

Contents *****

特集：コロナ下の世界経済、3年目の風景	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
“Omicronic pains” 「中国経済：オミクロン株の痛み」	7p
<From the Editor> オミクロン株に思うこと	8p

特集：コロナ下の世界経済、3年目の風景

気がつけば、「コロナ下の世界経済」も3年目に突入しました。既に十分過ぎるほどの犠牲を払ってきましたから、そろそろ「入口よりは出口の方が近い」ような気がします。ところが今週の日本は、オミクロン株の感染が急拡大してまだまだ先が思いやられます。

今週はIMFが世界経済見通し(WEO)の最新版を公表し、米FOMCの1月会合が重なりました。「コロナ下の世界経済」を考えるのに、ちょうどいい材料を提供してくれています。

IMFが見通しを下方修正する一方で、FRBはタカ派に姿勢を転換と、互いに矛盾する動きではありますが、この辺が転換点になりそうです。今週は株価も大きく下げて、市場はいかにも不穏な情勢ですが、しっかり考えをまとめておきたいところです。

●WEO 1月版は見通しを下方修正

IMFの1月WEOは、1月19日の予定から少し遅れて、1月25日の公表となった。それというのも新たな変異種、オミクロン株の世界的な感染拡大があまりに急激だったからで、前回の昨年10月版から下方修正となるのは想定通りの結果と言える。

今回の表題は、**”Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation” (増える感染者数、妨げられる回復と高インフレ)**とそのものズバリである。2022年の世界全体の経済成長率は4.4%と、前回から0.5p低下となった。例によって主要部分を次ページに掲載しておいたが、**とにかく目を引くのは米中2大経済大国の下方修正である。**

米国は前回から1.2p減の4.0%成長、中国は0.8p減の4.8%成長となっている。米国では、BBB (Build Back Better) 法案の経済効果を削除し(つまり成立しないものと判断し)、金融引き締めと供給不足問題の効果を折り込んでいる。中国では、ゼロコロナ政策による経済活動の停滞と不動産セクターの縮小を勘案している。また、サプライチェーンの混乱と高いエネルギー価格は、前回10月の予想よりも長引くこととなっている。

○WEO 22 年 1 月版の主要部分 * () 内の数値は前回 10 月版との違い

GDP 成長率	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
全世界	-3.1%	5.9%	4.4% (-0.5)	3.8% (+0.2)
先進国	-4.5%	5.0%	3.9% (-0.6)	2.6% (+0.4)
米国	-3.4%	5.6%	4.0% (-1.2)	2.6% (+0.4)
ユーロ圏	-6.4%	5.2%	3.9% (-0.4)	2.5% (+0.5)
日本	-4.5%	1.6%	3.3% (+0.1)	1.8% (+0.4)
新興国	-2.0%	6.5%	4.8% (-0.3)	4.7% (+0.1)
中国	2.3%	8.1%	4.8% (-0.8)	5.2% (-0.1)
インド	-7.3%	9.0%	9.0% (+0.5)	7.1% (+0.5)
ASEAN5	-3.4%	3.1%	5.6% (-0.2)	6.0% (0.0)
ロシア	-2.7%	4.5%	2.8% (-0.1)	2.1% (+0.1)
ブラジル	-3.9%	4.7%	0.3% (-1.2)	1.6% (+0.5)
世界貿易量	-8.2%	9.3%	6.0% (-0.7)	4.9% (+0.4)
原油	-32.7%	67.3%	11.9% (+13.7)	-7.8% (-2.8)
燃料以外の商品	6.7%	26.7%	3.1% (+4.0)	-1.9% (-0.4)
物価 (先進国)	0.7%	3.1%	3.9% (+1.6)	2.1% (+0.2)
物価 (新興国)	5.1%	5.7%	5.9% (+1.0)	4.7% (+0.4)

*ASEAN5=インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

以下、上記から気がついた点を列挙しておこう。

- * コロナ禍 3 年目の 2022 年ともなると、ほとんどの国・地域が 20 年の落ち込み分を取り戻すことになる。その中でも、ユーロ圏と日本はやや出遅れが目立つ。
- * 下方修正されたとはいえ、米国経済の成長率は 4.0%→2.6%と高目である。逆にマイナス成長なしで来ている中国経済は、4.8%→5.2%と微妙な数字が並ぶ。この辺の事情については、今週の The Economist 誌の記事が上手に説明している (→本号 P7 参照)。
- * 日本経済は 3.3%成長 (22 暦年) となる。これは「令和 4 年度予算政府原案」における 3.2%成長見込み (22 年度) とほぼ同じである。日本経済の成長率が 3%台に達するのは、2010 年度の 3.3%以来のことである¹。
- * 先進国と新興国の成長率格差が、めずらしいくらいに縮小している。やはり新興国ではワクチン接種などのコロナ対策で後れを取っていること、また中南米などは資源高に弱いことがあるからだろう。そんな中でインド経済の高成長 (9.0%→7.1%) が目を引く。
- * 世界貿易量はやや減速するとはいえ、6.0%→4.9%と高水準を維持する。原油価格は「もうひと伸び」を見込む。
- * 物価については、先進国は 22 年中もインフレ傾向が続くが、23 年にはやや落ち着きを取り戻す。新興国はもともと物価が高く、あまり影響を受けないように見える。

¹ リーマンショック後に、マイナス成長が 2 年続いた (08 年▲3.6%、09 年▲2.4%) 後の数字なのであまり威張れない。さらにその前はと言うと、95 年の +3.2%まで遡ることになる。

●コロナとのつきあいは3年目に突入

続いては、コロナ後の WEO における表題が、どんな風に変遷してきたかを振り返ってみよう。以下の通り、悲観的な文言が目立つが、そんな中でも **20年10月から21年7月までの4回分は成長見通しが小刻みに上方修正している**。今回は久々の下方修正となり、表題もいかにも「泣き」が入ったトーンとなっている。

コロナウイルスとのつきあいは既に3年目に突入しているのだが、世界経済は感染状況の悪化と改善を受けて、単純に悲観と楽観を繰り返していることになる。

○WEO 表題の変遷

<2020年>

1月 Tentative Stabilization Sluggish Recovery?	+3.3%(20)→2.4%(21)	
4月 The Great Lockdown	▲3.0%(20)→5.8%(21)	↓
6月 A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery	▲4.9%(20)→5.4%(21)	↓
10月 A Long and Difficult Ascent	▲4.4%(20)→5.2%(21)	↑

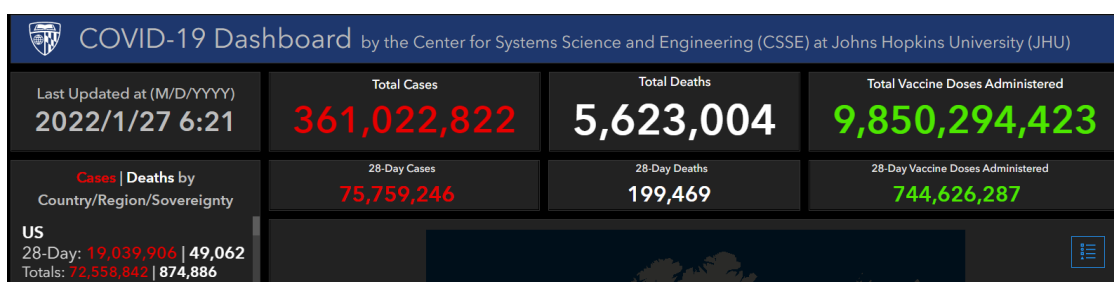
<2021年>

1月 Policy Support and Vaccines Expected to Lift Activity	▲3.5%(20)→5.5%(21)→4.2%(22)	↑
4月 Managing Divergent Recovery	▲3.3%(20)→6.0%(21)→4.4%(22)	↑
7月 Fault Lines Widen in the Global Economy	▲3.2%(20)→6.0%(21)→4.9%(22)	↑
10月 Recovery During a Pandemic	▲3.1%(20)→5.9%(21)→4.9%(22)→	

<2022年>

1月 Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation	▲3.1%(20)→5.9%(21)→4.4%(22)	↓
---	-----------------------------	---

あらためて、今週時点の世界の感染状況をチェックしておこう。データ元はお馴染み、ジョンズホプキンス大学である (<https://coronavirus.jhu.edu/map.html>)。



累積の感染者数が3.6億人、死者数が562万人という数字にはあらためて溜息が出る。これに比べれば、日本における感染状況は信じられないほど軽微だと言えよう。

他方、**ワクチン接種回数が通算100億回に迫っている**ということにも驚く。仮に均等に接種を行っていったら、全世界の77億人全員に最低1回はワクチンが行き渡っていることになる。もちろんそんなことは机上の空論であって、先進国でブースター接種が始まっている一方、途上国ではほとんどワクチンが行き渡っていないところが少なくない。

このような「格差」を放置しておく、ワクチンの浸透していない地域では何度でも新たな変異種が誕生する恐れがある。それが国境を越えて、繰り返し蔓延するようでは、「アフターコロナ」が到来するのは何年も先のことになってしまう。

逆に世界最大のコロナ被害国、米国ではなんと累積感染者数が 7000 万人を超えている。総人口が 3.3 億人なのだから、ここまできると「集団免疫」もそれほど遠くはなさそうである。思えば人類は、このやり方で過去のパンデミックを乗り越えてきたのであった。

とはいえ、ここに至る過程で 87 万人もの死者を出していて、これは米国史における最大の悲劇である南北戦争の死者数 80 万人を越えている²。いろんな意味で米国の歴史は、「コロナ前」と「コロナ後」でくっきりと色分けされることになるのではないだろうか。

●米国経済は一気に「インフレ対決」モードに

さて、その米国では今週、FRB が大きな政策転換を示した。去年の夏までは「物価よりも雇用を重視」し、「物価上昇は一時的なもの」と言い続けてきた「ハト派」のパウエル議長は、今や立派なインフレファイターと言える。今週 27 日朝に伝えられた 1 月 FOMC の内容に対し、市場の反応はこんな感じであろう。

1. 「3 月の利上げ確定」は覚悟していたし、
2. 「テーパリングは 3 月初めに終了」というのもわかってはいたけれども、
3. 「利上げは 3 回では済まなくて、年内に 4~7 回」という心の準備はなかった。利上げは「FOMC 2 回につき 1 回ずつ」というのがこれまでのパターンであったけれども、記者会見でパウエル議長「毎回利上げ」の可能性を否定しなかった。FOMC は年内に 8 回あるから、いちばん多い場合には 7 回の可能性もあり得る。
4. 「QT (=Quantitative Tightening) の開始が早い」のもサプライズで、どうやらバランスシートの縮小は「6 月に決定、7 月に開始」くらいのスケジュール感である。

前回の金融引き締め局面は、「2014 年夏にテーパリング終了、2015 年末に利上げ開始、2017 年 10 月から QT 開始」という非常にゆったりとしたスケジュールだった。それに比べると、今回は引き締めがあまりに早い。

これまでの米国経済では、「低金利を続けても、財政出動を繰り返しても、どうせ物価は上がらない」ことを前提としてきた。逆にデフレの方が心配なくらいで、とにかく景気を良くして雇用を守ることが優先されてきた。ところが今では、昨年 12 月の失業率は 3.9% で CPI は 7.0% である。どっちが問題かは一目瞭然といえよう。

もともと米国経済の方向転換は、他国にも多大な影響を与えずにはおかない。木曜日の日経平均は 841 円安となって、久々に 2 万 7000 円台を割り込んだが、こんなのは序の口であろう。米国における長期金利の上昇は新興国からの資金流出を招きかねず、今後は通貨の防衛を余儀なくされるところも出てくるのではないか。

² 南北戦争 (1861-65 年) 当時の米国人口は 3000 万人程度で、当時の日本 (幕末) と同程度であった。現在の人口はその 10 倍以上になっているので、比率としては比較にならない被害であった。

●米国経済の「大実験」は世界に波及する

ここまでインフレが加速したということは、ちょうど1年前くらいに言われていた「高圧経済」が実現したということではないのだろうか。本誌は昨年4月2日号で「『高圧経済』の米国でインフレは起きないか?」と題して、以下のようなことを指摘している。

- * 3月11日に成立した“American Rescue Plan”は1.9兆ドル（GDP9%）もあり、相当な景気刺激効果が見込まれる。
- * しかしFRBの経済見通しは、インフレは2%前後で安定するとしている。
- * バイデン政権はさらに強力な財政出動を目指しているが、財政赤字やインフレを警戒している様子はない。イエレン財務長官の長年の持論である「高圧経済」（High Pressure Economy）への誘導を意図的に目指しているのではないか。
- * L・サマーズ教授のようにインフレを警戒しているエコノミストは少数派で、物価が上がった場合には、そのときに手を打てばよい、という論者が大勢を占める。

米国経済の失業率は、2020年4月の14.8%から既に3%台にまで改善している。これだけ短期間に雇用が回復したのは、金融と財政両面からの強力な刺激により、コロナ下でも景気が過熱したからであろう。もっともそれと同時に、物価上昇が驚くほどの速さで進行してしまい、今となつては金融政策で急ブレーキを踏まなければならなくなっている。

その一方で、「高圧経済」論の本家本元たるイエレン財務長官は、1月21日のWEF（世界経済フォーラム）の講演において、「バイデン政権の取り組みは現代のサプライサイド経済学」だと述べたそうである³。

いわく、減税や規制緩和を通じて成長促進を図る伝統的なサプライサイド経済学とは違い、現政権は社会保障制度改革や気候変動対策などを通して成長を促すことを目指している。その方がはるかに有望だというのである。おそらく、「インフレの原因はバイデン政権の財政刺激策だ」という共和党側の攻撃に対して、あらかじめ予防線を張っているのであろう。BBB法案の成立が危ぶまれる状況であるとはいえ、いささかご都合主義が過ぎるのではないだろうか。

真面目な話、これで米国経済がおかしくなるかといえば、おそらくそんなことはないであろう。むしろ、ドル建ての債務を多く抱えている新興国経済の方がきりきり舞いさせられることになるのではないか。かつてのレーガノミクスがそうであったように、米国経済の大実験は他国に影響を及ぼさずには済まない。世界経済はコロナ下で3年目を迎えているが、これから先がいよいよ波乱含みとなりそうに思えるところである。

³ Wall Street Journal 日本版 1月22日「バイデン氏の政策は『現代のサプライサイド経済学』＝イエレン氏」 <https://jp.wsj.com/articles/janet-yellen-views-biden-policies-as-modernized-supply-side-economics-11642803480>

<今週の”The Economist”誌から>

”Omicronic pains”

Finance and economics

「中国経済：オミクロン株の痛み」

Jan. 22nd 2022

***中国経済はよくわからない。果たして強いのか弱いのか、政府は抑制したいのか加速したいのか。The Economist 誌によれば、「カーリング」が参考になるそうです。**

<抄訳>

間もなく北京五輪が始まる。中国の政策当事者はカーリングからヒントが得られるかもしれない。彼らが目指す「石」はまことに難しい。今年5%以上の経済成長を目指しているものの、オミクロン株の脅威が迫っており上海や天津、さらに北京でも発見されている。

なおかつ、インフレや投機を招いてもいけない。2021年の中国経済は、8.1%という2011年以来の高成長を達成した。名目成長率は12.6%もあり、人民元が強含んでいることもあって、ドル建てGDPは17.7兆ドルと前年比2割増となった。勢いがつき過ぎている。

2020年前半の中国経済はコロナの影響を受けたために、前年比では強く見える。しかし21年後半には減速している。今や経済はオミクロン株とも戦わねばならない。他国と違って中国に「ウィズコロナ」の発想はない。弱い変異種でも水際で止めようとする。トヨタは天津の合弁工場の停止を余儀なくされ、フォルクスワーゲンも同様な目になっている。

しかもデルタ株はまだ消えていない。内陸部の西安ではデルタ変異種の拡散封じ込めに失敗し、広範なロックダウンが行われている。市内でDRAMを製造するマイクロン社は、同社の生産に「ある程度」影響すると述べている。サムスンもまた、NANDチップの世界15%のシェアを持つフラッシュメモリー工場を「調整する」必要があると言っている。

海外の顧客は、西安式の都市封鎖が機械輸出の心臓部で行われた際の影響を懸念している。もっとも、輸出の集積地はもっと進んだ地域だとの楽観的意見もある。彼らはより効果的な追跡手法を有しており、例えば上海でオミクロン株が見つかった際には、街全体のリスクレベルを上げることなく、3人の店員が感染したタピオカ茶店のゾーンを制限した。「ゼロコロナ政策のために、1000の都市が1000通りの手法を持っている」と専門家は言う。

むしろ中国国内の方が差し迫っている。旅行や集会が制限され、12月の小売消費は前年比で名目1.7%増、インフレ調整後はマイナスとなる。Goldman Sachs社は、今年の消費は1%減ると見ており、年間のGDP予測を4.8%から4.3%に下方修正した。

石炭不足や環境規制、消費者向けテック規制や不動産開発向け借り入れ制限、それによる住宅購入者の不安なども影を落としている。カーリングでは氷上をこすって石の滑りをよくするが、中国ではそれとは正反対に、政治がどんどん経済活動に障害物を増やしている。

なぜ政府はかくも規制するのか。パンデミックからの急速な経済の戻りを見て、中国の政策当事者たちはこれぞ汚染や不動産投機など、成長の歪みを正す好機と判断したようだ。経済の再生は所与の前提と見ているらしい。特に輸出は好調で、世界の人々が対面のサービスへの消費を減らす一方、マスクやエアロバイクやゲーム機を買いまくったからである。

ただし外需は2022年以降は減じよう。海外でロックダウン需要が繰り返され、ゲーム機に更新需要があるとは考えにくい。輸出が現状から更に増加することも望み薄である。

政策当事者たちは、ここへきてようやく安定成長の必要性に気づいたようだ。1月17日には中央銀行が1年物金利を2.95%から2.85%に引き下げた。やや遅れて銀行ローンの参照レートも低下した。先月は、銀行に課せられている預金準備率が引き下げられている。

政府は財政政策も緩和している。年末ボーナスへの優遇措置など、所得税控除が延長された。地方政府の「特殊債」発行も奨励されている。21年からの五か年計画に属する102のインフラ「メガプロジェクト」建設も急いでいる。中国の国電網は今年、13の超高压送電線を建設する。インフラ投資の増加により、年前半のGDPは1%上乗せされるという。

Morgan Stanley社によれば、不動産市場が軟着陸できれば、政府の成長見通しは達成されるとのこと。12月の住宅販売は前年比18%減となった。憂慮する住宅購入者に対し、政府は開発者が破綻してもアパートは建設される、と躍起になって保証している。住宅ローン金利は低下した。補助金と減税で住宅購入支援を試みた都市は星の数ほどだ。今年第1四半期の販売は過去3四半期に比べて改善するだろう、とゲベカル社のコンサルタントは言う。

それでも中国の統治者たちは、不動産バブルを警戒している。地方政府がやるのはいいが、やり過ぎてもいけない。黒竜江省北部による不動産市場「全力テコ入れ」の約束は、すぐにネットから削除された。カーリングのように、絶妙な力の入れ方が必要なのだ。

<From the Editor> オミクロン株に思うこと

いよいよ第6波が本格化。オミクロン株が急激に広がって、今週は3日連続で感染者数が過去最高を更新しています。

おそらく厳しい水際政策を採ってきたお陰で、ここまでの時間が稼げたのでしょう。放っておけば、昨年末ぐらいからこういう事態になっていたかもしれません。

3~4週間くらいの時間を稼げたお陰で、この国全体が年末年始をゆったりと過ごすことができました。有馬記念も箱根駅伝も、大いに楽しませていただきました。デパートなどで「2年ぶりの新春セール」をエンジョイした方も多かったことと思います。大学共通試験もぎりぎりセーフという感じでしたね。本当に良かったと思います。

個人的には忘年会もやりましたし、短時間ながら帰省も済ませてきました。仕事の上では、年初から講演会で広島市と岡山市と福岡市と富士吉田市に伺うことができました。石巻市や大阪市は延期や中止となりましたが、昨年と比べればはるかにマシな事態です。

その一方で、稼いだ時間で何か有効なコロナ対策が打てたかといえば、そんなに大したことはできていないようです。ブースター接種は思ったほど進んでいませんし、病床の確保などはやっぱり大変なご苦労をされている様子。また、子供を経由しての感染拡大で、「親が仕事に出られなくて職場が回らない」という話もよく聞くところです。

わが国の厚労行政とか医療体制とか、あるいはその上に立つ指揮命令系統がどんなものであるかは、この2年間でかなり学習が進んだと思います。立派なところもあるけれども、不合理なことも多々ありますわなあ。ここへきて突然、改善されたりはしないでしょうから、ここでないものねだりをして仕方がないでしょう。

もうひとつ、時間を稼いだお陰で良かったのは、先行する他国の様子が窺い知れたことです。オミクロン株は拡散が早いけど、重症化は少ないし収束も早そう。希望的観測かもしれませんが、あと2週間くらいでピークを打つのではないですかね。

ともあれ、先行事例が見えていだけでも心理的な救いにはなるわけですし、「時間を稼いだのが無駄になった」などとは言いたくないと思います。地球上でこの国だけが無事に済む、なんてことだけはあり得ないのでありますから（これはおそらくインフレも同じことになるでしょう）。

逆に言いますと、現在の鎖国政策はそろそろ解除してもいいんじゃないでしょうか。外国人の入国制限措置は、国内的には支持されていますけど、海外からの評判は非常に悪いですから。だいたいウイルスからみれば、とりつく人間の国籍は関係ありません。日本国籍の有無を入国の条件にするのは、非科学的なことと言えましょう。それにこれだけ国内で蔓延してしまえば、入国制限を続ける意味も薄れてしまいます。

さらに入国制限を続けることは、日本経済へのダメージにもつながります。コスト&ベネフィットを考えると、この辺が頃合いではないでしょうか。2月になったらさりげなく外すのが良策かと存じます。残念ながら、こういうことは野党もあまり言ってくれないんですよ。

* 次号は筆者の都合により、バレンタインデーの2月14日（月）にお届けします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com