

# 世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 石川 智久

## 目 次

1. 世界経済の現状
2. 今回の景気後退の特徴
  - (1) 雇用への甚大な悪影響
  - (2) 所得格差の拡大
  - (3) 不況下の株高
  - (4) 過去最大レベルの財政・金融の拡大
3. 世界経済の展望
  - (1) 当面の世界経済
  - (2) 注目ポイント
4. 中期的なリスク
  - (1) リスクの所在
  - (2) リスクへの対応について
5. 終わりに

## 要 約

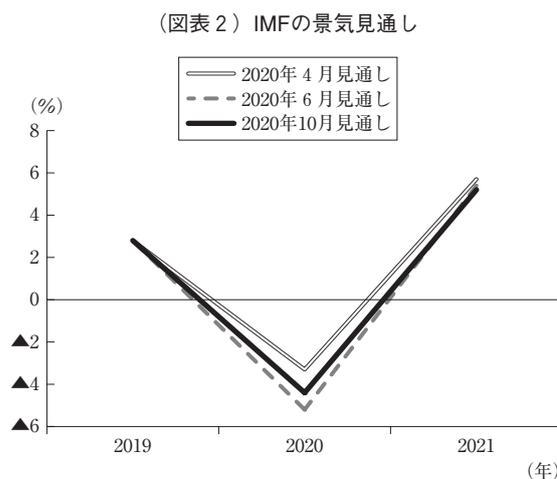
1. 世界経済は、新型コロナの感染拡大により、2020年前半に大きく落ち込んだ後、年央以降は持ち直しに転じた。IMFは6月時点の見通しで2020年の成長を▲5.2%としていたものの、10月の改定見通しでは▲4.4%と上方修正しており、過度な悲観論は後退しつつある。地域別に回復状況をみると、他国に先駆けて感染拡大を封じ込めた中国が比較的順調に持ち直す一方、感染が再拡大している欧米は足許で鈍化している。
2. 今回の景気後退の特徴として、①雇用への甚大な悪影響、②所得格差の拡大、③不況下の株高、④過去最大レベルの財政・金融の拡大などが指摘できる。大恐慌以来の不況は、各国の政策総動員によって下げ止まっているものの、様々な分野で二極化が進展している。
3. 当面の世界経済を展望すると、新型コロナは2021年後半に収束し、ワクチンも徐々に実用化されるとの想定のもと、足許の回復傾向は続くと思込まれる。もっとも、当面は欧米を中心に感染再拡大への警戒感が続くなか、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられる。2021年は前年の反動から+5.2%、2022年は+3.3%を見込むものの、2020~2022年の平均成長率は約2%に過ぎず、従来基準で言えば景気後退に相当する状況となろう。
4. 当面の世界経済を展望するうえで注目されるポイントとしては、①モノの動きは比較的早期に回復するものの、ヒトの交流は回復が緩慢、②5G投資拡大などを背景にハイテク部門は堅調、③グリーンリカバリー関連産業の投資拡大が世界経済の成長にプラスに寄与、などである。
5. 世界経済の中期的なリスクとしては、新型コロナ対応によって債務を急増させている政府部門と非金融部門における債務バブル崩壊の恐れが指摘できる。新型コロナ収束後に、景気に悪影響を与えずに両部門の債務を削減するためには、①債務処理を進めるための特別会計の導入、②債務削減の工程表の作成、③債務を急増させた非金融企業部門に対する的を絞った支援、などの対応が重要になる。また、世界中がコロナ禍で苦境にあるなか、自国だけでは十分に対応できないことも考えられるため、リーマンショック後のようにG20で協調して対策を進めることも必要である。

## 1. 世界経済の現状

世界経済は新型コロナの感染拡大により、2020年前半に大幅に落ち込んだものの、中国が春以降先陣を切って回復傾向に転じたほか（図表1）、日米欧とも7～9月期のリバウンドは想定以上であり、全体としては持ち直し傾向にある。こうしたなか、IMFは6月の見通しでは2020年の世界経済の実質成長率を▲5.2%としていたが、10月の改定見通しでは▲4.4%と上方修正しており、世界全体で過度な悲観論は後退しつつある（図表2）。



（資料）OECD「Composite leading Indicator (CLI)」を基に日本総合研究所作成



（資料）IMF「World Economic Outlook」を基に日本総合研究所作成

もっとも、足許では先進国景気に不透明感が漂っている。新型コロナ感染の再拡大で、欧州では10～12月期にマイナス成長に転じるほか、日本でも11月中旬以降、感染が再拡大するなか、人々の警戒感が強くなっている。アメリカに目を向けると、サービス消費は低迷が続いているものの、政府による所得支援策にも支えられて、洋服などの非耐久財、自動車・IT製品・家具などの耐久財はコロナ前を大幅に上回る消費水準まで回復している。しかしながら、新型コロナ第3波により、活動制限が実施される州なども出てきている。欧州でも足許で感染再拡大に見舞われており、再度ロックダウンなどが実施されている。

次に新興国をみると、アジア経済は回復感にバラツキがみられる。いち早く経済活動を再開した中国は、すでに実質GDP等がコロナ前の水準を回復し、好調なIT関連輸出に牽引された台湾・ベトナムも、7～9月期は前年比プラス成長となった。一方で、ベトナム以外のASEAN各国は内需回復が弱く、回復に遅れがみられる。また自動車販売が急増しているインドでも、経済全体としてはスタグフレーション的な様相を強めている。

以上のように、今回のコロナ・ショックで生じた世界的な景気後退は、回復ペースなどにおいて地域毎に様相が異なっている。一方で世界的に共通してみられる動きもある。そこで今回の景気見通しでは、まず、グローバルな観点からみた今回の景気後退の特徴を概観し、そのうえで世界経済の先行きを展望したい。

## 2. 今回の景気後退の特徴

今回の景気後退の特徴としては、①雇用への甚大な悪影響、②所得格差の拡大、③不況下の株高、④過去最大レベルの財政・金融の拡大などが指摘可能である。これらのポイントについては次のように整理できる。

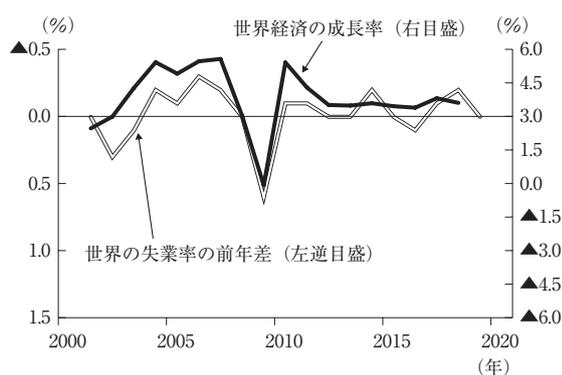
### (1) 雇用への甚大な悪影響

まず採り上げるべきは、短期的にグローバルかつ大規模な雇用喪失が発生したことである。国際労働機関（ILO）によると、総労働時間の減少は危機発生前対比で、2020年1～3月期が▲5.6%、4～6月期が▲17.3%、7～9月期が▲12.1%となっている。7～9月期の労働時間喪失をフルワーカーに換算すると、▲3.5億人分の失業に相当することとなる。

ILOでは、10～12月期は総労働時間が▲8.6～▲18.0%と予測している。同様にこれもフルワーカーに換算すると、▲2.5～▲5.1億人分の失業に相当する。なお、足許でも欧米を中心に新型コロナウイルスが再び拡大しているため、喪失される労働時間はILO見通しの最大値近くまで拡大する可能性は否定できない。その場合、2020年を通じ世界の総労働時間は▲15%、フルワーカー換算で▲4億人分の労働時間が失われることとなり、世界が短期間のうちに極めて厳しい雇用状況に追い込まれることとなる。

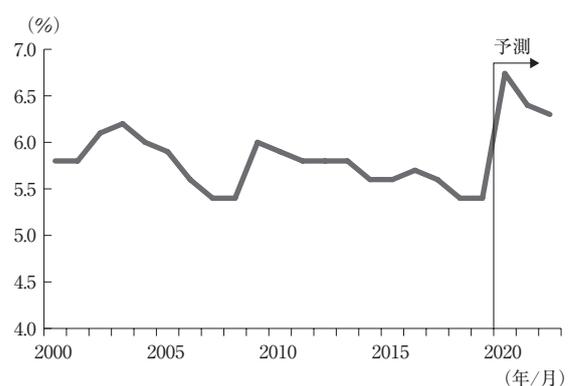
過去の傾向をみると、世界ベースで見た失業率は世界経済の実質成長率と連動している（図表3）。成長率が3%を下回ると、雇用者数は減少し、失業率は上昇する傾向がある。また、成長率が1%減速すると失業率は0.2%上昇する関係にあった。これを踏まえると、2020年の世界の失業率は6.8%と21世紀最悪の水準になったとみられる。2021年以降を展望すると、世界経済は最悪期を脱し、失業率は改善傾向を続けるが、世界経済の回復ペースが緩慢ななか、当面、高水準で推移すると見込まれる（図表4）。

（図表3）世界GDPと雇用者数の推移



（資料）IMF、ILOを基に日本総合研究所作成

（図表4）世界の失業率



（資料）ILOを基に日本総合研究所作成

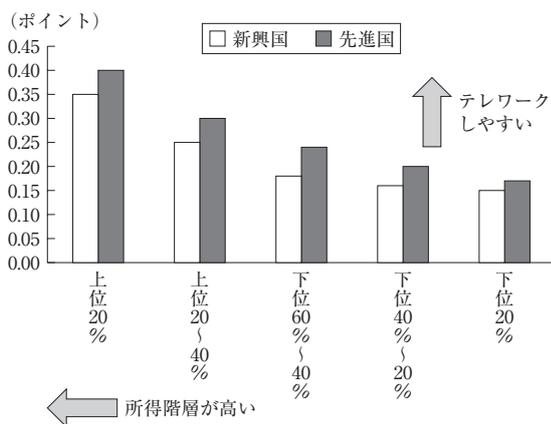
### (2) 所得格差の拡大

上記の通り、新型コロナによって多くの人々が雇用喪失や賃金カットに見舞われた。もっとも、今回の景気後退では、感染拡大防止に向けたロックダウン等の影響を直接受けた職種が壊滅的なダメージを受けたのに対し、一部の業種などではそうした状況が逆に追い風となるなど、二極化がみられた。

グローバルで見ても、ステイホームで業務を行えるテレワークが容易な職種ほど、賃金が高い傾向がみられる（図表5）。また、所得階層別の雇用水準をみても、高所得層の方が回復が早い傾向がある（図表6）。これは逆に言えば現場での業務に当たる飲食・宿泊などの新型コロナの影響を受けやすいセクターが総じて低賃金業種であることがその背景にある。

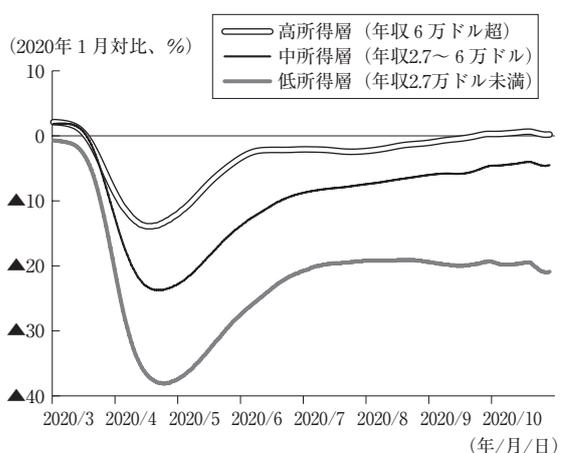
先進国では1990年以降、格差が拡大傾向にあったが、今回の新型コロナの感染流行がそれに拍車をかけている状況であり、今後は格差拡大に対する懸念の声が一層高まるとみられる。

（図表5）所得とテレワーク率の関係



（資料）IMF「World Economic Outlook October 2020」を基に日本総合研究所作成  
（注）すべてをテレワークできる場合は1、まったくできない場合は0。

（図表6）アメリカにおける所得階層別の雇用水準



（資料）The Opportunity Insightsを基に日本総合研究所作成

### （3）不況下の株高

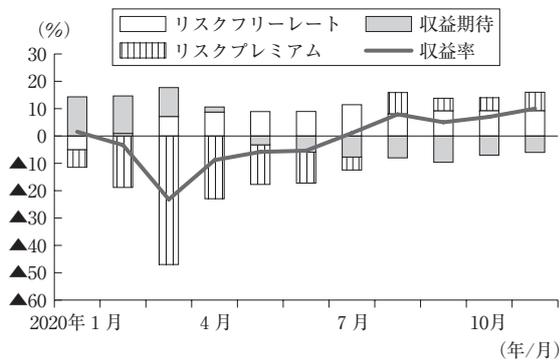
実体経済が大恐慌以来の不景気となる一方で、世界の株価は総じて堅調に推移した。例えばNYダウやS&P500は一時最高値を更新したほか、日本でも日経平均が29年ぶりの高値を記録し、配当等も加味している日経トータルリターンインデックスは過去最高値を更新した。

もっとも、一定の前提の下、要因分析すると、足許の株価上昇は専らリスクフリーレートの低下と、投資家のリスク選好がその理由であり、期待収益はマイナスに寄与している（図表7）。まさに金利低下を背景にしたリスクオンによる金融相場が今回の株高である。

また、上昇している銘柄も一部に集中しているのが直近の株高の特徴である。実際、株式時価総額上昇に寄与しているのは、GAFAMなどのプラットフォーマーといわれる銘柄に集中している。S&P500からこれら時価総額トップ5を除くと2020年11月までのパフォーマンスは横ばいであった（図表8）。わが国でも、前述の通り、日経平均はバブル後の戻り高値をつけたが、時価総額や売買代金などを基準にして頻繁に銘柄を入れ替え、「勝ち組企業」で構成されるといわれる日経500は過去最高値を更新しており、二極化が明確化している。

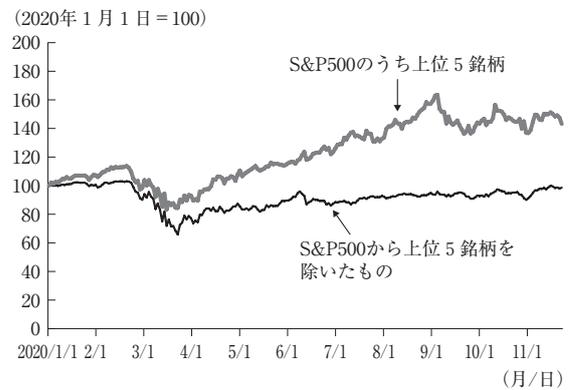
不景気のなかの株高は金融緩和による流動性供給と、ネット社会のなかで存在感を高めるプラットフォーマーが先導したものであり、薄氷の上の好調といえるものである。景気回復が進まなければ株式市場も調整に転じるリスクが高いといえる。

(図表7) S&Pパフォーマンスの要因分解(前年比)



(資料) IMF「Global Financial Stability Report October 2020」、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成  
 (注) S&P収益率をFFレート、各社公表収益予想などを用いて回帰分析にて要因分解。

(図表8) S&P500のトップ5とそれ以外の株価推移



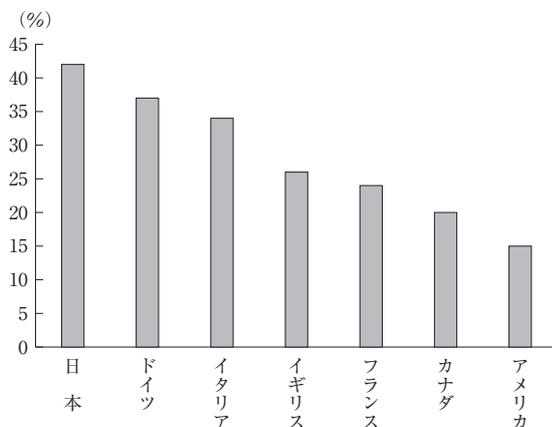
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

(4) 過去最大レベルの財政・金融の拡大

今回の景気後退では、各国で新型コロナ対策のため、金融面の対応と並行して財政を活用した史上空前の景気対策が実施されたことも特徴として指摘できる。具体的にみると、世界全体の経済対策規模は約12兆ドル(約1,300兆円)で、対GDP比8.5%となっている。先進国では、日本がGDPの42%となっているほか、欧米先進国も15~40%となった(図表9)。こうした経済対策による需要喚起が先導して、世界経済は年後半以降、回復基調に転じたといえる。

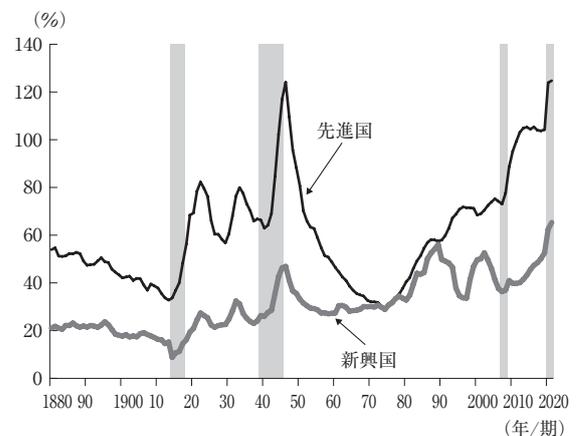
一方で、国債発行額残高のGDP比は1880年以降最悪の水準まで上昇しており、第二次世界大戦直後とほぼ同じ水準となっている(図表10)。こうしたなか、先進国の中央銀行は国債の購入を増加させているだけでなく、ETFやABSなどの価格変動リスクが大きい資産の購入が増えてきている。さらに、インドなど新興国では一般的に禁じられてきた中央銀行による国債引き受けに踏み切るところもみられる。

(図表9) 先進国のコロナ対策の財政出動の対GDP比



(資料) 各国政府公表資料を基に日本総合研究所作成

(図表10) 国債発行残高の対GDP比



(資料) IMF「Fiscal Monitor October 2020」から日本総合研究所作成

こうした拡張的な財政・金融政策は新型コロナ禍の収束後には正常化に向けて舵が切られるが、その際、それが大きなデフレ圧力となるリスクがある。さらに当面は中央銀行と政府が協調した政策運営を行うとしても、インフレ・リスクが高まれば、その蜜月も終わりを迎えると考えられる。その事例としては、アメリカの第二次世界大戦前後の経験が参考となる。1940年代、アメリカのFRBは短期債と中期債の利回りに上限目標を設定し、戦時の「国債管理政策」に協力した。具体的には、長期金利の目標を2.5%とし、3カ月物や1年物の金利にも上限目標を設定し、FRBが大量の国債買い入れを進めることで、アメリカの戦費調達と金利安定化を達成した。しかしその後、インフレが進行するなか、FRBは金利抑制政策の転換を迫られた。その結果、1951年、FRBは財務省と共同声明文を公表し、国債金利上限維持政策の終了を宣言し、その後金利が高騰した。この事例からは、財政金融政策を総動員した出口戦略の困難さが示唆される。

### 3. 世界経済の展望

#### (1) 当面の世界経済

当面の世界経済を展望すると、新型コロナは2021年後半に収束し、ワクチンも徐々に実用化されるとの前提のもと、中国を中心に景気回復は続く見込みである。もっとも、当面は欧米を中心に感染再拡大への警戒感が続くため、景気回復ペースは緩慢なものになるとみている。2021年は前年の反動から+5.2%、2022年は+3.3%を見込む（図表11、12）。

もっとも、2020～2022年の平均成長率は約+2%であり、従来基準で言えば「景気後退」に相当する。

地域別にみると、アメリカでは景気は回復基調にあるものの、新型コロナの流行が続くなか、一部地域における経済活動規制や、自粛ムードの高まりなどが重石となり、2020年の成長率は▲3%台のマイナス成長となる見込みである。2021年の成長率はプラスに転化するものの、新型コロナワクチンの実用化や普及には時間を要するとみられることから、当面、感染拡大への懸念は完全には払しょくされず、景気回復ペースは緩やかにとどまり、経済活動がコロナ前の水準を回復するのは2021年後半となる見込みである。そうしたなかで、好調な分野と不振な分野の二極化が顕著に進むため、いわば「K字型」の回復となろう。

ユーロ圏では、新型コロナの感染再拡大を受けて、人の移動や一部のサービス消費への制限が再強化されたため、10～12月期は再びマイナス成長

(図表11) 世界GDP成長率の予測表

(暦年、%)

	2019年 (実績)	2020年 (予測)	2021年 (予測)	2022年 (予測)
世界計	2.8	▲4.0	5.2	3.3
先進国	1.6	▲5.6	4.3	2.6
アメリカ	2.2	▲3.7	3.6	3.0
ユーロ圏	1.3	▲7.1	5.1	1.9
イギリス	1.3	▲11.0	7.5	3.1
日本	0.7	▲5.1	2.4	1.8
新興国	3.5	▲3.0	5.8	4.3
BRICs	4.8	▲1.5	7.3	4.6
中国	6.1	1.8	8.2	5.1
インド	4.2	▲10.6	11.0	5.5
NIEs	1.7	▲1.3	3.5	2.1
韓国	2.0	▲1.0	3.0	2.1
台湾	2.7	2.0	3.9	2.1
香港	▲1.2	▲6.0	2.7	2.2
ASEAN5	4.8	▲3.3	5.7	5.0
インドネシア	5.0	▲1.4	5.4	5.2
タイ	2.4	▲6.3	3.4	2.9
マレーシア	4.3	▲5.2	6.4	4.5
フィリピン	6.0	▲9.4	8.1	6.1
ベトナム	7.0	2.7	7.2	6.6

(資料) IMF、各国統計を基に日本総合研究所作成

(注1) 世界193カ国。先進国は、IMFの分類からNIEsを除く。具体的には、アメリカ・日本・ユーロ圏(19カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど35カ国。先進国以外を新興国とした。

(注2) 地域は購買力平価ベース。

(注3) インドのみ年度ベース(当年4月～翌年3月)。

となる可能性が高い。感染収束とともに活動制限が緩和されることで、景気は回復軌道に戻るものの、雇用・所得環境の悪化などから、経済活動が以前の水準に回復するには相当の時間を要する見通しである。回復の道筋は悪化と改善を繰り返す「W字型」の景気回復とみられる。イギリスでは、新型コロナの感染再拡大によりユーロ圏と同様に10~12月期はマイナス成長となる見込みである。その後は再び回復傾向となるものの、Brexitの移行期間の終了に伴う混乱が景気の重石となり、新型コロナ流行前の水準を取り戻すのは2022年以降となるとみられる。

日本では、世界経済の成長が緩慢ななか、足許のけん引役である輸出の回復ペースは次第に鈍化するとみられる。一方、内需についても、自粛ムードに加えて、失業率の上昇や賞与の下振れなど、雇用・所得環境の悪化も重石となり、個人消費は低迷が続く見込みである。その結果、新型コロナ流行前の水準を下回る状態が長期化し、結果として、2020年度の成長率は▲5.2%のマイナス成長を見込む。2021年度の成長率は+3.3%とプラス成長に転じるものの、回復ペースが緩やかなため、経済活動が新型コロナ流行以前のピーク水準を回復するのは、2023年度にずれ込むとみられる。

次にアジアをみると、中国経済は潜在成長率並みで推移する見込みである。中国政府はワクチン開発を強力に推進しており、先行き外出抑制も一段と緩和されるとみられるため、最終消費のGDP寄与度が高まっていく公算が大きい。加えて、政府の強力な支援を受けた5G・新エネルギー関連等投資も引き続き景気を下支えしていくとみられる。一方で、中国当局は資産バブルの膨張を回避するために金融政策を引き締めるほか、財政政策についても、自動車購入補助金が年末終了の予定であるなど、過熱防止にも一定の配慮を行う構えである。

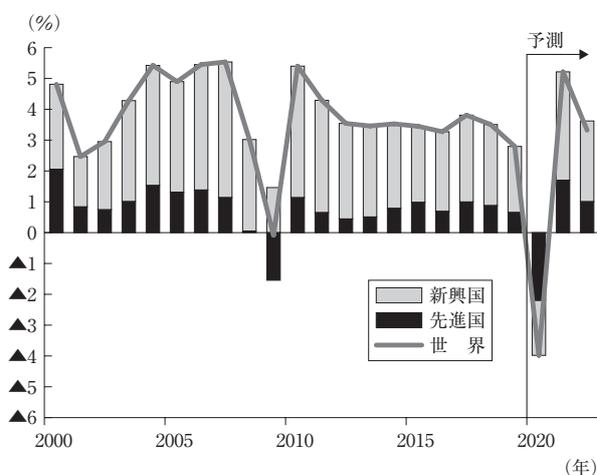
その他アジアでは台湾・ベトナムは、IT関連輸出が成長を牽引し、とりわけ堅調な回復傾向をたどる見込みである。一方で、ベトナム以外のASEAN諸国やインドでは、失業率の高止まりなど、引き続き内需を中心に景気下振れリスクをはらんだ展開となる。

## (2) 注目ポイント

### A. 貿易

世界貿易はすでに底打ちしている。国連貿易開発会議（UNCTAD）によれば、7~9月期の世界貿易は前年比▲5%と、4~6月期の同▲19%から大幅に改善している。世界貿易機関（WTO）の貿易見通しをみても、10月の見通しでは、4月の楽観・悲観シナリオよりも改善しているほか、2021年についても4月時点の楽観シナリオほどではないが回復傾向は続く見通しとなっている（図表13）。一方、入国制限は依然として厳しいなか、世界的にみてヒトの往来は低迷している。国際航空運送協会

(図表12) 世界GDP成長率の寄与度分解

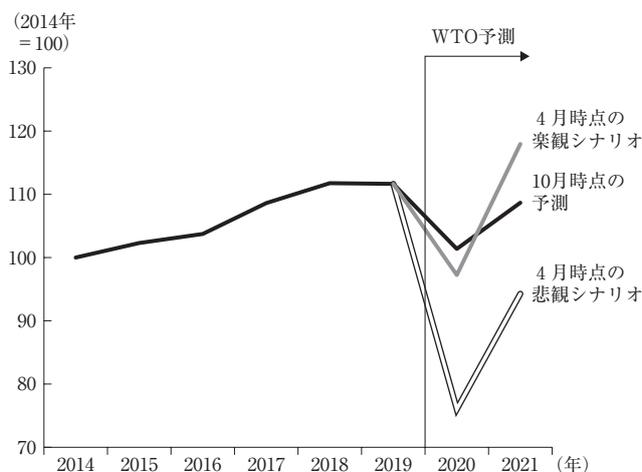


(資料) 各国統計、IMFを基に日本総合研究所作成

(IATA) は航空旅客数の予測値を下方修正しており、2023年頃まで新型コロナ前の水準を回復しないとみている(図表14)。

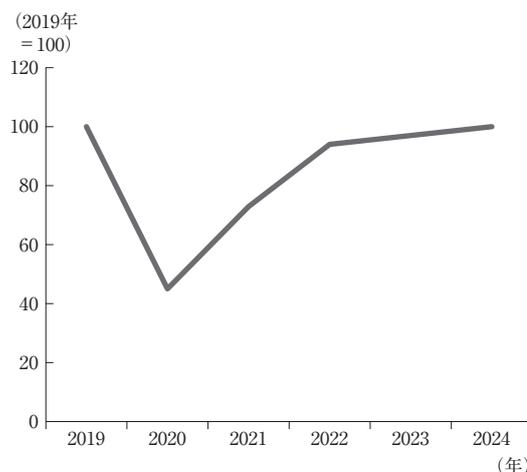
今後を展望しても、世界的に外出抑制・入国制限が続くなか、ステイホーム関連の消費(モノ消費)の堅調、外食・宿泊・交通(サービス消費)の低迷が続く公算が大きい。このため貿易は2021年にはコロナ前の水準を回復する可能性が高い一方、インバウンドやサービス消費などヒトの動きがカギを握る分野はコロナ前の水準を回復するのが2022年以降に先送りされると見込まれる。

(図表13) WTOの世界貿易見通し



(資料) WTOを基に日本総合研究所作成

(図表14) IATAによる航空旅客数の予測

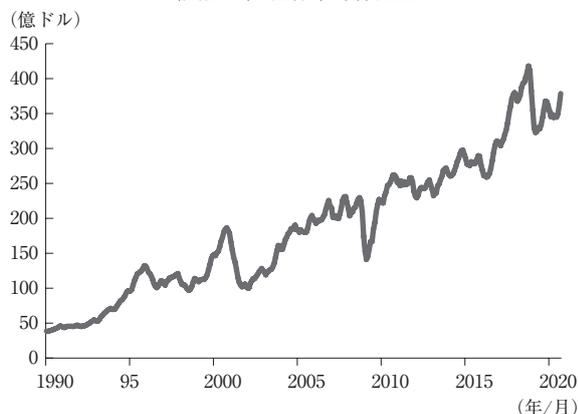


(資料) IATAを基に日本総合研究所作成

## B. デジタル経済

半導体売上高をみると、2018年からの減少傾向を脱し、足許で回復しつつある(図表15)。今後を展望しても、①5Gなどの次世代通信投資の増加、②テレワーク対応などに向けたIT投資の増加が見込まれるなか、IT分野は全般的に投資が増加する可能性が高い(図表16)。世界的なデジタル対応の加速が景気を下支えすると見込まれる。

(図表15) 世界半導体売上



(資料) SIAから日本総合研究所作成

(図表16) 世界のIT市場の成長率

	(前年比、%)		
	2019年 (実績)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
データセンター	1.0	▲3.1	5.2
エンタプライズソフトウェア	11.7	▲3.6	7.2
デバイス	▲0.3	▲13.4	4.0
ITサービス	4.8	▲4.6	4.1
通信サービス	▲0.6	▲2.9	2.8
IT全体	2.4	▲5.4	4.0

(資料) ガートナーHPを基に日本総合研究所作成

### C. グリーンリカバリー

最近、気候変動の抑制と生物多様性の保護を進めつつ、コロナ危機で停滞した社会を復興させようとする「グリーンリカバリー」という考え方が急速に広まっている。

例えば、欧州では、EUが7月にコロナ危機からの経済社会復興のために創設を決めた7,500億ユーロの復興基金「次世代EU」で、その資金の約4割を環境対応に充当する方針である。中国も2060年までのカーボンニュートラルを宣言したほか、「中国製造2050」においても「グリーン製造の全面的推進」を掲げている。またアメリカもバイデン大統領が就任すれば環境規制の強化などを進める公算が大きい。日本でも菅総理が所信表明演説で2050年までのカーボンニュートラルを宣言し、環境と成長の両立に大きく舵を切る方針が示されている（図表17）。

こうしたなか、金融セクターでも環境重視の動きが活発化している。新型コロナが本格的に流行する前の2020年1月に国際決済銀行（BIS）は、各国・地域の当局が気候変動に伴うリスクに対処しなければ、地球環境悪化をトリガーにした金融危機である「グリーン・スワン」イベントを招くことになりかねないとする論文を公表し、これに呼応して、足許では具体的な動きが加速している。まず、欧州中央銀行は気候変動の緩和に資する活動を資金用途とするグリーン債を2021年から資産購入プログラムの対象とすることを表明している。シンジケートローンでは、環境関連のスコアが高い企業向けがそのスコアが低い企業向けよりも取組額が多くなっている（図表18）。株式市場でも環境問題に特化した株式インデックスは総じて堅調なリターンを出している。

このように世界中で環境対応が強化されるなか、環境関連の投資拡大が世界経済の成長に寄与する見込みである。

## 4. 中期的なリスク

### (1) リスクの所在

前述の通り、世界経済が持ち直しているのは、過去最大規模の緩和的な財政・金融政策の効果であった。しかしながら、この結果、今や各国が過去最大規模の国家債務を抱えることとなっている。また、多くの企業への緊急融資も行われた結果、非金融企業部門の債務も急増している。

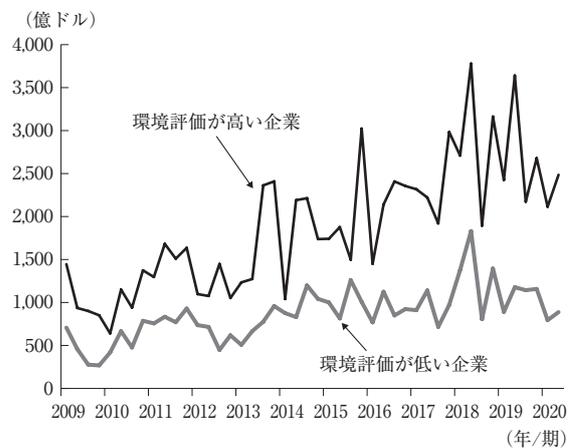
IMFの金融リスクの脆弱性分析によると、政府部門と非金融企業部門について、リーマンショック時

（図表17）グリーンリカバリーに向けた各国の動き

	概要
ユーロ圏	創設を決めた7,500億ユーロの復興基金「次世代EU」では約4割が環境対応に充当
中国	2060年までのカーボンニュートラルを宣言したほか、「中国製造2050」においても「グリーン製造の全面的推進」を掲げる
日本	菅首相が2050年までのカーボンニュートラル、脱炭素社会の実現を宣言
アメリカ	バイデン氏がパリ協定への復帰のほか、2050年までに経済全体で温室効果ガスの排出ネットゼロを公約

（資料）各国政府公表資料などを基に日本総合研究所作成

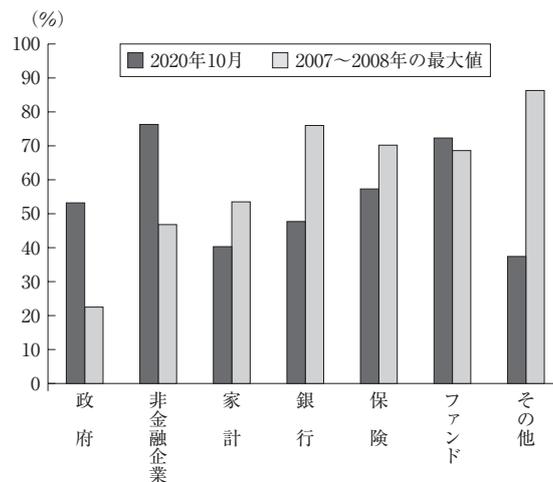
（図表18）シンジケートローンの取組額



（資料）IMF「Global Financial Stability Report, October 2020」から日本総合研究所作成

よりもバランスシートが拡大しているうえ（図表19）、先進国・新興国のいずれについても金融面に脆弱性が高まっている（図表20）。一方で、リーマンショック時の震源地となった家計部門、銀行部門はリーマンショック時よりもバランスシートを拡大していない。こうした状況を踏まえると、次の金融危機が起こるとすれば、その発生源は政府部門と非金融企業部門の債務バブル崩壊が引き金となる可能性が大きい。

（図表19）世界の各部門の資産規模（対GDP比）



（資料）IMF「Global Financial Stability Report, October 2020」から日本総合研究所作成

（図表20）分野別・地域別に見た金融脆弱性

	政府		非金融企業		家計		銀行		保険		ファンド		その他	
	2020年4月	2020年10月												
アメリカ	4	5	3	4	2	2	1	1	4	4	4	4	4	4
ユーロ圏	5	5	4	5	1	2	4	5	2	2	3	4	2	2
その他先進国	3	5	3	4	5	5	2	2	4	4	3	3	3	4
中国	3	4	5	5	5	5	5	5	3	3	5	4	3	3
その他新興国	5	5	4	5	4	5	5	5	3	3	2	3	4	3

（資料）IMF「Global Financial Stability Report, October 2020」から日本総合研究所作成  
（注）5が最も脆弱で、1が最も健全。

次に非金融企業の債務をみると、2021年には、インタレストカバレッジレシオ（注）が1倍以下の企業が負債総額でみて全体の30~40%、純資産マイナスの企業が負債総額ベースで20%前後となる見込みである（図表21）。これをセクター別にみると、外出自粛の影響を受けやすい飲食・宿泊、教育などの財務状況が著しく悪化する一方、製造業やインフラ系は影響が軽微であり、二極化が進展している（図表22）。

(図表21) 中堅中小企業の財務状況 (世界ベース)

インタレスト・カバレッジ・レシオ1倍以下企業の  
負債が負債総額に占める割合 (%)

	2019年	2020年	2021年
欧州	12.68	24.68	45.72
その他先進国	19.31	26.45	41.99
新興国	9.72	17.75	29.18

純資産マイナス企業の負債が  
負債総額に占める割合 (%)

	2019年	2020年	2021年
欧州	7.80	11.62	23.82
その他先進国	9.49	11.17	20.31
新興国	6.37	9.65	17.70

(資料) IMF「Global Financial Stability Report, October 2020」から日本総合研究所作成

(注1) 2021年はIMFの予測値。

(注2) インタレスト・カバレッジ・レシオ (倍) = 事業利益 (営業利益 + 受取利息・配当金) ÷ 金融費用 (支払利息・割引料) で計算され、1を下回ると本業の利益では金融費用を払えないことを示す。

(注3) IMF基準での中堅中小企業を対象。

(図表22) インタレスト・カバレッジ・レシオ1倍以下企業の  
負債が負債総額に占める割合  
(業種別、世界ベース、中堅中小企業)

	2019年	2020年	2021年
飲食・宿泊	20.94	56.01	88.48
教育	21.31	52.61	86.06
芸術&エンターテイメント	20.71	63.14	86.00
その他サービス	29.00	42.61	65.12
技術専門サービス	14.14	33.26	64.85
IT関係	20.66	34.29	62.57
不動産	13.54	32.88	53.66
卸小売	13.57	29.80	51.68
管理業務	13.45	25.17	39.35
建設	12.98	21.05	37.17
介護・医療	11.54	18.22	37.02
製造業	15.73	20.89	33.57
運輸・倉庫	10.06	19.21	29.79
鉱業	7.95	18.53	23.24
電機・ガス	12.59	13.57	21.99
水道	11.97	13.99	19.39
農業	11.17	11.45	17.68

(資料) IMF「Global Financial Stability Report, October 2020」から日本総合研究所作成

(注1) 2021年はIMFの予測値。

(注2) IMF基準での中堅中小企業を対象。

## (2) リスクへの対応について

これまで述べてきた通り、政府部門と非金融企業部門に債務バブルが膨らんでいるなか、早急に、この債務バブルが崩壊して金融危機を招来する事態を回避する必要がある。その際、先延ばしでも、厳格にし過ぎる清算主義でもない、計画的な対応が重要である (図表23)。

政府部門では、コロナ対応で発行した国債について、わが国で東日本大震災時の対応のように、特別会計で対応することが検討に値する。通常の政府支出と分けて対応することにより、コロナ対応と通常対応の区別・見える化を進めることが可能である。さらには、工程表や健全化目標を早期に明確化することで、市場に安心感を与えつつ、景気に悪影響を及ぼさないペースで債務適正化に向けたプロセスを進めることも不可欠である。

非金融企業部門については、すべての業種が悪化しているわけではないため、政府支援などは的を絞って対応することが重要である。その際、①期限をつけて対応することで長期化しないように留意すること、②成長性が高い分野への構造転換を図る条件を付すと同時に政府はそのサポートを行うこと、などにより、いわゆるゾンビ企業が蔓延する事態を回避しつつ、非金融部門の債務適正化を進める必要がある。また、非金融部門の債務問題が金融危機などに発展しないように、預金保険法等の見直しなどの危機対応法制的整備を進める必要があろう。

さらに、様々な対応は世界全体で足並みを揃えて行っていく視点が必要である。リーマンショック時にはG20サミットを開催し、世界全体で協力したことが早期の危機脱出に貢献した。今後の対応についてもG20等の多国間の枠組みを積極的に活用すべきである。

(図表23) 金融危機回避に向けてグローバルで検討すべき対応

政府部門の債務削減	①コロナ対応特別会計を導入し、通常の政府支出とコロナ対応を区別（例：東日本大震災特別会計） ②債務削減の工程表や健全化目標を作成し、市場との対話を図る
非金融部門の債務削減	①政府支援はすべての業種ではなく、深刻な影響を受けている業種などに限定 ②政府支援は期限の明確化や被支援企業の構造改革を条件とし、ゾンビ企業の発生を回避 ③銀行危機に波及しない体制整備（預金保険法等の見直し）
国際協調	①G20などを活用して一体的に対応する ②わが国が議論をリードしていく

(資料) 日本総合研究所作成

(注) 事業利益（営業利益＋受取利息・配当金）÷金融費用（支払利息・割引料）で計算され、1を下回ると本業の利益では金融費用を払えないことを示す。

## 5. 終わりに

世界経済は、新型コロナについて感染防止一辺倒から経済活動の両立へと各国が舵を切るなか、最悪期は脱した。しかしながら2020～2022年の平均成長率は約2%であり、従来の基準で言えば依然として景気後退に近い状況が見込まれる。

一方で、各国では政府債務が急増しており、財政再建にも徐々に歩みを進めていく必要に迫られている。このようにみると、2021年は、各国とも景気回復の追求に加えて、財政再建に向けた対応といった、二兎を追う政策運営が課題となろう。その際、自国の都合だけを優先した政策運営では、それが攪乱要因となって、結果的に世界経済の回復を遅らせる恐れがある。世界各国が自国第一主義ではなく、国際協調を図りながら経済や財政の問題に対処していくことが重要なポイントとなろう。

(2020. 12. 8)