

# 金融市場

## 潮流

コロナ後のより良き復興とイノベーション… 1

## 情勢判断

### 国内経済金融

消費・輸出の急回復で4四半期ぶりのプラス成長

～感染再拡大でGoToキャンペーンを一部停止へ… 2

### 米国経済金融

感染再拡大で景気回復は足踏み

～複数の景気支援策が年内終了へ～…12

### 中国経済金融

内需の回復テンポは鈍く、緩慢な回復に留まる中国経済

～5中全会で示された今後15年間のGDP倍増方針～…20

## 分析レポート

コロナ禍で変わる経済、変わらない経済

～その中でコロナ危機後もユーロ圏の景気回復は緩慢に～…30

## 経済見通し

2020～21年度改訂経済見通し ……34

## 今月の焦点

2050年カーボンニュートラル

～世界は2030年に向けて脱炭素化加速へ～…50

# 2020.12

農林中金総合研究所

Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.

ホームページ <https://www.nochuri.co.jp>

## 潮流

## コロナ後のより良き復興とイノベーション

理事研究員 高島 浩

新型コロナ蔓延の影響で、2020年は大変厳しい年になっていたが、新型コロナのワクチン開発に目途がつつきつつあり、やっと不透明な状況から抜け出す明かりが見え始めた。

こうした中、コロナ後の経済復興についての議論も始まっている。欧州ではグリーンリカバリーという気候変動対策とデジタル化を中心とした復興プランが議論されている。また、米国では次期大統領が確実となったバイデン氏が「ビルド・バック・ベター（より良き復興）」の公約を実現するため、クリーンエネルギー投資を通じた雇用・経済の回復する長期のプランを検討中である。

いずれの計画もイノベーション（革新）が鍵となる。欧州の気候変動対策およびデジタル化は、昨年末にフォン・デア・ライエン欧州委員会委員長が就任し、欧州連合の中心的プロジェクトとして進めてきたものである。これが、コロナ危機により、欧州全体で復興を目指す欧州復興基金の創設が合意され、官民で気候変動・デジタル化により復興しようとする機運を盛り上げている。米国においては、これまで、イノベーションと価値創造は民間部門が原動力であるとの考え方が主流であったが、最近、イノベーションを推進するため、国にも役割があるのではないかと考え方が生まれつつある。

この公共部門と民間部門が一緒になってイノベーションを推進するという考え方を提唱するのは、マリアナ・マツカート教授（ユニバーシティ・カレッジ・ロンドン）である。教授は、民間企業はそもそも膨大な費用の掛かる新たな技術開発には消極的で、インターネット他多くのイノベーションは政府の膨大な投資とリスクテイクのおかげで実現していると、今後のイノベーションにおいても国が果たす役割は大きいと主張している。また、教授は、コロナ危機について、官民協調型の新たな経済システムが構築できる機会を提供しているとも述べている。60年代の米国の有人宇宙計画（アポロ計画）を例にとり、コロナ危機からの復興はミッションを官民で共有し対応するチャンスであるし、その際に、イノベーションの恩恵を民間部門だけでなく、公共部門も受けることができるようにすれば、経済格差・分配の問題も解消に向かうというのが教授の主張である。イタリアと米国の二重国籍を持つ教授の考え方は欧州的な部分が多いが、今後、こうした考えが米国において如何に共有化され実現していくのか注目に値する。

一方、日本では、菅政権が誕生し、目指す社会像として「自助・共助・公助、そして絆」が示され、デジタル化や地方再生の進め方が議論されている。また、金融業界では地銀の再編が盛んに議論されており、地域の活性化に向け金融機関の果たす役割が注目されている。翻って、「ビルド・バック・ベター」という考え方は、1995年の阪神・淡路大震災の復興に当たり兵庫県が提唱したものとされ、2015年の仙台防災枠組みの中でも公式に定義されている日本発の考え方だそう。安倍前首相の長期政権後の日本の政治運営に注目が集まる中、“本家”として、コロナ後の経済回復に向けたミッションを官民で共有し、地域再生などでイノベーションの活用が進むことを期待したい。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 消費・輸出の急回復で4四半期ぶりのプラス成長

### ～感染再拡大でGoToキャンペーンを一部停止へ

南 武志

#### 要旨

7～9月期の経済成長率は年率21.4%と4四半期ぶりのプラスに転じるなど、緊急事態宣言の発令によって過去最大級の落ち込みとなった4～6月期から一定の回復が見られた。その後も、順次開始された各種「GoTo キャンペーン」事業などの下支えによって持ち直し基調は継続しているとみられるが、ウイルス感染症が流行しやすい冬季を控え、内外では再び感染拡大が広がっており、予断を許さぬ状況が続いている。最近では対コロナ・ワクチンの開発が進むなど、明るい材料も出ているが、それらの接種が広がり、効果が出るまでにはまだ時間がかかることから、しばらく国内景気は低空飛行状態が続くと予想される。

なお、株式市場では、米次期政権の経済政策への思惑やワクチン開発への期待感からリスクオンの流れが強まっており、日経平均株価は29年半ぶりの水準を回復した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	2020年		2021年			
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.031	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0550	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
国債利回り	20年債 (%)	0.385	0.15～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債 (%)	0.020	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.115	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	104.5	100～115	100～115	100～115	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.8	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)	26,165	26,000±3,000	25,500±3,000	25,750±3,000	26,250±3,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2020年11月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

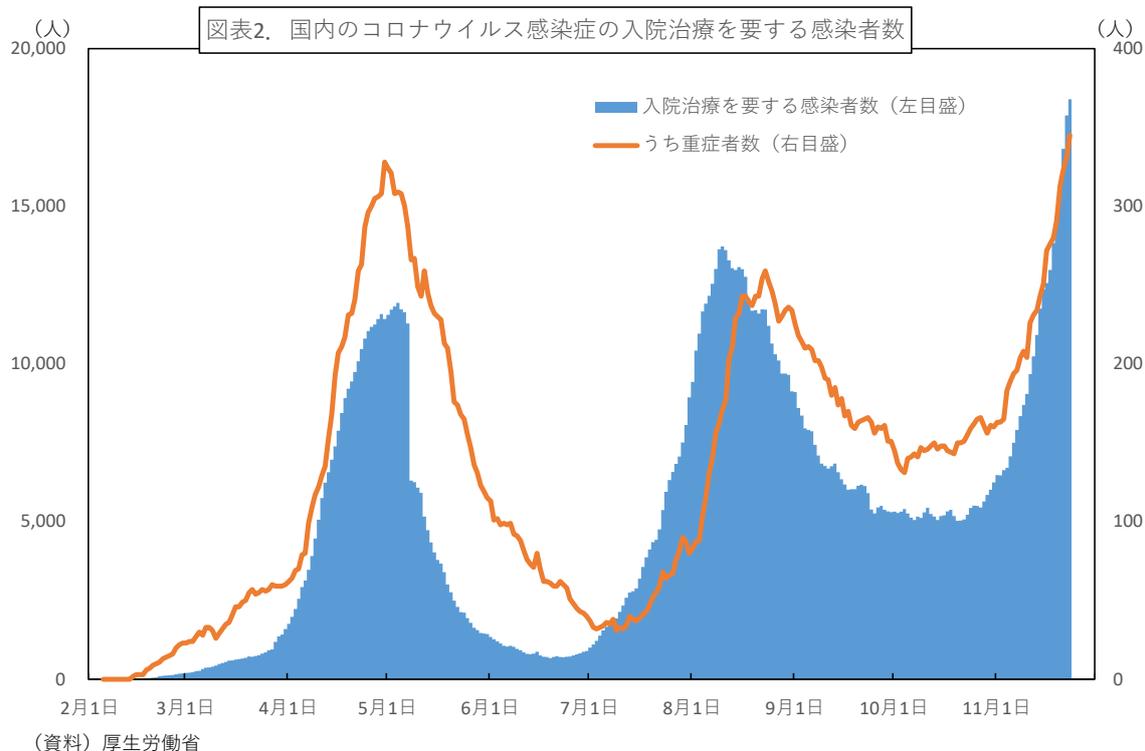
#### 内外で新型コロナの新規感染者数が急増

一般的に、インフルエンザなどのウイルス感染症は気温・湿度とも低下し、かつ人間の免疫力も低下する冬季に流行しやすいとされている。人口の多い北半球が冬季に差し掛かろうとする中、欧米各国では新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が急増しており、各国政府は再び外出制限などの厳しい移動制限措置を余儀なくされている。7～9月期には主要国・地域でリバウンドが見られたものの、10～12月期には失速し、二番底を付けるのでは、との見方も強まっている。

国内でも、11月入り後は新規感染者数が増加傾向に転じたが、18日には2,000人を上回り、21日にかけて過去最多の更新が続いた。専門家は、このまま放置すればさらに急速な感染

拡大に至る可能性がある」と警告している。また、重症者数も 345 人（11 月 23 日時点）と、第 1 波ピークの 328 人を上回っている。地域によっては医療供給体制が逼迫しつつあるようだ。

政府は 4～5 月のように全国規模での緊急事態宣言を発出するような状況ではないとしてきたが、21 日には一転、需要喚起策である GoTo キャンペーン事業の運用を見直すことを発表した。今後も入院治療を要する感染者数が増加していけば、医療逼迫が現実となり、さらに厳しい感染防止措置が取られることも想定される。

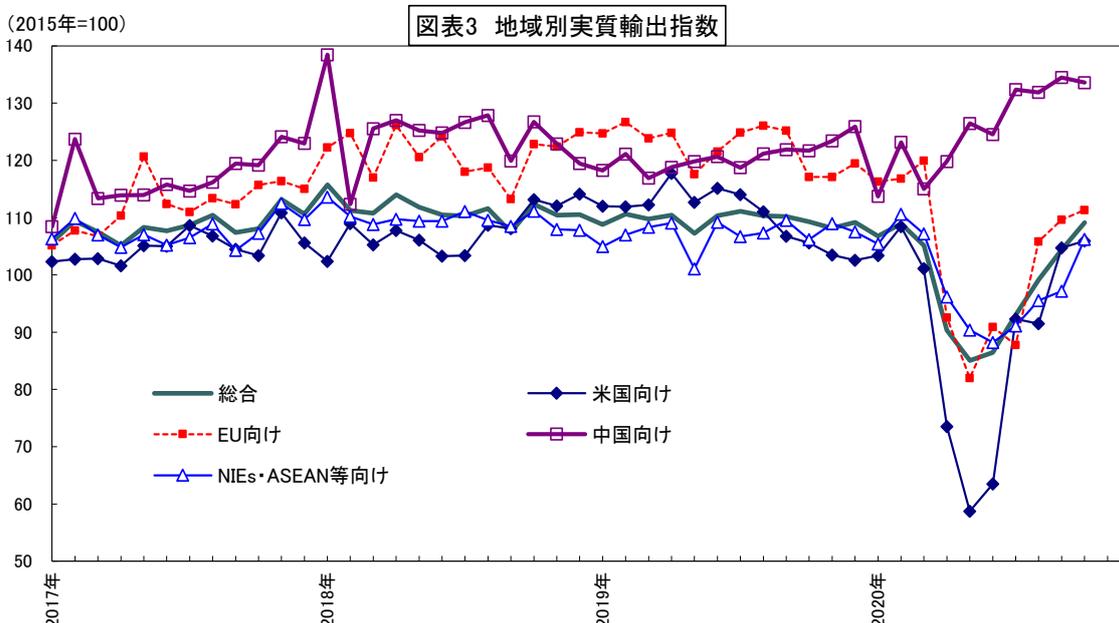


**7～9 月期は 52 年ぶりの高成長だが、前期の落ち込みの半分しか取り戻せず**

一方、注目された 7～9 月期の GDP 第 1 次速報（1 次 QE）によれば、経済成長率は前期比年率 21.4%と 4 四半期ぶりのプラス成長となった。伸び率も 52 年ぶりの高さとなったが、4～6 月期の落ち込み幅の 56%しか取り戻せていないことを踏まえると、リバウンドは限定的であったといえる。今回のプラス成長は消費と輸出の大幅増によるものであったが、住宅投資や企業設備投資では減少が続くなど、個々の需要項目の動向には温度差も見られた。

なお、西村経済再生相は GDP ギャップが 30 兆円超の印象であると発言している。12 月 5 日に会期末を迎える臨時国会後に追加の経済対策やそれを盛り込んだ第 3 次補正予算案の編成が

本格化することになるが、経済対策も相応の規模になる可能性が高い。



(資料) 日本銀行 (注) 日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算

### 景気は輸出・生産の牽引により回復継続

5月の緊急事態宣言の解除から半年が経過したが、多くの経済指標からは6月以降は経済活動が持ち直し基調をたどっていることが窺える。9月の景気動向指数によれば、CI一致指数は80.8と、5月(71.3)を底に改善傾向となっており、それに基づく基調判断も8月以降は「下げ止まり」と、既に底入れしたことが示唆される。その背景には、中国・米国向けの輸出が底堅く推移し、それに伴って自動車などの生産活動が息を吹き返していることが挙げられる。

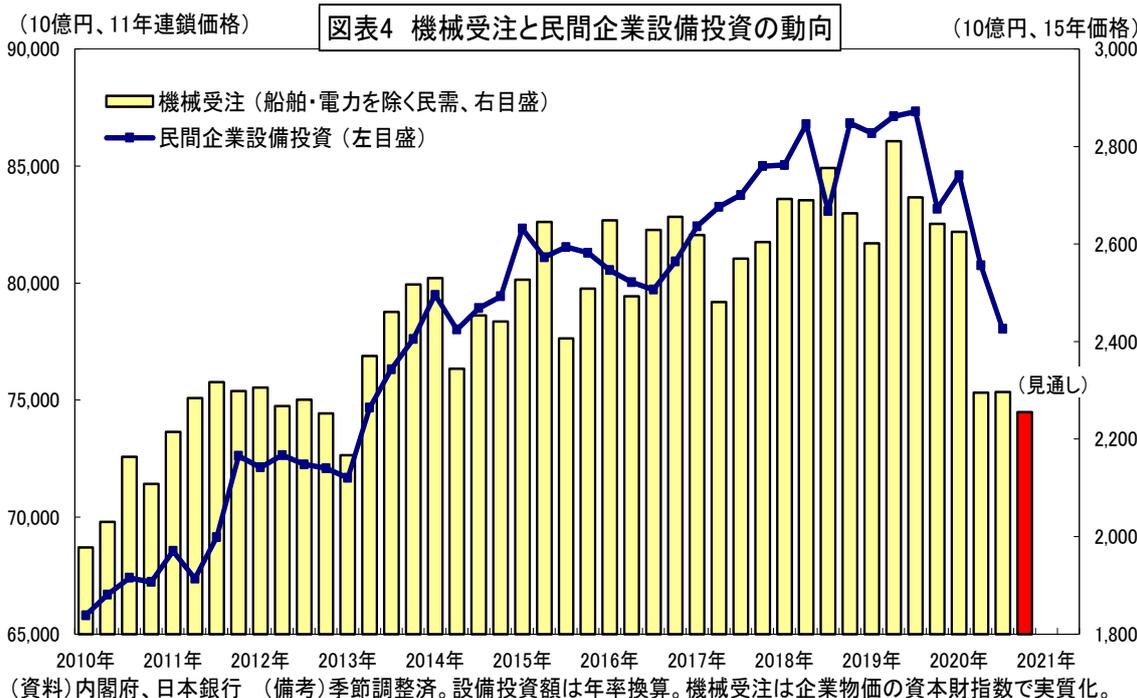
10月の貿易統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は前月比6.5%と4ヶ月連続の上昇となった。地域別にみると、中国向けはコロナ禍の影響は軽微であり、かつ底堅く推移するなど、全体を牽引している。また、コロナ禍で大きく落ち込んだ米国向けも自動車関連を中心に急回復したほか、NIEs・ASEAN向けもコロナ前の水準に迫る回復を見せている。一方で、EU向けは出遅れ感がある。

これらの影響によって鉱工業生産も総じて堅調に推移している。6月以降は4ヶ月連続で上昇しており、3~5月の低下分の6割強を取り戻した。上方バイアスを補正した10月分の製造工業予測指数(最頻値)も前月比1.4%と試算されるなど、持ち直し基調は維持しているものと思われる。

## 国内需要には出遅れも

一方、実質輸入指数は輸出などに比べて回復の動きは鈍いが、その背景には国内需要の出遅れ感がある。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数(内閣府試算)の9月分は前月比1.6%と3ヶ月ぶりの上昇だったが、緊急事態宣言の解除直後の6月に同10.2%と急回復をみせた後は足踏みしている。

しかし、順次開始された「GoTo キャンペーン」事業は、これまで消費の下支えに一定の役割を果たしてきたと思われる。景気ウォッチャー調査などからは GoTo キャンペーンへの期待によって家計部門、企業部門ともに景況感が改善した様子が見取れる。また、感染再拡大が警戒される中でも、11月の3連休は秋の行楽シーズンが重なり、行楽地や繁華街の人出は多かったようだ。とはいえ、昨今の新型コロナの感染再拡大を受けて、一時的にせよ GoTo キャンペーンを規模縮小することは避けられず、消費回復に水を差される可能性がある。



## 資本設備や雇用人員に過剰感も

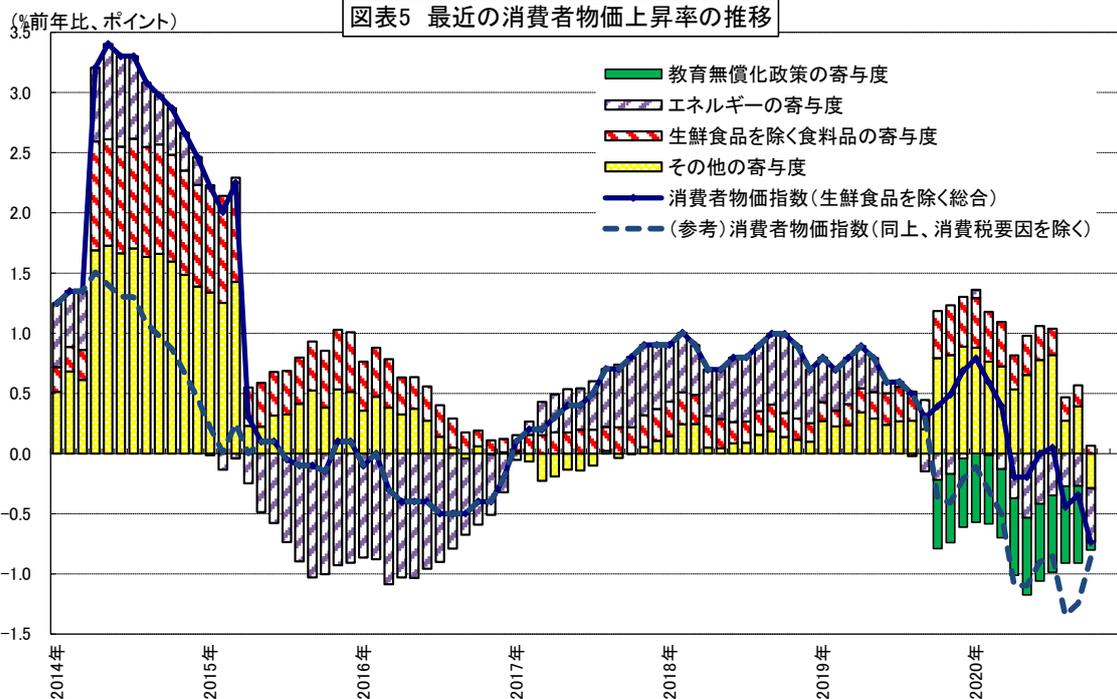
さらに、設備投資関連の指標にはまだ回復の兆しが見えてこない。機械受注統計によれば、代表的な「船舶・電力を除く民需」の9月分は前月比▲4.4%と3ヶ月ぶりの減少、7~9月期を通じても前期比▲0.1%の微減とはいえ、5四半期連続のマイナスであった。先行き10~12月期も減少見通し(内閣府集計)であり、コロナ前の活動水準への回帰が見通せないサービス業を中心に資本設備の過剰感が強いと思われる。加えて、一部企

**経済見通し：10～12月期は減速し、その後も低空飛行が続く**

業では人員整理など雇用調整に向けた動きも表面化し始めている。約4年ぶりに3%台まで高まった失業率はもう一段上昇する可能性があるだろう。

コロナ克服のため、各国ではワクチンや治療薬の開発が進められてきたが、最近になって複数のワクチンで良好な治験結果が得られたとの報道も出てきた。こうしたワクチンが実用段階に入り、実際に有効であることが確認できれば、内外経済の復興への動きが着実に進むと期待される。しかし、国内での接種は21年半ば以降になるとみられている。現在の感染「第3波」が落ち着いても、しばらくは燻り続ける可能性もあり、経済活動が本格的に回復することは厳しいだろう。

足元10～12月期は2四半期連続のプラス成長が見込まれるが、年率4.6%と急減速することは否めず、続く1～3月期にはマイナス成長に転じる可能性すらある。その結果、20年度は▲5.5%成長と6年ぶりかつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21年度はワクチン接種が徐々に広がり、世界全体で持ち直しに向けた動きが強まるほか、来夏に東京五輪パラが開催されることから、年度半ばにかけて成長率がやや高まっていく可能性もあるが、先行き不透明感が高い状況に変わりはない（詳細は後掲レポート「2020～21年度改訂経済見通し」を参照）。

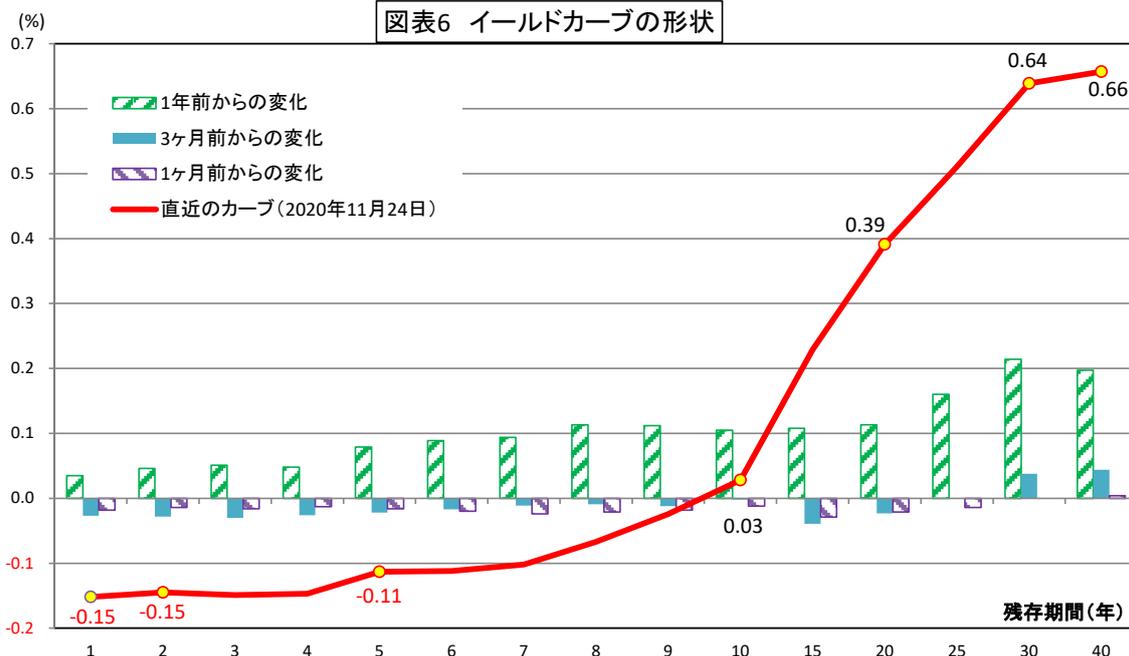


## 物価動向：20年度 下期も下落継続

10月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比▲0.7%と3ヶ月連続での下落となり、下落幅も11年3月以来の大きさとなった。19年10月の消費税率引上げの導入から1年が経過し、その効果がほぼ剥落したが、それ以外にも当初除外された東京発着分がGoToトラベル・キャンペーンに加わったことで宿泊料がさらに下落幅を拡大させたこと、エネルギーの下落が強まったことが物価下落を強めた要因として挙げられる（なお、幼児教育無償化政策の押し下げ効果が一巡したことは物価変動率にはプラスの要因であった）。

先行きについても、企業業績が厳しいことから冬季賞与の削減が見込まれるなど、家計の所得環境は厳しさを増すとみられるほか、新型コロナの感染再拡大などで消費の順調な回復は期待できないと思われる。さらに、弱含みでの推移が続くエネルギーについても、21年初にかけて物価押し下げ効果が一段と強まる。しばらく物価下落状態は続くだろう。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

## 金融政策：引き続き 金融市場の安定 と企業の資金繰り 支援策に注力

今回のコロナ禍に対して、日本銀行は金融市場の安定化に加え、企業金融支援に万全を期するなど、手厚い対策を打ってきた。基本的な枠組みは2%の「物価安定の目標」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」であるが、新たに①総枠140兆円の「特別プログラム」の導入（最大120兆円規模になりうる

## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 10年ゾーンはゼロ%近傍での推移

「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の導入と上限20兆円まで拡充したCP・社債等の買入れ)、②国債買入れやドル資金供給オペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETF、J-REITについても、当面、それぞれ年間約12兆円、同約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う方針、といった強力な金融緩和を講じている。

消費者物価は再び前年比下落に転じ、しばらくは上昇が見込めない状況ではあるが、目下の最優先課題は企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、企業金融支援に注力することであり、21年3月末を期限とする特別プログラムの延長も視野に入っているとみられる。

なお、11月10日、日銀は「地域金融強化のための特別当座預金制度」の導入を発表、地域金融機関の経営基盤強化に向けた取り組みを後押しするため、一定の経営効率化を達成した際に、当座預金残高(所要準備額を除く)に対して0.1%の特別付利を3年間(20~22年度)の時限措置として実施することとした。黒田総裁は必ずしも地域金融機関の合併・統合を目的としたものではないと説明しているが、12日には政府が地銀再編を後押しする点に補助金制度を21年夏にも創設するとの報道も流れるなど、菅首相が意欲を見せる地域金融機関の再編に向けた動きもみられる。なお、この特別付利制度については、将来的なマイナス金利政策の修正の布石との見方もある。

新型コロナのパンデミック化により、3月中旬にかけて内外の金融資本市場は大荒れとなったが、その後、主要国の政府・中銀が大規模な対策を打ち出したこともあり、マーケットは落ち着きを取り戻した。なお、夏から秋にかけては景気回復やワクチン開発などへの期待感と感染再拡大への警戒感などが交錯したことから一進一退の動きが続いたが、11月3日の米大統領選を機にリスクオンの動きが強まっている

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

#### ① 債券市場

債券市場は、2月下旬から3月中旬にかけてコロナ禍の影響を巡って金利が乱高下したが、日銀を含む主要国中銀による潤

## 長期金利は引き続き低位で推移

## 29年ぶり高値水準ながらも、スピード調整する可能性も

沢な資金供給や国債買入れの増額などもあり、3月下旬以降の長期金利（新発10年物国債利回り）は操作目標であるゼロ%近傍での展開が続いている。また、日銀は4月の金融政策決定会合において、長期国債の買入れペースについての上限を撤廃し、「10年ゼロ%」の操作目標を達成するために必要なだけ買い入れることとしたが、日銀保有国債の年間増加額は10月末時点でも17兆円程度と、コロナ前の増加ペース（約14兆円）からは微増にとどまっている。

一方、7月から政府の新型コロナ対策に伴って国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約100兆円）が始まっており、一旦、超長期ゾーンには上昇圧力が加わった。しかし、日米とも現行緩和策が長期にわたるとの予想が改めて浸透したことから、金利上昇圧力は乏しく、長期金利（10年ゾーン）は11月入り後、0.01~0.04%の狭いレンジ内での展開が続いている。

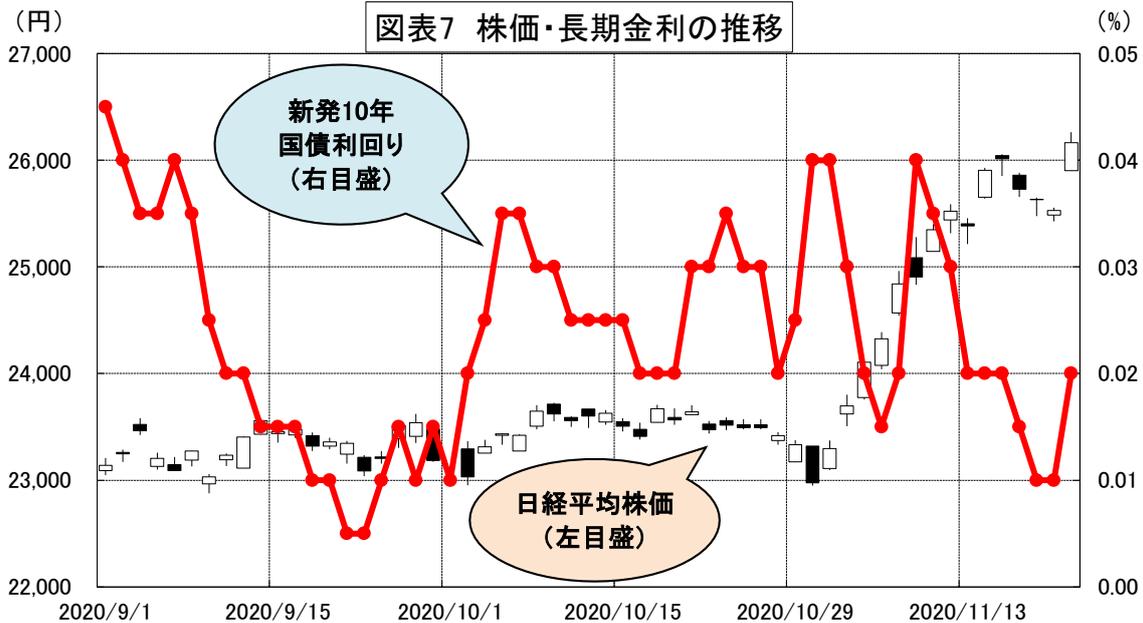
先行きについては、上述したような日銀の国債買入れ方針により、10年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍で推移するような操作がされ、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると思われる。

### ② 株式市場

新型コロナの世界的な感染拡大から、3月中旬には一時16,000円台まで下落した日経平均株価であったが、3月下旬以降、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことなどが好感され、株価は持ち直しに転じた。5月には内外で経済活動が再開され、景気回復への期待が強まったことから、6月に入り23,000円台まで回復した。しかしながら、世界各地で感染再拡大が散見されるなど、景気のV字回復は困難との見方も根強く、10月までは上値の重い展開が続いた。

一方、11月の米大統領選や連邦議会選を受けて、バイデン政権が誕生しても、議会のねじれによって公約である大企業や富裕層への課税強化は困難である半面、コロナ禍への経済対策は実施されるとの期待感が高まった。加えて、複数の対コロナ・ワクチンで良好な治験結果が得られたとの報道もあり、リスクオンの流れが一気に強まった。米国株高につられ、日経平均株価も29年半ぶりとなる26,000円台の回復を果たした。

大量の過剰流動性が発生しており、株式市場には消去法的に資金が流入しやすい状況であるほか、最大で年間約 12 兆円増のペースまで拡大可能な日銀による ETF 買入れに対する安心感があるほか、ワクチンへの期待も強いが、内外で新型コロナの感染再拡大がみられる中、二番底リスクも浮上するなど、コロナ前の水準に向けて回復していく姿はまだ先のことになるとみられ、株価は一旦スピード調整する場面もあるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)10月1日の東証は終日売買停止。

**ドル円レートは  
105 円台でもみ合  
い**

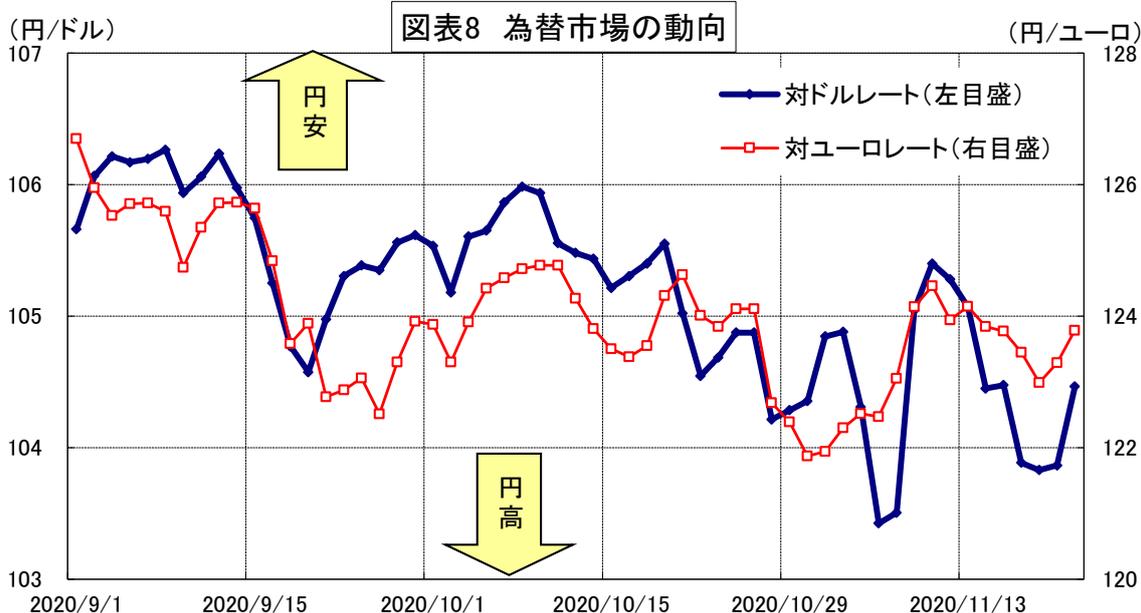
### ③ 外国為替市場

新型コロナのパンデミック化により、3月9日には一時1ドル=101円台まで円高が進む場面もあったが、世界的な株価暴落により「有事のドル」需要が著しく高まり、3月下旬には110円台を回復するなど、春先の対ドルレートはボラティルな展開が続いた。その後、主要国のコロナ対策が出揃ったことでマーケットは落ち着きを取り戻し、4月中旬から5月下旬にかけては107円前後での方向感の乏しい展開が続いた。

6月上旬には米国経済のV字回復期待からドル高が進む場面もあったが、その後は緩やかな円高ドル安基調が続いている。

2%の平均インフレ目標を導入した米国に比べて、日銀の物価安定目標は若干弱いように感じるものの、日米ともに少なくとも現行レベルでの金融緩和を長期間にわたり継続するとみられるなど、金融政策の方向性に違いがあるわけではない。むしろ、経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いことから、金

融政策を材料に円高が進行する可能性は薄いだろう。また、バイデン次期政権の通貨政策が「強いドル」を志向する姿勢に戻るのかにも注目したい。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

### ユーロは 124 円前後でのみ合い

対ユーロレートについては、8月上旬にかけてドル過剰感への警戒や新型コロナ復興基金の創設合意などが好感され、ユーロ高の展開となった。しかし、ユーロ高に対する警戒が強まったほか、欧州での新型コロナ感染再拡大などから、9月下旬にはユーロ高が修正され、直近は1ユーロ=124円前後でのみ合いとなっている。

先行きについては、移動制限措置によってユーロ圏の二番底リスクが意識されていることもあり、弱含む展開が予想される。

(20.11.24 現在)

## 感染再拡大で景気回復は足踏み

### ～複数の景気支援策が年内終了へ～

佐古 佳史

#### 要旨

米国経済は緩やかな回復が続いているものの、新型コロナウイルスの感染再拡大とそれに伴う行動制限措置の導入などから、回復ペースは一旦足踏み状態にある。先行きについては、ワクチン開発の進展もあり緩やかな回復基調は継続することが見込まれるが、新型コロナウイルスの新規感染者数が急増していることから、秋から冬にかけて景気回復は足踏みしそうだ。

また、共和・民主党間では追加財政政策に関する協議が続いているものの、1月5日のジョージア州決選投票で上院における多数派が決まるまでは、具体的な政策が決まる可能性は低いだろう。

#### バイデン民主党候補の勝利となった大統領選

11月3日の大統領選は、紆余曲折を経て13日のジョージア州などでの選挙結果確定に伴い、バイデン民主党候補が選挙人306人を獲得しての勝利となった。トランプ陣営は選挙を「不正」と断定し、再集計や郵便票を無効とするよう各州政府や議会、裁判所に働きかけているが、選挙結果が覆る可能性は事実上ないだろう。

トランプ大統領は敗北宣言と政権移行を拒否し続けていたが、身内の共和党内や経済界からの批判の声もあり、23日に選挙結果を認め、バイデン次期大統領の政権移行チームが機密情報などにアクセスできる手続きを開始した。一方で、アフガンからの米軍撤退を進めるなど、選挙後のトランプ政権からは円滑な政権移行に逆行する姿勢が垣間見られる。

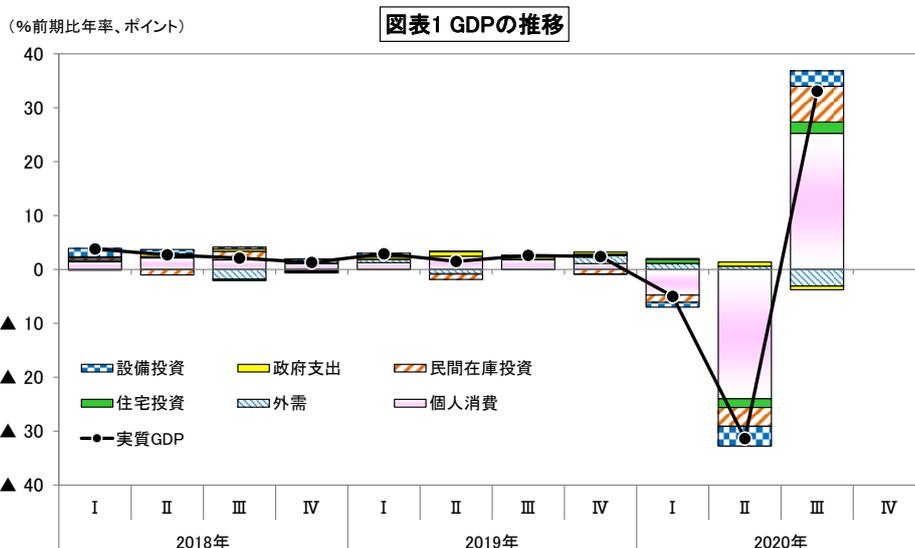
大統領選と同時に行われた上院選（約三分の一議席が改選）については共和党が優勢であり、1月5日のジョージア州2議席の決選投票において、共和党が1議席以上取れば過半数を維持できる見通しとなった。また、下院選（全議席が改選）では、民主党が過半数を維持したものの議席減となったことでペロシ下院議長やシューマー上院院内総務など指導部への批判が強まり、中道と急進左派の分裂が強まるのではとの懸念も聞かれる。

以上のような選挙結果を受け、ねじれ議会となる可能性が高まった。上院は、大使や長官など主要な役職の任命と、条約締結などにおける権限を持つため、バイデン政権は発足早々から難しいか

## GDP: 4～6 月期から 75% 戻し

じ取りを迫られるのではないかと観測が浮上している。

さて、10月29日に発表された20年7～9月期GDP（速報）を確認すると、前期比年率33.1%となり、同▲31.4%となった4～6月期から水準としては75%回復したことが確認された。項目別の寄与度としては、消費と設備投資、住宅投資、在庫投資（それぞれ25.3、5.0、2.1、6.6ポイント）がプラス寄与となった一方、純輸出、政府支出はマイナス寄与となった。経済支援策によって個人消費が下支えされたことや、企業と地方政府の資金繰り支援が奏功し、景気の底割れが防げたことが確認できる。



(資料) 米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注) 各需要項目は寄与度。

## 景気の現状：回復は足踏み状態

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。新型コロナウイルス新規感染者数の急増を受け、一部の州では夜間外出制限が導入されるなど、米国経済を取り巻く目下の状況は芳しくない。基調としては緩やかに景気回復しているものの、一旦足踏みしている状態といえるだろう。

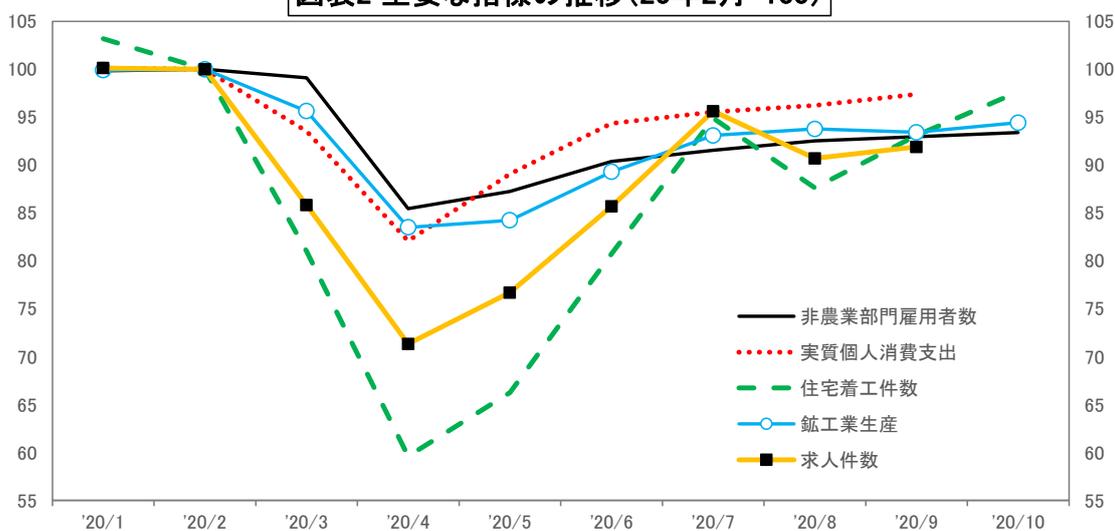
消費については、底割れは回避できたものの、失業給付金の上積み措置が7月末で終了した結果、回復ペースは鈍化したとみられる。9月の実質個人消費支出は前月比1.2%と回復が続いているが、10月の小売売上高が同0.3%へ減速したことからも頭打ち感是否めない。

雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の10月分は前月から63.8万人増となったがその回復ペースは鈍化しつつあるようだ。失業率は前月から1.0ポイント低下の6.9%となった。労働市場は回復が続いていることは確かだが、家計調査では

10月の雇用者は前月から224.3万人増となるなど、調査によるブレも大きく、全体像が把握しにくい。また、足元では新規失業保険申請件数が5週間ぶりに増加に転じたのも気がかりである。失業者に占める恒久的失業者の割合が高まっていることもあり、労働市場の回復は緩慢といえる。

住宅市場については、低金利環境に加えて、郊外での戸建て需要の増加や、新築、中古ともに在庫が極端に少ないことから、新築住宅着工件数は堅調に推移している。

図表2 主要な指標の推移(20年2月=100)



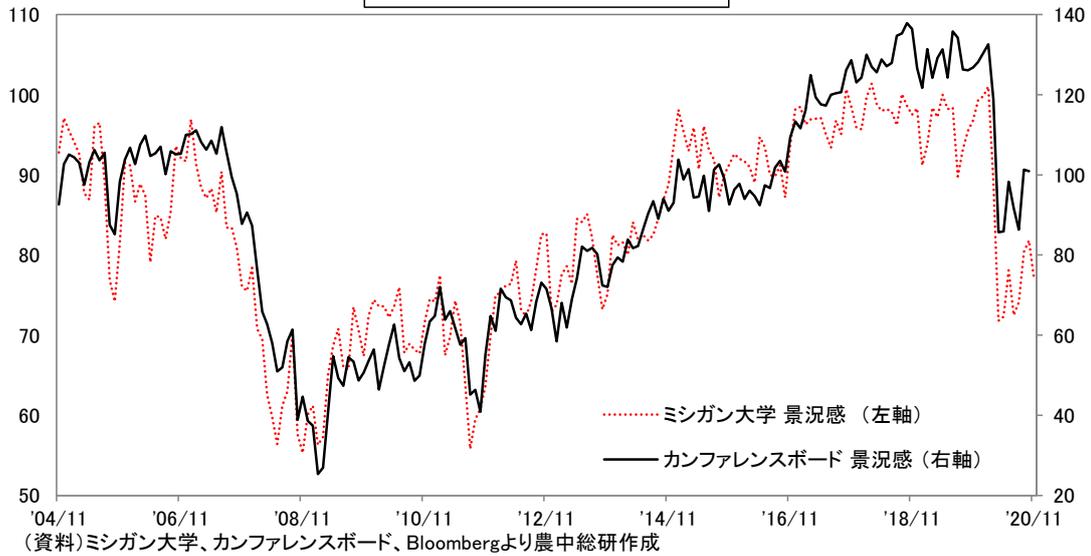
(資料) Bloomberg

11月のミシガン大学調査消費者マインド指数(速報値)は10月から4.8ポイントの低下となる77.0(現況指数85.8、期待指数71.3)となった。新型コロナウイルス感染者数の増加から先行き不安が強まったことで、消費者マインドが悪化した。

企業マインドをみると、製造業、非製造業とも判断の節目となる50%を上回り景気の拡大を示唆している。10月のISM製造業PMIは新規受注指数が大幅に上昇したことから、前月から3.9ポイント上昇の59.3%、非製造業は新規受注指数を中心に小幅に低下したことで、前月から1.2ポイント低下の56.6%となった。なお、10月の鉱工業生産は、低下に転じた9月の反動もあり前月比1.1%となったが、年初のピークからは16.5%低い水準である。

こうしたなか、設備投資は米中対立の激化やコロナ禍の不確実性の高まりなどから戻りは弱いと思われるものの、先行指標であるコア資本財受注は予想外に堅調に推移している。

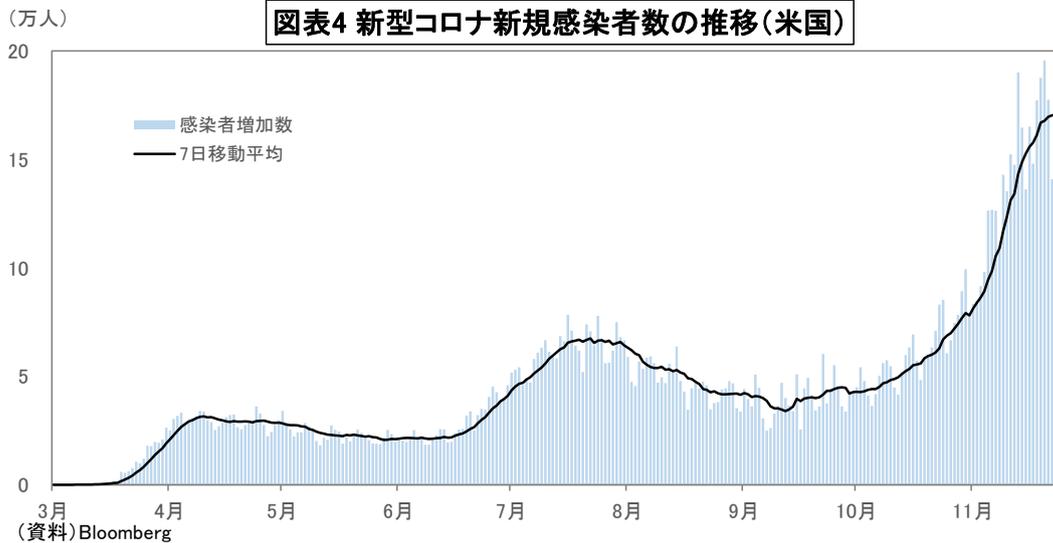
図表3 消費者景況感の推移



**景気の先行き：  
景気回復は秋か  
ら冬にかけて足  
踏み**

さて、コロナウイルス感染状況やワクチン開発の進展、上院多数派が未定の状態、追加経済政策、次期バイデン政権など、不確実性が高い状態にはあることは否めないが、景気の先行きについて考えてみると、基調としては緩やかな回復シナリオを想定しつつも、秋から冬にかけては感染再拡大が懸念され、夜間外出制限の導入など、既に景気への下押し圧力が顕在化しつつある。このため、景気回復は一旦足踏み状態となるだろう。

図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



また、20 年末には家賃滞納を認める特例措置や失業給付上乗せ措置の延長が終了する。さらに、FRB による中小企業と州、地方政府向けの資金供給策なども財務省の要請で終了することとなった。年初にジョージア州上院決選投票を控えているため、年内の

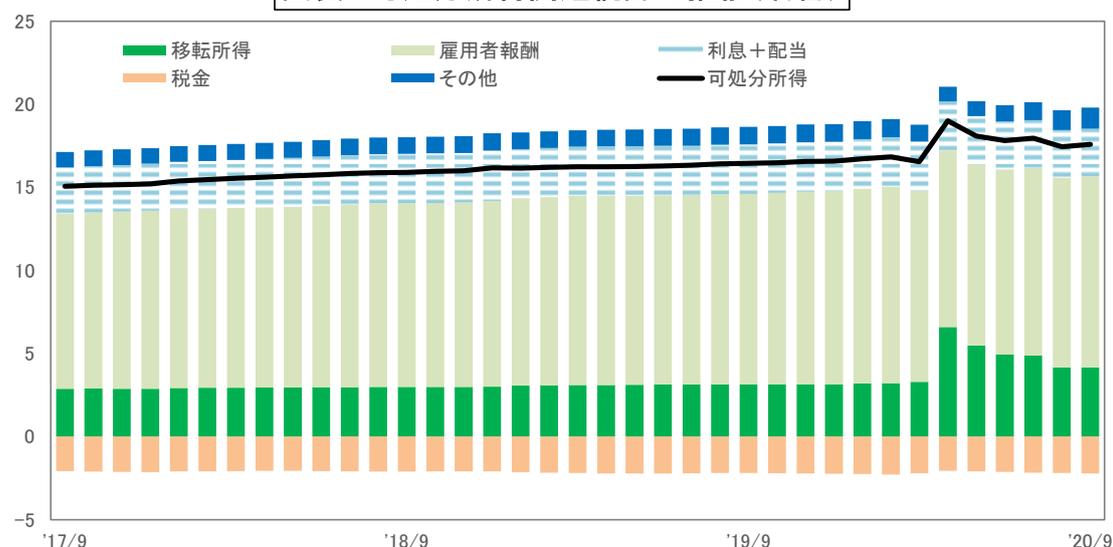
追加支援策は望み薄とみられ、年末にかけて可処分所得増加ペースの鈍化による個人消費の鈍化に伴い、景気には下押し圧力が生じるだろう。

コロナ対応や雇用確保、環境問題などに注力するとみられるバイデン政権が誕生する21年入り後には、追加財政支援策も進展しそうだが、議会がねじれ状態となると大規模な支援策の実現は困難との見方もある。

一方で、複数の製薬会社でワクチン開発が進んでおり、その効果や免疫の有効期間について現段階での過信は控えるべきだが、今冬を乗り切れば経済活動の正常化に向けて徐々に前進し始めることは間違いない。このため、基調としては緩やかな景気回復シナリオが維持できるだろう。

(兆ドル)

図表5 可処分所得関連統計の推移(名目)



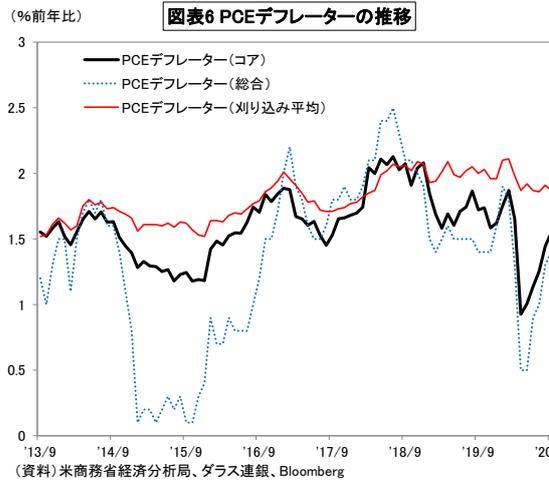
(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

### 鈍化見通しのインフレ率

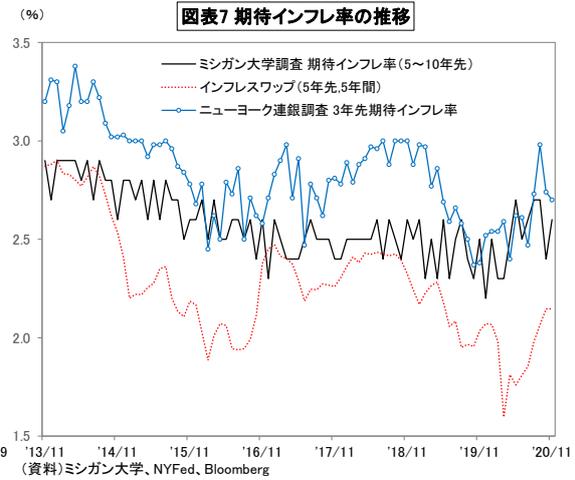
インフレ率については、コロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。9月のコアPCEデフレーターは前年比1.5%とFRBの目標の2%を下回って推移している。また、10月の消費者物価指数は同1.2%へと鈍化した。内訳をみるとエネルギー、輸送サービス、アパレルなどでの値下がりが目立つ。

足元の期待インフレ率はやや振れ幅が大きく、「コロナ前」である2月から比べるとわずかに上昇しているものの、インフレ率の加速に対する警戒が必要というほどでは決してない。コロナ禍での需要不足が続く限り、インフレが昂進するとは考えづらい。

図表6 PCEデフレーター推移



図表7 期待インフレ率推移



**長期金利：0.8～1.0%での推移を予想**

次に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では9月は失業率の低下、10月は追加財政政策への思惑から米長期金利（10年債利回り）が上昇する場面も見られたものの、概ね0.6～0.7%での推移となった。11月に入ると、大統領選の消化やワクチン開発による経済活動の再開期待などから金利は緩やかに上昇し、0.9%前後での推移となっている。

先行きについて考えてみると、新型コロナウイルス感染者数の増加によって景気回復は一旦足踏みするとみられることから、金利が急上昇する局面にはないと思われる。一方で、ワクチン開発の進展により経済活動の正常化への期待は維持されているため、金利低下も考えにくい。以上から、利回りは現在の0.8～1.0%での推移が続くとみられる。

図表8 株価・長期金利の推移



## 株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場では、9月に大手IT銘柄を中心に調整局面を迎え、ダウ平均は一旦26,500ドル付近まで下落した。10月は再び緩やかに上昇したものの、月末にかけて大統領選前の追加財政政策観測が後退したことから、一旦売られる展開となった。11月に入ると、大統領選とワクチン開発の進展を受け株価は急反発し、ダウ平均は30,000ドルに接近した。

21年は業績の改善が見込まれている一方で、20年末までの業績見通しは弱く、足元のバリュエーションの高止まりは否めない。また、追加経済支援策が早期に実現する可能性は低く、足元の株式市場は、経済活動の正常化期待のみに過度に依存した相場の様相を呈している。一方で、そうした期待から、バリュー株の見直しなどこれまで売られていた銘柄、業種にも買いが入ることで相場の底上げにつながっており、この動きは今後も継続すると思われる。以上から、先行きについては緩やかな上昇を予想するが、ワクチンの効果をめぐる悪いニュースが出た際は注意を要するだろう。

## FOMC参加者は追加経済対策の必要性を強調

最後に、FOMC参加者の11月の発言を確認すると、追加財政政策がないことや、財務省が緊急融資プログラム資金をFRBから回収したことについて批判的な意見が集中した。なお、バイデン次期大統領はイエレン前FRB議長を財務長官に指名する予定であり、現在のような財務省とFRBの意見の相違は短時間で解消されそうだ。とはいえ、年末年始に経済支援が途切れることには変わりがない。

また、新規感染者数の増大で10～12月、1～3月期は下押し圧力が見込まれる点についての言及も見られた。

各連銀管轄地域のデータやヒアリング調査からは、コロナ禍の打撃が特定のセクターと、女性やマイノリティに集中していることがうかがえると推察され、積極的な経済支援策を要望するFOMC参加者が多い背景となっていると思われる。

図表9 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
FOMCメンバー 投票権あり	パウエル議長	-1	11/17 11/20	感染急増が著しいリスク 5つの緊急融資プログラムの資金で未使用分を返還する
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	11/13 11/19	第4四半期と恐らく来年の初めは、成長が幾分か減速する 財政支援終了に伴い米経済は困難に直面する
	クラリダ副議長	-1	11/16	ワクチン開発で景気見通しが明るくなった
	ブレイナード理事	-1		
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?		
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	11/10 11/13	政府が労働者の再教育のインセンティブを提供することが急務 コロナ禍で不平等、自動化が加速
	カプラン総裁 (ダラス)	0	11/19 11/20	感染拡大で米経済がリセッションに逆戻りする可能性も 一段の財政政策が必要
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2		育児休暇取得中
	メスター総裁 (クリーブランド)	0~1	11/9 11/19	あらゆる緊急融資措置を延長すべき 一層の財政政策が必要
FOMCメンバー 投票権なし	エバンス総裁 (シカゴ)	0	11/20 11/23	米財務省の判断(緊急融資制度の縮小)は残念 23年までゼロ金利政策を維持するとの見解表明
	バーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	11/23 11/23	ワクチンが来年夏まで広範に普及しない可能性 財政支援策がなければ家計が苦しむ状況が続く恐れ
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	11/17 11/19	第4四半期にかけて若干の弱さを見込んでいたが、その通りになった 緊急融資プログラム終了に反対
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	11/10 11/17	緩やかなペースで拡大し続けるとみている 環境問題や人種間平等など解決へ「焦りと忍耐」が必要
投票権なし FOMCメンバー	非ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	11/10 11/20	コロナ禍で職を失った女性や非白人が多い 原油減産を踏まえると、エネルギー産業が回復の足かせになる恐れ
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	11/13	感染防止策に取り組むなら、コロナ感染増を制御することは可能
	メローゼングレン総裁 (ボストン)	2	11/10 11/18	サービス部門債務の積み上がりが回復ペース鈍化の要因になりうる 金融の安定性を犠牲にする物価目標達成には否定的

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、-はハト派の意。

21年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、バーキン、ボスティック、デイリー総裁に

(20. 11. 24 現在)

### 内需の回復テンポは鈍く、緩慢な回復に留まる中国経済

#### ～5中全会で示された今後15年間でのGDP倍増方針～

王 雷軒

##### 要旨

2020年7～9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%、前期比2.7%と2四半期連続のプラス成長となった。足元の経済指標からは、その後の景気は緩やかながらも回復が継続していると見られる。しかし、内需の回復テンポは鈍く、先行きは決して楽観視できない。

こうしたなか、「5中全会」では「中国共産党中央の国民経済および社会発展にかかわる第14次5カ年計画と35年までの長期目標の策定に関する建議」を採択した。これは今後の中国経済を展望するうえで極めて重要である。

##### 緩慢ながらも景気回復は継続

20年1～2月に実施された新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染拡大抑制のための強力な封じ込め策を受けて経済活動が大きく制限された結果、1～3月期の実質GDP成長率は前年比▲6.8%、前期比▲10.0%となった。

その後は、新型コロナ感染拡大の沈静化を受けて、外出規制の緩和や都市封鎖の解除などが行われたほか、政府の経済対策の効果も手伝って、経済活動は正常化しつつある。その結果、7～9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%、前期比2.7%と4～6月期（同3.2%、同11.7%）から2四半期連続のプラス成長となった（以下、後掲2020～21年度改訂経済見通し、世界経済の動向④中国を参照のこと）。

足元の経済指標からは、その後の景気は緩慢ながらも回復が続いていると見られる。しかし、後述のとおり、内需の回復テンポは比較的鈍く、先行きは決して楽観視できない。

##### 10月の小売売上総額は9月から加速したものの、新型コロナ前の水準には戻り切れず

以下、10月の主要経済指標の動向を確認したい。まず、消費については、10月の小売売上総額は名目で前年比4.3%と9月（同3.3%）から加速した。物価変動を除いた実質ベースでの変動率も前年比4.6%と9月（同2.4%）から加速した。

詳細にみると、1～10月期の小売売上総額は名目で同▲5.9%だが、このうち、全体の24.2%を占めるネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は同16.0%と引き続き底堅く推移した。また、10月の自動車販売額は同12.0%と引き続き底堅く推移し

たほか、これまでマイナスが続いてきた飲食業売上高も10月に同0.8%とプラスに転じるなど、消費を下支えした。加えて飲料、酒類・タバコ、衣類などの販売額も大きく伸びた。

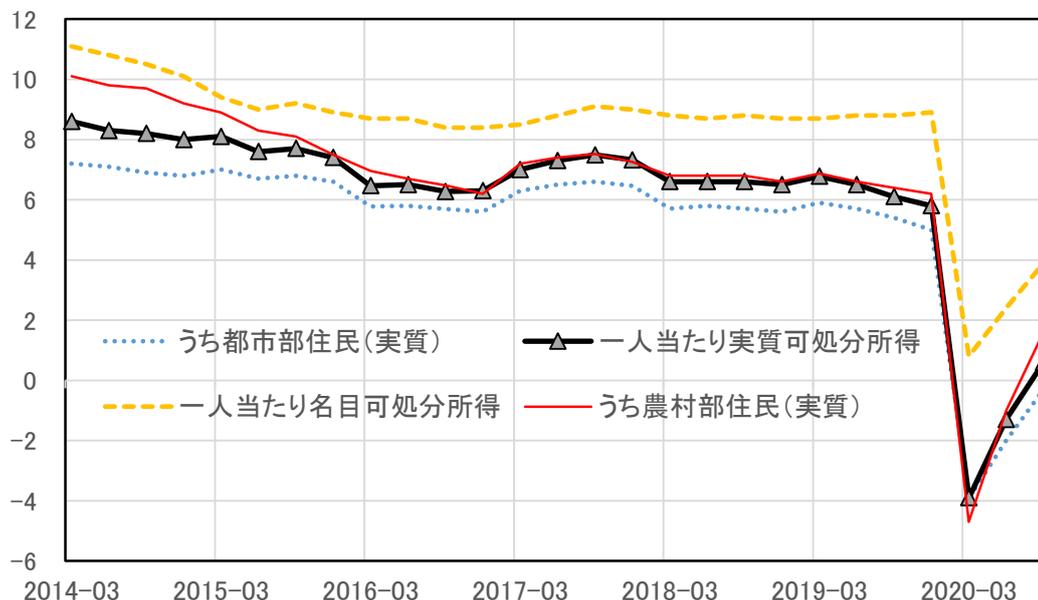
とはいえ、現在の消費は緩慢な回復にとどまり、新型コロナ前の水準には戻り切れていない。そのため、11月18日に開催された国務院常務会議で、新たな汽車下郷（自動車などを農村に普及させる政策）の実施や家電・家具などの消費促進策の強化といった方針が示されたと考えられる。

先行きは宿泊・飲食サービス業や娯楽業の正常化、自動車や家電・家具などの販売促進策の効果が期待され、緩やかな持ち直しが続くと思込まれる。

ただし、20年1~9月期の一人当たりの可処分所得（実質）が前年比0.6%と、19年同期（同6.1%）に比べて大幅鈍化したほか、20年1~10月期の都市部新規就業者数が前年比▲15.4%と大幅減となるなど、所得・雇用環境の厳しさは消費回復の制約要因となろう（図表1）。

**図表1 一人当たり可処分所得の推移**

(%年初来累計前年比)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成

**1~10月期の固定資産投資も前年比1.8%と加速したもの、総じ**

また、投資については、1~10月期の固定資産投資は前年比1.8%と、1~9月期（同0.8%）から小幅ながら加速した。投資分野別にみると、不動産開発投資は同6.3%と底堅く推移した

## て回復ペースは鈍い

ものの、設備投資は同▲5.3%と依然マイナスが続いたほか、インフラ整備向け投資も同 3.0%と想定したほどの回復は見られなかったことから、総じて固定資産投資全体の回復ペースは鈍いと言えよう。

投資主体別では、民間投資は同▲0.7%と前年割れ状態が続いたが、国有企業による投資は同 4.9%と加速、投資全体を下支えた。

先行きについては、設備投資が増加に転じるにはなお時間がかかるが、財政政策によりインフラ整備向けの投資が加速するほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られ、全体として緩やかな回復が続くと見込まれる。

## 10月の輸出は前年比11.4%と堅調さを維持も先行きもう一段の加速は難しい

貿易に目を転じると、10月の輸出額（ドルベース）は前年比11.4%と9月（同9.9%）から加速したが、輸入額は同4.7%と9月（同13.2%）から大幅に鈍化し、貿易収支は584億ドルの黒字となった。

輸出が堅調に推移している背景として、マスクや人工呼吸器などの医療用物資に加え、テレワークに伴うパソコンやタブレットが引き続き牽引役となったほか、国内の大きな循環を主体とし、内外の2つの循環が相互に促進し合って経済成長の好循環を再構築しようとする政府の「双循環」の方針の下、当局の輸出促進策が奏効したことが挙げられる。

先行きの輸出については、新型コロナ感染拡大が続いている国や地域では、マスクや医療用物資の需要が依然旺盛であることなどから、堅調な推移は続くと思われる半面、外需全体では鈍さが想定されるほか、人民元高の急速な進行もあり、もう一段の加速は難しい。

## 先行きについては、経済回復は続くものの、決して楽観視できない

以上の内容を踏まえると、20年10～12月期も緩やかな回復が続き、前年比6.4%と7～9月期（同4.9%）から加速、20年通年では2.1%の成長を予測する。

しかしながら、海外情勢の不透明要因がくすぶるなか、設備投資の低迷が当面継続することや、想定したほど公共投資が加速しておらず、所得・雇用の厳しさなどを受けて消費回復テンポの緩慢さが続くと思われるほか、新型コロナの感染再拡大のリスクもある。

そのため、先行きの中国経済は、緩やかな回復は続くものの、決して楽観視できない状況にあるとみている。21年の経済政策

## 5 中全会では「建議」 を採択

の方針を決める中央経済工作会議に加えて、引き続き、米中関係、内需促進策や財政金融政策の実施状況などに注目したい。

さて、20年10月26日～29日に開催された中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議（5中全会）で、「中国共産党中央の国民経済および社会発展にかかわる第14次5カ年計画と35年までの長期目標の策定に関する建議」（以下、「建議」）が議論され、最終日に採択された。

会議の閉幕日に建議のコミュニケ（0.6万字）が公表され、11月3日には建議の全文（2万字）および習近平総書記による建議策定に関する説明文（約0.6万字）が公表された。

この建議は、向こう5年間の中国経済社会の将来像を展望するためだけでなく、中長期的に中国がどのような国づくりを行うかも明らかにしている。

以下では、建議の全体構成、主要内容などをまとめておこう。なお、国務院・中央省庁はこの建議が示した内容をベースに「国民経済および社会発展にかかわる第14次5カ年計画の要綱」の策定に着手し、21年3月開催予定の全国人民代表大会（全人代）に提出し審議・採択される予定である。

### 建議全体の構成

建議は総論、分論、結語を含めて15部分からなる（図表2）。まず、総論には、「はじめに」と2つの部分があり、①35年までの長期目標、②第14次5カ年計画期の経済社会発展の指導思想、必ず守るべき原則および主要目標をまとめた内容となっている。

そのうえで、建議の大半となる分論（各論）には、③科学技術、④産業発展、⑤国内市場、⑥改革の深化、⑦農村振興、⑧地域発展、⑨文化建設、⑩グリーン発展、⑪対外開放、⑫社会建設、⑬安全発展、⑭国防建設の12の重点分野についての考え方や基本方針等が盛り込まれている。

最後の結語では、⑮と「おわりに」があり、共産党中央による集中統一的な領導の強化、社会主義政治建設の推進、計画策定および実施メカニズムの健全化などをまとめた内容となっている。

なお、建議の「はじめに」に、中国共産党は、結党100周年となる20年までに小康社会（ゆとりのある社会）の実現を果たし、建国100周年となる49年までに富強・民主・文明・調和的社会主义現代化国家を完成させるという2つの100年目標を掲

げていることを再確認した。

17年10月に開催された第19回共産党大会では、第2の100年目標（1949～2049年）について、今世紀中葉までの期間を2段階に分けている。それは、第1段階の20年から35年までは、小康社会の全面的完成をベースに、社会主義現代化を基本的にも実現する、第2段階の35年から今世紀中葉までは、社会主義現代化をベースに富強・民主・文明・調和の美しい社会主義現代化強国に築き上げるという計画である。

したがって、今回の第14次5カ年計画策定に合わせて35年までの長期目標も明示された背景として、第2の100年目標の第1段階（20～35年）の開始時期と重なるため、極めて重要な期間であることが挙げられる。なお、5カ年計画の策定に長期計画や目標を示すことは今回だけではない。

図表2 「中国共産党中央の国民経済および社会発展にかかわる第14次5カ年計画と35年までの長期目標の策定に関する建議」の概要

総論	はじめに、2つの100年目標の再確認、5中全会で提言を採択		
	1	小康社会の全面的な完成、社会主義現代化国家の全面的建設の開始	
		1) 小康社会の全面的な建設が決定的な成果を獲得、2) 我が国の発展が直面する環境の複雑化や不確実性の高まり、3) 35年までの「社会主義現代化の基本的な実現」という長期目標	
2	第14次5カ年計画期の経済社会発展の指導思想と主要目標		
	4) 第14次5カ年計画期の経済社会発展の指導思想、5) 必ず守る原則(5つ)、6) 主要目標(6つ)		
分論	3	科学技術革新を現代化建設の全局面で核心的地位に置くことを堅持(7～10)	
	4	現代的産業体系の発展加速、経済体系の改善・高度化の推進(11～15)	
	5	強大な国内市場の形成、新たな発展構造の構築(16～19)	
	6	改革の全面的深化、高水準の社会主義市場経済体制の構築(20～24)	
	7	農業農村の優先的発展、農村振興の全面的推進(25～28)	
	8	国土空間配置の改善、地域間の協調的発展と新型都市化の推進(29～31)	
	9	文化事業と文化産業の繁栄・発展、国家文化のソフトパワーの向上(32～34)	
	10	グリーン発展の推進、人類と自然の調和・共生の促進(35～38)	
	11	高水準の対外開放の実施、協力・ウィンウィン新局面の開拓(39～41)	
	12	人民の生活の質の改善、社会建設レベルの向上(42～48)	
	13	発展と国家安全のバランス、更なる高水準の平安中国の建設(49～52)	
	14	国防・軍隊の現代化の加速、富国と強い軍隊の統一の実現(53～54)	
	結語	15	全党および国民全員が結束し、第14次5カ年計画と35年までの長期目標を実現するために奮闘せよ
			55) 共産党中央による集中統一領導の強化、56) 社会主義政治建設の推進、57) 香港・澳門の長期的繁栄発展の保持、58) 兩岸関係の平和的発展と祖国統一の推進、59) 良好な外部環境の積極的に整備、60) 計画策定と実施メカニズムの健全化
おわりに、習近平同志を核心とする党中央の領導下、社会主義現代化国家建設の全面的勝利を勝ち取ろう！			

(資料)「中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议」『新華網』2020年11月3日より作成

## 35年までの長期目標 の概要と特徴

建議に盛り込まれた 35 年までの長期目標の具体的な内容は図表 3 のとおりである。これらはいずれも重要な内容ではあるが、紙幅の関係もあり、以下ではそのなかの 2 点について解説したい。

まず、⑦一人当たり GDP が中等先進国レベルに達し、中間所得層が明らかに増加し、公共サービスの均等化が基本的に実現し、都市農村間、地域間の発展格差や住民の生活水準格差が著しく縮小する、についてである。

中等先進国レベルについての詳細な数値は今のところ発表されていないが、世界銀行・IMF・OECD・国連による所得水準分類を参照すれば、目安として 2 万～2.5 万ドルと考えられる。19 年の一人当たり GDP は 10,612 ドルであったことから、仮に中等先進国レベルが 2.5 万ドルの達成には、向こう 35 年までは年平均名目で 5.8% の成長が必要となる計算である。

また、習総書記の説明文によると、「21 年から 35 年までの 15 年間で実質 GDP を倍増させることが可能だ」とある。20 年 GDP を 100 兆元とし、21 年から 35 年までの 15 年間で実質 GDP を倍増させるためには、年平均で 4.7% の成長が必要になる計算である。

しかし、今後中国では人口構造の変化などを受けて潜在成長率がさらに低下していく可能性もあり、5% 前後の成長確保は決して容易ではないと思われる。

そのため、①経済力、科学技術力、総合国力が大きく向上し、経済規模と国民一人当たりの収入が新たなレベルに達し、鍵となるコア技術がブレークスルーを実現し、イノベーション型国家の上位に上り詰めている、という目標が掲げられ、科学技術の自主開発や外国企業に頼らないことの重要性がまず強調されている。

また、⑨全国民が共に豊かになること（共同富裕）を着実に推進するという目標が初めて建議に盛り込まれたことも特徴的である。総書記の説明文では、「発展が不均衡・不十分であるという問題は依然として際立っており、都市農村間・地域間の発展と所得格差は大きく、全国民の共同富裕を促進することは長期的な任務である」とあり、格差縮小の重要性の高さがうかがわれる。

図表3 2035年までの長期目標

①経済力、科学技術力、総合国力が大きく向上し、経済規模と国民一人当たりの収入が新たなレベルに達し、鍵となるコア技術がブレークスルーを実現し、イノベーション型国家の上位に上り詰めている
②新型の工業化、情報化、都市化、農業の現代化を基本的に実現したほか、現代的な経済システムが構築されている
③国家統治システム・統治能力の現代化を基本的に実現し、国民の平等な参加・発展の権利が十分に保障され、法治国家、法治政府、法治社会が基本的に構築されている
④文化強国、教育強国、人材強国、体育強国、健康中国が出来上がり、国民の素質と社会文明レベルが新たな高みに達し、国の文化的ソフトパワーが顕著に向上する
⑤グリーンな生産・生活様式が広く形成され、二酸化炭素の排出量がピークを迎えた後に減少に転じ、生態環境が根本的に改善し、美しい中国建設という目標が基本的に実現されている
⑥対外開放の新たな局面を形成し、国際経済協力に参加し、競争における新たな優位性が明確に増強される
⑦一人当たりGDPが中等先進国レベルに達し、中間所得層が明らかに増加し、公共サービスの均等化が基本的に実現し、都市・農村間、地域間の発展格差や住民の生活水準格差が著しく縮小する
⑧平安中国建設がさらなる高水準に達し、国防・軍隊の現代化が基本的に実現する
⑨国民生活がさらに改善し、人々の全面的発展、全国民の共同富裕が顕著な実質的な進展を成し遂げている

(資料)「中共中央關於制定国民經濟和社会發展第十四個五年規画和二〇三五年遠景目標的建議」『新華網』20年11月3日より作成

### 第14次5カ年計画の 主要目標と重点任务

その次に建議では、第14次5カ年計画期の6つの主要目標(図表4)と目標を実現するための12の重点任务(政策方針)が示されている(図表5)。

まず、主要目標は、①経済発展の新たな成果の獲得、②改革開放の新たな一步を踏み出す、③社会文明レベルの新たな向上、④生態文明建設の新たな進捗の実現、⑤民生福祉の新たなレベルへの到達、⑥国家統治能力・効率性の新たな向上、である。

いずれの目標においても「新たな」という表現が用いられており、「社会主義現代化の基本的実現」という長期目標に向けた、新たな発展段階の5カ年計画であることが意識されていると考えられる。

また、第13次5カ年計画では成長率などの様々な数値目標を設定したが、今回の建議では、数値目標について設定されず、定性的記述によるソフト的な目標が多いのが特徴的である。

一方、定量目標を設けないことは決して成長の重要性を否定するものではない。策定中の計画の要綱には数値目標が盛り込まれる可能性があるが、現時点では明示しなかったことから、経済の質や効率面での向上を重視しようとする方針が見受けられる。

12の重点任務として、まず、米中摩擦とりわけハイテク分野での摩擦激化が懸念されるなか、1では、科学技術のイノベーションの重要性が強調されている。イノベーションを我が国の現代化建設の全局面で核心的地位と置くことを堅持し、科学技術の自主的な研究・開発、外国企業に頼らない中国自前でのイノベーション能力の基盤づくりを国家発展の戦略的支柱としている。

具体的には、人口知能（AI）、量子情報、半導体、バイオテクノロジー、航空宇宙・深海技術などの先端技術を国家重要プロジェクトの対象とする方針が示されている。

また、3（強大な国内市場の形成）では、国内大循環を中心に国内国際双循環を促進するという点も注目される。前述の通り、内需の回復テンポが鈍いなか、国内市場と国内需要の潜在力を生かし、内需主導型経済への転換加速を目指し、サプライサイドの構造調整を通じて供給の質を向上させ需要を喚起する狙いである。

具体的には、5Gや医療施設などの新型インフラや公共サービス、環境分野などでの投資拡充が示されている。

総書記の説明文によると、「この数年、世界の政治・経済環境の変化に伴い、反グローバル化の趨勢が激しくなり、一部の国は一国主義・保護主義を大々的に示し、従来国際循環が弱まっている。こうしたなか、発展の支柱を国内に置き、国内市場による一層依拠した経済発展を実現しなければならない」とある。

このように、建議には基本方針が示されているが、今後は経済社会の将来像をより明確化するための要綱に引き続き注目したい。

(20. 11. 24 現在)

図表4 第14次5カ年計画期の主要目標

<p><b>①経済発展の新たな成果の獲得</b></p> <p>発展こそは、我が国が抱えるすべての問題を解消するための鍵と土台となるが、新たな発展理念を堅持しなければならない。経済発展の新成果を獲得するため、質と効率の著しい向上を前提とした持続可能な経済成長を実現する。国内市場規模の更なる拡大と経済構造の最適化、並びにイノベーション能力の大幅な向上を図り、産業基盤の強靱化と産業クラスター現代化のレベルを高める。農業基盤を一段と固め、都市部と農村部、地域間の格差を明らかに縮小し、現代化経済システムの構築に重大な進展がある</p>
<p><b>②改革開放の新たな一歩を踏み出す</b></p> <p>社会主義市場経済体制を完備し、ハイレベルの市場体系を基本的に形成する。市場主体の活力を高め、所有権制度改革と要素市場化配置改革に重大な進捗を実現する。公平な競争制度を改善し、ハイレベルの開放型経済体制を基本的に形成する</p>
<p><b>③社会文明レベルの新たな向上</b></p> <p>社会主義核心価値観の普及、並びに国民の思想道徳、科学文化、健康水準を高め、公共文化サービスシステムと文化産業体系を健全化し、国民の娯楽・文化・スポーツを更に豊富にし、中華文化の影響力を高める</p>
<p><b>④生態文明建設の新たな進捗の実現</b></p> <p>国土開発における環境への配慮を高め、工業生産と国民生活のグリーン化水準とエネルギー資源配置の合理性を向上し、エネルギー生産性を大幅に向上する。主要汚染物質の排出総量を持続的に減少させ、生態環境の改善、エコロジー安全性を保障し、都市部・農村部の居住環境を著しく改善する</p>
<p><b>⑤民生福祉の新たなレベルへの到達</b></p> <p>雇用環境をさらに改善し、住民収入の伸びを経済成長率と基本的に同じ水準にする。分配構造を改善し、基本公共サービスの均等化を向上する。全国民の教育水準を高め、多層的な社会保障システムを形成し、医療・衛生体系を完備し、貧困脱却の成果を固め、農村振興戦略を全面的に推進する</p>
<p><b>⑥国家統治の能力・効率性の新たな向上</b></p> <p>社会主義民主法治を更に健全化し、社会公平と正義をさらに改善する。国家行政体系を更に完備し、政府の役割を一層発揮する。行政効率と公信力を著しく高め、社会統治とりわけ政府の末端組織の統治水準を向上する。重大リスクを解消するためのシステムを絶えず改善し、突発的な公共緊急事件への対応力、自然災害への防災水準を著しく向上する。国家発展にかかわる安全保障を強化し、国防と軍隊の現代化を推進する。</p>

(資料)「中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议」  
『新華網』20年11月3日より作成

図表5 第14次5カ年計画期(21~25年)の重点任務

1 科学技術革新を現代化建設の全局面で核心的地位に置くことを堅持
7) 国家戦略による科学技術力の強化、8) 企業のテクノロジーイノベーション能力の向上、9) 人材のイノベーション活力の活性化、10) 科学技術イノベーションの体制とメカニズムの改善
2 現代的産業体系の発展加速、経済体系の改善・高度化の推進
11) 産業クラスター・サプライチェーンの現代化水準の向上、12) 戦略的新興産業の発展、13) 現代サービス業の発展加速、14) インフラ建設の統制・推進、15) デジタル化の発展加速
3 強大な国内市場の形成、新たな発展構造の構築
16) 国内大循環の円滑化、17) 国内・国際双循環の促進、18) 消費の全面的な促進、19) 投資空間の開拓
4 改革の全面的深化、高水準の社会主義市場経済体制の構築
20) 各市場主体の活力の活性化、21) マクロ経済ガバナンスの改善、22) 現代的財政・金融体制の構築、23) 高水準の市場システムの構築、24) 政府役割見直しの加速
5 農業農村の優先的発展、農村振興の全面的推進
25) 農業生産の質・生産性・競争力の向上、26) 農村建設行動の実施、27) 農村改革の深化、28) 脱貧困を確実に拡大させ、その成果と農村振興との有効的な融合
6 国土空間配置の改善、地域の協調的発展と新型都市化の推進
29) 国土空間開発・保全の新局面の構築、30) 地域間の協調的発展の推進、31) 人を核心とする新型都市化の推進
7 文化事業と文化産業の繁栄・発展、国家文化のソフトパワーの向上
32) 社会文明レベルの向上、33) 公共文化サービス水準の向上、34) 現代文化産業体系の改善
8 グリーン発展の推進、人類と自然の調和・共生の促進
35) 環境配慮型(グリーン)・低炭素型発展の加速、36) 環境改善の継続、37) 生態システムの質と安定性の向上、38) 資源利用効率の全面的向上
9 高水準の対外開放の実施、協力・ウィンウィンの新局面の開拓
39) 一段と高いレベルの開放型経済新体制の構築、40) 「一帯一路」共同建設の質の高い発展の推進、41) 世界経済ガバナンスシステム改革への積極的参加
10 人民の生活の質の改善、社会建設レベルの向上
42) 国民の収入水準の向上、43) 雇用優先政策の強化、44) 質の高い教育システムの構築、45) 多層的社会保障システムの健全化、46) 健康中国建設の全面的推進、47) 高齢化に積極的に対応する国家戦略の実施、48) 社会ガバナンスの強化・刷新
11 発展と国家安全のバランス、更なる高水準の平安中国の建設
49) 国家安全システムの強化と能力の向上、50) 国家経済安全の確保、51) 国民生命安全保障、52) 社会の安定・安全の維持
12 国防・軍隊の現代化の加速、富国と強い軍隊の統一的実現
53) 国防・軍隊現代化の質的向上、54) 国防力と経済力の同時向上の促進

(資料)「中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议」『新華網』20年11月3日より作成

## コロナ禍で変わる経済、変わらない経済

### ～その中でコロナ危機後もユーロ圏の景気回復は緩慢に～

山口 勝義

#### 要旨

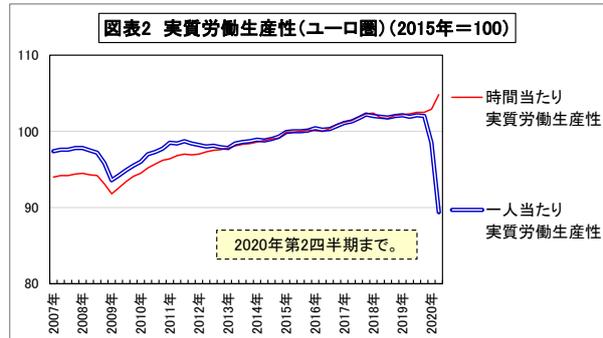
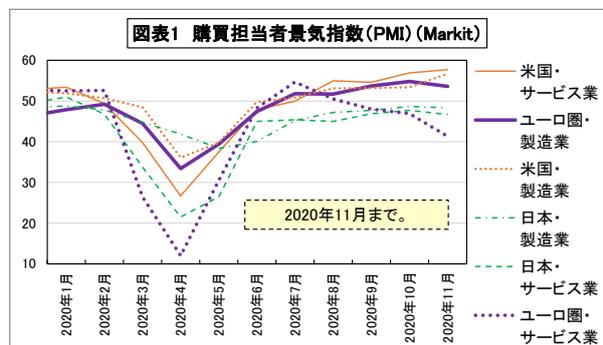
コロナ禍により経済構造に変化が生じる一方、変化が見込まれない危機以前からの経済の趨勢もある。その中でユーロ圏のコロナ危機後の景気回復は緩慢なものに留まるとみられるが、失業者の増加やさらには政治の不安定化で回復がさらに鈍化する可能性もある。

#### はじめに

人の移動が活発化する夏場を経て欧州の多くの国々では新型コロナウイルスの感染が急拡大し、10月以降、相次いで感染拡大防止策の強化が打ち出されている。こうしたなかユーロ圏の経済指標には他国と比較して、またはこれまでにはない、特徴的な姿が浮かび上がってきている。

第一に、ユーロ圏では購買担当者景気指数（PMI）のうち製造業が前月からの改善・悪化の基準となる50を上回る一方で、サービス業ではこの50を割り込み、しかもその低下が続いている。ここには中国の景気回復などに支えられ業績が改善傾向にある製造業に対し、人の移動や接触の制限の強化から直接的に悪影響を被るサービス業の特性が反映しているものと考えられる。そしてこの2業種の分化は、米国や中国、日本にはない、ユーロ圏特有の動きとなっている（図表1）。

第二には、ユーロ圏の経済情勢にはかつて見られなかった歪みも現れている。なかでも際立っているのは、一人当たりの労働生産性と時間当たりのそれとの大幅な乖離である（図表2）。この背景では、各国で拡充された、勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度が大きな影響を与えているものとみられる。



（資料）図表1は Bloomberg の、図表2は Eurostat の、各データから農中総研作成

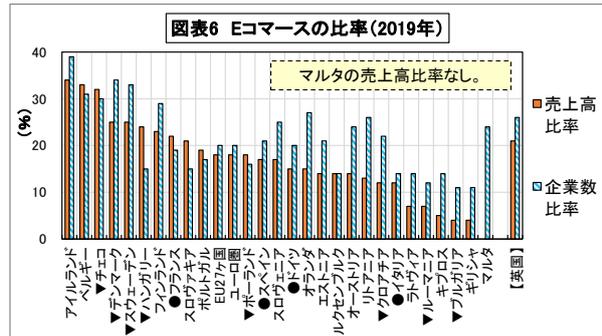
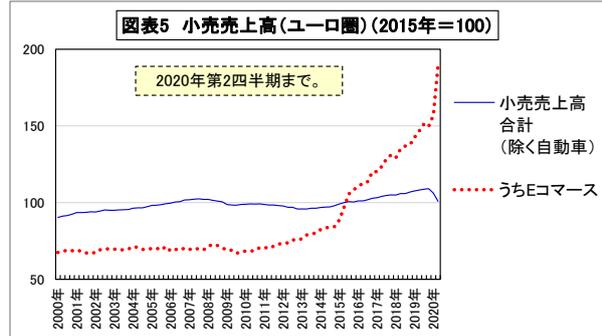
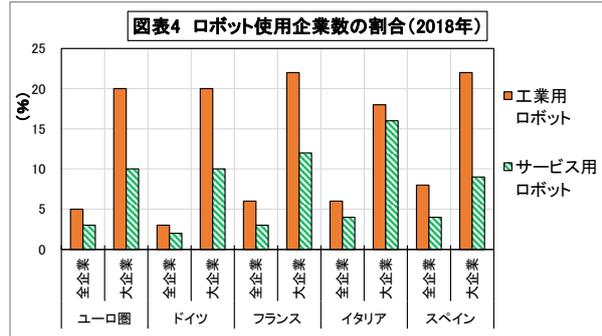
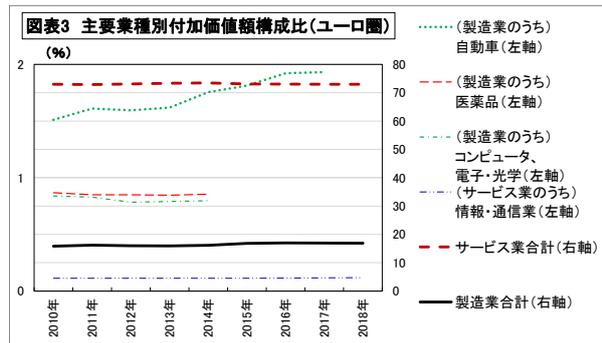
ユーロ圏では感染症の再拡大で当面は景気の下押しは避けられそうにないが、その後はやはり製造業が景気回復を主導し、この歪みも徐々に解消に向かうのだろうか。あるいは回復の過程は長引き、失業者の増加を伴うことになるのだろうか。こうした点を検討するには、コロナ禍の下でのユーロ圏の経済構造の変化とともに、コロナ禍でも変わらない感染症の拡大以前からの経済の趨勢の、その双方に目を向ける必要があるように考えられる。

## 経済構造の変化に対する適応力の弱さ

まず、コロナ禍の下でのユーロ圏の経済構造の変化である。感染症の沈静後も警戒感は払拭されず、また働き方や生活の見直しがある程度定着することでコロナ危機の影響が中長期間、残存すると見込まれており、IT、テレコム、ヘルスケア、E コマースなどの実体経済における役割が一層高まると予想されている。このため、こうした変化の中でユーロ圏経済が強みを発揮できるかどうか論点になる。

そこでユーロ圏の主要業種別の付加価値額の構成比を見れば、これらの業種の比率の低さが見取れる（図表 3）。製造業では自動車などの対比で、コンピュータや電子・光学機器、医薬品などの業種のウエートの低さが明らかである。ロボットの使用も、大企業ではともかくも、太宗を占める中小企業では極めて限定的である（図表 4）<sup>(注1)</sup>。一方のサービス業では、卸売・小売業や不動産業などの大きさに対し、情報・通信関連はやはり低いウエートに留まっている（図表 3）。E コマースについても、足元での急増はあるが、むしろドイツやイタリアなどの主要国での出遅れ感も見られている（図表 5、6）。

以上を今後の経済構造の変化への適応力の弱さと見るか潜在性の大きさと見るかであるが、諸情勢からして前者の適応力の弱さをより強く意識せざるを得ない状況にある。例えば、ドイツでさえ特許申請件数などで米国や中国などに大きく水を開けられている実態がある。また、欧州の情報通信技術関連の業界団体であるデジタル・ヨーロッパは10月に提言書を公表したが、その中で中小企業やヘルスケア分野のデジタル化の推進、都市圏と地方のデジタル格差の解消などを含む、多



（資料）図表3～6は、Eurostatのデータから農中総研作成  
 （注）図表6の▼はユーロ圏外の国々、●はユーロ圏の四大国を示す。

様な課題を指摘している点もある<sup>(注2)</sup>。

このように経済構造の変化に対する欧州の適応力には限界があると考えられ、コロナ危機後のユーロ圏の景気回復は米国などと比較して順調なものとはならず、緩慢なものに留まる可能性が大きい。

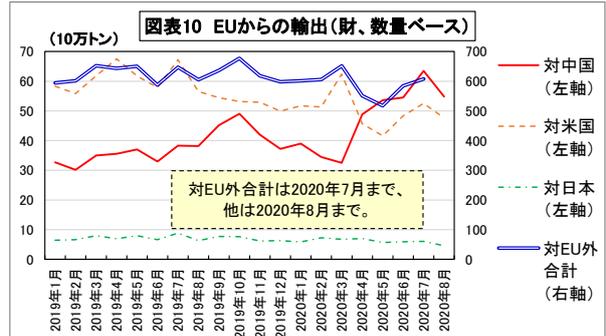
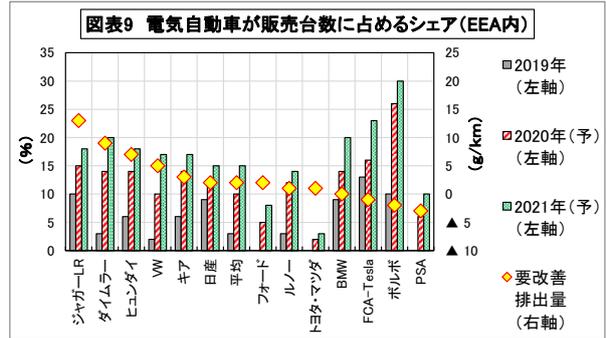
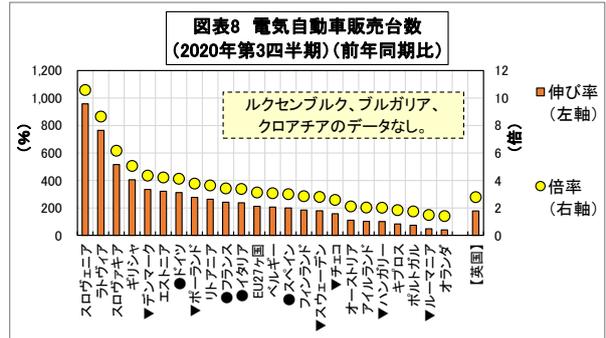
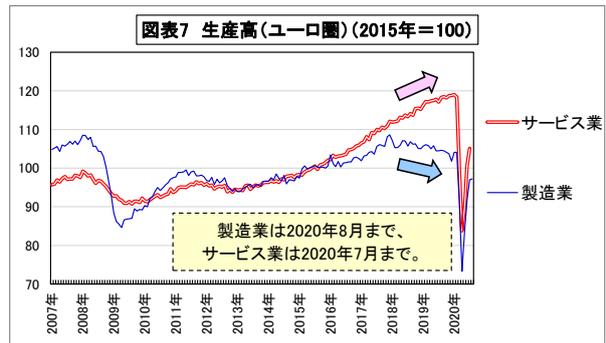
## コロナ以前からの米中摩擦と貿易低迷

次に、感染症の拡大以前からの経済の趨勢である。この点では、現状とは逆に、2018年以降、製造業の落ち込みをサービス業が支える形が継続していた経緯に注目する必要がある（図表7）。

この経緯の背景には何よりも、特に18年半ば以降に拡大した米国と中国との間の貿易摩擦がある。ユーロ圏では世界貿易が低迷するなか、輸出依存度の大きいドイツを中心に経済成長の減速が鮮明になっていた。またこれに、18年9月に欧州連合（EU）が導入した乗用車等の新たな燃費試験におけるドイツの自動車メーカーの不正事件が加わり、その事後対応が生産の重荷になったという事情もある。

このうち自動車の排ガス問題に関しては新車の二酸化炭素排出量を21年に平均95g/1km以下とするEU規制のクリアが当面の主要な課題であるが、各メーカーでは近年、電気自動車（EV）へのシフトを急速に推し進め、今では規制値達成の目途が付いている（図表8、9）<sup>（注3）</sup>。このため、排ガス規制対応が今後、何らかの生産の制約要因となる可能性は小さいと言える。しかし、一方の米中間の貿易摩擦については、両国の覇権争いのみならず安全保障問題や人権問題なども加わっており、新たな米国大統領の下においても摩擦が沈静化に向かうシナリオは想定し難い。

最近の経済データからは対中国輸出の急回復がユーロ圏の製造業を支えた姿が確認できる（図表10）。しかし以上から、今後ともこの回復が継続するとは考えられず、また終息が見通せないコロナ禍の下で世界貿易全体の回復もおぼつかない。IFOによるドイツの輸出期待指数も直近の10月には前月から低下し、輸出の頭打



（資料）図表7、10はEurostatの、図表8はACEAの、図表9はTransport & Environment (T&E)の、各データから農中総研作成

（注）図表8の▼はユーロ圏外の国々、●はユーロ圏の四大国を示す。図表9の（予）はT&Eによる予測値である。

ちを示唆している。ユーロ圏にとり米国の大統領選挙で米欧間の貿易摩擦の拡大懸念が縮小した点は確かに好材料ではあるが、総合的に見て製造業主導の景気回復の可能性は小さいものとみられる。

## おわりに

以上をまとめれば、次のとおりである。コロナ禍の下で経済構造に変化が生じる一方で変化が見込まれない危機以前からの経済の趨勢もあるが、ユーロ圏経済にとり前者の変化の中で強みを発揮する余地は限られるとともに、後者の趨勢の中では引き続き製造業に重荷を背負う可能性が大きいものと考えられる。このため、コロナ危機後の景気回復は現在の経済情勢の特徴である製造業中心のものとはならず、また米国などとの比較で緩慢なものに留まる可能性が大きい。

ここで現在の経済情勢の特徴を確認しておく、雇用市場では失業率の上昇は限定的ながら雇用機会の縮小などで職探しを諦めた離職者が増加しており、表面的な失業率以上に雇用市場の困難化が進んでいることがわかる(図表11)。このほか製造業企業の投資動向を見れば、フランスの調査では業種間での格差は大きいものの、全体的に20年ばかりか21年に向けてもその手控え感強く企業の慎重な姿勢が現れている(図表12)<sup>(注4)</sup>。

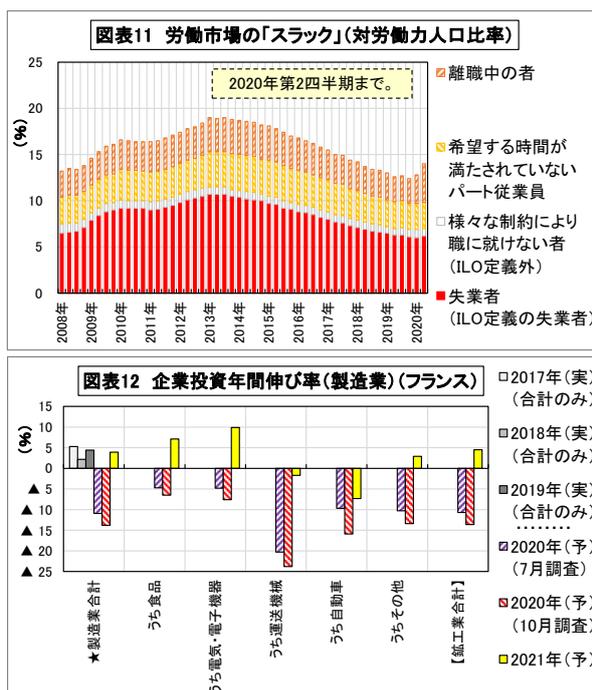
こうした中で、さらに回復の過程が長引くにつれ、今のところ政策により人為的に抑えられた失業者が、若年層を中心に徐々に上昇に向かう展開が予想される。そしてこの動きは景気回復をさらに鈍いものとするばかりか、貧富の格差を拡大

(注1) Eurostat のデータによれば、EUにおける企業規模別の企業数の構成比(2017年)は次のとおり。従業員数が、~9人:83%、10人~19人:8%、20人~49人:5%、50人~249人:3%、250人~:1%。

(注2) 次による。

・DIGITALEUROPE (October 2020) “HOW TO SPEND IT: A digital investment plan for Europe”

(注3) 図表8のACEAは、課題として充電インフラの不足を指摘している。また図表9の「要改善排出量」は、2021年規制値(一律の「95g/1km」ではなく、特例



(資料) 図表11はEurostatの、図表12はINSEE(フランス国立統計経済研究所)の、各データから農中総研作成  
(注) 図表12の(実)は実績値、(予)は予測値である。

する方向に働くものと考えられる。

折から21年にはドイツの議会選挙が、また22年にはフランスの大統領選挙や議会選挙が予定されており、ユーロ圏は政治の季節を迎えることになる。足元ではジョンソン英首相やコンテ伊首相の支持率の低下も伝えられている。サンチェス西首相の少数内閣も舵取りの困難さが増すものとみられる。移行期間を終える英国のEUからの離脱も控えている。政治的不安定化は経済の低迷を招くことにもなり、欧州の先行きは今後も波乱含みで推移する可能性が大きい。(20.11.24 現在)

措置による調整を加味してメーカー毎に設定された実際の規制値を達成するためにあと何g/1km削減する必要があるかをT&Eが算出したもの。このうちマイナス値は、規制値を越えて削減していることを示す。また図表9は、EUではなくEEA(欧州経済領域:EU加盟国のほかノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタインを含む)の範囲で集計されている。なおEEAでも、EUと同一の排ガス規制を採用している。

(注4) INSEEによる10月調査は、感染症の再拡大に対する感染拡大防止策の強化前に行われた。



農林中金総合研究所

# 2020～21年度改訂経済見通し

## 前途多難なウィズ・コロナの内外経済

～日本経済見通し:2020年度:▲5.5%、21年度:+3.0% (ともに上方修正※)～

※20年9月時点の当総研見通し(20年度:▲6.5%、21年度+2.7%)との比較

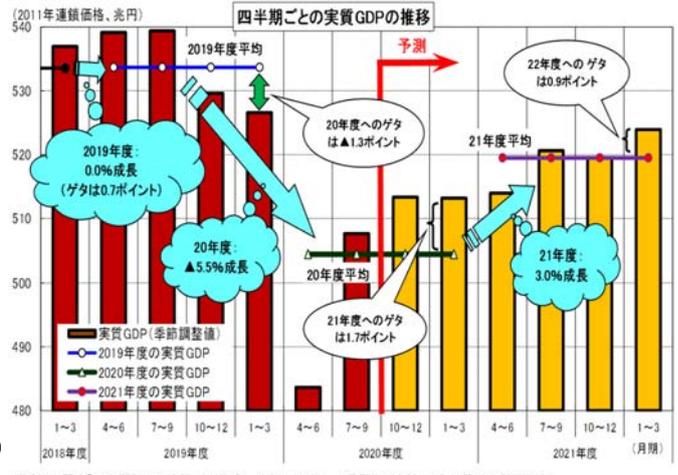
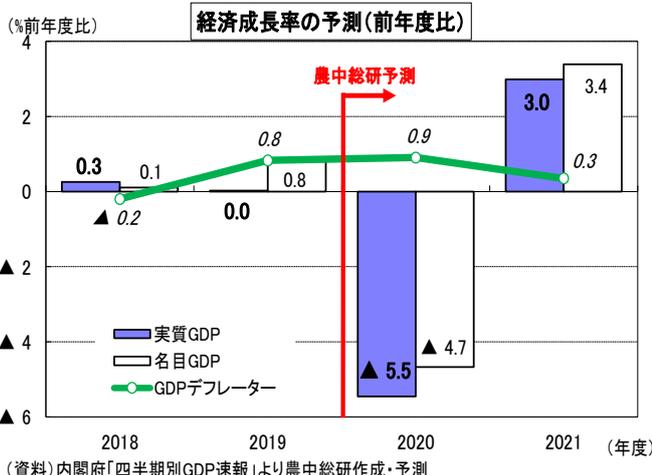
2020年11月19日

お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所  
調査第二部 マクロ経済班  
内容について:03-6362-7758  
その他(配送など):03-6362-7757

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

### 《 サ マ リ ー 》

- 5月下旬までに緊急事態宣言が解除されるなど、内外の経済活動が再開されたことで、4～6月期に過去最大級の落ち込みとなった実質GDPは約50年ぶりの高成長を記録した。しかし、減少幅の半分強しか戻らないなど、大幅な需要不足状態となっている。
- 足元10～12月期はリバウンド過程が一旦終了するものの、GoToキャンペーンなどの需要喚起策や米国・中国経済などの持ち直しに牽引され、減速すれども、2四半期連続のプラス成長が見込まれる。ただし、**しばらくは日本を含む主要国で新型コロナウイルスの感染が燃り続けるとの前提の下**、21年央にかけて景気回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。さらに、慢性的な需要不足状態が継続することで、雇用や設備投資に対して調整色が強まる可能性もあるだろう。20年度の経済成長率は▲5.5%と、6年ぶりかつ戦後最大のマイナスと予想される。また、21年度は3.0%とプラスに転じるが、年度末でも直近ピーク水準(19年7～9月期)には3%ほど及ばない。
- 現在開発が進められているワクチンの接種が世界中で広がり、その有効性が確認できれば、サービス消費がコロナ前の水準に向けて戻っていくことが期待されるが、不透明性・不確実性は極めて高い。



# 目次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	21
4 日本経済・物価の見通し	23
5 金融政策の見通し	31

見通し担当者：  
総括、日本経済・金融  
米国経済・金融  
欧州経済・金融  
中国経済・金融

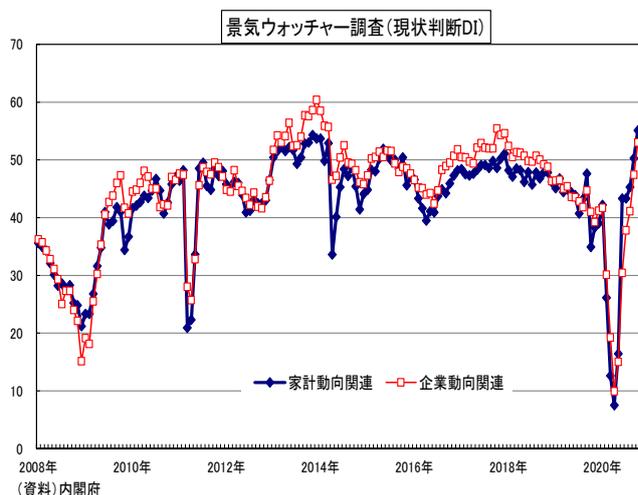
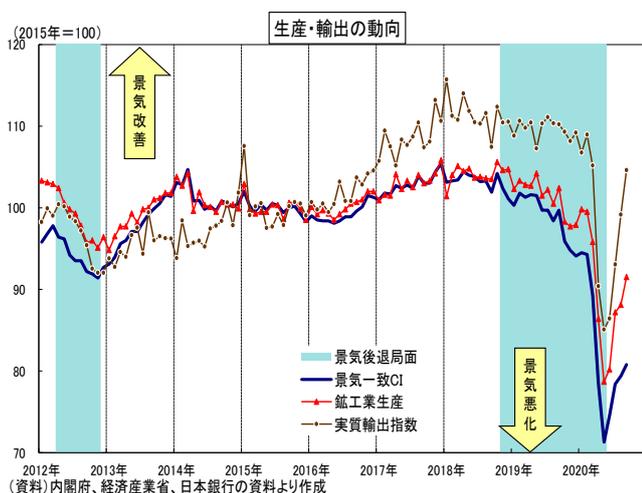
南 武志  
佐古佳史  
山口勝義  
王 雷軒

農林中金総合研究所

3

## 1 景気の現状

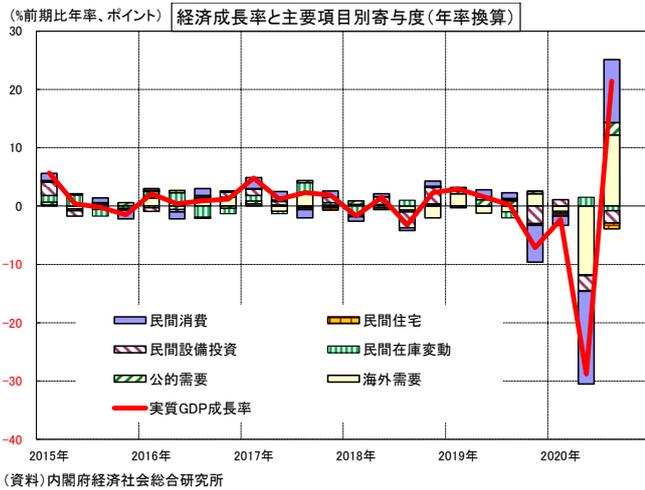
- 景気動向：緊急事態宣言解除後の持ち直し基調は継続
  - － 消費、生産、輸出など主要指標はいずれも5月に底入れした後、持ち直し基調にある
  - － 9月の景気動向指数によれば、CI一致指数に基づく景気の基調判断は8月に続く「下げ止まり」であったが、早ければ11月分で「上方への局面変化」に上方修正される可能性も
  - － 10月の月例経済報告では、国内景気について「依然として厳しい状況にあるが、持ち直しの動きがみられる」へ基調判断をやや上方修正
  - － 10月の景気ウォッチャー調査によれば、各種GoToキャンペーンなどによって、現状判断DIは6ヶ月連続で改善、判断の目安となる50を33ヶ月ぶりに上回った



農林中金総合研究所

4

- 7～9月期GDP:4四半期ぶりのプラス成長(前期比年率21.4%)
  - 伸び率としては68年10～12月期(68SNA・90年基準、年率24.8%)以来の高い伸びとなったが、4～6月期に落ち込んだ分の56%しか戻らなかった(直近ピークの19年7～9月期からの減少幅に対しては43%しか戻らず)
  - 4～6月期に大幅減となった民間消費(前期比4.7%)と輸出等(同7.0%)の反動増が全体を大きく押し上げた
  - 一方、民間住宅投資(同▲7.9%)、民間企業設備投資(同▲3.4%)はいずれも2四半期連続で減少
  - 海外経済、特に中国経済の持ち直しを受けて輸出等は同7.0%と3四半期ぶりの増加(うち、財部門は同11.0%と7四半期ぶりの増加)だったが、輸入等は同▲9.8%と2四半期ぶりの減少
    - 外需寄与度(対前期比成長率)は2.9ポイントと3四半期ぶりのプラス
  - GDPデフレーターは前年比1.1%と6四半期連続のプラス

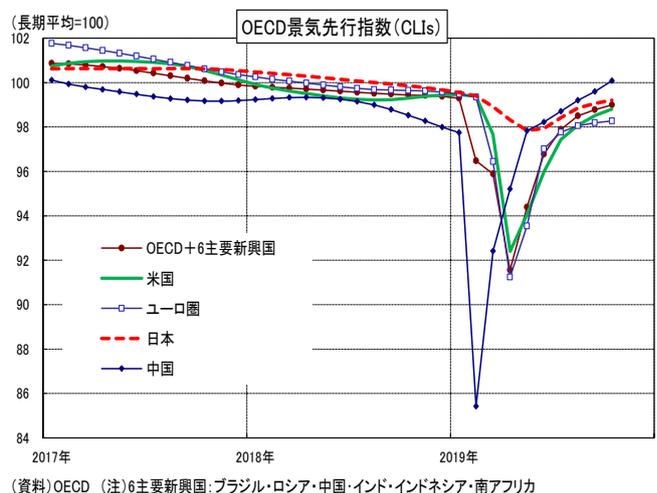
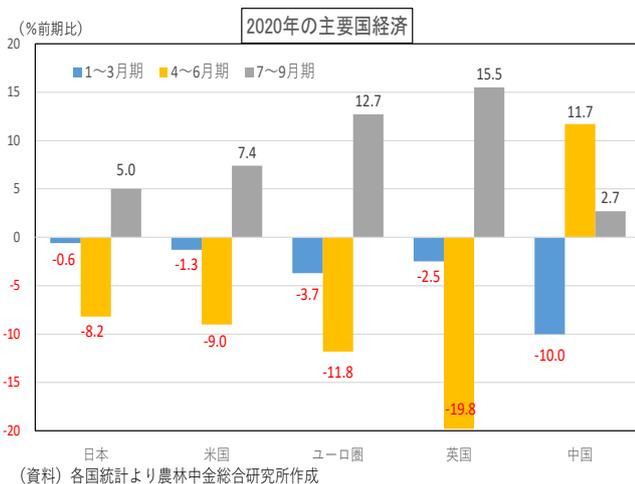


農林中金総合研究所

5

## 2 世界経済の動向 ①概況

- 4～5月にかけて新型コロナの感染拡大がいったん収まったことを受けて、主要先進国では移動制限など厳しい感染防止措置を緩和し、経済活動が再開された
  - 感染がいち早く収束に向かった中国は4～6月期にプラス成長へ転換したほか、先進国・地域でも7～9月期には大きなリバウンドが見られた
    - ただし、中国以外はコロナ前の経済活動水準には及ばず
  - 足元では日本を含めた先進国では感染再拡大が広がっており、欧州を中心に再度の移動制限措置に踏み切る動きもみられる
- OECD景気先行指数(CLIs):回復継続を示唆する内容
  - コロナ禍を乗り越えつつある中国に追随する格好で、欧米など先進国でも持ち直しが継続



農林中金総合研究所

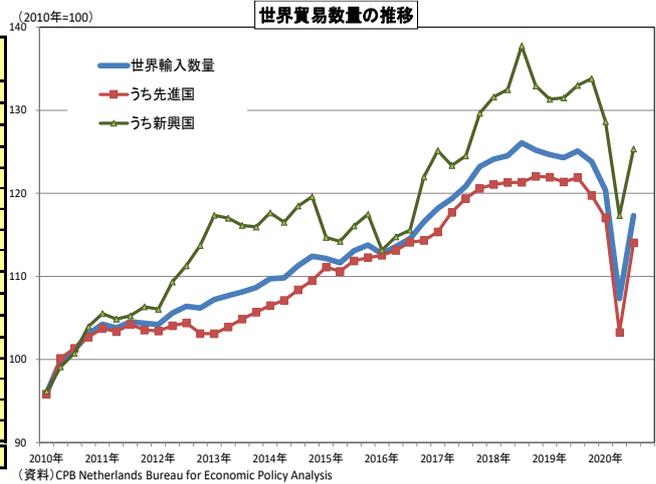
6

- 国際機関による世界経済見通し: 先行きの不透明性・不確実性は依然高い
  - IMF世界経済見通し(20年10月発表)は、4~6月期の落ち込みが想定ほどではなかったことに加え、7月以降の持ち直し(特に米国・中国)が予想以上だったことから見通しを2年ぶりに上方修正
    - 20年の世界全体の成長率は前年比▲4.4%、世界貿易数量も同▲10.4%と、ともに11年ぶりの減少見通し
    - しかしながら、21年は下方修正(成長率は5.2%)、不透明性・不確実性が高い状態
- 世界貿易: 回復傾向
  - 世界貿易数量は4~6月期に前期比▲12.2%と大きく悪化
  - 6月以降は持ち直しに転じており、8月は5月(直近ボトム)の水準を16%上回った

**2020~21年 IMF世界経済見通し**

	2019年	2020年	2021年
<b>世界全体(実質経済成長率)</b>	2.8	▲ 4.4	5.2
<b>先進国</b>	1.7	▲ 5.8	3.9
米国	2.2	▲ 4.3	3.1
ユーロ圏	1.3	▲ 8.3	5.2
ドイツ	0.6	▲ 6.0	4.2
フランス	1.5	▲ 9.8	6.0
イタリア	0.3	▲ 10.6	5.2
スペイン	2.0	▲ 12.8	7.2
英国	1.5	▲ 9.8	5.9
日本	0.7	▲ 5.3	2.3
<b>新興国・発展途上国</b>	3.7	▲ 3.3	6.0
中国	6.1	1.9	8.2
インド	4.2	▲ 10.3	8.8
ブラジル	1.1	▲ 5.8	2.8
ロシア	1.3	▲ 4.1	3.0
南アフリカ	0.2	▲ 8.0	3.0
ASEAN5	4.9	▲ 3.4	6.2
<b>世界貿易数量(財・サービス)</b>	1.0	▲ 10.4	8.3

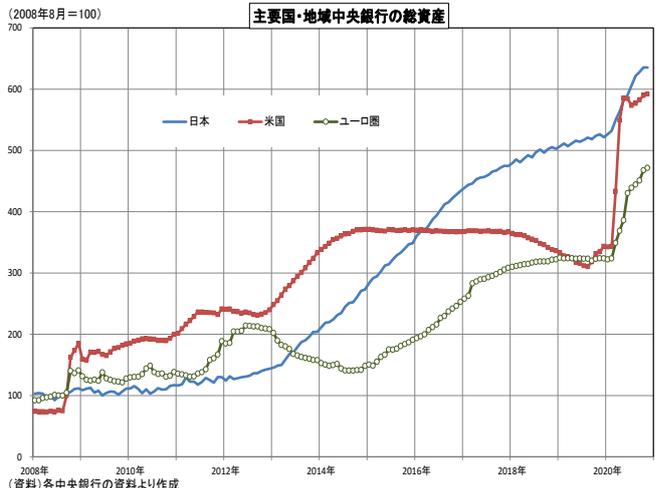
(資料) IMF『World Economic Outlook(2020年10月)』



農林中金総合研究所

7

- 主要国政府はコロナ禍への対応として大規模な財政政策を断続的に発動
  - コロナ禍に対する手厚い支援策がしばらく継続される結果、財政収支が大幅に悪化した状態が続くことが見込まれている
  - IMFによれば、先進国の政府債務はGDP比で125%台(コロナ前は105%程度)へ膨張、その後も高止まりが続くとの見通し
- 主要中央銀行も同様に、ゼロ金利政策の復活や資産買入れの強化、さらには企業の資金繰り支援など異例の政策運営で対応
  - 各中央銀行のバランスシートやマネーストックは急速に拡大、過剰流動性が発生



農林中金総合研究所

8

## 2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向: 新型コロナウイルス新規感染者数の急増と財政政策の剥落で景気回復は頭打ち
  - 20年7~9月期のGDPは前期比年率33.1%成長(速報)
  - 失業給付金拡充措置などが20年内に終了し、約1,300万人に影響する可能性があるが、政権移行に伴う政策空白、さらにはジョージア州上院決選投票(21年1月5日)を控えていることから、20年内に大規模な追加財政政策が合意されることは望み薄
  - ジョージア州で上院2議席とも民主党候補が取れない場合、ねじれ議会がバイデン政権運営の足かせに
  - 見通しのポイントとしては、①20年末から21年初にかけて個人消費の弱含みが予想されること、②21年上期に追加財政支援策が予想されること、③ワクチンの効果が経済活動に出始めるのは早くも21年半ばからの想定、④米中対立の再燃から、設備投資、貿易の回復ペースは緩慢との想定などが挙げられる
  - 成長率見通し: 20年は▲3.5%、21年は4.3%(前回見通し(20年: ▲5.0%、21年: 3.2%からいずれも上方修正)

### 予測表(四半期)

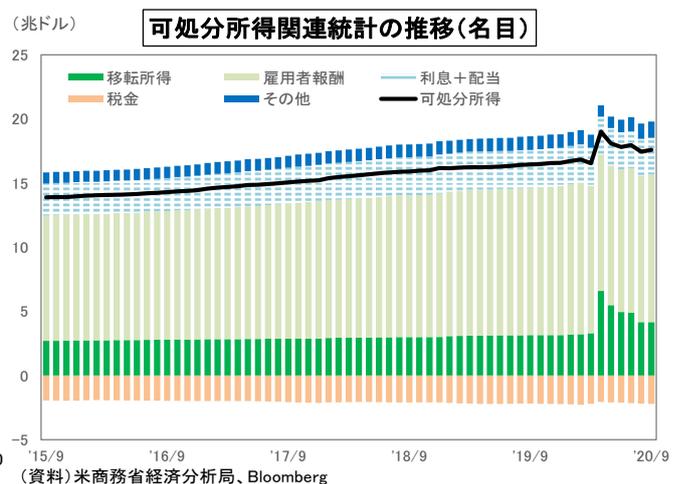
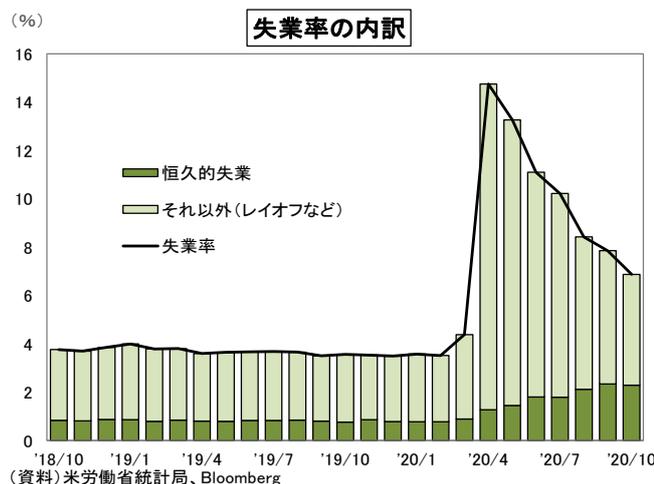
項目	単位	2019年				2020年 (予測→)				2021年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	2.9	1.5	2.6	2.4	▲5.0	▲32.9	33.1	4.0	2.0	7.4	2.6	3.2
個人消費支出	%	1.8	3.7	2.7	1.6	▲6.9	▲34.6	40.7	2.6	1.5	16.2	2.4	3.3
民間設備投資	%	4.2	0.0	1.9	▲0.3	▲6.7	▲27.0	20.0	3.9	3.0	2.2	4.5	3.7
民間住宅投資	%	▲1.7	▲2.1	4.6	5.8	19.0	▲38.7	59.3	8.5	7.5	8.0	6.0	5.9
輸出	%	1.8	▲4.5	0.8	3.4	▲9.5	▲64.1	59.7	4.4	5.6	11.3	5.4	3.5
輸入	%	▲2.1	1.7	0.5	▲7.5	▲15.0	▲53.4	91.1	2.9	1.3	36.6	3.5	2.3
政府支出	%	2.5	5.0	2.1	2.4	1.3	2.7	▲4.5	2.4	2.4	1.2	1.8	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	13.9	15.9	20.3	21.0	▲30.3	▲442.4	130.9	50.0	25.0	40.0	40.0	40.0
失業率	%	3.9	3.8	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	6.5	6.0	6.0	5.5	5.0
賃金上昇率	%	3.4	3.3	3.4	3.2	3.2	6.5	4.6	4.3	4.0	3.8	3.6	3.5
コアPCEデフレター	%	1.7	1.7	1.8	1.6	1.8	0.9	1.4	1.5	1.3	1.5	1.8	1.9
FFレート誘導水準	%	2.25~2.50	2.25~2.50	1.75~2.00	1.50~1.75	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25
10年物国債利回り	%	2.4	2.0	1.7	1.9	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	1.4	1.7	1.7

(資料) 米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。  
 (注意) GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

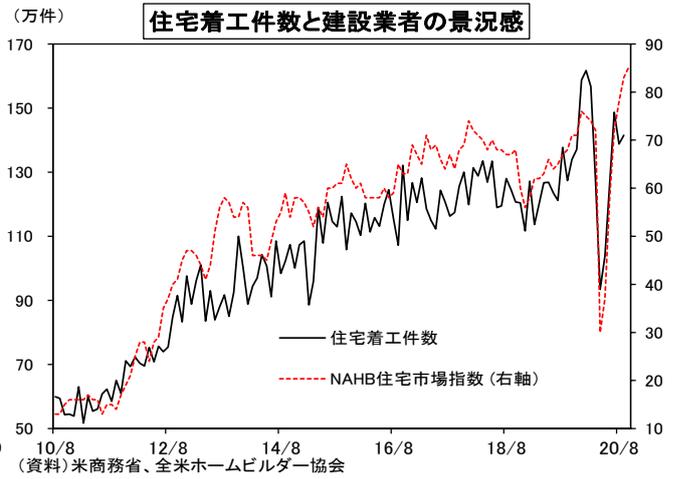
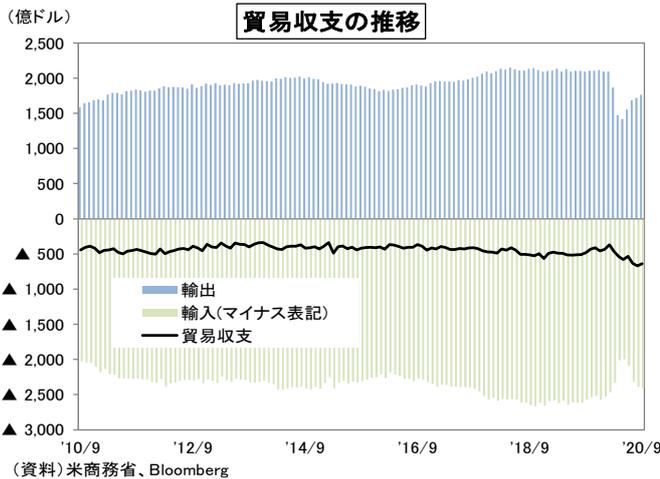
農林中金総合研究所

9

- 雇用: 緩やかな回復
  - 労働者の16%に相当する2,079万人が失業した4月から、累計で1,207万人の雇用が回復したが、足元の回復ペースは鈍化している
  - 感染拡大への警戒や、行動様式の変化から雇用の戻りは緩やかなペースにとどまると思われる
  - 恒久的失業者の割合が高まっており、労働市場回復の足かせにもなりうる
- 消費: 21年初に鈍化も
  - 失業給付金拡充措置が年末で失効するため、追加財政支援策がない場合は、21年初にかけて可処分所得の減少と消費の鈍化は不可避



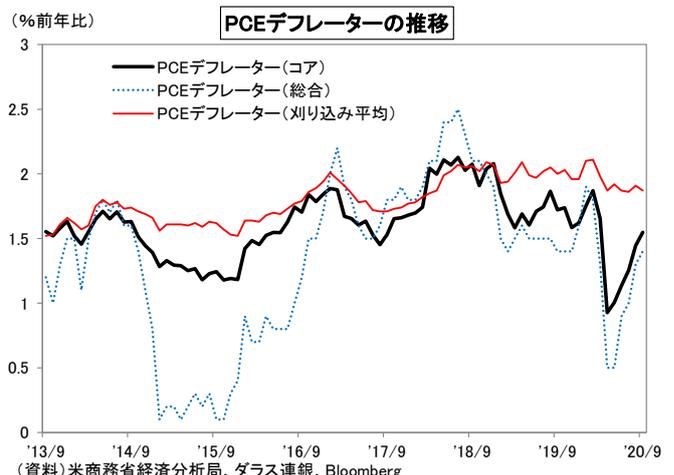
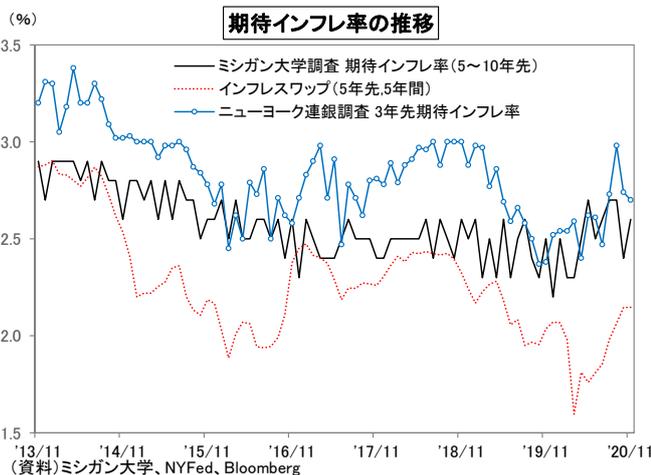
- 貿易: 鈍い回復を想定
  - 新型コロナウイルスの感染再拡大が警戒されるなか、米中対立や中国企業の締め出しもあり、鈍い回復を想定
- 設備投資: 鈍い回復を想定
  - 米中対立、世界貿易の低迷などが下押し材料となり鈍い回復をメインシナリオと想定
  - ただし、バイデン政権の政策次第で、設備投資が上振れる可能性も否定できない
- 住宅投資: 底堅い推移
  - 都市部から郊外に引っ越しする動きから住宅販売は好調
  - 在庫の少なさや、超緩和的な取得環境、歴史的低水準の住宅ローン金利が下支えとなり、住宅投資は底堅い推移を見込む



農林中金総合研究所

11

- インフレ率:
  - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.5%程度で推移
  - 総需要が蒸発したことからインフレ率は鈍化したが、21年は緩やかに加速する見込み
- 金融政策:
  - FRBは、約4年ぶりとなるゼロ金利政策に加え、社債購入、地方政府への資金供給、無制限の国債買い入れなど矢継ぎ早の危機対応を行う
  - 8月のFOMCで2%の平均インフレ目標が導入され、雇用最大化を目指す中で2%超のインフレが容認された
- 財政政策:
  - 20年末に失効する財政支援策を継続するかと、バイデン次期大統領の政権運営が当面の焦点に



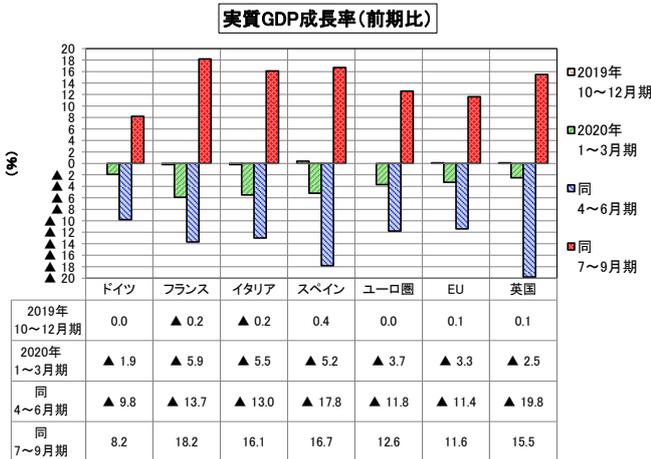
農林中金総合研究所

12

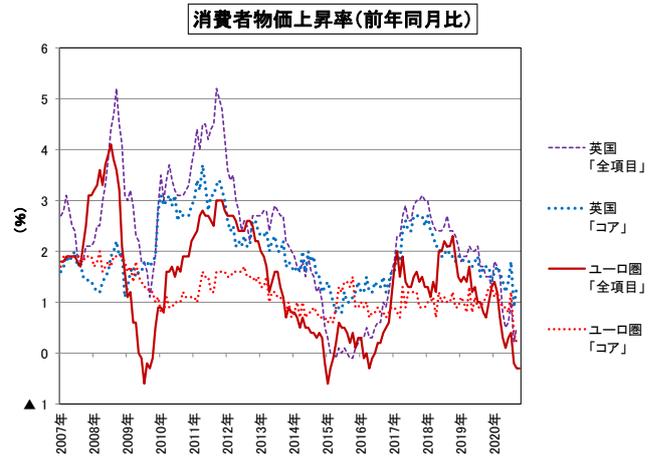
## 2 世界経済の動向 ③欧州

### 景気動向(20年7~9月期の実質GDP成長率)

- 20年3月から本格化した感染症の拡大で、4~6月期に実質GDP成長率は大幅に下落
- これに対し7~9月期には経済活動は回復したものの、部分的な回復に留まる
- 7~9月期には、
  - ・ ユーロ圏では前期比成長率は12.6%(4~6月期: ▲11.8%)、前年同期比成長率は▲4.4%(同: ▲14.8%)
  - ・ EUでは、前期比成長率は11.6%(4~6月期: ▲11.4%)、前年同期比成長率は▲4.3%(同: ▲13.9%)
  - ・ 英国では、前期比成長率は15.5%(4~6月期: ▲19.8%)、前年同期比成長率は▲9.6%(同: ▲21.5%)
- その後、感染症の再拡大で10月以降、感染拡大防止対策が強化されており、経済活動の再縮小が見込まれる



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



農林中金総合研究所

13

### 主要な経済指標

- 5月以降に急回復し前年を上回った消費が感染症の再拡大を背景に減速、一方で生産は今も前年を下回る
- ユーロ圏
  - ・ 20年9月の小売売上高は、前年同月比では2.2%の上昇ながら、前月比では2.0%の低下
  - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.4%の低下で、前年同月比では6.8%の低下
  - ・ 同月の失業率は8.3%と、前月から横ばい
- ドイツ
  - ・ 20年9月の小売売上高は、前年同月比では3.8%の上昇ながら、前月比では2.2%の低下
  - ・ 同月の製造業受注指数は、前月比で0.5%の上昇ながら、前年同月比では1.9%の低下
  - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.7%の上昇ながら、前年同月比では8.7%の低下
  - ・ 同月の輸出額は、前月比で2.3%の上昇ながら、前年同月比では6.6%の低下
  - ・ 同月の失業率は4.5%と、前月から横ばい
- 英国
  - ・ 20年9月の小売売上高は、前年同月比で4.3%の上昇、前月比では1.2%の上昇
  - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.5%の上昇ながら、前年同月比では6.3%の低下
  - ・ 20年8月の失業率は4.6%と、前月の4.3%から上昇

### 物価動向

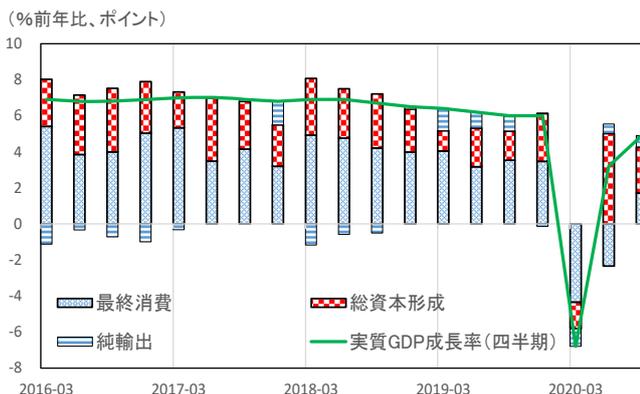
- 消費者物価には低下圧力が強まり、特にユーロ圏では8月以降3ヶ月連続のマイナス圏
  - ・ ユーロ圏では、20年10月の消費者物価上昇率(前年同月比)は▲0.3%(コアは0.2%)
  - ・ 英国では、20年9月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.5%(コアは1.3%)

- 金融政策
  - 欧州中央銀行(ECB)
    - 10月の政策理事会で、中銀預金金利の▲0.5%など、現行の金融政策を維持
    - リスクは明らかに下向きに傾いているとし、12月に追加緩和を打ち出すことを示唆
  - イングランド銀行(BOE)
    - 11月の金融政策委員会で、債券購入プログラムを1,500億ポンド拡大、0.1%の政策金利は維持
    - マイナス金利の導入について、金融機関に質問票を送付するなどしその是非を検討中
- 財政政策
  - 各国は機動的な財政出動に注力
  - 欧州理事会は7月、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU(NGEU)」(7,500億ユーロ)の設立に合意
- 景気見通し
  - 4~6月期に落ち込んだ経済活動は、感染症拡大防止措置の段階的緩和に伴い7~9月期には回復
  - しかし、夏場を経て感染症が再拡大し、10月以降、各国で感染拡大防止対策を強化
  - 7~9月期にいったん回復した経済活動は10~12月期には減速し、前期比縮小へ
  - 20年通年の実質GDP成長率は、ユーロ圏、EU、英国で、各前年比▲8%、▲8%、▲11%程度を見込む

## 2 世界経済の動向 ④中国

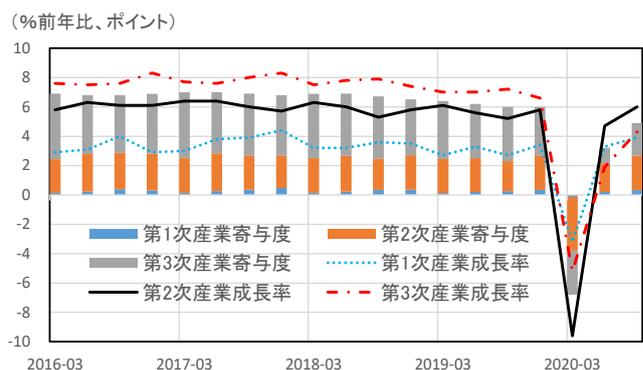
- 景気動向
  - 20年7~9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%、前期比2.7%と2四半期連続のプラス成長
    - 総資本形成(投資)が引き続きプラス成長に大きく貢献したほか、最終消費もプラスに転じたことが特徴的
    - 前年比成長率に対する需要項目別の寄与度は、総資本形成:2.6ポイント、最終消費:1.7ポイント、純輸出:0.6ポイント
  - 産業別にみると、第1次産業(農業など)、第2次産業(製造業など)、第3次産業(サービス業など)はそれぞれ前年比で3.9%、6.0%、4.3%で、第2次産業に加え、第3次産業の牽引力も回復しつつある
  - 足元の景気は緩慢ながらも回復が続いている

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



(資料)中国国家统计局、Windより作成

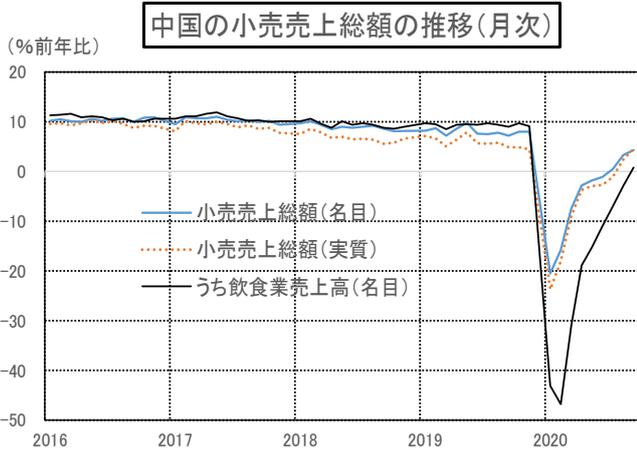
産業別の実質成長率とGDP成長率への寄与度



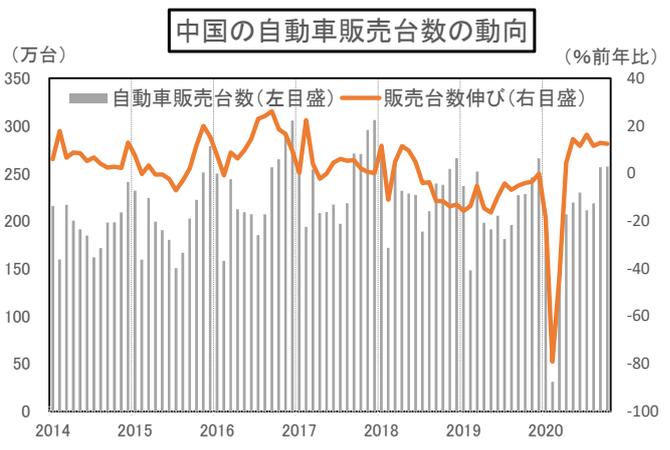
(資料)中国国家统计局、Windより作成

● 個人消費

- 10月の小売売上総額は名目で前年比4.3%、実質で前年比4.6%と、9月(それぞれ同3.3%、2.4%)から加速
- 自動車販売台数は前年比12.5%と引き続き底堅く推移したほか、これまでマイナスが続いた飲食業売上高も名目で同0.8%とプラスに転じるなど、消費を下支えした
- 先行きは宿泊・飲食サービス業や娯楽業の再開加速、自動車や家電製品などの販売促進策の効果が期待され、緩やかな持ち直しが続く見込み
  - ・ ただし、1~9月期の一人当たりの可処分所得(実質)が前年比0.6%と、19年同期(同6.1%)に比べて大幅鈍化しているほか、1~10月期の都市部新規就業者数が前年比▲15.4%の大幅減となるなど、所得・雇用環境の厳しさは消費回復の制約要因となろう



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は20年10月。



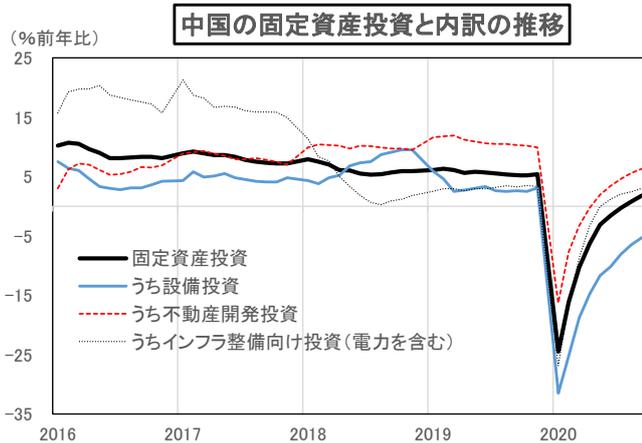
(資料) 中国汽车工业协会、Windより作成、直近は20年10月。

農林中金総合研究所

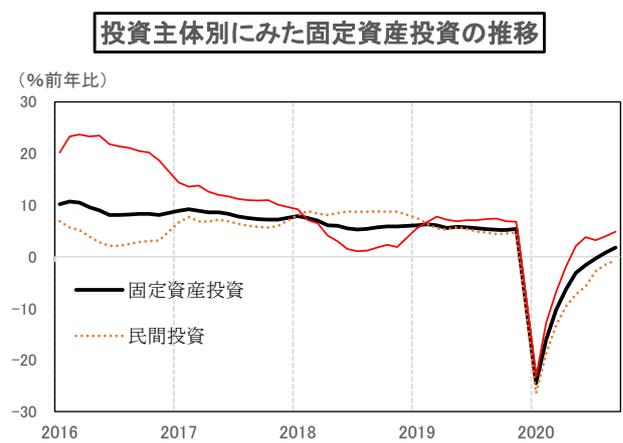
17

● 固定資産投資

- 1~10月期の固定資産投資(総資本形成に相当、名目)は前年比1.8%と、1~9月期(同0.8%)から加速したが、総じて回復ペースは鈍い
  - ・ 投資分野別では、不動産開発投資は同6.3%と底堅く推移したものの、設備投資は同▲5.3%と引き続きマイナスだったほか、インフラ整備向け投資も想定したほどの回復は見られなかった
  - ・ 投資主体別では、民間投資は同▲0.7%と前年割れが続いたが、国有企業による投資は同4.9%と加速、投資全体を下支えた
- 先行きについては、設備投資が増加に転じるにはなお時間がかかるが、財政対策の効果を受けてインフラ整備向け投資が加速するほか、不動産開発投資も底堅く推移すると見られ、全体として緩やかな回復が続く見込み



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は1~10月期。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は20年1~10月期。

農林中金総合研究所

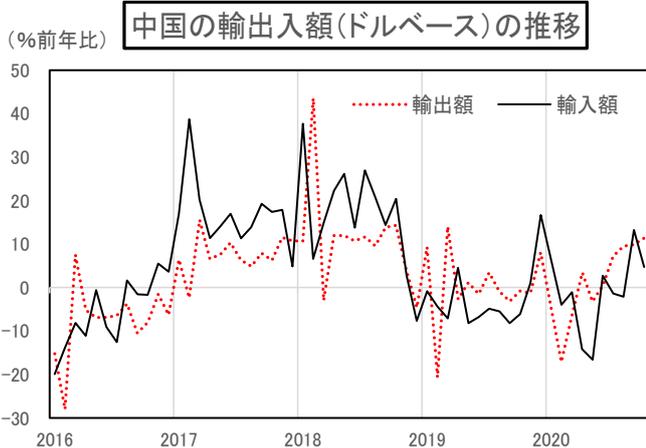
18

● 輸出

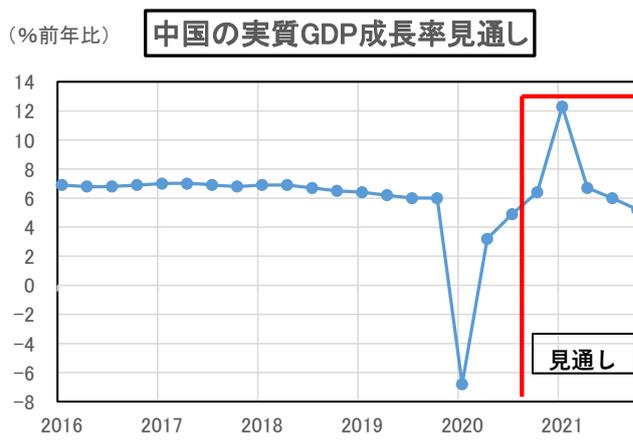
- 10月の輸出額(ドルベース)は前年比11.4%と9月(同9.9%)から加速
  - ・ マスク・人工呼吸器など医療用物資に加え、テレワークに伴うパソコンやタブレットが牽引
- 先行きは、新型コロナ感染再拡大を受けてマスクなど衛生用品やテレワーク用のPCを中心に堅調に推移するとみられる半面、外需全体では鈍さが想定されるほか、人民元高の進行もあり、もう一段の加速は厳しい

● 経済見通し

- 20年10~12月期も緩やかな回復が続き、前年比6.4%と7~9月期(同4.9%)から加速
- 7~9月期の経済回復が想定よりやや弱かったことなどを反映し、20年を通しては前年比2.1%(前回の2.4%から0.3ポイント下方修正)、21年は同7.4%(前回から据え置き)と予測



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は20年10月。



(資料)中国国家統計局、Windより作成、見通しは当社予想。

農林中金総合研究所

19

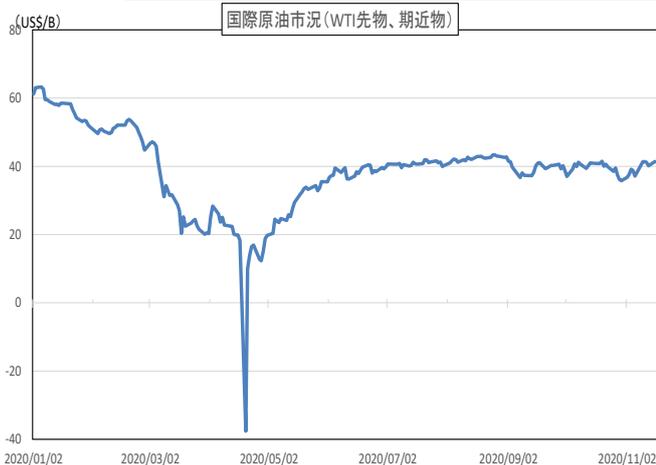
## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

● 原油価格: 協調減産の遵守により1バレル=40ドル台で安定的に推移

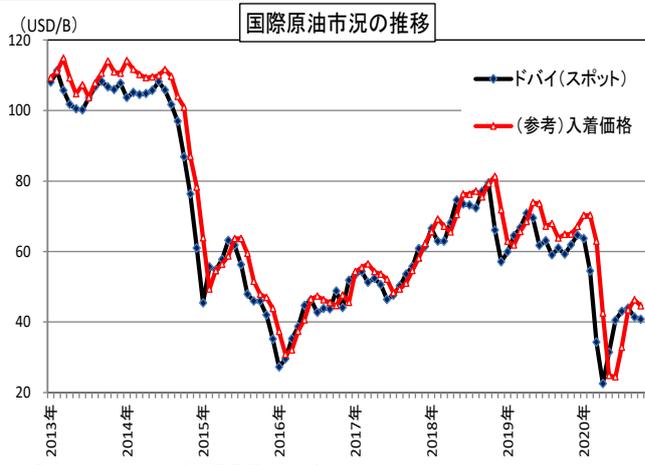
- 17年1月から実施してきたOPECプラスによる協調減産はサウジアラビアとロシアの対立により20年3月で一旦終了したが、アメリカの仲介で参加23ヶ国は5~6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)、7~12月に日量770万バレル、21年1月~22年4月に580万バレルを協調減産することで合意
  - ・ 日量970万バレルの減産は7月末まで延長、減産目標も概ね遵守されたことで、価格は安定化
  - ・ OPECプラスでは現行の減産体制(日量770万バレル)を21年前半まで延長することを検討

● 原油入着価格の見通し

- 原油需要の急回復が期待薄なこと、世界的に脱炭素化の流れが強まっていること、さらに価格上昇はシェールガスや減産に参加しない国からの供給増につながりやすいことなどから、国内への入着価格は20年度下期は40ドル/バレル台半ば、21年度は40ドル/バレル台後半と、安定推移すると予想



(資料)Bloombergより作成



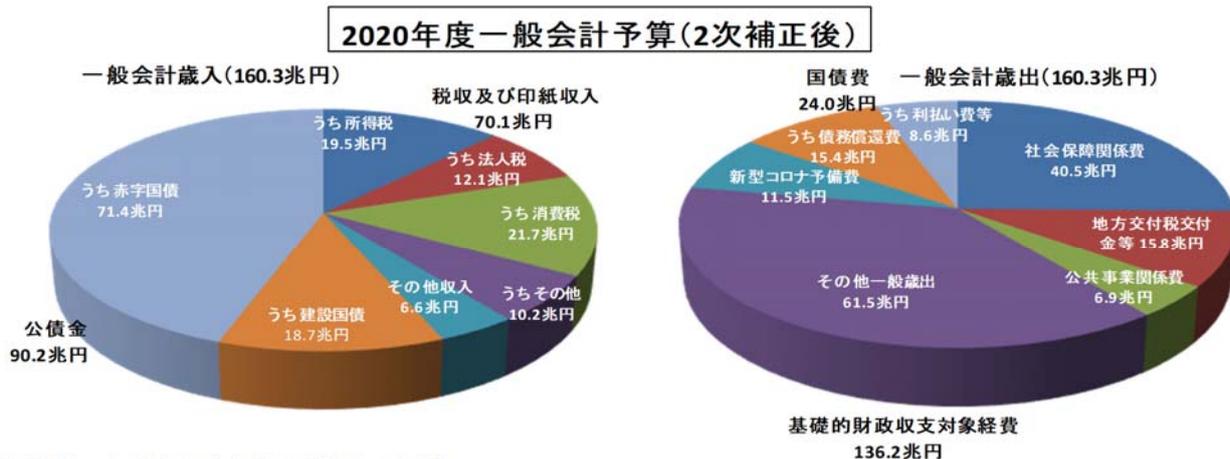
(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

農林中金総合研究所

20

### 3 国内の経済政策

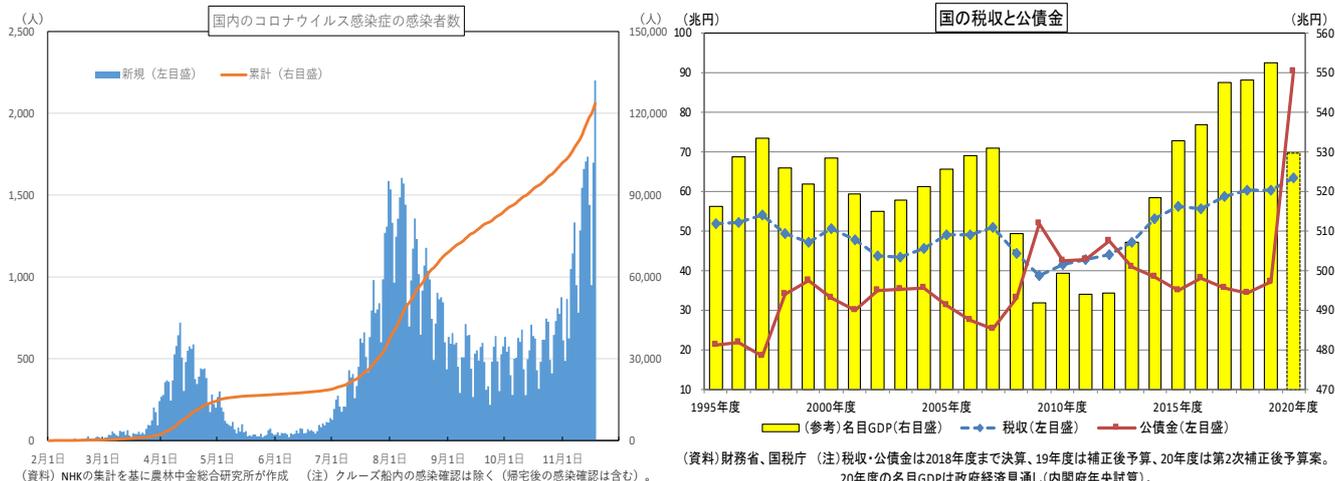
- 財政政策：2度の補正編成を経て、20年度予算は総額160兆円超の規模に
  - 新型コロナ対策として、政府は19年度補正予算（総額3.2兆円）、20年度第1次補正予算（総額25.7兆円）、同第2次補正予算（総額31.9兆円）を編成
  - 20年度の新規国債発行額は90.2兆円（当初予算では32.6兆円）に、財投債は54.2兆円（同じく12.0兆円）へ、それぞれ大幅に増額
  - 新型コロナウイルス対策として11.5兆円の予備費を計上
    - これまで持続化給付金の追加やワクチン購入、医療機関の経営支援などに充てられた
    - 11月中旬時点での残額は約7.3兆円



農林中金総合研究所

21

- 菅首相は追加の経済対策を盛り込んだ第3次補正予算案の編成を指示
  - 30兆円超とされる需給ギャップが対策規模の目安か
- 21年度予算の編成方針
  - 概算要求では、要求額は基本的に20年度当初と同額、新型コロナ対策経費については別途、要望が可能に
    - 年金・医療等に係る経費の高齢化に伴ういわゆる自然増、SACO・米軍再編関係経費、厚生年金保険事業に係る国庫負担の繰入れに必要な経費、社会保障の充実等の平年度化に伴う対前年度からの増加の取扱いなどについては予算編成過程で検討
  - 9月末に締め切られた概算要求の集計額は105兆円超だが、コロナ対策として盛り込まれたものの多くが具体的な金額を示さない「事項要求」で、さらに膨らむ可能性

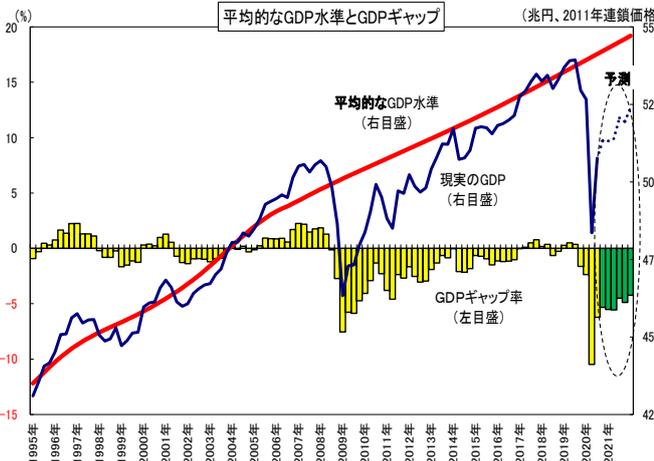


農林中金総合研究所

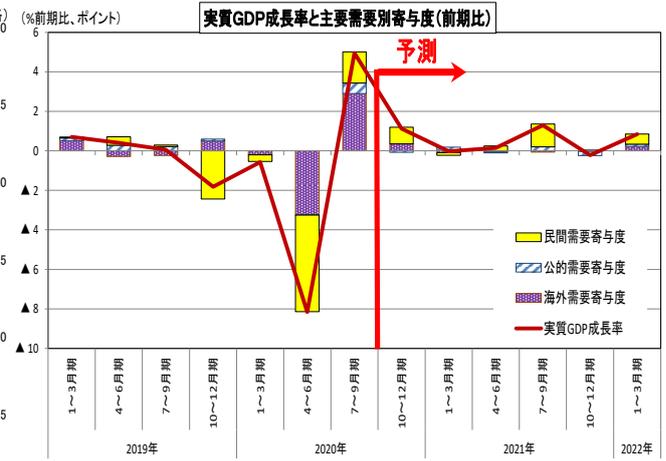
22

# 4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2020年度は▲5.5%成長と戦後最大のマイナス成長、21年度は3.0%成長と予想
  - 足元10~12月期は、GoToキャンペーンなどの下支えもあったが、リバウンド過程の一般に加え、内外で感染拡大が再び広がっていることから、前期比年率4.6%へ急減速
  - **しばらくは日本を含む主要国で新型コロナの感染が熾り続けるとの前提の下**、20年度内は経済活動水準の持ち直しペースはなかなか上がらず、低空飛行が続く
    - 感染症が流行しやすい厳冬期に感染再拡大が各地に広まれば、経済活動が再び制限される可能性も
  - 21年度入り後、新型コロナのワクチン接種が始まれば持ち直しの動きが本格化するほか、延期された東京オリンピック・パラリンピック(五輪パラ)の開催効果も期待され、21年夏場には成長ペースが一旦加速
    - 五輪パラ終了後は一旦調整するものの、持ち直しの動き自体は継続
    - ただし、直近ピークの19年7~9月期の実質GDP水準の回復には4~5年かかる可能性も



(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成



(資料)内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

## 予測表(年度、半期)

	単位	2018年度 (実績)	2019年度 (実績)	2020年度 (予測)	2021年度 (予測)
名目GDP	%	0.1	0.8	▲4.7	3.4
実質GDP	%	0.3	0.0	▲5.5	3.0
民間需要	%	0.3	▲0.5	▲6.5	2.7
民間最終消費支出	%	0.1	▲0.5	▲5.9	4.0
民間住宅	%	▲4.9	0.6	▲10.3	▲1.6
民間企業設備	%	1.8	▲0.3	▲8.5	▲0.8
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.0	▲0.1	0.1	▲0.1
公約需要	%	0.8	2.5	1.9	1.0
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	1.7	1.0
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	2.3	0.9
輸出	%	1.7	▲2.6	▲14.3	8.6
輸入	%	2.6	▲1.5	▲8.0	3.4
国内需要寄与度	ポイント	0.4	0.2	▲4.3	2.3
民間需要寄与度	ポイント	0.2	▲0.4	▲4.8	2.0
公約需要寄与度	ポイント	0.2	0.6	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲0.1	▲0.2	▲1.0	0.7
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.8	0.9	0.3
国内企業物価(前年比)	%	2.2	0.1	▲1.8	0.1
全国消費者物価(＃)	%	0.8	0.6	▲0.5	▲0.4
(消費税率を除外)			(0.2)	(▲0.9)	
(消費税率・教育無償化政策の影響を除外)			(0.5)	(▲0.5)	
完全失業率	%	2.4	2.4	3.1	3.6
鉱工業生産(前年比)	%	0.3	▲3.6	▲10.2	7.5
経常収支	兆円	19.6	20.1	13.2	16.9
名目GDP比率	%	3.6	3.6	2.5	3.1
為替レート	円/ドル	110.9	108.7	105.9	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.05	▲0.03	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲0.10	0.02	0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.9	40.4	47.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前年対比。  
 無担保コールレートは年度末の水準。  
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

	単位	2019年度 通期	2020年度		2021年度			
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	0.0	▲5.5	▲6.1	6.1	3.0	0.8	1.5
民間需要	%	▲0.5	▲6.5	▲5.8	3.2	2.7	1.0	2.0
民間最終消費支出	%	▲0.5	▲5.9	▲6.3	6.4	4.0	1.6	2.1
民間住宅	%	0.6	▲10.3	▲6.4	▲8.4	▲1.6	0.3	1.0
民間企業設備	%	▲0.3	▲8.5	▲5.3	▲4.6	▲0.8	▲0.2	2.0
公約需要	%	2.5	1.9	0.9	2.0	1.0	0.6	0.1
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	0.8	2.1	1.0	0.6	0.2
公的固定資本形成	%	3.3	2.3	1.3	1.3	0.9	0.5	▲0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲2.9	▲8.4	▲12.7	▲4.1	▲4.7	▲4.8	▲4.5
輸出	%	▲2.6	▲14.3	▲16.8	12.4	8.6	3.4	3.0
輸入	%	▲1.5	▲8.0	▲4.9	▲7.3	3.4	4.1	2.7
内需寄与度(前期比)	%	0.2	▲4.3	▲4.5	1.8	2.3	1.0	0.8
民間需要(＃)	%	▲0.4	▲4.8	▲4.7	1.6	2.0	0.8	0.9
公約需要(＃)	%	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.2	▲0.1
外需寄与度(前期比)	%	▲0.2	▲1.0	▲2.0	1.7	0.7	▲0.1	0.1
デフレーター(前年比)	%	0.8	0.9	1.3	0.6	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	2.4	3.1	2.9	3.4	3.8	3.7	3.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲3.6	▲10.2	▲13.1	10.9	7.5	0.8	2.8
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.0	79.3	81.0	77.5	77.5	75.0	80.0
経常収支	兆円	20.1	13.2	6.0	7.2	16.9	8.5	8.4
貿易収支	兆円	0.7	▲1.3	▲0.3	▲1.0	1.7	0.5	1.2
外国為替レート	円/円	108.7	105.9	106.9	105.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	40.4	35.8	45.0	47.5	46.5	48.5

	単位	2019年度 通期	2020年度		2021年度			
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	0.8	▲4.7	▲7.0	▲2.4	3.4	4.7	2.1
実質GDP	%	0.0	▲5.5	▲8.1	▲2.8	3.0	4.4	1.6
民間需要	%	▲0.5	▲6.5	▲9.0	▲3.8	2.7	3.2	2.2
民間最終消費支出	%	▲0.5	▲5.9	▲9.1	▲2.6	4.0	5.5	2.6
民間住宅	%	0.6	▲10.3	▲9.8	▲10.7	▲1.6	▲4.3	1.2
民間企業設備	%	▲0.3	▲8.5	▲9.0	▲8.1	▲0.8	▲3.1	1.6
公約需要	%	2.5	1.9	1.7	1.9	1.0	1.6	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	1.5	1.8	1.0	1.6	0.3
公的固定資本形成	%	3.3	2.3	2.2	2.4	0.9	1.6	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲2.9	▲8.4	▲12.7	▲4.1	▲4.7	▲4.8	▲4.5
輸出	%	▲2.6	▲14.3	▲19.0	▲9.6	8.6	12.5	5.1
輸入	%	▲1.5	▲8.0	▲8.8	▲7.3	3.4	1.3	5.3
国内企業物価(前年比)	%	0.1	▲1.8	▲1.9	▲1.7	0.1	▲0.7	0.9
全国消費者物価(＃)	%	0.6	▲0.5	▲0.1	▲0.8	▲0.4	▲0.7	▲0.1
完全失業率	%	2.4	3.1	2.9	3.4	3.8	3.7	3.5
鉱工業生産(前年比)	%	▲3.6	▲10.2	▲16.5	▲3.6	7.5	11.8	3.6

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当院による。

農林中金総合研究所

# 予測表(四半期)

(→予測)

	単位	2019年				2020年				2021年				2022年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	1.2	0.5	0.4	▲1.5	▲0.4	▲7.8	5.2	0.8	0.1	0.5	1.4	▲0.4	1.1
(年率換算)	%	5.0	2.0	1.5	▲5.7	▲1.7	▲27.7	22.7	3.2	0.4	2.0	5.8	▲1.7	4.4
実質GDP	%	0.7	0.4	0.0	▲1.8	▲0.6	▲8.2	5.0	1.1	▲0.0	0.1	1.3	▲0.2	0.9
(年率換算)	%	2.9	1.6	0.2	▲7.1	▲2.3	▲28.8	21.4	4.6	▲0.1	0.6	5.3	▲0.9	3.4
民間需要	%	0.1	0.6	0.1	▲3.2	▲0.4	▲6.6	1.3	1.1	▲0.2	1.0	1.3	0.0	0.7
民間最終消費支出	%	0.1	0.5	0.4	▲2.9	▲0.7	▲8.1	4.7	1.7	▲0.2	0.6	2.1	▲0.4	0.8
民間住宅	%	1.4	▲0.2	1.3	▲2.3	▲4.0	▲0.5	▲7.9	▲0.5	0.0	0.2	0.2	0.5	0.5
民間企業設備	%	▲0.5	0.8	0.2	▲4.8	1.7	▲4.5	▲3.4	▲1.0	▲0.5	▲0.2	0.5	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.1	0.0	▲0.3	0.0	▲0.1	0.4	▲0.2	0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	0.1	▲0.1
公的需要	%	0.5	1.1	0.9	0.4	▲0.0	▲0.1	1.9	▲0.2	0.7	▲0.1	0.7	▲0.8	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.0	0.9	0.3	0.0	▲0.4	2.2	▲0.5	0.8	▲0.3	1.0	▲1.0	0.5
公的固定資本形成	%	2.5	1.5	0.8	0.7	▲0.3	1.2	0.4	0.8	0.3	0.5	▲0.3	▲0.1	▲0.1
輸出	%	▲1.7	0.1	▲0.6	0.4	▲5.3	▲17.4	7.0	1.0	1.0	1.5	2.8	▲1.0	2.5
輸入	%	▲4.5	1.8	0.7	▲2.4	▲4.1	2.2	▲9.8	2.0	1.5	1.8	3.0	▲0.8	1.0
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.7	0.3	▲2.3	▲0.3	▲4.9	2.1	0.8	0.1	0.2	1.4	▲0.2	0.6
民間需要寄与度	%pt	0.1	0.4	0.1	▲2.4	▲0.3	▲4.9	1.6	0.8	▲0.1	0.2	1.2	0.0	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	0.2	0.1	▲0.0	▲0.0	0.5	▲0.1	0.2	▲0.0	0.2	▲0.2	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.5	▲0.3	▲0.2	0.5	▲0.2	▲3.2	2.9	0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.2	0.4	0.6	1.2	0.9	1.4	1.1	0.6	0.5	0.2	0.3	0.4	0.5
国内企業物価(前年比)	%	0.9	0.6	▲0.9	0.2	0.5	▲2.1	▲1.5	▲1.9	▲1.5	▲1.0	▲0.5	0.5	1.2
全国消費者物価(〃)	%	0.8	0.8	0.5	0.6	0.6	▲0.1	▲0.2	▲0.7	▲0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.3	0.1
(消費税要因を除く)					(▲0.3)	(▲0.3)	(▲1.0)	(▲1.1)						
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)					(0.3)	(0.3)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲0.0)	(▲0.0)				
完全失業率	%	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4	2.8	3.0	3.2	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4
鉱工業生産(前期比)	%	▲2.1	0.0	▲1.1	▲3.6	0.4	▲16.9	8.7	5.8	1.2	▲0.5	1.5	1.0	2.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	5.0	4.8	5.4	5.0	2.0	4.0	3.5	3.7	4.0	4.5	4.1	4.3
名目GDP比率	%	3.6	3.6	3.5	3.9	3.6	1.6	3.0	2.6	2.8	3.0	3.3	3.0	3.1
為替レート	円/ドル	110.2	109.9	107.3	108.7	108.9	107.6	106.2	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.05	▲0.06	▲0.06	▲0.03	▲0.03	▲0.04	▲0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	▲0.02	▲0.08	▲0.20	▲0.09	▲0.04	0.00	0.02	0.03	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05
通関輸入原油価格	\$/バレル	63.5	72.0	66.3	65.6	67.8	30.7	40.9	45.0	45.0	46.0	47.0	48.0	49.0

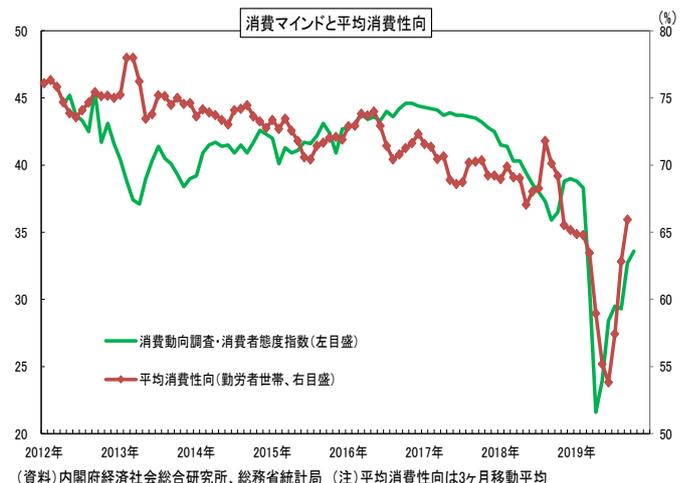
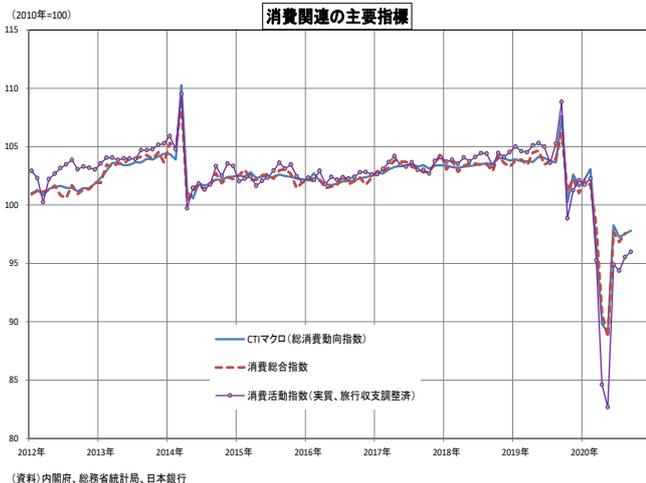
(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

25

## 民間消費

- 各種「GoToトラベル・キャンペーン」が開始され、宿泊業・旅客運輸業など観光関連や飲食サービス業などに一定の下支え効果があったが、高齢者を中心に自粛ムードも根強く、戻り切れないのが実情
- 20年度の春季賃金上昇率は低調だったほか、所定外給与・夏季賞与も減少したが、企業業績の悪化により冬季賞与も減少する見込みであり、家計の所得環境は一段と厳しくなりつつある
- 新型コロナの感染予防に向けた「新しい生活様式」への対応はサービス消費の回復に上限を設けることになっているほか、感染再拡大の動きが広がる中、自粛ムードも根強く、20年度下期にかけて消費回復ペースは鈍化する可能性も
- 民間最終消費支出は、20年度:前年度比▲5.9%(10~12月期:同1.7%)、21年度:同4.0%と予測

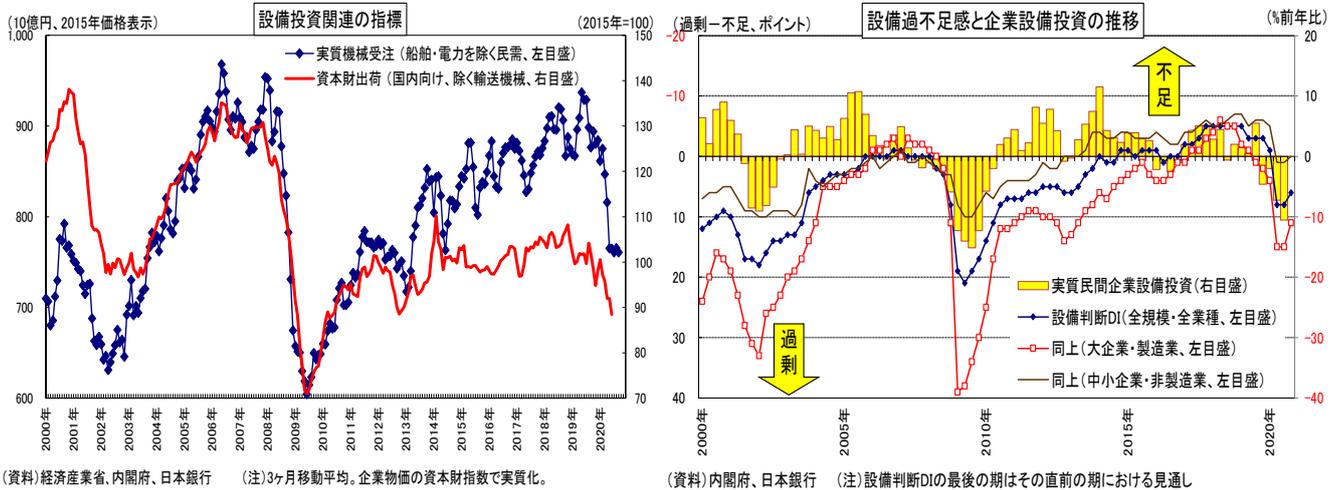


農林中金総合研究所

26

● 企業設備投資

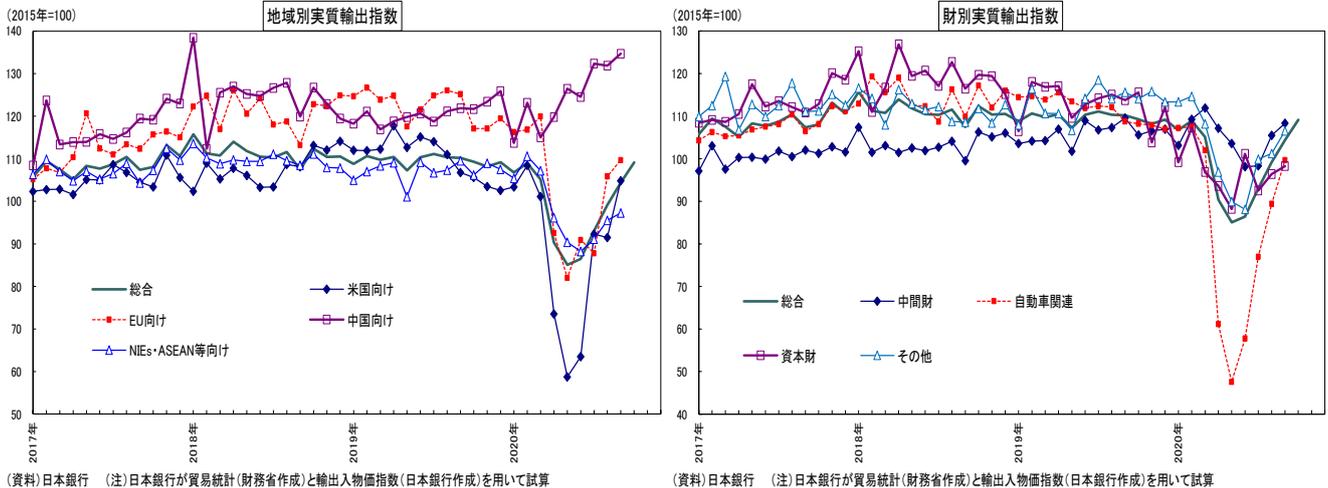
- 20年度の設備投資計画は時間経過とともに下方修正されてきた
  - 日銀短観9月調査では、前年度比▲1.0%（全産業＋金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）へ下方修正
- サービス業などで売上の急回復が見込みがたいことから、慢性的に需要不足状態となる企業を中心に先行き供給能力の削減を余儀なくされる企業が増える可能性
- 中長期的に見れば、省力化・省人化ニーズは高いとみられるものの、当面は調整色の強い動きが想定される
- 20年度：前年度比▲8.5%、21年度：同▲0.8%（3年連続の減少）と予測



農林中金総合研究所

● 輸出入動向

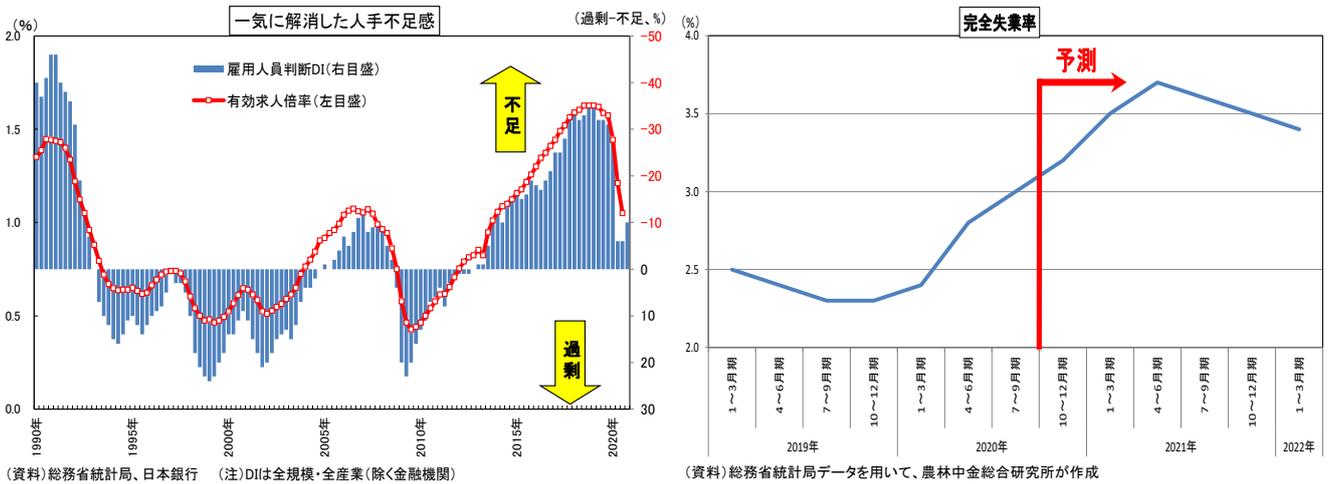
- 海外経済の持ち直しに牽引され、輸出は回復傾向
  - 地域別にみると、中国向けはコロナ前の水準を既に上回ったほか、米国向けも回復が著しいが、それ以外の国・地域向けはやや出遅れ感も
  - 財別にみると、落ち込みが激しかった自動車関連が大きくリバウンドしたほか、情報関連も持ち直しているが、資本財、中間財の動きは鈍い
- 20年度の輸出は、年度上期に新型コロナの影響が出ることから前年度比▲14.3%と大幅減、21年度は同8.6%の増加ながらも、前年度の落ち込みからの戻りは鈍い
- 国内景気も低調な状態が続くことから20年度の輸入は同▲8.0%と2年連続の減少、21年度は3.4%へ回復
- 20年度の経常収支は13.2兆円（黒字幅は19年度（20.1兆円）から縮小）、21年度は16.9兆円の黒字と予測



農林中金総合研究所

• 雇用情勢

- 景気は持ち直し基調であるが、雇用関連指標のほとんどはまだ悪化が継続
  - 失業率は3年ぶりに3%台まで上昇
  - コロナ前は1.5倍超だった有効求人倍率も1.0倍近傍まで低下
  - 労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)の減少は顕著
  - 7~9月期の休業者(勤め先・事業の都合)は43万人に減少したが、コロナ前(10万人台)と比べて多い
  - 21年春の大卒予定者の就職内定率(10月1日時点、69.8%)は昨年同時期から7ポイントの大幅低下
- 失業率は20年度:3.1%、21年度:3.6%と予測
  - 21年央にかけて4%近くまで上昇した後、緩やかに低下(22年1~3月期は3.4%)

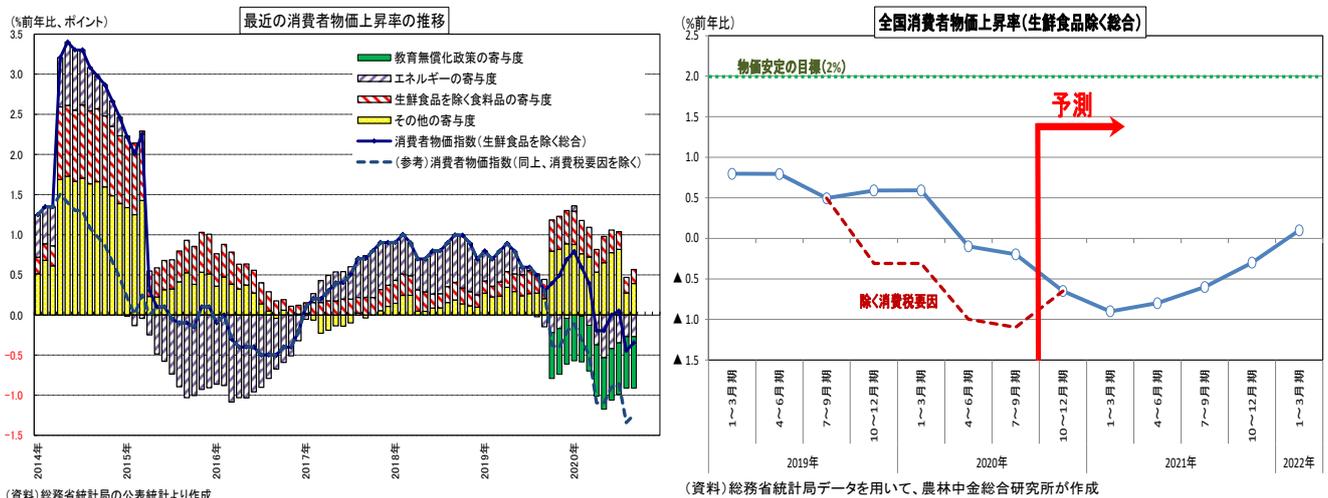


農林中金総合研究所

29

• 物価動向

- 20年9月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比▲0.3%と、2ヶ月連続の下落、消費税率を除外すれば同▲1%台前半の下落と推測される
  - 消費税率10%への引上げは19年10月~20年9月の物価上昇率を0.9ポイント押し上げた一方で、幼児教育無償化は同期間の物価上昇率を0.6ポイント、高等教育無償化は20年度を通じて0.1ポイント、それぞれ押し下げたと考えられる
  - 消費税率要因が一巡した10月の東京都区部消費者物価は同▲0.5%(9月:同▲0.2%)へ下落幅を拡大
- 20年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比▲0.5%(消費税率要因を除くと同▲0.9%)と4年ぶりの下落、21年度も同▲0.4%で、年度末にはプラスに転じるものの、日銀が目標とする前年比2%は見通せない状況



農林中金総合研究所

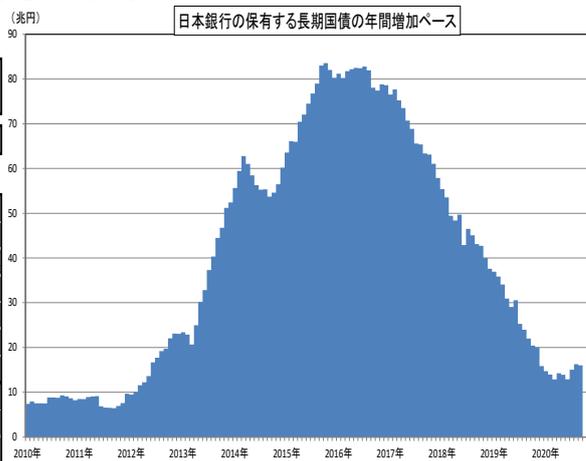
30

# 5 金融政策の見通し

- 金融市場の安定化と企業金融支援に注力
  - コロナ禍に対し、日本銀行は金融市場の安定化に加え、企業金融支援に万全を期するなど、手厚い対策を講じてきた
    - ①総枠140兆円規模の「特別プログラム」の導入
      - 最大約120兆円規模となる「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の導入
      - CP・社債等の買入れ額を上限約20兆円まで拡充
    - ②国債買入れやドル資金供給オペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給
    - ③ETF、J-REITについても、当面、それぞれ年間約12兆円、同約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う方針を示す
  - 必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を表明

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

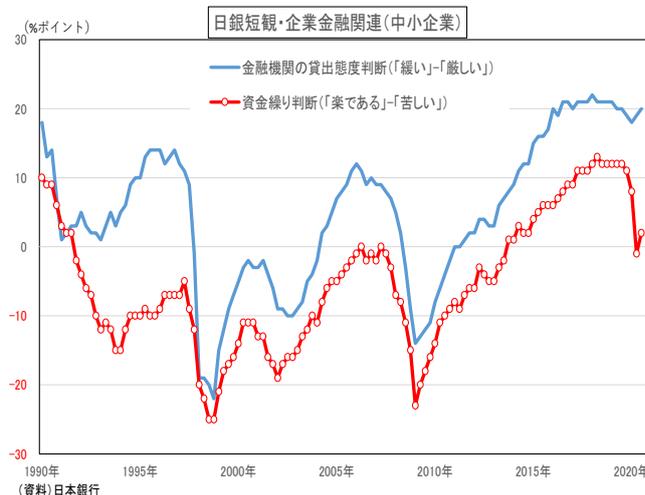
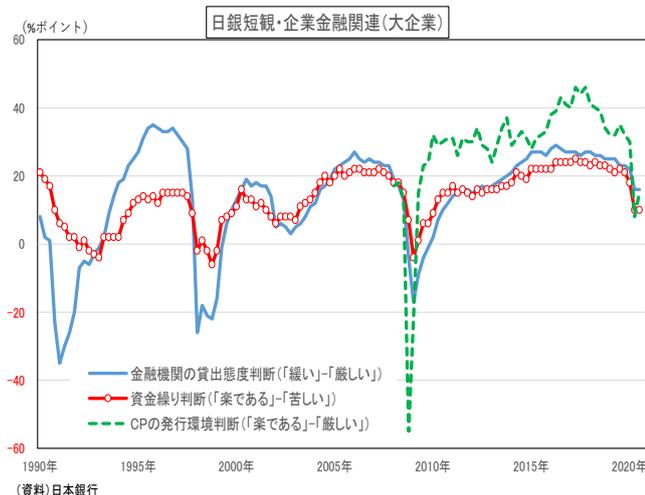
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年10月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	608	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)										
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	491	上限を設けず 約0.5兆円を上限 約10.5兆円を上限 当面約12兆円 当面約1,800億円
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.5	
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	5.7	
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	34.8	
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.64	
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	698	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	114	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	489	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	698	



(資料)日本銀行 (注)20年10月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は19年10月末からそれぞれ17兆円、6.9兆円、1,059億円の増加。

(注)日本銀行資料より作成

- 当面は企業等の資金繰り支援などに引き続き努めていく方針
  - 金融政策運営はコロナ禍による企業倒産・失業の大量発生を未然に防ぐ危機対応モードにシフト
    - もちろん、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する方針に変更はない
    - 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を表明
  - コロナ禍によって企業の資金繰りは厳しくなったものの、過去の危機発生時(バブル崩壊後、金融危機下、リーマン・ショック後)と比べると、政府・日銀による手厚いサポートの効果が窺える



(資料)日本銀行

(資料)日本銀行

## 2050年カーボンニュートラル

### ～ 世界は2030年に向けて脱炭素化加速へ ～

#### 2050年カーボンニュートラル

今秋、地球温暖化にかかるパリ協定を巡り、ビッグニュースが相次いだ。

9月、中国は、これまで「我々は新興国。先進国が先行して対策を示すべき」としてきたが、2060年までに二酸化炭素排出量を実質ゼロ（カーボンニュートラル）にすることを表明。

10月、菅首相は、所信表明演説で「2050年カーボンニュートラル」の実現を目指すことを宣言。

11月、米国大統領選で勝利したバイデン氏は、大統領就任初日にパリ協定に復帰することを宣言。

菅首相は、「もはや、温暖化への対応は経済成長の制約では」なく、「積極的に温暖化対策を行うことが、産業構造や経済社会の変革をもたらし、大きな成長につながるという発想の転換が必要」と述べているが、世界は既に脱炭素化加速フェーズに入りつつある。

#### 欧州グリーン・ディール

EUは、昨年12月に世界に先駆けて「2050年気候中立（温室効果ガスの実質排出ゼロ）」目標を掲げ、2030年に向けたEU気候目標の行動計画として「欧州グリーン・ディール」を公表した。

それは、クリーンエネルギー（再生可能エネルギーへのシフト）、ゴミを減らし、資源を再利用・リサイクルする循環型経済に向けた持続可能な産業への転換、森林再生をはじめとする生物多様性

菊池 純一

の保護、安全で栄養豊富、高品質な食品を自然への影響を最小限にとどめて生産する農業など、広範な政策分野を対象としており、菅首相の言う「産業構造や経済社会の変革」を図る包括的な成長戦略となっている。

#### グリーン・リカバリー

「欧州グリーン・ディール」は公表後、コロナ渦の影響を受けて一部先延ばしとなっているが、欧州委員会は「グリーン・リカバリー」をコロナ後の復興方針として打ち出し、7月にはクリーンエネルギー技術への投資や、建物・インフラの改修、運輸・物流のクリーン化などを柱とする「欧州復興基金」の設立がEU首脳間で合意されている。

EUでは現在、域内の温室効果ガス排出量を2030年までに40%削減（1990年対比）という現行目標を55%削減に引き上げるという欧州委員会提案にかかる具体策が協議されているが、そこでは、「排出削減」だけでは足りないとして、例えば「カーボンシンク」～森林の二酸化炭素吸収能力の回復や劣化した農業土壌の再生による二酸化炭素の隔離～や、排出量取引制度の対象化に向けた森林の炭素貯蔵量計測制度の整備、といった施策の検討が進められている。

#### 米国の状況

就任前からパリ協定からの離脱に言及していたトランプ政権（協定に沿って

2019年11月に離脱を通告、本年11月に離脱)下でも、「ネットゼロ」に向けた米企業等の取組みは進められている。

本年9月、ウォルマートは、環境負荷をゼロにするだけでなく、事業を通じてサプライチェーン全体で環境インパクトをプラスに転じる「リジェネラティブ企業」になることを宣言した。同社は、米国で農地等として開発する面積と同量以上の土地を自然保護地区とすることおよびリジェネラティブ農業、持続可能な漁業マネジメント、森林保護・再生を採用することも表明している。

10月、化石燃料ファイナンス世界最大手とされるJPMorganは、石油・ガス、発電、自動車セクターの顧客企業に対し、2030年までにパリ協定に沿った排出量へ削減することを促し、未達の場合は与信削減すること、および2050年排出量ネットゼロを目指すことを発表した。同行は、「今後10年は顧客に移行を促すエンゲージメントに注力」としている。

他の米銀同様、NPOや機関投資家からの圧力が背景にあるものと思われるが、この夏石油メジャーエクソンがNYダウ(工業株30種平均)採用銘柄から外れたこととともに象徴的な転換である。

そして11月、大統領選後であるが、FRBは公表した半期金融安定報告書で初めて気候変動をリスクの1つとして盛り込み、温暖化進行に伴って資産価格が急変動する可能性を警告した。また、FRBは、各国・地域の中銀・金融監督当局が参加する「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク(NGFS)」への参加を要請した。

## Tipping Point (転換点)

日本はエネルギー基本計画の見直しに入った。石炭火力発電の縮減が命題であるが、世界では、グテーレス国連事務総長が各国に対し、内外石炭ファイナンスからの撤退のみならず、化石燃料ファイナンスや公的補助金の段階的廃止を求めなど、化石燃料全般への批判の声が一段と強まっている。

また、新車販売について、米国カリフォルニア州は2035年までに全て「ゼロエミッション車」にすることを義務づけると発表、中国も2035年までに全て「環境対応車(電気自動車、ハイブリッド車)」にする方向と伝えられており、世界の自動車産業界では電気自動車シフトが始まりつつある。

さらに、欧州中銀では、社債購入プログラムで炭素排出量が多い企業の社債を購入していることに対するNPO等からの批判に一定の理解を示す理事が増えているとも伝えられている。

これらの排出量削減圧力が累積すると、FRBが警告する資産価格の急変動(Tipping Point)は遠い将来のことではないのかもしれない。

気候変動リスクはもはや、2015年にカーニー前イングランド銀行総裁が言った「地平線上の悲劇」ではなくなった模様である。

## 参考文献

JETRO (2020/03)「欧州グリーンディールの概要と循環型プラスチック戦略にかかわるEUおよび加盟国のルール形成と企業の取組動向」

電力中央研究所 (2020/6/12)「EUにおける「グリーンリカバリー」の動向」

サステナブル・ジャパン (2020/09/22) ウォルマート、「リジェネラティブ企業」宣言

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等をご自身でお願い致します。

## 金融市場

当社のホームページのアドレス <https://www.nochuri.co.jp>

2020年12月号 第31巻 第12号・通巻361号

編集・発行 (株)農林中金総合研究所 〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11 アグリスクエア新宿  
03 (6362) 7700 (代表)  
03 (6362) 7757 (調査第二部)  
03 (3351) 1154 (FAX)

印刷所 (株) 騰栄社