

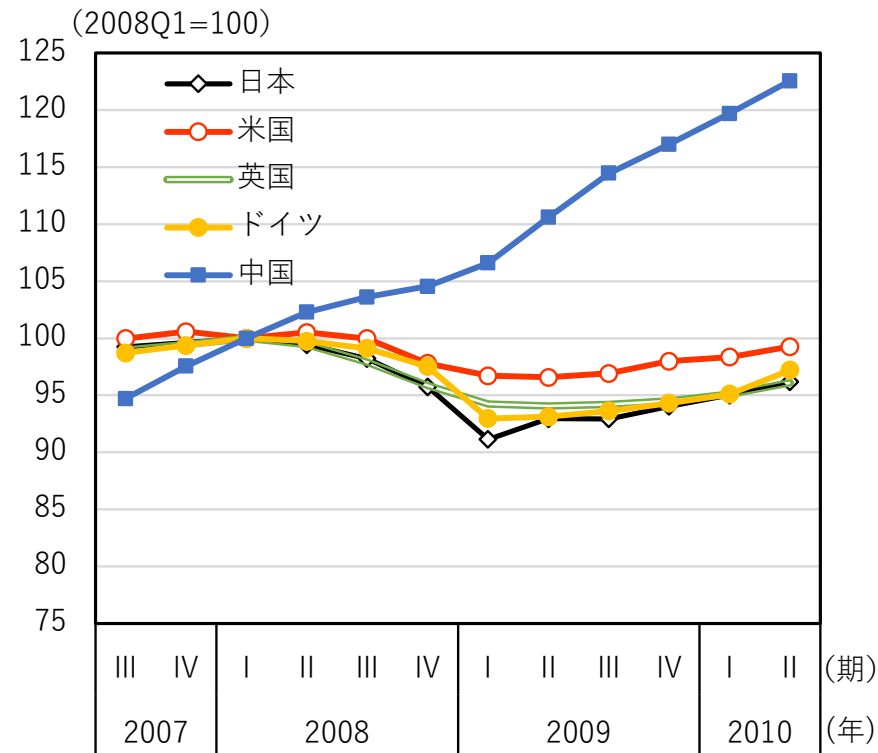
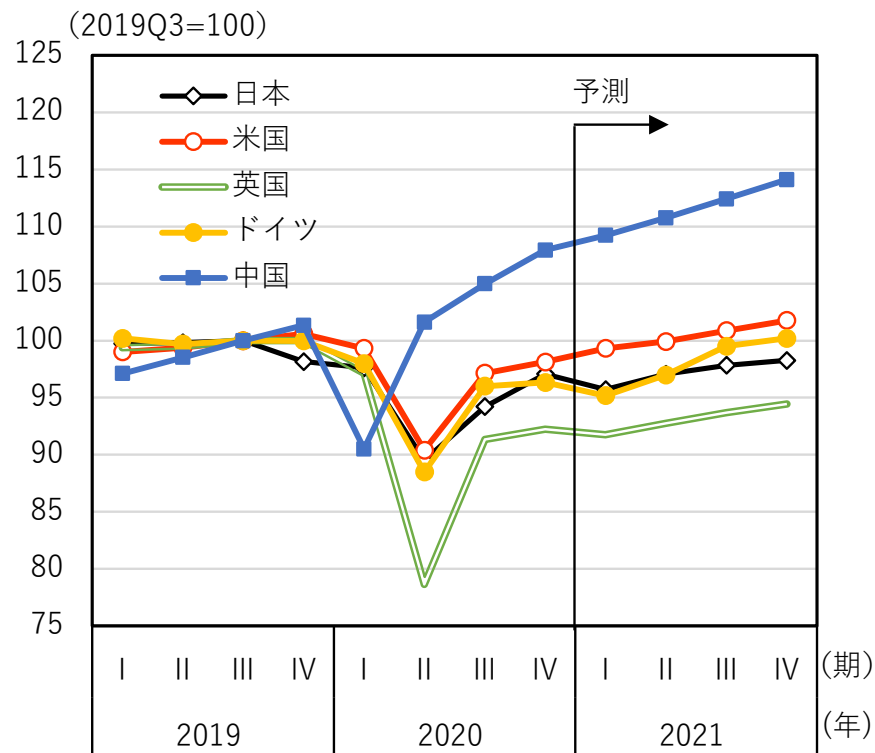
ポストコロナ時代の日本経済

株式会社 大和総研
理事長 中曾 宏
2021年3月10日

主要国の実質GDPの推移

実績と先行き

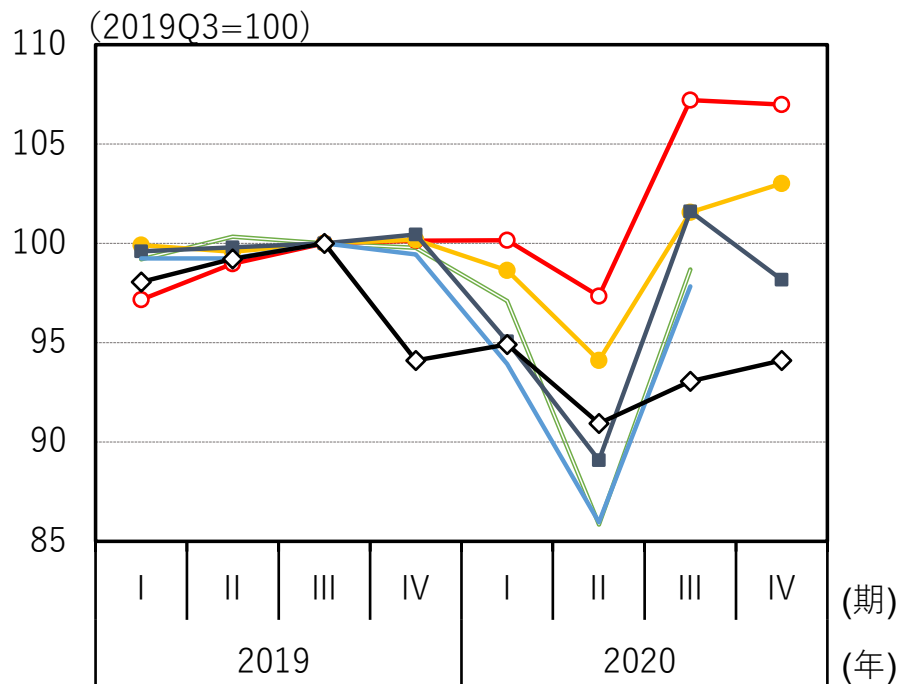
リーマン・ショック時



(注) 予測値は日本：日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」(2021/2/10公表)、米国：商務省及び議会予算局による予測(2021/2/11)、英国：欧州委員会による予測(2020/11/5)、ドイツ：欧州委員会による予測(2021/2/11)、中国：Bloombergによる調査(2021/2/26)。
 (出所) 内閣府、日本経済研究センター、アメリカ商務省、アメリカ議会予算局、ドイツ連邦統計局、英国統計局、欧州委員会、中国国家統計局、Bloombergより大和総研作成

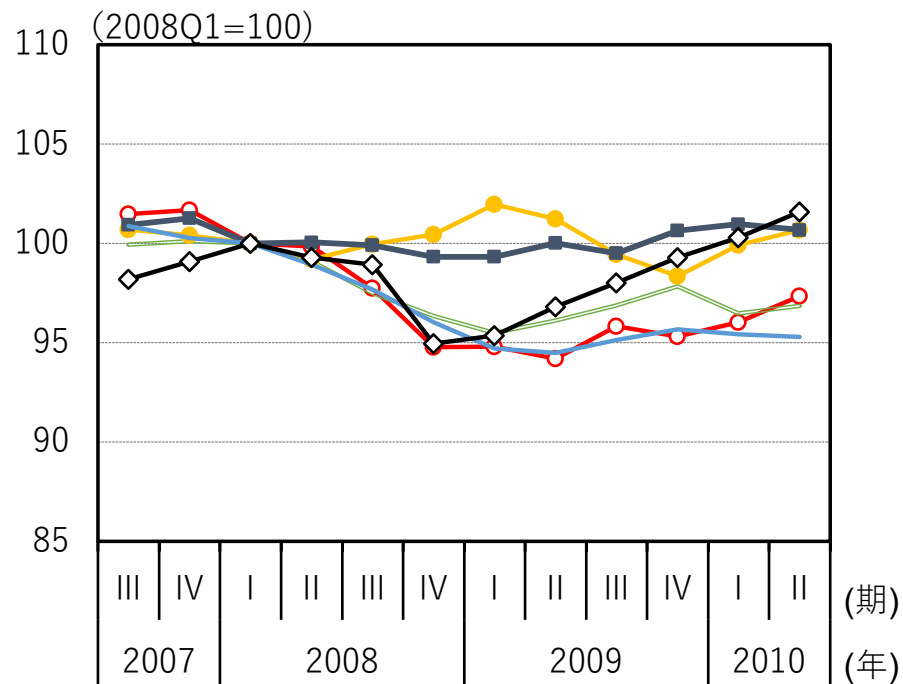
主要国の実質財消費の推移

コロナショック



○ 米国 ー 英国 ● ドイツ
 ■ フランス ー イタリア ◇ 日本

リーマン・ショック時

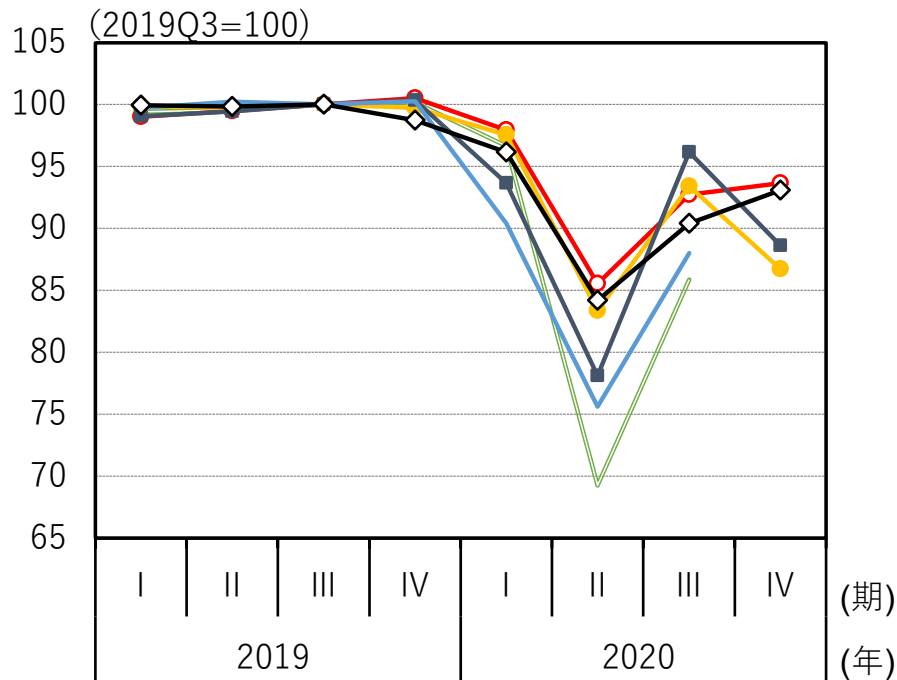


○ 米国 ー 英国 ● ドイツ
 ■ フランス ー イタリア ◇ 日本

(出所) 各国統計、Haver Analyticsより大和総研作成

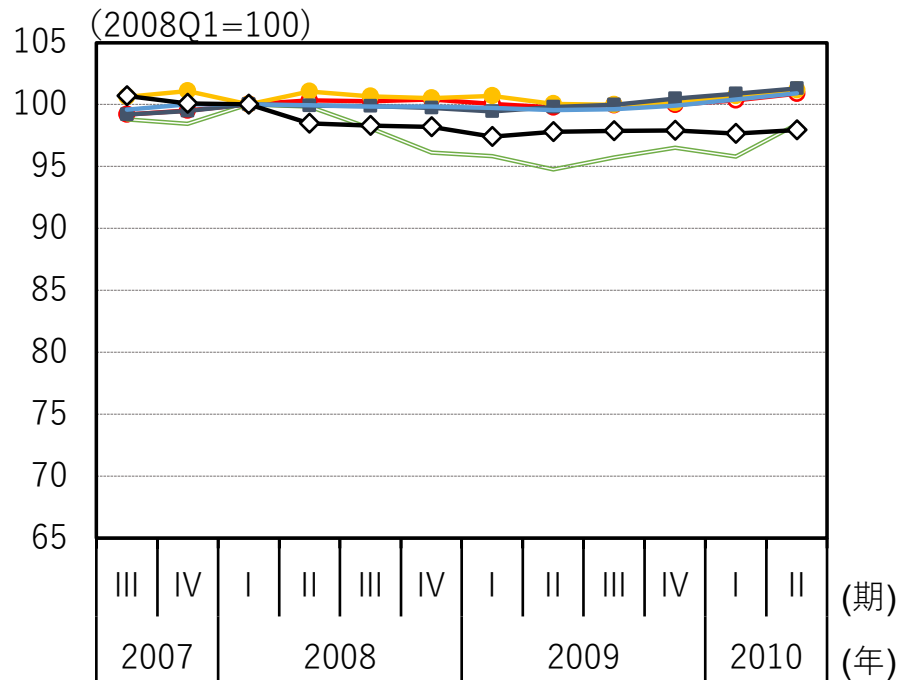
主要国の実質サービス消費の推移

コロナショック



○ 米国 ー 英国 ● ドイツ
 ■ フランス ー イタリア ◇ 日本

リーマン・ショック時

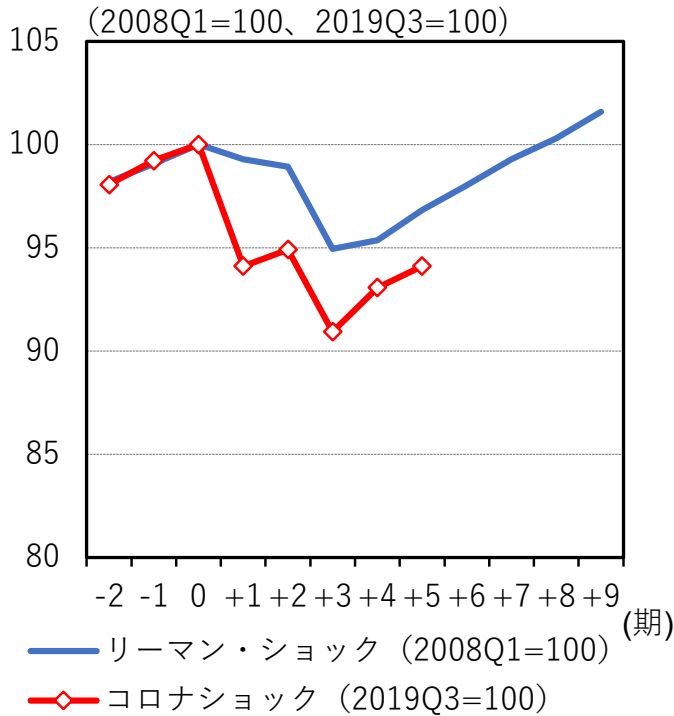


○ 米国 ー 英国 ● ドイツ
 ■ フランス ー イタリア ◇ 日本

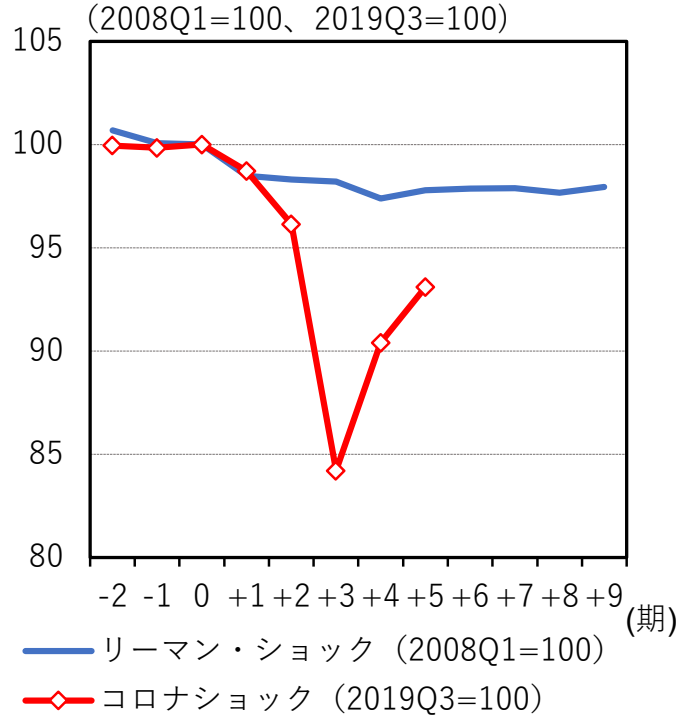
(出所) 各国統計、Haver Analyticsより大和総研作成

日本の実質消費と実質設備投資の推移

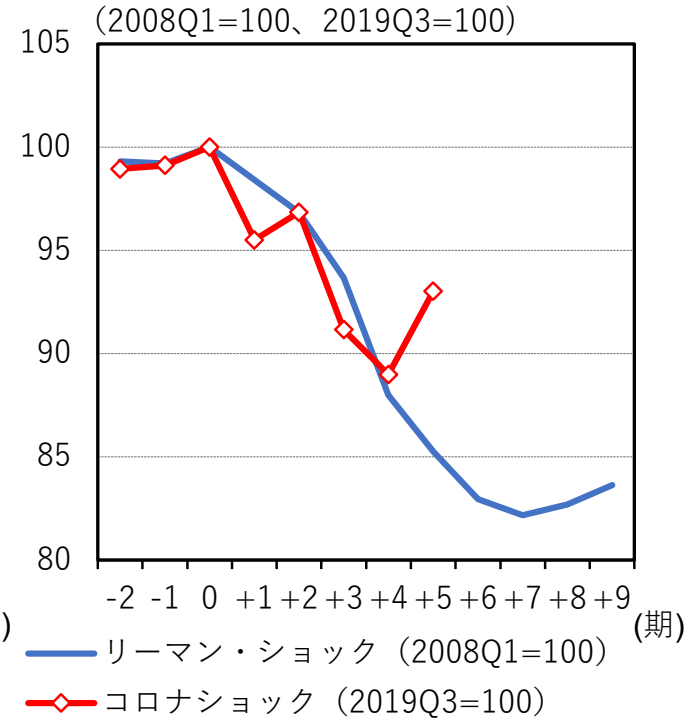
財消費



サービス消費



民間企業設備



(出所)内閣府統計より大和総研作成

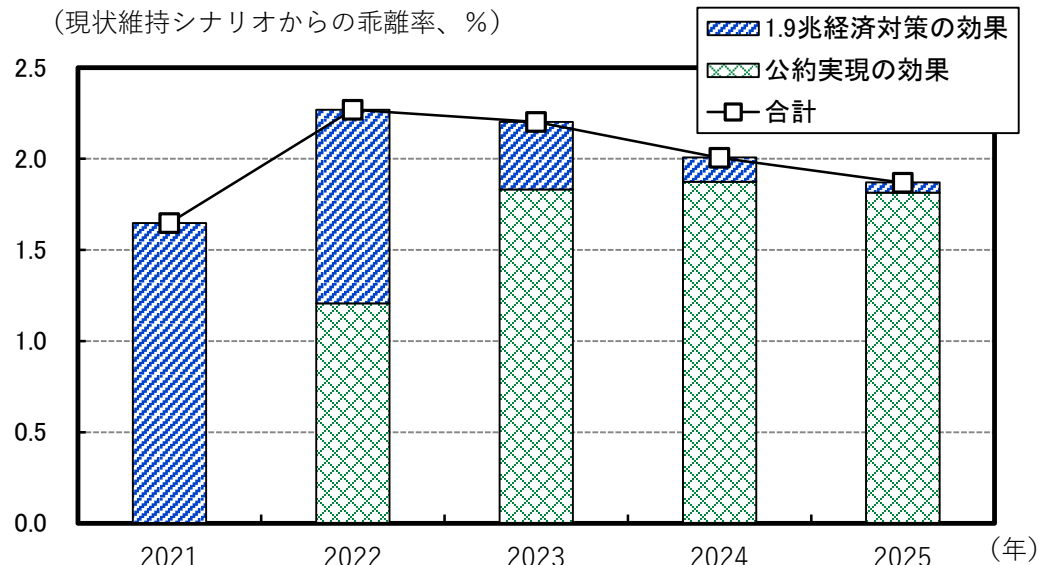
バイデノミクスは日本経済にも恩恵

バイデン大統領の1.9兆ドル規模の経済対策

内容	金額 (10億ドル)
現金給付（既存600ドルに1,400ドルを追加）	465
州・地方政府支援	350
失業保険給付増額の期限延長（2021年9月迄）	～350
検査・ワクチン支援	160
学校の開校・整備支援	170
扶養家族（児童）税額控除	～120
住宅支援（立ち退き・自宅差し押さえの猶予期間の延長（2021年9月迄）	30
チャイルドケア事業者向け支援	25
その他	～200
合計	1,900

（出所）CRFB資料より大和総研作成

バイデン政権の政策が日本の実質GDP水準に与える影響試算



（出所）CRFB、Tax Policy Center、CBO、BEA、OECD、内閣府統計より大和総研作成

日本の実質GDPへの影響

（単位：%、%pt）

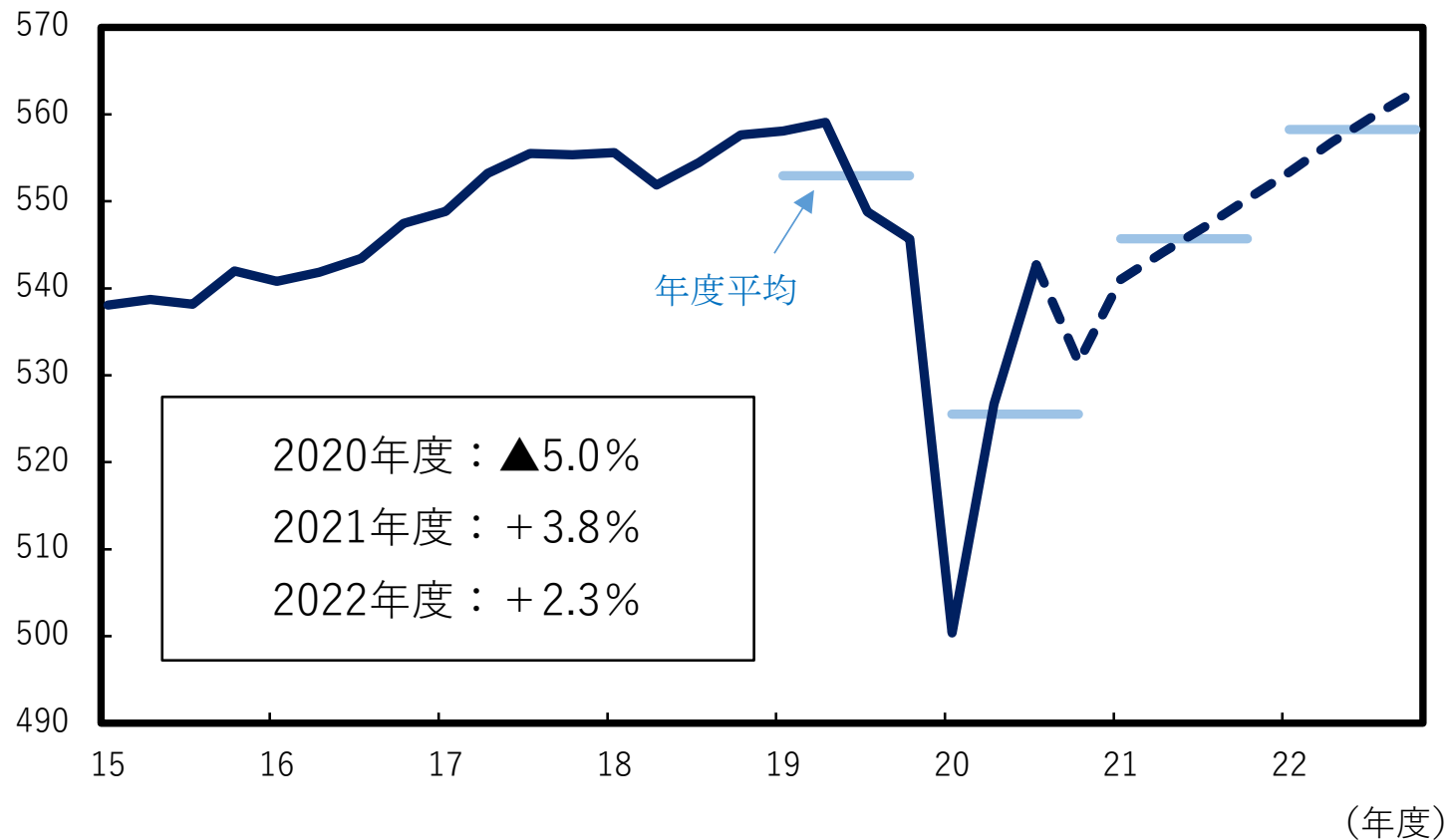
	実質GDP	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入
2021年	1.65	0.00	0.00	0.89	0.00	-0.18	2.25	-1.23
2022年	2.27	0.11	0.02	1.42	-0.10	-0.23	2.63	-1.70
2023年	2.20	0.17	0.05	1.41	-0.16	-0.21	2.57	-1.73
2024年	2.01	0.21	0.08	1.27	-0.19	-0.17	2.41	-1.61
2025年	1.87	0.27	0.09	1.11	-0.20	-0.14	2.33	-1.55

（注）値はベースライン（政策が実現しないシナリオ）からの乖離率。

（出所）CRFB、Tax Policy Center、CBO、BEA、OECD、内閣府統計より大和総研作成

DIR 日本経済見通し (2月19日)

日本の実質 GDP 見通し



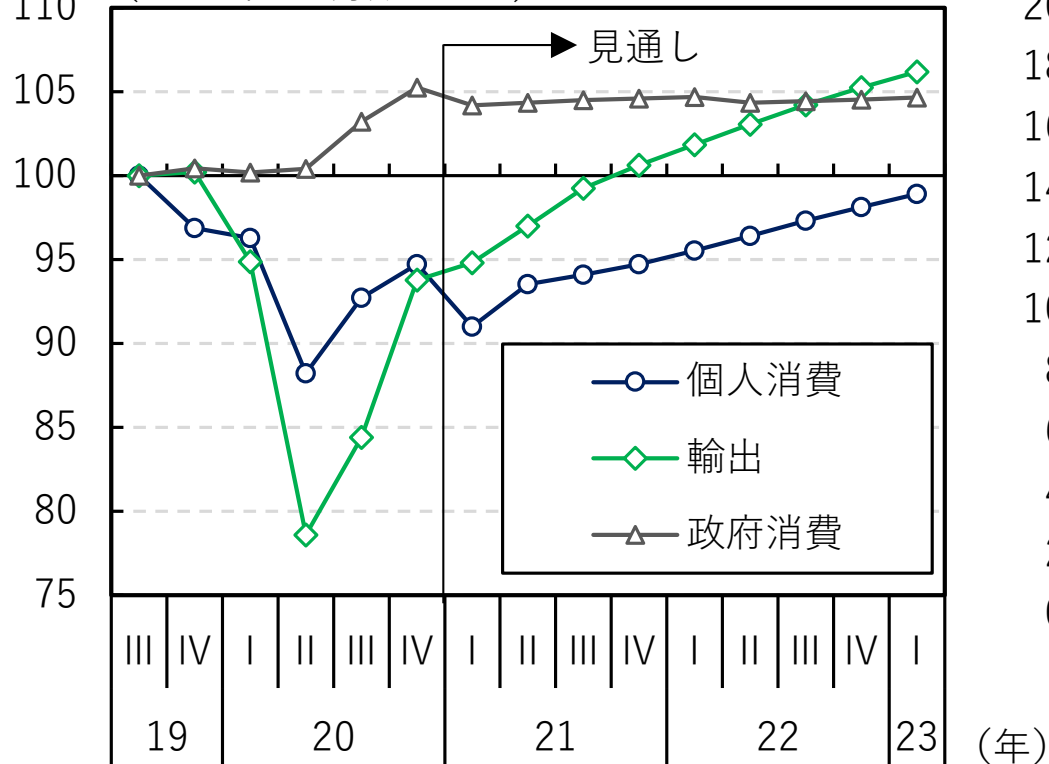
(注) 図中の破線は大和総研による予測値。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

実質GDPの主な需要項目と家計貯蓄の見通し (DIR 日本経済見通し、2月19日)

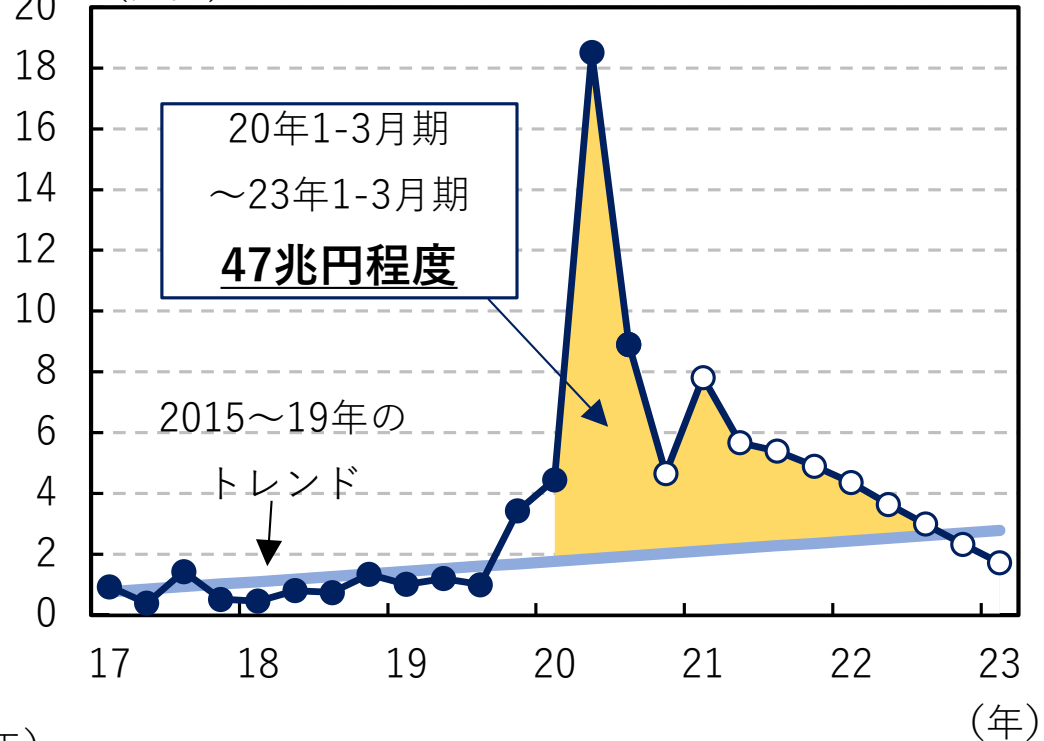
実質GDPの主な需要項目の見通し

(2019年7-9月期 = 100)



家計貯蓄の見通し

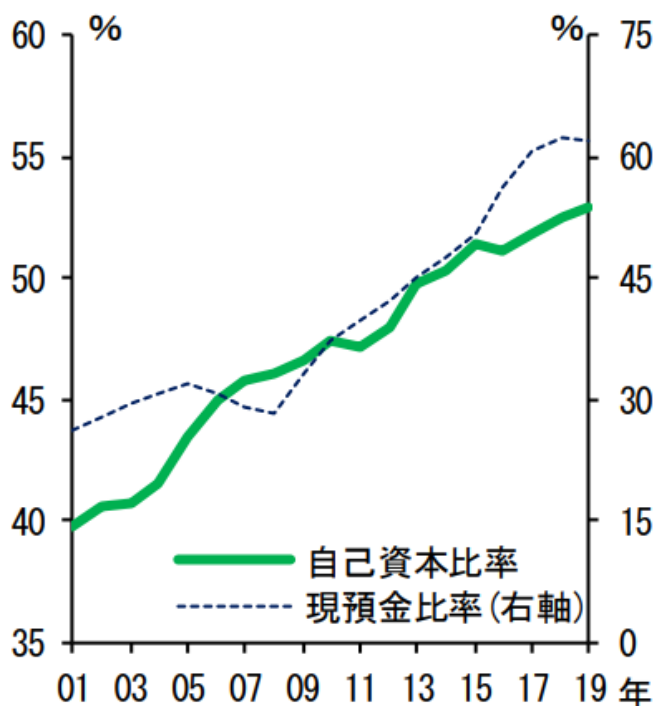
(兆円)



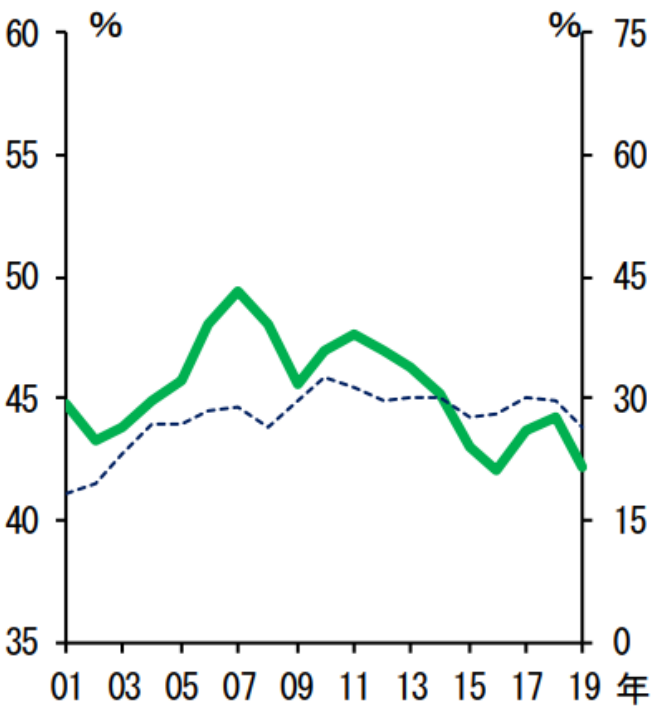
(注) 季節調整値。右図の白抜きは大和総研による見通し。家計貯蓄 = 可処分所得 - 家計最終消費支出。
 (出所) 内閣府統計より大和総研作成

地域別に見た企業の自己資本比率と現預金比率

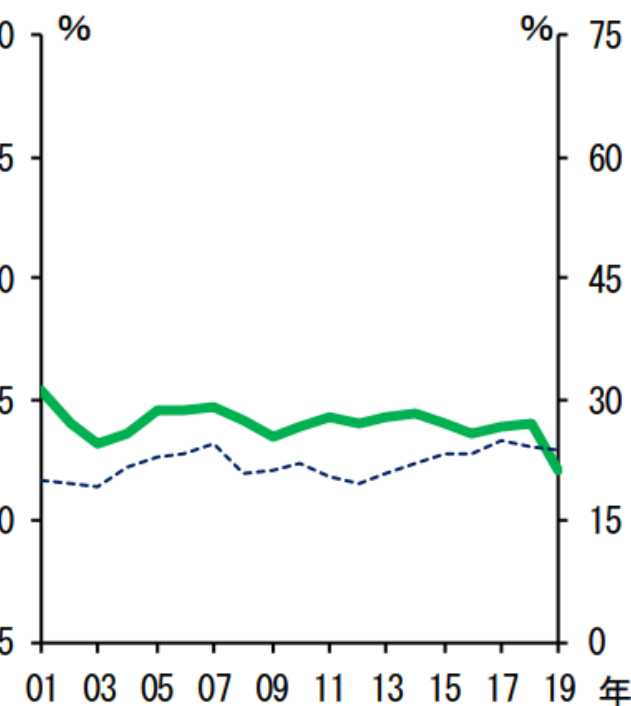
日本



米州



欧州等



(注1) 「自己資本比率」、「現預金比率 (= 現預金等/流動負債)」は、S&P Capital IQ に含まれる主要企業の財務情報を集計 (中央値)。

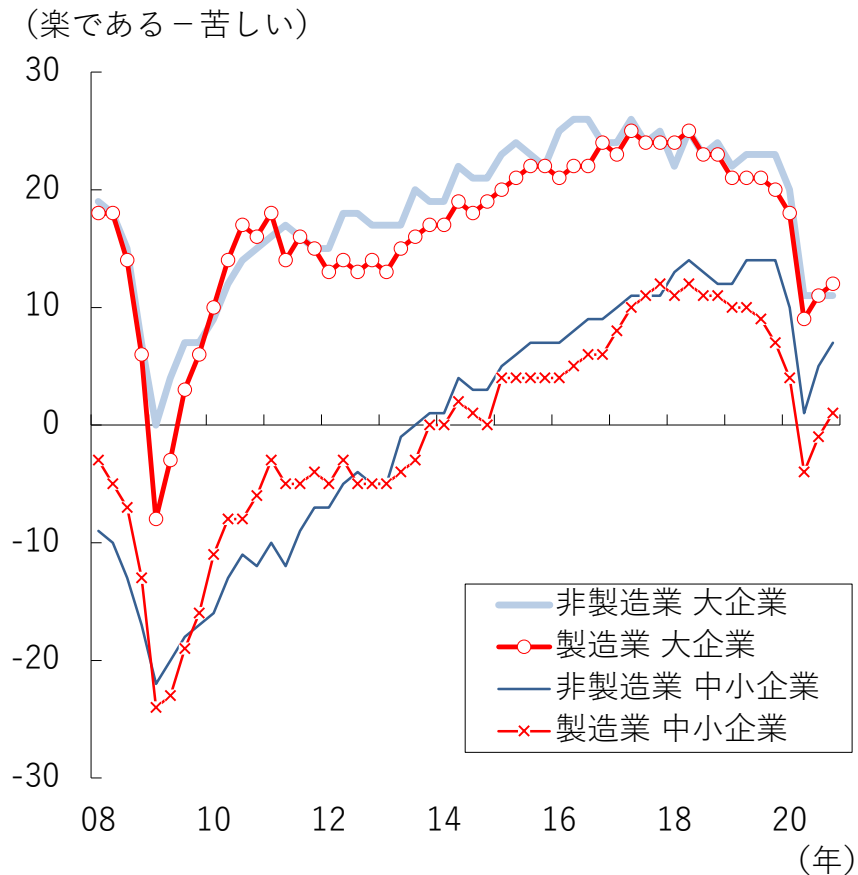
(注2) 欧州等は、中東およびアフリカを含む。

(原典) S&P Global Market Intelligence

(出所) 日本銀行「金融システムレポート」 (2020年10月) より大和総研抜粋

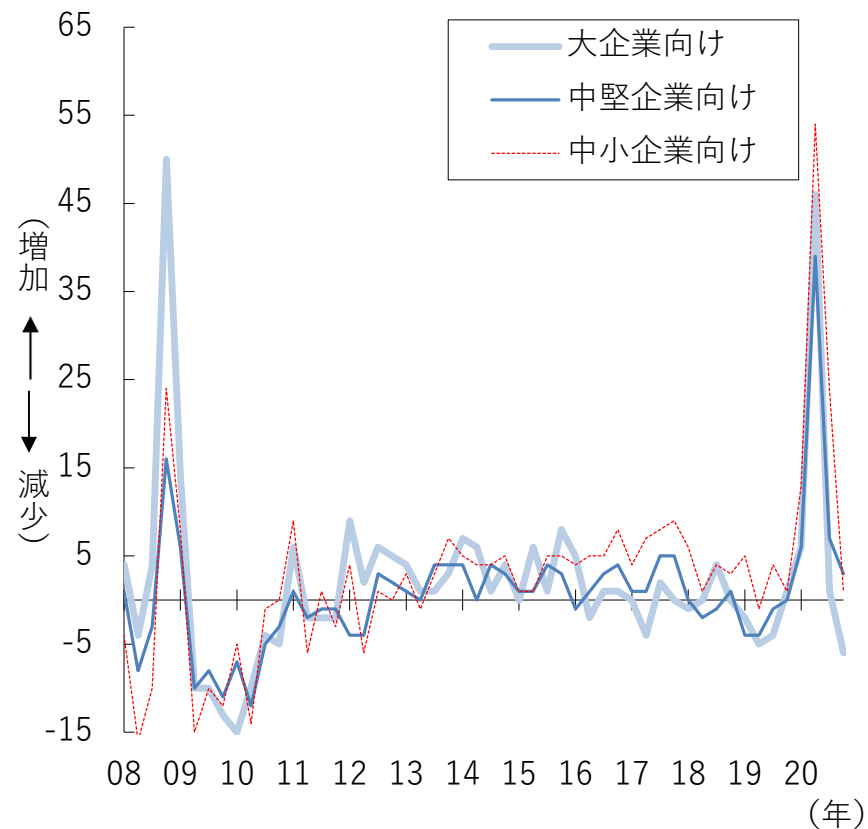
「資金繰り判断DI」／「資金需要判断DI」の推移

短観資金繰り判断DIの推移



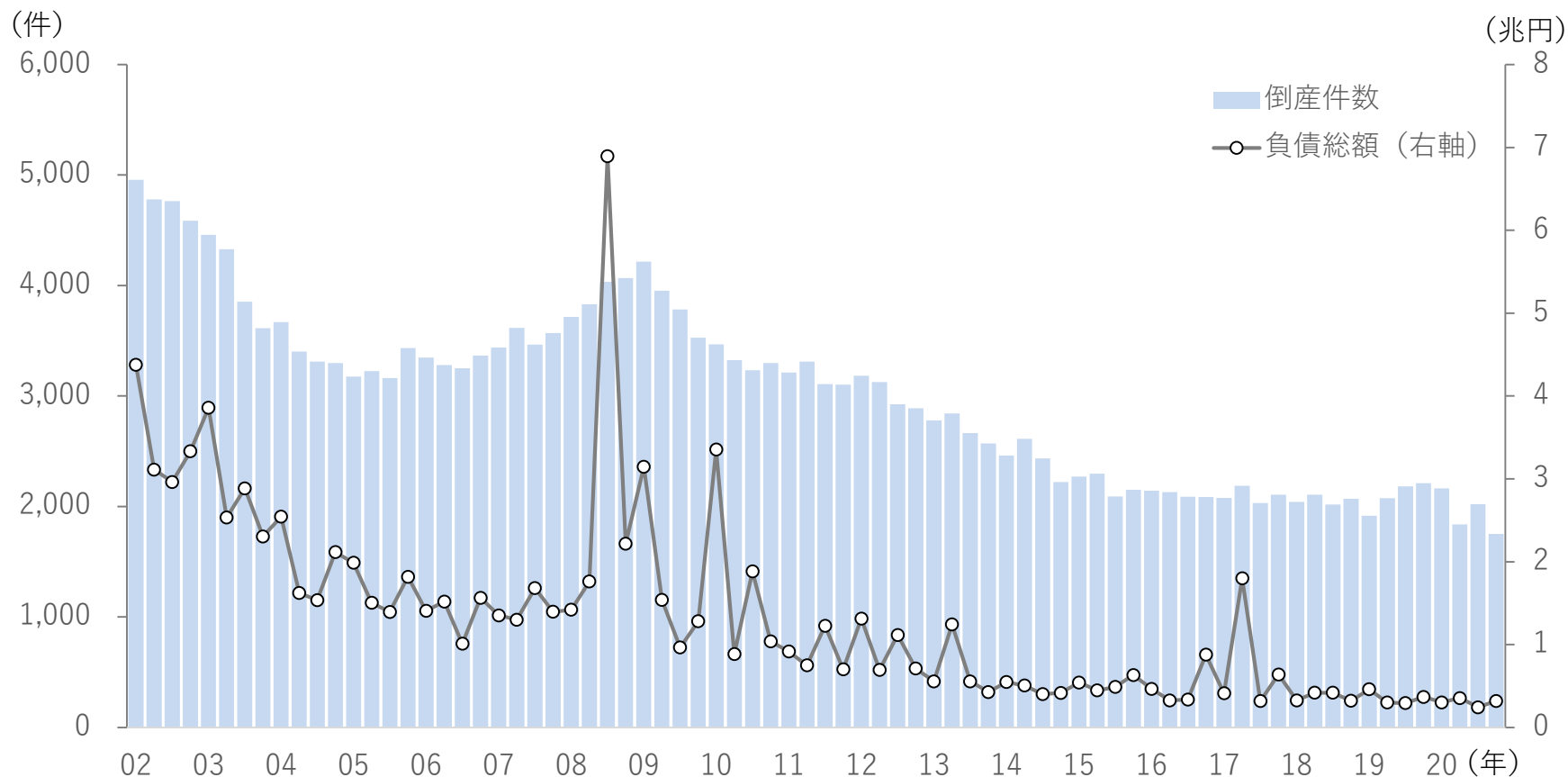
(出所) 日本銀行「日銀短観」より大和総研作成

企業向け資金需要判断DIの推移



(出所) 日本銀行「主要銀行貸出アンケート調査」より大和総研作成

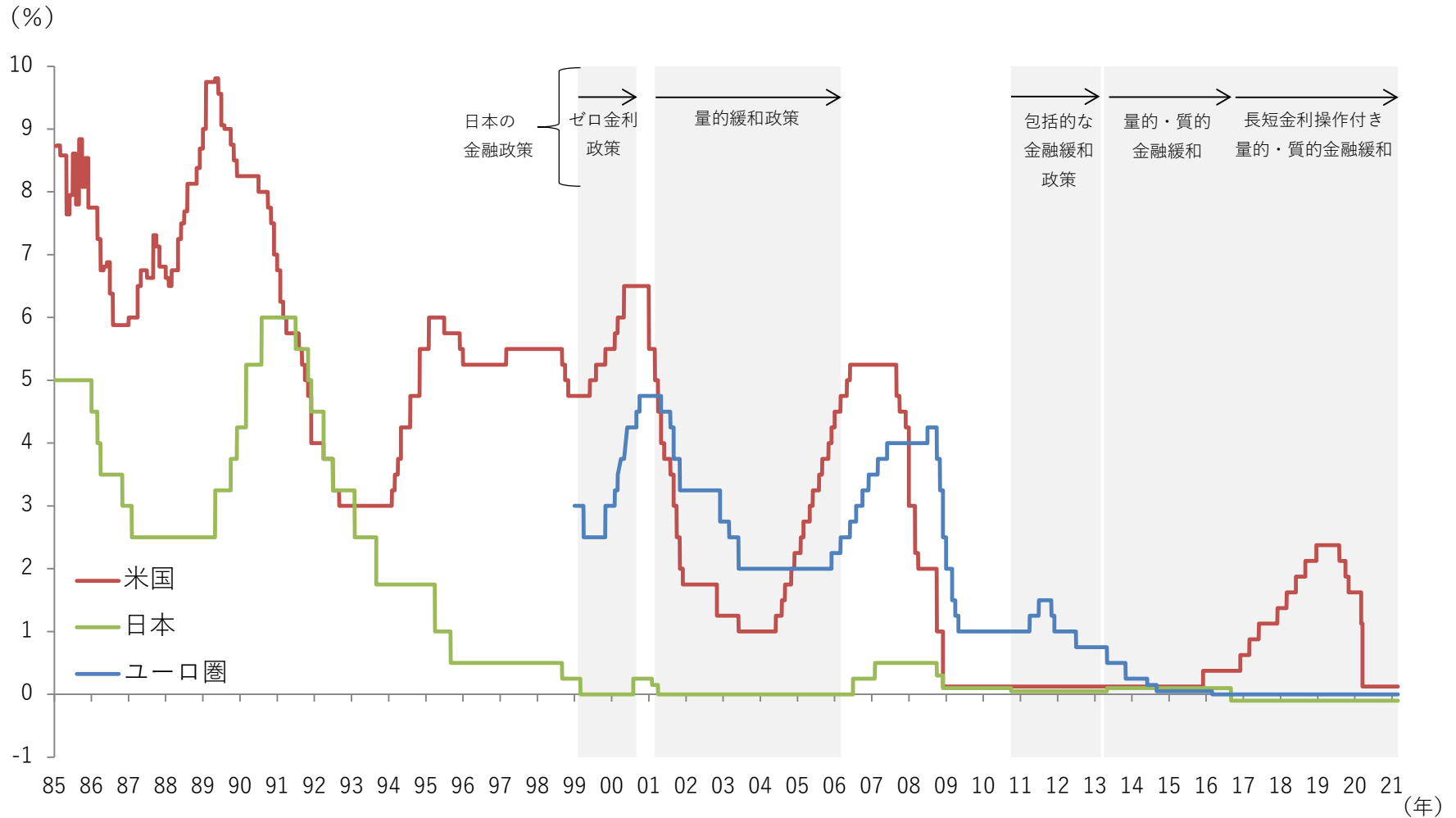
倒産・負債総額の動向



(注) 負債額1,000万円以上。

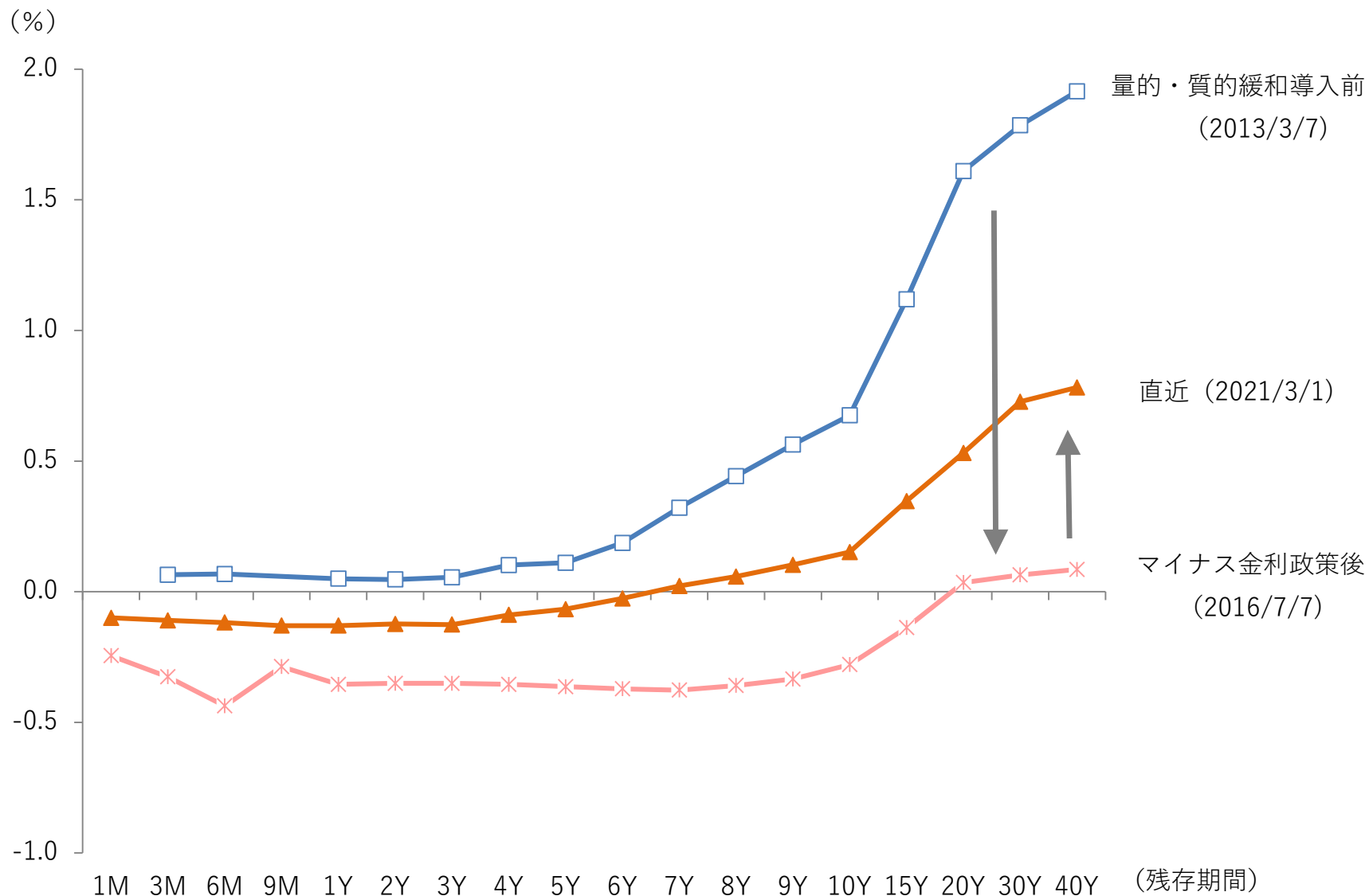
(出所) 東京商工リサーチより大和総研作成

日米欧政策金利の推移



(注) 政策金利がない場合は、当座預金への付利金利。
 (出所) BIS、日本銀行、Haver Analyticsより大和総研作成

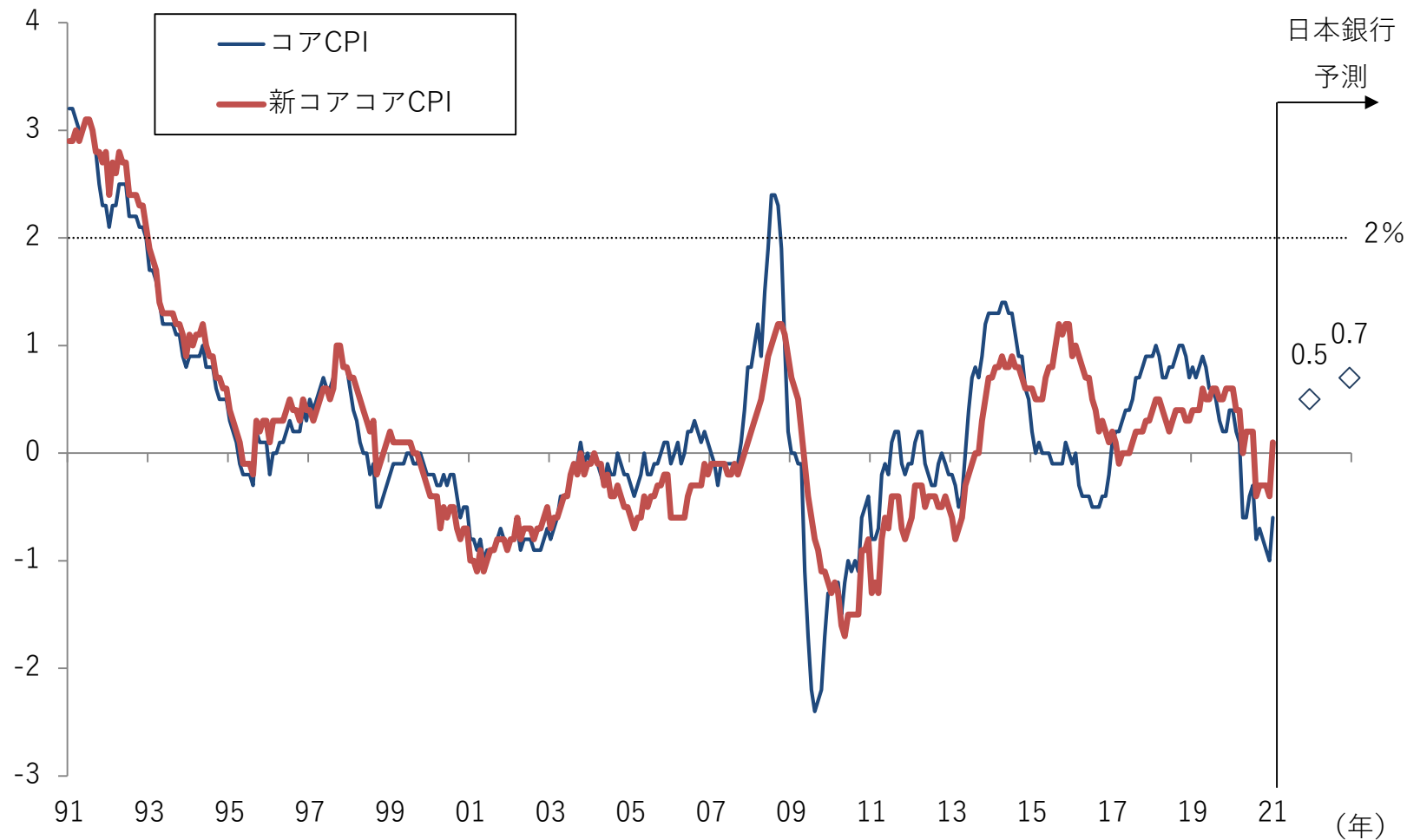
イールドカーブの変化



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

CPIの推移

(前年同期比、%)

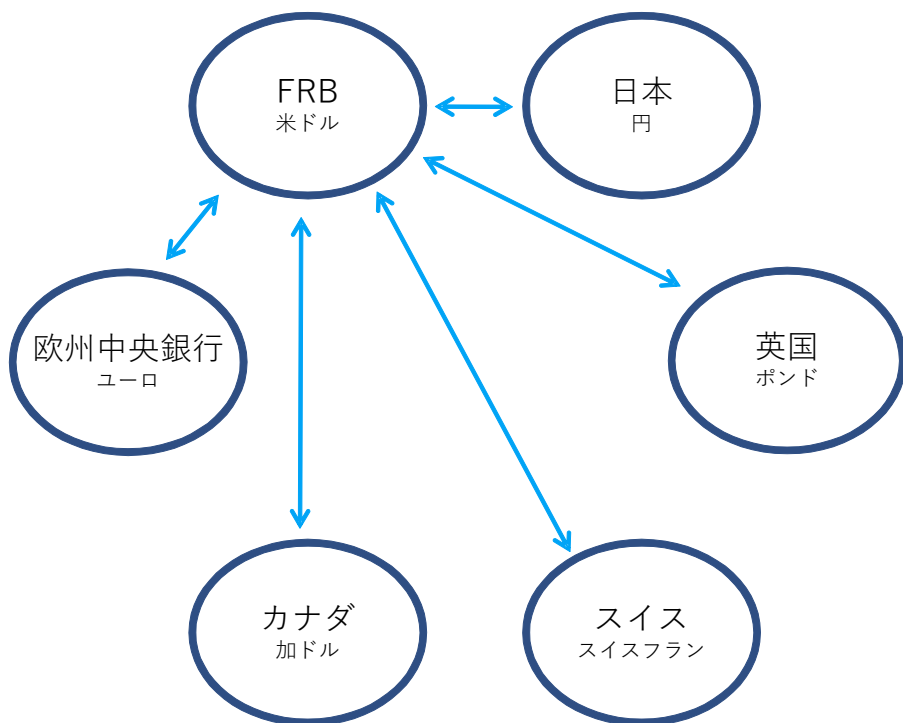


(注) コアCPIは生鮮食品を除く総合、コアコアCPIは食料(除く酒類)及びエネルギーを除く総合。

(出所) 総務省より大和総研作成

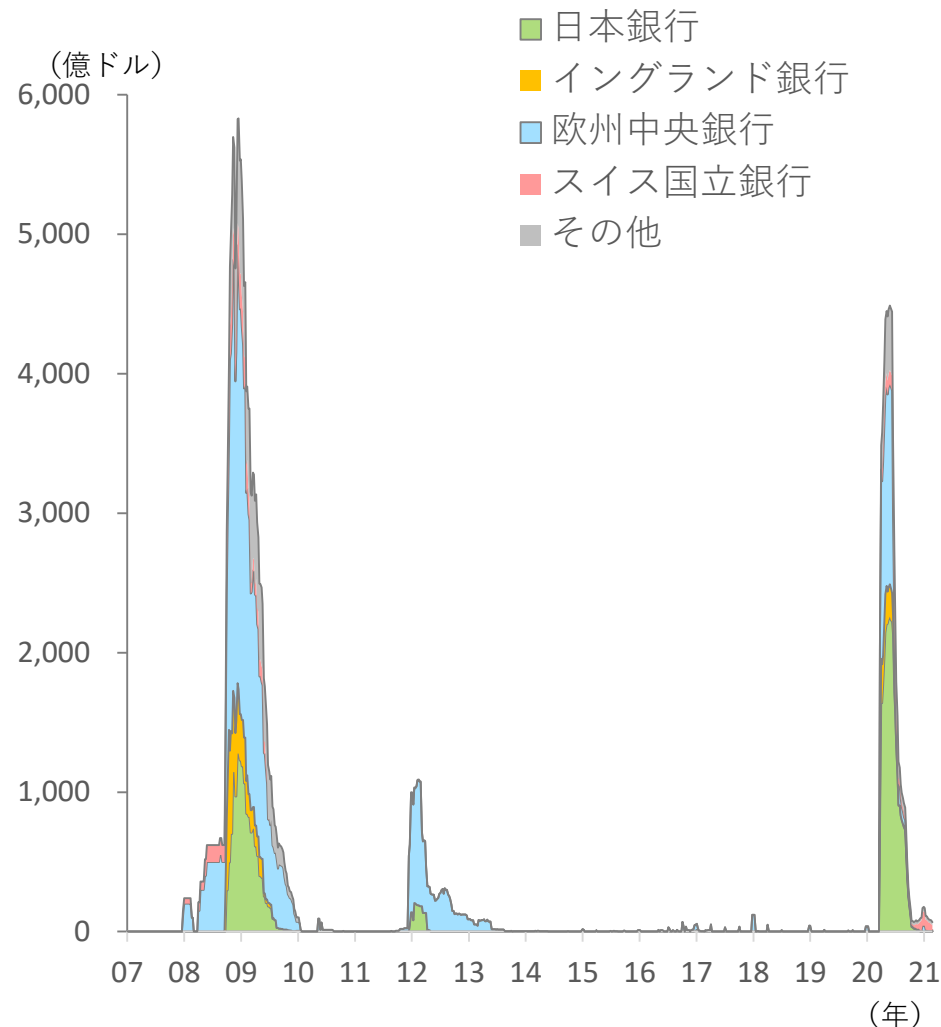
各国中央銀行間のスワップ網の進展

リーマン・ショック直後



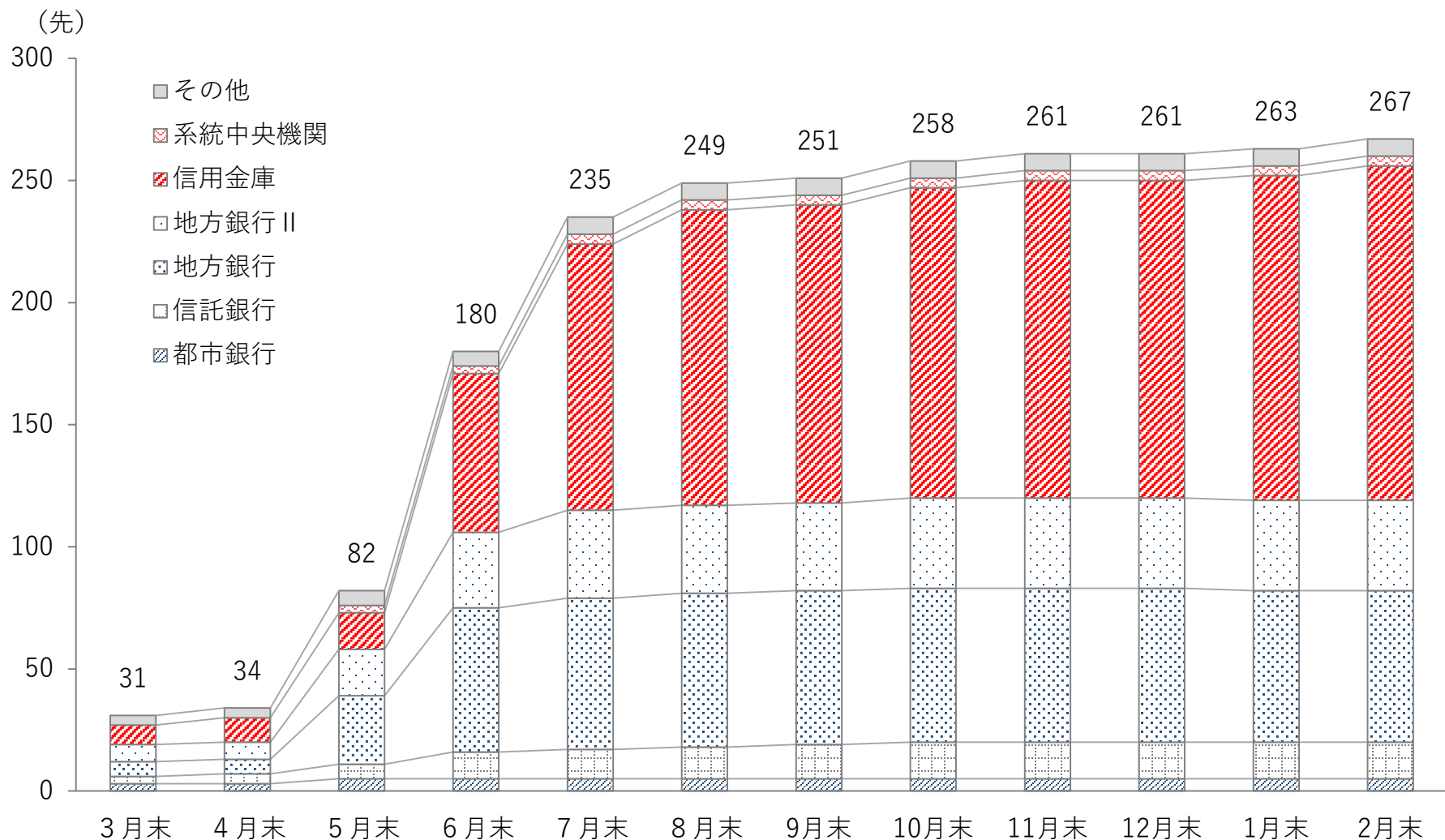
(出所) 大和総研作成

中央銀行間スワップの残高推移



(出所) ニューヨーク連銀より大和総研作成

新型コロナ対応金融支援特別オペの対象先

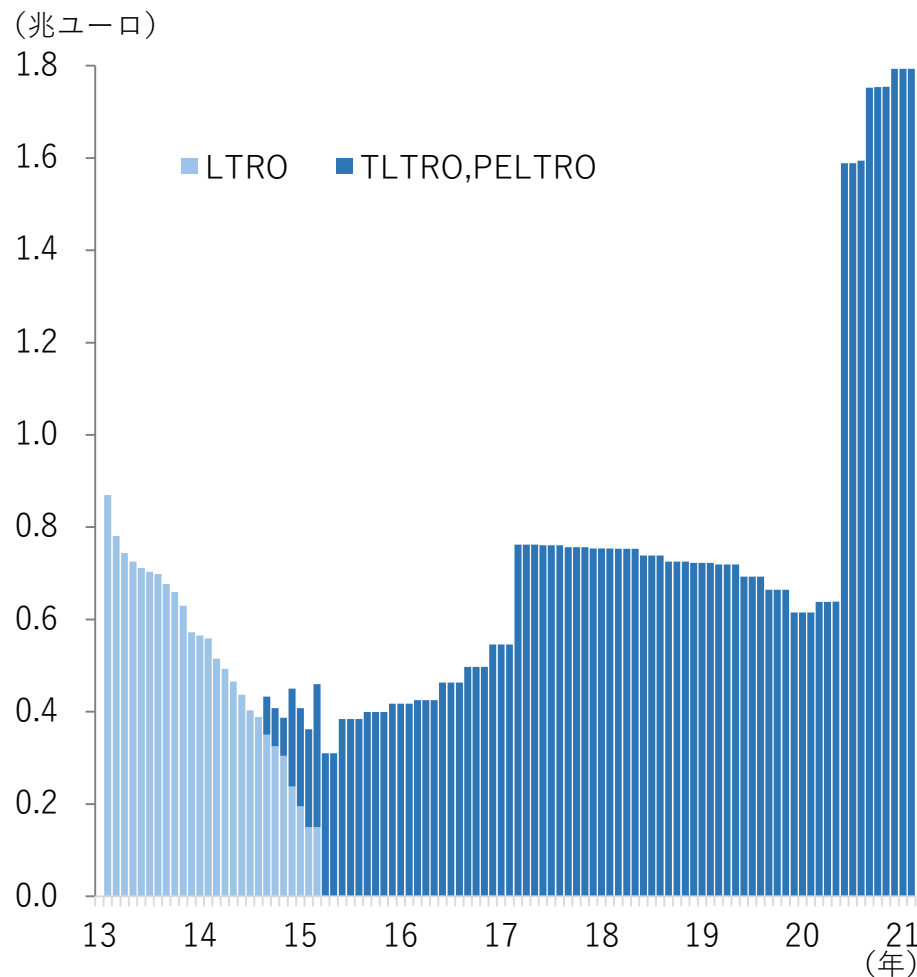


(注) 系統中央機関は信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会、農林中央金庫。その他には短資会社や証券会社を含む。

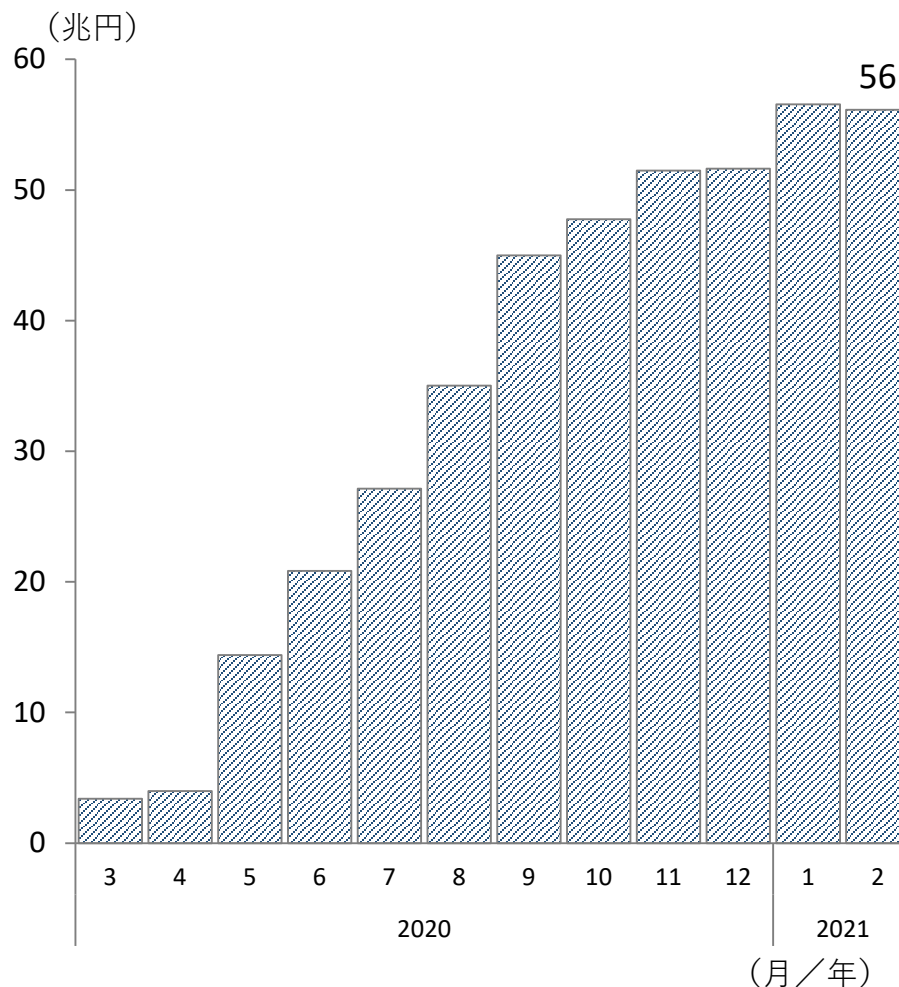
(出所) 日本銀行より大和総研作成

ECBと日本銀行の新型コロナ対応

ECB長期流動性供給オペの残高推移



新型コロナ対応金融支援特別オペの残高推移

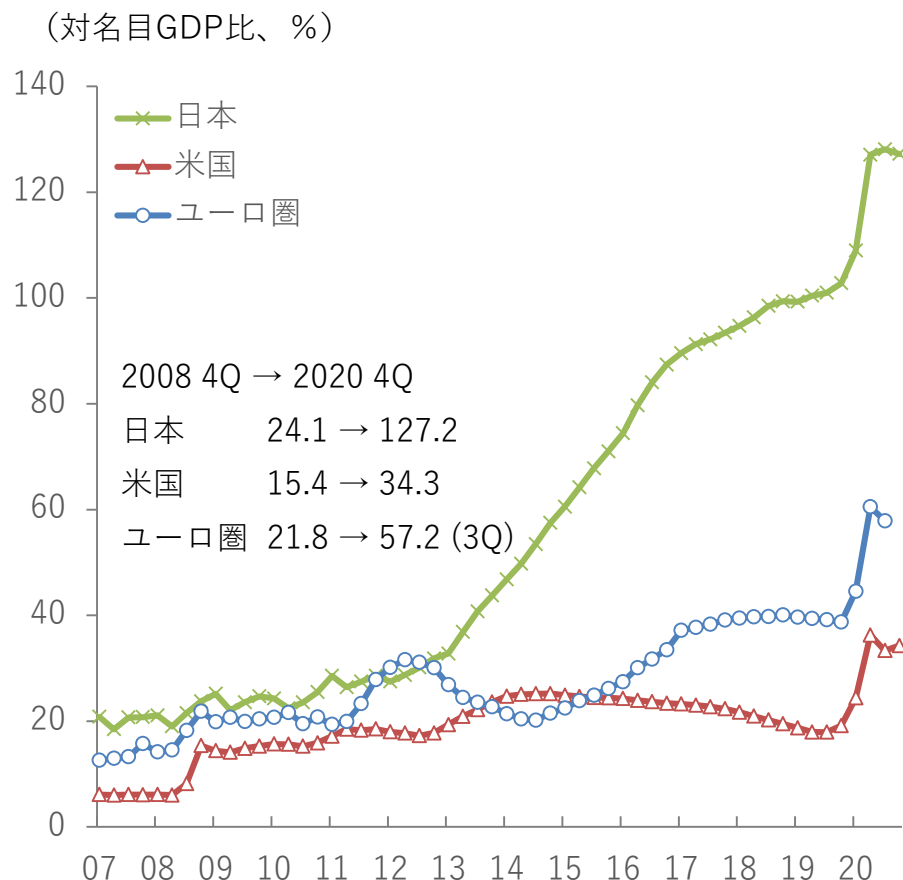


(注) LTROは2回のLTROの合計。TLTROは3回のTLTROの合計。

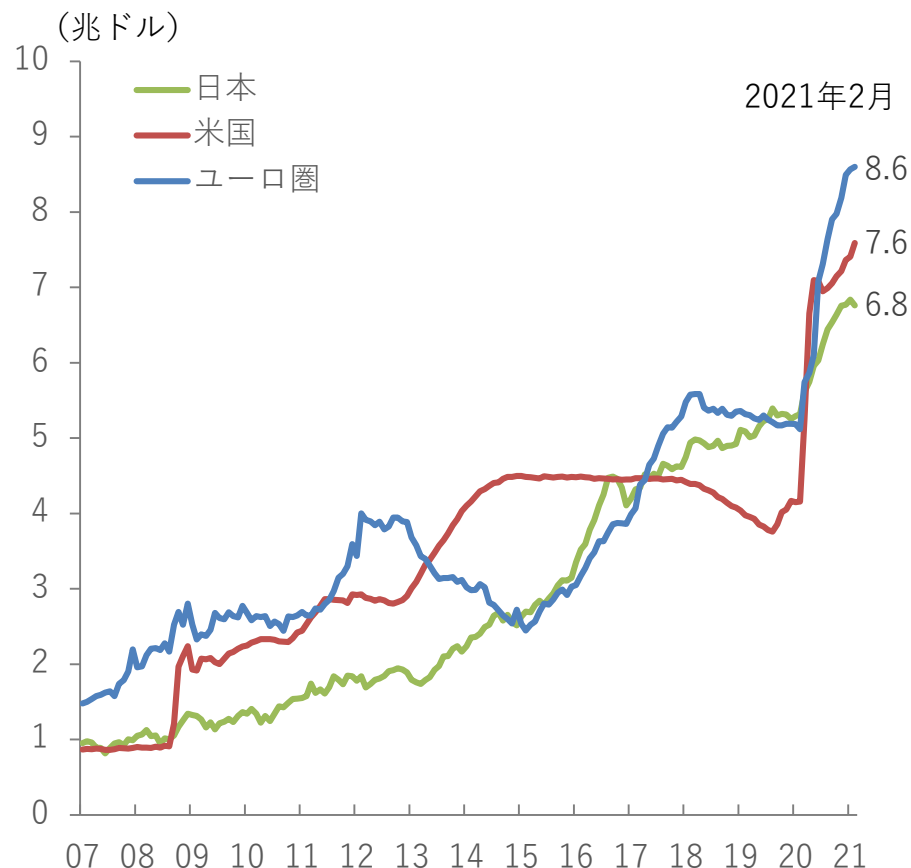
(出所) ECB、Haver Analyticsより大和総研作成

日米欧中央銀行のバランスシートサイズの変化

対名目GDP比

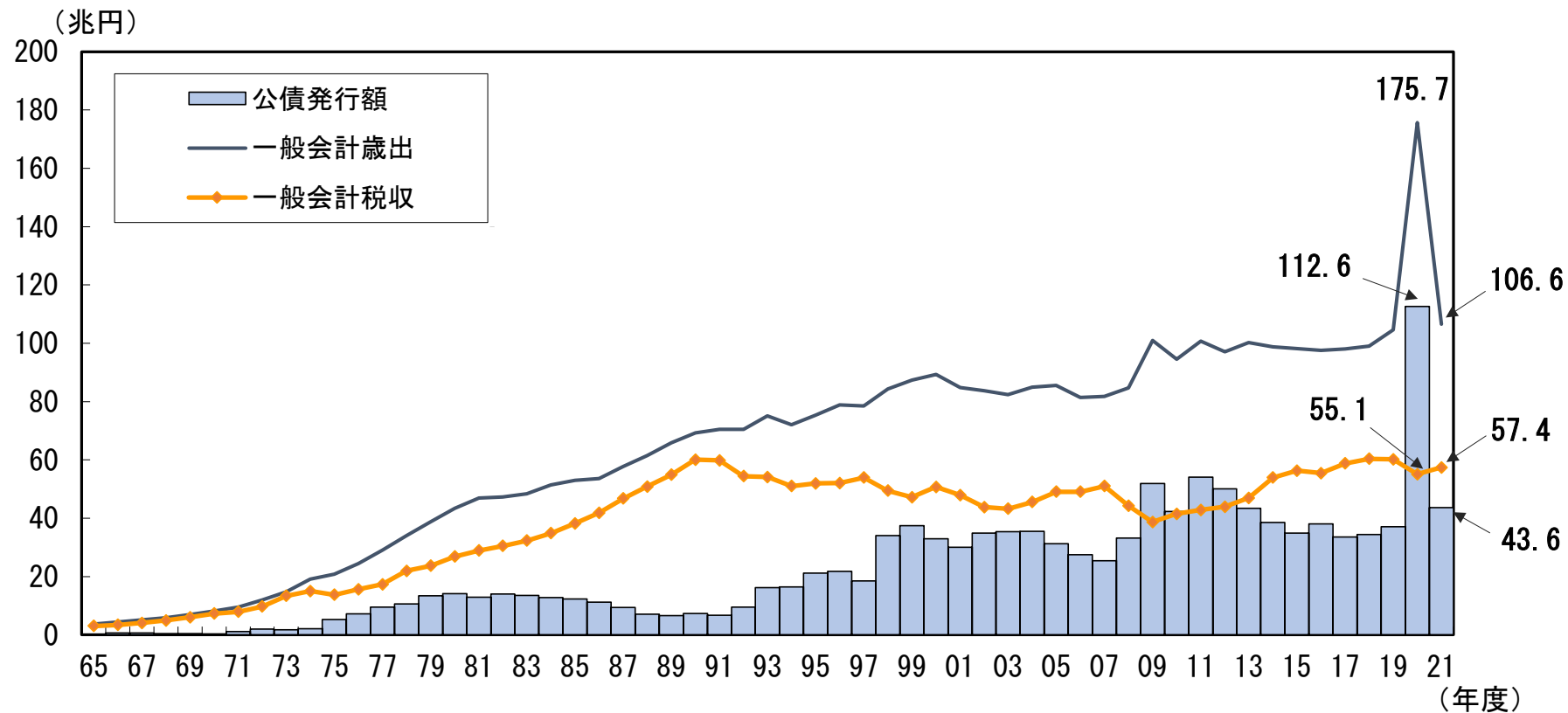


米ドル



(注) 右図は、月末のバランスシートの値を、各月のドル円、ユーロドルの月中平均を用いてドル換算した値。
 (出所) 日本銀行、FRB、ECBより大和総研作成

一般会計歳出と税収、公債発行額

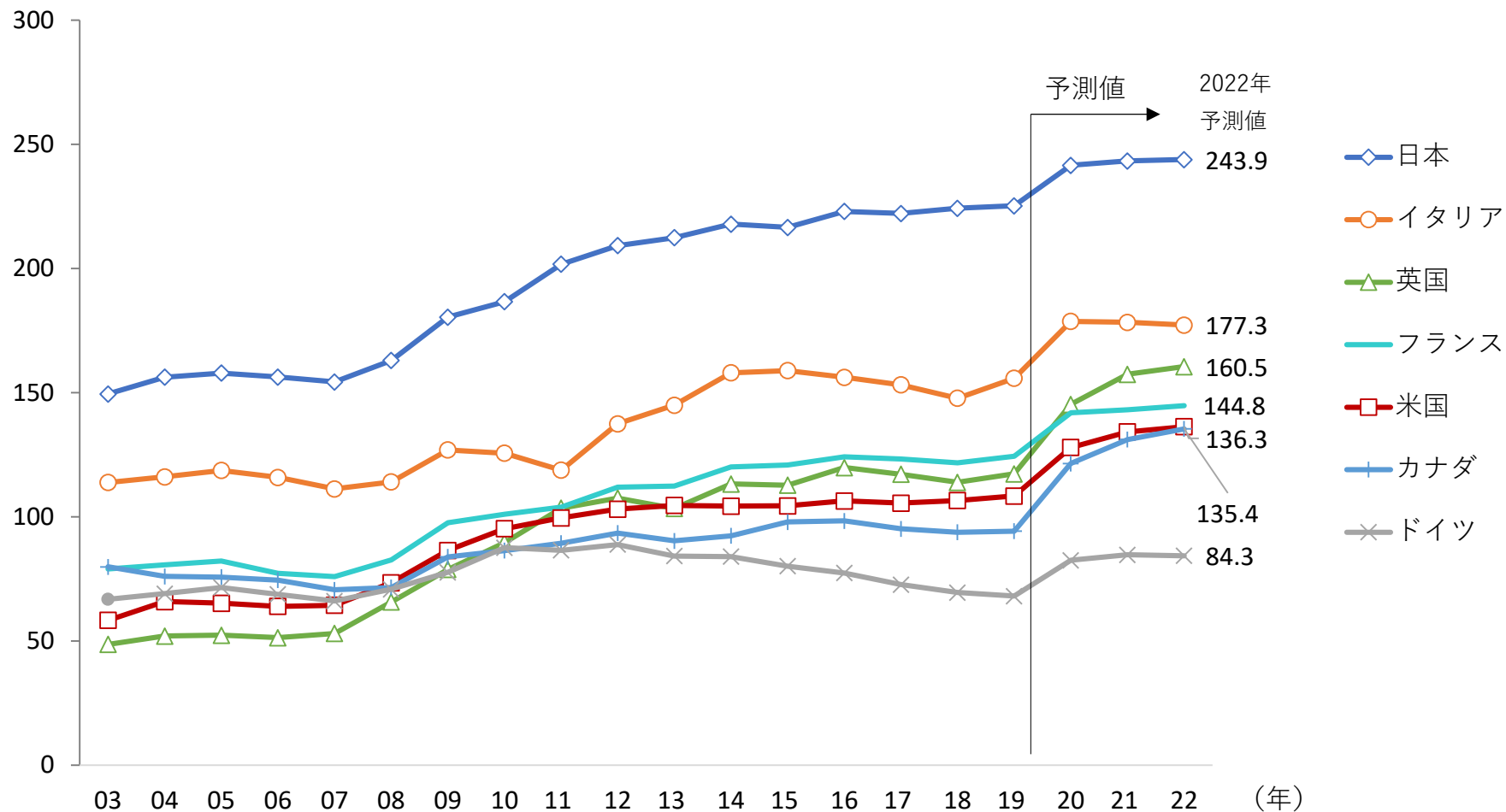


(注) 19年度までは決算、20年度は第3次補正予算案、21年度は予算案による。

(出所) 財務省より大和総研作成

G7諸国の政府総債務残高対名目GDP比

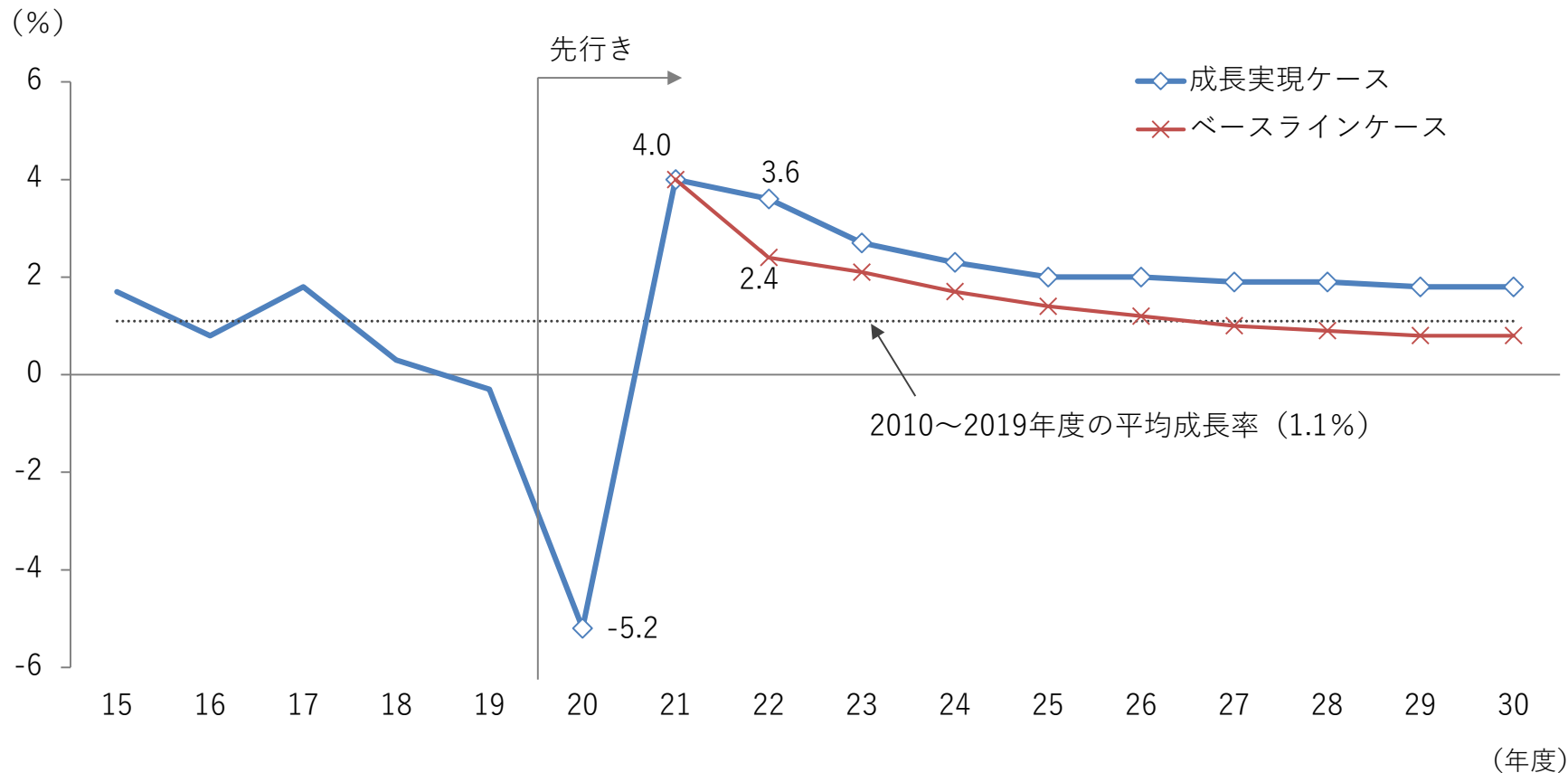
(対名目GDP比、%)



(出所) OECD “Economic Outlook, December 2020” より大和総研作成

「中長期の経済財政の試算」(2021年1月)

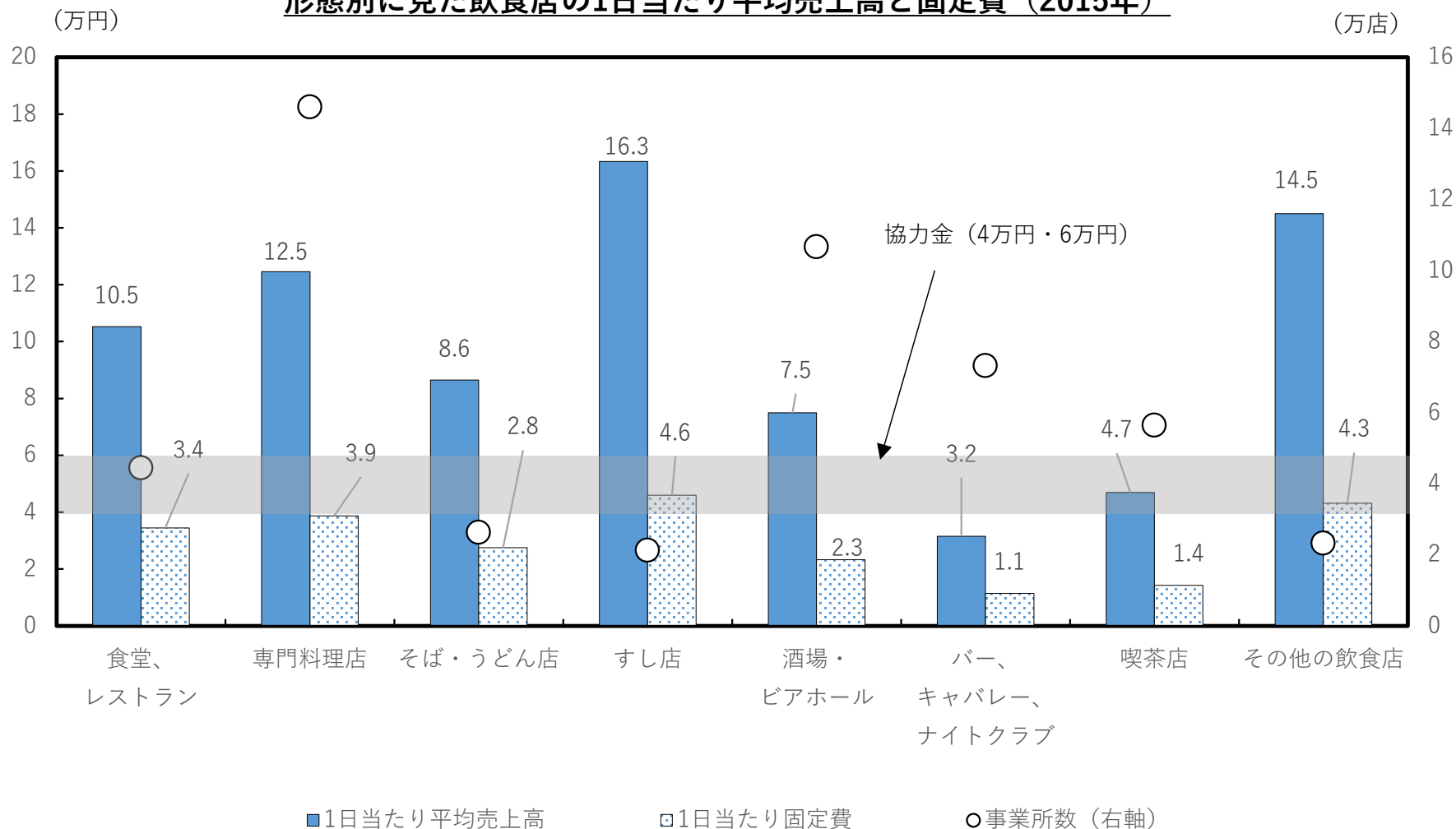
成長実現ケース・ベースラインケースの實質GDP成長率



(出所) 内閣府資料より大和総研作成

形態別の飲食店の売上高・固定費と時短協力金

形態別に見た飲食店の1日当たり平均売上高と固定費（2015年）

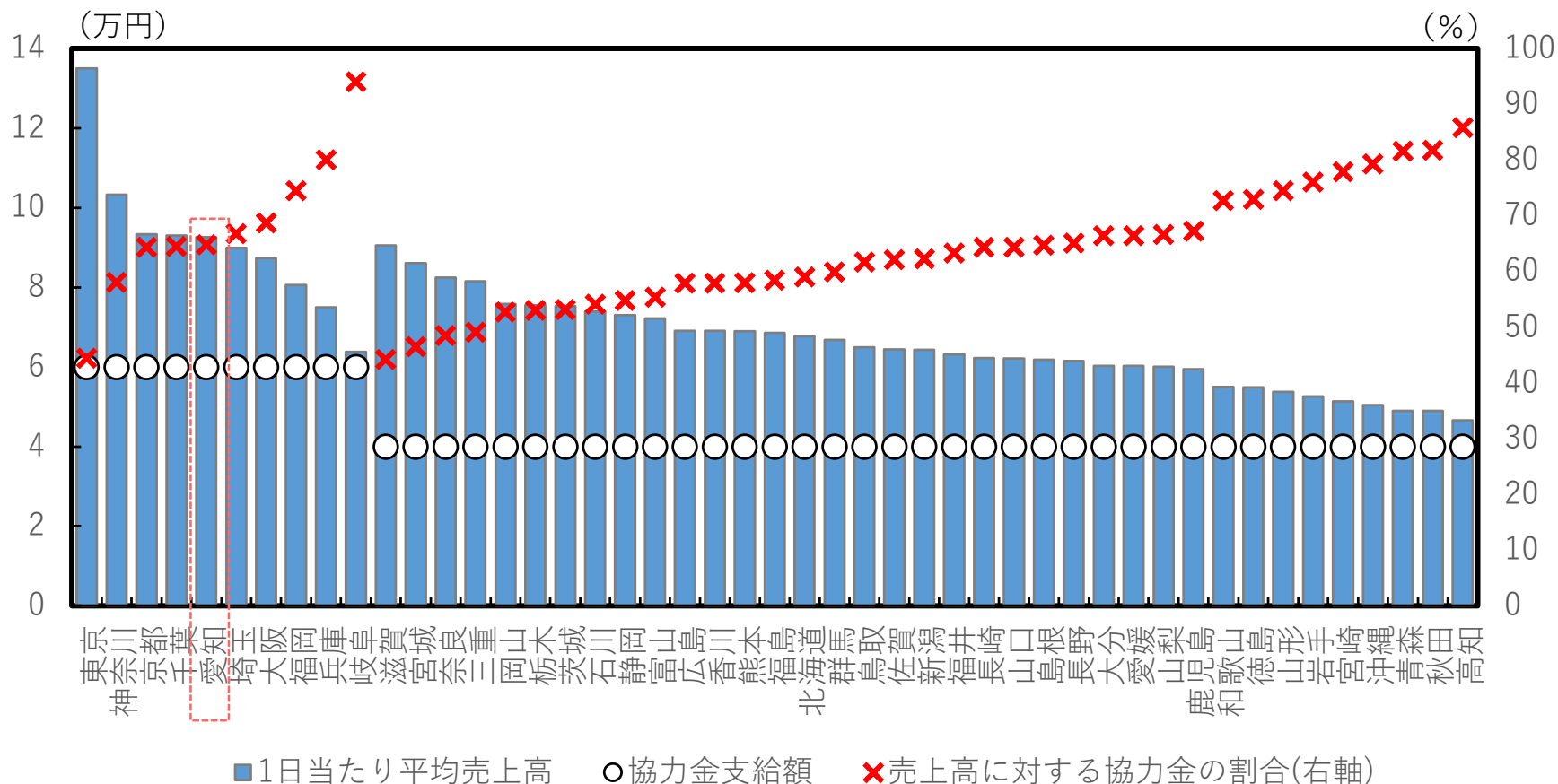


(注) 固定費は給与総額、動産・不動産貸借料、支払利息等の合計。

(出所) 総務省より大和総研作成

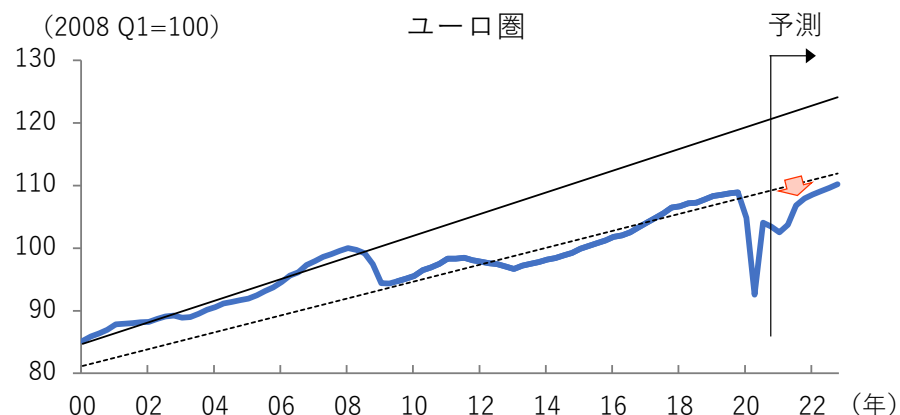
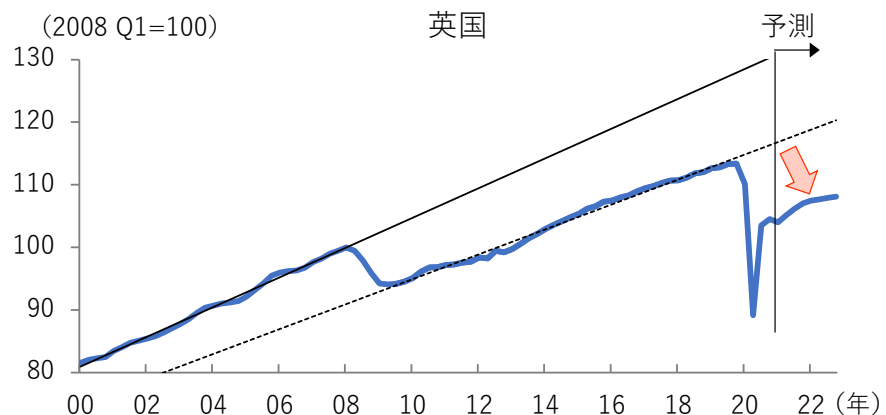
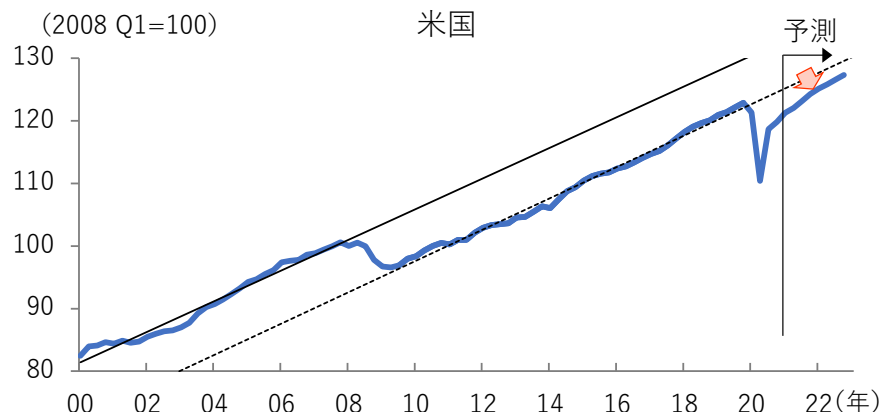
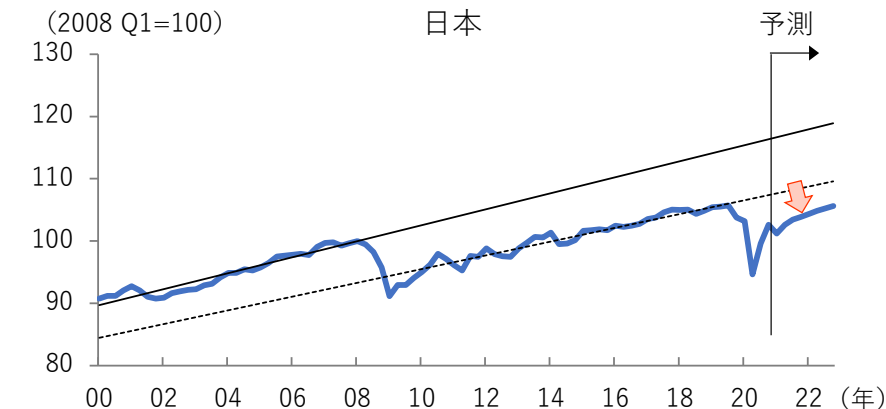
都道府県別の飲食店の売上高と時短協力金

都道府県別に見た飲食店の1日当たり平均売上高（2015年）と時短協力金の支給額



(出所) 総務省より大和総研作成

各国実質GDPのトレンドの変化



2000Q1以降の実質GDP平均成長率(年率、%)

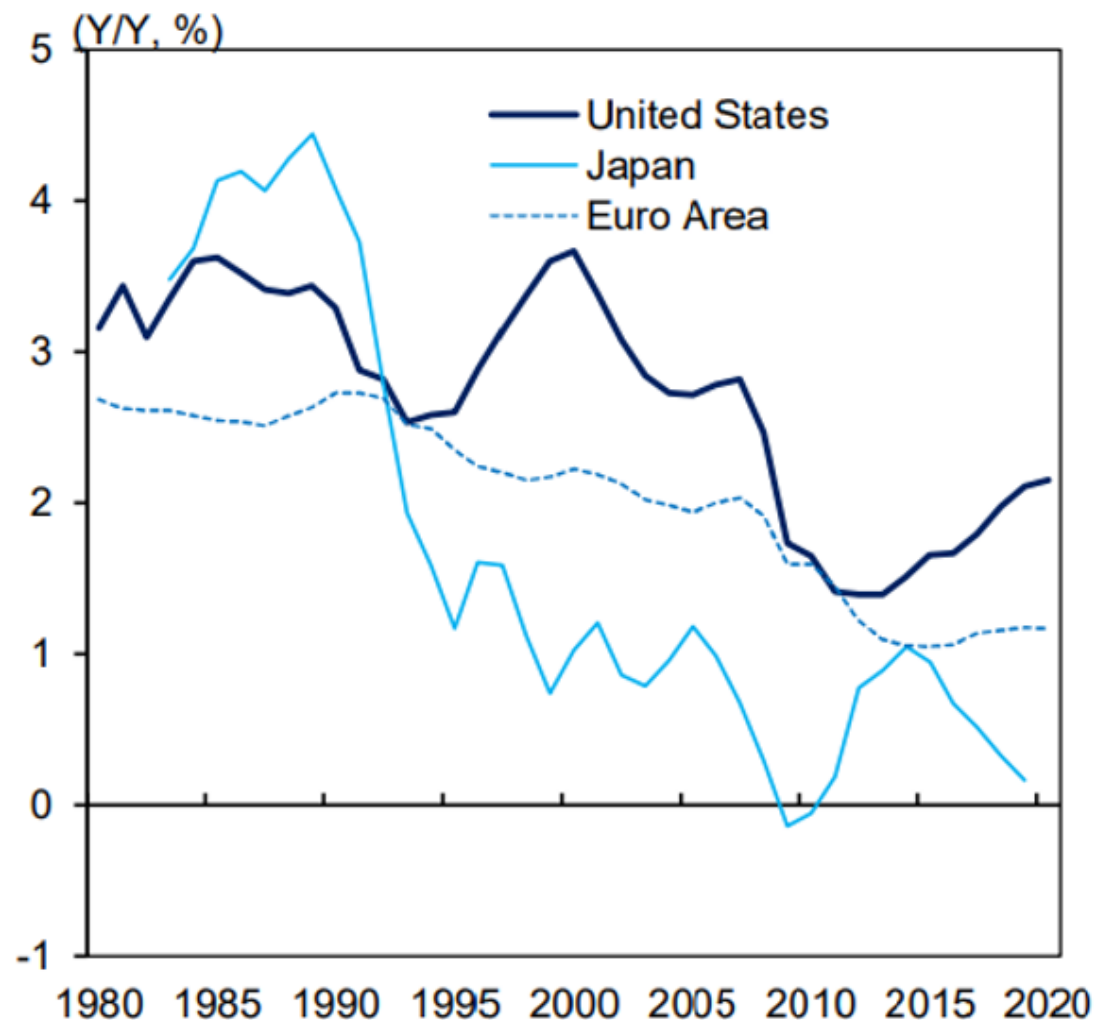
	日本	米国	英国	ユーロ圏
リーマン・ショック前 (～2008Q1)	1.2	2.4	2.6	2.0
リーマン・ショック後 (～2019Q4)	0.7	2.0	1.7	1.3
コロナショック後 (～2020Q4)	0.6	1.8	1.2	0.9

(注1) 黒い実線は2000Q1から2008Q1のトレンドを、破線は2009Q3から2019Q4のトレンドを示している。

(注2) 予測値は日本：日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」(2021/2/10)、米国：商務省及び議会予算局(2021/2/11)、英国：欧州委員会(2020/11/5)、ユーロ圏：欧州委員会(2021/2/11)による予測。

(出所) 内閣府、日本経済研究センター、アメリカ商務省、アメリカ議会予算局、英国統計局、欧州委員会より大和総研作成

各国の潜在成長率



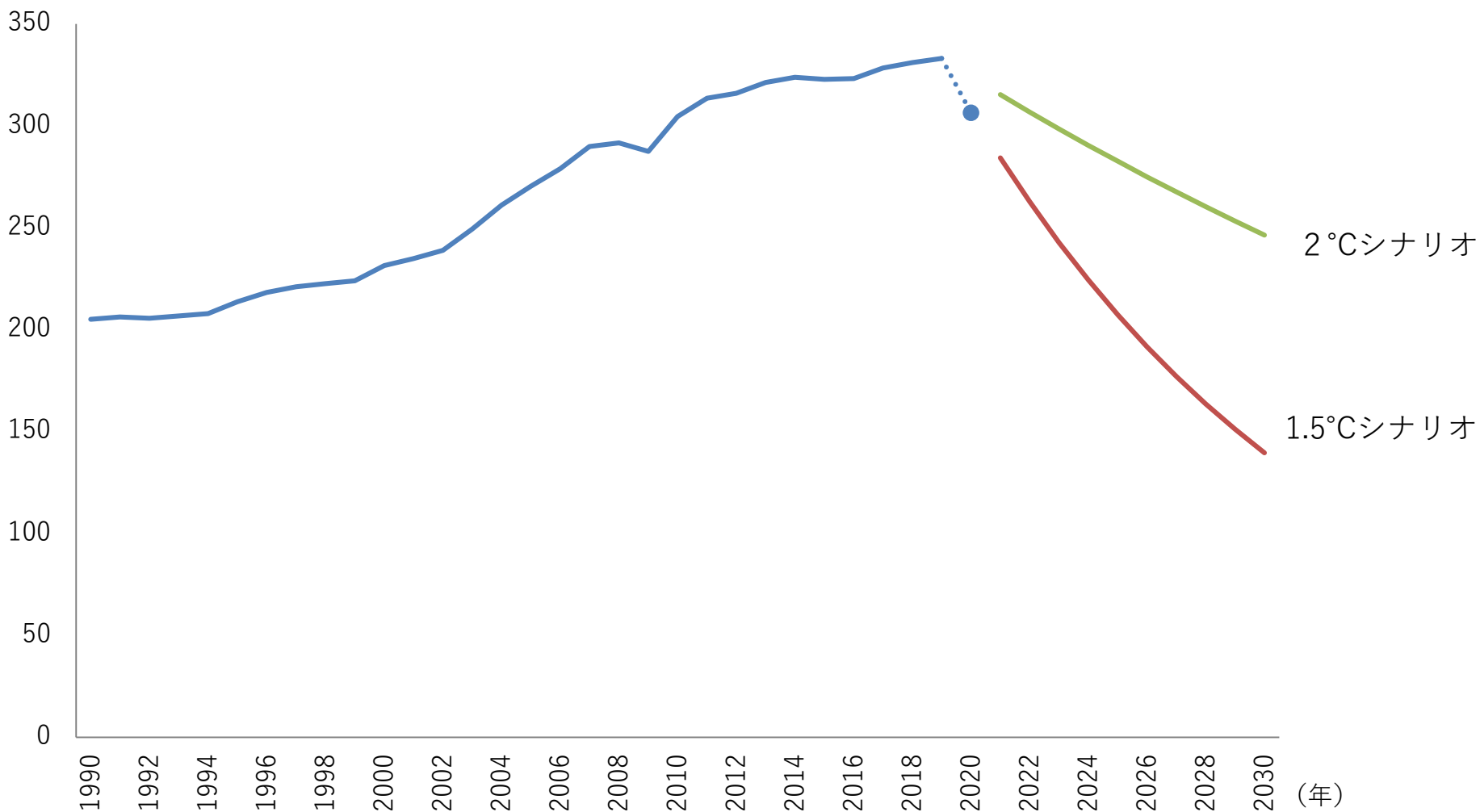
Source: Holston, K., T. Laubach, and J. C. Williams (2017): "Measuring the Natural rate of Interest: International Trends and Determinants," *Journal of International Economics*, Fujiwara et al. (2016): "Supplementary Paper Series for the "Comprehensive Assessment" (2): Developments in the Natural Rate of Interest in Japan," Bank of Japan Review Series 16-E-12, Bank of Japan

(出所) 一橋大学・関根敏隆"Economic Crisis and Recovery with COVID-19" (2020年9月9日) より抜粋

世界全体の二酸化炭素排出量

(億t-CO₂)

世界のエネルギー起源の二酸化炭素排出量

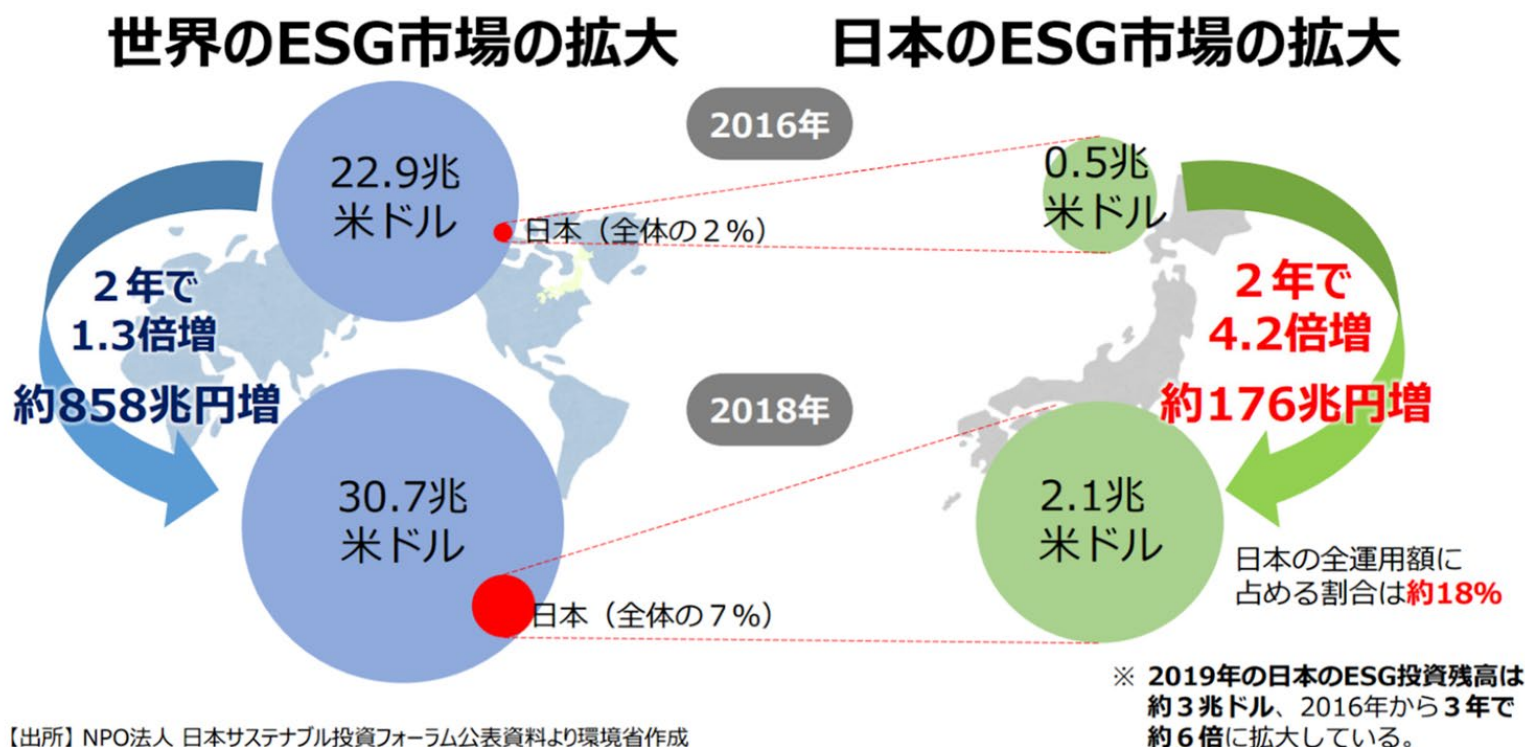


(注) 2020年の値は、IEAの予測に基づく(2019年比8%減)。2020年から2030年の値は、国連環境計画の“Emissions Gap Report 2019”で示された2°Cシナリオと1.5°Cシナリオ(2050年にパリ協定が目指す気温上昇を産業革命以前に比べて2°Cより十分低く保つとともに、1.5°Cに抑える努力を追求するという長期目標を達成するためのシナリオ)達成には、それぞれ年平均2.7%、7.6%の削減が必要であるとの試算に基づくもの。

(出所) IEA、国連環境計画より大和総研作成

世界的なESG投資の拡大

- ESGをはじめとするサステナブルファイナンスは世界的に急拡大。いまやメインストリーム投資家の投資判断に必要な不可欠な検討要素。
- 2015年にGPIFが「国連責任投資原則（Principles for Responsible Investment（PRI））」に署名して以降、日本の市場拡大も進んでいるものの、絶対額で世界との差は大きい。

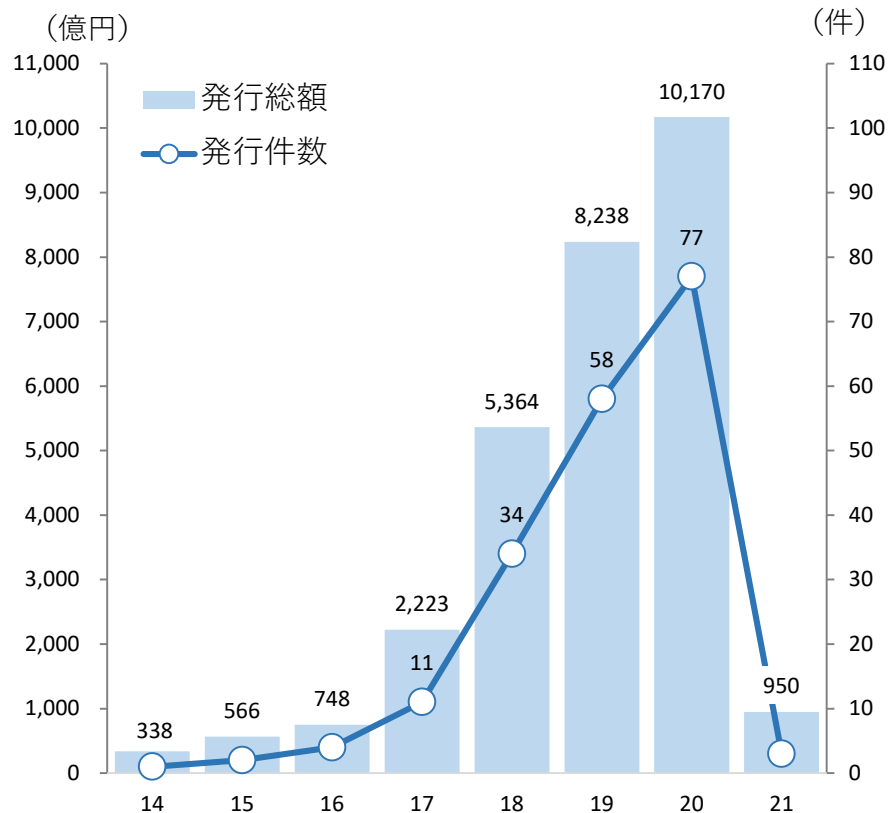


(出所) FinCity.Tokyo

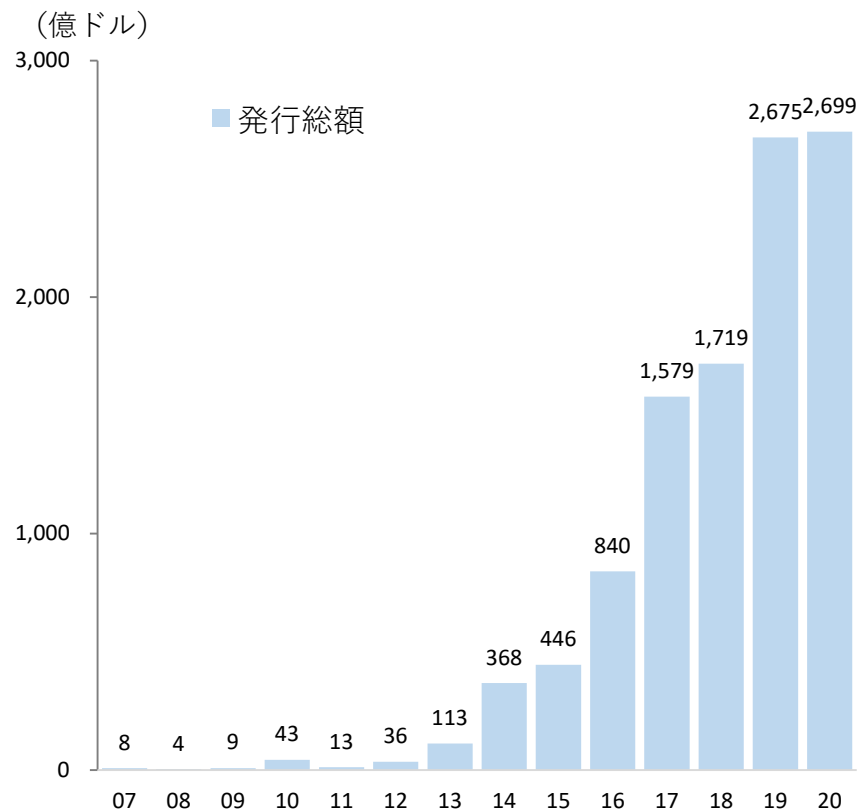
グリーンボンド市場の拡大

- 企業の資金調達手段の一つとして近年グリーンボンドの利用が急速に拡大。全世界で年間2000億米ドル以上の発行実績。国内でも1兆円を超える規模に拡大するも、相対的に市場規模は小さい。

国内企業等によるグリーンボンド等の発行実績



世界のグリーンボンド発行額の推移



(原典) Climate Bonds Initiative ウェブサイトの2021年1月20日取得データ
(出所) 環境省より大和総研作成

(原典) Climate Bonds Initiative ウェブサイトの2021年1月20日取得データ
(出所) 環境省より大和総研作成

気候変動対策に関する各国の対応

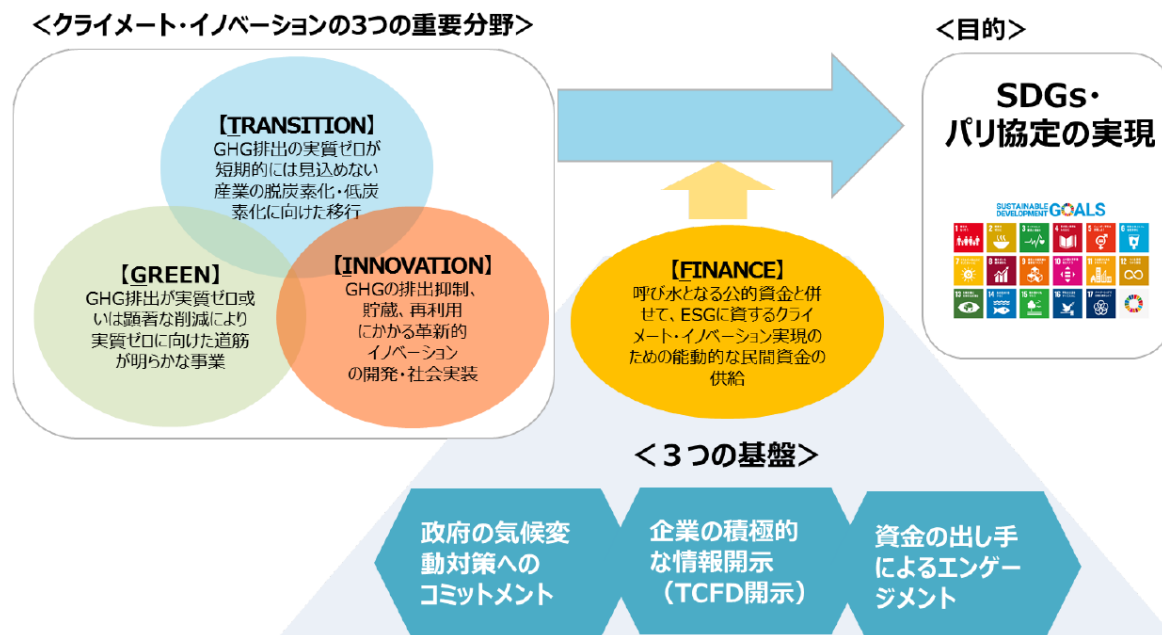
<p>EU 7月欧州委で合意</p>	<p>●10年間で官民で120兆円（1兆€）の「グリーンディール」投資計画。 うち、7年間のEU予算で、総事業費70兆円（約5,500億€）を「グリーンリカバリー」に。 復興基金95兆円（7,500億€）のうち、総事業費35兆円（2,775億€）をグリーン分野に投入。 ※復興基金全体では、半分が補助金、残り半分が融資。3年間で大半を執行見込み。</p>
<p>ドイツ 6月3日発表</p>	<p>●6兆円（500億€）の先端技術支援による景気刺激策のうち、 水素関連技術に0.8兆円（70億€）、充電インフラに0.3兆円（25億€） グリーン技術開発（エネルギーシステム、自動車、水素）に約1兆円（93億€） ※大半の予算は2年で執行見込み。</p>
<p>フランス 9月3日発表</p>	<p>●2年間で、クリーンエネルギーやインフラ等のエコロジー対策に、 総事業費：3.6兆円（300億€）。 グリーン技術開発（水素、バイオ、航空等）に約1兆円（85.8億€） 建築のエネルギー利用向上（公共建築、社宅等の断熱工事促進等）に約0.8兆円（67億€）</p>
<p>韓国 7月16日発表</p>	<p>●5年間で、再エネ拡大、EV普及、スマート都市等のグリーン分野に、政府支出：3.8兆円（42.7兆ウォン）（総事業費は7兆円（73.4兆ウォン））（雇用創出：65.9万人）</p>
<p>米国 バイデン大統領公約</p>	<p>●4年間で、EV普及、建築のグリーン化、エネルギー技術開発等の脱炭素分野に約200兆円（2兆\$）投資を公約。 ●パリ協定に復帰。</p>
<p>英国 11月18日発表</p>	<p>●2030年までに、 政府支出：1.7兆円（120億£） 誘発される民間投資：5.8兆円（420億£） （雇用創出：25万人、CO2削減効果：累積1.8億トン（2023年～2032年）） ●10分野に投資（洋上風力、水素、原子力、EV、公共交通、航空・海上交通、建築物、CCUS、自然保護、ファイナンス・イノベーション）</p>

（出所）経済産業省「2050年カーボンニュートラルを巡る国内外の動き」（令和2年12月）を基に大和総研作成

経済産業省 クライメートイノベーションファイナンスの基本的考え方

- 地球温暖化対策の推進のためには、①製造業の省エネなど着実に低炭素化を進めていく「移行」の取組（トランジション）、②再エネなど既に脱炭素化の水準にある取組（グリーン）、③人工光合成など脱炭素化に資する革新的な技術の研究開発・社会実装等の取組（革新的イノベーション）に対するファイナンスの促進が重要。
- このために、政府の気候変動対策へのコミットメント、企業の積極的な情報開示、資金の出し手によるエンゲージメントの3つの基盤を整備していく。

【TGIFの同時推進による目的達成（イメージ）】

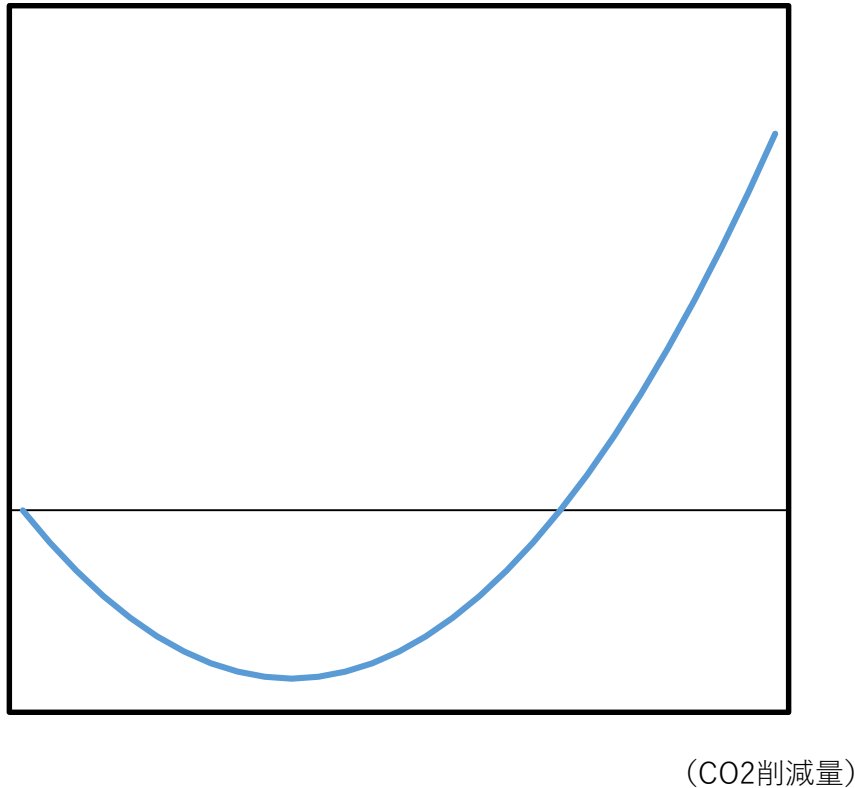


（出所）経済産業省「気候変動関連のファイナンスについて」（令和2年12月）より大和総研抜粋

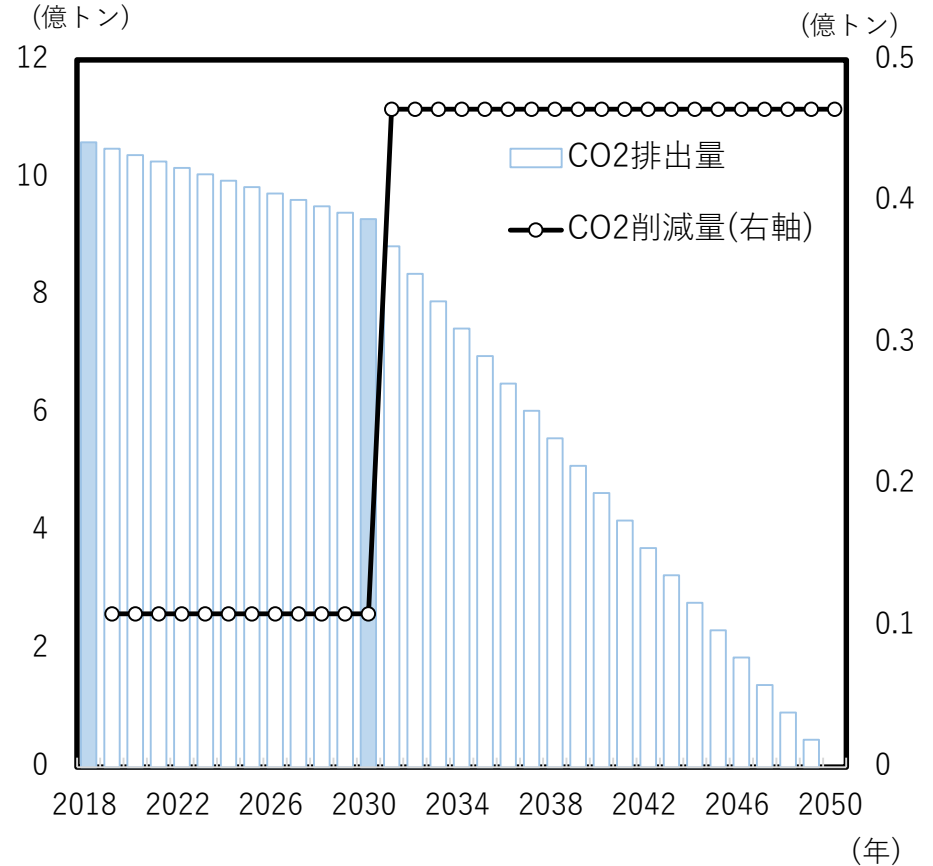
グリーン成長戦略におけるCO2削減目標

投資費用とCO2削減量の関係

(CO2を削減するのに必要な費用)



グリーン成長戦略におけるCO2削減目標

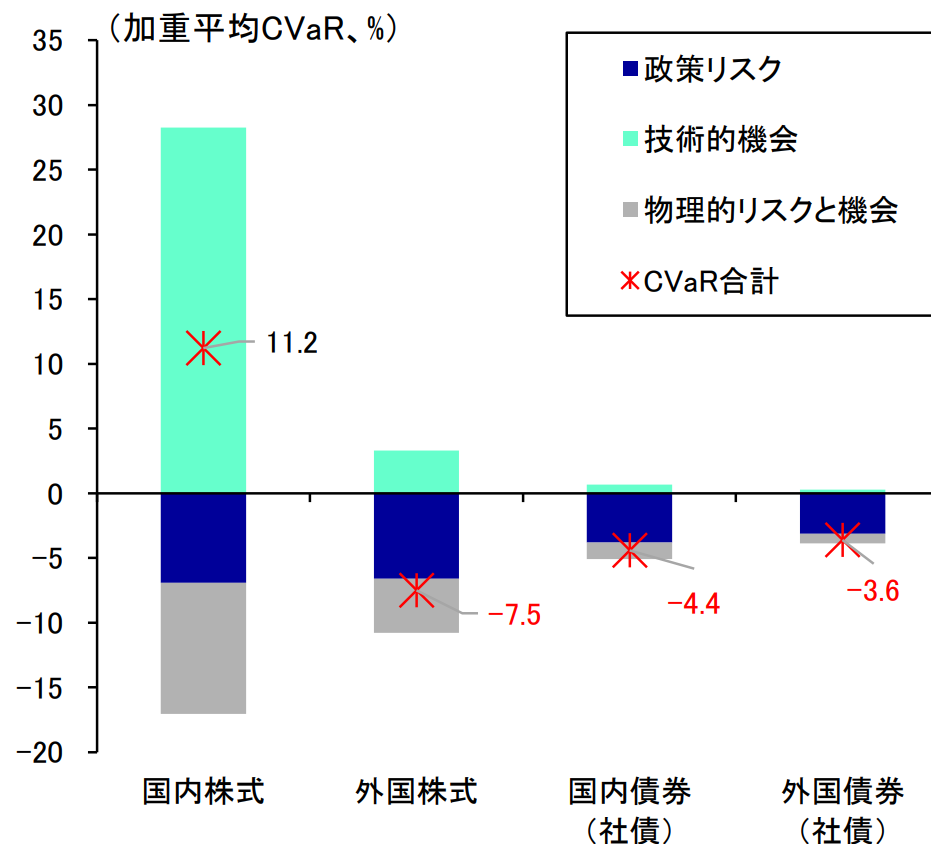


(出所) 一方井誠治、石川大輔、佐々木健吾、大堀秀一(2008)「環境報告書を用いた温室効果ガスに係る限界削減費用の推定 - 負の削減費用領域を考慮した分析」KIER Discussion Paper Series No.0803, Kyoto Institute of Economic Research. より大和総研作成

(注) 棒グラフの白抜きは線形補間値。
(出所) 経済産業省「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」(2020年12月)より大和総研作成

日本企業のポテンシャル ~CVaR分析

GPIF 保有ポートフォリオの CVaR



(出典) Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC©2020

(出所) GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析 (2019年度ESG活動報告別冊) /2020年10月GPIFより大和総研抜粋

日本企業のポテンシャル ~セクター別

GPIF株式ポートフォリオのセクター別CVaR

	国内株式					外国株式				
	CVaR総合	移行リスク			物理的リスク と機会	CVaR総合	移行リスク			物理的リスク と機会
		政策リスク	技術的機会				政策リスク	技術的機会		
全体	11.2	21.3	-6.9	28.3	-10.1	-7.5	-3.3	-6.6	3.3	-4.2
電気通信サービス	-19.2	-0.3	-0.9	0.6	-18.9	-9.9	-1.6	-1.8	0.2	-8.3
一般消費財・サービス	46.3	57.6	-4.2	61.8	-11.3	-2.3	1.8	-2.3	4.1	-4.1
生活必需品	-12.1	-2.6	-4.1	1.5	-9.5	-10.8	-5.3	-5.9	0.6	-5.5
エネルギー	13.4	60.8	-74.7	135.4	-47.3	-47.5	-40.0	-49.2	9.2	-7.6
金融	-28.0	-0.7	-0.8	0.0	-27.3	-11.7	-1.2	-1.3	0.1	-10.5
ヘルスケア	-2.6	1.5	-0.6	2.1	-4.1	-4.6	-0.5	-0.9	0.3	-4.1
資本財・サービス	20.5	31.1	-8.4	39.6	-10.7	-5.2	0.5	-10.0	10.4	-5.6
情報技術	15.4	23.0	-2.0	25.0	-7.6	-2.7	1.1	-0.7	1.7	-3.8
素材	5.7	25.6	-34.4	60.0	-19.8	-31.8	-25.5	-33.5	8.0	-6.4
不動産	-0.8	2.3	-1.8	4.2	-3.1	-5.1	-0.8	-1.4	0.6	-4.3
公益事業	-2.7	18.3	-51.6	69.9	-21.0	-10.9	-7.5	-29.1	21.7	-3.5

(出典) Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC©2020

(出所) GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析 (2019年度ESG活動報告別冊) /2020年10月GPIFより大和総研抜粋

国際金融都市東京を取り巻く環境の変化

国際情勢の変化を背景に、東京の国際金融都市としての比較優位性が向上

外部要因

- 香港における国家安全法施行
- 基軸通貨としてのUSドルへの依存度の高まり
- 新型コロナウイルス感染症の拡大

日本（東京）の比較優位性

日本の強み

- 比較的安定した政治経済情勢
- 比較的低い新型コロナウイルスへの感染・死者数
- 国際的に中立的立ち位置
- FRBとBOJ間のスワップ協定に基づいて保証されているドル資金へのアクセス
- 魅力のある文化・食、四季折々の自然



Financial Times
2020年6月22日1面



(出所) FinCity.Tokyo

FinCity.Tokyoからの政府への提言事項とその進捗状況(1/2)

Not Exhaustive

課題と主要な項目	進捗状況
<p>1 資産運用会社等の税制優遇措置の整備</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 法人税 ➢ 相続税 ➢ 所得税 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 投資運用業を主とする非上場会社も一定の条件を満たせば、<u>業績連動報酬の損金算入を認める</u>。(21年4月1日以降導入予定) ➢ 勤務等の為に日本に居住する外国人について、<u>居住期間に関わらず、国外財産を相続税の課税対象外とする</u>。(21年4月1日以降導入予定) ➢ 利益の配分に一定の経済的合理性がある場合には、<u>総合課税の対象ではなく、株式譲渡益として分離課税の対象となる</u>ことが明確化。(21年春導入予定)
<p>2 資産運用者の市場参入促進とアセットオーナーの高度化</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 独立系資産運用者等に対する信用補完・金融支援 ➢ 米国同様のマネージャーエントリー制度の整備 ➢ 新興資産運用者シード拠出プログラム(EMP)の実用化 ➢ 企業年金の運用の多様化・高度化を図る為の法改正 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ <u>独立系資産運用者も信用保証制度の対象や日本政策金融公庫等の融資対象になるよう制度改正が行われる</u>予定。 ➢ <u>独立系資産運用業者やフィンテック企業が日本銀行の成長基盤融資制度の対象に該当することを確認</u>。 ➢ 東京都が資産運用業の開業を目指す金融機関勤務者等に対し、<u>開業のためのノウハウの提供を行うセミナー「独立開業道場」を定期的</u>に開催。 ➢ 東京都が、<u>フィンテック事業者等の経営を支援するファンド設立</u>を予定。(21年度) ➢ 今後詳細検討と対応が必要。

(出所) FinCity.Tokyo

	課題と主要な項目	進捗状況
3	海外資産運用会社等の日本進出プロセスの簡素化 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 金商法ライセンス取得期間のさらなる迅速化 ➢ 天災等で事業継続が困難な海外の金融機関への業務継続支援 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ FSAと財務局が合同で拠点開設サポートオフィスを開設。(21年1月12日) ➢ <u>海外運用会社等の登録・監督等の英語による実施に向けた改正内閣府令の施行。</u>(21年1月12日) ➢ <u>主として海外の資金を運用する運用事業者を簡素な参入手続きで受け入れ可能とする特例の創設。</u>(21年通常国会に法案提出予定) ➢ 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令施行(20年7月22日)により、天災等海外で業務を継続することが困難な場合で、日本で一時的な業務の実施を選択する場合、<u>3か月を上限に、日本の金商法ライセンスを取得することなく一定業務の実施を容認。</u>
4	資産運用会社等の業務コストの削減 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 運用業務に付随するコストの削減 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 東京都が、<u>ミドル・バックオフィス業務の外部委託に係る費用の一部を補助。</u> ➢ 東京都が、金融系外国企業に対し、<u>人材採用経費等拠点設立に要した経費の一部を補助。</u>
5	外国人の職場・住環境整備 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 事務所等の賃料補助 ➢ 高度外国人材の在留資格要件、並びに家事使用人の帯同条件等の緩和 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 東京都が、東京進出に向けた<u>事前調査等のための一時滞在を支援。</u> ➢ 「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」(20年12月8日閣議決定、以下経済対策)に、<u>在留資格付与の特例、高度外国人材(資産運用者)に対するボーナスポイント新設、家事使用人の雇用要件緩和、配偶者就労に係る利便性向上の特例設置が明記された。</u>
6	日本固有の業務慣習の撤廃 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 複数の当局・業界団体・取引所等・公的年金基金への報告重複の改善 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ <u>経済対策に、計表等のデジタル化・整理統合・提出一元化等がなされる旨が明記された。</u>

(出所) FinCity.Tokyo

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。