

経済マンスリー

I. 日本

～コロナ禍影響が続く中、
企業は自社の成長に向けた果敢な取り組みも肝要～

II. 米国

～感染再拡大で先行き不透明感が出てきた米国経済～

III. 欧州

～中長期的なリスクも内包する ECB による 12 月の包括的追加緩和～

IV. アジア

～半導体産業の構造改革・新たな輸出先の開拓を模索する韓国～

V. 中国

～経済回復と構造改革の両立を目指す中国～

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（12月）～

I. 日本

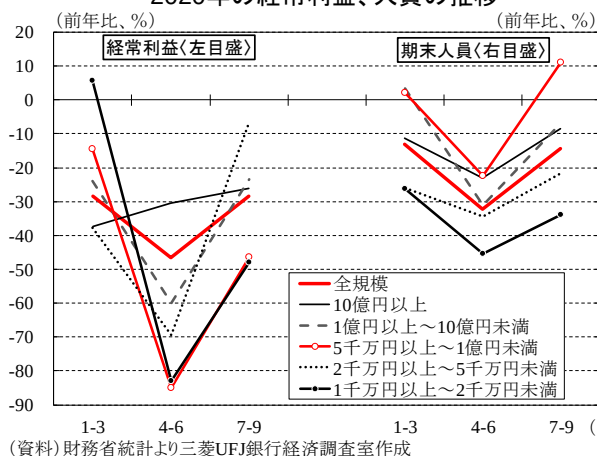
～コロナ禍影響が続く中、企業は自社の成長に向けた果敢な取り組みも肝要～

7-9 月期の非金融法人企業の経常利益（全規模・全産業ベース）は前年比▲28.4%と、4-6 月期の同▲46.6%からはマイナス幅が縮小したものの、3 四半期連続で大幅な減益となった。背景には、コロナ禍を受けて導入された公衆衛生措置が一部残っていたことや、感染拡大抑止が求められるため企業・家計の消費・投資行動が正常化しない（できない）ことなどを受け、需要がコロナ禍前の水準に戻り切らなかったことがあるだろう。

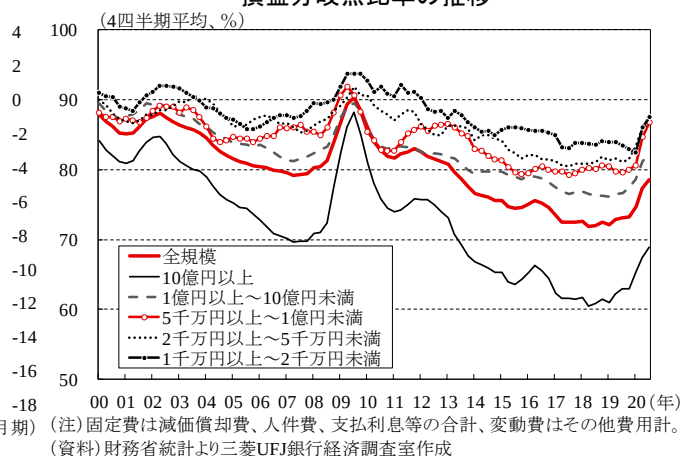
『経常利益』について資本金規模別に細かくみると、規模が小さい企業の落ち込みが特に目立っており、さらに業績悪化の雇用への影響をみると資本金 5 千万円未満の企業において『期末人員』が大幅に減少していることが確認される（第 1 図）。経営環境悪化の業績への影響を少しでも食い止めるため、固定費の大部分を占める人件費の削減に動いたものとみられるが、足元の損益分岐点比率をみると中小企業も含め上昇し続けており、既往の固定費削減が業績改善の決定打とはなっていないことが示唆される（第 2 図）。こうした環境下では、人員最適化を更に推し進めて減収への耐性を強化することも企業の取れる 1 つの手段だが、中小企業の中には少人数経営の企業も多く、将来的な需要回復を視野に入れた場合、大胆な雇用調整に踏み切ることはそう簡単なことではないと考えられる。

先行き、対面型サービスなど一部の業種では、需要がコロナ禍前の水準に暫くは戻らないとみられるなか、コロナ禍を受けて悪化した企業業績・財務体質の回復には想定以上に時間がかかることもあろう。そうした中、今月閣議決定された経済対策では中小企業等の経営転換や事業再構築等への財政支援が盛り込まれたほか、来年度の税制改正に向けては、M&A や設備投資、雇用継続に関する税制を含む大綱が与党内で纏められるなど、我が国が長年抱える人手不足や生産性の向上といった課題の解決に資する政策の整備が進んでいる。マクロの金融・財政支援政策が続く中でも、企業はこうした枠組みの活用を含め、生産性向上や事業力強化といった自社の成長に向けたミクロの変革に取り組む必要があるだろう。

第1図：資本金規模別にみた非金融法人企業の
2020年の経常利益、人員の推移



第2図：資本金規模別にみた非金融法人企業の
損益分岐点比率の推移



(芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)
2020年12月25日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2018年度	2019年度	2020年			2020年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.3	▲ 0.3	▲ 2.1 (▲ 2.0)	▲ 29.2 (▲ 10.3)	22.9 (▲ 5.7)	***	***	***	***	***
鉱工業生産指数	0.3	▲ 3.8	0.4 (▲ 4.5)	▲ 16.9 (▲ 19.8)	8.7 (▲ 12.8)	8.7 (▲ 15.5)	1.0 (▲ 13.8)	3.9 (▲ 9.0)	4.0 (▲ 3.0)	
鉱工業出荷指数	0.2	▲ 3.6	▲ 0.6 (▲ 5.2)	▲ 16.8 (▲ 19.9)	9.1 (▲ 13.5)	6.6 (▲ 16.6)	1.5 (▲ 14.2)	3.9 (▲ 9.8)	4.9 (▲ 3.0)	
製品在庫指数	0.2	2.9	2.3 (2.9)	▲ 5.3 (▲ 3.4)	▲ 3.3 (▲ 5.7)	▲ 1.5 (▲ 4.8)	▲ 1.3 (▲ 5.9)	▲ 0.5 (▲ 5.7)	▲ 1.8 (▲ 8.1)	
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	105.0	112.3	116.5 [105.9]	141.7 [107.3]	122.2 [109.3]	125.7 [108.5]	123.2 [110.7]	117.8 [108.8]	113.9 [113.1]	[115.0]
第3次産業活動指数	1.1	▲ 0.7	▲ 1.1 (▲ 2.8)	▲ 10.1 (▲ 13.0)	6.2 (▲ 8.6)	0.1 (▲ 8.9)	0.8 (▲ 8.5)	2.3 (▲ 8.6)	1.0 (▲ 1.9)	
国内企業物価指数	2.2	0.1	▲ 0.4 (0.5)	▲ 2.4 (▲ 2.3)	0.9 (▲ 0.8)	0.6 (▲ 0.9)	0.1 (▲ 0.6)	▲ 0.2 (▲ 0.8)	▲ 0.2 (▲ 2.1)	0.0 (▲ 2.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.8	0.6	▲ 0.2 (0.6)	▲ 0.3 (▲ 0.1)	▲ 0.2 (▲ 0.2)	0.1 (0.0)	▲ 0.4 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.3)	▲ 0.2 (▲ 0.7)	▲ 0.1 (▲ 0.9)
稼働率指数 (2015年=100)	102.5	98.3	95.1 [101.6]	75.2 [102.1]	85.6 [100.2]	82.2 [101.8]	84.6 [99.3]	90.0 [99.5]	95.4 [96.3]	[95.6]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	2.8	▲ 0.3	▲ 0.7 (▲ 1.0)	▲ 12.9 (▲ 19.1)	▲ 0.1 (▲ 14.1)	6.3 (▲ 16.2)	0.2 (▲ 15.2)	▲ 4.4 (▲ 11.5)	17.1 (2.8)	
製造業	3.8	▲ 8.1	1.8 (▲ 3.4)	▲ 16.6 (▲ 19.9)	3.0 (▲ 15.0)	5.0 (▲ 19.0)	▲ 0.6 (▲ 13.2)	2.0 (▲ 12.7)	11.4 (1.1)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.1	6.2	▲ 5.1 (0.6)	▲ 9.7 (▲ 18.4)	▲ 2.5 (▲ 13.4)	3.4 (▲ 14.3)	▲ 6.9 (▲ 16.6)	3.2 (▲ 10.7)	13.8 (4.3)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 0.2	▲ 5.5	▲ 0.4 (▲ 5.7)	▲ 8.4 (▲ 12.7)	▲ 4.6 (▲ 19.8)	▲ 1.0 (▲ 14.4)	▲ 8.3 (▲ 21.4)	2.7 (▲ 22.8)	13.4 (▲ 1.8)	
建設受注	6.5	▲ 5.9	(▲ 11.8)	(▲ 11.7)	(▲ 6.8)	(▲ 22.9)	(28.5)	(▲ 10.6)	(▲ 0.1)	(▲ 4.7)
民需	14.5	▲ 8.7	(▲ 18.2)	(▲ 20.6)	(▲ 10.2)	(▲ 31.6)	(45.9)	(▲ 17.0)	(▲ 12.4)	(2.0)
官公庁	▲ 15.0	▲ 3.2	(1.5)	(21.1)	(24.4)	(37.7)	(4.5)	(28.2)	(64.7)	(10.2)
公共工事請負金額	1.1	6.8	(7.1)	(3.4)	(7.5)	(▲ 4.1)	(13.2)	(17.1)	(▲ 0.4)	(▲ 3.3)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	95.3 (0.7)	88.4 (▲ 7.3)	86.3 (▲ 10.0)	80.0 (▲ 12.4)	82.1 (▲ 10.1)	82.8 (▲ 11.3)	81.9 (▲ 9.1)	81.5 (▲ 9.9)	80.2 (▲ 8.3)	82.0 (▲ 3.7)
新設住宅床面積 (1.0)	(1.0)	(▲ 4.5)	(▲ 10.2)	(▲ 13.8)	(▲ 13.1)	(▲ 15.6)	(▲ 14.6)	(▲ 9.2)	(▲ 10.2)	(▲ 4.7)
小売業販売額	1.6	▲ 0.4	(▲ 1.3)	(▲ 9.3)	(▲ 4.5)	(▲ 2.9)	(▲ 1.9)	(▲ 8.7)	(6.4)	(0.7)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.0	▲ 0.4	▲ 2.3 (▲ 3.5)	▲ 4.5 (▲ 9.8)	3.6 (▲ 8.3)	▲ 6.5 (▲ 7.6)	1.7 (▲ 6.9)	3.8 (▲ 10.2)	2.1 (1.9)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	69.2	66.9	64.8 [69.9]	54.8 [66.9]	62.7 [71.8]	56.6 [70.8]	64.0 [70.4]	67.9 [74.2]	66.8 [65.8]	[67.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 1.7	▲ 2.5	▲ 1.9 (▲ 4.1)	▲ 21.0 (▲ 24.4)	12.3 (▲ 14.6)	9.7 (▲ 16.2)	1.5 (▲ 14.1)	1.5 (▲ 13.4)	2.4 (▲ 11.1)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.9	0.0	(0.7)	(▲ 1.7)	(▲ 1.2)	(▲ 1.5)	(▲ 1.3)	(▲ 0.9)	(▲ 0.7)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	1	96	93	43	35	35	41	28	35	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.62	1.55	1.44 [1.63]	1.21 [1.62]	1.05 [1.59]	1.08 [1.59]	1.04 [1.59]	1.03 [1.58]	1.04 [1.58]	1.06 [1.57]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.4	2.4	2.4	2.8	3.0	2.9	3.0	3.0	3.1	2.9
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	47.8	38.7	27.8 [46.0]	20.7 [44.5]	44.8 [43.8]	41.1 [41.6]	43.9 [43.1]	49.3 [46.6]	54.5 [36.9]	45.6 [38.8]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,110 (▲ 3.1)	8,631 (6.4)	2,164 (12.9)	1,837 (▲ 11.4)	2,021 (▲ 7.4)	789 (▲ 1.6)	667 (▲ 1.6)	565 (▲ 19.5)	624 (▲ 20.0)	569 (▲ 21.7)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2018年度	2019年度	2020年			2020年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	1.9	▲ 6.0	(▲ 5.5)	(▲ 25.3)	(▲ 13.0)	(▲ 19.2)	(▲ 14.8)	(▲ 4.9)	(▲ 0.2)	(▲ 4.2)
価格	2.5	▲ 1.7	(▲ 0.0)	(▲ 0.3)	(2.3)	(3.5)	(0.1)	(3.0)	(1.5)	(▲ 0.2)
数量	▲ 0.6	▲ 4.4	(▲ 5.5)	(▲ 25.1)	(▲ 14.9)	(▲ 21.9)	(▲ 14.9)	(▲ 7.7)	(▲ 1.6)	(▲ 4.0)
通関輸入	7.2	▲ 6.3	(▲ 7.2)	(▲ 16.0)	(▲ 20.1)	(▲ 22.3)	(▲ 20.7)	(▲ 17.4)	(▲ 13.2)	(▲ 11.1)
価格	5.7	▲ 3.9	(▲ 0.3)	(▲ 11.8)	(▲ 9.9)	(▲ 9.6)	(▲ 10.3)	(▲ 9.7)	(▲ 8.0)	(▲ 9.0)
数量	1.4	▲ 2.4	(▲ 7.0)	(▲ 4.8)	(▲ 11.4)	(▲ 14.0)	(▲ 11.6)	(▲ 8.4)	(▲ 5.7)	(▲ 2.4)
経常収支(億円)	195,916	201,408	58,016	14,162	52,739	14,992	21,145	16,602	21,447	
貿易収支(億円)	6,341	6,665	5,031	▲ 14,594	14,689	1,373	4,132	9,184	9,711	
サービス収支(億円)	▲ 9,342	▲ 4,777	▲ 2,908	▲ 13,625	▲ 9,035	▲ 3,495	▲ 3,166	▲ 2,374	▲ 3,846	
金融収支(億円)	214,222	225,587	67,983	20,372	46,240	21,403	5,718	19,120	8,605	
外貨準備高(百万ドル)	1,291,813	1,366,177	1,366,177	1,383,164	1,389,779	1,402,475	1,398,516	1,389,779	1,384,372	1,384,615
対ドル円レート(期中平均)	110.88	108.68	108.86	107.60	106.19	106.78	106.04	105.74	105.24	104.40

3. 金融

	2018年度	2019年度	2020年			2020年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
無担保コール翌日物金利	▲ 0.062	▲ 0.046	▲ 0.032 [▲ 0.054]	▲ 0.044 [▲ 0.060]	▲ 0.039 [▲ 0.059]	▲ 0.028 [▲ 0.071]	▲ 0.035 [▲ 0.046]	▲ 0.054 [▲ 0.059]	▲ 0.020 [▲ 0.022]	▲ 0.032 [▲ 0.043]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.062	0.026	0.016 [0.037]	▲ 0.041 [0.049]	▲ 0.062 [0.022]	▲ 0.065 [0.049]	▲ 0.065 [0.009]	▲ 0.055 [0.009]	▲ 0.055 [0.009]	▲ 0.055 [0.018]
新発10年国債利回り	▲ 0.095	0.005	0.005 [▲ 0.095]	0.030 [▲ 0.165]	0.015 [▲ 0.215]	0.010 [▲ 0.160]	0.045 [▲ 0.280]	0.015 [▲ 0.215]	0.040 [▲ 0.150]	0.030 [▲ 0.080]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.751	0.720	0.720 (▲ 0.009)	0.668 (▲ 0.052)	0.673 (0.005)	0.668 (0.000)	0.670 (0.002)	0.673 (0.003)	0.677 (0.004)	
日経平均株価 (225種、末値)	21,206	18,917	18,917 [21,206]	22,288 [21,276]	23,185 [21,756]	21,710 [21,522]	23,140 [20,704]	23,185 [21,756]	22,977 [22,927]	26,434 [23,294]
M2平残	(2.7)	(2.6)	(3.0)	(5.3)	(8.5)	(7.9)	(8.6)	(9.0)	(9.0)	(9.1)
広義流動性平残	(1.9)	(2.2)	(2.8)	(3.3)	(5.2)	(4.7)	(5.3)	(5.6)	(5.5)	(5.4)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.2)	(2.1)	(1.9)	(4.7)	(6.5)	(6.4)	(6.7)	(6.4)	(6.1)	(6.3)
銀行計	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(4.9)	(6.4)	(6.4)	(6.6)	(6.2)	(5.9)	(6.0)
都銀等	(1.0)	(2.0)	(1.8)	(6.3)	(7.7)	(7.9)	(8.0)	(7.3)	(6.6)	(6.9)
地銀	(4.3)	(4.5)	(4.3)	(3.7)	(5.0)	(4.9)	(5.0)	(5.0)	(4.8)	(4.8)
地銀Ⅱ	(▲ 0.4)	(▲ 5.9)	(▲ 5.5)	(4.2)	(6.7)	(6.4)	(6.9)	(6.9)	(6.9)	(7.0)
信金	(2.1)	(1.1)	(1.0)	(2.9)	(7.1)	(6.2)	(7.3)	(7.8)	(8.0)	(8.3)
3業態計	(3.4)	(2.6)	(3.0)	(6.1)	(8.7)	(8.3)	(8.8)	(9.1)	(9.0)	(9.0)
都銀	(4.9)	(3.6)	(3.9)	(8.1)	(10.3)	(10.1)	(10.5)	(10.4)	(10.0)	(9.9)
地銀	(2.7)	(3.4)	(3.7)	(4.1)	(7.0)	(6.5)	(7.0)	(7.6)	(7.9)	(8.0)
地銀Ⅱ	(▲ 1.3)	(▲ 5.5)	(▲ 5.1)	(3.1)	(6.8)	(5.9)	(6.9)	(7.5)	(7.9)	(8.1)

(注) 新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

～感染再拡大で先行き不透明感が出てきた米国経済～

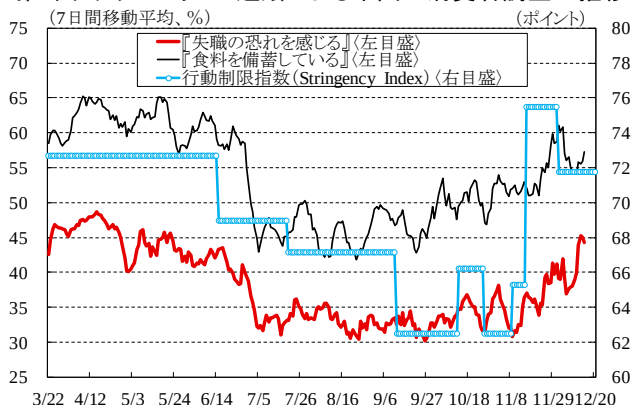
米国経済は、主要な月次経済指標・統計でみる限り 11 月まで総じて堅調な回復が続いている。そのためアトランタ連銀が公表する GDP Now において 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率換算で+10.4%と大きなプラス成長となることが予測されている（12 月 23 日現在）。12 月の FOMC 定例会合で公表された経済見通し（SEP）をみても、10-12 月期の実質 GDP 成長率（前年同期比）の予想は 9 月会合時点から大きく上方修正されており、足元の米国経済は数ヵ月前の見込みよりも力強く推移していることが示唆される。

しかし、12 月に入って感染状況が一段と悪化し、再び行動制限が強まっていることから、先行きには不透明感が漂ってきている（第 1 図）。消費者に関する日次調査を見ると、「失職の恐れを感じる」人や「食料を備蓄している」人の割合は行動制限の強化や緩和にラグをもって反応しており、足元では感染状況の悪化が州政府等による行動制限強化を通じて一般消費者のマインドに作用し、今後の消費行動に悪影響が生じることが懸念される。この先、感染状況が改善しない場合ないしは更に悪化する場合、各州において行動制限が一層厳格化され経済活動が否応なく制限される可能性も考えられる。

他方、こうした事態に対処すべく議会で議論されていた追加経済対策は、今月 21 日に上下両院で漸く可決された（第 1 表）。しかし、議会での合意に時間が掛かったばかりでなく、州・地方政府への補助金に共和党が反対したことなどから民主党が求めていた 2 兆ドル超を大きく下回る約 9,000 億ドルに止まった上、足元ではトランプ大統領の家計向け給付金増額要求等に対して今度は民主党が賛成する一方共和党が抵抗するなど、ねじれ議会ならではの迷走がみられる^(注)。来年 1 月 3 日からスタートする新議会でも「ねじれ」は継続する見通しであることから、景気の先行きを見通す上では、今後も感染動向に加えて議会運営の状況を注視する必要があるだろう。

（注）12 月 25 日現在、トランプ大統領が可決内容への修正を要求し署名を拒否しているため法案は成立していない。

第1図：クリーブランド連銀による米国の消費者調査の推移



（注）1.調査は"Consumers and COVID-19"としてクリーブランド連銀が集計。（月/日）

2.米国住民で18歳以上かつ英語が堪能な人へオンラインで調査したもの。

（資料）クリーブランド連銀、オクスフォード大学より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：米国議会が合意した追加経済政策の内容

項目	内容	金額 (億ドル)
中小企業	①従業員500名以下の企業等を対象にPPP第2弾(2860) ②低所得者地域の事業を支援(200) ③ライブ会場・映画館などイベント事業を支援(150)など	3,250
失業保険	①11週間、週300ドル追加給付 ②通常の失業保険の延長プログラム(PEUC)・自営業者等への支給対象者拡大プログラム(PUA)の期間を11週間延長	1,200
家計	一人当たり600ドルの現金給付	1,660
教育	小中学校(543)、高等教育(227)、政府緊急教育救済基金(41)などを支援	820
ヘルスケア	州のコロナ検査・追跡・鎮静措置(220)、生物医学先端研究開発局(BARDA)(200)、疾病予防管理センター(CDC)(90)、医療機関(90)などを支援	690
交通	航空会社(150)、交通(140)、高速道路支援(100)、空港(20)、空港建設(10)などの事業を支援	450
食料	補助的栄養支援プログラム(SNAP)等への資金拠出	130
住宅	立ち退き猶予措置の延長、借家補助	250
その他	育児(100)、郵便事業支援(100)等	550
合計		9,000

（注）1.PPPは雇用維持を目的としたローン補助金(Paycheck Protection Program)

2.()内は金額(億ドル)

（資料）上院議会資料、各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（田中 隆祐）

Ⅲ. 欧州

～中長期的なリスクも内包する ECB による 12 月の包括的追加緩和～

欧州中央銀行（ECB）は 12 月 10 日の政策理事会で、①パンデミック緊急購入プログラムの買入枠拡大及び買入期間延長、②貸出条件付長期資金供給オペ第 3 弾（TLTRO3）の優遇金利適用期間延長及び追加供給等、包括的な追加緩和策の実施を決定した（第 1 表）。

今回の決定内容については、政策理事会後ラガルド総裁が「感染拡大期間中の良好な資金調達条件の維持に貢献」と述べて通り、感染第 2 波の影響による域内景気の一時的落ち込みも受け、当面の金利の低位安定や金融の目詰まり防止に主眼を置いた対応といえる（英 EU 通商協定交渉破談懸念にも対応したと思われるが、同交渉は 24 日に合意成立）。

但し、今回決定した TLTRO3 の条件緩和の延長及び追加実施決定が、今後、金融の目詰まり防止に効果を発揮できるかは不透明である。12 月の TLTRO3 による資金供給額は約 500 億ユーロと、6 月（約 1 兆 3,000 億ユーロ）、9 月（約 1,750 億ユーロ）時に比べ小額に止まっている。10 月に公表された ECB 銀行貸出調査によると、足元 TLTRO3 利用の「予備的動機」は年央比後退しており、銀行による金融市場の混乱に備えた資金調達は一巡しつつある（第 1 図）。また、個別行によって事情は異なるが、年央に大きく TLTRO3 を利用し、利用枠の余地が少なくなった銀行もあるとみられる。現状の TLTRO3 は銀行が顧客向け貸出残高を現状以上に維持さえすれば預金ファシリティ金利との差分▲0.5%での供給を受けられるが、この先は個別行として TLTRO3 からの収益と顧客向け貸出に付随する信用リスク負担とのバランスが問題になって来る局面でもある。

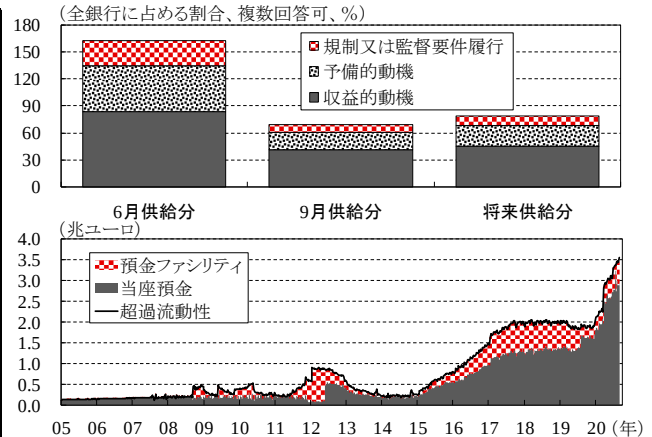
更に、大規模な資産購入の継続も決定されたことで、投資家のリスクオン姿勢強化による資産価格の過度な上昇も懸念されるが、12 月の ECB スタッフ経済見通しでは、2023 年時点で物価上昇率は前年比+1.4%と ECB の物価目標を下回るため、金融政策正常化が取り沙汰される状況にはない。ECB が低インフレに対応しつつ金融緩和による副作用の低減を図る難易度は今後増していくと考えられ、金融市場の歪蓄積にも注意が必要となろう。

第1表：12月ECB政策理事会での決定内容

	従来内容	12月決定内容
パンデミック 緊急購入 プログラム	少なくとも2021年6月まで、合計1兆3,500億ユーロの追加資産買い入れ。新型コロナウイルス感染拡大に伴う危機的状況が終息次第終了	少なくとも2022年3月まで、合計1兆8,500億ユーロの追加資産買い入れ
TLTRO3の 条件変更	2020年3月1日から2020年3月31日まで貸出残高を維持した銀行に対しては、2021年6月まで貸出金利を預金ファシリティ金利を50bp下回る水準(▲1.00%)に変更 その他銀行に対しては、2021年6月まで貸出金利を主要ファイナンス金利を50bps下回る水準(▲0.50%)に変更 入札制限を撤廃し、全額応札(借入限度額は適格貸出残高の50%に引き上げ)	■左記金利適用期間を2022年6月まで延長、併せて2021年6、9、12月に3回追加供給 ■優遇金利適用基準を「2020年10月1日から2021年12月31日まで貸出残高を維持した銀行」に変更 ■借入限度額を2021年6月以降55%に引き上げ
パンデミック 緊急長期資金 供給オペ	5月21日の初回決済日以降、12月3日の最終決済日まで、毎月1回(合計7回)実施	追加で2021年3月、6月、9月、12月の4回実施
担保要件緩和	適格担保にギリシャ国債等を追加 4月7日時点で「BBB-」格以上の債券が、格下げによって「BB」格以上にとどまる場合、適格担保価値の前減率を一律20%引き下げ	左記措置適用期間を2022年6月まで延長

(資料) 欧州中央銀行より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：ユーロ圏銀行のTLTRO3利用動機と流動性の推移



(注)「超過流動性」はECBの定義する"excess liquidity"。
(資料) 欧州中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(山田 遼)

IV. アジア

～半導体産業の構造改革・新たな輸出先の開拓を模索する韓国～

アジア主要国・地域（除く中国）の輸出は総じて回復を続けているが、国別にみると韓国の戻りが相対的に鈍い（第1図・左）。各国・地域の輸出を仕向け地別にみると、台湾と東南アジアは中国向けの堅調が全体を下支えする中、先進国向けの持ち直しにより前年比増勢に転じている。一方、韓国は先進国向けこそ持ち直しているが、シェア1位の中国向けの軟調が重石になっており、同様に中国を最大輸出先とする台湾とは対照的である。

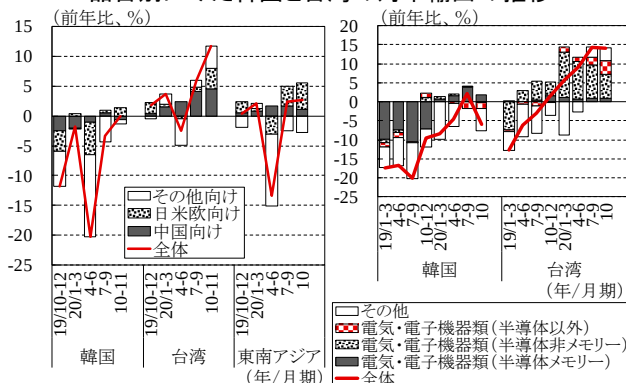
韓国と台湾の対中輸出を品目別にみると、主要品目である電気・電子機器類の増加が全体の押し上げ要因となっている点は共通しているものの、台湾はその程度が非常に大きい一方、韓国は小幅に止まっている。これは、台湾は強みとする非メモリー半導体（IoTや自動運転等に利用）が好調に推移している一方、韓国については主力のメモリー半導体（スマートフォン等記憶媒体に利用）の輸出が伸び悩んでいることによるものである（第1図・右、第2図・上）。

韓国の対中輸出は、中国の経済成長や2015年の韓中FTA発効などを弾みとし拡大を続けてきたが、近年では中国の全輸入に占める韓国からの輸入シェアは低下してきている（第2図・下）。メモリー半導体の対中輸出の戻りが鈍い点は韓国にとって特に注意されるところだが、中国が昨今の米中対立激化等を背景に国内半導体産業育成策（内製化）を推進している点を鑑みると^(注)、今後一層懸念される可能性もある。

こうした中、韓国大手製造業は近年、非メモリー半導体が中心となる次世代通信規格（6G）への対応に向けた研究開発・投資計画を相次いで発表している。また、韓国政府も今年8日、11月のRCEPへの署名に続き、当初は慎重であったTPP11への参加に意欲を示している。今後、韓国経済が半導体産業の構造改革や新たな輸出先の開拓などにより、成長力を維持していくことができるのか、注目される。

（注）半導体自給率の引き上げ等。弊室レポート「経済マンスリー[中国]（2020年9月）」も参照されたい。

第1図：仕向け地別にみたアジア主要国・地域の輸出の推移と
品目別にみた韓国と台湾の対中輸出の推移

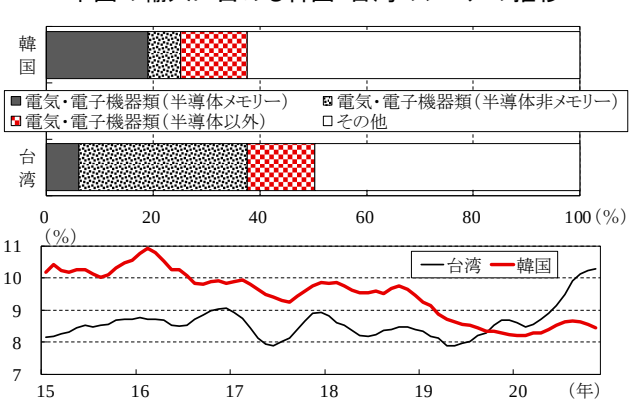


（注）1. 左図の『東南アジア』は、タイ、マレーシア、ベトナムの合計。

2. 右図はそれぞれHSコード8541、8542を半導体、854232を半導体（メモリー）として分類。

（資料）各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：韓国と台湾の対中輸出の品目シェア（2019年）と
中国の輸入に占める韓国・台湾のシェアの推移



（注）下図は6ヵ月移動平均の推移。

（資料）韓国関税庁、台湾財務部統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（土屋 祐真）

V. 中国

～経済回復と構造改革の両立を目指す中国～

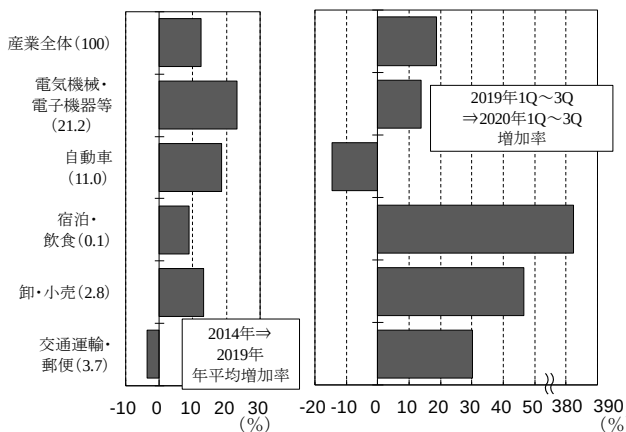
中国経済は主要先進国と比べコロナ禍から順調に回復している。11月の月次指標をみると小売売上高が前年比+5.0%と回復が継続していることに加え、固定資産投資（年初来累積）も前年同期比+2.6%と前月から伸びが加速している。

こうした回復の背景には、国内の感染抑止に成功していることに加え、政府による経済対策が奏功していることがある。1-9月期の産業補助金額を前年同期比でみると、多くの産業で増加しているが、特にコロナ禍による悪影響が大きい宿泊・飲食業向けは、昨年から5倍近くにまで増加しており、資金繰り・事業継続を支えたとみられる（第1図）。

このように、感染抑止と政策支援の奏功で世界の中でも「一人勝ち」ともいえる回復をみせる中国経済だが、足元社債デフォルトの増加は気掛かりである。中国企業の社債デフォルト件数及び金額の推移をみると、2017年以前は低位で推移していたが、デレバレッジの動きや米中対立激化等を背景に2018年に増加し、更に今年はこれまで相対的に少なかった国有企業の社債デフォルト急増が目立つ（第2図）。従来、国有企業は、苦境に陥った際には政府支援が得られるという「暗黙の政府保証」を背景に銀行から資金を調達しデフォルトを免れることもあったと言われているが、これは国有企業の財務規律が緩み、返済能力を上回る債務負担に繋がりがやすいという問題も孕んでいたとされる。中国政府は2014年頃より構造改革の一環としてその是正を進めてきたわけだが、そこにコロナ禍という未曾有の危機が発生し、国有企業のデフォルト急増に繋がった可能性が考えられる。

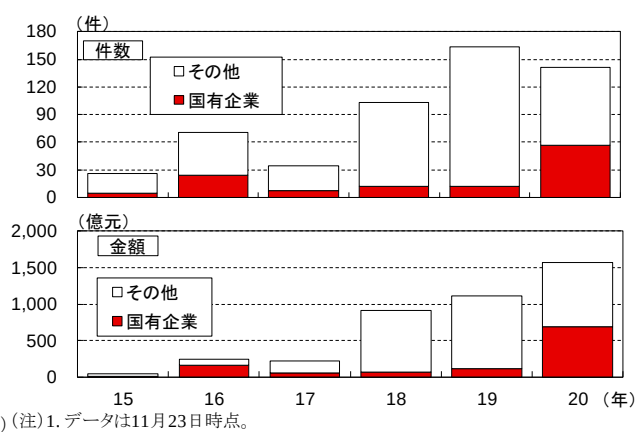
「暗黙の政府保証」の是正は過剰な借入・投資を抑制するために必要な措置であり、国有企業のデフォルト許容を政府当局の米中対立長期化も見据えた構造改革への強い意志の現れとみる前向きの解釈はあり得る。但し、国有企業のデフォルトが投資家の社債投資意欲を削ぎ、企業の資金調達が困難になることで投資が下押しされる可能性も否定はできない。いち早くコロナ禍から脱しつつある中国経済の重石とならないか、注意が必要である。

第1図：中国の産業補助金の推移



(注) () 内は全体に占める割合。
(資料) WIND統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国企業の社債デフォルト件数及び金額の推移



(注) 1. データは11月23日時点。
2. 1社にて複数明細を計上している場合あり。
(資料) WIND統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(高瀬 将平)

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（12月）～

1. 原油価格の推移

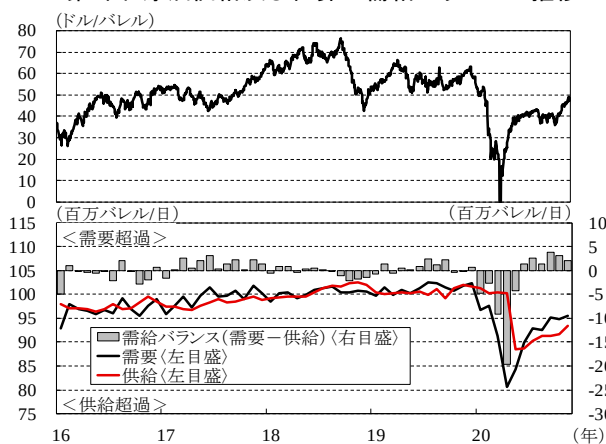
原油価格（WTI 期近物 1 バレル当たり）は、12 月 3 日に開催された OPEC プラス閣僚級会合において、現行の日量 770 万バレルの協調減産が来年 1 月には同 720 万バレルへと縮小し、2 月以降は減産量を都度協議と決まった後も、45 ドル付近から殆ど変動しなかった。1 月の減産縮小幅と 2 月以降も縮小幅を同 50 万バレル以下とする方針が市場予想の範囲内であったためとみられる。その後は、欧米で新型コロナウイルスワクチンの接種が始まり、需要回復期待が高まったこと等を背景に、48 ドル台で推移している（第 1 図・上）。

2. 需給の動向

今月公表された EIA 月報によると、11 月の世界の原油需要量は日量 9,559 万バレル、供給量は同 9,345 万バレルと、6 カ月連続で需要超過となった（第 1 図・下）。需要は、中国を中心としたアジアを牽引役に緩やかな回復が進む一方、供給は、OPEC プラスの協調減産の遵守率が 101%となるなど、依然計画通り絞られていることが背景にある。

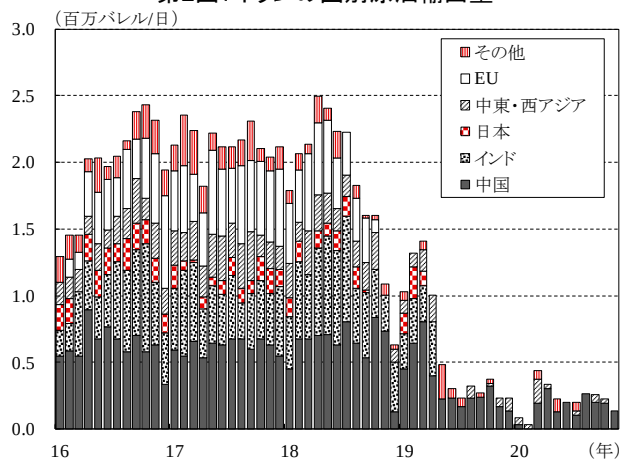
先行きも需給バランスは需要超過が続き、価格は緩やかに上昇が続くとみられるが、12 月に入り、供給側のリスク要因としてイランの増産観測が俄かに浮上している点は注目される。イランの原油生産量は 2018 年 8 月の米国による経済制裁再開後急減し、輸出量も過去 1 年半は同 30 万バレル前後で低迷している経緯にあるが（第 2 図）、足元イランからバイデン政権成立後の制裁緩和に期待を滲ませる声が出るようになっている。例えば石油相は輸出量を同 230 万バレルまで増やし得ると述べているが、これは現在の世界の需要超過にも匹敵する規模である。もっとも、米議会が各種法令を基に米大統領権限を相応に制約し得る点、米国の政策は近年振れが大きく輸入国側にも慎重な判断が求められる点等にも同様に留意する必要がある。米議会の超党派の対イラン強硬姿勢を踏まえると、米国の制裁緩和とイランの供給増の程度は実際には未だ見通し難いというべきだろう。

第1図：原油価格及び世界の需給バランスの推移



(資料) EIA (米エネルギー省エネルギー情報局) 資料、Bloombergより
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：イランの国別原油輸出量



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(布施 直樹、鷹巣 里奈)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2019年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)		
	兆ドル	日本=100	2019年実績	2020年見通し	2021年見通し	2019年実績	2020年見通し	2021年見通し
世界 (名目GDPで加重平均)	142.0	2,605	2.7	▲ 3.9	5.1	3.5	3.2	3.0
先進国・地域(表中)	52.9	971	1.6	▲ 5.3	4.0	1.4	0.7	1.2
新興国(表中)	53.3	978	4.5	▲ 2.7	6.4	4.0	3.8	3.2
その他	35.8	657	1.8	▲ 3.8	4.6	5.8	6.0	5.3
日本(年度ベース)	5.5	100	▲ 0.3	▲ 5.3	3.5	0.6	▲ 0.5	0.0
アジア11カ国・地域	45.2	829	5.0	▲ 1.4	7.1	2.9	2.9	2.3
中国	23.4	429	6.1	1.8	8.5	2.9	2.6	1.9
インド(年度ベース)	9.5	175	4.2	▲ 8.8	8.2	4.8	5.5	4.1
NIEs4カ国・地域	4.6	85	1.7	▲ 1.4	3.3	0.7	0.2	1.1
韓国	2.3	42	2.0	▲ 0.7	3.0	0.4	0.5	1.2
台湾	1.3	23	2.7	1.6	2.9	0.5	▲ 0.2	1.0
香港	0.5	9	▲ 1.2	▲ 7.0	4.3	2.9	0.8	1.6
シンガポール	0.6	11	0.7	▲ 6.1	4.8	0.6	▲ 0.3	0.4
ASEAN5カ国	7.6	140	4.9	▲ 3.3	6.0	2.1	1.3	1.9
インドネシア	3.3	61	5.0	▲ 1.8	5.6	2.8	2.0	1.8
タイ	1.3	25	2.4	▲ 5.8	4.1	0.7	▲ 0.9	1.0
マレーシア	0.9	17	4.3	▲ 6.2	7.7	0.7	▲ 1.2	1.4
フィリピン	1.0	18	6.0	▲ 8.1	7.6	2.5	2.4	3.0
ベトナム	1.0	19	7.0	2.7	6.8	2.8	3.3	3.1
オーストラリア	1.3	25	1.9	▲ 3.3	3.0	1.6	0.6	1.3
米国	21.4	393	2.2	▲ 3.5	3.9	1.8	1.3	1.7
中南米6カ国	8.6	157	0.6	▲ 7.5	2.7	8.6	7.1	7.0
ブラジル	3.2	59	1.1	▲ 5.5	2.5	3.7	3.2	3.7
メキシコ	2.6	48	▲ 0.3	▲ 9.0	2.0	3.6	3.5	3.5
アルゼンチン	1.0	19	▲ 2.1	▲ 9.0	1.0	53.5	42.0	40.0
ユーロ圏19カ国	16.8	308	1.3	▲ 7.5	4.8	1.2	0.3	1.1
ドイツ	4.7	86	0.6	▲ 5.7	3.9	1.4	0.4	1.1
フランス	3.2	59	1.5	▲ 9.2	6.7	1.3	0.5	0.9
イタリア	2.7	49	0.3	▲ 9.2	6.1	0.6	▲ 0.2	0.7
英国	3.3	60	1.3	▲ 11.6	5.2	1.8	0.9	1.3
ロシア	4.1	76	1.3	▲ 5.0	2.5	4.5	3.2	3.4

(注)1.『名目GDP』は、購買力平価ベース。

2.『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。

3.『日本』、『インド』の掲載数値は、『日本』の『名目GDP』を除き年度(4月～翌年3月)ベース。

4.『世界』、『先進国』、『新興国』は、『日本』は暦年、『インド』は『名目GDP』のみ年度、その他は暦年の数値を基に計算。

5.『先進国』は、『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は、『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。

6.『中南米6カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。

(資料)各国統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 鶴田)

TEL:03-3240-3204 E-mail:rei_tsuruta@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。