

マクロ経済見通し

（特別寄稿）

内外経済の中期展望

【要約】

- 世界経済は、新型コロナウイルス影響で戦後最悪のマイナス成長となった 2020 年からの回復が緩やかに進んだのち、中期的には潜在成長率に向け徐々に収れんしていく見通し。
- 過去の世界経済成長をけん引してきたアジアの潜在成長率は、生産年齢人口（15～64 歳人口）の伸び鈍化を受けて、今後減速していくだろう。中印が抱える過剰な資本ストックの調整も課題となろう。今後は先進国だけでなく新興国においてもイノベーション創出を促すための制度面、インフラ面の基盤整備が成長の鍵になると考えられる。
- 日本経済は、労働投入の伸び鈍化により、潜在成長率が 0.5%近傍で推移するとみている。実際の成長率はコロナウイルス影響による 2020 年度の大幅減から緩やかに持ち直し、その後は徐々に伸びが鈍化する見通し。成長の維持・向上には生産性改善が不可欠で、デジタル化を生産性改善に繋げるためのIT投資・人的投資が必要である。

【図表 1】世界経済見通し総括表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	暦年			(見通し)				
世界実質GDP成長率	3.6	2.9	▲ 4.3	4.8	3.7	3.2	3.1	3.0
日米欧	2.1	1.6	▲ 6.4	3.8	3.6	2.9	2.0	1.5
米国	3.0	2.2	▲ 4.2	3.2	3.6	3.2	2.4	1.7
ユーロ圏	1.8	1.3	▲ 8.7	4.9	4.5	3.1	2.0	1.3
英国	1.3	1.3	▲ 10.7	6.8	1.8	1.8	1.7	1.6
日本	0.3	0.7	▲ 5.6	1.9	2.1	1.7	0.9	0.8
アジア	6.1	5.2	▲ 2.1	6.9	4.7	4.5	4.3	4.3
中国	6.7	6.1	1.5	6.9	5.0	4.9	4.7	4.6
NIEs	2.9	1.7	▲ 2.2	2.9	2.2	2.0	1.9	1.9
ASEAN5	5.3	4.8	▲ 3.7	5.4	4.6	4.3	4.2	4.2
インド	6.8	4.9	▲ 9.8	9.8	4.9	4.6	4.2	4.3
その他アジア(中国を除く)	5.5	4.2	▲ 6.2	6.9	4.3	4.0	3.8	3.8
オーストラリア	2.8	1.8	▲ 4.2	2.9	2.3	2.3	2.1	2.1
ブラジル	1.3	1.1	▲ 5.7	2.7	2.6	2.6	2.4	2.4
メキシコ	2.2	▲ 0.3	▲ 11.1	2.5	2.6	2.4	2.3	2.3
ロシア	2.5	1.3	▲ 4.6	2.9	2.8	1.5	1.5	1.5
日本(年度)	0.3	0.0	▲ 6.0	3.4	2.0	1.4	0.8	0.8
為替(円/ドル、年度)	111	109	107	108	109	109	109	108
為替(ドル/ユーロ、年度)	1.16	1.12	1.14	1.14	1.13	1.12	1.13	1.14

(注) 予測対象地域計は IMF による GDP シェア (PPP) により計算
(出所) IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

市場調査部 有田 賢太郎
kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp

みずほ銀行 産業調査部

I. 海外経済

1. 米国

大規模景気対策 がサポート

米国経済は、突如広がった新型コロナウイルスと、感染予防のためのロックダウンによって 2020 年 4～6 月期に大幅に落ち込んだ後、ロックダウン解除と大規模な景気対策によって回復過程を辿っている。コロナ対策として発動された景気対策は、企業の雇用維持を促す人件費助成策（Payment Protection Program、PPP）、家計向けの現金給付、極めて寛大な失業給付策などを柱とし、総額 2.3 兆ドルにのぼった。CBO（米議会予算局）の推計によれば、この景気対策は潜在的にコロナショックによる米国経済の落ち込みを 4.7%緩和した¹。

新型コロナの影響は一部に集中

コロナショックの影響は企業や労働者が属する産業や職業によって大きく異なり、著しい回復格差が生まれている。コロナショックは、航空サービスや余暇・宿泊サービスなど、対面業務が不可欠で、感染リスクが他と比べて相対的に高いと考えられるセクターの企業や労働者を直撃した。米国の失業者は 4 月に 2,300 万人に達した後、9 月までには半減したが、2 月から 9 月までに失われた雇用の 7 割超を、余暇・宿泊サービスやリモートワークが困難な職業に就いている労働者が占めている（【図表 2】）。

消費や投資に新たな動き

一方、回復が著しいセクターもある。個人消費では、オンラインショッピングが利用可能だったり、「巣ごもり需要」に応えたりするような財の消費（ゲーム機器やスポーツ器具など）が伸びている。パーソナルコンピューターや関連ソフトウェアの消費も増え、リモートワーク需要が表れている。住宅市場では、FOMC（米連邦公開市場委員会）のゼロ金利政策による低金利と、リモートワーク需要や感染予防のためのより広い生活空間を求める郊外・戸建て需要が相まって、戸建て住宅販売がビフォーコロナの水準を大きく上回って推移するようになった。企業の設備投資では、職場・工場などでの感染予防やリモートワーク対応とみられる投資が回復のけん引役となっている。

完全雇用には遠い回復

コロナショックの不均一さは、その影響を受けている企業や労働者の支援に的を絞ったコロナ対策の必要性を示唆している。しかし、政権・議会内の党派対立が障害となり、追加景気対策の成立は大統領選後を待つことになった。幸運にも、景気対策の一部が失効してもなお、米国経済は回復軌道を逸れることなく推移している。2020 年は、リーマン・ショック以来の年間を通じてマイナス成長となるが、2021 年にはプラス成長に復し、2023 年頃には需給ギャップがほぼ解消されよう（【図表 3】）。しかし、コロナショックがもたらした労働市場への影響はより長く残存し、2025 年でも完全雇用には至らないと予想される。

ゼロ金利政策は継続

完全雇用までの道のりは遠く、インフレ率も 2%に到達しないとみられるため、金融政策では見通し期間を通じてゼロ金利政策が維持されるだろう。

¹ CBO、*The Effects of Pandemic-Related Legislation on Output* (2020 年 9 月)。なお景気対策のうち州・地方政府支援をはじめとする多くの項目は、民間企業や州・地方政府の支出を代替する役割や、企業の運転資金（非 GDP 項目）としての役割を担ったのではないかとみられる。

拡張的な財政政策が続く

雇用回復促進と、低金利による利払い負担の軽減を背景として、財政政策については財政再建を急がず、むしろ拡張的な財政政策が打ち出されやすい環境が続くとみられる。短期的には、コロナ対策としての追加景気対策が成立するかどうか注目される。また中長期的には、超党派でその必要性に合意がみられる交通インフラや上水道、高速ワイヤレス通信網などのインフラ投資が注目される。こうした経済政策が実現すれば、見通しよりも早期のコロナ禍からの経済復興や、中期的な成長力強化につながろう。

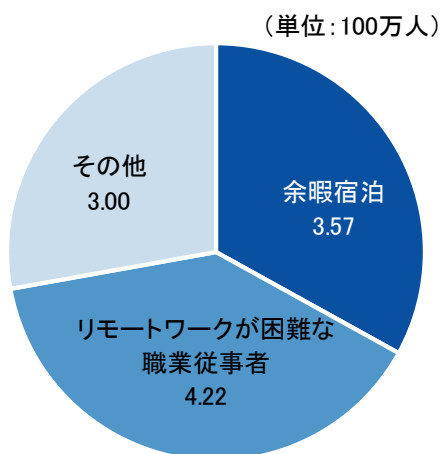
米国第一と産業再生を重視

米国の政治は深刻な分断が続いているが、共和党と民主党の間には共通項が存在する。自国第一主義と米国産業再生という考え方であり、形(手段)を変えることはあっても、グローバルな経済活動の下押しと米国回帰を促す力が、今後も働き続けるとみられる。

多様化する企業の経営課題

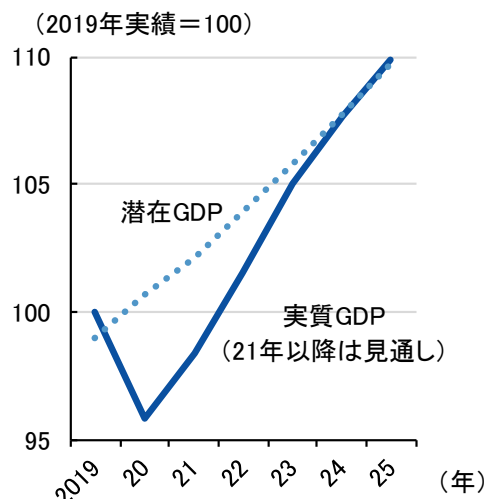
2019年8月、米大手企業の経営者団体ビジネスラウンドテーブルは、株主のみならず、顧客、従業員、サプライヤー、コミュニティ(含む環境)など「全てのステークホルダー」を尊重する経営へのコミットメントを宣言した。また近年、少数の大手テック企業が「審判と選手」を兼ねるプラットフォームビジネスを通じて不公正な方法で競争力を獲得していると批判が高まっている。このため「低価格」「無料サービス」といった消費者利益だけではなく、市場競争やイノベーションなど、他の経済的要素への悪影響にも目を向けた反トラスト法の運用や法改正を求める声がある。こうした多様化・複雑化する課題にどう応えるかは、企業経営だけでなく、マクロ的な包摂的・持続的経済成長の鍵と言われるようになっており、見通し期間を通じて動向が注目される。

【図表 2】 コロナショックと雇用



(注) 2020年2月～9月の雇用減の内訳
(出所) 米国労働省より、みずほ総合研究所作成

【図表 3】 2025 年までの見通し



(出所) みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

調査本部 小野 亮

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

2. ユーロ圏

コロナ危機で、深刻な景気後退に陥ったユーロ圏経済

コロナ危機により、ユーロ圏経済は深刻な景気後退に陥った。イタリア北部を皮切りに、欧州全域で新型コロナウイルスの感染者が急増したことから、2020年3月後半にユーロ圏の多くの国でロックダウン措置が講じられた。結果、個人の消費行動や企業の生産活動が大幅に制限され、経済活動は急速に縮小した。ロックダウン解除後、緩やかな回復が続いているものの、2020年のユーロ圏経済は、リーマン・ショックを超える大幅なマイナス成長となる見込みである。

中期的には+1%台前半程度の成長率に収められ

2025年までの中期を展望した場合、コロナ危機の反動は収束していき、ユーロ圏の実質GDP成長率は、前年比+1%台前半程度の潜在GDP成長率近傍に収められすると予測している。ソーシャルディスタンス確保が制約となり、旅行業等、感染症に脆弱なサービス消費を中心に回復が緩慢なものにとどまるため、コロナ危機の影響は数年にわたに残ると考えられる（【図表4】）。しかし、中期的には、ワクチンの普及に伴い、こうした影響は解消されていくと予想する。

ユーロ圏の中期的なグランドデザインとなる欧州グリーンディール

ユーロ圏の中期的なグランドデザインとなるのが、欧州グリーンディールである。欧州グリーンディールは、2019年12月に欧州委員会が発表した、気候・環境問題の解決と経済の持続的成長の両立を目指す政策だ。コロナ危機後、復興計画の柱に据えられ、重要性が高まった。

①建物のリノベーション投資を進展

欧州グリーンディールは、部門ごとの投資の方向性を示している（【図表5】）。建物部門では、リノベーションを進め（リノベーション・ウェーブ）、住宅や公共施設、オフィスビルを省エネ化していく方針である。エネルギー消費量全体の4割を、建物で消費していることから、建物の省エネ化は、気候変動対策にとって重要施策である。それと同時に、建設業には中小企業が多く、労働集約的であるため、景気対策の観点で重要視されている。

②鉄道・船舶の輸送網と、EV用充電インフラ投資を拡充

輸送部門では、鉄道・船舶・電動自動車の利用を進めるためのインフラ投資を促進する方針である。陸上貨物輸送におけるガソリン・ディーゼル車の利用を減らすため、鉄道・水上輸送能力を高めることが優先事項とされている。また、電動自動車の利用拡大のため、2025年までに公共充電スタンドを2019年の約6倍にあたる100万台に増加させる計画である。

③その他産業部門では再エネや、ネットワーク、技術開発等を推進

その他の産業部門では、再生可能エネルギー発電設備や、送配電網・水素ネットワーク、技術開発への投資を進める計画である。技術開発にあたっては、クリーン水素、燃料電池、エネルギー貯蔵、CCUS（二酸化炭素回収・利用・貯留）等の技術を優先的に開発し、2030年までの商用化を目指す。

毎年GDP比2%程度の巨額の投資が必要

欧州グリーンディールに必要な投資は巨額である。欧州委員会は、2030年までに温室効果ガスを1990年比4割削減するために、名目GDP比約2%/年の投資が必要だとしている。温室効果ガス削減目標は1990年比5割超に強化される方向であり、必要投資額はさらに膨らむ見込みである。

EU等の予算を活用し、官民で投資

巨額の投資ニーズに応えるために、官民による投資が計画されている。EUは2021～2027年の中期財政計画（多年次財政枠組み）で、名目GDP比約

0.6%/年をグリーン関連に充てる計画である。ドイツでは、「気候保護プログラム2030」（540億ユーロ（ユーロ圏名目GDP比約0.5%））や、同国の復興計画の一部である「将来パッケージ」（500億ユーロ（同0.4%））をグリーン等に充てる計画である。これらの資金を呼び水に、民間資金を呼び込む考えである。

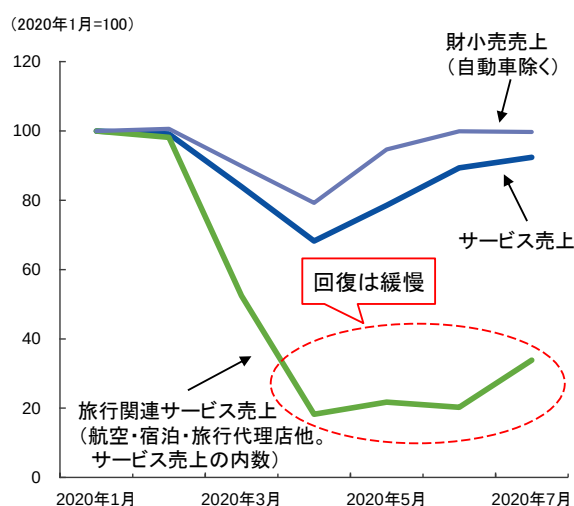
リスク①：サプライチェーンの見直しによる生産性低下

ユーロ圏では、コロナ危機により、2つのリスクが高まった。第一は、サプライチェーンの見直しにより、生産性が低下するリスクである。コロナ危機では、国境を跨いだサプライチェーンのリスクが浮き彫りとなった。2020年2月に、自動車の重要部品を製造するイタリア北部の自治体がロックダウンされた際は、ドイツの自動車産業へのサプライチェーンを通じた悪影響が懸念された。3月に欧州各国が国境を閉鎖した際は、国際物流に支障をきたした。こうした教訓から、サプライチェーンの分散化や国内での整備等が検討されている。フランスの復興予算には、企業の生産拠点やサプライチェーンの国内回帰を支援するために約10億ユーロ（ユーロ圏名目GDP比約0.1%）が計上されている。サプライチェーンの見直しは、将来の感染症等に対するレジリエンスを高める一方、平時の生産性を低下させるリスクがある。

リスク②：人々の行動変化による、投資の下振れ

第二は、人々の行動様式の変化により、資本投入量が下振れるリスクである。ロックダウンを契機に、在宅勤務やオンライン会議が急速に普及した。ドイツでは、年24日程度の在宅勤務を労働者が要求できる権利を法制化する提案もなされた。こうした行動様式の変化が定着した場合、将来にわたり交通インフラやオフィス需要の一部が消失し、投資の制約要因になる。現時点でその兆候は見られないが、感染が再拡大する都度、リスクが高まると考える。

【図表4】ユーロ圏の財・サービス売上高



(出所) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

【図表5】欧州グリーンディール

部門	気候変動対策の方向性
建物	リノベーション比率(既設建築物に対する年間のリノベーション物件数が占める割合)を、2倍以上に引き上げ
輸送	陸上貨物輸送の75%を占める自動車輸送を、鉄道・船舶輸送に切り替え促進。電動車の利用を拡大。そのためのインフラを増強
エネルギー	温室効果ガスの75%を占めるエネルギー(生産・利用)を、省エネと再エネの利用により、脱炭素化。国境を越えたスマートグリッドや水素ネットワークも整備
産業	サーキュラーエコノミー化を進めつつ、2030年までに脱炭素化技術の商用化を目指す。クリーン水素、燃料電池、エネルギー貯蔵、CCUS(注)等が、優先開発分野

(注) Carbon dioxide Capture, Utilization and Storage の略
(出所) 欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

欧米調査部 山本 武人
takehito.yamamoto@mizuho-ri.co.jp

3. 中国

中国経済は新型コロナウイルス感染拡大による落ち込みからいち早く回復

中国経済は、新型コロナウイルス感染拡大による落ち込みから急速に回復している。2020 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、強力な感染拡大抑制策実施により、前年同期比 ▲6.8%と大幅に落ち込んだが、4～6 月期には同+3.2%とプラス成長に転じ、7～9 月期は同+4.9%とさらに伸びを高めた。順調な回復には、①早期の感染封じ込め成功、②医療用品やリモートワーク用 PC 等、感染拡大に伴う特需をうけた輸出押し上げ、③インフラ投資や自動車販売促進策、企業向け減税・手数料減免措置等の政策支援が寄与したと考えられる。

2021 年も回復が続く見込み

2021 年にかけても、大規模な感染再拡大がなければ、回復が続くと考えられる。感染拡大に伴う特需や一時的な政策要因のはく落、感染動向に脆弱な飲食・交通・娯楽等の対人接触型サービス消費の緩慢な回復は成長抑制要因となるものの、インフラ投資に用いられる地方政府レベニュー債（インフラ等の経営収入を償還原資とする地方債）の発行継続を背景に、インフラ投資が引き続き下支えとなるだろう。以上を踏まえ、2020 年の中国経済の成長率は前年比+1.5%とプラス成長を確保し、2021 年は同+6.9%と前年の反動もあり高水準となる見通しである。

労働・資本投入の低下に加え、米国との技術をめぐる対立が生産性向上を阻害

2022 年から 2025 年にかけての中期的な見通しを展望すると、中国経済の成長率は緩やかに減速し、4%台半ばまで低下するだろう。潜在成長率の構成要素のうち、労働投入と資本投入の低下が避けられない上、生産性向上についても、米国とのハイテク技術をめぐる対立等、外部環境の変化をうけ、これまでのように外国技術を活用しにくい、という厳しい状況に置かれているためである。

まず、労働投入については、生産年齢人口がすでに 2010 年代前半にピークを迎えており、今後も低下を続ける見通しである。中国の定年年齢は、男性が 60 歳、女性が 50 歳（幹部は 55 歳）のため、生産年齢人口を 15～59 歳と定義すると、2011 年に 9.4 億人でピークを迎えている。国連予測（2019 年時点、低位推計）に基づくと、2025 年の生産年齢人口は 9.1 億人（2020 年対比 ▲2.5%）と減少が続く見通しである。今後、漸進的な定年年齢の引き上げが予定されているものの、生産年齢人口の減少に歯止めをかけるには至らないだろう。

資本投入に関しては、過去の過剰投資による資本ストックの積み上がりが深刻となる中、投資の限界生産性が低下し、資本投入に頼った成長が困難となっている。一定の前提の下に試算した、2019 年の資本ストックの過剰感（1992 年～2008 年の資本係数のトレンドからの乖離）は GDP 比 35.8%（2018 年：32.8%）と、拡大が続いている（【図表 6】）。さらに、コロナショック対応のためのインフラ投資強化が非効率な投資につながり、資本ストックの調整圧力を高め、中長期的な成長の下押しにつながる恐れがある。

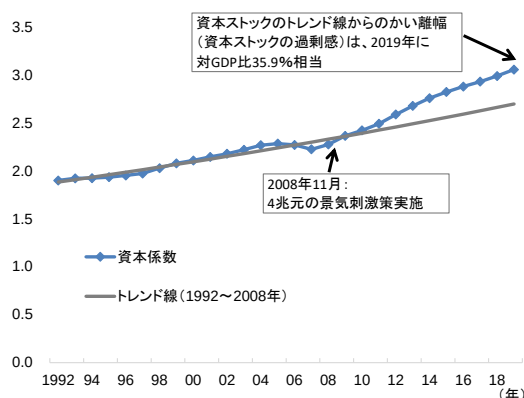
中国政府はイノベーション能力向上に力点を置くも、キャッチアップは容易ではない

労働投入にも資本投入にも依存できない状況下、中国経済の持続的な成長にとっては生産性向上が必要だ。しかし、米国とのハイテク技術をめぐる対立の深刻化や、新型コロナウイルスを契機に広がった安全保障上の観点からのサプライチェーン再構築の動きにより、外国企業の技術を活用した生産性向上の余地が狭まっている。このような外部環境の変化をうけ、中国政府は2020年7月以降、「国内大循環を主体とする」発展モデルを早急に形成するという方針を打ち出し、コアとなる技術を自前で育成するためのイノベーション能力向上を重要政策として強調している。具体的には、関連企業に対する減税・免税や金融面での支援、研究開発体制の整備等を通じて、これまで外国企業に依存してきた半導体等の高付加価値製品の国産化を目指しているようである。こうした取り組みは生産性向上につながるとして評価できる一方、半導体を例にとった場合、最先端技術と中国企業の技術との隔たりは大きく、キャッチアップには時間を要するだろう。

第14次五カ年計画では、経済の質・効率の向上に基づく持続的成長が目標に

2020年10月末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（五中全会）では、2021～2025年の中期政策大綱である第14次五カ年計画および2035年までの長期目標の草案が採択された（【図表7】）。具体的な成長率目標は明示されず、「経済の質・効率面での向上に基づいた持続的・健全な成長を目指す」方針が示された。もっとも、「2035年までにGDPと一人当たり所得を2020年対比で倍増させることは可能」との習総書記の解説を踏まえると、2021年～2035年平均で+4.7%の実質GDP成長率が必要との計算になり、中所得者層拡大のためには持続的成長が求められるとの党指導部の認識が透けてみえる。重要政策方針としては、上述の7月以降の政策方針を踏まえ、「科学技術の自立」を目指したイノベーションや内需拡大が盛り込まれた。米中対立が続く中、習政権の改革手腕がさらに試される5年となる。

【図表6】 資本ストックの過剰感（資本係数）



（注）資本係数＝実質資本ストック/実質GDP。資本ストックは基準値を1952年、除却率を一律5%とし、ベンチマーク・イヤー法により推計
（出所）中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

【図表7】 第14次五カ年計画の概要

経済成長目標	・経済の質・効率面での向上に基づいた持続的・健全な成長
経済構造	・内需拡大（国内の大循環を主体とし、国内・国際の大循環が相互に促進する新たな発展モデルの構築）
イノベーション	・科学技術の自立を目指す ・AI、半導体、バイオテクノロジー等を重大プロジェクト対象に
民生改善	・「全人民が共に豊かに（共同富裕）」、中所得者層の拡大 ・再分配メカニズムの改善、多層な社会保障システムの整備 ・高齢化国家戦略の実施
環境	・グリーン（環境配慮型）・低炭素型発展の促進 ・炭素排出のピークを2030年より前とする行動プラン制定
国家安全	・国家安全システム・能力の強化 ・経済安全の確保（重要産業、インフラ、資源、科学技術等）

（出所）「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」（2020年11月3日）より、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

アジア調査部中国室 玉井 芳野
yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

4. 中国を除くアジア

全体観：成長率は低下へ

コロナ問題による2020年の深刻な景気後退を経て、その反動から2021年の成長率は、ほとんどの国で高い伸びとなる見通しである。ただし経済成長の中期的な趨勢を確認するためには、コロナ禍の影響を大きく受けた両年を除いて考える必要がある。そこで、2016～2019年の平均成長率実績と、2022～2025年の平均成長率予測との比較を通じてコロナ禍後の経済見通しを評価すると、成長率はすべての予測対象国で低下するとみている。そう考える理由は次の2点である。

第1に、すべての国で生産年齢人口（15～64歳）の伸び率が低下すると国連は予測している（【図表8】）。この結果、働く人が増えるペースが鈍化し、経済成長が下押しされる見込みである。

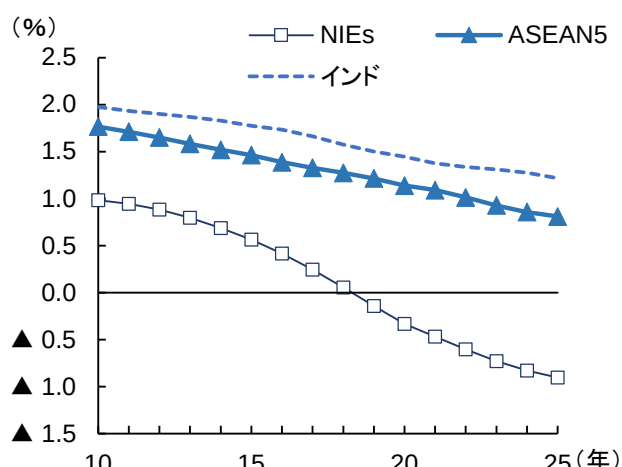
第2に、コロナ禍の後遺症が残る国があるとみている。例えば、景気対策としての歳出拡大や、景気悪化に伴う歳入減少に直面した国では、財政再建の動きがしばらく続くだろう（【図表9】）。また景気悪化に伴い、金融機関の不良債権問題や、その背景にある企業の過剰設備・過剰債務問題が、景気の足を引っ張る国も出てくるとみられる。

以下、国・地域別にみてみたい。

アジアNIEs：成長率は2%程度に低下

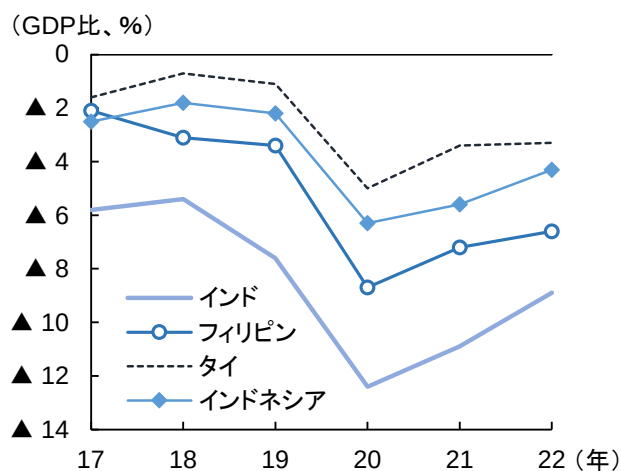
韓国・シンガポールの2カ国と、台湾・香港の2地域から構成されるアジアNIEsは、本格的に働き手が減る時代に突入する。このため、人口動態面からの下押し圧力は相当大きくなるとみるべきである。半面、少子高齢化時代においても経済成長を実現するための取り組みが、これまで積極的に進められている。このため、持続的な生産性の向上を通じて、人口動態の下押しをある程度緩和できる見通しである。

【図表8】生産年齢人口増加率(5年平均)



(出所) 国際連合より、みずほ総合研究所作成

【図表9】財政収支



(注) 2020年以降は世界銀行予測。インドは年度(2020年4月～2021年3月)

(出所) 世界銀行より、みずほ総合研究所作成

製造業を主力産業とする韓国と台湾では、研究開発投資が世界屈指の高水準となっている（【図表 10】）。製造業高度化の進展による生産性上昇が、成長を支えるだろう。とりわけハイテク産業の分野では、両国が当面世界をリードする可能性が高いとみられる。2022 年以降の成長率は、2%程度で推移するであろう。

またシンガポールは、教育に注力してきており、魅力ある人材の宝庫となっている（【図表 11】）。さらに、規制が少ないことや、インフラが整っていることなどから、ビジネス環境の競争力は世界屈指とみなされている。シンガポールも、韓国・台湾と同様に 2%程度の成長を維持することは可能とみている。

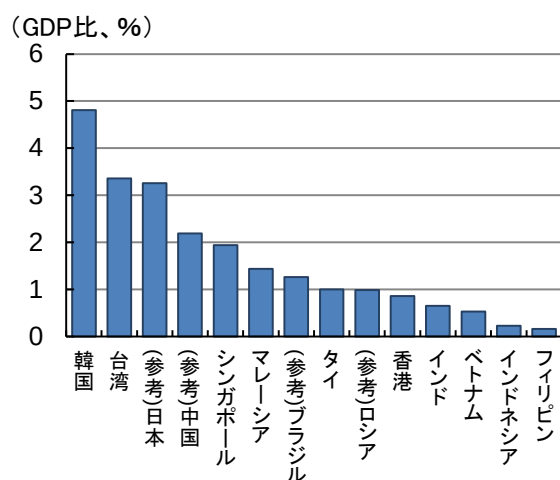
香港も、教育レベルが高いことや、規制が少ないことなど、シンガポールと同様の特徴を持っている。ただし 2020 年 6 月末に施行された香港国家安全維持法により、法制度の透明性低下などビジネス環境の悪化が懸念される状況である。外資系企業の香港への投資意欲は長期間にわたって低迷し、また香港の金融センターとしての役割も縮小を余儀なくされることから、成長率は 1%程度まで下がるとみている。

なお、コロナ対応で大規模な景気対策を実施したシンガポールと香港では、今後一定の財政健全化が図られる見通しである。ただし、現時点では財政に余力があるため、大きな景気下押し圧力を伴うほどの緊縮財政が採用されることはないだろう。

ASEAN5：ベトナム堅調、タイ低迷と予測

インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムから構成される ASEAN5 でも、程度の差はあるものの、成長率の低下を見込んでいる。以下、予想される今後の成長率が高い順にみていきたい。

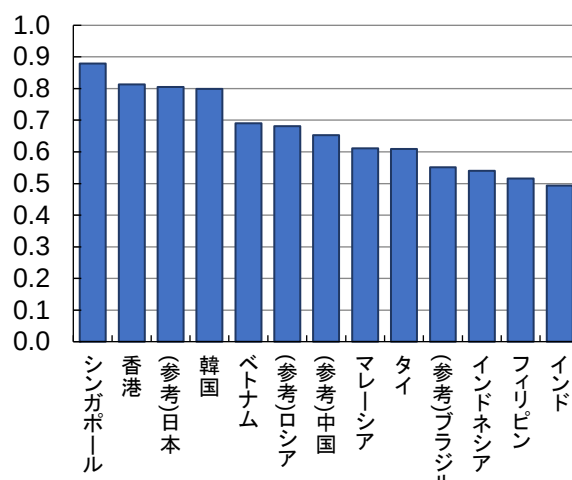
【図表 10】研究開発投資



(注) フィリピンは 2015 年、マレーシアは 2016 年、シンガポール、ブラジル、タイ、ベトナムは 2017 年、他は 2018 年

(出所) 国際連合より、みずほ総合研究所作成

【図表 11】人的資本指数(2020 年)



(注) 数字が大きいほど衛生状態が良好かつ基礎教育が充実していることを示す。台湾は調査対象外

(出所) 世界銀行より、みずほ総合研究所作成

まずベトナムは、徹底した封じ込め政策が奏功したことから新型コロナウイルスの打撃が相対的に小さく、加えて輸出拠点としての注目度が引き続き高い。人口動態の下押し圧力は避けられないが、成長率の低下ペースは緩やかなものにとどまり、今後の平均成長率は6%台半ばと予測する。

最大のリスク要因は、米国が、為替レートの操作でベトナムが不当に輸出を拡大しているとの疑惑を調査しており、ベトナムに対して何らかの経済制裁を科す可能性が出てきたことである。こうした制裁を回避するため、輸出を目的とした対ベトナム直接投資の伸びが鈍化すれば、成長率の低下ペースは早まるであろう。

フィリピンでは、コロナ禍で経済が大打撃を受け、財政再建などの面で下押し圧力は残るだろう。もともと、生産年齢人口増加率が相対的に高いことや、海外への労働者派遣を柔軟に拡大でき世界経済正常化の恩恵を受けやすいことなどがサポート要因となるため、今後の経済成長について過度な心配は必要ないとみている。成長率は、景気過熱感があつたビフォーコロナの水準よりは低下するものの、6%程度を維持できると予測する。

インドネシアは、フィリピンやタイと比べるとコロナ禍による経済の落ち込みは小さかったが、一定の財政再建圧力はしばらく続きそうである。また世界銀行の分類で2020年7月に上位中所得国に昇格しており、労働集約産業への依存縮小を本格的に迫られつつあるが、人材育成や技術開発の面で後れを取っている。こうした状況を踏まえると、成長率は4%程度まで低下する可能性が高い。

マレーシアでは、コロナ禍による経済への打撃はかなり大きく、財政再建や観光関連産業における過剰設備問題が、成長下押し要因としてしばらく残りそうである。ただし、高所得国入りが視野に入中、人材の高度化などにある程度成功しており、生産性向上を通じて4%弱程度の成長を維持することは可能とみている。

最後にタイだが、今後の成長力については悲観的にみている。そう考える理由は、生産年齢人口が本格的な減少局面に入ることに加え、今般のコロナ禍で自動車・観光といった主力産業が過剰設備を抱えていることである。成長率は2%台前半まで低下するだろう。

インド：経済は当面伸び悩む見通し

インドでは、2018年8月のノンバンクの経営破綻に始まる信用収縮で、景気は長く低迷状態が続いてきた。2019年末頃に製造業の在庫調整が一巡し、2020年に入るとようやく経済に回復の兆しが出始めたが、そこで起こったのが今回のコロナ問題である。再び経済は打撃を受け、2020年の成長率は大幅なマイナスに陥った見込みだ。この結果、インド経済は中期的に厳しい局面を迎えることになりそうだ。そう考える理由は以下のとおりである。

第1に、財政の悪化である。2020年のコロナ禍では、さほど大規模な景気対策を打ち出していないが、景気悪化による歳入減少で、財政収支はASEAN5よりも大幅な赤字となった。格付け会社や機関投資家の厳しい目線を前に、政府は財政再建を進める可能性が高い。

第2に、深刻な景気低迷を受けた、金融機関の不良債権問題、あるいはその裏側にある企業の過剰設備・過剰債務問題の再燃である。この結果、企業の設備投資意欲は、長い期間にわたって低迷せざるを得ないであろう。

こうした状況を打開するためには、国営銀行などの非効率な国営部門を民間に売却することが考えられる。政府が国営部門の赤字を補填する必要がなくなり、株式の売却収入で政府債務が減少すれば、財政再建圧力も多少和らぐとみられるからである。ただし、国営部門の経営改善を進めなければ買い手が現れる可能性は低い。また、かなりの時間がかかるうえ、労働組合などの抵抗も予想され、いつまでに実現できるかは不透明だ。

以上の状況を踏まえると、2022年以降の成長率は、1990年代前半以来の4%台にとどまるとみている。

みずほ総合研究所

アジア調査部 稲垣 博史

hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

II. 日本経済

1. 感染再拡大への懸念が下押し、先行きの回復ペースは緩慢に

新型コロナウイルス感染拡大の影響で、2020年度の日本経済は4～6月期に大幅な落ち込み

新型コロナウイルス感染拡大の影響を受け、2020年度の日本経済は4～6月期に大幅に落ち込んだ。緊急事態宣言が発出され、外出自粛の要請に加え、娯楽施設などを対象に休業要請がなされたことを受け、サービス支出を中心に個人消費は急減した。また、世界的に都市閉鎖（ロックダウン）が拡大し、欧米向けを中心に自動車関連や資本財など財輸出が落ち込んだほか、インバウンド観光客数が激減したことを主因にサービス輸出も大幅減となった。さらに、内需・外需の急減を受けて企業収益・設備稼働率が大幅に悪化したことを受け、設備投資も減少した。

経済活動再開後の回復ペースは緩慢

国内の緊急事態宣言が解除され、主要国でロックダウンが緩和された後の日本経済は、消費や輸出の回復により持ち直しに転じた。消費は特別定額給付金の支給やGo toキャンペーン事業などが押し上げ要因となったほか、輸出も自動車関連・情報関連財を中心に回復した。しかし、雇用・賃金や設備投資の調整が夏場以降に本格化したほか、外食・旅行・娯楽などの消費活動が一部制限されたことで、回復ペースは緩慢なものとなっている。

【図表 12】日本経済見通し総括表

		2019 年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP	前年比、%	0.0	▲6.0	3.4	2.0	1.4	0.8	0.8
内需	前年比、%	0.2	▲4.4	2.5	1.6	1.3	0.8	0.8
民需	前年比、%	▲0.5	▲6.1	3.2	1.8	1.4	0.7	0.6
個人消費	前年比、%	▲0.5	▲5.4	3.2	1.8	1.3	0.6	0.6
住宅投資	前年比、%	0.6	▲8.7	▲0.3	2.5	0.8	▲0.5	▲1.7
設備投資	前年比、%	▲0.3	▲8.3	3.9	2.9	1.8	1.0	0.8
公需	前年比、%	2.5	0.7	0.8	1.1	1.1	1.0	1.1
政府消費	前年比、%	2.3	0.2	1.2	1.5	1.4	1.4	1.4
公共投資	前年比、%	3.3	2.7	▲0.6	▲0.4	0.1	▲0.4	▲0.2
外需	前年比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲1.6)	(0.8)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
輸出	前年比、%	▲2.6	▲15.3	8.9	5.1	3.4	3.0	2.8
輸入	前年比、%	▲1.5	▲6.2	3.1	2.3	2.4	2.4	2.4
名目GDP	前年比、%	0.8	▲6.1	2.1	1.8	1.0	0.6	0.5
GDPデフレーター	前年比、%	0.8	▲0.2	▲1.4	▲0.2	▲0.5	▲0.2	▲0.3
内需デフレーター	前年比、%	0.5	▲0.4	0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	0.7	▲0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
"（除く消費税）	前年比、%	0.5	▲0.4	-	-	-	-	-
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.6	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.0
"（除く消費税）	前年比、%	0.5	▲0.1	-	-	-	-	-

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府資料等より、みずほ総合研究所作成

感染再拡大のリスクが残存する中、2021 年度も反発力は限定的

2021 年度においても、感染再拡大を巡る不確実性が家計・企業の活動を萎縮させる状況が続くだろう。その間の経済活動の回復は、緩やかなものにならざるを得ないとみている。個人消費については、外食・旅行・娯楽などサービス消費を中心に伸び悩む見込みである。2020 年度に支給された特別定額給付金の効果がはく落し、可処分所得が前年比で減少することも消費の回復を阻害する要因となるだろう。輸出については、海外需要の回復を受けて財輸出が緩やかに持ち直す一方、レジャー客など訪日外客数の本格的な回復は見込みがたく、サービス輸出の低迷が続く見通しである。設備投資については、内外経済の回復に伴う企業収益・設備稼働率の持ち直しが押し上げ要因となる一方、感染再拡大を巡る不確実性が下押し要因となり、緩やかな増加にとどまるとみている（詳細は、酒井・山本（2020）²を参照されたい。）

中期的には成長率は潜在成長率に収れん

ワクチン・治療薬が普及すると想定している 2022 年度は消費を中心にやや高めの伸びを見込むが、それまでのサービス消費の落ち込みやインバウンド需要の蒸発による落ち込みを取り戻すには時間がかかる。企業収益は相当に傷んでおり、賃金の伸び悩みが消費を下押しするだろう。企業の期待成長率も大幅な上昇は見込みがたく、設備投資の伸びは緩やかなものとなる見通しである。これらを受け、経済成長率は中期的には後述の潜在成長率近傍に収れんしていくとみている。

感染が終息せず需要低迷が続けば、サービス消費を中心に成長率が下振れする懸念も

なお、ワクチン・治療薬については、有効性・安全性が十分なものが開発されるのか、量産・供給体制が整備されるのか、人々が接種を受け入れるのか、などの点で不確実性が高い。小規模な感染が継続し、ソーシャルディスタンスを確保するための営業時間・入店客数等の制限、宴会・イベントの自粛、国内の移動自粛、海外渡航制限などが 2021 年度以降も継続される可能性がある。この場合、宿泊・飲食、旅行・交通、娯楽などの対人接触型サービスの消費やインバウンド需要が足下の水準から伸びない状況が続き、成長率が下振れる点には留意が必要である（詳細は、酒井・矢澤（2020）³を参照されたい）。

2. 資本ストック毀損が潜在成長率を下押し。労働投入も鈍化することで成長を制約

資本ストックの毀損が短期的には成長率を下押し

新型コロナウイルス感染拡大の影響は供給サイドにも波及する。2020 年度に設備投資が落ち込むことで資本ストックが毀損し、成長の巡航速度といわれる潜在成長率は 2021 年度にかけて 0.1%程度まで低下する見通しだ。設備投資は 2021 年度以降に回復傾向で推移するものの、上記のとおり期待成長率が低迷する中では急激な伸びは想定しがたく、資本投入の伸び幅は限定的になるだろう。

女性・高齢者などの労働参加で労働投入はプラス

一方、労働投入については、女性や高齢者の労働参加の進展により、予測期間中はプラス圏での伸びを見込んでいる。残業規制や人手不足への対応、IT 技術の進展などから、柔軟な働き方ができる環境が企業サイドで徐々に整

² 酒井才介・山本康雄「コロナショックと日本経済～2020 年度は大幅マイナス成長。先行きの回復も緩慢～」『みずほインサイト』（2020）みずほ総合研究所

³ 酒井才介・矢澤広崇「コロナショック長期化の影響～対人接触型サービス消費の低迷が及ぼすインパクト～」『みずほインサイト』（2020）みずほ総合研究所

備されていたが、コロナ禍においてリモートワーク促進などの動きがさらに加速している。これまで時間や場所の制約があった女性や高齢者の労働参加が進むと考えられるため、予測期間中の労働力人口は緩やかではあるが、増加していくと考えられる。

労働時間は減少し、労働投入は徐々に成長の制約要因に

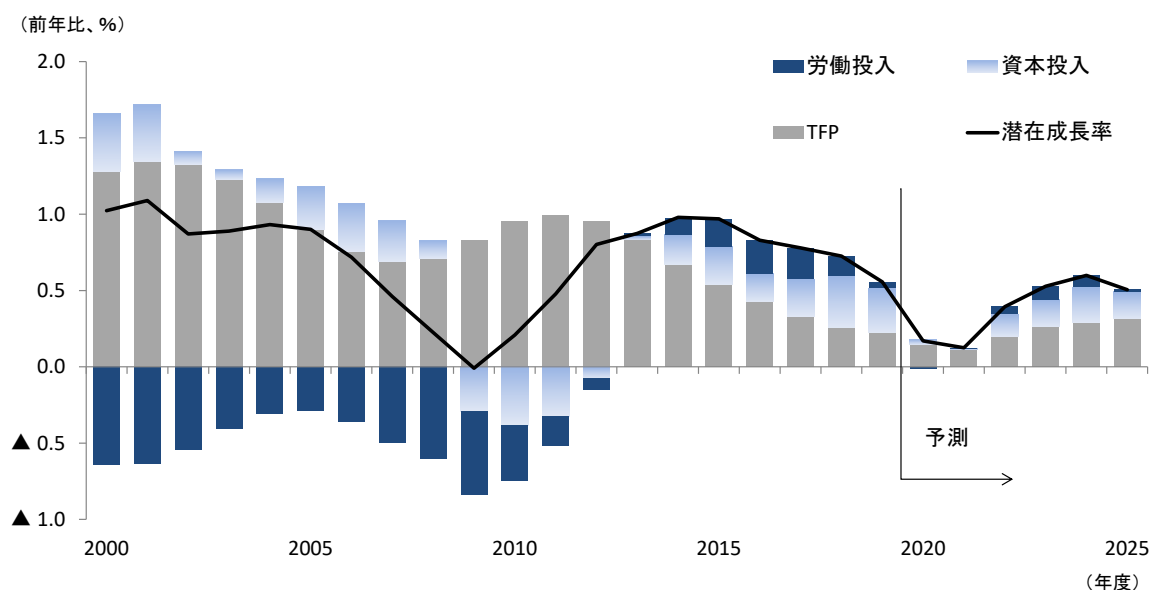
もともと、今後の労働参加者は、子育てや介護等をしながら労働参加を行う層、あるいは体力的にフルタイムでの労働参加が難しい層が増えていくことが想定され、労働時間の制約を受ける可能性が高いとみている。労働投入（労働人口×労働時間）の伸びは徐々に鈍化し、2020年代半ばにかけて、徐々に成長の制約要因になってくると考えられる（【図表 13】）。

以上から、予測期間中の潜在成長率は概ね 0.5% 近傍での推移が続くとみている。潜在成長率が伸び悩む中、実際の経済成長率も高成長は望めず、徐々に伸びは鈍化していく見通しである。

感染が収束しない場合、潜在成長率はマイナスに陥る懸念も

なお、本項で示した潜在成長率の見通しは、コロナ禍による経済の落ち込みがあくまでも一時的なものであり、潜在的な労働投入や TFP（全要素生産性）に与える影響は限定的であるとの想定に基づいている。新型コロナウイルス感染拡大の影響が長期化してサービス消費など需要の回復が遅れた場合、営業時間短縮などによる労働時間の削減などを通じて潜在労働投入量が減少するほか、（飲食店等の）座席数制限などによるサービス業の生産性低下は TFP の低下につながる。この場合、潜在成長率はマイナスに転じる可能性が高い。企業の期待成長率が低下することで、設備投資の中長期的な下振れや採用意欲の低下などにつながる懸念があるだろう。

【図表 13】潜在成長率の見通し



(出所) 内閣府資料等より、みずほ総合研究所作成

3. デジタル化を生産性改善につなげられるかが鍵

潜在成長率引上げには、デジタル化を生産性改善につなげられるかがカギ

前述が日本経済の中期見通しだが、日本の成長率を中長期的に維持向上していくためには、やはり生産性改善が不可欠である。鍵になるのがデジタル化だ。コロナ禍においてテレワークやオンライン会議は広がりを見せており、今後もその流れが止まることはないと考えられる。こうした取り組みが浸透することで、生産性の上昇につながる可能性は十分にある。

日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(大企業)」(2020年6月)をみても、企業の9割以上がデジタル化対応の必要性を感じており、6割以上は取り組みを実施もしくは検討している。日本銀行「全国企業短期経済観測調査」の9月調査をみても、ソフトウェア投資計画(全産業・全規模)は前年比+6.4%とプラスを維持しており、企業はテレワーク関連や非接触対応投資等のソフトウェア投資を重視している様子が鮮明になっている。

業務フローの見直しや人材育成が不可欠

ただし、生産性上昇はIT投資を行うだけで実現できるものではない。事業部門や経営者が積極的に関与し、業務フローの見直しを全社的に進めなければ、生産性の十分な改善にはつながらない。また、日本は米国と比べてIT人材がITを提供する側の企業に偏在しており、人材不足がデジタル化のボトルネックとなっている。中長期的にIT人材を育成し、ユーザー企業においてもIT人材を十分に確保することが求められる。

デジタル化で需要を掘り起こすことも重要

IT投資でコストを削減するだけでなく、新たな付加価値を生み出すことも重要である。例えば、EC化が進展する中で、消費者のニーズを掘り起こすような新しい商品やオンライン体験サービスが提供されれば、経済成長率の底上げにつながるだろう。特に、高齢層はネットショッピングを利用する割合が他年齢層と比べて低く(コロナ禍で上昇傾向にはあるものの、65歳以上は3割程度にとどまっている)、高齢層を中心に需要を掘り起こすことができれば、消費の裾野が広がる余地は十分にあると言えそうである。

コロナ禍を受けて、働き方や消費のあり方などはデジタル化を軸として大きく変わりつつある。今回のコロナ禍で企業経営者がデジタル化の必要性を再認識したことで、生産性の引上げや需要の掘り起こしに向けた取り組みが一層進展することを期待したい。

みずほ総合研究所

経済調査部 酒井 才介
saisuke.sakai@mizuho-ri.co.jp

©2020 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取り扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。