

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
 - (1) 概 要
 - (2) 供給制約が世界経済の重石に

2. 世界経済の展望—当面の注目点
 - (1) 供給制約は徐々に解消
 - (2) 消費を下支えする家計貯蓄
 - (3) 政策効果の剥落
 - (4) 緩慢な雇用の回復ペース
 - (5) ワクチン格差

3. 世界経済見通し
 - (1) 概 要
 - (2) 地域別見通し

4. 当面のリスク
 - (1) インフレ
 - (2) 資産バブル
 - (3) 過剰債務問題

5. 中長期的なトピックス
 - (1) カーボンニュートラル
 - (2) デジタル化

6. おわりに

要 約

1. 2021年の世界経済を振り返ると、半導体不足などの供給制約を主因に年後半に回復ペースが鈍化した。ただし、年前半の急回復が効き、通年では+5.8%の高い実質成長率となる見込みである。
2. 当面の世界経済を展望すると、供給制約が徐々に緩和するほか、各国で積み上がった貯蓄が消費を下支えするとみられるなか、回復傾向は続く見込みである。もっとも、政策効果の剥落、緩慢な雇用回復ペース、ワクチン格差などから、回復ペースが鈍化すると予想される。加えて、様々な下振れリスクにも警戒が必要である。
3. 注意すべきリスクとして、オミクロン株などのコロナの感染再拡大のほか、①インフレ、②資産バブル、③過剰債務の3点が指摘可能である。これまでの物価高の主因であった供給制約が徐々に緩和に向かうため、インフレ率は徐々に低下するとみられるものの、再生可能エネルギーへの過度な移行によるグリーンフレーション懸念が新たな注目点になる。資産バブルについては、株価・不動産価格ともに世界的に高水準であり、引き続き警戒が必要である。とくに、これまでの空前の金融緩和が資産価格上昇の主因であり、今後の金融引き締めペースによっては調整が加速する可能性がある。また資産バブルについては、大手不動産企業の経営危機が懸念される中国の不動産市場について、日本のバブル崩壊と似た点も増えつつあり、日本化リスクにも留意する必要がある。過剰債務については、政府部門と企業部門が厳しい状況であり、今後、利上げ局面が到来すると、問題が顕在化する恐れがある。
4. 中長期的なトピックスとしては、カーボンニュートラルとデジタル化が挙げられる。両分野とも各国政府が公的資金を投入して強化を図っており、世界的に成長戦略の柱となりつつある。カーボンニュートラルについては、今後、30年間にわたって投資額を3倍以上に増やす必要があるとIEAが試算しており、エネルギー分野にとどまらず、多様な分野を巻き込む形で拡大する見通しである。また、デジタル化については、半導体を中心に市場が拡大するとみられるほか、経済安全保障の面から国産化・輸出規制の強化が顕著となっている。今後は、自国生産もしくは経済社会体制が類似した国同士でのブロック化が進展する恐れがある。
5. 当面の世界経済をみるうえでは、様々なリスクに備える一方で、カーボンニュートラルやデジタル化などの新たな動きにも対応していくことが持続的な成長の観点から重要となろう。

1. 世界経済の現状

(1) 概要

2020年の世界の実質GDPは新型コロナ発生が大きく影響して、前年比▲3.1%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、2020年の成長率はそれを遥かに下回り、大恐慌以来の大幅な景気後退となった。こうしたなか、各国は大胆な財政出動のほか、空前の金融緩和を実施し、その結果、2020年後半からは持ち直しに転じた。その後も、欧米を中心にワクチン接種が進むなか、世界経済は総じてみれば回復傾向にある。もっとも、ワクチン普及ペースの違いによって国ごとに景気格差がみられるなど、二極化が続いているほか、米中で景気回復に一服感がみられる状況であり、先行き不透明感も燻っている。

国際機関の景気見通しも2020年後半から2021年の夏ごろまでは上方修正されることが多かったが、足許では2021年の見通しをわずかとはいえ、下方修正することが増えている。例えば、IMFが10月12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+5.9%と、7月見通しから0.1%ポイント下方修正された(図表1)。また、10月のIMF総会では、「世界経済は回復傾向にあるものの、先行きは不透明である」という見解が示されている。

さらに、OECDの景気先行指数をみても、長期平均を上回る水準にはあるものの(図表2)、足許では改善傾向が頭打ちにある。

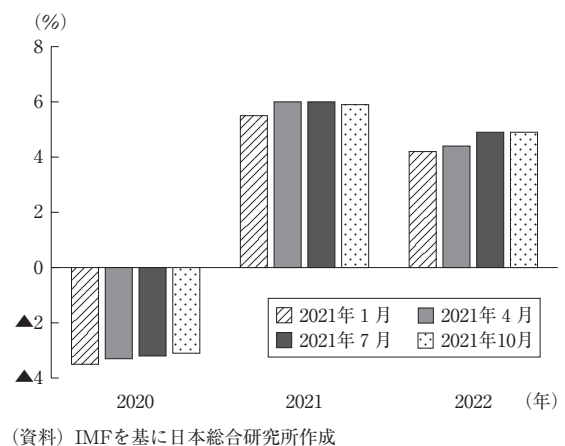
ただし、国際機関の見通しでは2022年については据え置きとしており、多くのエコノミストの間で、総じてみれば回復傾向にあるという見方は大きく変化しているわけではない。一方で様々なリスク要因が散見されるなか、景気の先行きに対して警戒感が強くなっているのも事実である。

以上を踏まえ、本稿ではまず、足許の世界経済の動向を整理し、そのうえで先行きについて展望する。さらに、世界経済が直面するリスクのほか、中長期的な課題についても論じたい。

(2) 供給制約が世界経済の重石に

足許で世界経済の回復に一服感がみられる主因としては、半導体不足などの供給制約が指摘できる。2021年に入って各国でみられた事象を整理すると、まず、在宅勤務などのオンライン需要拡大に供給が追いつかず、半導体などの部品供給が滞っているほか、夏にアジアの一部で行動制限が強化されたことも供給網を寸断し、部品不足に拍車

(図表1) IMFの予想修正状況



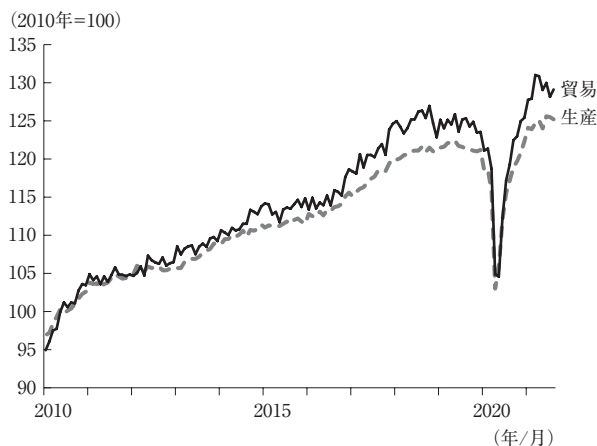
(図表2) OECD景気先行指数の推移



をかけた。さらに、物流網も混乱しており、水際対策が厳しい中国のほか、人手不足が深刻化しているアメリカで港湾の処理能力が低下している。エネルギー供給も局所的に不足し、欧州で天然ガスの需給がひっ迫したほか、中国やインドでは一時大規模な停電に見舞われた。こうした状況を反映し、世界の生産と貿易は、ともに2020年後半から2021年前半にかけては急ピッチで回復してきたが、足許では伸び悩みがみられる（図表3）。

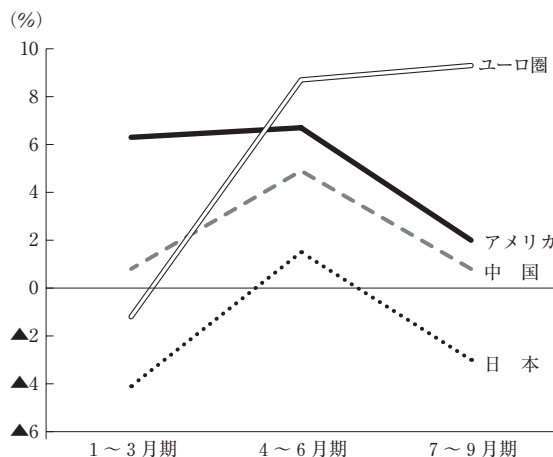
地域別にみると、欧州が堅調である一方、アメリカと中国で一服感が顕著になっている（図表4）。アメリカでは、7～9月期の実質GDPが前期比年率+2.0%と、前期から成長ペースが鈍化している。この背景には、デルタ株の感染拡大と自動車を中心とする供給制約により、個人消費が大きく減速したことがあげられる。また中国では、7～9月期の実質GDPが前期比年率+0.8%と、前期の+4.9%から大幅に減速した。この理由としては、前述の電力不足による製造業生産の停滞、活動制限の強化による人出の減少、大手不動産会社の破綻などによる不動産市場の調整が指摘できる。日本は相次ぐ緊急事態宣言の発令による消費の下振れや供給制約を背景にした自動車生産の減産により、7～9月期にマイナス成長となった。

（図表3）世界の貿易と生産



（資料）IMFを基に日本総合研究所作成

（図表4）2021年の実質GDPの伸び（前期比年率）



（資料）IMFを基に日本総合研究所作成

2. 世界経済の展望—当面の注目点

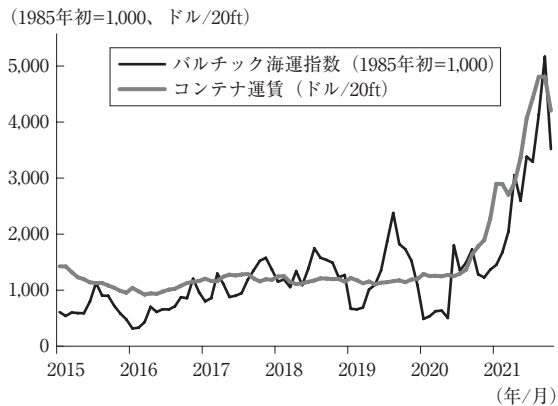
当面の世界経済をみるうえで注目すべきポイントを整理すると、①供給制約は徐々に解消、②消費を下支える家計貯蓄、③政策効果の剥落、④緩慢な雇用の回復ペース、⑤ワクチン格差などが考えられる。これらについて、詳細は以下の通りである。

（1）供給制約は徐々に解消

これまで供給制約の主因ともなっていた船舶物流のひっ迫は足許で解消に向かう兆しがみられる。バラ積み船の状況を示すバルチック海運指数に加えて、コンテナ運賃も足許でピークアウトしている（図表5）。今後を展望しても、各国で港湾の効率化・長時間稼働などの対応が実施されており、港湾の処

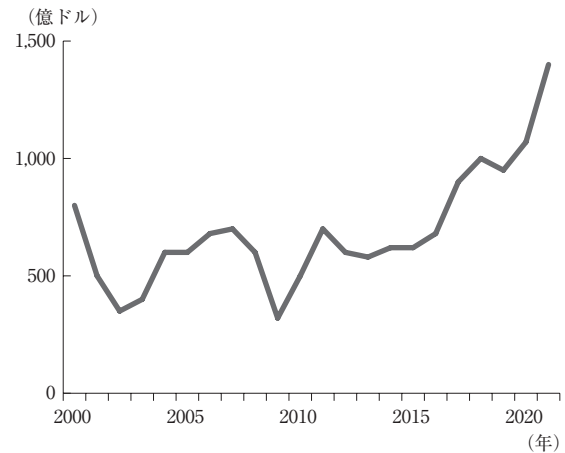
理能力は徐々に改善する見通しである。また、自動車などの減産の要因でもあった半導体についても、足許で供給が増えつつあるほか、設備投資が急拡大しており（図表6）、こちらも供給不足が解消に向かう見込みである。もっとも、港湾の貨物処理のスピードアップや、半導体工場の本格稼働には時間を要することなどから、解消ペースは緩やかにとどまるとみられる。

（図表5）海運運賃



(資料) 日本海事センター、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
(注) コンテナ運賃は主要24航路の単純平均。

（図表6）世界の半導体投資

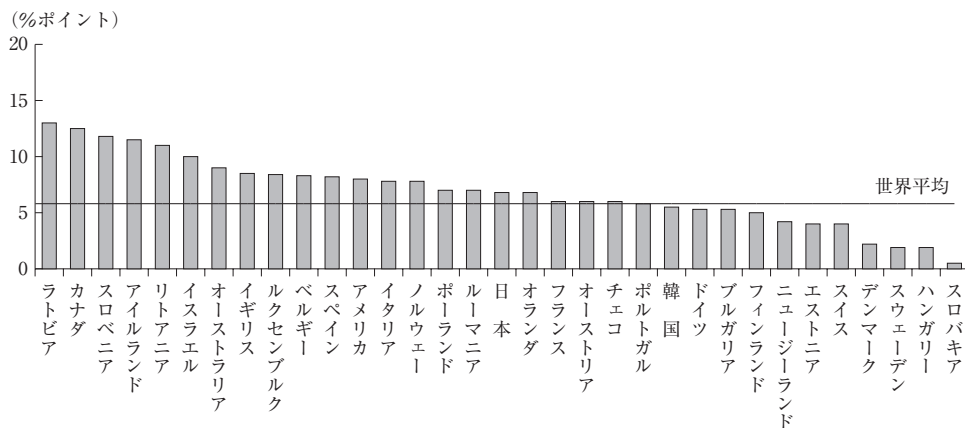


(資料) WSTSを基に日本総合研究所作成

(2) 消費を下支えする家計貯蓄

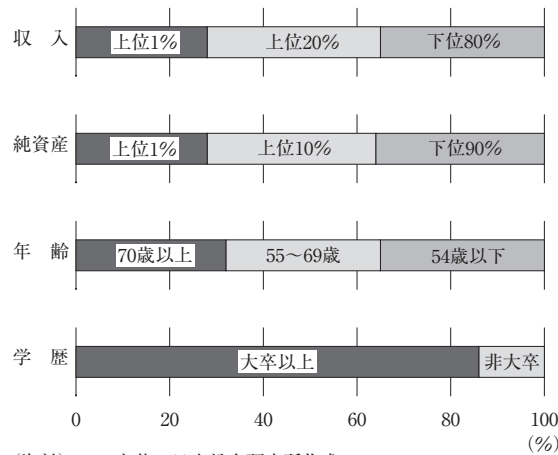
コロナ禍のなか、各国で財政の大盤振る舞いが実施されたことなどにより、多くのOECD加盟国で家計貯蓄が上振れしており、世界平均でもみてもGDP比で6%程度上振れしていると推計される（図表7）。一方でこうした貯蓄の増加は一律のものではない。例えば、アメリカの調査をみると、家計の現金保有主体は資産家、高賃金労働者、高齢者に偏る傾向がある（図表8）。こうした層はテレワーカーのほか、年金生活者であることが多く、活動制限による所得減少の影響が小さかった。そのため、これらの層を

（図表7）世界の家計貯蓄率の上昇幅（前年差）



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成
(注) すべて直近値。

(図表8) 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。

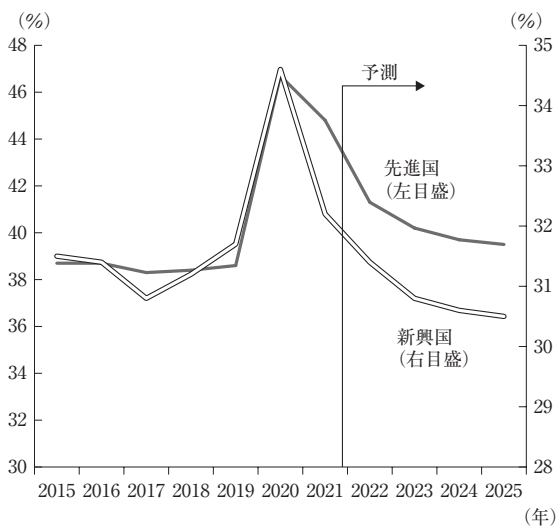
中心にして、貯蓄が大幅に増加している。もっとも、高所得層は消費性向が低いいため、積み上がった家計貯蓄がある程度消費に回るものの、消費押し上げ効果は限定的にとどまると予想される。

(3) 政策効果の剥落

これまでの景気回復局面において、大規模な財政支出や大幅な金融緩和が果たした役割は非常に大きいものがあつたものの、今度は、その政策効果が剥落していくとみられる。

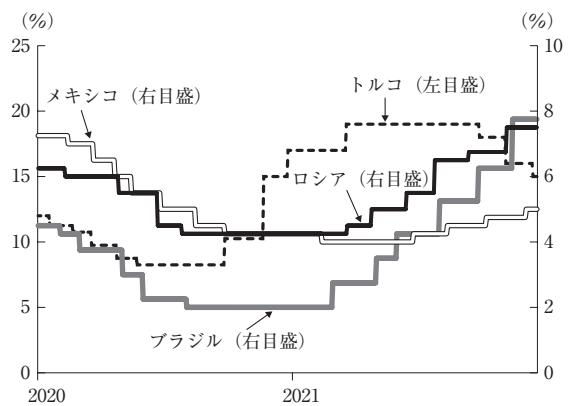
まず財政政策からみると、世界の財政支出のGDP比はすでに減少に転じており、今後もその傾向が続く公算が大きい(図表9)。この背景には、各国で実施された財政対策が徐々に期限を迎えるほか、財政再建路線に舵を切るところが増えているためである。コロナ禍での財政出動は緊急対応であり、い

(図表9) 財政支出 (GDP比、IMF予測)



(資料) IMFを基に日本総合研究所作成

(図表10) 新興国の政策金利



(資料) 各国中銀を基に日本総合研究所作成

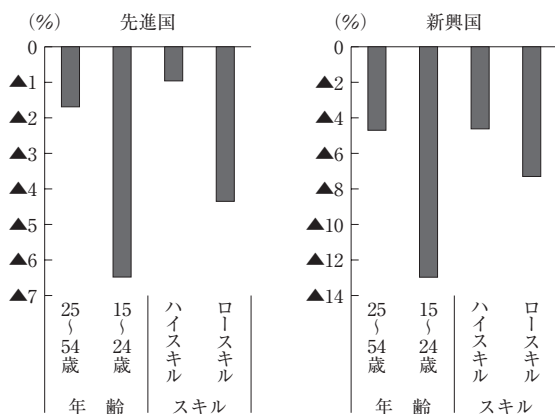
つまでも続けるべきものではなく、徐々に平常時モードに戻ることは当然ながら、短期的には景気を押し下げる方向に働く。

また金融政策についても、アメリカのFRBはテーパリングに着手しており、11月2～3日のFOMCでは、11月後半から月150億ドルのペースで資産購入を減額することを決定している。景気見通しの変化次第で減額ペースを変更する可能性があるとしたものの、現状では2022年6月までにテーパリングが完了する見通しである。アメリカが金融引き締めに向かうなか、世界的にも金融引き締めが進む公算が大きい。実際、新興国などでは利上げに転じる国が増加している（図表10）。

(4) 緩慢な雇用の回復ペース

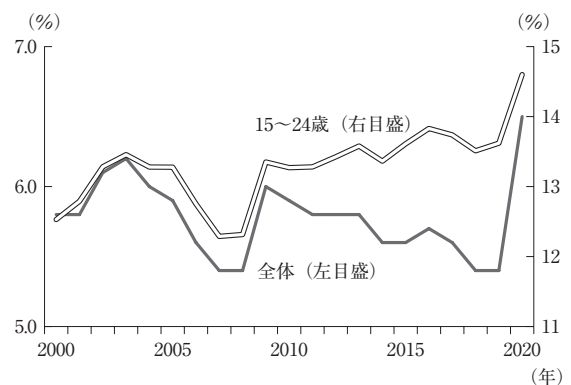
次に雇用回復ペースが緩慢となる可能性が高まっている。各国で景気が回復するなか、雇用も総じて回復傾向にある。しかしながら雇用の戻りは若年層や低スキル層などで遅れており、二極化する傾向がみられる（図表11）。若年層の失業率はリーマンショック以降の回復局面においてすら悪化傾向にあり（図表12）、今回の景気回復でも回復が進まないことが懸念される。また、雇用全体では中・高スキル労

(図表11) 世界の雇用者数（コロナ前比較）



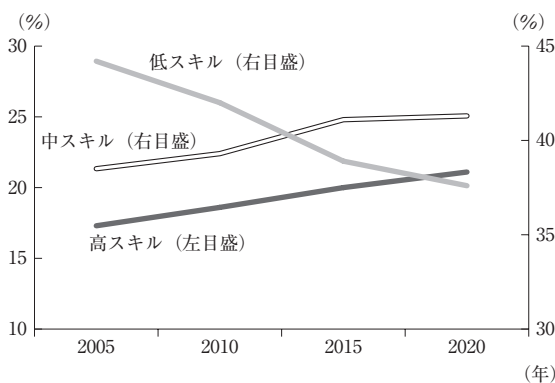
(資料) ILOを基に日本総合研究所作成
(注) 2019年10～12月期と2021年1～3月期との比較。

(図表12) 世界の失業率



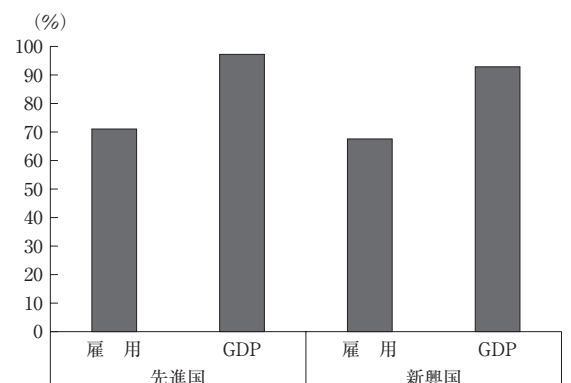
(資料) ILOを基に日本総合研究所作成

(図表13) 世界の雇用の割合



(資料) ILOを基に日本総合研究所作成

(図表14) 2022年末までにコロナ前水準を回復する国の割合

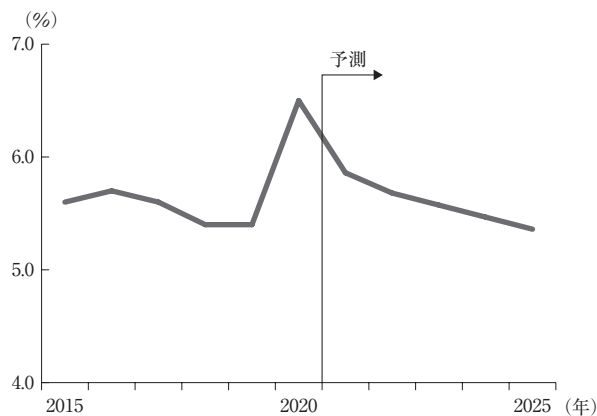


(資料) IMFを基に日本総合研究所作成

働の割合が増加傾向にあることから、現在失業している低スキルの労働者の雇用が厳しくなる要因となっている（図表13）。

IMFなどでは、2022年末にはほとんどの国でGDPがコロナ禍前の水準を回復するとしているが、雇用でコロナ禍前の水準を回復するのは全体の7割の国にとどまるとみている（図表14）。当社でも、景気回復ペースなどからみると、世界の失業率がコロナ禍前の水準まで低下するのは2020年代の半ばと予測している（図表15）。

（図表15）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

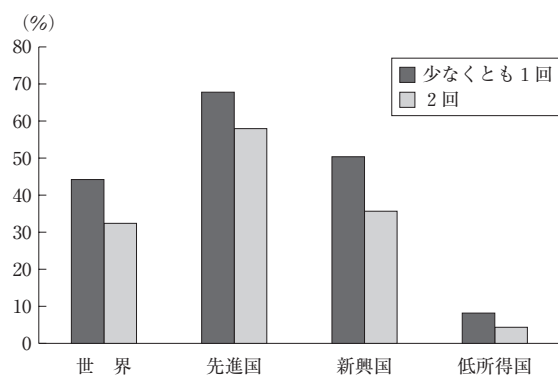
（5）ワクチン格差

さらに、ワクチン格差が景気格差に繋がると予想される。先進国では2回接種者が人口の60%前後まで達している国が多いほか（図表16）、治療薬の開発も進み、実際の医療現場で活用され始めている。一方で新興国では、とりわけ低所得国においてワクチン普及率が低く、2022年においてもコロナの感染拡大が懸念される。この結果、ワクチンや治療薬格差が景気格差に繋がる可能性が高く、新興国の景気回復が遅れるとみている。

一方で、国際機関などでは新興国の支援への対応が進んでおり、経済危機のような状況になるリスクは非常に小さいとみられる。IMF・世銀は、

87カ国を対象とした総額1,180億ドルの新規融資や、最も貧しい加盟国に対する債務救済を実施してきている。また、8月には過去最大となる6,500億ドルの特別引出権（SDR）新規設定を行い、すでに2,750億ドルを提供している。今回設定された支援枠の総額はリーマンショック時の倍以上の規模であるほか、一部の国ではGDPの6%に及ぶ支援が行われるなど実効性が高いものとなっている。

（図表16）ワクチン接種率



（資料）Our world in data を基に日本総合研究所作成
（注）2021年9月末。

こうしたSDR強化の動きのなか、IMF・世銀では、SDRを活用した新興国支援の取り組みである貧困削減・成長トラスト（PGRT）のさらなる強化に加え、経済状況が厳しいため気候変動やパンデミックへの対応ができない新興国に対する支援の枠組みである強靭性・持続可能性トラスト（RST）を新設することになった。こうした一連のSDRを活用した支援の強化は、新興国危機の回避に一定の効果を発揮すると期待される。

3. 世界経済見通し

(1) 概要

今後を展望すると、供給制約の緩和と、各国で積みあがった家計貯蓄を背景とした消費拡大が景気を押し上げる結果、堅調な回復傾向は持続するとみられる。その一方で、政策効果の剥落、緩慢な雇用回復ペース、ワクチン格差などが景気を下押しすると予想され、世界の実質GDPは2022年が+4.3%、2023年が長期平均並みの3.5%と、2021年の5.8%からは回復ペースが鈍化する見込みである（図表17、図表18）。

さらに、後述するようにリスクも多くあるなか、当面の世界経済は不透明感のなかでの回復となろう。各国については以下の状況を見込む。

(2) 地域別見通し

A. アメリカ

アメリカは、7～9月期に回復に一服感がみられたものの、10～12月期には再び回復傾向が続くとみられる。2021年通年では5%台の高成長となる見込みである。2022年成長率は、リバウンド局面が一巡することで、2021年より低下するものの、インフラ投資の拡大や雇用・所得環境の改善に支えられ、潜在成長率を上回る高めめの成長ペースが持続する見込みである。

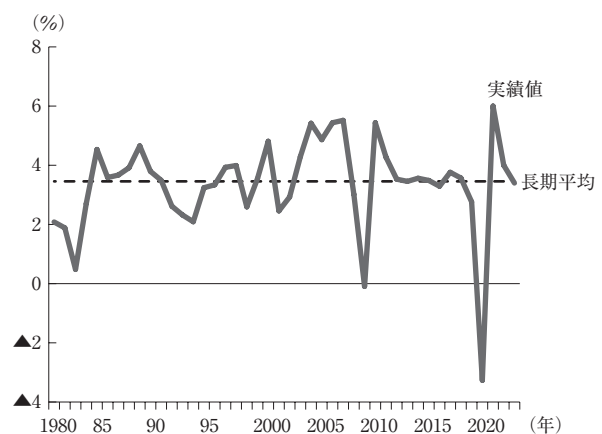
雇用に関しては、現時点では回復に遅れがみられるものの、労働需要が引き続き堅調であることから、感染抑制に伴い再び回復していくとみられる。また、インフレについても、賃金や家賃の上昇といった持続性のあるインフレ圧力

（図表17）世界GDP成長率の予測表

	2020年 (実績)	2021年 (予測)	2022年 (予測)	2023年 (予測)
世界計	▲3.1	5.8	4.3	3.5
先進国	▲4.9	5.0	4.0	2.2
アメリカ	▲3.4	5.5	4.0	2.3
ユーロ圏	▲6.4	5.1	3.8	2.2
イギリス	▲9.7	6.9	4.9	1.7
日本	▲4.6	1.6	3.6	1.2
新興国	▲2.0	6.3	4.4	4.5
BRICs	▲0.8	7.8	4.7	5.1
中国	2.3	8.0	5.4	5.3
インド	▲7.3	9.0	6.9	7.9
NIEs	▲0.8	5.0	2.6	2.5
韓国	▲0.9	3.9	2.4	2.4
台湾	3.1	5.8	2.8	2.5
香港	▲6.1	6.5	2.2	2.1
ASEAN5	▲3.6	2.9	5.2	5.4
インドネシア	▲2.1	3.5	5.2	5.5
タイ	▲6.1	1.0	2.1	3.3
マレーシア	▲5.6	3.1	6.1	5.5
フィリピン	▲9.6	4.8	6.0	6.2
ベトナム	2.9	1.2	8.3	7.0

（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18）世界GDP成長率の推移



（資料）IMFを基に日本総合研究所作成

が残存するなか、足許より騰勢は鈍化するものの、2022年後半にかけて前年比+2%を上回って推移する見通しである。

アメリカで注目されるのは金融政策の動向である。11月2～3日のFOMCでは、11月後半から月150億ドルのペースで資産購入を減額することを決定した。景気見通しの変化次第で減額ペースを変更する可能性があるとしたものの、現状では2022年6月までにテーパリングが完了する見通しである。

次の焦点は利上げの開始時期である。今般再任されたパウエルFRB議長は、利上げの条件の一つである最大雇用について、2022年後半には達成する可能性があると明言したほか、もう一つの条件であるインフレについても、不確実性が高いことを認めるなど、利上げを前倒しする可能性を示唆している。当社では、上記二つの条件が2022年後半にも達成されるとの判断から、利上げは2022年末までに実施されるとみている。

B. 欧州

欧州に目を転じると、高成長が続くユーロ圏では、10～12月期に供給制約が生産回復の重石となることで成長ペースは鈍化するものの、2021年中には実質GDPが新型コロナ流行前の水準を上回る見込みである。2022年入り後も、復興基金による下支えなどを背景に、潜在成長率よりも高い成長が続く見通しである。

一方、イギリスでは、活動制限の全面解除による経済活動の正常化を映じて景気回復が進むものの、ユーロ圏と同様に供給制約が下押し圧力となっている。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。もっとも、旺盛な需要を背景に2022年も潜在成長率を上回る成長となる見通しである。

C. アジア

中国では、7～9月期の実質GDP成長率が大きく落ち込むなど、回復傾向に一服感がみられたものの、足許ではPMIが良し悪しの目安となる「50」超へ回復するなど、経済活動に底入れの動きがみられる。活動制限の緩和で小売売上高が持ち直したほか、電力不足がやや緩和したことで工業生産の増勢鈍化に歯止めがかかった。さらに、半導体不足の緩和を受けて、自動車販売も底打ちしている。一方、政府の投資抑制策により、インフラ投資や不動産開発投資の減速は続いている。

今後を展望すると、経済活動は、投資拡大や電力不足の解消を受けて持ち直しに向かう見通しである。総資本形成は、インフラ投資の財源となる地方債の発行抑制の緩和、銀行融資抑制の緩和などを通じて拡大するとみられるものの、シャドーバンキング抑制は継続されるため、伸び率はマイルドなものにとどまるとみられる。また、電力不足は、停止中の炭鉱の稼働再開や石炭輸入の拡大といった政策支援を受けて解消する見込みである。

中国の2021年の実質成長率は+8.0%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+5.4%に落ち着く見込みである。ただし、こうした堅調な成長率が達成できるか否かは、政府のかじ取りの巧拙による部分が大きいのも事実である。政府が投資抑制策の舵取りを誤ったり、テック企業への締め付けなどの反資本主義的政策が過度に厳格

化した場合、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。

中国を除くアジアでは、7～9月期にかけて力強いIT需要に後押しされた台湾・韓国の景気に力強さがみられる。一方、東南アジア各国では景気悪化ないしは回復が遅れがみられる。この背景には、新型コロナウイルス感染再拡大を受け、工場の稼働停止など厳しい経済活動抑制措置が採られたことがある。とくにベトナムは、コロナ禍での優等生とされ安定成長を続けていたが、7～9月期は一転、前年同期比▲6.2%成長と大幅悪化した。

今後は展望すると、景気は回復傾向をたどるとみている。これまで景気下押し要因であった活動制限については、10月以降、総じて緩和方向にある。ワクチン接種完了率も上昇し、ベトナムも短期間で30%超となっている。そのため、これまでのような厳格な規制再導入の可能性は低い。

この結果、2022年のアジア経済の成長率は+5.4%と、これまでの外需の力強さや緩和的な財政金融政策が期待できないことから、2021年の+7.1%から伸び率を低めることになろう。しかし、厳格な活動制限の回避と中国経済の安定化が寄与し、コロナ禍前の2017～2019年平均の+5.8%と同程度の成長は期待できるとみている。中国をはじめ北東アジアやインドは高い成長となった2021年に比べ伸び率を鈍化させると見込むものの、ASEANでは2021年の低成長からの反発力が弱いながらも、多くの国で潜在成長率並み、ないしはそれを上回ることが予想される。

D. 日本

相次ぐ緊急事態宣言の発令により回復が遅れていた日本も、10～12月期は、ワクチン接種の進展と、それに伴う活動制限の緩和を背景に、個人消費の回復が明確化している。下振れが続いていた自動車生産の持ち直しも景気を押し上げると予想され、当面高めの成長率となることが予想される。なお、11月に政府が策定した追加経済対策は、国と地方の直接の財政支出が55.7兆円、財政と融資などを除く国費で43.7兆円と過去最大の規模となっており、2021年度補正予算と2022年度予算を組み合わせた15カ月予算として実行していく予定となっている。ワクチン接種などの事業が政府消費の押し上げ要因となるほか、GoToキャンペーンの再開や18歳以下の子どもへの10万円給付といった需要創出策は、マインドの改善などを通じ消費活動の正常化に向けた動きを後押しすると見込まれる。ただし、前回の全国民への10万円給付の際に、勤労者世帯では総額の8割が貯蓄に回ったとの試算もあり、今回も景気を大きく押し上げるような追加的な需要創出には繋がらない可能性が高い。過去最大規模の経済対策ではあるものの、GDP押し上げ効果は1%にとどまると予想される。

2022年度に入ると、消費活動がほぼ正常化することで、景気回復ペースは巡航速度に回帰し、四半期ベースの成長率は、大幅に鈍化する見通しである。

実質GDP成長率は2021年度が+2.9%、2022年度が+3.2%と、2年連続で高めのプラス成長となった後、2023年度は+1.1%と鈍化する見通しである（暦年は、2021年+1.6%、2022年+3.6%、2023年は+1.2%）。四半期ベースのGDPは、2022年7～9月期にはコロナ前のピーク水準（2019年7～9月期）を上回る見込みである。

4. 当面のリスク

以上のように、2021～2023年の世界経済は堅調な回復軌道をたどるとみている。しかしながら、オミクロン株などのコロナの感染再拡大リスクは依然として存在するほか、多くのリスクに直面している。具体的に足許で注目されるリスクは、①インフレ、②資産バブル、③過剰債務の三つである。これらについて、ポイントを先取りすると、①インフレ率は徐々に低下するとみられるものの、グリーンフレーション懸念が今後の注目点となる。②資産バブルについては株価・不動産価格ともに過去最高水準であり、引き続き警戒が必要である。③過剰債務は企業と政府部門で依然として厳しい状況であり、中期的に経済成長にマイナスのインパクトを与えるとみられる。

これらのリスクの詳細は以下の通りである。

(1) インフレ

最近、国際機関でリスク要因として関心を集めているのはインフレである。例えば、9月に公表されたOECDの世界経済見通しにおいても、インフレへの警戒感が強く示されたほか、10月のIMF・世銀の総会においても、インフレリスクについての議論が行われた。

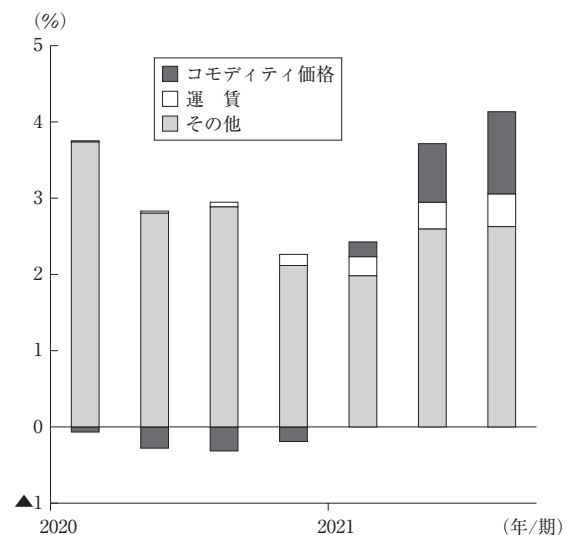
足許のインフレは運輸コストや一次製品の価格の上昇が顕著であることが特徴として挙げられる。例えば、2020年末と2021年10月末時点の比較では、国際海運運賃が4.8倍、金属が1.5倍、食品が1.4倍、原油が1.2倍となっている。世界全体のCPIは2021年に入り以降加速し、このほとんどが国際海運運賃や一次製品の物価上昇によるものである（図表19）。

先行きを展望すると、インフレ圧力は徐々に低下していくとみるのがメインシナリオである。

まず雇用面からのインフレ圧力が小さいことである。アメリカにおいて、働き盛り世代を中心に職場復帰が進むことにより、深刻な人手不足は緩和していき、賃金上昇率は失業率に見合ったペースに落ち着くと予想している。また、世界全体をみても、雇用回復ペースは緩慢であり、当面、労働需給がタイト化するリスクは小さく、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。さらに、部品不足などによる供給面からのインフレリスクも徐々に緩和に向かうとみられる。

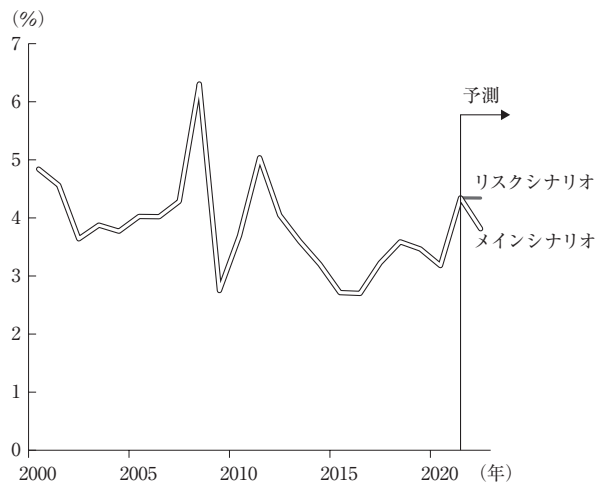
もっとも、こうした状況を一変させうるリスク要因がある。それは、足許での環境意識の高まりがインフレを加速させるグリーンフレーションリスクである。2021年後半には、再生可能エネルギーへのシフトが加速するなか、化石燃料への投資が縮小しており、それが長期的な供給を減らすとの懸念から原油価格の高騰に繋がった。今後については、コロナの感染再拡大への警戒感などからすでに原油価格はピークアウトしているほか、OPEC内でも消費国への配慮から小幅増産継続の姿勢であるため、原油価

(図表19) 世界のCPIの要因分解（前年比）



(資料) IMFを基に日本総合研究所作成

(図表20) 世界の物価動向の予測



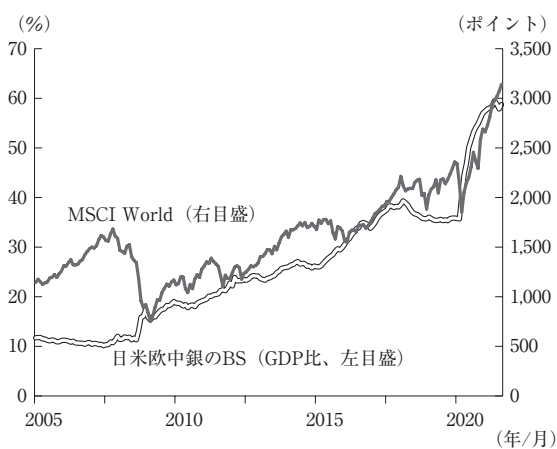
(資料) IMFを基に日本総合研究所作成
 (注) メインは原油価格WTIが1バレル60ドルへピークアウト。リスクシナリオはWTIが1バレル80ドルで高止まり。

格は2021年後半のピーク価格よりは低く推移するとみられ、インフレ率も現状よりやや低下する展開を見込んでいる。しかし、グリーンフレーション懸念は完全に払しょくされたわけではない。仮に原油価格が2022年でも再度1バレル80ドルまで上昇し、それが定着するとインフレ率は2021年並みの水準で高止まる(図表20)。その場合、世界的に金融引き締めが早期化する恐れもある。エネルギー面でのインフレ加速には引き続き注意が必要である。

(2) 資産バブル

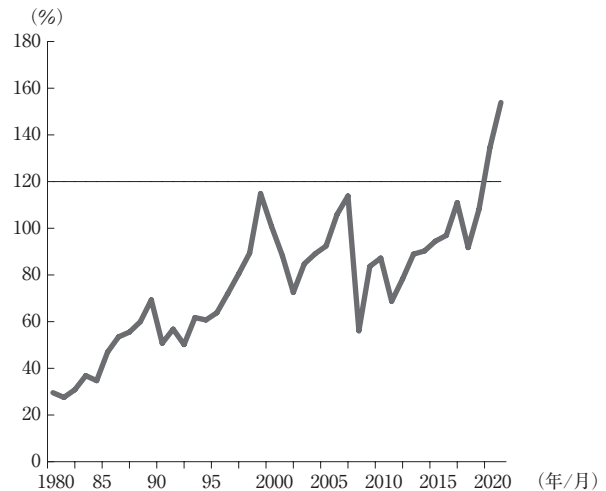
足許まで各国中銀は大幅な金融緩和策を実施しているが、これが株価などの資産価格高騰に影響している(図表21)。

(図表21) 日米欧中央銀行のバランスシートと世界の株価



(資料) 各国中銀、IMF、MSCIを基に日本総合研究所作成

(図表22) OECDの株式時価総額のGDP比



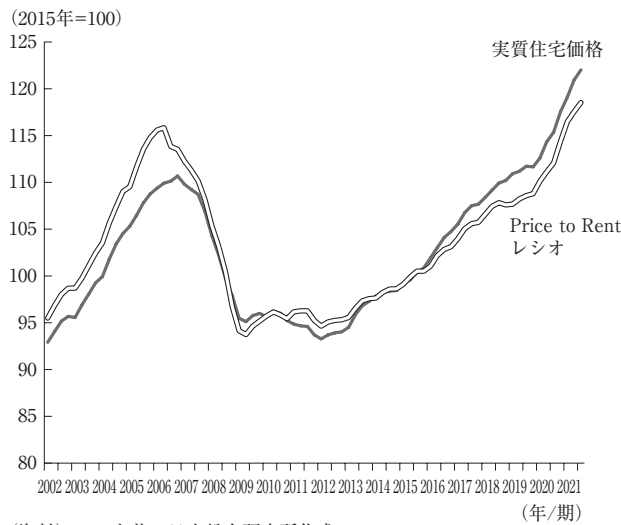
(資料) WFE (世界取引所協会)、IMFを基に日本総合研究所作成

まず、株価をみると、S&P500など主要株価指数は過去最高値を更新しており、この結果、OECDの時価総額のGDP比、いわゆるバフェット指数は過去最高水準で推移している（図表22）。同比率は90年代後半、120%が上限であるが、現在はそこから2割程度上振れしている。

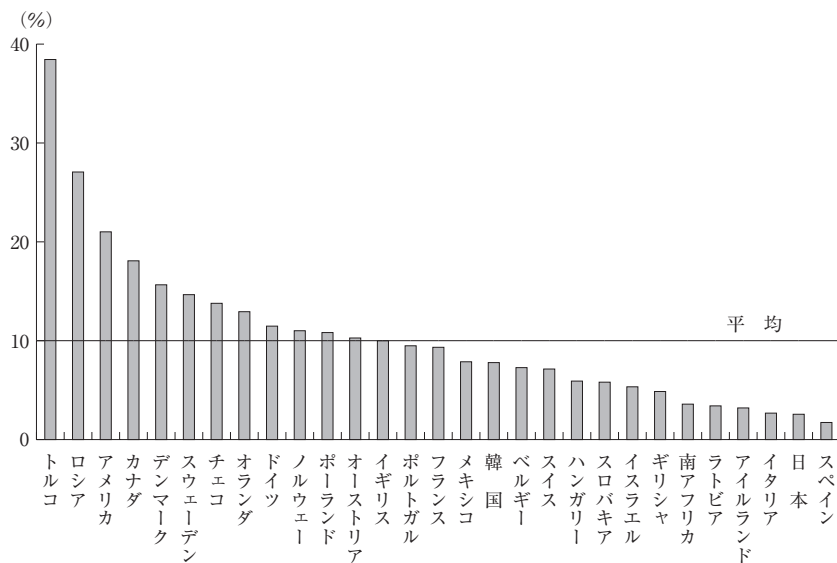
加えて、不動産市場でもバブル化の兆候がみられる。コロナ禍でも世界の住宅価格は上昇傾向にあり、OECD諸国の実質住宅価格と、賃料に対する不動産価格指標であるPrice to Rentレシオともにリーマンショック前を超えており、物価や賃料対比で住宅価格が非常に高い状況である（図表23）。

地域的にみても、前年比で二桁以上の伸びを示す国が多く、OECD諸国の平均でも同+10%近くにな

（図表23）世界の実質住宅価格



（図表24）各国の住宅価格（2021年）



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成
(注) 各国の値は直近値。

っている（図表24）。地域的にも拡がりが大きく、世界各国で不動産バブルリスクが高まっている状況である。

不動産価格について、とくにバブル崩壊懸念が大きいのが中国である。中国では、政府が対応を進めているほか、都市化率もまだ低く、毎年1,000万人規模で農村から都市部に人口流入があることを勧奨すると、リーマンショック時のような急激な悪化のリスクは小さいといえる。

一方で、バブル崩壊時の日本と似ている点も多い。具体的には、①すでに労働力人口が減少しており、人口減少社会も近いこと、②中間層の住宅購入に配慮する政策姿勢がとられていること、③総量規制や税制強化など、日本のバブルつぶしと似たような政策がとられていること、④企業部門債務のGDP比がすでに日本のピーク以上となっていることなども指摘できる（図表25）。こうしたことを踏まえると、不動産市場の低迷が長期化する「日本化」に注意が必要な状況といえる。

（図表25）日本の不動産バブルとの比較

	日本（バブル以降）	中国（現在）
バブル崩壊時期	株価のピークが89年12月、不動産が90年。不良債権問題の深刻化は95年の住専問題以降	不動産バブル崩壊初期？
成長率	バブル崩壊以降、成長率が低迷	10%近い成長から5%前後への安定成長への移行期
人口	1995年より生産年齢人口減少、2008年より人口減少	2011年より生産年齢人口減少、2020年代後半より人口減少する可能性（すでに減少しているとの説あり）
中間層への住宅支援	生活大国5か年計画で「年収の5倍以内」を目指す	共同富裕などで格差是正を目指す
マンション価格の年取倍率	東京で最大18.12倍	北京で16.9倍、上海で15.6倍と都市部では日本のバブル並み
規制導入や税制改革	90年3月に総量規制、バブル崩壊後の92年地価税導入	不動産業者に対する規制（3つのレッドライン）、金融機関に対する総量規制、不動産関連税制を導入
民間部門の債務残高のGDP比	ピーク時（1995年）が218%、不良債権処理終結時（2005年）が160%前後	220%（仮に現在の残高維持とし、経済成長率が5%とすれば、6年で日本の不良債権処理時の160%まで低下）
不良債権の処理方法	先送りの対応（竹中プランは2002年10月：不動産バブル崩壊から12年、住専処理から7年）	秩序ある不動産融資の継続
累計不良債権処理額	約100兆円（GDPの20%）	未定（仮に日本と同様にGDPの20%とすれば日本円で約300兆円規模）

（資料）各国統計および各種報道から日本総合研究所作成

さらに、当時の日本よりも影響が深刻化する材料もある。それは海外からの投資資金の存在である。日本のバブルは基本的に日本国内の話であった。しかしながら、現在の中国では、ブルームバーグによると、中国不動産開発企業を発行体とするドル建て債の残高は2,070億ドル（10月時点）にのぼり、これは中国商業銀行全体の不動産企業向け融資残高の1割強にあたる。中国の不動産バブルがはじけた場合は、世界に飛び火しやすくなっていることには留意が必要であろう。

（3）過剰債務問題

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。その結果、国債発行残高のGDP比は1880年以降で最悪の水準まで上昇している（図表26）。国際機関においても、過剰債務問題への関心が高く、とくに外貨建て債務に依存せざるを得ない新興国の累積債務に対して警戒感が高まっている。

コロナが収束するまでは、財政支出拡大はやむをえない面はあるが、長期にわたって現在の拡張的な財政政策を続けることも不可能である。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ためにも、徐々に財政再建に向けて歩みを移していく必要があり、実際、多くの国では増税などの行動に移しつつある。

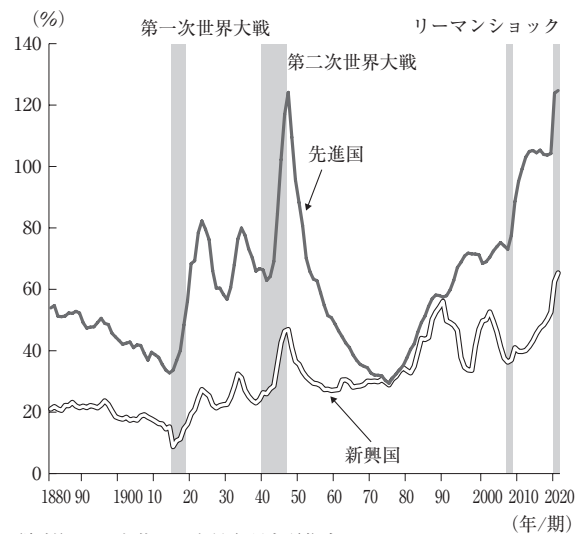
また、財政状況が厳しい国では、公共投資を抑制気味に運営するため、景気にも悪影響を及ぼすことが考えられる。過去の傾向をみると、公的債務のGDP比が高い国ほど、公共投資のGDP比が低下する傾向がある（図表27）。政府債務の累積が経済成長に悪影響を与えるパブリック・デット・オーバーハング問題が発生する恐れがあることには注意が必要である。

こうした政府累積債務問題については、国際機関などでも解消に向けた議論が進みつつある。例えば10月のIMF・世銀総会では、債務のルール化と厳しい制度を設けるべきとの意見がみられた。IMFでは、①債務ルールを遵守する国は概して、対GDP比で15%急増した債務を、新たなショックの発生がなければ約10年で解消でき、それはルールがない国よりも断然に早い、②数値ルールは債務残高だけに依拠する必要はなく、利払い額や政府の純資産などその他の指標によって、債務残高といった従来から活用される指標を補完してもよい、といった提言を行っている。今後、財政再建に向けて国際的な標準などが作られる可能性もある。

一方で、政府部門の次に注意すべきなのは、非金融企業部門である。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28）。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。

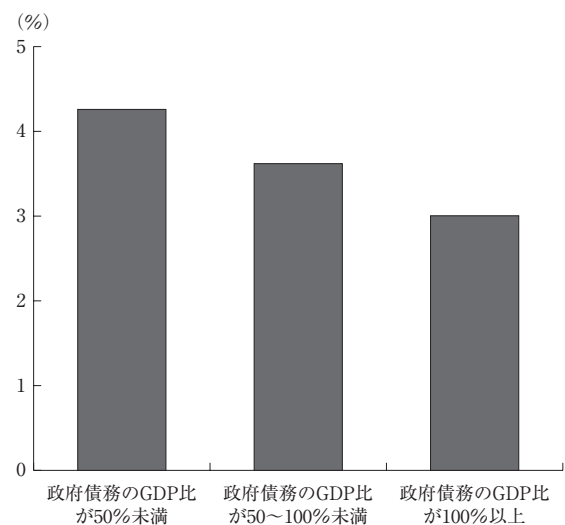
さらに、非金融企業では、IMFが「金融脆弱性が高い」と判断する国の割合が世界金融危機並みの水準となっている（図表29）。こうした面からも警戒が必要な部門であると考えられる。

（図表26） 公的債務の名目GDP比



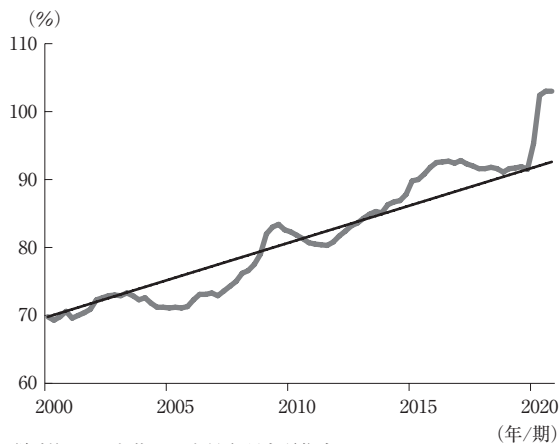
（資料） IMFを基に日本総合研究所作成

（図表27） 債務状況別の公共投資のGDP比



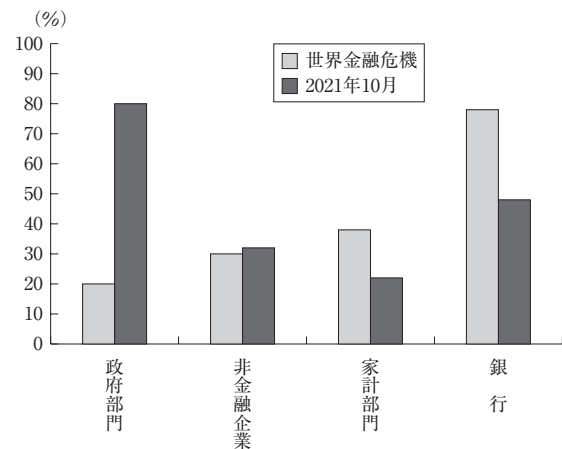
（資料） OECD「Economic outlook September 2021」を基に日本総合研究所作成

(図表28) 非金融企業債務の名目GDP比



(資料) IMFを基に日本総合研究所作成

(図表29) 金融の脆弱性が高い国の割合

(資料) IMFを基に日本総合研究所作成
(注) GDPでウェイト付け。

5. 中長期的なトピックス

次に注目される動きは、世界的に成長戦略として①カーボンニュートラル、②デジタル化への対応が加速していることである。これらについてのポイントは以下の通りである。

(1) カーボンニュートラル

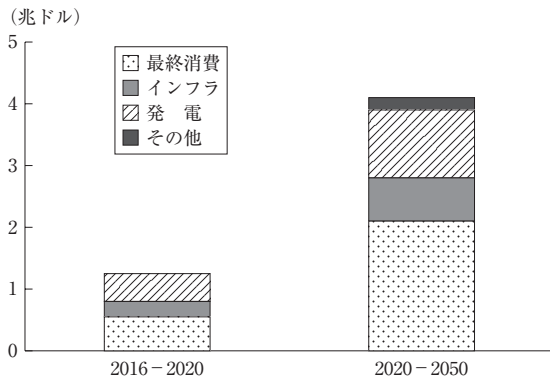
アメリカでは「米国雇用計画」の下、クリーンエネルギー関連に500億ドル、発電インフラに1,000億ドルの投資を行う方針である。また、中国では2060年までにカーボンニュートラルを目指す方針であり、EV等の脱炭素関係に政府資金を投じる計画を打ち出している。EUでは自然環境関連に3,500億ユーロを投資する予定であるほか、これとは別にドイツでは500億ユーロ、フランスでは300億ユーロをグリーン関係に投じる予定である。こうしたなか、国際的な議論の場でも、G7コーンウォールサミットでは効率的なインフラ整備として、気候変動等を重点分野に数千億ドルを投資することで合意したほか、IMF・世銀はグリーンイン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

また、11月13日に閉幕したCOP26では、①パリ協定で合意した長期目標の再確認、②排出量取引制度や削減報告・審査等の実施指針となる「パリ・ルールブック」の適用、③排出削減対策のない石炭火力発電所や非効率な化石燃料補助金の段階的削減に向けた努力の加速等を軸とする「グラスゴー気候協定」が採択された。一方、現時点の各国削減目標を踏まえれば気温上昇を+1.8℃程度に抑制することは可能との見方もあるものの、+1.5℃目標の達成は困難な状況にあることから、「2022年末迄に削減目標の更なる引き上げを検討すべき」とする意見も根強く、引き続き国際的な場でカーボンニュートラルに向けた議論が進むとみられる。

こうしたなか、IEAなどの国際機関は、カーボンニュートラルを進めるために、インフラから消費財まで含めた様々な分野で現在の3倍の規模となる毎年4兆ドルの投資が必要と提案している（図表30）。仮に実施されれば、年率0.1%程度世界の景気を押し上げると当社では試算している。

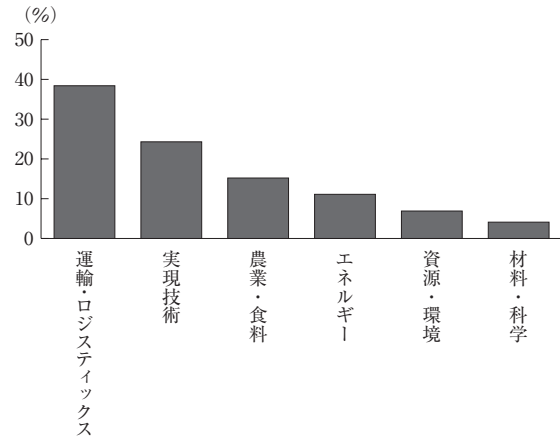
金額も注目されるが、投資分野も再生可能エネルギーなどに限らず、幅広い分野でイノベーション創

(図表30) カーボンニュートラルに必要な投資



(資料) IEAを基に日本総合研究所作成

(図表31) 環境関連でスタートアップ投資が行われている分野 (アメリカ、金額ベース)



(資料) Silicon Valley Bankを基に日本総合研究所作成

出のために活用される実現技術、農業、運輸など、多様化する傾向にある(図表31)。多様な分野を巻き込むことで世界的にグリーン関係を成長戦略の中心に据える動きは持続するとみられる。

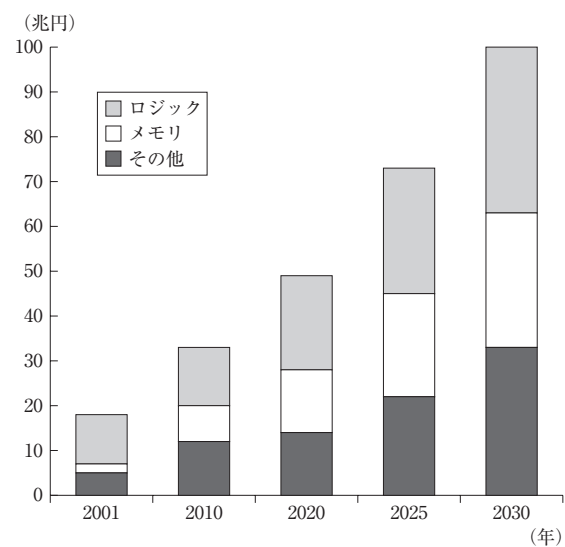
(2) デジタル化

デジタル化については、アメリカで「米国雇用計画」の下、ハイテク関係の研究開発などに巨額の政府支出(1,800億ドル)を検討しているほか、中国では、①R&D投資の伸び率を年平均7%以上、②AI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1,300億ユーロを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。

デジタル分野において足許で関心が高いのが自動車減産などを引き起こした半導体関連である。今後は展望しても、市場全体が順調に成長すると見込まれているが、とりわけ、制御や演算を行うロジック半導体への期待が高まっている。デジタル社会の高度化に資する高付加価値なロジック半導体への投資が今後も拡大するとみられる(図表32)。

さらに、デジタルは成長戦略としてだけでなく、

(図表32) 世界の半導体市場(予想)



(資料) 経済産業省を基に日本総合研究所作成

経済安全保障の観点からも注目されており（図表33）、各国において国産化や輸出規制の強化が進んでいる。こうした傾向を踏まえると、今後は保護主義化や経済社会体制が共通する国でのブロック経済化が進むことが懸念される。今後デジタル化は成長戦略という攻めの部分だけでなく、経済安全保障という守りの面でも中心的な存在となろう。

（図表33）経済安全保障を巡る動き

	補助金など	保護主義・ブロック化
アメリカ	<ul style="list-style-type: none"> ハイテク関係の研究開発（1,800億ドル）、半導体の製造支援（520億ドル）などを予算措置 	<ul style="list-style-type: none"> 信頼できる国とのサプライチェーン構築のための基金設立 中国軍事当局との関係が深い会社への監視強化
ヨーロッパ	<ul style="list-style-type: none"> ドイツでは自国が強みを持つ業種・企業に対し、フランスでは製造業デジタル化やAIに対して政府支援を強化 EUではデジタル化に向けて1,300億ユーロ投資予定。 	<ul style="list-style-type: none"> イギリスはデジタル化について、G7に印豪韓を加えた民主主義国10カ国によるD10で規格を統一すべきと主張
中国	<ul style="list-style-type: none"> 半導体関連技術へ5兆円を超える大規模投資 千人計画として海外高度人材をリクルート 	<ul style="list-style-type: none"> 輸出禁止リストにAIやソフトウェアを追加
日本	<ul style="list-style-type: none"> AI・半導体などを支援する5,000億円の基金を設置予定 	<ul style="list-style-type: none"> 日米豪印（クアッド）でAI、5G、半導体の協力関係構築 省庁横断で外資を監視

（資料）各国政府公表資料を基に日本総合研究所作成

6. おわりに

これまではパンデミック対応から財政・金融政策で大盤振る舞いが行われてきたが、これによって景気後退は当初の懸念よりは早期に脱却することができた。しかしながら、こうした荒療治には副作用が伴う。本稿でリスクとして指摘した、インフレ、資産バブル、過剰債務問題はすべてコロナ時の緊急対応の代償であり、今後はこの副作用をいかに治療し、ソフトランディングさせるかが重要となろう。

一方で、リスクだけでなく、グリーンやデジタルなどの新たな成長分野もあり、チャンスがあるのも事実である。今後の世界経済をみるうえでは、リスクに注視する一方で、新たなチャンスも捉えていく必要がある。

（2021. 12. 8）