



日本政策投資銀行  
Development Bank of Japan  
産業・地域調査本部

DBJ Monthly Overview  
2021/11  
日本政策投資銀行  
産業・地域調査本部

# DBJ Monthly Overview

2021  
11

脱炭素時代のレジリエントな電力供給の実現に向けて  
電力レジリエンスを担保し、  
脱炭素社会を支える需給調整機能

多様化する社会課題と「大きな政府」に向かう世界  
アベノミクス以降のガバナンス改革の成果と課題  
中国恒大集団の信用不安と今後のシナリオ

\* 本資料は原則として10月19日までに発表された  
経済指標に基づいて作成しています。

## Contents

### 今月のトピックス

#### 脱炭素時代のレジリエントな電力供給の実現に向けて

電力レジリエンスを担保し、脱炭素社会を支える需給調整機能 .....	2
多様化する社会課題と「大きな政府」に向かう世界 .....	11
アベノミクス以降のガバナンス改革の成果と課題 .....	15
中国恒大集団の信用不安と今後のシナリオ .....	20

今月の景気判断 .....	25
日本経済 .....	26
米国経済 .....	33
欧州経済 .....	36
中国経済 .....	38
新興国経済 .....	40
マーケット動向 .....	42
産業動向 .....	44
経済見通し .....	46

## 電力レジリエンスを担保し、脱炭素社会を支える需給調整機能

企業金融第5部 エネルギー・プロジェクト班 安部 聡一、名生 一貴  
産業調査部 産業調査ソリューション室 飯田 一之

### 要旨

- 脱炭素社会実現に向けて、再生可能エネルギーの主力電源化が進む北米電力自由化市場では、排出権制度のコスト負担増等により火力調整電源が退役する傾向にあり、系統用蓄電池による調整力整備が取り組まれている。また需要側では、分散電源(太陽光発電等)の導入拡大により、従来の中央集中的な発送電体制が転換期にあり、この潮流の中で、複数の分散電源やEV(車載用蓄電池)などを統合制御し、相互需給調整を行うVPP事業(アグリゲーション・ビジネス)が拡大している。
- 脱炭素化に向けたパラダイムシフトの過程において、系統側と需要側の双方で設備投資機会が見込まれる中、それを支えるファイナンスの役割は重要である。当行は、事業者とともに設備投資毎の特徴を踏まえた最適ナリスクシェアの方法を模索し、脱炭素社会実現をファイナンス面からサポートしていく。

脱炭素社会実現に向けて、国内にて再生可能エネルギーの主力電源化が進められている。本稿では、同時に必要となる需給調整機能について、先行する北米電力自由化市場を事例に、今後の展望とファイナンスにおける論点についてまとめた。

### 1. 脱炭素社会の実現へ向けたパラダイムシフト

2050年の脱炭素社会実現に向けて、第6次エネルギー基本計画を起点とした再生可能エネルギー(以下、「再エネ」)の主力電源化が進められている。

系統側と需要側の双方で再エネ導入拡大と共に、気象条件などによる発電量のボラティリティが大きくなれば、電力消費量と発電量を一致させる需給調整が一層困難になることが見込まれ、大停電に至るなど、電力レジリエンスに懸念が生じる。

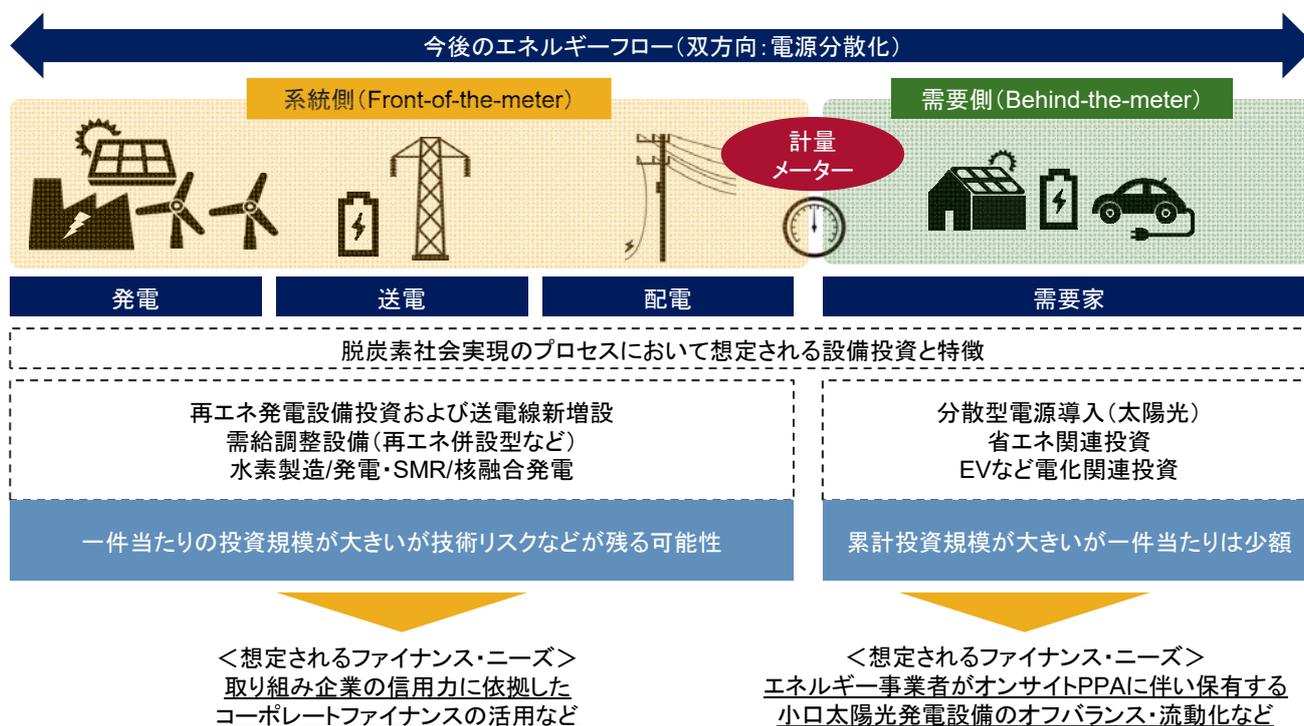
本邦が目指す再エネ比率を先行して達成したカリフォルニア州(CAISO:カリフォルニア州独立系統運用機関)などの北米電力市場は、限界費用の安価な再エネ電源の台頭や排出権取引コストの負担増に伴い需給調整機能を担う火力電源が退役に追い込まれており、結果として大規模停電の対策に苦しむ。本稿では北米市場において発現している構造的課題を紹介すると共に、その解消に向けて導入される系統用蓄電池の需給調整機能について紹介する。

電力バリューチェーンは脱炭素社会に向けたパラダイムシフトの過渡期にあり、そのプロセスにおいて様々な設備投資機会が期待される。計量メーターを境界に、系統側(Front of the meter)と需要側(Behind the meter)に分けて捉えた場合、系統側では、再エネ発電設備の建設や基幹送電線の増設、需給調整用蓄電池に対する設備投資が行われる。また需要側では、個別には規模の小さい太陽光発電設備などがオンサイトPPA(注1)の様な形態で整備され累計としては大規模の設備投資が見込まれるほか、再エネ分散化電源としての太陽光発電設備などが普及拡大した結果、従前の系統側から需要側へ向けた中央集中的な発送電体制から、需要側と系統側の双方で発電される体制へ転換していく(図表1)。

系統側と需要家側の双方で経済波及効果の大きい設備投資ニーズが高まる中、適切なリスクシェアを前提としたファイナンス組成に向けて、産業界とファイナンス提供者が二人三脚で脱炭素化への取り組みを推進していく必要がある。

注1:オンサイトPPA: 電力会社などが導入コストの負担をして、需要家の敷地内に太陽光発電設備を設置し、需要家から電力使用料を受領する形態。大規模太陽光発電所の建設適地が限定的である中、新築戸建てなどに同PPA形式で太陽光発電設備を設置することで、相応の賦存量(導入可能な発電容量)が確保される見込み。

図表1 電力バリューチェーンのパラダイムシフトと設備投資機会



(備考)日本政策投資銀行作成

## 2. 排出権と再エネの導入が誘発する火力調整力の退役

火力発電所は、時間帯や季節により変動する再エネ発電量を補う形で、人為的に発電量を増減させて電力需要と供給を一致させる調整電源としての能力を担う。再エネ主力電源化に伴い調整力の重要性が高まる一方、火力発電所は自由化市場において収益機会を失い、加えて政策的に導入された二酸化炭素排出権に伴う費用負担が増大することで、退役を選択せざるを得ない現状に直面している。

自由化市場において卸電力価格は需要曲線と供給曲線の交点で決まる。供給曲線は、左側から限界費用の安い順に発電所が並べられて形成されており、限界費用の最も安い発電所から、需給の交点に位置する発電所(プライスセッター)までのレンジ内に限界費用がおさまる発電所が卸電力市場での売電を行うことができる。

再エネは限界費用がほぼゼロに近く供給曲線の左端に位置していることから、卸電力市場において

価格競争力の高い電源として位置付けられており、同電源の導入拡大は供給曲線を大きく右へシフトさせる。

供給曲線の右シフトに伴い、プライスセッター(需給の交点に位置する発電所)に位置していた火力発電所(運用コストの高い老朽化火力発電など)は需給の交点の右側へ押し出されることで設備利用率が低下して収益機会を喪失する。代わりに、それまでプライステイカーであった高効率の最新型ガス火力がプライスセッターに入れ替わるのが、現在自由化市場で起きている電源の新陳代謝である。

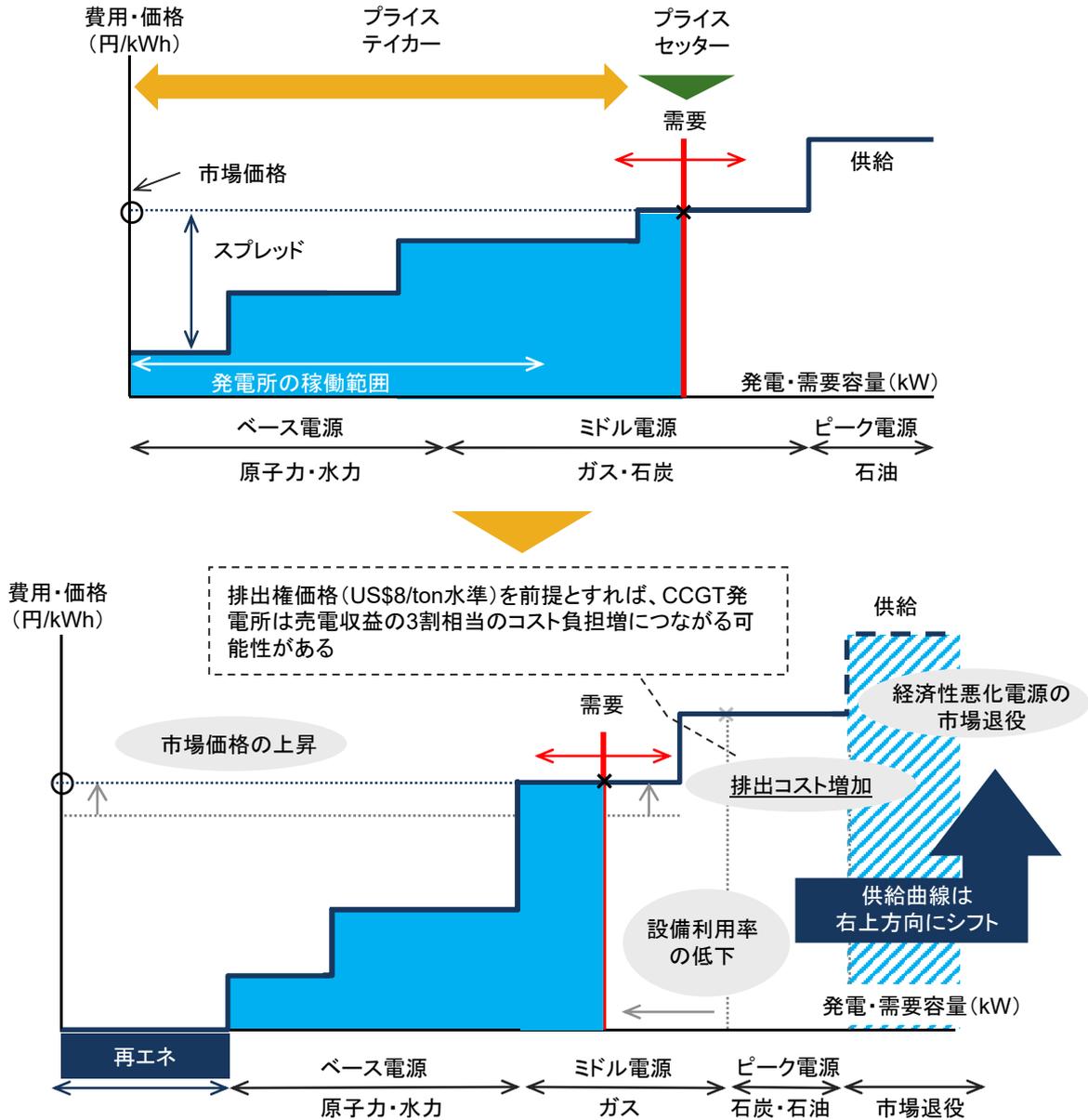
プライスセッターが、より限界費用の安い(発電効率の高い)発電所へ入れ替わる新陳代謝は卸電力市場の約定価格を下落させるため発電事業者の減収要因となり、一部の火力発電所(損益分岐点の高い老朽化発電所など)は不採算に陥る。そのような状況に加えて、Regional Greenhouse Gas Initiative(環境対策に先駆的な州を横断して運営される排出権取引組織)による入札などを通じた二

## 今月のトピックス

酸化炭素の排出権確保が義務付けられる発電所は、排出権コスト負担により増加した限界費用の卸電力市場を通じた回収を図るが、卸電力価格だけ

では増加する排出権コストを補うことが難しく、結果として経済性が悪化して退役を選択する状況が発生している(図表2)。

図表2 卸電力市場の価格決定メカニズム



(備考) 1. 日本政策投資銀行作成

2. プライスセッター (価格設定者):

需給交点に位置する発電所。限界費用が高く、そのコストを補う利潤確保を目的に卸電力市場へ応札する

3. プライステイカー (価格受容者):

限界費用が安いいため、プライスセッターにより決まる卸電力価格にフリーライドすることで利潤を確保することが可能

4. CCGT:

コンバインドサイクル・ガスタービンの略。ガスタービンと蒸気タービンを組み合わせた高効率発電技術

### 3.調整力不足に伴うレジリエンスの課題

本邦の脱炭素化社会実現に向けた取り組みと共通点が多いCAISOは、2045年までに電力需要の100%を再エネで調達する目標を掲げて主力電源化を進めており、EVの導入拡大にも積極的である。大停電以降、導入を進める系統用蓄電池（蓄放電能力を使い、電力系統網における発電量と電力消費量を一致させる）は、従来型火力調整力とは異なる特徴を有するが経済的および技術的課題も残されている（図表3-1）。

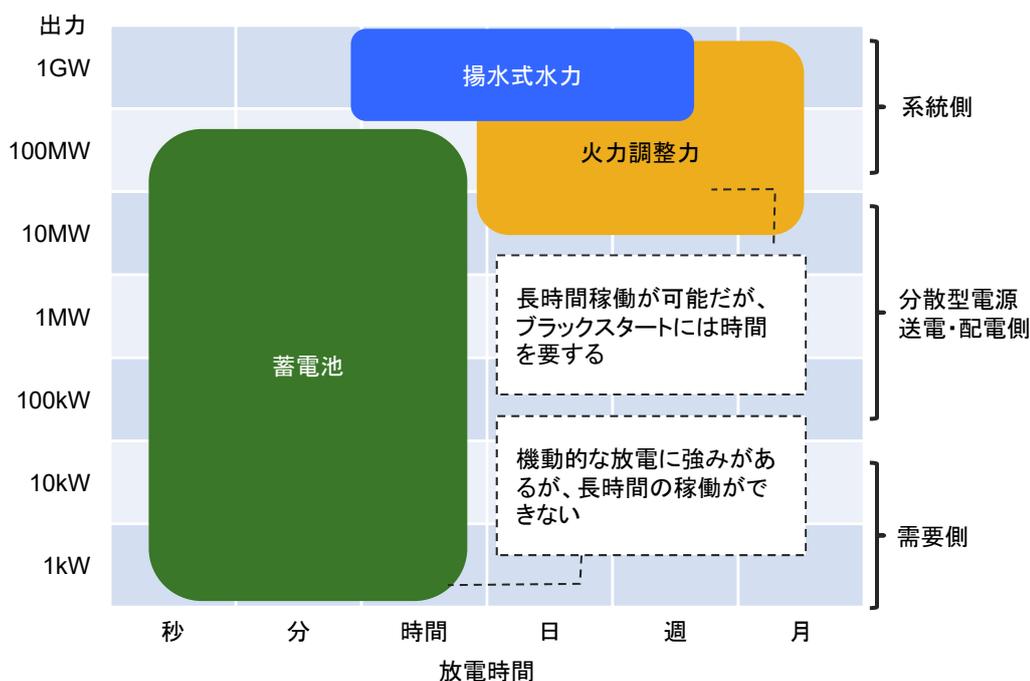
2020年夏、カリフォルニア州では厳気象による冷房などの電力需要が増加する中、夕刻のEV充電による電力需要増が重なった。他方で系統側および需要側の太陽光発電量は日没と共に剥落したため、電力需給逼迫に伴う電力価格の高騰（スポット価格は平常時のUS\$20/MWhからUS\$1,000/MWhへ50倍近く高騰）の後に計画停電に至った。本来、自然現象に影響されない火力発電所の出力増強と需給調整力が期待されるケースであるが、CAISOでは再エネの台頭により多くの火力発電所が退役に至り十分な調整電源が不在であったことに加え、

電化促進により需要側での電力消費パターンも複雑化しており、予見性をもった系統運用者による需給調整に限界があったと指摘されている。

停電以降、火力電源に代替する調整力として系統用蓄電池の潜在的ニーズが着目され、電力会社、金融投資家などによる大型投資が進められている。日中に供給過剰となる再エネ電力を吸収（蓄電）して日没後の需給逼迫時に放電する系統用蓄電池の需給調整方法は、再エネ発電所に対する出力抑制を回避すると共に、再エネ発電所のピーク発電量に対応させた基幹送電線増強投資を縮減する可能性がある。

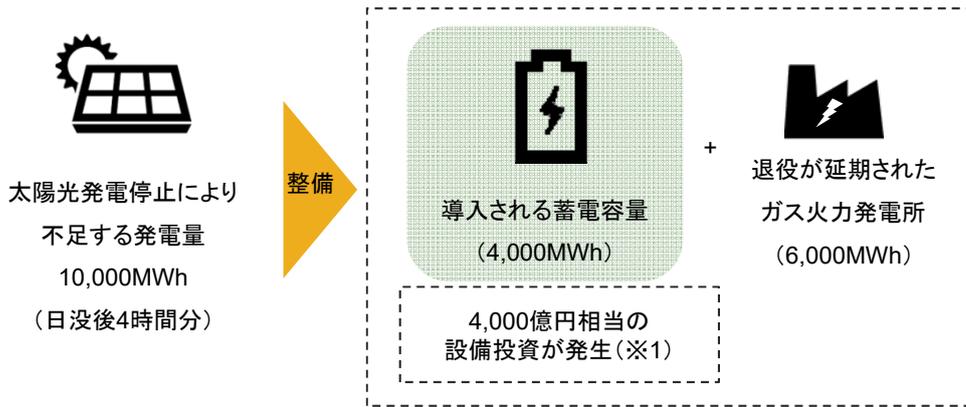
また系統用蓄電池の機動的な放電能力は、事故などの緊急的な再エネ発電所の停止に伴う大規模停電のリスクを抑制する。再エネは火力調整電源（タービンを使用する電源）よりも需給変動に対する慣性力が弱く、緊急停止時に瞬時に発電量がゼロに至る。停電を回避するには、火力電源の始動では対応できない速度で剥落する再エネの発電量を、瞬時に放電開始できる系統用蓄電池で補うことが有効である。他方、蓄電池の放電時間を超えて

図表3-1 蓄電池の技術的特性



(備考) 日本政策投資銀行作成

図表3-2 調整電源ミックスと投資額の試算



<試算前提>

2021年時点CAISO太陽光発電容量(12,500MW)稼働率20%、蓄電池8,000MWh(出力2,000MW、放電時間4時間)、稼働率50%の蓄電容量は4,000MWh  
老朽化火力発電所の発電容量(3,750MW)設備利用率40%稼働時間4時間、  
設備投資:蓄電池単価5万円/kWh×8,000MWh  
※1 設備投資額に補助金は考慮せず

(備考)日本政策投資銀行作成

需給が逼迫するケースにおいては対応しきれないという蓄電池技術の限界があるため、火力調整電源と組み合わせた導入が現実的とされているが、2021年CAISOにて試算すると、4,000億円相当の設備投資が発生することとなる(図表3-2)。

4.系統用蓄電池の収益形態別類型と特徴

系統用蓄電池には、太陽光発電所などに併設される「再エネ併設型(注2)」と、大型蓄電池を単体で設置して系統接続する「スタンドアローン型」に大別される。再エネ併設型は、太陽光発電所など発電量のボラティリティのある再エネ発電所に併設され、卸電力市場の需給が緩慢になり、電力価格下落や再エネの出力抑制がかけられる傾向にある日中の発電電力を蓄電し、日没後など需給がタイトになる時間帯に放電(売電)することで収益性の向上が期待され、発電事業者は超過収益と導入コストを比較して蓄電池の併設を検討する。スタンドアローン型蓄電池にも、収益類型がある(図表4-1)。

現行の系統用蓄電池のコスト水準(5万円/kWh:蓄電容量と投資額をもとに算出)を前提とすると、系統用蓄電池の投資額に対する裁定収入の割合

は(注3)20~50%の水準と試算されるため、容量収入などが投資および利益回収の相応部分を担う。また、市場の電源構成の変化や調整電源整備の進捗などに伴いダックカーブ(注4)が平坦になるなどした場合には、裁定収入の減収に伴い収益確保や投資回収が難しくなるリスクを包含している(図表4-2、図表4-3)。

注2:再エネと親和性のある導入形態であるが、蓄電池のO&M(保守整備)は発電所のそれとは異なるため、別途人材確保などを行う必要がある。

注3:系統用の蓄電池価格:5万円/kWh(稼働率50%稼働期間20年間)を前提とし、各北米市場の平均的On/Offピーク値差を採用した場合、ERCOT(テキサス州の独立系統運用機関)では50%、PJM(米国北東地域の独立系統運用機関)/NY-ISO(ニューヨーク州の独立系統運用機関)/CAISOでは20%相当が、裁定収入で回収出来る割合であると試算される。

注4:正味電力需要とは、電力消費量から太陽光発電などの発電量を差し引いた実質電力需要であり、時間帯別の変化をグラフで示すとアヒルの腹と頭に見えることから、ダックカーブと呼称される。

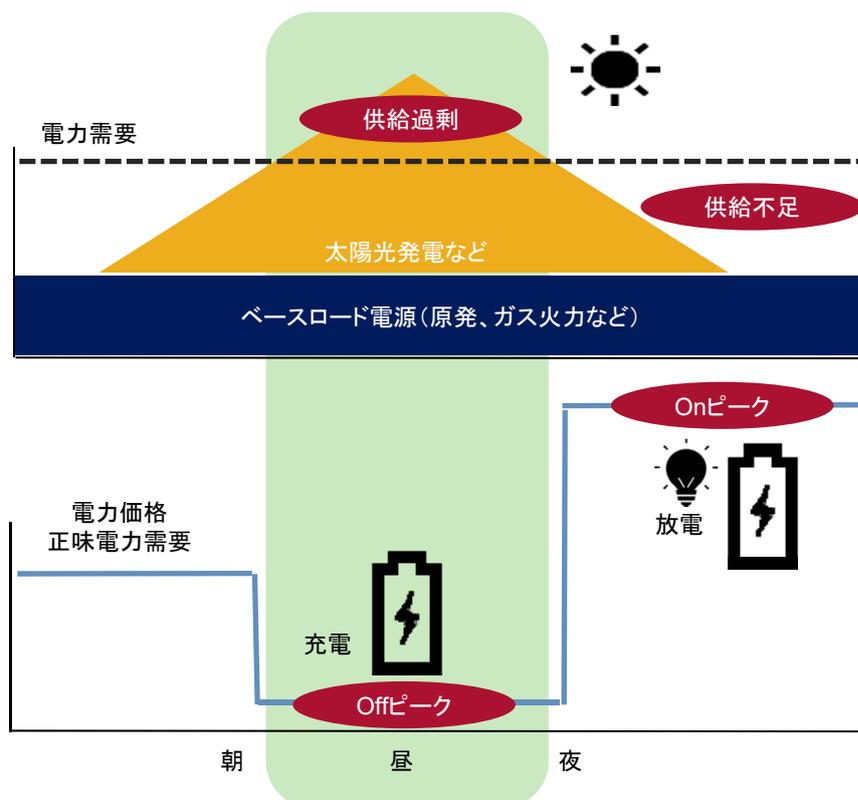
図表4-1 スタンドアローン型の類型と特徴

PPA型 (長期固定収益型)	電力会社や発電事業者などと蓄電池事業者(金融機関などにより組成される蓄電池プロジェクトSPCなど)の間で相対契約を締結する。蓄電池事業者は、設備が稼働可能な状態(availability)を維持する対価として固定料金を受領し、投資および利益回収が行われる
マーチャント型 (市場連動収益型)	プロジェクトSPC(電力会社や金融機関などにより組成される)が大型蓄電池を保有運営する。電力価格が低下する時間に蓄電(買電)して価格上昇時に放電(売電)するという卸電力市場での裁定収入のほか、容量市場(注5)などの市場取引を通じて投資および利益回収を行う

注5:容量市場、卸電力市場などについては、日本政策投資銀行 DBJ Monthly Overview 2020年9月号『北米の自由化市場で発電事業を支える容量市場と金融の力』参照

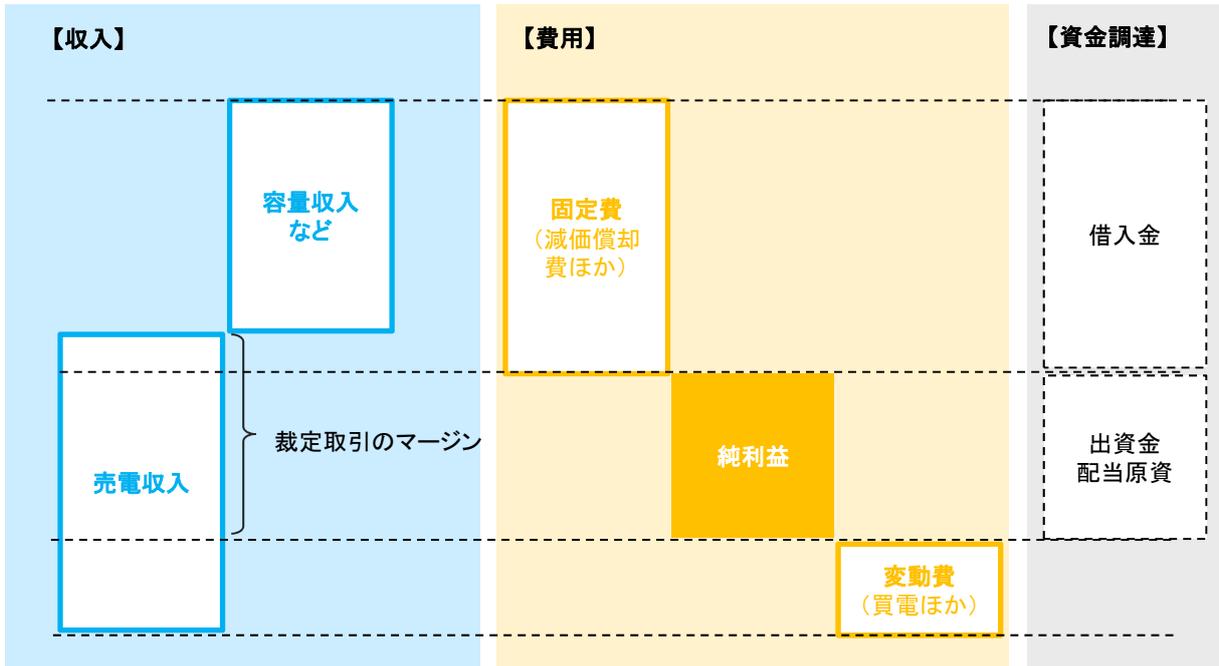
(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-2 裁定収入のイメージ



(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-3 マーチャント型の収支構造



(備考)日本政策投資銀行作成

### 5.EVがもたらす需要側調整力整備へのインパクト

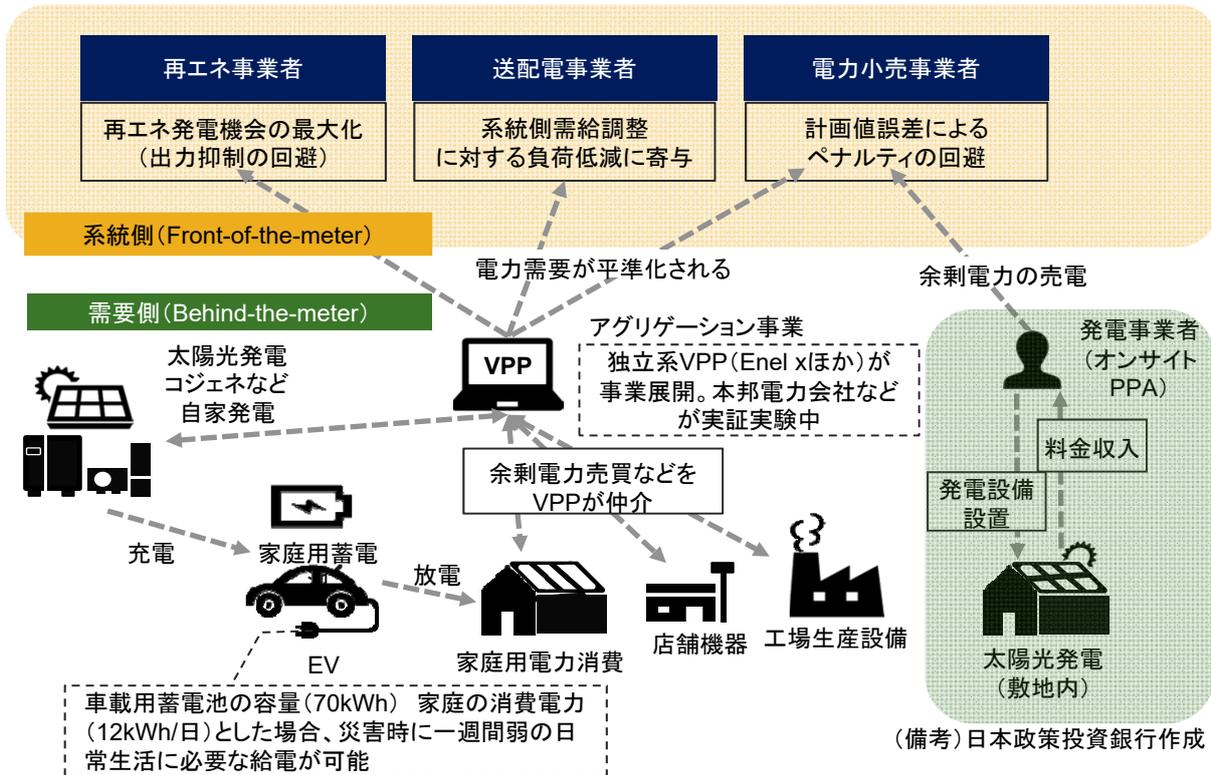
系統用蓄電池は、その使用するリチウムイオン(コバルト、ニッケルなどの希少金属を使用)の原価が高く、また汎用性が低いため製造コストが高いことなどから導入コストが高止まりしている状況にある。しかし、EV(電気自動車)の普及に伴う車載用電池メーカー間の競争はリチウムイオンの製造価格の低下をもたらすほか、現在進められる実証実験(中古EV蓄電池を系統用蓄電池へ再利用する)などにより、系統用蓄電池の導入コストの更なる低減が期待されている。

EVはそれ自体で蓄放電能力を有しており、その能力を活用して家庭用需給調整電源としての役割を担うことが可能である。現在、需要側では家庭用蓄電池が屋根置き太陽光発電と併用され、その余剰電力の蓄電に使用されているが、例えば、その役割をEVの車載用蓄電池で代替した場合、家庭用蓄電池の購入コストが不要となるだけでなく、その大容量の蓄電量(約1週間分の家庭用電力を給電)が非常用電源として機能することで災害停電時のレジリエンス向上にも資するため、EVと住宅の共同開発が取り組まれている。

普及拡大するEVを家庭用需給調整電源として活用することは、間接的に系統の安定運用にも資する。例えば、日中に発電が余剰となる太陽光電力をEVの車載用蓄電池へ充電して日没後の自家消費電力に使用すれば需要側で自己完結して需給調整することが可能になり、系統側の需給調整電源にかかる稼働負荷が軽減される。

北米ではEVのみならず、各需要家が所有する様々なエネルギー・アセット(屋根置き太陽光発電、家庭用蓄電池、コジェネなどの発電・蓄電装置)をソフトウェアにより相互接続(アグリゲート)することで仮想的に発電所の機能(VPP: Virtual Power Plant)を持たせ、接続する複数の需要家間(サービス契約者間)で相互に電力需給をマッチングさせる、電力サービス(アグリゲーション・ビジネス)が拡大している。このサービスも、需要側の需給調整力を高める点で系統にかかる需給調整負荷を軽減させるだけでなく、すでに需要家が保有しているエネルギー・アセットを活用する点で、系統側の大型調整力投資よりも迅速な調整力整備を可能にするものと期待される(図表5)。

図表5 需要側で展開される各種ビジネス



## 6. 設備投資機会の創出と金融サポート

脱炭素化社会に向けたパラダイムシフトの過程において、系統側と需要家側の双方に設備投資機会が創出されている。本邦においては、すでに系統側で太陽光、陸上および洋上風力などの再エネ発電所の建設が先行しているが、今後それら発電量に応じた需給調整能力の整備や、発電電力を需要地に託送するための陸上および海底送電線の新増設にかかる設備投資が不可欠となる。また、需要側では個別には規模の小さい太陽光発電設備などがオンサイトPPAの様な形態で整備され、累計としては大規模の設備投資が見込まれる。

エネルギー政策の原点であるS+3E(注6)(電力レジリエンスを前提とした経済的な電力の安定供給)を担保した脱炭素化を実現する上では、これらの設備投資が遅滞なく行われエネルギー・バリューチェーンが再構築される必要があり、それをサポートするファイナンスの役割は重要であるが、難しさも残る。

例えば、系統側の設備投資の中には実証実験段階の技術リスクを包含するケースや、技術革新によ

り投資回収よりも技術の陳腐化が早い可能性、収入形態が卸電力市場などに連動しており投資回収の予見性が低いなどマーチャントリスクを包含するケースなどが想定される。また需要側で発生する個々に小規模な設備投資に対応する場合、ファイナンス組成の費用対効果の観点から、設備投資主体(オンサイトPPAの設備投資主体となる電力会社など)と協働の上、相当金額規模に纏めた上でポートフォリオ形式でのファイナンス組成をすることなどが必要となるだろう。

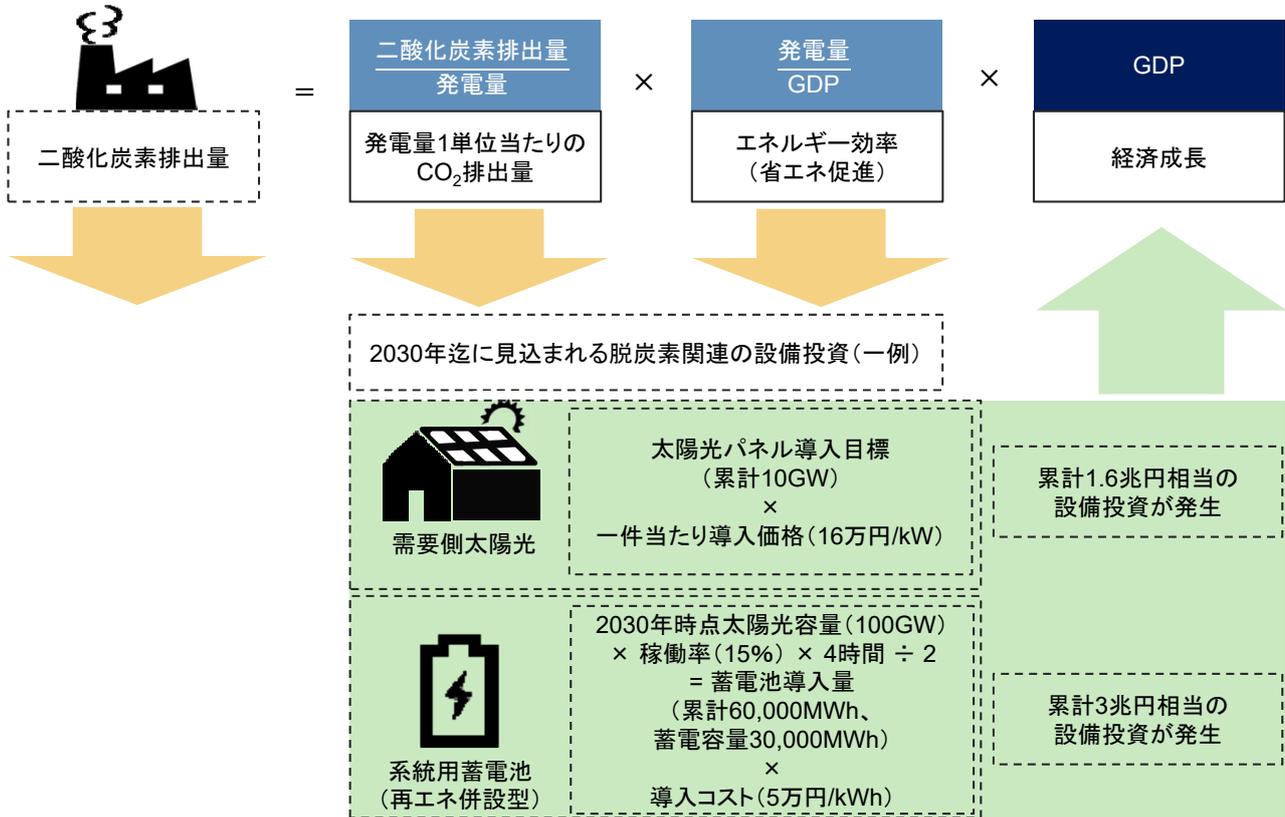
現時点で画一化されたファイナンス・ソリューションがなく、難易度の高い脱炭素関連の設備投資をサポートするため、当行が北米の自由化市場で取り組むファイナンス商品の仕組みや、本邦の容量市場制度などの枠組みなども組み合わせながら、事業会社と共に、最適なリスクシェアの方法を模索し、脱炭素社会実現を金融面からサポートしていきたい。

注6:S+3E:安全な発電(Safety)をベースに、電力レジリエンスの基礎となる電力安定供給(Energy Security)を前提とした経済的電力価格(Economic Efficiency)と環境配慮(Environment)を同時達成するエネルギー政策の基軸

## 今月のトピックス

(参考) 経済波及効果の高い設備投資により脱炭素化が推進される

二酸化炭素削減に向けた各種取り組みは、①発電量1単位当たりのCO<sub>2</sub>排出量、②GDP一単位当たりの電力量、③GDP、の3つの要素に分解して捉えることができる。その上で、二酸化炭素削減に寄与する再エネ導入や省エネ促進など(①および②)の過程で創出される経済波及効果の高い設備投資を、③経済成長に繋げていく思考も重要である



※需要側太陽光一件当たりの容量(4kW)と仮定  
 ※太陽光発電の日没後4時間の発電量の半分を蓄電池(稼働率50%)で補うと仮定  
 ※設備投資額に補助金は考慮せず

(備考) 日本政策投資銀行作成

# 多様化する社会課題と「大きな政府」に向かう世界

経済調査室 米谷 友利

## 要旨

- 主要国の財政は、日本を筆頭にコロナ禍での大規模な財政出動により大幅に悪化したものの、2013年以降の財政拡張の潮流を受け、ポスト・コロナでも大胆な財政政策を活用する動きがみられる。
- 恒常的な需要不足により民間貯蓄増が続くなか、政府はデフレ脱却のため財政拡張を余儀なくされた。昨今では、長期停滞を前提とした積極財政派が台頭するほか、MMT(現代貨幣理論)も注目を集めた。
- 気候変動や格差拡大など社会課題が多様化するなか、コロナ禍での活動制限などもあり、政府の果たすべき役割が問い直されている。米欧中の中長期目線の経済産業政策も踏まえ、経済産業省は、財政拡張を伴う政府の積極的なリスクテイクによって社会課題の解決を目指す新たな姿を提示している。

主要先進国では近年、恒常的な需要不足による「長期停滞」のなかで、積極的な財政出動を容認する議論が台頭してきた。本稿では、日本財政の現状に加え、積極財政派と財政均衡派、さらに2019年頃から国内で注目を集めるMMT(現代貨幣理論)の主張を整理しつつ、コロナ禍で改めて問い直される政府の果たすべき役割と、それを踏まえたポスト・コロナの財政及び経済政策の運営について、世界的な潮流も踏まえ、展望する。

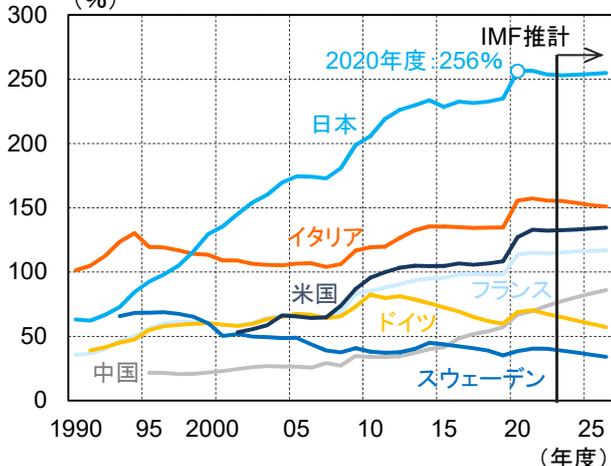
## 1. コロナ禍で主要国の財政は大幅に悪化も、財政拡張容認の潮流は加速

コロナ禍において、主要国は大規模な財政政策

で経済を支え、中央銀行は国債買い入れにより事実上の財政ファイナンスを行った。政府債務残高のGDP比は各国で悪化したが、日本は20年度に256%に達して世界最悪の水準となっており、今後も削減は難しいとみられている(図表1-1)。

さらに、ポスト・コロナに向けて、低成長・低インフレ・低金利などの構造的な停滞を脱すべく、大胆な財政政策を活用する動きがみられる。1980年代以降、米英を中心に政府介入を縮小する新自由主義的改革が進められたが、度重なる危機対応や景気回復の鈍化を受けて財政依存が強まっており、特に13年以降は財政拡張を容認する潮流が加速している(図表1-2)。

図表1-1 主要国の政府債務残高対GDP比 (%)



(備考) IMF “World Economic Outlook”

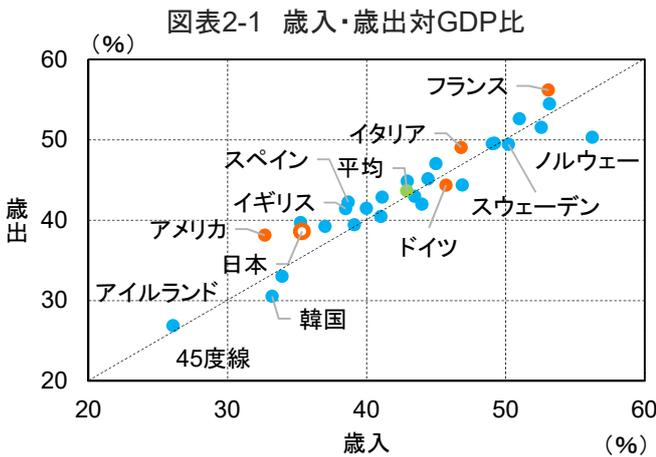
図表1-2 財政政策に対するスタンスの変化

1980年代～	新自由主義的改革、政府の過度な市場介入を批判
2008年～	リーマン危機への対応、公的資金による大企業救済
2010年～	危機を脱し、欧州債務危機(～12)を経て財政緊縮へ 2010年G20サミット: 先進国は2013年までに赤字半減
2013年～	世界経済の回復が鈍化、需要創出の要請強まる 2014年G20サミット: インフラ投資でGDP2%引き上げ アベノミクスは「機動的な財政出動」を掲げるも、2度の消費増税など財政健全化にも目配り
2020年～	コロナ禍で大規模な財政出動、特に米国では低金利を背景に大規模な経済対策

(備考) 1. 日本政策投資銀行作成 2. 水色は緊縮、オレンジは拡張

2.財政収支の規模からみれば、日本は相対的に「小さな政府」を維持している

国、地方、社会保障基金を含めた一般政府ベースでみると、日本の歳入・歳出のGDP比は、フランスや北欧諸国などの代表的な福祉国家のみならず、OECD平均と比較しても小さく、相対的に「小さな政府」を維持している(図表2-1)。さらに、社会保障費を除いた歳出のGDP比では、日本は主要先進国のなかで最低水準となっている。国内では「無駄遣い」への批判もみられるものの、歳出の規律が失われている状況とはいえない。ただし、社会保障支出はOECD平均を上回っており、25年には団塊の世代が75歳以上となるなど、今後も高齢化の進展に伴う構造的な増加は避けがたい(図表2-2)。

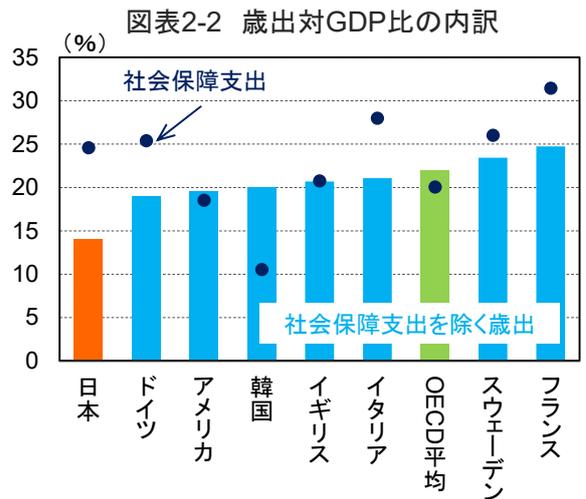


(備考)1.OECD 2.一般政府ベース 3.オレンジはG7諸国 4.15~19年平均

3.PB黒字化の時期は先送りの可能性が高い

続いて、足元の政府方針を確認する。政府は、プライマリー・バランス(PB、国債関連の収支を除いた基礎的財政収支)の赤字を、10年度のGDP比6.2%減から15年に半減、20年に黒字化する目標を定めた。半減目標は達成したが、18年に消費増税に合わせて社会保障を拡充するにあたり、黒字化目標を25年度に延期した(図表3-1)。

今年の「骨太の方針」では、PB黒字化目標の年度内見直しを示唆した。7月の政府中長期試算では、法人税収の増加もあり、実質成長率が2%を上回る「成長実現ケース」で27年度のPB黒字化を見込んだ。しかし、現実に近いベースラインケースでは、黒字化が見通せない状況にある(図表3-2)。



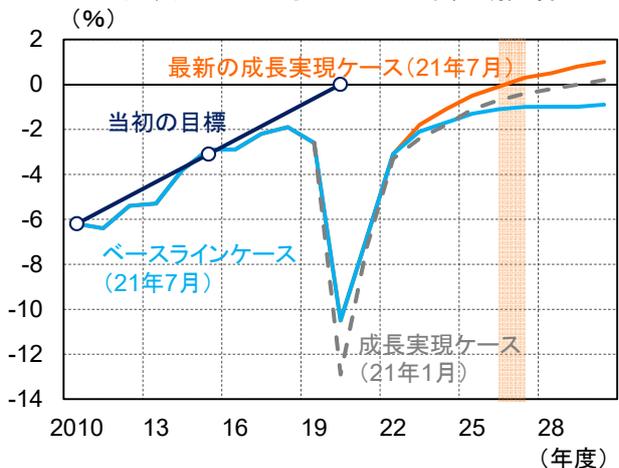
(備考)1.OECD 2.一般政府ベース 3.15~19年平均

図表3-1 「骨太の方針」における財政関連のポイント

基本方針	「経済再生なくして財政健全化なし」
PB目標	骨太の方針2018で掲げた財政健全化目標 ①2025年度の国・地方を合わせたPB黒字化 ②債務残高対GDP比の安定的な引き下げを堅持する
達成時期の留保	感染症でいまだ不安定な経済財政状況を踏まえ、本年度内に、感染症の経済財政への影響の検証を行い、その検証結果を踏まえ、目標年度を再確認する

(備考)内閣府により日本政策投資銀行作成

図表3-2 PB対GDP比の中長期試算



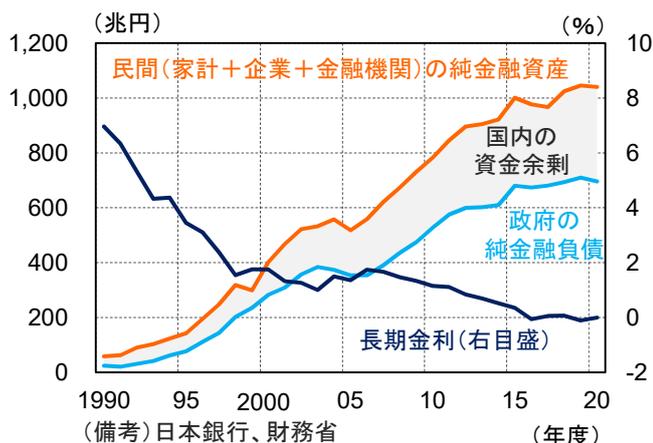
(備考)1.内閣府 2.「ベースライン」とは、「改革を行う前の、予測の基準となる状況」を意味する

#### 4.「長期停滞」のなかで、さらなる財政拡張を容認する議論が台頭

続いて、日本の財政悪化の構造的な要因を確認する。国内では、民間資金が投資や消費に十分回らず、民間の金融資産が政府の負債を上回るペースで増加してきた。日銀は異次元緩和により景気を刺激したものの、民間貯蓄増に歯止めはかからず、政府もデフレ脱却のため財政再建を先延ばして財政を拡張することを余儀なくされた(図表4-1)。

米欧でも技術革新の鈍化という供給要因でなく、恒常的な需要不足による長期停滞が議論されている。この「ニューノーマル」の中で、借入コスト低下により想定以上に財政拡張余地は大きい、行き詰まる金融政策との相乗効果を図る、といった論拠から財政拡張の容認論が台頭している(図表4-2)。

図表4-1 民間金融資産・政府金融負債と長期金利



#### 5.MMT(現代貨幣理論)が立脚する個々の論点は検討に値するが、政策応用は現実味に乏しい

同じく財政拡張を唱えるMMTは、通貨主権をもつ国は財政破綻しない、国債発行に上限はない、を前提に、経済健全化を目的とした財政出動を正当化する。税や中央銀行は、財政拡大によるインフレ(財需要の増加)や金利低下(流動性増加)を吸収する調整役にとどまる。MMTのうち、政府は容易に破綻しないとの意見や信用創造の考え方(貸出はマネタリーベース増だけでは増えず)、機械的な財政再建への批判については、主流派からも理解する声がある。一方、機動性を欠く財政政策ではインフレ高進への対応が遅れる、金融政策の軽視などから、政策応用は現実味に乏しいとみられている(図表5)。

図表4-2 積極財政派の主な見解

財政拡張の余地	マサチューセッツ工科大学 ブランシャール名誉教授 「 <u>長期停滞下(低成長・低金利・低インフレのニューノーマル)では、公的債務の財政・経済コストは小さく済む一方で、経済刺激効果は極めて大きい</u> 」
物価と財政	第一生命経済研究所 永濱首席エコノミスト 「日本がデフレを脱却するには、国内の需要不足(資金余剰)を吸収する大規模な政府支出が必要」
民間経済との関係	先進国、特に日本は「流動性の罨」の状態にあり、クラウドイングアウト(金利上昇)の懸念は乏しい
金融政策との関係	金融政策一辺倒は限界であり、 <u>財政政策とのポリシーミックス</u> により物価目標の達成が可能

図表5 MMTの主張と批判

		MMTの主張	主な批判
前提	財政破たん	✓ 自国通貨発行で調達を行う国は、理論上財政破たんしない	✓ 通貨や国債の信任喪失なら政府調達は破たん
	信用創造	✓ 銀行貸出に原資が不要のように、(資産に貸出、負債に預金を書き込むだけ)、国債を財政支出の対価として発行すれば、民間資産が増加、上限もない(「会計上の恒等関係」)	✓ 会計的理解に終始、財や労働の需給、物価・金利(クラウドアウト)のダイナミックな分析が欠如
見解	租税貨幣論	✓ 税の役割は、①納税手段である貨幣価値の裏付け、②マネー吸収によるインフレ抑制、③悪行抑制(たばこ税)や格差是正 ✓ 中央銀行の役割は、受動的な国債オペ。財政支出に伴う流動性供給で金利が低下すれば、国債売りで流動性を吸収	✓ <u>インフレを制御するほど財政は機動的でない</u> ✓ 財政出動は物価・金利の上昇要因 ✓ 能動的な金融政策で物価・経済が安定
	機能的財政	✓ 財政の健全化でなく、雇用・物価など経済の健全化を重視	✓ 長期的な財政・通貨への信任なく経済安定なし

(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

6. 積極財政に対し多くの問題が指摘されるが、国民的な危機感の醸成は不十分

一方、経済学の主流派は、長期的な財政均衡を重視し、積極財政に対し、金利上昇リスクの軽視、世代間の不公平、高水準の政府債務が成長を阻害する可能性などの多くの問題を指摘する(図表6-1)。

ただし、政府の世論調査では、財政健全化は最優先の課題とは認識されておらず、国民的な危機感が醸成されているとは言えない。社会保障の充実を求める高齢者に限らず、現役世代も雇用機会や所得の充実を期待し、財政緊縮を求める声は多くなく、政治家も財政ポピュリズムに走りやすい。財政健全化の達成は、長期的なリスク、リターンを踏まえた国民的な合意形成が前提となる(図表6-2)。

図表6-1 財政拡張への批判

金利上昇	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 国債の信認(低金利)は財政健全化努力の結果</li> <li>✓ 「金利&lt;成長率」により債務GDP比率が安定との想定は楽観的、成立してもPB改善は必要</li> </ul>
世代格差	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 国債の増発は将来世代への借金のつけ回し</li> </ul>
中立命題	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 国債の増発は将来の増税予想を通じて消費抑制</li> </ul>
非効率化	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政府介入は資源配分を歪め、経済が非効率化</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 財政が利払い費など固定費増によって硬直化</li> <li>✓ 高齢化で家計貯蓄が減少し、国債国内消化が困難に。また、量があっても国債に向かうとは限らず</li> </ul>

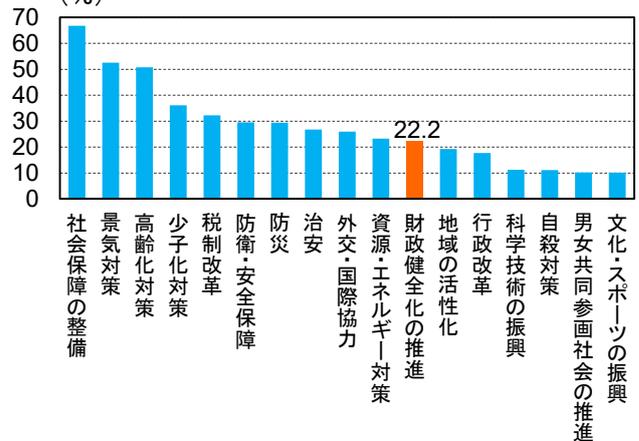
(備考) 日本政策投資銀行作成

7. 大規模な社会課題を前に、政府の役割が問い直される

コロナ禍では、大規模な財政・金融政策とともに、政府による活動制限が実施された。気候変動や格差の拡大をはじめ、市場の力だけでは解決できない社会課題も山積するなか、政府の果たすべき役割が改めて意識されている。米欧中では、短期的な需要創出にとどまらず、半導体産業育成やグリーンインフラ投資など、財政拡張を梃子に社会課題の解決を目指す投資が計画されている。

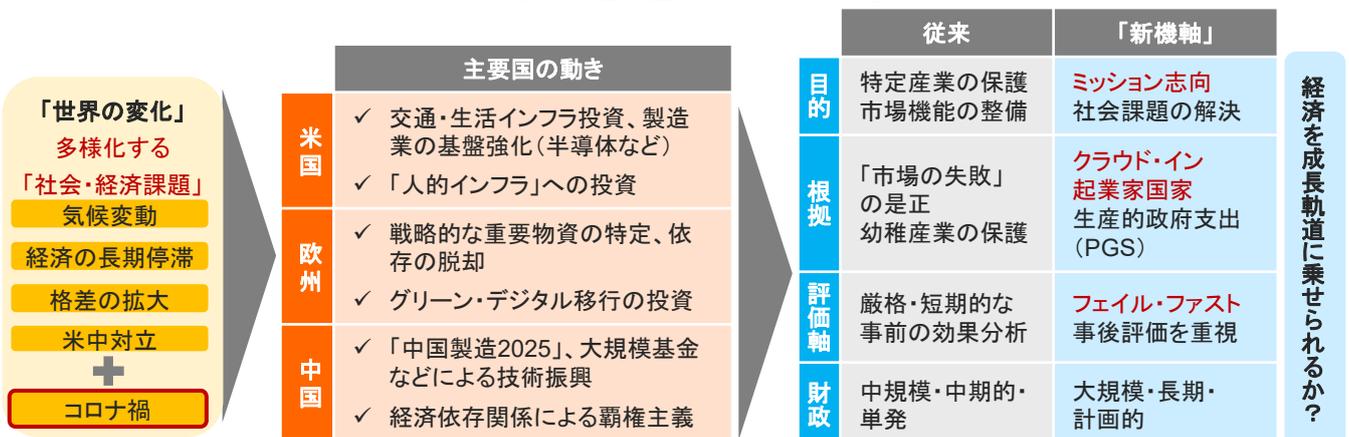
この潮流を踏まえ、経済産業省は政府が積極的にリスクを負って社会課題の解決を目指す新たな姿を提示している。政府の裁量的な投資が経済を成長軌道に乗せるかどうかの検証は不十分であるものの、財政拡張を伴う政府の積極的関与に理解を示す論調はコロナ後も続くと思われる(図表7)。

図表6-2 政府に対する国民の要望



(備考) 1.内閣府「国民生活に関する世論調査」(2019年) 2.23の調査項目のうち17項目を抜粋して掲載

図表7 「経済産業政策の新機軸」



(備考) 経済産業省「経済産業政策の新機軸」などにより日本政策投資銀行作成

# アベノミクス以降のガバナンス改革の成果と課題

経済調査室 品田 裕太

## 要旨

- 安倍政権の発足以降、ガバナンス改革を通じて企業の収益力強化が図られたが、企業業績(ROE)の向上は景気要因が大きいとみられる。株式市場にも影響を及ぼしたが、投資家の期待には届いていない。
- 企業のガバナンス体制は整備が進んだものの、投資家とは実効性向上のための課題認識に乖離がある。近年は気候変動やダイバーシティへの関心が高まっており、取り組みの進展が期待される。
- この10年間のガバナンス改革は一定の評価を得ているものの、道半ばである。サステナビリティへの取り組みや無形資産への投資を含めた経営資源の配分見直しなどが論点となるが、根幹となるコーポレートガバナンスにおいて、実効性のある仕組み作りが求められる。

コロナ過をはじめ、企業を取り巻く環境は大きく変化しており、望ましいコーポレートガバナンスの在り方も変わってきている。本稿では、安倍政権発足以降に実施されたコーポレートガバナンス改革の流れを整理したうえで、企業や株式市場の変化、今後の課題を確認する。

### 1.コーポレートガバナンス改革はアベノミクスの成長戦略の一環として実施

コーポレートガバナンス(企業統治)は、企業(最終的には経営者)の意思決定を規律付け、方向付けする仕組みを指す。狭義の対象は、意思決定の場である取締役会とともに、取締役を選任する株

主であるが、広義にはリスク管理やコンプライアンスを通じた規律付けを含む(図表1-1)。

歴史的にみると、戦後は適法性に焦点を当てた守りのガバナンスの議論が先行し、1990年代以降も不祥事の発生を受けて社外監査役の設置義務化などの対応がとられてきた。2012年に発足した安倍政権の成長戦略では、コーポレートガバナンス・コード(CGC)とスチュワードシップ・コード(SSC)の制定、会社法改正(社外取締役の選任義務化)などにより、効果的な経営、適切なリスクテイクに重点を置いた攻めのガバナンス改革を通じて収益力の強化を図った(図表1-2)。

図表1-1 コーポレートガバナンスの整理

役割	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 企業(最終的には経営者)の意思決定を規律付け、方向付け</li> </ul>
対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 狭義:取締役会と取締役を選任する株主</li> <li>➢ 広義:リスク管理、コンプライアンス</li> </ul>
目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 株主資本主義</li> <li>➢ ステークホルダー資本主義</li> </ul>
体制	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ マネジメントモデル(取締役と執行役員を兼ねるなど意思決定の機能重視、日本に多い)</li> <li>➢ モニタリングモデル(監督機能重視)</li> </ul>
二本柱	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 守りのガバナンス:適法性(不祥事防止など)</li> <li>➢ 攻めのガバナンス:効率性(効果的な経営)</li> </ul>

(備考)日本政策投資銀行作成

図表1-2 ガバナンス改革の流れ

制度の制定・見直し	背景	経済環境
2003 委員会等設置会社 07 金商法 08 J-SOX	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不祥事の発生</li> <li>• 持合解消</li> <li>• 外国人投資家の台頭(ガバナンス強化要請)</li> </ul>	経済・金融のグローバル化
14 伊藤レポート スチュワードシップコード(SSC) 15 CGC、監査等委設置会社 17 SSC改訂、伊藤レポート2.0 18 CGC改訂 20 SSC再改訂	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 競争力・収益性の低下</li> <li>• 格差拡大や気候変動問題への関心の高まり</li> </ul>	リーマン後の景気低迷 安倍政権の成長戦略
21 会社法改正(社外取締役) CGC再改訂 22 東証市場再編	<ul style="list-style-type: none"> <li>• コロナ禍での不確実性</li> <li>• 社会要素を含めた持続可能性への関心</li> </ul>	コロナ禍

(備考)1.日本政策投資銀行作成 2.制度の制定・見直しは施行、発表年

2. コロナ禍による変化も踏まえコーポレートガバナンス・コードが改訂

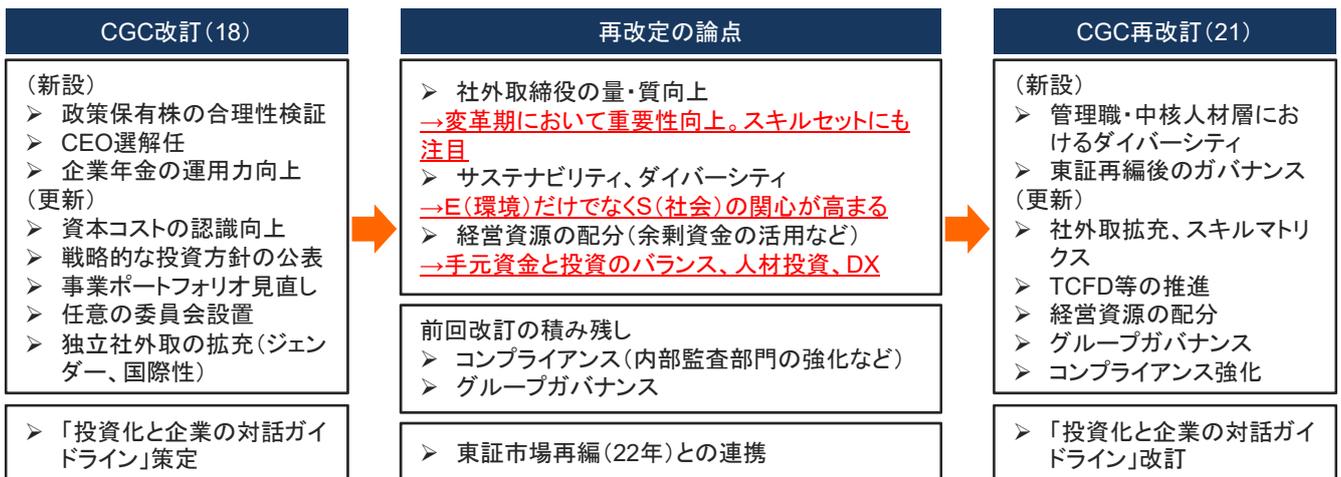
3年毎に見直されるCGCは、18年の改訂では資本コストへの認識向上や政策保有株の合理性検証などのほか、対話の実質化に向けて「投資家と企業の対話ガイドライン」が別途策定された。21年6月のCGC再改訂では、コロナ禍による変化も踏まえ、独立社外取締役の拡充や取締役会が備えるべきスキルの特定、各取締役の能力等(スキル・マトリクス)の開示、管理職などにおける女性・外国人・中途採用などの人材登用、環境問題に限らず、人権尊重、従業員の健康・安全など社会面を含めたサステナビリティへの取り組み深化を促すものとなっている(図表2)。

3. 利益率の改善によりROEは上昇も、投資家の期待に達する企業は少数

企業経営の効率性を示すROEについて確認すると、安倍政権発足以降、15年6月のCGC施行を挟んで上昇した。しかし、財務レバレッジや総資産回転率はむしろ低下しており、アベノミクス下の好況によって企業業績が改善し、利益率が向上したことが主因となっている(図表3-1)。

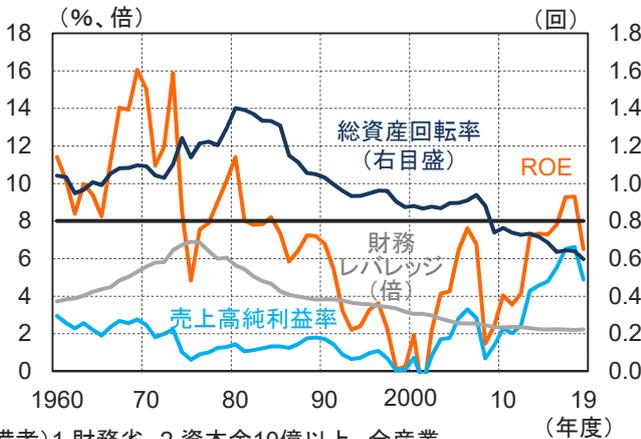
ROEの分布は、右側に移動(ROEが上昇)したが、伊藤レポート(8%)や投資家の期待する水準(10%)に達する企業は依然4割程度にとどまる。ROEが20~30%の欧米主要企業と比べて日本企業の利益率は見劣りしており、低収益事業の見直しなどが課題となっている(図表3-2)。

図表2 コーポレートガバナンス・コード再改訂



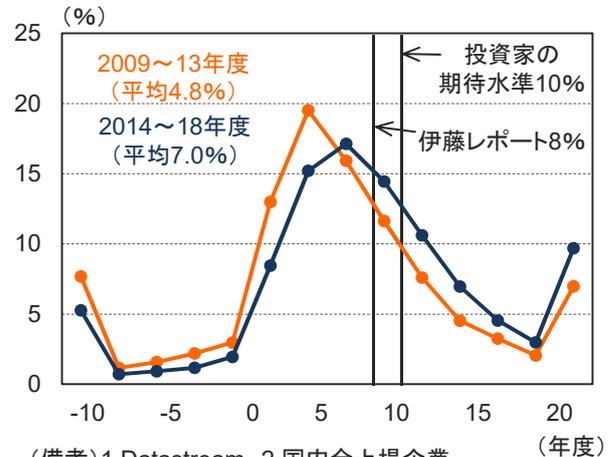
(備考)日本政策投資銀行作成

図表3-1 ROEの要因分解



(備考) 1.財務省 2.資本金10億以上、全産業  
 3.ROE=売上高純利益率×総資産回転率(売上高/総資産)×財務レバレッジ(総資産/自己資本)

図表3-2 ROEの分布



(備考) 1.Datastream 2.国内全上場企業  
 3.ROEの2.5%幅ごとの構成割合

#### 4. ROEの変化は株価に影響、外国人投資家の株式保有比率上昇も近年は頭打ち

株式市場では、ROEの変化に対する株価の変動は大きくなった。伊藤レポートの公表や、企業価値向上を促すための投資家向け指針であるSSCの14年施行を受けて、投資家がROEの意識を高めた可能性がある(図表4-1)。

また、株式保有比率については、金融機関の株式保有比率は低下傾向にあり、CGCが政策保有の方針開示を求めたこともあって、持ち合い解消に拍車がかかった。代わって保有比率を高めたのが外国人投資家であり、アベノミクスによる経済成長やガバナンス改革への期待が大きかったとみられる。ただし、15年以降は頭打ちとなっており、日銀買入

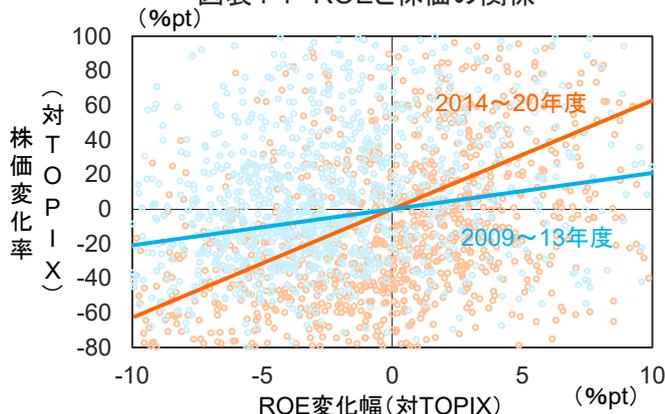
を背景に信託銀行の比率が上昇した(図表4-2)。

#### 5. 株主還元の姿勢に大きな変化はみられない、現預金は増加傾向

経営資源の配分について確認すると、資産に占める現預金比率は、リーマンショック以降上昇傾向にある。コロナ禍で功を奏した現金保有が当面志向される可能性はあるが、資本効率向上の観点からは、株主還元や収益力向上に向けた成長投資のウエートを高める余地が議論となる(図表5-1)。

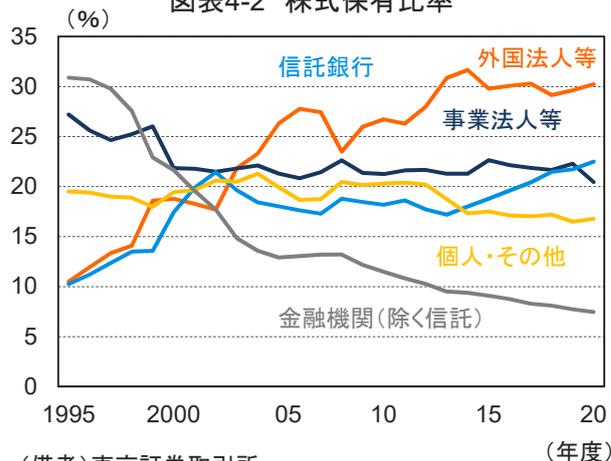
株主還元の金額はこの10年間に増加したが、主に好況下での業績改善によるものとなっている。配当性向や総還元性向の顕著な上昇は確認できず、企業の横並び意識が還元強化の制約になっているとの指摘もみられる(図表5-2)。

図表4-1 ROEと株価の関係



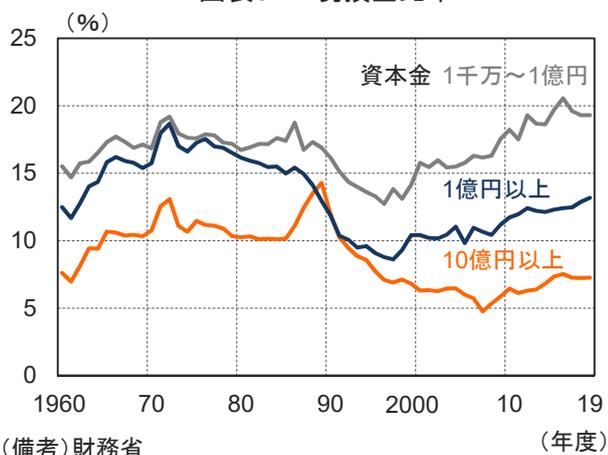
(備考) 1.Datastream 2.東証一部上場企業  
3.2009～13年度、14～20年度の変化

図表4-2 株式保有比率



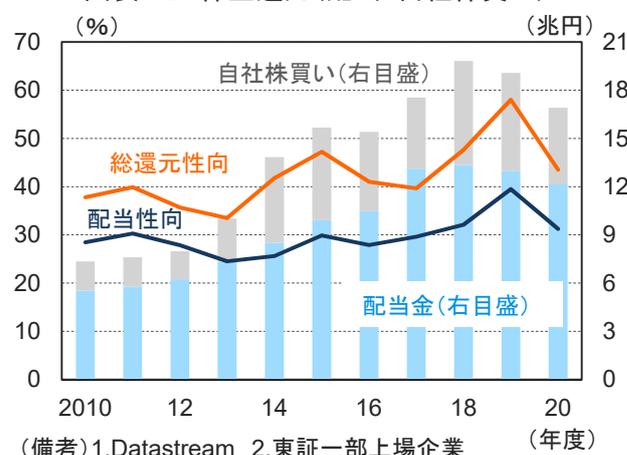
(備考) 東京証券取引所

図表5-1 現預金比率



(備考) 財務省

図表5-2 株主還元(配当・自社株買い)



(備考) 1.Datastream 2.東証一部上場企業  
3.配当性向=配当÷純利益、  
総還元性向=(配当+自社株買い)÷純利益

6.ガバナンス体制の整備は進展、投資家とは実効性向上のための課題認識に乖離

ガバナンスの体制は整備が進んでいる。独立社外取締役を選任する企業の割合は、15年のCGC制定や会社法改正を受けて増加傾向にある。CGCでは2名以上の独立社外取締役選任を求めているが、上場子会社や22年の東証市場再編後にプライム市場を選択する企業には、より厳格な基準が設けられている(図表6-1)。

取締役会の実効性向上について、企業は「重要事項に関する議論の充実」、「取締役会の多様性確保」などの課題を挙げる。「社外役員が機能を発揮するための環境整備」を最大の課題とする投資家とは、「社外役員の拡充」を含めて認識に乖離がみられ、対話等を通じて双方の課題認識を共有するなど、実効性向上に向けた取り組みの進展が期

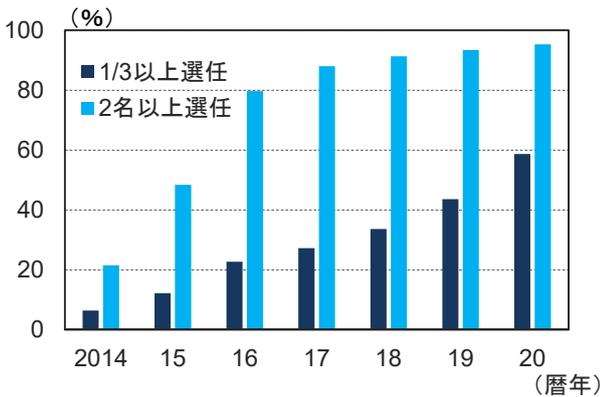
待される(図表6-2)。

7.気候変動に対する関心は高い、女性取締役の選任と業績には相関がみられる

ESG活動における主要テーマとして、「コーポレートガバナンス」が筆頭であり、次いで「気候変動」への関心が高い。気候変動関連情報を開示または検討中の企業は増加している(図表7-1、7-2)。

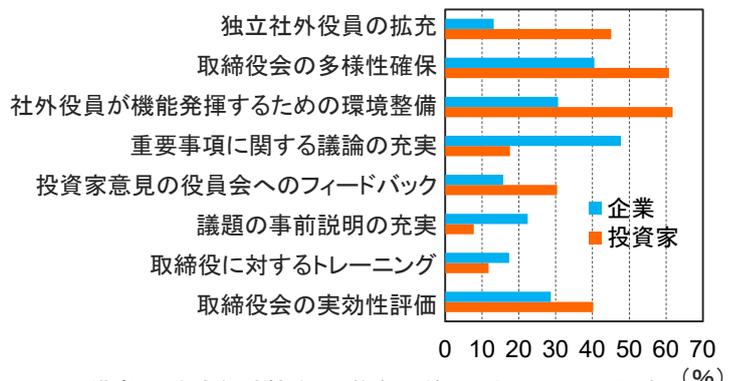
女性取締役を選任する企業について分析すると、未選任の企業と比較してROEが高い傾向がみられる。先行研究でも一様の結果は得られていないものの、多様な視点や価値観が経営に反映され、持続的な成長に資すると考えられている。CGC再改訂により女性などの登用が一層求められているが、上場企業の役員に占める女性比率は6%といまだ低いこともあり、さらなる取り組み推進が求められている(図表7-3)。

図表6-1 独立社外取締役を選任する企業の割合



(備考)1.東京証券取引所 2.東証一部上場企業 3.20年8月時点

図表6-2 取締役会の実効性向上に向けての課題



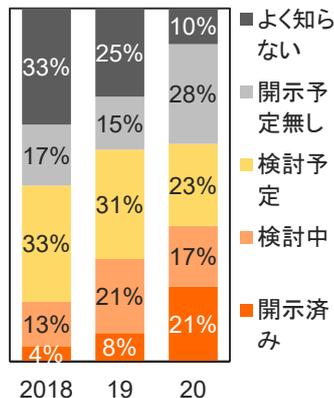
(備考)1.生命保険協会 2.複数回答、20年10~11月調査 3.特段なし、その他は除く 4.項目は省略して記載

図表7-1 ESG活動の主要テーマ

1	コーポレートガバナンス	71%
2	気候変動	55%
3	ダイバーシティ	39%
4	健康と安全	39%
5	製品サービスの安全	35%
6	働き方改革	32%
7	人権と地域社会	31%
8	リスクマネジメント	30%
9	サプライチェーン	18%
10	環境市場機会	13%

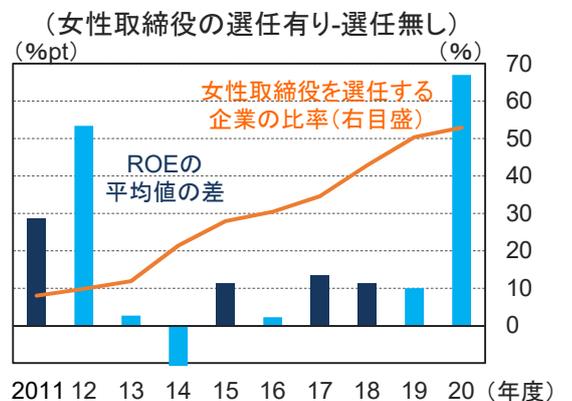
(備考)1.生命保険協会 2.複数回答、上位10項目

図表7-2 気候変動関連情報開示の検討状況



(備考)生命保険協会

図表7-3 ROEの平均値の差



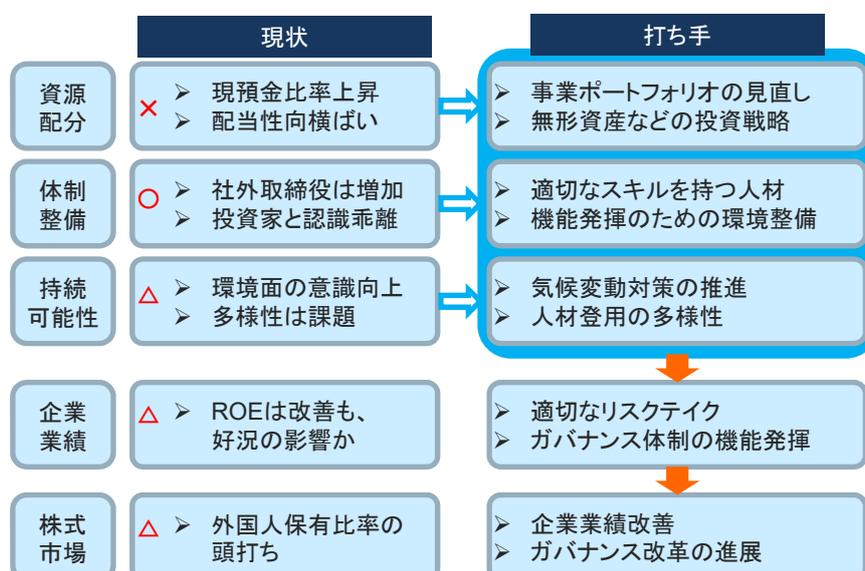
(備考)1.Datastreamなどにより日本政策投資銀行作成 2.濃色は統計的に有意 3.東証一部上場企業のうち各年度末での選任が判明したもの

### 8.コーポレートガバナンス改革は道半ば、実効性のある仕組み作りが求められる

この10年間のガバナンス改革は一定の評価を得ているものの、道半ばである。独立社外取締役の増加など体制面で変化はみられるが、現預金比率の引き下げや株主還元の強化などの経営資源の配分には課題も残り、ROEの向上も景気要因が大きいとみられる。今後の企業経営では、サステナビリティへの取り組みや、人的資本や知的財産などの無形資産への投資を含めた経営資源の配分見直しが論点となるが、根幹にあるのはこれらの意思

決定を規律付けるコーポレートガバナンスである。来年に控える東証市場再編を踏まえた対応を進めるとともに、企業価値向上に資する実効性のある仕組み作りが求められる(図表8)。

図表8 ガバナンス改革の評価



(備考)1.日本政策投資銀行作成 2.想定される打ち手を例示

## 中国恒大集団の信用不安と今後のシナリオ

経済調査室

### 要旨

- 9月に中国の不動産開発大手、恒大集団の信用不安が顕在化した。中国政府は10年以上にわたる投資・債務の拡大是正に取り組んでおり、今回の問題の背景にも不動産市場の規制強化がある。
- 中国では近年、企業破たんが増加しており、大手民営企業でも、政府関与による破たん処理の事例がある。恒大が破たんする場合でも、債務の多くが回収されるなど、損失は軽減される可能性が高い。
- 恒大問題がリーマン危機のような金融危機に直結するとの見方は少なく、中国政府も金融危機回避が最重要との方針を示す。ただし、中国政府はデレバレッジや共同富裕を掲げて経済政策を見直しており、不動産市場の調整が深まり、中国経済が減速する場合には、世界経済への影響も避けられない。

中国の不動産開発大手である中国恒大集団に対し、外債の利払いを控えた9月20日に信用不安が広がり、新たな金融危機を想起される中でグローバルな株安が進んだ。現在は金融市場のショックは一服しているが、今後の展開を巡っては不確実性が高い。問題の背景と、今後の論点について整理を行う。

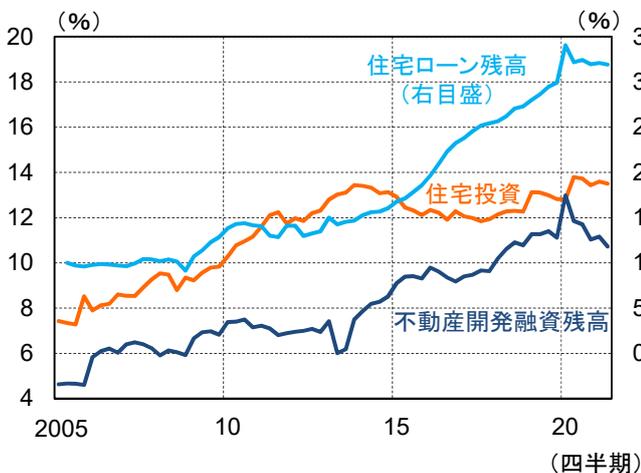
### 1. 過熱する中国の住宅市場

中国の住宅投資の対GDP比は、2014年にかけて10%を超えて上昇し、4%前後の日米を大きく上回る状況が続いている。この間、融資残高が積み上がり、恒大などを含む不動産開発向けの融資の

増加が続いたほか、家計の住宅ローン残高は一層大きく増加した。ただし、不動産規制が強化された2020年夏以降は、こうした動きも一服している(図表1-1)。

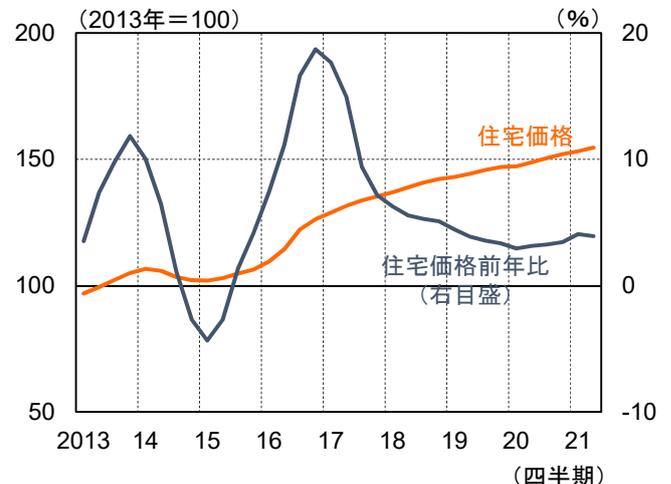
中国の住宅価格は、経済成長や都市化の進展を背景に、利殖・投機目的の需要も加わって上昇してきた。政府は価格高騰のたびに規制を強化し、これに反応して住宅価格は大きく変動してきた。近年は上昇率も経済成長率を下回るなど落ち着きが見られるが、上昇基調は変わっておらず、住宅価格は主要都市の平均で年収の10倍超、一部大都市では50倍を上回るなど、依然割高となっている(図表1-2)。

図表1-1 住宅投資と不動産向け融資残高の対GDP比



(備考) 1. 中国国家統計局、中国人民銀行 2. GDPは名目値  
20 DBJ Monthly Overview 2021/11

図表1-2 住宅価格と平均可処分所得

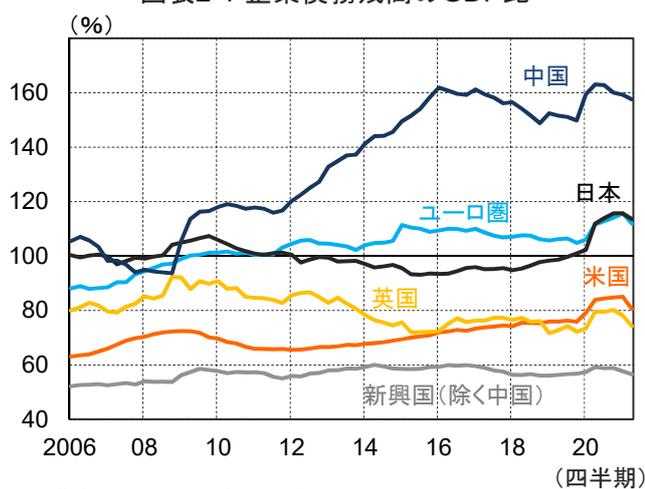


(備考) 1. 中国国家統計局 2. 住宅価格は主要100都市

## 2. 政府の債務削減策と恒大の現状

中国では、2008年のリーマンショック後、大規模経済対策により企業債務が大きく膨らみ、資金調達手段となった理财产品の拡大などとともに金融リスクが高まった(図表2-1)。実体面では過剰生産能力も表面化しており、政府は、2015年以降にデレバレッジ(債務削減)政策を進め、経済成長もあってGDP比の企業債務は一旦縮小した。ただし、コロナ禍からの回復が投資主導となる中で債務は再度増加した。こうした中、政府は、20年8月に不動産企業に対して三道紅線(3つのレッドライン)を示し、財務比率などに応じた借入制限を行った。今年初めには、融資の総量規制にも乗り出すなど、過剰債務の是正に取り組んできた(図表2-2)。

図表2-1 企業債務残高のGDP比



こうした中、負債活用により急成長してきた中国恒大は事業見直しを迫られたが、資産の過半を占める開発中の不動産は増加が続いている。一方で現預金は減少しており、外債については9月23日以降、利払いが実行されない状態が続いている。

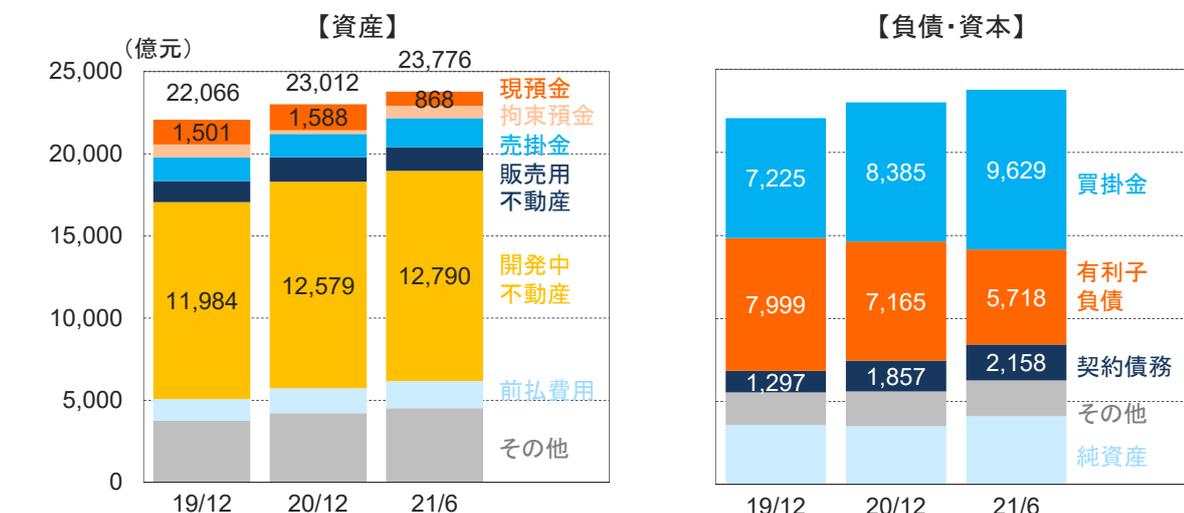
恒大の負債総額は6月末時点の約2兆円(33兆円)、GDPの2%に当たる。これは日本で最大の企業倒産の負債額5兆円をはるかに上回る。ただし、米国や日本の金融危機における損失は金融部門だけでGDP比10%以上とされている。また、有利子負債の2割弱が米ドル建社債(195億ドル)とされるが、これは欧米機関投資家を中心に少額ずつ保有されるほか、日本からの投資も一部機関投資家の分散投資であり、影響は限定的とみられる。

図表2-2 リーマンショック後の主な企業債務削減策

2013年	急増する銀行理财产品(貸付投資信託など)規制強化
15年	企業デレバレッジ(債務削減)・過剰供給力削減
16年	企業の過度な対外投資の規制
20年	8月 不動産企業に「三道紅線」を提示、融資拡大を制限し、全てを超えると追加融資不可に ①資産負債比率70%超 ②純負債資本比率100%超 ③現金の短期債務倍率が1を割り込む
21年	1月 不動産業に関する融資の総量規制 夏頃 ITなどの独占企業への引き締め

(備考) 各種報道資料により日本政策投資銀行作成

図表2-3 中国恒大集団のバランスシート



(備考) 恒大集団資料により日本政策投資銀行作成

## 今月のトピックス

負債の中身では、規制を受けて有利子負債は減少したが、代わって買掛金が増加した。建設会社、資材会社など中小を含めて数千社に上るサプライヤーとの信用取引に加えて、より一般的な商業手形の利用が拡大したとの指摘もある。また、住宅引渡前の収受である契約債務も拡大している。

恒大のプロジェクトは、既に800件以上が停止しているとされる。事業や土地の売却で資金を手当てするが、一部の監督機関や地方政府は資産売却により直接サプライヤーに支払いを行っているとも言われる。国内債の利払いは続いており、外債の利払いには30日間の猶予期間があるが、破たんに至る可能性が高い状況となっている。

### 3. 中国で増加する破たん事例

中国では、デレバレッジ政策を進める中で、負債依存で急成長した企業の破たんが17年頃から増加した。その多くは新興の民営企業だが、国有企業や地方政府所有企業の事例も含まれる(図表3)。

民営企業の破たんの場合、一時的に政府の管理

下で債務整理を進めるものの、最終的には支援企業に事業を移して再建するか清算しており、国有化には至っていない。恒大集団についても、政府管理下で債務処理を進め、支援企業が見つからなければ、清算に至る可能性がある。

### 4. 今後のシナリオ

住宅市場の過熱鎮静化や市場ルールの徹底を目指す政府は、恒大を救済しないものの、最近の破たん事例と同様に債権者保護やコア事業の存続を模索するとみられ、損失はGDP比2%に相当する負債の一部にとどまるとみられる。また、大手国有銀行などの主要取引行の体力には余力があるほか、8月の中央財經委員会(習近平委員長)では、安易な企業救済を否定する一方、金融危機回避が最重要の方針を確認しており、金融危機は避けられると考えられる。また、外債も欧米金融市場を揺るがす規模ではなく、金融危機は国内外で回避される(図表4-1)。

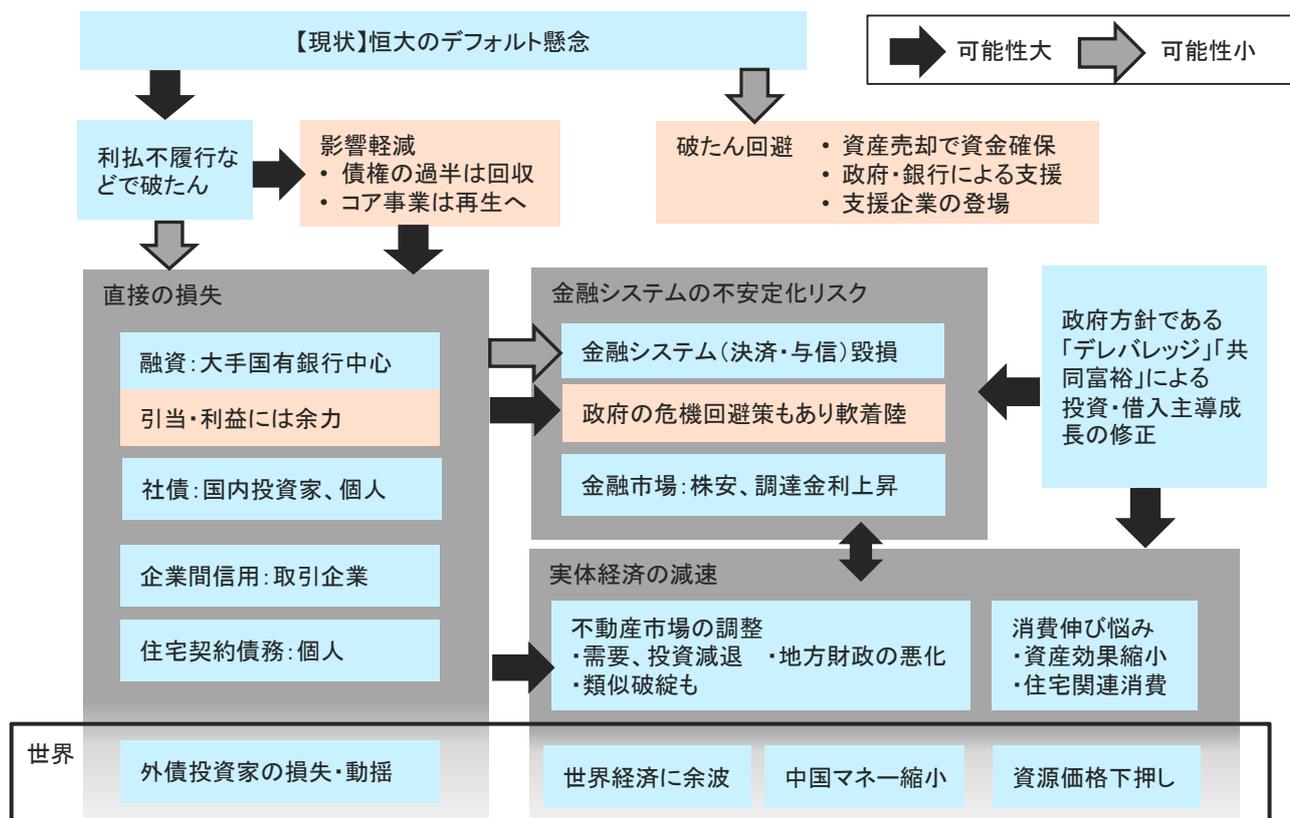
中国恒大の信用問題は、新たな金融危機への火

図表3 近年の大型企業破たん事例

	企業	政府関与	類型	背景	規模	処理状況
大手 民営	海南航空	○	再建型	巨額対外投資、コロナ禍、トップら拘束	負債 1.2兆元	18年以降、海外資産の処分進めるも、コロナで自主再建断念。20年3月海南省政府管理下、21年9月中旬大手民営企業方大集団の支援が決定
	安邦保険	○	清算型	巨額対外投資 創業者逮捕	理財商品 1.5兆元	18年、政府(証券管理委員会)管理。理財商品を償還の上、20年9月破産
	明天集団	○	清算型	傘下銀行の資金不正 流用など、創業者逮捕	資産 0.9兆元	19年人民銀行管理。銀行については預金が個人全額保護、企業大口1割カットの上、20年8月破産
大手 国有 金融	華融	△	再建型	拡大路線で巨額損失、 トップ收賄で死刑	資産 1.6兆元	21年8月末中信集団(CITIC)を中心とする企業連合が資本参加
大手 国有 半導体	紫光集団	△	再建型	拡大路線で過度な買収 や負債	負債 0.2兆元	裁判所主導で再編、アリババや複数の国有企業が救済検討
中堅 不動産	泰禾	—	—	破たんには至らないが、 過大債務、経営難で信用不安	負債 各0.2兆元	返済延期交渉、支援企業探すも、経営環境の悪化などで難航
	天房	—	—			

(備考)1.各種報道資料により日本政策投資銀行作成 2.泰禾は民営企業、天房は天津市政府企業

図表4-1 恒大問題で想定される影響波及シナリオ



(備考)各種資料をもとに日本政策投資銀行作成

図表4-2 リーマンショックと恒大問題の違い

	リーマンショック	中国恒大の信用問題
危機の発端	価格下落で住宅ローンを抱える世帯の多くが返済・借換困難に	事業急拡大で財務悪化、政府の規制強化で調整
影響の波及経路	サブプライム住宅ローン → AAA含む証券化商品 → 投資金融機関	特定企業 → 特定取引銀行・企業 → 不動産業
海外へのインパクト	英独などの外国金融機関が米国証券化商品に多く投資し、損失発生、破たんも	195億ドルは、米社債市場15兆ドルの0.1%、うちハイイールド債の0.6%に相当
当局の姿勢	危機の発端であるWall St.救済に批判	安易な救済回避も、金融システム維持を明示

(備考)日本政策投資銀行作成

種の可能性があるとして、米欧で急速に関心を集めた。ただし、震源企業や、事業や金融の取引を通じた波及ルートが特定・限定される恒大問題は、広く金融商品の信用問題に発展し、国境を越えて世界の金融システムに影響を及ぼしたリーマンショックとは異質との見方が多い(図表4-2)。

ただし、政府の債務削減方針の強度によっては、類似企業の破たんなど、不動産市場の調整が続く可能性はある。別途でこ入れ策を講じるにしても、GDPウエートの高い不動産業の調整で中国経済が減速すれば、世界経済への影響も避けられない。

日米の中銀トップなども、恒大問題は、当該企業あるいは中国不動産業に限られるとの見方を示している。ただし、コロナ禍を経て、世界的に企業債務が増大しており、大規模金融緩和下での上昇した資産価格の調整などに影響が飛び火するリスクも皆無ではない。実体経済の悪化との悪循環で影響が増幅するという、金融危機に共通した展開には注意が必要と考えられる。



	2021年10月	2021年11月
日本	感染再拡大により、持ち直しの動きに足踏み	持ち直しの動きに足踏み
設備投資	持ち直し	持ち直し
公共投資	高水準	高水準
住宅	回復	回復
消費	持ち直しの動きに足踏み	持ち直しの動きに足踏み
輸出	回復	増加が一服
輸入	回復	伸びが鈍化
生産	持ち直し	持ち直しの動きに足踏み
雇用	弱い動き	弱い動き
消費者物価	エネルギー・政策要因を除けば小幅上昇	エネルギー・政策要因を除けば小幅上昇
米国	ワクチン普及や経済対策により、回復している	ワクチン普及や経済対策により、回復している
欧州	ロックダウンの緩和により持ち直している	ロックダウンの緩和により持ち直している
中国	回復が進む中、緩やかな成長が続いている	成長が鈍化している

(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

今月の論点

持ち直しの足踏み続く  
今後は再び持ち直しへ

日本の景気は、断続的な感染拡大により、21年に入って持ち直しは足踏みが続いてきた。11月に公表される7～9月期の実質GDP成長率も、前期比年率1.0%にとどまるとみられている。ただし、感染第5波が8月中旬をピークに減少し、9月末をもって緊急事態宣言などが解除された。今後は、低迷してきたサービス消費を中心に再び持ち直すとみられ、10～12月期がコンセンサス通りの4.6%成長となれば、コロナ前の19年10～12月期のGDP水準をちょうど回復する計算になる。

ワクチン接種率は米英はじめ主要国を上回る

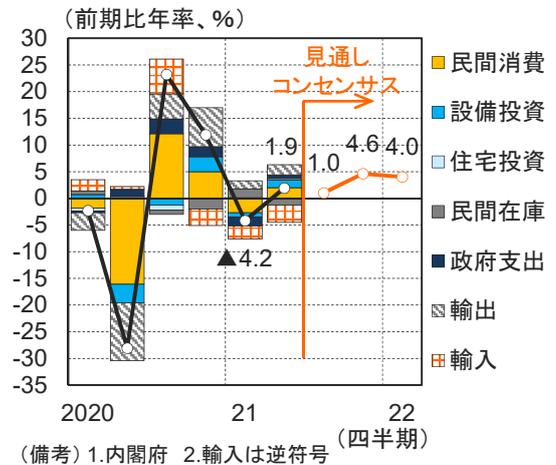
日本のワクチン接種率はペースを緩めずに上昇し、10月中旬に70%に達するとみられる。開始時期は遅れたものの、先行したイスラエル、英米独などを軒並み上回っており、年内には、ワクチンパスポート制度の導入、治療薬の承認が視野

に入り、病床確保に向けた体制整備も予定されている。消費者、企業へのアンケート調査でも、感染リスクの低下によるマインドの改善が確認されている。

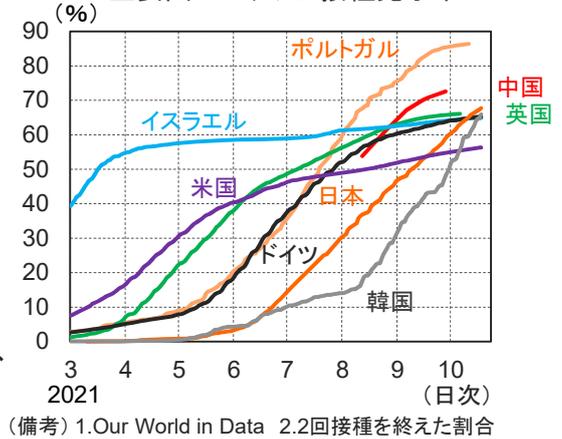
IMFの世界経済見通しは  
デルタ後の成長を見込む

10月にIMFが公表した世界経済見通しでは、デルタ株による今夏の感染拡大や、供給制約の影響を織り込み、米国やASEANなどを中心に21年の成長率は7月時点の6.0%から5.9%にわずかに下方修正された。しかし、24年については前回の4.9%が据え置かれ、ハイペースでの回復局面が続き、コロナ前の20年1月の見通しとの距離を詰める予想となっている。下方リスクについては、金融市場の不安定化、社会不安、気候変動ショック、サイバー攻撃など多くを挙げたが、試算を示した2つのケース、すなわちコロナ禍の長期化と、インフレ高進で先進国の利上げが早まるケースについても、2番底のリスクを強調してはいない点が従来と異なっている。

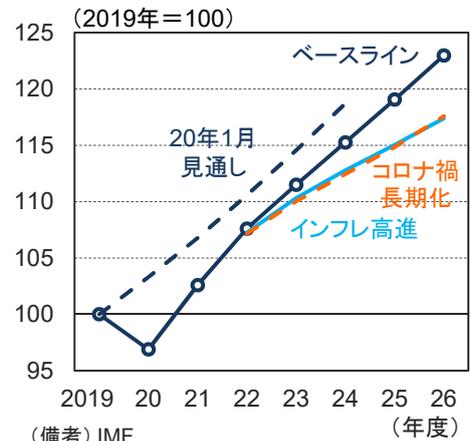
実質GDPと景気指数



主要国のワクチン接種完了率



IMF世界経済見通し



岸田新内閣は分配戦略を掲げる

10月4日に成立した岸田新内閣は、金融、財政、成長戦略という経済政策の柱を維持する一方、これまでの新自由主義的政策を転換し、「新しい資本主義」として、分配戦略や地域活性化を掲げた。「分配なくして成長なし」は、内需の好循環を目指す点では新奇なものではない。ただし、賃上げ要請や、最低賃金の引上げとは異なり、企業の賃上げ補助や介護などの公的価格引き上げなど、政府財政を用いた再分配機能の拡充に踏み込む方針が示されている。

岸田新内閣の主要経済政策

<p>成長戦略</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 科学技術立国</li> <li>(2) デジタル田園都市国家構想</li> <li>(3) 経済安全保障</li> <li>(4) 人生100年時代の不安解消に向けた社会保障改革</li> </ul> <p>分配戦略</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 働く人への分配機能の強化</li> <li>(2) 中間層の拡大</li> <li>(3) 公的価格のあり方の抜本的見直し</li> <li>(4) 財政の単年度主義の弊害是正</li> </ul> <p>地方対策</p> <p>交通・物流インフラに積極投資 農業、観光、中小企業などの支援</p>
--

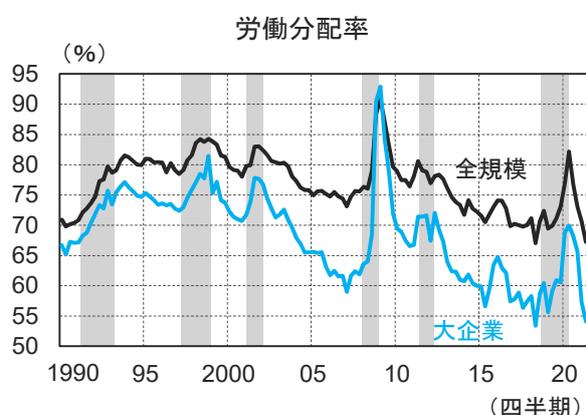
(備考) 10/5基本方針、10/8施政方針演説

日本の労働分配率は2010年以降に低下

世界的に経済格差の拡大が関心を集める。日本のジニ係数はやや上昇し、格差拡大を示すが、再分配後では必ずしも上昇していない。また、年齢とともに世代内格差が拡大するため、高齢化に伴って社会全体の格差も拡大する。これは、ピケティ教授が問題視する資産格差で顕著となる。他方で、フローの所得についてみると、労働分配率は2010年頃から顕著に低下したが、景気と反対に動くため、景気拡大局面が長期化によって低下が続いた側面もある。

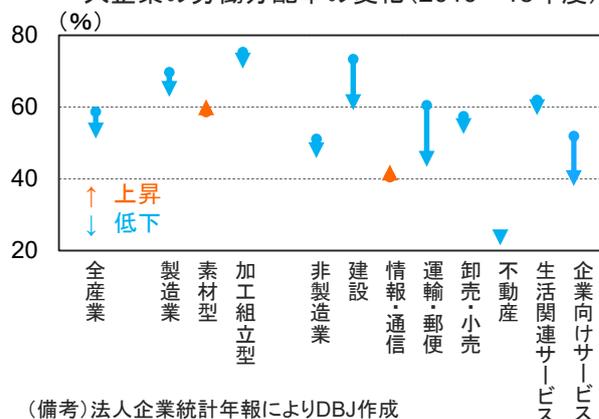
労働分配率の低下は多くの産業で共通の現象

規模別には、大企業で労働分配率低下が目立つ。米国ではIT産業などで市場の独占傾向が強まり、構造的な分配率低下が生じた可能性も議論される。他方、産業別にみると、この10年ほどの間にほとんどの産業で分配率は低下した。デジタル化よりも、企業の収益率向上、適正利潤の確保といった取り組みが影響したとも考えられる。他方で、非正規労働者の増加や、組合組織率の低下などで、産業横断的に労働者の交渉力が低下しており、近年、景気拡大局面が長期化する中で待遇改善が遅れている可能性はある。市場メカニズムへの配慮や、国際的に弱いとされる貧困対策などのセーフティネットの拡充にも取り組みつつ、成長メカニズムを意識した分配政策の在り方を検討することが重要と考えられる。



(備考) 1.財務省によりDBJ算出 2.付加価値に占める人件費の割合、季節調整値 3.網掛けは景気後退期

大企業の労働分配率の変化(2010→18年度)



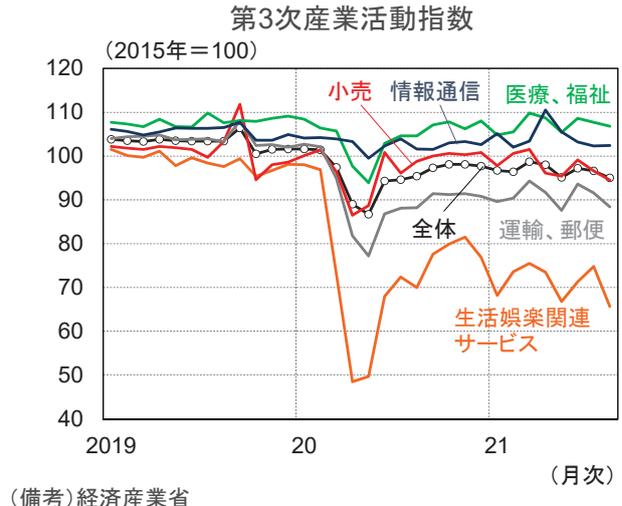
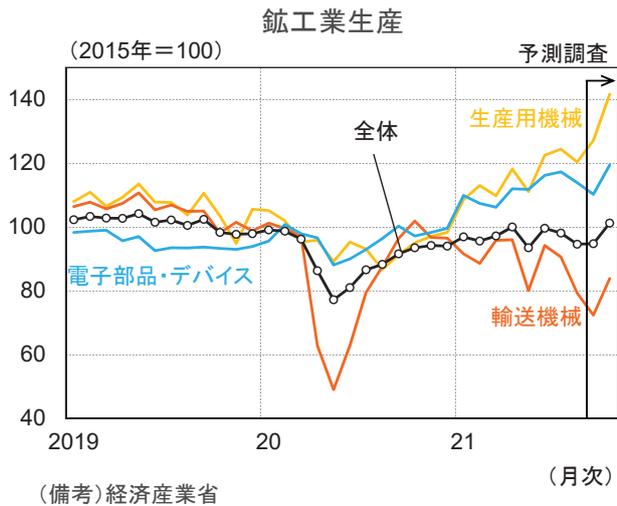
(備考) 法人企業統計年報によりDBJ作成

【経済調査室長 宮永 径】

主要指標

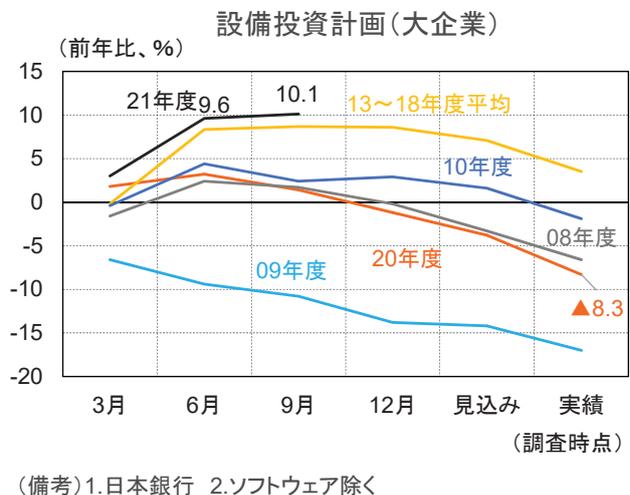
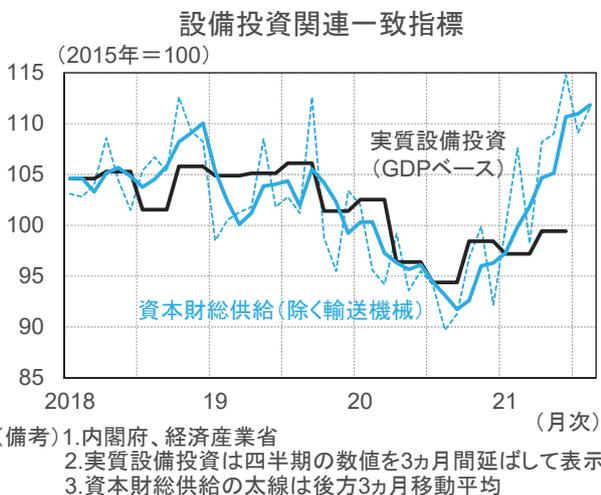
生産は持ち直しの動きに足踏み、第3次産業活動は足踏み

- 8月生産は、部品調達遅延の影響を受ける輸送機械の減産により前月比3.6%減少し、持ち直しの動きに足踏みが見られる。先行きは、多くの産業が10月にかけて増産を計画するものの、9月は自動車の減産が強まり、下振れが見込まれる。
- 8月の第3次産業活動指数は、前月比1.7%低下となり、足踏みが続いている。お盆期間の悪天候や、8/20に緊急事態宣言の対象区域が拡大されたことを受けて、生活娯楽関連サービスが大きく低下したほか、国内旅客などが低調だった運輸、郵便や小売が低下した。



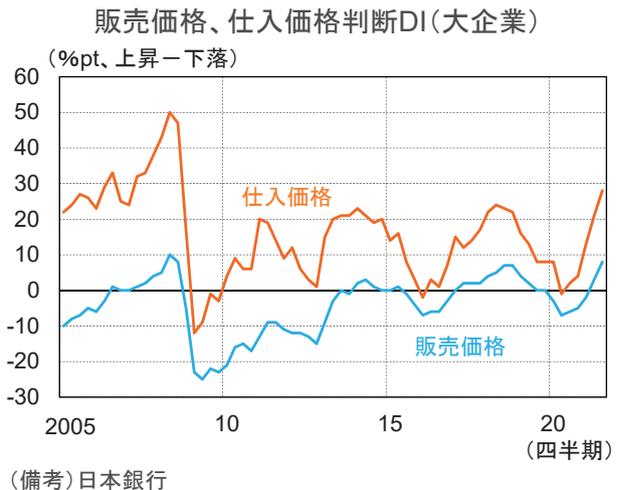
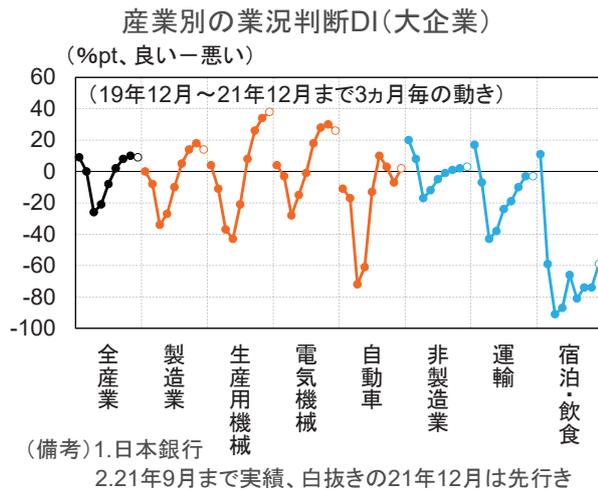
設備投資は持ち直している

- 4～6月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率9.5%増と2期ぶりの増加となり、昨年7～9月期を底とする持ち直しが続いている。機械投資の一致指数である資本財総供給も、8月はコロナ前を上回って増加しており、設備投資は7～9月期も持ち直しが続く見込み。
- 日銀短観の9月調査では、21年度の大企業設備投資計画は、6月調査から上方修正され、前年比10.1%増となり、リーマンショック後の10年度やその後の平均と比べても強い計画となった。都心の大型再開発案件を背景に、不動産など非製造業で上方修正されたほか、製造業も前年度比10%増を上回る強い計画が続いた。



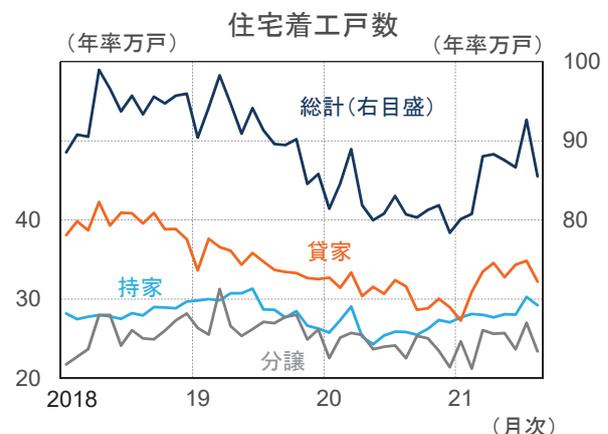
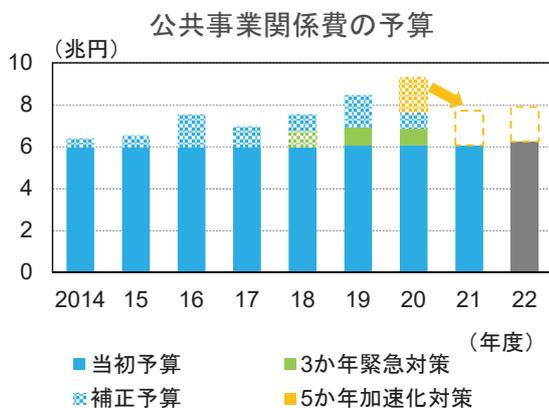
### 短観の業況判断は改善、仕入価格高騰による企業利益圧迫の懸念

- 9月日銀短観の業況判断は、5期連続の改善となった。製造業は、供給制約により自動車が悪化も、生産用機械や電気機械などの好調により改善が続いた。非製造業は、宿泊・飲食などは依然苦しいが、小幅に改善した。先行きは、このところ速いペースで改善してきた製造業が一服し、非製造業は緩やかに改善する見込み。
- 仕入価格判断DIは、資源価格の高騰により、08年9月調査以来の高さに上昇し、販売価格判断DIを大きく上回り、その差はさらに拡大した。販売価格は、鉄鋼や電気機械などの製造業を中心に上昇の動きがみられ、仕入価格と販売価格の差はリーマン危機前後に比べれば小さい。それでも資源価格の高騰は続いており、企業の利益圧迫が懸念される。



### 公共投資は高水準、住宅着工は回復している

- 4～6月期の実質公共投資(GDPベース)は、前期比年率6.5%減少したが、引き続き高水準となっている。22年度当初予算の公共事業関係費に関する概算要求は、例年をやや上回った。政府の5か年加速化対策や補正予算による上積みも見込まれており、公共投資は高水準が続く見込み。
- 4～6月期の実質住宅投資(GDPベース)は、前期比年率8.5%増加した。8月住宅着工は、振れはあるものの、コロナ前の水準を回復している。分譲は、マンションの反動減により下振れしたものの、貸家、持家は回復基調が続いている。8月にかけての感染で、年末にかけて着工が一時的に下振れするとの指摘もあるが、足元では感染が落ち着いており、今後は年率80万戸台後半で推移するとみられる。

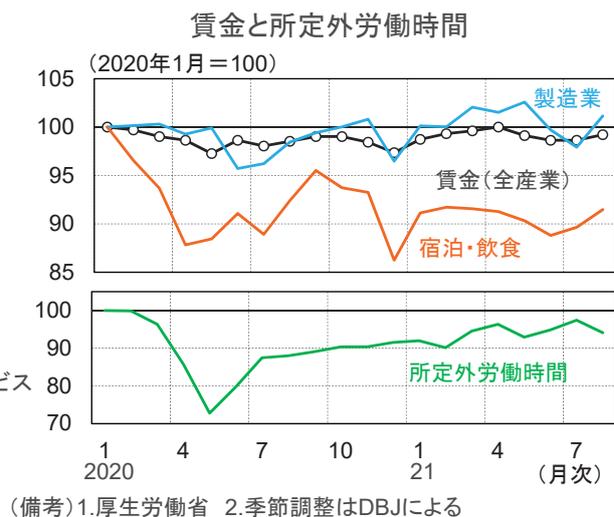
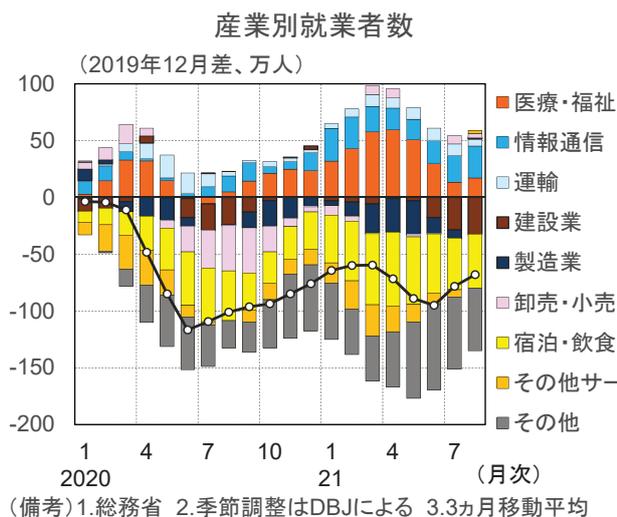


(備考) 1.財務省、国土交通省 2.網かけは補正予算による措置 3.22年度は概算要求

(備考) 国土交通省

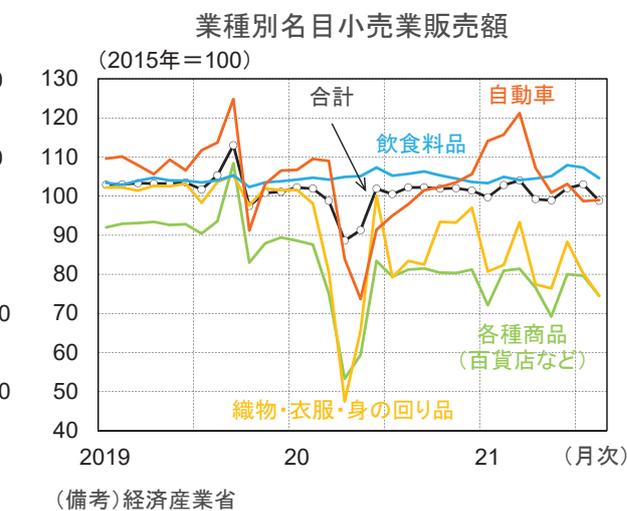
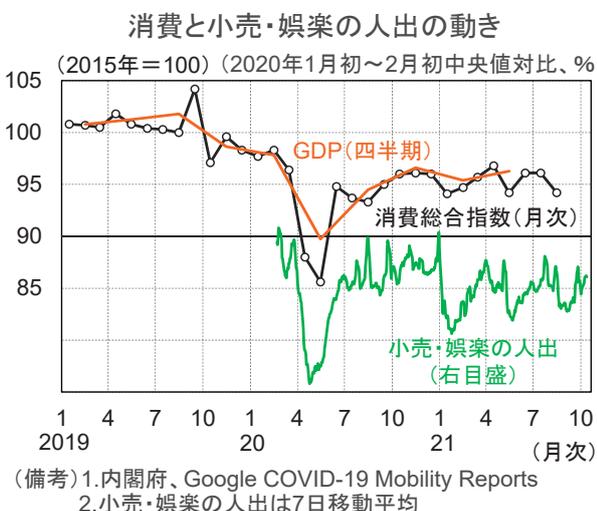
### 雇用は弱い動き、賃金は底堅いものの産業間で格差

- 8月の失業率は2.8%で横ばい。就業者は減少したものの、離職者が求職しなかったことから失業者とはならなかった。有効求人倍率は、求職者の増加がやや大きく、1.14倍(7月1.15倍)に小幅に悪化するなど、雇用は弱い動きとなっている。2019年末からの就業者数の変化をみると、医療・福祉や情報通信で増加するものの、宿泊・飲食や金融・保険などの回復は鈍く、コロナ前を70万人ほど下回っている。
- 8月の賃金は前月比0.6%増加した。感染第5波により所定外労働時間は減少したものの、一部で特別手当が増加し、均してみると底堅い動きとなっている。産業別では、製造業ではコロナ前から概ね横ばいとなっているものの、宿泊・飲食は1割ほど下回り、産業間の格差が残る。



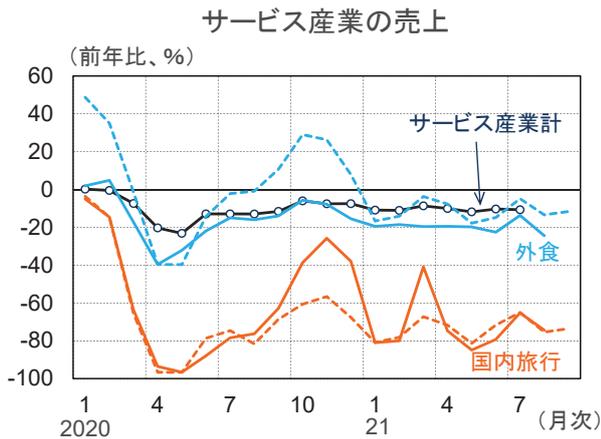
### 消費は持ち直しの動きに足踏み、財消費は8月に減少

- 4~6月期の実質民間消費(GDPベース)は、前期比年率3.8%増加したが、サービスを中心に、昨秋以降、一進一退の動きとなっている。その後は、8月にかけて感染第5波の拡大により人出、消費ともに減少し、9月は感染収束により人出は持ち直したものの、自動車販売は供給制約によって減少した。7~9月期の消費は弱含み、持ち直しの動きは足踏みが続いたとみられる。
- 8月小売売上高は、前月比4.1%減少し、3ヵ月ぶりに減少した。自動車で供給制約の影響が続いたほか、感染の全国的な拡大やお盆期間の悪天候もあり、幅広い業種で減少した。9月は、人出の回復に伴い百貨店などで増加するが、9月自動車販売は前月から3割減少(DBJ試算)しており、下押しが強まる見込み。

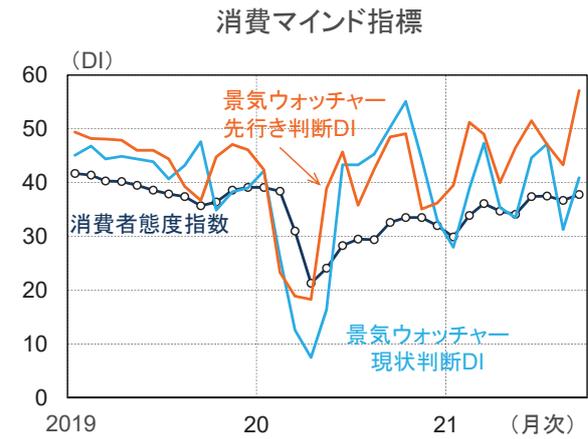


### サービス消費は9月から緩やかに持ち直し、消費マインドは特に先行きで改善

- サービス消費は、8月に感染第5波により減少したが、9月は旅行、外食ともに小幅に改善する見込み。緊急事態宣言が解除された10月に入り、人出や飲食店の来客者数は増加しているものの、持ち直しは緩慢にとどまっている。
- 消費マインドは、8月は感染第5波の拡大により悪化したものの、9月は感染者数の減少により改善した。景気ウォッチャーの現状判断は、需要回復の弱さへの指摘はあるものの、感染縮小や大型連休による客足増加を受けて改善した。先行き判断は、緊急事態宣言の解除への期待もあり、飲食、サービスを中心に大幅に改善した。



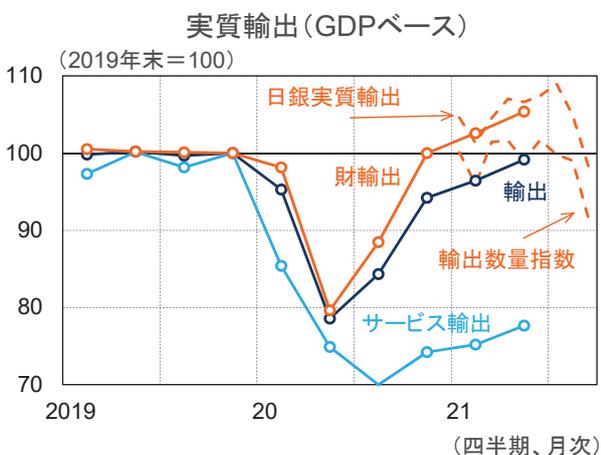
(備考) 1.観光庁、総務省、日本フードサービス協会、TableCheck、JR東海 2.破線は関連指標で、20年春の落ち込みが実績と一致するようDBJ作成 3.2021年は19年比



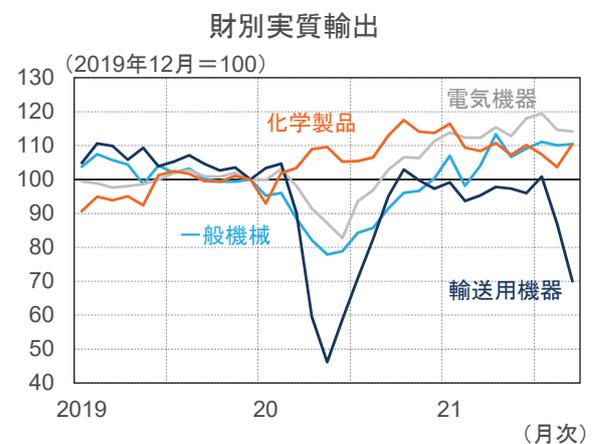
(備考) 1.内閣府 2.景気ウォッチャーは家計関連 3.消費者態度指数は今後半年の見通し

### 供給制約もあり、輸出は増加が一服している

- 4~6月期の実質輸出 (GDPベース) は前期比年率12.3%増加した。財輸出は、輸送用機器が半導体不足による減産のため頭打ちとなる一方、電気機器や一般機械が増加した。サービス輸出も、インバウンド消費は底ばいとなっているものの、知的財産権等使用料などの受取の増加が続き、緩やかに持ち直している。
- 9月の輸出数量指数は前月比7.8%減、日銀実質輸出は同6.5%減となった。自動車減産により、輸送用機器が米国向けを中心に広く急減した。国別には、中国向けが、感染拡大に伴う活動制限や電力不足の影響で20年春からの急回復後に一般機械などで減少する中、9月は輸送用機器を中心に弱含んだ。



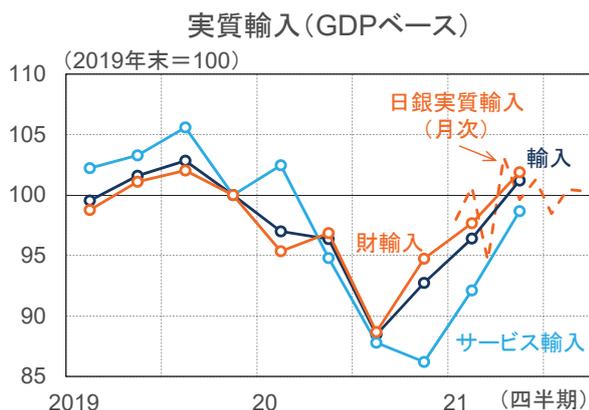
(備考) 1.内閣府、財務省、日本銀行 2.20年度の構成(名目)は、財81%、サービス19%



(備考) 1.財務省、日本銀行 2.季節調整はDBJによる

### 輸入は伸びが鈍化している、貿易赤字が拡大している

- 4～6月期の実質輸入(GDPベース)は前期比年率21.9%増加し、コロナ前の水準を回復した。財輸入は電気機器や一般機械が増加したほか、化学製品もワクチン輸入による増加が続いた。サービス輸入も、情報やコンサルなどで増加している。7月以降は、デルタ株の影響により内需が足踏みの中、財輸入は横ばいとなった。
- 貿易収支は、21年に入り、原油高や円安により赤字が拡大している。9月は自動車減産の影響で輸出が大きく減少する一方、輸入は原油高、円安が進んだことで小幅に増加し、貿易赤字は年率7.5兆円に大幅に拡大した。

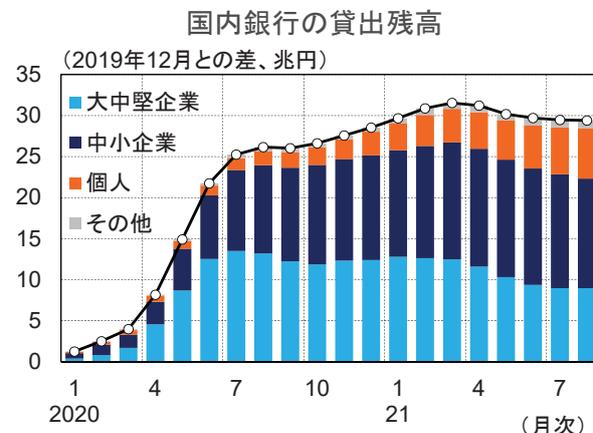
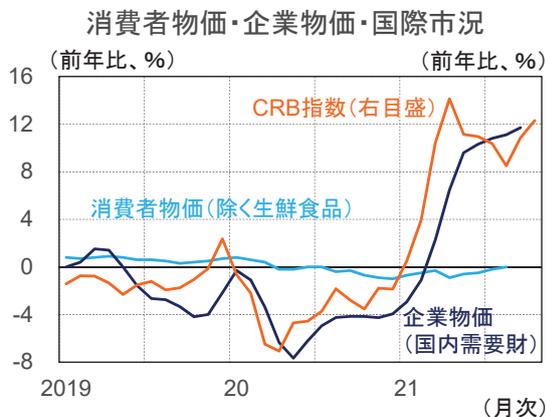


(備考)1.内閣府、財務省、日本銀行  
2.20年度の構成(名目)は、財76%、サービス24%

(備考)財務省

### 消費者物価は、エネルギー・政策要因を除く基調は小幅上昇、銀行の貸出残高は減少傾向

- 8月の全国消費者物価(除く生鮮食品)は、携帯料金値下げの影響はあるものの、食料や電気料金などが上昇し、前年並みとなった。エネルギー・政策要因を除いた基調品目は、小幅に上昇している(前年比0.5%上昇)。9月企業物価(国内需要財)は、国際商品市況の高騰を受けて石油製品や鉄鋼を中心に上昇し、前年比6.3%のプラスとなり、13年ぶりの高い伸びとなった。
- 国内銀行の貸出残高は、コロナ禍における資金確保ニーズの高まりなどから大きく増加したが、21年の春頃をピークにやや減少傾向にある。大中堅企業が予備的に確保した資金の返済を進めるほか、中小企業向けの貸出も小幅に減少する一方、繰越需要などによる住宅需要の回復に伴い、個人向け貸出は21年以降も増加が続いている。



(備考)1.総務省、日本銀行、Datastream  
2.消費増税の影響除く

(備考)1.日本銀行 2.3ヵ月移動平均  
3.季節調整はDBJによる

## 今月の論点

ワクチン普及や経済対策により、回復している

量的緩和の縮小が近づき、利上げ時期も前倒し

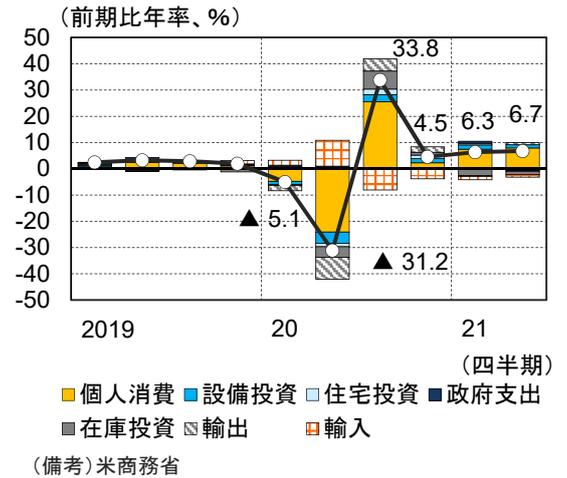
資源価格の上昇は新たな懸念材料

2021年4～6月期の実質GDP(確定値)は、前期比年率6.7%増加した。3月中旬に成立した追加経済対策や感染減により、前期に続き高い伸びとなり、水準はコロナ前を上回った。7～9月期は、デルタ株による感染再拡大で減速すると予想されるが、9月以降感染が減少しており、経済の正常化に伴い、潜在成長率とされる2%程度を超えるペースで景気回復が続くとみられる。

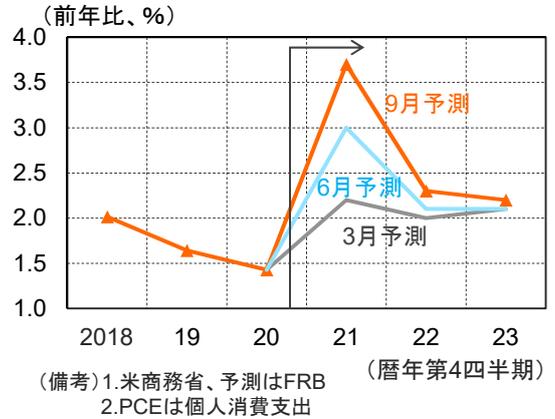
9月のFOMCでは、次回11月会合に量的緩和縮小(テーパリング)を決定・開始し、来年半ばに縮小を終えることが議論された。一方、パウエル議長は、利上げはテーパリングとは異なるとの慎重姿勢を引き続き示した。委員もインフレ率は22年末に目標の2%程度に落ち着き、物価高騰は一時的との見通しを変えていない。しかし、足元の物価高騰を受け、21年末の物価予測は2回連続で上方修正され、雇用も順調に持ち直していることから、利上げ時期の見通しは前回の23年中から22年中へ前倒しとなった。市場も利上げの前倒しを織り込んでおり、株価上昇の重しとなっている。

さらに、足元ではエネルギーや食品などの資源価格が急上昇しており、リーマン危機後、14年1月のテーパリング開始時の状況と比べ、インフレ圧力は格段に高い。資源価格の高騰が続けば、価格転嫁や期待インフレ率の上昇により、コア物価の高騰につながりかねない。金融市場では、ほどよい景気回復と低金利が併存する「適温相場」の中で株高が進んできたが、利上げ時期が一層早まれば、資産価格の調整圧力が強まる可能性がある。

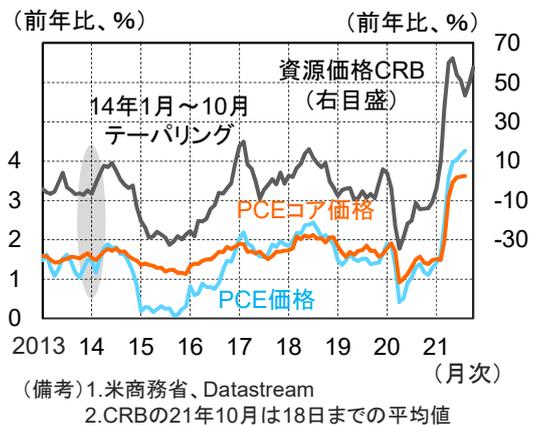
実質GDP成長率



PCEコア価格



物価指数



主要指標

感染が減少、小売は高水準が続く

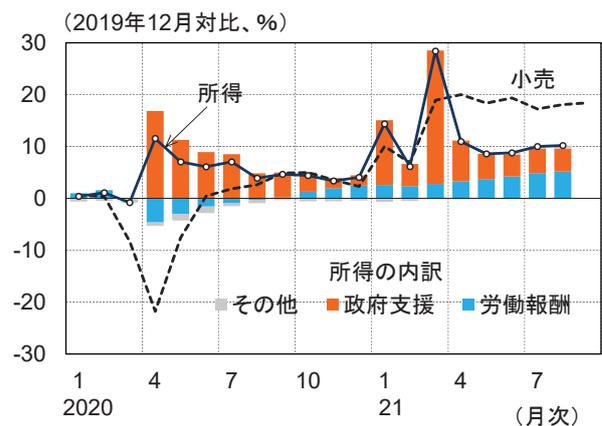
- 7月に入り急増した新規感染者数は、9月下旬から減少している。2021年初めの第3波では、感染が減少し始めてから人出の本格回復まで1か月以上を要しており、今回も人出や消費の回復は11月以降になると予想される。なお、10月初までのコロナによる死者数は70万人を超え、1918～19年のスペイン風邪による死者数(約68万人)を上回った。
- 経済全体の所得変動をみると、給付金支給や失業保険の拡充など政府の大型経済対策により、20年4月と21年3月に大きく増加したほか、21年7月中旬から12月まで子育て世帯への税控除還付が実施される。景気回復に伴って賃金も堅調に増加しており、こうした所得の増加を背景に、小売売上高は高水準が続いている。

新規感染と人出状況



(備考) 1.WHO/Google COVID-19 Community Mobility Reports  
2.7日移動平均

所得と小売売上高

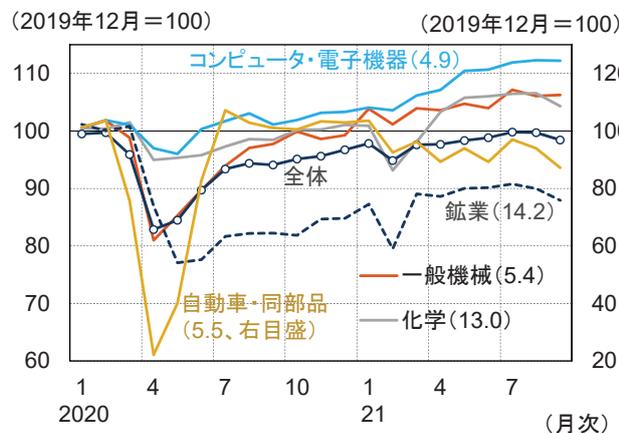


(備考) 1.米商務省 2.所得は8月まで、小売は9月まで

鉱工業生産は減少、原油生産は依然低水準

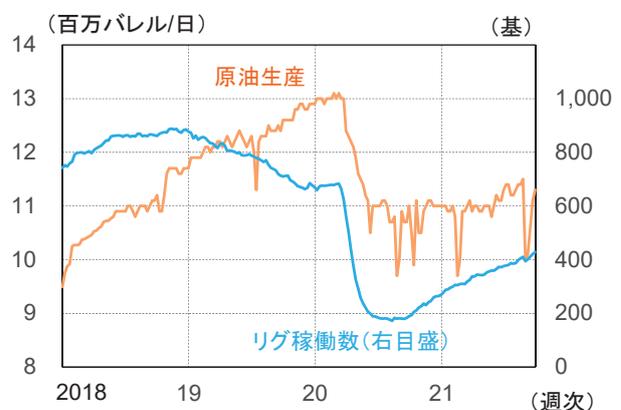
- 9月の鉱工業生産は前月比1.3%減少した。半導体不足の問題を抱える自動車・同部品が2か月連続で減少したほか、8月末に上陸したハリケーン「アイダ」の影響により、鉱業や石油化学が減少した。
- 米原油生産は20年初をピークにコロナの感染拡大により大きく減少した。その後、原油価格の上昇に伴い、徐々に持ち直しているが、コロナ前と比べると1割以上少ない水準にあり、掘削設備のリグ稼働数もコロナ前の6割強にとどまる。世界的な脱炭素化の潮流や過去に過剰投資に陥った教訓から、増産に対して慎重になっていると考えられる。

鉱工業生産



(備考) 1.FRB 2.( )内は19年ウエート

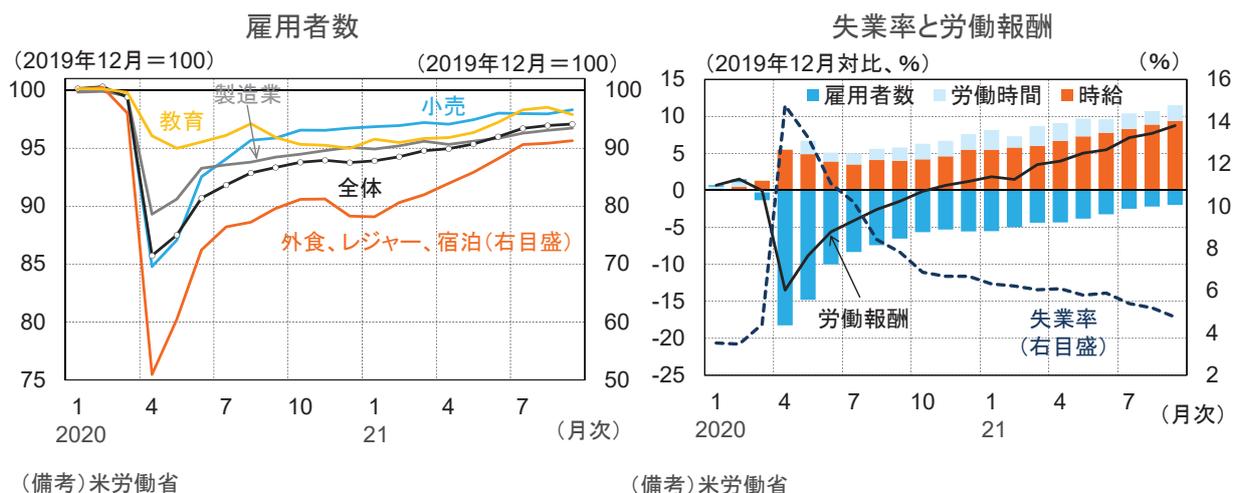
原油生産とリグ稼働数



(備考) 1.EIA(米エネルギー情報局)、DataStream  
2.生産の一時的な急減はハリケーンや寒波などによる

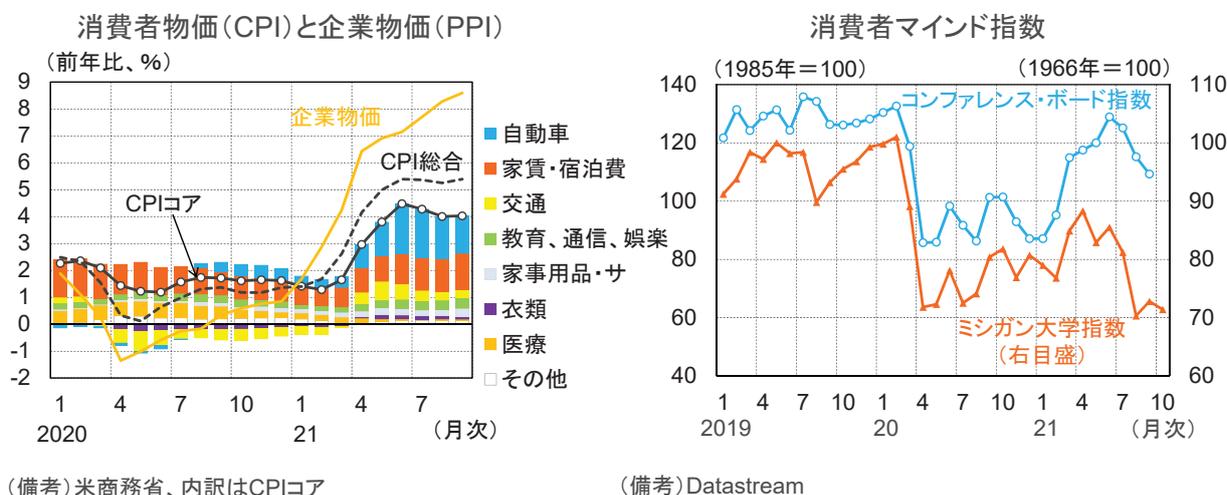
## 雇用は増加ペースが鈍化するも、持ち直し基調が続く

- 9月の雇用者数は前月比19.4万人の増加にとどまり、8月に続き増加ペースが鈍化した。教育部門が大きく減少したほか、感染拡大によってレジャー、外食、宿泊が小幅な増加にとどまった。ただし、教育部門の減少については、2年ぶりの学校再開であったため、季節調整が適切に処理されていない可能性が指摘されており、9月下旬から感染も縮小していることから、雇用は持ち直し基調が続くとみられる。
- 9月の失業率は4.8%に低下し、1年半ぶりに5%台を下回った。労働供給の制約もあり、時給の上昇が続いており、総労働報酬はコロナ前を1割近く上回っている。FRBが金融政策の2大目標の1つとして掲げる「雇用最大化」については、雇用者数などはコロナ前の水準を回復していないものの、FRB高官も「さらなる著しい進展」は達成されたことを示唆しており、11月FOMCでの量的緩和縮小決定の障害とはならないとみられる。



## インフレ率は高止まり、消費者マインドが低下

- 9月の消費者物価は高止まった。食品やエネルギーの上昇により総合が上昇したほか、食品・エネルギーを除くコアは、中古車などが引き続き下落したものの、家賃などが上昇したため前月並みの伸びとなった。また、労働力不足や物流の停滞といった供給制約や、資源価格の高騰を背景に企業物価(PPI)も大きく上昇しており、価格転嫁や期待インフレ率の上昇により、消費者物価の上昇圧力が高まる恐れがある。
- 消費者マインドは感染拡大により8月に大きく低下した。その後、感染減少によりやや改善するものの、物価上昇が重しとなり低水準にとどまっている。また、物流遅延への懸念もあり一部業者は10月上旬にすでに年末商戦を始めており、消費喚起の効果が期待できる反面、供給制約による品不足も懸念される。



## 今月の論点

ロックダウンの緩和により  
持ち直している

天然ガス価格の高騰は  
経済に悪影響を及ぼす

家計、金融市場ともに  
期待インフレは上昇

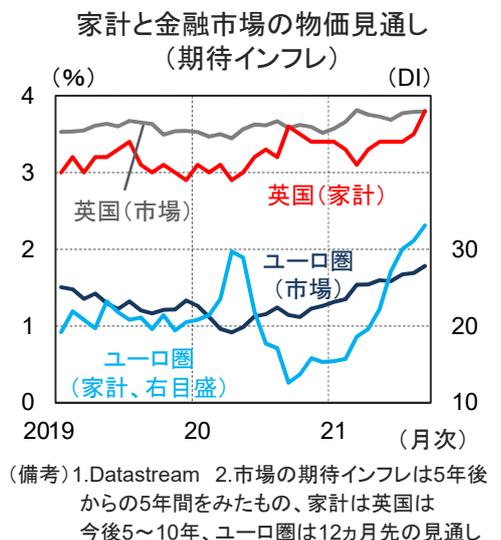
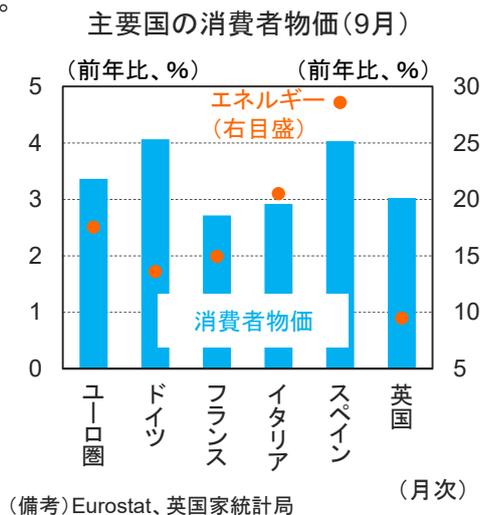
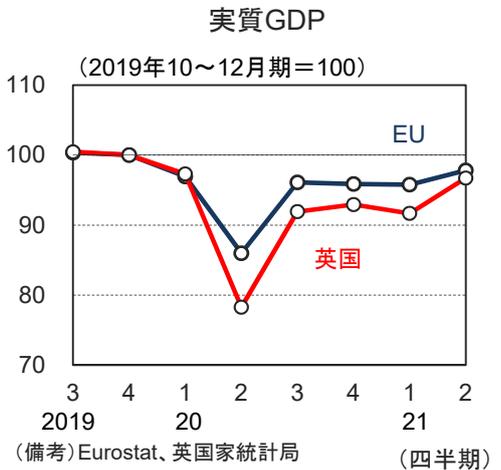
ECBは一時的との見方  
BOEは利上げ前倒しか

EU27カ国の2021年4～6月期の実質GDP(確報値)は、前期比年率8.8%増加した。英国は、前期比年率23.9%の増加となった。両地域ともロックダウンの緩和により月次の指標に改善がみられることから、7～9月期も持ち直しが続くと思われる。

欧州や英国の天然ガス価格高騰は、経済に悪影響を及ぼす。環境負荷の低い資源への依存度が高まる長期トレンドのなか、現在はコロナの感染縮小に伴う世界的な需要回復局面にある。さらに冬場の暖房在庫不足や中国の需要増、ロシアからの供給不足など複合的な要因が価格を押し上げている。光熱費上昇による家計負担の増加だけでなく、エネルギー供給業者の破綻、肥料工場の一時操業停止といった影響が出ている。短期的な要因が解消すれば価格上昇圧力は和らぐとみられるものの、コスト増による企業収益の減少や、価格転嫁による消費者心理の悪化が景気を持ち直しに水を差すリスクがある。

期待インフレは、金融政策運営において重要な判断材料となるが、ユーロ圏、英国の両地域において、家計、金融市場ともに上昇している。ドーバーを挟んで現実の物価上昇率には大きな差はなく、英国のインフレ期待が高いのは、調査方法に起因するとみられるが、両地域ともに家計の警戒感が高まっている。

ユーロ圏(ECB)の当局者は、警戒感を高めつつも、インフレは一時的との見方である。一方で、英BOEは、人出不足による賃上げ圧力もあって、22年4～6月期まで消費者物価が4%を上回る可能性を指摘し、利上げを示唆するなどタカ派色を強めている。資源価格や9月末の雇用支援策終了の影響などを見極める必要があるものの、利上げ前倒しの可能性は高まっている。

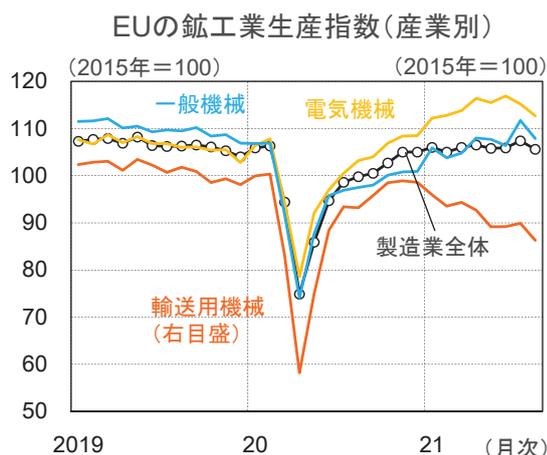


【経済調査室エコノミスト 品田 裕太】

## 主要指標

### 生産はコロナ前の水準で足踏み、EUの小売売上高は小幅プラス、英国は減少

- EUの8月生産は、前月比1.7%減少し、コロナ前の水準を回復した後は足踏みとなった。感染が拡大した東南アジアからの部品調達遅延などにより輸送用機械が減産となったほか、一般機械や電気機械が減少した。先行きは、10月にかけて自動車の減産が計画されていることから、足踏みが続く可能性がある。
- EUの8月小売売上高は前月比0.3%増加し、小幅なプラスにとどまった。フランスではワクチン接種証明の提示義務化が購買意欲を抑制したとの指摘もみられた。英国は前月比1.0%減少し、4か月連続のマイナスとなった。行動制限の解除により需要の一部はサービス消費へシフトしており、食料品やオンラインでの購入に一服感がみられる。



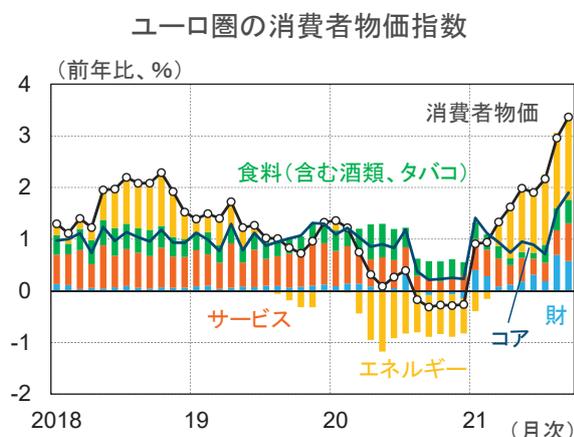
(備考)Eurostat



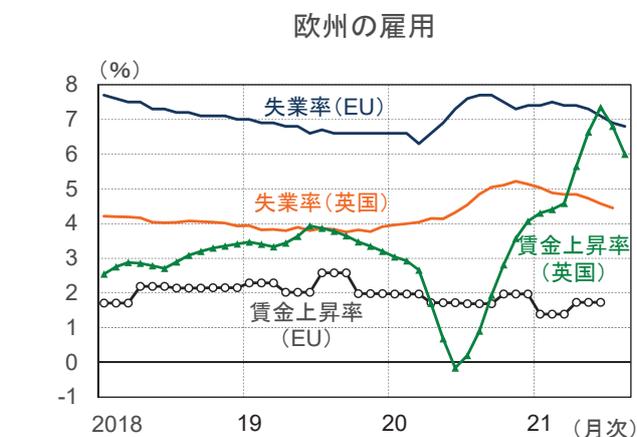
(備考) 1.Eurostat、英国家統計局 2.自動車を除く

### 消費者物価は高い伸び、雇用は改善

- ユーロ圏の9月消費者物価は前年比3.4%上昇し、2008年9月以来の高い伸びとなった。エネルギーのほか、経済活動の正常化による需要回復を受けてサービスの伸びが高まり、コアも1.9%上昇した。
- EUの失業率は、20年9月をピークに改善しており、8月は6.8%に低下した。需要回復を受けて企業の採用意欲は旺盛であり、今後も改善が見込まれる。英国の7月失業率は4.5%に改善し、賃金上昇率は高まった。コロナ禍との比較によるベース効果や雇用支援策による労働需要増加があるものの、景気回復に伴い一部では人出不足が強まっている。9月末の雇用支援終了後も賃金上昇が続けば、インフレ圧力に波及する可能性がある。



(備考) 1.Eurostat 2.内訳は消費者物価の寄与度  
3.コアは食料、酒類、タバコ、エネルギーを除く



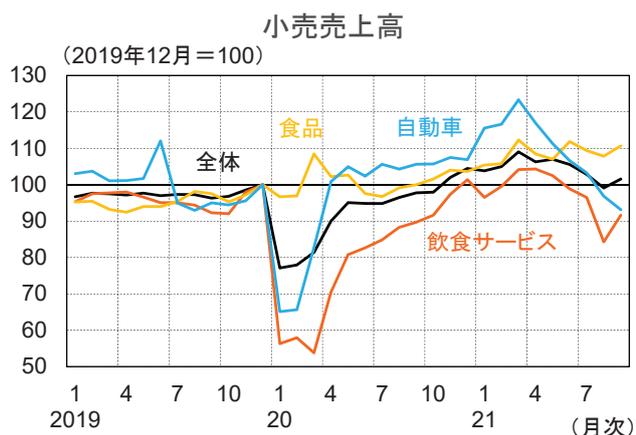
(備考) 1.Eurostat、英国家統計局 2.賃金は前年比、EUは四半期  
3.英国は3ヵ月平均、失業率は21年7月まで



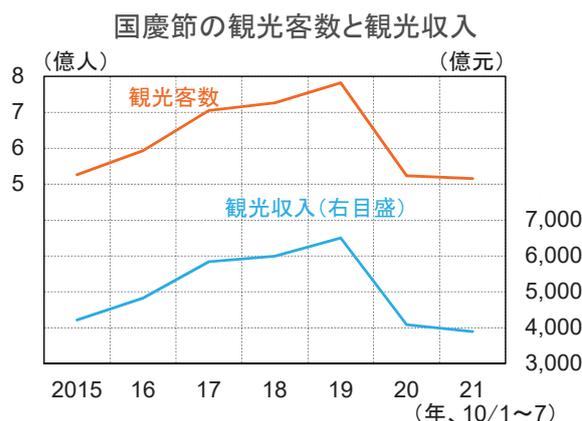
## 主要指標

## 小売は持ち直し、国慶節の旅行関連消費は落ち込み

- 感染拡大や半導体不足に伴う自動車減産などにより、今年の春から減少していた小売売上高は、9月に持ち直した。自動車の減少は続いたものの、8月下旬より感染が収束に向かい、飲食サービスが持ち直したほか、食品などが増加した。
- 10/1～7の国慶節連休は、感染懸念が残る中で省をまたぐ移動が抑制されたため、旅行者数、観光収入ともに前年を小幅に下回り、19年比6～7割程度にとどまった。ゼロコロナ政策による厳しい制限措置が継続する中、10月に入っても各地で散発的に感染が確認されており、サービス消費の本格的な回復には時間がかかるとみられる。



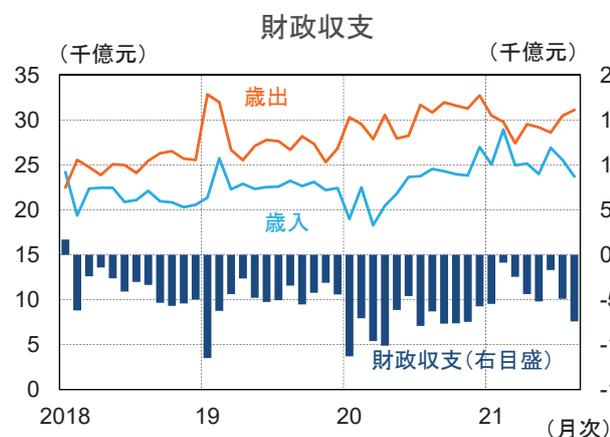
(備考) 1. 中国国家統計局 2. 内訳は中小を除く  
3. 季節調整はDBJによる



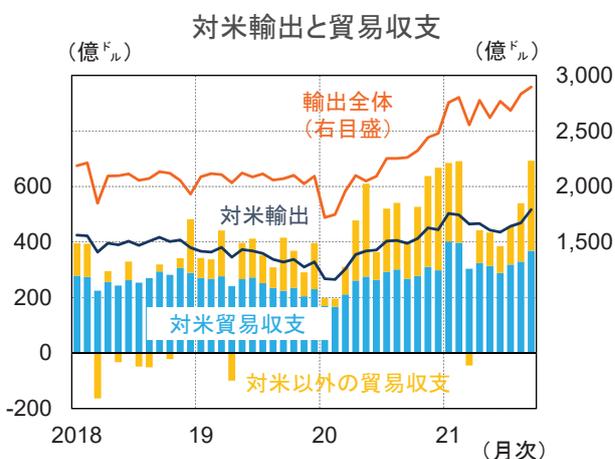
(備考) 1. 中国国家統計局 2. 17年のみ10/1～7

## 歳出増により財政赤字拡大、対米輸出増で貿易黒字拡大

- 政府の歳出は、年初に減少したが、このところ増加している。7月上旬以降の感染拡大や不動産規制などによる景気減速が懸念されており、地方政府を中心にインフラ投資などが増加したとみられる。一方で、土地使用料収入の落ち込みなどにより、歳入が減少し、財政赤字が再び拡大している。
- 9月の輸出は増加し、2ヵ月連続で過去最高を更新した。特に米国向けが大きく増加したことから、対米貿易黒字はさらに拡大した。中国が対米輸入の増加を約束した第1段階合意は大幅に未達であり、10/8に再開した米中通商協議では、従来議論してきた関税だけでなく、産業補助金など構造問題にも議論が及ぶとみられる。



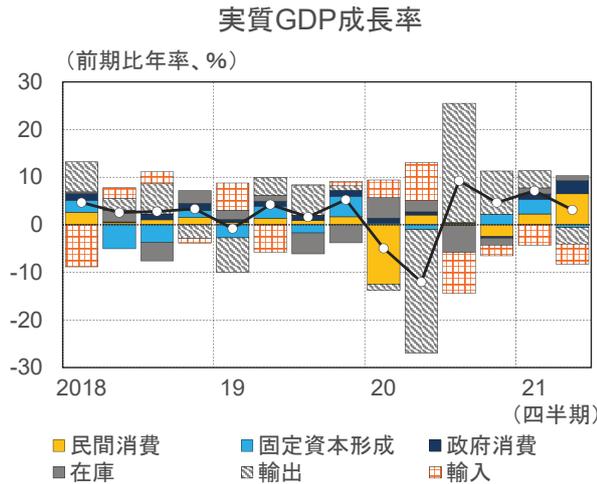
(備考) 1. 中国財政省 2. 中央、地方政府合計  
3. 季節調整はDBJによる



(備考) 1. 中国海関 2. 季節調整はDBJによる

韓国: 感染再拡大により、回復が一服している

- 2021年4～6月期の実質GDPは、前期比年率3.1%増となり、回復ペースが鈍化した。ワクチン接種の拡大に伴う活動制限の緩和を受けて消費が伸びたものの、自動車や液晶ディスプレイなどを中心に輸出が減少した。7～9月期は、最大の輸出相手国である中国の景気減速など外需の不透明感が強まるほか、デルタ株による感染急拡大から消費の下振れも見込まれる。
- 中央銀行である韓国銀行は、8月に利上げに踏み切った。原油価格の上昇などによりインフレが目標の2%を上回ったほか、不動産価格高騰や米国の緩和縮小による通貨安圧力の懸念も後押しした。



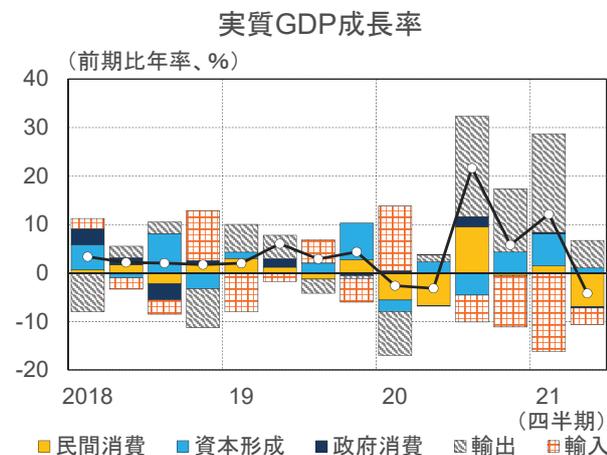
(備考) 韓国銀行



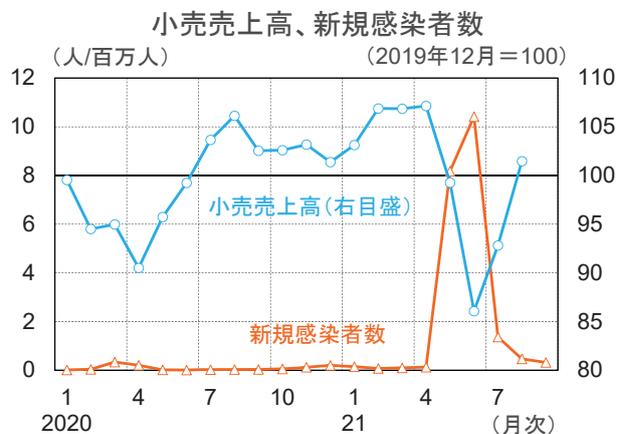
(備考) 韓国統計庁、韓国銀行、Our World in Data

台湾: 世界的な半導体需要もあり、回復している

- 2021年4～6月期の実質GDPは、前期比年率4.2%の減少となり、回復が一服した。世界的な半導体需要増などから輸出は堅調も、5～6月のデルタ株の感染急拡大に伴う活動制限により、消費が大きく減少した。
- 新規感染者数は、デルタ株の感染拡大により5月に急増したが、厳格な活動制限や水際対策の強化により、6月をピークに急減した。感染縮小に伴い活動制限が徐々に緩和されるなか、足元の小売売上高が大きく持ち直すなど消費が回復基調にあることから、堅調な輸出もあいまって、景気は回復が続くものとみられる。



(備考) 台湾行政院主計総処



(備考) 1.台湾經濟部統計処、Our World in Data  
2.小売売上高の季節調整はDBJによる

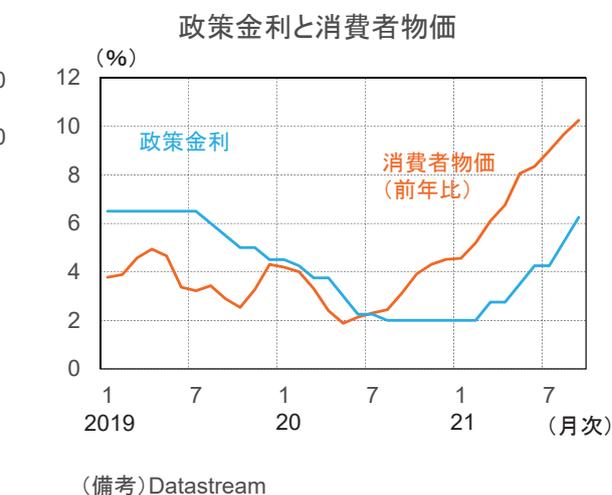
### メキシコ: 感染再拡大を経て、持ち直している

- 2021年4～6月期の実質GDPは、感染縮小に伴う活動制限の緩和や米国向け輸出の増加を受けて前期比1.5%増加し、コロナ前の98%まで持ち直した。7～9月期は、感染再拡大による活動制限により回復ペースは鈍化する見込みだが、9月以降の感染収束を受けて制限は大幅に緩和されており、持ち直しが継続している。
- 消費者物価は、4月以降、食品、エネルギー価格の上昇などにより中銀の物価目標(3%±1%)を大きく上回る6%前後で高止まりしている。中銀は、政策金利を9/30の会合で3会合連続で引き上げ、4.75%とし、物価上昇は来年には落ち着くとの見方を示した。ただし、国際市況の上昇によりインフレ率は年末にかけて更に上昇するとみられており、11月会合での追加利上げの公算が高くなっている。



### ブラジル: 感染減少とともに回復する見込み

- 2021年4～6月期の実質GDPは、前期比年率0.2%低下した。金利上昇により固定資本形成が減少したことに加え、感染再拡大やインフレ率の上昇による購買力の低下などにより消費が微減となったことから、昨年4～6月期以来のマイナス成長となった。ただし、足元では感染は減少しており、年後半は回復する見込み。
- 9月消費者物価は、10.3%上昇し、5年ぶりの高い伸びとなった。5月からの干ばつの影響で、食品価格が上昇したほか、電源構成の6割を占める水力発電の一部を火力発電の再稼働で補い、電気料金も上昇した。インフレ率がインフレ目標(3.75±1.5%)を上回っており、中銀は9月まで5会合連続で利上げを行なった。10月以降も追加利上げが見込まれており、金利の上昇が経済を下押しする懸念がある。

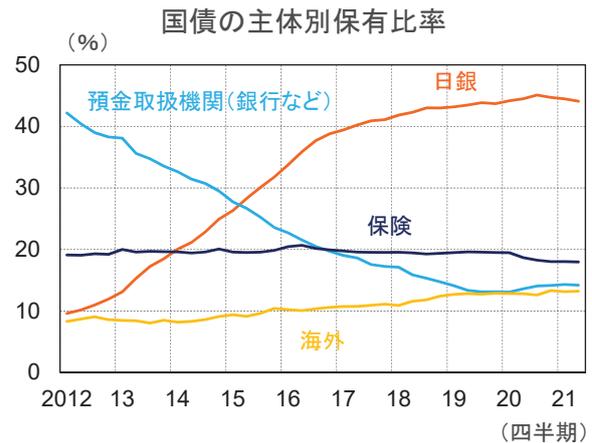


長期金利：日米ともに上昇している

- 米国の長期金利は、9/22のFOMCでテーパリングの年内開始が示唆された後、月末にかけて上昇傾向が強まり、1.5%台に達した。その後も、景気回復に加え、原油高や供給制約の解消の遅れなどを背景としたインフレ長期化懸念により、利上げの早期化観測が高まり、上昇している。日本の長期金利は、株価続落局面でリスク回避的な債券買いもみられたが、米金利につられて上昇し、0.1%に迫った。
- 国債の主体別保有比率をみると、日銀は、2013年4月の異次元緩和導入以降、買入を増やしたが、16年秋以降は緩和の持続性に配慮して買入を縮小してきており、保有比率は20年末から低下に転じた。また、コロナ禍での世界的な低金利を受け、利回りを重視する保険のウエートも低下したが、銀行は特別定額給付金の支給などもありコロナ禍で急増した預金を国債買入に充てるなど、日銀以外の各主体の売買行動にも変化がみられる。



(備考) 日本相互証券、米国財務省



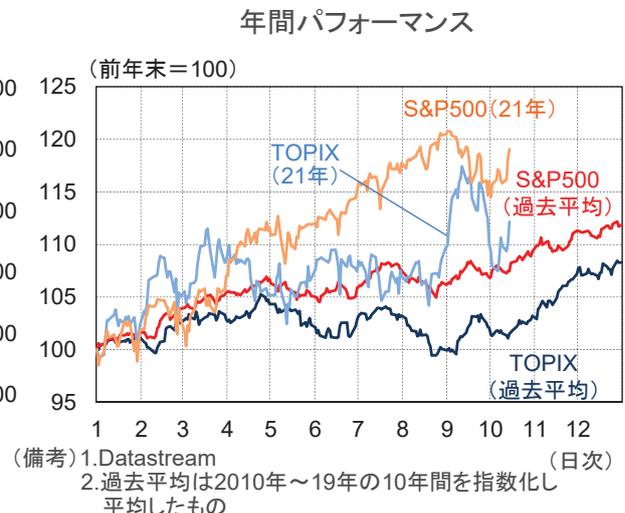
(備考) 1.日本銀行 2.国庫短期証券を含む

株価：米国は下げ幅縮小、日本は1ヵ月間の上げ幅を失う

- 米国株は、中国恒大集団のデフォルト懸念や、エネルギー価格高騰によるインフレ懸念、米議会の審議難航などにより下落したものの、債務上限の一時的な引き上げ合意が好感され、下げ幅を縮小した。日本株は、米国株につれて下落するなか、新政権の支持率伸び悩みもあり、菅前首相の辞任表明以降の上げ幅を失った。
- 株価は年末にかけて上昇しやすいとされるが、コロナ前の過去10年間のパフォーマンスをみると、日米ともに10月頃から上昇する傾向がみられる。11月決算が多い欧米投資家のポジション調整売りが一巡し、買い戻し気運が高まることなどが要因とされる。コロナ禍の21年は、供給制約や米国の金融緩和縮小などが上値を抑えるとの懸念はあるものの、経験則に沿えば年末にかけて上昇する可能性がある。



(備考) Datastream

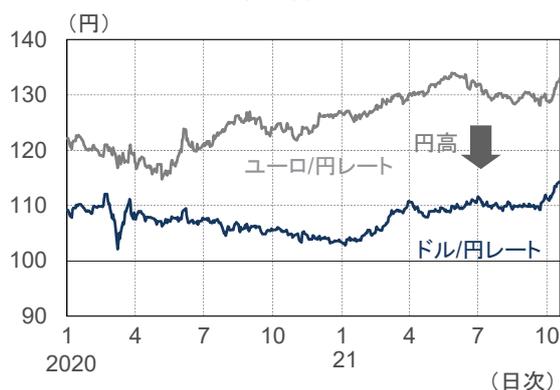


(備考) 1.Datastream 2.過去平均は2010年~19年の10年間で指数化し平均したもの

### 為替:ドル円レートは円安が進む

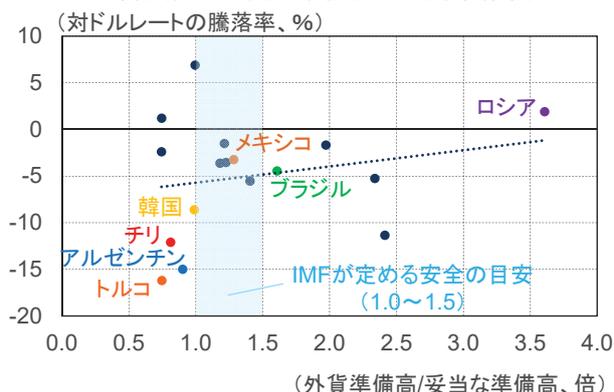
- ドル円レートは、21年春先から110円前後で横ばいとなっていたが、9月後半以降、FOMCのタカ派姿勢やインフレ懸念などを受けて米金利が上昇し、足元では114円台後半まで円安が進んでいる。ユーロ円レートは、エネルギー価格上昇による欧州のインフレ高進を受け、133円台前半の円安となっている。
- 21年下期に入り、米国の金融緩和縮小が意識され、新興国通貨は減価している。ただし、メキシコやブラジルなど豊富な外貨準備を有する国では通貨安の進行は限定的となっている。新興国の為替レートの変動要因が経常収支や金融政策、リスク許容度など多岐にわたる中で、足元では、対外債務の返済余力が重視される傾向にある。

外国為替の動向



(備考)1.日本銀行  
2.17:00現在の銀行間取引レート

新興国の為替騰落率と外貨準備高

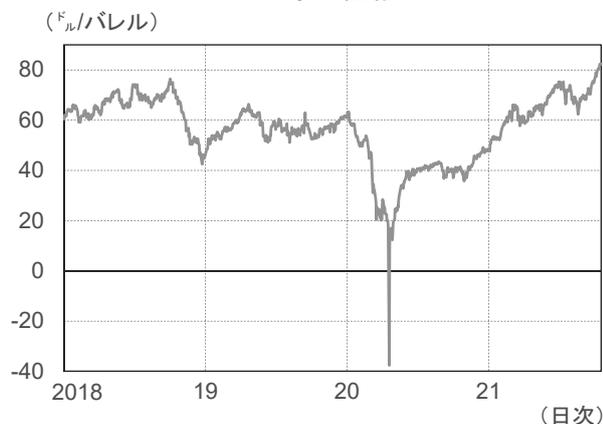


(備考)1.Datastream、IMF 2.為替騰落率は21年初～10/5の変化 3.サンプルは主要新興国

### 原油価格:7年ぶりの高値、世界的にエネルギー価格が急騰

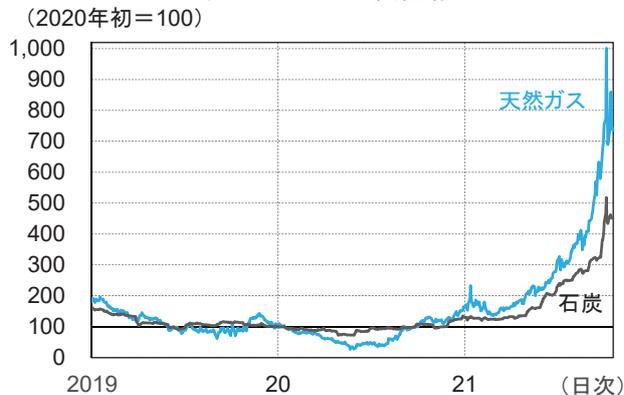
- 原油価格は83ドルへ上昇し、約7年ぶりの高値となっている。欧米の経済活動再開や、天然ガスや石炭の価格急騰による原油への振り替えにより需要が高まる一方、10月初めのOPECプラス会合で増産幅の拡大が見送られ、需給ひっ迫懸念が強まった。
- 石炭価格は、中国で環境や安全面から抑制されてきた石炭生産が、生産地で起きた洪水によりさらに落ち込み、高騰した。天然ガス価格も、欧州におけるロシアからの供給不足や風力の発電量低迷などにより急騰した。中国で石炭生産の強化が計画されているほか、天然ガスについてもブーテン大統領が供給強化を表明しており、価格の上昇は一服しているが、世界的な脱炭素化の中で、化石燃料の生産や投資に慎重な動きが強まっており、資源価格はしばらく高止まる可能性がある。

WTI原油価格



(備考)CMEグループ(NYMEX)

天然ガス及び石炭価格



(備考)1.Datastream 2.天然ガスはオランダTTF先物価格、石炭は欧州向け(オランダ港渡し)スポット価格

生産等の動向

			2020年度 実績	対前年比	21年					
					2月	3月	4月	5月	6月	7月
製造業	石油化学	エチレン 生産量	6,043千t	▲3.8%	△	◎	◎	◎	◎	△
	鉄鋼	粗鋼生産量	82,793千t	▲15.9%	△	○	◎	◎	◎	◎
	自動車	国内生産台数	7,970千台	▲16.0%	△	○	◎	◎	◎	○
	工作機械	受注額	9,885億円	▲10.1%	◎	◎	◎	◎	◎	◎
	電子部品・ 集積回路	生産額合計	61,583億円	2.2%	○	○	◎	◎	◎	◎
非製造業	小売	小売業販売額	1,478,580億円	▲2.8%	△	○	◎	○	○	○
	外食	外食産業 売上高	260,439億円 <sup>*</sup>	1.3%	▲ <sup>20</sup>	△	◎	◎	○	○
	旅行・ホテル	旅行業者 取扱高	9,997億円	▲78.4%	▲ <sup>80</sup>	◎	◎	◎	◎	◎
	貨物輸送	JR貨物	26,991千t	▲8.6%	△	△	△	○	○	○
	電力	販売電力量	8,207億kWh	▲1.8%	○	△	△	○	○	—
	不動産	平均空室率 (東京都心5区大 型オフィスビル)	3.56%	1.94%pt 悪化	▲ <sup>3</sup>	▲ <sup>3</sup>	▲ <sup>4</sup>	▲ <sup>4</sup>	▲ <sup>4</sup>	▲ <sup>3</sup>

(備考)1. 各月欄の表示は以下の基準による

◎(前年比10%以上増)、○(同10%未満増)、△(同10%未満減)、▲(同二桁以上減。例: ▲<sup>20</sup>([同20%以上30%未満減])  
ただし、不動産については以下の基準による

◎(前年差1%ポイント以上改善)、○(同1%ポイント未満改善)、△(同1%ポイント未満悪化)、▲(同1%ポイント以上悪化)  
例: ▲<sup>2</sup>([同2%ポイント以上3%ポイント未満悪化])

2. \*は2019年実績

## 生産等の動向

		概況
製造業	石油化学	【7月】定期修繕中のプラントが2基あったこともあり、5か月ぶりの減少に転じた。
	鉄鋼	【7月】自動車、産業機械の鉄鋼需要が牽引し、5か月連続の増加となった。
	自動車	【7月】新型コロナによる生産調整からの反動により5か月連続での増加となったが、半導体不足による各社生産調整の影響は拡大しつつあり、増加幅は縮小した。
	工作機械	【7月】全地域的に回復が継続し、9か月連続の増加となった。
	電子部品・集積回路	【7月】半導体不足の影響で、一部製品で伸びの鈍化がみられるが、全般的には旺盛な需要は継続しており、大幅な増加となった。
非製造業	小売	【7月】燃料小売業がガソリン値上げの影響を受け伸長し、5か月連続の増加となった。
	外食	【7月】ファーストフードを中心に五輪の自宅観戦によるテイクアウトやデリバリーの需要が増加し、4か月連続の増加となった。
	旅行・ホテル	【7月】昨年の新型コロナ感染拡大局面の反動や、外国人旅行の需要増に伴い、5か月連続で増加となった。
	貨物輸送	【7月】昨年の新型コロナ感染拡大局面の反動や、国内生産の回復に伴う需要増に伴い、3か月連続で増加となった。
	電力	【6月】産業・業務用の需要を中心に増加した。
	不動産	【7月】引き続き空室率は上昇しているものの、好立地ビルで1,000坪台の埋め戻しがいくつかあり、上昇ペースが鈍化した。

世界経済見通し

(%)

[2020年構成比]	IMF予測									OECD予測						
	実質GDP成長率					消費者物価上昇率				実質GDP成長率						
	2020 21/10	2021 21/7	2021 21/10	2022 21/7	2022 21/10	2020 21/10	2021 21/7	2021 21/10	2022 21/7	2022 21/10	2020 21/5	2020 21/9	2021 21/5	2021 21/9	2022 21/5	2022 21/9
世界計	▲3.1	6.0	5.9	4.9	4.9	3.2	-	4.3	-	3.8	▲3.5	▲3.4	5.8	5.7	4.4	4.5
先進国・地域 [42.5]	▲4.5	5.6	5.2	4.4	4.5	0.7	2.4	2.8	2.1	2.3	-	-	-	-	-	-
日本 [4.0]	▲4.6	2.8	2.4	3.0	3.2	0.0	-	▲0.2	-	0.5	▲4.7	▲4.6	2.6	2.5	2.0	2.1
米国 [15.9]	▲3.4	7.0	6.0	4.9	5.2	1.2	-	4.3	-	3.5	▲3.5	▲3.4	6.9	6.0	3.6	3.9
カナダ [1.4]	▲5.3	6.3	5.7	4.5	4.9	0.7	-	3.2	-	2.6	▲5.4	▲5.3	6.1	5.4	3.8	4.1
イギリス [2.2]	▲9.8	7.0	6.8	4.8	5.0	0.9	-	2.2	-	2.6	▲9.8	▲9.8	7.2	6.7	5.5	5.2
EU [15.0]	▲5.9	4.7	5.1	4.4	4.4	0.7	-	2.4	-	1.9	-	-	-	-	-	-
ドイツ [3.4]	▲4.6	3.6	3.1	4.1	4.6	0.4	-	2.9	-	1.5	▲5.1	▲4.9	3.3	2.9	4.4	4.6
フランス [2.3]	▲8.0	5.8	6.3	4.2	3.9	0.5	-	2.0	-	1.6	▲8.2	▲8.0	5.8	6.3	4.0	4.0
イタリア [1.9]	▲8.9	4.9	5.8	4.2	4.2	▲0.1	-	1.7	-	1.8	▲8.9	▲8.9	4.5	5.9	4.4	4.1
オーストラリア [1.0]	▲2.4	5.3	3.5	3.0	4.1	0.9	-	2.5	-	2.1	▲2.5	▲2.5	5.1	4.0	3.4	3.3
ニュージーランド [0.2]	▲2.1	-	5.1	-	3.3	1.7	-	3.0	-	2.2	▲1.1	-	3.5	-	3.8	-
香港 [0.3]	▲6.1	-	6.4	-	3.5	0.3	-	1.9	-	2.1	-	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]	▲5.4	-	6.0	-	3.2	▲0.2	-	1.6	-	1.5	-	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]	3.1	-	5.9	-	3.3	▲0.2	-	1.6	-	1.5	-	-	-	-	-	-
韓国 [1.8]	▲0.9	4.3	4.3	3.4	3.3	0.5	-	2.2	-	1.6	▲0.9	▲0.9	3.8	4.0	2.8	2.9
新興市場国と発展途上国 [57.5]	▲2.1	6.3	6.4	5.2	5.1	5.1	5.4	5.5	4.7	4.9	-	-	-	-	-	-
アジア [32.2]	▲0.8	7.5	7.2	6.4	6.3	3.1	-	2.3	-	2.7	-	-	-	-	-	-
中国 [18.3]	2.3	8.1	8.0	5.7	5.6	2.4	-	1.1	-	1.8	2.3	2.3	8.5	8.5	5.8	5.8
マレーシア [0.7]	▲5.6	4.7	3.5	6.0	6.0	▲1.1	-	2.5	-	2.0	-	-	-	-	-	-
タイ [1.0]	▲6.1	2.1	1.0	6.1	4.5	▲0.8	-	0.9	-	1.3	-	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]	▲9.6	5.4	3.2	7.0	6.3	2.6	-	4.3	-	3.0	-	-	-	-	-	-
インドネシア [2.5]	▲2.1	3.9	3.2	5.9	5.9	2.0	-	1.6	-	2.8	▲2.1	▲2.1	4.7	3.7	5.1	4.9
ベトナム [0.8]	2.9	-	3.8	-	6.6	3.2	-	2.0	-	2.3	-	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]	1.1	-	2.0	-	2.6	1.9	-	2.5	-	1.5	-	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]	▲3.1	-	1.9	-	5.7	2.9	-	2.5	-	3.2	-	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]	▲0.4	-	2.1	-	4.2	5.1	-	4.9	-	3.7	-	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]	3.2	-	▲17.9	-	▲0.1	5.7	-	4.1	-	6.5	-	-	-	-	-	-
インド [6.8]	▲7.3	9.5	9.5	8.5	8.5	6.2	-	5.6	-	4.9	▲7.7	▲7.3	9.9	9.7	8.2	7.9
バングラデシュ [0.7]	3.5	-	4.6	-	6.5	5.6	-	5.6	-	5.7	-	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.2]	▲2.8	4.0	4.1	3.7	4.1	10.1	-	11.7	-	8.5	-	-	-	-	-	-
パキスタン [0.8]	▲0.5	3.9	3.9	4.0	4.0	10.7	-	8.9	-	8.5	-	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.2]	▲4.1	2.4	2.8	4.8	4.8	3.4	-	3.2	-	2.2	▲4.1	▲4.1	2.8	2.3	3.8	4.8
イラン [0.8]	3.4	2.5	2.5	2.0	2.0	36.4	-	39.3	-	27.5	-	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]	3.6	2.8	3.3	5.2	5.2	5.7	-	4.5	-	6.3	-	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.7]	▲2.0	4.9	6.0	3.6	3.6	5.4	-	8.4	-	7.1	-	-	-	-	-	-
トルコ [1.9]	1.8	5.8	9.0	3.3	3.3	12.3	-	17.0	-	15.4	1.8	1.8	5.7	8.4	3.4	3.1
ロシア [3.1]	▲3.0	4.4	4.7	3.1	2.9	3.4	-	5.9	-	4.8	▲2.6	▲2.5	3.5	2.7	2.8	3.4
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3]	▲7.0	5.8	6.3	3.2	3.0	6.4	-	9.3	-	7.8	-	-	-	-	-	-
メキシコ [1.9]	▲8.3	6.3	6.2	4.2	4.0	3.4	-	5.4	-	3.8	▲8.2	▲8.3	5.0	6.3	3.2	3.4
アルゼンチン [0.7]	▲9.9	6.4	7.5	2.4	2.5	42.0	-	-	-	-	▲9.9	▲9.9	6.1	7.6	1.8	1.9
ブラジル [2.4]	▲4.1	5.3	5.2	1.9	1.5	3.2	-	7.7	-	5.3	▲4.1	▲4.4	3.7	5.2	2.5	2.3
サハラ以南アフリカ [3.1]	▲1.7	3.4	3.7	4.1	3.8	10.3	-	10.7	-	8.6	-	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.5]	▲6.4	4.0	5.0	2.2	2.2	3.3	-	4.4	-	4.5	▲7.0	▲7.0	3.8	4.6	2.5	2.5
ナイジェリア [0.8]	▲1.8	2.5	2.6	2.6	2.7	13.2	-	16.9	-	13.3	-	-	-	-	-	-

(備考) 1. IMF“World Economic Outlook”、OECD“Economic Outlook”  
2. 構成比はIMF資料に基づく

政府経済見通し/ESPフォーキャスト調査

(%)

	政府経済見通し		日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査		
	2021年度		2021年度	2022年度	2023年度
	2021/1	2021/7	2021/10		
国内総生産・実質	4.0	3.7	3.34	2.78	1.36
民間最終消費支出	3.9	2.8	3.26	3.12	-
民間住宅	1.8	0.8	2.29	0.77	-
民間企業設備	2.9	3.8	4.60	3.84	-
政府支出	3.3	1.5	2.02	0.93	-
財貨・サービスの輸出	11.4	14.9	13.84	4.94	-
財貨・サービスの輸入	6.7	6.9	9.91	4.34	-
内需寄与度	3.3	2.5	-	-	-
外需寄与度	0.7	1.2	-	-	-
国内総生産・名目	4.4	3.1	2.76	3.28	-
完全失業率	2.7	2.7	2.84	2.64	-
雇用者数	0.7	0.3	-	-	-
鉱工業生産指数	9.4	13.4	9.28	4.30	-
国内企業物価指数	0.7	3.6	-	-	-
消費者物価指数(総合)	0.4	0.1	-	-	-
同上 (除く生鮮食品)	-	-	▲ 0.10	0.51	0.67
GDPデフレーター	0.3	▲ 0.6	-	-	-

(備考) 1.内閣府「令和3年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2021年1月18日閣議決定)、「令和3年度 内閣府年央試算」(2021年7月6日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2021年10月7日)

2.「ESPフォーキャスト調査」の2020年度 失業率、鉱工業生産指数、消費者物価指数は実績

日銀 経済・物価情勢の展望(2021/7)

(%)

	2021年度	2022年度	2023年度
国内総生産・実質	3.5~4.0(3.6~4.4)	2.6~2.9(2.1~2.5)	1.2~1.4(1.2~1.5)
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.3~0.6(0.0~0.2)	0.8~1.0(0.5~0.9)	0.9~1.1(0.7~1.0)

(備考) 1.日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2.( )は前回

日銀短観(全国企業)

(%pt)

		2021/6調査		2021/9調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
全規模合計							
業況判断(良い-悪い)	全産業	▲ 3	▲ 5	▲ 2	1	▲ 5	▲ 3
生産・営業用設備(過剰-不足)	全産業	2	0	1	▲ 1	▲ 1	▲ 2
雇用人員判断(過剰-不足)	全産業	▲ 14	▲ 17	▲ 17	▲ 3	▲ 20	▲ 3
資金繰り(楽である-苦しい)	全産業	11		11	0		
金融機関貸出態度(緩い-厳しい)	全産業	18		18	0		
借入金利水準(上昇-低下)	全産業	0	5	0	0	4	4

(前年度比、%)

		2021/9調査						
		2020年度			2021年度(計画)			
		伸び率	修正率	修正幅	伸び率	修正率	修正幅	
全規模合計								
売上・収益	売上高	全産業	▲ 7.8	-		3.2	0.4	
	経常利益	全産業	▲ 20.1	-		15.0	5.4	
	売上高経常利益率(%、%ポイント)	全産業	4.53		-	5.05		0.24

(備考) 日本銀行「第190回 全国企業短期経済観測調査」

設備投資計画調査

(%)

	調査時点	業種	回答会社数	設備投資額前年度比			備考 (対象企業等)
				2020年度	2021年度	2022年度	
大企業	日本政策投資銀行	全産業	1,823	▲10.2	12.6	▲13.4	資本金10億円以上
		製造業	882	▲11.6	18.6	▲6.0	
		非製造業	941	▲9.5	9.7	▲17.5	
	日本銀行	全産業	1,868	▲8.3	10.1	—	資本金10億円以上
		製造業	984	▲8.8	13.3	—	
		非製造業	884	▲8.1	8.2	—	
	日本経済新聞社	全産業	928	▲9.7	10.8	—	上場企業と資本金1億円以上の有力企業
		製造業	531	▲12.4	16.3	—	
		非製造業	397	▲5.7	3.2	—	
	内閣府財務省	全産業	3,869	(未公表)	7.1	—	資本金10億円以上
		製造業	1,339		16.3	—	
		非製造業	2,530		2.6	—	
中堅企業	日本政策投資銀行	全産業	3,795	▲14.1	▲0.2	▲15.4	資本金1億円以上10億円未満
		製造業	1,324	▲17.5	5.4	▲18.9	
		非製造業	2,471	▲11.5	▲4.2	▲12.7	
	日本銀行	全産業	2,627	▲8.9	2.7	—	資本金1億円以上10億円未満
		製造業	1,008	▲12.5	12.8	—	
		非製造業	1,619	▲6.8	▲2.8	—	
	内閣府財務省	全産業	2,978	(未公表)	1.8	—	資本金1億円以上10億円未満
		製造業	870		10.4	—	
		非製造業	2,108		▲2.5	—	
中小企業	日本銀行	全産業	4,865	▲8.5	4.7	—	資本金2千万円以上1億円未満
		製造業	1,880	▲12.4	6.4	—	
		非製造業	2,985	▲6.3	3.8	—	
	内閣府財務省	全産業	4,370	(未公表)	▲6.7	—	資本金1千万円以上1億円未満
		製造業	1,411		▲2.8	—	
		非製造業	2,959		▲8.3	—	
金融	日本政策金融公庫	製造業	9,186	▲11.5	▲6.8	—	従業員20人以上300人未満
	日本銀行	(上記の外数)	203	▲2.0	▲4.1	—	[短観]
	内閣府財務省	(上記の内数)	—	(未公表)	▲14.3	—	[法人企業景気予測調査]

地域別動向(日本政策投資銀行)

(%)

	北海道	東北	北関東甲信	首都圏	北陸	東海	関西	中国	四国	九州
2020年度	▲26.1	▲20.9	▲6.1	▲19.1	▲3.6	▲7.8	▲20.0	▲11.6	▲11.9	▲18.4
2021年度	▲9.9	10.5	38.3	20.2	17.2	5.3	12.0	8.4	23.0	15.0

- 1.設備投資額前年度比は、国内、工事ベース(日本公庫は支払ベース)、土地を含み、ソフトウェアは含まず、単体決算ベースで集計(日本経済新聞社は連結決算ベース)
- 2.回答会社数は主業基準分類で、日本銀行については調査対象社数を記載



## セミナーのご案内

### PPP/PFI大学校(第14期) 「ともにデザイン 地域の連携」開催のご案内

株式会社日本政策投資銀行は、PPP/PFI大学校(第14期)「ともにデザイン 地域の連携」を下記内容にて開催します(参加費無料、Zoom開催)。

PPP/PFI大学校の詳細および参加申込み方法については、弊社ホームページの「DBJ News」(<https://www.dbj.jp/news/>)に掲載の表題リリース文をご覧ください。

(参加申込み締切:2021年11月15日)

みなさまのご参加をお待ちしております。

#### 記

#### 【カリキュラム】

- 第1回 11月25日(木)18:00~19:15  
「地域におけるスポーツアリーナの新たな官民連携・エリアマネジメント  
—FLAT HACHINOHE—」  
講 師:クロススポーツマーケティング株式会社 FLAT HACHINOHE 青山 英治 氏  
「地域と取り組む学校部活動改革」  
講 師:スポーツデータバンク株式会社 代表取締役 石塚 大輔 氏
- 第2回 12月22日(水)18:00~19:15  
「道路管理は包括的民間委託でどう変わる？」  
講 師:東京都府中市 都市整備部インフラマネジメント担当副参事 楠本 俊二郎 氏  
前田道路株式会社 PPP・PFI事業部課長 郭 慶煥 氏
- 第3回 2月9日(水)18:00~19:15  
「誰もが誰かの元気をつくる!コミュニティナースのひろがり」  
講 師:Community Nurse Company株式会社 取締役 中澤 ちひろ 氏

#### 【お問い合わせ先】

産業・地域調査本部 地域調査部 (PPP/PFI大学校運営事務局)  
産業調査部

電話番号 03-3244-1513  
E-mail [pppuniv@dbj.jp](mailto:pppuniv@dbj.jp)

次号「DBJ Monthly Overview2021年12月号」は、2021年12月上旬に発行予定です

「今月のトピックス」 バックナンバー（2021年7・8月号掲載分～）

- 2021.10月号 FRBが目指す「ハト的な金融緩和縮小」
- 2021.10月号 消費回復のカギを握る高齢者とワクチン
- 2021.10月号 コロナ禍で人口移動はどう変わったか
- 2021.10月号 ウィズ・コロナにおける地域創生のあり方について  
～新型コロナによる価値観変容等を契機に地域の多様性や強みを活かした取組を～
- 2021.9月号 コロナ後に一層求められる労働の質向上
- 2021.9月号 コロナ禍における人口変動と国内労働供給
- 2021.9月号 マクロ面から見込まれる設備投資の持ち直し
- 2021.9月号 2021年度DBJ設備投資計画調査の概略とポイント
- 2021.7・8月号 過熱する金融市場、くすぶる緩和縮小観測
- 2021.7・8月号 コロナ禍で拡大する財貿易とその持続力

## DBJ Monthly Overview

---

編集 株式会社日本政策投資銀行  
産業調査部長 足立 慎一郎

発行 株式会社日本政策投資銀行  
〒100-8178  
東京都千代田区大手町1丁目9番6号  
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー  
電話 (03)3244-1840(産業調査部代表)  
ホームページ <https://www.dbj.jp/>

各種お問い合わせ先  
電話：(03)3244-1856  
e-mail(産業調査部)：report@dbj.jp

---

©Development Bank of Japan Inc. 2021

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、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・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ましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。