

## 世界経済の見通しは好転

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

### 1. 世界経済の見通しは好転

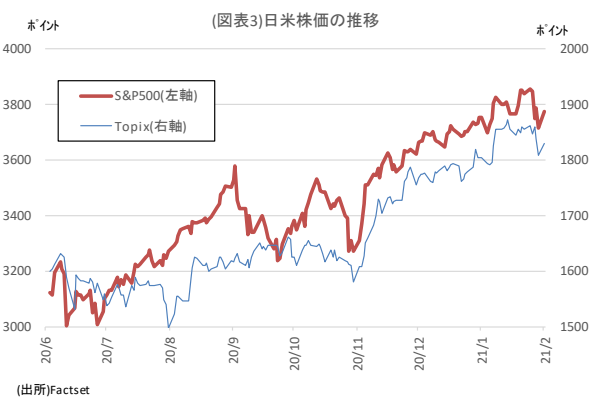
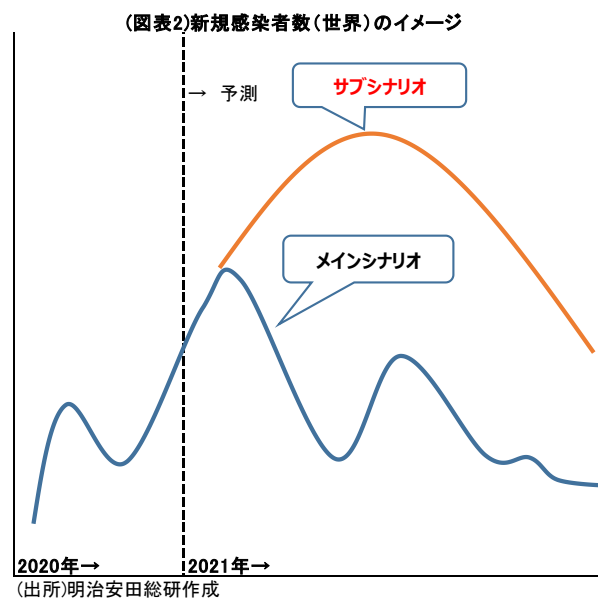
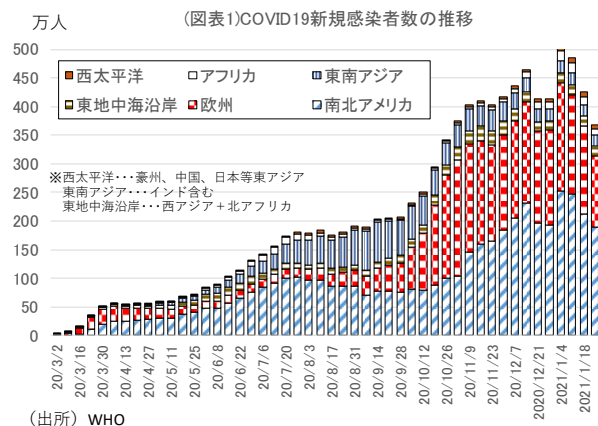
新型コロナウイルス感染症（以下、感染症）の新規感染者数は、年明け以降、ピークアウトの兆しも見えるものの、なお高水準の状態が続いている（図表 1）。世界経済の先行きは依然感染症の動向次第といえる。その不確実性の高さに鑑み、当社は昨年来、2通りのシナリオ（図表 2）のもとに経済見通しを作成してきた。ただ、ここへきて、主要国におけるワクチンの接種が本格化しつつあることから、不確実性の程度は低下しており、景気の先行きに対する不安感も徐々に和らいできている。

ワクチンの安全性や副作用の有無、十分な供給量の確保等に予想以上の時間がかかる懸念は残る。また、米国をはじめ、国によってはワクチンを受けないとする国民がかなりの割合に上っており、集団免疫の獲得には各国とも当面至らないと考えられる。したがって、感染の拡大と縮小という波は今後も繰り返される可能性が高いが、その振幅は次第に小さくなり、景気への負のインパクトも弱まっていく展開が期待できる。すでに、イスラエルでは全国民への接種が早晚一巡する見込みとなっている。今のところ良好な結果が報告されていることから、その動向次第では、世界的なワクチンの普及スピードが早まるパターンも考えられる。

景気低迷下にもかかわらず、内外の株価が昨年来、ここまで好調な推移を続けてきたのも、いい意味で誤算だった（図表 3）。好調な株式市場の下では、経済活動の正常化に長い時間はかからない。こうした中、今後は各国で打ち出している経済対策の景気下支え効果がより目立つ形になっていくと考えられる。

### 2. 考えられるリスクシナリオ

リスクシナリオとしては、まず、ワクチンの効かない変異種が世界的に拡散することで、再び主要国がロックダウンの連鎖に見舞われるパターンが考えられる。こうなれば世界経済への打撃は極めて大きい。昨年同様、感染収束で警戒



感が緩み、感染予防をおろそかにしたままの外出が増えることが、再度の感染拡大につながる可能性もあるだろう。こうした事態に至る示現確率を合理的に見積もるのは難しいが、ワクチンの普及がなかった昨年と比べれば、状況が大きく好転していることは間違いない。

また、逆説的だが、ワクチンの普及で、主要国の経済が急速に上向き、FRB（米連邦準備制度理事会）をはじめとした主要国の中央銀行が早期に利上げに動くとの観測が広がることが、株価急落の引き金を引く可能性もある。はからずもここまでの株価上昇が「バブル」であったことが明らかになり、調整が深く長いものになれば、景気への打撃は大きくなるだろう。もっとも、コロナが収束に向かったとしても、主要国の景気が「過熱」のレベルに至るには相当の時間を要するとみられる。インフレ懸念が急速に高まる展開も予想しにくい。实体经济に先回りして動くのが中央銀行の使命とはいえ、引き締め方向への政策転換に関しては、各国中銀とも相当な忍耐を示す可能性が高い。市場に対し、そうした情報発信にも努めるだろう。

それ以外では、米中対立の深刻化による保護主義的な動きの広がり、新興国の債務危機、コロナ疲れから来る各国の政治の不安定化等がリスク要因となる。ただし、これらの要因で、世界同時不況に陥る蓋然性は11月の前回の経済見通し時よりも下がっている。したがって、リスクシナリオの示現確率については、11月見通し時の25%から20%に引き下げる。逆に、世界同時不況を回避し、景気回復基調が続くとのメインシナリオの確率は、75%から80%へと引き上げる。

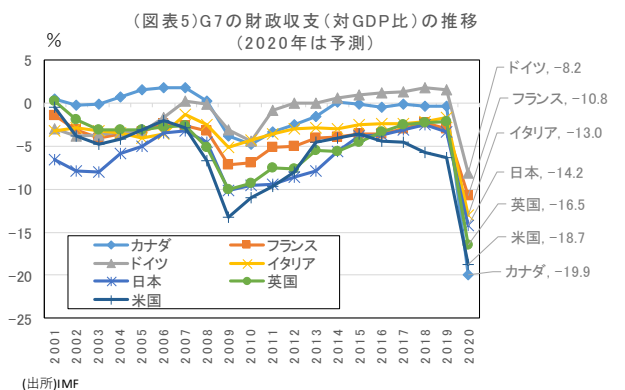
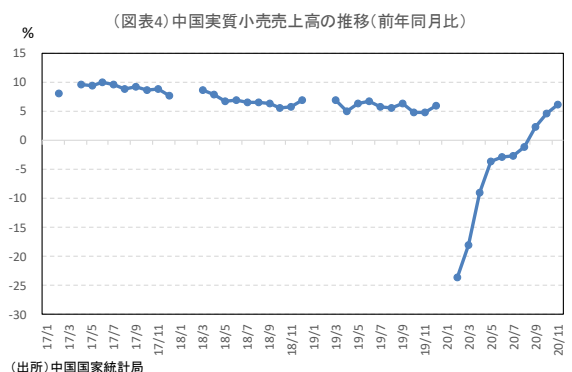
### 3. 感染症の後遺症は残る

春にかけ、新規感染者数がピークアウトに向かえば、主要国の成長率は一時的に潜在成長率を大きく上回る高い伸びを記録しよう。特に欧米の主要国では、昨年末以降再び経済活動の制限を余儀なくされたことで、個人消費を中心にペントアップディマンドが蓄積されていることが想定される。これに、各国で実施している大型景気対策の効果加わる。

ただ、年を通して順風満帆とはなかなかいかないかもしれない。断続的に感染者の発生が続き、移動制限や営業規制を再開せざるをえない国も出てくるのが予想されるなか、国民が外出を控え気味にする姿勢が残る可能性が高い。賃金の伸び悩みも予想されることから、反動増が一巡した後の個人消費については、対面サービス関連を中心に、戻りの鈍さが意識される状態に戻る可能性が考えられる。実際、主要国の中で唯一2020年のプラス成長を確保した中国も、けん引役は投資で、個人消費は相対的な出遅れが目立つ（図表4）。

2018年に日本経済が景気後退入りを余儀なくされた主因でもある米中対立は、バイデン新政権のもとでも改善が見込めない状況にある。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易の低迷が続き、外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げる展開も懸念される。DX（デジタルトランスフォーメーション）を主軸とした「With コロナ」の経済構造の再構築には相応の時間がかかるとみられ、2021年中に感染症の副作用や後遺症がきれいに消え去ると期待するのは難しい。

2022年に関しても、景気の停滞が意識されるリスクが残る。各国とも財政赤字は記録的な規模に拡大してお



り（図表 5）、脱コロナが確実なものになるのであれば、緊縮的な運営への方向転換を模索する国が増えてくる可能性がある。そうなれば、将来的な緊縮財政への転換を予想する動きが、家計の消費マインド、企業の投資マインドにとって重しとなるだろう。景気対策の効果が一巡した後は、多くの国で、総需要の伸びは、低下した潜在成長率と同等か、さらに下回る伸びしか実現できないリスクがある。結果として、中立金利は多くの先進国でマイナス圏が定着、「長期停滞」的な様相が強まる可能性が考えられる。

第 4 次産業革命が、生産性革命に転化して、世界経済の潜在成長率を引き上げる楽観的な展開も期待できないわけではない。しかし、日本をはじめ、生産性統計にそうした兆候は乏しい。今はあくまで過渡期であり、過度の悲観は不要なのかもしれないが、3～5 年単位で期待すべき要素かもしれない。

#### 4. 日本経済は経済対策と外需が下支えに

年明け後の日本経済は、緊急事態宣言の発令を受け、再び急減速を余儀なくされている。当社では、1-3 月期の成長率見通しを、11 月時点の前期比+0.3%から同▲1.2%に下方修正した。ただ、2021 年度の見通し成長率は+3.5%で、相応の反発が見込めるとの見直しは変えていない。

今回の緊急事態宣言に伴う感染拡大抑制策は、飲食店の時短要請が中心である。飲食店や宿泊業等の関連産業にとっては深刻な事態には相違ないが、他の経済活動の制限は限定的なものにとどまっている。製造業の生産活動はほぼ通常モードで、年明け以降も操業度が著しく下がっている様子はない。緊急事態宣言の延長期間次第で影響度は変わってくるものの、昨年春の宣言時と比べれば、景気の落ち込み幅は何分の 1 かのレベルにとどまる可能性が高い。宣言が明ければ、1 兆円の予算が割かれている Go To Travel キャンペーンもいずれ再開が見込まれる。これを含む、真水規模で 40 兆円に及ぶ経済対策が稼働しはじめており（図表 6）、このまま景気が失速に向かう可能性は低い。

とはいえ、2021 年度の景気は、政府の経済対策と外需に支えられたものになる見通しで、内需主導の自律的回復には届かない状態が続くだろう。ワクチンの普及度次第では、年後半にかけ、家計と企業のマインドが予想以上に上向き展開も期待できないわけではないが、不確実性は高い。どちらかといえば、家計の外出需要や企業の投資需要に感染症の後遺症が色濃く残る展開に警戒が必要な状況が続くと考えられる。

#### 5. 需要項目別では個人消費への懸念大

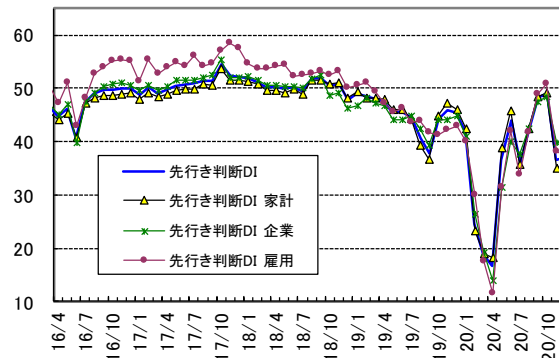
個人消費は、昨年冬のボーナスの大幅減に加え、年明けには緊急事態宣言が再発令されたことで、足元では対面サービス関連消費を中心に大きく落ち込んでいるとみられる。もっとも、人々の感染症に対する知識が蓄積されてきた分、自粛下でも、昨年のような先行き不安が加速

（図表6）2020年12月経済対策の内容

	財政支出			事業規模
		うち国・地方	うち財政投融資	
I. 新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	5.9 兆円 程度	4.5 兆円 程度	1.4 兆円 程度	6.0 兆円 程度
II. ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現	18.4 兆円 程度	13.4 兆円 程度	5.0 兆円 程度	51.7 兆円 程度
III. 防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保	5.6 兆円 程度	4.4 兆円 程度	1.3 兆円 程度	5.9 兆円 程度
IV. 新型コロナウイルス感染症対策予備費の適時適切な執行	10.0 兆円 程度	10.0 兆円 程度	-	10.0 兆円 程度
合計	40.0 兆円 程度	32.3 兆円 程度	7.7 兆円 程度	73.6 兆円 程度

（出所）内閣府

ポイント （図表7）景気ウォッチャー調査 先行き判断DI



（出所）内閣府「景気ウォッチャー調査」

している様子は見られない(図表7)。昼間の繁華街の人出も大きく減少しているわけではなく、宣言が明けさえすれば、外出需要の戻りは比較的スムーズと考えられる。

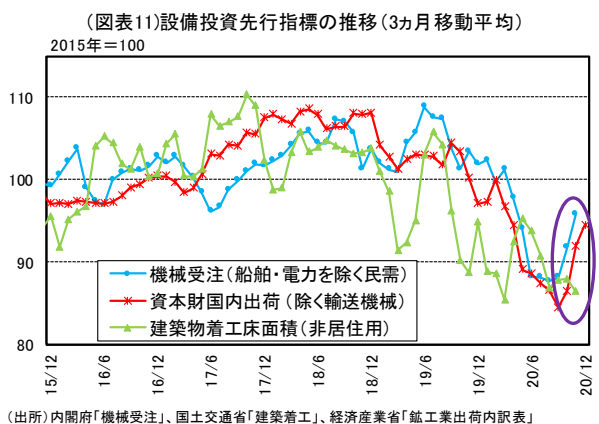
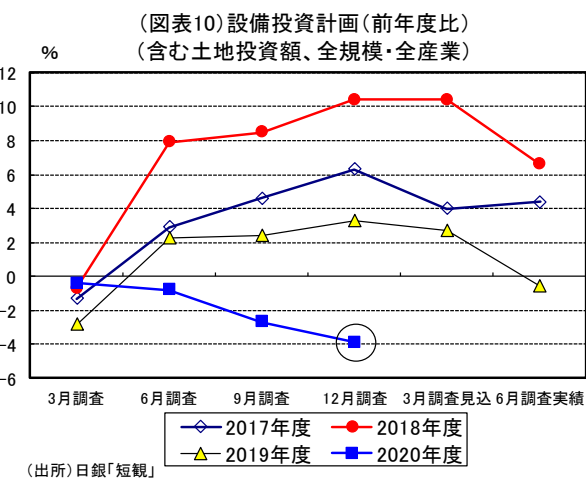
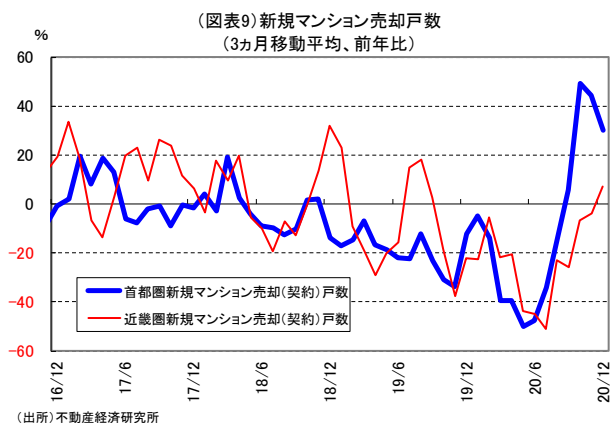
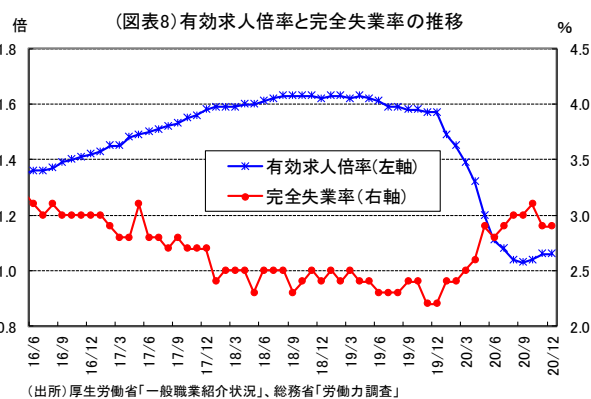
雇用環境は底堅い。雇用調整助成金をはじめとした政府の企業支援策の効果で、失業率は3%を下回っている。低下を続けていた有効求人倍率も、節目の1倍を手前に下げ止まった(図表8)。ただ、労働時間の減少に伴い、所定外給与の低迷が続いていることが、所得面での下押し圧力になっている。足元の所定内給与は底堅いが、今年の春闘は労働者側にとって厳しい交渉が予想されることから、2021年度は悪化が見込まれる。こうした所得環境を背景に、個人消費は、総じて停滞気味の推移が続く可能性が高い。

一方、年度前半はGo To Travelキャンペーン等の政府による消費刺激策が一定の下支えになると見込まれるほか、年度後半にかけては、ワクチンの接種が進むことが家計マインドの改善をもたらすと見込まれることから、方向性としては年後半にかけては徐々に改善する展開が予想される。

住宅投資は、ことマンション販売に関して言えば、感染症の影響は軽微で、底堅い推移が続いている(図表9)。在宅の時間が増えたことが、居住環境について改めて考え直す機会になったとみられ、昨年の緊急事態宣言明け後の販売センターへの来訪客の戻りも予想以上に早かった。郊外の物件を中心に、特に首都圏の新築マンションの販売が好調である。持ち家や貸家の不振が続いていることで、住宅着工全体では低調な推移が続いているが、低金利環境と家計マインドの改善に支えられ、年後半は次第に上向くと考えられる。

企業の設備投資は、昨年4-6月期以降大きく落ち込んだ。日銀短観の設備投資計画(2020年度)も6月以降、下方修正が続き、12月調査では全規模・全産業ベースで前年比▲3.9%と、11年ぶりのマイナスとなっている(図表10)。ただ、機械受注をはじめ、設備投資の各種先行指標には下げ止まりの兆しも見える(図表11)。企業の業況感や、企業収益も、昨年前半に大きく悪化した水準から徐々に回復が進んでいる。

90年代以降、外需は日本の景気循環を左右する最も大きな要素であり続けているが、後述するように、海外景気の回復が有力な情勢になっており、2021年度の見通しは悪くない。今後は、輸出の回復に伴い、製造業の機械投資の回復が見込まれるのに加え、DX(デジタルトランスフォーメーション)需要や環境関連投資、成長分野への投資も下支えになることが見込まれる。飲食、宿泊関連の店舗増設需要は低迷が続い

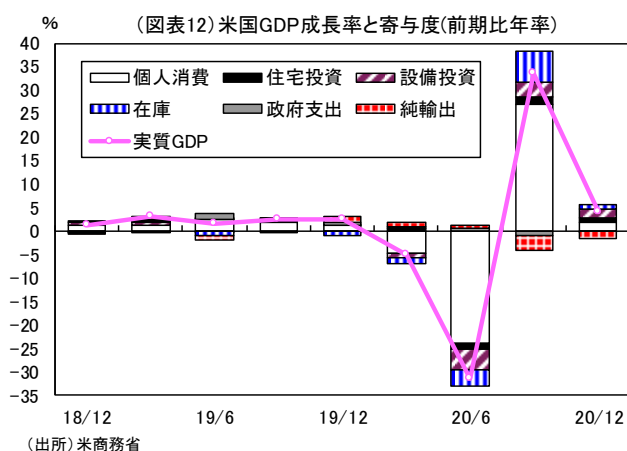


ており、業種別の格差が目立つ状況が続くと考えられるものの、設備投資は年後半にかけて回復基調が続くと予想する。

## 6. 米国景気は予想以上に上振れる可能性

10-12月期の米国実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+4.0%と、2四半期連続のプラスとなった(図表12)。前期の7-9月期は、ペントアップディemand(繰り越し需要)や経済対策の効果で1947年以降最大の成長率となったが、そうした特殊要因が一巡しつつあったことに加え、感染拡大防止措置の再導入が重しとなったことで、成長率は大幅に鈍化した。

ただ、2021年の見通しは悪くない。昨年末には、9,000億ドルの経済対策が成立の運びとなったのに加え、年明けには、バイデン新政権がGDPの約1割に相当する1.9兆ドルの巨額追加経済政策を打ち出した(図表13)。共和党の反対が見込まれることから、原案通り決定する可能性は低いものの、民主党が上院も制し、トリプルブルーとなったこともあり、最終的に民主党の主張により近い形で決定される可能性が高まっている。控えめに見積もって半分程度にとどまったとしても、景気押し上げ効果はかなりのものとなるだろう。今回の対策は家計重視の内容で、1.9兆ドルのうち1兆ドルが家計支援に充てられるが、今後インフラ投資計画についても具体化が進む見通しである。経済対策で景気を支えている間にワクチンの接種が進む展開も期待でき、米国景気については、従来筆者が考えていたよりも上振れる可能性が高まっている。



(図表13) 米国の追加経済対策  
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300億ドル上乗せ)
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
<b>合計 約0.9兆ドル</b>

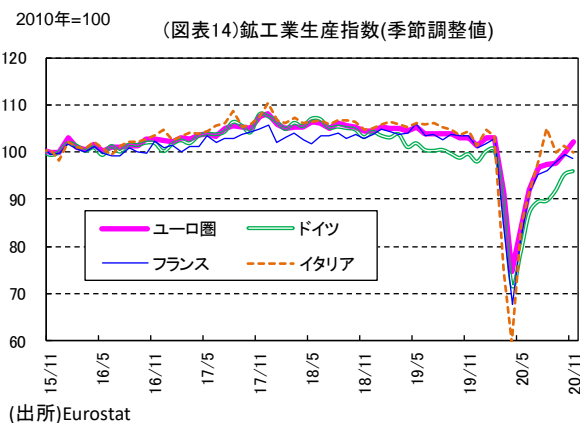
バイデン氏の追加経済対策案 (1/14発表)

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)
有給病気休暇の拡充
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
<b>合計 約1.9兆ドル</b>

(出所) 各種報道資料等

## 7. 欧州は国別の景況格差が拡大

欧州では、感染が収束に向かいつつある国がある一方で、いまだに高止まりしている国もあるなど、感染動向に差があり、景況感にもバラツキが目立つようになってきている。10-12月期から1-3月期にかけては、多くの主要国では、前期比マイナス成長となることが見込まれるが、経済活動の落ち込みの多くはサービス部門で生じており、物品生産部門の活動が大きく落ち込んでいるわけではない。11月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+2.5%と市場予想を上回り、前年比でも▲0.6%と、ほぼ前年同月並みの水準にまで戻っている(図表14)。12月以降はさすがにいったん弱含む可能性が高いが、それでも欧州向けの輸出の落ち込みは深刻なものにはならないとみられる。

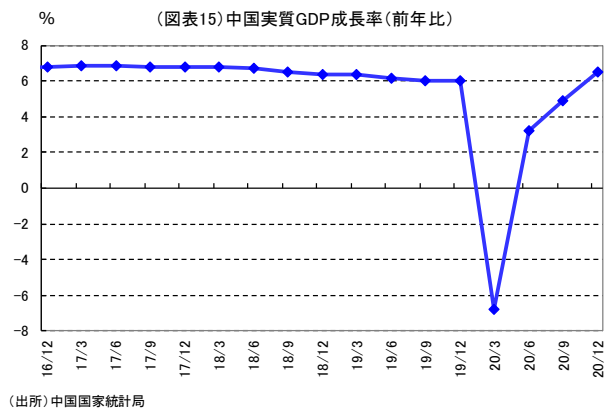


厳しい経済活動の制限が続く英国では、ワクチン接種が進む中、中高年層による夏の旅行予約が殺到している

と報道されている。昨年のバカンスが感染再拡大の要因になったことから、筆者は従来、今年の夏のバカンスの人手は欧州全体で大幅に落ち込むのではないかと考えていたが、「鬱積された」需要はモノだけではなく、サービス部門にも幅広く及ぶと見ておいた方が良さそうである。欧州経済も、ワクチン接種の進行に伴い、徐々に上向き可能性が高い。

## 8. 中国は堅調な回復が続く

中国の10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.5%と、経済活動はすでにほぼ正常なレベルに戻っている(図表15)。2020年は通年でも主要国の中で唯一プラス成長を確保した。2021年も政府主導で5G通信網やデータセンター、人工知能、都市間鉄道等のいわゆる「新型インフラ」部門に積極的な投資を続ける姿勢を表明している。積年の課題である、投資主導経済から消費主導経済への転換は道半ばだが、地方部のインフラ投資の案件はまだ多く、投資収益率も低くない模様であることから、引き続き投資主導の成長が期待できる。政府がここまで、感染症の封じ込めにほぼ成功しているのも安心材料である。2020年は、主要国・地域別の輸出で対中国のみが前年比でプラスとなったが、今後も堅調な推移を辿る可能性が高い。



※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