

年後半の世界経済のリスクを再点検

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. ワクチン普及で景気回復とのシナリオは堅固だが

パンデミック下にも関わらず、株価が堅調な推移を続けてきたこともあり、昨年後半以降の世界経済の立ち直りは予想以上に早かった。IMFが4月6日に発表した新しい世界経済見通しでは、2021年の世界経済成長率が、1月見通しの前年比+5.5%から、同+6.0%まで上方修正された。これが実現すれば、1980年以降で最も高い成長率となる。米国がけん引役で、米国の成長率は1月予想時の同+5.1%から、同+6.4%へと上方修正された。10月予想時は同+3.1%だったので、この半年間で3%以上大きく上方修正されたことになる(図表1)。

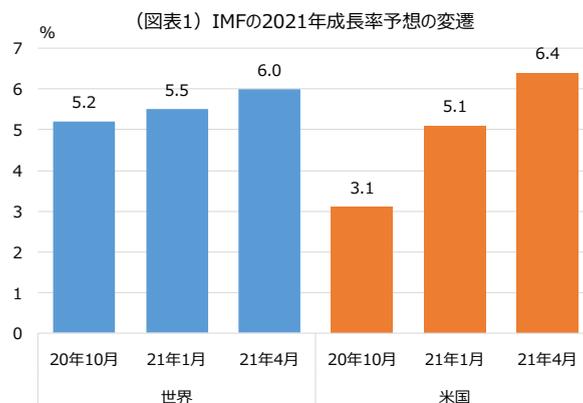
IMFの見通し上方修正は、主要国におけるワクチンの接種の本格化や、米国における大型経済対策の成立を評価したものである。逆に、欧州や日本はワクチン接種の遅れなどを理由に小幅の上方修正にとどめており、その意味では、世界経済の行方は引き続き感染症の動向次第といえる。しかし、ここへきて世界の新規感染者数が過去最高を記録するなど、再び予断を許さない状況となってきた。

今回の感染症の流行の特徴として、いったん封じ込めに成功した国でも、感染が再爆発する例が相次いでいる点が挙げられる。アジアではインドが典型で、欧州でもドイツ、フランス等がロックダウンの強化や延長に追い込まれた(図表2)。日本も含め、感染が再拡大する国はワクチンの接種が十分進んでいない国が多いが、チリのように、接種が進んだ国でも再びロックダウンに追い込まれるケースも出ている。

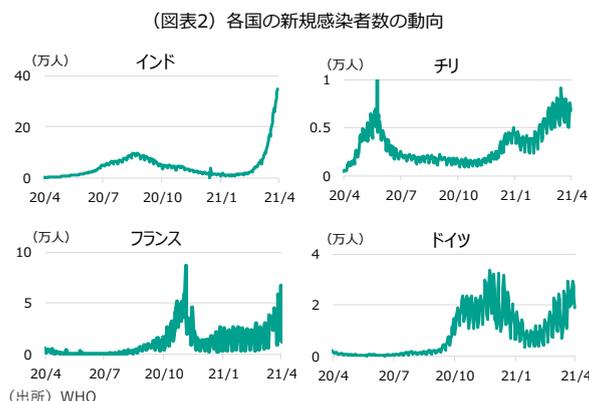
ワクチンの普及とともに世界経済が回復に向かうというメインシナリオについては、現時点で変更の必要はないと考えるが、足元の感染再拡大自体、従来のメインシナリオ内では想定していなかった事態であることも確かである。ここでは、5月に発表を予定している四半期経済見通しの作成に当たり、先行きの経済や株価へのリスクについて改めて整理する。大きくは「ワクチンの効能への疑念」、「FRBの早期利上げと金融市場の混乱」、「株価の自律的調整局面の長期化」、「対中地政学リスク」、「世界的財政不安」の5点である。

2. ワクチンの効能への疑念の台頭

世界経済にとって最悪のシナリオは、ワクチンの効かない強力な変異株の登場で、再び世界的にロックダウンの連鎖に見舞われる展開である。そこまで行かなくても、ワクチンがゲームチェンジャーといえるほどの効果を



(出所)IMF



(出所) WHO

もたらさないのであれば、ここまでバブル的な上昇を見せてきた株式市場の失望売りを誘うには十分と考えられる。

当研究所は従来から、図表3のような2パターンのシナリオを前提に経済見通しを作成してきた。しかし、現時点での世界の感染動向のカーブは、明らかに従来想定していたサブシナリオに近い。日本でも第4波の真っ只中であり、4月25日から四都府県で3度目の緊急事態宣言が発動されている。すでに1-3月は2度目の緊急事態宣言の影響でマイナス成長が有力な情勢となっているが、従来は反動増を予想していた4-6月期も、このままではプラス成長を維持できるかどうか微妙な情勢になってきた。また、日本ではワクチンの接種自体ほとんど進んでいない。一般国民への本格的な普及は2022年にずれ込むとの予想もある。ここまでの展開の延長で、今年いっぱい感染拡大と経済活動の制限を繰り返さざるをえないということになれば、日本経済は苦しい。国民の疲弊度も一段と深まるだろう。米国経済が堅調に推移する限り、外需が下支えになることで景気失速は避けられるとみるが、現時点で前年比+3.6%とみている2021年度の実質GDP予想は大幅下方修正の必要が出てくる。

3. FRBの早期利上げと金融市場の混乱

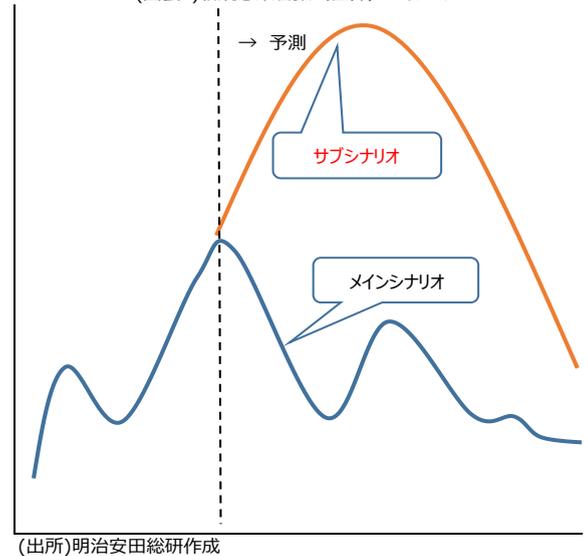
逆に、感染症の流行がピークアウトし、世界経済が再びバウンド局面に入った場合、米国の景気過熱リスクが米金利の急上昇を招き、株価の急落に繋がる可能性がある。米国では、トランプ政権下で昨年12月に成立した約0.9兆ドルの経済対策に続き、バイデン政権が打ち出した1.9兆ドルの大型経済対策もすでに始動している(図表4)。2.3兆ドルのインフラ投資計画もすでに発表しているほか、今週中には環境、雇用対策も含めた総額3~4兆ドルの追加パッケージを発表予定である。

バイデン大統領は、歴代新大統領にとっての鬼門である、就任後初の中間選挙(2022年)を乗り越える必要がある。感染症の克服と力強い景気回復は、最大のアピールポイントになるはずで、それまでは財政の息切れによる景気減速を座視して見過ごすとは考えられない。足りないと思えば二の矢三の矢をつがえる構えを見せるだろう。

問題になるのがFRBの態度である。パウエル議長は今のところ、景気過熱によるインフレの可能性を否定している。米国経済のインフレへの耐性がどのくらいあるのかは、試してみないとわからない。雇用市場の現状を考えれば、少なくともまだ大きなデフレギャップが残っている。日本のようにデフレ下にあった国とはレベルが違うにしろ、米国も本格的なインフレは長い間経験しておらず、日銀が物価目標未達の理由の説明に使う「適応的期待」が米国でも低インフレ期待としてある程度定着している可能性もある。

かといって、明確なインフレの足音が統計から確認できるまで、景気刺激策を続けるというのでは、政策修正が手遅れになる可能性が高まる。閾値を見極めるのは困難で、早めに動く必要がある。FRBの忍耐が意外に早く

(図表3)新規感染者数(世界)のイメージ



(出所)明治安田総研作成

(図表4)米国の追加経済対策概要

◎昨年12月末成立の追加経済対策の概要

失業保険給付拡充(週300ドル上乗せ)
給与保護プログラム(PPP)延長
家計への現金給付(1人600ドル支給)
教育学校関連補助
コロナ検査ワクチン補助
航空業界支援
立退きに直面する賃貸人向け支援等
合計 約0.9兆ドル

◎バイデン氏の追加経済対策(3月成立)

家計への現金給付(追加で1人1,400ドル)
州・地方政府支援
パンデミック失業給付拡充(週300ドル⇒週400ドル)
有給病欠休暇の拡充
学校再開、その他教育財源
ワクチン接種、検査体制強化
家賃支援、緊急住宅支援等
合計 約1.9兆ドル

(出所)各種報道資料等

試される機会が訪れても不思議ではない。

当社では今のところ、FRBの利上げ時期を2023年前半とみているが、これには前倒しのリスクがある。また、FRBは、これまで同様、テーパリング（資産買入額の縮小）、買入れ終了、利上げ、バランスシート縮小の順で正常化への道を歩むことが想定されており、最初のターニングポイントはテーパリングの開始時期である。2013年5月に、当時のバーナンキ議長がテーパリングを示唆したときは、長期金利が急騰するという、「テーパータントラム」に見舞われた。この経験から、同様の措置を取る際は、相当前から慎重に織り込ませるとみられている。パウエル議長の任期が2022年2月までであることも考慮する必要がある。続投かどうかはまだしばらく明らかにならないが、後任に道筋をつける最近の傾向に鑑みれば、任期前にテーパリングが始まる可能性は低くない。

今のところ、新興国通貨は総じて安定的に推移している（図表5）。FRBが金融緩和の長期継続を強く示唆していることが安心感につながっているが、ワクチン普及度の違いから来る先進国と新興国の景況格差は次第に大きくなっている。FRBが市場とのコミュニケーションに失敗し、サプライズを与えるようなことになれば、新興国からの資金逆流が加速し、世界的な金融市場の混乱に繋がるリスクもある。

4. 株価の自律的調整局面の長期化

逆説的だが、市場の期待通り、ワクチン普及で順調な景気回復が実現すること自体が株価の転機となる可能性もある。「噂で買って事実で売る」的な動きである。

株価は先行きへの期待で動く。この点、ワクチン普及で景気回復という筋書きは、説得力があり容易に崩れないシナリオである。しかし、期待が現実のものになった後、株価がなお上がり続けるためには新たな「ストーリー」が必要となる。株価はすでに世界景気のV字型回復を織り込んだ水準まで上がっている。市場が織り込む以上の景気加速はインフレと背中合わせなのが悩ましい。

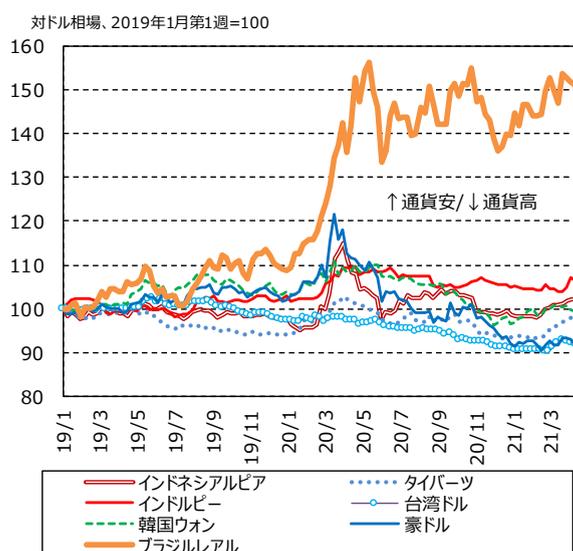
自然、より中長期的な材料に目が向くことになるが、むろん好材料ばかりではない。デジタル経済やグリーン経済が大きく花開いて、世界的に生産性や潜在成長率が上向くバラ色のシナリオも想定できるが、少なくとも足元の統計からは、そうした兆しは確認できない。産業構造の転換には時間がかかる。向こう数年にわたり、コロナの後遺症ばかり目立つ展開も考えられる。

そもそも日本の場合、コロナ襲来の1年以上前から景気は後退局面にあった。その意味で、コロナ収束が好景気に直結するわけではない。もともと低い潜在成長率がさらに下がっている可能性もあろう。これは、たとえ経済活動の正常化が実現しても、以前より劣化した状態にしか戻れないことを意味する。市場の目も、明るい未来ではなく、人口減や低生産性など、もともとあった問題に向かざるをえないかもしれない。

5. 対中地政学リスク

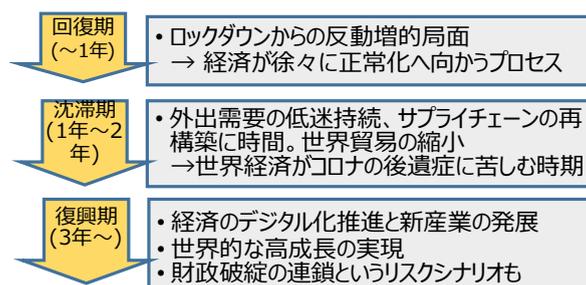
感染症以外では、地政学リスクの高まりが挙げられる。米国は対ロシア、対イラン等様々な火種を抱えている

（図表5）アジア新興国・資源国の為替レートの推移



（出所）ファクトセット

（図表6）世界経済のアフターコロナの道筋



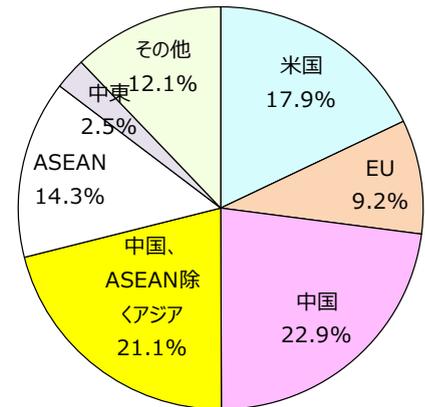
（出所）明治安田総研作成

が、特に日本経済への影響が大きいと考えられるのは米中対立の深刻化である。もともと日本経済が後退局面に追い込まれた大きな要因は、米中対立に代表される保護主義的な動きの広がりであった。ここ数年、対米、対中輸出の割合はおおむね2割前後で拮抗していたが、過去1年（20/4～21/3）では対中輸出が23%と、対米の18%を明確に上回っている（図表7）。他のアジアを含めた、アジア向け輸出の総計は全体の5割を優に上回る。ASEAN、NIEs諸国も中国経済への依存度は大きく、事実上の中華経済圏に取り込まれていると言えそうな状況である。

日本はここまで、米中対立の狭間で微妙な立ち位置をうまくキープしてきたと言われる。ウイグルの問題で欧米が相次いで対中制裁に踏み切る中でも、日本のスタンスは慎重だった。しかし、バイ

デン大統領が対中スタンスのギアを一段と上げる中で、日本もこれまでと変わらぬ距離感で中国との経済的交流を続けるのが難しくなるかもしれない。「踏み絵を迫る」というほどのあからさまな要求が米国から来ることはないかもしれないが、わずかな軌道修正だけで中国政府は敏感に反応するだろう。2010年の中国人船長の逮捕と、その後の中国政府によるレアアースの事実上の禁輸措置は記憶に新しいが、貿易面、あるいは中国国内での日本企業の活動の制限は中国政府の切り札である。こうしたカードは自国の投資先としての魅力を下げ、国際的な信用も失いかねないという点で中国政府にとってもろ刃の剣となる。しかし、ここまで対オーストラリアや対フィリピン、対台湾で取ってきた姿勢を考えれば、日本に対しても同様の措置を取る可能性がないとは言えない。

（図表7）輸出の地域別内訳（20/4～21/3）



（出所）財務省「貿易統計」

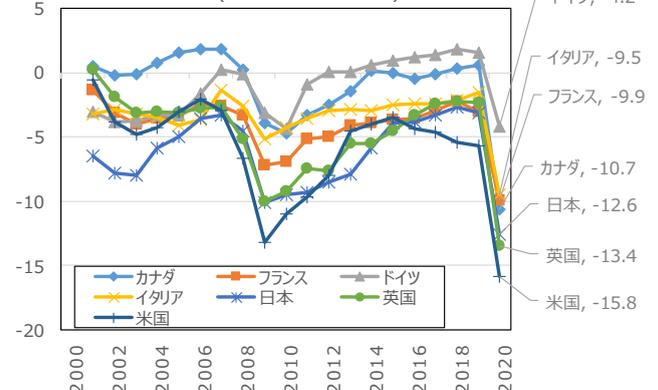
6. 世界的財政不安の可能性

コロナの後遺症として、最後に残るのはおそらく財政リスクである。バイデン大統領の今後10年にわたる大型経済対策の問題は財源で、法人増税や富裕層の増税で賄うとはしているが、これには共和党の強い抵抗が予想される。結果として、国債増発で賄うということになれば、国債需給の悪化懸念とインフレ懸念で長期金利に一段の上昇圧力がかかり、株価に悪影響を及ぼす可能性がある。

日本の財政が諸外国で最悪の状況にあると言われて久しい。感染症の流行が収まらない中、大規模な財政出動が必要という点では、現在、政・官・財・学・メディアすべての意見が一致している。「財政再建」という言葉はいまや禁句になった感さえある。しかし、菅政権下での新たな経済対策の策定により、2020年度の財政支出は約175兆円という空前絶後の規模に膨らんだ。議論を封印しても、債務が消えてなくなるわけではない。いずれ財政再建が必要になるという点は、いくら強調してもしすぎるということはない。

2020年の主要国の財政赤字はこぞって大きく悪化した（図表8）。日本だけではなく、主要国はみな、財政支出に関しては抵抗感が大きく薄れた状態にある。相対的に安全な国債を見つけるのが難しいため、先進国のどこか特定の国の国債市場が崩れる可能性は低い。いわば「赤信号みんなで渡れば怖くない」状態だが、景気が回復し、経済が正常化に向かった暁には、財政再建が相対的に遅れている国に対し、市場の厳しい目が向けられてもおかしくない。世界経済危機が10年ごとにやってくるという近年の経験則

（図表8）G7の財政収支（対GDP比）の推移
（2020年は予測値）



（出所）IMF

に立てば、10年後の危機は世界財政危機になる可能性すらある。

以上5つのリスクについて見てきたが、問題はその示現確率である。個々に見積もるのは難しいが、総じて3割程度というところだろうか。あとの7割は、あくまでワクチン普及で世界経済が安定的な回復に向かうというシナリオである。ただ、リスクバランスは時間とともに変わる。たとえば、財政不安が台頭するリスクは、向こう1~2年という視野で見ればおそらく5%以下だが、10年という長期で考えれば2割以上に上がるのではないかと思われる。世界経済は、感染症のくびきから容易に逃れることはできないだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411