

## みずほリサーチ

2021 May

みずほ銀行

みずほリサーチ&amp;テクノロジーズ

- |                             |  |
|-----------------------------|--|
| ●コロナ禍から回復する日本の設備投資…………… 1   | ●世界の生産拠点として存在感を強めるASEAN…………… 3                   |
| — コロナ禍対応や有形・無形のデジタル化投資が増加 — | — 中国からの生産移管がASEANの生産能力を向上 —                      |
| ●欧州グリーン復興の課題…………… 2         | ●手軽さと不安払拭 <sup>ふっしょく</sup> でワクチンの普及を目指すシンガポール… 4 |
| — 当面、民間投資の呼び込み効果は限定的 —      | ●ファミリーオフィス…………… 4                                |

## 日本経済

## コロナ禍から回復する日本の設備投資

## — コロナ禍対応や有形・無形のデジタル化投資が増加 —

新型コロナウイルスは引き続き個人消費を押し下げていますが、設備投資は早期に調整局面を脱する可能性が高まった。リーマンショック後は1年以上にわたり調整が続いたが、今回は昨年10～12月期に増加に転じており、半年程度の調整で済みそうだ。

その背景として製造業を中心とした企業業績の回復がある。米中を中心に海外経済は一足先に復調しており、国内でもパソコン等の電化製品や自動車の売れ行きは悪くない。輸出と国内の財消費の持ち直しを受けて、製造業や卸・小売業等は業績が回復している。業績の低迷が継続しているのは、宿泊・飲食サービス等一部の業種に限定されている。

また、コロナ禍で生じた環境変化に対応する投資の増加も、設備投資が早期に底入れした要因の一つだ。機械設備の国内受注額は、工場での省人化対応と見られる産業用ロボットや、電子商取引(EC)拡大に伴う物流施設向け運搬機械等が増加傾向にある。

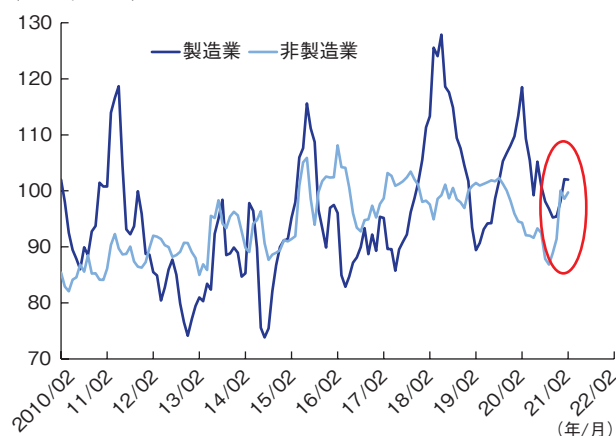
今年度の設備投資は堅調な推移が見込まれる。2021年度の日銀短観・設備投資計画(全規模ベース、ソフト含む・土地除く)は、製造業が前年度比+4.6%、非製造業は同+1.1%とともに増加の計画だ。コロナ禍対応の機械設備に加えて、業種を問わずソフトウェア投資が計画を押し上げており、アフターコロナを見据えた無形のデジタル化投資が積極化している。

有形のデジタル化投資の動向をみる上で、電子計算機等(サーバー等の大型コンピュータ+半導体製造装置)受注額が参考になる(図表)。データセンター向け等の半導体需要の増加、それに伴う半導体メーカーの投資活発化を背景に、足元は製造業・非製造業ともに増加に転じている。2021年度は、有形・無形のデジタル化投資が設備投資の回復を後押しするだろう。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 経済調査チーム  
エコノミスト 諏訪健太  
kenta.suwa@mizuho-ir.co.jp

## ●国内向け電子計算機等受注額の推移

(2019年=100)



(注)1. みずほリサーチ&amp;テクノロジーズによる季節調整値

2. 後方3カ月移動平均

(資料)内閣府「機械受注統計調査報告」より、みずほリサーチ&amp;テクノロジーズ作成

# 欧州グリーン復興の課題

## — 当面、民間投資の呼び込み効果は限定的 —

2020年のユーロ圏は、コロナ危機で深刻な景気後退に陥った。2021年春先も厳格な感染防止策により、景気は停滞している。集団免疫獲得には時間を要すると考えられ、景気回復への不確実性は高い。

今後のユーロ圏経済復興の要は、7,500億ユーロ(2020年名目GDP比5.6%)のEU(欧州連合)予算・欧州復興基金である。欧州委員会は、同基金から各国の復興計画に充てる資金の37%以上をグリーン(気候変動対策)向けとすることで、グリーン復興を目指す。

欧州には、EU予算を活用してグリーンを中心とする投資を促進した成功事例、ユンカープラン(欧州投資計画)がある。ユンカープランでは、EIB(欧州投資銀行)と民間部門が共同で、EU予算から差し入れられた約260億ユーロの保証を活用し、2015～2020年に計5,465億ユーロの投資を実現した。投資金額が公表されている調印済み案件のうち、グリーン関連(エネルギー・省エネ・輸送)の金額が占める割合は約5割である。欧州委員会とEIBの推計によると、ユンカープランは、2019年までにEUのGDP水準を0.9%増加させ、2022年までに1.9%増加させる見込みである。

欧州復興基金が、ユンカープランのように民間投資を呼び込む上で、2つの課題がある。

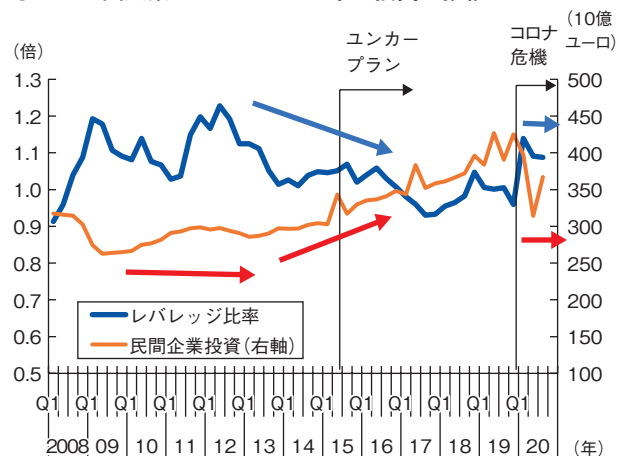
第一は、企業の財務健全性である。欧州中央銀行(2013)の企業レベルのデータに基づく分析によると、企業財務の悪化は、企業の投資判断に悪影響を及ぼす。実際、企業のレバレッジ比率が高かった2009年～2012年頃まで、民間企業による投資は停滞していた(図表)。ユンカープランは、欧州債務危機後の景気拡大期(2015年)に始まり、レバレッジ比率は低下傾向にあった。一方、欧州復興基金は、コロナ危機の悪影響が残る2021年後半以降に開始する予定である。コロナ危機により企業の財務健全性が悪化しており、回復には時間がかかると予想される。その間、企業は投資に対して慎重になると考えられる。

第二は、効率的な案件組成に向けた体制である。EFSI(欧州戦略投資基金、2020)は、ユンカープランの成功要因としてガバナンス体制を強調している。ユンカープランでは、外部専門家などから構成される投資委員会と、投資の専門機能・ノウハウを有するEIBが中心的な役割を担い、効率的に案件組成を支援し、民間企業の投資を後押しした。一方、欧州復興基金では、事前に各国の復興計画を欧州委員会などで審査するものの、個別案件の組成支援などは各国政府に委ねられ、ユンカープランほど効率的な案件組成は期待しにくい。各国政府が無秩序にグリーンを推進することで国ごとに支援内容が異なり、欧州を単一市場とみなしてビジネスを展開する民間企業が、投資を判断しにくくなることも考えられる。

以上から、当面、欧州復興基金による民間投資の誘発効果は限られよう。中期的には、企業財務が改善し、各国政府に投資ノウハウが蓄積されるとともに、民間投資が誘発されやすくなると思われる。◼

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 経済調査チーム  
上席主任エコノミスト **山本武人**  
takehito.yamamoto@mizuho-ir.co.jp

●ユーロ圏企業のレバレッジ比率と投資の推移



(注)レバレッジ比率は、非金融企業のローンと社債の合計を資本で割ったもの。  
民間企業投資は、総固定資本形成から政府投資、住宅投資を除いたもの。  
(資料)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 世界の生産拠点として存在感を強めるASEAN

— 中国からの生産移管がASEANの生産能力を向上 —

一年前の2020年5月は、新型コロナウイルスの感染が急拡大し、世界の経済活動は厳格な制限下にあった。こうした中、震源地であるアジアへの供給依存を背景に、バリューチェーンの途絶が懸念されたことは記憶に新しい。足元で世界経済は着実に持ち直しているが、米国バイデン政権がバリューチェーンの再編を注力課題に位置づけるなど、アジアへの供給依存問題は依然として一大トピックだ。

アジアは中国、台湾、韓国などの生産拠点を擁するが、近年はASEANの存在感が高まっている。生産ラインが国境を越え、貿易を通じてつながる今日、生産拠点としての地位は国際貿易における存在感として確認できる。輸出総額に占める域内由来の付加価値を表す「付加価値輸出」の推移をみると、2015年頃からASEANが他地域に先行して伸長してきたことがわかる(図表)。ASEANの域内付加価値が増大したのは、川上の工程を担ったり高付加価値な中間財を輸入代替したりすることで、バリューチェーンをいわば「遡上」したことによる。同様の変化を経験してきたのが中国だ。中国は世界から企業進出を受け入れ、技術を吸収して自国製品を高付加価値化し、川上での存在感を高めてきた。今、ASEANは中国の足跡をなぞっているかのようである。

この現象を「質的发展」と呼ぶと、ASEANで輸出産業の質的发展をけん引してきたのはどの国で、その要因は何だろうか。上述のようにASEANは付加価値輸出を増大してきたが、マレーシアとベトナムではこの傾向が強まっている。特に2018年以降にこうした動きが顕著であることから、米中貿易摩擦による中国からの生産移管が主因とみられる。なお、マレーシア投資開発庁は2020年5月末までに貿易摩擦を理由とする生産移管案件を32件誘致し、金額は約175億リングに上ると発表している。貿易摩擦以前の年間直接投資認可額の7~8割に相当する規模だ。また、紙面で盛んに報じられたように、ベトナムにも

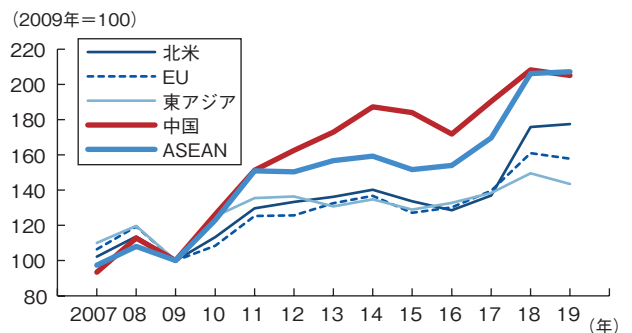
多数の企業が生産移管を発表している。

ASEANが今後も生産拠点としての地位を高めるには、質的发展の継続的な推進が求められる。米中の対立は当面収束がみえないため、生産移管の動きは今後も続くと思われる。加えてマレーシアについては、高付加価値品の生産機能強化を画策する外資企業も多く、さらなる質的发展が期待される。ただし、ベトナムは中国からの生産移管を手放して喜べない。対米貿易黒字が膨らんだことが一因で、米国による監視の対象になっているからだ。ベトナム政府は生産移管を呼び込みたい一方、貿易黒字の抑制に配慮するなど対米関係に神経を尖らせなければならない。また、ベトナムの場合、外資企業にとっての主たる誘因は低廉な労働力だ。当面は問題ないが、低コストという武器に頼り続けられ「中所得国の罠」に陥る懸念もあり、労働者の技能開発など、マレーシアのように高付加価値品の生産拠点を目指す取り組みも必要だ。その他、両国とも地場産業の育成やインフラの拡充など、課題は山積している。

とはいえ、足元でASEANが一層重要な生産拠点になりつつあることは既に見た通りだ。引き続きASEANの跳躍を期待し、動向を注視したい。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 アジア調査チーム  
エコノミスト 越山祐資  
yusuke.koshiyama@mizuho-ir.co.jp

●付加価値輸出の地域別推移



(注) 名目ドルベース。ASEANはミャンマーを除く9カ国。EUは英国を加えた28カ国、東アジアは日本・韓国・台湾、北米は米国・カナダ・メキシコ  
(資料) アジア開発銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 手軽さと不安払拭<sup>ふっしょく</sup>でワクチンの普及を目指すシンガポール

シンガポールでは、昨年12月14日に、アジアで初めて新型コロナのワクチンを承認し、10月までに16歳以上の希望者全員への接種を目指している。

シンガポールのワクチン接種の予約手続きは、至ってシンプルだ。まず政府が開設した専用サイトで、電話番号や国民番号などの簡単な個人情報を入力する。その後、SMS(ショートメッセージサービス)で予約サイトのリンクが届き、希望する会場と日時を選択するだけで、予約手続きが完了する。もし予約を完了した後もワクチンに対して不安を感じる人は、接種当日にも医師に相談することができる。ワクチンの接種後には、官営のスマホアプリを使えば、接種したワクチンの種類や時期などの履歴を証明することも可能だ。

政府は、国民が安心して生活できるよう接種を行う順番にも配慮した。日本と同様に高齢者や医療従

事者には早期の接種を行っているが、これに加えて、タクシー運転手、教育関係者、ホーカーセンターと呼ばれる屋台街の従業員など不特定多数と接触する可能性がある人も優先対象とした。シンガポール運輸省の発表によれば、タクシー運転手の7割が既に1回目のワクチン接種を行っており、住民が安心してこれらのサービスを利用できるようになっている。

日本政府は、感染抑制のため、ワクチンの調達を進めるとともに、世界の事例にも目を向けながら接種の仕組みを工夫することで、早期のワクチン普及を目指すことが重要だ。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 アジア調査チーム(シンガポール在留)  
主任エコノミスト 松浦大将  
hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com

### 👉 今月のキーワード

**Q: ファミリーオフィスとは何ですか。**

A: ファミリーオフィスとは、富裕層家族・一族等に対して、税務関連業務や遺産相続等の専門的なサービスを提供し、同時に、資産管理・運用を行う会社です。報道によれば、全世界に1万社以上存在し、その合計資産額は6兆円近くになるともいわれています。

**Q: なぜ注目されているのですか。**

A: 資産管理・運用業務において、一部のファミリーオフィスでは、ヘッジファンド並みの積極的な運用を行っている事例があります。また、そもそもヘッジファンド運

### ファミリーオフィス

用者が、自らの資産を運用するために、ファミリーオフィスを設立する事例も存在します。このようなファミリーオフィスとの取引において、3月末から4月にかけて、日米欧の投資銀行が多額の損失をかぶる事態が発生したことで大きな注目を集めました。

また、投資銀行における損失の発生が連鎖し、金融システムに悪影響を与えてしまうのではないかと懸念が台頭していることも注目を集めた理由です。

**Q: ファミリーオフィスでなぜ多額の損失が発生したのでしょうか。**

A: ファミリーオフィスは、規制当

局への登録や報告義務がないなど、監視・監督体制が不十分であるといわれています。そのため、一部のファミリーオフィスは、ヘッジファンドと同様に、よりリスクの高い投資を行うようになりました。これが結果として、投資銀行の損失につながったものと考えられます。今後、ファミリーオフィスに対しては、監視・監督体制を強化すべき、との意見が強まっていくと考えられます。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 市場調査チーム  
主席エコノミスト 川本隆雄  
takao.kawamoto@mizuho-ir.co.jp

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。