2021 年 2 月 18 日

２０２１－２０２２年度経済見通しについて

～世界経済はワクチンの普及とともに回復へ～

株式会社明治安田総合研究所（社長　永田 康弘）は、２０２０年１０－１２月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２１－２０２２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：　２０２１年度 ３．６％　２０２２年度 １．６％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２１年度 ３．６％　２０２２年度 １．９％

２．要点

①世界経済の先行きは依然、感染症の動向次第だが、主要国におけるワクチンの接種が本格化しつつあることもあり、不確実性の程度は緩和している。感染の拡大と縮小という波は今後も繰り返される可能性が高いものの、その振幅が小さくなり、景気への負のインパクトも弱まる中、各国で打ち出している経済対策の有効性が増していく展開が期待できる。2021 年は世界的に景気が回復に向かうシナリオの実現性が高まっている。

②リスクシナリオとしては、まず、ワクチンの効かない変異株が世界的に流行することで、主要国が再び経済活動の制限に追い込まれるパターンが考えられる。また、逆説的だが、ワクチンの普及で世界経済が急速に上向き、主要国の中央銀行が早期に利上げに動くとの観測が広がることが、株価急落の引き金を引くリスクもある。他には、保護主義的な動きの広がり、新興国の債務不安等が考えられるが、総じて状況は改善しており、リスクシナリオの示現確率は前回 11 月見通し時の 25%から 20%に引き下げる。

③感染症の後遺症は 2022 年までなんらかの形で残る可能性が高い。まず、景気回復が確実なものとなり、緊縮的な財政運営への方向転換を模索する国が増えれば、家計・企業マインドの重しとなる。景気対策の効果が一巡した後、多くの国で潜在成長率の低下が明らかとなり、「長期停滞」的な様相が強まる恐れもある。逆に、第 4 次産業革命が生産性革命に転化して、世界的に潜在成長率を引き上げる展開も期待できるが、1～2 年で顕著なトレンド変化を期待するのは難しいかもしれない。

＜主要計数表＞

	２０１９年度	２０２０年度		２０２１年度		２０２２年度	
	実績		前回		前回		前回
実質成長率	▲０．３％	▲４．８％	▲５．８％	３．６％	３．１％	１．６％	１．７％
成長率寄与度							
・内需	▲０．１％	▲４．０％	▲４．７％	２．３％	１．７％	１．５％	１．４％
・外需	▲０．２％	▲０．９％	▲１．１％	１．４％	１．４％	０．１％	０．３％
名目成長率	０．５％	▲４．１％	▲４．８％	３．６％	３．３％	１．９％	１．８％

※前回は２０２０年１１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@meijiyasuda.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＞2 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～P7
日本経済見通し	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P8～P16
米国経済見通し	シニアエコノミスト　　大広　泰三	P17～P21
欧州経済見通し	研究員　　前田　和孝 研究員　　齊藤　奏子	P22～P28
中国経済見通し	研究員　　伊藤　　基	P29～P34
豪州・アジア新興国経済見通し	研究員　　前田　和孝 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)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2020年度		2021年度				2022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	▲ 0.3%	▲ 4.8%	3.6%	1.6%	3.0%	▲ 1.2%	0.9%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
前期比年率	▲ 0.3%	▲ 4.8%	3.6%	1.6%	12.7%	▲ 4.9%	3.8%	2.8%	1.6%	1.5%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%
前年同期比	▲ 0.3%	▲ 4.8%	3.6%	1.6%	▲ 1.2%	▲ 1.8%	8.1%	3.4%	0.8%	2.4%	1.9%	1.6%	1.5%	1.4%
民間最終消費支出	▲ 1.0%	▲ 6.4%	2.1%	1.6%	2.2%	▲ 3.1%	1.1%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	2.5%	▲ 7.3%	0.2%	1.9%	0.1%	0.1%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
民間設備投資	▲ 0.6%	▲ 6.4%	3.3%	2.3%	4.5%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
政府最終消費支出	2.0%	3.4%	2.3%	0.8%	2.0%	▲ 0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
公的固定資本形成	1.5%	4.5%	2.5%	0.8%	1.3%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	▲ 2.6%	▲ 11.2%	11.4%	4.3%	11.1%	0.8%	1.7%	1.3%	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.3%	▲ 6.6%	3.4%	3.7%	4.1%	0.1%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%
名目GDP	0.5%	▲ 4.1%	3.6%	1.9%	2.5%	▲ 1.0%	1.0%	0.8%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
GDPデフレーター(前年比)	0.8%	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%

(前期比寄与度)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2020年度		2021年度				2022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	▲ 0.3%	▲ 4.8%	3.6%	1.6%	3.0%	▲ 1.2%	0.9%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
民間最終消費支出	▲ 0.5%	▲ 3.5%	1.1%	0.8%	1.2%	▲ 1.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.1%	▲ 0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	▲ 0.1%	▲ 1.0%	0.5%	0.4%	0.7%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.7%	0.5%	0.2%	0.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間在庫品増加	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.4%	0.3%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	▲ 0.2%	▲ 0.9%	1.4%	0.1%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	▲ 0.5%	▲ 2.1%	2.0%	0.8%	1.7%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	0.2%	1.2%	▲ 0.6%	▲ 0.7%	▲ 0.7%	▲ 0.0%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2015年暦年連鎖価格)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2020年度		2021年度				2022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	552.9	526.4	545.4	554.1	542.7	535.9	541.0	544.7	546.9	548.9	551.2	553.2	555.1	556.8
民間最終消費支出	299.8	280.5	286.3	290.8	289.3	280.2	283.4	285.8	287.3	288.7	289.7	290.6	291.2	291.9
民間住宅投資	20.4	18.9	18.9	19.3	18.6	18.6	18.8	18.9	19.0	19.1	19.2	19.3	19.3	19.4
民間設備投資	90.6	84.8	87.6	89.6	86.1	86.2	86.8	87.3	87.8	88.3	88.8	89.4	89.8	90.2
政府最終消費支出	110.9	114.7	117.3	118.3	116.7	116.0	116.7	117.2	117.6	117.8	118.0	118.2	118.5	118.6
公的固定資本形成	28.0	29.3	30.0	30.3	29.5	29.7	29.9	30.0	30.1	30.2	30.2	30.3	30.3	30.3
民間在庫品増加	2.1	1.5	1.6	1.4	▲ 0.2	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
純輸出	1.2	▲ 3.5	3.6	4.4	2.9	3.5	3.7	3.7	3.5	3.5	3.9	4.2	4.6	4.9
財貨・サービスの輸出	102.4	90.9	101.3	105.7	97.1	97.9	99.5	100.9	101.8	102.9	104.1	105.2	106.3	107.2
財貨・サービスの輸入	101.2	94.5	97.7	101.3	94.3	94.4	95.8	97.1	98.3	99.4	100.1	101.0	101.7	102.3

2. 主要指標予測

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2020年度		2021年度				2022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
鉱工業生産(前年比)	▲ 3.8%	▲ 10.4%	7.9%	2.3%	▲ 3.2%	▲ 1.5%	15.1%	7.4%	5.5%	4.3%	3.4%	2.4%	2.0%	2.5%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.6%	▲ 0.4%	0.5%	0.7%	▲ 0.9%	▲ 0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 1.3	1.7	3.1	2.1	1.4	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3
経常収支(季調値、兆円)	20.1	17.6	18.7	15.6	6.6	5.0	5.0	4.8	4.5	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
完全失業率(季調値:平均)	2.3%	3.0%	2.9%	2.8%	3.0%	3.2%	3.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%
WTI原油価格($/バレル、※)	55	60	60	55	48	60	65	65	60	60	60	55	55	55

※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

		2019年	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年				2022年			
				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
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.2%	▲ 3.5%	4.6%	2.9%	4.0%	3.0%	5.6%	4.8%	3.6%	2.5%	2.1%	1.9%	1.7%
	個人消費支出	2.4%	▲ 3.9%	5.2%	3.1%	2.5%	3.4%	6.3%	5.4%	3.9%	2.5%	2.0%	1.8%	1.7%
	住宅投資	▲ 1.7%	5.9%	12.7%	3.1%	33.5%	7.7%	4.5%	4.1%	3.3%	3.0%	2.7%	2.5%	2.3%
	設備投資	2.9%	▲ 4.0%	4.8%	2.3%	13.8%	1.4%	4.6%	3.0%	2.5%	2.1%	1.8%	1.6%	1.4%
	在庫(寄与度)	▲ 0.0%	▲ 0.6%	0.7%	0.1%	1.0%	▲ 0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 1.1%	▲ 0.1%	▲ 1.5%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	▲ 0.1%	▲ 13.0%	5.7%	3.0%	22.0%	5.2%	4.6%	4.1%	3.2%	2.8%	2.4%	2.2%	2.0%
	輸入	1.1%	▲ 9.3%	10.6%	2.6%	29.5%	3.0%	4.8%	3.3%	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
	政府支出	2.3%	1.1%	0.8%	2.0%	▲ 1.2%	2.0%	2.8%	2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%
	失業率(※)	3.7%	8.1%	5.7%	5.2%	6.7%	6.1%	5.8%	5.6%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%
	CPI(総合、※)	1.8%	1.2%	1.7%	2.1%	1.4%	1.4%	2.0%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	1.75%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	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%	▲ 6.8%	4.1%	3.5%	▲ 0.6%	▲ 0.3%	1.7%	1.3%	1.1%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
	家計消費	1.3%	▲ 8.0%	0.0%	3.7%	▲ 3.2%	▲ 2.7%	1.7%	1.2%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%
	政府消費	1.9%	1.3%	4.9%	0.7%	2.2%	1.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
	固定投資	5.7%	▲ 9.3%	▲ 1.4%	3.1%	▲ 2.9%	▲ 2.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	▲ 0.2%	4.0%	0.9%	1.3%	1.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
	輸出	2.5%	▲ 9.6%	13.9%	6.0%	4.4%	4.0%	2.8%	2.3%	1.9%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%
	輸入	3.9%	▲ 9.7%	6.0%	5.0%	1.8%	1.4%	2.0%	1.6%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%
	失業率(※)	7.6%	8.0%	8.4%	7.9%	8.3%	8.5%	8.4%	8.4%	8.2%	8.0%	8.0%	7.8%	7.8%
	CPI(総合、※)	1.2%	0.3%	0.8%	1.1%	▲ 0.3%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.3%
	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)	1.4%	▲ 9.9%	5.3%	3.5%	1.0%	▲ 0.4%	2.6%	1.4%	1.1%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

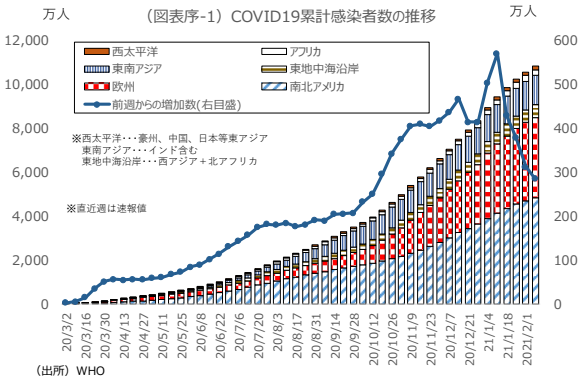
＜序＞２月経済見通しのシナリオ

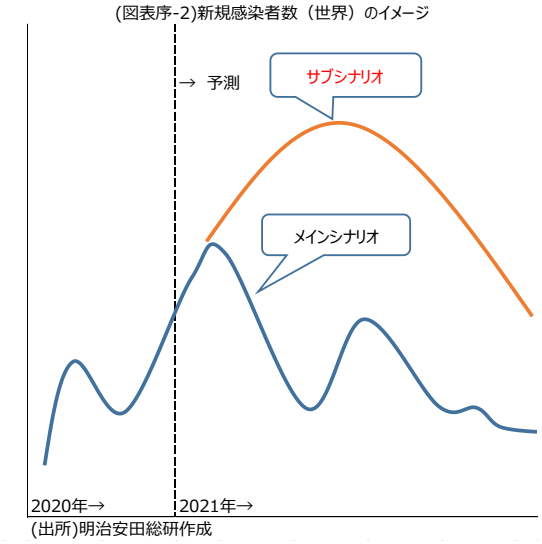
１．世界経済の見通しは好転

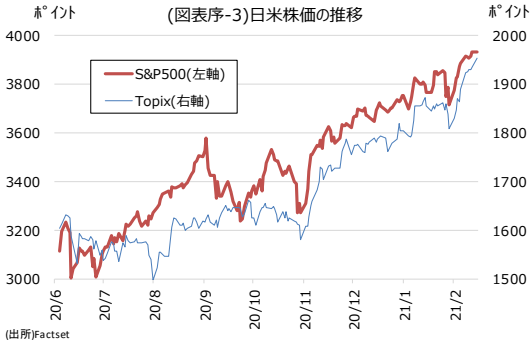
新型コロナウイルス感染症（以下、感染症）の世界の累計感染者数は 1 億人に達した（図表序-1）。世界経済の先行きは依然感染症の動向次第といえる。その不確実性の高さに鑑み、当社は昨年来、2 通りのシナリオ（図表序-2）のもとに経済見通しを作成してきた。ただ、ここへきて、主要国におけるワクチンの接種が本格化しつつあることから、不確実性の程度は低下しており、景気の先行きに対する不安感も徐々に和らいできている。

ワクチンの安全性や副作用の有無、十分な供給量の確保等に予想以上の時間がかかる懸念は残る。また、米国をはじめ、国によってはワクチンを受けないとする国民がかなりの割合に上っており、集団免疫の獲得には各国とも当面至らないと考えられる。従って、感染の拡大と縮小という波は今後も繰り返される可能性が高いが、その振幅は次第に小さくなり、景気への負のインパクトも弱まっていく展開が期待できる。すでに、イスラエルでは全国民への接種が早晩一巡する見込みとなっている。今のところ良好な結果が報告されており、その動向次第では、世界的なワクチンの普及スピードが早まるパターンも考えられる。

景気低迷下にもかかわらず、内外の株価が昨年来、ここまで好調な推移を続けてきたのも、いい意味で誤算だった（図表序-3）。好調な株式市場の下では、経済活動の正常化に長い時間はかからない。こうした中、今後は各国で打ち出している経済対策がより有効に機能していく形になっていくと考えられる。







２．考えられるリスクシナリオ

リスクシナリオとしては、まず、ワクチンの効かない変異株が世界的に拡散することで、再び主要国がロックダウンの連鎖に見舞われるパターンが考えられる。こうなれば世界経済への打撃は極めて大きい。昨年同様、感染収束で警戒感が緩み、感染予防をおろそかにしたままの外出が増えることが、変異株の感染拡大に拍車をかける可能性もあるだろう。こうした事態に至る示現確率を合理的に見積もるのは難しいが、ワクチンの普及がなかった昨年と比べれば、状況が大きく好転していることは間違いない。

また、逆説的だが、ワクチンの普及で、主要国の経済が急速に上向き、FRB（米連邦準備制度理事会）をはじめとした主要国の中央銀行が早期に利上げに動くとの観測が広がることが、株価急落の引き金を引

く可能性もある。はからずもここまでの株価上昇が「バブル」であったことが明らかになり、調整が深く長いものになれば、景気への打撃は大きくなるだろう。もっとも、コロナが収束に向かったとしても、主要国の景気が「過熱」のレベルに至るには相当の時間を要するとみられる。インフレ懸念が急速に高まる展開も予想しにくい。実体経済に先回りして動くのが中央銀行の使命とはいえ、引き締め方向への政策転換に関しては、各国中銀とも相当な忍耐を示す可能性が高い。市場に対し、そうした情報発信にも努めるだろう。

それ以外では、米中対立の深刻化による保護主義的な動きの広がり、新興国の債務危機、コロナ疲れから来る各国の政治の不安定化等がリスク要因となる。ただし、これらの要因で、世界同時不況に陥る蓋然性は 11 月の前回の経済見通し時よりも下がっている。従って、リスクシナリオの示現確率については、11 月見通し時の 25%から 20%に引き下げる。逆に、世界同時不況を回避し、景気回復基調が続くとのメインシナリオの確率は、75%から 80%へと引き上げる。

３．中期的にも感染症の後遺症は残る

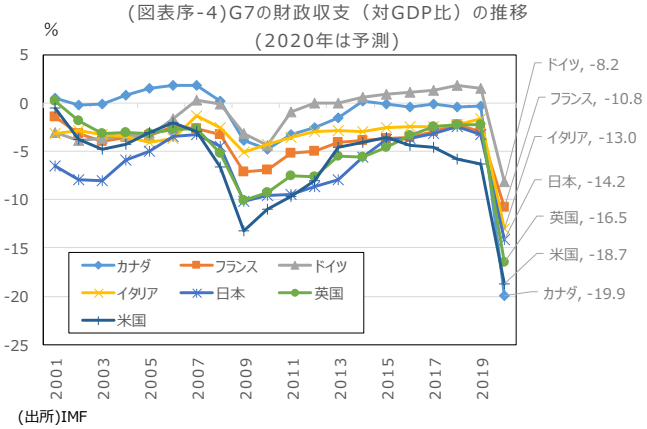
春にかけ、新規感染者数がピークアウトに向かえば、主要国の成長率は一時的に潜在成長率を大きく上回る高い伸びを記録しよう。特に欧米の主要国では、昨年末以降再び経済活動の制限を余儀なくされたことで、個人消費を中心にペントアップディマンドが蓄積されていることが想定される。これに、各国で実施している大型景気対策の効果が加わる。

ただ、年を通して順風満帆とはいかないかもしれない。断続的に感染者の発生が続き、移動制限や営業規制を再開せざるをえない国も出てくる可能性が否定できないなか、国民が外出を控え気味にする姿勢が残るかもしれない。多くの主要国で所得の伸び悩みも予想されるなか、反動増が一巡した後の個人消費については、対面サービス関連を中心に、戻りの鈍さが意識される状態に戻る可能性がある。主要国の中で唯一 2020 年のプラス成長を確保した中国も、けん引役は投資で、個人消費は相対的な出遅れが目立つ。

2018 年に日本経済が景気後退入りを余儀なくされた主因でもある米中対立は、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る展開も懸念される。DX（デジタルトランスフォーメーション）を主軸とした「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、早期に感染症の副作用や後遺症まできれいに消え去ると期待するのは難しい。

2022 年に関しても、景気の停滞が意識されるリスクが残る。各国とも財政赤字は記録的な規模に拡大しており（図表序-4）、脱コロナが確実なものになるのであれば、緊縮的な運営への方向転換を模索する国が増えてくる可能性がある。そうした動きは、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なるだろう。景気対策の効果が一巡した後は、多くの国で、総需要の伸びは、低下した潜在成長率と同等か、さらに下回る伸びしか実現できない可能性がある。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、「長期停滞」的な様相が強まる可能性が考えられる。

（図表序-4）G7の財政収支（対GDP比）の推移
（2020年は予測）



(出所)IMF

第 4 次産業革命が、生産性革命に転化して、世界経済の潜在成長率を引き上げる楽観的な展開も期待できないわけではない。しかし、日本をはじめ、生産性統計にそうした兆候は乏しい。今はあくまで過渡期であり、過度の悲観は不要なのかもしれないが、3～5 年単位で期待すべき要素かもしれない。（担当：小玉）

１．日本経済見通し

＜要　　約＞

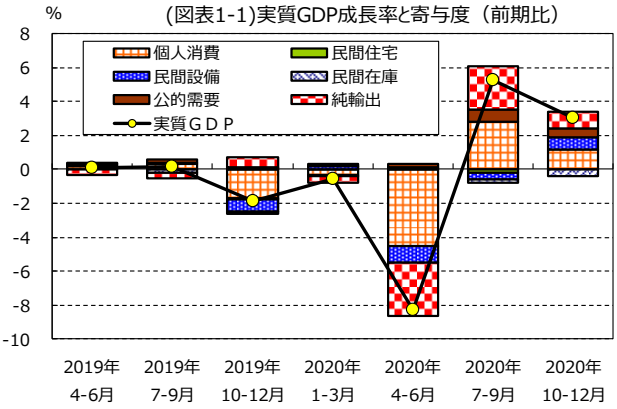
10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋3.0%（年率換算：＋12.7%）と、事前の市場予想（同＋2.4%、年率換算＋10.1%、当社予想は同＋2.0%、＋8.4%）を上回った。

1－3 月期の成長率はマイナスが予想されるものの、緊急事態宣言明け後の需要の戻りは早いと予想される。ワクチンや財政政策の効果で世界景気の回復持続が見込まれるのに加え、日本でも、年後半にかけてワクチンの接種が進むとともに、家計および企業マインドに好影響が及ぶ展開が期待できる。もっとも、感染症が根絶される可能性は低く、小幅の感染拡大と収束を繰り返す中で、家計や企業の行動様式への後遺症は一定程度残るとみられる。2021 年度から 2022 年度にかけての景気は基本的に堅調な回復が続くとみるが、政府の経済対策と外需に支えられたものになる可能性が高く、内需主導の自律的な回復には至らないと予想する。

サブシナリオ下での日本経済は、ワクチンの効かない変異株が流行することで、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。

10－12 月期の GDP は予想を上回る

10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋3.0%（年率換算：＋12.7%）と、事前の市場予想（同＋2.4%、年率換算＋10.1%、当社予想は同＋2.0%、＋8.4%）を上回った（図表 1-1）。7－9 月期の同＋5.3%に続く高い伸びである。前年比でも▲1.2%と、前年同期が消費増税の実施された時期に当たることもあって、マイナス幅は 7－9 月期の同▲5.8%から大きく縮小した。なお、2020 年の通年では同▲4.8%と、11 年ぶりのマイナス成長となった。年前半の大幅マイナスが響いた形である。



(図表1-1)実質GDP成長率と寄与度（前期比）
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

需要項目別にみると、世界経済の回復を背景に輸出が同＋11.1%（寄与度：＋1.7%）と二桁の伸びとなったことが大きく寄与した。輸出だけで全体の伸びの半分以上を説明できる。また、特別定額給付金や Go To キャンペーン等が後押ししたことで、民間最終消費支出が前期比＋2.2%（同＋1.2%）と、大幅反発を記録した 7－9 月期の同＋5.1%から、好調を持続する形となった。民間設備投資も同＋4.5%（同＋0.7%）と、3 四半期ぶりのプラスとなったほか、政府最終消費支出も同＋2.0%（同＋0.4%）と、7－9 月期の同＋2.8%に続く高い伸びとなった。

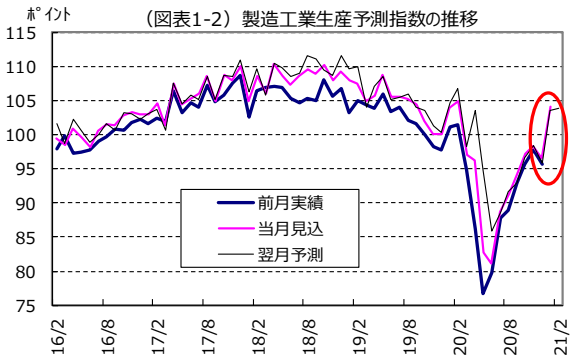
年明け後の日本経済は、緊急事態宣言の発令を受け、再び急減速を余儀なくされている。1－3 月期の成長率は再びマイナスとなる可能性が高い。ただ、今回の緊急事態宣言に伴う感染拡大抑制策は、飲食店

の時短要請が中心である。飲食店や宿泊業等の関連産業にとっては深刻だが、他の経済活動の制限は限定的なものにとどまっている。製造業の生産活動はほぼ通常モードで、年明け以降も操業度が著しく下がっている様子はみられない。鉱工業生産統計における、1 月の製造工業生産予測指数は前月比＋8.9%と、高い伸びが予想されている（図表 1-2）。コロナ下で膨らんだ在庫は、5 月以降、急ピッチで水準を切り下げてきたが、11 月の時点ですでに 2011 年 4 月以来の低さにまで低下しており（図表 1-3）、在庫調整はほぼ一巡した可能性が高まっている。

緊急事態宣言の延長期間次第で影響度は変わってくるものの、昨年春の宣言時と比べれば、景気の落ち込み幅は小さくなるだろう。春以降は、世界的にワクチンの普及が進むにつれ、家計、企業マインドが上向く展開が期待される。米国のバイデン新政権が打ち出した大型経済対策をはじめ、各国政府の財政面からのサポートも期待できる。日本でも、真水規模で 40 兆円に及ぶ経済対策が稼働しはじめており（図表 1-4）、このまま景気が失速に向かう可能性は低い。

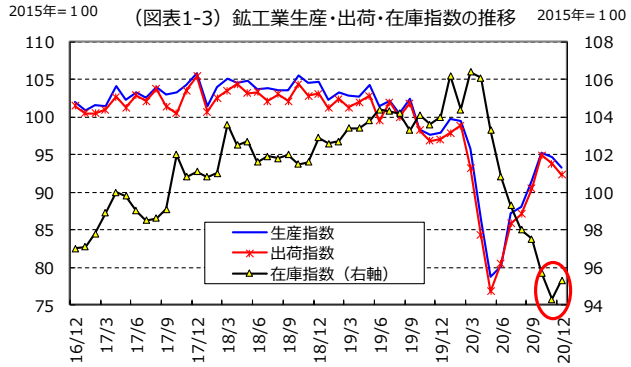
日本でも、年度後半にかけてワクチンの普及が進めば、家計と企業のマインドに好影響を与えるだろう。もちろん、ワクチンについての過剰な期待は禁物で、家計の外出需要や企業の投資需要に感染症の後遺症が色濃く残る展開にも警戒が必要である。2021 年度の景気は、総じて政府の経済対策と外需に支えられたものになる見通しで、内需主導の自律的回復には届かない状態が続くだろう。

（図表1-2）製造工業生産予測指数の推移



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

（図表1-3）鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

（図表1-4）２０２０年１２月経済対策の内容

	財政支出			事業規模
		うち国・地方	うち財政投融資	
Ⅰ.新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	５．９兆円程度	４．５兆円程度	１．４兆円程度	６．０兆円程度
Ⅱ.ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現	１８．４兆円程度	１３．４兆円程度	５．０兆円程度	５１．７兆円程度
Ⅲ.防災・減災、国土強靭化の推進など安全・安心の確保	５．６兆円程度	４．４兆円程度	１．３兆円程度	５．９兆円程度
Ⅳ.新型コロナウイルス感染症対策予備費の適時適切な執行	１０．０兆円程度	１０．０兆円程度	－	１０．０兆円程度
合計	４０．０兆円程度	３２．３兆円程度	７．７兆円程度	７３．６兆円程度

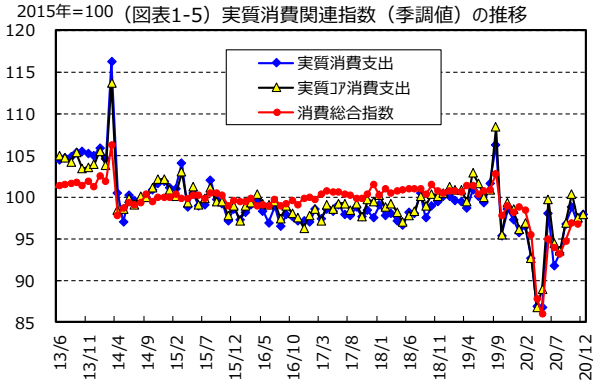
(出所)内閣府

Go To が個人消費を下支え

年末の感染再拡大まで、個人消費は堅調な回復が続いていた。12 月の家計調査によると、2 人以上世帯の実質消費支出は 3 ヵ月移動平均で前年比＋0.7%と、13 ヵ月ぶりにプラス圏に浮上した。ペントアップディマンドや、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たとみられる。水準的にもほぼ 2016～18 年のレベルを取り戻している（図表 1-5）。

年明け以降の個人消費は、緊急事態宣言の再発令と、

2015年=100（図表1-5）実質消費関連指数（季調値）の推移



（出所）総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

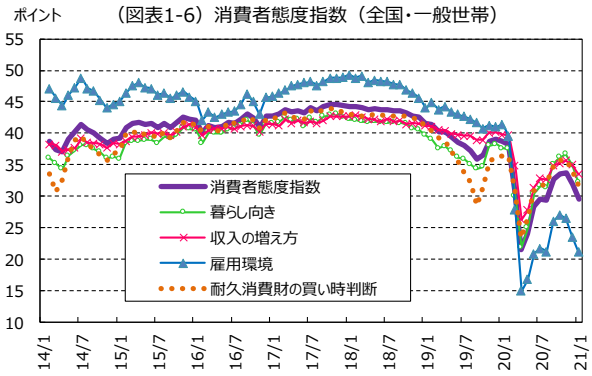
冬のボーナスの減少の影響で、対面サービス関連消費を中心に大きく落ち込んでいるとみられる。ただ、人々の感染症に対する知識が蓄積されてきたこともあり、昨年の春ほど景況感が落ち込んでいるわけではない（図表 1-6）。昼間の繁華街の人出も大きく減少しておらず、宣言が明けさえすれば、外出需要の戻りは比較的スムースと考えられる。

Go To Travel キャンペーンについては、観光庁は 12 月 28 日までに 8,781 万人泊の利用があったと発表している（図表 1-7）。これは全体の宿泊数の約 6 割に相当する。同庁の旅行・観光消費動向調査によると、Go To が本格化した 8、9 月（本稿執筆時点で 9 月が最新）の 2 ヵ月の 1 泊当たりの旅行消費単価は 20,840 円である。これに総泊数を乗じ、割引支援額の 5,399 億円（図表 1-8）を加算した金額を旅行産業の総売上とみなすと 2.4 兆円となる。支援額に対する乗数は 4.4 倍である。Go To の割引額は最大 35%で残りは利用者が払うこと、15%の地域支援クーポンが追加で付与されることが、大きな追加需要を生んだ可能性がある。

Go To Travel キャンペーンの予算は、2020 年度第三次補正予算で約 1 兆円が追加され、総額 2.7 兆円に達している。ここまでまだ 5 分の 1 しか消化しておらず、単純計算ではこの 5 倍の経済効果も期待できる。当社の経済モデルで試算した 2020 年度の実質 GDP に対する経済効果は 0.53%で、この結果と概ね整合的である。

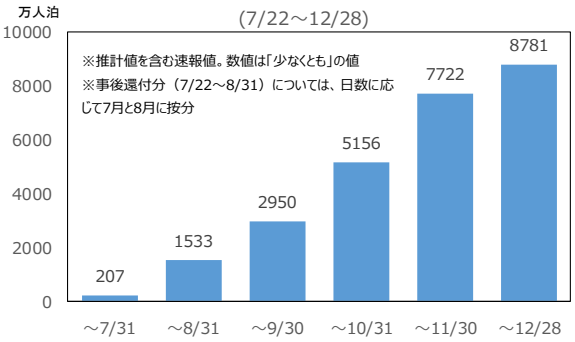
感染拡大を招きかねない Go To 再開は避け、旅行産業に対しては直接給付の充実で対処すべしとの意見もあるが、直接給付では乗数はずっと小さく、しかも自宅待機となる従業員や、関連産業まで恩恵が行き渡らない可能性が高い。公的資金を呼び水に、その数倍の民間需要を引き出すことができるという点で、Go To は効率的な政策と言える。目下、Go To への風当たりは強く、再開時期は不透明だが、いずれ再開されれば、旅行需要を刺激し、景気を回復に導く力になることが期待される。

（図表1-6）消費者態度指数（全国・一般世帯）



（出所）内閣府「消費動向調査」

（図表1-7）Go To Travel事業における利用人泊数の推移
(7/22～12/28)



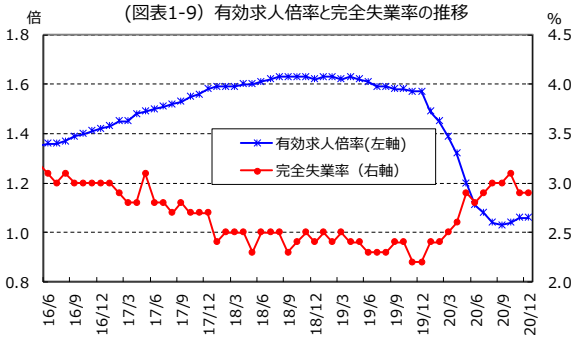
（出所）観光庁

（図表1-8）Go To Travel事業における利用実績（観光庁推計）

利用人泊数（7/22～12/28）	少なくとも**約8,781万人泊**
割引支援額	少なくとも**約5,399億円**
宿泊・旅行代金の割引(7/22～12/28)	少なくとも**約4,082億円**
地域共通クーポンの付与(10/1～12/28)	少なくとも**約1,317億円**
一人当たりの割引支援額	**約4,649円**
一人泊当たり旅行代金	**約13,282円**

(出所)観光庁

（図表1-9）有効求人倍率と完全失業率の推移

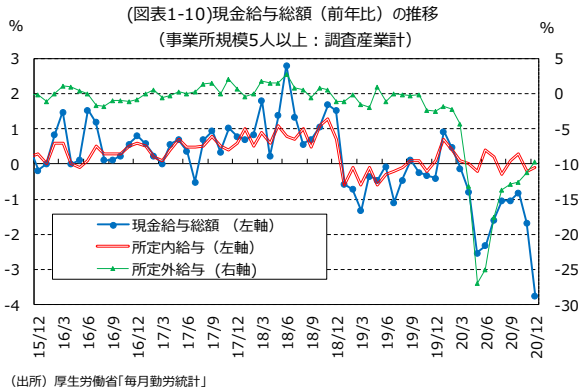


（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

雇用は底堅いが

雇用環境は底堅い。雇用調整助成金をはじめとした政府の企業支援策の効果で、失業率は 3%を下回っている。低下を続けていた有効求人倍率も、節目の 1 倍を手前に下げ止まった（図表 1-9）。ただ、労働時間の減少に伴い、所定外給与の低迷が続いていることが、所得面での下押し圧力になっている（図表

1-10)。12 月の現金給与総額は大幅減となった。所定外労働時間の減少に伴い、所定外給与が前年同月比で二桁近いマイナスとなったのに加え、12 月の賞与が大きく減少したことが響いた。所定内給与は底堅いが、今年の春闘は労働者側にとって厳しい交渉が予想されることから、2021 年度は悪化が見込まれる。こうした所得環境を背景に、個人消費は、総じて力強さを欠く推移となる可能性が高いが、年度前半は Go To Travel キャンペーン等が一定の下支えになると見込まれるほか、年度後半にかけては、ワクチンの接種が進むことがマインドの改善をもたらすと見込まれることから、方向性としては、年後半にかけ、徐々に回復に向かう展開を予想する。

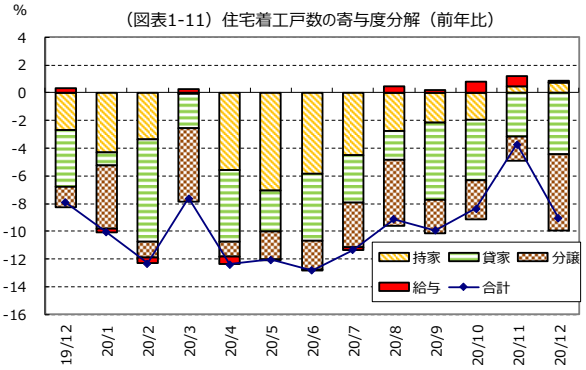


（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

住宅投資は低迷が続く

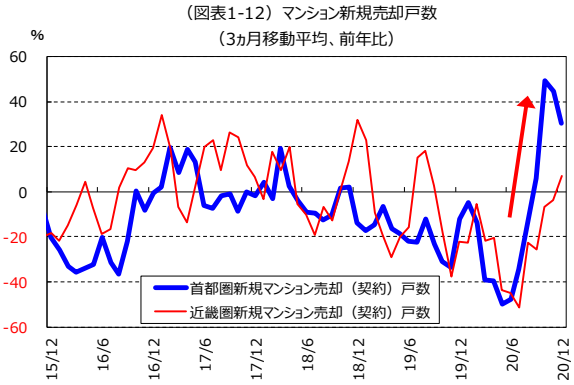
実質民間住宅投資は前期比＋0.1％（年率換算：＋0.2％）と、2 四半期ぶりにプラスとなったが、7－9 月期が同▲5.7％の大幅マイナスだったことを考えれば、反発力は鈍い。

1 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、北海道が「弱めの動きとなっている」から「横ばい圏内の動きとなっている」に引き上げられたものの、他の 8 地域では「減少」、「弱い（め）」との表現が維持されている。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、前年比でのマイナストレンドが続いている（図表 1-11）。



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

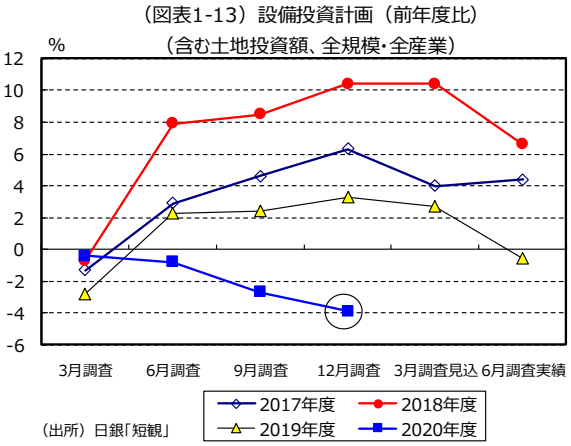
ただ、首都圏のマンション販売に関して言えば、底堅い推移が続いている（図表 1-12）。在宅の時間が増えたことが、首都圏の居住者にとって、居住環境について改めて考え直す機会になった可能性がある。実際、昨年の緊急事態宣言明け後の販売センターへの来訪客の戻りも予想以上に早かった。貸家等の不振が続いていることで、住宅着工全体では低調な推移が続いているが、低金利環境と家計マインドの改善に支えられ、2021 年度後半にかけては徐々に上向くと考えられる。



（出所）不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」

回復の兆しが出てきた設備投資

実質民間企業設備投資は、前期比＋4.5％（年率換算：＋19.4％）と、3 四半期ぶりのプラスとなった。輸出の回

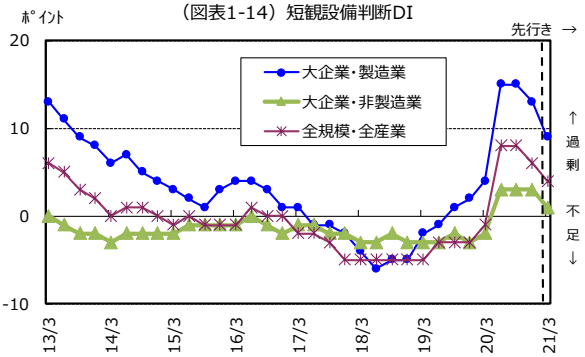


（出所）日銀「短観」

復が製造業の設備投資意欲を下支えしたのに加え、DX（デジタルトランスフォーメーション）関連需要や、環境関連需要等が下支えになったとみられる。

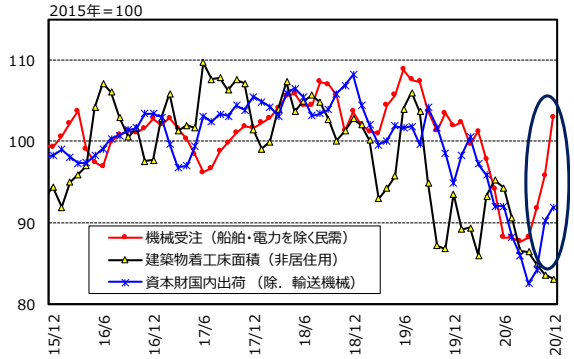
12 月短観における 2020 年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年比▲3.9%と、9 月の同▲2.7%から下方修正されていた（図表 1-13）。これは大方の予想を下回る結果であった。設備投資計画は、業績見通しよりも遅れて修正される傾向がある。12 月の結果は、夏場以降、感染症の自社業績への影響が徐々に見えてきたことで、多くの企業の投資計画がまだ下方修正の段階にあることを示している。ただ一方で、全規模・全産業ベースの生産・営業用設備判断 DI（9 月：＋8 →12 月：＋6、変化幅▲2）は低下している（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）（図表 1-14）。先行きも 2 ポイントの低下となっており、設備過剰感は弱まるとの見通しである。実際、経産省が発表している稼働率指数をみると、製造工業全体で前年同月の 97%まで戻っているほか、電子・デバイスやはん用・生産用・業務用機械等は前年の水準をすでに上回ってきている。

（図表1-14）短観設備判断DI



（出所）日銀「短観」

（図表1-15）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」

設備投資の先行指標には反発の兆しがみられる。12 月の資本財出荷（除く輸送機械）は前月比▲5.1%と、4 ヵ月ぶりにマイナスとなったものの、3 ヵ月移動平均では増加基調を維持している（図表 1-15）。12 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比＋5.2%と、3 ヵ月連続のプラスとなった。10－12 月期では前期比 16.8%で、受注額は消費増税前の 2019 年 7－9 月期の水準に達している。

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。感染症の早期根絶は考えにくく、企業の中長期的な成長期待も低迷している中では、設備投資の急回復は考えにくいものの、年度後半にかけて、均せば緩やかな回復が続くと予想される。

公共投資は高水準が続く

10－12 月期の公的固定資本形成は前期比＋1.3%（年率換算：＋5.5%）と、6 四半期連続のプラスとなった。

1 月のさくらレポートをみると、公共投資の判断は、全 9 地域で 10 月から横ばいとなっている。すべての地域で「増加」、「高水準」いずれかの表現が用いられており、ここまで公需が景気の下支え役となってきた様子を示している。さくらレポートのアンケート結果では、「国土強靭化関連の自動車道や港湾整備の工事発注から、公共工事の受注は高水準で推移している（釧路）」、等の声が寄せられている。感染再拡大も工事の進捗に大きな影響を与えていない模様である。

2020 年度の第三次補正予算では、「防災・減災・国土強靭化の推進（公共事業）」に 1 兆 6,532 億円が計上されているほか、「自然災害からの復旧・復興の加速」に整理されている 6,337 億円の事業を含め、合計 2 兆 936 億円が防災・減災・国土強靭化関係全体で用意されている。2021 年度予算でも、ほぼ前年

明治安田総合研究所

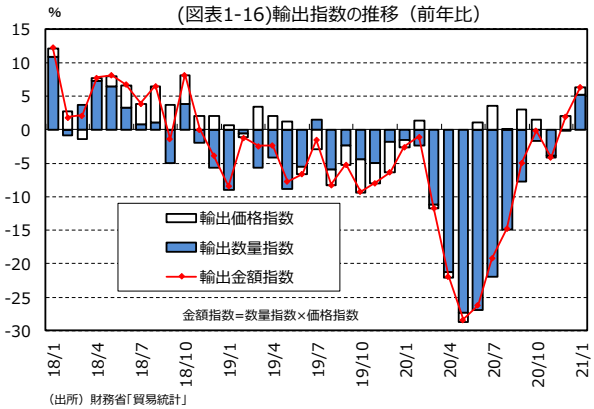
並みの 6 兆 695 億円が用意された。上記アンケートでは、「公共投資の弱含みを懸念していたが、政府が来年度以降も国土強靱化を一段と推進することが分かり、不安が解消された（高知）」との声も挙がっており、引き続き堅調推移が期待できる。

輸出は堅調な回復

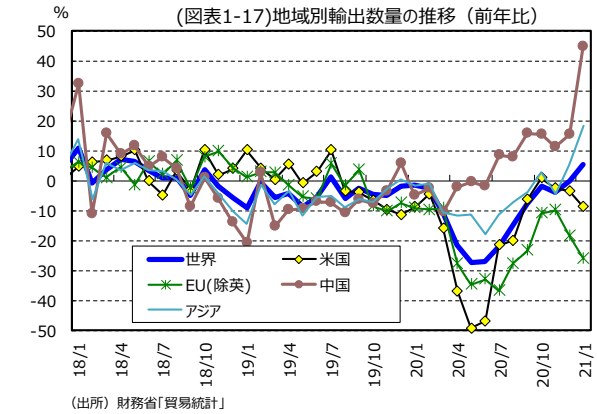
10－12 月期の GDP ベースの実質輸出は前期比＋11.1%（年率換算：＋52.3%）と、同じ基準で統計が遡れる 1994 年以降、最大の伸びとなった。もっとも、年前半の落ち込みが大きかったこともあって、前年比ではまだ▲6.2%のマイナスとなっている。

1 月の貿易統計によると、輸出金額は前年比＋6.4%と、12 月の同＋2.0%からプラス幅が拡大した。12 月は 25 ヵ月ぶりのプラス転換だった。輸出金額を価格部分と数量部分に分解すると、輸出価格が同＋1.0%、輸出数量が同＋5.3%となっている。輸出の実勢を示す数量ベースの数値がプラスになるのは 18 ヵ月ぶりである。

もっとも、1 月の好調は対中輸出金額が同＋37.5%（数量ベースでは同＋44.8%）とイレギュラーな高い伸びとなった影響が大きい。日本からの輸出減の要因となる中国の春節休暇が、昨年は 1 月だったのに対し、今年は 2 月であること、昨年 1 月は中国で感染者数が急拡大に向かっていた時期にも当たることが影響しているとみられ、その分は割り引いて考える必要がある。



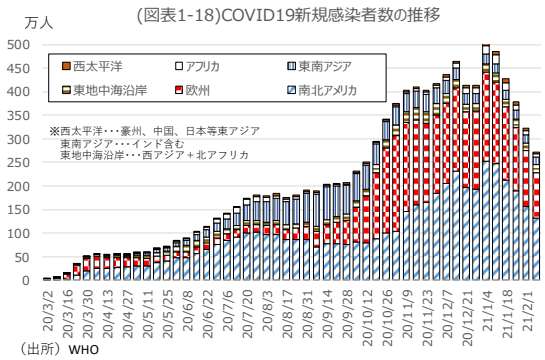
（出所）財務省「貿易統計」



（出所）財務省「貿易統計」

輸出の実勢を示す輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると（図表 1-17）、米国向け（12 月：前年比▲3.4%→1 月：▲8.7%）は 3 ヵ月連続のマイナスとなった。マイナス幅も拡大しており、回復傾向の一服が示されている。EU 向け（同▲18.4%→▲26.1%）はマイナス幅が大幅に拡大しており、感染再拡大による影響が鮮明化した形である。アジア向け（同＋5.2%→＋18.4%）は中国にけん引される形でプラス幅を拡大させているが、前述のとおり特殊要因が大きく、足元の輸出はいったん勢いを失いつつあるのが実態とみられる。

ただ、春以降に関しては、欧米向けの輸出も回復が見込まれる。欧米の新規感染者数の増加ペースは減少傾向にある（図表 1-18）。主要先進国の 10－12 月期の実質成長率は総じて鈍化したものの、落ち込みの多くはサービス部門で生じており、貿易に影響する物品生産部門の活動の落ち込みは相対的に小さい。米国の 1 月の鉱工業生産は前月比＋0.9%と、4 ヵ月連続でプラスとなるなど、感染者が再び拡大に向かう中でも、生産活動は堅調な回復を続けた。2021 年の景気に関しては、バイデン新政権が 1.9 兆ドルの巨額追加経済対策を打ち出した



（出所）WHO

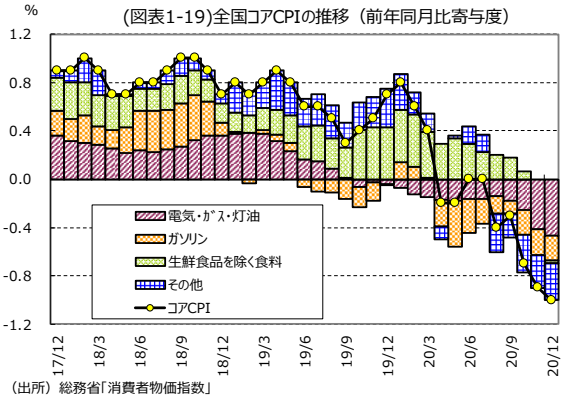
ことが上振れ要因となる。

中国の 10－12 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋6.5%と、経済活動はすでにほぼ正常なレベルに戻っている。2020 年は通年でも主要国の中で唯一プラス成長を確保した。2021 年も政府主導で 5G 通信網やデータセンター、人工知能、都市間鉄道等のいわゆる「新型インフラ」部門に積極的な投資を続ける姿勢を表明しており、今後も中国向け輸出は堅調な推移をたどる可能性が高い。政府がここまでの感染症の封じ込めで高い能力を発揮しているのも安心材料である。2020 年通年の数字を見ても、米国向けが同▲18.2%、EU 向けが同▲20.8%と大きく落ち込む一方で、中国向けは同＋4.6%と、主要国・地域の中では唯一プラスの伸びを確保しており、中国向けが下支えとなった様子が通年ベースでも顕著に示されている。

国によってはワクチンを受けないとする国民の割合がかなり高いこともあり、感染の拡大と縮小は今後も繰り返される可能性が高い。インフルエンザのような形で定着する可能性もある。しかし、感染症の景気への負のインパクトと言う意味では、徐々に弱まっていく可能性が高い。こうした中、各国で打ち出している経済対策の景気下支え効果がより目立つ形になっていくのではないか。日本の輸出は基本的に底堅い推移が続くと予想される。

デフレスパイラルのリスクは小さい

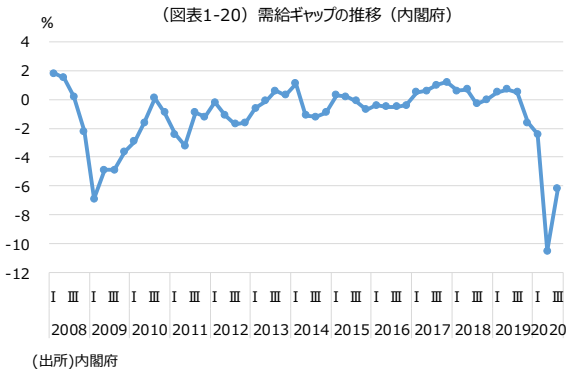
12 月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コア CPI）は、前年比▲1.0%と 5 ヵ月連続のマイナスとなった（図表 1-19)。下落幅は 2010 年 9 月以来、10 年 3 ヵ月ぶりの大きさとなった。



（出所）総務省「消費者物価指数」

生鮮食品およびエネルギーを除く総合（以下コアコア CPI）は前年比▲0.4%となった。ただ、Go To Travel の影響を除いたコアコア CPI は＋0.1%と、小幅ではあるがプラスである。物価の基調は引き続き弱含みであるものの、多くの品目で幅広く価格が低下するようなデフレ局面にはまだ入っていない。

12 月以降も物価上昇圧力は弱い状態が続くことが想定される。内閣府作成の 7－9 月期の需給ギャップは▲6.2%となっている。4－6 月期の▲10.5%から 4.3%ポイント回復したが、依然として大きなデフレギャップが残っている（図表 1-20)。当研究所の試算では、日本の実質 GDP が 2019 年 7－9 月期の水準を取り戻すのは、2024 年 7－9 月期までずれ込む見通しで、需要の回復にはかなりの時間を要する可能性が高い。

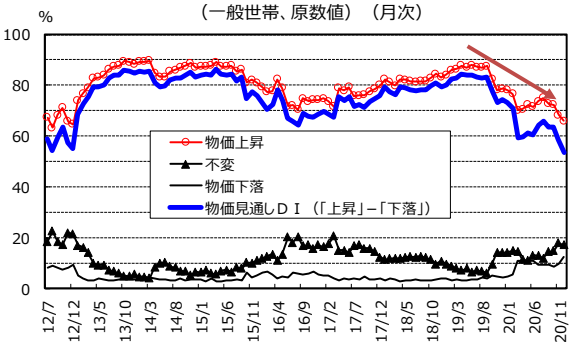


(出所)内閣府

コスト面からの物価押し上げ圧力も限定的である。日本経済新聞社の調査によると、冬季賞与は前年比▲8.5%と、夏季賞与（同▲5.4%）よりも前年対比のマイナス幅が拡大した。また、年明けの春闘は厳しい交渉が想定される。経団連の中西会長は、「ベースアップを議論する状況にない」と慎重な姿勢をみせており、業種によっては定期昇給の一時停止や賃下げの可能性もある。賃金が物価に対し、むしろ下押し圧力となる可能性も想定される。

このような中で人々のインフレ期待はやや低下している。内閣府による 12 月の消費動向調査によれば、1 年後の物価が「上昇する」と回答した人は 65.4%と、安倍政権発足時の 2012 年 12 月以来の水準まで低下した（図表 1-21）。もっとも、緊急事態宣言下でも、宿泊・飲食業界や小売業界が値下げに踏み切る動きは広がっていない。ワクチンの普及や経済対策を背景に、2021 年の景気は年後半にかけて上向く可能性が高く、特殊要因を除いたコア CPI（前年比）は、均せば 0%台半ば程度の推移が続くと予想する。

（図表1-21）消費者が予想する1年後の物価の見通し
（一般世帯、原数値）（月次）



（出所）内閣府「消費動向調査」

日銀の「点検」の内容に注目

1 月 20、21 日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断は、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」となり、12 月会合から「基調としては」が追加された。小幅ながら、5 会合ぶりの下方修正となる。

金融市場では、3 月に発表が予定されている「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」の内容が注目されている。1 月会合後の定例会見で黒田総裁は、「点検作業の方向性」として 2 点、現時点の問題意識として 3 点を挙げた（図表 1-22）。

（図表1-22）日銀の「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」についての黒田総裁のコメント

点検作業の方向性	①	・大規模な金融緩和が金融環境や経済・物価情勢に及ぼした影響について、4 年前の「総括的な検証」を踏まえ、その後の状況を含めて点検 ・YCCの枠組みのもとでの各種施策が所期の効果を挙げているかという点が重要な点検項目
	②	・金融緩和が金融仲介機能や金融市場の機能度に与える影響、副作用についても改めて点検 ・金融緩和が長期にわたっており、更に継続することが予想される中で、その影響は累積的な性質を持つ点を考慮する
現時点での問題意識	①	副作用をできるだけ抑制しつつ、効果的な金融緩和を実施する。4年間の経験や現下の情勢を踏まえ、費用対効果の面でより効果的な運営ができないか模索する
	②	・金融緩和の長期化が予想される中で、持続性を高めるとともに、経済・物価・金融情勢の変化が起こった際には、機動的に対応できるようにしておく ・状況の変化に応じて、よりメリハリをつけた運営を行う
	③	点検の重点は副作用対策ではない。副作用には配慮しながら、いかに効果的な対応を機動的に行うかが問題意識

(出所)日銀資料より作成

まず、「点検作業の方向性」では、「副作用が累積的な性質を持つ点を考慮」と、副作用対策を意識している様子がうかがえる。後段の「問題意識」では、「点検の重点は副作用対策ではなく」と断ってはいるものの、「副作用をできるだけ抑制しつつ、効果的な金融緩和を実施」、「費用対効果の面でより効果的な運営」等々、やはり副作用対策に重心を置いている雰囲気が出ている。

現行の枠組みの中で、現状、副作用が深刻なのは、ETF もさることながら、やはりイールドカーブ・コントロール（YCC）である。市場が現時点で織り込んでいるのは、日銀が 10 年債利回りの変動許容幅を拡大する可能性だが、「点検」というイベントを経るにしては、思い切りにかけるとの印象を受けなくもない。2018 年に、上下の変動許容幅を 0.1%から 0.2%に拡大した際は、こうした手続きを経たわけではなかった。また、これ以上変動許容幅を広げると、0%の誘導目標が形骸化するとの議論が出てくるのも避けられない。ターゲット金利の変更等、もう一段踏み込んだ変更が行なわれる可能性を考えておく必要がある。

日銀が避けたいのは、変更内容が出口への第一歩と受け止められて、市場が株売り、円買いで反応する

明治安田総合研究所

事態である。したがって、新しい政策の「見せ方」には細心の注意を払うだろう。それでも債券市場のボラティリティが上がる可能性は残るが、YCC の枠組みやマイナス金利政策自体は継続するとしていること、投資家の押し目買い意欲が強いことを考えれば、一時的な動きにとどまるとみる。

「持続性」を重視するという意味では、売らない限り残高が減らない ETF の買い入れ見直しも実施されることになろう。年間の買い入れ目標値は持たない方式に変更する可能性が高いと見るが、これについては、株価が上昇トレンドを続ける今が日銀にとってチャンスである。多少ドラスティックな決定を下しても、株式市場は落ち着いた反応を示す可能性が高い。

「成長基盤強化を支援するための資金供給」の環境版として、環境対策に積極的な会社に対する民間金融機関の貸出に、金利面での優遇措置を付けるという政策も導入される可能性がある。成長基盤融資同様、日銀自身が企業の選別を行なう形にはならないと考えられ、似たスキームなので導入しやすい。市場に金融緩和強化との印象を与えることができるのに加え、脱炭素化は菅政権の成長戦略の目玉であることから、政府との協調姿勢も示すことができるというメリットがある。

3 月に枠組みを修正した後は、しばらく様子見姿勢を維持するとみられる。黒田総裁としては、任期中に極力金融政策の柔軟性を高め、次期総裁の行動を制約しないような形で引き継ぐ腹積もりなのではないか。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

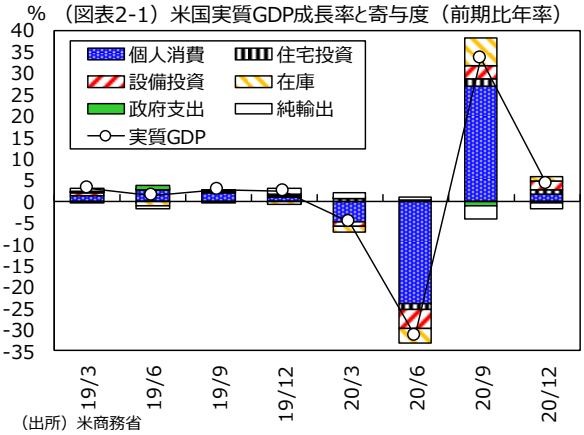
10－12月期の米実質GDP成長率は前期比年率＋4.0%と、2四半期連続のプラスとなった。7－9月期は、ペントアップディマンド（繰り越し需要）や経済対策の効果で1947年以降最大の成長率となったが、そうした特殊要因が一巡しつつあったことに加え、新型コロナウイルスの感染拡大防止措置の再導入が重しとなり、成長率は大幅に鈍化した。感染拡大前の2019年10－12月期と比べても▲2.5%となっており、コロナ前の水準を回復するには至っていない。

もっとも、個人消費や住宅投資、設備投資はいずれも2四半期連続の増加となっており、底堅さもみられる。新型コロナウイルス問題は依然として予断を許さない状況であるものの、バイデン新大統領は大規模追加対策の実施を模索しており、米国景気は従来考えていたより上振れる可能性が高まった。

サブシナリオでは、ワクチンの効かない変異株が世界的に拡散し再ロックダウンを余儀なくされることでマイナス成長へ逆戻りすると見込む。夏場以降、経済活動は再び回復に向かうが、数度のロックダウンを強いら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。

10－12月期の成長率は大きく鈍化

10－12月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋4.0%と、2四半期連続のプラスとなった（図表2-1）。7－9月期は、ペントアップディマンド（繰り越し需要）や経済対策の効果で1947年以降最大の成長率となったが、そうした特殊要因が一巡しつつあったことに加え、新型コロナウイルスの感染拡大防止措置の再導入が重しとなり、成長率は大幅に鈍化した。感染拡大前の2019年10－12月期と比べても▲2.5%となっており、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＋2.5%と2四半期連続のプラスとなったものの、伸びは鈍化した。財別にみると、サービス消費だけ感染拡大前の水準を取り戻せておらず、引き続きコロナ問題の影響を大きく受けている様子がうかがえる。住宅投資は同＋33.5%と、前期から伸びは鈍化したものの、2四半期連続で大幅プラスとなった。歴史的低金利や、コロナ禍でテレワークニーズが増加したことを反映し、郊外物件需要が高まっていることが要因となった。設備投資も同＋13.8%と2四半期連続のプラスとなった。住宅投資には及ばないものの、2四半期連続で二桁増となっており、コロナ禍でも底堅い推移が続いている。5G 等、中国と激しい主導権争いを繰り広げるなかで競争力維持・向上のための知的財産投資が増加したほか、コロナ禍でこれまで先送りされてきた機械投資が顕在化した面もあったと考える。

純輸出は、輸出が同＋22.0%と2四半期連続のプラスとなったが、輸入も同＋29.5%と大幅プラスが続

いた結果、成長率全体への寄与度は2四半期連続のマイナスとなった。輸入の増加は、在庫の増加にも繋がったとみられ、在庫投資による成長率全体への寄与度も2四半期連続のプラスとなった。

昨年末、数ヵ月にわたり与野党間で協議されてきた経済対策法案がようやく成立した（図表2-2）。総額約0.9兆ドルと、2020年3月末に成立したコロナ対策法案に次ぐ米国史上2番目の規模である。この結果、2020年にコロナ対策関連で発表された財政規模は約4兆ドル（GDP 比で約20%）にのぼることとなった。加えて、バイデン新大統領は、1月14日に現金給付額を1人当たり2,000ドルに増額することなどを盛り込んだ追加経済対策案を発表した。米国 GDP の約1割に相当する規模だが、このうち約1兆ドルが家計支援に充てられる。また、今後はインフラ投資計画についても具体化が進む見通しである。経済対策で景気を下支えている間にワクチン接種が進む展開も期待でき、2021年の米国景気については従来考えていたよりも上振れる可能性が高まった。

（図表2-2）米国の追加経済対策概要

◎昨年12月末成立の追加経済対策の概要

失業保険給付拡充（週300ドル上乗せ）
給与保護プログラム（PPP）延長
家計への現金給付（1人600ドル支給）
教育学校関連補助
コロナ検査ワクチン補助
航空業界支援
立退きに直面する賃貸人向け支援等
合計　約0.9兆ドル

◎バイデン氏の追加経済対策案の概要（1/14発表）

家計への現金給付（追加で1人1,400ドル）
州・地方政府支援
パンデミック失業給付拡充（週300ドル⇒週400ドル）
有給病気休暇の拡充
学校再開、その他教育財源
ワクチン接種、検査体制強化
家賃支援、緊急住宅支援等
合計　約1.9兆ドル

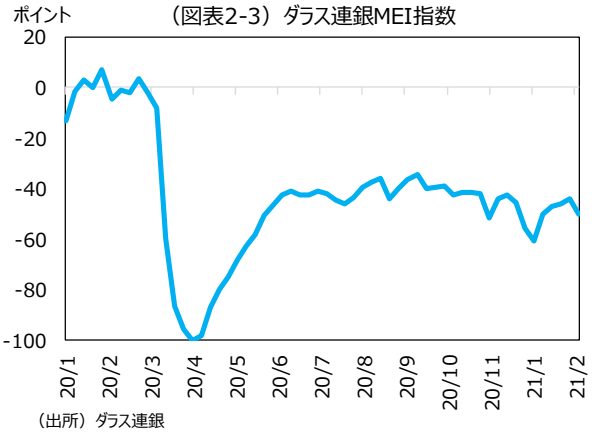
（出所）各種報道資料等

コロナと構造問題が個人消費の重しに

追加経済対策は家計に恩恵をもたらすものの、感染再拡大の可能性が燻り、各種の行動制限措置が残るなかでは、貯蓄に回る部分も大きいと考えられるほか、財への支出が促される一方で、外食や宿泊などサービスへの支出は低迷が続くと見込まれる。足元で新規コロナ感染者数の増加ペースは再びスローダウンしているが、ダラス連銀が人々の活動状況を把握するため、モバイルデータを活用して自宅や外出先での滞在時間、移動距離などから算出している MEI 指数は低位で横ばい推移が続いている（図表 2-3）。今後もコロナ禍の影響を大きく受けている業態の回復が遅れる結果、雇用の改善ペースは引き続き緩慢なものにとどまる可能性が高い。ワクチン接種が始まったのは朗報だが、その効果や持続性、供給体制などには不透明感が残る。雇用者数がコロナ前の水準を回復するまでには相応の時間がかかろう。

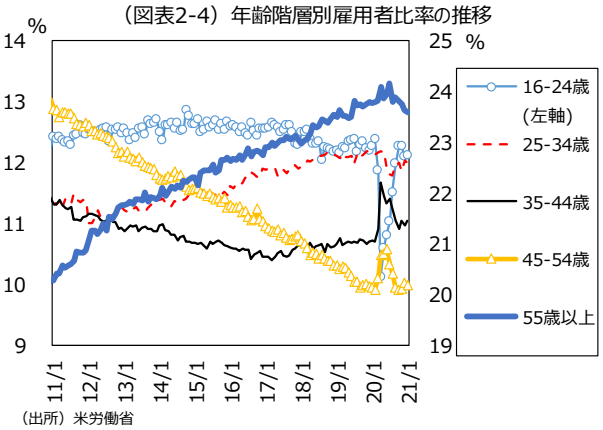
また、所得に関しても伸びの鈍化が続きそうである。年齢階層別に雇用者数の比率をみると、雇用環境

（図表2-3）ダラス連銀MEI指数



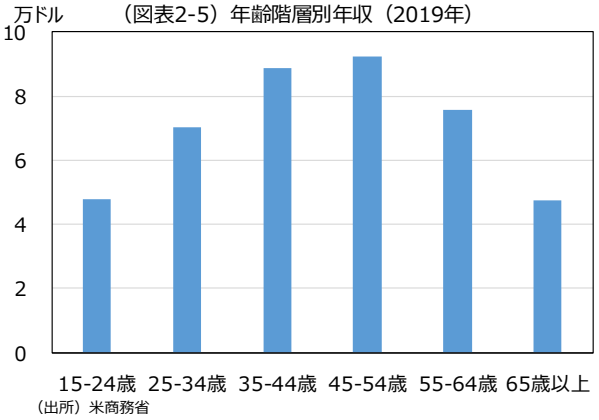
（出所）ダラス連銀

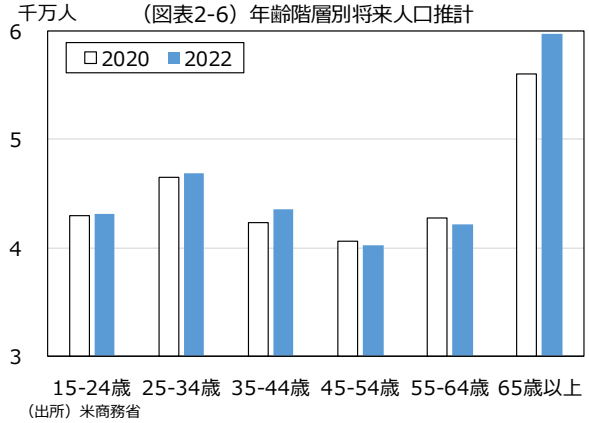
（図表2-4）年齢階層別雇用者比率の推移



（出所）米労働省

が大きく悪化した昨年 3、4 月は、35－44 歳、45－54 歳といった中高年齢層で上昇する一方、16－24 歳、25－34 歳といった低年齢層で低下した（図表 2-4）。年齢階層別に年収をみると、年収が低い年代の雇用者比率がより大きく低下しており（図表 2-5）、賃金水準の低い層が大きな影響を受けた様子がうかがえる。足元の平均時給（前年比）はコロナ前と比べて高い伸びとなっているが、これは失業が低賃金の労働者に多くみられたことで押し上げられた結果である。今後、コロナ禍から正常化へ向かう過程で相対的に低賃金の労働者の雇用の持ち直しが進む結果、平均時給の伸びは鈍化傾向をたどる可能性が高い。





マクロの雇用者所得の代理変数とみなせる総賃金（雇用者数×週平均労働時間×平均時給）の伸びを見ても、いまだ感染拡大前の水準には戻っていない。コロナ問題への懸念が燻るなか、今後の総賃金の持ち直しペースも緩慢なものにとどまると予想する。

やや長い目で見れば、人口構成の変化といった構造的な問題も今後の個人消費の重しとなりそうである。図表 2-4 で、長期的目線で年齢階層別に雇用者比率の推移をみると、25－34 歳の低年齢層と 55 歳以上の高年齢層が上昇傾向にあり、足元では後者が最も高くなっている。2010 年以降、ベビーブーマー世代（1946－1964 年生まれ）が 65 歳に到達し始めるなか、企業が将来的なリタイアの増加を見越して低年齢層の採用を増やしている様子がうかがえる。しかし、図表 2-5 で再び年齢階層別の年収をみると、ここ数年にわたり雇用者比率が上昇してきた当該年齢層の年収は相対的に低水準となっているほか、賃金水準の高い 45－54 歳といったベテラン層の雇用者比率が低下傾向をたどっており、賃金の伸びを抑えることに寄与してきたとみられる。米商務省の将来人口予測によると、今後、高齢人口の一段の増加が予想されている（図表 2-6）。高年齢層の雇用者比率の高止まりや、先々のリタイアを見越した低年齢層の雇用者比率の上昇が続くことで、賃金の伸びに抑制圧力が働くと見込まれる。

今後の個人消費は、コロナ動向に左右される可能性が高く、感染が拡大すれば抑制され、弱まれば持ち直す動きが続くとみられる。目先は大規模対策の効果が下支え要因となるものの、そうした効果が一巡した後は、雇用・所得環境が緩慢な伸びとなる結果、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。

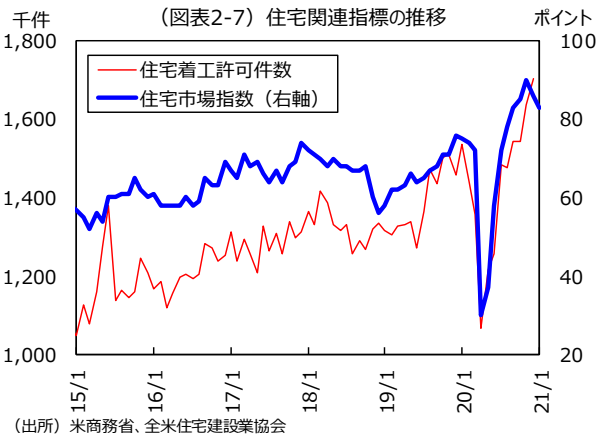
住宅投資の伸びは徐々に鈍化へ

米国の住宅市場は堅調に推移している。FRB（米連邦準備制度理事会）の実質ゼロ金利政策を背景に、住宅ローン金利が歴史的低水準で推移していることや、コロナ禍でテレワークを行なう人が増えるなか、仕事部屋を求めて郊外にある広めの物件に対する需要が高まっていることが押し上げ要因となっている。

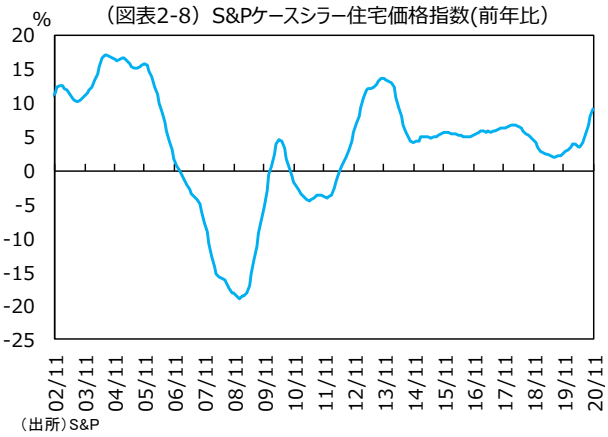
住宅市場の先行指標は引き続き堅調に推移している。新築住宅着工件数に先行する着工許可件数が上

昇基調をたどっているほか、建設業者の景況感を示す住宅市場指数も、足元でやや低下したとはいえ、過去と比較してきわめて高い水準で推移している（図表 2-7）。

もっとも、住宅市場の先行きには懸念材料も散見される。NAHB（全米住宅建設業協会）によれば、住宅投資は引き続き景気の押し上げに寄与しているものの、住宅在庫の少なさが伸びを抑制する要因になっているとしている。良好な宅地不足で好調な住宅需要に応えることが難しくなっているほか、資材価格の高騰により住宅を購入しにくくなっているとの見解も示しており、供給面からの制約により先行きに対する楽観論が幾分後退している様子がうかがえる。S&P ケースシラー住宅価格指数は、昨年夏場以降、急速に伸びが加速しており、11 月には 2013 年以来となる高い伸びを記録した（図表 2-8）。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、増加ペースは徐々に鈍化すると予想する。



（図表2-7）住宅関連指標の推移
（出所）米商務省、全米住宅建設業協会

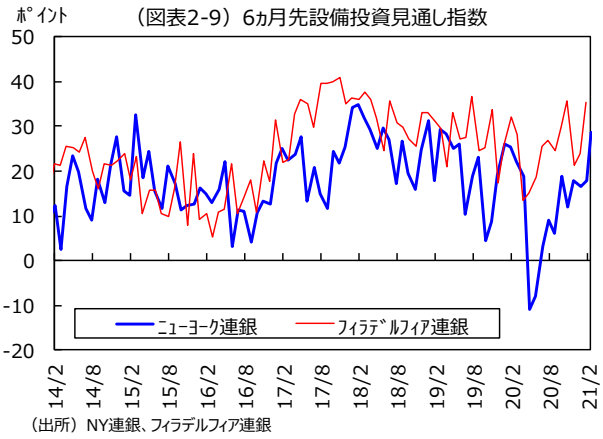


（図表2-8）S&Pケースシラー住宅価格指数(前年比)
（出所）S&P

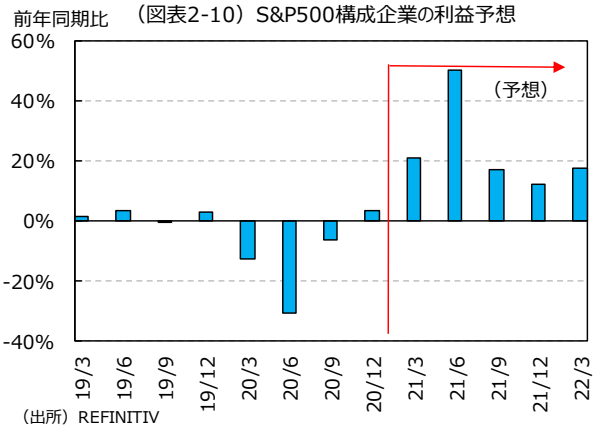
設備投資は増加基調が続く見通し

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12月に前月比＋0.7%と8ヵ月連続で増加した。プラス幅は、6月の同＋4.3%をピークに徐々に鈍化してきてはいるものの、コロナ感染が拡大し各種の行動制限措置がとられるなかでも底堅く推移している。ニューヨーク連銀やフィラデルフィア連銀が調査している6ヵ月先の設備投資見通しをみても、堅調な推移が続いており、足元で企業の設備投資意欲が委縮していない様子がみてとれる（図表2-9）。

企業収益が改善傾向にあることも設備投資を後押しする可能性が高い。S&P500構成企業の利益予想をみると、コロナ問題で2020年に落ち込んだ反動増もあって2021年は前年比で大幅プラスが見込まれているが、各四半期とも2020年の減少幅を大きく上回る増加が予想されており、先行きの収益好転期待が強いことが理解できる（図表2-10）。バイデン新大統領の公約には、政府調達で米国製品を優先するバイ・アメリカン条項が盛り込まれており、米製造業の活性化を企図し



（図表2-9）6ヵ月先設備投資見通し指数
（出所）NY連銀、フィラデルフィア連銀



（図表2-10）S&P500構成企業の利益予想
（出所）REFINITIV

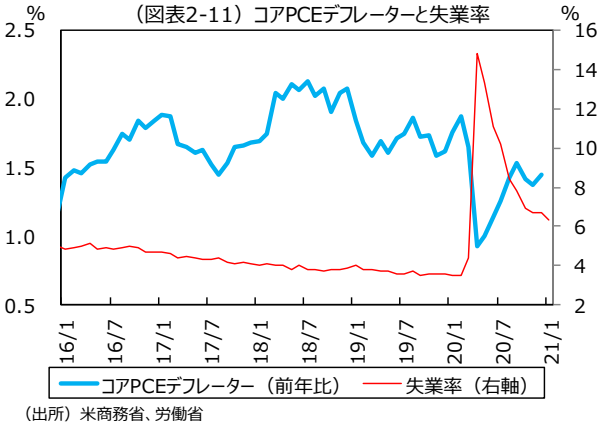
ているほか、新しい技術分野で中国に対抗するため AI や5G への研究投資に加え、約2兆ドルにのぼるインフラ投資も検討する意向を示しており、設備投資は増加基調をたどると予想する。

もっとも、バイデン大統領の公約には法人税率の引き上げ（21%→28%）が含まれている。コロナ対応に注力するため当面先送りする方針だが、将来の増税が見込まれるなかでは企業活動に一定の制約となる可能性が高く、設備投資の伸びは緩慢なものにとどまろう。コロナ問題に一定の目途がつき、実際に増税が実施される見通しとなれば、設備投資の増勢は鈍化しよう。

FRB は 2022 年に資産買入れ額を縮小へ

1 月 FOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF レートの誘導目標レンジを市場予想どおり、0.00－0.25%にすえ置いた。資産の買入れスタンスに関しても変更はなされなかった。FOMC 後に公表された声明文で金融政策の先行き部分をみると、「労働市場の状況が、最大雇用に関する委員会の評価と一致するレベルに達し、インフレが 2%に上昇してしばらくの間 2%を適度に上回る軌道に乗るまで、この誘導目標レンジを維持することが適切」との記載が踏襲されている。足元の雇用については、水準は依然低いと判断されているほか（パウエル議長は、実際の失業率は10%程度と指摘）、インフレについても、需要の低迷と原油価格の以前の下落によって上昇が抑制され続けているとしており（図表 2-11）、政策金利は今回の予測期間中、すえ置きが続くと予想する。

（図表2-11）コアPCEデフレーターと失業率



（出所）米商務省、労働省

資産の買入れについても、委員会の最大雇用と物価安定の目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで少なくとも現状規模の買い入れを続ける意向が示された。政策金利に関するガイダンスについては、上述のとおり雇用と物価の目標達成が条件となっているのに対し、資産買入れに関するガイダンスは「目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで」と目標達成が見えてくることが条件となっている。したがって、金融政策を正常化させる局面では、政策金利の引き上げより資産買入れの縮小が早期に実施される見込みである。もっとも、FOMC 後の会見でパウエル議長は、目標の進展までには時間がかかるとの認識を示し、資産買入れ縮小の話は「時期尚早」と述べた。年明け以降、一部の FOMC メンバーから早ければ今年の年末にも縮小の可能性があるとの見方が示されたが、そうした可能性は低そうである。

前回会合に続き、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。パウエル議長は会見で、雇用や物価の目標達成には程遠く、先行きの不確実性が高い状況は変わっていないと慎重な姿勢を示した。一方で感染の再拡大は経済や雇用の重しとなっているものの、景気は予想以上に底堅く、ワクチンの普及や政策効果などが見込まれることから、年後半の景気回復に期待感も表した。今後のコロナの感染動向次第ではあるものの、米景気の回復基調は続くとみられることから、2022 年には資産買入れ規模の縮小が行われると予想する。（担当：大広）

３．欧州経済見通し

〈要　　約〉

10－12 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比▲0.6%（前期は同＋12.4%）と、コロナ感染再拡大に伴うロックダウンの影響から再びマイナスとなった。各国の各種行動制限措置は年明け以降も続いており、1－3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率もマイナスとなる可能性が高い。もっとも、製造業をはじめとする物品生産部門の活動はサービス業ほど落ち込んでいない。夏場以降は、「鬱積された」需要がモノだけではなく、サービス部門にも幅広く及ぶ展開も予想される。また、ECB は昨年から各種追加金融緩和策を講じている。バランスシートの拡大により、追加緩和はこれでいったん様子見とみるが、ECB の金融政策は引き続きユーロ圏景気を下支えするとみる。今後のユーロ圏景気は、ワクチン接種の普及に伴い、4－6 月期以降徐々に上向き、その後も回復基調で推移すると予想する。

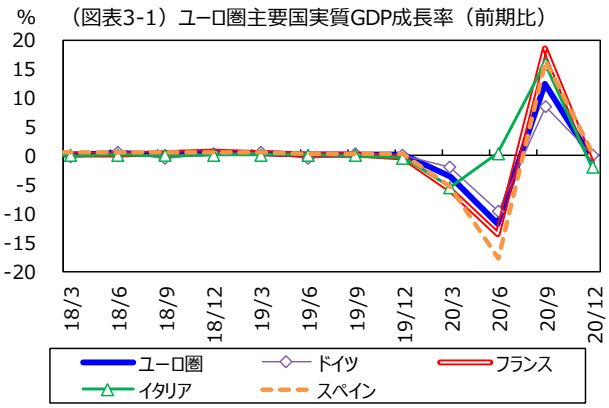
英国の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋1.0%と、ロックダウンの影響によりマイナスを見込む向きが多かったが、なんとか回避した。英国では 1 日の新規感染者数、死者数は減少傾向にあるものの、1 日の死者数が欧州中で最多である日が続いている。そのため、目先の英国景気は欧州に比べ回復の遅れを余儀なくされるが、ワクチン接種が進行し、行動制限が緩和されれば徐々に回復ペースが強まるとみている。

ユーロ圏は再びマイナス成長に

10－12 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比▲0.6%と、前期の同＋12.4%から再びマイナスに転じた（図表 3-1）。主要国の成長率をみると、ドイツ（同＋8.5%→＋0.1%）、フランス（同＋18.5%→▲1.3%）、イタリア（同＋16.0%→▲2.0%）、スペイン（同＋16.4%→＋0.4%）とプラスマイナスが分かれたが、いずれも 7－9 月期からは大きく鈍化した。新型コロナウイルス感染の再拡大により、各国ともロックダウンの再開を余儀なくされ、個人消費が大きく落ち込んだことが影響した。

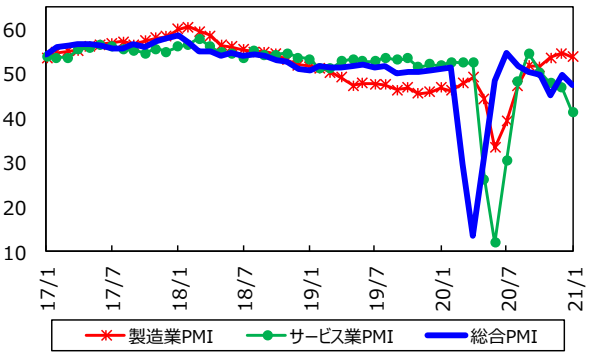
GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）をみると、7－9 月は好不況の境目である 50 を上回る水準で推移していたが、コロナ第二波の影響から 10 月に 50.0 と低下し、11 月には 45.3 と 5 ヵ月ぶりに 50 を下回った。その後、12 月は持ち直したものの、徐々に低下傾向となっている（図表 3-2）。業種別にみると、製造業では、コロナ感染が再拡大している状況下でも、工場の多くが操業を続け

（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

（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

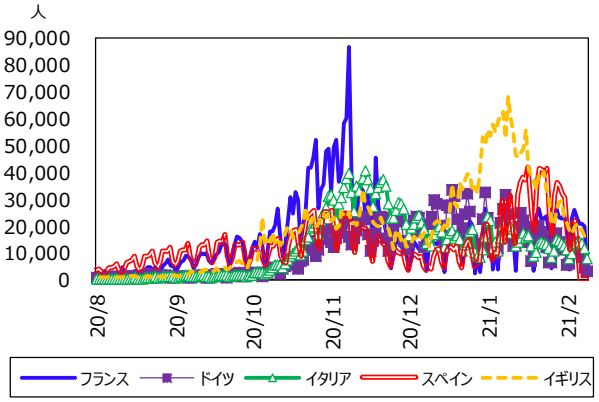
たことや、輸出が堅調だったことなどから、10 月以降も 50 を上回って推移した。一方、サービス業は、各国でバーやレストラン、娯楽施設などの閉鎖や営業時間短縮を余儀なくされた影響で、50 を下回る推移が続いている。年明け以降も、各国で夜間外出禁止令などの各種行動制限措置が課されていることから、1－3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は、2 四半期連続のマイナス成長を予想する。

もっとも、製造業をはじめとする物品生産部門の活動はサービス業ほど落ち込んでいない。中国向けを中心に輸出が持ち直していること等が下支え要因になっている。夏場以降は、ワクチン接種の普及に伴い、「鬱積された」需要がモノだけではなく、サービス部門にも幅広く及ぶ展開が予想される。4－6 月期以降のユーロ圏景気は、徐々に上向く可能性が高い。

変異株の流行が懸念材料もワクチンは徐々に普及

欧州では、昨年 9 月ごろから新型コロナウイルス感染が再び拡大しはじめ、10－11 月にかけて、各国で春に続く 2 度目のロックダウンが実施された。その後は各国の感染者数の動向がばらついてきたことで、経済活動の制限措置の内容にも差が出てきている状況である（図表 3-3）。感染者数が高止まりしていたドイツでは、12 月半ばに商店や学校を閉鎖するロックダウンの強化を発表した。1 月に入ってからは、感染の深刻な地域住民の移動制限を課した。その後も公共交通機関などでの医療用マスクの着用義務づけや、ロックダウン期間を延期するなど、次々と制限を強めている。一方、感染者数が減少したフランスでは、12 月に終日の夜間外出禁止令を解除するなど、ロックダウン基準の緩和を発表した。現在も午後 6 時以降の外出は禁止されているが、ドイツほど強力な措置は取っていない。

（図表3-3）欧州新型コロナウイルス感染者数日次推移



（出所）WHO

しかしながら、足元では各国で感染者数がなかなか減少しない状況が続いている。背景には、イギリスで特に猛威を振るっている変異株が EU 加盟国にも拡大していることがあるとみられる。欧州委員会は、EU 域外からのすべての渡航者に対し、原則として出発前の PCR 検査を義務づけるよう EU 加盟国に提案し、さらに変異株が確認された国からの渡航には、最大 14 日間の自主隔離を課すなどの措置を検討している。

ほとんどの EU 加盟国はシェンゲン協定によって、本来自由に国境を行き来できるが、国によっては加盟国からの渡航についても、入国後の自主隔離を求めるなどの措置を課している。1 月 26 日に開催された EU 首脳会議では、加盟国共通の方法により、不要不急の移動制限を強化するとの方針が確認された。移動制限の強化は、特に経済を観光業に依存する国にとって、短期的な打撃が大きくなるのは避けられない。ただ、ワクチン接種が昨年 12 月末より各国で始まっている。米ファイザー社と独ビオンテック社が開発したワクチンの供給が当初予定より遅れていることは懸念材料であるものの、ワクチンが普及するに伴い、感染者数は徐々に減少に向かう展開が期待できる。

個人消費は夏場以降持ち直すと予想

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、10－12 月平均では前年比＋0.9%と、7－9 月平均の同＋2.4%から伸びが鈍化した（図表 3-4）。月次ベースの推移をみると、6 月以降、5 ヵ月連続で前年比プラスとなっていたが、11 月には再びマイナスに逆戻りした。織物・被服・靴やガソリンが大きく落ち込んでおり、ロックダウンによる営業時間短縮や移動制限の影響を示している。ただ、ネット販売は引き続き好調で、直近 12 月は同＋0.6%と小幅ながらプラス圏に戻した。

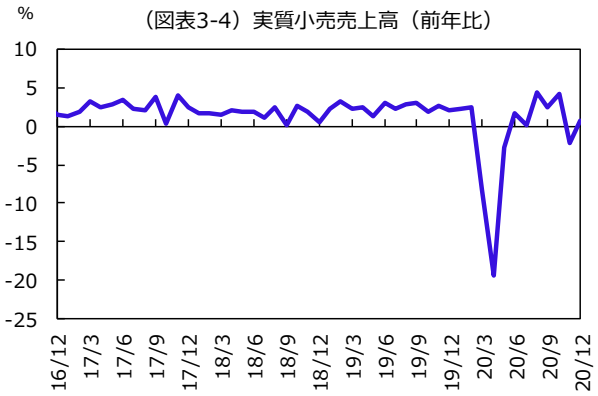
個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境をみると、失業率は、7 月以降徐々に低下してきている。12 月のユーロ圏の失業率（季節調整値）は 8.3%となっており、前年同月と比較しても 0.9%の上昇にとどまっている(図表 3-5)。

欧州各国政府は、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の各種政策を導入している。失業率がリーマン・ショック時ほど上昇せず、またコロナ感染再拡大の状況下でも低下傾向で推移している背景には、各国政府によるこうした雇用維持策がある。企業倒産も、政府の各種資金繰り支援策や、ECB による各種流動性供給策によって、引き続き抑制されるとみる。ただ、当面の間、雇用環境は、感染状況に左右されやすい状況が続こう。

マインド指標である消費者信頼感指数をみると、昨年春の感染拡大で落ち込んだ後、概ね横ばいでの推移が続いた。ワクチン接種が開始されたことに伴い、12 月に上向いたものの、年明け以降も続く行動制限措置が、消費者のマインドの重しとなっている様子がうかがえる（図表 3-6）。今後の個人消費は、年明け以降しばらくは冴えない推移が見込まれるが、夏場にかけてワクチン接種が進むに従い緩やかに回復していくと予想する。

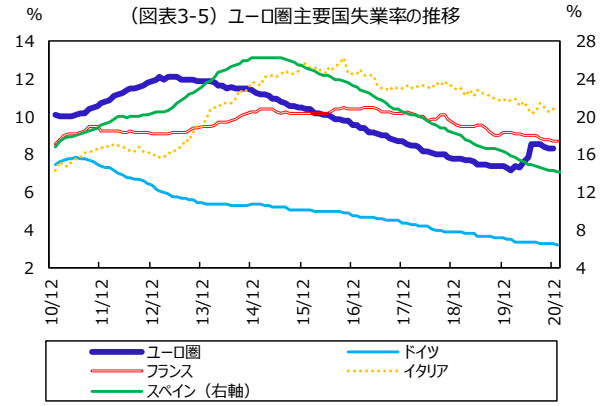
堅調な外需により 2021 年後半にかけ固定投資は徐々に回復

GDP 統計上の固定投資に数ヵ月先行するとされる資



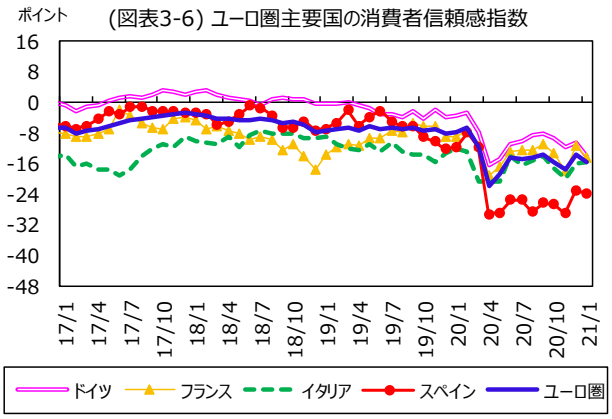
（図表3-4）実質小売売上高（前年比）

（出所）ユーロスタット



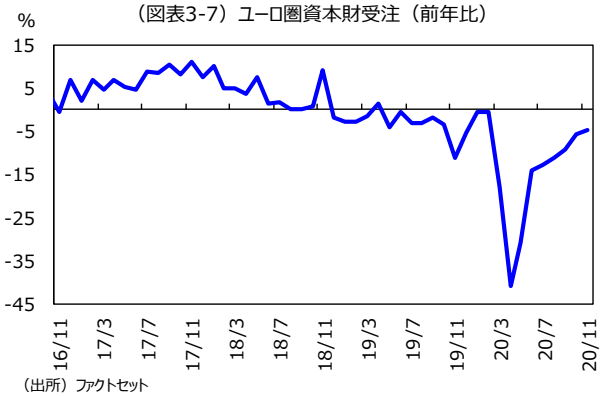
（図表3-5）ユーロ圏主要国失業率の推移

(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

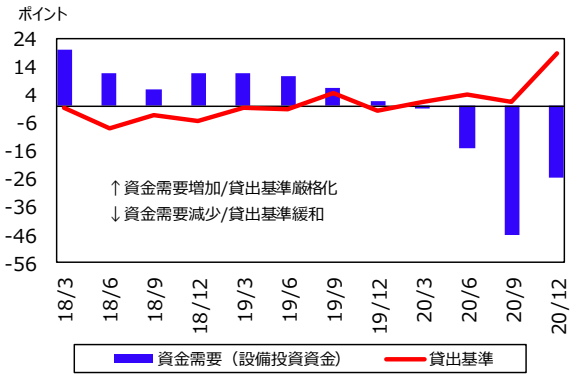


（図表3-7）ユーロ圏資本財受注（前年比）

（出所）ファクトセット

本財受注は、前年比マイナス圏内での推移が続いているものの、徐々に回復基調をたどっている（図表 3-7）。一方、10－12 月期の固定投資は、コロナ感染再拡大による経済制限の影響から前期比でマイナスに転じた可能性が高い。企業収益も 4－6 月期から回復傾向で推移しているものの、依然として前年比マイナスが続いており、設備投資意欲に負の影響を与えていると思われる。ECB の銀行貸出調査をみても、設備投資に対する資金需要が低迷し、貸出基準が厳格化している様子がうかがえる（図表 3-8）。1－3 月期の固定投資についても、制限措置が引き続き実施されていることから、二期連続のマイナスとなる可能性が高い。

（図表3-8）ユーロ圏の設備投資資金需要と貸出基準の推移



（出所)ECB

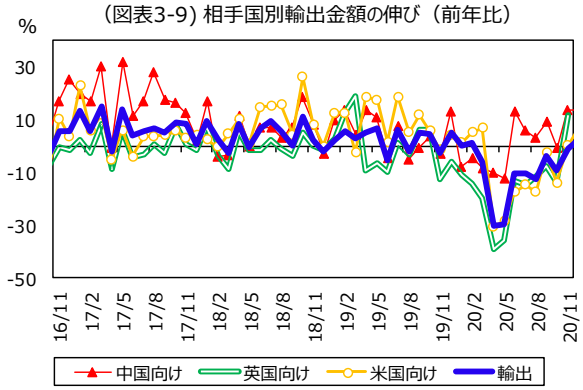
もっとも、ECB は 12 月の理事会で、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第 3 弾）の追加オペ実施や、適用金利などの条件優遇措置の適用期間延長などを決定するなど、銀行の金融仲介機能の円滑化のための策を講じている。また、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）をはじめとする資産買い入れ策により、金利が低位で抑えられていることも、固定投資を下支えするとみる。

さらに、ユーロ圏は日本や米国などに比べ輸出依存度が高いことから、堅調な外需が今後の固定投資の増加に寄与すると見込まれる。ユーロ圏の主要輸出相手国である中国の景気は引き続き堅調な推移が見込まれるほか、米国では巨額追加経済政策が景気を下支えすると予想される。ユーロ圏の固定投資は、年後半にかけて緩やかな回復ペースに復していくと見込む。

輸出も回復傾向で推移

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回復基調に転じている（図表 3-9）。主要貿易相手国の中でいち早くコロナ禍から立ち直った中国向けがけん引役となっている。引き続き、中国向けは堅調な推移が見込まれるが、香港や新疆ウイグル自治区での人権問題を巡る欧州と中国の政治的対立が続いていることが懸念材料である。中国と EU は昨年 12 月に包括的投資協定に大筋合意したものの、発効時期は未定となっている。協定発効には、欧州議会による批准手続きを経る必要があるが、欧州議会は中国のウイグル族に対する強制労働疑惑や、香港国家安全維持法の導入を問題視している。もし、発効が暗礁に乗り上げた場合は、中国から報復措置を取られる可能性もあり、対中輸出が伸び悩むことも考えられる。

（図表3-9）相手国別輸出金額の伸び（前年比）



（出所）ユーロスタット

米国向けも中国向け同様、回復基調をたどっている。今後も回復を見込むが、米国とは欧州航空機大手エアバスに対する EU の補助金問題を巡る係争がいまだに続いている。2021 年に入ってから、米国は EU からの輸入品に課す報復関税の対象品目の追加を発表した。報復関税の応酬が米・EU 間で激しさを増しており、1 月に就任したバイデン米大統領の対応次第では、今後も先行き不透明感が強い状況が続くとみる。

英国向けは、EU にとって大きな不安要素となっていた英国との通商協定交渉がなんとか部分合意に達したことがプラス要因である。これにより、EU・英国間の貿易は、2021 年以降も関税・数量割当なしの扱いが継続されることとなった。通関手続きの復活により、多少の物流の混乱が生じているものの、取引に大きな支障をきたしてはおらず、ユーロ圏外欧州向けのうち 4 割弱を占める英国向け輸出に対する不透明感はいったん払しょくされている。今後の輸出は、中国向けがけん引し、かつ米国向けも増加基調での推移が見込まれることから、引き続き回復傾向が続くと予想する。

ECB のバランスシートは拡大

ECB は 2020 年 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を打ち出した。12 月の理事会では、①PEPP の規模を 5,000 億ユーロ追加し、総額 1 兆 8,500 億ユーロへ拡大、②PEPP の実施期間を「少なくとも 2022 年 3 月まで」9 ヵ月延長、③PEPP を通じて購入した債券の再投資を「少なくとも 2023 年末まで」1 年間延長、④2021 年 6 月から 2021 年 12 月にかけて TLTROⅢの追加オペを 3 回実施、⑤TLTROⅢの適用金利などの条件優遇措置の適用期間を「2022 年 6 月まで」1 年間延長、⑥PELTRO（パンデミック緊急長期資金供給オペレーション）の追加オペの 4 回実施などを決定した（図表 3-10）。

（図表3-10）コロナ禍以降のECBの主な金融政策

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%

資産買入れ（政策変更月）

200億ユーロ／月のAPPの資産買入れ額を年内で1,200億ユーロ追加（3月） PEPPを新設し7,500億ユーロの資産を2020年12月まで買入れ（3月）
PEPPの規模を6,000億ユーロ増額、買入れ期間を2021年6月まで延長（6月） 債券再投資を2022年末まで実施（6月）
PEPPの規模を5,000億ユーロ増額、買入れ期間を2022年3月まで延長（12月） ※総額は1兆8,500億ユーロ 債券再投資を2023年末まで実施（12月）

民間金融機関への資金供給オペレーション（政策変更月）

LTROのオペ実施、TLRLOⅢ適用金利引き下げ（3月）
TLTROⅢ適用金利引き下げ（4月） 貸し出し条件のないPELTRO新設（4月）
TLTROⅢの追加オペ実施、優遇金利適用期間を2022年6月まで延長（12月） PELTROの追加オペ実施（12月）

（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

また、昨年 12 月に発表された ECB スタッフのマクロ経済見通しをみると、2021 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比＋3.9%（前回 9 月の見通しは＋5.0%）、2022 年は同＋4.2%（同＋3.2%）、2023 年は同＋2.1%となっている（図表 3-11）。2021 年は 9 月から▲1.1%ポイントの下方修正となる一方、2022 年は＋1.0%ポイントの上方修正となった。インフレ率については、2021 年が前年比＋1.0%（同＋1.0%）、2022 年が同＋1.1%（同＋1.3%）と、2021 年は 9 月見通しからすえ置きとなったが、2022 年は下方修正されており、依然として ECB の物価目標である「2%を下回るが、その近辺（below, but close to 2%）」に届かない水準での推移が予想されている。また、失業率も高止まりするとの予想となっている。

（図表3-11）ECBスタッフ予想

失業率以外は前年比	12月予想				（前回）9月予想		
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
実質GDP成長率	▲ 7.3	3.9	4.2	2.1	▲ 8.0	5.0	3.2
失業率	8.0	9.3	8.2	7.5	8.5	9.5	8.8
インフレ率	0.2	1.0	1.1	1.4	0.3	1.0	1.3

（出所）ECB

一方、コロナ禍の追加緩和により、ECB のバランスシート規模は大きく拡大している。2021 年 1 月 29 日時点で約 7 兆 330 億ユーロと、GDP 比で約 70%の規模にまで膨らんだ。徐々に追加緩和策の発動余地

明治安田総合研究所

も狭まってきており、コロナ収束後の出口戦略も見据えると、将来的な ECB の金融政策の舵取りはかなり難しいものとなる可能性があるため、追加緩和はいったん様子見とみる。

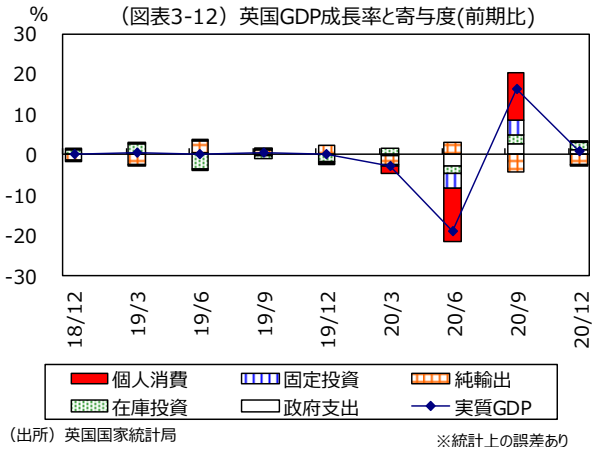
欧州に比し景気回復が遅れる英国経済

英国の 10－12 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋1.0%となった。ロックダウンの影響によりマイナスを見込む向きが多かったが、なんとか回避した（図表 3-12）。外出制限の影響で個人消費（同▲0.2%）がマイナスとなったが、EU 離脱の移行期間終了をにらんで、年末に在庫を積み増す動きが顕著となったことが、成長率の押し上げに繋がった。

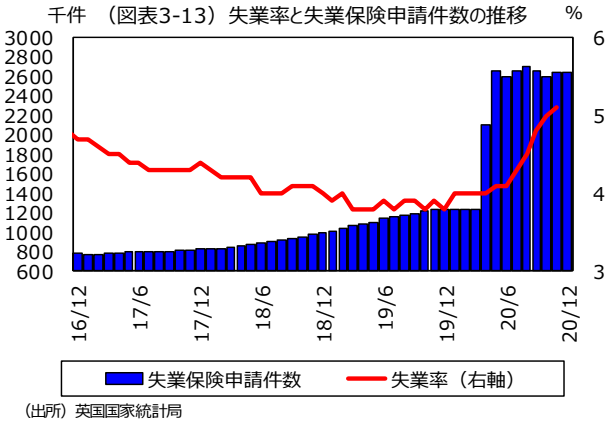
雇用環境を見ると、12 月の失業保険申請件数は 264.4 万件と、高水準での推移が続いている。9－11 月の失業率は 2016 年以来の 5.0%となるなど、上昇傾向に歯止めがかからない（図表 3-13）。こうした状況を受け、政府は雇用支援策を 2020 年 10 月末から 2021 年 3 月末まで延長することを決定した。具体的には、全休または時短労働で一時帰休となる従業員の未就労時間部分の基本給について、月 2,500 ポンドを上限に給与の 80%を給付するというものである。

英国では、12 月中旬頃から感染力が高いとされる新型コロナウイルスの変異株の感染が拡大し始めた。11 月にスタートしたロックダウンは 12 月 2 日にいったん解除されたが、変異株の感染拡大を踏まえ、ロンドンなどでは 12 月 20 日から外出制限を再強化した。しかし、感染拡大は収まらず、1 月 5 日からはイングランド全土における 3 度目のロックダウンが実施されている。

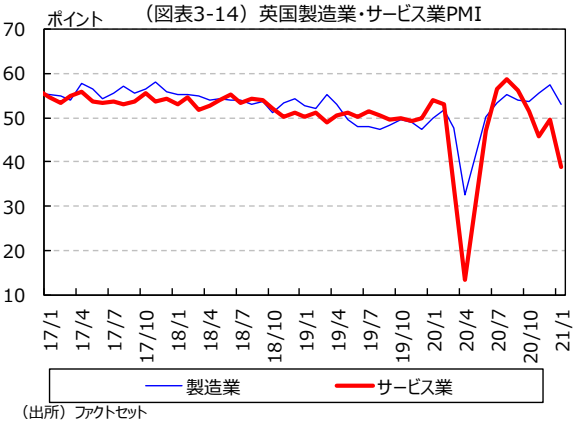
英国は 12 月 8 日より世界に先駆けてワクチン接種を開始し、足元では、国内の新型コロナウイルスによる 1 日の新規感染者数、死者数は減少傾向にある。とはいえ、1 日の死者数が欧州中で最多という日が続いており、英国で保健社会福祉担当国務長官を務めるマット・ハンコック氏も「感染対策は奏功しているが、まだ（新型コロナウイルス収束までの）道は長い」とコメントしている。目先の英国景気は欧州に比べ回復の遅れを余儀なくされよう。



（出所）英国国家統計局
※統計上の誤差あり



（出所）英国国家統計局



（出所）ファクトセット

もっとも、ワクチン接種が進行し、行動制限が緩和されれば英国景気は徐々に回復に向かうとみる。英国製造業・サービス業 PMI をみると、11 月以降、好不調の境目となる 50 を下回って推移する一方、製造業 PMI は 50 を上回っており、感染が拡大するなかでも、製造業の活動は大きな影響を受けていない様子

がうかがえる（図表 3-14）。

政府は、事業者への給付金、飲食店や宿泊・娯楽施設に対する VAT（消費税）減税等の対策を実施している。また、BOE（イングランド銀行）は政策金利を過去最低水準の 0.10%まで引き下げているほか、11 月には 2021 年 1 月からの国債購入額を 1,500 億ポンド増やし、総額 8,750 億ポンドとすることを決定した。BOE は、金融緩和政策を長期にわたって維持するスタンスを示している。感染動向次第の面が大きく不確実性が高いものの、国債については、2022 年末までに追加購入に踏み切る可能性があろう。一方、マイナス金利については、銀行の企業向け融資への悪影響の懸念が強く、導入を見合わせるとみる。積極的な財政・金融政策が引き続き英国経済の下支えとなることから、2022 年にかけては緩やかながらも回復基調に回帰すると予想する。

なお、英国経済にとって懸念材料であった BREXIT は、貿易については関税や数量制限なしという形で合意に漕ぎつけた。大混乱は避けられたものの、新たな関税手続きが必要になったことで、時間や作業コストなどの増加を余儀なくされている。これが 1－3 月期の輸出入に影響する可能性があるが、4－6 月期以降、影響度は次第に縮小するだろう。一方、金融サービスに関しての交渉は先送りされている。英国経済は金融サービスの輸出に支えられている面が大きく、今後どのような方向で議論が進むか注視する必要がある。（担当：前田、齊藤）

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

10－12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比＋6.5%となった。2020 年の同成長率は、同＋2.3%と 44 年ぶりの低水準となったものの、主要国で唯一のプラス成長を維持した。中国経済は、新型コロナウイルスによる景気停滞局面を乗り越えたといえる。

2020 年を振り返ると、生産面では、医薬品や在宅機器関連が好調だったほか、中国政府が主導する 5G 関連設備といった新型インフラにかかわる半導体などの生産も堅調に推移した。需要面では、政府主導のインフラ開発や不動産開発が全体を押し上げたが、個人消費は、通年で前年比▲3.9%と、投資に比べると戻りの鈍さが目立つ結果となった。

2021 年は共産党結党 100 周年に加えて第 14 次 5 ヵ年計画の初年となり、政治的にも重要な節目の年となる。政府による景気刺激策の維持が見込まれることもあり、景気は順調に推移しよう。政府の強いリーダーシップにより新型コロナウイルスの感染が抑制されるなか、戻りが弱かった個人消費も今後は徐々に回復することが想定される。2021 年の実質 GDP 成長率は前年比＋8.8%、2022 年は同＋6.1%と予想する。

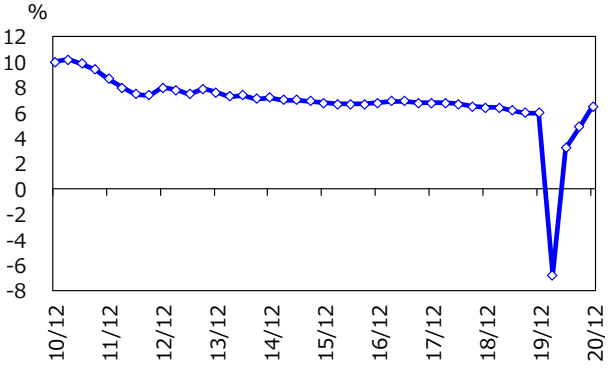
サブシナリオでは、春節後に新型コロナウイルスの感染拡大が加速することによって、多くの地域で経済活動の制限が実施されることを想定する。また、欧米でも感染拡大に歯止めがかからない状況が加わり、2021 年 1－3 月期の同成長率は、メインシナリオよりも大きく下振れる。その後は、徐々に経済活動が再開されるも、回復ペースはメインシナリオよりもはるかに緩慢なものにとどまる。2021 年の実質 GDP 成長率は前年比＋6.8%、2022 年は同＋5.2%と予想する。

主要国で唯一のプラス成長

10－12 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比＋6.5%と、3 四半期連続のプラスとなった（図表 4-1）。2018 年以来 2 年ぶりの高い伸びとなり、中国経済は新型コロナウイルスによる景気停滞局面を脱したといえる。

2020 年の実質 GDP 成長率は前年比＋2.3%となり、市場予想（同＋2.1%）や IMF 予想（同＋1.9%）を上回った。この結果は、文化大革命で経済が混乱に陥った 1976 年のマイナス成長以来、44 年ぶりの低い伸びではあるが、主要国の中では唯一プラス成長を確保した。

（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

2020 年を振り返ってみると、新型コロナウイルスの感染拡大により、1－3 月期は四半期ベースの統計が遡れる 1992 年以来のマイナス成長となった。しかし、その後は政府主導で感染拡大を徹底して抑え込んだことから、3 月以降、経済活動を段階的に再開することに成功した。新型コロナウイルス感染拡大による在宅需要の増加により、パソコンなどの在宅機器の需要が高まったことや、政府がインフラ投資を拡

明治安田総合研究所

大したことも景気回復に寄与した。

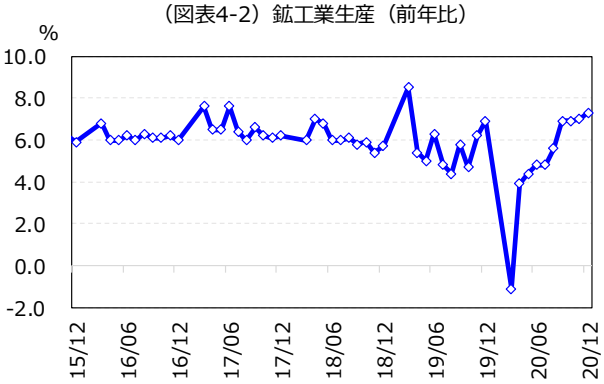
中国国家統計局の報道官は、「新型コロナウイルスの感染拡大など、国内外の厳しい環境によって、昨年は歴史的にみて大変な年となったが、中国経済は大きな成果をあげることができた」とする一方で、「新型コロナをめぐる現状には多くの不確実性が存在し、経済回復の基盤はまだ堅固とはいえない」と警戒感も示した。

産業別に年初からの累計ベースの成長率を見ると、第 1 次産業は同＋3.0%（7－9 月期：＋2.3%）、第 2 次産業は同＋2.6%（7－9 月期：＋0.9%）、第 3 次産業は同＋2.1%（7－9 月期：＋0.4%）となった。製造業が含まれる第 2 次産業や、サービス業など幅広い業態が含まれる第 3 次産業でも回復が加速している。景気回復が経済全体に浸透している様子をうかがい知ることができる。

製造業は回復が加速

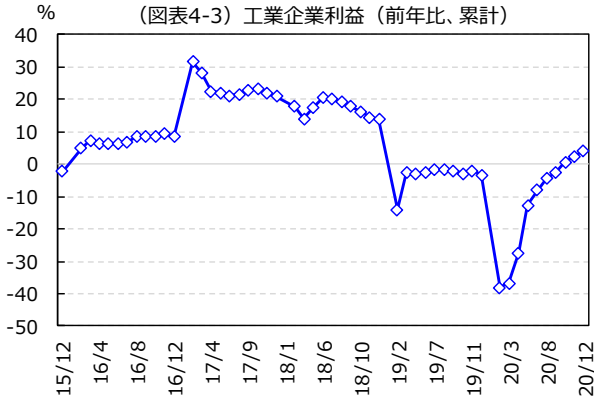
12 月の鉱工業生産は前年比＋7.3%と、小幅ながら 3 ヵ月連続でプラス幅が拡大した（図表 4-2）。伸び率は 2019 年 3 月以来の高さである。医薬品や在宅関連製品の世界的な需要拡大に加え、中国政府の新型インフラ投資に対する需要を背景に、製造業の生産は堅調に推移している。業種別にみると、コンピューターが前年比＋42.3%と、前月（同＋25.4%）よりも一段と伸び幅が拡大したほか、半導体も同＋20.8%と前月（同＋19.6%）同様、高水準で推移している。中国政府は、新型インフラと呼ばれる「5G ネットワーク」や「産業用インターネット」といった分野を今後、重点的に成長させる意向を示している。これらの分野では、多くの半導体を必要とすることから、今後も半導体の生産は堅調に推移することが予想される。

（図表4-2）鉱工業生産（前年比）



（出所）中国国家統計局

（図表4-3）工業企業利益（前年比、累計）



（出所）中国国家統計局

中国政府が促進している分野として、新エネルギー車も挙げられるが、こちらは同＋55.6%と前月（同＋99.0%）に比べて伸びが鈍化したものの、引き続き高水準で推移している。また、医薬品も同＋14.6%と前月に引き続き堅調に推移している。中国でも新型コロナワクチンの開発・製造が急ピッチで進められていることに加えて、マスクなど個人防護品の世界的な需要が引き続き高いことが背景にある。鉄鋼や粗鋼の生産も、中国政府によるインフラ投資を背景に堅調な推移が続いている。

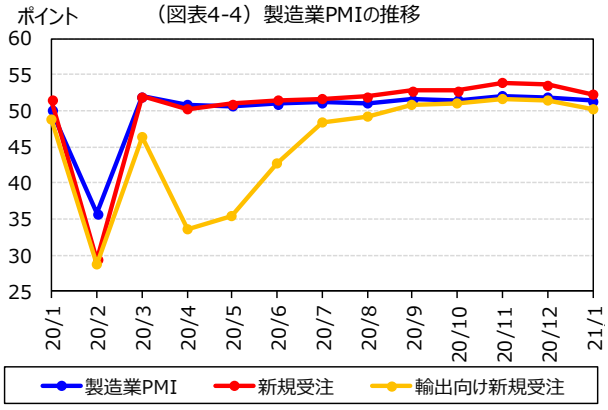
2020 年の工業利益は、前年比＋4.1%と増加した（図表 4-3）。年前半は新型コロナウイルス感染拡大の影響から大幅マイナスで推移していたが、7－9 月期に同＋15.9%、10－12 月期は同＋20.8%まで回復した。通年では製造業が同＋7.6%と全体を大きくけん引する形となっており、特に中国政府によるインフラプロジェクトの推進などによって、装備製造業やハイテク製造業が伸びている。今後の生産も、世界的な景気回復による外需拡大と、中国政府による新型インフラの整備をはじめとした各種政策効果によっ

明治安田総合研究所

て、堅調に推移すると予想する。

企業マインドも引き続き順調に推移している。製造業 PMI は 3 月以降、好不況の境目である 50 を 11 ヵ月連続で上回り、11 月には 3 年ぶりとなる水準まで上昇した（図表 4-4）。一方で、1 月は 51.3 と 2 ヵ月連続の低下となった。新型コロナウイルスの感染再拡大が、一部企業の活動に悪影響を与えたと推察される。ただ、中国政府の徹底的な防疫策により、中国国内の新型コロナウイルス感染者数が爆発的に増加する事態は想定しづらいことから、製造業の企業マインドがこのまま悪化の一途をたどることはないとみる。また、新規受注指数も前月に比べ低下したものの、引き続き 50 を維持している。輸出向け新規受注指数は、9 月まで 50 を下回っていたものの、世界経済の回復に伴い、10 月からは 50 を上回る水準で推移している。10 月後半以降、欧米での新型コロナウイルスの感染者数が再拡大していることから、この先数ヵ月の輸出の拡大ペースは徐々に鈍るとみられるが、政策効果などにより中国国内での需要は引き続き堅調に推移することから、製造業全体の生産拡大基調は維持されると予想する。

（図表4-4）製造業PMIの推移

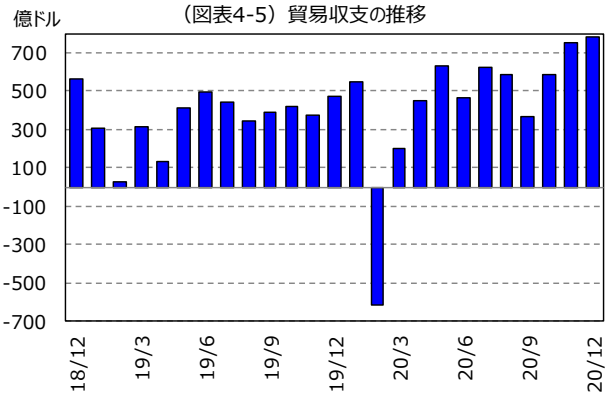


（出所）中国国家統計局

輸出も好調

12 月の貿易黒字は前年比＋18.1%の 781 億ドルとなり、過去最大を記録した（図表 4-5）。また、2020 年の貿易黒字は 5,350 億ドルと、前年比で＋27%の増加となった。新型コロナウイルスの感染拡大に伴って、マスクなどの医療用防護服やノートパソコンなどの需要が世界的に急拡大したことで、輸出が堅調に推移した。中国政府が早期の感染拡大の抑え込みに成功し、工場の生産再開が他国より早かったことも外需をいち早く取りこむことが出来た要因と言えよう。なお、米国との貿易状況を見てみると、2020 年の対米貿易黒字は 3,169 億ドルの前年比＋7%となり、2018 年に次ぐ過去 2 番目の水準となった。新型コロナウイルスという特殊要因はあったものの、トランプ前政権の対中貿易赤字縮小という目標は未達に終わったと言える。

（図表4-5）貿易収支の推移



（出所）中国海関総署

中国政府の報道官は、2021 年も貿易黒字は拡大する可能性があるとの見方を示した。中国の最大貿易相手国の米国では、追加経済対策に伴う内需拡大が見込まれるほか、ワクチン普及による世界経済の回復も期待できることから、輸出の拡大基調は今後も継続しよう。

インフラ・不動産投資がけん引

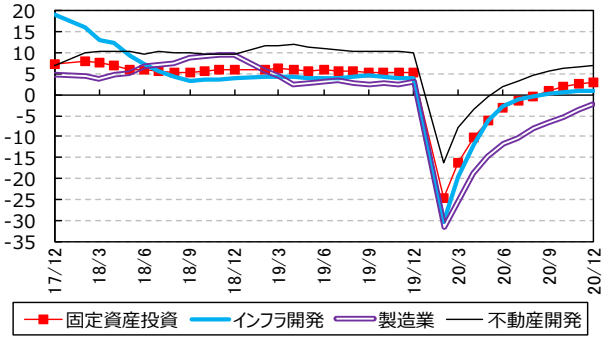
12 月の固定資産投資は前年比＋2.9%と、前月の同＋2.6%からプラス幅が拡大した。特に国有企業の増加幅は同＋5.3%と、民間企業（同＋1.0%）よりも大きく増加している（図表 4-6）。中国政府が景気

明治安田総合研究所

下支え策としてインフラ投資を加速させたことが主因である。また、民間企業は、10 月まで前年比マイナスとなっていたが、中国景気の回復が強まった 11 月以降は 2 ヵ月連続のプラスとなっている。

産業別にみると、製造業は同▲2.2%と前年を下回る水準となったものの、年後半にかけて徐々に回復傾向にある。製造業の中では、医薬品（同＋28.4%）、通信・コンピューター（同＋12.5%）といったコロナ禍によって特需が発生している分野が、前年を大きく上回る増加となった。

（図表4-6）中国固定資産投資の推移（前年比）



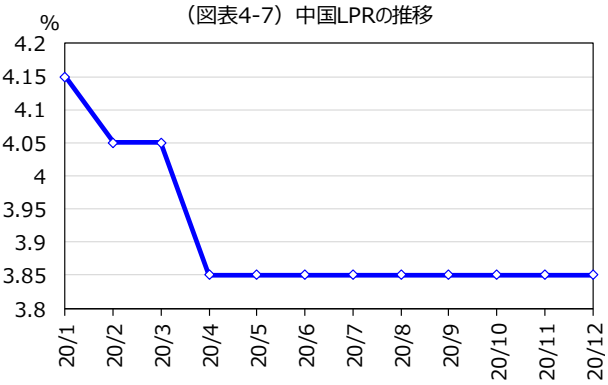
（出所）中国国家統計局　※年初来累計値の前年比

投資の種類別にみると、不動産開発投資（同＋7.0%）、インフラ投資（同＋3.4%）がけん引役となっている。不動産市場では、低金利環境を背景に消費者の住宅購入意欲が高いことが拡大要因となっている。ただ、中国政府は昨年末に、銀行による過度な不動産貸し出しを抑制する方針を示すなど、不動産バブル対策を相次いで実施している。今後も規制が強化される可能性が大きいことから、不動産関連投資は今後緩やかな上昇にとどまると予想する。インフラ投資に関しては、政府が 5G ネットワークや EV 充電設備などの拡充を表明していることから、2021 年も固定資産全体をけん引するとみる。また、製造業に関しても、世界的な景気回復により外需が拡大することで、積極的な投資が行なわれよう。2021 年も投資が中国経済をけん引する大きな要因となることが想定される。

人民銀行は副作用を警戒しながら緩和環境を維持

中国人民銀行は、政策金利の LPR（ローンプライムレート）1 年物を昨年 2 月と 4 月に引き下げ、3.85%とした。その後は、中国経済が順調に回復していることを背景にすえ置かれている（図表 4-7）。

（図表4-7）中国LPRの推移



(出所)中国人民銀行

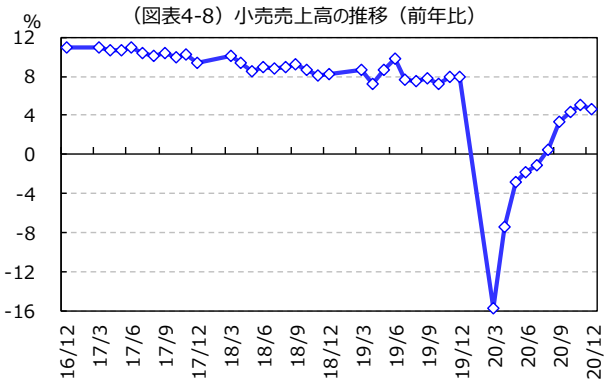
中国人民銀行の易綱総裁は、昨年末に行なわれた経済工作会議で「穏健的な金融政策を引き続き実施する」と表明していることからも、早急な引き締めによって景気が予想外に減速するリスクは低いだろう。ただ、低金利による不動産価格のバブル化などの副作用には引き続き警戒しており、「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではないという位置付けを堅持する」と表明している。また、「中国の金融政策は、新たな経済発展をタイミングよく調整する一方で、政策の崖を回避して安定を維持する」とも述べており、経済支援と表面化しつつあるリスクの抑制にバランスよく対応していくと予想する。

小売売上高は回復基調も通年ではマイナス成長

個人消費の動向をみると、12 月の小売売上高は、前年比＋4.6%と前月（同＋5.0%）から伸びが鈍化した（図表 4-8）。ただ、寒波などの気候要因に加え、11 月 11 日の「独身の日」に合わせて大手通販会社が行ったセールの期間が例年よりも長く、11 月は個人消費が喚起されやすかったこと等を考慮すると、

前月から上昇幅は鈍化したものの、回復トレンドは維持されているといえる。品目別の動向をみると、通信機器（同＋21.0%）、電気機器（同＋11.6%）、医薬品（同＋12.1%）、宝飾品（同＋11.6%）などが前年比二桁の伸びとなる一方で、11 月まで二桁増となってきた自動車は同＋6.5%に伸び幅が縮小した。

（図表4-8）小売売上高の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

年間ベースの小売売上高は前年比▲3.9%とマイナスとなった。マイナスとなるのは、比較可能な 1994 年以降初めてである。8 月までマイナス成長が続いていたことや、9 月以降のプラス幅も小幅にとどまったことが大きく影響している。また、1 人あたりの可処分所得の伸びが 2020 年は前年比＋2.1%となっており、過去 10 年の平均である同＋7.2%から大きく縮小していることも個人消費が伸び悩む要因となっている。

ただ、四半期ごとの累積値をみると、第 1 四半期（同▲3.9%）、第 2 四半期（同▲1.3%）、第 3 四半期（同＋0.6%）となっており、所得環境は年後半にかけて徐々に回復のペースを速めている。2021 年は世界的な景気回復が見込まれることに加えて、後述のとおり、昨年の中央経済工作会議で個人消費の拡大がテーマの一つとして挙げられており、中国政府による可処分所得拡大策が期待できることから、個人消費は堅調に推移すると予想する。

政治要因は景気に追い風

今年は中国共産党 100 周年と節目の年であることに加え、第 14 次 5 ヵ年計画の初年ということもあり、中国政府にとってみると経済運営面で失敗が許されない年である。また、習近平国家主席は任期が切れる 2022 年以降も国家主席を続投する意向が強いとされているが、経済政策に失敗すれば、続投に黄色信号が灯される可能性もあり、景気動向には慎重に目配りするであろう。

昨年 12 月に行なわれた中央経済工作会議では、8 つの重点政策が挙げられた（図表 4-9）。特に、「②サプライチェーンの強化」と、「③内需拡大」は中国経済への好影響が期待できる。

（図表4-9）中央経済工作会議で挙げられた重要課題

①科学技術力の強化
②サプライチェーンの強化
③内需拡大
④改革開放の推進
⑤食料安全保障の強化
⑥独占禁止と大企業の無秩序拡張の防止
⑦都市の住宅問題の解決
⑧脱炭素社会に向けた取り組み促進

（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

サプライチェーンの強化では、積極的な産業インフラの整備や更新に伴う製造業の投資増が期待できる。また、内需拡大では、個人消費の拡大と中間所得層の増加が重要課題として挙げられており、可処分所得の拡大を目指す政策などが行なわれることが想定される。

また、同会議では、積極的な財政政策と穏健な金融政策を維持する方針が示された。経済状況に関しては、回復の基盤がまだ固まっていないという認識を示しており、早急な政策転向を否定する姿勢も示した。一方で、財政政策は、質と効率を向上させ、より持続可能なものにするとの方針も示した。これらの方針を踏まえると、経済情勢に配慮しながら、2020 年対比では財政規模を正常化しつつも、実体経済に合わせたメリハリのある運営を行なっていくことが予想される。

新型コロナウイルスが再拡大するも影響は限定的

中国における新型コロナウイルスの感染者数は、11月下旬より再び拡大している（図表 4-10）。主に、東北部の河北省、吉林省、黒竜江省を中心に感染の拡大がみられる。一方で、感染者が発見された場合には、大規模なPCR検査の実施と接触者の隔離を迅速に行っているため、昨年の感染第一波に比べると、感染者の絶対数は 100～200 人台とかなり限定的である。現状の感染者数のレベルであれば、中国経済に直ちに大きな影響を与える可能性は小さいと考える。

（図表4-10）新規感染者数の推移

（出所）WHO

春節を控えて中国政府は、帰省を自粛するように呼び掛けていることに加えて、帰省する人に対してPCR検査を義務付けるなど、感染拡大を警戒している。3月の全人代を予定通りに実施する（昨年度は感染拡大により開催を5月に延期）ために、感染対策がさらに強化される公算が大きいことからも、感染が爆発的に広がるリスクは小さいとみている。（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、コロナ感染拡大後にとられた行動制限措置が緩和されたことや、政府の景気対策の効果により、7－9 月期以降、緩やかな回復傾向を続けている。今後も財政・金融政策が下支え役となることに加え、ワクチン接種の普及に伴う内需の回復により、景気は緩やかなペースで回復すると予想する。

韓国経済は、主力の半導体、電子部品関連の輸出の好調持続が予想される。半導体関連産業の設備投資意欲も旺盛。政府債務の拡大や、不動産価格のバブル的な上昇等、懸念材料はあるものの、2021年は＋3%台の実質GDP成長率が期待できるとみる。

台湾経済は、強い競争力を持つ半導体製品の輸出が好調。中国で米国向け製品を生産していた企業が、生産拠点を台湾に回帰したことが新たな雇用を生み出すとともに、5G 関連のインフラ投資を刺激するという好循環がみられる。2021 年の実質 GDP 成長率は＋4%に近づくと予想する。

シンガポール経済は、ワクチン接種の進行に伴い、個人消費と建設投資の改善が見込まれる。世界の半導体市場は、2021 年以降も拡大する見通しで、輸出の 2 割強を占める電気製品、電子部品の好調持続が予想されることから、2021 年は＋5%の実質 GDP 成長率を予想する。

インド経済は、1,000 万人を超えるコロナ感染者と、15 万人を超える死亡者が確認されているものの、新規感染者数は減少に向かっている。財政・金融政策の下支えもあり、2021 年は＋8%の実質 GDP 成長率を予想する。

＜豪州＞

豪州の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋3.3%と、調査開始以来最大の落ち込みだった 4－6 月期の同▲7.0%から反発した（図表 5-2）。コロナ感染拡大後にとられた行動制限措置が緩和されたことや、政府の景気対策の効果が現れた形。

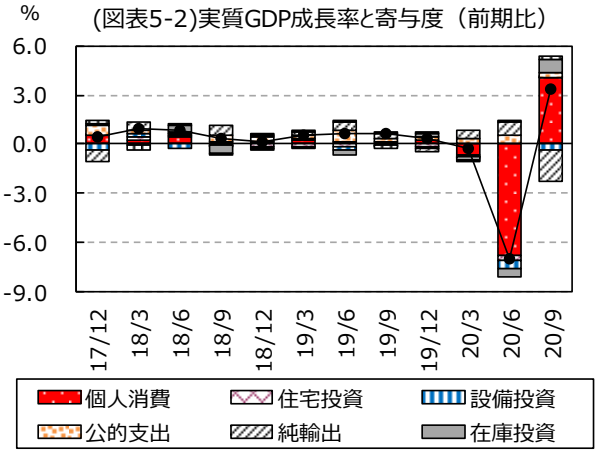
10－12 月期もコロナ感染者数は低位で推移しており、景気は緩やかな回復傾向を維持したとみられる。12 月の失業率は 6.6%と、7 月の 7.5%をピークに低下傾向となっている。同月の雇用者数も約 1,290 万人と、コロナ感染拡大前である 2019 年 12 月の 1,297 万人には若干届かないものの、5 月を底に増加基調をたどっている（図表 5-3）。また、メルボルンのロックダウンが 10 月 28 日に解除されたこともあり、11 月の小売売上高は、前月比＋7.1%と 2 ヵ月連続でプラスとなった。前年比でも＋13.3%となり、個人消費も回復傾向となっている。

（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（実績・予測）	2021年（予測）	2022年（予測）
豪州	1.8	-3.1	3.3	3.2
韓国	2.0	-1.0	3.2	3.0
台湾	2.7	3.0	3.8	3.7
シンガポール	0.7	-5.4	5.0	3.5
インド	4.2	-7.5	8.0	5.0

※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

(図表5-2)実質GDP成長率と寄与度（前期比）

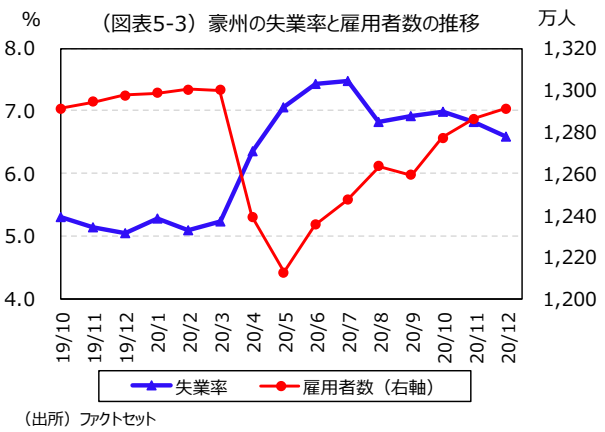


（出所）豪州統計局、ファクトセット

明治安田総合研究所

豪州のワクチン接種は2月下旬より開始の見込みであり、今後はワクチンの普及に伴い、個人や企業マインドも上向き、雇用や消費は緩やかな回復ペースで推移すると予想する。

輸出も中国の旺盛な需要を背景に、8 月から増加基調をたどっている。引き続き、中国景気は堅調推移が予想されることから、豪州の輸出は回復傾向での推移を見込む。ただ、豪州が中国に対し、新型コロナウイルスのパンデミック発生源の独自調査を求めたことに端を発する両国間の緊張関係はいまだに続いている。中国が豪州産製品の輸入に関税をかけるなどの措置は現在も継続しており、今後も何らかの各種輸入制限措置が中国側から課される場合には、輸出の回復ペースの鈍化が懸念される。



（図表5-3）豪州の失業率と雇用者数の推移
（出所）ファクトセット

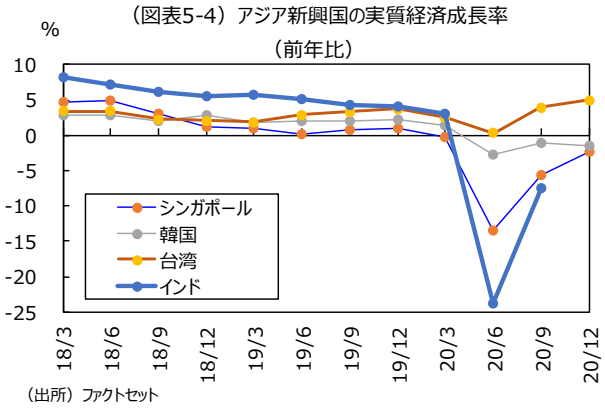
豪州政府は昨年 10 月に、減税やインフラ投資を柱とする 4 年間で総額約 980 億豪ドルの景気対策を発表した。また、RBA（豪州準備銀行）は昨年 11 月の金融政策委員会で、政策金利を 0.25%から 0.10%に引き下げ、6 ヵ月間で 1,000 億豪ドル規模の国債や州債の買入れを行なう量的緩和策の実施を決定した。さらに 2 月には、前回の量的緩和策の期限切れ回避のため、4 月中旬から新たに追加で 1,000 億豪ドルの資産を買入れることを発表した。声明文では、インフレ率が持続的に 2－3%の範囲内に収まるまでは政策金利を引き上げないとの方針を示している。また、早くとも 2024 年までに、政策金利を引き上げる必要がある賃金、雇用環境に戻ることはないとの認識も示している。今後の豪州景気は、これらの財政・金融政策が下支えとなるほか、ワクチン接種の普及に伴う内需の回復も見込まれることから、緩やかなペースで回復すると予想する。

＜韓国＞

韓国の 10－12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋1.1%となり、7－9 月期の同＋2.1%から鈍化した。また、2020 年通年の実質 GDP 成長率（速報値）は、前年比▲1.0%となり、22 年ぶりのマイナス成長となった。

12 月の輸出額は、前年同月比＋12.6%だった。これは、2018 年 10 月以来、最大の伸び幅である。なかでも集積回路（IC）が同＋30.0%と牽引役になっている。世界的な半導体需要に支えられ、今後も輸出は堅調推移が見込まれる。サムスンをはじめとする半導体産業の設備投資意欲も旺盛である。

12 月の失業率は 4.　6%と、2010 年 1 月以来の高い水準となった。感染拡大により幅広い業種が影響を受け、就業者数も大幅に減少しているが、2021 年の雇用市場は緩やかに回復しよう。



（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

韓国銀行（中央銀行）は、1月15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。景気回復支援のため、当面、政策金利はすえ置かれると予想する。一方、韓国政府は、2025年までに、デジタル、環境分野に160兆ウォン（約15兆円）の投資、190万人の雇用

創出を目標とする「韓国版ニューディール政策」を打ち出している。

政府債務残高の拡大や、不動産市場のバブル化等、中長期的な懸念材料は残るものの、堅調な輸出、積極的な財政・金融政策に支えられ、2021 年の実質 GDP は、前年比で＋3%台の成長を実現すると予想する。

＜台湾＞

台湾の 10－12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前年同期比＋4.9%と、大方の予想を上回る伸びとなった。半導体、パソコン等の輸出が好調だった。また、2020 年通年の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比＋3.0%と、コロナ禍の中で、数少ないプラス成長を確保した国となった。感染症の抑制に成功したという理由が大きく、1,000 人に満たない感染者数、死亡者数も一桁という状況は、高く評価されている。

12 月の輸出額は、前年同月比で＋12.0%と、単月では過去最高の伸びとなった。2020 年は、通年でも前年比＋4.9%と過去最高を記録している。集積回路（IC）が同＋22.1%、情報通信機器が同＋15.4%と好調だった。

12 月 17 日、台湾の中央銀行は、四半期毎の理事会で、6 月、9 月に続き、政策金利を 1.125%にすえ置いた。強い競争力を持つ半導体の輸出は、引き続き好調に推移すると見込まれる。中国で米国向け製品を生産していた企業が、生産拠点を台湾に回帰することにより、新たな雇用を生み出し、これがさらなる 5G 関連のインフラ投資を刺激するという好循環も生まれている。2021 年の実質 GDP は、前年比＋4%近い成長率を予想する。

＜シンガポール＞

シンガポールの 10－12 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前年同期比▲2.4%と、7－9 月期の同▲5.6%からやや改善した。2020 年通年の実質 GDP 成長率（改定値）は前年比▲5.4%と、2001 年以来、19 年ぶりのマイナス成長となった。

輸出は堅調に推移している。12 月の輸出額は前年同月比＋7.0%、2020 年通年でも前年比＋4.3%とプラスになっている。集積回路（IC）などの電子部品が好調であった。12 月の失業率は 3.2%と、ここ数ヵ月は、改善基調にある。

シンガポール政府は 12 月、経済活動再開の最終段階である第 3 段階への移行を宣言、経済活動の制限を順次緩和している。また、計画通り行けば、2021 年第 3 四半期までに、すべての国民のためのワクチンを確保できるとしている。

ワクチン接種の進行に伴い、個人消費や建設投資の改善が見込まれる。世界の半導体市場は、2021 年も拡大する見通しで、輸出の 2 割強を占める電気製品、電子部品の好調持続が見込まれることから、2021 年は、前年比＋5%の実質 GDP 成長率を予想する。

＜インド＞

インド政府は 11 月 27 日、2020 年度 7－9 月期の実質 GDP 成長率（推計値）を前年同期比▲7.5%と発表した。3 月下旬から 5 月まで続いた都市封鎖の影響が残った形。4－6 月期に前年同期比＋16.4%と、唯一プラスだった政府消費支出が同▲22.2%と大きく下落したほか、民間消費支出の同▲11.3%、総固定

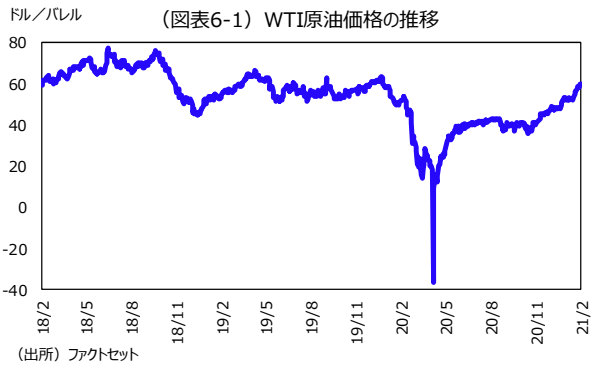
資本形成の同▲7.3%等が押し下げ要因となった。インド政府は、2020 年の実質 GDP 成長率を前年比▲7.7%、インドの中央銀行は同▲7.5%と予測している。ただし、2021 年は反動増が見込める状況にある。

インドでは、Aadhaar と呼ばれるインド版マイナンバーが、約 13 億の人口の 9 割以上に普及している。これでワクチンの接種状況を管理し、普及推進を図っている。インドでは、1,000 万人を超える感染例と 15 万人を超える死亡者が確認されているものの、新規感染者数は 9 月のピーク時の 12%、平均で 1 万人台にまで減少している。

インド準備銀行（中央銀行）は、12 月 4 日の金融政策決定会合で、政策金利を 4.0%のままますえ置いた。政策金利は、2000 年以降、最低の水準となっているが、景気回復を支援するため、当面、現状のままますえ置くと予想する。他にも、ここまで債券購入等、さまざまな流動性供給策を実施してきたほか、積極的な財政政策の下支えもあって、インド経済には回復の兆しが見られる。2021 年は、前年比で＋8%の実質 GDP 成長率を予想する。（担当：前田、水野）

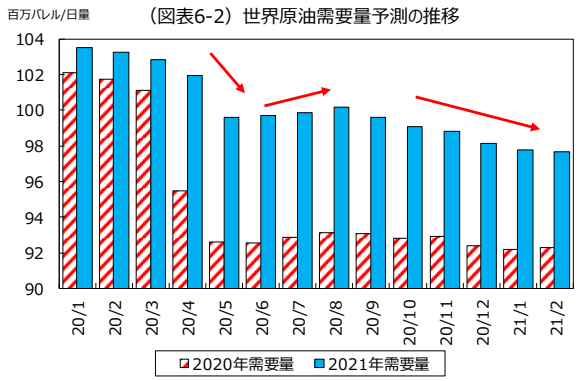
６．原油相場見通し

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、新型コロナウイルスの世界的な拡大による原油需要減少により 2 月以降急落、4 月 21 日には WTI 受け渡し拠点であるクッシングの在庫が上限に近づき、現物を保有できない投資家が投げ売りしたことを要因に、史上初のマイナスを付ける事態となった。その後は、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持ち直し、現在は 60 ドル/バレル前後で推移している（図表 6-1）。



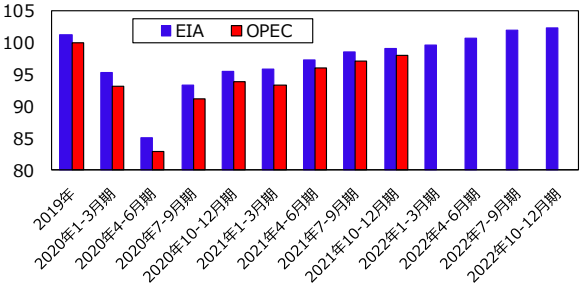
（図表6-1）WTI原油価格の推移
（出所）ファクトセット

主要機関の 2020、2021 年の原油需要予想は、5 月にかけて大きく引き下げられた後、6 月以降は小幅上方修正されていた。しかし、感染再拡大による需要減退懸念から、9 月には再度引き下げられ、その後も下方修正が続いている（図表 6-2）。



（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

もっとも、四半期ごとの需要量推移をみると、2021 年、2022 年と回復傾向で推移すると見込まれており、EIA（米エネルギー省）の試算によれば、2022 年 7－9 月期には 2019 年の水準を回復する予測となっている（図表 6-3）。当社でも、今後ワクチンが普及し、コロナ感染者数が減少するに伴い、原油需要は緩やかに回復傾向をたどると予想する。



（図表6-3）世界原油需要予測推移
（出所）EIA(Short-Term Energy Outlook)、OPEC月報の2月号

供給面をみると、OPEC プラスについては、2020 年 5 月より日量 970 万バレルの協調減産を実施し、その後は協調減産の枠組みを維持しつつ、徐々に減産幅を縮小してきた（図表 6-4）。しかし、2021 年 1 月の会合では、ロシアとカザフスタンには 2－3 月の小幅な増産を認めた一方で、大半の参加国が現在の減産規模ですら置くことを決定した。さらに、サウジアラビアは、同期間中に生産量を追加で 100 万バレル自主削減することを発表した。この結果、協調減産量は 2 月が日量 812.5 万バレル、3 月が 805 万バレルとなり、実質的に減産幅が拡大した。今後も、協調減産の枠組み自体は維持されるとみられるものの、原油価格の上昇を理由に増産を支持するロシアと、原油需要の先行き懸念や財政不安を背景に減産を維持したいサウジアラビアとの意見の隔たりから、減産規模や期間の調

（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	日量970万バレル	2018年10月産油量を基準
2020年8月－12月	日量770万バレル	※サウジとロシアは1,100万バレル/日量が基準
2021年1月	日量720万バレル	※2020年2月、3月はサウジの自主削減を加味
2021年2月	日量812.5万バレル	
2021年3月	日量805万バレル	

（出所）OPEC、各種報道資料

明治安田総合研究所

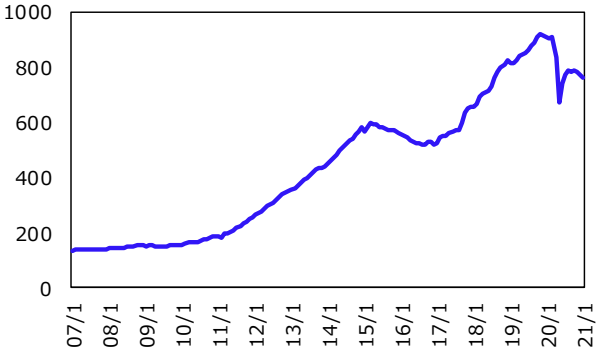
整が難航する可能性がある。

また、OPEC 加盟国ではあるが、協調減産の対象外となっているリビアとイランの生産が今後は増加する可能性がある。内戦が続いていたリビアでは、2020 年 1 月から原油輸出の封鎖措置を受け生産量が激減していた。しかし、8 月に完全停戦で合意し、9 月より封鎖措置が解かれてからは、原油生産は増加傾向となっている。イランでは、米国がトランプ前大統領のもとでイラン核合意を脱退した後、独自に原油輸出禁止措置を課したため、輸出が減少していた。しかし、バイデン新大統領は、イラン核合意への復帰を表明しており、もし輸出禁止措置が解除されれば、イランの原油生産量は増加する。

米国のシェールオイルの生産量については、原油価格の下落を受けて急減した後、いったん回復したが、足元では再び減少傾向となっている（図表 6-5）。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）」のすべてがいまだに前年比でマイナスとなっている（図表 6-6）。もっとも、原油価格が上昇するにつれ、リグ稼働数は増加傾向をたどっている。多くのシェールオイル油田の採算ラインは 50 ドル／バレルといわれており、原油価格が 50 ドル／バレルを上回って推移する場合、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ることから、価格上昇は自ずと抑制されよう。

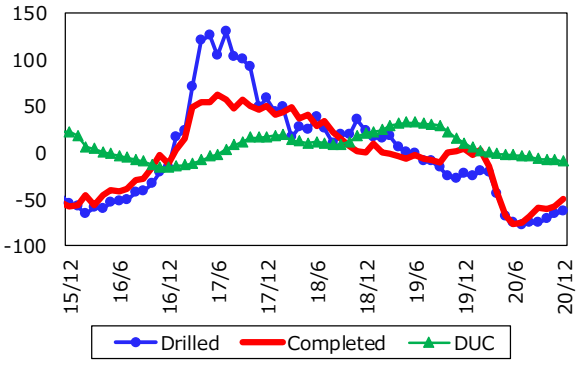
以上を踏まえると、2021 年の WTI 原油先物価格は、需要が回復するに伴い、上昇する場面もみられるだろうが、徐々に供給も増加傾向をたどることから、基本的に 45～65 ドル／バレルのコアレンジ内で推移するとみる。もっとも、一時的に 65 ドルを超える可能性はあっても、シェールオイルの増産に伴い、年央以降は 45～60 ドルのレンジ内に戻ってくるだろう。（担当：前田）

万バレル/日量　（図表6-5）米国のシェールオイル生産の推移



（出所）EIAより明治安田総研作成

（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より明治安田総研作成

※本レポートは、明治安田総合研究所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　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-7947