

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、足下コロナ禍からの回復過程にある。短期的には2020年のマイナス成長の反動もあり、高めの成長率を予想するが、中期的には各国とも潜在成長率並みの成長率に収れんする見通し。
- 中期的な視座ではグリーン化に対応する投資拡大が期待される。主要国が中長期での脱炭素目標を掲げるなか、目標実現に向けた開発投資や生産能力増強投資の需要拡大が成長率の押上げ要因になろう。一方で、中国など一部のアジア地域が抱える過剰な資本ストックの調整は、世界成長率の拡大を抑制する要因として働きそうである。
- 日本経済は、コロナ禍の影響長期化により、潜在成長率が足下 0.1%近傍まで低下している。今後はグリーン化・デジタル化に対応した投資が資本ストックの押上げに寄与し、回復に向かう見通しである。ただし、生産年齢人口の減少に伴う労働投入の伸び鈍化により、回復後の中期的な潜在成長率は0%台半ばから後半程度にとどまると予想する。成長率引き上げには、持続的な賃金上昇と個人消費の拡大がカギであり、その実現に向けた人的投資が必要である。

【図表 1-1】世界経済見通し総括表

	(前年比、%)							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	暦年		(見通し)					
世界実質GDP成長率	2.8	▲ 3.1	5.4	4.1	3.2	3.1	3.1	3.0
日米欧	1.7	▲ 5.0	5.1	4.2	2.3	1.6	1.7	1.7
米国	2.3	▲ 3.4	5.8	4.4	2.4	2.3	2.2	2.2
ユーロ圏	1.5	▲ 6.3	4.8	4.5	2.6	1.0	1.4	1.5
英国	1.4	▲ 9.8	6.7	4.4	1.2	1.4	1.4	1.4
日本	0.0	▲ 4.6	2.0	2.6	1.8	0.6	0.8	0.5
アジア	5.1	▲ 1.0	7.0	5.3	4.8	4.6	4.6	4.6
中国	6.0	2.3	7.9	5.2	5.1	4.9	4.7	4.6
NIEs	1.9	▲ 0.9	4.9	3.1	2.4	1.9	1.8	1.7
ASEAN5	4.9	▲ 3.5	3.5	5.6	4.5	4.4	4.4	4.4
インド	4.8	▲ 7.0	9.0	6.3	5.2	5.5	5.8	6.1
オーストラリア	1.9	▲ 2.5	4.1	3.1	2.6	2.1	2.0	1.9
ブラジル	1.4	▲ 4.1	4.8	1.6	2.2	2.2	2.2	2.2
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.3	5.8	2.6	2.3	2.2	2.2	2.1
ロシア	2.0	▲ 3.0	4.0	2.6	2.4	2.0	2.0	1.9
日本(年度)	▲ 0.5	▲ 4.4	3.0	2.6	1.3	0.7	0.7	0.5
為替(円/ドル、年度)	109	107	110	113	114	115	113	111
為替(ドル/ユーロ、年度)	1.12	1.14	1.19	1.16	1.15	1.14	1.16	1.16

(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、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

I. 海外経済

1. 米国

コロナ禍からの
脱却に向けて前
進した 2021 年

ただし「全て元通
り」とはならず。
財需要は好調

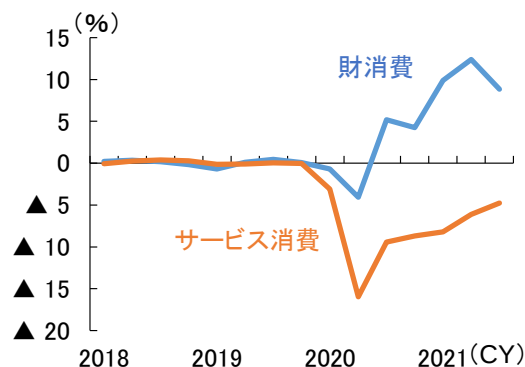
財需給がひっ迫
して 1990 年代初
頭以来の高イン
フレに

2021 年の米国経済はコロナ禍からの脱却に向け着実に前進し、GDP 成長率は 5%台と 1980 年代半ば以来の高成長となる見込みである。年初は、感染再拡大による下振れ懸念やワクチン接種に対する悲観論が根強かったが、接種が着実に進展したことを追い風に、春先からほとんどの州で商業施設の収容上限等を緩和・撤廃する動きが広がった。回復が遅れていた外食等の対人接触型のサービス消費が徐々に持ち直し、個人消費の回復をけん引した。

経済は徐々に正常化に向かったが、制限解除によって全てが元通りになったわけではない。コロナ禍での景気回復は「K字型」と称されるが、米国においても財とサービスの二極化が長引いている。感染拡大が深刻な 2020 年に「サービスから財へのシフト」をみせた個人消費は、2021 年になってもその傾向は崩れず、財消費がコロナ禍前のトレンドから大きく上振れたままとなる一方、サービス消費は大幅に下振れた状況が続いた（【図表 1-2】）。上述の通り営業制限の緩和・撤廃は進んだものの、夏場の感染再拡大等によってオフィス勤務の再開時期が後ずれし、在宅時間が長いままとなったことが財需要を支えた。

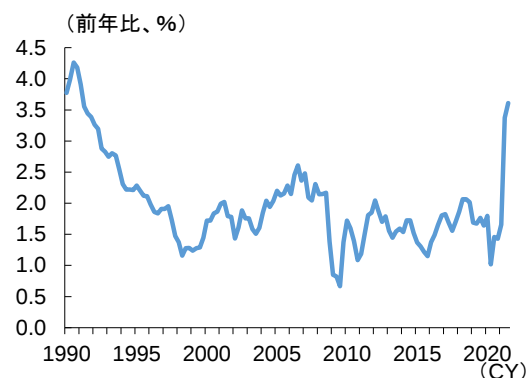
好調な財需要に供給が追い付かなかった結果、米国は 1990 年代初頭以来の高インフレに見舞われた。感染懸念や子供のケア、早期退職等によって労働市場から退出した人の再復帰は遅れ、人手不足が深刻化した。輸送需要の急増に物流網が追い付かなかったことも相まって、至るところで部材不足や在庫不足が発生した。この結果、財需給はひっ迫し、財物価が主導する形でインフレ率（個人消費支出デフレータ・コア指数の前年比）は春先から急加速し、9 月には 3.6%に達した（【図表 1-3】）。

【図表 1-2】財・サービス別にみた個人消費



(注) コロナ禍前(2017~2019年)のトレンドからの乖離
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロ
ーズ作成

【図表 1-3】コアインフレ率



(注) 個人消費支出デフレータ・コア指数
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロ
ーズ作成

中期的にみると
潜在成長率の水
準はコロナ禍前
と同程度に

2023 年以降を展望すると、米国経済の成長ペースは、経済の巡航速度とされる潜在成長率へ徐々に収れんしていくとみられる。以下 3 点の理由から、中期的な潜在成長率は、コロナ禍前の 2% 弱とされていた水準から大きな変化はないと想定される。

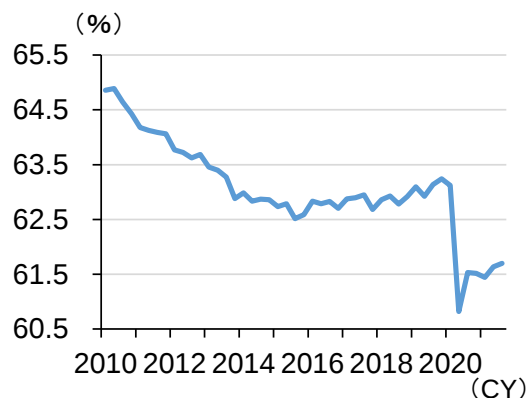
参加率の改善が
見込まれ、労働
資本は緩やかに
増加

第一に、労働資本は緩やかな増加が見込まれる。コロナ禍前の米国では、出生率の低下やベビーブーマー世代の退職といった人口動態的な逆風がありながらも、労働力人口は緩やかに増加していた。コロナ禍では、感染を懸念した就労控え、リモート授業移行や保育施設の閉鎖・縮小に伴う子供の世話のための離職、株高の資産効果等による早期退職等を背景に労働参加率が急低下し、労働力人口を下押しした（【図表 1-4】）。感染抑制と共に労働市場の供給制約は緩和に向かうと想定され、感染懸念や子供の世話による労働参加率の下押し圧力は後退し、2022 年以降参加率は改善していくとみられる。ただし、十分な老後資金を確保した早期退職者の労働市場への復帰は見込みにくいため、参加率の回復を阻害する要因として注意する必要がある。

企業の投資意欲
は良好であり、設
備資本の増加に
も期待

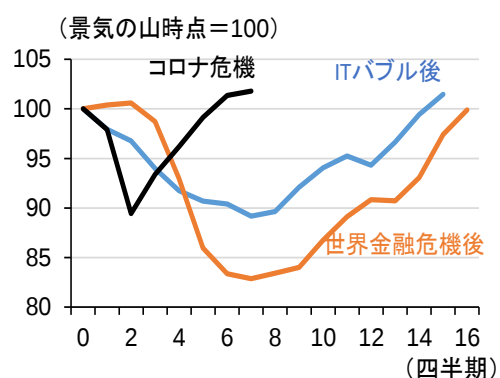
第二に、設備資本の増加も期待出来る。従来の景気後退後の局面では、設備投資の回復が遅れることが多く、2001 年の IT バブル後の局面や 2008 年の世界金融危機後の局面では、設備投資がボトムに達するのに 2 年ほど、後退前の水準を回復するのに更に 2 年ほどを要した（【図表 1-5】）。これに対して今回は、設備投資がボトムに達するのに半年、そこから後退前の水準を回復するのに 1 年と、かつてないほど短期間で急回復した。金融仲介機能が毀損されなかった中、コロナ禍という異常事態に適応すべく、企業はリモートワーク関連の IT 投資、省力化に向けた自動化投資、EC 化の加速に伴う物流関連の投資等を拡大した。企業サーベイ等からは、今後についても投資意欲の強さがうかがわれ、中期的にも設備投資の増加、それによる資本ストックの増加は潜在成長率を支えるだろう。

【図表 1-4】労働参加率



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【図表 1-5】設備投資の局面比較



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ禍で下振れた TFP は徐々に持ち直しへ

最後に、経済成長のうち労働資本や設備資本で説明出来ない部分、いわゆる全要素生産性 (TFP) は持ち直しが見込まれる。コロナ禍では、TFP の上昇ペースは鈍化したとみられる。種々の営業制限や人手不足、物流混乱等によって正常な企業活動を営めないことは、基本的には効率性低下という形で TFP の下振れに繋がると考えられるためだ。人手不足や物流混乱等は 2022 年以降緩和に向かうとみられ、TFP は中期的にはコロナ禍前と同程度のペースで上昇すると想定される。

GDP 成長率は中期的に潜在成長率へ回帰

以上の 3 点を踏まえると、コロナ禍は米国経済に対して、長きにわたる後遺症を残すことにはならないと考えられる。コロナ禍で潜在成長率は下振れた可能性はあるが、常態とはならず、中期的にみると潜在成長率は 2% 弱というコロナ禍前と同程度の水準に回帰していくことが見込まれる。GDP 成長率についても、2023 年以降、同程度の水準に収れんしていくだろう。

更なる潜在成長率の底上げという点で注目されるのは、コロナ禍前より重要性が認識され、また、コロナ禍でその認識が一層強固になった 2 つの分野において前向きな動きが進むかである。

デジタル分野で新需要創出や、投資拡大等が進むか

第 1 にデジタル分野である。米国ではコロナ禍で EC 化やリモートワークが急速に進展した。様々なサーベイで前向きな評価がされている点に鑑みると、中期的に定着すると予想されるが、これらは場所のシフト (消費場所: 実店舗から EC サイト、就労場所: オフィスから自宅) やそれに伴う利便性の向上にとどまらず、労働・設備資本の両面で潜在成長率を押し上げる可能性がある。EC 化やリモート化により既に新たな需要が創出されており、今後もその潮流が続けば、関連分野で設備投資が増えたり (例えばデータセンターの拡張、関連技術の開発等)、労働供給が改善したり (例えば自宅外への移動が難しい人の就労等) することが期待される。リモート化の定着に伴い、デジタル技術を活用した業務プロセスの効率化や、従業員の教育・訓練方法の見直しを実現することができれば、TFP 向上に繋がる可能性もある。

グリーン分野で期待される投資拡大・技術革新

第 2 にグリーン分野である。バイデン大統領は就任早々にパリ協定に復帰し、2030 年の温室効果ガス排出量の 2005 年対比半減、2050 年のカーボンニュートラルを目指す方針を掲げており、気候変動への関心・配慮に乏しかったトランプ前政権からは大きな転換となった。目標達成に向けた施策では再生可能エネルギー推進や電気自動車普及が柱と位置付けられており、炭素除去や蓄電、水素エネルギー等の分野での開発投資・技術革新が進むことが期待され、潜在成長率を押し上げる可能性がある。

みずほリサーチ & テクノロジー調査部

経済調査チーム 西川 珠子
tamako.nishikawa@mizuho-ir.co.jp

2. ユーロ圏

経済活動正常化を進めるユーロ圏経済

2021 年のユーロ圏経済はワクチン接種の進展が奏功し、コロナ禍からの回復が進んでいる。春先までは新型コロナウイルス感染拡大とそれに伴う感染対策（ロックダウン等）により、景気は低迷した。しかし、春先以降、ワクチンの普及を受けて重症化リスクが低下したことで、各国政府が感染対策の緩和を進め、コロナ禍で落ち込みの大きかった宿泊や飲食などのサービス消費が急回復し、前年の落ち込みの反動で 2021 年は高成長が見込まれる。

もっとも、コロナ禍の悪影響は残存

もっとも、コロナ禍の悪影響は残存している。繰り返される感染拡大等の影響で消費者の行動には慎重さが残り、宿泊や飲食などの対人サービス業の回復は道半ばの状況である。加えて、世界経済の回復に伴う財需要の急増による半導体や木材などの部材・原材料不足のほか、物流網の混乱といった供給制約が生じ、自動車を中心に生産・輸出が伸び悩んでいる。

2022 年も高成長が継続する見込み

2022 年についても経済活動の正常化が進む見込みである。コロナ禍は依然として終息の兆しが見られず、感染拡大と収束を繰り返す可能性が高い。しかし、各国政府がロックダウンのような厳格な感染対策を実施しない方針であることから、対人サービス消費の回復が続くだろう。供給制約に関しても 2022 年中に解消に向かう見込みであり、供給制約解消に伴う外需拡大を追い風に、2022 年も高成長が継続する公算が大きい。

中期的には+1%台半ばの成長率に収れん

2023 年以降の中期を展望すると、こうしたコロナ危機の影響は限定的になり、ユーロ圏経済の実質 GDP 年間成長率は潜在成長率並みの+1%台半ばに収れんしていくと予測する。潜在成長率の構成要素では、生産年齢人口の減少が労働投入を下押しする一方、気候変動対策を中心とする投資拡大が資本投入の押し上げに寄与する見込みである（【図表 1-6】）。つまり、欧州の成長戦略である気候変動（グリーン）政策が中期的な成長の原動力となる。

加速する気候変動対策

EU は気候変動対策と経済成長を両立させる「欧州グリーンディール政策」（2019 年 12 月公表）を推進している。先進諸外国と比べても気候変動への取り組みが早い欧州においては、既に脱炭素目標の設定という局面から、いかに目標を達成するのかという戦略策定の局面に移行した。2021 年 6 月に採択された「欧州気候法」では 2030 年に温室効果ガス排出量の 55%削減（1990 年対比）と 2050 年のカーボンニュートラルが法制化され、7 月には 2030 年までの目標達成に向けた政策パッケージ「Fit for 55」が公表された。Fit for 55 においては、再生可能エネルギー比率の引き上げや内燃エンジン車の段階的な販売禁止に加え、欧州排出量取引制度（EU-ETS）の対象範囲拡大および炭素国境調整メカニズム（CBAM）の導入が提案された。

グリーン対策で投資が増加する見込み

削減目標達成に向けては、グリーン関連での技術開発やその普及が欠かせない。欧州では域内の競争条件を歪めるおそれがあることから原則として特定産業への政府補助は禁止されているが、電池やグリーン水素の分野は例外とすることで、官民連携による技術開発や域内生産の拡大を進めている。加えて、コロナ禍でのグローバルサプライチェーンの分断が自動車など欧州産業に打撃を与えた教訓を「新産業政策」に反映し（2021 年 5 月）、欧州域内のサプライチェーンの構築・強化を図っている。欧州委員会は EU の輸入品

目のうち輸入依存度が高い原材料やグリーン化・デジタル化に関連する 137 品目を特定し、それら品目のうち、半導体やクラウド・エッジ分野等について技術開発支援や域内生産の拡大を推進し、国際競争力を強化する方針である。こうした姿勢は、投資分野の先見性を高め、民間投資の拡大に寄与することが見込まれる。

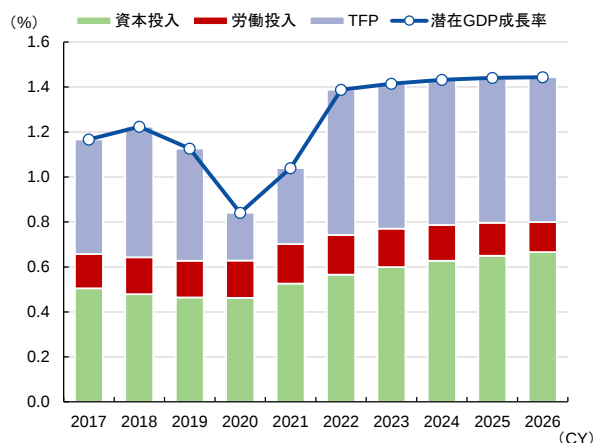
グリーン社会の移行に向けた財政支援が民間投資資金の呼び水に

資金面での支援もある。例えば、復興基金の中核政策「復興強靱ファシリティー」(6,725 億ユーロ)である。各国が提出した復興計画によると、46%がグリーンに関連する投資に割り当てられている(【図表 1-7】)。復興計画に基づく各国の実際の投資は 2022 年以降に本格化する見通しである。こうした資金を呼び水として、民間投資需要を喚起し、予測期間中の GDP の押し上げに寄与することが見込まれる。

気候変動対応を新たなビジネス機会に

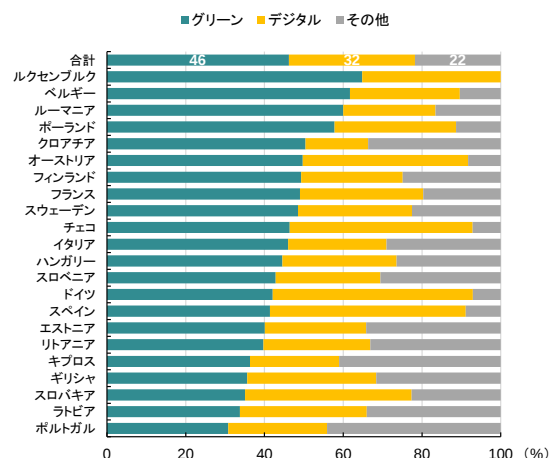
一方で、EU-ETS の対象範囲拡大など環境規制の強化は域内産業にとってはコスト増となり、国際競争力の低下につながりかねない。そこで、EU への輸入品に対して炭素税を課すことで、グリーン化を進める域内産業の競争力を維持する仕組みである、CBAM を導入する方針である。また、CBAM は競争力維持にとどまらず、EU の輸出先でのグリーン市場の創出効果がある。CBAM によって他の国・地域が EU 市場にアクセスするためには自国での再生可能エネルギー等のグリーン技術の導入が必要となるからである。欧州としては、そうしたグリーン技術・サービスに対するニーズを新たにに取り込みたい考えである。現在の提案では CBAM はセメント、電力、肥料、鉄鋼、アルミニウムが対象となっているが、今後、対象範囲を拡大していくことが見込まれ、世界各国へ脱炭素に向けた努力を促すことで、欧州の新たなビジネス機会につながる。

【図表 1-6】ユーロ圏：潜在成長率見通し



(注) みずほリサーチ&テクノロジーズによる推計値・予測値
(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【図表 1-7】復興強靱ファシリティー：各国支出計画



(出所) Bruegel より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

みずほリサーチ&テクノロジーズ調査部

経済調査チーム 矢澤 広崇
hirotaka.yazawa@mizuho-ir.co.jp

3. 中国

コロナ禍からの回復基調は続き、2021 年は、全人代で示した成長率目標を達成する見込み

2022 年は巡航速度とされる 5~6% 成長の下限近くに

中期的には、労働・資本投入の低下は避けられず、生産性向上にも不透明感が漂う

中国経済は足下で減速がみられるものの、回復基調を維持している。2021 年前半はコロナ禍からの回復の勢いを維持し、実質 GDP 成長率は前年同期比 +12.7%、前年のコロナ禍による落ち込みを考慮した 2019 年対比の同期比（年換算）でも +5.3% と堅調な伸びであった。しかし、7~9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +4.9%（2019 年対比の同期比（年換算）：+4.9%）と鈍化がみられた。急回復局面より徐々に成長ペースが巡航速度に戻るなかで、一時的なものを含め様々な事象が成長の足かせとなったことが原因にある。デルタ型変異株（以下、デルタ株）による感染再拡大や不動産開発業者向け融資規制等による不動産投資の抑制が主たるものだが、年初（3 月）の全人代で示された成長率目標の「前年比 +6% 以上」は容易に達成できる見込みである。

足下で発生する様々な逆風を受けても景気の失速は回避しており、2022 年にかけても基調としては改善が続くと考えられる。ただし、散發的な感染の発生（及び局所的なロックダウン）に伴う消費活動の抑制や不動産投資の弱含みは年間を通じて景気を下押しすると想定する。一方、ハイテク製造業分野を中心に（設備投資の原資となる）企業収益は堅調に推移しており、比較的活発な製造業投資が不動産投資の減少を部分的に補うだろう。以上を踏まえ、2021 年の成長率は +7.9%、2022 年は 5~6% とされる巡航速度の下限に近い +5.2% の成長となる見通しである。

2023 年以降の中期的な見通しを展望すると、中国経済は緩やかに成長が鈍化し、成長率は 4% 台まで低下すると考えられる。潜在成長率を構成する 3 つの要素（労働投入、資本投入、生産性向上）のうち、労働投入は人口オーナス期に差し掛かるなか低下は避けられず、資本投入も過去の過剰投資や不動産投資に対する政府スタンスを鑑みて低下すると考えるのが自然だろう。生産性向上も、イノベーションの促進に対する政策的な取り組みの一方、米国との対立等による先端的な技術へのアクセスが制限される環境が続くなど、追い風よりも向かい風を意識せざるを得ない状況となっている。

3 つの要素について個別にみていくと、労働投入に関しては直近の全国人口センサスによれば、既に 2020 年の生産年齢人口は減少傾向にある。前回調査時の 2010 年と比較して、2020 年の生産年齢人口は 4,500 万人以上のマイナス（約 8.9 億人、2010 年比 ▲5% 程度）と無視できない規模である。政府は第 14 次五カ年計画等において定年の段階的な延長といった対策に踏み出すが、国連の予測では 2030 年の生産年齢人口は約 8.7 億人（中位推計）と、更に減少する見通しで、労働投入の低下は避けがたいといえよう。

次に資本投入については、2008 年のリーマンショック後に実施した景気刺激策の副作用として過剰投資が発生して以降、資本ストックの積み上がりが深刻化しており、今後の拡大は見込みにくい（【図表 1-8】）。政府は 2060 年のカーボンニュートラルを掲げるなか、2030 年における二酸化炭素排出量のピークアウトに照準を合わせており、グリーン関連投資が期待される。しかし、現段階における再生エネルギーの発電設備容量目標等を踏まえれば、2030 年までの投資規模は限定的とみられる。

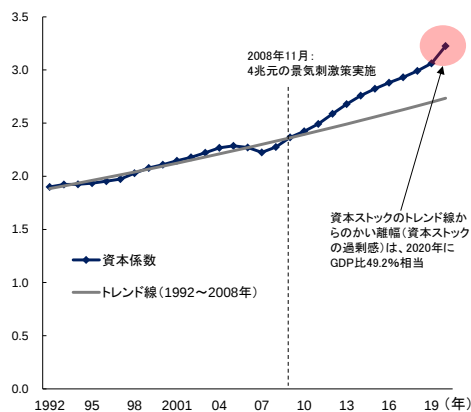
イノベーションの促進は国策として注力も、米中対立等の阻害要因も

労働投入や資本投入の段階的な低下が避けられないなか、生産性の向上が肝要となる。第 14 次五カ年計画でも最重要政策に位置付けられている科学技術のイノベーションに関しては、政府の基礎研究支出の一層の拡大や企業の研究開発投資に対する税制優遇の拡充等、本腰を入れた支援が続くとみられる。一方、米国との対立等を背景に、ハイテク技術へのアクセスが制限される状況は続いており、生産性向上への足かせとなりかねない。半導体を例に挙げると、特に先端技術が必要とされる分野（半導体メモリ等）での競争力は相対的に低く、技術的なキャッチアップを目指すなか、外国企業の技術活用に制限が課される状況は、生産性向上にとって痛手といえよう（【図表 1-9】）。また、共同富裕を旗印とした IT プラットフォーマー等、サービス業への規制強化も、中長期的にイノベーションの芽を摘む懸念があるといった指摘もある。今後の政策や運用について動向を注視していく必要がある。

持続的な成長に向け構造的課題への取り組みは不可避

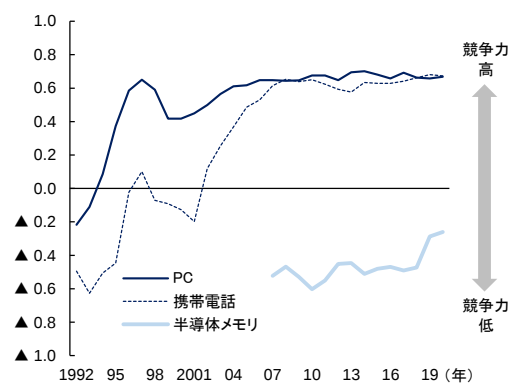
2020 年 11 月の五中全会（第 19 期中央委員会第 5 回全体会議）において、習総書記は「2035 年までに GDP と一人当たり所得を 2020 年対比で倍増させることは可能」と語っている。そのためには、実質 GDP 成長率を 2021 年から 2035 年の平均で年率+4.7%以上、確保する必要があると試算される。頼みの綱と位置付ける生産性の向上にはイノベーションの更なる活性化が必要だ。そのためには、政府によるハイテク産業への政策的な支援のほかに、必ずしも順調に進んでいるとは言えない国有企業改革や過剰債務の抑制、金融システムの開放といった構造的な課題にも取り組む必要がある。中国にとって持続的な成長の確保に向けて残された時間は少なく、2020 年代は正念場が続くといえよう。

【図表 1-8】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、除去率を一律 5%とし、ベンチマーク・イヤー法により推計
(出所) 中国国家統計局より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

【図表 1-9】電子関連の輸出特化係数



(注) 輸出特化係数＝(輸出－輸入)/(輸出＋輸入)
(出所) UN Comtrade より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

みずほリサーチ&テクノロジー調査部

アジア調査チーム 伊藤 秀樹
hideki.ito@mizuho-ir.co.jp

4. 中国を除くアジア

コロナ禍からの回復度合いは地域によってまだら模様

アジア経済のコロナ禍からの回復度合いは地域によってまだら模様となっている。ワクチンの調達が出遅れた ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）では、年央に感染力が強いとされるデルタ株が蔓延し、軒並みロックダウンに陥った。感染抑制には長い時間がかかり、ASEAN5 の実質 GDP の規模は 2021 年 7～9 月期の時点でも依然コロナ前の水準を下回っている。一方、NIEs（シンガポール、韓国、台湾、香港）でもデルタ株の変異株は拡大したが、スマートフォンの接触者追跡アプリやビッグデータといった先進技術を活用した防疫策が講じられ、感染をうまく抑えることに成功した。また、世界的なデジタル化の流れに支えられ主力産業である半導体の輸出も好調となり、いずれの国・地域も 2021 年 1～3 月期にはコロナ前の景気水準を回復した。

ワクチンの普及により、徐々に景気は正常化へ

先行きのアジアの景気は、ワクチンの普及に伴う規制緩和により徐々に精彩を取り戻すと見込んでいる。まずワクチンの接種動向についてみると、NIEs はいずれの国・地域についても 6 割超が 1 回目のワクチン接種を終えており、既にワクチンは一定程度普及していると評価できる。ASEAN5 は、ワクチン接種が開始した序盤こそ調達が出遅れたが、2021 年の年央頃より中国や日本、米国といった諸外国との交渉を急ピッチで進めている。その結果、ASEAN5 におけるワクチンの接種ペースは年後半に入り上向いている。この接種ペースを勘案すると、ASEAN5 全体でワクチンが概ね普及するのは 2022 年の半ばとなる見込みだ。それにあわせて、各国の経済行動規制も緩和されるだろう。

また、世界でワクチンが普及することとなれば、新型コロナウイルスで最も打撃を受けた観光業も再開されるだろう。アジアは、世界的にみても海外旅行者への依存度が高く、なかでもタイは GDP の約 10%を海外旅行者の消費に依存しており、同分野の不振が景気回復の足かせとなってきた（【図表 1-10】）。一方、タイやシンガポールでは 2021 年後半より少しずつではあるものの外国人旅行者の受け入れを再開している。国連世界観光機関（UNWTO）が各地域の専門家に行ったアンケート調査では、アジア太平洋地域で観光が回復し始める時期として 2022 年と予想する回答が最も多くなっており、当面は観光業の立て直しがアジアの景気回復を支える展開となりそうである

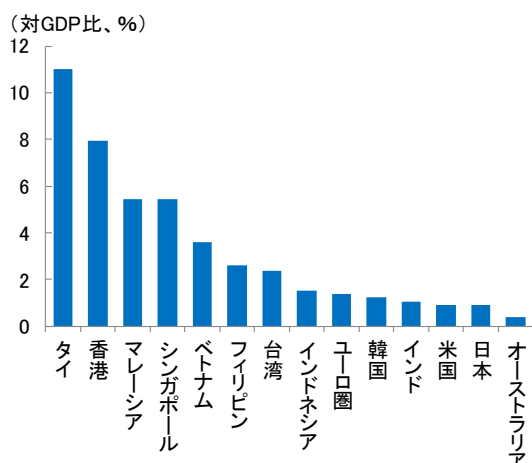
ASEAN・インドではポスト・コロナでも人口動態の優勢を維持

新型コロナウイルス影響が一定程度はく落していると考えられる 2023～2026 年の中期の成長率を展望すると、ASEAN5 は 4%台半ば、インドは 6%前後とコロナ禍以前と比較しても遜色のない成長力を維持できるとみている。一方、NIEs については、2%前後の成長率まで低下する見込みである。

このような成長力の差が生じる背景には、それぞれの人口動態の違いがある。2021 年 10 月に IMF が発表した報告書では、新型コロナウイルスの影響により、2020 年から 2021 年にかけてアジアの人口成長率はいったん落ち込むものの、ASEAN5 とインドについては、その後巡航速度を取り戻すと予測している（【図表 1-11】）。これまで同地域は、力強い内需の成長性が海外投資の呼び水となってきたが、コロナ禍を経験してもそのトレンドに大きな変化はないとみられる。一方、NIEs については、このような人口動態による支えは乏しい。

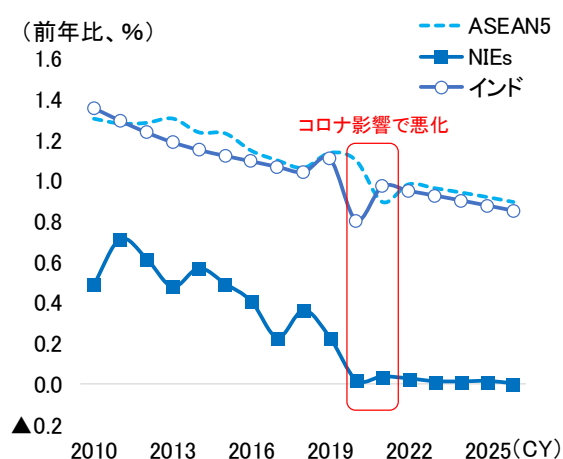
韓国では以前より未婚化・晩婚化により出生率の低下が深刻となっているほか、シンガポールでは、コロナ禍で喪失した国民の雇用を保護するために、外国人労働者のビザの取得要件の厳格化を行っており、これまでのような移民による人口の押し上げは期待しづらい状況である。

【図表 1-10】旅行輸出対 GDP 比(2019 年)



(出所) 各国統計、IMF より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【図表 1-11】IMF による人口成長率の予測



(注) 2021 年以降は IMF による予測値
(出所) IMF より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

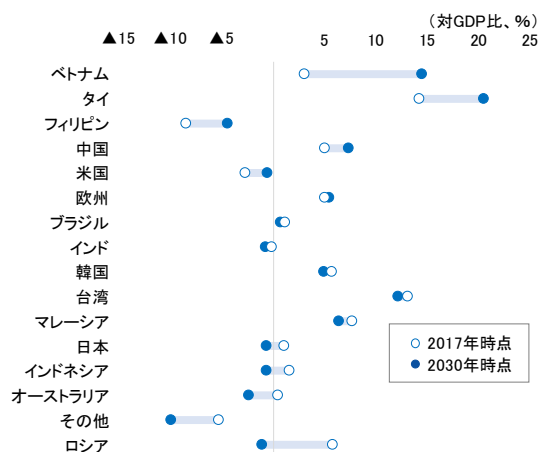
世界的なデジタル化・グリーン化の進捗が、アジア経済にも影響を及ぼし始める局面に世界的なデジタル化・グリーン化の進捗が、アジア経済にも影響を及ぼし始める局面に

少しずつではあるが、世界的なデジタル化やグリーン化の進捗がアジアの景気にも影響を及ぼし始める局面に入るだろう。まずデジタル化については、コロナ禍を通じて、アジアでも既に一定程度の進捗がみられる。他方、グリーン化への取り組みについては、まだ始まったばかりの状況である。アジア各国・地域が掲げるカーボンニュートラルの達成時期を確認すると、韓国・台湾・ベトナムが 2050 年と早期の実現を目指す一方、インドネシアは 2060 年、タイ・インドは 2070 年と、国によってばらつきがある。また、アジアの発電インフラやグリーン関連技術の状況を踏まえると、先進国に比べてこれらの目標達成のハードルは高いと考えられる。そのため、今後 5 年という中期的な目線では、アジア域内でグリーン関連の投資が活発化し、それが経済のドライバーに転じることは考えづらい。一方で、欧米や日本といった先進国でグリーン化が進む中で、アジアを含めた世界の貿易構造は徐々に変化し始めるとみられる。

本章では、ADB が公表する国際産業連関表を用いて、2030 年時点の貿易額を定量化した。具体的には、2017 年時点の国際産業連関表に今後生じうるグリーン化やデジタル化等の産業動向の変化を反映し、2030 年版の産業連関表を作成した。この産業連関表をもとに各国の純輸出額(対 GDP 比)を計算し、グリーン化やデジタル化に伴う貿易構造の変化を試算した(【図表 1-12】)。この試算結果を見ると、ベトナムとタイでは、世界的なデジタル化に伴い半導体等のエレクトロニクス関連の輸出が拡大することで、貿易収支は改善に向かう見込みだ。台湾や韓国でも同様にエレクトロニクス産業の活性化が期待されるが、グリーン化への対応に伴い、主力の石油製品や鉄鋼等の金属の輸出が低迷し、プラス効果は概ね相殺されるとみられる。世界的なグリーン化対応の進捗はインドネシアなどの資源国にとってはマイナス影響の方が大きくなるだろう。化石燃料の中でも特に今後需要の落ち込みが大きいとみられ

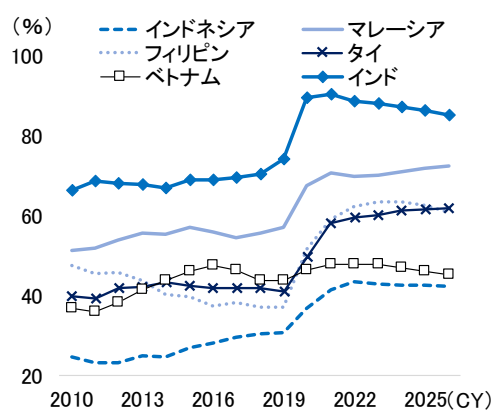
る石炭については、インドネシアはオーストラリアに次ぐ純輸出国となっており、影響を受けやすい経済構造となっている。

【図表 1-12】 デジタル化・グリーン化対応に伴う
純輸出（輸出－輸入）の変化



（出所）ADB より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【図表 1-13】 政府債務残高（対 GDP 比）



（注）2021 年以降は IMF による予測値

（出所）IMF より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ禍で生じた
歪みが中期の成
長を阻害するリス
クには留意
コロナ禍で生じた歪
みが中期の成長
を阻害するリス
クには留意

コロナ禍で生じた歪みにより、中期的にアジアの成長が阻害されるリスクには留意が必要だ。その一例として、各国・地域政府の財政状況の悪化が挙げられる。1997 年にアジア通貨危機を経験したこともあり、アジア主要新興国の財政政策は総じて健全であった。しかし、コロナ禍への対応で大型景気対策の実施を余儀なくされた結果、アジアの財政状況は悪化した（【図表 1-13】）。財政悪化を放置すると、格下げ・金利上昇のリスクがあるため、各国・地域政府は、中期的な目標を定めて財政再建に取り組む方針を示している。これを踏まえると、アジアでは 2025 年頃にかけて、あるいはそれ以降も、緊縮的な財政運営を迫られる可能性が高い。特に、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピンでは比較的厳格な財政再建路線に転じる可能性があるとみている。

また、個人や企業の資金繰りが悪化していることにより、個人消費や民間投資が抑制されるリスクもある。新興国の不良債権比率は、コロナ禍で上昇傾向にある。なかでも、2020 年の時点で融資の返済猶予などの資金繰り支援を打ち切ったフィリピンについては、不良債権比率の水準としては低位にあるが、他国と比べてもその上昇幅が大きくなっている。差し当たり金融機関の貸し渋りは深刻化していないが、フィリピンではワクチン接種が遅れているだけに、景気低迷が長期化し、不良債権問題がより深刻になるリスクには留意が必要である。

アジア各国・地域の政府は、中期的な成長率を損なわないよう、景気が正常化に至るまでは、様々なリスクに十分に注意し、適切な政策運営が求められると言えよう。

みずほリサーチ&テクノロジーズ調査部

アジア調査チーム 松浦 大將

hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com

II. 日本経済

1. 消費活動の正常化は 2023 年度。中期的には潜在成長率に収れん

新型コロナウイルス感染拡大の影響長期化で、2021 年度の日本経済は低迷が継続

新型コロナウイルス感染拡大の影響が長期化し、2021 年度の日本経済は低迷が続いた。デルタ株の感染拡大を受け、年度前半には 3 回目・4 回目の緊急事態宣言が発出され、対人サービス消費（外食、宿泊、旅行・交通、娯楽など）が下押しされる状況が続いた。さらに、半導体不足の影響長期化や、感染が拡大した東南アジアからの部品供給減に伴う自動車の大幅な減産により、個人消費や輸出が大きく下押しされた。

ワクチン普及を受けた経済活動再開は好材料も、供給制約・交易条件の悪化が下押し要因に

2021 年度下期は、感染再拡大の収束に伴い政府が緊急事態宣言とまん延防止等重点措置を全面的に解除したほか、ワクチンが現役世代まで普及し、官民でのワクチン接種証明の利活用が押し上げ要因になることで、対人サービス消費は回復に向かった。しかし、感染の懸念が残存する中で、ワクチンを打っていない子どもと同居する親世代、あるいは重症化した場合の感染リスクが相対的に高い高齢者などを中心に、消費者の一部ではワクチン接種後も慎重姿勢が残り、ペントアップ需要は全体としてみれば限定的なものにとどまった。また、東南アジアの感染拡大を受けた部品供給の停滞による影響は年末に向けて収束した一方で、車載向け半導体の供給不足の影響は継続し、自動車の減産が下押し要因になる構図が続いた。さらに、世界的な商品市況の高騰を受けた交易条件の悪化が企業収益・雇用所得の減少、マインドの悪化を通じて個人消費や設備投資を下押ししたことで、年度下期の回復が阻害された。

2022 年度前半に感染者数・重症者数が急増し、緊急事態宣言が再発令される見通し

デルタ株の感染力の強さやワクチンの感染防止効果に関する研究結果等を踏まえると、ワクチン普及のみでは集団免疫の獲得は難しく、2022 年度も感染の懸念が残る状況になると考えられる。2022 年度前半には、感染者数・重症者数が急増し、政府は緊急事態宣言の再発令を余儀なくされる可能性が高いとみている。緊急事態宣言中もワクチン・検査パッケージが適用され、ワクチン接種者には行動制限が課されない想定されることから、これまでの緊急事態宣言発令時と比べて消費の落ち込み幅は小さいと考えられる。しかし、ワクチン未接種者（国民の 2 割程度を想定）を中心に消費行動が慎重化し、全体としても対人サービス消費はコロナ禍前を下回る推移が続くだろう。

中期的な成長率は潜在成長率に収れん

集団免疫の獲得が想定される 2023 年度以降は、個人消費もコロナ禍前の水準を取り戻す。もともと、戦後最長にあと一步と迫ったアベノミクス期の景気拡大局面においても個人消費は年率で 0%台前半の伸びにとどまっていたことを踏まえれば、コロナ禍が終息して消費活動が正常化したとしても、経済成長率が大きく上昇していく姿は描きにくい。実質 GDP の水準はコロナ禍前（正確には消費増税前）のトレンドには戻らないだろう。グリーン化・デジタル化対応の投資が押し上げ要因になる点を考慮しても、成長の巡航速度といわれる潜在成長率は 0%台半ば～後半での推移が見込まれ（後述）、経済成長率も中期的には潜在成長率近傍に収れんしていくとみている（【図表 1-14】）。

【図表 1-14】日本経済見通し総括表

		2020 年度	2021	2022	2023	2024	2025	2026
実質GDP	前年度比、%	▲4.4	3.0	2.6	1.3	0.7	0.7	0.5
内需	前年度比、%	▲3.8	2.4	2.2	1.3	0.6	0.7	0.5
民需	前年度比、%	▲6.3	2.8	2.6	1.5	0.4	0.5	0.4
個人消費	前年度比、%	▲5.8	3.2	2.4	1.6	0.4	0.3	0.3
住宅投資	前年度比、%	▲7.2	2.7	1.6	0.4	▲1.3	▲1.2	▲1.8
設備投資	前年度比、%	▲6.8	3.0	2.9	1.8	0.6	1.3	1.4
在庫投資	前年度比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前年度比、%	3.5	1.2	1.1	0.8	1.0	1.3	0.9
政府消費	前年度比、%	3.4	2.1	1.0	1.0	1.3	1.5	1.0
公共投資	前年度比、%	4.2	▲2.1	1.6	0.0	0.0	0.2	0.5
外需	前年度比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.6)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)
輸出	前年度比、%	▲10.4	10.1	4.6	2.6	1.9	1.5	1.2
輸入	前年度比、%	▲6.8	6.2	2.5	2.2	1.2	1.1	1.3
名目GDP	前年度比、%	▲3.9	1.9	3.9	1.7	1.0	1.1	0.9
GDPデフレーター	前年度比、%	0.6	▲1.2	1.3	0.4	0.4	0.3	0.4
内需デフレーター	前年度比、%	▲0.3	0.7	1.0	0.4	0.3	0.4	0.5
生鮮食品を除く消費者物価	前年度比、%	▲0.4	0.2	1.1	0.5	0.3	0.4	0.4
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年度比、%	0.1	▲0.5	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新しい変異株の出現によるワクチンの有効性低下のリスクも残存

なお、日本経済にはさらなる下振れリスクが残存している。検査体制の拡充や重症病床積み増しが実際にどの程度実行されるのか、コロナ対策については不確実性が高い。ワクチンの有効性(発症・重症化予防、感染予防)を著しく低下させる新たな変異株が出現・まん延する可能性も皆無ではない点には留意が必要だ。

2. グリーン化・デジタル化対応投資が資本ストックを押し上げるも、労働投入が成長を制約

資本ストックはコロナ禍で毀損。中期的にはグリーン化・デジタル化投資が押し上げるも、期待成長率が高まらず伸び悩み

コロナ禍の影響長期化は供給サイドにも波及する。2020 年度から 2021 年度にかけて設備投資が低迷したことで資本ストックが毀損し、潜在成長率は 2020・2021 年度に 0.1%程度まで低下すると試算される。設備投資は中期的にはグリーン化に対応した投資やデジタル化に対応した投資(IT 投資)が押し上げ要因になるとみられるが、上記のとおりコロナ禍終息後も企業の期待成長率が大幅に上昇することが見込みにくい中では、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当面プラス

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、当面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、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。

生産年齢人口の減少により、労働投入は徐々に成長の制約要因に

もっとも、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、生産年齢人口（15～64 歳人口）の減少の影響が強まることで、成長の制約要因になってくると考えられる（【図表 1-15】）。

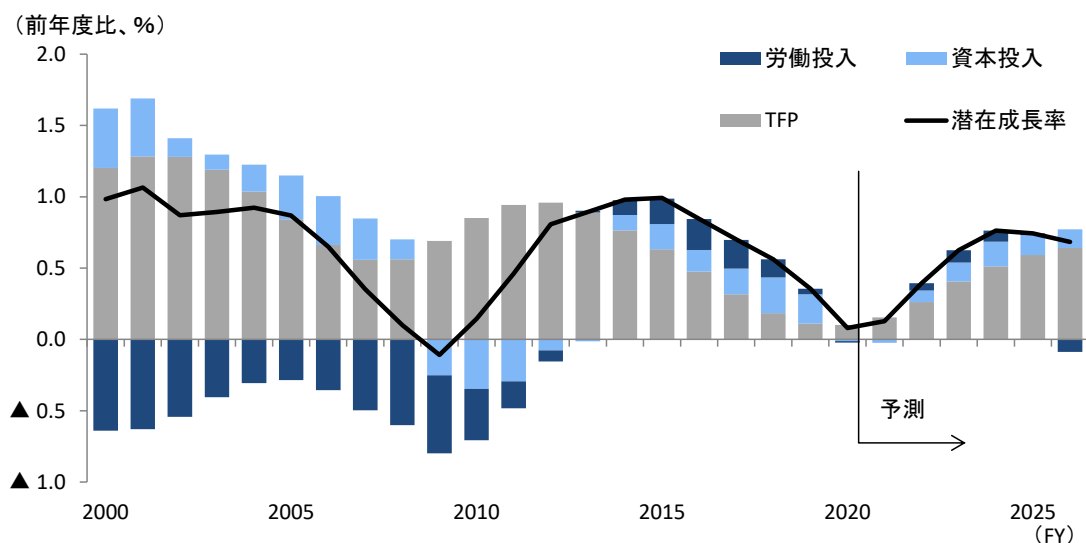
企業が無形資産投資を意識的に実施するとともに、政策的な支援も必要

IT 投資と合わせて、企業が無形資産（特に人的資本、組織改革）への投資を増加させれば、中長期的には全要素生産性（TFP）の上昇が期待できるが、本章はそうした効果は織り込んでいない。これらの取り組みが生産性上昇につながるには相当程度の時間を要するとみられる。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る必要があるほか、ユーザー企業における IT 人材の育成にも時間がかかる。中長期的に IT 投資の実効性を高める上では、こうした無形資産への投資を企業が意識的に行う必要があるほか、政策的な支援も必要になるだろう。

潜在成長率は 0% 台半ば～後半の推移を予測

以上から、予測期間中の潜在成長率は概ね 0% 台半ばから後半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。

【図表 1-15】潜在成長率の見通し



(出所) 内閣府資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3. 「人」への投資により持続的な賃金上昇と個人消費の増加を実現することが重要

経済成長率引上げには、持続的な賃金の上昇と個人消費の増加を実現できるかがカギ

前述が日本経済の中期見通しだが、日本経済の成長率を中長期的に引き上げていくためには、やはり GDP の 5～6 割を占める個人消費の増加が不可欠であろう。そのためには賃金の持続的な上昇が必要になる。アベノミクス期の景気拡大局面において賃金が伸び悩み、これが消費の低迷につながったと考えられる。デジタル化・グリーン化対応はそれ自体として推進すべきだとしても、家計の購買力が高まらず需要が弱いままでは、国全体としての経済成長の実現につながらないだろう。

能力開発支援など、「人への投資」が重要な成長戦略に

持続的な賃金の引き上げを実現するためには、「人への投資」、すなわち人々の能力開発支援が重要であると考えられる。非正規雇用者を含め、人々がリカレント教育の機会を得てスキルを習得し、高成長分野へ移動（転職）することを可能にするような政策的支援を拡充することが、持続的な賃金上昇につながるのではないだろうか。公的職業訓練など「積極的労働政策」に対する日本の公的支出のGDP比は、国際的に見て低い（OECD によれば、2019 年時点で、OECD 平均 0.63%に対して日本は 0.15%にすぎない）。デジタル化・グリーン化の潮流に対応したスキルなどを習得するための公的な支援をより大胆に拡充していくことは検討に値する。

「新しい資本主義」は「人的資本の成長」を目指すべき

持続的な賃金の上昇が実現できれば、人々の将来不安の緩和にもつながり、消費の増加が期待できる。結果として、経済成長率の上昇や企業の収益期待の向上を通じてさらなる賃上げにもつながる。岸田政権は「新しい資本主義」を掲げているが、その具体的な方針として、「人への投資」を通じて、「人」という資本（人的資本）の成長を目指す必要があるのではないだろうか。

みずほリサーチ&テクノロジーズ調査部

経済調査チーム 酒井 才介
saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp

©2021 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。