

日本経済の中期展望

－ 20～24年度の年平均成長率は名目1.0%、実質0.4%と予測 －

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

奥津 智彦

(要 旨)

1. 今回の先行き展望では、新型コロナウイルス感染拡大の影響が複数年に及ぶと前提

新型コロナウイルスの感染拡大は、国内外の経済活動に大きな影響を及ぼしている。足元、ワクチン開発が進むなど前向きな動きもみられるが、世界規模での実用化には時間を要すると見込まれる。本稿では「複数年にわたり、国内外において感染拡大期が幾度か到来し、22年度中まで経済活動が抑制された状態が続く」ことを前提に、中期的な先行きを展望した。

2. 世界経済の成長ペースは中期的にも緩慢と予想される

感染収束までに複数年を要すると前提すれば、世界経済の成長ペースは中期的にも緩慢なものとなろう。米国ではGDPの約7割を占める個人消費が伸び悩みと見込まれ、20年から24年までの実質成長率は年平均で1%台前半となろう。中国経済は、予測期間中に潜在成長率並みの成長を取り戻すと見込むが、米中対立の構図が継続する可能性が高い点はリスク要因である。

3. 日本の今後5年間の年平均実質成長率は0.4%と予測

世界経済の成長ペースは緩慢と予想され、輸出の回復の程度は限られよう。また、サービス関連分野を中心に、個人消費が停滞した状態は当分続くこと見込まれる。20年度から24年度までの年平均実質成長率は0.4%と、過去5年の平均成長率(0.9%)を下回ると予想される。企業の投資行動も抑制気味となろうが、感染症の拡大を契機に、社会変容の流れが速まると見込まれる。合理化・省力化投資、デジタル関連投資が広がりを見せるかがポイントとなろう。

4. 予測期間中、主要国・地域の中央銀行は緩和的な金融政策を継続する見通し

国内外を問わず、景気回復のペースは緩慢と見込まれ、物価の基調は弱い状態が続こう。また、感染拡大期が幾度か到来する可能性も排除できず、この点、企業に対する資金繰り支援策を継続する動意となる。主要国・地域の中央銀行は、複数年にわたり緩和的な金融政策を維持すると予想される。低金利局面が長期化した場合、金融不均衡の拡大など様々な弊害が生じる恐れがあり、注意を要する。金融不況の再来を現実化させないためにも、コロナ禍の早期収束が望まれる。

図表1 GDP成長率の予測

(単位：%)

	2018年度 〈実績〉	19年度 〈実績〉	20年度 〈予測〉	21年度 〈予測〉	22年度 〈予測〉	23年度 〈予測〉	24年度 〈予測〉
実質GDP	0.3	0.0	△5.5	3.3	1.4	1.2	1.6
個人消費	0.1	△0.5	△5.9	2.9	0.8	1.0	1.3
住宅投資	△4.9	0.6	△9.8	0.2	1.7	0.8	1.6
設備投資	1.8	△0.3	△8.1	2.4	3.6	1.9	2.8
公共投資	0.6	3.3	2.1	0.5	△0.6	0.0	0.2
純輸出(寄与度)	(△0.1)	(△0.2)	(△1.2)	(0.8)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
名目GDP	0.1	0.8	△4.7	3.4	2.2	1.8	2.5

(備考) 内閣府「国民経済計算年報」より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

(注) 本稿は2020年11月26日時点のデータに基づき記述している。

1. 新型コロナウイルスの影響に関する前提

新型コロナウイルスの感染拡大は、国内外の経済活動に大きな影響を及ぼしている。

主要国の経済成長率（実質GDPの前期比）をみると、感染防止を目的に、外出の自粛や各種イベントの開催見送り、海外からの入国制限措置の導入など、過去に例をみない対応がとられたことを反映し、20年1～3月ないし4～6月に大幅なマイナス成長を余儀なくされた。7～9月には、経済活動を制限する動きが緩和されたことを背景に、日本を含め多くの国で高い成長率が達成されたが、コロナショックで落ち込んだ前期の反動によるところが大きい（図表2）。

なお、新規感染者数の推移を追うと、今年の秋口辺りから世界的な規模で増勢が強まっており（図表3）、欧米などでは再び経済活動を抑制する動きが強まるなど、予断を許さ

ない状況となっている。日本に目を転じると、絶対数こそ米国、欧州主要国に比べ少ないが、足元、過去最多レベルで推移しており、第3波が到来したとの指摘がなされている。

最近、有効性の高いワクチンが開発されたと報じられたことは福音といえるが、世界規模での実用化に至るまでには時間を要しよう。なお、開発中のワクチンは予防効果が短く、インフルエンザワクチンよりも高い頻度で接種しなければならないと指摘する向きもある。また、無症状の人からも感染するなど、感染力が強いことはすでに知られているところである。

これらの特徴を踏まえれば、感染収束までには相当の期間を要すると前提せざるを得ないであろう。ちなみに、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)が6月にまとめた「コロナ禍後の社会変化と期待されるイノベーション像^(注1)」では、前提として3つのシナリオが示されているが、

図表2 主要国の経済成長率の推移（前期比）

(%)

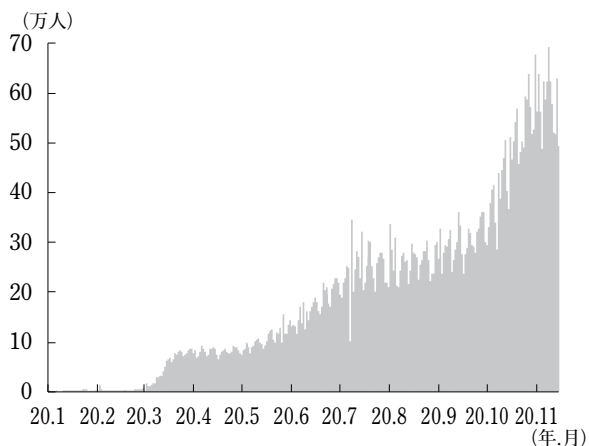
	18年				19年				20年		
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
米国	0.9	0.7	0.5	0.3	0.7	0.4	0.6	0.6	△1.3	△9.0	7.4
中国	1.9	1.6	1.5	1.3	2.0	1.2	1.4	1.3	△10.0	11.7	2.7
日本	△0.4	0.4	△0.8	0.6	0.7	0.4	0.0	△1.8	△0.6	△8.2	5.0
ドイツ	△0.2	0.5	△0.3	0.3	0.6	△0.5	0.3	0.0	△1.9	△9.8	8.5
英国	0.1	0.4	0.6	0.2	0.6	0.0	0.3	0.1	△2.5	△19.8	15.5
フランス	0.1	0.2	0.4	0.7	0.5	0.2	0.2	△0.2	△5.9	△13.7	18.2
イタリア	0.0	0.1	△0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	△0.2	△5.5	△13.0	16.1
ブラジル	0.9	△0.1	0.8	△0.5	1.3	0.2	△0.2	0.2	△1.5	△9.6	7.7
韓国	1.1	0.6	0.6	0.9	△0.3	1.0	0.4	1.3	△1.3	△3.2	1.9
カナダ	0.7	0.7	0.7	0.3	0.1	1.1	0.5	0.1	△1.9	△11.3	8.9

(備考) 各国資料を基に作成

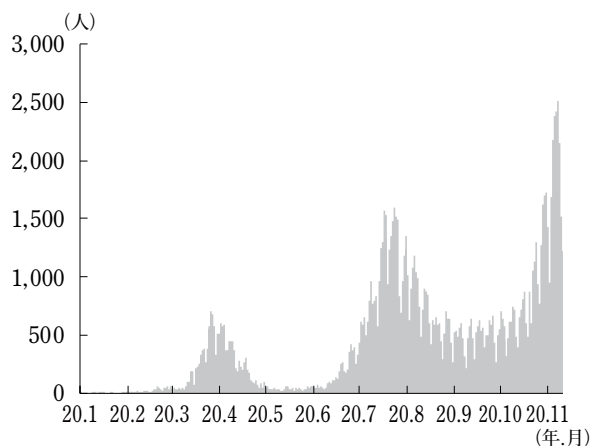
(注)1. 関連資料などは、以下のホームページより入手できる。
https://www.nedo.go.jp/news/press/AA5_101323.html

図表3 新型コロナウイルスの新規感染者数の推移

<世界>



<日本>

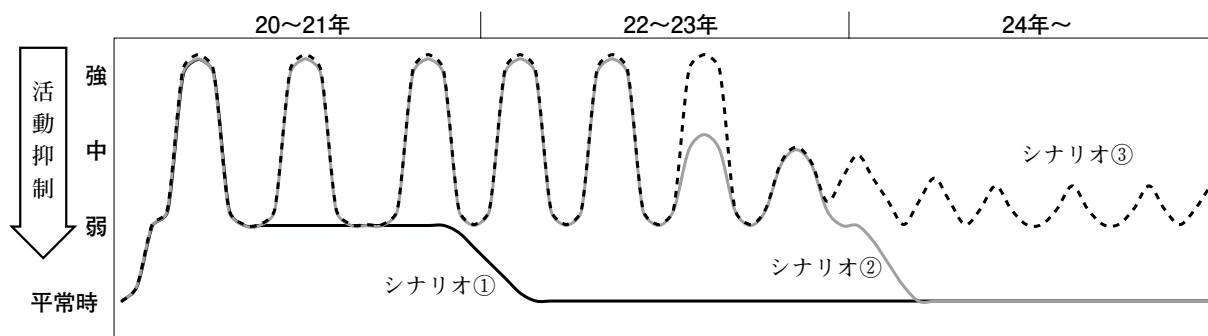


(備考) 厚生労働省資料などより作成

シナリオ②およびシナリオ③は、複数年にわたり感染一服と再拡大が繰り返され、経済活動の抑制を求められる時期が幾度か到来する姿となっている(図表4)。

現状、新型コロナウイルスがもたらす影響や収束に向けた道筋に関し、世の中のコンセンサス(総意)が得られた先行き見通しは存在しない。不確定な要素も多いなかではある

図表4 政府関係機関が示した3つの想定シナリオ



	コロナ感染症への対応	社会への影響
シナリオ①	<ul style="list-style-type: none"> 新たな集団感染事例が減少 1~2年後にワクチン開発(想定では21年冬) 薬での回復が可能(初期投与で改善) ⇒コロナ禍以前と同様の経済活動、海外渡航制限解除 	仕事・学校への影響は限定的 DX進行は従来より早まる 経済のV字回復も期待 社会変化は避けられない
シナリオ②	<ul style="list-style-type: none"> 集団感染事例が発生(2~3年程度) 薬、ワクチンの開発or集団免疫の獲得(2~3年後) 経済活動の抑制を断続的に継続 ⇒コロナ禍以前の経済活動再開5年後、グローバル化後退 	仕事・学校への影響大 DXの進行速度早まる 経済の低迷、世界恐慌 社会変化は急激に起こる
シナリオ③	<ul style="list-style-type: none"> 集団感染事例が継続 ウイルスが強毒化、HIV、ヘルペスウイルスのように体内に残存 ⇒薬、ワクチン開発、集団免疫獲得に失敗 ⇒ニューノーマルの定着、新しい経済活動方針策定 	仕事・学校：オンライン化 DXの導入：幅広い分野で進行 経済低迷、経済体制変容 社会変化は急激に起こり継続する

(備考) 国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)資料より引用

が、今回の中期展望を作成する際には、①家計部門や企業部門で様々な感染防止策が講じられていることから、20年の春にみられたような厳格な制限措置がとられることは回避されるものの、②開発中のワクチンや治療薬の実用化には時間を要するとみられ、22年度中まで経済活動が抑制された状態が続く、などを前提条件とした。

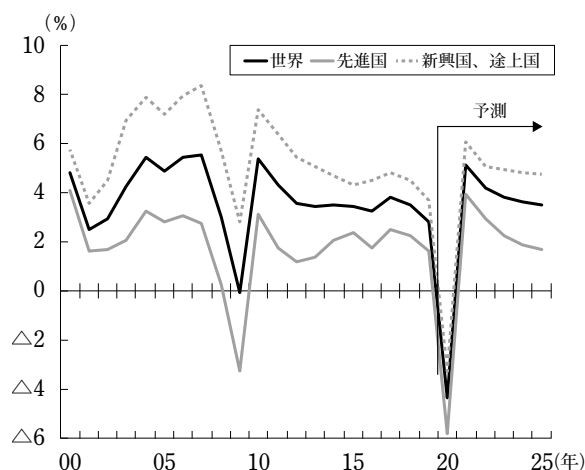
2. 海外経済の展望～中期的な経済成長ペースは緩慢と予想される

(1) IMFは世界経済の成長テンポは緩慢と予測

20年の経済成長率は、年前半に大きく落ち込んだ影響により、多くの国で大幅マイナスが避けられない見通しである。また、感染収束までに複数年を要すると前提すれば、世界経済の回復ペースは中期的にも緩慢なものとなる。

IMF（国際通貨基金）が10月に公表した「世界経済見通し」では、20年の世界の実質GDPは前年比4.4%減少すると見込まれている。6月時点の見通し（5.2%減）から上方修正されたものの、リーマン・ショックの影響が強く現れた09年の0.1%減よりもはるかに大幅な落ち込みを示すとの見方に変更はない。その後については、21年こそ反動で相応に高い成長率を達成するものの、22年以降は、

図表5 世界の実質成長率の推移と予測



(備考) IMF（国際通貨基金）資料より作成

倒産や失業の増加による潜在供給力の減少が足かせとなり、成長のペースが鈍化すると想定されている（図表5）。

ちなみに、IMFの今回の予測では、新型コロナウイルスに関して「社会的な距離の確保は21年になっても求められるが、ワクチンの普及や有効な治療法の改善などにより、22年末には世界の広い範囲で感染が低水準に抑制できる」との前提が置かれている^(注2)。

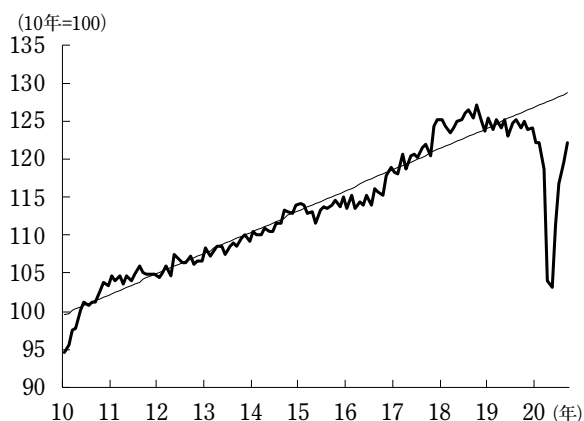
世界の貿易取引量は、各国政府による経済活動の制限・緩和に呼応する形で、今年の春に大きく落ち込んだ後に急回復している（図表6）。ただ、前述のとおり、世界的な規模で感染が急拡大しており、一部の地域では経済活動を再び制限する動きもみられることから、短期的に輸出が落ち込む可能性も排除できない。また、中期的にみても、世界経済

(注)2. IMFは今回の予測を上振れ、下振れさせ得る要因を複数挙げて、先行きの不確実性が大きいことから、リスクバランス（上振れ、下振れどちらの可能性が高いか）の定量的な評価は困難としている。

上振れ要因：①感染拡大を伴わず、景気回復が予想以上に進む、②財政政策の拡充、③新技術の開発による生産性の向上、④有効な治療法の確立、⑤安全・有効なワクチンの開発

下振れ要因：①爆発的な感染、②財政支援のはく落、③金融市場の緊張化、④流動性不足と債務不履行の発生、⑤地政学的な緊張の高まり、⑥保護的な通商政策、技術面での国際摩擦の発生、⑦気象災害の発生

図表6 世界貿易取引量の推移



(備考) 1. トレンド線は11~19年実績を反映
2. オランダ経済分析総局資料より作成

の回復ペースが緩慢と見込まれることから、貿易取引の増勢は限られたものとなる公算が大きい。

11月15日に、日中韓・ASEAN諸国など15か国が東アジアの地域的な包括的経済連携(RCEP)協定に署名するなど、自由貿易拡大への動きもみられるが、日本の輸出は中期的にも伸び悩むと見込まれ、20年度から24年度までのGDPベースの実質輸出の増加率は、年平均で1.0%にとどまると予想する。

以下、輸出の2大仕向け先である米国、中国^(注3)について概観する。

(2) 米国経済～個人消費の回復ペースは緩慢なものとなる見通し

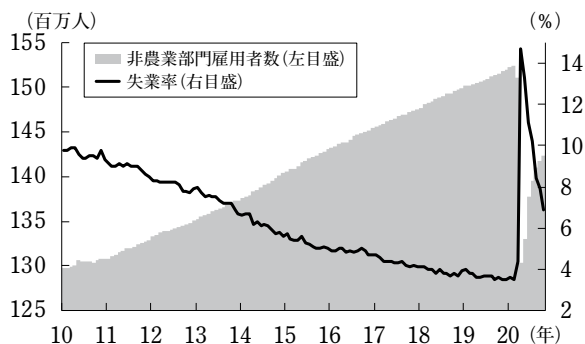
米国政府は家計部門の需要を喚起するべく、現金給付や失業保険給付の追加支給といった大規模な対策を講じてきた。大統領戦が終わり、近いうちに追加経済対策が発動される見込みで、消費活動を一定程度下支えしよう。

ただ、非農業部門雇用者数、失業率いずれも、感染拡大前の水準を回復しておらず、雇用環境の改善は道半ばといえる(図表7)。

また、企業業績の悪化を受け、足元では恒久的解雇に分類される失業者の数も増加している。雇用環境の改善には相応の期間を要すると見込まれ、個人消費は当分、伸び悩んだ状態が続こう。ちなみに、次期大統領への就任が有力視されるバイデン氏は「感染を制御するまで経済は立て直せない」と述べ、全米でマスクの着用を義務化するなどの意向を示している。正しい対応であることに異論の余地はないものの、感染防止に向けた対応の強化は、中期的にも消費行動の抑制要因となろう。

GDPに占める設備投資の割合は、直近では13%程度となっており、過去の平均(70年からリーマン・ショック前の07年まで:12.6%)をやや上回る水準となっている。NBER(全米経済研究所)は、20年2月から米国が景気後退局面に入ったと認定している。過去の景気後退期に設備投資の対GDP比が低下している点を考慮すれば、ストック調整の局面が

図表7 米国の非農業雇用者数、失業率の推移



(備考) 米国労働省資料より作成

(注)3. 19年度の輸出金額(通関ベース)に占めるウエイトは、米国向けが19.6%、中国向けが19.1%となっている。

しばらく続くことも想定される（図表8）。

GDPの約7割を占める個人消費が伸び悩みと見込まれるうえ、循環的には設備投資も下向きとなる可能性がある。20～24年の米国の年平均成長率は1.3%と、潜在成長率とされる2%程度を下回ると予想される。

一方、国際連合の推計によれば、米国の人口は今後も増加すると見込まれている（図表9）。この点は、潜在成長率^(注4)の生産要素の1つである労働力の先行きを占ううえでポジティブな材料といえよう。

ちなみに、バイデン氏は、強硬な移民抑制

策をとっているトランプ政権とは異なり、「適切な入国管理を行ったうえで、移民を受け入れるべき」と主張している。

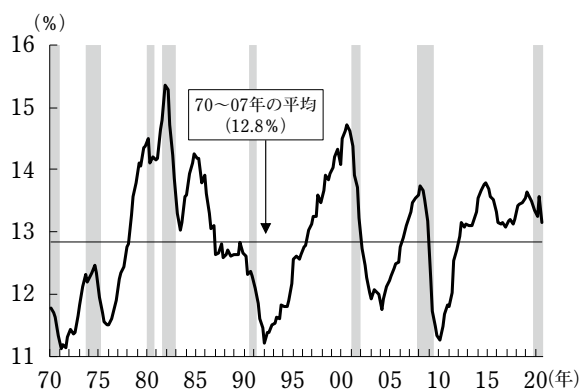
(3) 中国経済～米中対立の構図は中期的にも継続する見通し

感染拡大が抑制されていることもあり、中国経済は主要な先進諸国に先ずる形で回復基調を取り戻している。四半期ベースの実質GDPの推移を追うと、20年1～3月こそ前期比10.0%減と大幅マイナスを記録したが、4～6月には11.5%増と2ケタのプラスに転じ、続く7～9月も2.7%増と堅調な伸びを示している。

11月3日、中国政府は5中全会（第19期中央委員会第5回全体会議）にて採択された「2035年までの長期目標」および「第14次5か年計画」の草案を公表した。前者では「35年までにGDP、1人当たり国民所得を2倍にすることが可能」との見方が示された。また、後者においては通常、向こう5年間の経済成長率の数値目標が示されるが、先行き不確定な要素が多いとの判断から見送りとなった。一方で、双循環、すなわち、貿易取引などの「外」と、消費を柱とする「内」の2つの循環で経済成長を実現する考えを示しつつ、「国内の大循環が主体」との考えが明記された。この点、米国との対立が深みを増している実態を考慮した面が多分にある。

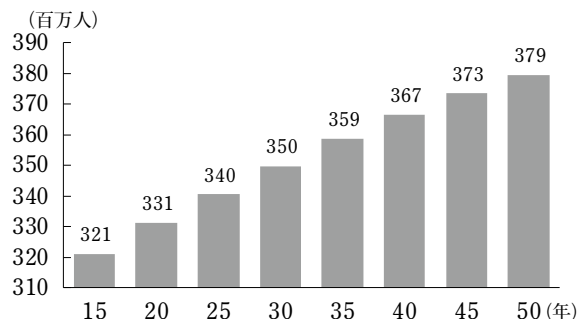
国内需要の代表格である消費の関連データ

図表8 米国の設備投資のGDP比(名目ベース)



(備考) 1. シャドー部分は景気後退期
2. 米国商務省資料より作成

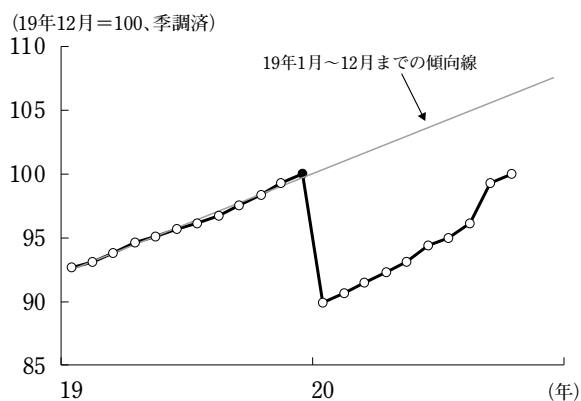
図表9 米国の人口の将来見通し



(備考) 国際連合資料より作成

(注)4. 潜在成長率は、モノやサービスを生産するために必要な各生産要素を、過去の平均的な水準で供給した場合に実現できると推計される経済成長率。生産要素は労働力、資本、生産性の3つからなるとされている。

図表10 中国の名目小売売上高の推移

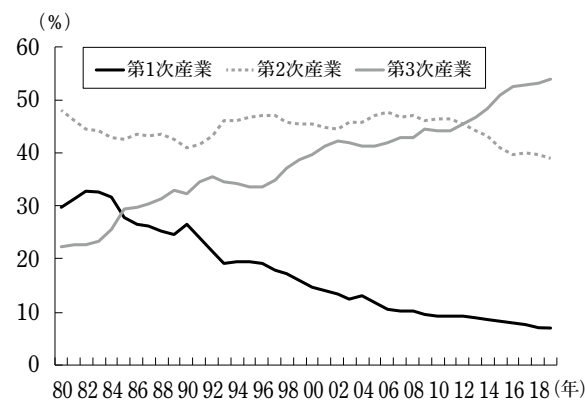


(備考) 中国国家统计局資料より作成

に目を向けると、名目小売売上高は春先に大きく落ち込んだ後、回復傾向をたどっているが、感染拡大前のトレンドへ回帰するには至っていない(図表10)。欧米に比べ新規感染者数が抑えられているとはいえ、中期的にも社会的距離の確保などの対応が求められると見込まれ、サービス支出を中心に、消費行動が抑制された状態は当分続くと考えられる。なお、中国のGDPを産業別にみると、ペティ＝クラークの法則^(注5)に沿う形で、家計部門に代表される国内需要に依存する部分が多い第3次産業のウエイトが着実に高まっている(図表11)。

中国の経済成長率は、予測期間の終期には、5～6%程度とされる潜在成長率並みの水準を取り戻そうが、①感染拡大懸念を背景とした消費活動の抑制、②世界経済の回復ペースの鈍さを反映した輸出の伸び悩み、などが当分の間、景気下押し要因になるとみられる。20～24年の平均成長率は4.9%と予想

図表11 中国のGDPの産業別ウエイト



(備考) 中国国家统计局資料より作成

される。

現状、米大統領選は明確な決着に至っていないが、順当にバイデン氏が次期大統領に就任したとしても、米中関係の緊張状態は継続すると見込まれ、中国経済の先行きを展望する上でのリスク要因となろう。

今後、見直される可能性があるものの、19年12月に、両国政府は貿易交渉に係る「第1段階の合意」に達し、中国が米国からの輸入拡大を約束する運びとなった。ただ、新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、目標達成は困難化している。合意内容は多岐にわたるが(図表12)、知財保護、技術移転など複数のテーマに関し、協議に進展がみられないのが現状で、中期的な対立軸になると想定される。

対中政策に関し、バイデン氏は「同盟国と連携して対抗する」との意向を示している。また、①議会において、党派を超えて対中強硬姿勢を主張する議員が多い、②米国内の世

(注)5. 例えば中小企業庁は、中小企業白書において「一国の経済の長期的産業構造の変化をみた場合、経済の発展とともにサービス業に代表される第3次産業のウエイトが大きくなっていくこと」としている。

図表12 米中交渉第1段階の合意内容

No	テーマ	概要
1	輸入拡大	中国は今後2年間で、17年の年間輸入額（対米国）を2,000億ドル以上増やす（内訳は、工業品777億ドル、農畜産品320億ドル、サービス379億ドル）。
2	農水産品	中国は農水産品の貿易に係る非関税障壁を削減する。
3	金融サービス	中国は米国の金融業（銀行、証券会社、保険会社など）に対する外資規制を撤廃するとともに、一部については撤廃時期を前倒しする。
4	通貨 （為替相場）	中国は通貨政策についての透明性を高め、競争的な通貨切り下げや為替レート目標の操作（対ドルベッグなど）を抑える。
5	知財保護	中国は米国企業の知的財産（企業秘密、商標など）を守り、海賊版および偽造品を取り締まる。
6	技術移転	中国は市場参入、事業認可などと引き換えに、外国企業に中国企業への技術移転を強制する慣行を停止する。
7	履行検証 紛争解決	中国が合意内容を履行しているか、定期的に監視する制度を創設。中国が約束を守らなければ、米国は改善を求める措置をとることができる。

（備考）各種報道などを基に作成

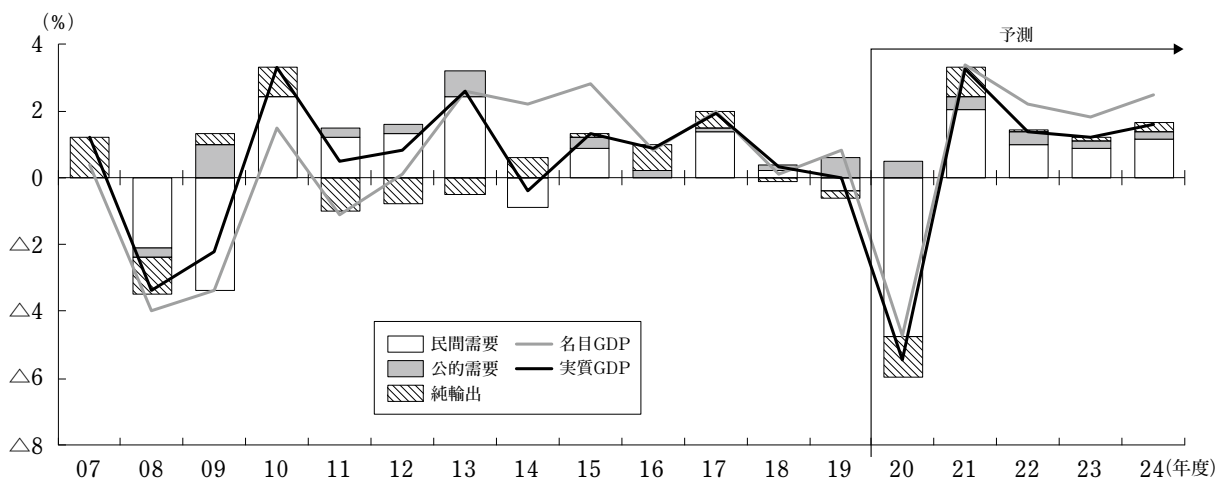
論も中国に対してはネガティブ、などとも指摘されている。

3. 日本経済の展望～予測期間中の年平均成長率は0.4%にとどまろう

日本の7～9月の実質成長率は、個人消費、輸出などをけん引役に、前期比5.0%増（年率換算では21.4%増）と高い伸びを記録し

た。ただ、この数字は、緊急事態宣言^(注6)の発令に伴う経済活動抑制の影響で、4～6月に8.2%減と大幅なマイナス成長となった反動によるところが大きい。感染拡大を防止する観点から、複数年にわたり国内外で経済活動が抑制気味とならざるを得ないと前提すれば、中期的な景気回復ペースは緩慢なものとなろう。予測期間の終盤には感染収束に近い

図表13 日本のGDP成長率の中期見通し



（備考）内閣府資料。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

（注）6. 4月7日に7都府県を対象に発令され、4月16日には対象地域が全国に拡大された。5月に入り、対象地域は順次縮小され、5月25日には全都道府県で解除された。

状態が実現されると期待されるものの、20年度から24年度までの実質成長率は年平均で0.4%と、過去5年（15年度から19年度）平均の0.9%を下回ると予想される（図表13）。

以下、主力の国内民間需要に位置付けられる、個人消費および設備投資の先行きについて概観する。

(1) 個人消費～サービス関連分野を中心に、低調な推移が続こう

内閣府「消費総合指数^(注7)」の動きを振り返ると、自然災害の発生、消費増税（駆け込み消費とその反動）などにより、一定の振れがみられる場面もあったが、総じてみれば、右肩上がりのトレンド線近辺で推移してきた。ただ、20年4～5月には大きく下振れし、そ

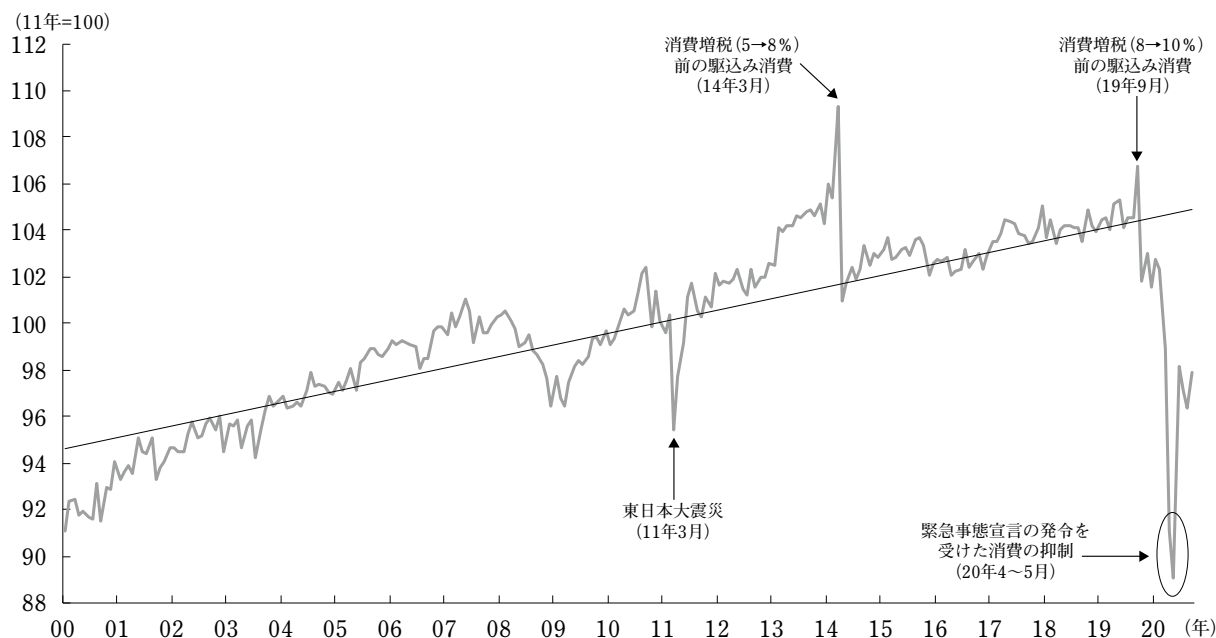
の後の回復の程度も限られている（図表14）。

消費回復の足取りの鈍さは、コロナ禍のもと、家計部門がサービス支出を抑制していることによるところが大きい。実質家計最終消費支出^(注8)の動きを財、サービスの別にみると、サービス消費の回復の程度は限られており、20年7～9月の水準は、19年平均の9割程度にとどまっている（図表15）。

政府は飲食業、宿泊業、娯楽業などをサポートするべく“GoTo事業”を展開している。今後も何らかの需要喚起策を打ち出す可能性はあろうが、感染収束のメドが立たない限り「人との接触が想定される活動を控えたい」といった意識は払しょくされ難しく、当分、消費者マインドは抑制された状態が続こう。

また、企業業績の悪化に伴い、雇用環境が

図表14 消費総合指数の推移

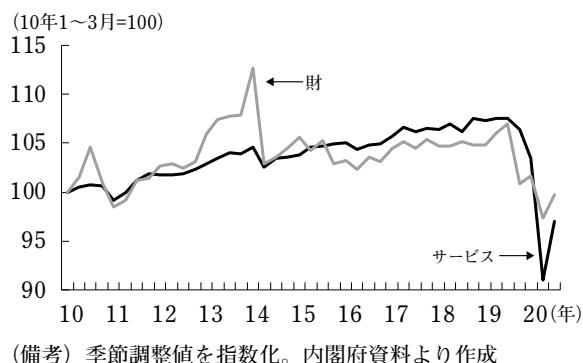


(備考) 内閣府資料より作成

(注)7. 需要サイドのデータ（家計調査など）、供給サイドのデータ（商業販売統計、第3次産業活動指数など）を加工、統合して作成された指数であり、実質GDPベースの個人消費と整合的な動きをするとされる。

8. 個人消費（民間最終消費支出）から、家計民間非営利団体（私立学校、宗教団体など）の最終消費支出を除いたもの。

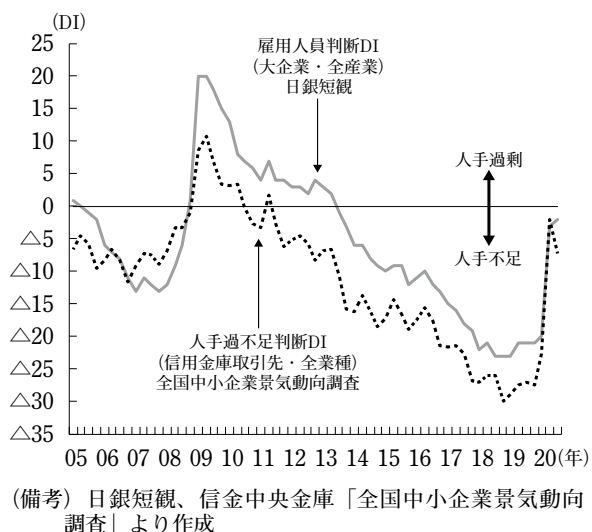
図表15 実質家計最終消費支出の推移



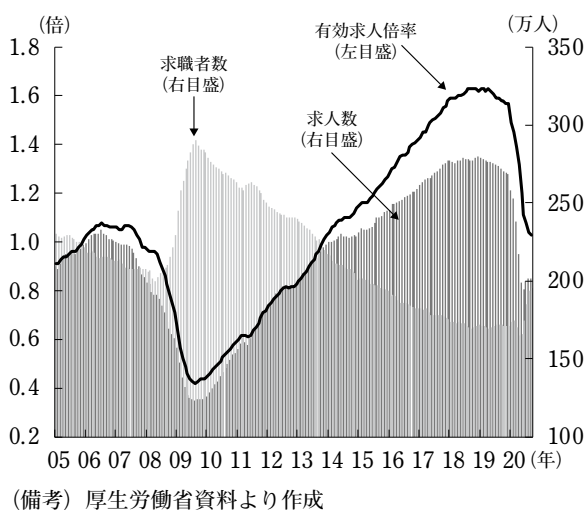
悪化傾向をたどるとみられることも、消費の下押し要因となろう。感染拡大前は、人手不足感の強まりが注目される場面も多かったが、足元では企業規模を問わず、そうした意識は相当程度後退している（図表16）。足取りを合わせ、労働需給を表す有効求人倍率も急低下している（図表17）。

企業の対応は徐々に変化しているとの指摘もあるが、雇用調整に際し「労働時間→非正規労働者（パートタイマー、臨時工など）→正規労働者」の順に減少させるといった、いわゆる日本的な企業慣行を反映し、内閣府「景気動向指数」では、常用雇用指数および

図表16 企業の人手過不足感の推移



図表17 有効求人倍率の推移

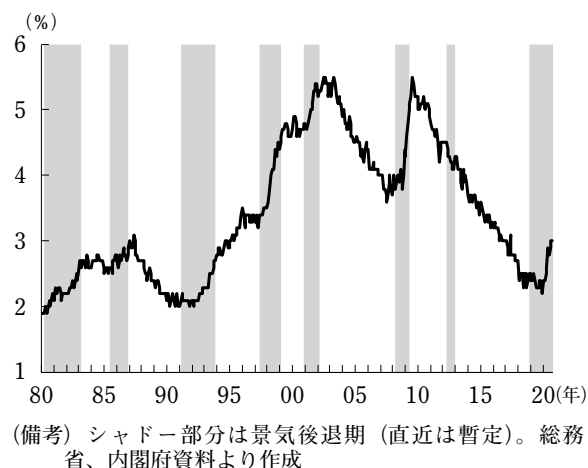


完全失業率の2つが景気変動にやや遅れて変化する遅行指数に位置付けられている。

実際に、完全失業率の推移を追うと、景気後退期から景気拡大期への転換を果たしても、しばらくの間は高止まり、あるいは上昇傾向を示している局面が多くみられる（図表18）。

中期的に、国内景気は緩慢ながら回復基調をたどると見込んでいるが、予測期間の中盤辺りまで雇用環境は厳しい状態が続くとみられ、消費者マインドを押し下げる方向に作用しよう。

図表18 完全失業率の推移



(2) 設備投資～しばらく低調に推移するも、
デジタル化を目指す投資が広がる可能性

現状、感染拡大に歯止めがかかる見通しは立っておらず、景気の先行きに対する不透明感は強い。また、一部の事業者はコロナ禍のもと、需要急減に伴う資金繰りの悪化や商談自体の遅れなどに直面している。こうした点を踏まえれば、企業は当分の間、設備投資に対し慎重なスタンスを保つ公算が大きい。

実際に、日銀短観にて企業の設備投資計画をみると、20年度は例年と異なり、3月調査以降下方修正が続いており（図表19）、先行きの不確実性が大きい状況下、幅広い業種において、投資を手控える動きが広がっている。また、高い水準となっていたGDPに対する設備投資の割合は、7～9月に急低下した。しばらくの間、ストック調整の局面が続いてもおかしくない状況といえる（図表20）。

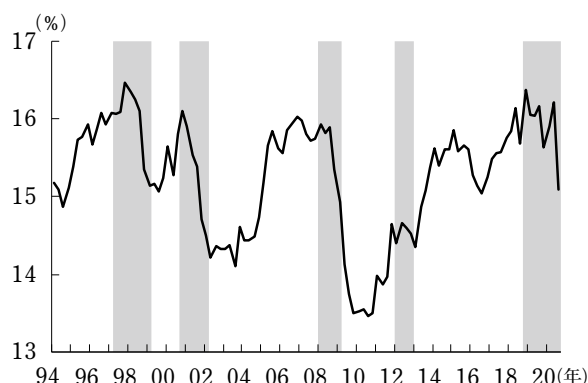
その一方で、高齢化の一段の進行が見込ま

図表19 企業の設備投資計画（前年度比）（%）

	調査年月	全産業	製造業	非製造業
17年度	17年 3月	△ 1.3	4.4	△ 4.4
	17年 6月	2.9	10.7	△ 1.2
	17年 9月	4.6	11.7	0.8
	17年12月	6.3	10.1	4.3
18年度	18年 3月	△ 0.7	6.0	△ 4.5
	18年 6月	7.9	16.0	3.3
	18年 9月	8.5	16.5	4.0
	18年12月	10.4	15.4	7.5
19年度	19年 3月	△ 2.8	2.0	△ 5.6
	19年 6月	2.3	7.7	△ 0.8
	19年 9月	2.4	7.3	△ 0.4
	19年12月	3.3	6.8	1.2
20年度	20年 3月	△ 0.4	2.4	△ 2.0
	20年 6月	△ 0.8	3.1	△ 3.1
	20年 9月	△ 2.7	△ 0.3	△ 4.1

（備考）全規模・全産業ベース。日銀短観より作成

図表20 設備投資のGDP比（名目ベース）



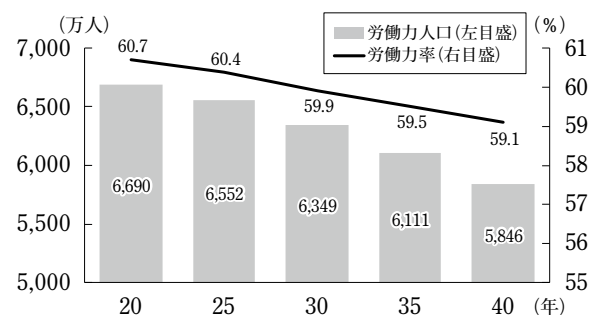
（備考）1. シャドー部分は景気後退期（直近は暫定）
2. 内閣府資料より作成

れるなか、先行き労働者の減少は避けられない見通しである（図表21）。

前述のとおり、足元でこそ人手不足感は弱まっているが、企業部門全般における合理化、省力化投資に対する潜在的なニーズは高いとみられる。新型コロナウイルスの影響が相応に抑制されると期待される予測期間の終期に向け、労働集約的とされる分野を中心に、関連投資が徐々に広がりをみせていくことも期待できよう。

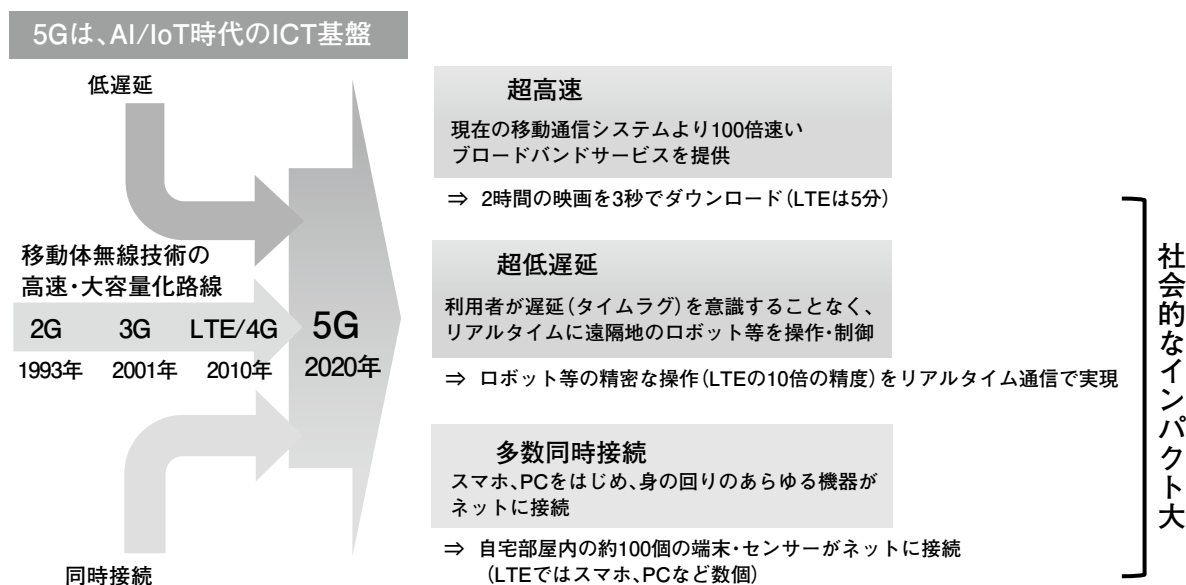
また、感染症の拡大を契機に社会変容の流

図表21 労働力人口、労働力率の先行き見通し



（備考）1. 独立行政法人労働政策研究・研修機構による推計（19年3月）
2. ベースライン・労働参加漸進シナリオに基づく推計結果
3. 労働力人口は、就業者と失業者の合計。労働力率は、15歳以上人口に占める労働力人口の割合

図表22 第5世代移動通信システムの特徴



(備考) 総務省資料より作成

れが速まり、幅広い領域において、デジタル化（非対面チャネルの拡充、非接触型の商取引など）が進行すると予想されている。高速大容量、低遅延、多数同時接続といった性能を有する第5世代移動通信システム(5G)の商用が20年から開始され、世界的な普及段階に突入していることは、こうした動きに追い風に作用すると考えられる(図表22)。業務のあり方を見直すなどの観点から、デジタル化関連の投資が拡大していくことも想定される。

4. 主要国・地域の金融政策、金融市場の展望

(1) 各国・地域の中央銀行は当分の間、超緩和的な金融政策を維持する見通し

新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大していることが確認され、20年2月の終わりから金融市場が動揺したことを受け、主要

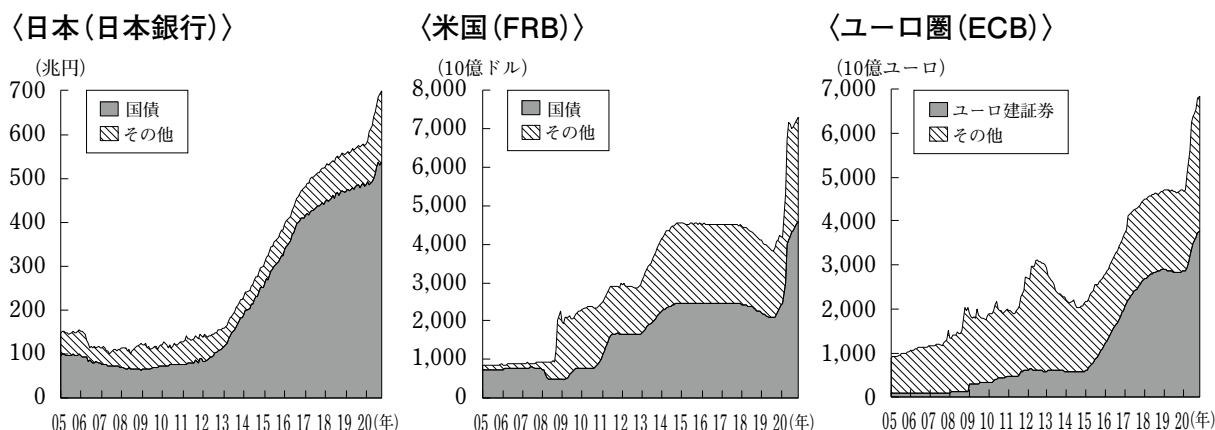
国・地域の中央銀行は3月以降、金融市場の安定化、企業の資金繰り支援を図るべく、大規模な緩和策を講じてきた。

潤沢に資金を供給すること、リスク資産の価格を安定化させることなどを目的に、資産購入を積極化しており、日本銀行、FRB(米国連邦準備制度)、ECB(欧州中央銀行)のバランスシートは大きく拡大している(図表23)。また、円滑な企業金融を実現するべく、民間金融機関に対する低利での資金供給を拡充する動きもみられる^(注9)。

今後については、景気回復ペースの緩慢さに呼応する形で、国内外を問わず物価の基調は弱い状態が続くと見込まれる。また、感染再拡大により経済活動の抑制を求められる局面が幾度か到来する可能性を排除できず、このこと自体が企業の資金繰り支援策を継続する動意となり得る。主要な中央銀行いずれ

(注)9. 日本銀行の金融政策においては、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」「新たな資金供給手段」が該当する。

図表23 日銀、FRB、ECBのバランスシートの推移



(備考) 各中央銀行の公表資料などを基に作成

も、複数年にわたり緩和的な金融政策を維持する公算が大きい。

トップによる最近のコメント、メンバーなどによる物価・政策金利などの見通しを概観すると、日本銀行、Fed、ECBいずれも、相当の期間にわたり超緩和的な運営姿勢を維持する可能性が高いと考えられる (図表24)。

(2) 低金利局面の継続により弊害が生じる可能性も

内外経済は緩やかながら回復傾向を示すと見込まれ、足取りを合わせる形で市場金利は上昇傾向をたどると予想される。ただ、主要国・地域の中央銀行は緩和的な金融政策を当分の間維持する公算が大きく、上昇の程度は限られよう。

低金利局面の長期化は、①金融不均衡の拡大、②金融緩和による景気浮揚効果の減退、

図表24 日本、米国、ユーロ圏の中央銀行の最近の動き

	中央銀行トップのコメント	中央銀行内での見通し等
日本 (日本銀行)	黒田総裁 (10月の決定会合後) ・引き続き、特別プログラム、円貨および外貨の上限を求めない潤沢な供給、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める。 ・必要があれば、ちゅうちょなく追加的な金融緩和措置を講じる。	・10月の審議委員の見通しでは、22年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)の前年比上昇率(中央値)は、0.7%にとどまると予想されている。
米国 (Fed)	パウエル議長 (11月のFOMC後) ・米国内外で新規感染例が増加している状況は気掛かりである。財政・金融政策による支援が必要である。今回の会合で、我々は資産購入プログラムについて議論した。	・9月のFOMCメンバーの見通しでは、17人中13人が、23年末までゼロ金利政策が維持されると予想している。
ユーロ圏 (ECB)	ラガルド総裁 (10月のECB理事会後) ・ユーロ圏の景気は予想以上に急速に勢いを失いつつある。先行き見通しについて、理事会は明らかに下向きに傾いているとの認識で一致した。 ・12月の理事会で政策措置を調整する必要があるとの見解で一致した。	・9月のスタッフの見通しでは、22年のHICP(コア)の前年比上昇率は1.1%にとどまると予想されている。

(備考) 各中央銀行の公表資料などを基に作成

図表25 低金利局面が長引くことにより想定される弊害

<p>1. 金融不均衡の拡大 信用度の低い企業への資金流入が促され得る。 ⇒起業などによる新規参入の減少、生産性・収益性に劣る企業の存続などにより、潜在成長力が低下することが懸念される。 ⇒金利上昇局面が到来した場合に、信用度の低い企業の存続が困難となり、経営破たんが急増する恐れも。</p> <p>2. 景気浮揚効果の減退 金利先高観が後退することにより「いま資金調達すべき」という動意が削がれる。 ⇒期待される金融緩和の効果が発現されない可能性がある。 ⇒家計部門、企業部門のインフレ期待が醸成され難くなる可能性も。</p> <p>3. 金融仲介機能の阻害（リバーサルレート） 銀行経営に悪影響が及び、結果的に金融引締め効果が発現し得る。 ⇒預貸金利ぎやの縮小を通じ、銀行部門の自己資本制約が厳しさを増す可能性も。 ⇒金融仲介機能が阻害されるため、却って金融緩和の効果が反転する可能性も。</p>

(備考) 各種資料を基に作成

③金融仲介機能の阻害など、様々な弊害をもたらし得ると考えられる(図表25)。潜在的なリスク要因として念頭に置く必要がある。

なお、感染拡大の影響により景気が急減速したことを受け、各国で大規模な経済対策が打ち出された結果、政府部門の債務残高は急増しているが、今後も高止まりは避けられない見通しである(図表26)。

今回の中期展望では、歳出拡大に伴い増発される国債を、①資産購入を積極化している中央銀行、②低利での資金調達に向け、中央銀行へのアクセス確保を図る民間銀行^(注10)、などが保有を増やすことでファイナンスされる構図が保たれると想定している。

ただ、予想外に「安全資産たる国債」への信認が揺らぐこととなれば、金融市場に大きな混乱が生じることは避けられない。途上国

にて拡大している対外債務の問題^(注11)とともに、注視すべきといえよう。

今回のいわゆる“コロナショック”は、感染拡大の防止に向け、世界的な規模でヒトの移動、ヒト同士の接触を制限する流れが強ま

図表26 主要先進国の政府債務残高の推移、見通し

(%)

	18年	19年	20年	21年	22年	23年
米 国	106.9	108.7	131.2	133.6	134.5	135.2
日 本	236.6	238.0	266.2	264.0	263.0	262.8
ド イ ツ	61.6	59.5	73.3	72.2	68.5	65.5
英 国	85.7	85.4	108.0	111.5	113.4	115.3
フ ラ ン ス	98.1	98.1	118.7	118.6	120.0	121.3
イ タ リ ア	134.8	134.8	161.8	158.3	156.6	154.9
カ ナ ダ	89.7	88.6	114.6	115.0	114.7	112.8
オ ラ ン ダ	52.4	48.4	59.3	61.1	61.0	60.1
ベルギー	99.9	98.7	117.7	117.1	118.3	119.6
スウェーデン	38.8	34.8	41.9	41.7	41.4	39.5
ス イ ス	41.0	42.1	48.7	48.5	47.9	47.3

(備考) 対名目GDP比。IMF資料より作成

(注)10. 民間金融機関が中央銀行から資金供給を受けるためには、国債などを担保に差し入れる必要がある。銀行などからの資金調達ニーズが膨らむこととなれば、担保としての国債に対する需要も高まることとなる。

11. 新型コロナウイルスの感染拡大で、途上国財政の悪化が深刻化するなか、10月14日のG20財務相・中央銀行会議では、財政が悪化する途上国の債務について、返済猶予の期限を20年末から半年延長することで合意に至った。また、11月13日にも同会議が開催され、途上国の債務を削減する場合の枠組みに関して合意に至った。

図表27 「経済財政白書（09年度）」における金融関連の主な記述

- ・ 今回の金融危機は、我が国の金融資本市場へも大きな影響を及ぼした。株価の下落はもちろん、投資家のリスク許容度低下もあって社債、CP市場の混乱が生じた。
- ・ 外国銀行の資金調達が増減したことによって銀行間市場の規模縮小もみられた。
- ・ 株価の下落や景気の悪化は、国内の銀行の自己資本比率や不良債権比率に影響を及ぼしている。
- ・ 金融危機の共通点としては、金融環境の変化の中で、金融機関による過剰なリスクテイクが行われていたことが挙げられる。また、それぞれの危機時において、当時の金融監督が不十分であったことが指摘されており、今回の金融危機についても同様のことが当てはまる。
- ・ 今回は投資家のリスク許容度の低下もあって急激な円高が生じた。

(備考) 1. 第2章「金融危機と日本経済」の第4節「まとめ」の記述の一部を抜粋
2. 内閣府資料より作成

り、消費が急減したことによってもたらされた。前述したIMFによる20年の経済成長率見通しからも窺えるように、景気下押しのインパクトは非常に強いものの、比較対象とされることの多いリーマン・ショックの時とは異なり、金融システムは現在のところ安定している。図表27は、リーマン・ショックの影響が色濃く残る時期に作成された、内閣府「経済財政白書（09年度）」における金融市場に係る記述の一部を抜粋したものであるが、今次局面において当てはまらないものも多いといえる。

ただ、景気低迷が長引いた場合、民間金融

機関の経営体力が損なわれ、金融システムの機能が低下する可能性も排除できない。ちなみに、日銀は10月に公表した「金融システムレポート^(注12)」において、感染症の帰すうや内外経済への影響を巡る不確実性は極めて大きいとしたうえで、特に注意すべきリスクとして、①国内外の景気落込みの長期化に伴う信用コストの上昇、②金融市場の大幅な調整に伴う有価証券投資関連損益の悪化、③ドルを中心とする外貨資金市場のタイト化に伴う外貨調達の不安定化を挙げている。金融不況の再来を現実化させないためにも、コロナ禍の早期収束が望まれるところである。

(注) 12. 金融システムレポートは、以下のホームページより閲覧できる。
<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/index.htm/>

〈予測総括表〉
20～24年度の経済見通し

(単位：%)

	18年度 〈実績〉	19年度 〈実績〉	20年度 〈予測〉	21年度 〈予測〉	22年度 〈予測〉	23年度 〈予測〉	24年度 〈予測〉	20～24年度 平均成長率
実質GDP	0.3	0.0	△5.5	3.3	1.4	1.2	1.6	0.4
個人消費	0.1	△0.5	△5.9	2.9	0.8	1.0	1.3	△0.0
住宅投資	△4.9	0.6	△9.8	0.2	1.7	0.8	1.6	△1.2
設備投資	1.8	△0.3	△8.1	2.4	3.6	1.9	2.8	0.4
在庫投資 (寄与度)	0.0	△0.1	0.1	0.1	△0.0	0.0	△0.0	0.1
政府最終消費	0.9	2.3	1.8	1.7	1.7	1.0	1.1	1.5
公共投資	0.6	3.3	2.1	0.5	△0.6	0.0	0.2	0.4
純輸出 (寄与度)	△0.1	△0.2	△1.2	0.8	0.1	0.1	0.2	△0.1
〈輸出〉	1.7	△2.6	△14.3	8.4	4.9	3.4	4.5	1.0
〈輸入〉	2.5	△1.5	△7.4	2.8	4.7	2.8	3.2	1.2
内需 (寄与度)	0.4	0.2	△4.3	2.4	1.4	1.1	1.4	0.4
名目GDP	0.1	0.8	△4.7	3.4	2.2	1.8	2.5	1.0
GDPデフレーター	△0.2	0.8	0.8	0.1	0.8	0.6	0.9	0.6
為替レート (円/ドル)	111	109	106	107	110	109	107	
完全失業率	2.4	2.3	3.0	3.0	2.7	2.7	2.6	
消費者物価 (除く生鮮食品)	0.8	0.6	△0.5	0.1	0.5	0.7	1.0	
経常収支 (兆円)	19.59	20.14	15.30	18.89	19.06	19.72	21.13	
貿易収支	0.63	0.67	1.57	3.72	3.05	3.26	4.06	
サービス収支	△0.93	△0.48	△2.70	△1.79	△1.68	△1.73	△1.75	
第1次所得収支	21.63	21.42	18.73	18.58	19.08	19.53	20.12	
無担保コール翌日物 (年度末)	△0.06	△0.06	△0.05	△0.05	△0.05	△0.05	0.00	
10年国債利回り (年度平均)	0.05	△0.11	△0.05	△0.05	0.00	0.15	0.50	
(レンジ)	△0.10-0.16	△0.29-0.08	△0.25-0.10	△0.10-0.15	△0.05-0.20	△0.05-0.20	0.00-0.25	
米国の実質成長率 (暦年)	3.0	2.2	△3.6	3.6	2.4	2.1	2.3	1.3
中国の実質成長率 (暦年)	6.7	6.1	1.7	7.9	4.6	5.0	5.3	4.9

(備考) 内閣府資料などより作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所