

# 2021年の国内経済金融の展望

—ウィズコロナ時代を探る日本経済—

主席研究員 南 武志

## 〔要 旨〕

パンデミック化した新型コロナウイルス感染症によって、2020年前半の世界経済は過去例をみないほどの大打撃を受けたが、感染が一旦収束に向かった年半ば以降は経済活動が再開され、持ち直しの動きがみられた。しかし、冬季を迎えて感染が再び広がり、経済再開の動きを一時中断する国も散見されるなど、持ち直しの動きはとても順調とはいえ、コロナ前の経済水準には程遠い状況である。一部の業種では雇用人員や資本設備の過剰感が強まっており、リストラに向けた動きも散見される。

21年には、対コロナ・ワクチンの接種が本格化し、経済復興の動きが強まる可能性がある。国内でも7～9月に開催予定の東京五輪・パラリンピックの経済効果、さらにはアフターコロナを見据えたデジタル化・脱炭素化社会の実現に向けた経済政策への期待も強い。もちろん、先行きの不透明性・不確実性は高い状況ながら、21年度は3年ぶりのプラス成長と予想される。

こうしたなか、手厚い企業金融支援策を講じてきた日本銀行は、引き続き、失業・企業倒産の大量発生を未然に防ぐ政策が求められているが、企業金融面のリスクが流動性から健全性に移っていくことも想定され、信用秩序維持といった面も必要になる可能性がある。

## 目 次

### はじめに

—準備不足だったパンデミックへの備え—

#### 1 世界経済の動向

- (1) 大収縮後にリバウンドした世界経済
- (2) 先行き、不透明性・不確実性ともに高い

#### 2 内外の金融財政政策

- (1) 迅速かつ大規模な財政出動
- (2) 再び異例の政策対応となった金融政策

#### 3 国内経済の現状と展望

- (1) 国内での新型コロナ感染状況

(2) 5月に底入れした国内景気

(3) 2021年度も景気持ち直しは継続

(4) マイルドながらも物価下落が継続

(5) 日本銀行は粘り強く現行スタンスを続ける構え

(6) 引き続き、長期金利は低位安定的に推移

おわりに

—スガノミクスで期待される脱炭素化社会の実現—

## はじめに

### —準備不足だったパンデミックへの備え—

2019年末にかけて中国・武漢市では原因不明の肺炎が流行していたが、それは20年に入ると世界中に拡散されていった。世界保健機関（WHO）は加盟国に警戒を呼び掛けたが、感染拡大は瞬く間に広がった。新型コロナウイルス感染症（COVID-19）と命名された疾患の感染状況は、3月にはパンデミック（世界的流行）に相当するとの認識が示された。当初、中国が実施した隔離政策を非難してきた欧米各国でさえも都市封鎖や国境閉鎖など人の移動を厳しく規制する措置を余儀なくされた結果、経済活動は大幅に落ち込んだ。国内でも4月には緊急事態宣言が発令され、不要不急の活動に対して自粛が要請されるなど、異様な状況が生み出された。これまで世界で6,750万人超が感染し、そのうち154万人が亡くなった。地域別にみると、最も被害が深刻なのは中南米・カリブ海諸国（46万人が死亡）で、次いで欧州（45万人が死亡）、北米（29万人が死亡）、アジア（20万人が死亡）と続く（いずれも20年12月9日時点）。

世界経済に大打撃を与えた08～09年の世界金融危機は「ブラック・スワン（黒い白鳥）」と称されることがあるが、今回のコロナ禍は「グレー・リノ（灰色のサイ）」であったとの見方がある。米マイクロソフト社の創業者ビル・ゲイツ氏は、15年のTEDカ

ンファレンスでのプレゼンテーションにおいて、もし1千万人以上の人々が次の数十年で亡くなるような災害があるとすれば、戦争というよりはむしろ感染性の高いウイルスが原因の可能性が大いにあり、高度にグローバル化が進んだ現代世界でパンデミックが発生する可能性について警告していた。しかし、そのリスクを侮っていたほか、準備も明らかに不十分だった、と反省せざるを得ない。

さて、人類は狩猟採集社会から農耕・牧畜社会に移行すると同時に、感染症との「付き合い」が始まったとされる。21世紀も、重症急性呼吸器症候群（SARS、02～03年）、新型インフルエンザ（09～10年）、中東呼吸器症候群（MERS、12年～）、エボラ出血熱（14年～）など様々な感染症に苦しめられてきた。また、20世紀にはインフルエンザ（スペイン風邪、アジア風邪、香港風邪）、AIDS（後天性免疫不全症候群）などがパンデミック化し、多くの死者を出している。

一方、人類は幾度となく遭遇したパンデミックによって、社会経済システムが変革を迫られる経験をしてきた。14世紀の欧州でのペスト（黒死病）大流行は、農奴を解放し、中世を終焉させた。その後、国民国家が台頭し始める。16世紀に「コロンブス交換」によって新大陸（南北米）に持ち込まれた麻疹、天然痘、結核などは先住民に甚大な被害を与え、アステカ帝国やインカ帝国を滅亡させた。19世紀に世界各地で猛威を振るったコレラは、スラム化していた欧州都市の上下水道整備など衛生環境の改善を

もたらした。そして、第一次世界大戦の最中に大流行したスペイン風邪は、新興国アメリカを国際政治経済の中心に押し上げたが、パリ講和会議にも影響を与えたことでナチス・ドイツの台頭にもつながったとされている（小田中（2020）、山本（2020）など）。

今回の新型コロナはまだ終息がみえないが、いわゆる「3密」回避のために、ソーシャル・ディスタンス確保やテレワーク・リモートワークの推進などが求められている。最近は良好な治験結果を示す対コロナ・ワクチンに関する報道が人々に安心感を与えつつある。ワクチン接種によって仮に感染しても重篤化するリスクは大幅に軽減するとされるが、通常のワクチン開発よりも異常に短期間で実用化されるだけに、副反応など安全性への疑念が残るほか、実際に感染を収束させる効果があるのかはまだ不透明だ。一般にコロナウイルスは幾度か変異した後に弱毒化し、ただの風邪をひかせるようなウイルスになるとの楽観的な見通しもあるが、そうならなかった場合、人類はこの厄介な新型コロナウイルスと共存しなくてはならない。今回のパンデミックにより、既にグレート・リセットが起きつつあるとみる向きも少なくないが、果たしてコロナ終息後の社会経済システムはどうなっているだろうか。

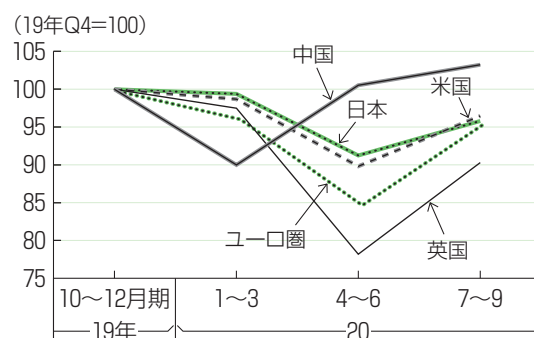
## 1 世界経済の動向

### (1) 大収縮後にリバウンドした世界経済

新型コロナは、まずは発生源である中国の経済を急激に悪化させ、時間差を伴って世界経済全体にそれが波及していった（第1図）。20年1～3月期の中国GDPは前期比△10.0%と急ブレーキがかかり、前年比も△6.8%と四半期データの公表が始まった92年以降で初のマイナスとなった。しかし、3月までに感染が収束に向かったことで経済活動が再稼働され、4～6月期は前期比11.7%とコロナ前のGDP水準を回復（前年比も3.2%とプラスに復帰）、7～9月期も同2.7%（前年比は4.9%）と、比較的順調に景気が持ち直しつつある。

一方、それに比べて、欧米主要国での新型コロナの感染拡大が3月以降に本格化し、一旦収束に向かい、経済活動が再開されたのは5月前後だったこともあり、GDPなど経済指標の動きは1四半期ほど遅れて動いた。米国経済は1～3月期に前期比△1.3%、

第1図 主要国・地域の実質GDPの推移



資料 各国統計より作成

4～6月期に同△9.0%と2四半期連続のマイナス成長となり、7～9月期に同7.4%とプラスに転じた。ユーロ圏も1～3月期は同△3.7%、4～6月期は同△11.8%と2四半期連続のマイナス、7～9月期に同12.7%のプラス成長に転じた。米国、ユーロ圏ともにコロナ前のGDP水準を4%前後下回っており、リバウンドの鈍さは否めない。

## (2) 先行き、不透明性・不確実性ともに高い

一般的にウイルス感染症は気温・湿度が低下し、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るとともに、欧米各国では新型コロナウイルスの新規感染者数が急増したため、各国政府は再び外出制限などの厳しい移動制限措置をとっている。上述のとおり、7～9月期には主要国・地域はプラス成長に戻ったものの、10～12月期には失速し、二番底を付けるリスクが意識されている。

10月に発表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しによれば、20年の世界全体の成長率は△4.4%と、過去最大のマイナスを予想している。ただし、4～6月期の落ち込みが事前の想定ほど悪くなかったこと、かつ7月以降の持ち直し（特に米国・中国）も想定を上回るペースだったことから、6月時点の見通しからは+0.8ポイントと、久しぶりの上方修正となった。とはいえ、深刻な景気悪化に見舞われていることは確かであり、先行きの回復の道のりにも困難が

待ち受けている。

なお、1月20日に新政権が発足する米国を含め、主要国は引き続き、感染抑制と経済復興とをバランスさせながらの政策運営に注力することとなるが、対コロナ・ワクチンの接種が普及し始める21年半ばになれば、世界経済の回復傾向が強まっていくとの期待もある。21年の世界経済は5.2%成長とプラスに戻るとの見通しであるが、6月時点から△0.2ポイントの下方修正となるなど、先行きの不透明性・不確実性とも高い状況であることに変わりはない。コロナ前の経済活動水準に戻るのも容易ではなさそうだ。

## 2 内外の金融財政政策

### (1) 迅速かつ大規模な財政出動

コロナ禍に対して、主要各国の政府は、感染抑制・防止策を講じるとともに、それが引き起こす経済的損失を補てんするための大規模な対策（失業保険、現金給付を含む所得補償政策や債務保証など）をとったほか、感染が一旦収束に向かった際の需要喚起策も準備した。これまでのところ、米国は約3.3兆ドル（約355兆円）、ドイツは約1.3兆ユーロ（約155兆円）、英国は約5,695億ポンド（約80兆円）、フランスは約5,900億ユーロ（約72兆円）と、かつてない規模の対策を取りまとめた。IMFでは世界全体の経済対策規模は約12兆ドル（約1,300兆円、世界GDP比8.5%）に上るとしている。

また、日本でもコロナ禍への対応として、

政府はこれまで、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）を編成してきた。この結果、20年度の第2次補正後の一般会計予算規模は160.3兆円（当初予算規模は102.7兆円）まで膨張した。

ただし、感染防止と経済活性化を両立させることは困難であり、まずは①感染拡大防止策と医療提供体制の整備および治療薬・ワクチンの開発、②雇用の維持と事業の継続や困窮する事業者・世帯に対する給付金、などを柱とした対策に注力することとなり、コロナが終息した後にV字回復を支援するための施策を講じる方針だった。しかし、7月22日、当時感染再拡大（いわゆる感染「第2波」）がみられていた「東京発着」分を除外する形でGo Toトラベル・キャンペーンが開始された（10月1日には「東京発着」分も解禁）。その後も、10月1日には「Go To Eat」、同19日に「Go To商店街」キャンペーンが順次導入され、コロナ禍で打撃を受けた観光業、飲食サービス業などの下支えに一定程度貢献したとみられるが、11月以降の感染「第3波」により、医療ひっ迫が警戒されるなか、同キャンペーンを継続すべきか一旦停止すべきかをめぐる議論が浮上している。

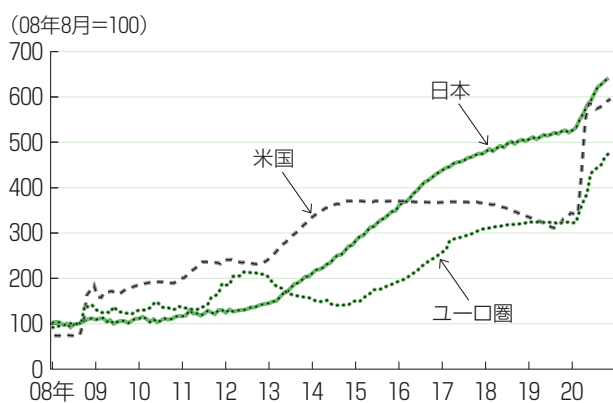
さらに、12月8日には、菅内閣としては第1弾となる追加経済対策として、「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」が取りまとめられた。内容としては、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止策（事業規模6.0兆円程度）、②ポストコ

ロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現（同51.7兆円程度）、③防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保（同5.9兆円程度）、④予備費の確保（20、21年度それぞれ5兆円）、といったもので、総枠は73.6兆円（うち財政支出は40.0兆円）と、足元のGDPギャップ（30兆円超）を意識させるような大規模なものとなった。20年度第3次補正予算案、21年度当初予算案には合わせて30.6兆円程度計上する予定であり、21年1月中旬に召集される通常国会に提出し、速やかな成立を図り、「15か月予算」として間断ない対応をしていく方針である。

## **(2) 再び異例の政策対応となった金融政策**

主要国の中央銀行は08～09年の世界金融危機への対応で、大量の資産買入れやゼロ金利・マイナス金利政策といった異次元の金融政策を余儀なくされたが、それを乗り切った後、徐々に正常化に向けた動きに転換、もしくはそれを模索してきた。しかし、コロナ前から世界経済・貿易が減速し、物価が低調に推移してきたことから、主要中央銀行は金融正常化をやめ、緩和政策に舵を切っていた。そうしたなか、コロナ禍によって未曾有の景気悪化に見舞われたことで、国債、社債、CP等の積極的な買入れなど主要中央銀行は再び異例の対応に迫られ、バランスシートを急速に拡大させたほか、ゼロ金利政策を復活させるなどの動きがみられた（第2図）。なお、米連邦準備制度（Fed）、イングランド銀行（BOE）では

第2図 日米欧中央銀行のバランスシート規模



資料 各中央銀行の資料

中小企業に対する資金繰り支援にまで踏み込んでいる。

さらに、20年3月にかけて、世界的な株価暴落や長期金利の不規則変動がみられたため、日銀、Fed、欧州中央銀行、BOE、カナダ銀行、スイス銀行の6中央銀行によるドル資金供給（ドルオペ）が実施され、市場安定化に資する役割を果たした。

改めて日銀の政策運営をみると、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、コロナ禍への対応として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「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション」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を示すなど、強力な金融緩和を講じてきた。

### 3 国内経済の現状と展望

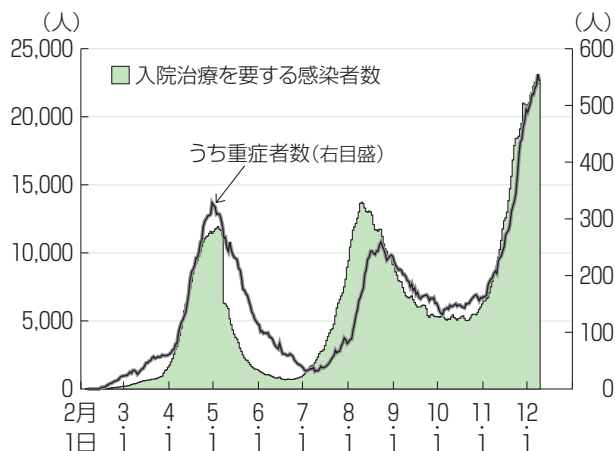
#### (1) 国内での新型コロナ感染状況

1月16日に日本国内で最初のPCR検査陽性者が確認されて以降、日本ではこれまで3度の感染拡大期がみられる。3月以降、陽性者が増加傾向をたどるなか、外出自粛や小・中学校・高校の休校・休業の要請などが出されたが、政府は4月7日に7都府県を対象に緊急事態宣言を発令（16日夜には全国に範囲拡大〔5月6日まで〕）、安倍首相（当時）は人と人との接触を極力8割抑制するよう求めた。

その後、緊急事態宣言は5月末まで期間延長されたが、感染拡大リスクが低下した39県の解除（同14日）を皮切りに段階的に解除されていき、同25日には残る5都道県も解除された。政府は「基本的対処方針」に基づき、外出の自粛や店舗の休業などの要請を段階的に緩和していき、6月19日には県境をまたぐ移動が解禁されたほか、ライブハウス、ナイトクラブへの営業自粛も解除、プロスポーツ（無観客）も興行が可能となった。

しかし、その後も7～8月にかけて東京などを中心に第2波が襲来し、Go Toトラベル・キャンペーンの運用も一部修正を余儀なくされた。さらに、11月入り後にも陽性者数が増加傾向を強め、重症者数も543人（12月9日時点）と、第1波ピークの328人を大幅に上回った状態となっているが、それとともに医療供給体制がひっ迫し、自衛隊

第3図 国内の新型コロナウイルス感染症の入院治療を要する感染者数



資料 厚生労働省

への出勤要請などに追い込まれる地域も出始めている（第3図）。

## (2) 5月に底入れした国内景気

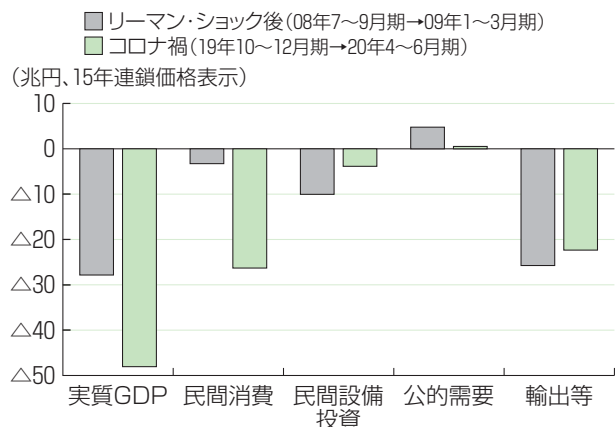
20年春に全国規模で緊急事態宣言が発令されたことで経済活動は半ば人為的に止められ、GDPは大幅に減少、既に消費税率引上げの影響から19年10～12月期（前期比年率 $\Delta 7.2\%$ ）にはマイナス成長となっていたが、続く1～3月期（同 $\Delta 2.1\%$ ）、4～6月期（同 $\Delta 29.2\%$ ）と収縮が続いた。今回コロナ禍によるGDPへの影響としては、外出制限および自粛要請に伴う内外での経済活動の停止の影響によって民間消費と輸出が大きく減少したことが特徴である。リーマン・ショック直後の2四半期との比較では、輸出等の落ち込みはほぼ同程度だったが、民間消費の落ち込みは8倍となっている（いずれも2四半期分）。一方、民間設備投資の落ち込みは比較的軽微（リーマン・ショックの4割弱）だったが、後述のとおり、先行き

時間差を伴って影響が及ぶ可能性が指摘される（第4図）。

一方、緊急事態宣言の解除後は持ち直しに転じている。7～9月期のGDPは前期比年率 $22.9\%$ と4四半期ぶりのプラスに転じた。民間消費、輸出等にリバウンドがみられたことが主因であるが、民間設備投資は減少が継続するなど、この数年のけん引役だったサービス業などの投資意欲が大幅に後退している可能性がある。実際、ビジネスサーベイでの20年度設備投資計画調査では下方修正の動きが止まらない。

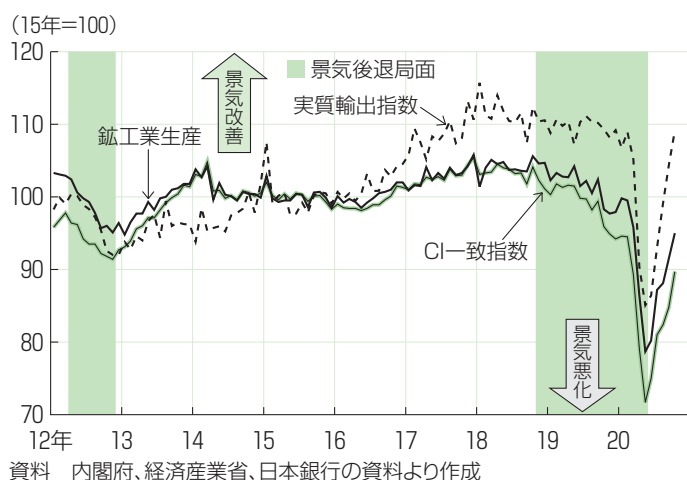
個別の経済指標をみると、米中通商摩擦などの影響もあり、日本の輸出も18年以降、減少傾向が続いていたが、主要国の経済活動の再開を受けて、20年6月以降は増加に転じている。特に、コロナ禍から順調に回復した中国向けは堅調であり、数量ベースではコロナ前の水準を既に1割ほど上回って推移している。また、米国向け輸出も主力の自動車関連を中心に急回復をみせている。こうした海外需要にけん引される形で

第4図 リーマン・ショックとコロナ禍との比較



資料 内閣府経済社会総合研究所  
(注) ショック発生前からの変化幅。

第5図 生産・輸出の動向



鉱工業生産も20年5月には底入れしている(第5図)。景気動向指数のCI一致指数による景気の基調判断も19年8月以降は「悪化」が続いたが、20年8月には「下げ止まり」となっている。

消費もまた、緊急事態宣言の下で大幅に減少したが、解除後は持ち直しがみられる。しかし、財・サービスごとにみると、それらの動きは明確に異なる。耐久財は、解除後のペントアップ需要や特別定額給付金の配布効果もあり、夏場にかけて大きく増加した。一方、サービスは「3密」回避の協力要請や感染再拡大など、コロナ禍の悪影響が長引いている。

一方、雇用情勢はまだ悪化傾向が続いている。18年11月以降は景気後退局面に入っていたが、人口の少子高齢化に伴う労働供給の先細り感や「働き方改革」に伴う労働時間短縮の動きも手伝って、非製造業では人手不足感が根強かったため、コロナ前まで失業率は2%台前半、有効求人倍率も1.5倍台と、雇用関連指標は良好さを維持して

いた。しかし、コロナ禍の影響で、大量の休業者が発生したほか、求人数も急減した。労働投入量(雇用者数と総労働時間の積)はたった4か月で12%もの減少を記録した(リーマン・ショック時の2倍)。直近は、失業率は3%台、有効求人倍率も1.0倍台へ悪化している。「3密」回避を求められる業種では、大幅な需要不足に直面しており、雇用人員、資本設備の過剰感が強く、リストラに向けた

動きも散見される。

また、「経済の体温」ともいえる物価(全国消費者物価〔除く生鮮食品〕)の動きをみると、20年1月には前年比0.8%だったものの、その後は鈍化傾向をたどり、4月以降は下落基調となっている。19年度下期から20年度上期にかけての消費税要因と幼児教育無償化の影響により物価上昇率が0.3ポイントほどかさ上げされたこと、その一方で原油価格の低迷によってエネルギーが継続的に物価押下げに寄与していたことなどを考慮する必要があるが、基本的には消費税率引上げとコロナ禍によって消費を取り巻く需給バランスが崩れた状態が続いていたことが主因といえる。

### (3) 2021年度も景気持ち直しは継続

コロナ克服のため、世界各国ではワクチンや治療薬の開発が急ピッチで進められてきたが、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、しばらくはくすぶ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。

足元の10～12月期は、新型コロナウイルスの感染拡大が再び広がっているが、政府はあくまでGo Toキャンペーンなど需要喚起策を継続しており、年率3.1%と急減速するものの、2四半期連続のプラス成長は確保できるだろう。しかし、医療ひっ迫への警戒が高まるなか、Go Toトラベル・キャンペーンの一時停止も検討されるなど、景気下支え効果が失われる可能性がある21年1～3月期については、消費者の自粛ムードが強まる可能性が高く、マイナス成長に転じる可能性があるだろう。その結果、20年度は△5.5%成長と2年連続、かつ戦後最大のマイナスが見込まれる(第1表)。

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、7～9月にかけて開催される東京五輪パラの経済効果などにより、年度半ばにかけて成長率がやや高まっていく可能性がある。消費、輸出等に対して出遅れていた設備投資も下げ止まり、菅政権が推進する

第1表 日本経済見通し

	単位	19年度 (実績)	20 (実績見込)	21 (予測)
名目GDP	%	0.5	△4.7	3.4
実質GDP	%	△0.3	△5.5	3.0
民間需要	%	△0.7	△6.8	2.6
民間最終消費支出	%	△0.9	△6.1	3.9
民間住宅	%	2.5	△7.7	△1.0
民間企業設備	%	△0.6	△8.8	△0.5
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	△0.1	△0.1	△0.1
公的需要	%	1.9	2.8	1.6
政府最終消費支出	%	2.0	2.5	1.7
公的固定資本形成	%	1.5	3.6	0.9
輸出	%	△2.6	△14.1	8.6
輸入	%	△1.2	△7.6	3.9
国内需要寄与度	ポイント	△0.1	△4.3	2.4
民間需要寄与度	ポイント	△0.6	△5.0	2.0
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.7	0.4
海外需要寄与度	ポイント	△0.2	△1.2	0.7
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.8	0.3
国内企業物価(前年比)	%	0.1	△1.8	0.1
全国消費者物価( // ) (消費税要因を除く) (消費税要因・教育無償化政策 の影響を除く)	%	0.6 (0.2)	△0.5 (△0.9)	△0.4
完全失業率	%	2.4	3.1	3.6
鉱工業生産(前年比)	%	△3.6	△10.2	7.5
経常収支	兆円	20.1	13.2	16.9
名目GDP比率	%	3.6	2.5	3.1
為替レート	円/ドル	108.7	105.9	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	△0.03	△0.05	△0.05
新発10年物国債利回り	%	△0.10	0.02	0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	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) 1 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、前年度比。  
 2 無担保コールレートは年度末の水準。  
 3 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。

デジタル化・脱炭素化社会の実現に呼応した動きが出てくる可能性もある。なお、年度を通じては3.0%成長と予想するが、先行き不透明感が高い状況に変わりはなく、直近ピークの19年7～9月期のGDP水準まで戻るのには22年以降になるだろう。

#### (4) マイルドながらも物価下落が継続

コロナ禍への対応として、主要国・地域の政策当局が大規模な対策に乗り出すなか、物価にどのような影響を与えるか、議論が盛り上がる場面もあった。現時点では、大幅な需要不足の発生によって物価下落圧力が強まっているが、大幅な財政赤字やそれをファイナンスするかのような過剰流動性の発生などを、潜在的なインフレ圧力とみなす向きもあった。

さて、代表的なインフレ指標である全国消費者物価指数のうち、「生鮮食品を除く総合」の20年10月分は前年比 $\Delta 0.7\%$ と3か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、その押し上げ効果がほぼはく落したが、それ以外にも当初除外された東京発着分がGo To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。コロナ禍で大打撃を受けた観光業などでは、「3密」回避の要請もあり、値下げによる需要喚起策を独自に打てる状況ではなかったが、政策による支援によって、需要減による物価下落圧力が顕在化したと考えられる。

先行きについても、企業業績の悪化により、冬季賞与の減少が見込まれるなど、家計の所得環境は一層厳しさを増すほか、11月以降の感染「第3波」によって消費の回復が足踏みする可能性が高い。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。21年4月には高等教育無償化の影響が一巡し、多少の物価押し上げ効果が発生するものの、コロナ前の消費水準への回復が見込めないことから、21年中はマイルドな物価下落状態が続くだろう。

#### (5) 日本銀行は粘り強く現行スタンスを続ける構え

21年にかけても消費者物価の下落が続くとみられるが、現時点の日銀にとって最優先課題は、企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、資金繰り対策など企業金融支援に注力することである。21年3月末を期限とする特別プログラムの延長を視野に入れつつ、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」といった基本的な枠組みを粘り強く継続するとみられる。ただし、時間経過とともに、企業金融の抱えるリスクは「流動性 (liquidity)」から「健全性・返済能力 (solvency)」へとシフトしていくとみられる。地域経済の疲弊、金融緩和政策の長期化などで、金融機関の体力が徐々に削がれていくなか、信用リスクが高まれば、金融システムの安定性にも影響を与えかねない。

こうしたなか、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。この特別付利制度は、いわゆる金融政策としてではなく、信用秩序維持政策の一環との位置づけであるが、市場参加者からは将来的なマイナス金利政策の修正の布石といった見方も出ている。

## (6) 引き続き、長期金利は低位安定的に推移

一方、長期金利は低位安定的な推移が見込まれる。日銀は20年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入れることとしたこともあり、7月からコロナ対策に伴う国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約100兆円）が始まったにもかかわらず、新発10年物国債利回りは0%近傍での推移を続けてきた。12月の追加経済対策に関連して追加発行される国債の市場消化分については、前倒し発行分の調整で、さらなる増加は回避可能とされるが、21年度にかけても発行圧力が高い状態が続く。こうしたなか、超長期ゾーンは上昇圧力にさらされる場面もありうるだろうが、10年ゾーンの金利は引き続き0%前後での推移が続くだろう。

**おわりに**  
—スガノミクスで期待される  
脱炭素化社会の実現—

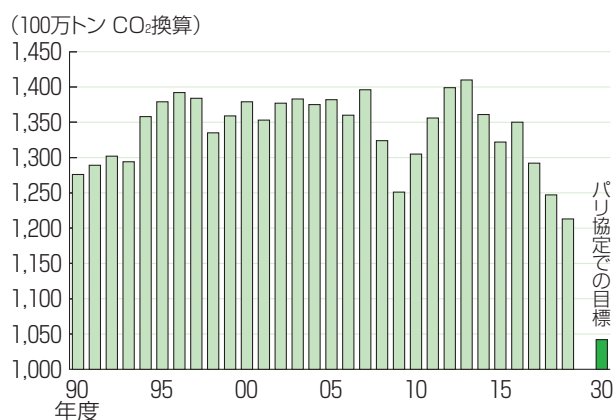
総理大臣の在任日数として歴代最長を更新していた安倍首相（当時）は持病療養の

ために急きょ、辞意を表明、その後実施された自由民主党総裁選を経て、菅義偉・内閣官房長官（当時）が後継首相に就任した。菅首相は、基本的な経済政策運営はアベノミクスを踏襲する方針を示してきたが、秋の臨時国会での所信表明演説、さらには20年12月に策定した追加経済政策などでは成長戦略について独自色を出しつつある。具体的には、デジタル化、脱炭素化などを通じて、中小企業を含めた日本企業全体の生産性や競争力の向上を目指すことである。

15年9月に開催された国連総会で「The 2030 Agenda for Sustainable Development（持続可能な開発のための2030アジェンダ）」が採択されて以降、各国政府はSDGs（Sustainable Development Goals、持続可能な開発目標）への取組みを進めてきた。このSDGsの目標の一つには「気候変動に具体的な対策を」講じることが目指されているが、近年は温暖化などにより、生態系を含めて地球全体が多大な影響を受けつつある。15年12月に気候変動枠組条約締約国会議は20年以降の温室効果ガス排出削減のための新たな国際的枠組みである「パリ協定」を採択、日本は30年までに13年比で温室効果ガス排出量を26%削減することを目標として課せられた（第6図）。

コロナ禍で経済が大きく悪化するなか、経済の再起を図るうえで「コロナ前」に単純に戻るのではなく、これを機に脱炭素化かつ循環型の経済社会を構築するための環境投資を活用することで復興に役立てようという動きが出ている。これまで環境対策

第6図 温室効果ガス排出量の推移



資料 環境省

はコストとして意識されることが多かったが、それを逆手に取って、新たな成長の起爆剤にしようというものだ。EUのグリーン・リカバリー政策、次期米大統領に就任するジョー・バイデン前副大統領のエネルギー・環境政策もそうした流れの一環であろう。そして、菅首相もまた、「50年までの温室効果ガス排出実質ゼロ」目標を掲げ、脱炭素化に向けた経済と環境の好循環を目指す方針を示している。税制からも誘因付けを行う方針である。

こうした動きのなかで注目されているのが自動車業界であろう。世界各国で掲げられている50年のカーボンニュートラル目標の下、将来的にガソリン車を販売禁止する目標を設定している。日本も、それに追随する格好で、ガソリン車の新車販売を30年代半ばに禁止する方向で最終調整に入っているが、東京都ではもう一步踏み込んだ「30

年までに脱ガソリン車」といった目標を打ち出した。これに対して自動車メーカーは現状の技術だけではかなり厳しいとの感想を漏らしている。しかし、「Necessity is the mother of invention」のようなこともありうるのではないか。21年から適用されるEUの燃費規制 (CO<sub>2</sub>排出量を95g/km以下とする) への対応に苦慮していた欧州の自動車メーカーは電気自動車へのシフトを急速に推し進めた結果、規制値達成の目途が付いたとされる。今後、水素エンジンの実用化なども含め、期待したい。

もちろん、自動車業界だけでなく、それ以外にも、一般住宅の断熱効果向上、カーボン・リサイクルといった二酸化炭素の資源・燃料化、地中・海底への貯留など、様々な対応をしていく必要がある。こうした脱炭素化の動きは、生活スタイルを大きく変えていくことになり、われわれもそれに順応していくことが本格的に求められている。これらも「グレート・リセット」の一つなのであろう。

<参考文献>

- ・小田中直樹 (2020) 『感染症はぼくらの社会をいかに変えてきたのか』 日経BP
- ・山本太郎 (2020) 『疫病と人類』 朝日新聞出版

(2020年12月11日脱稿)

(みなみ たけし)