

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. 新型コロナ禍における政策対応の振り返り
 - (1) 巨額の財政出動
 - (2) 空前の金融緩和
 - (3) 政策対応の効果
3. 世界経済の展望
 - (1) 当面の世界経済
 - (2) 地域別の動向
4. 当面の注目点
 - (1) インフレ
 - (2) ワクチン格差
 - (3) 家計貯蓄
 - (4) 企業の過剰債務問題
5. 各国の経済政策の変化
 - (1) 政府累積債務問題と財政再建
 - (2) 大きな政府による産業政策
6. おわりに

要 約

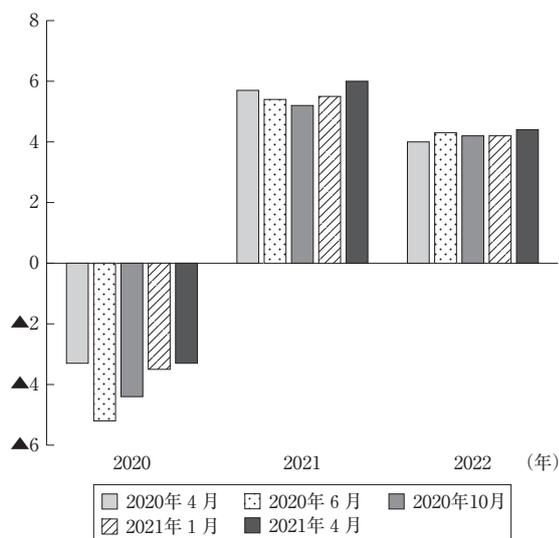
1. 世界経済は回復局面入りが明確化。景気回復の要因としては、欧米を中心にワクチン接種が進んだほか、大規模な政策効果が指摘可能である。財政出動の総額は、先進国で名目GDPの27%、新興国でも7%になると試算される。金融政策についても、政策金利の引き下げだけでなく、多くの中銀が資産買入のほか、非常時対応を実施した。この結果、倒産件数や失業者数が抑制され、各国・地域の立ち直りを促した。
2. 当面の世界経済を展望すると、全体として景気回復は続く見込みである。世界の実質GDP成長率は、2021年が前年の反動から+6.1%、2022年が+4.1%と予想される。もっとも、2020~2022年の平均成長率は2%台前半にとどまり、新型コロナで受けた著しい打撃からの修復局面と位置付けられる。
3. 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) インフレ、(2) ワクチン格差、(3) 家計貯蓄、(4) 企業の過剰債務問題の4点が挙げられる。まず、(1) インフレは、労働需給がひっ迫しておらず、部品不足なども早晩解消すると見られるため、加速のリスクは小さいとみられる。(2) ワクチン格差は、容易には是正されず、景気回復が遅れる新興国経済が世界全体の回復の重石となる可能性が高い。(3) 家計貯蓄が世界全体では名目GDP比で約6%トレンドから上振れており、これが先行き消費に回ることが予想されるが、貯蓄の増加は消費性向が低い高所得者層に偏っているため、押し上げ効果は限定的なものになるとみられる。(4) 企業部門では宿泊・旅行業を中心に過剰債務問題が深刻化しており、設備投資の下押し要因になる。このように、当面の世界経済は好調分野と不調分野が入り混じるK字型経済が続く可能性が高い。パンデミック対応から脱却し、通常の経済への回帰を目指す“pandexit（パンデグジット）”が国際会議などで議論されているが、その道は平たんではない。
4. 各国の経済政策をみると、多くの国で財政再建と成長戦略について新たな動きがみられる。まず、財政再建については、一部の国ではすでに政府債務削減に着手している。次に成長戦略については、ワイズスペンディングの名目で、成長分野に巨額の政府資金を投じるなど、大きな政府による産業政策を実施する傾向が顕著となっている。具体的には、人材、デジタル、環境分野などに巨額の政府資金を投入している。もっとも、単なる量的拡大ではなく、分野を絞っていることや、原資は専ら増税であるなど、財政に配慮する姿勢は一定の評価が可能である。
5. 今後の世界経済のリスクとしては、①財政・金融政策の出口戦略の失敗、②「大きな政府」路線が野放図なものに変質、などが挙げられる。

1. 世界経済の現状

2020年の世界の実質GDP成長率は▲3.3%となった。一般的に世界経済は成長率が3%を下回ると景気後退といわれるが、春先から新型コロナに見舞われた昨年の成長率はそれを大きく下回り、大恐慌以来の落ち込みとなった。

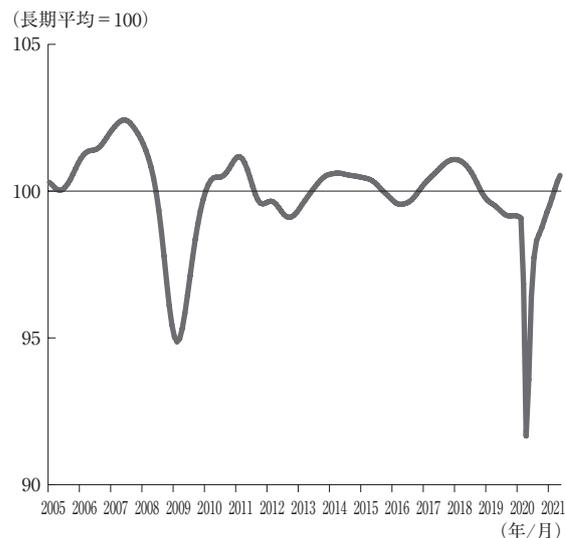
もっとも、足許では回復局面入りが明確化している。欧米を中心にワクチン接種が進み、一時の悲観論は大きく後退している。国際機関の景気見通しも全体的に上方修正される方向にあり、例えば、IMFが4月6日に公表した世界経済見通しでは、2021年の世界経済の実質成長率を+6.0%と、1月見通しから0.5%ポイント上方に修正された(図表1)。OECDの景気先行指数をみても、3月以降、長期平均を上回る水準まで回復している(図表2)。このように、大恐慌以来の落ち込みを経験したにもかかわらず、比較的早期に回復局面入りできた要因としては、各国で実施された空前の財政出動や金融緩和の効果が大きかった。

(図表1) IMFの世界実質GDP成長率の見通し



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

(図表2) OECDの景気先行指数



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

もっとも、景気回復ペースは地域ごとにバラツキがみられる。まず、アメリカは、ワクチン接種が順調に進んでいるため、実質GDPはすでに新型コロナ流行前とほぼ同じ水準まで回復した模様である。欧州は、昨年10~12月期、今年1~3月期にマイナス成長となっているものの、活動制限の緩和により足許では回復傾向に転じている。日本は、新型コロナの影響で一進一退の状況が続いている。中国は、世界的なIT関連需要の拡大を受けて輸出の増勢が続いているほか、活動制限も一部を除いて撤廃されたため、堅調な回復が続いている。その他アジアに目を向けると、IT分野に強いベトナム・台湾などの回復に勢いがある一方で、その他の国では回復ペースが緩慢であり、二極化の様相を呈している。このようにみると、今回の回復プロセスは地域的にみても二極化が生じ、「K字型」回復といえる。

以上を踏まえ、本稿ではまず、回復の原動力となっている各国の政策対応の効果を概観し、そのうえ

でK字型回復の先行きについて展望する。さらに、各国ではポストコロナ時代を見据えて経済政策が変化しつつある。そこから示唆されることについても言及したい。

2. 新型コロナ禍における政策対応の振り返り

(1) 巨額の財政出動

新型コロナの感染拡大は、大恐慌以来の世界的な経済の落ち込みをもたらし、それに対処すべく各国においては、軒並み、迅速かつ大規模な政策対応が講じられた。例えば、多くの国で厳格なロックダウンが実施されたが、同時に雇用者に対して支援を行う一時帰休制度（操業短縮制度）が積極的に活用された。同制度の運営に際しては、従来よりも給付金の支給要件を引き下げるほか、給付額を増やすなどの対応が行われた。

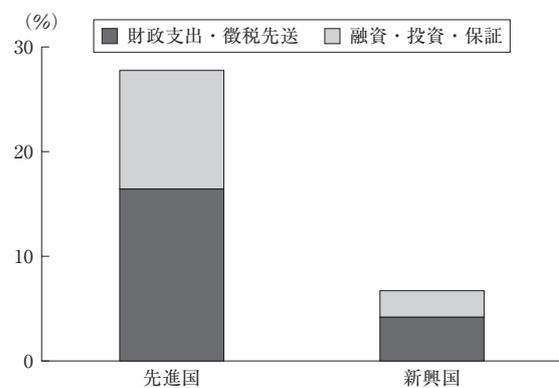
さらに、財政支出の拡大のほか、減税や社会保険料の徴収延期などの歳入繰延といった一般的な政策手段がとられたほか、企業の連鎖倒産を回避する観点から、政府系金融機関等を活用した、緊急融資、投資、保証等も多くの国で実施された。こうした財政支出や公的金融によるコロナ対策は、2020年と2021年に集中して実施されたが、2022年以降に支出が予定されるものも存在しており、これらの総額は先進国で名目GDPの27%、新興国でも7%に及ぶと試算される（図表3）。このように、世界の財政は短期間のうちに急激な膨張を遂げた。

対策の中身をみると、先進国では、新型コロナ患者を引き受ける医療機関への支援や、失業保険や一時帰休に係る雇用対策、個人を対象とした給付金などについて財政支出や減税などが実施された（図表4）。また、活動制限の直接的な悪影響を受ける外食・宿泊・運輸などの企業に対しては規模の大小を問わず、資金繰り確保のための緊急融資、自己資本強化のための政府出資、民間借入を円滑化するための保証などが公的金融機関などを活用して実施された。

(2) 空前の金融緩和

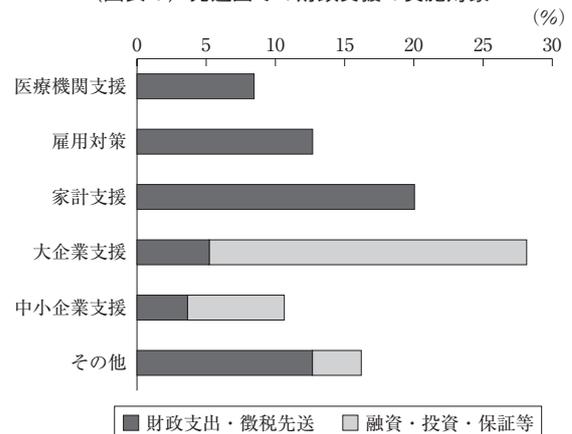
今回の新型コロナ対応では金融政策も空前の緩和が実施された。具体的には各国で政策金利が大幅に引き下げられたほか、中央銀行による資産買い入れ策の導入が新興国を含めて実施された。IMFによる

（図表3）各国政府のコロナ対策の名目GDP比



（資料）IMF「World Economic outlook April 2021」を基に日本総合研究所作成

（図表4）先進国での財政支援の実施対象



（資料）IMF「World Economic outlook April 2021」を基に日本総合研究所作成

（注）財政支援額総合計に占める割合。

と、2020年には、先進国と新興国を合わせて27カ国・地域の中央銀行が資産買い入れ策を実施したが、ほとんどが初めて導入した国である。ただし、具体的な対応や出口戦略については、先進国と新興国で違いが生じている。

まず、日本を除く先進国では、おおむね、①政府や中央銀行による公的介入は、民間セクターによる機能不全が発生している危機時に限る、②中銀の役割は流動性の供給にとどめ、それが損失負担を伴う可能性がある場合には、政府が損失負担の責任を持つ、という共通点がある。実際、FRBやイングランド銀行など、日本以外の先進国の中銀は、景気が回復するなか、多くの買入プログラムを終了させつつあり、全体としては緊急避難的な対応にとどまったとの位置付けが明確である。

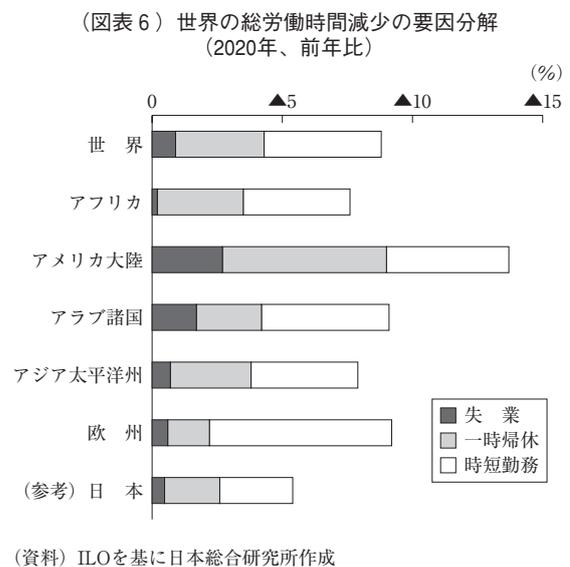
一方で、新興国の状況をみると、総じてみれば、中央銀行の独立性・透明性が担保されたうえで、通常の金融政策の枠組みのなかで大幅な金融緩和が実施された。もっとも、なかには、禁じ手とされる財政ファイナンスに舵を切った国もみられる。例えば、ガーナ、インドネシア、モーリシャスなどは、「政府の資金調達を中銀がサポートする措置」、つまり財政ファイナンスのため、と公式に表明している。

(3) 政策対応の効果

前述の通り、各国政府・中銀は空前の政策対応を実施したが、失業や連鎖倒産を抑制した点で一定の効果があったと評価できる。

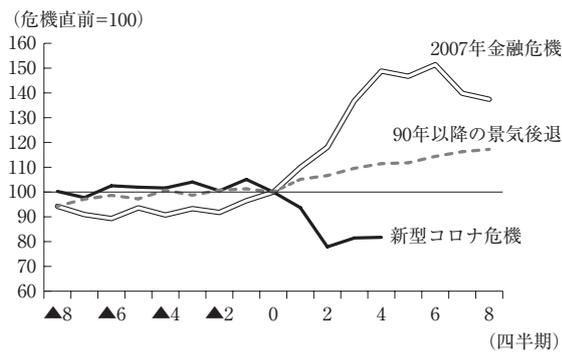
まず、雇用については、2020年に世界の失業率は前年比で+1.1%ポイント上昇し、1990年に始まる現行統計では最も高い6.5%となった（図表5）。ただし、総労働時間減少の要因分解をみると、一時帰休者が失業者の3倍となっている（図表6）。これは、政府支援による企業の雇用維持努力がなければ失業者数の増加幅は4倍となり、世界の失業率が10%程度となった可能性もあったことを意味する。

次に企業の倒産件数をみると、リーマンショック時や1990年以降の景気後退時よりも少ないだけでなく、コロナ危機前の水準よりも減少している（図表7）。企業向けの政策支援が倒産抑制に大きな効果を発揮したと考えられる。



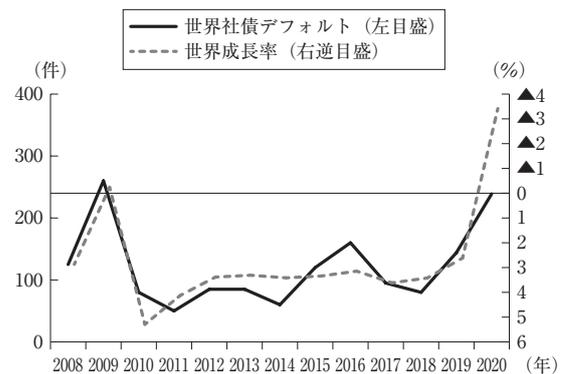
また、金融資本市場にも政策効果が及んだとみられる。株式市場をみると、昨年の春以降、上昇傾向が続いており、足許でもアメリカのS&P500指数が過去最高値圏で推移しているなど、総じて好調を維持している。また、社債市場をみると、アメリカの社債デフォルト件数は、2020年にリーマンショック時並みに増加したが、政策対応がなければ、デフォルト件数が実際の1.5倍になっていたと示唆される(図表8)。

(図表7) 危機前後の倒産件数の推移



(資料) IMFを基に日本総合研究所作成
(注) IMFのデータベースにある13カ国の倒産件数。

(図表8) 世界実質GDPと社債デフォルト数の推移



(資料) IMF、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

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、上記政策の既往効果が浸透することに加え、ワクチン普及が進むことで遅れていた対面型の経済活動も持ち直し、景気回復は続く見込みである。もっとも、新興国ではワクチン普及が遅れており、堅調な先進国と、回復が遅れる新興国という二極化が進む可能性が高い。2021年は前年の反動から+6.1%、2022年は+4.1%を見込む(図表9)。もっとも、2020~2022年の平均成長率は+2%台にとどまり(図表10)、新型コロナで受けた著しい打撃からの修復局面と位置付けられる。

(2) 地域別の動向

A. アメリカ

地域別にみると、まずアメリカは、回復傾向が続くとみられる。春に決まった1.9兆ドルの追加経済対策が順次実施に移されているが、そ

(図表9) 世界実質GDPの予測表

	2019年 (実績)	2020年 (実績・見込)	2021年 (予測)	2022年 (予測)
世界計	2.8	▲3.3	6.1	4.1
先進国	1.6	▲4.8	5.6	4.0
アメリカ	2.2	▲3.5	6.3	3.7
ユーロ圏	1.3	▲6.5	4.6	4.0
イギリス	1.3	▲9.8	7.0	5.3
日本	0.3	▲4.8	2.5	3.1
新興国	3.5	▲2.5	6.4	4.2
BRICs	4.6	▲0.8	8.0	4.6
中国	6.0	2.3	9.0	5.1
インド	4.0	▲7.3	9.0	6.9
NIEs	1.9	▲0.9	4.7	2.3
韓国	2.2	▲0.9	3.9	2.2
台湾	3.0	3.1	5.5	2.2
香港	▲1.7	▲6.1	5.9	2.2
ASEAN5	4.8	▲3.6	4.4	5.3
インドネシア	5.0	▲2.1	4.3	5.5
タイ	2.3	▲6.1	1.8	3.5
マレーシア	4.4	▲5.6	5.9	5.9
フィリピン	6.1	▲9.6	4.8	5.2
ベトナム	7.0	2.9	6.9	6.9

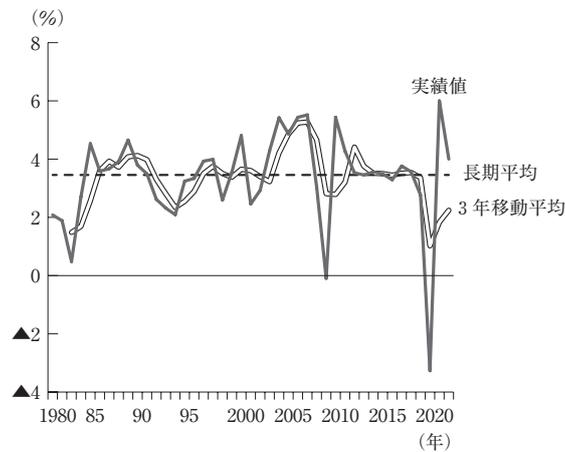
(資料) IMF、各国統計を基に日本総合研究所作成

(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)。

(図表10) 世界GDP成長率の推移



(資料) IMF を基に日本総合研究所作成

の規模は、リーマンショック時に世界を救ったといわれた中国の4兆元(6,000億ドル)の経済対策の3倍であることを考えると、アメリカ経済のみならず世界経済にとっても大きなカンフル剤になると見込まれる。この追加経済対策では、低所得者への給付金(4,000億ドル)や失業保険上乗せ(3,000億ドル)のほか、州・地方政府支援の3,600億ドルが含まれるなど、総じてみれば景気刺激効果が大きいものとなっている。2020年春の経済対策時の限界消費性向は30%と推計されているが、活動制限が緩和された2020年末の追加経済対策時は、限界消費性向が50%にまで上昇したとみられる。今回のパッケージでは、現金給付が低所得者に限定されているため、限界消費性向はさらに上昇し、消費押し上げ効果も拡大する見込みである。こうした政策対応もあって、GDPギャップは4~6月期にすでに解消しているとみられる。

さらに今年6月には、インフラ投資計画について、今後8年間に1.2兆ドル実施することで超党派合意した。このうち新規支出は5,790億ドルであり、今後、中期的にGDPの押し上げに寄与する見込みである。過去の財政執行パターンなどを踏まえて試算すると、2022年はGDPを0.4%ポイント押し上げるが、支出が本格化する2023年以降はGDP押し上げ効果がさらに大きくなる。

一方で、景気回復とともにインフレ懸念が強まっている。5月のPCEデフレーターは、前年比+3.9%の高い伸びとなった。もっとも、足許の物価上昇は、①一次産品価格の上昇、②経済再開による需要の急回復、③原材料不足などによる供給制約、等の要因が重なったことによる一時的なものとみている。実際、これらの影響を除いた基調的なインフレ率は限定的である。アメリカでは、失業率が低下するにつれてインフレ率は上昇する(フィリップス曲線)という関係が認められるが、これに基づけば、労働市場の需給が十分に引き締まるまでにはなお時間を要するとみられるため、先行き急激にインフレ圧力が高まるリスクは小さいと判断される。

以上を踏まえると、アメリカの2021年の実質GDP成長率は+6.3%となる見通しである。政策効果の一巡などをを受けて2022年の成長率は低下するものの、雇用・所得環境の改善に支えられて潜在成長率を上回る+3.7%と、高めの成長ペースが持続する見通しである。

B. 欧州

欧州に目を転じると、ユーロ圏では、ワクチン接種の進展や感染拡大のピークアウトに伴い、各国で昨年来続いてきた活動制限は段階的に緩和されているため、回復傾向をたどると見込まれる。ただし、域内のワクチンの普及スピードや活動制限の緩和ペースは国ごとのばらつきが大きいこともあり、ユーロ圏の実質GDPが新型コロナ流行前の水準を取り戻すのは2022年入り後となる見込みである。なお、7月にEU各国への資金配分開始を予定していた復興基金については、手続きが遅れており、資金配分は秋ごろに後ずれする可能性が高まっている。復興基金は新型コロナによる打撃が大きいイタリアなど南欧諸国への配分が大きいため、こうした国々の回復の遅れは否定できないものの、数カ月程度の遅れであれば、景気への影響は限定的なものにとどまると予想される。

一方、イギリスでは、足許では感染者数が増えているものの、重症者や死亡者数が増えていないことから、7月19日にはほぼすべての活動制限を撤廃することとなった。そのため、夏場にかけて高めの成長となる見通しであり、2021年末にも実質GDPは新型コロナ流行前の水準を取り戻す見込みである。

C. 日本

日本については、当面、海外経済の回復を背景とした輸出の増加が、景気を下支えする見通しである。好調な輸出の背景として、世界的なIT需要の拡大や設備投資需要の回復が指摘できる。設備投資は、総じて持ち直しが続くものの、収益が改善する製造業が中心で、新型コロナの悪影響が大きい個人向けサービスでは投資姿勢の慎重化が続くなど、業種によりばらつきが残るとみられる。一方、個人消費は、当面、活動制約の継続が重石となろう。もっとも、新型コロナのワクチン接種が進展するにつれて消費も持ち直しに転じ、2022年初には消費活動がほぼ正常化すると想定している。

以上を踏まえると、2021年度後半にかけて景気回復ペースが加速し、2022年4～6月期には実質GDPがコロナ前のピーク水準（2019年7～9月期）を回復する見込みである。

D. アジア

中国景気は、政府の消費刺激策と輸出拡大により、堅調さを保つとみられる。農村部における自動車や家電、家具の購入補助金、EVの販促補助金といった消費刺激策が個人消費を下支えすることに加え、雇用・所得環境の改善、積み上がった貯蓄の取り崩しなども個人消費の回復を後押しする公算が大きい。また、輸出も、世界景気の回復を受けて増加基調が持続する見込みである。

一方、固定資産投資に関しては、政府の抑制策を受けてスローダウンする見通しである。政府は、過剰投資・過剰債務問題の深刻化を警戒しており、すでに、国有企業の社債デフォルトの容認、銀行融資の厳格化などのデレバレッジ政策を講じるなど、投資に対しては抑制スタンスをとっている。

先行きを展望すると、設備投資の伸びは緩やかとなる一方で、個人消費の堅調な拡大が続くことで、中国経済は消費主導の成長にシフトしていく公算が大きい。2021年の実質成長率は+9.0%と、前年の反動で高めとなった後、2022年は、消費と投資のバランスを考慮した政策誘導により、潜在成長率並みの+5.1%に落ち着く見込みである。ただし、政府が投資抑制策の舵取りを誤れば、景気を冷え込ませるリスクがあることには注意が必要である。

その他アジア諸国に目を向けると、引き続き外需がけん引役となっている。足許、ベトナム中心にIT関連輸出がペースダウンしているものの、アメリカ・中国向け機械・素材などの輸出増がそれを相殺している。テレワーク普及を背景とした基調的なIT需要の好調は続くほか、米中での輸入増加も期待できるため、先行き、輸出は増勢が続く見込みである。とくに、アメリカ向け輸出比率が高いベトナム、台湾、タイ、マレーシアなどでは景気上振れの可能性が大きいとみられる。

一方、フィリピン、インドネシア、インドでは回復に遅れが生じる。とくにインドでは、ワクチンが普及するまで一定の活動制限が残るため、景気回復ペースは緩慢なものにとどまり、本格回復は2022年以降となる可能性が高い。また、商業銀行の不良債権比率の上昇を受けた金融不安定化など、景気下振れリスクも残存している。

4. 当面の注目点

当面の世界経済を見るうえでの注目点は、(1) インフレ、(2) ワクチン格差、(3) 家計貯蓄、(4) 企業の過剰債務問題である。これらについて、ポイントを先取りすると、(1) インフレについては、労働需給や供給制約の要因から大幅加速のリスクが小さいとみている。(2) ワクチン格差については、当面解消は困難であり、景気回復が遅れる新興国経済が世界全体の回復の重石になると見込まれる。(3) 世界の家計貯蓄は名目GDP比でトレンドから約6%上振れており、これが消費を下支えするとみられるが、貯蓄が高所得層に偏るなかでは、押し上げ効果も限定的となる可能性がある。(4) 企業では過剰債務問題が設備投資の下押し要因になる公算が大きい。

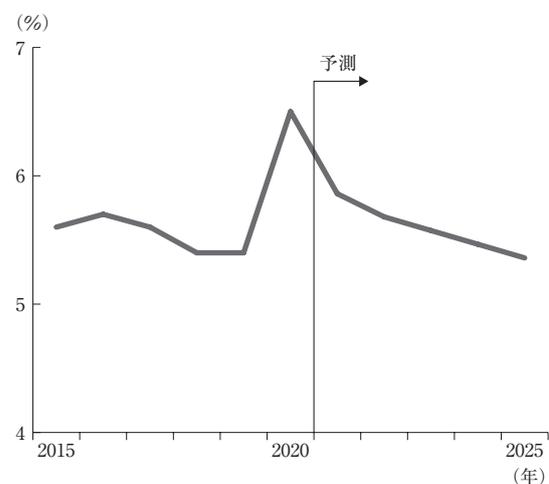
このように、当面の世界経済は好調分野と不調分野が入り混じるK字型経済となる可能性が高い。パンデミック対応から脱却し、通常の経済への回帰を目指す“pandexit (パンデグジット)”が国際会議などで議論されているが、その道は平坦ではないといえる。上記の4点の詳細については以下の通りである。

(1) インフレ

前述の通り、アメリカなどではインフレ懸念がみられる。しかしながら、以下の要因から、アメリカでのインフレ懸念は早晚沈静化するほか、世界全体でみても加速するリスクは小さいとみられる。

まずは雇用面からのインフレ圧力が小さいことである。アメリカでは、労働市場には依然スラックが存在するため、インフレ率の急激な上昇が生じる公算は小さい。世界全体の失業率がコロナ前の水準まで低下するのは2025年頃であり、当面、労働需給がタイト化するリスクは小さい(図表11)。そのため、世界の失業率の低下ペースが緩

(図表11) 世界の失業率の予測



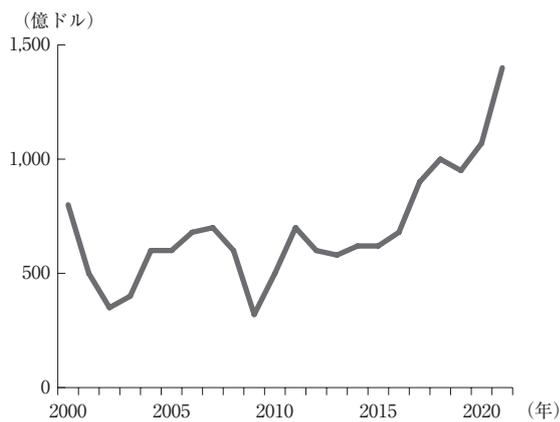
(資料) IMF、ILOを基に日本総合研究所作成

慢になる展開も予想されるなかでは、世界的な賃金インフレのリスクは一層低いと考えられる。

次に、部品不足などによる供給面からのインフレリスクも小さいとみられる。足許では、半導体不足が問題となっているが、半導体各社は投資を今世紀で最高レベルまで拡大する計画であり、半導体不足も徐々に解消される見込みである（図表12）。また、原油についても、世界的に製油所などの稼働率にまだ余裕があるほか、加盟国の余剰生産能力も潤沢であり、一段の価格高騰の恐れは小さいとみられる。

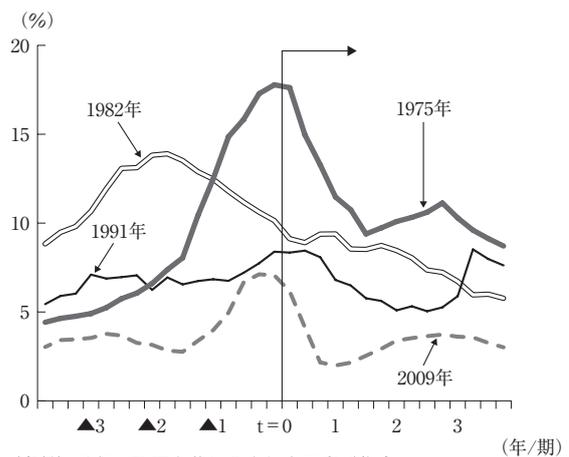
最後に、歴史的な観点からもインフレリスクは小さいと考えられる。過去、戦争などのショックが発生した場合、その直後にインフレが発生しているケースが多いが、それは生産設備の破壊や労働力人口の減少が主因である。今回のコロナ禍では、生産設備は棄損されておらず、労働力人口の大幅な減少も発生していない。さらに1970年以降の景気後退時には、景気後退後にインフレは発生していない（図表13）。近年の世界経済は構造的な供給能力の向上で、インフレが発生しにくい構造になっていることも、インフレが問題化しにくい下地になっている。

（図表12）世界の半導体投資



（資料）WSTSを基に日本総合研究所作成
（注）2021年はWSTSの予測値。

（図表13）景気後退期の物価動向の推移（CPIの前年比）



（資料）世銀、IMFを基に日本総合研究所作成

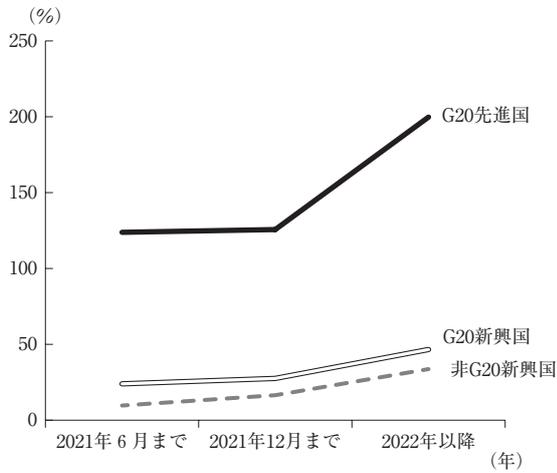
（2）ワクチン格差

先進国でワクチン接種が順調に進む一方で、新興国では依然として進展していない。イギリスやアメリカでは本年6月時点で人口の50%以上が接種しているが、アフリカではまだ2%程度である。

今後を展望しても、来年以降でも新興国のワクチン接種者は人口の40%程度と見込まれている（図表14）。7月のG7サミットにおいて、新興国に対する10億回のワクチン供給が声明に盛り込まれたが、これを加味しても接種率の上昇幅は15%程度であり、2022年末時点でも新興国では人口の半分程度しかワクチンが普及しない計算となる。

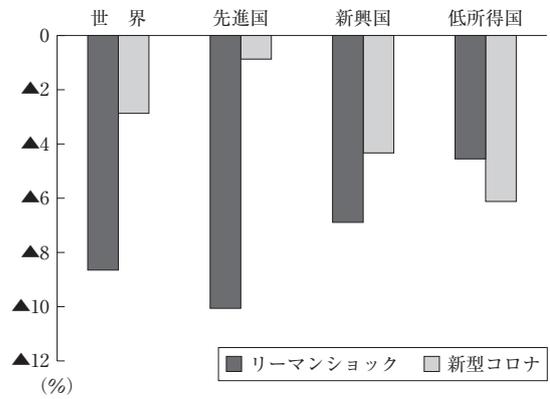
こうしたなか、ワクチン格差が景気格差に繋がるリスクが高まっている。中期的な影響をみると、低所得新興国では、リーマンショックよりも経済の下押し圧力が大きく（図表15）、リーマンショックに比べて影響が小さいとみられる先進国とは状況が異なっている。このような新興国での景気回復の遅れは、世界全体の回復力の足かせになると考えられる。

(図表14) ワクチン接種状況 (人口対比)



(資料) Johns Hopkins University Covid-19 statisticsを基に日本総合研究所作成

(図表15) ショック前後での中期的な経済見通しの下方修正幅 (IMF)



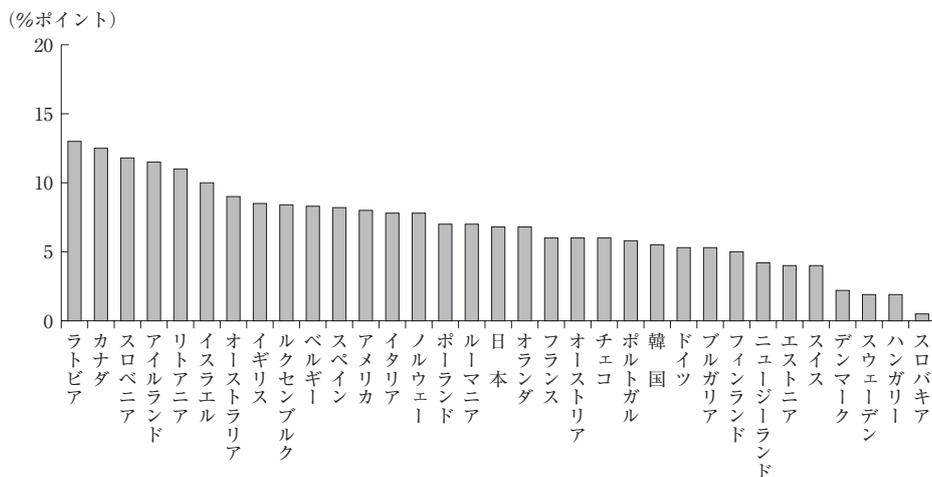
(資料) IMFを基に日本総合研究所作成

(注) リーマンショックは2012年の実質GDPについて、2007年4月のIMF予測値と実績との差。新型コロナは2024年のIMF予測値について、2020年1月と2021年4月の差。

(3) 家計貯蓄

前述の通り、財政の大盤振る舞いが実施されたことなどにより、多くのOECD加盟国で家計貯蓄が上振れしており、世界平均でも同6%程度上振れしていると推計される (図表16)。一方でこうした貯蓄の増加は一律のものではない。例えば、アメリカの調査をみると、家計の現金は高所得、高賃金、高齢者に偏る傾向がある (図表17)。こうした層はテレワーカーのほか、年金生活者であることが多く、活動制限による所得減の影響が小さかった。その結果、この層においては、所得や給付金などが貯蓄として滞留しているという状況である。もっとも、高所得層は消費性向が低いため、積み上がった家計貯蓄がある程度消費に回るものの、消費押し上げ効果は限定的にとどまると予想される。

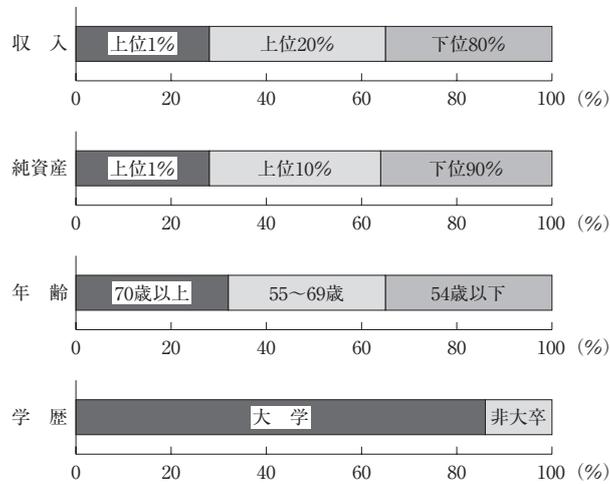
(図表16) OECD諸国の家計貯蓄率上昇幅 (前年差)



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成

(注) 2020年の前年差。

(図表17) アメリカ家計の現金保有の増加額の属性分析



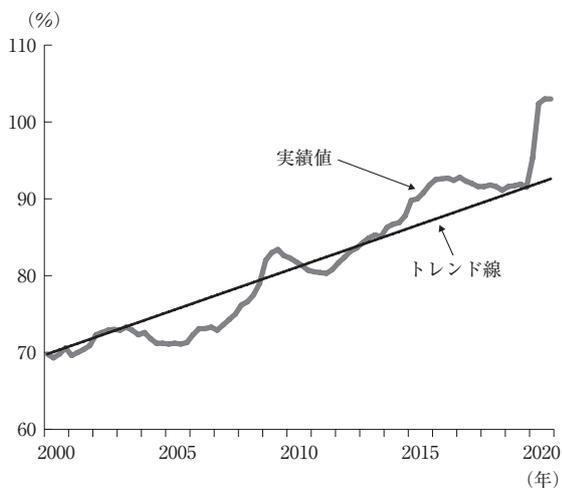
(資料) FRBを基に日本総合研究所作成
 (注) 2020年10~12月期の前年同期差。

(4) 企業の過剰債務問題

企業部門をみると、世界の非金融企業の債務残高の名目GDP比は過去のトレンド線を大きく上回り、過去最悪となっている(図表18)。これは、活動制限が直撃した外食、宿泊、旅行関係が深刻な業績悪化に陥ったことが大きく影響している。こうした過剰債務を抱える業種では、債務返済に追われるため、設備投資の抑制要因になると見込まれる。

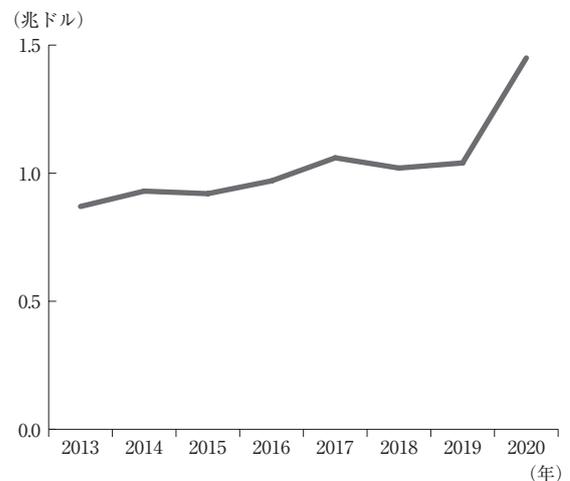
一方で、過去最高益を記録した企業もある。例えば、アメリカのS&P500企業のバランスシート上の現金も1年間で30%以上増加し、過去最高となっている(図表19)。しかしながらこうした企業は全体の一部であることを踏まえると、設備投資全体がモメンタムを回復するには時間を要する可能性が高い。

(図表18) 非金融企業部門債務の名目GDP比



(資料) IMFを基に日本総合研究所作成

(図表19) S&P500企業の現金保有額



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

5. 各国の経済政策の変化

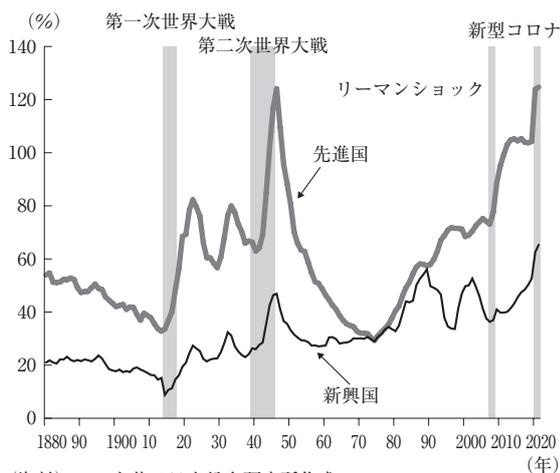
次に注目される動きは、景気が回復しているなかで、各国は、徐々に中期的な観点を踏まえた経済政策にシフトしていることである。具体的には、財政再建と、大きな政府による産業政策に向けて動き出している。詳細は以下の通りである。

(1) 政府累積債務問題と財政再建

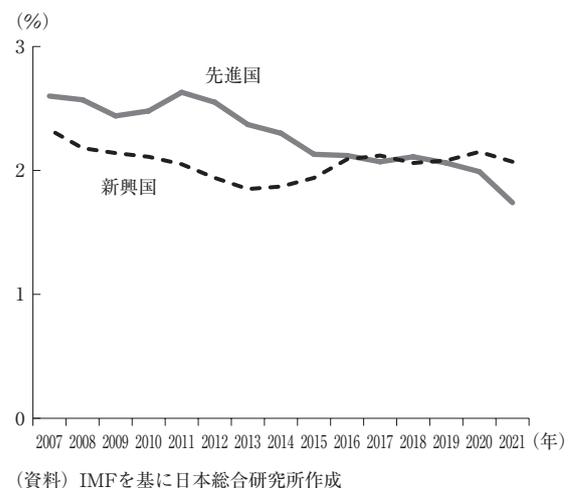
前述した財政拡張は新たな問題を引き起こしている。それはグローバルな政府累積債務問題である。政府債務のGDP比は新興国、先進国ともに1880年以降で最悪の水準となっている（図表20）。

もっとも、政府債務残高が膨れ上がっている割に危機感があまり見られない。その背景には、政府債務の膨張と並行して実施された各国中銀による空前的金融緩和がある。実際、政府債務の利払費のGDP比をみると、金融緩和効果によって、先進国が低下傾向にあるほか、新興国もほぼ横ばいとなっている（図表21）。

（図表20） 公的債務の名目GDP比



（図表21） 利払費のGDP比

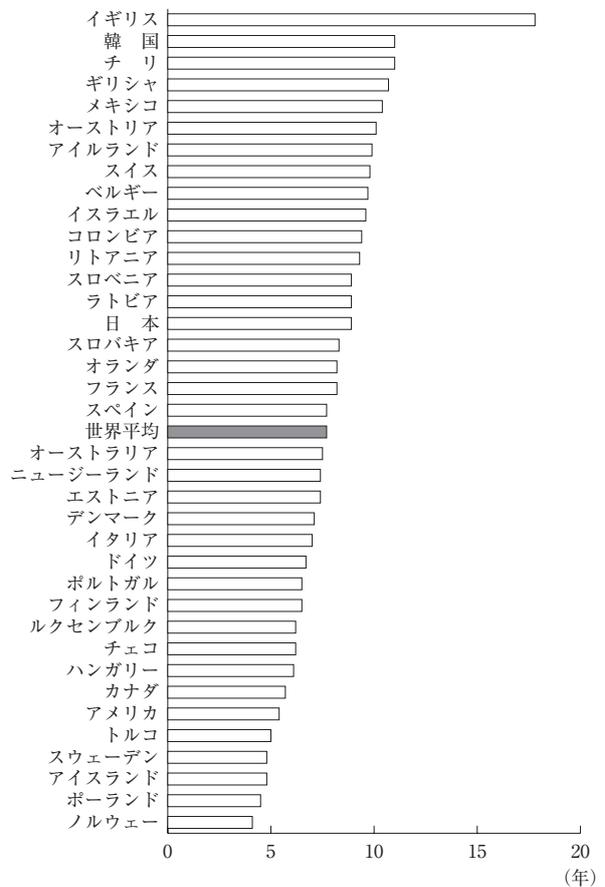


利払負担については、今後、世界経済の回復を背景に金利上昇が見込まれるため、徐々に重くなるとみられる。コロナ禍はいずれ収束するとみられるため、その時点で長期金利もコロナ前の水準前後まで上昇することとなり、当然、利払費も次第に上昇していく。経済の正常化とともに長期金利が上昇していけば、最終的に、政府部門の利払費の名目GDP比は、先進国、新興国とも3%程度まで上昇すると試算される。ただし、政府債務の利払負担が直ちに深刻化するわけではない。その理由としては、国債の償還までの平均残存年数が5～10年となっている国が多く（図表22）、金利が上昇したとしても、高金利が適用されるのは新発債や借換債のみであり、政府債務全体としては、当面過去の低金利で調達したものが大半を占めるからである。もっとも、5～10年の間には大半の既発債が入れ替わっていくため、いずれは高金利の国債が全体の大部分を占めるようになる。

コロナ対応で増やした政府債務をどの程度のペースで健全化させるかは、各国の経済状況によって異

なるため、世界的に一律の対応を求めるべき筋合いのものではない。一般論として、漸進的な目標を立てて、市場に安心感を与えつつ、債務適正化に向けた長期的なプロセスを進めることが重要である。すでに幾つかの国では長期的視野に立った政府債務対策を講じている。例えば、ドイツはコロナ対応で調達した国債を2023年以降、20年かけて増税を通じて償却するとしている。イギリスでは現行一律の法人税率を、2023年4月より企業の収益規模に応じて最高25%へと引き上げることを発表しているほか、アメリカでも法人税率の引き上げ（21→28%）を含む税制改革を示すなど、コロナ対策で悪化した財政の立て直しに向けて動き出している。また、ユーロ圏では後述するように産業政策に巨額の資金を投じる予定であるが、これも環境関連の増税で資金調達する方針である。こうした事例も参考にしつつ、長期的かつ計画的な対応が重要となろう。なお、仮に各国がドイツの方式で対応したと想定すると、政府債務残高の名目GDP比は、先進国が10年程度でコロナ前水準まで低下し、新興国では上昇傾向が続くものの、上昇ペースは大きく鈍化する。各国の事情に合わせて健全化目標年次を設定して、経済成長と財政再建のバランスを取ることが求められよう。

(図表22) 国債の償還までの平均残存年数



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成

(2) 大きな政府による産業政策

世界では、ワイズスペンディングやPGS（生産的政府支出）の名目で、成長分野に巨額の政府資金を投じる動きが顕著であり、いわゆる「大きな政府化」が進展している。

例えば、中国では、「中国製造2025」（2015年5月）をベースに政府が積極的に資金を投じて、産業政策を進めてきたが、最近でも、「国内大循環を主体とした国内・国際双循環」の下、内需を拡大しながら、巨大市場の魅力により諸外国の投資・技術を惹き付ける「重力場を形成」するとして、今後もその傾向を強める方針である。また、米中対立のなか、「科学技術の自立自強」を掲げ、サプライチェーンの主要部分は国内に置くなどコア技術の国産化を推進している。

また、アメリカをみると、かつて産業政策を市場への介入として敬遠する方向にあり、そうした伝統がある日本等に対して批判的な立場であった。しかしながら、米中対立が激化し、中国が国家独占資本主義的な傾向を強めつつあるなか、バイデン政権は、大きな政府路線に転換している。中国脅威論では

一枚岩となっているアメリカ議会においても、現在では、民主党・共和党とも国を挙げた産業強化がコンセンサスとなりつつある。

EUにおいても、電池や半導体などの戦略的重要物質については、特定国への依存度を提言し、自立化を図ることを目的に、新たな産業政策である「2020産業政策アップデート」を発表している。また、2020年7月に作成したEU復興パッケージでもイノベーション支援、グリーン、デジタルなどのために1.8兆ユーロの予算を計上している。

このように主要国が大きな政府路線を推進する方向にあるなか、国際機関も、景気回復の足取りをしつかりしたものとする観点から、基本的にこれを支持する姿勢を明確化している。

こうした新しい産業政策は、単なる量的な景気刺激策ではなく、成長を促す分野や気候変動対策などに絞るというのが、通常の財政支出拡大とは異なる。今般、注目が高まっている具体的な分野は、A. 人的投資、B. デジタル化、C. グリーン関連などである。各国の動きや国際機関の考え方については、以下の通り整理できる。

A. 人的資源

人的資源については、アメリカでは「米国家族計画」の下、貧困者・労働者・教育支援といった人的インフラ関連に2,700億ドルを投資する方針である。具体的には、幼児教育の機会拡充、コミュニティカレッジの無償化、大学の修了率の向上などであり、幅広い層を対象としている。中国では専門技術、経営管理、特殊技能を持つ人材の育成施設を強化するほか、海外からの人材誘致にも資金を投じる予定となっている。国際機関などもこうした政策には前向きな評価を与えている。OECDは、コロナ禍による学校閉鎖等の影響はコロナ収束後も残り、このままでは今世紀中のGDPが平均で1.5%低下するとし、コロナ収束後に人的投資の積極化を呼びかけている。ILOも、2020年には、学校封鎖などで、若い世代の65%はコロナ前よりも学習量が減少し、18歳から29歳の勤労者のほぼ六人に一人が解雇、もしくは、労働時間ゼロとなったと指摘している。また、30歳以下を「ロックダウン世代」として、彼らに対する教育や就業の機会を増やし、若年層のスキル強化を各国に求めている。また、IMFは「雇用環境が二極化するなか、当面、不調セクターの雇用支援のほか、教育などを通じて職種転換を推進すべき」と提案している。

B. デジタル化

デジタル化については、アメリカでは「米国雇用計画」の下、ハイテク関係の研究開発（1,800億ドル）などに巨額の政府支出を検討しているほか、中国では、1) R&D投資の伸び率を年平均7%以上、2) AIや量子コンピュータ、集積回路を重点プロジェクトに指定、3) 半導体関連への投資拡充、など中国製造2025で示された方針を維持している。EUでは復興パッケージの下、イノベーション・デジタル化に向けて2027年までに1,300億ユーロ投資する予定となっている。国際機関もポストコロナの経済成長にはデジタル化などのイノベーションが必須との考えであり、IMFは、有形資産よりも無形資産への投資の方が1.5倍程度、生産性向上効果が高いため、今後注力すべきと主張しているほか、デジタルインフラ投資による生産性向上を重要視している。

C. グリーン関連

グリーン関連では、アメリカでは「米国雇用計画」の下、クリーンエネルギー関連に500億ドル、発電インフラに1,000億ドル投資する方針である。また、中国では2060年カーボンニュートラルを目指す方針であり、EV等の脱炭素関係に政府資金を投じる計画を打ち出している。EUでは自然環境関連に3,500億ユーロ投資する予定であるほか、これとは別にドイツでは500億ユーロ、フランスでは300億ユーロをグリーン関係に投じる予定である。こうしたなか、国際的な議論の場でも、G7コーンウォールサミットでは効率的なインフラ整備として、気候変動等を重点分野として、数千億ドル投資することで合意したほか、IMF・世銀はグリーンインフラに投資して気候変動を緩和することを優先事項として提唱している。

環境関連では、最近、エコノミストの間で関心が高まりつつあるものとして「ブルーエコノミー」が注目される。これは海洋の環境保全と効果的な海洋資源の利活用を通じて、経済や社会全体をサステナブルに発展させていこうとする経済政策を指している。近年、これに関連する市場も成長しており、OECDは、2010年の1.5兆ドルから2030年には3兆ドルに倍増すると予測している。また、2019年のG20大阪サミットでは、海洋プラスチックごみによる新たな汚染を2050年までにゼロにすることを目指す「大阪ブルー・オーシャン・ビジョン」が採択されたほか、SDGs（持続可能な開発目標）においても14番目のゴールが「海の豊かさを守ろう」であり、国連としてもこのゴールを重要視する姿勢を明確化している。今後、各国において、海の環境保全とそれを通じた新産業創出が進むとみられる。

6. おわりに

政策効果の顕在化とワクチン普及が進むなか、世界経済は回復傾向が明確化しており、いわば、急性期で止血を要するような段階を脱して、通常モードに戻りつつある“pandexit”の局面にある。一方で、新たなリスクが生まれている。具体的には、①大盤振る舞いであった財政・金融政策の出口戦略の失敗、②現在は財政にも配慮している「大きな政府」路線が野放図なものに転化、の2点が指摘可能である。

まず、政策の大盤振る舞いのツケをいかにして払うかであるが、確かに償還年数などをみれば時間的余裕はあるほか、一部の国ではすでに財政再建に着手しているため、即座に深刻化するという状況ではない。しかしながら、この時間的な余裕によって改革の手綱が緩んだり、財政再建の動きが一部の国にとどまるなどの事態になれば、政府債務バブル破裂のリスクが高まる。金融政策についても、国によっては、空前の金融緩和からの出口戦略に失敗する可能性も考えられる。

また、「大きな政府」路線の行方にも注意する必要がある。各国では、今のところ、財源は国債発行ではなく、増税で対応しているほか、単なる量的な財政拡大ではなく、成長分野に絞っているなど、財政再建と経済成長の両立を図っている。もっとも、こうした方針は、往々にして、表向きはワイズスペンディングやPGSという大義名分を堅持しつつ、実際は野放図な投資となることが多い。各国の対応が真の意味で「ワイズスペンディング」なのか、無規律にバラマキを行う「ワイドスペンディング」に墮するリスクはないのか、今後も注視していく必要がある。

(2021. 7. 7)