

2021年度・2022年度の景気予測（2021年2月改訂）

～輸出や公的需要が景気を支えるものの、民間需要の戻りは鈍い～

2021年2月22日 調査部 白須 光樹、北田 英治、白 鳳翔

TEL 045-225-2375

E-mail: m-shirasu@yokohama-ri.co.jp kitada@yokohama-ri.co.jp

【要約】

2020年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+3.0%と、2四半期連続のプラス成長となった。内訳をみると、輸出が同+11.1%と増勢を強め、景気をけん引した。また、個人消費は同+2.2%と減速したものの、2期連続で増加。さらに設備投資は同+4.5%と3期ぶりに増加した。

先行きを見通すと、まず2021年1月に発出された2回目の緊急事態宣言の影響により個人消費が減少するなどして、21年1～3月期の実質GDPは前期比マイナス成長に陥ると見込む。もっとも、同宣言解除後の21年度前半には、21年1～3月期に抑制された消費需要が繰り延べ需要（ペントアップ・デマンド）として顕在化することなどから、実質GDPは再びプラス成長に復帰するとみる。21年度後半には、繰り延べ需要という一時的な押し上げ要因は剥落するものの、①海外経済の回復が続くことを受けて輸出が増加基調を維持すること、②企業収益の改善により設備投資の持ち直しが続くこと、③外出自粛などで抑制されていた個人消費もワクチン接種の拡がりによって底堅く推移することなどから、景気は緩やかな回復基調を維持すると考えられる。なお、21年10～12月期には、実質GDPはコロナ禍前（19年10～12月期）の水準を回復するであろう。翌22年度も海外経済の回復を背景に輸出の増加が続く中で、企業収益や雇用所得情勢が改善し、設備投資や個人消費も回復基調を維持すると見込まれる。実質GDP成長率は、2020年度が-5.0%、21年度が+4.3%、22年度が+1.8%と予測した。

新型コロナの影響が概ね収束すると想定している2022年度以降の日本経済を考えるうえで、①宿泊・飲食サービス業を中心に構造的失業の発生が懸念されること、②設備投資のストック面からの調整圧力が減退していること、③財政健全化に向けた増税議論の本格化が家計の消費マインドに悪影響を及ぼす可能性があること、の3点に目を向ける必要がある。

予測結果の総括表

<前回2020年12月予測>

単位：前年比、% （*は寄与度）	2019年度 実績	2020年度 見通し	2021年度 見通し	2022年度 見通し	2020年度 見通し	2021年度 見通し
実質GDP	▲ 0.3	▲ 5.0	4.3	1.8	▲ 5.3	3.0
民間需要*	▲ 0.6	▲ 5.2	1.9	1.8	▲ 5.0	1.6
公的需要*	0.5	0.9	1.0	0.0	1.0	0.5
輸出*	▲ 0.5	▲ 2.0	2.4	0.9	▲ 2.8	1.6
輸入*	0.2	1.3	▲ 0.9	▲ 0.9	1.4	▲ 0.7

注：輸入は控除項目。民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

1. 2020年10～12月期の実質GDP成長率は高めの推移

内閣府が2月15日に発表した2020年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報値）は前期比+3.0%と7～9月期（同+5.3%）からは減速したものの高い伸びとなった（図表1）。中国などを中心に、総じてみれば海外経済が回復基調を維持したことを受けて、輸出が同+11.1%と堅調な推移となった。また、輸出や生産の回復により企業収益が改善したことから、設備投資も同+4.5%と3四半期ぶりに増加した。家計部門では10月までは新型コロナの感染拡大が抑制され、人々の外出が持ち直していたことなどから、個人消費が同+2.2%と、7～9月期からは減速したものの増加が続いた。住宅投資も、4～6月期に抑制された住宅建築の回復などから、10～12月期には同+0.1%と増加に転じた。そのほか、政府消費が同+2.0%、公共投資が同+1.3%と増加が続くなど、政府部門が景気全体を下支えした。

図表1 GDP（国内総生産）の内訳

（前期比、%、季調済）

	2019年				2020年			
	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
名目GDP	1.0	0.2	0.3	-1.2	-0.5	-8.0	5.5	2.5
実質GDP	0.6	0.1	0.2	-1.8	-0.6	-8.3	5.3	3.0
個人消費	-0.1	0.4	0.5	-3.1	-0.6	-8.4	5.1	2.2
住宅投資	2.7	1.6	0.0	-1.9	-3.7	0.5	-5.7	0.1
設備投資	-0.7	0.2	0.9	-4.5	1.4	-5.9	-2.4	4.5
在庫投資（寄与度）	(0.0)	(-0.0)	(-0.2)	(-0.1)	(0.1)	(0.1)	(-0.2)	(-0.4)
政府消費	0.4	0.6	0.8	0.4	-0.3	0.2	2.8	2.0
公共投資	2.2	-0.5	1.5	0.6	0.1	2.2	0.9	1.3
輸出	-1.6	-0.1	-0.5	0.2	-5.3	-17.2	7.4	11.1
輸入	-3.9	1.7	0.9	-3.2	-3.1	1.3	-8.2	4.1

注：シャドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」

2. 予測の前提条件

（新型コロナウイルスについて）

前回予測（2020年12月）からの前提条件の大きな変更点は、新型コロナの感染再拡大による緊急事態宣言の発出である。2021年1月7日、政府は1都3県（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県）について同宣言の2回目の発出を決定した。その後、同宣言の対象地域は2府5県（栃木県、岐阜県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、福岡県）にも拡大され、期間も当初2月7日までとされていたものが、栃木県を除いて3月7日までに延長された。今回の予測では、同宣言は対象地域と期間について2月19日時点の状況が3月上旬まで継続し、その間、対象地域では外出自粛などの要請が続くことを想定する。その後は、新型コロナの感染者数が相当程度抑制されて推移し、再び同宣言が発出されることはないと思込んだ。ワクチンの接種に関しては、約1年後の22年3月には国内の過半数の人々の接種が完了し、人々の外出自粛や移動の制限がほぼ無くなると仮定する。東京オリンピック・パラリンピック（五輪）については、新型コロナの感染拡大防止のため、観客数を制限した形での開催を仮定する。五輪の開催は消費者マインドの改善などを通じて、21年7～9月期の個人消費を若干押し上げよう。

（海外経済について）

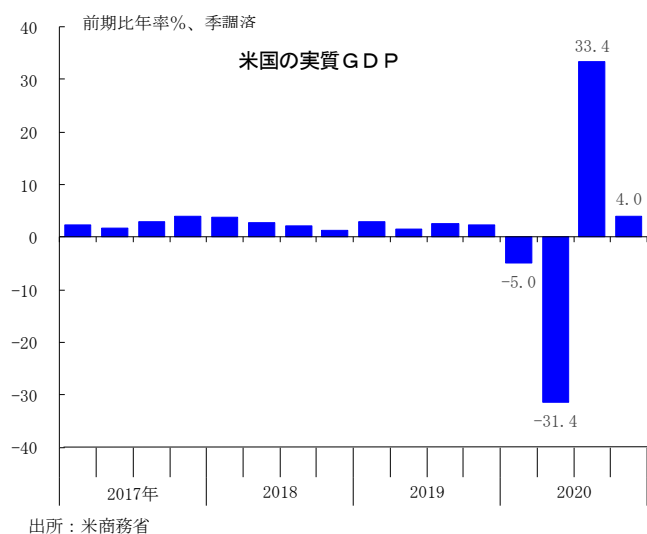
米国経済：21年は政策効果もあり高めの成長、22年は減速も回復基調を維持

2020年10～12月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+4.0%と、現行の統計開

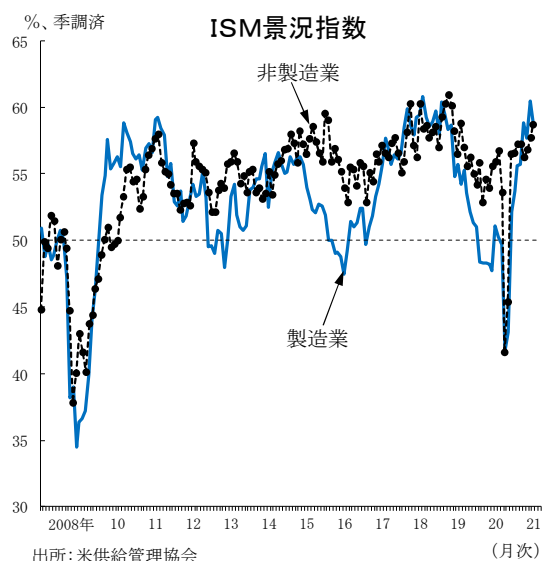
始（1947年）以降で最大の伸びを記録した7～9月期（同+33.4%）からは減速したものの、2四半期連続のプラス成長となった（図表2）。これを需要項目別にみると、既往の経済対策の効果の一巡や新型コロナウイルスの感染再拡大などを背景に、個人消費が同+2.5%（前期：同+41.0%）と大幅な減速となった。サービス消費が同+4.0%（前期：同+38.0%）とプラス成長を維持した一方で、財の消費は同-0.4%（前期：同+47.2%）と小幅ながら減少した。サービス消費では、飲食・宿泊サービス（同-7.7%）などが新型コロナの感染再拡大に伴う一部州での経済活動の制限もあって減少に転じたものの、医療サービス（同+12.4%）などが2桁の伸びを維持してサービス消費を押し上げた。財の消費では、自動車などの耐久財消費が同横ばいと前期（同+82.7%）から大幅に伸びが鈍化したほか、食料・飲料などの非耐久財消費が同-0.7%（前期：同+31.1%）と減少に転じた。一方、企業の設備投資は前期比年率+13.8%と7～9月期（同+22.9%）から減速したものの、2桁の伸びを確保した。内訳をみると、機器への投資が同+24.9%（前期：同+68.2%）、知的財産投資が同+7.5%（前期：同+8.4%）とプラスの伸びを維持したほか、構築物への投資が同+3.0%（前期：同-17.4%）と5四半期ぶりの増加となった。また、住宅投資も前期比年率+33.5%と前期（同+63.0%）から鈍化したものの、大幅な伸びを維持した。なお、純輸出（外需）は、輸出が同+22.0%、輸入が同+29.5%と、いずれも前期（それぞれ同+59.6%、同+93.1%）から伸びが大幅に鈍化し、GDP成長率に対する外需の寄与度は同-1.5%ポイント（前期：同-3.2%ポイント）と引き続きマイナスの寄与となった。

月次ベースの経済指標をみると、21年1月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は58.7と前月（60.5）から低下したものの、好不調の分かれ目となる50を8か月連続で上回った（図表3）。内訳をみると、新規受注指数（61.1）と生産指数（60.7）は、いずれも前月から低下したものの、高水準を維持し、雇用指数（52.6）は前月（51.7）から上昇した。また同月のISM非製造業景況指数は58.7と前月の57.7から上昇し、約2年ぶりの高水準となった。新型コロナの新規感染者数が高水準で推移する中でも、企業マインドは良好な状態を維持している。一方、1月の非農業部門雇用者数は前月比4.9万人増と再び増加に転じたものの、前月の落ち込み（同22.7万人減）に比べて小幅な増加にとどまった。この結果、足元1月の非農業部門雇用者数はコロナ前の20年2月の水準を900万人も割り込んでいる。雇用情勢は依然として厳しいといえよう。

図表2 米国は2四半期連続のプラス成長



図表3 米国企業の景況感は良好



こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、新型コロナウイルスの感染拡大に歯止めがかからない中、経済活動の制限や厳しい雇用情勢などが引き続き個人消費の重荷となろう。ただ、2020年12月末に成立した予算規模0.9兆ドルの追加経済対策により、年明け後は1人最大で600ドルの現金給付が開始されており、景気は腰折れを回避して緩やかな回復が続くと見込まれる。また、バイデン新大統領は1月中旬に、新型コロナウイルス対策として総額1.9兆ドル規模の追加の経済対策案を発表した。内容は、家計への追加的な現金給付（20年末に決めた1人当たり600ドルにさらに1,400ドルを加える）や、失業保険増額の期間延長、州・地方自治体への支援、最低賃金の引き上げなど多岐にわたっている。これに対して、野党共和党は対策の必要性や規模に異議を唱えている。今後、規模が縮小する可能性はあるものの、追加経済対策の実行が4～6月期以降の米国景気の回復をサポートすることが期待されよう。21年後半には新型コロナワクチンの普及が進み、感染リスクの低下から個人消費も徐々に回復基調を強めると予想される。21年の米国の実質GDP成長率は+4.4%と、20年のマイナス成長（-3.5%）からプラス成長に転じると見込んだ。2021年7～9月期には実質GDPの水準が新型コロナの感染拡大前（19年10～12月期）の水準に回復しよう。

2022年も景気の回復基調は続くものの、前年の財政政策の効果が剥落することにより、実質GDP成長率は+2.3%に鈍化すると見込んだ。

ユーロ圏経済：新型コロナの影響で21年年初は厳しいが、その後は緩やかな回復が続く

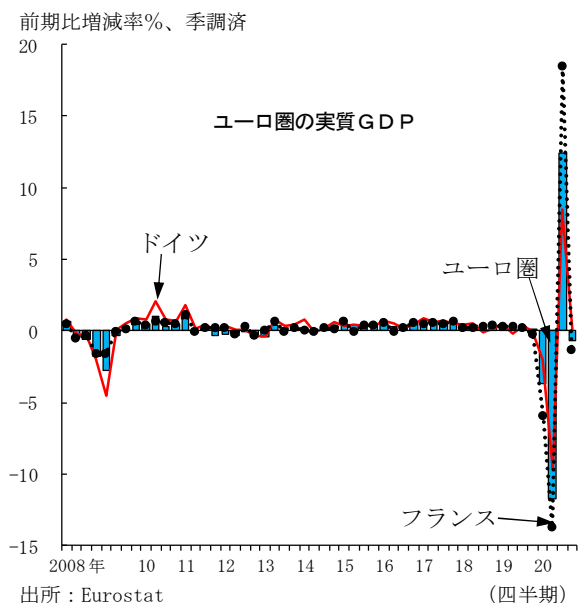
2020年10～12月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比-0.6%と、新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う各国の活動制限の影響で、再びマイナス成長となった（図表4）。10～12月期の実質GDPを国別にみると、ドイツ（同+0.1%）やスペイン（同+0.4%）が辛うじてプラス成長を維持する一方で、フランス（同-1.3%）やイタリア（同-2.0%）がマイナス成長に転じた。

欧州では、2020年12月前半に新型コロナウイルスの感染が再び拡大したため、多くの国々で年末年始の活動制限の再強化を余儀なくされた。21年1月に入ってもドイツが都市封鎖の期限を2月まで延長するなど、主要国で経済活動の制限が続いている。この影響もあり、1月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は47.8と前月の49.1から大きく低下し、景況感の好不調の節目となる50を3か月連続で割り込んだ。特にサービス業は45.4と前月の46.4から一段と低下し、悪化傾向が鮮明となっている（図表5）。また、総合PMIを国別にみると、1月はドイツが50.8と引き続き節目の50を上回ったものの、フランスが47.7、イタリアが47.2、スペインが43.2と、いずれも50を下回った。

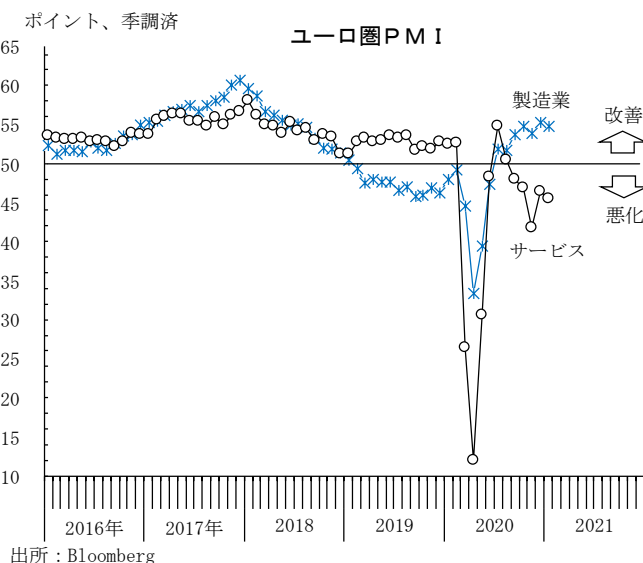
こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、年明け後もドイツやフランスなど主要国で経済活動の制限が続いていることを受けて、2021年1～3月期のユーロ圏景気は2四半期連続のマイナス成長となる可能性が高いと考えられる。ただ、新型コロナの感染ペースが鈍化すれば活動制限は緩和されることから、4～6月期以降、ユーロ圏景気は再び回復軌道に戻ると見込まれる。総額7,500億ユーロの欧州復興基金もユーロ圏景気の下支え要因となろう。前年のように冬場には再び新型コロナの感染が拡大する懸念はあるものの、一方でコロナワクチンの接種も進んでいると考えられるため、活動制限が行われるとしても緩やかなものになると予想される。21年のユーロ圏の実質GDP成長率を+3.6%と予測した。

2022年も経済活動が正常化に向かう中で、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。22年のユーロ圏の実質GDP成長率は+3.5%と2年連続のプラス成長と予測した。22年7～9月期にはユーロ圏の実質GDPの水準が新型コロナの感染拡大前（19年10～12月期）の水準に回復しよう。

図表4 ユーロ圏景気は再びマイナス成長



図表5 サービス業の景況感が悪化



中国経済：前年の反動もあり21年は高成長の見通し、22年は緩やかに減速

2020年10～12月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+6.5%（前期は同+4.9%）と、2年ぶりの高い伸びとなった。10～12月期は、通関輸出が前年比+16.7%（前期は同+8.4%）と、米国向けを中心に約8年ぶりの高い伸びを記録した。新型コロナ感染の再拡大を背景に欧米諸国を中心とする多くの国で経済活動が抑制されたものの、アジアの一部の国で滞ったアパレルや家電製品などの生産が中国に代替されたことなどが中国の輸出の大幅な増加につながった。また内需では、同期の固定資産投資が同+13.6%（前期は同+8.0%）と、2期連続で伸びが加速した。内訳をみると、習近平体制による財政出動などの効果から公共インフラ関連が底堅く増加し、また工業企業の業績回復を背景に製造業の固定資産投資も2年ぶりの高い伸びとなった。さらに、家計部門をみると、雇用・所得情勢の改善を受けて、個人消費の動きを表す小売売上高は10～12月期に同+4.6%と前期（同+0.9%）に比べて伸びが高まった。ただ中国国民の新型コロナ感染に対する根強い警戒感を背景に外食関連の回復が遅れており、小売売上高の伸びは依然として新型コロナ流行前の水準を下回っている。

このように2020年終盤の中国経済は総じて順調な回復が続いたが、その後、21年1月に入り、北京市や河北省などで新型コロナの市中感染が再度拡大し、該当地域の市民の移動が制限されている。これを受けて、1月の非製造業PMI（中立水準は50）は52.4と前月の55.7から大幅に低下しており、サービス業の景況感改善に変調の兆しが現れた（図表6）。

こうした中で、2020年末に開かれた「中央経済工作会議」では、習体制が「新型コロナ疫病の変化や国際環境には多くの不確定性（リスク）が存在し、わが国の経済回復の土台がまだしっかりしていない」という認識を示し、翌21年の経済運営について「マクロ政策の連続性、安定性、持続性」の確保といった基本方針を表明した。また、経済回復に必要な支援を維持する目的で、「積極的な財政政策」（財政出動）と「穏健な金融政策」（緩和的な金融政策）を継続することが明らかにされた。ただその一方で、同会議では、経済回復とリスク（地方政府の隠れ債務リスクや金融システムリスク）防止の関係をしっかり処理することが強調されている。先行き中国景気が順調に回復した場合には、習体制は財政出動や金融緩和といった景気浮揚策を弱める可能性があると言えよう。

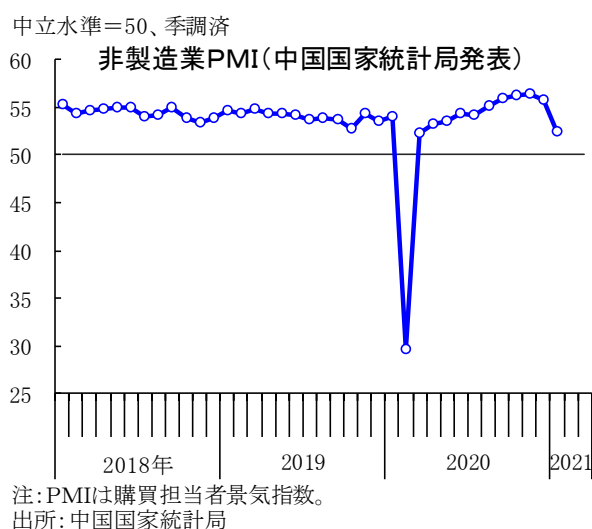
こうした状況下、先行きの中国経済を展望すると、2021年については、中国国内の新型コロナ感染

が小規模なものに抑制される中で、年初から中国経済の成長ペースが新型コロナ流行前の勢いに回復すると予想される（図表7）。前述のように1月に入ってから中国国内においても一部の地域で新型コロナ感染の再拡大が確認されているが、今回についても習体制による強力な対応により、こうした状況は早期に沈静化し、経済への悪影響は限定的なものにとどまると見込まれる。一方で、20年に打ち出された財政出動や金融緩和といった景気浮揚策の効果が継続することから、1～3月期の中国経済は回復基調を維持することになろう。なお、前年同期（20年1～3月期）の中国経済が新型コロナの影響により大幅な落ち込みとなっていたことから、前年比でみた2021年1～3月期の成長率は大幅な伸びとなる。その後、4～6月期以降は、金融当局による資金供給ペースが弱まるなど景気浮揚策の効果の一部が剥落すると想定されるため、固定資産投資や個人消費といった国内需要の増勢が緩やかに低下すると見込まれる。また、海外需要に目を向けると、ワクチンの普及による新型コロナの世界的な流行の沈静化を背景に、世界全体の需要が緩やかに持ち直すと考えられるものの、足元の中国の輸出増を支えている生産代替の規模が縮小するため、輸出全体の増勢は鈍化することになろう。

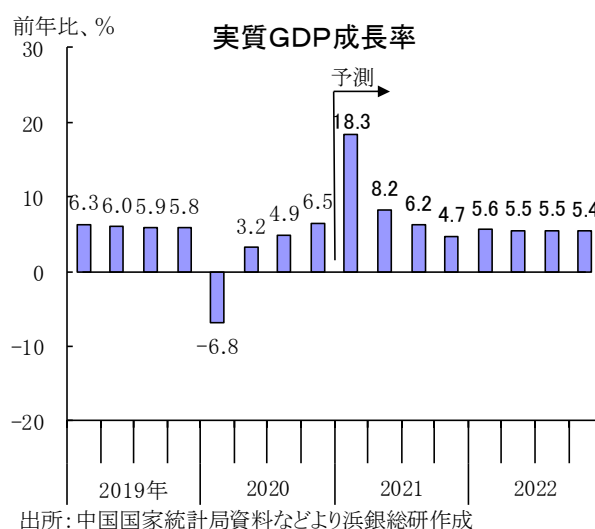
続く2022年については、中国国内の新型コロナの収束を背景に、習体制は経済構造改革を加速するため、成長率が緩やかに低下しよう。すなわち、地方政府が債務リスクの解消に注力する中で、固定資産投資が公共インフラ関連や不動産業を中心に減速し、短期的に成長率が下押しされると見込まれる。もっとも、中国政府が最低賃金の引き上げや農村人口の都市部への移住推進を通じて個人消費の拡大に取り組むほか、中国国内の新型コロナの収束を背景に外出消費が年初から新型コロナ流行前の勢いに復調すると見込まれるため、個人消費は全体として堅調に増加すると予想される。

以上より、2021年の中国の実質GDP成長率を+8.7%、22年を+5.5%と予測した。

図表6 中国の非製造業PMIは弱含み



図表7 中国経済の見通し



3. 足元の日本経済のトピックス

2021年に入り緊急事態宣言の再発出、20年度第3次補正予算の成立など、前回予測（2020年12月）時には織り込まれていなかった政策が行われた。以下では、①緊急事態宣言再発出の影響、②第3次補正予算の効果、③G o T o キャンペーンの効果について考える。

（緊急事態宣言の再発出により2020年度の実質GDPは約0.6%下押しされる恐れ）

内閣府の県民経済計算によれば、2回目の緊急事態宣言が発出された1都2府8県の全国に占める経済規模のシェアは6割程度である（2017年度名目ベース）。このことを踏まえながら、1回目の同宣

言が発出された2020年4～6月期の消費性向（家計の可処分所得に対する消費の割合）の落ち込み度合いを参考に、同宣言の影響を簡易的に試算すると、年間の実質GDPは0.9%程度下押しされるとの結果が得られる（図表8）。もっとも、今回の緊急事態宣言は、飲食店の時短要請やイベントの開催規模の制限、出勤者数の削減などが中心であり、百貨店なども休業を回避するなど、前回と比べて地域が限定されているだけでなく、経済活動の制限も比較的緩い。仮に同宣言の影響が家計のサービス消費に限定された場合の影響を試算すると、年間の実質GDPが0.6%程度下押しされるという計算になる。いずれの場合においても個人消費への影響は大きく、21年1～3月期の実質GDPは再び前期比マイナスに陥る可能性が高い。

一方、2021年3月上旬の緊急事態宣言解除後には、抑制されていた需要が繰り延べられて、主に翌4～6月期の個人消費を押し上げると考えられる（ペントアップ・ディマンド）。1回目の同宣言解除後の20年4～6月期から7～9月期の消費性向の動きを参考に21年4～6月期の繰り延べ需要を試算すると、年間の実質GDPを0.6%程度（同宣言の影響がサービス消費に限定された場合）押し上げる計算になる。ただし、1回目の宣言時には特別定額給付金の支給などが繰り延べ需要の顕在化を後押ししたとみられる。また、2回目の緊急事態宣言によって雇用所得情勢が一段と悪化する可能性もある。これらを踏まえると、21年4～6月期の繰り延べ需要による個人消費の押し上げ効果は、上記の試算値を下回る可能性がある。

（第3次補正予算による実質GDPの直接の押し上げ効果は0.9%程度）

2021年1月28日に国の20年度第3次補正予算が成立した。財務省の資料によれば、同予算によるコロナ・経済対策に関する追加歳出は19兆円に上り、第1次、第2次に続き、巨額の予算が計上された（図表9）。第3次補正予算のうち、GDPを直接押し上げるとみられる事業の予算額を積み上げると、実質GDPの押し上げ効果の累計は0.9%程度（うちGoToキャンペーン以外の効果は0.6%程度）と見込まれる。

ただし、今回の補正予算は20年12月に閣議決定されたため、ポストコロナへ向けた政策に重点が置かれており、2回目の緊急事態宣言発出までは想定されていないと考えられる。また、国土強靱化のような公共投資は、その効果がすべて発現するまでに相応の時間がかかるとみられる。今回の補正予算の効果が本格化するのは21年4～6月期以降となる。

図表8 サービス消費の下押しに限定されても緊急宣言の影響は大きい

緊急事態宣言再発出の影響試算	単位	年間の実質GDPへの効果
2021年1～3月期の外出自粛による個人消費の減少		
宣言で個人消費全体が下押しされた場合	%	▲ 0.94
宣言でサービス消費に下押しが限定された場合	%	▲ 0.63
2021年4～6月期のペントアップディマンド		
宣言で個人消費全体が下押しされた場合	%	+0.87
宣言でサービス消費に下押しが限定された場合	%	+0.57

注1：対象地域は栃木県、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、岐阜県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、福岡県の1都2府8県。

注2：試算はGDPベースの消費性向（名目消費/名目可処分所得）が緊急事態宣言によって、2020年4～6月期並みに落ち込むことを想定し、2019年度の名目可処分所得を用いて個人消費の減少額を試算した。

注3：2017年度の県民経済計算を用いて対象地域の経済規模の割合を求め、注2の個人消費減少額に乘じ、対象地域の個人消費減少額とした。その値の19年度の実質GDP比を実質GDPへの効果とした。

注4：個人消費全体が下押しされた場合の試算には、名目家計最終消費支出による消費性向を、サービス消費に下押しが限定された場合の試算には、サービス消費（国内家計最終消費の内訳）による消費性向を用いた。

注5：ペントアップディマンドの試算は、消費性向が2020年7～9月期並みに回復したと想定し、2019年度の名目可処分所得を用いて個人消費の増加額を試算した。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」、「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報（参考系列）」、「県民経済計算」より浜銀総研作成

図表9 公共投資もGDPを押し上げ

令和2年度補正予算第3号の項目	金額
新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	
医療提供体制の確保、医療機関の支援、ワクチン接種体制の整備、東京五輪の感染症対策事業など	43,581 億円
ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現	
ポスト5Gの研究開発支援、カーボンニュートラルに向けた技術開発支援基金、中小企業等の経営転換や資金繰りの支援、GoToトラベル、GoToイート、雇用調整助成金の特例措置など	116,766 億円
防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保	
防災・減災、国土強靱化、災害復旧など	31,414 億円
合計	191,761 億円

出所：財務省「令和2年度補正予算（第3号）の概要」より浜銀総研作成

(GoToキャンペーンの効果は2021年4～6月期以降に発現と想定)

GoToキャンペーンに関しては、2020年12月までの利用実績を踏まえると、既に20年度の実質GDPを0.3%程度は押し上げたと考えられる。

その後政府は、新型コロナの感染が拡大したことを受けて20年12月にGoToキャンペーンを一時停止し、さらに21年1月に緊急事態宣言が再発出されたことに伴い停止措置の期間を延長した。今後の利用可能なGoToキャンペーンの予算は、①第1次補正予算の残りと②第3次補正予算に盛り込まれた予算がある。今回の予測では、同宣言が3月上旬に解除され、4月下旬にはGoToキャンペーンが再開されると想定し、21年4～6月期以降に顕在化すると考えている。両者による効果を簡易的に試算すると、個人消費、政府消費を中心に年間の実質GDPの押し上げ効果は0.6%程度となる(図表10)。

4. 主な需要項目の見通し

(輸出：21年度は堅調に推移、22年度も緩やかな回復基調が続く)

2020年10～12月期の輸出は堅調な推移となった。日本銀行の実質輸出をみると、10～12月期は、地域別ではNIE S・ASEAN等向けの輸出が堅調に推移した。また財別では、自動車関連の輸出や半導体等電子部品などの情報関連の輸出が堅調に推移するとともに、機械など企業の設備投資に関連する資本財の輸出も増勢を強めた。

続く2021年1～3月期の輸出は回復基調を維持するものの、減速すると見込む。まず、20年7～9月期から10～12月期の輸出の回復テンポは速く、ここから一段と増勢が加速することは期待しにくい。また、欧州では年明け後も経済活動の制限が続いており、2四半期連続のマイナス成長の恐れがあることも、わが国の輸出の増勢を抑えると考えられる。ただその一方で、日本の輸出に占める割合の大きい中国や米国の経済が回復基調を維持するため、輸出の大幅な減速は回避されるであろう。

2021年度上期の輸出も回復基調が続くと予想される。新型コロナの感染拡大が抑制されるとの前提に立てば、21年度上期は米国や中国だけでなく、欧州経済も回復軌道に復帰すると見込まれる。特に、追加の大規模財政出動が予想される米国

図表10 GoToの積み残し分はGDPを0.6%程度押し上げ

GoToキャンペーンの効果(簡易試算)

項目	単位	効果
GoToTravel(旅行・宿泊割引、地域クーポン券)	10億円	約 4312
GoToEat(食事券)	10億円	約 743
GoToEat(オンライン飲食予約)	10億円	約 62
各効果合計	10億円	約 5116
各効果合計対2019年度実質GDP比	%	約 +0.9
GoToTravel(旅行・宿泊割引、地域クーポン券)の12月までの効果	10億円	約 1080
GoToTravel(旅行・宿泊割引、地域クーポン券)の12月までの効果+GoToEatの効果	10億円	約 1575
GoToTravel(旅行・宿泊割引、地域クーポン券)の12月までの効果+GoToEatの効果の2019年度対実質GDP比	%	約 +0.3
2021年度に想定される効果対2019年度実質GDP比	%	約 +0.6

注1: GoToTravel(旅行・宿泊割引、地域クーポン券)とGoToEat(食事券)は、第3次補正予算も含む。GoToEat(オンライン飲食予約)は、第1次補正予算のみ。

注2: GoToTravelについては、宿泊料金が最大半額になる制度であることを踏まえて、個人消費が予算と同額増加すると仮定した。

注3: GoToEat(食事券)については、食事券のプレミアムが25%(第3次補正予算分は20%)であることを踏まえて、予算額の4倍相当(第3次補正予算分は5倍)の個人消費が増加すると仮定した。

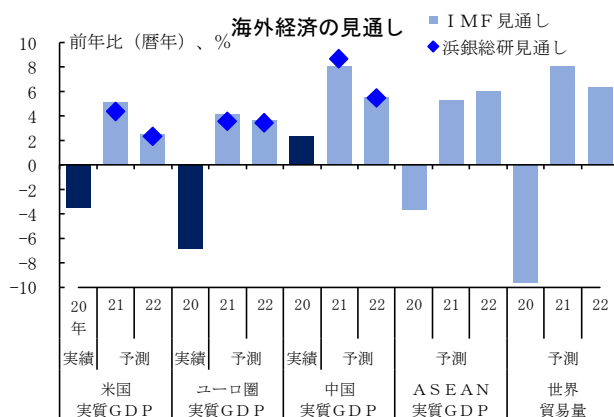
注4: GoToEat(オンライン飲食予約)については、個人消費の誘発効果を想定しつづらいため、予算額のGDP押し上げ効果があったと仮定した。

注5: GoToTravelの12月までの効果は、旅行・宿泊割引(7月22日～12月28日チェックアウト分)、地域クーポン券(10月1日～12月28日)の利用実績を用いた。個人消費への効果については注2と同様の仮定を置いている。

注6: GoToEatの効果については、第1次補正予算分が2020年12月までにすべて発現したと仮定した。効果については、注3、4と同様の仮定を置いている。

出所: 観光庁HP「田端長官会見要旨(2020年6月17日)」、「GoTo トラベルの利用実績等について(2021年2月10日)」、農林水産省HP「Go To Eatキャンペーン事業」について、「令和2年度農林水産関係第3次補正予算の概要」、内閣府「四半期別GDP速報」、財務省「令和2年度補正予算(第1号)の概要」、「令和2年度補正予算(第3号)の概要」より浜銀総研作成

図表11 海外経済は先行きも回復の見通し



注: ここでのASEANはインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナムの5か国。

出所: IMF「World Economic Outlook(2021年1月)」、米商務省、Eurostat、中国国家統計局、浜銀総研

経済はやや高めの成長率が期待される。財別には、引き続き半導体関連の輸出が堅調に推移すると見込まれる。WSTS（世界半導体市場統計）の「2020年秋季半導体市場予測」によると、21年の世界の半導体売上高は前年比+8.4%（20年予測値は同+5.1%）と増勢が強まることが見込まれている。

その後、2021年度下期から、22年度にかけて、輸出の回復テンポは緩やかになると考えられる。米国経済では財政出動の効果が徐々に減退し、欧州経済もペントアップ・ディマンドの一巡後は回復ペースが巡航速度に回帰していくとみられる（図表11）。また、中国経済に関しても、政府による景気浮揚策の効果の一巡などから、成長率は鈍化していくことになろう。主要国の成長が潜在成長率に回帰していく中で、日本の輸出も巡航速度で増加していくと考えられる。

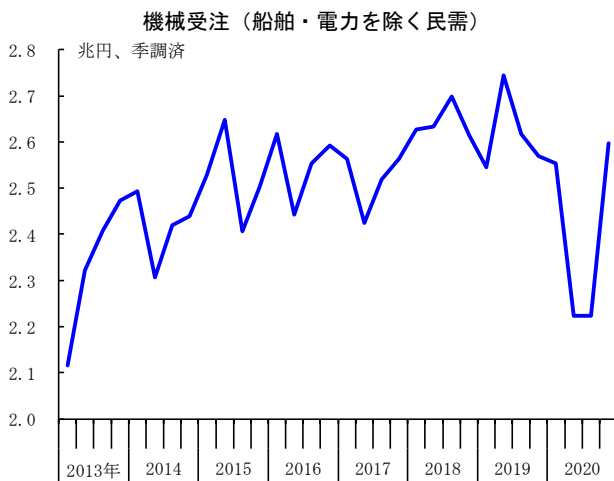
（設備投資：21年度は回復へ向かい、22年度も緩やかな回復が続くと予想）

2020年10～12月期の設備投資は3四半期ぶりに増加に転じた。企業収益の改善や輸出の堅調な伸びを受けて、減少傾向が続いていた機械投資が明確に底打ちした。他方で、建設投資は減少傾向が続いた。

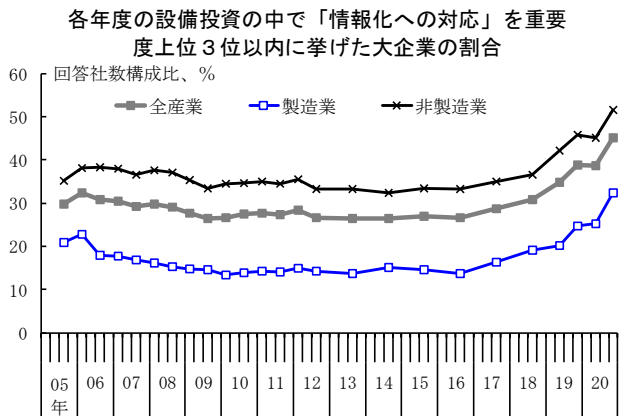
続く2021年1～3月期の設備投資は回復が足踏みすると予想する。21年1月以降、緊急事態宣言の再発出などにより国内景気の先行き不透明感が再び強まっているが、製造業に関しては、グローバル企業を中心に収益の改善が続いていくと予想されることなどから、設備投資意欲は大きくは後退していないと考えられる。内閣府の「機械受注統計」によると、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は20年10～12月期に前期比+16.8%と明確に増加している（図表12）。ただ、非製造業は同宣言の影響を強く受けると考えられ、収益の改善も一時足踏みするとみる。こうしたことから、非製造業を中心に設備投資を抑制する動きが再び強まり、全産業でみると設備投資の回復力は一時弱まると考えられる。

続く2021年度の設備投資は回復基調を取り戻そう。まず上期は、輸出の増加を背景に製造業の収益の回復が続くと見込む。また、3月上旬に緊急事態宣言が解除されると想定すれば、新型コロナウイルスの感染拡大が抑制される中で、非製造業についても業績の改善が期待される。こうしたことから、21年度上期からは設備投資を抑制する動きが和らいでいくと考えられる。下期に入っても、企業収益の緩やかな改善が続く中で、設備投資も増加基調を維持しよう。

図表 12 機械投資の先行指標は底打ち



図表 13 情報化対応投資を重視する企業の割合が上昇



注1：調査の見直しにより、設備投資の重要項目を尋ねる設問は年によって調査時期、回数が異なる。同項目の設問が無い調査回は線形補間した。
注2：10項目中、金額で考えた場合の重要度上位3項目の複数回答。

出所：内閣府・財務省「法人企業景気予測調査結果」

2022年度の設備投資も緩やかな回復が続くとみる。コロナ禍によって20年度の設備投資が大きく落ち込んだ結果、それ以前に高まっていた設備投資のストック面からの調整圧力は減退している可能性が高い（詳細は13ページ）。つまり、企業が設備投資を積極化しやすい土壌が整いつつあると想定され、企業収益の改善が続けば、22年度も設備投資は増加基調を維持するであろう。また、IT関連の投資の増加が続くと予想されることも中期的に設備投資の増加につながる。内閣府・財務省の「法人企業景気予測調査」によると、各年度の設備投資の重要項目を尋ねたアンケートに関して、「情報化への対応」を上位3位以内に挙げた企業の割合が、直近の20年10～12月期の調査でも一段と上昇している（図表13）。これは「新しい生活様式」によって、テレワーク、テレビ会議、eコマース、キャッシュレス決済などが政府により推奨され、IT関連の投資が一段と重要性を増しているためと考えられる。

（個人消費：21年4～6月期に反発、7～9月期以降もワクチン普及で緩やかな回復が続く）

2020年10～12月期の個人消費は7～9月期から減速したものの、増加基調を維持した。形態別の内訳をみると、家電や自動車などの耐久財の消費が堅調に推移した（図表14）。また、10月までは新型コロナの感染拡大が抑制されていたことから、サービスへの消費も増加した。他方で、巣ごもり需要が一時弱まったことから食料品などの非耐久財は減少した。また、洋服などの半耐久財も減少が続いた。

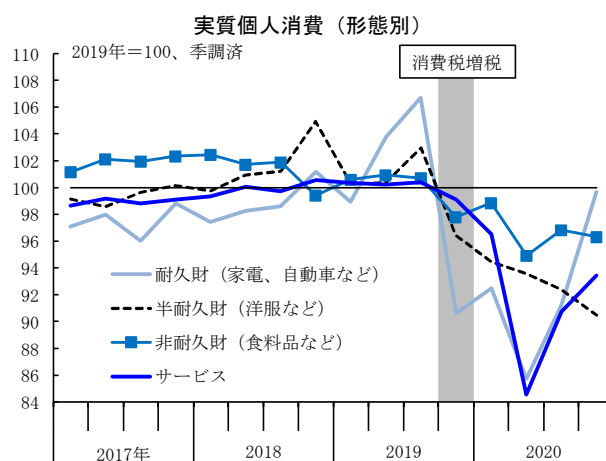
翌2021年1～3月期の個人消費は大幅な減少が予想される。2回目の緊急事態宣言の発出によって、同宣言の対象地域を中心に外出自粛が強化され、主にサービス消費が大きく減少すると見込まれる。また、雇用所得情勢も一段と厳しい状況となり、個人消費を下押しするとみる。

しかし、2021年度上期に入ると、個人消費は再び回復基調に転じると見込む。前述（7ページ）の通り、緊急事態宣言が解除された直後の4～6月期には、1～3月期に抑制されていた消費が繰り延べ需要として顕在化するとみられるうえ、Go Toキャンペーンによるサービス消費の押し上げ効果も発現するであろう。また、7～9月期に五輪が開催されれば、消費者マインドの改善などにより、個人消費に若干のプラス効果をもたらすと見込まれる。

2021年度下期に入ると、こうした一時的な消費の押し上げ効果は一巡する。しかしながら、雇用所得情勢が緩やかに改善へ向かうことに加えて、新型コロナのワクチン接種の進捗等を背景に人々の経済活動の制限が徐々に解消へ向かっていくと考えられることから、個人消費の回復基調は維持されよう。

2022年度の個人消費も緩やかな回復が続くと見込む。企業収益の回復基調が続く中で雇用所得情勢の改善が進み、個人消費の増加を支えとみる。新型コロナの影響から脱するのに伴い、旅行などの遠出も増加していくと見込まれる。

図表14 20年10～12月期はサービス消費も一段と持ち直す



注：国内家計最終消費支出を形態別に2019年の平均を100として指数化。
出所：内閣府「四半期GDP速報」より浜銀総研作成

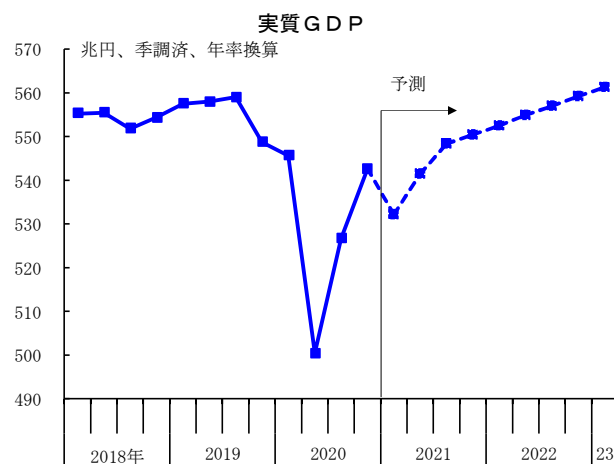
5. 経済成長率の見通し

(実質GDP成長率は20年度が-5.0%、21年度が+4.3%、22年度が+1.8%と予測)

以上を踏まえて、先行きの日本経済を見通すと、実質GDP成長率は20年度を-5.0%、21年度を+4.3%、22年度を+1.8%と予測した(図表15、16、21)。21年1~3月期には2回目の緊急事態宣言が発出され、外出自粛が強化されることなどから個人消費は減少し、実質GDPは前期比マイナス成長に陥ると見込む。しかし、同宣言の解除(21年3月上旬を想定)後には、宣言期間中に抑制されていた需要が繰り延べ需要として顕在化し、実質GDPは21年度入り以降、再び回復基調に転じよう。21年度後半には、繰り延べ需要のような一時的な消費の押し上げ要因が剥落するものの、①海外経済の回復に伴い輸出が増加すること、②企業収益の改善に伴い設備投資の回復基調が続くこと、③ワクチンの接種の拡がりによって個人消費も底堅く推移することなどから、景気は回復基調を維持しよう。また、21年度は国の20年度第3次補正予算を受けた公共投資やG o T oキャンペーンの実施も景気を下支えすると考えられる。21年10~12月期には、実質GDPはコロナショック前(19年10~12月期)の水準を回復すると見込む。

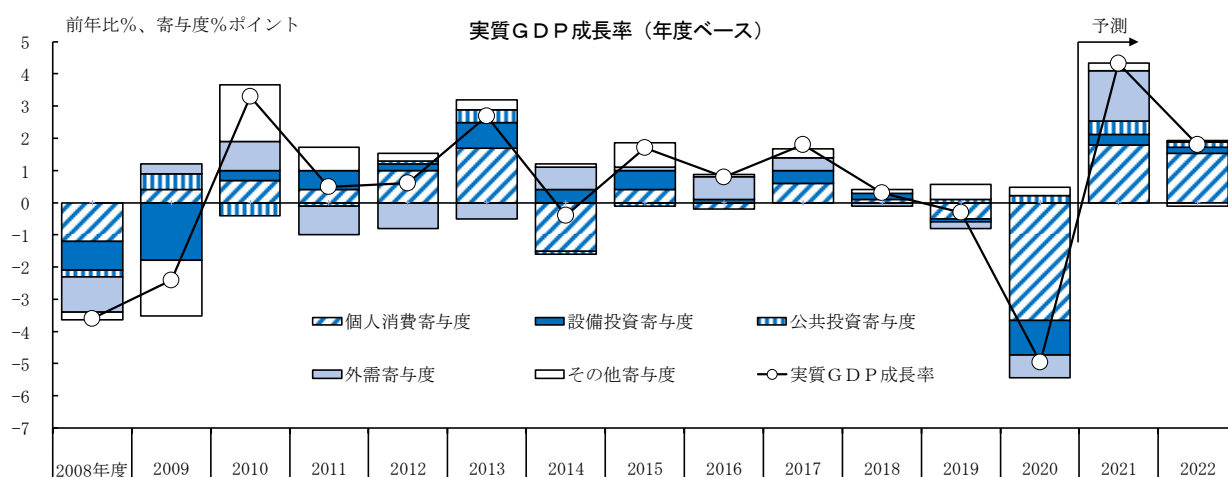
2022年度は、実質GDP成長率が前年度からは減速するものの、緩やかな景気の回復が続いていくと考えられる。海外経済は回復基調を維持する見込みであり、日本の輸出も増加が続いていくと予想する。輸出の増加を受けて、企業収益や雇用所得情勢の緩やかな改善が続き、設備投資や個人消費も回復基調を維持しよう。

図表15 21年10~12月期にコロナ禍前を回復



注：破線は当社の実質GDPの予測値。
出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

図表16 21年度は外需や公共投資などを支えに高い成長率を見込む



出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

6. 2022年度の日本経済を考えるうえでのポイント

2022年度は新型コロナの影響が概ね収束し、経済活動が正常化すると見込んでいる。22年度以降の日本経済を考えるうえでは、雇用情勢、設備投資、財政の3点が注目点となる。

（雇用情勢：宿泊・飲食サービス業を中心に構造的失業の発生が懸念される）

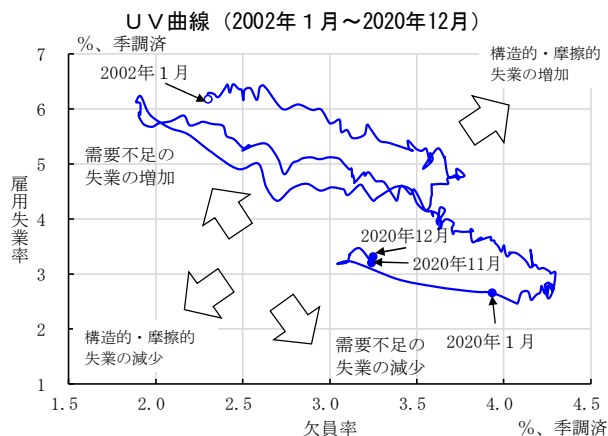
コロナ禍の影響により2020年6月には、3月と比べて雇用者数が145万人減少した。その後もコロナ禍で大きな影響を受けた宿泊業、飲食業などサービス消費に関連する業種では雇用の回復が鈍く、完全失業率も近年の中では高い水準が続いている。

今後の雇用情勢を考えるうえでは、失業の種類が①需要不足による失業なのか、②構造的・摩擦的失業なのかを見極めることが重要である。①は需要が回復すれば、解消される失業である。一方、②は求人する企業と求職する労働者のミスマッチなどによる失業であるため、需要が回復しても容易には解消されない失業である（注1）。

現在の失業がどちらの状況にあるのかをみる一般的な方法は、UV曲線を描くことである。厚生労働省（2002）の方法に倣い、UV曲線を描くと図表17のようになる。2020年は総じてみればUV曲線が左上へ向かっており、需要不足による失業の増加が顕著であったことが窺える。しかし、21年1月に入り、2回目の緊急事態宣言が発出されるなどコロナ禍は長期化しており、eコマースや飲食のテイクアウト、デリバリーなどのサービスは人々の生活の中に浸透している。このため、景気全体が回復しても、対面型サービス業の労働需要が十分に回復しない可能性がある。その場合、対面型のサービス業で失業者数が一段と増加し、彼ら/彼女らは同業種の仕事に就けない恐れがある。需要が回復している異業種で仕事を探さない限り職に就けない人々が増えるということは、構造的な失業の増加を意味する。図表17で言えば、UV曲線が右上方向へと向かい、失業率がコロナショック前の水準にはなかなか戻れないということになる。

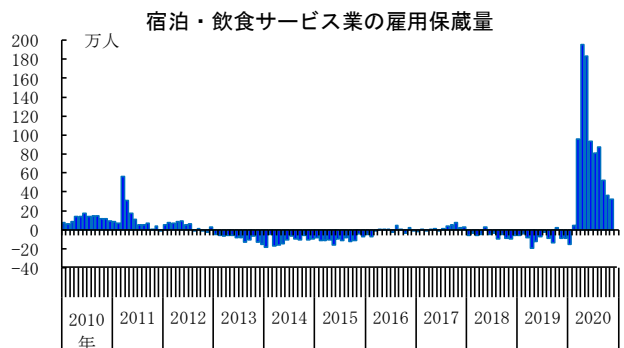
加えて、雇用調整助成金などの政策によって守られている雇用が依然として相当数存在していることにも注意が必要である。内閣府（2020）では、コロナ禍による需要急減から雇用対策などによって守られた労働者を含む雇用保蔵者数を推計し、2020年4～6月期にその数が640万人に達したと試算している。これと同様の考え方で推計を行った労働政策研究・研修機構（2019）に倣い、コロナ禍の影響が深刻であった宿泊・飲食サービス業の雇用保蔵者数を推計してみたところ、20年11月には約

図表17 2020年は需要不足失業



注：UV曲線は厚生労働省（2002）に倣い作成。
出所：総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」より浜銀総研作成

図表18 宿泊・飲食業の雇用保蔵はなお相当数存在



注：推計方法は労働政策研究・研修機構（2019）、内閣府（2020）に倣った。推計に必要な宿泊・飲食サービス業の稼働率はウォートンスクール法による試算値を用いた。導出方法の詳細は経済産業省（2016）参照。稼働率の導出の際に、始期と最終期の生産能力は設定が困難なため、直近の原数値（宿泊業、飲食サービス業活動指数）のピークで補間している。
出所：総務省「労働力調査」、経済産業省「第3次産業活動指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」より浜銀総研作成

33万人との結果が得られた（図表18）。20年4～6月期と比べると大幅に減少しているが、依然として相当数の雇用者が失業の危機に晒されているといえる。今回の2回目の緊急事態宣言による需要の急減をきっかけとして、宿泊・飲食サービス業の保蔵された雇用者がそのまま失業に陥ってしまった場合、20年12月に2.9%だった完全失業率は単純計算で3.4%にまで跳ね上がることになる。

今回の予測では、雇用情勢は2021年1～3月期から4～6月期に最悪期を迎え、7～9月期になって改善へ向かい始めることを想定している。しかし、コロナ禍の影響が大きかったサービス業種の雇用回復は、新型コロナのワクチン接種の拡がり等によって、サービス消費がどの程度回復するかにかかっている。これらの需要の回復の状況次第では、サービス業を中心に構造的な失業が深刻化し、雇用情勢が22年度に入っても明確には改善が進まない可能性がある。

（注1）厚生労働省（2002）によると、失業は①景気後退による需要減少によって生じる需要不足失業、②企業が求める人材と求職者の特性の違いによる構造的失業、③企業と転職・就職する労働者の持つ情報が不完全なことなどによる摩擦的失業の3つに分類できる。

（設備投資：ストック面からの調整圧力は減退）

わが国では2018年度の後半から設備投資のストック調整圧力が高まっていた。わが国の資本ストック循環図を描いてこのことを確認すると、循環曲線は18年度に右下方向に折れ曲がり、翌19年度には明瞭に下向きに転じていた（図表19）。それ以前の堅調な設備投資の実施によって生産設備等の資本ストック充足が進捗した一方で、米中貿易摩擦の激化や消費税率引き上げの影響等により企業の景況感が悪化したことがその背景になったと考えられる。

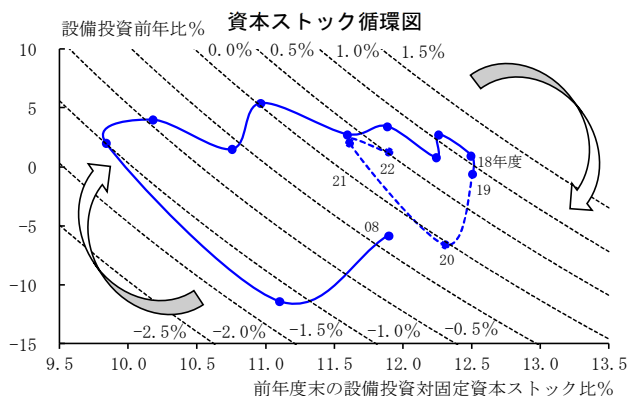
続く2020年度については設備投資が減退しており、資本ストックの伸びが抑制されたとみられることから、循環曲線が下方に大きく展開したと考えられる。循環図から分かるように、20年度の

設備投資の水準（当社の予測値）は、中期的な経済成長率に関する企業の期待が0%である場合に相当する低さであり、実際の企業の期待成長率である+0.8%を大きく下回る^{（注2）}。20年度の設備投資の減退によって、結果的にストック調整圧力が一巡することが期待されよう。

ストック調整圧力が和らげば、企業は収益の改善とともに設備投資を積極化し易くなる。コロナ禍によって企業の期待成長率が低下した可能性も踏まえると、新型コロナの影響が収束する22年度の設備投資は、図表19における企業の成長期待が+0.8%をやや下回る水準に向かっていく可能性が高いと考えられる。

（注2）本文中に記した企業の期待成長率（+0.8%）は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（2019年度調査）による「今後3年間の実質経済成長率見通し」（上場企業・全産業ベース）である。

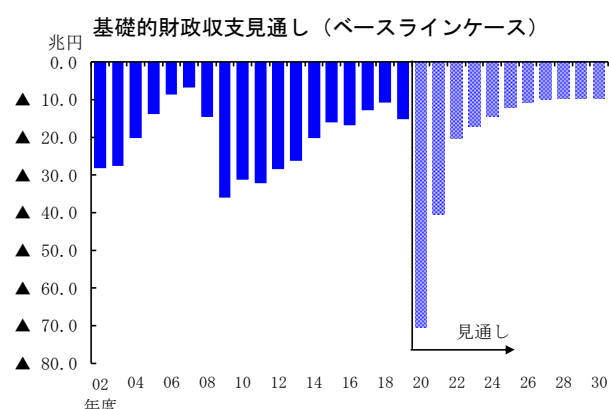
図表19 資本ストックの調整圧力は減退へ



注1：四半期実質季調値。固定資本ストックは年度末値。
 注2：期待成長率ライン（破線）は石崎・川本(2006)に倣った。
 注3：青破線は当社予測値。
 出所：内閣府「四半期別GDP速報」、「固定資本ストック速報」より浜銀総研作成

(財政：22年度以降、増税の議論が本格化する可能性)

2020年度は3度にわたる巨額の補正予算が組み込まれ、国債が大量に増発された。内閣府が21年1月に発表した「中長期の経済財政見通し」によれば、国と地方を合わせた基礎的財政収支（ベースラインケース）は20年度に大幅な赤字に陥る見込みであり、30年度になっても10兆円程度の赤字が予想されている（図表20）。コロナ禍の収束後の22年度以降には、基礎的財政収支を黒字化させるためには、増税等による財政再建策が本格的に議論される可能性が高い。その場合には、家計が増税等に備えて貯蓄を積み増し、消費を減らす可能性もあるだろう。

図表20 財政は急激に悪化**参考文献**

- 厚生労働省（2002）、「第3章 ミスマッチと経済変動の雇用への影響」、『平成14年版 労働経済の分析』
- 経済産業省（2016）、「第3次産業活動能力・稼働率のウォートンスクール法による試算とその限界」、経済産業省経済解析室、ミニ経済分析、2016年12月
- 内閣府（2020）、『令和2年度版 経済財政白書』
- 石崎寛憲・川本卓司（2006）、「近年の製造業の設備投資増加について」、日本銀行、日銀レビュー、2006-J-17
- 労働政策研究・研修機構（2019）、「10 過剰雇用の推計」、『ユースフル労働統計—労働統計加工指標集—2019』、p.137-147

図表 21 2021 年度・2022 年度のわが国経済の見通し（2021 年 2 月改訂）

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2019年度	2020年度		2021年度			2022年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート（円/ドル）	108.7	105.8	106.8	104.7	107.3	106.5	108.0	108.0	108.0	108.0
対ユーロ円レート（円/ユーロ）	120.8	123.3	121.3	125.3	127.1	126.8	127.5	127.5	127.5	127.5
米国実質 GDP（暦年）	2.2	▲ 3.5	[▲ 10.6]	[5.9]	4.4	[4.3]	[3.1]	2.3	[2.1]	[2.0]
ユーロ圏実質 GDP（暦年）	1.3	▲ 6.8	[▲ 17.7]	[10.4]	3.6	[▲ 0.1]	[4.7]	3.5	[3.1]	[2.9]
中国実質 GDP（暦年）	6.0	2.3	▲ 1.6	5.8	8.7	12.7	5.4	5.5	5.5	5.4

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2019年度	2020年度		2021年度			2022年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質 GDP	▲ 0.3	▲ 5.0	[▲ 6.2]	[4.7]	4.3	[1.4]	[1.2]	1.8	[0.8]	[0.8]
個人消費	▲ 1.0	▲ 6.7	[▲ 6.3]	[2.4]	3.4	[1.1]	[2.1]	2.9	[1.4]	[1.0]
住宅投資	2.5	▲ 7.4	[▲ 4.2]	[▲ 2.9]	0.1	[1.0]	[1.1]	1.3	[0.5]	[0.4]
設備投資	▲ 0.6	▲ 6.6	[▲ 6.3]	[2.8]	2.0	[0.2]	[0.7]	1.2	[0.6]	[0.6]
政府消費	2.0	3.3	[1.5]	[2.8]	2.5	[1.7]	[▲ 1.2]	▲ 0.7	[▲ 0.3]	[0.4]
公共投資	1.5	4.4	[2.7]	[1.9]	7.7	[4.0]	[5.1]	2.9	[0.2]	[0.3]
輸出	▲ 2.6	▲ 10.7	[▲ 16.5]	[16.7]	14.0	[4.4]	[2.6]	4.7	[2.3]	[2.2]
輸入	▲ 1.3	▲ 7.0	[▲ 4.4]	[▲ 1.1]	4.8	[3.7]	[3.2]	4.8	[2.2]	[2.0]
寄与度										
国内需要	▲ 0.1	▲ 4.3	[▲ 4.1]	[1.9]	2.9	[1.2]	[1.3]	1.8	[0.8]	[0.7]
民間需要	▲ 0.6	▲ 5.2	[▲ 4.5]	[1.2]	1.9	[0.7]	[1.2]	1.8	[0.8]	[0.6]
公的需要	0.5	0.9	[0.4]	[0.7]	1.0	[0.6]	[0.0]	0.0	[▲ 0.1]	[0.1]
海外需要	▲ 0.2	▲ 0.7	[▲ 2.2]	[2.9]	1.6	[0.2]	[▲ 0.1]	0.0	[0.0]	[0.1]
名目 GDP	0.5	▲ 4.3	[▲ 5.7]	[4.2]	4.0	[1.2]	[1.3]	2.2	[1.0]	[1.0]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、%）	88.4 ▲ 7.3	80.8 ▲ 8.6	81.1 ▲ 5.6	80.5 ▲ 0.8	83.4 3.2	82.9 3.0	83.8 1.1	84.8 1.7	84.5 0.8	85.2 0.8
鉱工業生産	▲ 3.8	▲ 11.1	[▲ 13.1]	[8.1]	7.2	[2.2]	[1.8]	2.4	[1.0]	[0.9]
国内企業物価	0.1	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 1.1	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
消費者物価	0.6	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.8	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
完全失業率（%）	2.3	3.0	2.9	3.2	3.3	3.4	3.2	2.7	2.9	2.6

注：民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資、

国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入、

消費者物価は消費増税の影響及び教育無償化政策の影響を含むベース（生鮮食品を除く総合）。

出所：内閣府、国土交通省、経済産業省、日本銀行、総務省などより浜銀総研作成

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。