

2021. 12 No.116

三井住友信託銀行

調査月報



時論

気候変動対応の実現力を高める鍵.....1

経済の動き

2021・2022年度の日本経済見通し

～複雑さを増すパンデミックからの回復～.....3

コロナ禍は日系企業のアジア展開をどう変えたか.....11

時論

気候変動対応の実現力を高める鍵

先の第 26 回国連気候変動枠組み条約締結国会議(COP26)は、パリ協定の努力目標、気温上昇 1.5 度内抑制を「実質」目標に格上げた上で、石炭火力の段階的削減や途上国への支援強化などを盛り込んだ合意文書を採択した。但し、気候変動対策に関する米中共同宣言などの前進はあったものの、先進国と途上国の意見対立も目立ち、肝心の排出量削減目標の上積みなどは実現できなかった。

会議に先立ち、①コロナ禍で化石燃料由来の二酸化炭素(CO₂)排出量は減ったが、依然森林などの吸収量を上回り、大気中の CO₂ 濃度が過去最高を更新したこと、②オーストラリアの駆け込み表明などにより、「2050 年ネットゼロ宣言」は 137 か国に達したが、それでもパリ協定批准済み 192 か国全体では 2030 年の温暖化ガス排出量がむしろ増加してしまうことが報告された。一方で、石炭火力からガス火力への急速な乗り換えに、天候による風力など再生可能エネルギー発電の低調なども加わり、天然ガスの市場価格が急騰するなど、脱炭素に向けた取組みには一部で混乱も見られる。

今回の COP26 を起点に、日本を始め主要国の気候変動対応はもはや決意表明や目標設定を競う段階を過ぎ、実現に向けた具体策や円滑な移行のための工程表の中身を問う段階に入ったと言える。

実行フェーズで求められるのは「国際協調」と「インセンティブ」である。気温上昇 1.5 度内目標達成には温暖化ガス排出量を 2030 年までに 2010 年対比で▲45%減らす必要がある。従って、特に重要なのは世界全排出量の 40%前後を占める中国、インド、ロシアの削減上積みを今後引き出せるかどうかである。加えて、エネルギー需要が増大する途上国は技術移転や資金援助の拡充を求めている。先進国は自らの排出量削減や未達に終わった資金拠出などについて、より高い政策コミットと確実な履行実績を示すことで、今回綻びが見えた国際協調の枠組みを再構築していかなければならない。

その際、排出削減に向けた産業転換や行動変容にコストが掛かる以上、各国の自主的な取組みに委ねていっては進捗が危ぶまれる。環境経済学で提唱される「カーボンプライシング(炭素価格付け)」の導入など、しっかりとした動機付けが欠かせない。また、国際的なイコールフットィング(競争条件均等化)をいかに確保するのも課題となる。今後、ローカル規制が乱立することを避けるには、先般のグローバル法人課税の最低税率適用に関する歴史的な合意に倣って、カーボンプライスの下限導入なども国際協議の争点になることは想像に難くない。

わが国での準備は進んでいるのか。国際協調の必要性は認識されているが、各国各様の取組みを尊重する立場から、COP26 でも石炭火力廃止などの有志国宣言には加わっていない。今後はアジア地域での適切なトランジション先導役としての積極的なリーダーシップ発揮が課題となろう。一方のインセンティブの柱となるカーボンプライシングは議論が停滞してきたが、変化も見え始めている。産業界でも環境経営を重視する約 190 社の集まり「日本気候リーダーズ・パートナーシップ」は炭素税や排出量取引などカーボンプライシングの有効性を認め、制度設計や導入時期について議論を進めるよう提言した。

実際、政府主導の規制強化を先取りする形で、企業が独自に社内の CO₂ 排出に価格付けを行う「社内カーボンプライシング」の取組みが広がっている。環境関連 NGO の CDP によれば、日本企業の 252 社が社内カーボンプライシングを導入済み、もしくは導入予定と米国に次いで世界第2位の水準にある。

こうした状況のもと、経済産業省の有識者研究会は中間整理で「カーボンニュートラル・トップリーグ(仮称)」を立ち上げる方針を掲げた。これは先進的な企業に自主参加を促し、CO₂ 排出削減目標・計画の策定・公表とともに、目標達成のために排出量取引を行うスキームである。しかも、当初は自主的な取り組みを尊重しつつも、進捗が不芳な場合は政府によるプライシングも視野に入れると明記されている。カーボンプライシングも総論の賛否ではなく、各論の協議に移ってきていることは間違いない。

カーボンプライシングに伴って、どの程度の経済影響が及ぶのか。産業連関分析を用いて試算してみた。シナリオとして、国際エネルギー機関(IEA)などの将来予測をもとに CO₂ 排出1トン当たり1万円の炭素税を想定し、CO₂ 排出量に応じて石油・石炭・天然ガスの各製品に2対2対1の割合で課税する。2019年度の化石燃料由来の CO₂ 排出量は約1ギガトンであり、炭素税額はちょうど約 10 兆円に相当する。

試算結果が示すのは第一に、CO₂ 高排出業種を中心に生産財価格が上昇するとともに、ほぼすべての産業に波及影響が及ぶ。課税対象の石油・石炭製品は47%、電力・ガスは15%値上がりし、影響の大きな鉄鋼と化学製品の上昇率は各々21%、7%を見込む。全産業平均で3.3%の上昇圧力となる。

第二に、家計消費はガソリン代と電気代の値上がりを通じ、特に中～低所得層および地方圏の寒冷地の家計への波及影響が大きくなる。光熱・水道費が18%、交通・通信費が8%、消費全体で年間12万円、3.6%の影響を受ける。また、年収約5～7.5百万円の層が3.8%で影響が最大となる一方、約1千万円以上では3.3%に止まる。地域別では北海道や東北、北陸などの家計が4.2%と最も支出が膨らむ。

第三に、炭素税を段階的に引き上げることで、その間に CO₂ 排出削減が進めば、生産財価格や消費支出への影響は緩和できる。事実、CO₂ 排出量が国際公約の2030年▲46%を踏まえて2040年▲75%まで減少していれば、炭素税が1万円/トンでも価格上昇は0.8%と、現状のままでフル課税する場合の4分の1程度に抑えられる。その一方で、課税を先送った結果、排出削減が▲50%に遅延すると、炭素税が7.5千円/トンでも価格上昇は1.2%を上回り、高止まり状態が長引くことになる。

第四に、石油石炭税などエネルギー課税全体を CO₂ 排出量に比例するように組み直すことで、炭素税の引上げ幅を圧縮できる。既存の炭素税「温暖化対策税」の289円/トンを含め、エネルギー課税全体で年間4.2兆円の税収があり、CO₂ 排出1トン当たりでは約4,100円に相当する。現状はガソリンに偏った税率設定であるが、制度変更してカーボンプライシングとしての機能を高めることは不可能ではない。

カーボンプライシングの利点として、①排出コストが見える化し比較することで費用対効果が最も大きい手法を選択する「シグナル効果」、②得られた収入を脱炭素技術への投資補助や家計への所得補償などに充当する「財源効果」が挙げられる。これまでの議論ではコスト負担の多寡に焦点が当たり、導入するかしないか、あるいは炭素税対排出量取引のような二者択一に陥り、思考停止し勝ちであった。

今後は先行事例の経験を活かしつつ、最適な制度設計を追求すべきであろう。例えば、①影響甚大な業種に配慮して当初は無償割当付きで排出量取引を導入、②大幅な市場変動を避けるため炭素価格に上限・下限のレンジを設定、③すべての企業や家計の行動変容を促すべく薄く広く一定の炭素税を賦課、④得られた財源を最大限活用し技術開発や産業転換、労働移動を後押しすることを目指したい。

気候変動対応は難度が高く、かつ時間を要する課題である。今こそ一歩踏み込んだ政策ミックスのもと、希望的観測の「ウィッシュリスト」を実現可能な「ウイリリスト」に書き換えていく努力が求められている。

(上席理事 調査部 主管 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

2021・2022 年度の日本経済見通し

～複雑さを増すパンデミックからの回復～

<要旨>

2021 年7～9月期の実質 GDP は、前期比年率▲3.0%のマイナス成長となり、年初からの足踏みが続く結果であった。感染再拡大と緊急事態宣言の再発出が個人消費を停滞させ、半導体不足などの供給制約に伴う生産の低下が輸出や設備投資を押し下げた。

先行き、ワクチン接種の進展に伴う経済活動の再開で海外経済の回復は続くとみられ、徐々に供給制約も解消に向かうことで輸出と設備投資は増加基調に回帰しよう。また国内では新規感染者数が急減し、ワクチンも普及したことから、10～12 月期以降、サービス消費中心に個人消費は回復基調を強めるとみる。ペントアップ需要の一巡後は徐々に成長率は鈍化するものの、雇用・賃金が回復に向かう中で景気回復の動きは続くだろう。以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は 2021 年度+3.0%、2022 年度+2.7%と予測する。

但し、需要面では経済対策における需要喚起策の実施時期や冬場の感染拡大の可能性など上振れ・下振れ双方の要因がある。加えて、供給面では景気回復の足枷となっている人手不足やサプライチェーン混乱などの供給制約の解消時期は不透明感が強い。

1. 2021 年7～9月期の日本経済

実質GDPは、2021 年7～9月期に前期比年率▲3.0%のマイナス成長となり、年初からの足踏みが続く結果となった(図表1)。項目別にみると、半導体不足などの供給制約を背景とした自動車生産の不振から輸出(前期比年率▲8.3%)が大幅に減少し、生産が弱まる中で設備投資(同▲14.4%)も減少した。また個人消費(同▲4.5%)では、新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の変異株の影響で新規感染者数が急増し自粛ムードが広がったことでサービス消費の停滞が続いた他、巣籠もり需要の息切れや自動車の供給制約を背景に耐久財消費が大幅に減少した。実質 GDP の水準は感染拡大前(2019 年 10～12 月期)の 97.8%となっている(図表2)。

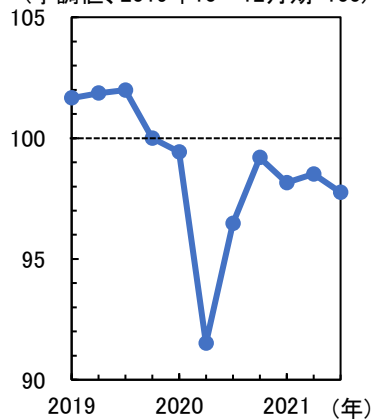
図表1 実質 GDP 成長率

	2020	2021 (前期比年率%) (寄与度%ポイント)				2021
	10-12	1-3	4-6	7-9	7-9	7-9
実質GDP	11.8	▲ 4.1	1.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0
個人消費	9.3	▲ 5.0	3.7	▲ 4.5	▲ 2.4	▲ 2.4
住宅投資	▲ 0.1	4.3	8.3	▲ 10.1	▲ 0.4	▲ 0.4
設備投資	18.1	▲ 4.1	9.1	▲ 14.4	▲ 2.4	▲ 2.4
政府消費	7.9	▲ 6.7	4.5	4.7	1.0	1.0
公共投資	3.0	▲ 5.5	▲ 8.1	▲ 5.8	▲ 0.3	▲ 0.3
輸出	55.6	9.9	13.6	▲ 8.3	▲ 1.5	▲ 1.5
(▲輸入)	20.7	16.9	22.8	▲ 10.5	1.8	1.8
内需	7.4	▲ 3.3	2.7	▲ 3.4	▲ 3.4	▲ 3.4
外需	-	-	-	-	0.4	0.4

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質 GDP の水準

(季調値、2019年10～12月期=100)



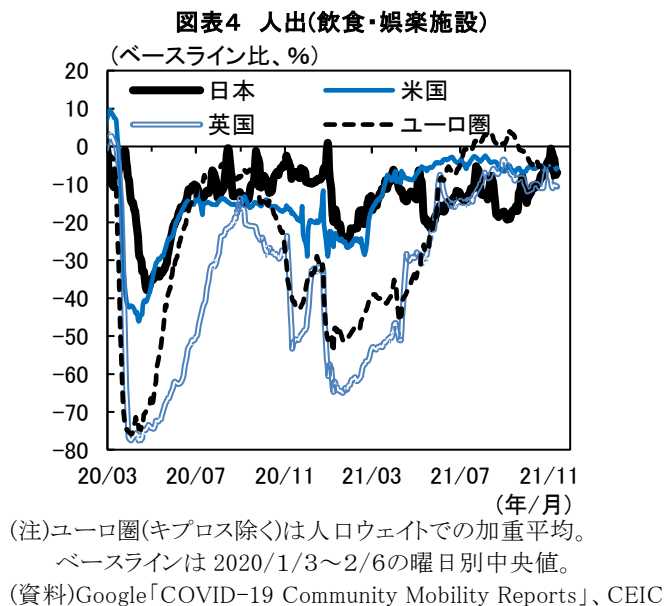
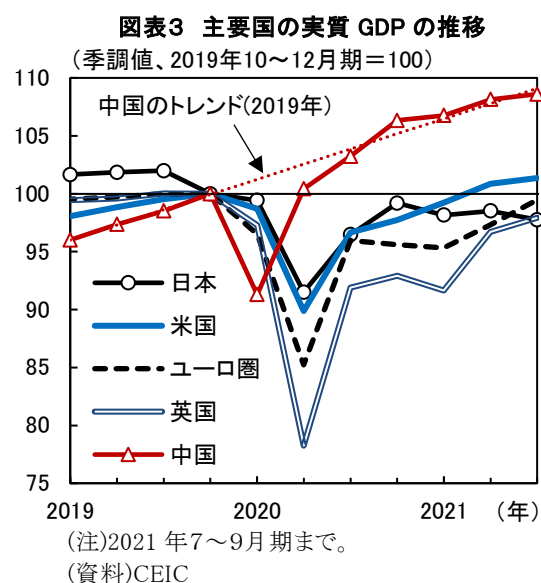
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 見通しの前提となる主要国経済とワクチン接種状況

(1) 主要国経済の動向と見通し

外需の前提となる主要国経済に目を向けると、7～9月期は全体的に景気拡大・回復基調が続いた(図表3)。米国経済は、変異株の感染拡大や自動車などの供給制約が下押しに働いたものの、個人消費の持続的な増加がプラス成長を支えた。ユーロ圏・英国経済は、ワクチン接種の進展に伴う経済活動の正常化が進み、2四半期連続でプラス成長となった(図表4)。中国経済は、感染拡大に伴う一部地域における行動制限や住宅市況の悪化が下押しに働き前期から伸び率は大幅に鈍化したものの、概ね感染拡大前からの成長トレンドは維持した。

先行き、ワクチン接種の進展に伴い新型コロナの影響は低下していき、主要国経済は経済活動の正常化が進むことで雇用・賃金も回復に向かうことから、景気の緩やかな回復基調が続くと予想する。ユーロ圏・英国も、2021 年度中には、感染拡大前(2019 年 10～12 月期)の実質GDP水準を概ね回復すると想定する。但し、中国や米国で成長率の鈍化がみられるように、感染拡大前の水準を回復した後は、ペントアップ需要による景気の押し上げ効果は弱まり、各国の成長率は徐々に鈍化していこう。



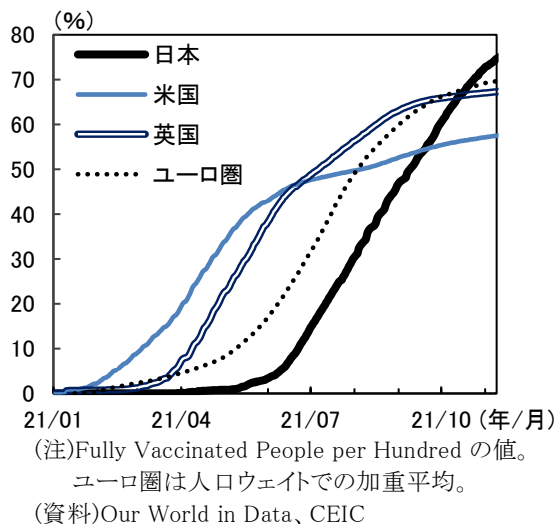
(2) ワクチン接種状況

欧米の経済活動の再開を促すワクチン接種の状況を確認する(次頁図表5)。11 月 14 日時点で、ワクチン接種率(規定の接種完了者の人口に占める割合)は、英国・ユーロ圏は 60%台後半、米国は 50%台後半となっている。欧米では、接種ペースが大幅に鈍化したものの、着実に接種率は上昇を続けている。一方、日本は、接種体制が整った後は、欧米と異なり接種ペースが減速することなく接種率が 70%台後半に達し、足下はワクチン忌避層の存在から到達困難とみていた接種率 80%を窺う状況となっている。

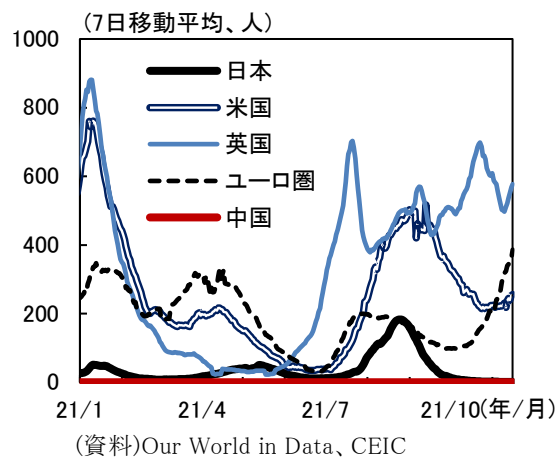
欧米では、ワクチン接種が進む中でも、ワクチン効果の逡減や未接種者への流行などから、人出の回復に伴い新規感染者数は増加した(次頁図表6)。しかし、重症化・死亡リスクが抑制されて

いることやブースター接種を背景に、経済活動の正常化に向けた動きは続いている。日本においても、ブースター接種が 12 月から開始される予定であり、また新規感染者が増加した際にも経済活動を止めないための「ワクチン・検査パッケージ」の導入が検討されている。冬場の感染拡大の可能性はなお高いが、新規感染者数の増加による景気下押し圧力は低下していくことになろう。

図表5 ワクチン接種率(規定の接種完了者の割合)



図表6 新規感染者数(人口 100 万人当たり)



3. 日本経済の足下動向と今後の見通し

外部環境とワクチン接種の状況を踏まえ、日本経済の足下動向と今後の見通しを示したい。

(1)輸出

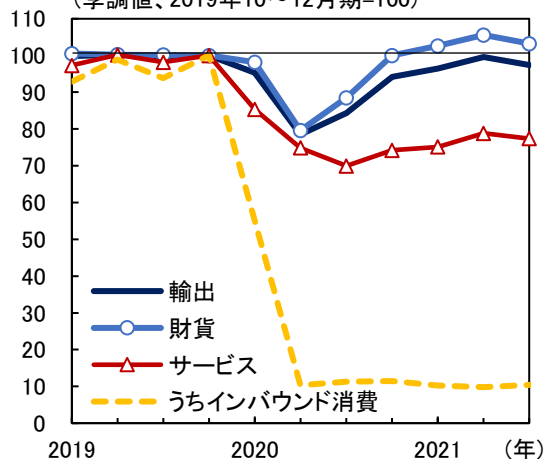
輸出は、2020 年春先を底に回復基調を続けてきたが、これまでの回復を主導した財輸出の不振により5四半期ぶりに減少した(次頁図表7)。財輸出の内訳をみると、情報関連財や半導体製造装置を含む資本財は堅調に推移したものの、自動車関連が大幅に減少した(次頁図表8)。世界的な半導体不足に加え、東南アジアにおける新型コロナウイルスの感染拡大で自動車部品の供給が滞り、自動車生産が供給制約に直面したことが背景にある。電機・機械などの製造業でも部品調達不良から需要に供給が追いつかないとの声が聞かれ、供給制約が生産・輸出の重石になっているとみられる。半導体不足の影響は残り、東南アジアの中でもベトナムなどは再び新規感染者数が増加に転じ気かりな点はあるが、自動車部品の輸入は持ち直しつつあることから、2021 年度後半にかけて供給制約は徐々に解消し財輸出も回復基調を取り戻すだろう。また 2022 年度も主要国経済の景気回復が続く下で、財輸出の回復基調は続くと予想する。

一方、インバウンド需要を含むサービス輸出は停滞が続いている。海外各国と同様に日本でもワクチン接種証明を条件に、ビジネス目的の訪日客の受け入れ制限は緩和された。しかし新興国へのワクチン普及は 2022 年度以降となることや、新たな変異株流入の可能性を踏まえると、観光目的の訪日客受け入れはより慎重で、かつ段階的なものになるだろう。訪日客数およびインバウンド消費が感染拡大前の水準を回復するのは 2023 年度以降との見方を維持する。

以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は 2021 年度+12.4%、2022 年度+5.2%と予測する。

図表7 実質輸出(SNA)

(季調値、2019年10～12月期=100)

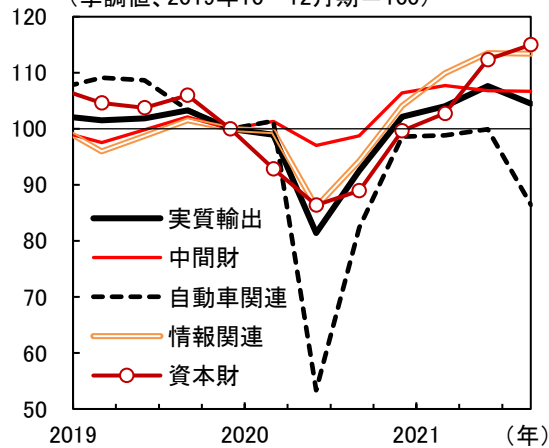


(注)2021 年7～9月期まで。

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表8 財別の実質財輸出

(季調値、2019年10～12月期=100)



(注)2021 年7～9月期まで。

(資料)日本銀行「実質輸出入」

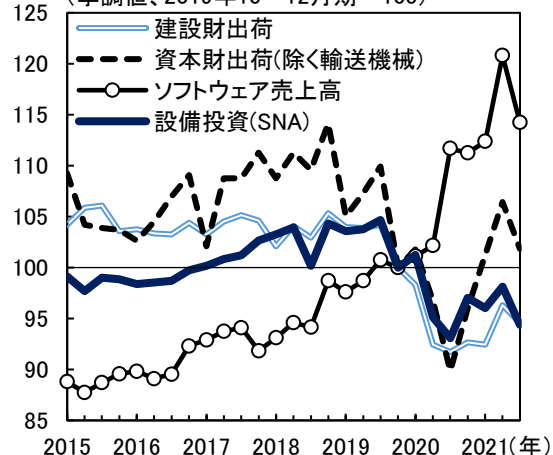
(2)設備投資

設備投資は、2021 年7～9月期に2四半期ぶりの減少となり、足下で弱さが見られる(図表9)。ソフトウェア投資は高水準ながらも反落し、輸出が減少する中でこれまで牽引してきた製造業の機械投資に弱さがみられた。建設投資は、新型コロナの影響を強く受けてきた対面型サービス業で低迷が続いた。一方、2021 年度の設備投資計画(金融機関含む全産業)は、前年比+9.3%と例年を上回る高水準を維持している(図表 10)。国内でワクチン接種が進展したことで、経済活動の正常化に向けた見通しが従来よりも立てやすくなったことが背景にあらう。

先行き、供給制約が徐々に緩和に向かうことに加え、世界経済の回復を背景とした輸出の増加が続く中で、製造業を中心とする機械投資は持ち直すであろう。また非製造業においては、飲食・宿泊などの対面型サービス業は依然として積極的な投資には動きづらいものの、物流施設の建設やデジタル化投資、人手不足を背景とした省力化・効率化投資は引き続き拡大を続けると考えられる。以上を踏まえ、設備投資(SNA)は 2021 年度+2.5%、2022 年度 4.1%と予測する。

図表9 設備投資(SNA)と一致指数

(季調値、2019年10～12月期=100)

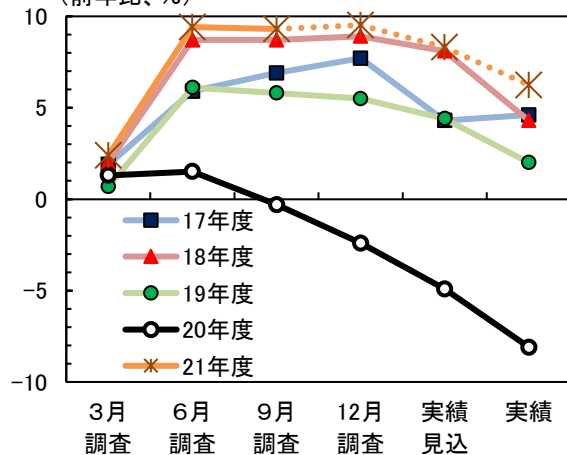


(注)2021年7～9月期まで。資本財・建設財出荷は国内向け。ソフトウェア売上高は独自季調値。

(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」「特定サービス産業動態統計調査」

図表10 設備投資計画修正パターン(全規模全産業)

(前年比、%)



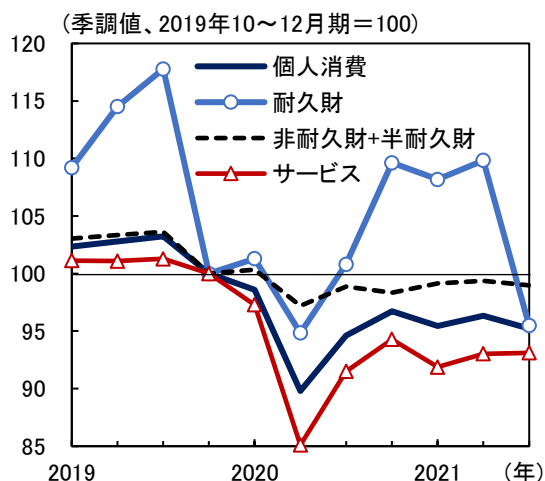
(注)ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く。金融機関含む全産業。21年度の12月調査以降は、17～19年度における修正率の平均値で延長。
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(3) 個人消費

個人消費は、2021 年7～9月期において再び減少に転じ、2021 年に入ってから足踏み状態が続いた。消費の形態別にみると、変異株の流行に伴い新規感染者数が全国的に急増し外出自粛ムードが広がったことでサービス消費が停滞した他、巣籠もり需要の息切れや供給制約に伴う自動車販売の減少により耐久財消費が大幅に減少した(図表 11)。また高齢世帯の消費は、先行してワクチン接種が進んだことで盛り上がり期待されたが、夏場に国内で過去最高の新規感染者数が報告される中で、低調にとどまった。

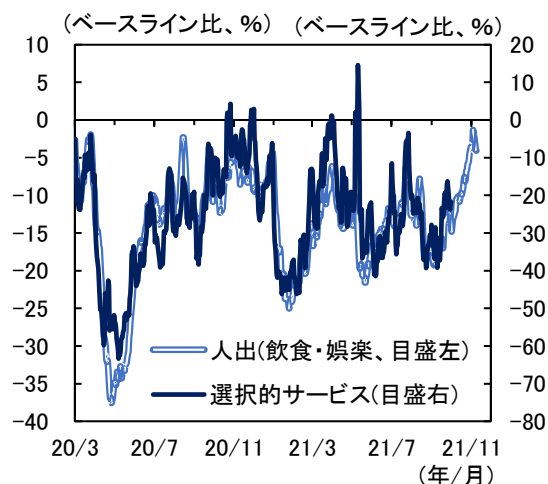
足下の 10～12 月期は、新規感染者数が激減し、4度目の緊急事態宣言も9月末で解除されたことから、ワクチン普及も相まって人出の回復と共にサービス消費の回復傾向が強まるとみる(図表 12)。その後は、冬場の感染拡大状況に左右され不透明感強いものの、ワクチンのブースター接種や「ワクチン・検査パッケージ」による経済活動の正常化は進み、雇用・賃金も回復に向かう中で、個人消費は振れを伴いながらも回復基調が続くであろう。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2021 年度+2.9%、2022 年度+2.9%と予測する。

図表 11 形態別の個人消費(SNA)



(注)個人消費は国内家計最終消費支出の値。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 12 人出(飲食・娯楽施設)と選択的サービス消費



(注)7日移動平均値。人出の外れ値補正済み。
ベースラインは 2020/1/3～2/6の曜日別中央値。
(資料)Google「Community Mobility Reports」、総務省、CEIC

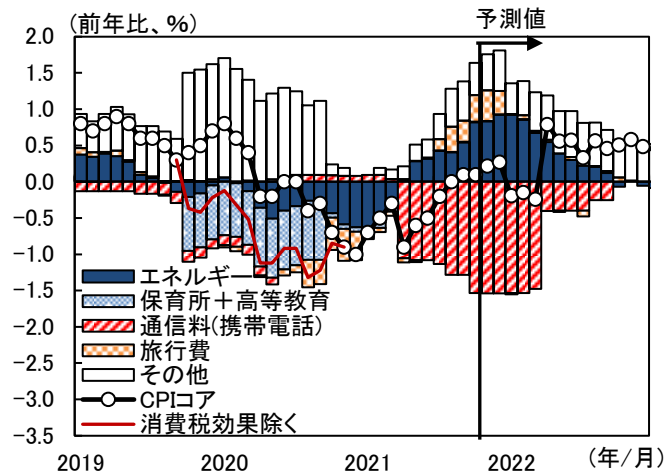
(4) 物価情勢と金融政策

消費者物価指数の生鮮食品を除く総合(CPIコア)は、2020 年中旬より前年比マイナスで推移してきたが、2021 年9月に+0.1%と漸くプラス圏に浮上した(次頁図表 13)。引き続き通信料(携帯電話)の値下げが政策的な押し下げとして寄与するものの、昨年度実施された GoTo トラベルに伴い押し下げられた旅行費の反動増に加え、エネルギー価格の上昇が押し上げに寄与している。

先行き、通信料(携帯電話)の押し下げ寄与が剥落すれば、2022 年春先には 1.0%弱まで CPI コアは上昇する見込みである。しかし、エネルギー価格の押し上げが主であり、その他の財・サービス価格は米国でみられるような経済活動再開に伴う需要増や供給制約に伴う大幅な価格上昇はみられない。またGoToトラベルが再開されれば、物価の押し下げに寄与することになる。

その結果、エネルギー価格上昇による物価上昇圧力はあるものの、CPI コアの前年比は0～1%程度での推移が続き、日本銀行の物価安定目標2%の達成は予測期間を通じて困難とみる。そのため、現行の大規模な金融緩和は維持され、日本の長期金利は、米金利の上昇につられて僅かに上昇する局面もあるだろうが、予測期間に亘り0%付近での推移が続くと予測する。

図表 13 生鮮食品を除く総合(CPI コア)



(注)2020年基準。旅行費は宿泊代とバック旅行費。

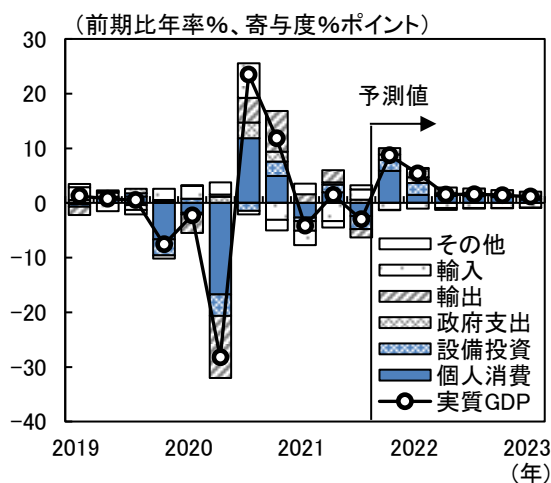
実績は2021年10月値まで。

(資料)総務省「消費者物価指数」

(5)総括

経済見通し全体を総括すると、2021年度の前半は、繰り返された新規感染者数の増加と緊急事態宣言の発出が下押しし景気は足踏みしたが、年度後半はワクチン普及を背景に経済活動の正常化が進み、回復基調が強まるであろう。2022年度に入ると、経済正常化に伴うペントアップ需要は徐々に剥落し、成長率は鈍化傾向を示すが、世界経済の回復や雇用・賃金の回復を背景に、緩やかな回復基調は続くとする。以上を踏まえ、日本の実質 GDP 成長率は、2021年度+3.0%、2022年度+2.7%と予測する(図表 14)。実質 GDP 水準が、四半期ベースで感染拡大前水準(2019年10～12月期)を回復する時期は、2022年1～3月期との見方を維持する(図表 15)。

図表 14 実質 GDP 成長率(年率)の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表 15 実質GDPの予測パス



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

4. リスク要因

上述した日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、図表 16 に挙げた項目などがある。これまで新型コロナの影響を最も強く受けてきた個人消費においては、ワクチン普及を背景に上振れ・下振れ双方の要因が考えられるようになってきた。上振れ要因としては、治療薬の実用化・普及や「ワクチン・検査パッケージ」の活用が進むことで経済活動正常化の動きが加速することが考えられる。また GoTo トラベル等の需要喚起策が経済対策に盛り込まれる予定になっている。GoTo トラベルの再開時期は感染状況に左右され確定していないことから本稿の見通しには織り込んでいないものの、実施されれば外出活発化の機運を高め、サービス消費の回復を後押しすることになるだろう。

下振れ要因としては、冬場における感染再拡大の可能性の他、感染症への警戒感が高齢世帯を中心に根強く残り、従来からの消費者マインドの弱さも相まって、サービス消費が感染拡大前の水準に中々戻らない事態がある。

また需要面での下振れ要因に加えて、供給制約が景気回復の足枷としてウェイトを高めている。既に触れた通り、世界的な半導体不足やグローバルサプライチェーンの混乱などが自動車を始めとした製造業の生産・輸出を下押ししている他、飲食・宿泊などの対面型サービス業に労働力が戻らず、人手不足が問題となりつつある。こういった供給制約は、年明け以降徐々に解消に向かうというのが基本的な見方ではあるものの、順調に解消に向かうか不透明感は強い。

加えて、経済活動水準が回復に向かう中で供給制約が生じたことから、米国を中心として世界的に物価上昇率が高まってきており、金融政策正常化への動きが加速している。エネルギー価格が更に高騰し、供給制約が解消されなければ物価上昇率が高止まりし、金融引締めを早期化観測から金利が急上昇して資産価格の調整に繋がる可能性がある。日本においては、エネルギー価格の高騰に加えて円安が更に進行すると生産コストが上昇し、販売価格に転嫁できない中で企業収益が下押しされるリスクも高まっている。

需要面で上振れ・下振れ双方の要因がある上に、供給面での下振れ要因も生じてきたことから、パンデミックからの回復過程は複雑さを増している。

図表 16 リスク整理

上振れ要因	・「ワクチン・検査パッケージ」の活用促進(追加) ・GoToキャンペーン等の需要喚起策の実施(追加) ・新型コロナウイルス感染症への治療薬の普及 ・外出自粛に伴う支出抑制で増加した貯蓄(強制貯蓄)の取り崩し
下振れ要因	・世界的なインフレ加速、金利上昇に伴う資産価格の調整(追加) ・新たな変異株による感染拡大(行動制限の強化、長期化) ・米中摩擦の再燃(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等) ・コロナ禍の長期化に伴う金融システムへの波及 ・潜在成長率の低下(資本・労働力の棄損)

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹:Iwahashi_Junki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2021年11月19日)

	単位	2021				2022				2023	2020	2021	2022
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
<実質・2015年基準>													
国内総支出	前期比(%)	-1.1	0.4	-0.8	2.1	1.3	0.4	0.4	0.4	0.3	-4.4	3.0	2.7
	前期比年率(%)	-4.1	1.5	-3.0	8.7	5.4	1.5	1.6	1.4	1.1			
民間最終消費	前期比(%)	-1.3	0.9	-1.1	2.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	-5.8	2.9	2.9
民間住宅投資	前期比(%)	1.1	2.0	-2.6	2.0	-0.6	-0.9	-1.0	-0.8	-0.7	-7.2	0.2	-2.3
民間設備投資	前期比(%)	-1.0	2.2	-3.8	3.3	3.4	0.4	0.4	0.4	0.4	-6.9	2.5	4.1
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.4	-0.3	0.3	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0
政府最終消費	前期比(%)	-1.7	1.1	1.1	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	3.4	2.8	1.8
公的固定資本形成	前期比(%)	-1.4	-2.1	-1.5	2.0	2.6	-0.1	0.3	-0.2	0.3	4.2	-1.9	2.6
財貨・サービス輸出	前期比(%)	2.4	3.2	-2.1	1.7	2.4	1.4	1.1	1.1	1.2	-10.4	12.4	5.2
財貨・サービス輸入	前期比(%)	4.0	5.3	-2.7	1.9	1.6	1.2	1.2	1.2	1.1	-6.8	7.8	4.6
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.8	0.7	-0.9	2.1	1.2	0.4	0.4	0.4	0.3	-3.8	2.3	2.7
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	0.7	0.1
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	-1.1	-0.2	-0.6	1.3	1.1	0.8	0.8	0.1	0.0	-3.9	1.8	2.7
GDPデフレーター	前年同期比(%)	-0.2	-1.2	-1.1	-1.3	-1.3	-0.6	-0.3	0.3	0.3	0.6	-1.2	-0.1
鉱工業生産指数	前期比(%)	2.9	1.1	-3.7	2.3	1.8	0.4	0.3	0.2	0.2	-9.5	6.9	2.3
企業物価指数	前年同期比(%)	-0.3	4.6	6.0	6.9	5.5	2.9	0.7	0.1	-0.3	-1.4	5.8	0.9
輸出物価指数	前年同期比(%)	1.7	10.5	11.2	11.3	7.9	2.3	0.4	-0.5	-1.0	-2.0	10.2	0.3
輸入物価指数	前年同期比(%)	-1.6	23.2	30.2	34.0	24.0	12.7	5.0	0.0	-1.9	-9.9	27.8	3.7
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	-0.6	-0.7	0.0	0.2	-0.2	0.6	0.5	0.5	0.4	-0.5	-0.2	0.5
完全失業率	%	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.9	2.8	2.7
雇用者数	前年同期比(%)	-0.7	0.6	0.5	0.2	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7	-1.0	0.5	0.7
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	-0.3	1.0	0.5	0.5	0.4	1.3	0.7	0.5	0.2	-1.4	0.6	0.7
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	-0.4	2.0	1.8	0.8	1.2	2.0	1.3	1.2	0.9	-2.0	1.4	1.4
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	83.0	87.5	87.6	85.1	83.5	82.4	81.3	80.6	80.0	81.2	85.7	80.8
貿易収支	兆円	1.4	1.0	0.0	-1.4	-1.2	-0.9	-0.6	-1.4	-1.4	3.9	-1.7	-4.2
輸出	兆円	19.1	20.2	20.6	21.4	21.1	21.0	21.9	22.5	21.7	68.4	83.3	87.1
輸入	兆円	17.7	19.2	20.6	22.9	22.3	21.9	22.5	24.0	23.0	64.4	85.0	91.3
第一次所得収支	兆円	5.6	4.8	6.9	4.6	6.6	5.6	7.2	4.8	6.9	18.8	22.9	24.5
経常収支	兆円	5.8	3.7	5.3	1.9	4.1	3.0	4.8	2.2	4.5	16.3	15.1	14.5
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	6.3	6.7	2.0	3.0	6.5	4.0	2.3	2.2	2.2	-3.4	5.4	4.0
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	18.0	7.0	4.0	3.0	4.5	5.1	5.1	6.0	5.5	2.3	8.1	5.2
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.02	-0.02	-0.03	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.03	-0.04	-0.05
10年国債利回り	平均値、%	0.08	0.08	0.03	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.04	0.07	0.08
ドル円レート	平均値、円/ドル	105.9	109.5	110.1	112.1	112.9	113.0	113.1	113.2	113.3	106.0	111.2	113.2
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	58.1	66.2	70.5	82.0	79.9	76.4	74.0	72.2	70.7	42.4	74.6	73.3
					→予測値							→予測値	

コロナ禍は日系企業のアジア展開を どう変えたか

＜要旨＞

新型コロナの蔓延に伴い各国が感染対策として導入した厳格な国境管理や行動制限は、ヒトとモノの国際移動を阻害し、グローバル・サプライチェーンの混乱を引き起こすとともに、クロスボーダービジネスのあり方にも甚大な影響を与えた。しかしながら、日本からの直接投資や日系現地法人数の推移をみると、概ねコロナ危機以前からのトレンドに沿ったものとなっており、これらの数字をみる限り、コロナ危機は日系企業のアジア事業に対し、これまでのところ著しい転換を促したとまではいえない。

日系企業にとって、アジア、特に ASEAN と中国は、主たる生産の場であるだけでなく主要な消費市場でもある。自国市場に長期的な成長性を見出すことができないなか、コロナ危機以降も、アジア地域が大部分の日系企業にとって戦略上重要な地域であり続けることは間違いない。ただし、今回の危機を通じ、ASEAN は、1 つの経済圏としてみたとき、構成国同士の連結性（コネクティビティ）があまりに脆弱であったことが露わになった。日系企業は今後も東南アジア重視の姿勢を維持するものの、域内での事業展開については国毎の選別を強めていこう。一方、グローバル・サプライチェーンの寸断は、「地産地消」が可能な国、具体的には中国の優位性をはっきりさせた。したがって、米中対立に伴う様々な制約の発生や中国国内における諸々の規制強化にかかわらず、日系企業の中国事業への資源配分は当面現状が維持されるとみるのが妥当である。

新型コロナウイルス感染症の世界的蔓延は、政治、経済、社会、文化など広範な分野において、第二次世界大戦以来最大とされる危機を世界にもたらした。国際経済という観点からみてとりわけ重要なのは、各国が感染対策として導入した厳格な国境管理や行動制限である。これらの規制はヒトとモノの国際移動を阻害し、グローバル・サプライチェーンの混乱を引き起こすとともに、クロスボーダービジネスのあり方にも甚大な影響を与えた。日系企業のアジア事業もむろん例外ではなく、各企業は調達・生産・物流・販売・輸出・人事など多方面で対応を迫られた。

本稿は、コロナ危機が日系企業のアジア事業、特に投資が集中する中国・香港および ASEAN における事業にもたらした影響について、対外直接投資、日系企業の現地法人数、および現地法人派遣者数のそれぞれの変化から検証したうえで、今後の見通しを示すものである。なお、本稿では「中国・香港」（中国本土および香港）と「ASEAN」を「サブ地域」と呼び、中国、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナムを「主要国」と呼ぶ。

1. 対外直接投資の動き

（1）ストック・ベース

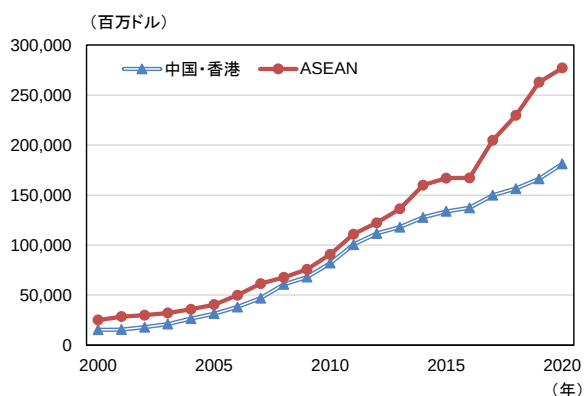
2020 年時点で約 2 兆ドルにのぼる日本の対外直接投資残高（対外資産負債残高統計ベース）のうち、全体の約 3 割はアジアに占められる。直接投資残高の伸びは年毎の振れが大きく、うちア

アジア向けは 2010 年代以降、前年比 3～21% 増の範囲で推移してきた。2020 年は同 7.1% 増と、4 年ぶりの低い伸びにとどまったが、とはいえ、例年に比べ極端に落ち込んだわけではない。

直接投資残高の伸び率をサブ地域別にみると、中国・香港向けが前年比 9.0% 増、ASEAN 向けが同 5.4% 増だった(図表1)。なお、2016 年以降、伸び率は ASEAN 向けが中国・香港向けを一貫して上回ってきたが、2020 年は 4 年ぶりに両者が逆転した。

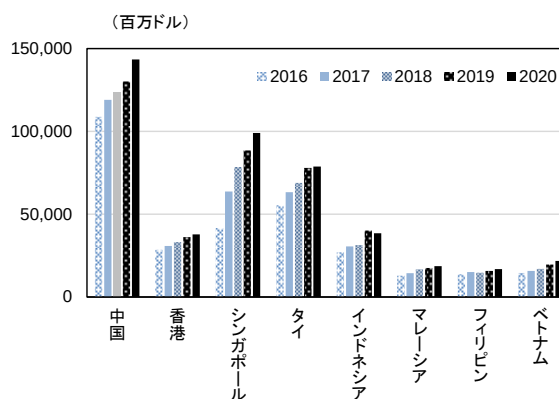
ただし、一口に ASEAN といっても国毎に差が大きく、インドネシア向けは前年比 4.0% 減とマイナスを記録する一方、テレワーク向け製品の需要拡大などコロナ特需を享受したシンガポール向け(前年比 11.8% 増)およびベトナム(同 11.2% 増)向けは二桁の増加率となった(図表2)。

図表1 日本からの直接投資残高(サブ地域別)



(資料)JETRO

図表2 日本からの直接投資残高(主要国別)

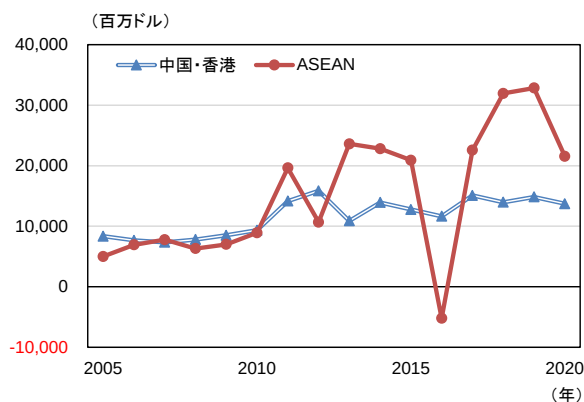


(資料)JETRO

(2) フロー・ベース

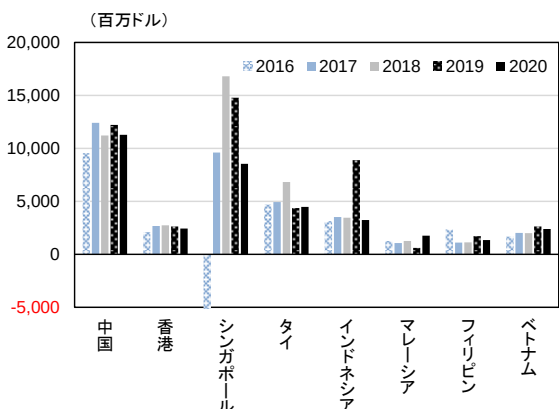
日本からの直接投資をフロー(国際収支ベース、ネット(実行一回収))でみると、2020 年におけるアジア向け投資額は 412 億ドルのプラスと 2017 年以降で最小だった。とはいえ、2017 年が 425 億ドル、18 年が 552 億ドル、19 年が 556 億ドルのプラスだったことに照らせば、激減したわけではないことがわかる。ASEAN 向けは前年および前々年に比べ大幅に鈍化したものの、一方で中国・香港向けが例年並みの伸びとなったためである(図表3)。

図表3 日本からの直接投資フロー(サブ地域別)



(資料)JETRO

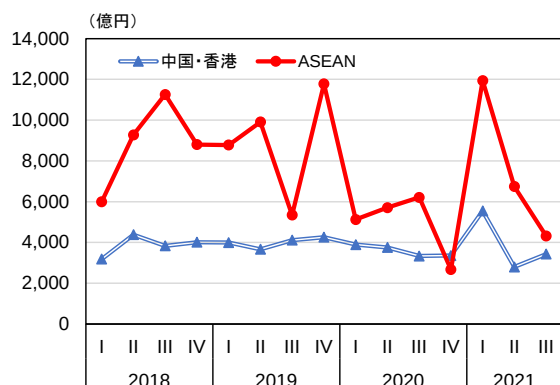
図表4 日本からの直接投資フロー(主要国別)



(注)シンガポールの 2016 年値は▲18,594 百万ドル
(資料)JETRO

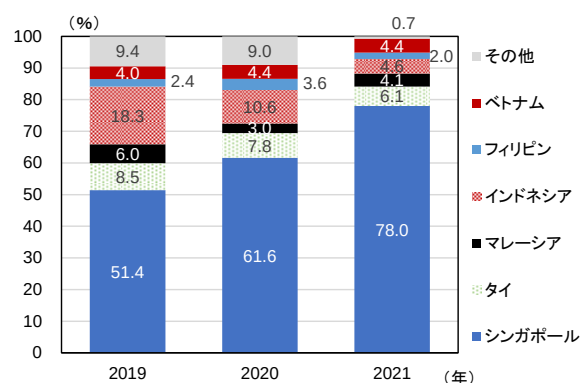
日本からの直接投資フローを主要国別にみると、中国とベトナムは堅調な流入を維持した一方、シンガポールとインドネシアは大幅な減少に見舞われた。しかしながら、フローがマイナス(実行<回収)となった国は皆無であった(前頁図表4)。

図表5 日本からの直接投資フロー(サブ地域別)



(注)2021 年7～9月は速報値
(資料)財務省

図表6 日本からの ASEAN 向け直接投資実行額の国別構成比



(注)2021 年は1～9月。うち7～9月は速報値
(資料)財務省

2021 年以降も、第3四半期(7～9月期)まで日本からのアジア向け直接投資フローは中国・香港、ASEAN とともにプラス(実行>回収)が続いている(図表5)。国境管理の厳格化は、ヒト・モノの動きを著しく妨げたものの、カネの動きについてはその限りではなかった、ということである。

ただし、ASEAN 向け直接投資実行額の国別構成比をコロナ危機前の 2019 年(通年)と直近 2021 年(1～9月)で比較すると、シンガポールとベトナムでは上昇している一方、インドネシアおよび主要6か国以外の加盟国(ミャンマー、カンボジアなど)では大きく低下しており、コロナ危機を挟んで国毎に明暗が大きく分かれたことがみてとれる(図表6)。

2. 現地法人数の動き

東洋経済『海外進出企業総覧[国別編]』(各年版)¹によれば、2010 年以降の日系企業現地法人数は、北米および欧州では緩やかな伸びにとどまる一方、アジアでは 2010 年の 13,684 社から 2020 年には 20,577 社へと約7千社増加した。その結果、2020 年時点で世界の日系現地法人計 32,938 社のうち、アジアが全体の約 63%を占めるに至っている²。

ただし、一口にアジアといっても、サブ地域毎にみると様相は異なる。2010 年代初頭まで、日系現地法人数は、中国・香港、ASEAN とともに増加基調だったが、2014 年以降をみると、ASEAN では引き続き増加傾向にある一方、中国・香港では頭打ちとなっている(次頁図表7)。

背景にあるのは、事業を中国に過度に依存することに付随するリスク、すなわち「中国リスク」が強く意識されるようになったことである。人件費の高騰、労働争議の頻発、知的財産権問題、不透明な法制・税制、外資系企業に対する差別的な措置に加え、日本による尖閣諸島国有化が引き

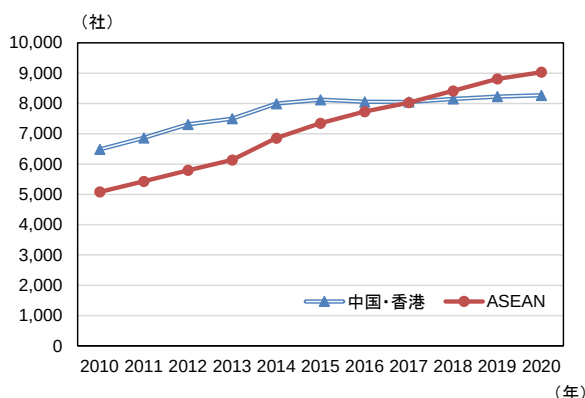
¹ 『海外進出企業総覧』はすべての日系現地法人を網羅しているわけではないものの、外務省「海外進出日系企業拠点数調査」に比べても統計の捕捉率は高いものと推測される。

² 2020 年における在アジア日系現地法人数 20,577 社のうち、製造業が占める比率は 44%であった。サービス業の海外進出の増加に伴い、製造業比率は国を問わず年々低下傾向にある。

金となって中国各地で発生した 2012 年の反日暴動が主要因である。アジア事業を中国以外の地域、とりわけ ASEAN に拡大する「チャイナ・プラスワン戦略」自体は 2000 年代はじめにはすでに登場していたが、反日暴動は、中国への比重を引き下げ一方、ASEAN への比重を高める「ASEAN シフト」を一気に加速させた。

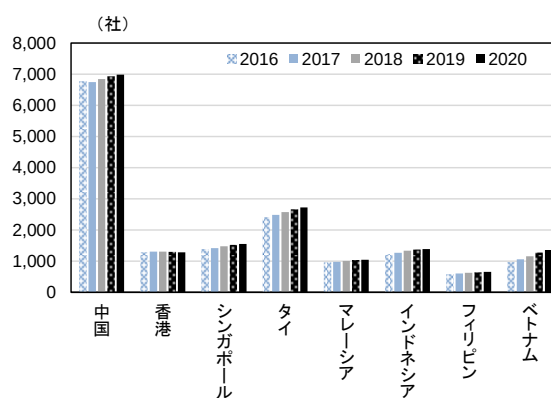
アジア域内における立地戦略の転換により、日系企業の在 ASEAN 現地法人数は 2018 年に在中国・香港現地法人数を追い抜いた。さらに、トランプ政権以降の米中対立激化が日系企業の ASEAN、特にベトナムへの進出に拍車をかけたことで(図表 8)、2020 年時点では中国・香港の 8,282 社に対し、ASEAN は 9,036 社と中国・香港を 1 割程度上回っている。

図表 7 日系現地法人数(サブ地域別)



(資料) 東洋経済

図表 8 日系現地法人数(国別)

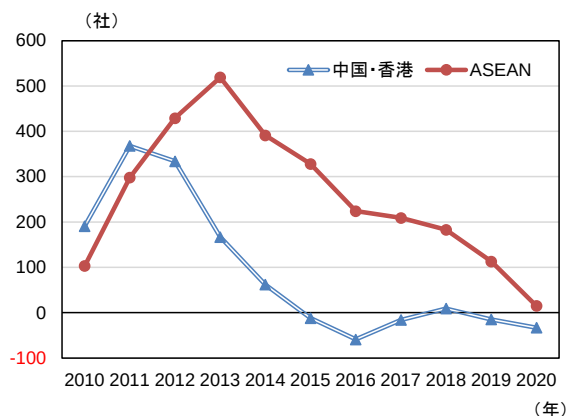


(資料) 東洋経済

進出件数から撤退・被合併件数を差し引いて算出した日系現地法人数の前年比純増数³をみると、2020 年はアジア全体で 13 社の純減となった。

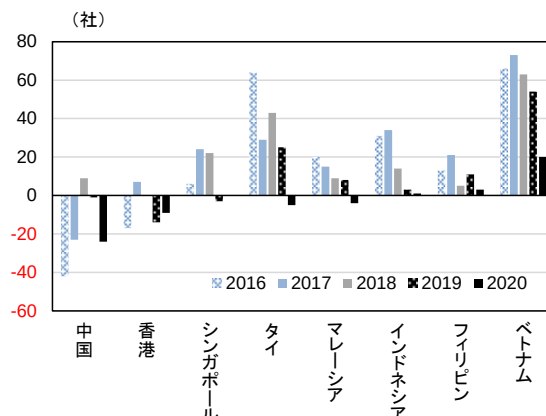
うち ASEAN は 15 社の純増で、純増数は例年になく少なさとなった。もともと、純増数の縮小は概ねトレンドに沿ったものである(図表 9)。主要国別にみると、ベトナムが前年比 20 社増と純増を維持したほかはほぼ横ばいだった(図表 10)。

図表 9 日系現地法人数前年比純増減数(サブ地域別)



(資料) 東洋経済

図表 10 日系現地法人数前年比純増減数(国別)



(資料) 東洋経済

³ 定義の違いにより、図表 7 と 9、図表 8 と 10 の日系現地法人数の前年比増減とは必ずしも一致しない。

中国・香港は前年比 33 社の純減だったが(うち中国は 24 社の純減、香港は 9 社の純減)、コロナ危機にもかかわらず、加えて米中対立の激化にもかかわらず、純減数は中国・香港全体の現地法人数からみると限定的であった。このことは、日系企業の対中ビジネスの見直し(事業縮小・撤退など)に一定の歯止めがかかったことを示唆している。

以上の動きは、前述した日本からの直接投資(カネ)の動きと概ね整合的である。

3. 現地法人派遣者数の動き

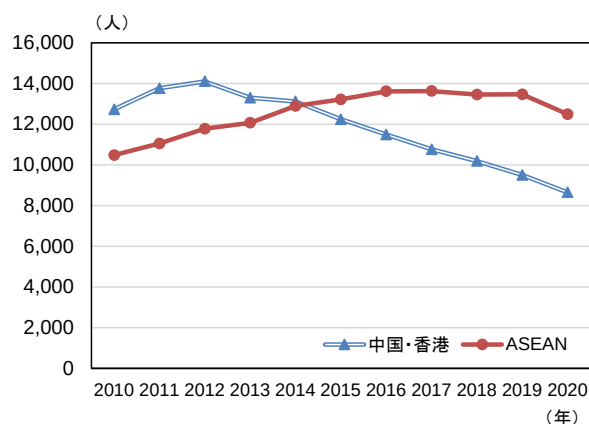
前掲の東洋経済『海外進出企業総覧[国別編]』(各年版)によれば、日系現地法人における日本からの派遣者数(全産業)は、世界全体で 2010 年の 3.8 万人から 2019 年には 3.7 万人へと約 2% 減少した。しかし、アジア地域に関しては、同期間に 2.5 万人から 2.6 万人へと約 2% 増加し、アジアが世界全体に占める比率は 67% から 70% に上昇した。

ただし、一概にアジアといってもサブ地域毎に傾向に違いがあり、派遣者数は中国・香港では 2012 年をピークに減少傾向にある一方、ASEAN では 2010 年代半ばまでは増加傾向、その後は 2019 年まで横ばいとなっている(図表 11)。その結果、両サブ地域における派遣者数は 2015 年に逆転し、その後も差は開く一方である。背景にあるのは既述の「ASEAN シフト」である。

コロナ危機に見舞われた 2020 年をみると、日系現地法人の派遣者数はアジア全体で前年比 8.1% 減と例年にない減少を記録した(2019 年: 25,895 人→2020 年: 23,802 人)。サブ地域別には、中国・香港が同 9.0% 減(同: 9,500 人→8,647 人)、ASEAN が同 7.3% 減(同 13,465 人→12,487 人)であった。

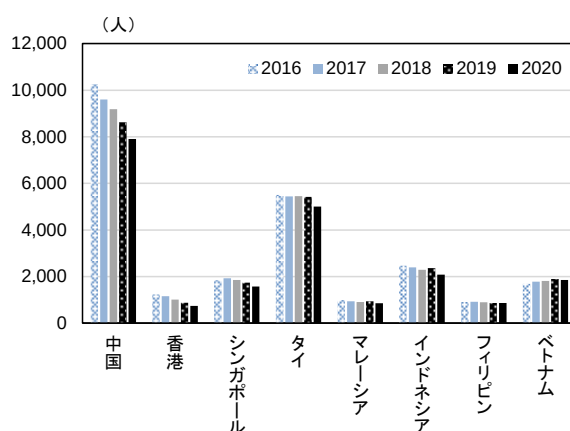
主要国別にみると、各国とも派遣者数はそろって前年比マイナスとなったが、減少率には大きなばらつきがみられた。最も減少率が大きかったのは香港の前年比 16.3% 減で、以下、減少率の大きい順に、インドネシアの同 12.0% 減、シンガポールの同 9.3% 減、マレーシアの同 8.7% 減が続いた。うち香港に関しては、前年 2019 年に起こった政治危機の影響も大きいものとみられる。一方、派遣者数が近年一貫して増加傾向にあったベトナムについては同 2.3% 減にとどまった。中国は同 8.2% 減となり、例年に比べるとやや大きな減少率となったとはいえ、概ねコロナ危機以前のトレンドに沿ったもので、際立って大きな変化だったというわけではない(図表 12)。

図表 11 日系現地法人派遣者数(サブ地域別)



(資料) 東洋経済

図表 12 同派遣者数(2019・20 年)(主要国別)



(資料) 東洋経済

4. 今後の見通し

コロナ危機は世界経済に対し戦後最大のインパクトを与えたといっても過言ではない。しかしながら、日本からの直接投資や日系現地法人数の推移をみる限り、日系企業のアジア事業に対しては、これまでのところ著しい転換を促したとまではいえない。また、日系現地法人の派遣者数は2020年、一部の国・地域では大幅な減少をみたものの、全体としてはトレンドに比べ著しく落ち込んだわけではない。

日系企業にとって、アジア、特に ASEAN と中国は主たる生産の場であるだけでなく同時に主要な消費市場でもある。自国市場に長期的な成長性を見出すことができないなか、コロナ危機以降もアジア地域が大部分の日系企業にとって戦略上重要な地域であり続けることは明白である。

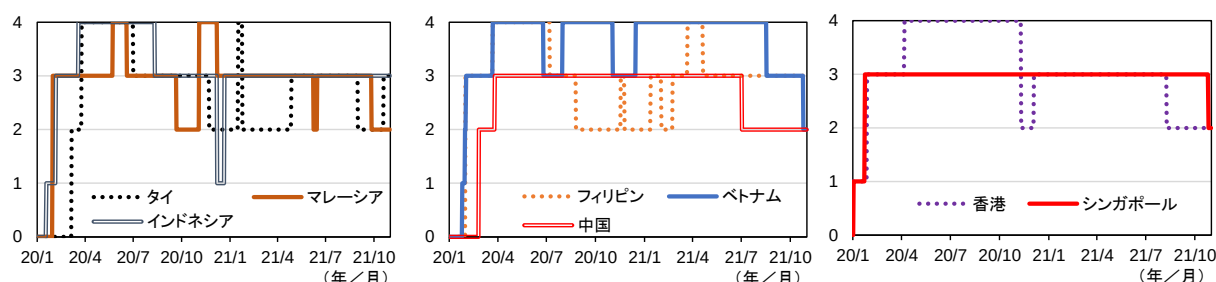
アジアにおいて日系企業が展開する主な国・地域としては、本稿で取り上げた中国や香港、ASEAN 主要国のほか、台湾や韓国、インドが挙げられるが、国際協力銀行「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告－2020 年度 海外直接投資アンケート結果」によれば、このうち日系企業が今後注力していくのは、引き続き中国、インド、そして ASEAN 諸国とみられる⁴。

日系企業が ASEAN を重視する主な理由は、何よりもまず市場としての長期的な成長期待である。その他、これまで積み上げてきた事業基盤の存在、地理的・歴史的な近接性に加え、本稿でもふれた中国リスクに対するヘッジ先としての有用性が挙げられる。

だが、今回のコロナ危機を通じ、ASEAN は、1つの経済圏としてみたとき、その加盟国同士の連結性(コネクティビティ)があまりに脆弱であったことが露わになった。モノの国際移動に関していえば、とりわけ感染拡大の初期に、各国政府による移動制限、航空便の減便、国外サプライヤーの操業停止、税関の人員削減に伴う通関スピードの低下などによって、物流が寸断・停滞した⁵。ヒトの国際移動については、足元では渡航規制の緩和に向けた動きがあるとはいえ、依然として限定的であり、完全な自由化からは遠いままである(図表 13)。

図表 13 COVID-19 Government Response Tracker におけるアジア主要国・地域別渡航規制厳格度の推移

(0: 制限なし、1: 入国審査強化、2: 一部または全ての地域からの入国者に対し検疫を実施、
3: 一部の地域からの入国禁止、4: 全ての地域からの入国禁止)



(資料) Blavatnik School of Government, University of Oxford

⁴ 2020 年度における中期的な有望事業展開先国・地域(今後3年程度。対象は製造企業)の上位 10 か国の順位は以下のとおり。1位: 中国、2位: インド、3位: ベトナム、4位: タイ、5位: 米国、6位: インドネシア、7位: フィリピン、8位: マレーシア、9位: メキシコ、10 位: ミャンマー。

⁵ JETRO「ASEAN で新型コロナ禍を振り返る」(前編・後編)(2020 年 11 月 6 日)参照。

ASEAN 域内の連結性が当面回復しないとすると、1つの経済圏としての ASEAN の一体性はさらに希薄化していく可能性がある。その場合でも、日系企業の「ASEAN シフト」は維持されよう。しかし、その視線の先にあるのは東南アジアに位置する個々の国であって、1つの経済圏としての ASEAN ではない。そうしたなか、日系企業は、同地域での事業展開において国毎の選別を強めていくものと予想する。実際、前掲図表6で示した直接投資実行額における国別構成率の変化は、コロナ危機を契機として日系企業による国の選別がすでに始まっている可能性があることを示唆している。

具体的にみると、ASEAN 加盟国のうち、タイ、インドネシア、ベトナムという、日系企業、とりわけ製造業が強い事業基盤をすでに確立し、かつ「地産地消」がある程度可能な、比較的市場規模の大きい国は、日系企業の重点先であり続けよう。ただし、それらの国の間の優先順位は、各企業の戦略的重要性に応じて、また各企業の人的・経済的資源の制約によって、企業毎によりはっきりしたものになっていくだろう。

一方、タイとの連結を通じ、その補完機能、いわゆる「タイ・プラスワン」を担うことを期待されてきたミャンマーやカンボジアへの関心や進出は、国内市場の小ささ、未発達な日系企業の事業基盤、インフラ整備の遅れを踏まえると、減少していく可能性が高い。うちミャンマーに関しては、不透明な政治情勢もネガティブ要因である。

ASEAN 加盟国のうち、シンガポールは特異な位置を占める。この都市国家は国際金融センターであるとともに、地域経済をつなぐ最も重要な物流のグローバル・ハブである。その連結性における優位性、たとえば周辺国への出張の容易さなどを理由に、これまで多くの日系企業が同国に域内の財務や物流、経営企画、販売・マーケティングなどを集中的に管理する地域統括機能を置いてきた。だが、仮に ASEAN が元のような連結性を長期にわたって取り戻すことができない場合—メインシナリオではないものの—、シンガポールの地域統括機能は、見直しを余儀なくされることになるかもしれない。

一方、中国・香港に目を転じると、コロナ危機を機に、「ASEAN シフト」は必ずしも対中ビジネスの比重引き下げを意味しなくなった可能性がある。というのも、今回の危機を通じ、国境をまたぐサプライチェーンの脆弱性が顕在化した、裏返して言えば、調達、生産、物流、販売、輸出を一気通貫に行いうる国、換言すると「地産地消」が可能な国の優位性がはっきりしたからである。

その点、巨大消費市場であるとともに、フルセットの生産システムを備え、またすぐれたインフラを有する中国は圧倒的に有利である。中国に代替できる国は存在しないし、今後も現れることはない。そうしたなか、米中対立に伴う様々な制約条件の発生、たとえば、米国による対中輸出規制の強化などにもかかわらず、また中国国内における諸々の規制強化にもかかわらず、中国から撤退することは日系企業にとって現実的な選択肢ではない。したがって、日系企業の中国事業に対する資源配分は当面現状が維持されるとみるのが妥当である。

香港は、2019 年の政治危機と 2020 年以降のコロナ危機を経て、中国本土との一体化が急速に進展するとともにその独自性を喪失しつつある。この流れが続けば、香港は今後、自立した経済実体というよりもむしろ、中国の一地方としての位置づけが定着していくことになるだろう。

(調査部 チーフエコノミスト 村上 和也:Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。