的なロックダウンを約 1 ヵ月間実施することを決定した。イタリアでも 11 月 6 日よりロックダウンが開始され、再び経済活動の制限を余儀なくされている。

（図表3-3）欧州新型コロナウイルス
新規感染者数日次推移



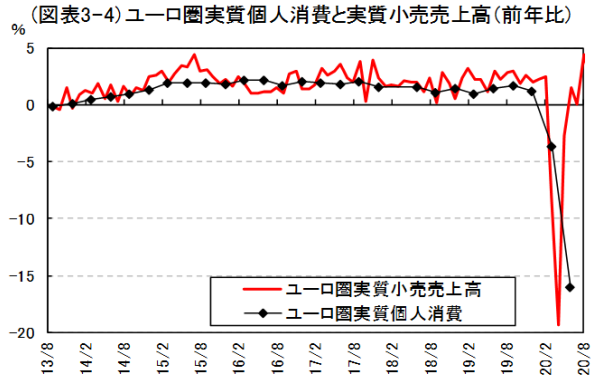
（出所）EU Open Data Portal

ほとんどの EU 加盟国は、シェンゲン協定によって、自由に国境を行き来できるが、新型コロナウイルス感染症の流行で、3 月には国境の往来が制限された。感染が一時収束した 6 月以降、徐々に制限が解除されてきたが、再度欧州各国間で、移動制限が課される可能性が高い。スペインでは、すでに緊急事態宣言を 2021 年 5 月まで延長することを決めており、感染状況次第では、他国もこれに追随する可能性がある。今後、都市封鎖が完全に解除されるためには、新型コロナウイルスのワクチンないし治療薬の開発を待たねばならないだろう。

個人消費は低迷を余儀なくされる見通し

GDP 統計上の個人消費と概ね似た動きをするユーロ圏の実質小売売上高は、7－9 月平均で前年比＋2.2%と、4－6 月平均の同▲6.8%からプラス転換した（図表 3-4）。月次ベースの実質小売売上高は、4 月に底をつけた後に切り返し、6 月には 4 ヵ月ぶりに前年比プラスとなった。直近 9 月は前年比＋2.2%の伸びとなっている。ネット販売を中心に、足元の個人消費は回復している。

（図表3-4）ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高（前年比）



（出所）ユーロスタット

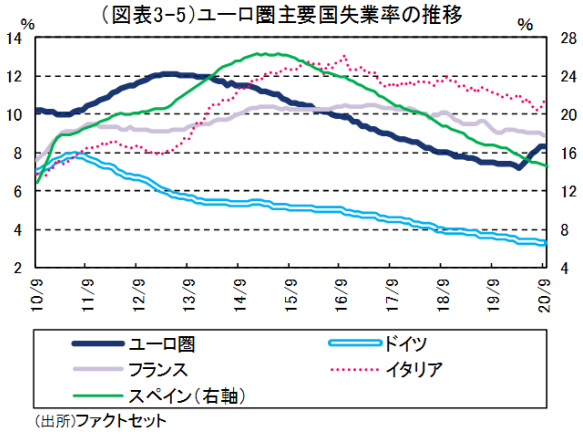
個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境をみると、失業率は上昇傾向で推移している。9 月のユーロ圏の失業率（季節調整値）は 8.3%と、コロナ禍直前の 2 月から 1.1%の上昇である（図表 3-5）。

ただ、リーマン・ショック時と比較すると、GDP 統計の落ち込みほど、失業率の悪化幅は大きくない。背景には、時短勤務や一時帰休となった従業員に対する給与の一部を政府が補償するなど、4 月に欧州各国政府が導入した各種政策の効果がある。政府の企業に対する各種資金支援策や、ECB がこれまで実施してきた各種流動性供給策によって、企業の倒産は引き続き抑制されるとみるが、今後の雇用環境は、感染状況に大きく左右されよう。

前述の給与補償以外に、ドイツやオーストリアなどが付加価値減税を実施しているほか、フランスやオランダでは各種納税の延期や中断、イタリアやスペインなどでは個人事業主への現金給付などを実施している。これらの各種政策は、今後個人消費を下支えするとみられる。ただし、年末までの時限措置となっているものが多い。多くの国が期限延長を検討するとみられるものの、その場合、景気下支え効果が見込まれる一方で、将来的な財政再建がより厳しくなる点にも警戒が必要である。

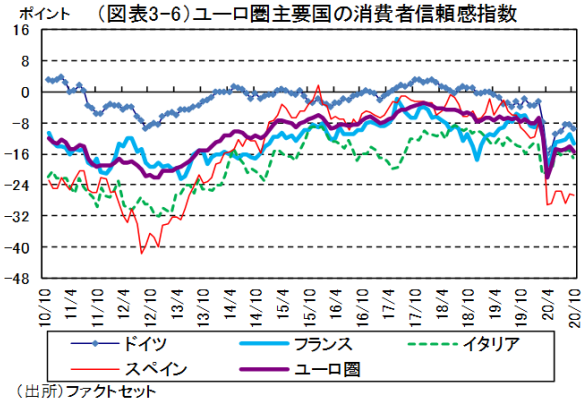
一方で、マインド指標である消費者信頼感指数をみると、4 月以降、徐々に改善していたが、10 月に再び悪化に転じた（図表 3-6）。新型コロナウイルスのワクチンないし治療薬が開発されない限り、消費者の先行き不透明感はなかなか払しょくされないとみる。今後の個人消費は、各種政策効果により下支えされるものの、感染再拡大による家計の消費抑制姿勢も残ることから低迷を余儀なくされよう。

（図表3-5）ユーロ圏主要国失業率の推移



（出所）ファクトセット

（図表3-6）ユーロ圏主要国の消費者信頼感指数



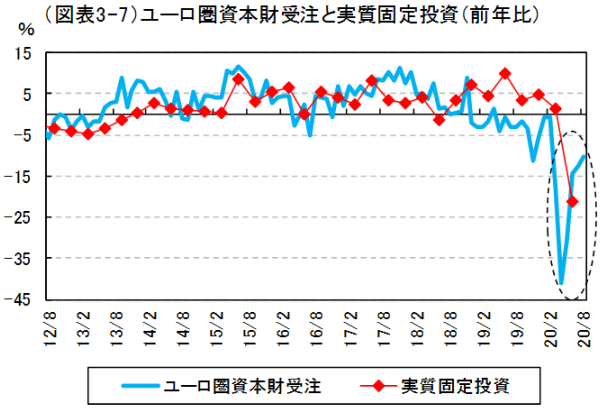
（出所）ファクトセット

固定投資の回復ペースは 2021 年以降も緩やか

GDP 統計上の固定投資に数ヵ月先行するとされる資本財受注は、前年比マイナス圏での推移が続いていたが（図表 3-7）、7－9 月期の GDP ベースの固定投資は、4－6 月期から大きく改善したようだ。しかし、10－12 月期の固定投資は、前期比で再びマイナスに転じるとみている。日本や米国などに比べ、ユーロ圏は輸出依存度が高く、外需が回復しないことには、固定投資の回復も見込みがたい。外需の回復は新型コロナウイルスの動向次第であるが、主要な輸出相手国をみると、中国では感染が抑えられているものの、アメリカでは再拡大している。また、現在はいったん感染が落ち着いている新興国も、今後は感染者が増加する可能性がある。コロナ禍によって、企業収益が悪化し、設備投資意欲に影響を与えるほか、各国政府による融資保証制度の終了によって、貸出基準が厳格化する見込みとなっていることなどを踏まえると、固定投資は、当面は低迷が続く可能性が高い（図表 3-8）。

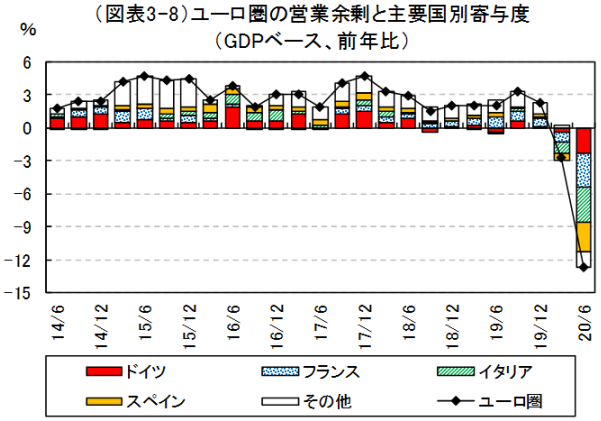
前述の融資保証制度は、経済環境や新型コロナウイ

（図表3-7）ユーロ圏資本財受注と実質固定投資（前年比）



（出所）ECB、ユーロスタット

（図表3-8）ユーロ圏の営業余剰と主要国別寄与度
（GDPベース、前年比）



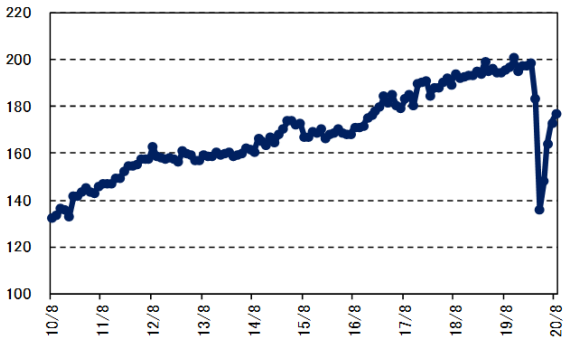
（出所）ファクトセット

ルスの動向によって、延長ないし拡充される可能性も十分にある。また、ECB がこれまで実施してきた金融緩和策によって、金利が低位で抑えられていることも、固定投資の下支えとなろう。しかしながら、企業収益の悪化や、外需の落ち込みなどによって、今後の固定投資の回復ペースは緩やかなものにとどまると見込む。

輸出は緩慢な回復傾向で推移

貿易統計ベースの輸出金額は、4－6 月期の大きな落ち込みから、足元では、徐々に回復している（図表 3-9）。今後の輸出について、主要相手国別に見通すと、まず中国向けは、中国経済が主要貿易相手国の中で、最も早くコロナ禍から持ち直し、回復基調を辿っていることから、増加傾向で推移するとみる。ただし、香港や新疆ウイグル自治区での人権問題を巡り、欧州と中国の政治的対立が深刻化しつつあり、中国側から何らかの大規模な報復措置が取られた場合には、対中輸出が伸び悩む可能性もある。米国向けについても、回復傾向での推移を見込んでいるが、米国の保護主義的な通商政策の推進には、引き続き注意が必要である。米国は、EU のエアバスへの補助金を巡り、欧州製品への報復関税を 10 月より発動した。具体的には、フランス、ドイツ、スペイン、英国のオリーブなどの加工食品、酒類、トラックなどの工業品に対し、最大 25%の関税の上乗せを行なっている。一方、EU 側も米国のボーイングへの補助金は不当とし、WTO も認めたことから、米国の航空機や農産物などに報復関税を課した。今後も追加関税措置をお互いに発動する場合には、輸出の改善ペースの鈍化が懸念される。

（図3-9）ユーロ圏の輸出金額（季調済）の推移



（出所）ファクトセット

英国向けについては、EU 離脱の移行期間の期限である 2020 年末後の EU と英国間の新協定がどのようなものになるかにかかっている。EU と英国の協議は、引き続き難航しており、英国は交渉の打ち切りも示唆している。一切の協定を結ばずに EU を離脱する「事実上の合意なき離脱」に至る事態は想定しないが、不透明感はきわめて高い。企業も最悪の事態に備え、英国を外したサプライチェーンの再構築を実施していると考えられ、英国への輸出は伸びにくい状況が続くとみられる。

今後の輸出は、不確定要因が多いものの、2021 年にかけて、中国向けがけん引する形で緩慢ながら回復傾向で推移するとみる。

ECB は追加緩和へ

ECB は 3 月以降、コロナ禍で打撃を受けたユーロ圏経済を下支えすべく、矢継ぎ早に各種の追加金融緩和策や資金供給策を打ち出した（図表 3-10）。6 月の理事会では、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の規模を 6,000 億ユーロ増額し、総額 1 兆 3,500 億ユーロとしたほか、実施期間の 6 ヵ月延長、再投資を 2022 年末まで実施するといった PEPP を中心とした追加緩和策を発表した。10

（図表3-10）コロナ禍以降のECBの金融政策

政策金利（すえ置き）

預金ファシリティ金利：▲0.5%
主要リファイナンス金利：0.0%
限界貸出ファシリティ金利：＋0.25%

量的緩和（資産買い入れ拡大）

APP全体で200億ユーロ/月の規模拡大（3月）
上記に加え、年内で1,200億ユーロの追加（3月）
7,500億ユーロ規模のPEPPを新設（3月）
PEPPを6,000億ユーロ増額（6月） （買い入れ期間は2021年6月まで延長、債券再投資は2022年末まで実施）

信用緩和（民間金融機関への資金供給要件の緩和等）

追加のLTROの実施（3月）
TLTROⅢ適用金利引き下げ（3月、4月）
貸出条件のないPELTROを新設（4月）

（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

明治安田総合研究所

月の理事会では、金融政策の変更はなかったが、理事会後の記者会見において、ラガルド総裁は、次回 12 月の理事会での追加緩和策を打ち出す可能性を示唆した。12 月の理事会では、PEPP の規模を 5,000 億ユーロ増額し、実施期間をさらに 6 ヵ月延長する追加緩和策を講じると予想する。

（図表3-11）ECBスタッフ予想

失業率以外は前年比 失業率の矢印は改善の場合は上向きとなる	9月予想			（前回）6月予想		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
実質GDP成長率	↑▲ 8.0	↓ 5.0	↓ 3.2	▲ 8.7	5.2	3.3
失業率	↑ 8.5	↑ 9.5	↑ 8.8	9.8	10.1	9.1
インフレ率	0.3	↑ 1.0	1.3	0.3	0.8	1.3

（出所）ECB

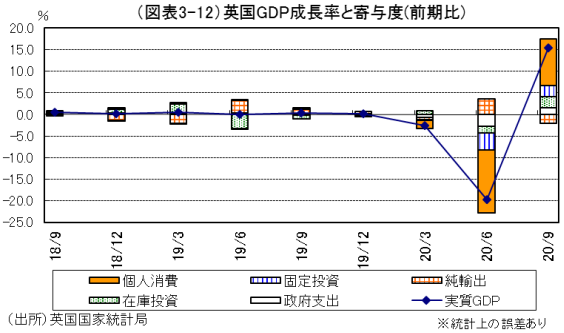
また、9 月に ECB より公表されたマクロ経済見通しをみると、2021 年のユーロ圏インフレ率は、ECB がターゲットとする「2%を下回るが、その近辺（below, but close to 2%）」より低い水準での推移が予想されている（図表 3-11）。直近の 10 月のユーロ圏総合消費者物価指数（HICP、速報値）は、前年比▲0.3%と 3 ヵ月連続でマイナスとなっている。

年明け以降の ECB の金融政策については、物価が低位で推移していることや、感染第二波の状況次第では、物価のさらなる下落が見込まれることから、追加緩和に踏み切る可能性が否定できない。その場合には、PEPP のさらなる増額や、貸し出し条件付き長期資金供給オペレーション（TLTROⅢ）の追加オペ実施、優遇金利の適用期間延長などを行なうとみる。一方、マイナス金利の深堀りは、日銀同様、銀行収益への悪影響が逆に信用収縮につながるとの警戒感が強く、政策金利は現行水準ですえ置かれると予想する。

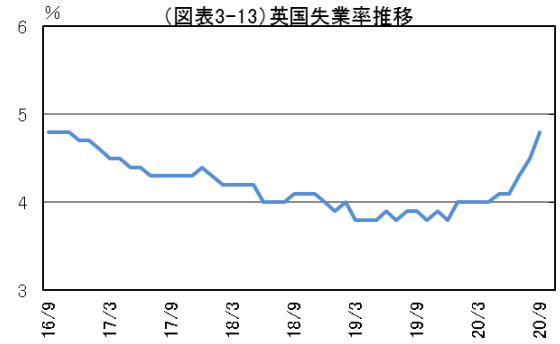
英国景気も 10－12 月期にマイナス成長の可能性

英国の 7－9 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋15.5%と大幅に改善した（図表 3-12）。経済活動の再開と、8 月に政府が行なった飲食店支援キャンペーン「Eat Out to Help Out」が回復に寄与した形である。

もっとも、月次実質 GDP を見ると、7 月は前月比＋6.3%、8 月は同＋2.2%、9 月は同＋1.1%と、6 月の同＋9.1%をピークに伸び率は鈍化傾向にある。9 月以降は感染第二波が到来し、地域を限定して住民の行動を制限したり、店舗に営業停止を命令したりするローカルロックダウンの動きが広がったことが大きく影響した。



（出所）英国国家統計局



（出所）英国国家統計局

7－9 月の失業率は前月の 4.5%から上昇し、4.8%となった（図表 3-13）。景気悪化の影響に加え、当初 10 月末までの予定だった政府雇用支援策 CJRS（Coronavirus Job Retention Scheme）の延長決定前に雇用継続が不可能と判断され、解雇された失業者が増えた影響もあったと考えられる。足元では、再び新規感染者数が急増し、イングランドでは 11 月から約 1 ヵ月間、ロックダウンが再導入されている。美容院、ジム、映画館など生活用品以外を扱う店舗は休業し、レストランはテイクアウトのみ許可される。感染状況によっては封鎖が延長される可能性もあり、その場合は景気回復に一段とブレーキがかかる可能性が高い。

明治安田総合研究所

政府も対策を急いでいる。CJRS は、10 月末に 12 月までの延長が決定、その後 3 月末までの延長が決まった。また、7 月中旬から行われてきたレストラン等での飲食、ホテル宿泊利用料などの VAT（付加価値税）の引き下げも、2021 年 1 月中旬まで継続される。

10－12 月期の成長率は再びマイナスとなる可能性が高いが、2021 年 1－3 月期以降については、経済活動の制限措置の緩和が見込まれるのに加え、政府の各種対策も下支えとなることで、景気は回復に向かうとみる。しかし、感染再拡大への警戒感が残るのに加え、EU との新貿易協定締結後の経済環境への不透明感が企業の設備投資の足かせになっていることから、景気回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。有効なワクチンの早期普及が実現すれば、2021 年後半にかけて景気回復ペースが加速する展開もありえるが、不確実性は高い。

BOE は、11 月の委員会において、歴史的低金利水準の維持や、資産買い入れの拡大を決定した。2021 年 1 月から国債購入額を 1,500 億ポンド増やし、総額 8,750 億ポンドとする。これまでの金融緩和策は、引き続き英国経済を下支えするとみる。

BREXIT に関しては、主に漁業権、公平な競争の確保などで話し合いが難航している。それを踏まえ、想定しうるシナリオは、①協議が難航している案件も含めて「完全合意」、②議論が難航している部分については棚上げし、関税ゼロや関税割り当て数量枠無しなどといったように貿易に関する事柄は合意する「一部合意」、③FTA に合意せず移行期間が終了する「事実上の合意なき離脱」である。現状、通商協定の話し合いはまとまっておらず、「事実上の合意なき離脱」の可能性も残っているが、パンデミックの打撃を受けた EU・英国双方の経済にこれ以上ダメージを与えないために、お互い譲歩し「一部合意」に至る可能性が最も高いと予想する。関税、通関手続き等が変わることによる物流混乱の可能性があるため、合意当初は逆に貿易の足かせとなるかもしれないが、そうした混乱は時間の経過とともに緩和され、その後の景気は緩やかに回復するとみられる。（担当：前田、齊藤）

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

7－9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比＋4.9%と 2 四半期連続のプラス成長となった。世界的に新型コロナウイルスが猛威を振るう中、中国では感染拡大を封じ込めることに成功しており、経済活動も順調に回復している。政府主導のインフラ投資や自動車購入への補助金策などが功を奏し、経済を下支えしている。また、新型コロナウイルスの世界的な拡大によって、マスクなどの衣料品や在宅勤務向けのパソコン需要が急増したことも経済回復の大きな原動力となった。9 月までの累計ベースでの GDP 成長率は前年同期比で＋0.9%となっており、通年でもプラス成長になることが確実な情勢である。主要先進国の今年の GDP 成長率がマイナス圏に沈むことが見込まれている一方で、中国は独り勝ち状態ともいえる。

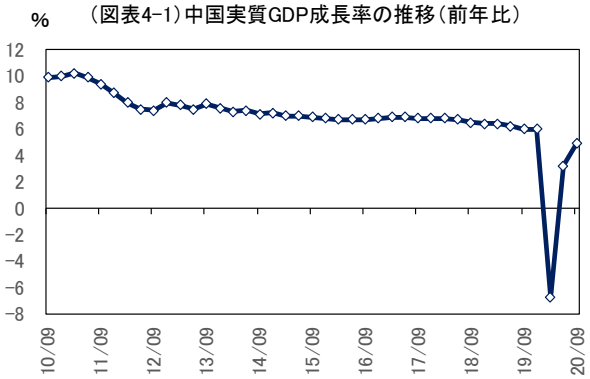
もっとも、欧州や米国で感染の再拡大が確認され、主要国で行動制限が再び実施されるなど、世界経済に対する不確実性が高い状況は今後も続くと想定される。主要国の経済情勢が今後さらに悪化した場合には、中国経済にも相応の影響が出ることは確実である。2020 年の実質 GDP 成長率は前年比＋2.0%、2021 年の同成長率は同＋8.0%、2022 年の同成長率は同＋6.0%と予想する。

サブシナリオでは、中国でも感染第二波に襲われることで、今年 1～2 月のような大規模ロックダウンが実施され、経済活動が停止する。欧米での全面的な経済活動停止も加わり、2021 年 1－3 月期の同成長率は再びマイナスとなる。その後は、徐々に経済活動が再開されるも、回復ペースはメインシナリオよりもはるかに緩慢なものにとどまる。2020 年の GDP 成長率は前年比＋1.5%、2021 年は同＋2.5%、2022 年は同＋4.5%と予想する。

7－9 月期の成長率はプラス幅を拡大

中国の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比＋4.9%と、2 四半期連続のプラスとなった（図表 4-1）。事前の市場予想（同＋5.5%）は下回ったものの、景気回復が順調に進んでいることを示した。産業別にみると、第 1 次産業は同＋3.9%と前期(同＋3.3%)から小幅の上昇にとどまったが、第 2 次産業と第 3 次産業は、それぞれ同＋6.0%、同＋4.3%と、前期（同＋4.7%、同＋1.9%）から伸びが大きく加速した。産業のすそ野が広い第 3 次産業でのプラス幅が大きく拡大していることは、幅広い分野で経済活動が本格的に再開されていることを示す。業態別にみると、建設業が同＋8.1%と前期（同＋7.8%）に続き好調だった。不動産も同＋6.3%と前期（同＋4.1%）よりもプラス幅が拡大した。製造業も生産活動の回復が一段と進んでいることを背景に、同＋6.1%と前期（同＋4.4%）を上回る伸びとなった。

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）



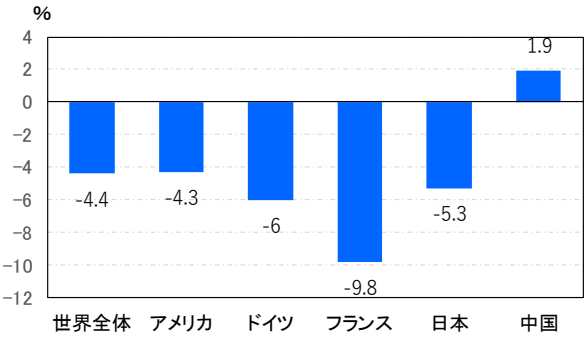
（出所）中国国家統計局

1－9 月の累計ベースでの GDP 成長率は前年同期比で＋0.9%と、すでにプラス圏に浮上している。IMF

明治安田総合研究所

の経済見通しによると、2020 年の主要国は軒並みマイナス成長となる中で、中国のみプラス成長が見込まれており（図表 4-2）、相対的な回復の早さは明らかである。

（図表4-2）IMFによる2020年のGDP成長率予測

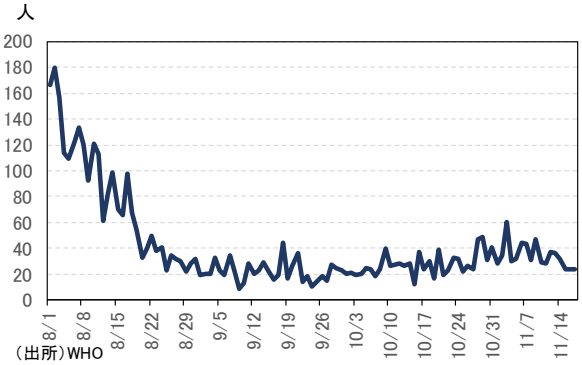


（出所）IMF

感染の拡大は抑制

中国の新型コロナウイルスの感染状況をみると、7 月後半から 8 月にかけて、一時的に新規感染者数が 200 人を記録した時期もあったが、その後は 100 人以下となっており、感染の抑え込みに成功している（図表 4-3）。10 月上旬に中国東部の青島市でクラスター（集団感染）が発生した際には、感染拡大を防ぐ措置として、4 日間で約 1,000 万人に PCR 検査を実施するなど、大規模な感染検査と徹底した隔離措置により感染拡大を抑え込んだ。欧米に比べて、行動制限の実施において、強権的な手法が可能なことも、感染拡大が抑え込まれている要因と言える。これから本格的な冬に突入することもあり、当局は感染第二波への警戒感を強めているが、現在の徹底した措置が継続されれば、他の主要国より感染再拡大のリスクは小さいであろう。

（図表4-3）中国の新規感染者数の推移



（出所）WHO

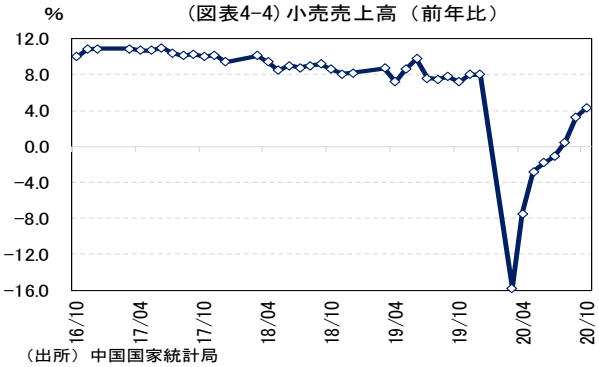
個人消費の回復ペースは加速

10 月の小売売上高は前年比＋4.3%と、前月の同＋3.3%よりもプラス幅が拡大した（図表 4-4）。都市部（同＋4.2%）、農村部（同＋5.1%）とも 3 ヵ月連続で前年比プラスとなり、中国の全域で個人消費が回復している様子が示された。感染収束直後の個人消費は、鉱工業生産などに比し、回復の遅れが目立っていたが、ここへきてキャッチアップが進んできたといえる。

業種別の動向をみると、自動車は 4 ヵ月連続で前年比二桁の回復を示した（図表 4-5）。背景には中国政府の補助金や減税策がある。また、大都市圏でのナンバープレートの発給制限が緩和されていることも追い風になっている。

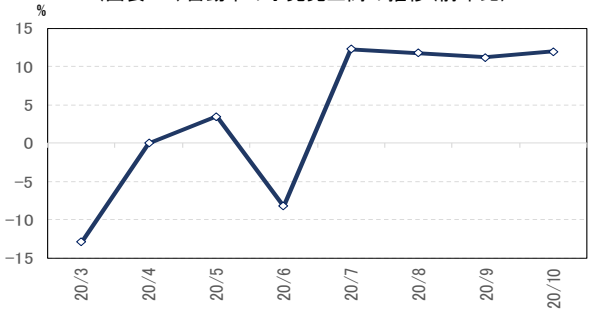
旅行需要も回復している。国慶節と中秋節の連休における北京市の観光客数は前年同期比＋8.4%の増加となったほか、人気リゾート地の海南島では、免税枠が拡大されたこともあり、免税店の売上げは前年同期比約 2.5 倍まで増加した。連休中の中国国内移動者数は前年同期

（図表4-4）小売売上高（前年比）



（出所） 中国国家統計局

（図表4-5）自動車の小売売上高の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

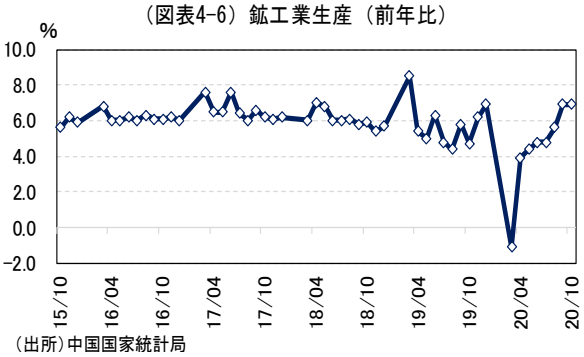
の約 80%まで回復している。

中国国務院は 9 月に、景気回復を下支えするため、インターネット通販などの「新型消費」を促進する方針を示している。今後も多様な消費促進政策が実施される見通しである。これらの政策効果もあり、今後も個人消費は底堅く推移すると予想する。

鉱工業生産も順調に回復

10 月の鉱工業生産は前年比＋6.9%と、昨年 12 月以来の伸びとなった前月と同じ伸びとなった（図表 4-6）。生産の拡大ペースは、コロナ禍前と同じレベルに戻ったといえる。国内の新型コロナウイルスの封じ込めに成功していることや、世界的な経済活動が再開したことにより、内需・外需ともに回復していることが原動力になっている。

（図表4-6）鉱工業生産（前年比）



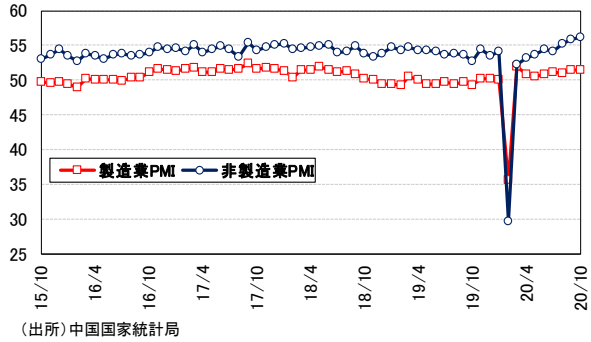
（出所）中国国家統計局

製造業は同＋7.5%と、前月（＋同 7.6%）からプラス幅が小幅縮小したものの、引き続き堅調な回復が続いている様子を示した。鉱業はこれまで概ね 1%～2%台の伸びだったが、10 月は同＋3.5%まで持ち直している。製造業でプラス幅の大きな品目をみると、産業用ロボットが同＋38.5%、IC が同＋20.4%となっている。政府のインフラ投資が活発に行われていることを背景に、粗鋼の伸びも同＋12.7%と高い。自動車は同＋11.1%となった。中でも新エネルギー車は同＋94.1%と、約 2 倍の伸びとなっている。政府は、今後も次世代通信ネットワークなどの新型インフラ建設や、新エネルギー車の普及を後押しする姿勢を見せていることから、これらの業種を中心に、鉱工業生産は、底堅く推移すると考える。一方、世界的な新型コロナウイルスの感染第二波により、世界景気の回復が遅れることは、回復ペースを抑える要因となろう。

PMI も好調を維持

企業マインドも順調に回復している。10 月の製造業 PMI は 51.4 と、前月に比べると若干低下したものの、好不況の境目である 50 を超え、回復基調が継続している様子を示した（図表 4-7）。非製造業 PMI は 56.2 と、前月に比べ 0.3 ポイントの上昇となった。中国国内で新型コロナウイルスの感染が抑制される中で、個人消費が回復していることが、非製造業 PMI の上昇を後押しした。製造業と非製造業を合わせた総合 PMI も 55.3 と同 0.2 ポイントの上昇となった。

（図表4-7）製造業と非製造業PMIの推移



（出所）中国国家統計局

一方で、項目別の指数をみると、5 月の全人代で重要課題に挙げられた雇用は、依然として 50 を下回る水準で推移している。世界経済の先行きに対する不確実性が依然として高いことから、企業は雇用に対して慎重な姿勢を維持している。輸入指数が 50.8 と前月を上回ったことは、中国国内の需要も回復傾向にあることを示している。また、先行指標である新規輸出受注指数も 51.0 と前月より上昇している。

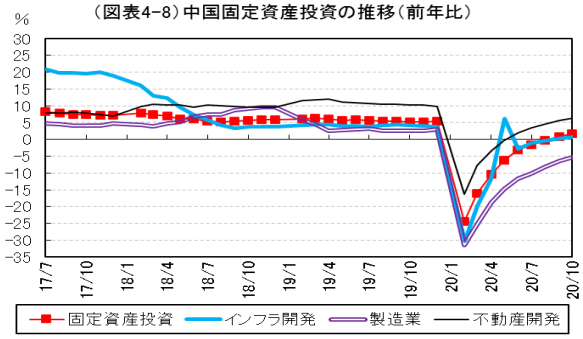
10 月の貿易統計を見ると、輸出は前年同月比＋11.4%と、5 ヵ月連続でプラス幅を拡大させている。た

だ、欧米で新型コロナウイルスの感染が再び拡大しており、ドイツ、フランス、英国ではロックダウンも実施されていることを考慮すると、輸出の回復基調が継続することに対する不確実性は高い。来年にかけても世界経済は全体として回復に向かうというのがメインシナリオだが、少なくともこの先数ヵ月の輸出の拡大ペースは徐々に鈍ると予想する。

固定資産投資も回復基調を示す

1－10 月の固定資産投資は、前年比＋1.8%と、前月の同＋0.8%からプラス幅が拡大した。内訳をみるとインフラ関連投資が同＋0.7%と 2 ヵ月連続でプラスとなったのに加え、不動産関連開発投資も同＋6.3%と 5 ヵ月連続でプラス幅を拡大させている（図表 4-8）。製造業は引き続き同▲5.3%とマイナス圏だが、マイナス幅は年初から縮小を続けている。製造業のうち、医薬品は新型コロナウイルスのワクチン製造に向けた動きから高い水準が続き、同＋22.8%と 5 ヵ月連続の 2 桁増になっている。固定資産投資は、外需の回復や政府の政策を反映し、今後も回復基調を続ける可能性が高い。特に 10 月まで 5 ヵ月連続の 2 桁増になっている情報通信は、政府が次世代通信の基地局などの情報通信施設を新たなインフラの促進分野としていることから、今後もけん引役を果たすと予想する。

（図表4-8）中国固定資産投資の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局　　※年初来累計値の前年比

人民銀行は金融緩和の副作用を警戒

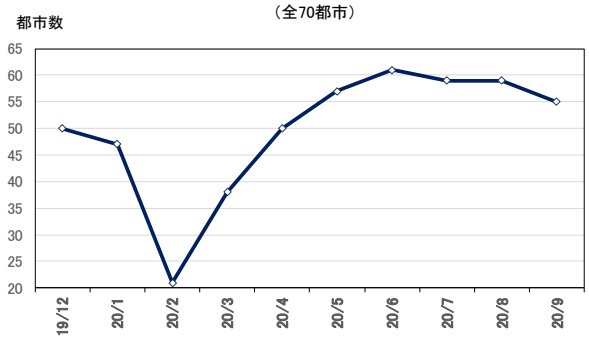
中国人民銀行は、政策金利の LPR（ローンプライムレート）1 年物を 2 月と 4 月に引き下げ、3.85%とした。ただ、その後は 6 ヵ月連続ですえ置いている（図表 4-9）。9 月下旬に行われた四半期定例会議後に発表した声明でも、成長の安定とリスク阻止について長期的なバランスを模索する意向を示しており、過剰な金融緩和には慎重な姿勢を示している。これまでの金融緩和策によって景気が下支えされる一方で、不動産市場の一部では過熱感も意識されるようになった。中国政府も不動産市場のバブル化を防ぐために、主要都市で、価格抑制を目的に住宅購入規制などを実施している。この効果により、主要 70 都市のうち前月よりも価格が上昇した都市数は徐々に減少傾向となっている（図表 4-10）。また、国家統計局も「住宅は住むものであり、投機の対象ではない」と不動産市場の過熱に警戒感を表している。

しかし、人民銀行がすぐに引き締めを行なうことは難しい。中小企業は依然厳しい業況が続いており、緩和的な金融環境を必要としている。中国政府としては、人

（図表4-9）中国LPRの推移

（出所）中国人民銀行

（図表4-10）新築住宅価格が前月よりも上昇した都市数の推移
（全70都市）



（出所）中国国家統計局

民銀行に金融緩和策を維持させる一方、別途資産バブル防止策を実施することで、景気の下支えとバブル発生の抑制を両立させるスタンスをとると考えられる。（担当：伊藤）

５．豪州・アジア新興国経済見通し

〈要　　約〉

豪州経済は、財政・金融政策の下支えにより回復基調をたどると予想する。もっとも、7月から実施されたロックダウンは、コロナ禍で2度目であることから、豪州国民のなかに感染再流行への警戒感が燻り続けるとみられ、個人や企業マインドの抑制要因となろう。今後の景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

韓国経済は、半導体、自動車の輸出が好調なものの、内需の回復は遅れている。家計債務拡大などの構造的問題は解決されておらず、2021 年も外需主導の不安定な回復が続くと予想する。

台湾経済は、世界的な半導体の需要増が追い風になっている。政府の機動的な消費刺激策も成果を挙げており、2021 年にかけても内外需バランスのとれた回復が期待できる。

シンガポール経済は、世界的な電子製品の需要増に伴う輸出の回復が期待できるものの、GDP の過半を占める飲食業、観光、ホテルなどのサービス業の低迷は長期化する見通しで、2021 年にかけても景気は緩慢な回復にとどまるとみる。

インド経済は、経済活動の規制緩和後に再度感染が拡大したこともあり、景気回復は遅れている。インフレ懸念が燻っていることもあって、大型財政に踏み切りにくいのもネックとなっており、反動増一巡後の景気回復ペースは鈍いものになると予想する。

（図表5-1）豪州・アジア新興国の実質GDP成長率予測（前年比、%）

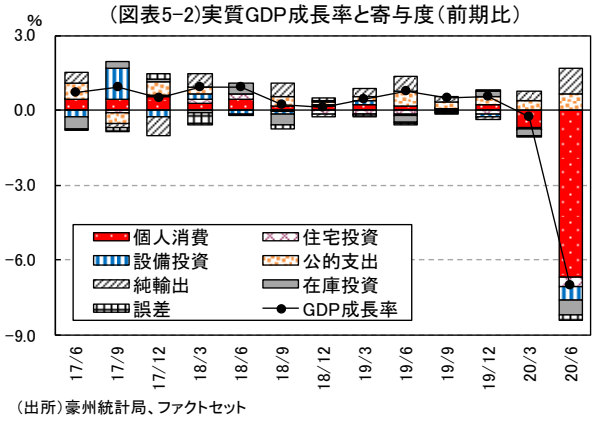
	2019年（実績）	2020年（予測）	2021年（予測）	2022年（予測）
豪州	1.8	-3.5	3.2	2.7
韓国	2.0	-1.3	3.1	3.1
台湾	2.7	0.4	3.2	2.1
シンガポール	0.7	-6.7	4.8	2.8
インド	4.2	-9.0	7.5	6.5

※インドは会計年度数値（4月～3月）
（出所）各種資料より明治安田総研作成

＜豪州＞

豪州の 4－6 月期実質 GDP 成長率は、前期比▲7.0%と 2 四半期連続のマイナスとなり、調査開始以来最大の落ち込みを記録した（図表 5-2）。約 29 年にわたり世界最長の景気回復が続いてきた豪州でも、コロナ問題を背景に景気後退に追い込まれた。感染拡大防止のための各種制限措置により、個人消費を中心に民需が総崩れとなったことが響いた。

（図表5-2)実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）豪州統計局、ファクトセット

豪州政府は 10 月 6 日に発表した 2020－2021 年度予算案において、企業への設備投資減税や家計への所得税減税などを含む、4 年間で総額約 980 億豪ドルの景気対策を発表した（図表 5-3）。景気対策は、今後 2 年間にわたる形で重点的に予算配分されており、2021 年にかけて豪州景気を下支えすることが見込まれる。

RBA（豪州準備銀行）は 11 月 3 日に開催した金融政策委員会で、コロナ禍で落ち込んだ景気の回復を支援するため、3 月以来となる利下げを実施し、政策金利を 0.25%から 0.10%に引き下げたほか、今後

明治安田総合研究所

6 ヵ月間で 1,000 億豪ドル規模の国債や州債の買入れを行なう量的緩和策も発表した。声明文では、インフレ率が持続的に 2～3%の目標範囲に収まるまで、政策金利を引き上げないとするスタンスを示しており、そのためには、賃金と雇用の大幅な増加が必要なことから、少なくとも 3 年は利上げを実施できない可能性を示唆した。また、雇用やインフレ見通しを踏まえて債券の買入れ規模を検討し続けるとし、必要な場合はさらなる対応の用意があるとの認識も示している。

（図表5-3）景気対策の主な内容

政策	予算規模（億豪ドル）
企業向け設備投資減税	267
個人向け所得税減税の前倒し	178
給与補助金	156
インフラ投資	108
キャッシュフロー支援のための一時的な損失繰り戻し	49
若者向け雇用支援策	40

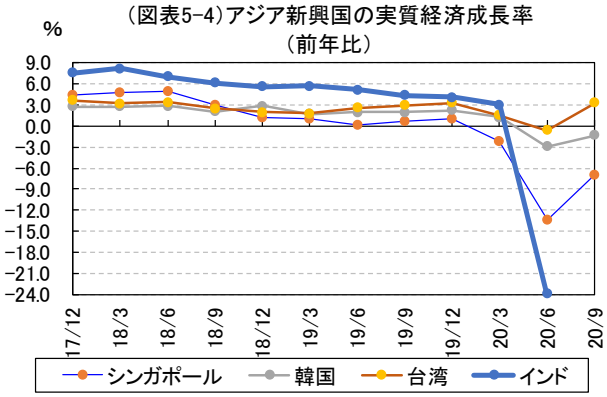
（出所）豪州財務省

豪州のコロナ感染者数については、7 月にメルボルンで導入されたロックダウンの効果によって、減少傾向をたどっており、10 月下旬にはレストランの営業が再開されるなど、行動制限措置が緩和されている。足元では、景気の先行指標とされる総合 PMI（購買担当者景気指数）が、10 月に好不調の境目とされる 50 ポイントを 2 ヵ月連続で上回った。今後の豪州景気は、財政・金融政策の効果を下支えに回復基調をたどると予想する。もっとも、今回のロックダウンはコロナ禍で 2 度目であることから、豪州国民のなかには今後も感染再流行への警戒感が燻り続けるとみられ、個人や企業マインドの重しとなり続けよう。景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

＜韓国＞

韓国の 7－9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比＋1.9%増となり、4－6 月期の同▲3.2%から 3 四半期ぶりにプラスに転じた。中国向けの半導体や自動車輸出に支えられ、輸出が同＋15.6%と、1986 年以来の高い伸びとなったことが寄与した。一方、民間最終消費支出は同▲0.1%、総固定資本形成は同▲1.9%と、内需は力強さを欠く推移が続いている。

（図表5-4）アジア新興国の実質経済成長率（前年比）



（出所）ファクトセット

10 月の失業率は 4.2%と、9 月から＋0.3%ポイント上昇したほか、就業者数も前年比での減少トレンドが続いていることで、個人消費は当面弱含みでの推移が予想される。輸出の高い伸びが続けば、総固定資本形成の早期回復も期待できるが、中国向けの輸出回復には、米中貿易摩擦の影響で、中国の大手企業が、韓国から半導体の調達を急いだという特殊要因も寄与していることから、持続性は不透明である。

韓国銀行（中央銀行）は10月14日、政策金利を過去最低の0.50%にすえ置くことを決定した。家計債務の拡大などの構造的な問題は解決されておらず、さらなる金融緩和には、慎重な姿勢を続けるだろう。

一方、韓国政府は、9月22日、2020年の第4次補正予算案約7兆8,000億ウォン（約7,020億円）を可決した。小規模事業者支援金、緊急雇用安定支援金、児童特別ケア支援金などが主要メニューだが、景気を押し上げるには力不足とみられる。

9 月の鉱工業生産が前月比＋5.4%と、8 月の同▲0.3%からプラスに転じるなど、韓国経済が底を打った可能性は高いものの、韓国経済は、2021 年にかけても、輸出の回復に頼らざるをえない状況が続くだ

ろう。ワクチンの早期普及で、主要国の景気が予想以上の回復を見せるようであれば、韓国経済も恩恵を受けることが期待できるが、内需主導の自律的な回復は期待しにくい。

＜台湾＞

台湾の 7－9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年同期比＋3.3%増と、4－6 月期の同▲0.6%からプラスに転じた。コロナ禍で世界的にサーバー、パソコンの需要が伸びたことで、輸出や設備投資が堅調だった。半導体の受託生産世界最大手、TSMC の 7－9 月期の売上高は過去最高を更新している。10 月の輸出額は前年同月比で＋11.2%と、引き続き高い伸びを維持している。半導体に加え、世界的な在宅勤務の増加に伴う、電子部品の輸出急増等が寄与している。

年前半は、コロナ下で海外渡航客が途絶したことが、観光産業に大打撃となっていたが、国内の感染がほぼ完全に封じ込められていることもあり、政府は 7 月から、国内旅行への補助金やクーポン配布などの観光需要喚起策を開始した。この結果、インバウンドの減少を相殺する勢いで、国内消費が伸びている。8 月の小売売上高は前年同月比＋8.2%と、8 月の過去最高額を更新、9 月も同＋2.9%と好調を維持している。9 月の失業率は 3.8%と、4 ヵ月連続で 3%台を維持、水準もじりじりと切り下げており、今後も個人消費の堅調推移が期待できる。

台湾の中央銀行は、9月17日、6月に続いて政策金利を1.125%にすえ置くことを決定した。消費者心理の改善と輸出の好調を評価しており、今後も当面すえ置くとみられる。また、台湾政府は4月に、新型コロナウイルス対策の特別予算の上限を、2,100億台湾元（約7,728億円）に引き上げる改正法案を可決している。外需の回復と政府の機動的な政策の効果で、2020年の台湾経済はプラス成長となる見通しである。海外経済の腰折れがなければ、2021年も、内外需のバランスの取れた成長が期待できる。

＜シンガポール＞

シンガポールの7－9月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比＋7.9%と、大幅マイナスだった4－6月期の同▲13.2%からプラスに転じた。同国は、4月7日から6月1日まで、ほぼすべての職場を閉鎖する「サーキットブレーカー」を実施していたが、これを段階的に緩和した影響が大きい。輸出（NODX、石油と再輸出を除く）は好調で、9月は前年同月比＋6.0%の伸びとなった。電子製品が同＋21.4%と大きく伸びており、内訳では、集積回路が同＋30.1%、パソコン部品は同＋22.7%となった。一方、海外からの観光客の急減に伴い、観光産業、特に航空、ホテルなどの売上が激減しており、景気回復の足かせになっている。

シンガポールの金融通貨庁（MAS、中央銀行に相当）は、2019年10月、2020年3月と、金融政策を緩和の方向に推し進めてきたが、GDP発表と同日の10月14日には現状維持を決定した。同日の発表では、国内のサービス部門、特に観光関連部門の回復が限定的なため、GDPの回復ペースは抑制されると説明している。

シンガポール政府は、6月2日から経済活動を再開、6月19日から第2段階（フェーズ2）と、規制を段階的に解除してきたが、10月20日には、最終第3段階（フェーズ3）に向けた行程表を発表した。前提条件として、国際展示会・会議などにおける、短時間で感染の有無を確認できる迅速検査の導入、映画館、飲食店などにおける追跡アプリと端末の導入等を打ち出している。

今後のシンガポール経済は、経済活動再開の効果に加え、世界的な電子製品の需要好調などによる輸出の回復持続が期待できるものの、GDPの過半を占める飲食業、観光、ホテルなどのサービス業の低迷は、長期化が避けられず、2020年の実質GDPは、前年比▲6.7%の大幅マイナス成長となり、その後の回復ペー

スも緩やかなものにとどまると予想する。

<インド>

インドの4－6月期の実質GDP成長率（速報値）は、前年同期比▲23.9%となった。3月下旬から5月まで実施された都市封鎖の影響が大きかった。政府消費支出は前年同期比＋16.4%と増加したものの、民間消費支出が同▲26.7%、総固定資本形成は同▲47.1%と、民需は軒並み大幅マイナスとなった。

政府は6月以降、段階的に経済活動を再開させているが、感染者数が再度急拡大したこともあって、経済の回復は遅れている。2020年の成長率は前年比▲9.0%と、主要国の中ではひときわ大きな落ち込みとなる可能性が高い。7－9月期のGDPは反動増が見込まれるものの、その後の回復ペースは鈍くなるとみられる。特に、GDPの過半を占める個人消費の回復には時間がかかるだろう。海外の大手IT企業が、インドへの大型投資を発表するなど、先行き明るい兆しもないわけではないが、インド経済は、当面、不安定な推移を余儀なくされよう。インフレ懸念が燻っていることで、大型財政が打ち出しにくいことも足かせとなっている。

インド準備銀行は、10 月の金融政策決定会合で、政策金利を 4.0%のまますえ置いた。2000 年以降、最低の水準であり、当面はすえ置きを予想する。（担当：大広、水野）

６．原油相場見通し

2020 年の WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物価格は、OPEC プラス（OPEC（石油輸出国機構）および非 OPEC 主要産油国）による協調減産や、世界各国の経済活動再開により、40 ドル/バレル前後まで回復後、膠着状態が続いている（図表 6-1）。

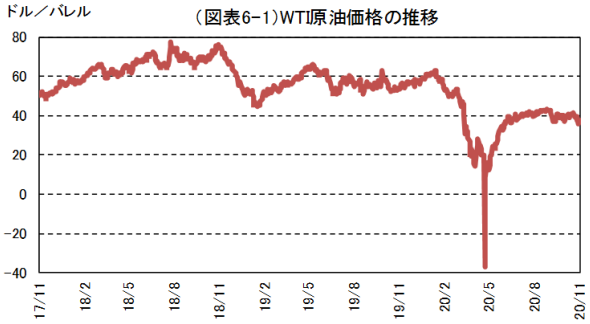
新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、各機関の 2020、2021 年の原油需要予想は従来より大きく引き下げられていたが、都市封鎖が徐々に解除されたのに伴い、6 月以降は小幅上方修正が続いていた。しかし、感染が再び拡大したことによる需要減退懸念から、9 月には需要予想が再度下方修正された（図表 6-2）。もっとも、四半期ごとの需要量推移をみると、コロナ前の水準には届かないものの、2021 年末にかけて回復傾向で推移すると見込まれている（図表 6-3）。

原油の供給過剰懸念に対処すべく、OPEC プラスは 4 月に過去最大の減産を実施することに合意した（図表 6-4）。その後、6 月に開催された会合で、当初 2020 年 6 月末までとしていた第一段階の減産期間を 1 ヵ月延長したが、7 月に開催された合同閣僚監視委員会で、8 月より協調減産規模を日量 200 万バレル縮小することを決定した。

今後の OPEC プラスの動きについては、当面は現状の協調減産を維持するとみられる。当初、協調減産に消極的だったロシアも現行の減産計画を支持しており、足元では目立った対立も起きていない。11 月 30-12 月 1 日に予定されているオンライン会議では、新型コロナウイルスの感染再拡大による原油需要量の低迷が懸念されることから、現在の減産規模の延長や、協調減産量が微修正される可能性はあるものの、大幅な修正や協調減産の撤回は予想しない。

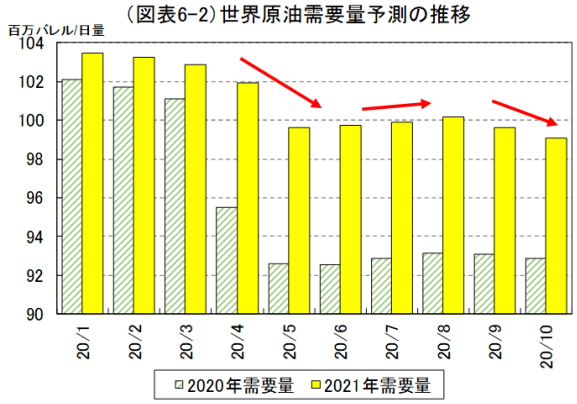
コロナ禍前まで拡大基調で推移してきた米国のシェールオイルの生産量は、原油価格の下落を受けて急減した後、一旦回復したが、現在はまた減少に転じている（図表 6-5）。多くの油田が採算割れの状態とみられ、業界再編・淘汰も進んでいる。開発動向についての EIA のレポートをみると、「完成した油井数（completed）」、「採掘済みで完成まもなくの油井数（DUC）」、「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」のすべてが前年比でマイナスとなっている（図

（図表6-1）WTI原油価格の推移



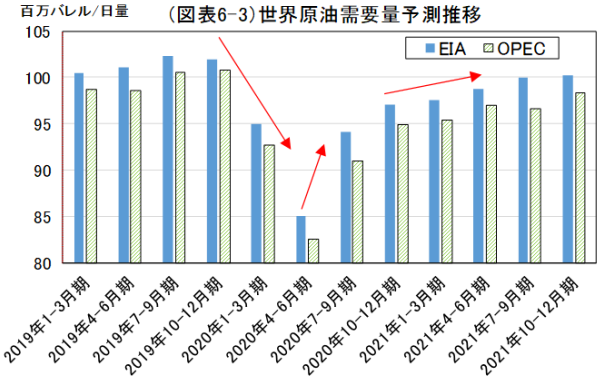
（出所）ファクトセット

（図表6-2）世界原油需要量予測の推移



（出所）EIA（Short-Term Energy Outlook）　※横軸の年月は、レポートの発行月

（図表6-3）世界原油需要量予測推移



（出所）EIA（Short-Term Energy Outlook）、OPEC月報の10月号

（図表6-4）OPECプラスの協調減産内容

減産期間	減産量	基準
2020年5月～7月末	日量970万バレル	2018年10月産油量を基準 ※サウジとロシアは 1,100万バレル/日量が基準
2020年8月～12月末	日量770万バレル	
2021年1月～2022年4月末	日量580万バレル	

・各国は約23%削減（ただし、メキシコは10万バレル/日量のみ減産）
（出所）OPEC、各種報道資料

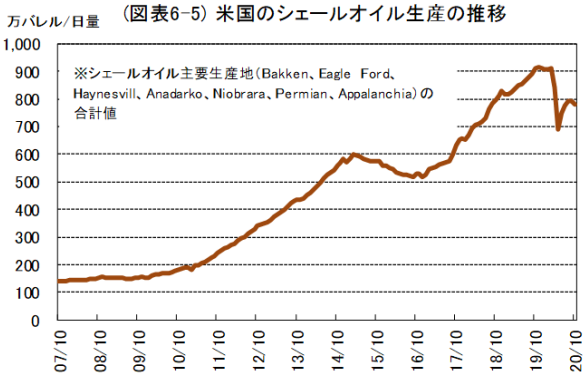
明治安田総合研究所

表 6-6)。特に Completed、Drilled については、前年比 70%以上の大幅減少が 6 月から続いている。引き続き、採算割れ油田の操業停止が見込まれ、年内の米国のシェールオイル生産は、減少傾向で推移する可能性が高い。

年明け以降は、景気回復が見込まれる中国やインドがけん引する形で、需要が緩やかに増加傾向で推移する一方で、供給は協調減産などにより、需要の増加ペースほどには増えないと予想する。そのため、原油価格が上昇する場面も見られるだろうが、多くのシェールオイル油田の採算ラインといわれる 50 ドル／バレル付近で、シェールオイルの生産を再開する油田が出てくるとみられ、原油価格は、その水準で頭打ちになろう。

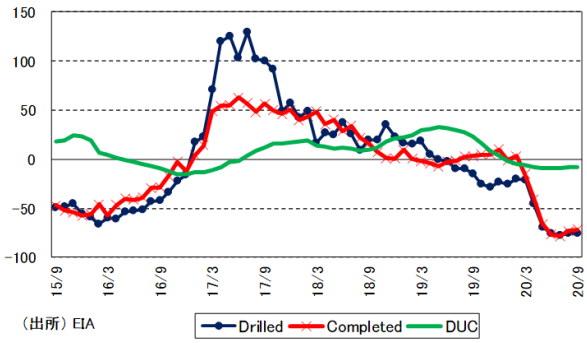
以上を踏まえると、今後の WTI 原油先物価格は、基本的には、35～55 ドル／バレルのボックス圏で推移するとみる。なお、欧州での都市封鎖による経済活動制限の長期化や、世界各国でさらなる経済活動制限措置が導入される場合には、30 ドル／バレルを割る展開もあり得るとみている。（担当：前田）

（図表6-5）米国のシェールオイル生産の推移



(出所)EIAより明治安田総合研究所作成

（図表6-6）米国シェールオイルの油井開発動向（前年比）



（出所）EIA

※本レポートは、明治安田総合研究所 政策・経済研究部が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●

株式会社 明治安田総合研究所 政策・経済研究部

〒102-0073 東京都千代田区九段北 3－2－11 TEL03-6261-7947