

内外経済動向と今後の課題

株式会社 大和総研
理事長 中曾 宏
2021年11月18日

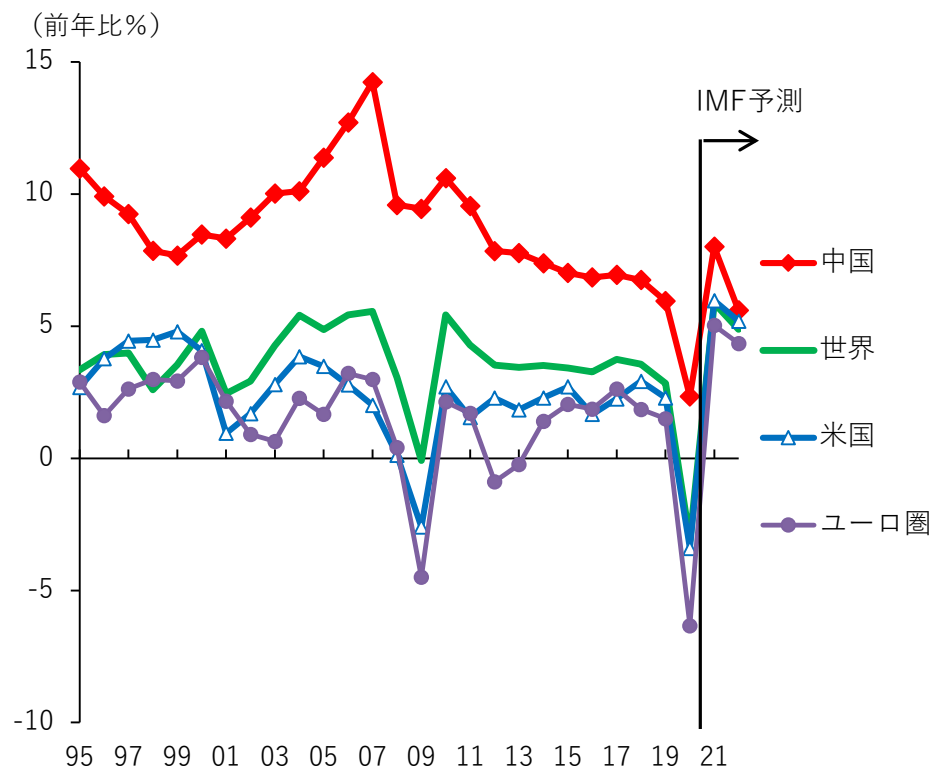
IMFの世界経済見通し

実質GDP成長率見通し（前年比）

(%、%pt)

	実績	推計・予測		修正幅	
		21年10月時点		21年7月→21年10月	
		2020	2021	2022	2021
世界	-3.1	5.9	4.9	-0.1	0.0
先進国	-4.5	5.2	4.5	-0.4	0.1
米国	-3.4	6.0	5.2	-1.0	0.3
Euro Area	-6.3	5.0	4.3	0.4	0.0
ドイツ	-4.6	3.1	4.6	-0.5	0.5
英国	-9.8	6.8	5.0	-0.2	0.2
日本	-4.6	2.4	3.2	-0.4	0.2
新興国	-2.1	6.4	5.1	0.1	-0.1
サブサハラアフリカ	-1.7	3.7	3.8	0.3	-0.3
新興欧州	-2.0	6.0	3.6	1.1	0.0
ロシア	-3.0	4.7	2.9	0.3	-0.2
新興アジア	-0.9	7.2	6.3	-0.3	-0.1
中国	2.3	8.0	5.6	-0.1	-0.1
インド	-7.3	9.5	8.5	0.0	0.0
ASEAN-5	-3.4	2.9	5.8	-1.4	-0.5
中東・中央アジア	-2.8	4.1	4.1	0.1	0.4
中南米	-7.0	6.3	3.0	0.5	-0.2
ブラジル	-4.1	5.2	1.5	-0.1	-0.4

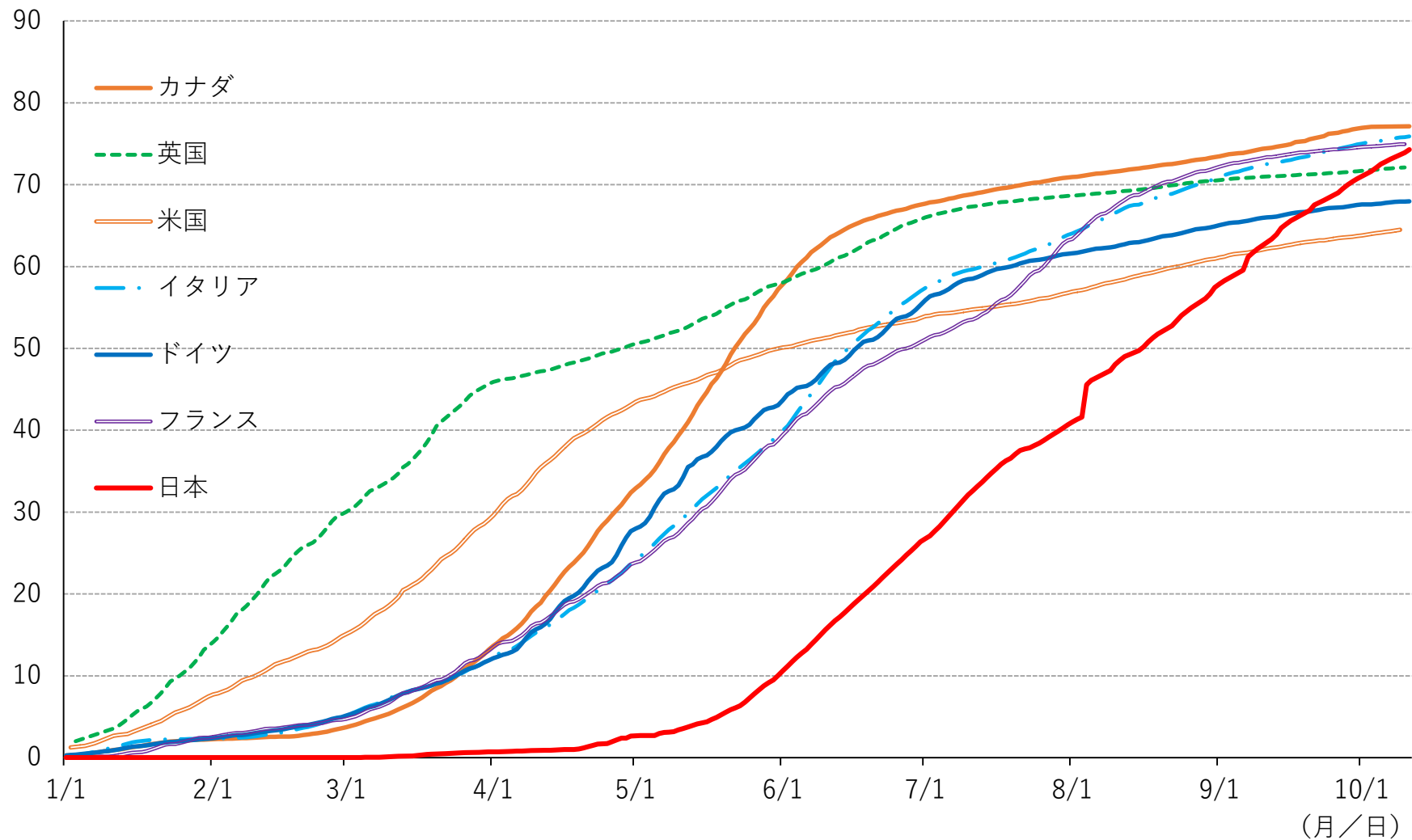
主要国・地域の実質GDP成長率



(出所) IMF“World Economic Outlook”より大和総研作成

G7諸国のワクチン接種状況

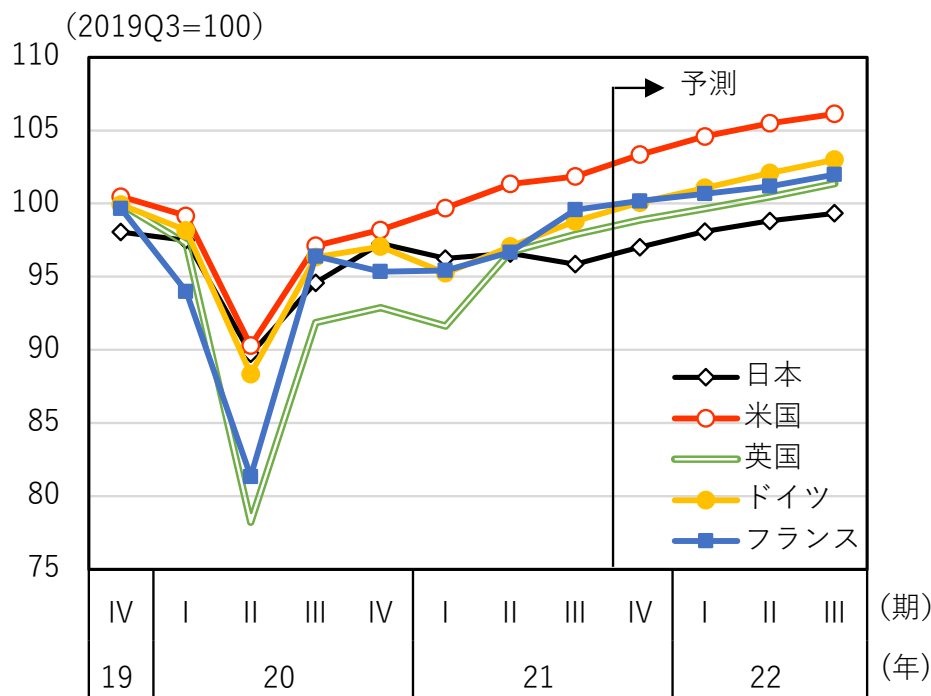
(ワクチンを1回以上接種した人の割合、%)



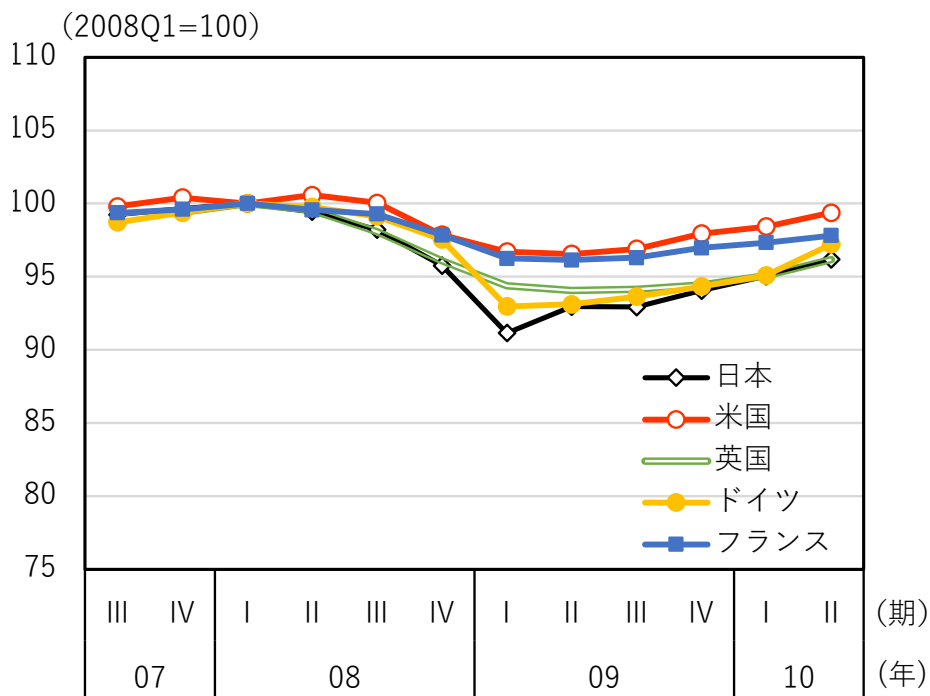
(出所) Our World in Dataより大和総研作成

主要国の実質GDPの推移

足元と先行き



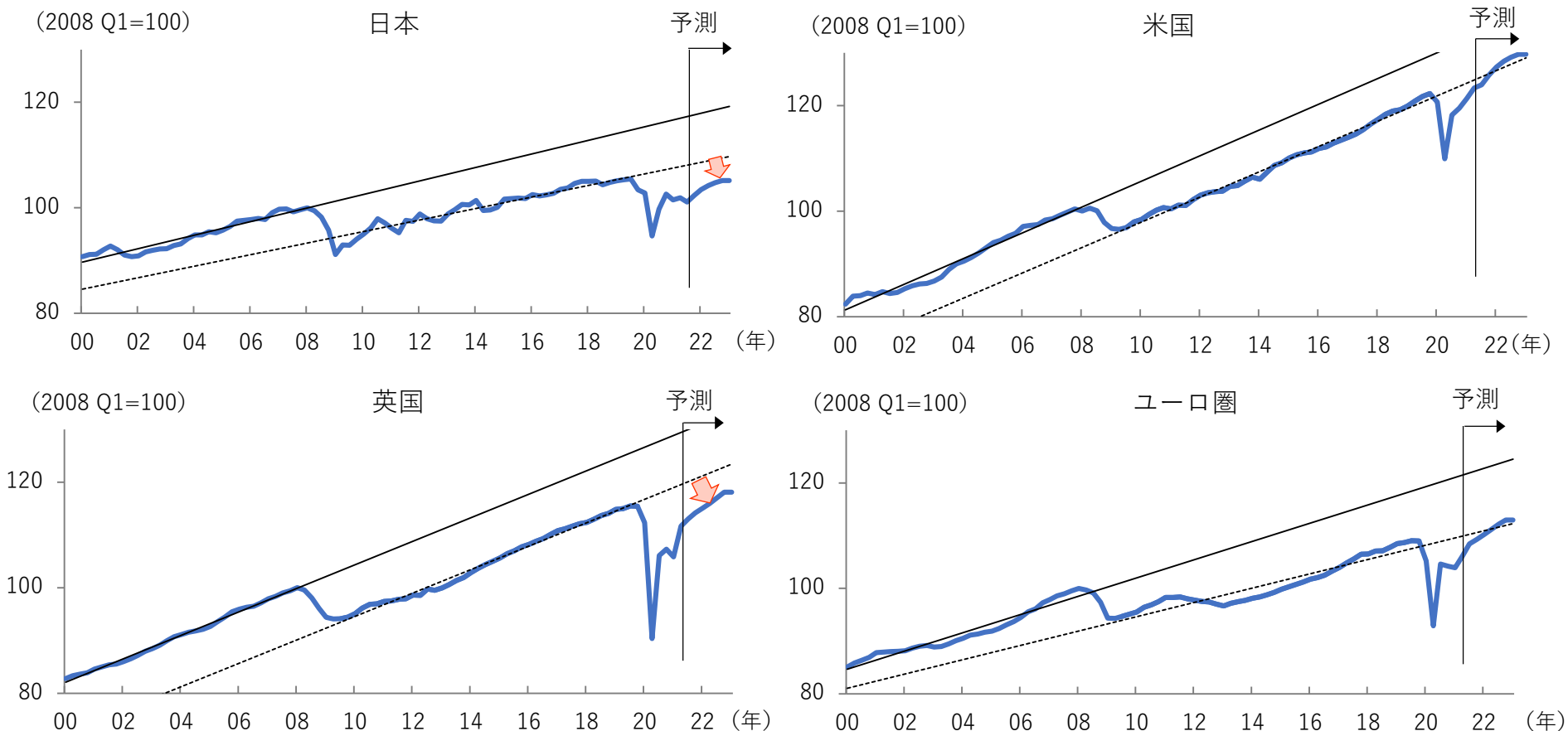
リーマン・ショック時



(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」(2021/11/10公表)、米国：商務省及び議会予算局による予測(2021/7/1)、ドイツ・フランス・英国：欧州委員会による予測(2021/11/11)。

(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、フランス国立統計経済研究所、欧州委員会より大和総研作成

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	2.5	2.4	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 (~2022Q4)	0.7	2.0	1.6	1.3

(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」(2021/11/10)、米国：商務省及び議会予算局(2021/7/1)、英国・ユーロ圏：欧州委員会(2021/11/11)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

成長率と物価見通し比較

◆実質GDP成長率

(前年比%)	DIR	日銀	政府	ESP
2021年度	3.5	3.4	3.7	3.1
2022年度	3.3	2.9	2.2	2.8
2023年度	-	1.3	2.0	1.3

◆コアCPI

(前年比%)	DIR	日銀	政府 ^(注1)	ESP
2021年度	-0.2	0.0	0.1	0.0
2022年度	0.6	0.9	0.7	0.7
2023年度	-	1.0	0.6	0.7

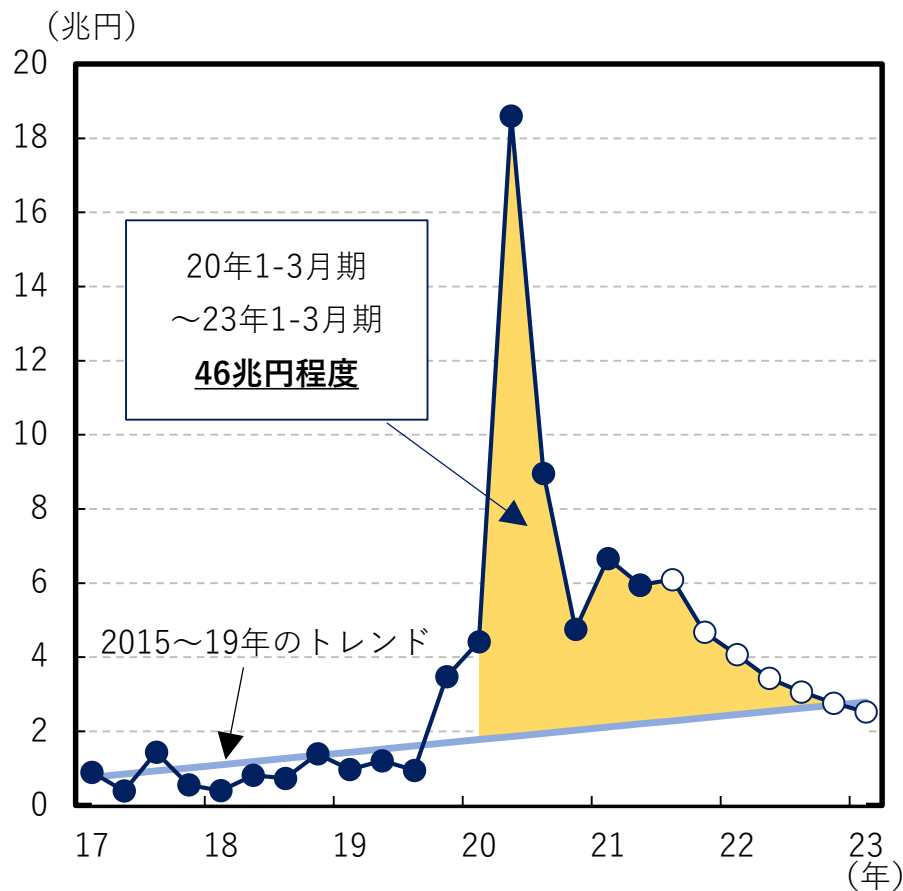
(注1) 政府はCPI(総合)の値。

(注2) 日銀の見通しは、政策委員見通しの中央値。

(出所) 日銀：経済・物価情勢の展望(2021年10月)、政府：中長期の経済財政に関する試算(2021年7月)ベースラインケース、DIR：第210回日本経済予測改訂版(2021年9月)、ESP：日本経済研究センターESPフォーキャスト調査(2021年11月調査)、内閣府・総務省：2018年度実績(実質GDP成長率・コアCPI)

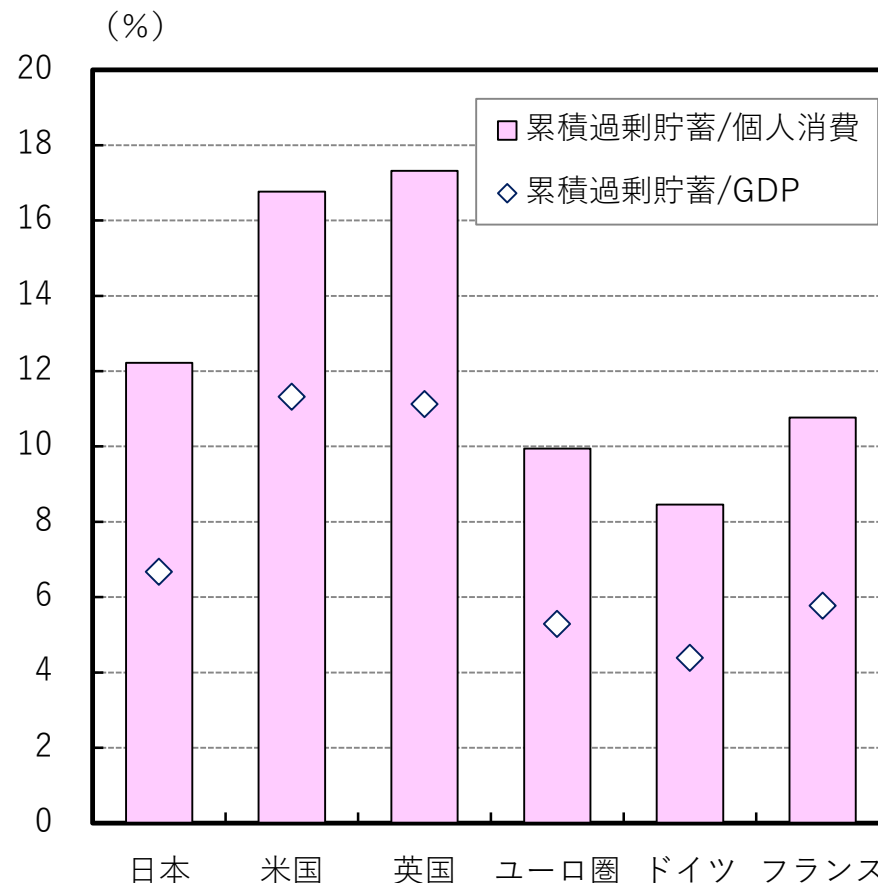
家計貯蓄の見通し

家計貯蓄（フロー）の見通し



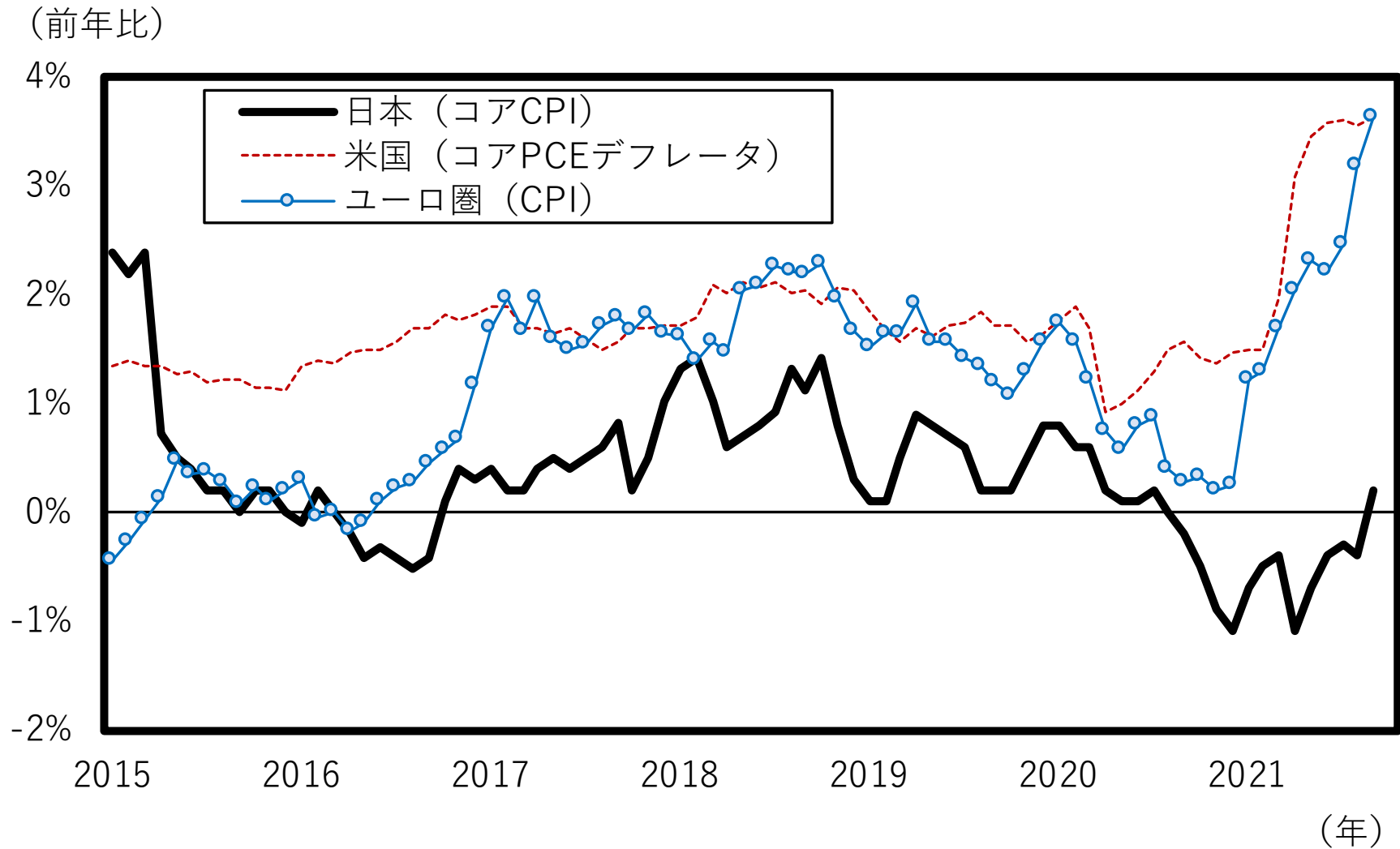
(注) 季節調整値。
白抜きは大和総研による見通し。
貯蓄額 = 可処分所得 - 家計最終消費支出。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

過剰貯蓄の国際比較



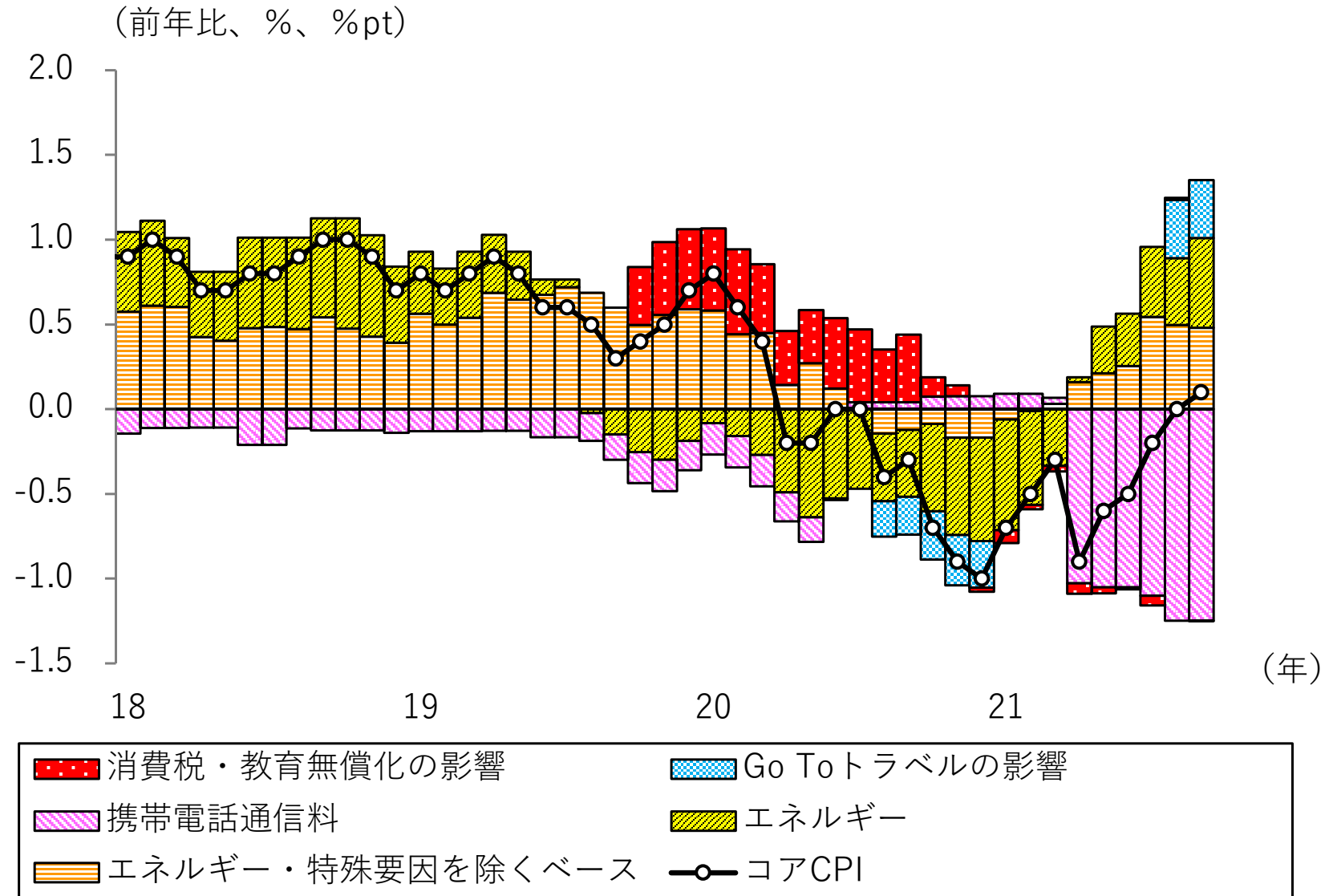
(注) 累積過剰貯蓄は2020年1-3月期~2021年4-6月期の累計値。
GDP、個人消費は2019年実績。
(出所) 内閣府、BEA、Eurostatより大和総研作成

日米欧の物価指標



(出所) BLS、Eurostat、総務省、Haver Analyticsより大和総研作成

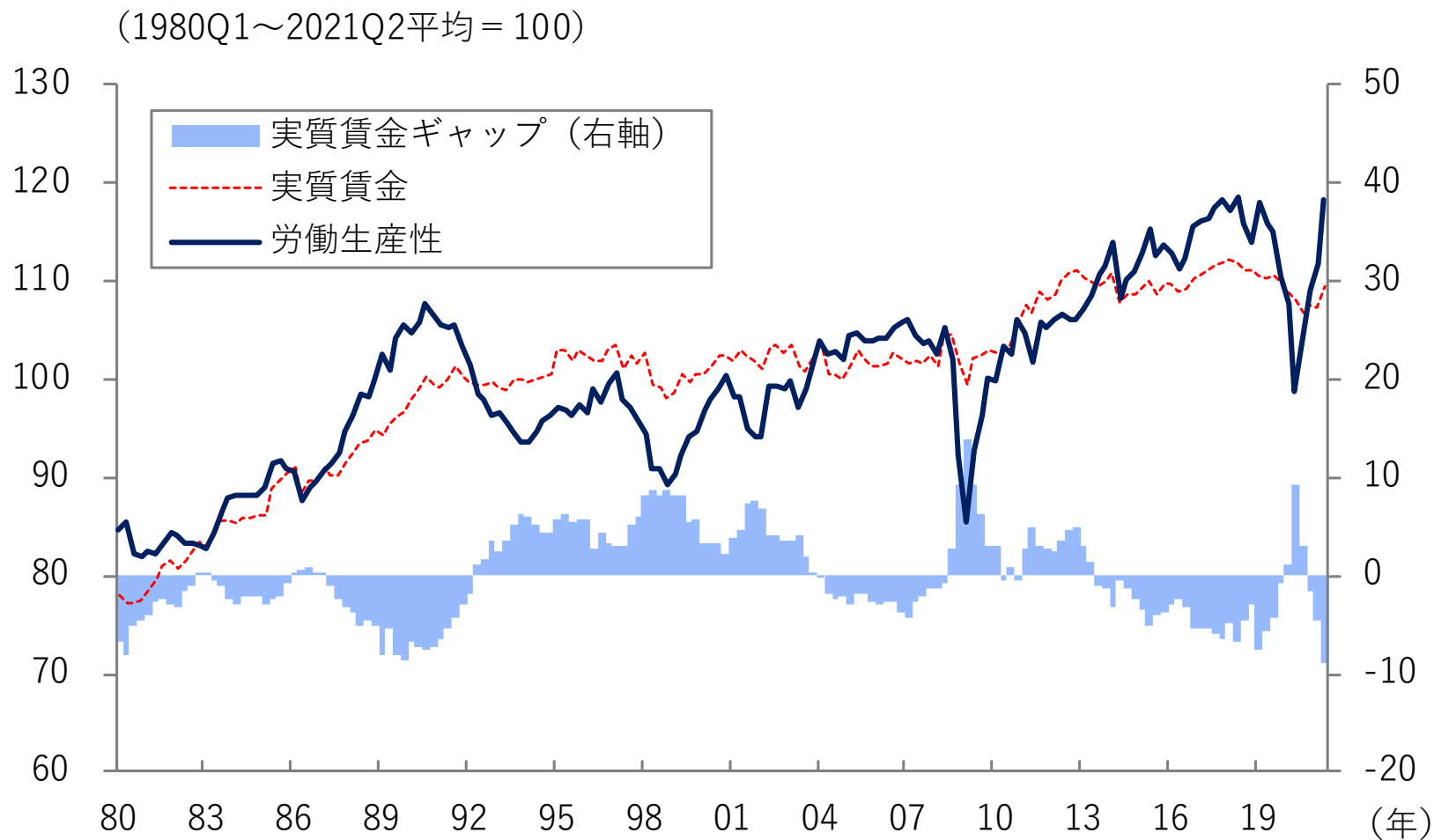
日本の物価(CPI)動向と要因分解



(注) 消費税・教育無償化、Go Toトラベルの影響は大和総研による試算値。

(出所) 総務省より大和総研作成

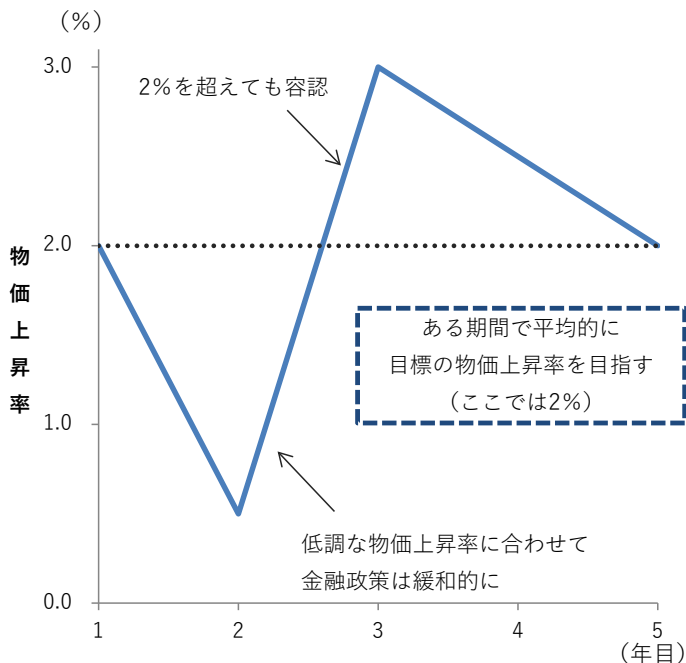
実質賃金ギャップ



(注) 実質賃金 = 人件費 ÷ 人員数 ÷ GDPデフレーター、労働生産性 = (営業利益 + 人件費 + 減価償却費) ÷ GDPデフレーター ÷ 人員数。
(出所) 財務省より大和総研作成

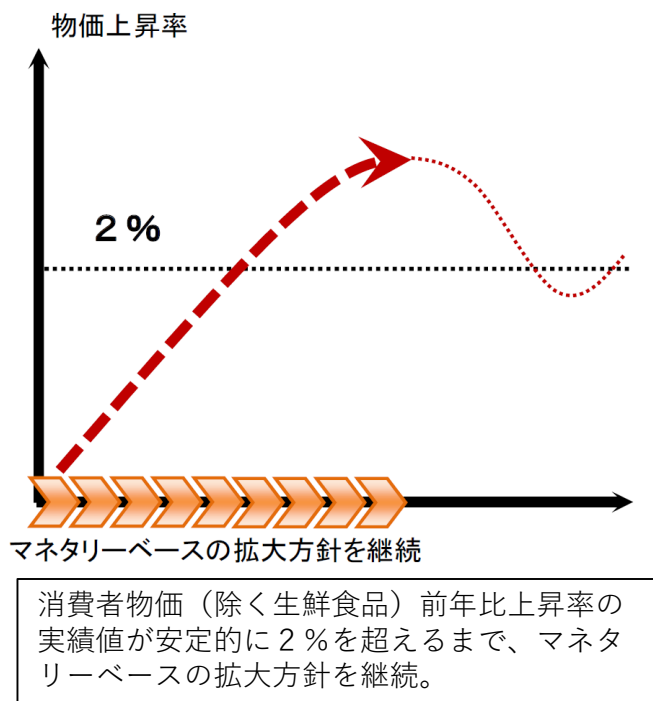
FRB、日本銀行、ECBのインフレターゲット

平均物価ターゲット (FRB)



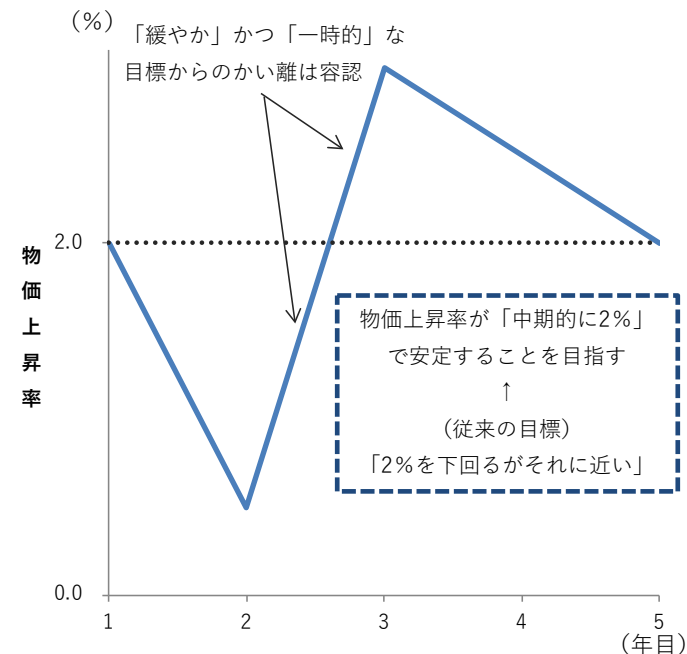
(出所) 大和総研作成

オーバーシュート型コミットメント (日本銀行)



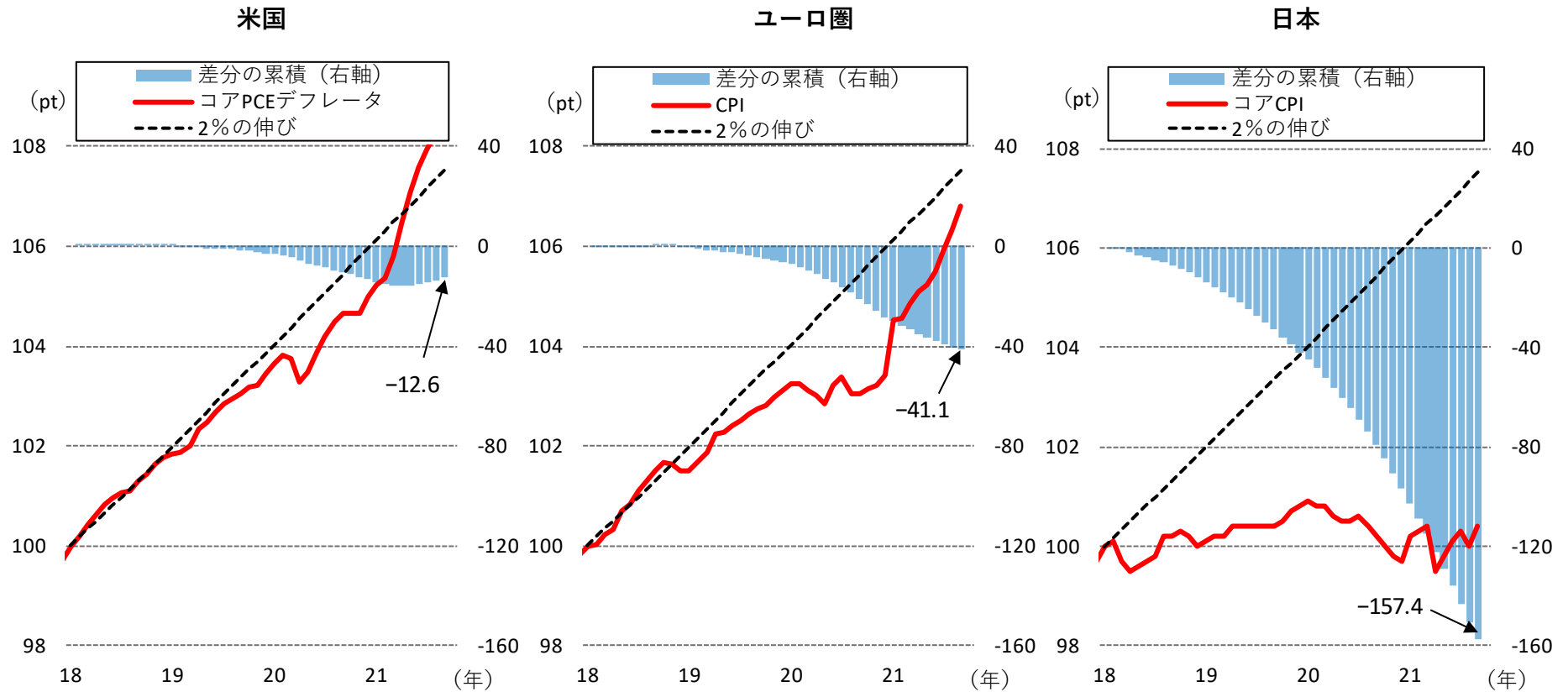
(出所) 「『期待』に働きかける金融政策：理論の発展と日本銀行の経験」日本銀行 黒田東彦
2017年6月8日

対称的なインフレターゲット (ECB)



(出所) 大和総研作成

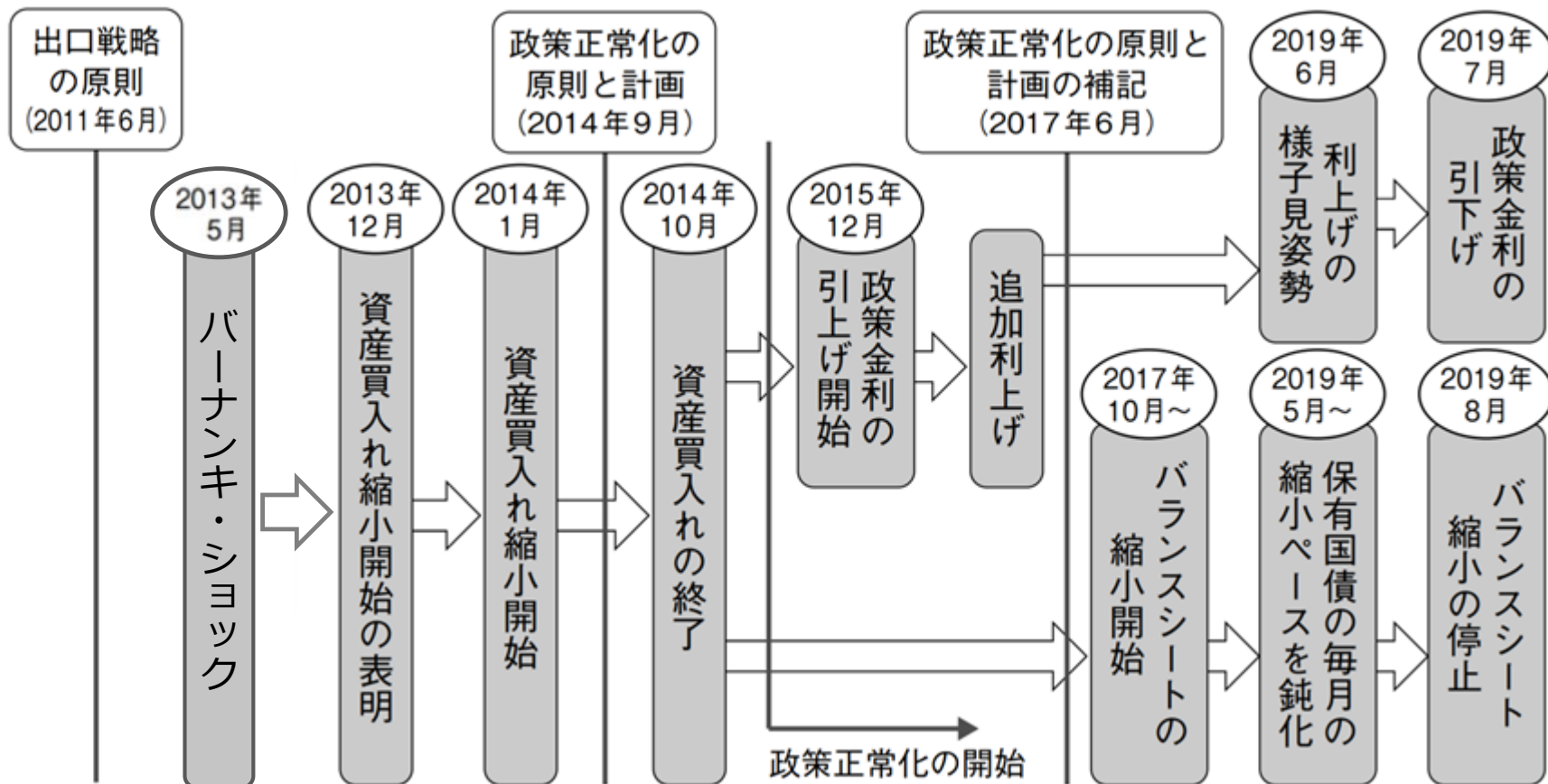
日米欧のインフレ率のオーバーシュート



(注) 季節調整値。

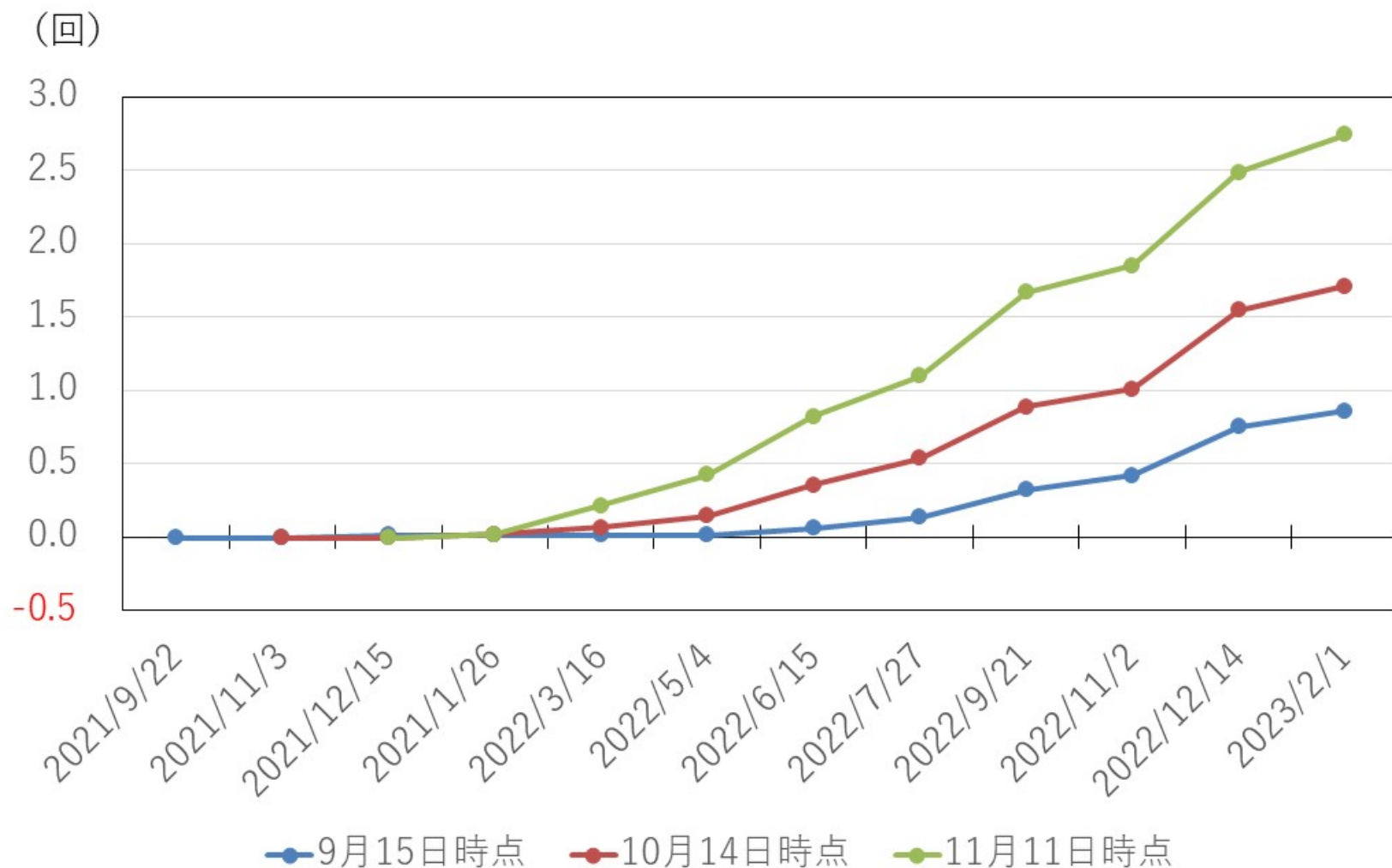
(出所) BLS、Eurostat、総務省、Haver Analyticsより大和総研作成

FRBの出口戦略を巡る流れ



(出所) 財務省より大和総研作成

FF金利先物市場が織り込む利上げ/利下げ回数



(出所) Bloombergより大和総研作成

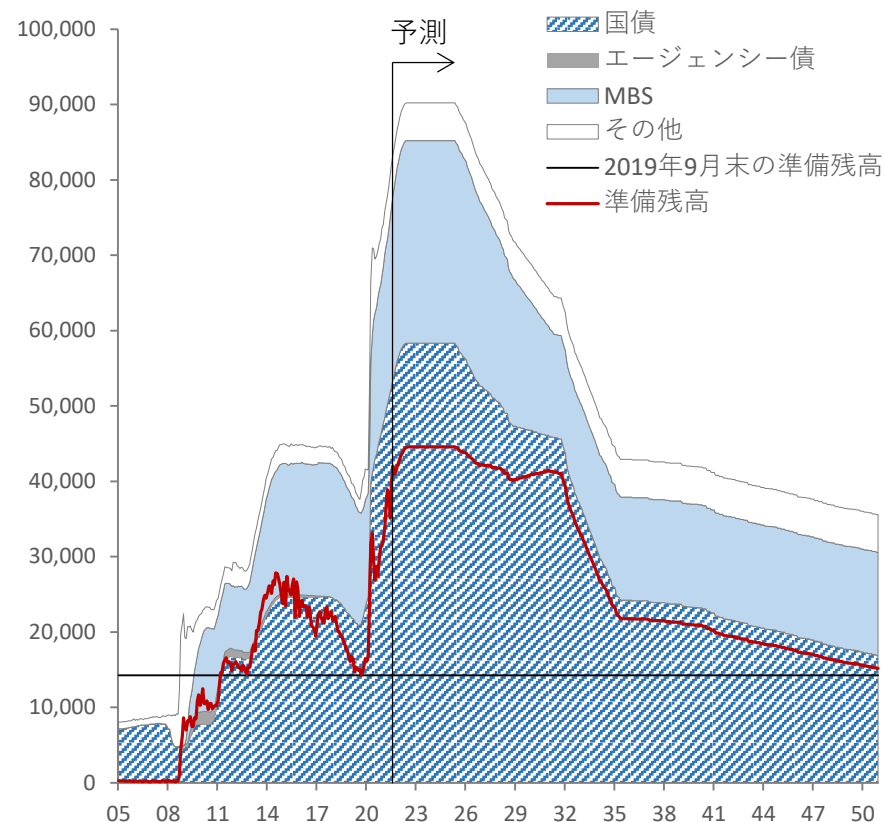
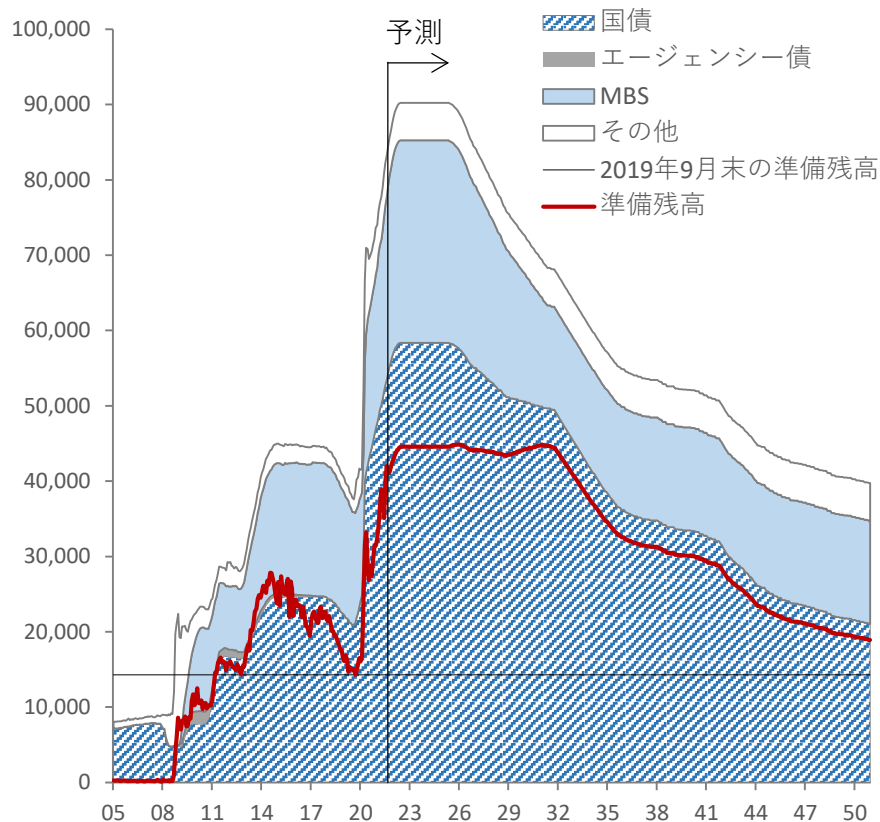
FRBのバランスシート縮小シミュレーション

(億ドル)

2017年と同条件

(億ドル)

再投資なし



【シミュレーションの前提】

- テーパーリング終了から3年でバランスシート縮小開始
- 国債の再投資分は10年後に償還されると仮定
- 減額の対象となるのは利付中長期国債のみと仮定
- MBSは、コロナ前の水準(2020年2月)になった段階で減額停止、横ばいになると仮定
- 準備残高は国債残高の90%の値になると仮定

(左図)

- 毎月の国債の再投資の減額上限を当初60億ドルと設定、3か月ごとに60億ドルずつ増額、300億ドルまで引き上げ
- 毎月のMBSの再投資の減額上限を当初40億ドルと設定、3か月ごとに40億ドルずつ増額、200億ドルまで引き上げ

(右図)

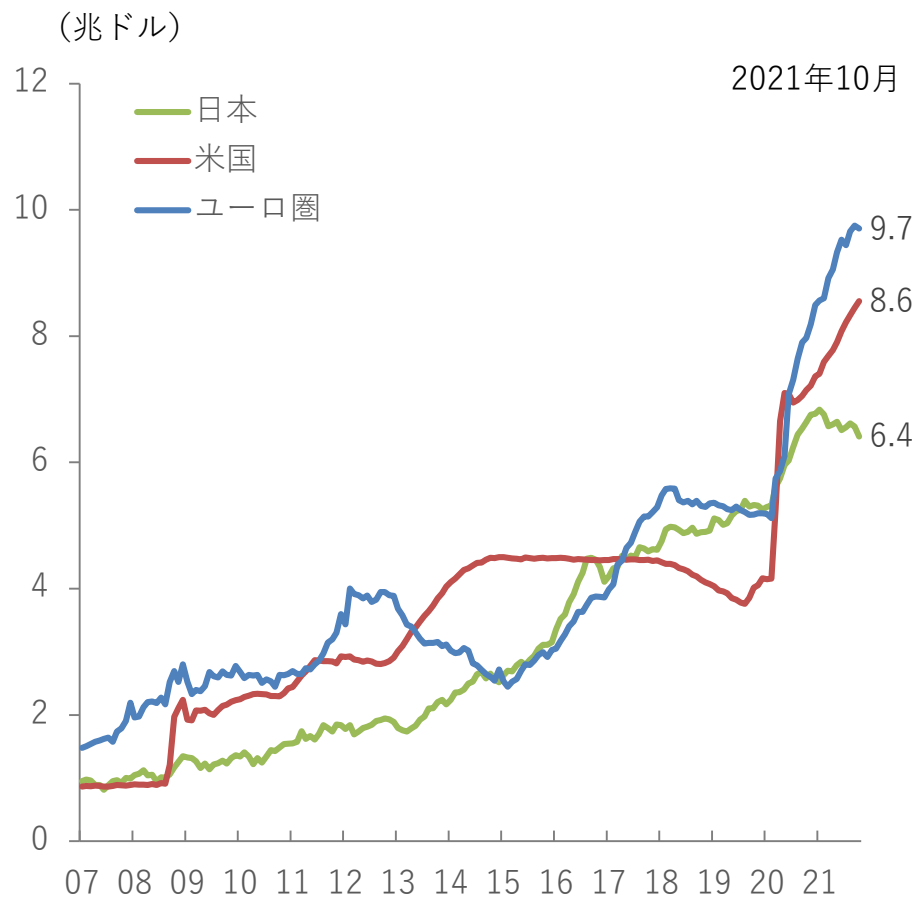
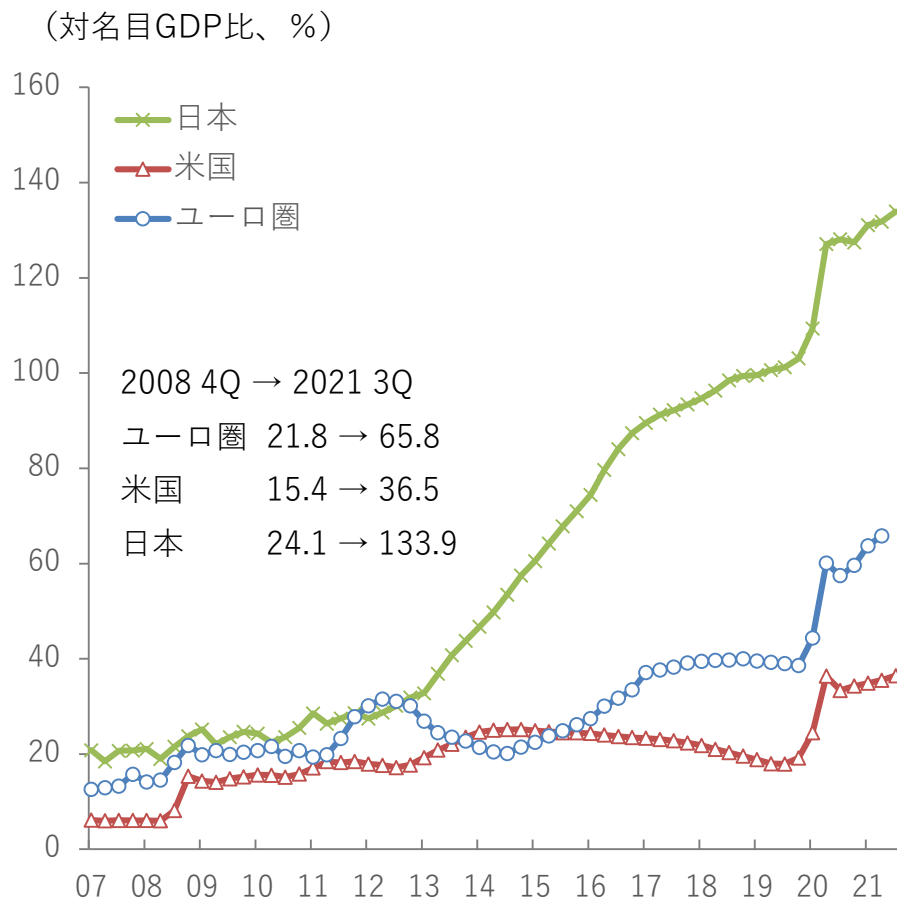
- 償還された国債について、一切再投資しない

(出所) FRB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

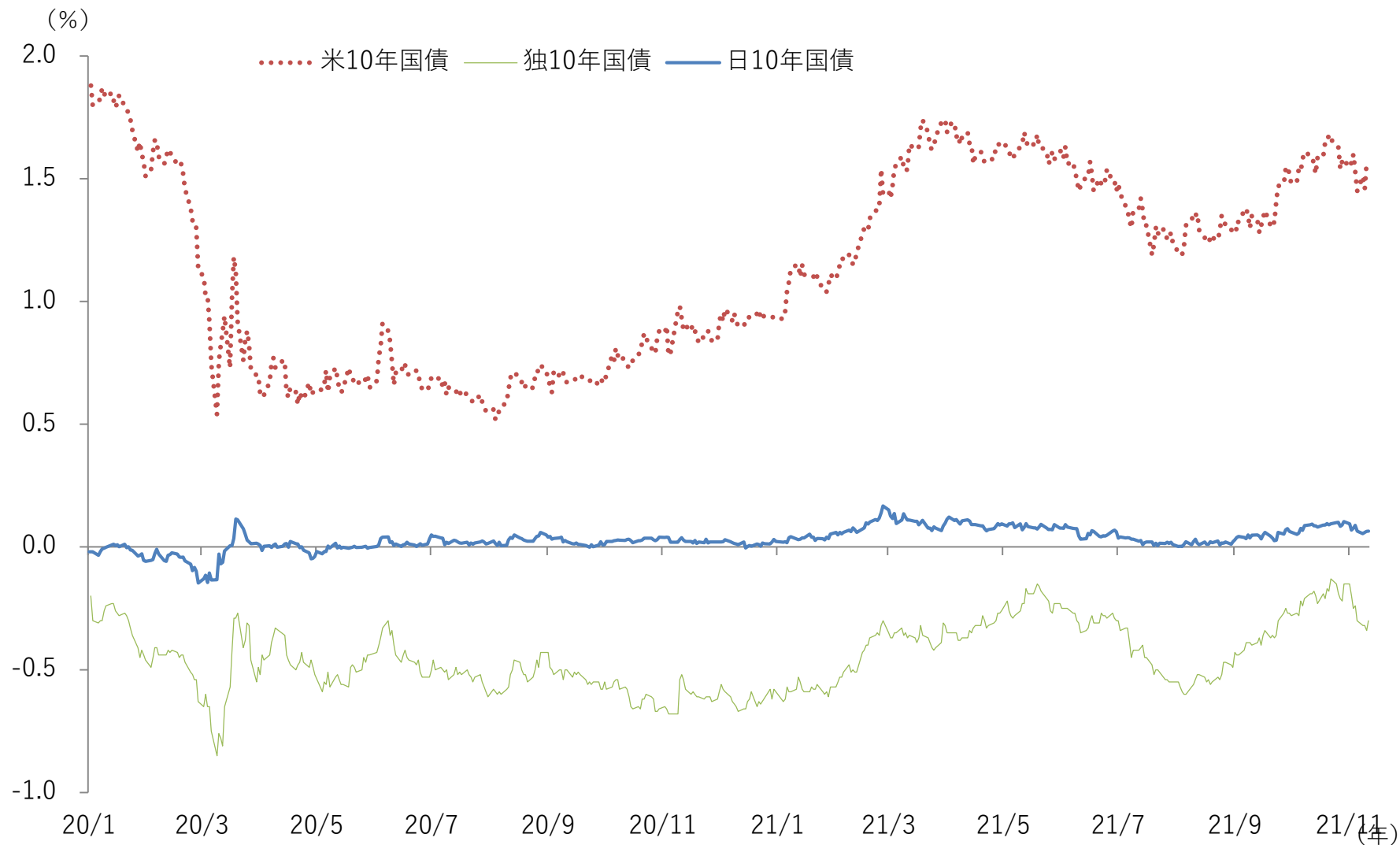
対名目GDP比

実額（米ドル）



(注1) 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。
 (注2) 左図直近値はユーロ圏のみ2021年6月末。
 (出所) 日本銀行、FRB、ECBより大和総研作成

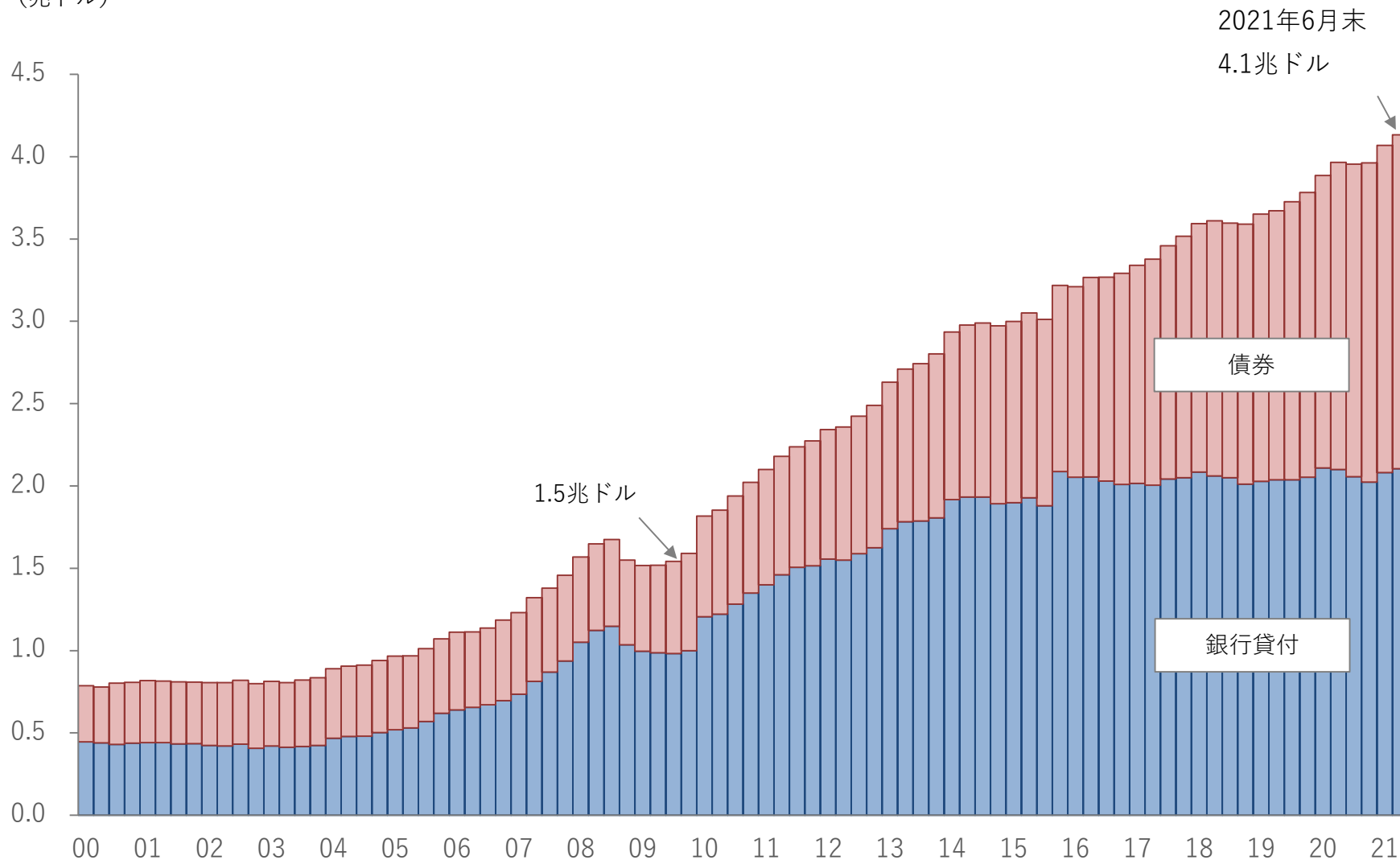
日米独10年国債利回りの動向



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

新興国非銀行部門のドル建て債務

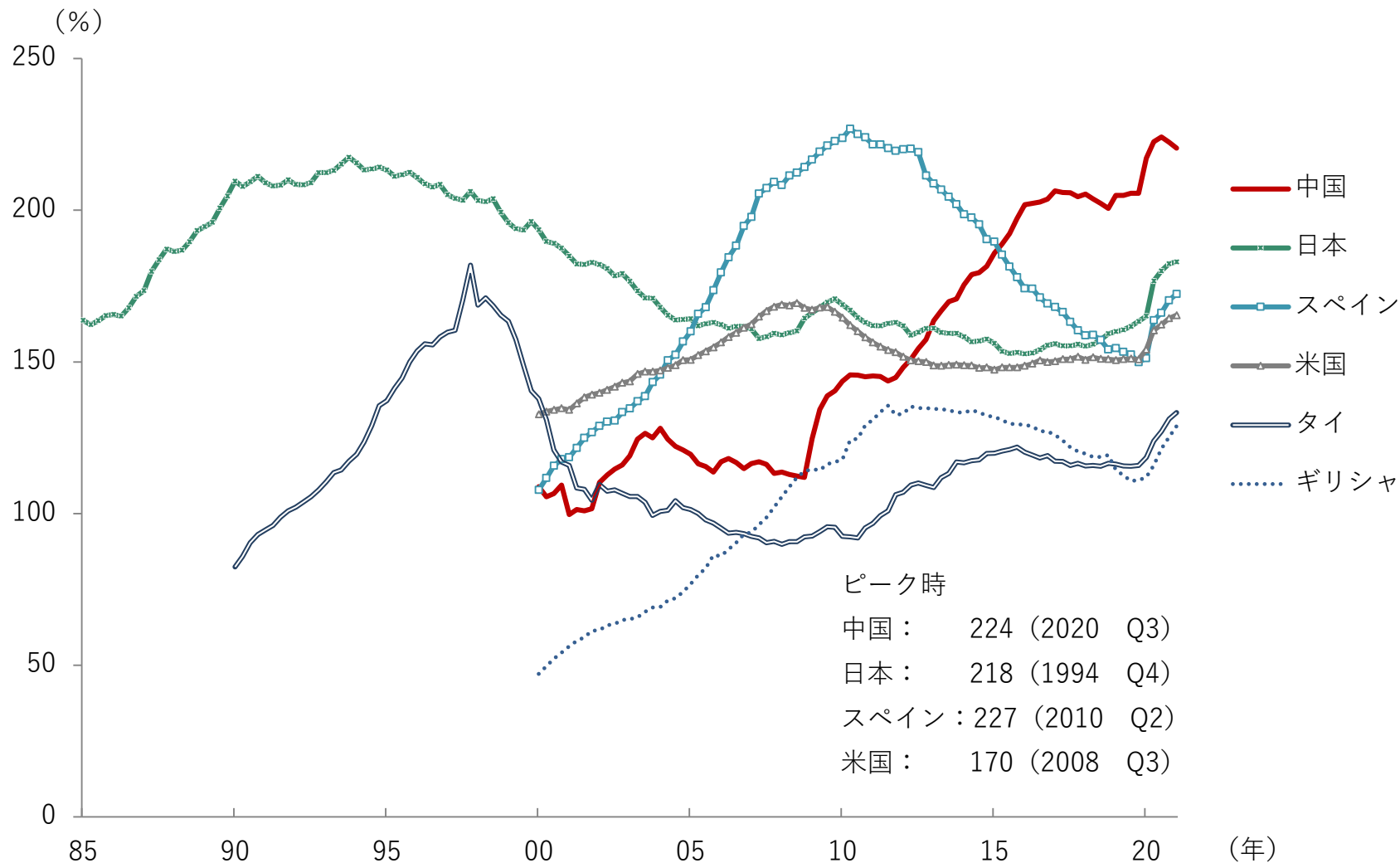
(兆ドル)



(注) 直近値は、2021年6月末。

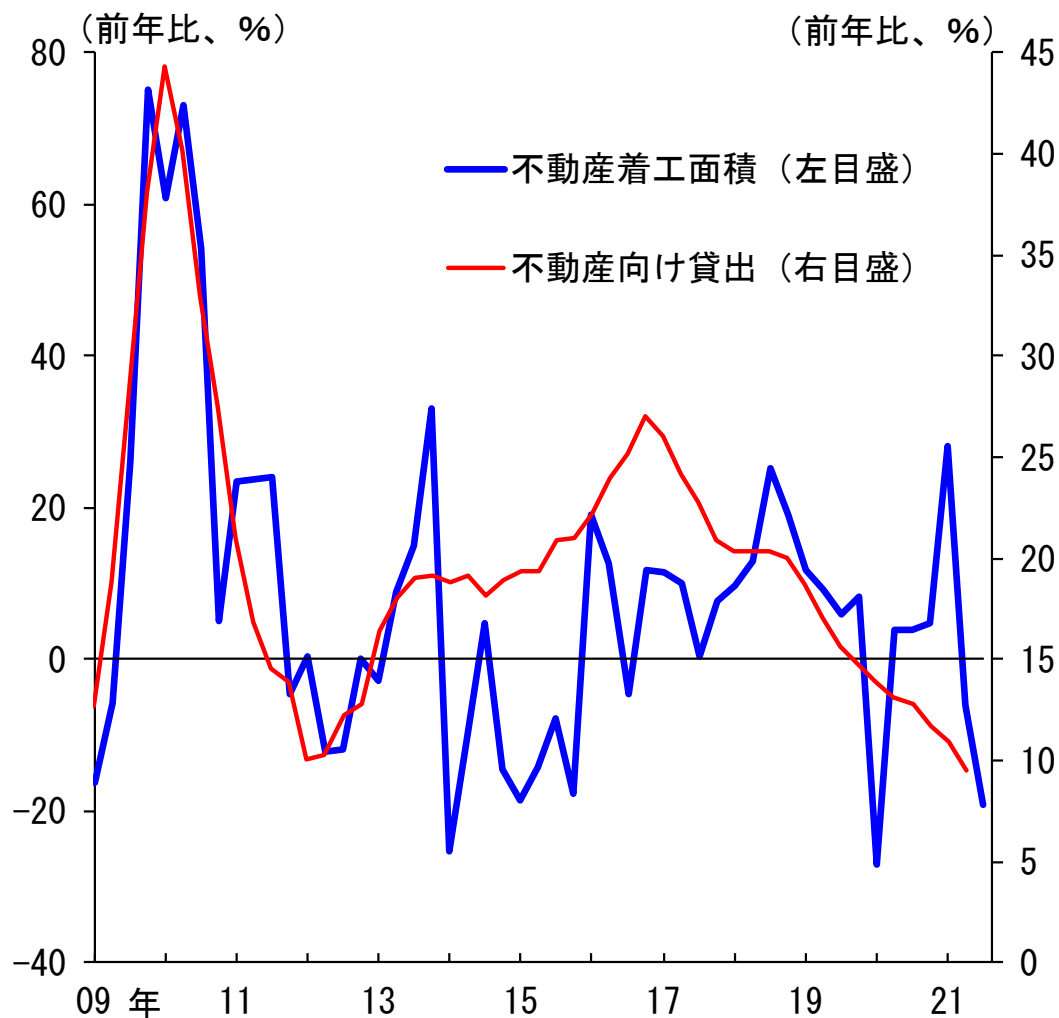
(出所) BISより大和総研作成

民間非金融部門債務残高対GDP比



(出所) BISより大和総研作成

中国の不動産着工・銀行貸出



(原注) 左図の不動産向け貸出の2009年は、中国人民銀行の金融政策執行報告に記載の値。

(出典) CEIC、Wind、中国人民銀行

(出所) 日本銀行

中国恒大集団のバランスシート

(100万元)

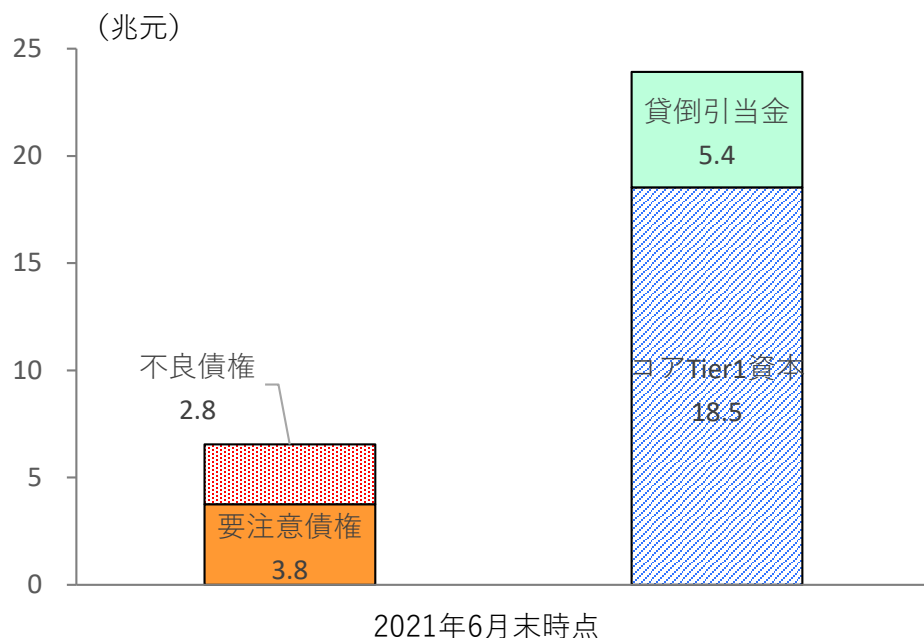
資産		純資産	
非流動資産		株主持分	190,808
使用権資産	19,617	少数・非支配株主持分	220,233
関連・合併事業会社投資	115,736	負債	
その他	289,629	非流動負債	
非流動資産合計	424,982	長期借入金	331,726
流動資産		その他	62,049
開発中不動産	1,278,965	非流動負債総額	393,775
売却用不動産	144,514	流動負債	
売掛金・その他の債権	175,946	短期借入金	240,049
前払費用・その他	164,684	営業債務・その他	951,133
拘束預金	74,855	契約債務	215,790
現金及び現金同等物	86,772	その他	165,787
その他	26,857	流動負債総額	1,572,759
流動資産総額	1,952,593	総負債	1,966,534
総資産額	2,377,575	負債・株主持分合計	2,377,575

(注) 香港会計基準。拘束預金は、主に建設プロジェクトのための保証金、銀行引受手形及び借入に対する保証金と不動産販売に対する保証金で構成される。2021年6月30日時点。

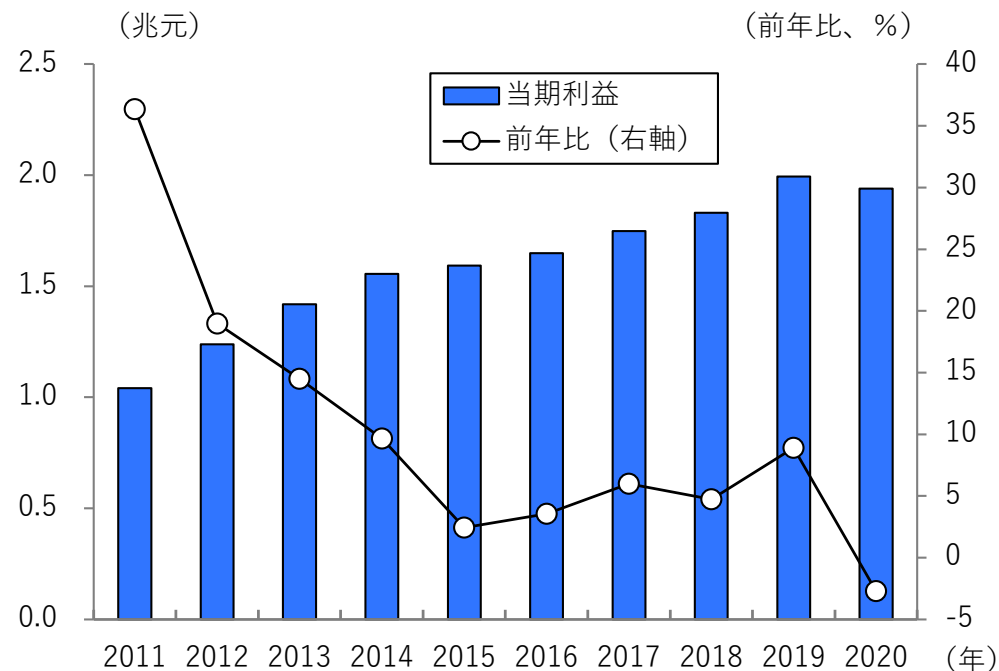
(出所) 中国恒大集団 2021年中間決算報告書より大和総研作成

銀行の不良債権と自己資本、利益の対比

主要商業銀行の不良債権と自己資本

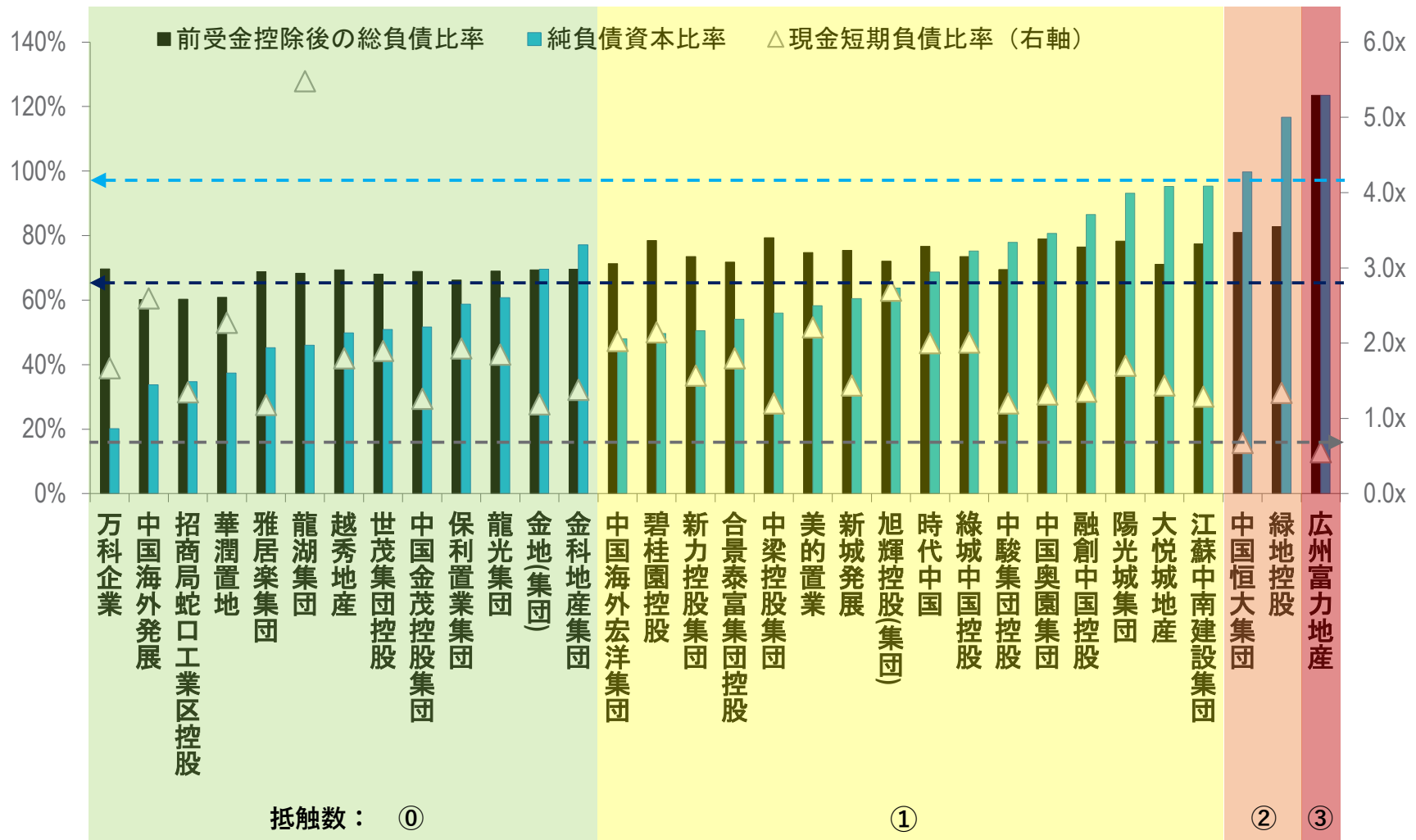


主要商業銀行の当期利益



(出所) 中国銀行保険監督管理委員会、Haver Analyticsより大和総研作成

「三条紅線」(3つのレッドライン)



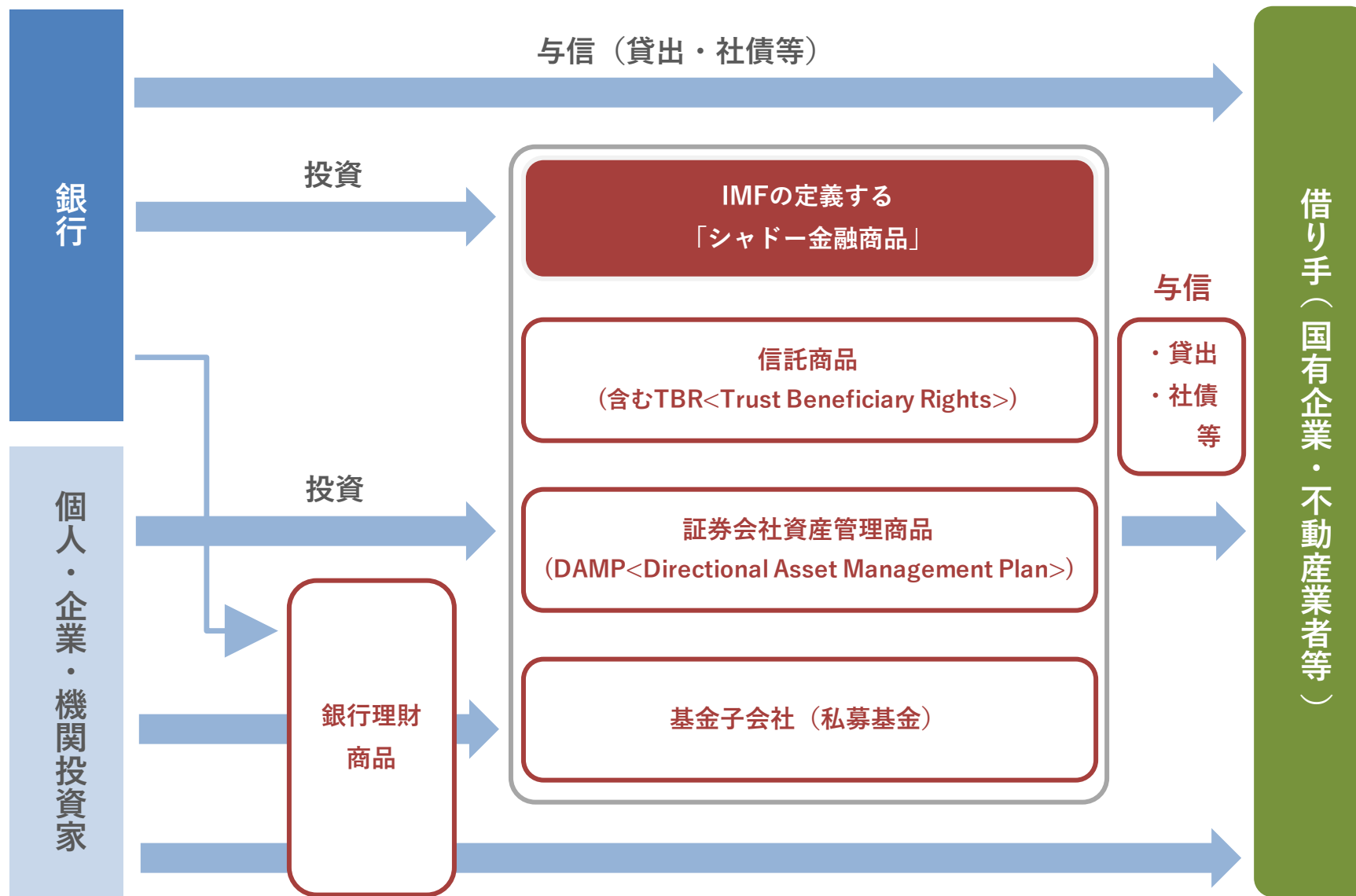
(注1) 「3つのレッドライン」の基準は、①前受金控除後の総負債比率(総負債÷総資産×100)：70%以上、②純負債資本比率(有利子から現・預金を控除したもの÷資本×100)：100%以上、③現金短期負債比率(現・預金÷短期負債×100)：100%以下。

(注2) 2021年6月末時点。

(注3) 企業名の表記は、Bloombergに準拠。

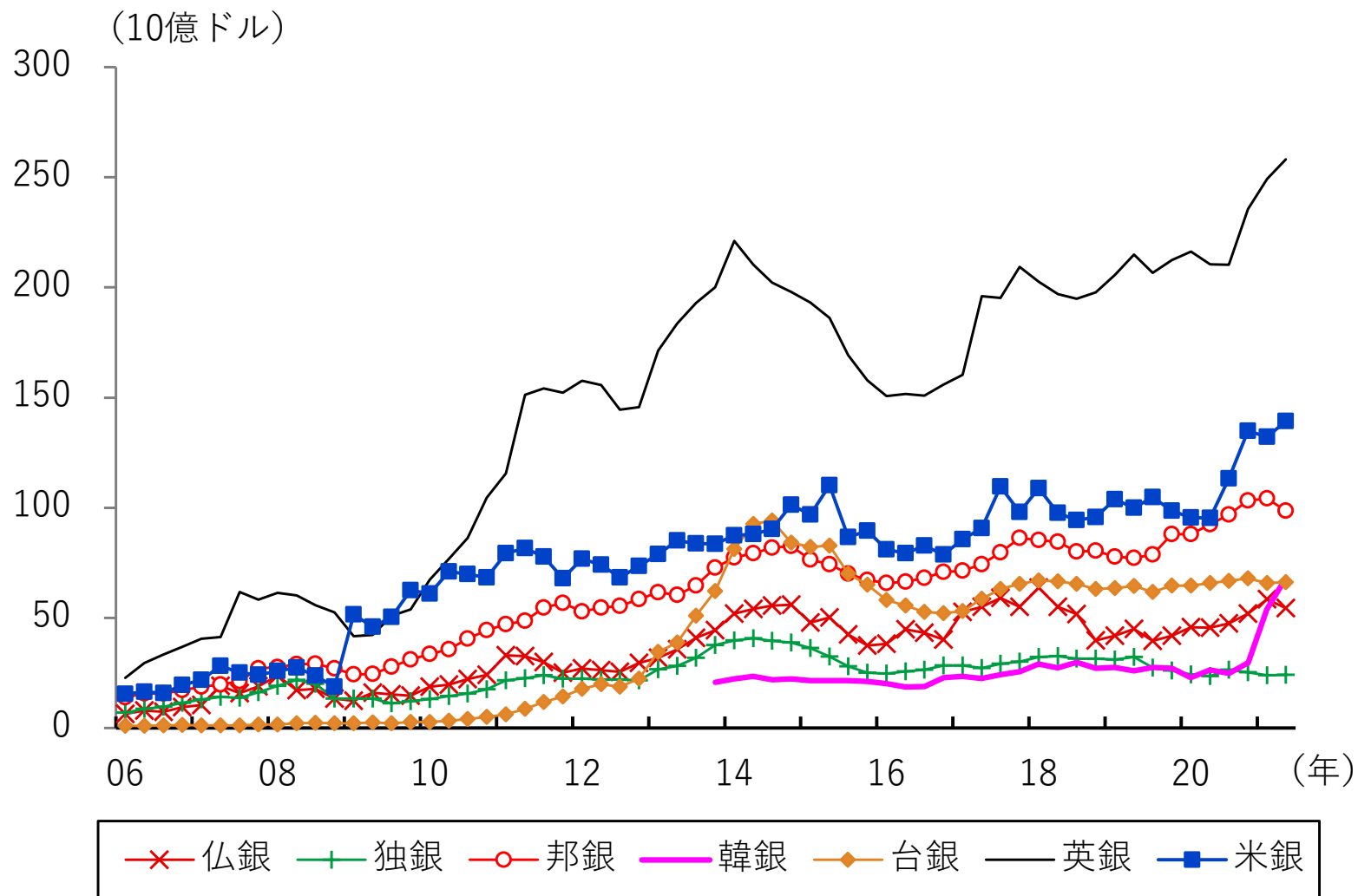
(出所) 大和証券キャピタル・マーケッツ香港リミテッド

中国の「シャドーバンキング」



(出所) 「中国の見通しと金融面の展開」大阪経済大学福本智之 (2021年9月)

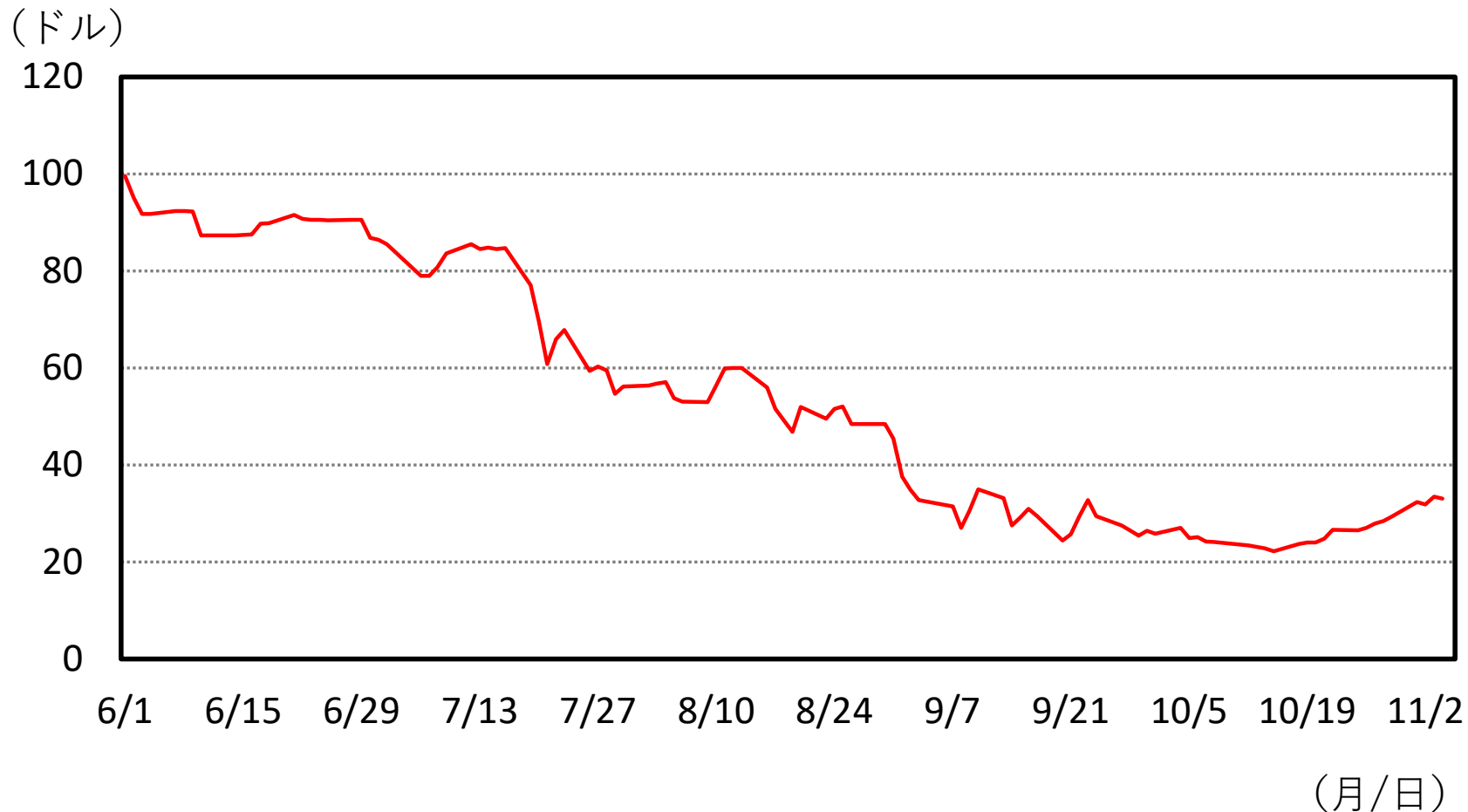
中国向け国際与信残高



(注) 直近値は、2021年6月末。

(出所) BISより大和総研作成

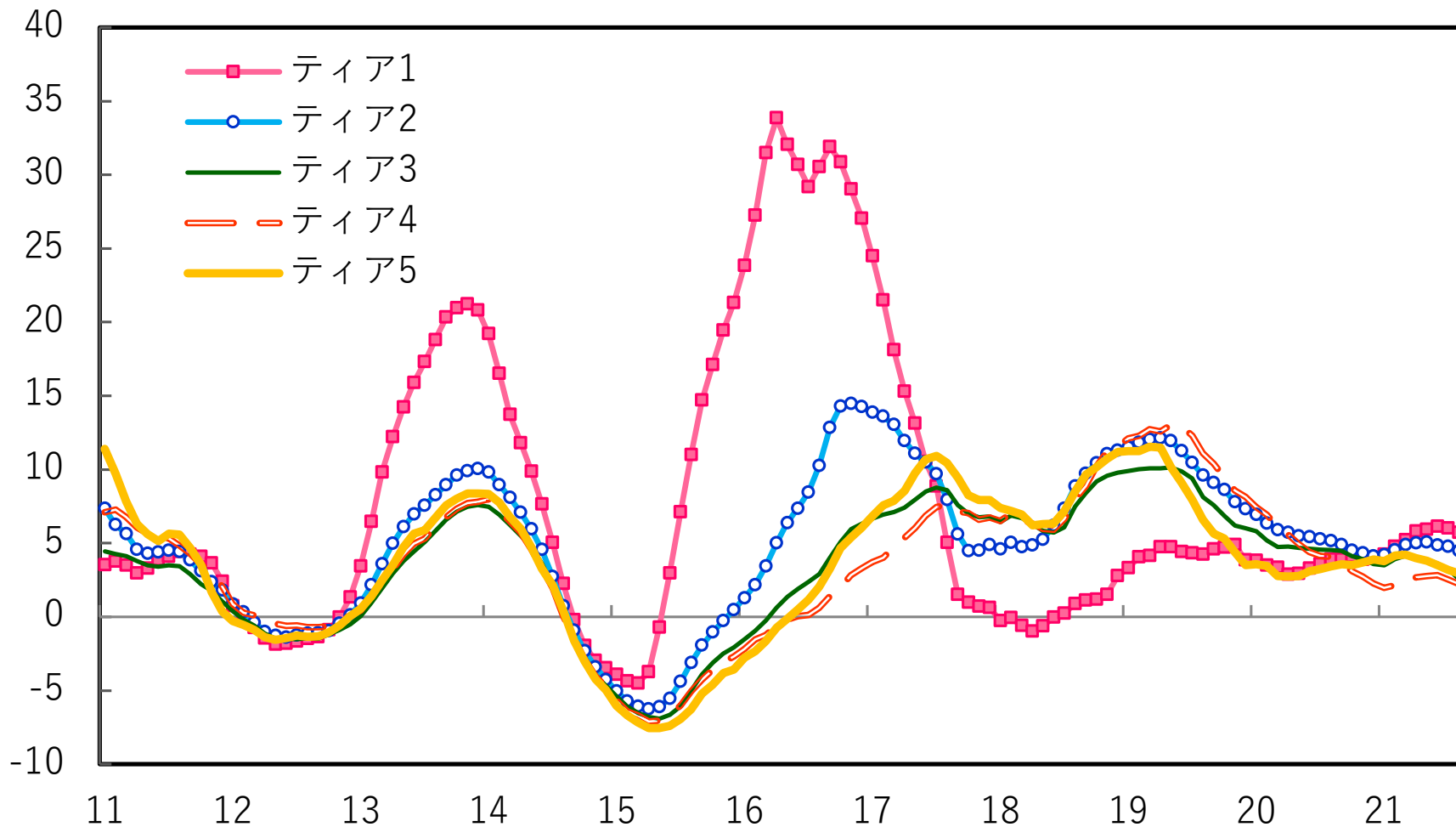
中国恒大集団のドル建て社債価格



(出所) Bloombergより大和総研作成

中国ティア1～ティア5都市の新築住宅価格の推移

(前年比、%)



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

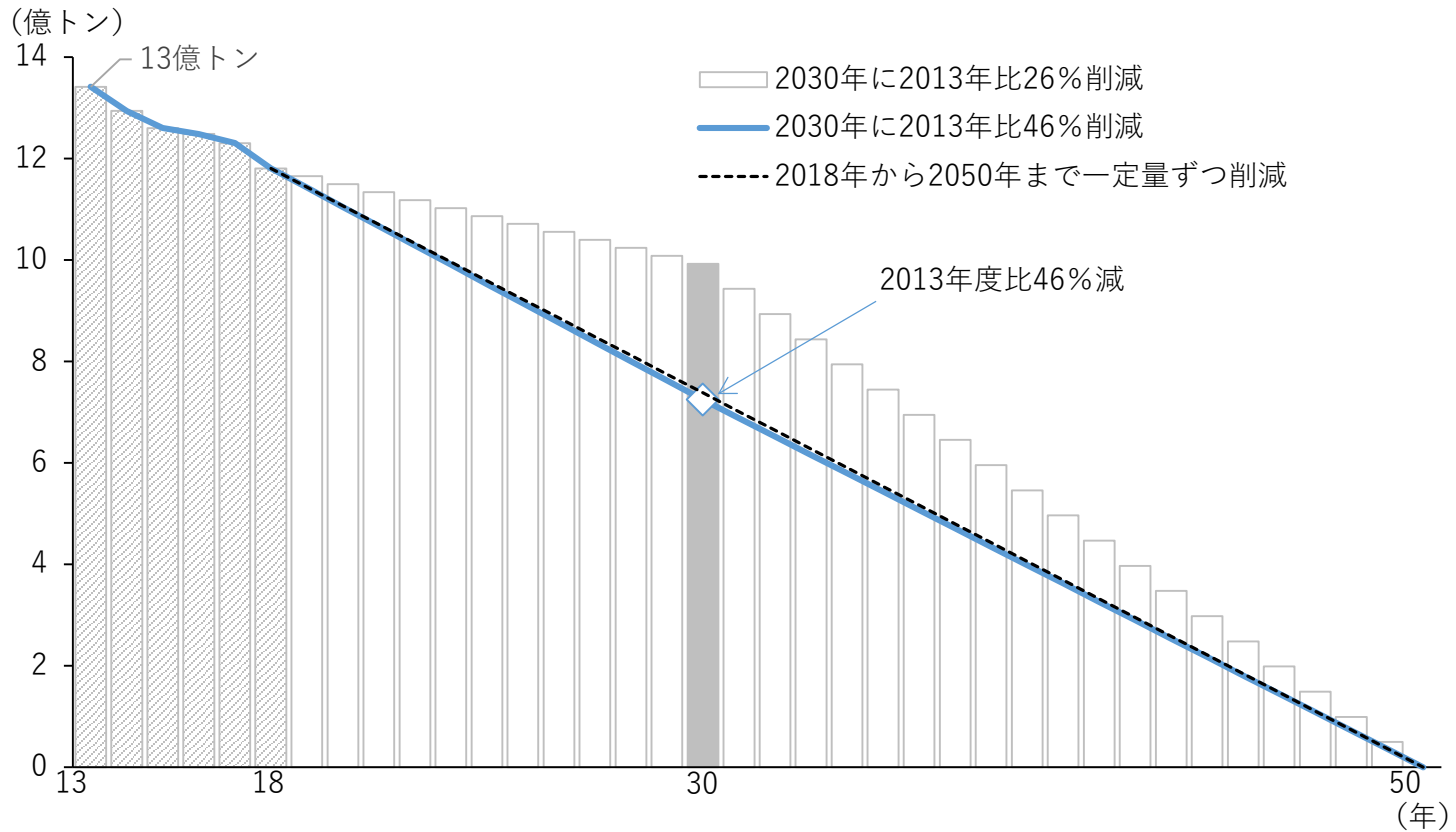
(年)

中国当局の発言

- 中国人民銀行（中央銀行）の易綱総裁が座長を務めた会議で、当局は金融機関に対し「不動産市場の安定的かつ健全な発展を連携して維持し、住宅購入者の正当な権利と利益を保護するため」政府と協力するよう指示した。
（出所）Bloomberg（2021年9月30日）
- 中国人民銀行（中央銀行）金融市場司の鄒瀾司長は15日、人民銀が開いた今年第3四半期（7～9月）の金融統計データに関する記者会見で、不動産大手の中国恒大集団の問題について、**不動産業界における個別の事象だ**と述べた。
（出所）新華社北京、36Kr Japan、<https://36kr.jp/155506/>（2021年10月18日）
- 15日に記者会見した人民銀行金融市場局の鄒瀾局長が「一部の金融機関は規制に対して誤解がある」と述べたうえで「安定的で秩序だった不動産融資を続け、不動産市場の健全な発展を守る」と強調した。（一部省略）中国恒大集団の経営問題を巡り、鄒氏は「金融業界へのリスクの広がりには総じて**コントロール可能だ**」と語った。総負債に占める金融負債が3分の1に満たず、債権者も分散していることを根拠に挙げた。地方政府と連携し、建設が止まった不動産開発の再開への金融支援を進めていく考えも示した。
（出所）日本経済新聞（2021年10月15日）
- 中国人民銀行（中央銀行）の易綱総裁は17日、中国恒大集団の問題が同国経済や金融システムに及ぼすリスクを当局は封じ込めることができると述べた。グループ・オブ・サーティ（G30）が開いたバーチャル形式の会合で発言。易総裁は、中国恒大の問題は「若干の懸念をもたらす」とした上で、「全体として、われわれは恒大の**リスクを封じ込めることが可能だ**」と話した。（一部省略）恒大の負債は金融システム内の多くの企業や機関に分散しており、「**それほど集中していない**」と、易総裁は指摘。「債権者や株主の権利および利益は、法に厳密に従って完全に尊重される。こうした債務の優先順位も法律で明確に示されている」と語った。
（出所）Bloomberg（2021年10月18日）
- 中国の劉鶴副首相は20日、不動産開発大手・中国恒大集団の経営危機を念頭に「不動産市場で若干の問題が起きているが、**リスクは管理可能だ**」と強調した。（一部省略）中国メディアによると、劉氏は北京で開催した金融フォーラムに書簡を寄せ、「少数の大企業のデフォルトリスクをうまく処理する必要がある」と述べた上で、「**不動産市場の健全な発展トレンドに変化はない**」と言明した。
（出所）時事通信（2021年10月20日）
※赤字・下線は大和総研

日本の温室効果ガス削減目標

目標別の温暖化効果ガスの排出量



(注1) 2018年以前は実績値。

(注2) 2019年以降の白抜き・折れ線グラフは線形補間値。森林吸収量は2018年から横ばいと仮定。

(出所) 政府資料、UNFCCC、国立環境研究所、各種報道などより大和総研作成

欧州、中国、日本の排出量取引制度の概要

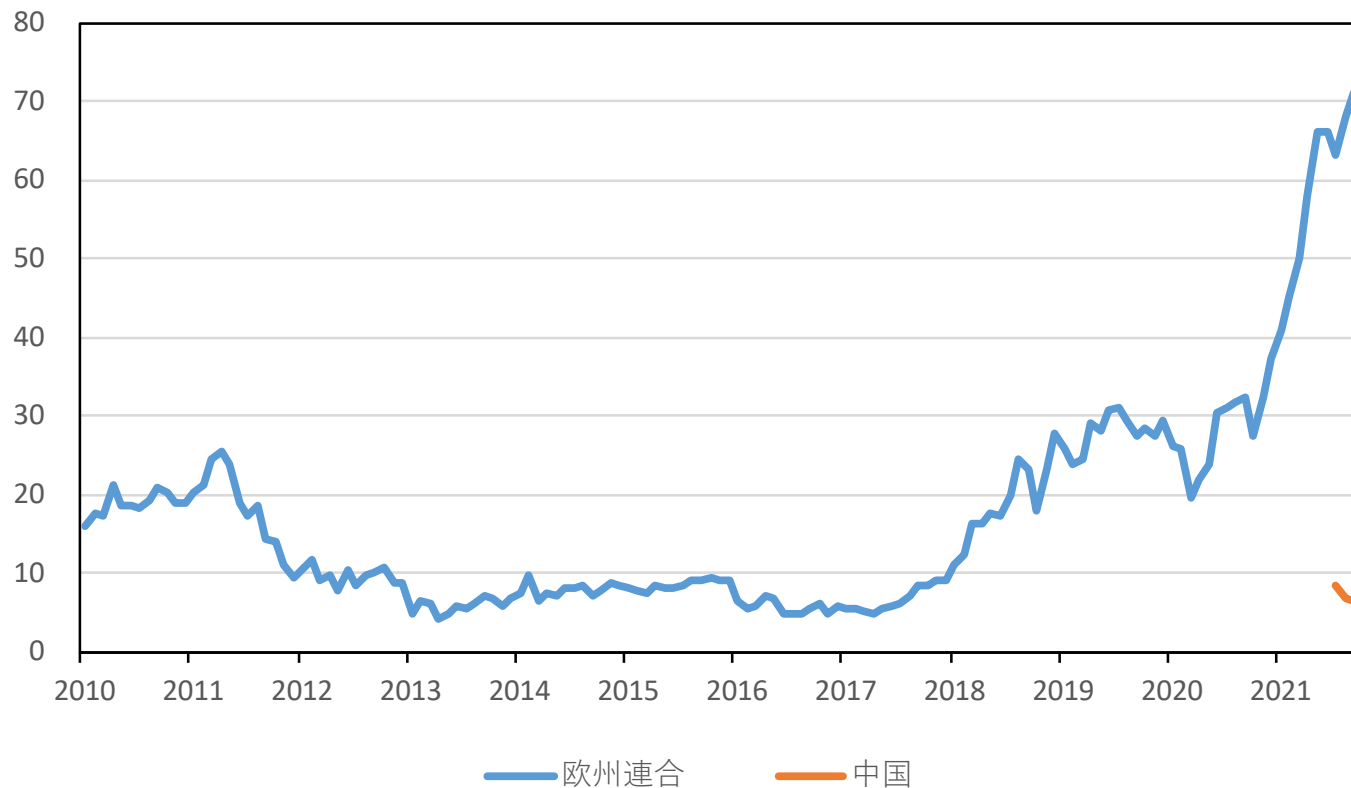
	欧州	中国	日本	
			全国	東京都
制度名称	欧州排出量取引制度 (EU-ETS)	全国統一炭素排出量 取引制度	カーボンクレジット市場 (炭素削減価値取引市場)	東京都温室効果ガス排出総量削減 義務と 排出量取引制度
制度開始	2005年	2021年	2022年度からの実証開始を目指す	2010年
制度の範囲	EU加盟国、ノルウェー、リヒテン シュタイン、アイスランドのエン ルギー集約型産業、域内航空等	電力セクター	企業が自主的にGHG削減計画・目 標の設定を行う「カーボンニュー トラル・トップリーグ（仮称）」 への参加企業が排出量目標の過不 足の取引を行う。加えて、J-ク レジット等のプロジェクト由来の クレジットも売買される	前年度の石油換算エネルギー使用 量が一定以上の事業所
排出枠割当	オークション ベンチマークによる無償割当	ベンチマークによる無償割当	ベースラインアンドクレジット方 式（排出権の事前割当はせず、超 過達成分だけ売却が可能）	ベースラインアンドクレジット方 式（排出権の事前割当はせず、超 過達成分だけ売却が可能）
罰則	<ul style="list-style-type: none"> 償却不足分に対する課徴金 不足分の償却義務の持ち越し 	<ul style="list-style-type: none"> 罰金、不足分の償却義務の持ち 越し 	-	<ul style="list-style-type: none"> 償却不足分×最大1.3倍の削減措 置命令 （従わなかった場合）罰金及び 東京都によるクレジット調達費用 の負担

(出所) 各種資料より大和総研作成

欧州と中国の排出権価格の推移(ドル換算)

欧州と中国の排出権価格の推移

(ドル/CO2-t)



(注) 中国の全国規模での排出権取引は2021年7月から取引を開始
(出所) Bloomberg、Shanghai Environment and Energy Exchange

欧州と中国のコモン・グランド・タクソミー(共通分類手法)

EUタクソミー環境目的

気候変動の緩和
(GHG排出削減対策)

気候変動への適応
(気候変動による悪影響を低下させる対応)

EUタクソミーの環境面でサステナブルであるとみなされる要件

6つの環境目的の1つ以上に実質的に貢献する

6つの環境目的のいずれにも重大な害とならない

人権等の最低安全策に準拠している

コモングランドタクソミー
第1草案

中国グリーンボンド適格プロジェクト
(中国のタクソミー)

目的:

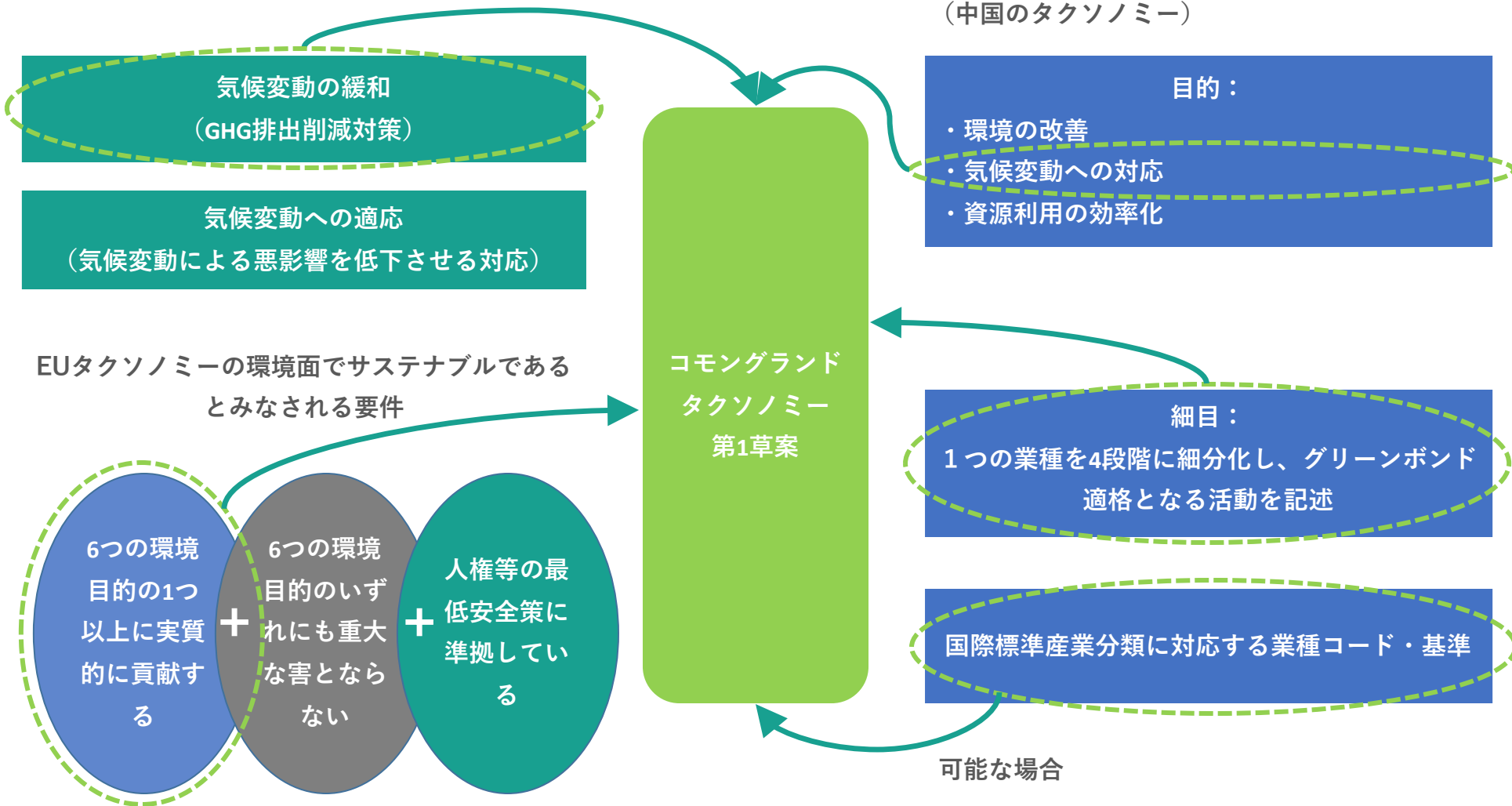
- ・ 環境の改善
- ・ 気候変動への対応
- ・ 資源利用の効率化

細目:

1つの業種を4段階に細分化し、グリーンボンド適格となる活動を記述

国際標準産業分類に対応する業種コード・基準

可能な場合

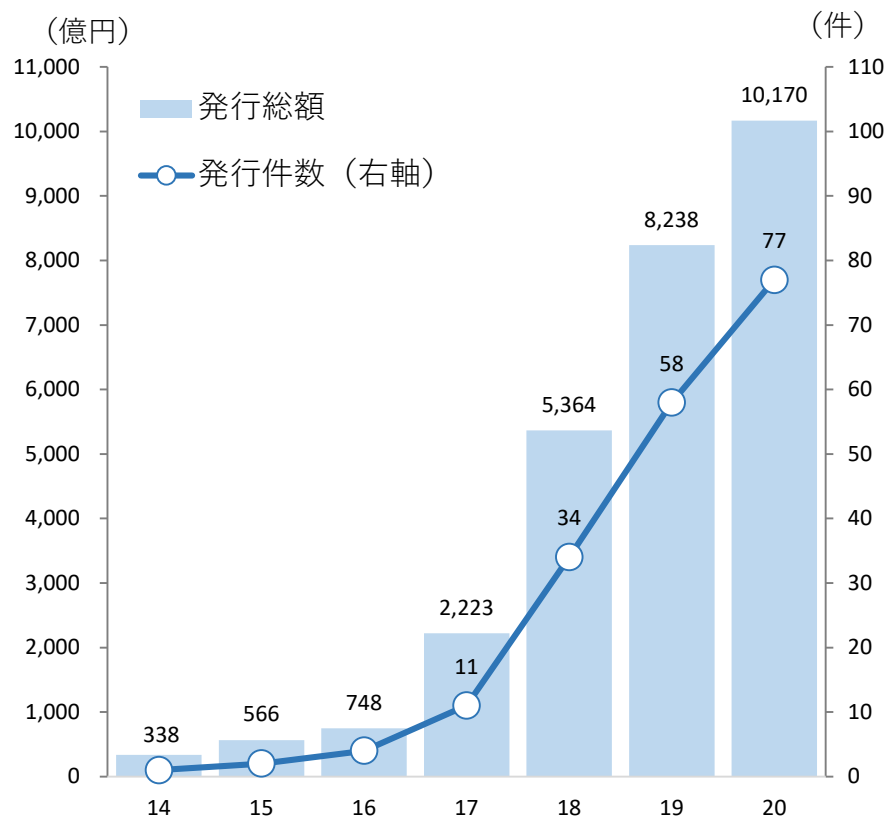


(出所) International Platform on Sustainable Finance “Common Ground Taxonomy – Climate Change Mitigation”より大和総研作成

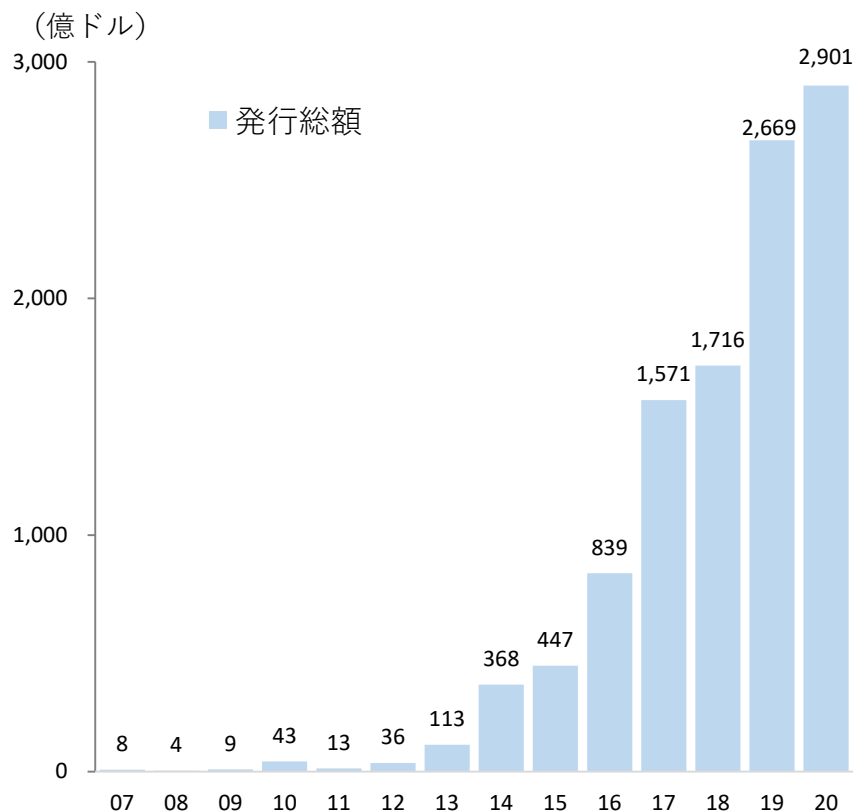
グリーンボンド市場の拡大

- 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。全世界で年間約3,000億米ドルの発行実績。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10月25日取得データ
 (出所) 環境省「グリーンファイナンスポータル」より大和総研作成
http://greenfinanceportal.env.go.jp/bond/issuance_data/market_status.html

(原典) Climate Bonds Initiative ウェブサイトの2021年10月25日取得データ
 (出所) 環境省「グリーンファイナンスポータル」より大和総研作成
http://greenfinanceportal.env.go.jp/bond/issuance_data/market_status.html

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。