

最近の金融経済情勢と今後の展望



日本銀行 名古屋支店長 加藤 毅

加藤 毅（かとう たけし） 1988年東京大学法学部卒業、同年日本銀行入行。2008年企画局企画役（政策運営企画総括）、09年企画局参事役（政策運営企画総括）、10年企画局政策企画課長、11年長崎支店長、12年米州統括役・ニューヨーク事務所長事務取扱、14年総務人事局審議役、16年システム情報局長、17年企画局長を経て、20年7月より現職。

二〇二〇年は、新型コロナウイルス感染症の世界的流行が、国内外問わず、経済・金融、社会生活に大きな影響を及ぼした一年でした。二〇二一年も、残念ながら（少なくとも当面は）、感染症拡大の影響にも注意が必要です。そこで初めに、感染症の影響を受けた経済の特徴を確認しておきたいと思います。

1・感染症と経済

過去、人類は、よく知られている十四世紀のペストの流行、比較的最近では二十世紀のスペイン風邪の流行をはじめ、何度か大規模な感染症の流行を経験しました。その際の経済変動は、通常の景気循環とは異なる推移を辿ることが多かったようです。具体的には、大きく三つの局面に分けることができます。

第一の局面は、「感染症の拡大局面」です。重大な感染症の大流行に対しては、感染拡大を食い止めることによって、人々の健康や安全を確保することが最優先の課題となります。このため、移動・外出の制限、営業・生産活動の停止といった厳格な公衆衛生上の措置が講じられました。こうした措置は、直接的に経済活動を止めるものであるため、経済を下押しする力は、急激かつきわめて大きなものとなります。

第二の局面は、感染症の急速な拡大に歯止めがかかった後の「移行局面」です。感染症拡大局面で取られた厳しい措置は、少しずつ緩和されていきます。経済活動と人出が回復するに連れて、経済は大き

く落ち込んだ状態から持ち直します。特に、持ち直しの初期は、それまで抑えられていた需要（ペントアップ需要）が一気に表れることもあって、大きめの回復も期待できます。もつとも、経済がすぐに元の水準に戻るわけではありません。感染に対する警戒感が強く残るもつとで、人々は、自主的に感染予防のための取り組みを続けるため、経済への下押し圧力は残り続けます。また、人出の回復に伴い、感染症が再び拡大し、再度公衆衛生上の措置が取られることもあり得ます。いわば、行きつ戻りつの回復となりがちです。さらに、感染症の影響の受け方の違いによって、業種・商品間などで回復度合いに大きな違いが生じ、不均一な経済展開にもなりがちです。経済の回復は緩やかなものにとどまり、下振れリスクが大きな状況が続くこととなります。

こうした移行局面を経過しながら、**第三の局面**として、経済は、「ウイズ／アフター感染症」という新しい状態に至ります。感染症の影響を経験することで、あるいは感染症と共存せざるを得ない状況下で、人々の行動や経済構造、さらには社会構造に、大きな変化が生じる可能性もあります。過去も、中世のペスト流行が荘園制度を崩壊させ、宗教改革・ルネサンスのひとつの要因になったと言われていますし、日本でも奈良時代の天然痘の流行が土地私有制度の導入を促しました。こうした経済・社会の構造変化にいかに対応するかが、将来の成長テンポを左右するカギになると考えられます。

2・海外経済と国内経済の回顧と展望

二〇二〇年の内外経済は、概ね上記の整理に沿った展開となりました。すなわち、第一の局面を経て、第二の局面に入ったのが二〇二〇年でした。そして、第二の局面から、第三の局面への展開が、二〇二一年に期待されます。以下、海外経済、国内経済の順にご説明します。

まず、**海外経済**です。昨年初頃からの感染症の大流行を受けて、各国は、出入国や外出の制限、営業・生産活動の停止など厳格な公衆衛生上の措置を講じました。経済活動が大幅に抑制されたことから、昨年二〇二〇年四～六月の成長率は、多くの国で過去最大のマイナス幅となりました。その後、七～九月は、経済活動の再開やペントアップ需要の顕在化などから、主要国の実質GDPは前期比プラスに転じました。もっとも、そのペースは、感染症の状況により、国・地域により不均一となりました。すなわち、中国は、一～三月は感染拡大の影響で、マイナスの成長率となったものの、四～六月から、感染抑制によるペントアップ需要の顕在化、マクロ経済政策の効果発現などにより、いち早くプラスに転じ、二〇二〇年の成長率はプラスを達成するペースです。一方、米国内部や欧州経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直している状況であるほか、中国以外の新興国・資源国経済は、落ち込んだ状態が続いていますが、持ち直しの動きがみられています。二〇二一年の海外経済は、感染症の影響

が徐々に和らいでいくもとで、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、改善が続けるとみえます。ただし、感染症への警戒感が残る中で、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられます。IMFが二〇二〇年一〇月に公表した世界経済見通しも、二〇二〇年は前年比▲4.4%と大幅なマイナスとなった後、二〇二一年は+5.2%とプラス成長に復するとの見通しですが、二〇二一年の世界のGDPの水準は二〇一九年をわずかに上回る程度との見方です。また、回復が一樣ではないほか、感染症の状況によって左右される状況が続くと考えられるだけに、下振れリスクを意識しながら、その動向を注視する必要があります。

次に、**国内経済**の状況です。まず、輸出は、上記の海外経済の動きを映じて、二〇二〇年四～六月に大きく落ち込んだ後、先述のような海外経済の動きを映じて増加しました。財別にみると、自動車関連で、米欧中の自動車販売の回復を反映して、はつきりと増加しました。また、地域別にみると、中国以外の新興国向けは低水準に留まっていますが、先進国向け、中国向けは増加しました。こうした輸出の増加が大きく経済の持ち直しを牽引しました。二〇二一年も、輸出は、当面、自動車関連を中心に増加するとみています。その後は、不確実性が大きいものの、世界的に感染症の影響が和らぐにつれて、情報関連や資本財など、幅広い財で輸出は増加していくと考えています。

続いて、**企業部門**です。企業収益は、内外需要の急減を反して大幅に悪化し、先行

きも、感染症の影響から、当面、低水準が続くとみられますが、感染症の影響が和らいでいくのにしたがって、徐々に回復基調に服するとみられます。また、設備投資は、こうした企業収益の悪化や先行きの不透明感などを背景に、減少傾向となりました。製造業の能力増強投資やサービス業の新規出店、宿泊・飲食業などで投資案件の選別姿勢が強まりました。二〇二一年の設備投資も、当面、感染症の影響を強く受ける業種を中心に弱めの動きが続くとみられます。もっとも、ソフトウェア投資などの将来の成長に向けた投資は積極的なスタンスが維持されています。また、緩和的な金融環境が維持されていることも踏まえると、リーマンショック後のような大幅な資本ストック調整には至らないとみられます。今後、感染症の影響が和らぐなか、企業収益の改善と不確実性の低下に伴い、設備投資も緩やかに増加基調に復していくとみています。

次に、**家計部門**です。**個人消費**も、一部業態で二〇二〇年四～六月に落ち込んだものの、全体としては、徐々に持ち直す姿となりました。**消費**は、四～六月の落ち込みが小さく、七～九月には感染拡大前の水準を上回りました。感染症への警戒から、外食が敬遠される中、いわゆる「巣ごもり消費」により、食料品や日用品などの非耐久消費財は底堅く推移しています。また、耐久消費財については、在宅勤務によるパソコンなどの需要、増えた在宅時間を快適に過ごすためのテレビ、エアコンなどの家電需要や、特別定額給付金の効果などにより、大きく増加

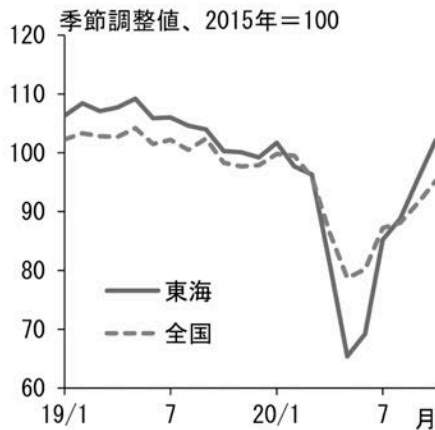
<鉱工業生産>



（注）直近は、2020年10月。

（出所）経済産業省、中部経済産業局

<実質輸出>



（注）直近は、2020年10月。

（出所）名古屋税関、財務省、日本銀行

図表1 生産・輸出

く落ち込んだ後、海外経済の持ち直しの動きやペントアップ需要の発現などにより、自動車関連などを中心に、持ち直しの動きに転じました（図表1）。

家計部門では、個人消費は、緩やかながら、持ち直しの動きがみられています。もつとも、引き続き、業態・商品、店舗の立地、顧客層などにより状況に違いが見られます。スーパー、ドラッグストアは、食料品や日用品などを中心に堅調に推移しました。家電量販店では、パソコンなどのテレワーク関連需要のほか、白物家電やテレビなどの巣ごもり需要により、販売は堅調に推移しました。乗用車販売は、緊急事態宣言が解除された夏以降の好調な受注を受け、販売も増加し、例年並みの水準まで回復しています。飲食、宿泊などのサービス消費は、持ち直しの動きが見られるものの、そのペースは緩やかです。飲食・宿泊業などの個人向けの対面サービスについては、飲食業では、郊外型店舗や少人数の会食は回復しているほか、宿泊業ではGOT・OTラベル事業などの各種の需要喚起策に

より、宿泊客数は改善しました。もつとも、サービス消費全体で見ると、感染症の影響が残るもとで、大人数での宴会需要、都心店の客足、高齢層の顧客などの戻りは鈍く、厳しい状態が続いています。雇用・所得面では、有効求人倍率は、大幅に低下した後、低い状態が続いているなど、弱い動きとなっています。新規の求人および求職は、ともに改善傾向にありますが、求職者は非製造業の接客業などを中心に増加する一方、求人は生産が順調に回復している製造業中心の増加となっているなど、雇用のミスマッチの強まりがみられます。

物価情勢についても、消費者物価（除く生鮮食品）は、東海地域では、エネルギー価格の下落の影響が大きいほか、食品価格の前年比のプラス幅が小さいほか、といった要因により、二〇一九年以降、全国対比で弱めの動きとなっていますが、総じて全国と同様の動きとなっています。

先行きも、全国同様、感染症の帰趨にもよりますが、サービス消費や雇用・所得面では、緩やかな持ち直しにとどまる

見込みなど、部門や経済指標によってそのペースに違いはあるものの、持ち直しが続くとも見えます。その上で、東海経済は、全国よりもやや強めの回復になることを期待しています。以下では、全国との違いを二点、指摘したいと思います。

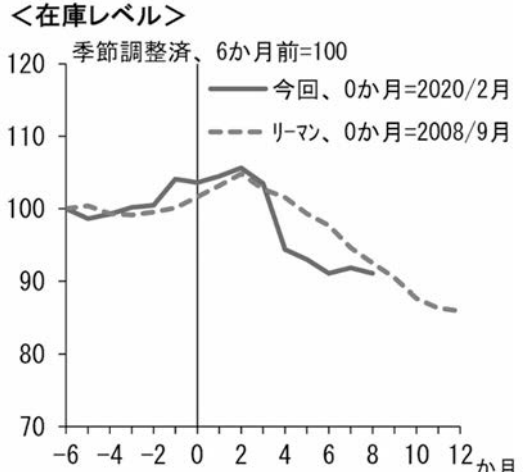
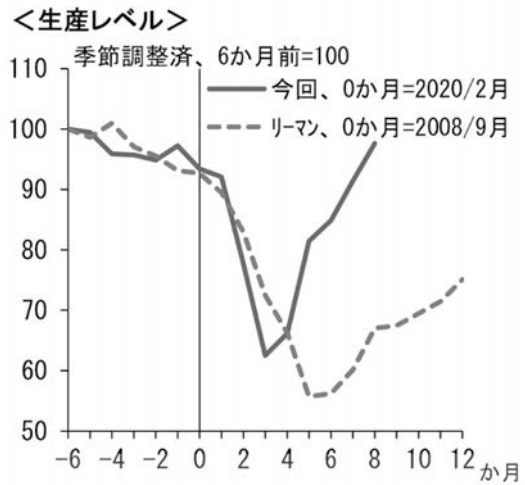
第一は、**生産の動向**です。昨年四〜六月の東海地域の生産は、全国を大きく下回って低下しましたが、その後、自動車関連を中心に急速に持ち直し、九月には全国を上回る水準に回復しました。こうした動きは、感染症拡大の影響による内外の需要急減と、これを受けた企業の機動的な生産調整が背景です。機動的な生産調整により在庫の拡大を一定程度に抑制したことで、年後半の需要回復局面で、自動車関連を中心にスムーズな生産水準の引き上げが行われました（図表2）。生産調整の遅れから在庫が積み上がったリーマンショック時とは異なる姿です。

この間、世界的に感染症が拡大する中、世界各地の生産活動の停止により、部品の供給制約等のサプライチェーン障害が懸念されました。その中でも、東海地域では、部品調達難を理由に生産が大規模に停止する事態は回避されました。世界レベルでの生産拠点の最適化や、サプライチェーンの「見える化」を進めてきたことが、機動的に生産調整の実現するうえで奏功したといえます。先行きも、自動車関連を中心に、全国を上回るしつかりした生産が続くとみられます。

第二は、**設備投資の動向**です。東海地域でも、昨年は、投資案件を選別する姿

勢が強まりました。もともと、ソフトウェア投資や研究開発投資といった、将来の持続的な成長のための投資は、他地域よりも強い姿となりました。先行き、感染症の影響が和らぐなかで、設備投資全体としても増加基調に復していくとみています。

こうした生産や設備投資の動向から、東海地域では、外部環境の変化に対するフレキシブルな対応と、将来を見据えた取り組みが進んでいることが窺えます。このことが、東海経済の強みです。冒頭、感染症と経済でご説明したように、「Afterコロナ」の観点からは、人々の行動の変化、社会・経済の構造変化を捉え、これに対応していくことがカギになります。人々の行動の変化は、新たな財やサービスの需要を産み出します。コロナ禍で加速してきたデジタル・トランスフォーメーションや働き方改革、SDGsに対



(注)在庫レベルは、東海3県に石川県、富山県を加えた「中部5県ベース」。
(出所)中部経済産業局

図表2 I I Pの局面比較

する社会的要請の高まりは、新たな需要でもあり、イノベーションの種ともいえます。こうした変化を捉え、当地企業では、すでに、デジタル化やCASE対応などに注力しているほか、非接触型のサービス・商品の提供など、さまざまな取り組みが進んでいます。たとえば、デジタル技術の活用という観点からは、営業活動、検収作業、アフターサービス、従業員への研修など、幅広い業務分野において、三次元の映像コンテンツ、オンライン化を積極的に進めることで、三密を回避し感染予防を図ると同時に、省力化、生産性向上を実現している取り組みもみられます。また、各種作業の自動化への取り組みもみられますが、こうした取り組みは、感染対策と人出不足が深刻化する中での省力化の双方に資すると期待できます。このほか、小売業でも、オンラインでの販売を拡充することで、外出への警

戒感の強い高齢者への接点を強化している事例もみられます。今度もさらに柔軟かつ迅速な対応が進んでいくと確信しています。

4・おわりに

二〇二一年の内外経済そして東海経済は、緩やかながらも改善基調が続き、第二の局面(移行局面)から第三の局面(ウイズ/アフター感染症の局面)への展開が期待されます。もちろん、感染症の影響を大きく受ける飲食・宿泊業などの対面型サービス消費、製造業でも航空機関連など、引き続き、その情勢に注意が必要ですし、政策的なサポートも必要だと思います。同時に、感染症の影響による行動変化には、新たな需要の創出やイノベーションの促進につながるポジティブな面もあります。こうしたポジティブな変化をどれだけしっかりと捉えていけるかが、長い目で今後の経済を展望する際の鍵となります。その際、日本銀行としては、引き続き、緩やかな金融環境を維持し、金融・経済の安定を確保することが重要と認識しています。緩やかな金融環境を維持することは、ポジティブな変化への企業の対応をサポートし、わが国経済が再び確かな成長軌道へ回復していくためにも大切なことであると考えています。官民で力を合わせ、二〇二一年が、コロナショックを乗り越えて、将来の力強い成長の礎となる一年となることを祈念しています。