

Oneシンクタンクレポート

2021年 新春経済見通し

2020.12.18

コロナ禍からの回復に向かう
世界経済

日本の家計・企業行動は変わるのか

I. チーフエコノミストの視点 ～ 2021年はポスト・コロナを展望した変革の年に

コロナ禍からの復興に向かう 2021年の世界・日本経済

新型コロナウイルスの感染に見舞われ、戦後最悪の経済落ち込みを記録した2020年が幕を下ろした。米国では平時としては1930年代初頭の大恐慌以来、英国では財務相によれば実に1709年以来となる落ち込みとして、歴史に刻まれる年となった。幕を上げた2021年は世界にとって捲土重来を期す一年ともなる。新型コロナは終息には至っておらず、新規感染者数は高水準で推移している。新型コロナ感染は未だ現在進行形の危機であり、2021年は引き続き新型コロナとの共生を迫られるウイズ・コロナの時代が続く。当面は感染拡大に伴う経済活動抑制と、感染一服に伴う経済活動の後押しというブレーキとアクセルを交互に踏まざるを得ないだろう。

もっとも、新型コロナのワクチン実用化によりトンネルの先に光が見え始めたのも事実である。もちろん、ワクチンは魔法の杖ではなく、その普及には相応の時間がかかるだろう。有効性や安全性が本当に確保されているのか、多くの人が不安を拭えないでいるようだ。また、ワクチンを接種したからといってコロナ前の日常を完全に取り戻すことは望むべくもない。それでも2021年はpent-up demand、すなわち、コロナ禍によって抑制されていた需要が徐々に回復し、ポスト・コロナを展望した動きが強まる年になる。とりわけ、注目したいのは三つのトランスフォーメーション(変革)である。いずれもコロナ禍前から芽生えていた胎動がコロナ禍によって加速していくことが見込まれる。

DXによるビジネス・プロセス・リエンジニアリング (BPR)

第一の変革がデジタル・トランスフォーメーション(DX)である。テレワーク、オンラインでの会議、診察、授業など新型コロナなかりせば数年、あるいは10年単位の時間が必要な変化がわずか数カ月で進んだ。フィンランドのノキアと米ノキアベル研究所による共同研究によれば、世界のICT投資は2020年の2.8兆ドルから30年には6兆ドルにまで拡大すると予想されている。その75%にあたる4.5兆ドルが、エッジ・インフラ、クラウド・プラットフォーム、AI(人工知能)関連サービス、ネットワークなども含めた5G(第5世代移動通信システム)並びにその関連の投資になる。特筆に値することにそうした投資の担い手の変化がある。現状ではICT投資の7割がデジタル産業(通信、メディア、金融等)によって占められており、製造業、卸小売業、運輸業、建設業などの「非デジタル産業」は3割にとどまっている。しかし、今後のICT投資の主体は「非デジタル産業」であり、2030年には全体の65%を占め、デジタル産業のウエートは35%にまで下がるとされる。非デジタル産業のデジタル化が新常态(ニューノーマル)ということになる。

とりわけ、私たち日本にとって重要なことはデジタル化投資をハードウェアやソフトウェアへの投資にとどめず、官民における行政やビジネスのプロセスのリエンジニアリング(BPR)に繋げ、新たな付加価値を創造していくことだ。その際にはおのずと従来の経営、組織、人事のあり方なども変わってくる公算が大きく、日本にとっては大きな挑戦であり、また、変化の好機でもあるといえる。

PXによる事業ポートフォリオの再構築

第二の変革がポートフォリオ・トランスフォーメーション(PX)である。あらゆる産業でデジタル化が進む中で、業界の垣根は低くなり、成長分野への資本の投下が今後ますます進んでいくことが見込まれる。世界を見渡せば、企業のM&A(合併・買収)の活況が続いている。金融情報会社リフィニティブによれば、2020年の世界のM&A公表金額は3兆ドルを突破し、歴史的にも高い水準となった模様である。業種としてはハイテクが最大であり、M&Aの拡大をけん引している。春先にかけての金融市場での流動性枯渇、不確実性の極度な高まりという未曾有の経営環境悪化を受けて、M&Aの動きは世界的に急減したものの、年半ば以降に大きく持ち直している。日本企業を対象とするM&A公表金額も2020年に歴史的な高水準となっており、とりわけ、大手の金融再編の影響を受けない非銀行案件で見れば過去最高金額を更新した可能性が高い。日本企業でも事業ポートフォリオの再構築・最適化により企業価値の向上を目指す、ポートフォリオ・トランスフォーメーション(PX)の動きが一段と強まっていくことになろう。M&Aの拡大は産業、そして経済の新陳代謝を高め、ひいては生産性の向上に繋がることも期待できるものである。もちろん、M&Aの成否は華々しい案件の発表とは無関係であり、いわゆるポスト・マージャー・インテグレーション(PMI)、すなわち、合併や買収実施後の経営統合によるシナジーの発揮如何にあるとされる。その意味で2021年は経営の巧拙が問われる年になりそうだ。

SXによる持続性と強靱性の強化

第三の変革であるSXには二つある。一つがサステナビリティ・トランスフォーメーションである。気候変動問題への対応が世界にとって焦眉の急となっていることに異論はなからう。脱炭素社会の実現を目指す動きが加速しており、2050年までの温暖化ガスのネット排出ゼロ目標については、先行するEU(欧州委員会)に加えて日本の菅政権も同調、2021年には米バイデン新政権もパリ協定に復帰し、目標を共有することになる。中国も2060年の達成目標を掲げており、主要国・地域で足並みが揃った格好だ。もっとも、今後は目標達成に向けた具体的なロードマップを作成することが求められ、その道筋は容易ではない

だろう。EUは10年間で官民合わせて少なくとも1兆ユーロの投資を行う「欧州グリーンディール」を掲げており、2021年には「次世代EU」と銘打った復興基金が始動する。米バイデン政権も4年間で2兆ドルの環境・インフラ関連での大型投資を進めることを目標としている。「グリーンリカバリー」、すなわち、環境関連投資によるコロナ禍からの復興が期待されるが、必要な投資資金の捻出も今後の課題となる。欧州が検討を進める国境炭素税を巡っては国際的にも物議を醸すことも考えられ、注意が必要だ。

気候変動への対応は企業にとっては新たなコストともなるが、いかに成長に転化していくかがポイントとなる。新型コロナのパンデミックは凶らずも、気候変動問題のみならず様々な社会的課題を浮き彫りにするものであり、サステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)への関心が高まっている。SXは社会の持続可能性と企業の稼ぐ力の持続性を一体的に高め、強靱な企業経営を目指す動きである。サステナビリティへの社会的な要請に応えつつ、新たな付加価値を創造する事業戦略が求められている。

もう一つのSXがサプライチェーン・トランスフォーメーションである。コロナ禍以前から、激化する米中摩擦の下で、企業はグローバルなサプライチェーンの見直しを迫られていた。バイデン新政権の下でも中国を「戦略的競争者」、「現状変革勢力」と位置づけるこれまでの基本的な認識には変化がなく、ハイテク分野などでの規制厳格化の方針は今後も継続すると予想される。中国が科学技術での自立を目指し、半導体などの国産化を志向する中で、米中の狭間で日本企業が難しい選択を迫られる局面もあろう。また、コロナ禍によって、緊急物資・戦略物資を安定的に確保できる強靱なサプライチェーンの必要性が高まっている。なお、サプライチェーン強靱化の上ではブロックチェーン技術なども活用したDXが有効となり、グローバル企業との取引関係の維持・深耕の上ではサプライチェーンにおけるサステナビリティが必要となってくることもあり得る。その意味で二つのSXとSX、そしてPXも相互に関連した変革といえる。

コロナ禍に直面する前の世界を思い起こせば、世界経済は低成長、過剰な流動性、債務の拡大といった構造的ともいえる問題を抱えていた。コロナ禍に伴い短期的な需要の下支えと経済・金融の安定を優先せざるを得なかったのが2020年である。結果として流動性と債務が世界的に一段と拡大しており、諸刃の剣となっている。コロナ禍のトンネルの先にバラ色の世界が待っている訳ではなく、経済が正常化に向かえば、いずれ私たちはこうした構造的な問題と向き合わざるを得なくなることは自明だ。ポスト・コロナを展望した三つの変革を推し進めることができればトンネルの先の世界が少しは明るくなるはずだ。

(チーフエコノミスト 長谷川 克之)

Ⅱ. 2020年の回顧 ～ 世界経済は新型コロナウイルスで戦後最悪の下振れに

新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、世界経済は戦後最悪の下振れ

- 2020年の世界経済は、新型コロナウイルスの感染拡大、それに伴う行動制限や外出自粛の動きを受け、リーマン・ショックを上回る戦後最悪のマイナス成長となった。早期に感染拡大を封じ込めた中国を除き、先進国・新興国いずれも軒並み前年割れの結果となった。業種別にみると、その影響は明暗が分かれる形になった。感染拡大防止のため宿泊・外食や旅行、娯楽など対面サービスを伴う業種が低迷した一方で、巣ごもり需要を反映し、飲食料品小売や通信サービス需要は相対的に底堅く推移した。
- 先進国経済は総じて大幅なマイナス成長になった。米国や欧州各国では新型コロナウイルス感染防止のために、春先にかけて厳格なロックダウンを実施し、経済活動が全面的に停止した。家計や企業への資金繰り支援を柱とする巨額の財政支援により経済の底割れは防いだものの、その傷跡は深く、米国は史上最長となる128カ月の景気拡大期を終えた。欧米の緩和的な金融政策や、欧州での自動車購入支援策などから、先進国経済は4～6月期を底に回復しているが、冬場の感染再拡大に伴う活動制限の再強化を受け、年末にかけて先進国経済の回復の足取りはやや停滞している。
- 中国経済は、早期に感染拡大の封じ込めに成功し、4～6月期以降は急速に持ち直した。医療用品やリモートワーク用PC等の特需による輸出押し上げ、インフラ投資、自動車販売促進策等の政策支援も回復を支えた。その他アジア経済は、感染拡大に伴う国内の行動制限に加え、外需の低迷やインバウンド旅行の激減が下押し要因になった。特に、感染コントロールに苦慮したインドやフィリピン、旅行収入への依存度が高いシンガポール・タイ・マレーシア等で経済の落ち込み幅が深刻となった。

コロナ禍の緩和による歴史的な低金利環境を受け、金融市場はリスクオンムード

- 新型コロナウイルス感染拡大による世界経済の下振れや金融市場の不安定化への警戒から、各国中銀は流動性供給や資産買い入れの拡大を中心とした大規模な金融緩和を実施した。さらに各国中銀が緩和長期化を示唆したことから、金融市場は歴史的な低金利環境となり、リスク資産への資金流出が進んだ。なかでも、米国株はコロナショックによる下振れから急ピッチで回復した上、コロナ禍でも成長期待の高いハイテクが主導する力強い上昇が続き、史上最高値を更新した。

2020年の日本経済は、新型コロナウイルス感染拡大により大幅な落ち込み

- 2020年の日本経済は、リーマン・ショック直後に匹敵するマイナス成長となった。米中間の関税合戦により世界的に貿易の伸びが鈍化したこと、2019年10月に消費税率が引き上げられたことを背景に、2020年初から日本経済には減速感が漂っていたが、そこに新型コロナウイルスの感染拡大が直撃する形となった。
- 諸外国がロックダウンに陥る中、国内でも4月上旬に緊急事態宣言が出され、外出・出勤の抑制や飲食店等の営業自粛によって経済活動が急激に落ち込んだ。4～6月期の実質GDPは、前期比年率で30%に迫る大幅マイナスとなった。7月下旬から開催予定だった東京オリンピック・パラリンピックも翌年への延期を余儀なくされた。
- 政府は矢継ぎ早に補正予算を編成して企業の資金繰り支援や家計の所得支援策を講じ、事業規模の総額は2020年度第二次補正予算の時点で234兆円に達した。それによって倒産や失業を抑制することに成功する一方、国民一人当たり10万円の特別定額給付金の支給事務は混乱し、行政のデジタル化の遅れがクローズアップされた。
- 緊急事態宣言は5月下旬に解除され、その後の景気は回復に向かった。7～9月期の実質GDPは前期比年率で20%を超えるプラス成長となったが、業種間の格差は広がっている。自動車販売など財の消費が秋にかけて急ピッチで回復したのに対し、飲食店・宿泊業などの対人接触型サービス業は感染防止のための制約が残存し、回復が遅れた。Go Toキャンペーンの効果で9月以降は外食や旅行も上向いたが、一方で感染者数は再び増加し、感染防止と経済活動の両立が難しいことが示されている。

アベノミクス景気にピリオド

- 内閣府「景気動向指数研究会」は、2018年10月を景気の暫定的な山に認定した。新型コロナウイルス感染拡大による内需・外需の大幅な悪化で景気後退が決定的になった格好だ。最終的な山の設定は統計の改訂などを踏まえて変更される可能性があるが、今回の認定通りであれば、2012年12月から続いた景気拡大期間は71カ月で途切れることになる。「いざなぎ景気」(2002年2月～2008年2月の73カ月間)を上回ることは出来ず、戦後最長記録をわずかに更新できなかったことになる。

Ⅲ. 2021年の世界経済見通し ～ 世界経済は回復も、そのペースにはばらつき

- 2021年の世界経済は、ワクチン普及が進むなかで、前年の大幅なマイナス成長から回復する見通しだ。ただし、ワクチン普及時期は、接種体制整備や量産体制確保の観点から、先進国や中国が新興国に対し先行する公算だ。先進国の中でも、リモートワーク進展などに伴うIT投資・住宅需要拡大など、行動変容が進む米国は相対的に早いペースで回復するとみる。一方、日欧経済は慎重な家計・企業行動から緩やかな回復になりそうだ。中国経済は製造業投資や財消費を中心に回復が続く見通しだ。
- 2021年の最大のリスクはワクチン普及の実現性とその速度だろう。ワクチンの有効性・安全性はいまだ未知数であり、効果が顕在化しない場合経済活動が長期停滞する懸念がある。一方で、ワクチン生産が順調に進み、普及が想定以上に早まる可能性もある。それ自体はポジティブな変化だが、資産インフレを助長する恐れもある。双方のリスクに目を配らせる必要がありそうだ。

【 世界経済見通し総括表 】

	2018 暦年	2019	2020 (見通し)	2021
世界経済見通し	3.5	2.8	▲ 4.0	4.8
日米欧	2.2	1.6	▲ 5.6	4.0
米国	3.0	2.2	▲ 3.7	3.9
ユーロ圏	1.9	1.3	▲ 7.3	4.5
英国	1.3	1.3	▲ 10.9	5.6
日本	0.6	0.3	▲ 5.2	1.9
アジア	6.1	5.2	▲ 1.6	6.8
中国	6.7	6.1	1.9	7.1
NIEs	2.9	1.8	▲ 1.2	3.0
ASEAN5	5.3	4.8	▲ 3.9	5.3
インド	6.8	4.9	▲ 8.8	8.8
オーストラリア	2.8	1.8	▲ 3.1	2.8
ブラジル	1.8	1.4	▲ 4.5	3.0
メキシコ	2.2	▲ 0.1	▲ 9.0	3.0
ロシア	2.5	1.3	▲ 3.9	2.7
日本(年度)	0.3	▲ 0.3	▲ 5.4	3.4

(注) 網掛けは予測値。世界経済見通しはIMFによるGDPシェア(購買力平価ベース)により計算(出所)IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

(1) 米国経済の展望 ～ 2021年はコロナショックからの回復が続く

○ 2021年の成長率は前年比+3.9%と予想

- ・ 営業規制など感染対策措置が継続。回復の起爆剤となるワクチン普及までは、接触型サービスの需要が低迷
- ・ 一方、巣ごもり需要やリモートワーク対応投資など、「コロナ禍への適応需要」の拡大が続き、景気回復を主導

○ FRBはゼロ金利・資産購入を継続

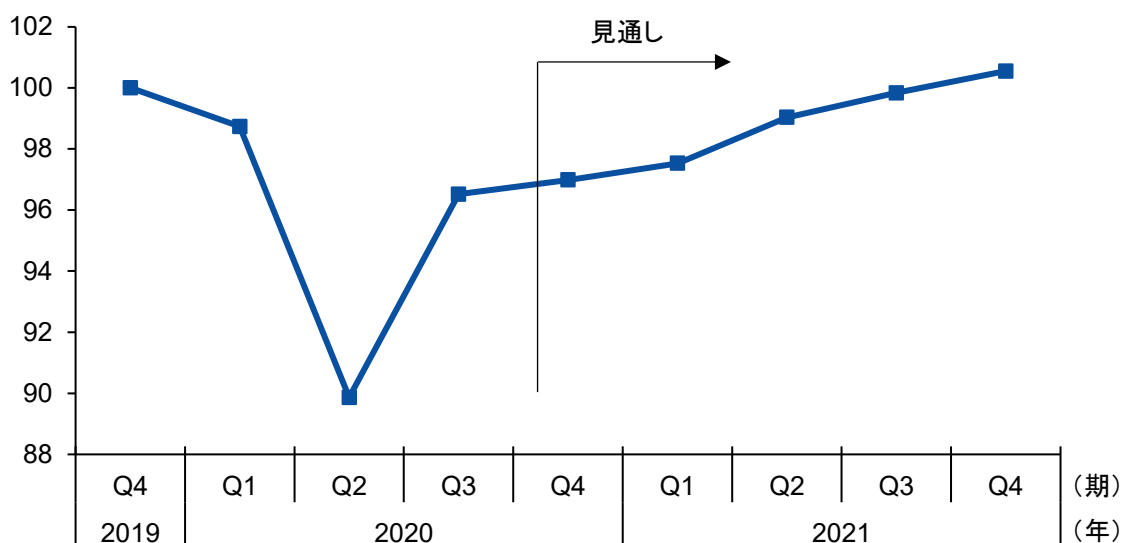
- ・ 利上げ開始の条件である「広範かつ包摂的な雇用改善」の達成には時間を要する。低インフレも持続し、ゼロ金利の据え置きが続く
- ・ 景気下振れ等により緩和強化が必要な場合は、購入ペースを据え置きつつ、米国債購入の長期シフトが有力な選択肢に

○ バイデン新政権が発足。拡張的な財政支出にはねじれ議会のハードル

- ・ バイデン政権は、コロナ禍からの国内経済の立て直し、格差や気候変動などの構造問題への対応という二つの課題を抱える
- ・ 議会の「ねじれ」継続が公約実現のハードル。積極的な追加景気対策、環境重視のインフラ投資など、公約に掲げてきた財政支出は規模や範囲に制約

【 米国の実質 GDP 】

(2019年Q4=100)



(出所) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

(2) 欧州経済の展望 ～ 2021年の景気回復は緩慢。コロナ危機前水準に至らず

○ 2021年成長率は前年比+4.5%と予想

- ・ 2020年冬の感染第二波に対するロックダウンなどが徐々に緩和され、2021年の個人消費は緩やかな回復が続く見込み
- ・ 需要の弱さ・不確実性の高さから、投資は抑制的に推移する公算が大きい。政府主導のグリーン・デジタル化投資が下支え

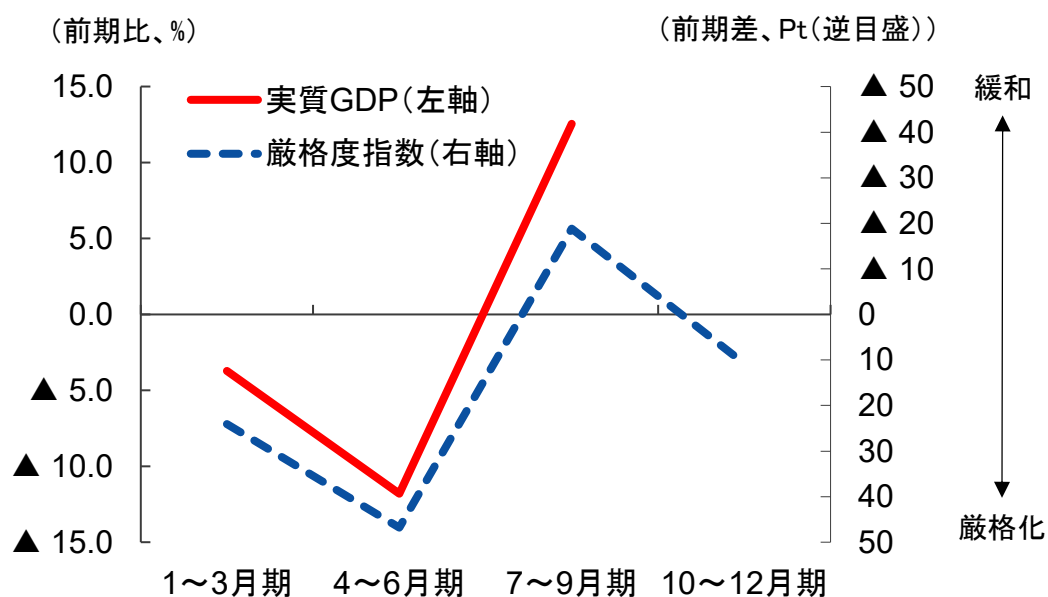
○ ECBは緩和的な金融政策を継続。秋には金融政策戦略見直しを完了

- ・ 2021年はウイズ・コロナ期が続く、経済の先行きへの不確実性が高いことから、ECBは政策金利を据え置き、資産購入プログラムなどを継続する見通し
- ・ 2021年秋には金融政策戦略見直しが完了する。現在の政策目標である2%を一時的に上回るインフレ率を許容するなどの新たな戦略が採用される見込み

○ 感染の行方が景気を左右

- ・ 2021年の景気下押しリスクは、ウイズ・コロナ期の長期化による、感染症に脆弱なサービス業を中心とする倒産・失業の増加や、民間投資の先送りなど
- ・ 一方、ワクチンの普及により感染リスク・不確実性が急減し、景気が加速する上方リスクも存在

【 2020年のユーロ圏実質 GDP 成長率と感染防止策厳格度指数 】



(注) 厳格度指数は2020年11月末まで

(出所) Eurostat、オックスフォード大学より、みずほ総合研究所作成

(3) アジア経済の展望 ～ コロナ禍で落ち込んだ経済を中国がけん引

○ 2020年は、中国など一部の国・地域を除きマイナス成長

- ・ 中国は、感染の早期封じ込めやインフラ投資等の政策対応により、急速に回復
- ・ インドでは、年前半の厳格な活動制限が消費を下押し、景気の落ち込みは顕著
- ・ その他の国・地域でも、活動制限による低調な個人消費や、外需の落ち込みを受け成長率は大幅に悪化。早期封じ込めに成功した台湾、ベトナムは、世界でも数少ないプラス成長。台湾は、堅調な半導体需要も景気を下支え

○ 2021年の景気は、各国・地域で持ち直すが、改善幅はまちまち

- ・ 中国は、内需の拡大や製造業投資の加速を背景に、景気回復が続く見通し
- ・ インドは、個人消費を中心に持ち直す見込みだが、コロナ禍で過剰設備問題が深刻化したため、設備投資の伸び悩みが回復の足かせとなる
- ・ その他の国・地域では、2020年に拡張した歳出規模を維持していく見込みであることから、消費や外需の回復とともに、景気は持ち直しの方向。特に、中国の回復は、アジア各国・地域における対中輸出の増加を通じて、成長率の改善に寄与する見込み
- ・ ただし、観光業への依存度が高いタイなどでは、緩慢な回復となる見通し

【 アジア経済見通し総括表 】

(単位: %)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
アジア	6.6	6.3	6.1	5.2	▲ 1.6	6.8
中国	6.8	6.9	6.7	6.1	1.9	7.1
NIEs	2.7	3.4	2.9	1.8	▲ 1.2	3.0
韓国	2.9	3.2	2.9	2.0	▲ 1.2	2.8
台湾	2.2	3.3	2.8	3.0	2.6	3.4
香港	2.2	3.8	2.8	▲ 1.2	▲ 6.1	2.4
シンガポール	3.2	4.3	3.4	0.7	▲ 6.3	3.3
ASEAN5	5.1	5.4	5.3	4.8	▲ 3.9	5.3
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.0	▲ 2.5	4.5
タイ	3.4	4.2	4.2	2.4	▲ 6.4	2.7
マレーシア	4.4	5.8	4.8	4.3	▲ 5.6	6.8
フィリピン	7.1	6.9	6.3	6.0	▲ 9.8	8.2
ベトナム	6.2	6.8	7.1	7.0	2.8	7.3
インド	9.0	6.6	6.8	4.9	▲ 8.8	8.8

(注) 実質 GDP 成長率(前年比)。平均値は IMF による GDP シェア(購買力平価ベース)により計算
 (出所) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

○ 2021年の中国経済は緩やかな回復が続く見通し

- ・ 内需は、バブル抑制策により不動産開発投資が減速、インフラ投資も景気下支えの必要性低下を受けて回復の増勢が緩やかとなるものの、ハイテク分野を中心に製造業投資が持ち直す見込み。また、雇用・所得環境の改善や海外消費の国内消費への転換を背景に、消費が堅調に回復する見通し
- ・ 輸出は、医療要因による特需のはく落や欧米での感染再拡大により2021年1～3月期は停滞するものの、ワクチン普及に伴う世界経済の持ち直しをうけ、4～6月期以降は緩やかな回復傾向をたどる見込み

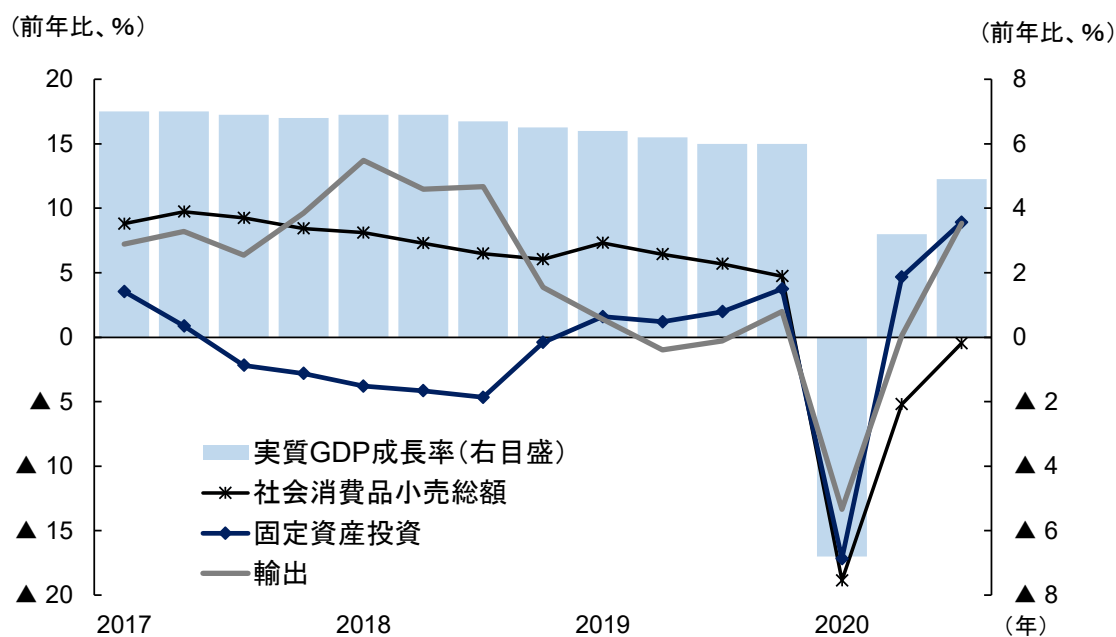
○ 第14次五カ年計画では「経済の質・効率向上」を強調

- ・ 2020年10月末の中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議では、2021～2025年の中期政策大綱である第14次五カ年計画の草案を採択
- ・ 経済政策については、経済成長に関する明確な成長率目標を示さず、科学技術の自立を目指したイノベーションの推進、内需主導型経済への転換加速、民生改善、汚染防止・環境保護を掲げ、「経済の質・効率向上」を強調

○ 金融政策正常化に伴うデフォルト増加には要警戒

- ・ 金融政策の重点が、安定成長確保から改革推進・金融リスク防止へとシフトするなか、過剰債務を抱える企業のデフォルトには警戒が必要

【 中国実質 GDP 成長率 】



(注) 社会消費品小売り総額、固定資産投資は実質値(みずほ総合研究所推計値)。輸出は名目ドル建て(出所)中国国家统计局、中国海関総署等より、みずほ総合研究所作成

IV. 2021年の日本経済見通し ～ 緩やかに回復するが、感染症の影響が残存

- 2021年の日本経済は緩やかな回復が見込まれるが、新型コロナウイルス感染再拡大のリスクが家計・企業の行動を慎重化させる状況が続き、経済活動はコロナ禍前の水準を取り戻すには至らない見通しである。
- 個人消費は外出や旅行などサービス支出の伸び悩みにより、緩やかな回復にとどまるであろう。2020年は一人当たり10万円の特別定額給付金が可処分所得を下支えしたが、2021年はその反動で可処分所得が減少することも、消費の回復を抑制する要因となる。設備投資は、企業業績が改善に転じる中で底入れするが、先行き不透明感が強い状況下で大幅な増加は期待できそうもない。輸出は米国・中国向けを中心に増加するが、インバウンド観光客(サービス輸出)の回復は遅れるとみられる。
- コア CPI(生鮮食品を除く総合消費者物価指数)前年比は、エネルギー価格や宿泊料金の低下により、2021年央までマイナス圏で推移する見通し。日本銀行は現状の緩やかな金融政策スタンスを維持するであろう。

【 日本経済見通しの概要 】

		2019	2020	2021	2020				2021				2022
		年度			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	▲0.3	▲5.4	3.4	▲0.5	▲8.3	5.3	1.0	▲0.2	0.9	0.4	0.6	0.7
	前期比年率、%	—	—	—	▲2.1	▲29.2	22.9	4.2	▲0.6	3.5	1.8	2.6	2.8
内需	前期比、%	▲0.1	▲4.3	2.5	▲0.2	▲5.2	2.5	0.4	0.0	0.8	0.4	0.6	0.6
民需	前期比、%	▲0.7	▲6.7	2.8	▲0.1	▲7.1	2.6	0.6	▲0.0	1.0	0.4	0.6	0.8
個人消費	前期比、%	▲0.9	▲5.9	3.3	▲0.6	▲8.3	5.1	1.2	0.1	0.7	0.2	0.5	0.5
住宅投資	前期比、%	2.5	▲7.3	▲4.3	▲3.7	0.5	▲5.8	0.6	▲0.3	▲2.2	▲0.6	▲1.0	0.5
設備投資	前期比、%	▲0.6	▲8.5	2.9	1.4	▲5.7	▲2.4	0.1	▲0.8	1.8	1.5	1.2	1.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	1.9	2.7	1.8	▲0.2	0.6	2.3	▲0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.3
政府消費	前期比、%	2.0	2.4	1.2	▲0.3	0.3	2.8	▲0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	1.5	4.0	3.9	▲0.0	1.9	0.5	1.3	0.2	1.1	1.2	1.5	0.6
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲1.0)	(0.9)	(▲0.4)	(▲3.1)	(2.7)	(0.6)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
輸出	前期比、%	▲2.6	▲12.9	9.8	▲5.3	▲17.1	7.0	7.3	0.9	1.5	1.4	1.6	1.5
輸入	前期比、%	▲1.2	▲6.9	4.0	▲3.1	1.4	▲8.8	3.1	2.1	1.4	1.3	1.2	1.1
名目GDP	前期比、%	0.5	▲4.9	2.9	▲0.5	▲7.9	5.5	0.5	▲0.7	0.7	1.6	▲0.3	0.1
GDPデフレーター	前年比、%	0.8	0.5	▲0.5	1.0	1.4	1.2	0.1	▲0.6	▲1.1	0.0	▲0.4	▲0.5
内需デフレーター	前年比、%	0.6	0.0	0.6	0.8	▲0.1	0.1	▲0.2	0.0	1.0	0.6	0.4	0.3

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

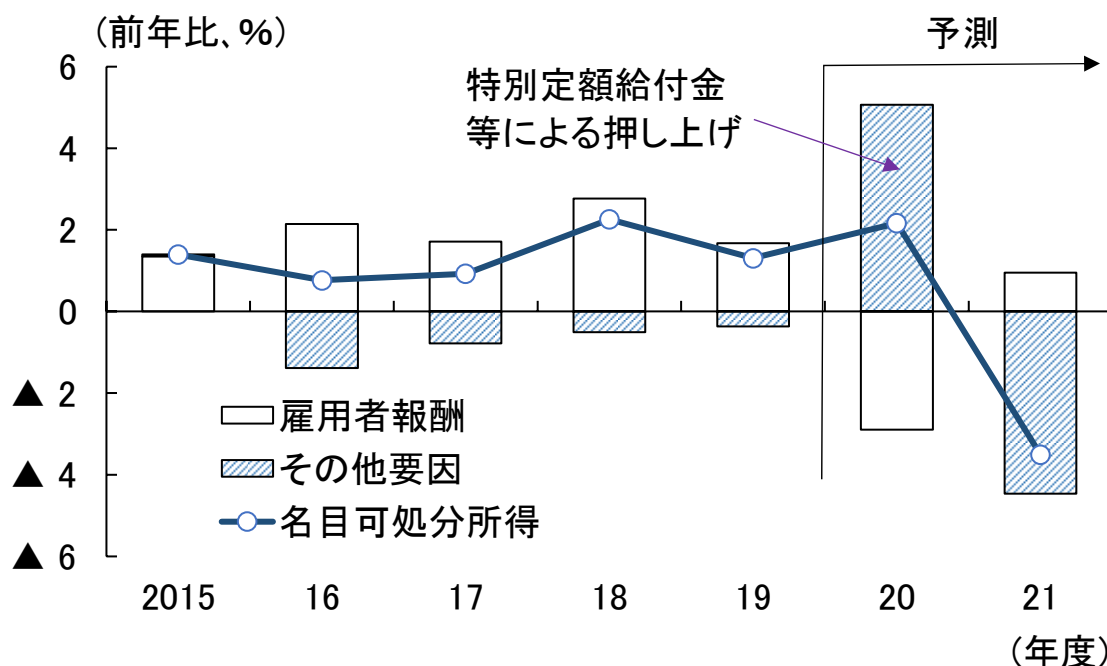
○ 家計の可処分所得は、特別定額給付金の反動で減少

- ・ コロナ禍前に2%台前半だった失業率は3%台に上昇し、2021年も高止まり。企業は当面、新規採用に慎重な姿勢を続ける見込み
- ・ 名目賃金は、緊急事態宣言中に大きく減少した所定外給与(残業代)を中心に持ち直し。しかし、企業業績の悪化を受けてボーナスが減少するほか、春闘賃上げ率の低下が見込まれるため、増加幅は限定的
- ・ 一人当たり10万円(総額12兆円超)の特別定額給付金の反動で、2021年度の家計可処分所得は前年比で減少する見通し

○ 個人消費は、旅行・外食などのサービス支出を中心に伸び悩み

- ・ Go To トラベル、Go To イートは旅行・外食需要の回復に寄与。しかし、人々の移動が増加すると感染が拡大。「サービス支出回復→感染拡大→サービス支出抑制→感染減少」が繰り返され、旅行・外食等のサービス需要が完全に回復するには至らない見込み
- ・ 緊急事態宣言中に顕在化した「巣ごもり需要(家電、ガーデニング用品、楽器等)」による押し上げは徐々に減衰。雇用・所得環境に厳しさが残る中で、2021年の個人消費は全体として伸び悩む見通し

【日本の家計可処分所得】



(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

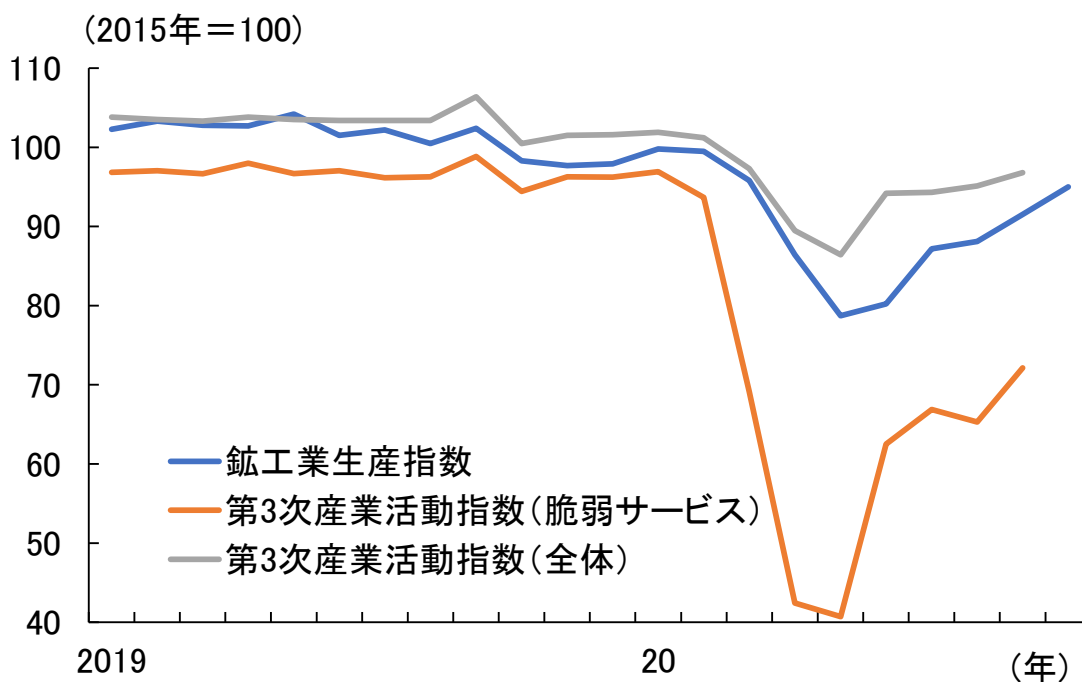
○ 設備投資は底入れするが、サービス需要の低迷と先行き不透明感が足かせ

- ・ 緊急事態宣言の解除後、鉱工業生産は急ピッチで回復。一方、サービス業のうち特に今回のコロナ禍の影響が大きい脆弱サービス業種(宿泊・飲食・娯楽・旅行・旅客運送)の回復は遅れ気味
- ・ 外食・旅行・娯楽などの業種で厳しい業績が続くほか、製造業にも先行き不透明感が残存し、能力増強など不要不急の投資を先送りする傾向が続く見込み
- ・ オンラインビジネスへのシフト、テレワーク対応のための情報化投資などは増加するものの、全体としての設備投資に急回復は見込めず

○ 輸出の回復は緩やか。インバウンド(サービス輸出)は底ばい

- ・ 輸出は米国・中国向けを中心に緩やかに回復。自動車など消費財の回復に比べて、世界的な投資需要の低迷を受けて資本財の回復は遅れる見通し。地域別では、欧州向けや新興国(中国を除く)向けに弱さが残ると予測
- ・ 年間3,000万人を超えていたインバウンド観光客数は激減。外国人観光客による年間消費額(約5兆円)がほぼ失われ、観光地を中心に大打撃。2021年もインバウンド観光客数はほとんど回復せず、サービス輸出の低迷が続く見込み

【 鉱工業生産指数と第3次産業活動指数 】



(注)脆弱サービスは、宿泊業、飲食店・飲食サービス業、娯楽業、旅行業、旅客運送業
(出所)経済産業省より、みずほ総合研究所作成

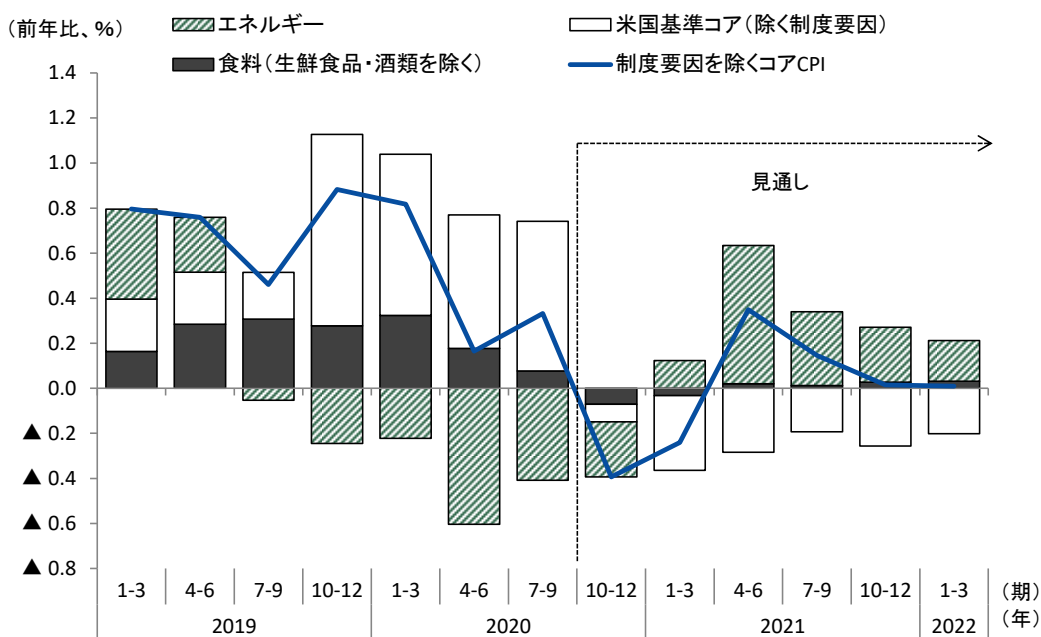
○ 政府による大規模経済対策が引き続き景気を下支え

- ・ 政府は2020年中に事業規模200兆円超に及ぶ大規模な経済対策を編成・執行。雇用調整助成金や実質無利子・無担保融資の拡充が失業や倒産の抑制に寄与したほか、家計向けには特別定額給付金を支給
- ・ 2020年度第三次補正予算で追加された国土強靱化関連予算が執行されることにより、公共投資の増加が続く見通し
- ・ 感染再拡大のリスクが残る中で、旅行需要の本格的な回復は見込めないものの、Go To トラベル事業の期間延長も個人消費をある程度下支え

○ コア CPI はゼロ近傍で推移。日銀は緩和的な金融政策スタンスを維持

- ・ 2020年春の急激な景気悪化を受けて、需給ギャップは大幅マイナス(供給超過)に。制度要因(消費税率引き上げ、教育無償化、Go To トラベル)を除くコア CPI (生鮮食品を除く総合消費者物価指数)前年比は、2021年度にかけてゼロ近傍で推移する見通し
- ・ 基調的な物価動向を示す米国基準コア CPI(食品・エネルギーを除く総合消費者物価指数)前年比がマイナスに転じる中、日銀は現状の緩和的な金融政策スタンスを維持すると予測

【日本のコア CPI 見通し】



(注) 制度要因は消費税率引き上げによる上昇、教育無償化による低下、Go To トラベル事業による低下
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

V. 2021年の金融市場見通し ～ 景気回復とともに緩やかな株高・金利上昇

- 2021年の金融市場は、ワクチン実用化・普及を受けた景気回復期待の高まりと低金利環境を背景に、リスク資産が選好されやすい状況が継続する見通し
- 日米欧中銀は、インフレ圧力が限定的な下で政策金利および量的緩和政策を維持する見込み。景気回復に伴い、米10年国債利回りの上昇を見込むが、緩和的な金融政策が維持され、金利上昇ペースは緩やかなものに留まると予想
- 株式市場は、日米ともに急速な株価上昇により割高感が強まっており、短期的には調整する可能性はあるが、経済活動正常化による企業業績改善を受けて、バリュエーション面での割高感は徐々に解消される見込み。低金利環境の下、ハイテク株を中心に堅調な展開を予想
- 為替は、低金利環境が継続する中、2021年前半にかけてドル安圧力が残存するものの、2021年後半以降は経済活動が正常化に向かい、米長期金利が緩やかに上昇する下で、ドル高に転じると予想。ただし、ドルと円の相関が高い状況が続いており、ドル円は狭いレンジでの推移が続く見込み

【 金融市場の予測 】

	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2020 10~12	2021				2022
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
日本									
政策金利付利 (％)	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
ユーロ円TIBOR (3か月、％)	0.03	▲ 0.06	▲ 0.07	▲ 0.06	▲ 0.07	▲ 0.07	▲ 0.07	▲ 0.07	▲ 0.07
金利スワップ (5年、％)	▲ 0.07	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発国債 (10年、％)	▲ 0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日経平均株価 (円)	21,915	23,400	26,200	24,600	25,400	25,700	26,000	26,400	26,500
米国									
FFレート (末値、％)	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	0.00~0.25
新発国債 (10年、％)	1.82	0.75	0.95	0.85	0.90	0.90	0.95	0.95	0.95
ダウ平均株価 (ドル)	26,758	27,500	30,000	28,800	29,300	29,600	29,900	30,100	30,400
ユーロ圏									
ECB預金ファシリティ金利 (末値、％)	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50
ドイツ国債 (10年、％)	▲ 0.34	▲ 0.50	▲ 0.40	▲ 0.55	▲ 0.50	▲ 0.45	▲ 0.45	▲ 0.40	▲ 0.35
為替									
ドル・円 (円/ドル)	109	106	107	105	105	105	106	107	108
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.11	1.16	1.18	1.18	1.19	1.19	1.18	1.17	1.17

(注) 網掛けは予測値。予測値は期中平均。但し、無担保コールO/N、FFレート、ECB主要政策金利は期末値
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

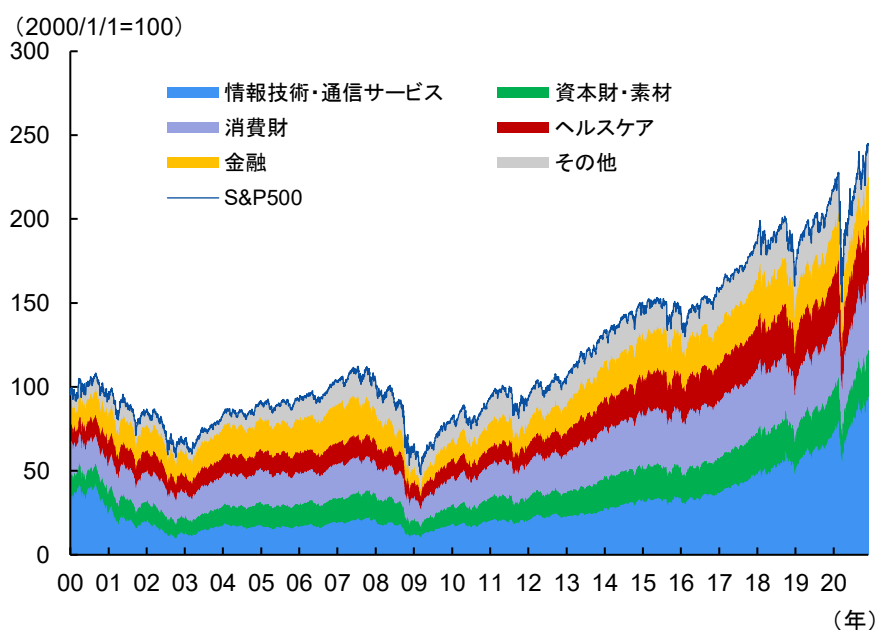
○ 2021年もハイテク株を中心に株式相場は底堅い展開を予想

- ・ 近年、情報技術などのハイテク銘柄が米国株をけん引。情報技術セクターはソフトウェア、ハードウェア、半導体関連で構成
- ・ グローバルな DX 加速の流れから企業のソフトウェア投資は今後も堅調な推移が見込まれるため、最もシェアの高いソフトウェア業の株価は堅調さを維持する公算
- ・ 半導体関連の株価も先行きの半導体市場の回復を背景に上昇を予想
- ・ ハードウェアは大手ハイテク企業のシェアが 8 割を占め、当該 1 社の動向に左右される。プラットフォーム規制が懸念材料だが、引き続き成長期待は高く、今後も株価上昇が期待される
- ・ 2021 年もハイテク株上昇が期待され、株式相場全体も堅調な展開を予想

○ 2021 年前半にかけてドル安圧力残存。以降は緩やかなドル上昇へ

- ・ ワクチン開発・実用化の動きが進展するなか、低金利環境は維持され、リスクオンのドル安圧力は継続。円、ユーロも減価基調が継続し、ドル円・ユーロドルは横ばい圏で推移
- ・ ワクチン普及とともに、経済活動が正常化に向かうなかで、米長期金利の緩やかな上昇とともに、ドルは対円・対ユーロで上昇すると予想。ただし、ドルと円の相関が高い状況が続いており、ドル円は狭いレンジでの推移が続く見込み

【 S&P500 指数・セクター別時価総額の推移 】

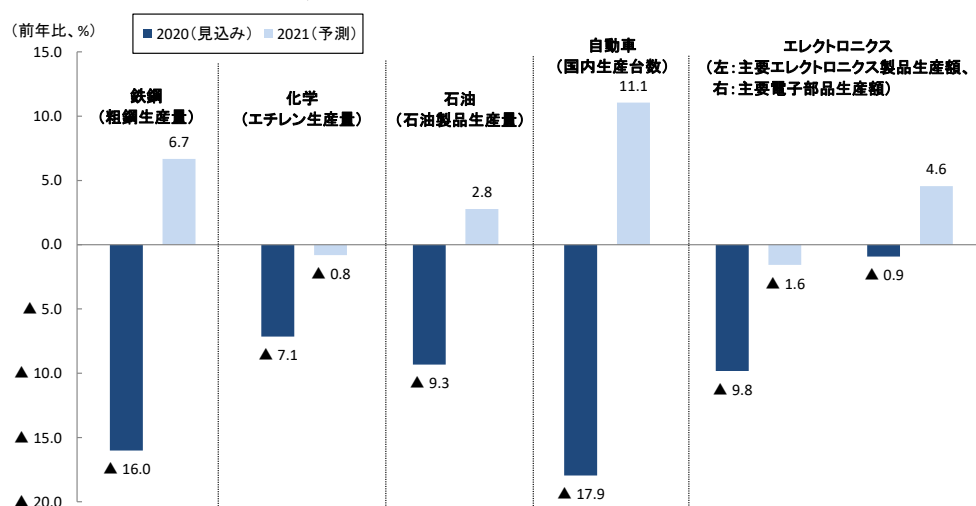


(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

VI. 2021年の日本産業の見通し ～ グローバル需要に比べ、内需は緩慢な回復に

- 日本産業は、コロナ影響を受けるなか、グローバル需要に比べて内需の回復が鈍く、内需は2021年でもコロナ前の2019年水準に戻らない業種が多いと予想
- [製造業] 内外需要が落ち込むなか、2021年の国内生産も2019年水準には戻らない業種が多いと予想。一方、主要電子部品は相対的に堅調に推移する見込み
 - ・ (素材業種) 鉄鋼では、中国等の新興国需要が堅調に推移するため、2021年の輸出の回復は早い一方、建設や産業機械向けが低調に推移するなど内需の戻りは弱く、2021年の粗鋼生産は2019年水準には回復しない見込み。化学では、コロナ影響による需要の後ずれと、中国を中心とするプラントの新增設により、需給の緩和状態が長期化し、輸出・生産ともに減少すると予想。石油では、従来から内需が構造的な縮小基調にあるなか、経済活動の停滞や人の移動の制限等により、外需の戻りも弱く、2021年の生産は前年比微増にとどまる見込み
 - ・ (加工業種) 自動車では、新興国を中心にコロナ影響が色濃く残り、輸出の回復が弱いいため、2021年の生産は2019年水準には戻らない見通し。主要エレクトロニクス製品では、2020年のテレワーク急拡大によるPC特需のはく落により、2021年の内需・生産は共に減少する見込み。主要電子部品では、テレワークの普及や動画視聴の拡大等が半導体・電子部品需要を押し上げるため、内外需要は相対的に堅調に推移し、2021年の生産は2019年水準に回復すると予想

【 主要製造業の国内生産伸び率の見通し 】



(注) 1. 主要エレクトロニクス製品の対象は、PC(タブレット含む)、薄型テレビ、携帯電話、白物家電(冷蔵庫、洗濯機、掃除機、食器洗い乾燥機、電子レンジ、空調機器の6品目)。主要電子部品の対象は、半導体、電子部品

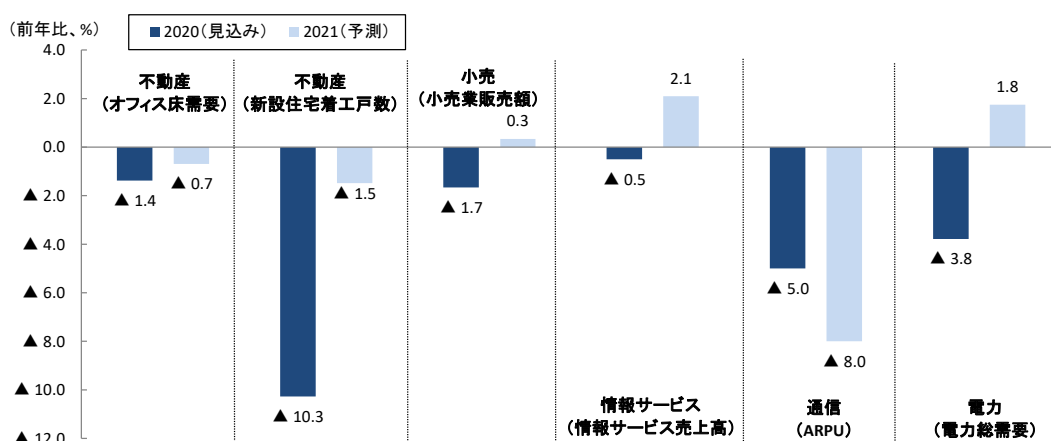
2. 全て暦年表記

3. 伸び率は、みずほ銀行産業調査部予測値(2020年12月3日時点)

(出所) 日本鉄鋼連盟、経済産業省、重化学工業通信社、石油連盟、日本自動車工業会資料等よりみずほ銀行産業調査部作成

- [非製造業] 2021年の内需の回復は緩慢であるものの、コロナ禍を契機とするデジタル投資の拡大を背景に、情報サービスでは相対的に堅調に推移する見込み
 - ・ 不動産(オフィス)では、コロナ影響による企業業績の悪化等に伴い、空室率は上昇基調が継続し、オフィス床需要も前年比微減となる見込み。テレワークの本格的な普及が懸念材料であるが、コロナ禍を契機にオフィスの役割が再認識されることに伴う一人あたり床面積の増加や、サテライトオフィスの開設の動き等もあり、中期的なオフィス床需要への影響は限定的であると予想。不動産(住宅)では、人口動態の変化等を背景に、従前の市場縮小トレンドが継続し、前年比微減での着地となる見込み
 - ・ 小売では、コロナ影響に伴う雇用・所得環境の悪化等により、個人消費の回復には時間を要するものと予想。政府の需要喚起策に伴い、サービス消費の回復が一定程度見込まれるなか、財消費が減少するおそれもあり、2021年は前年比微増にとどまる見通し。中期的には、総世帯数が減少に転じる2023年を境に、小売業販売額は減少トレンドに突入すると予想
 - ・ 情報サービスでは、コロナ禍を契機とするデジタル化への意識の高まりによるIT投資の加速が期待されており、堅調な市場拡大に期待。通信では、菅政権による携帯料金の引き下げ圧力が高まるため、ARPU(注1)は前年比大幅に減少する見込み
 - ・ 電力では、コロナ影響からの経済活動の回復に伴い、需要は緩やかに回復すると見込むものの、省エネの進展等も見込まれることから、2021年は前年比微増となり、中期的にも概ね横ばいでの推移となる見込み

【主要非製造業の国内需要伸び率の見通し】



(注)1. ARPUは、Average Revenue Per Unit/Userの略。顧客や契約当たり単価を表す携帯キャリアの主要なKPI

2. 暦年表記

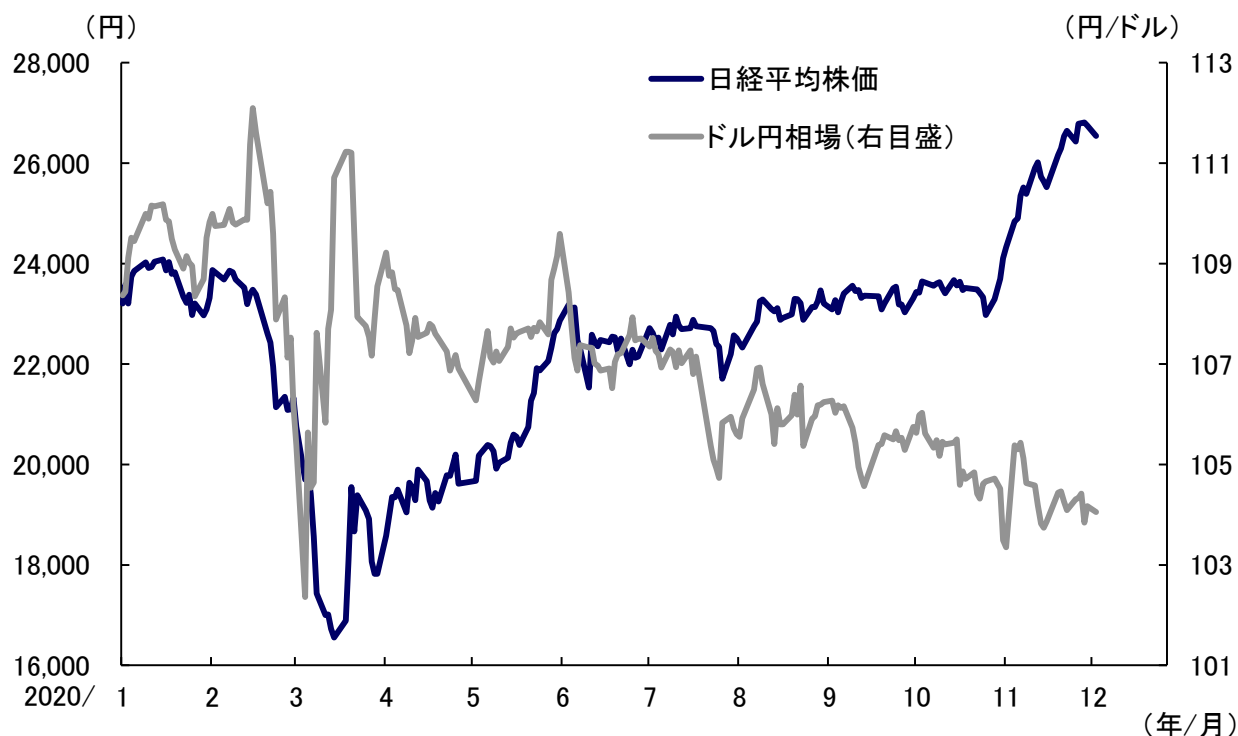
3. 小売業販売額は自動車・燃料小売を除く

4. 伸び率はみずほ銀行産業調査部予測値(2020年12月3日時点)

(出所)三鬼商事公表データ、国土交通省、経済産業省、資源エネルギー庁資料等より、みずほ銀行産業調査部作成

(みずほ銀行産業調査部 総括チーム 赤塚 功介)

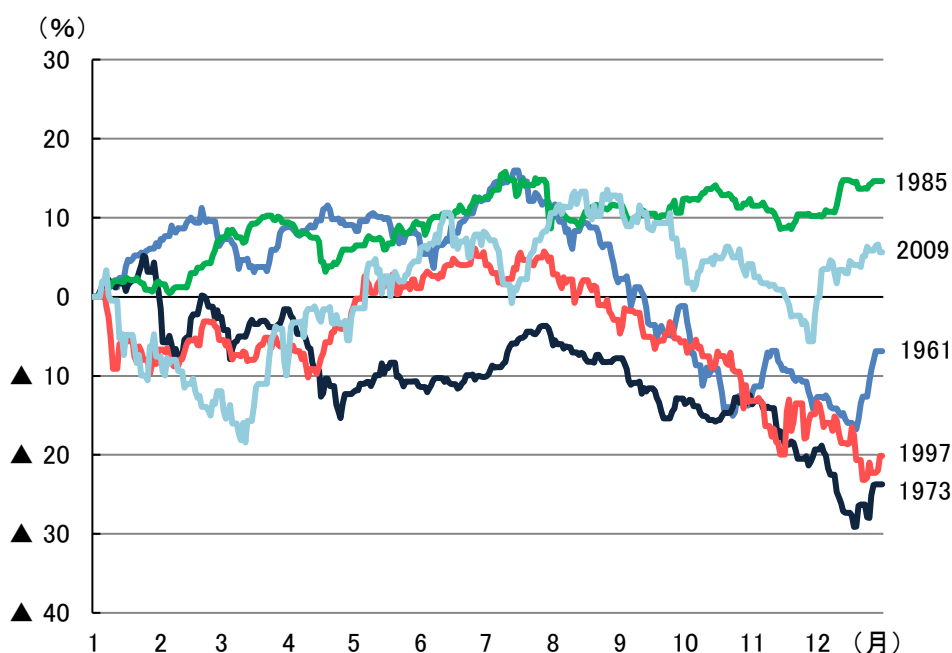
【資料1】2020年の日経平均株価・ドル円相場



(注) 株価は東京市場、為替はNY市場のクローズベース。12月7日時点
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

【資料2】過去の丑年1年間のTOPIX騰落率

- 丑年の相場格言は「つまずき」。1950年以降の丑年5回のうち、2回の株価上昇率が2割未満、残り3回はマイナス



(注) 年初の株価からの変化率
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

【資料3】2021年のイベントスケジュール

国内	<p>1月 改正著作権法施行(1日)</p> <p>1月 日英貿易協定発効(見込み)</p> <p>3月 東日本大震災から10年(11日)</p> <p>3月 マイナンバーカード健康保険証利用開始</p> <p>3月 日銀櫻井委員任期満了(31日)</p> <p>4月 改正高年齢者雇用安定法施行(1日)</p> <p>4月 パートタイム・有期雇用労働法(中小企業)施行(1日)</p> <p>4月 エコカー減税(自動車重量税)適用期間終了(30日)</p> <p>6月 食品衛生管理手法HACCP(ハサップ)国内で完全義務化(1日)</p> <p>6月 日銀政井委員任期満了(29日)</p> <p>7月 広島空港民営化(1日)</p> <p>7~9月 東京オリンピック・パラリンピック開催</p> <p>9月 自民党総裁任期満了(30日)</p> <p>9月 デジタル庁発足予定</p> <p>10月 衆議院議員の任期満了(21日)</p> <p>年内 日銀「中央銀行デジタル通貨(CBDC)」実証実験</p>
海外	<p>1月 英・EU新協定発効の予定(1日)</p> <p>1月 ポルトガルがEU議長国に就任(1日)</p> <p>1月 米新大統領就任(20日)</p> <p>1月 ベトナム共産党大会</p> <p>1月 ポルトガル大統領選挙(24日)</p> <p>1月 ダボス・ダイアログ開催</p> <p>7月 中国共産党建党100周年(23日)</p> <p>7月 ペルー独立200周年(28日)</p> <p>9月 アメリカ同時多発テロから20年(11日)</p> <p>9月 ロシア議会選挙</p> <p>9月 香港議会選挙(5日)</p> <p>9月 ドイツ議会選挙(26日)</p> <p>10月 ドバイ国際博覧会(～2022年3月31日)</p> <p>11月 国連気候変動条約締結国会議(COP26)(3～12日)</p> <p>年内 G7 サミット(英国)</p> <p>年内 G20 サミット(イタリア)</p>

(出所)各種資料より、みずほ総合研究所作成

【本資料に関する問い合わせ先】

みずほ総合研究所 調査本部

03-3591-1400

みずほ銀行 産業調査部

ird.info@mizuho-bk.co.jp

2020年12月18日発行

©2020 株式会社みずほフィナンシャルグループ

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、弊社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、弊社はその正確性・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弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

MIZUHO

The logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, white, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M', goes under the 'I', 'Z', and 'U', and then curves upwards under the 'H' and 'O'.