

海外経済の現状と当面の見通し

ー コロナショックからの世界経済回復の道のりを考えるー

信金中央金庫 地域・中小企業研究所主任研究員

鹿庭 雄介

(キーワード) 新型コロナウイルス、世界経済、中国、米国、ユーロ圏、個人消費、4兆元投資

(視 点)

新型コロナウイルスの感染拡大が世界経済を一変させた。各国政府は厳しい移動制限に踏み切り、経済活動の多くが事実上の停止へと追い込まれた。1930年代の世界大恐慌以来ともいわれる危機が突然世界中を襲っている。ただ、最悪期からはいったん脱しつつある。感染拡大がいち早く進んだ中国は、他国に先駆けてコロナショックの出口へと向かっている。未だ感染拡大に歯止めがかからない米国でも、経済活動再開への動きを段階的に強めている。

こうした中、注目されるのは世界経済が先行きコロナショックからどのように立直っていくかであろう。V字回復を果たすのか、それともレ字のような道を辿るのか、そして世界経済回復の鍵は何なのか。本稿では、足元のデータを基にコロナ禍の世界経済の現状を整理する。その上で、米中欧の主要3か国・地域を中心に今後の世界経済回復の見通しについて考える。

(要 旨)

- 新型コロナウイルスの感染拡大を受けて世界経済は急激に悪化した。特にサービス業への影響が深刻であり、GDPシェアの高さから世界経済への打撃も大きくなっている。もっとも足元では多くの国が経済活動を段階的に再開させており、回復の兆しも見えつつある。
- こうした中、期待がかかるのは中国経済の急回復である。ただ、副作用への懸念などから08年の世界金融危機時に行った4兆元投資のような大規模な経済対策は難しい。存在感が高まる個人消費も雇用・所得情勢の改善が遅れており、けん引役となるには力不足といえよう。
- また米国では、雇用・所得情勢の悪化や、消費者マインドの低下により個人消費の回復が遅れる恐れが出てきた。他方、世界金融危機時の火元となった米住宅市場は今のところ平静を保っている。ただ、雇用・所得情勢の悪化が長引けば、返済が難しくなる家計も増えてくるとみられ、注意する必要がある。
- 欧州では、コロナショックによる影響の相対的に小さいドイツが、域内経済における当面のけん引役として期待される。ただ、同国は輸出依存度の高さゆえ、海外需要の低迷や英国のEU離脱問題による混乱を受けて景気回復が頭打ちになる可能性も懸念される。
- かかる状況下、大規模な財政・金融政策が世界経済回復の下支え役として機能している。ただ、こうした状況がいつまでも持続可能なわけではない。コロナショックが長期化し、それでも財政・金融政策を続けようとするれば、急激な通貨安とインフレ、そして個人消費のさらなる減少を招きかねない。現在の世界経済回復の道のりは、いわば綱渡りの状態であり、ワクチンや治療薬が世界中に広まるまでの時間との戦いになってくるといえよう。

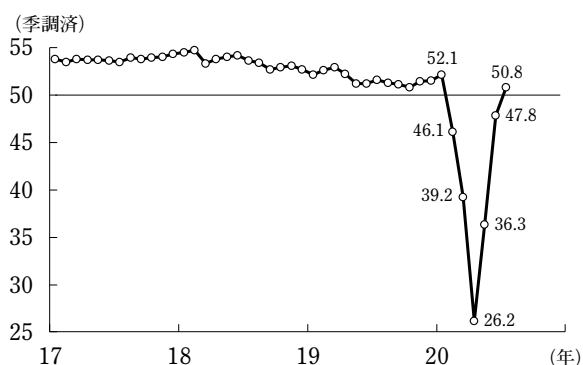
(注) 本稿は、2020年8月11日時点の情報に基づき執筆している。

1. コロナ禍における世界経済の現状

昨年末に中国で初めて感染例が報告されて以降、新型コロナウイルスは瞬く間に世界中へと広がった。そして感染拡大防止のため、1月の中国・武漢市を皮切りに各国が次々と厳しい移動制限に踏み切ったことで、経済活動にも大きな影響が及んでいる。

これに合わせて世界の企業景況感も急激に悪化した。IHSマークイットが発表したグローバル総合PMIをみると、2月に46.1と感染拡大がいち早く進んだ中国を主因に、景況感の境目となる50を大きく下回った(図表1)。3月以降は、他国でも経済活動への制約が強まったため、世界の企業景況感はさらに悪化を続け、4月には26.2と記録的な水準にまで低下した。その後は、多くの国で段階的に移動制限が解除されたことを受け同指数も上昇へと転じており、直近7月には50.8と半年ぶりに50を上回った。

図表1 グローバル総合PMI



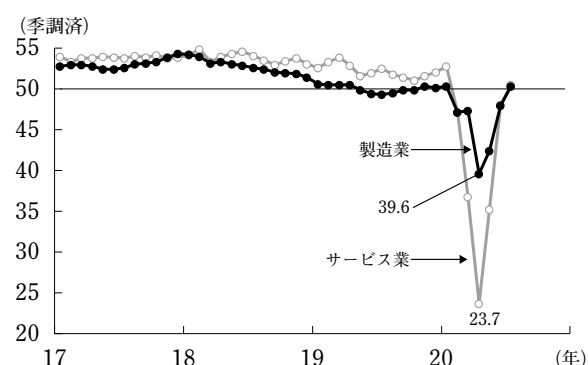
(備考) IHSマークイット資料より作成

今回のコロナショックでは、サービス業の景況感が大きく悪化したのが特徴的である。グローバルPMIを業種別に分けてみると、製造業が4月に39.6まで低下したのに対し、サービス業は23.7と相対的に落込みが大きい(図表2)。これは外出制限や入国制限などによる需要急減の影響がサービス業でより大きかったためである。サービス業はGDPに占める割合が高く(注1)、また変動も小さく安定している。今回はそのサービス業への打撃が大きかったため、経済全体への影響も深刻になったといえよう。

企業景況感の悪化は世界の实体经济にも影響を及ぼしている。CPB(オランダ経済政策分析局)が発表している世界貿易量はコロナショックを受け、急激に減少している(図表3)。世界生産量も大きく落ち込んでおり、直近5月はともに12年~14年初め頃の水準にまで低下している。

かかる状況下、国際機関は相次ぎ世界の経

図表2 グローバルPMI(業種別)

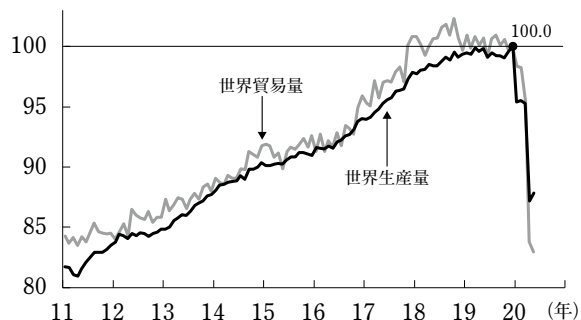


(備考) IHSマークイット資料より作成

(注)1. 例えば日本のGDPの産業別シェア(2018年)をみると、第1次産業が0.9%、第2次産業が26.6%であるのに対し、サービス業を含む第3次産業は72.3%と4分の3近くを占めている。卸売・小売業(シェア:13.8%)や運輸・郵便業(同4.7%)、宿泊・飲食サービス業(同2.4%)、娯楽業が含まれるその他サービス(同4.1%)など外出制限等の影響を特に受けている業種に絞っても、GDPの4分の1程度に達する。

図表3 世界貿易量と世界生産量

(2019年12月=100、季調値)



(備考) CPB (オランダ経済政策分析局) 資料より作成

済成長率見通しを大幅に下方修正し、20年はどこもマイナス成長を見込んでいる(図表4)。また直近に発表されたIMF(国際通貨基金)の6月見通しは、前回20年4月見通し(20年:3.0%減)からさらに下方修正されている。先行き世界経済の悪化が当初見込んでいたよりも深刻なものになると想定していることを示しているといえよう。

もっとも今後は、企業景況感の動きに合わせて世界貿易量や世界生産量も持ち直すとみられる。実際、どの国際機関も21年は再びプラス成長への復帰を見込んでいる。ただし、想定している回復スピードは決して

図表4 国際機関による世界の経済成長率見通し

(%)

発表元	19年	20年	21年	21年 (19年比)	発表日
国際通貨基金 (IMF)	2.9	△4.9	5.4	0.2	6月24日
国際協力開発 機構(OECD)	2.7	△6.0	5.2	△1.1	6月10日
世界銀行 (WB)	2.4	△5.2	4.2	△1.2	6月8日
国際連合 (UN)	2.6	△3.2	4.2	0.9	5月13日

(備考) 各種資料より作成

速いものではない。OECD(国際協力開発機構)やWB(世界銀行)は、21年の世界GDPがコロナショック前の19年を下回る水準までしか回復しないとみている。またIMFやUN(国際連合)も19年の水準を僅かに上回る程度での回復を見込んでおり、いずれの国際機関もレ字に近い形を想定しているといえよう。

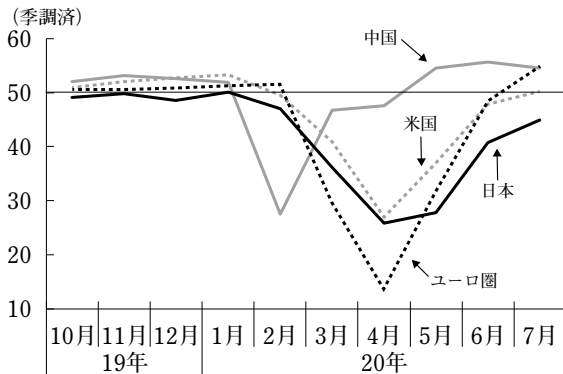
2. 中国は再び世界経済のけん引役となれるか

コロナショック後の景気回復局面で最も期待されるのは中国であろう。中国は感染拡大の封じ込めに成功していることに加え、コロナショックの出口にいち早く近づいている国の一つでもある。また、08年の金融危機時にはいわゆる「4兆元投資」を短期間で実行に移し、危機後における世界経済のけん引役を担った。経済の早い立直りと前回危機時における世界経済への貢献から、けん引役としての期待が集まるとみられる。

(1) 他国に先駆けて回復へと向かう中国経済

まず中国経済の現状を確認しておく。図表5は、前掲図表1のグローバル総合PMIを主要国・地域別にみたものである。中国の同指数は、感染拡大が経済活動を直撃した2月(27.5)に大きく低下したものの、翌3月(46.7)には企業の操業再開などを受けて急反発している。遅れて感染が広がったユーロ圏や米国、日本は中国から2か月遅れとなる4月に底打ちし上昇へと転じている。この間

図表5 総合PMI（国・地域別）

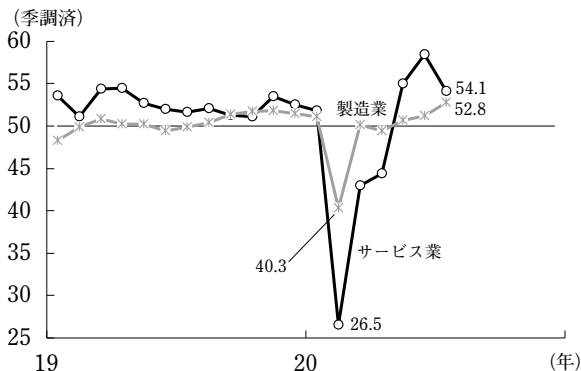


（備考） IHSマークイット資料より作成

も中国の企業景況感は改善が進んでおり、5月（54.5）、6月（55.7）、7月（54.5）と3か月連続で50を大きく上回る水準で推移している。

中国の総合PMIを業種別に分けてみたのが図表6である。中国の企業景況感も世界全体の企業景況感と同じく、コロナショックによる落込みは製造業よりもサービス業で大きかった。ただ、その後は大きく落ち込んだ反動や移動制限が解除されたことなどを受け、サービス業の景況感は急回復しており、直近7月をみても54.1と製造業（52.8）を上回っている。

図表6 中国の総合PMI（業種別）

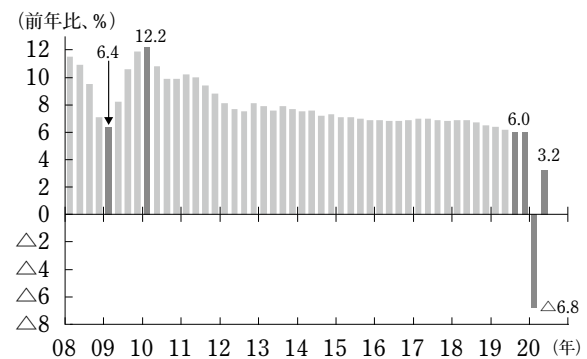


（備考） IHSマークイット資料より作成

企業景況感の改善を受けて中国経済も持ち直している。中国国家統計局が発表した20年4～6月期の実質GDPは前年比3.2%増と、四半期での公表が始まった92年以降で初のマイナスを記録した前期（同6.8%減）から再びプラス成長へと戻った（図表7）。先進国で一般的に用いられる前期比年率でみた成長率も54.6%増と、前期（同34.4%減）から大幅なプラスへと転じ、景気後退と判断される2四半期連続でのマイナス成長を回避している。

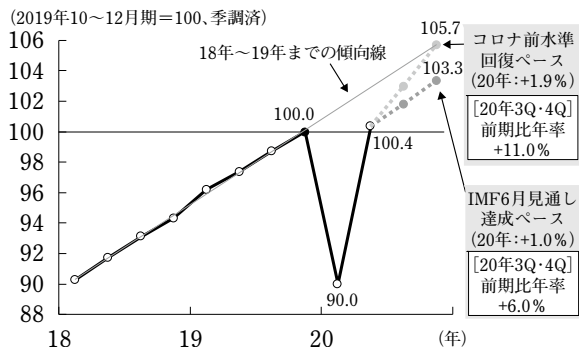
もっとも中国経済がショック以前の状態に完全に戻ったわけではない。19年10～12月期の実質GDPを100とした場合、直近20年4～6月期は100.4とコロナ前の水準を上回った（図表8）。しかしコロナショックが発生しなかった場合に期待された水準（傾向線）は依然下回っている。20年中に傾向線上に復帰するためには、残りの2四半期で前期比年率11.0%増という高い成長率が必要となる。下方修正されたIMFの6月見通し（20年：1.0%増）を達成するためにも同6.0%増と、コロナ前と同程度の成長ペースが求められる。20

図表7 実質GDP（中国、前年比）



（備考） 中国国家統計局資料より作成

図表8 実質GDP (中国、水準)



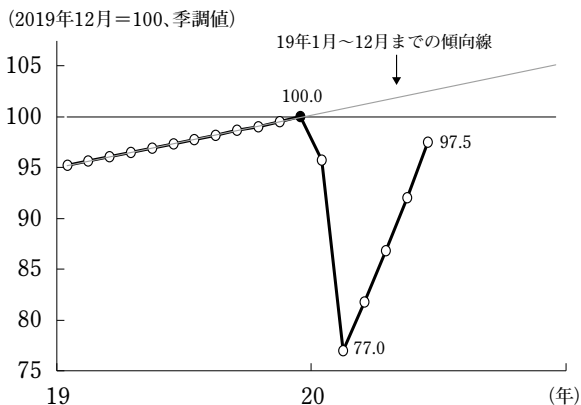
(備考) 中国国家統計局資料より作成

年4~6月期のような反動による成長率の押し上げ効果は今後弱まってくると考えられ、達成も容易ではないとみられる。

(2) 4兆元投資が再現される可能性

回復に向かう中国経済を後押しする材料として、まず「4兆元投資」の再現が考えられる。中国政府は、世界金融危機直後の08年11月に当時のGDPの10数%に相当する事業総額4兆元の経済対策を発表した。この4兆元投資の効果により、中国は翌09年に主要国が軒並みマイナス成長に陥る中で、主要国としてはほぼ唯一となるプラス成長を実現

図表9 固定資産投資 (中国、除く農村部)



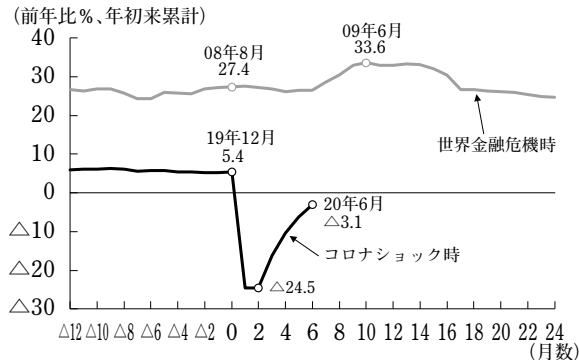
(備考) 中国国家統計局資料より作成

し、世界経済のけん引役となった。四半期でみた実質GDPの伸びは09年1~3月期の前年比6.4%増をボトムにV字回復し、1年後の10年1~3月期には同12.2%増まで急上昇している(前掲図表7)。こうした世界金融危機時の経験から、今回のコロナショックでも中国政府の動きに注目が集まっている。

そこで、まず中国の足元における固定資産投資(除く農村部)の動きをみると、1月、2月と大きく減少した後、インフラ投資を中心に持直しへと転じている(図表9)。しかしショックから半年近くが経った6月でさえも、コロナ前の水準を回復するまでには至っていない。ショックが発生しなかった場合に期待された水準(傾向線)と比べるとさらに開きは大きくなり、中国国内で投資が盛り上がる様子はみられない。

また固定資産投資の前年比(年初来累計)を、世界金融危機時とコロナショック時で比較したのが図表10である。世界金融危機時において固定資産投資は前年比で減少に転じず、伸び率もほとんど変化することなく増加

図表10 固定資産投資の局面比較 (中国)

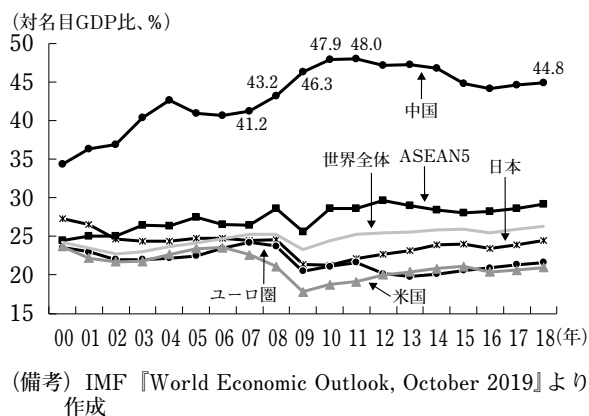


(備考) 1. それぞれショック発生直前の08年8月と19年12月の月数を0とした。
2. 中国国家統計局資料より作成

を続けていた。半面、今回のコロナショックでは固定資産投資は大幅に減少している。そして、前回危機時はリーマンショック（08年9月）の発生から約半年後に4兆元投資の効果が現れ始め、09年6月には一時前年比33.6%増にまで伸び率が高まった。しかし、今回は足元の20年6月でさえも前年比はマイナス圏に沈んでいる。コロナショック後における中国の固定資産投資は、現時点でみる限り世界経済に恩恵をもたらしているとはいえない。

増勢が強まらない固定資産投資も、さらに時間が経過した後に急増する可能性はある。しかし、前回危機時の反省から中国政府は投資に積極的になれないとみている。図表11は名目GDPに占める投資の比率を各国・地域別にみたものである。これによると、中国の投資比率は過去から一貫して高く、投資主導の経済成長を実現してきたことが分かる。特に、4兆元投資の実施を受けて投資比率は一段と上昇し、11年には48.0%にまで達している。ただ、こうした積極的な投資は、過剰在庫や、地方政府および国有企業の債務残高急増、不動産バブルといった多くの弊害をも

図表11 各国の投資比率



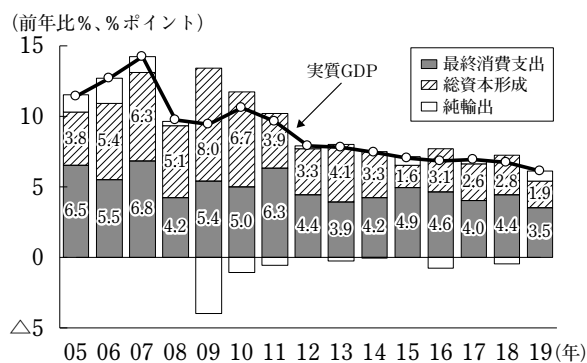
たらし、その後の中国経済の大きな足かせとなった。こうしたことから、中国政府は世界金融危機後、徐々に投資比率の引下げに動いてきた。ただ、足元の18年においても投資比率は44.8%と依然高止まりしている。そうした中、再び4兆元投資のような大規模な経済政策が行われた場合、投資比率の急上昇を招き、新たな弊害を生み出すことにつながる恐れがある。

実際、5月22日～28日にかけて開催された全国人民代表大会（全人代、国会に相当）の第3回会議において、李克強首相が実施した政府活動報告では「一般支出を断固圧縮しなければならず、大きな庁舎・公会堂・招待施設等の新たな建設を厳禁し、大風呂敷の浪費を厳禁する」、「打ち出した政策の程度を維持するのみならず、持続可能性を考慮し情勢の変化に応じて見直してよい」といった言及もあり、世界金融危機時のような過剰投資が再び繰り返されないよう努める中国政府の姿勢がみて取れる。

(3) 雇用・所得情勢の回復遅れが中国個人消費の足かせ

大規模投資に踏み切るのが難しい中国において、むしろ注目すべきは個人消費の動向かもしれない。実質GDPを寄与度分解すると、世界金融危機後、投資などが含まれる総資本形成の寄与は徐々に縮小している（図表12）。その一方で、個人消費などが含まれる最終消費支出の寄与度は過去から安定的に推移しており、総資本形成の寄与度が縮小した分、最

図表12 実質GDPの寄与度分解 (中国)

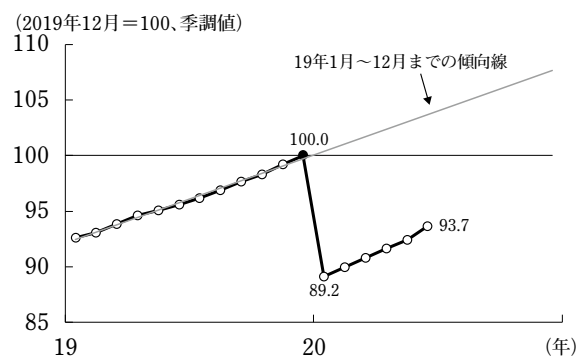


(備考) 中国国家统计局資料より作成

終消費支出の貢献が目立つようになってきた。これまで投資を大きく伸ばすことで実力以上の成長を遂げてきた中国が、投資主導から消費主導の経済成長へ構造転換を図る中で、経済の実態に見合った持続可能なレベルまで成長率を落としてきた姿がうかがえる。

ただ、コロナショック後の個人消費の状況は思わしくない。小売売上高（社会消費品小売総額）は、直近6月（前月比1.3%増）まで5か月連続で増加してきた。しかし、感染拡大前の19年12月を100とした場合、6月は93.7と水準は低く、回復が力強く進んでいる

図表13 小売売上高 (中国、名目)



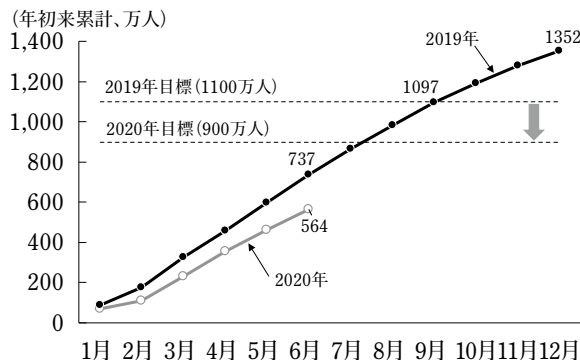
(備考) 中国国家统计局資料より作成

とはいえない (図表13)。こうした背景には、コロナ第2波に対する根強い警戒感があると考えられる。中国政府の公式発表によると、新規感染者は極めて少ない人数に抑え込まれている。この状態を維持し続けるためには今後も人々の行動を一定程度制限する必要がある。また、いつ感染が再拡大するのか分からないという不安感から消費マインドの改善は遅れると想定され、個人消費を下押しすることとなる。

もう一つ、個人消費の回復が遅れている要因として雇用・所得情勢の悪化が挙げられる。実際、20年6月までの都市部新規就業者数の累計は、564万人にとどまっている (図表14)。これは昨年同月 (737万人) と比べて173万人も少ない。また、中国政府は今年の政府目標を900万人と昨年の1,100万人から大きく引き下げており、雇用情勢の回復が遅れることを見込んだ対応とみられる^(注2)。

失業率も上昇傾向にある。都市部調査失業率はコロナショック以降、水準を切り上げて

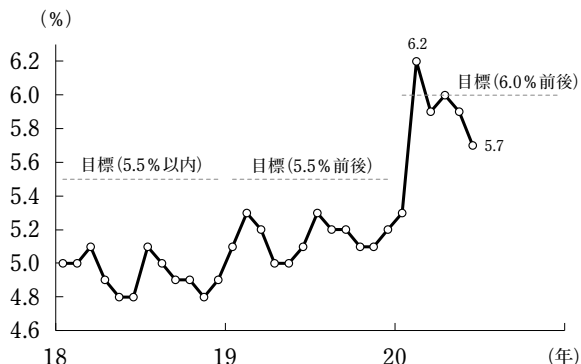
図表14 都市部新規就業者数 (中国)



(備考) 人力資源・社会保障部資料より作成

(注) 2. ちなみに08年の世界金融危機時において、中国政府は都市部新規就業者数の目標値を900万人から引き下げてはいない。

図表15 都市部調査失業率（中国）

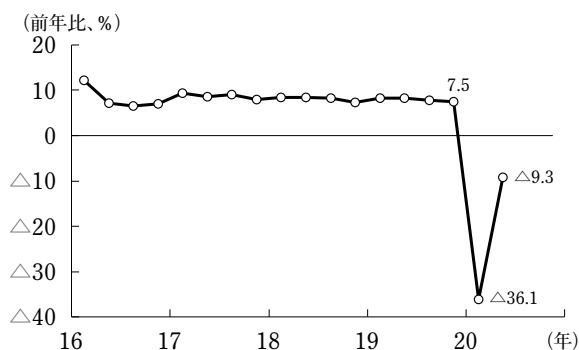


（備考）中国国家统计局資料より作成

いる（図表15）。中国政府も20年の政府目標を19年の5.5%前後から6.0%前後へと引き上げた。中国の失業率は他国と比べて小幅にしか変化しないが、極めて安定的に推移していた過去と比較すれば、足元での失業率の上昇は顕著な動きといえ、雇用情勢が急激に悪化していることが分かる。

またこれまで中国经济を労働面から支えてきた出稼ぎ労働者もコロナショックの影響を強く受けている。20年1～3月期における出稼ぎ労働者の総所得は、前年比36.1%減と大幅な減少となった（図表16）。その後は移動制限が緩和されたことなどを受けて、出稼ぎ

図表16 出稼ぎ労働者の総所得（中国）



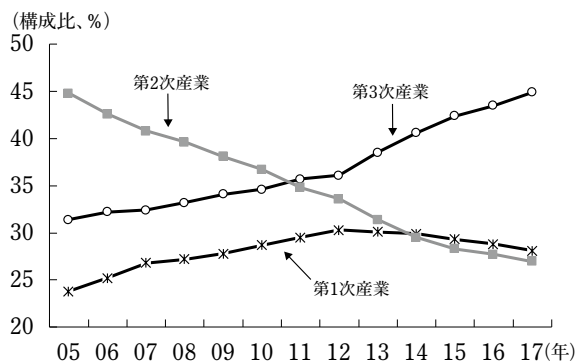
（備考）1. 出稼ぎ労働者数×同労働者の平均月給より計算
2. 中国国家统计局資料より作成

労働者の職場復帰は進んでいるものの、賃金水準の低下などが響いて20年4～6月期の総所得は依然前年を1割近く下回っている。

中国では、第3次産業に従事する就業者数の比率が年々高まっており、経済のサービス化が急速に進んできた（図表17）。今回のコロナショックにおいて最も影響を受けているのがサービス業であることを踏まえれば、中国の雇用・所得情勢が今後急回復すると予想するのは難しいだろう。

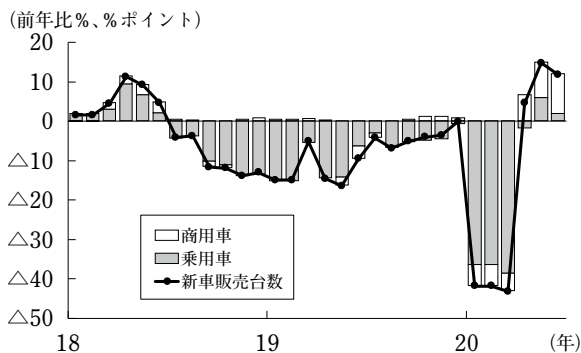
以上みてきたように、投資に代わり期待される個人消費も現状では世界経済のけん引役となるには力不足なのかもしれない。実際、

図表17 就業者数の構成比（中国）



（備考）人力資源・社会保障部資料より作成

図表18 新車販売台数の寄与度分解（中国）



（備考）中国自動車工業協会資料より作成

急回復している新車販売台数の動きをみても、政府のインフラ投資拡大の後押しなどで商用車の寄与が大きい（図表18）。乗用車もプラス寄与に転化しているものの、コロナショックによる落込みを取り戻すほどの勢いはない。

3. 未だ存在感を示す米国経済の行方

中国が再び世界経済のけん引役を担うのは難しいとなれば、米国経済の回復がどれくらい速に進むのか、その復調ペースに次の焦点が当たる。図表19は世界GDPに占める主要国・地域のシェアをみたものである。1980年代半ばに一時35%近くにまで上昇した米国のシェアは、その後徐々に低下してきた。93年のEU発足や中国経済の急拡大などを受け、米国経済の重要度が下がってきているようにもみえる。ただ、それでも米国が世界の4分の1を占める世界最大の経済大国であることに変わりはない。また、2010年代半ば以降、米国のシェアはやや上昇しEUを再び上回っている。さらに英国のEU離脱を

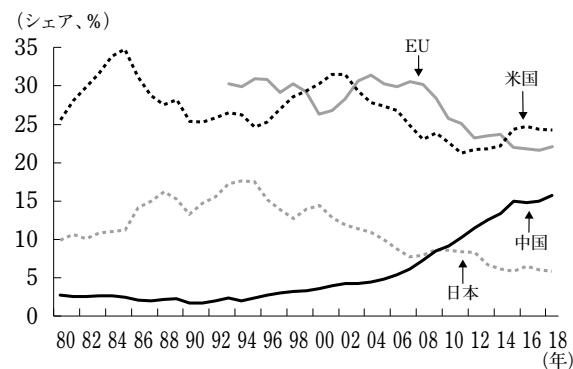
受けて、米国との経済規模の差はより広がることとなろう。急速にシェアを高めてきた中国とも、依然10%程度の開きがあることを踏まえれば、米国は今でも世界経済を左右する経済力を有しているといえる。

(1) コロナショック後の米個人消費の状況

世界最大の規模を維持する米国経済の中でも、特に重要なのが個人消費である。米国の個人消費はGDPの7割近くを占めており、需要項目ごとに分けてみると成長率全体に対する個人消費の寄与が極めて大きいことが分かる（図表20）。また、他の需要項目と比べると変動が小さく安定しており、設備投資や輸出などがマイナス寄与となる局面においても、個人消費は2%ポイント前後のプラス寄与を維持してきた。

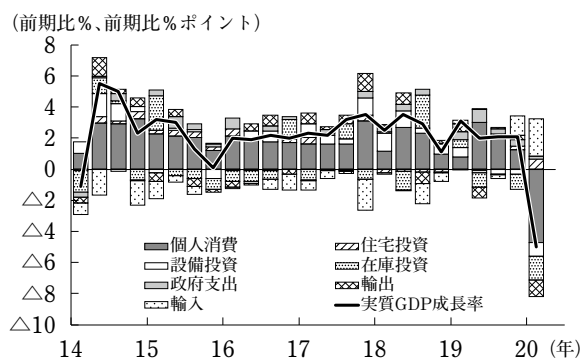
初めに米個人消費の足元の動きを確認する。物価変動の影響を除いた実質ベースの個人消費は5月（前月比8.4%増）、6月（同5.2%増）と2か月連続で大幅増となった（図表21）。多くの州で外出制限が解除され、飲食店の営

図表19 世界GDPに占める各国のシェア



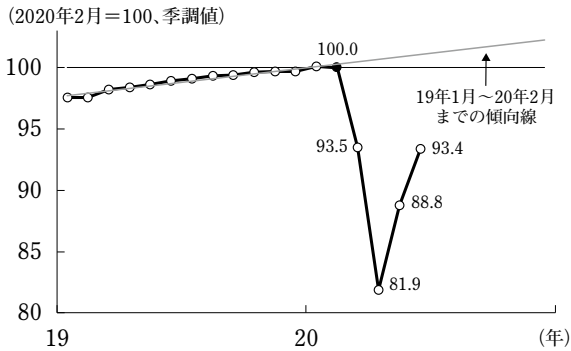
(備考) IMF『World Economic Outlook, October 2019』

図表20 実質GDPの寄与度分解（米国）



(備考) 輸入は控除項目。米商務省統計より作成

図表21 個人消費の推移（米国、実質）



（備考）米商務省資料より作成

業再開が始まったことなどが消費全体を押し上げている。ただし水準は低い。コロナショック直前の20年2月の個人消費を100とした場合、直近6月でも93.4とコロナ前の水準を大きく下回っている。

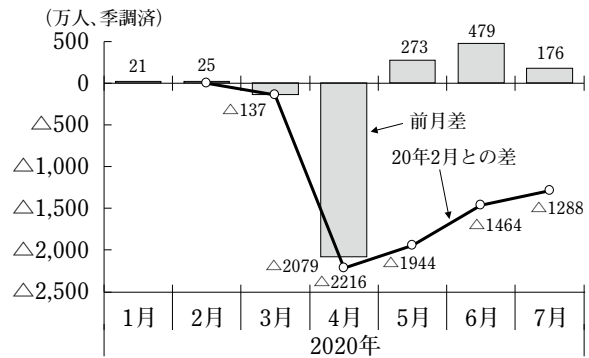
(2) 米個人消費の回復ペースが今後速まる可能性

「底打ちはしたが、回復ペースは鈍く水準は依然低い」というのが米個人消費の現状評価であろう。では、この米個人消費の回復ペースは今後速まっていく可能性はあるのだろうか。ここでは個人消費の動きに大きな影響を与える雇用・所得情勢と消費者マインドを中心にみていくこととする。

イ. 雇用・所得情勢

米労働省が発表している雇用統計をみると、非農業部門雇用者数は4月（前月差2,079万人減）の記録的な落込みの後、5月、6月、7月と増加に転じている（図表22）。ただ、それでも直近7月の雇用者数はコロナショック前と比べて1,200万人以上も少

図表22 非農業部門雇用者数（米国）

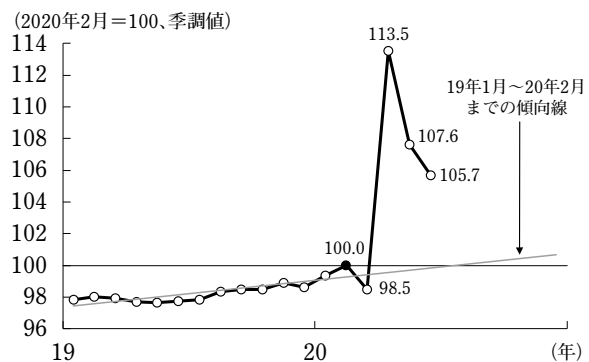


（備考）米労働省資料より作成

なく、依然として多くの人が職を失った状態にあることが分かる。

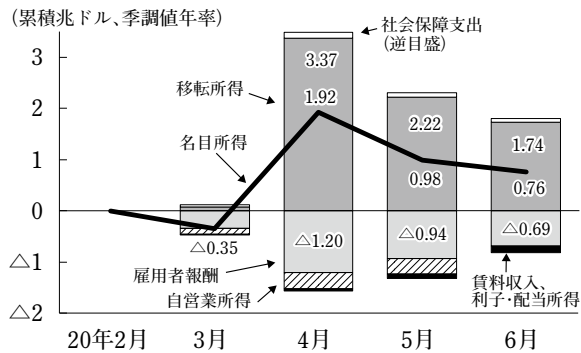
通常、失業者数が増えれば所得総額は減少する。しかし足元ではそうになっていない。税金や社会保険料などを引いた後の手取り額である実質可処分所得は、コロナショック直前の20年2月を100とした場合、4月は113.5と1割近くも増加している（図表23）。これはトランプ米政権が行った家計への現金給付（大人1,200ドル、子供500ドル）や、失業保険の上乗せ支給（週600ドル）といった大規模な家計支援策が影響している。所得の内訳をみても、全体を大きく押

図表23 可処分所得（米国、実質）



（備考）米商務省資料より作成

図表24 所得の内訳（米国、名目）



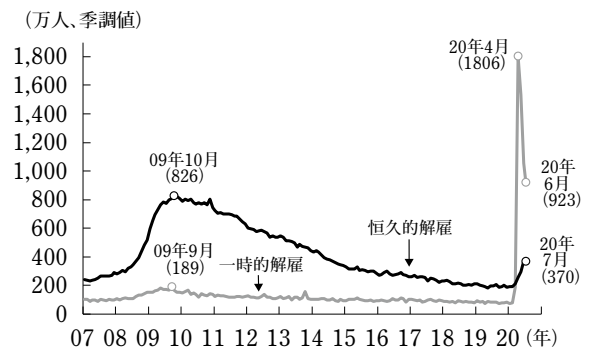
（備考）米商務省資料より作成

し上げているのは失業保険給付や現金給付などが含まれる移転所得であることが分かる（図表24）。その一方で、給与所得が含まれる雇用者報酬はショック後に急減しており、雇用環境の厳しさを素直に反映した結果といえよう。

ただ、こうした状況は長くは続かないとみている。現金給付は今のところ1回限りの予定となっている。また、失業保険の上乗せ支給は7月末でいったん打ち切りとなった後、大統領令の発動により当面継続されることになったものの、上乗せ額は週600ドルから400ドルに減額されている。このため移転所得による押し上げ効果は今後薄れていくとみられ、近い将来コロナショックが発生しなかった場合に期待された水準（傾向線）や、コロナ前の20年2月の水準を下回るまで所得が落ち込む可能性すら考えられる。所得が政策効果に支えられていること自体、極めて不安定であり、消費の基調は弱い状態がしばらく続くとみている。

さらに懸念されるのは、恒久的解雇に分

図表25 恒久的解雇と一時的解雇（米国）



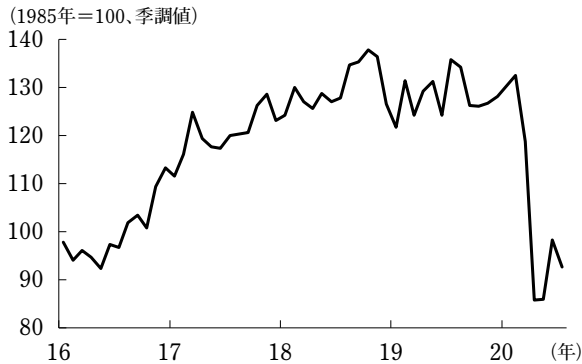
（備考）米労働省資料より作成

類される失業者数が徐々に増えてきていることである（図表25）。コロナショック発生直後は、一時的解雇に分類される失業者数が急増した。これは08年の世界金融危機時に一時的解雇があまり増えず、恒久的解雇が大幅に増加した動きとは対照的であり、今回の危機では移動制限が解除された後に元の職場に復帰することが前提とされていたためであろう。ただ、ここにきて一時的解雇に分類される失業者数が急減しているのに対して、恒久的解雇に分類される失業者数が増えている。コロナショックの影響が長期化していることで、元の職場に戻れる見込みのない失業者が増えているとみられ、新型コロナウイルスの収束後の雇用の回復力が弱まってきている可能性がある点には注意が必要である。

ロ. 消費者マインド

コンファレンスボードが発表している消費者信頼感指数の動きをみると、直近7月は92.6と3か月ぶりに悪化へ転じた（図表26）。感染再拡大による6月後半からの移動制限

図表26 消費者信頼感指数（全体、米国）

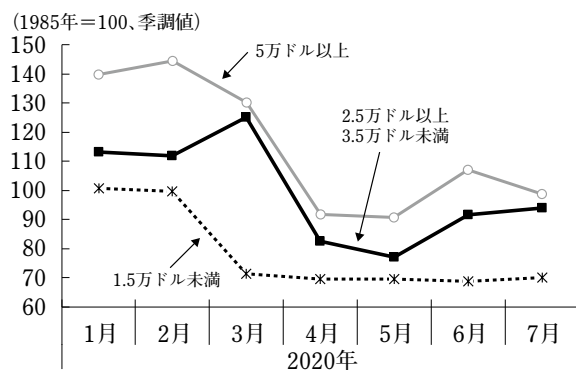


(備考) 米コンファレンスボード資料より作成

が影響したとみられ、依然ショック前の水準を大きく下回っている。雇用・所得情勢に加え、消費者マインドの面からも個人消費への向かい風が続くと予想される。

もっとも消費者マインドの動きは一様ではない。消費者信頼感指数を所得別にみると、年収2.5万ドル以上3.5万ドル未満や、5.0万ドル以上といった相対的に所得水準の高い世帯は、緩やかながらも改善傾向にある（図表27）。対して、年収1.5万ドル未満の低所得世帯の消費者マインドは、コロナショックで低下したまま横ばいでの推移が続いている。こうした背景には、金融緩

図表27 消費者信頼感指数（所得別、米国）



(備考) 米コンファレンスボード資料より作成

和を追い風に急反発した株価によるマインド改善の恩恵が、金融資産を多く保有する高所得世帯で大きかったためとみられる（資産効果）。また、低所得世帯では飲食業など対人接客の仕事に就いている労働者が多とみられ、コロナショックによる失業や所得減少の影響をより強く受けたため、マインドの改善が遅れている可能性も指摘できる。

以上みてきたように、個人消費の動きを左右する雇用・所得情勢と消費者マインドの先行きは、決して明るいとはいえない。足元で感染再拡大の影響が徐々に広がっていることを踏まえると、改善ペースがさらに遅れる可能性もある。また、状況次第では世界経済回復の足かせとなる恐れもあり注意する必要があるだろう。

(3) 米住宅市場のリスクをどうみるか

今回のコロナショックにおいて、気がかりなことの一つに08年の世界金融危機の火種となった米住宅市場の動向が挙げられる。2000年代初め、米国ではサブプライムローン（信用度の低い借り手向けの高金利住宅ローン）の融資基準が緩和されたことを機に、低所得者の間での利用が急速に広がった。これに合わせてサブプライムローンが組み込まれた証券化商品も多数発行され、投資家による積極的な購入へとつながっていく。しかし、07年頃から住宅価格が下落へと転じたことで、借り手側であるサブプライムローンの返済率が滞り始め、金融機関などが

次々に損失を計上する事態へと陥ってしまう。そして08年9月15日に米投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻し(リーマンショック)、世界的な金融危機へとつながっていく。

あれから10年以上が過ぎた現在、コロナショックを機にリーマンショックのような米住宅市場に端を発した世界的な金融危機が発生するリスクはどの程度あるのかについてここでは検証していく。

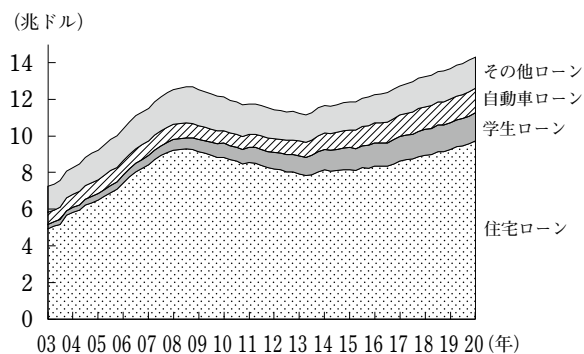
まず、住宅ローン市場の現状から確認していく。直近20年1~3月期における家計債務残高は合計14.30兆ドルと19年10~12月期から2兆ドル以上増え、世界金融危機前の最高値(12.68兆ドル、08年7~9月期)を上回る水準で推移している(図表28)。前期からの変化幅を詳しくみると、住宅ローン(9.56兆ドル→9.71兆ドル)、学生ローン(1.33兆ドル→1.35兆ドル)、自動車ローン(1.51兆ドル→1.54兆ドル)はいずれも増加しており、2月までの好調な米国経済を反映している。他方で「その他」に含まれるクレジットカード債務は減少(0.93兆ドル→0.89兆ドル)に転じており、感染拡大防止のために実施した

移動制限の影響を受けているためとみられる。

家計債務残高の規模だけからみれば、世界金融危機前の最高値を上回っていることから、米国家計は債務を過剰に抱えているようにもみえる。ただし、家計債務残高を対可処分所得比でみると、リーマンショック前の07年10~12月期には116.0%まで上昇していたのに対し、直近20年1~3月期は85.6%と低い水準に抑えられている(図表29)。これは家計債務残高が増える中で、それ以上の勢いで可処分所得が増えたためであり、結果として債務負担感は軽減されている。また、家計では債務残高以上に資産残高が増えたことで純資産は増加しており、これも負担感の軽減に貢献している。コロナショックによる株価急落で一時純資産は大きく減少したものの、Fedによる金融緩和の効果で株価が急回復していることから、今のところその影響も小さいと思われる。

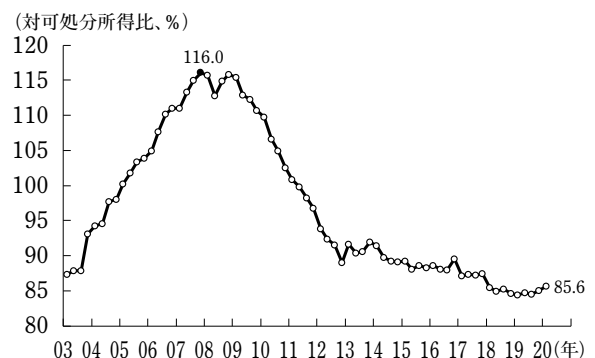
こうしたことから延滞率も低い水準で推移してきた。直近20年1~3月期の家計債務残高全体の延滞率は3.17%にまで下がっている(図表30)。住宅ローンに限れば1.06%とさら

図表28 家計債務残高(ローン種別、米国)



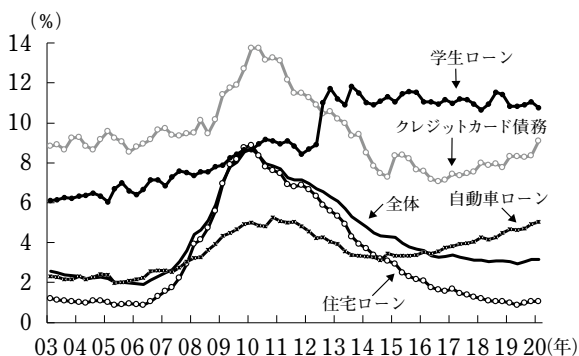
(備考) NY連銀資料より作成

図表29 家計債務残高(対可処分所得比、米国)



(備考) NY連銀資料、米商務省資料より作成

図表30 ローン延滞率（90日以上、米国）



（備考）NY連銀資料より作成

に低く、少なくともコロナショック前までは家計がローンの支払いに窮する状況下にはなかったと考えられる^(注3)。この延滞率の低さを支えてきた要因の1つに住宅ローン金利の低さがある。30年固定の住宅ローン金利は、世界金融危機前は6%前後で推移していたが、その後は低下が進み、近年は4%前後での動きを続けてきた（図表31）。とりわけ、コロナショック後は大規模金融緩和の恩恵で低下に拍車がかかり、30年固定の住宅ローン金利は足元で3%を切る水準まで下がっている。

図表31 住宅ローン金利（30年固定、米国）



（備考）NY連銀資料より作成

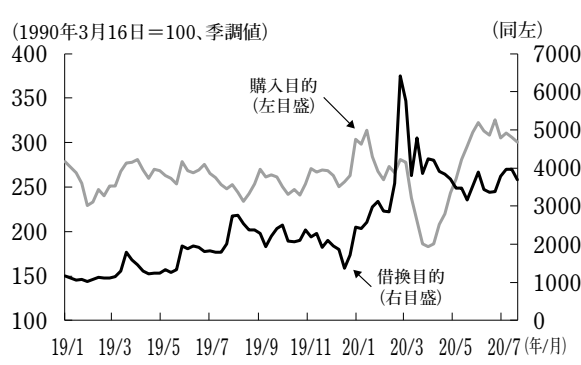
図表32 中古住宅販売件数（米国）



（備考）全米不動産協会（NAR）資料より作成

ただ、堅調に推移してきた住宅市場もコロナショックによって一時急激に悪化した。全体の9割近くを占める中古住宅の販売件数は、直近5月に391万件（年率換算）と大きく落ち込んだ（図表32）。しかし住宅ローンの申請件数の動きをみると、空前の低金利が後押しとなり、購入目的での申請件数は急回復を遂げ、7月以降も高水準をキープしている（図表33）^(注4)。こうした住宅ローン申請件数のV字回復の流れを踏まえると、中古住宅販売件数も先行き力強く回復することが期待される。

図表33 住宅ローン申請件数（米国）

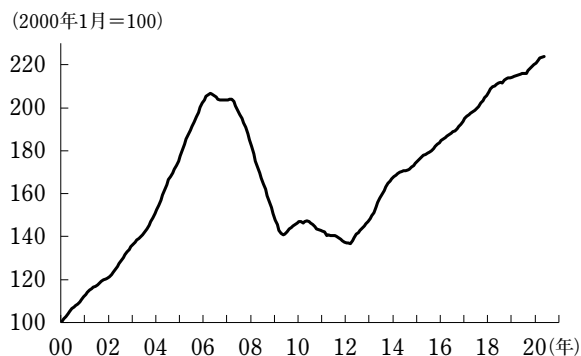


（備考）米抵当銀行協会（MBA）資料より作成

(注)3. ここ数年注目されているのは、住宅ローン以外の学生ローンや自動車ローンにおける延滞率の上昇である。ただ、住宅ローンと比べて残高が小さいことから、米国経済全体に与えるインパクトとしては現状それほど大きくないとみられる。

4. 購入目的の住宅ローン申請件数が20年4月から5月にかけて大きく落ち込んだ背景には、外出制限等により住宅の内覧などができず、住宅ローンの申請手続きが進まなかったことが主因であると思われる。

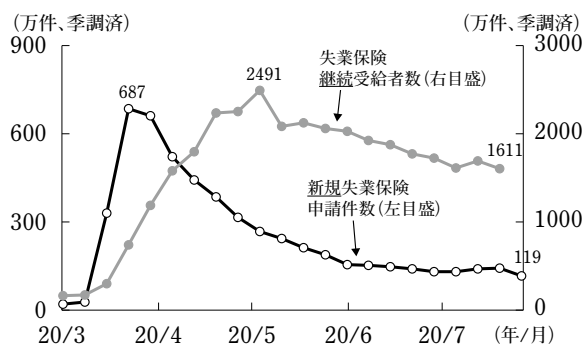
図表34 ケース・シラー住宅価格指数(米国)



一方、住宅価格は今のところ腰折れせず上昇を続けている。5月のケース・シラー住宅価格指数(主要20都市)は前年比+3.69%と引き続きプラスの伸びを維持している(図表34)。今後の米国景気悪化を受けて下落に転じる可能性も考えられるが、世界金融危機時のような3割近く下落した局面とは大きな違いがある。

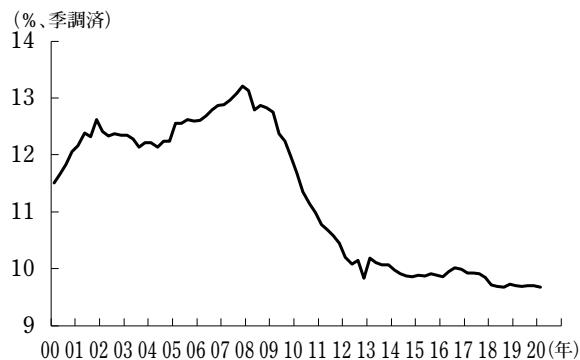
以上みてきたように、米国の住宅市場はコロナショック前も健全な状態にあり、またコロナ禍でも大崩れすることなく堅調に推移している。しかしこうした状況下においても不安材料はある。最も懸念されるのは足元における雇用・所得情勢の悪化が長期化していくことであろう。6月後半からの米南部・西部を中心とした感染再拡大によって、経済活動は再び制約を受けている。米労働省が発表した新規失業保険申請件数は、8月1日までの1週間で119万人と減少傾向ではあるものの、歴史的な高水準が続いている(図表35)。また先述のとおり、7月末で失業保険の上乗せ支給はいったん失効しており、今後も再開されない場合は、所得への下押し圧力が徐々に強まる可能性もある。

図表35 新規失業保険申請件数(米国)

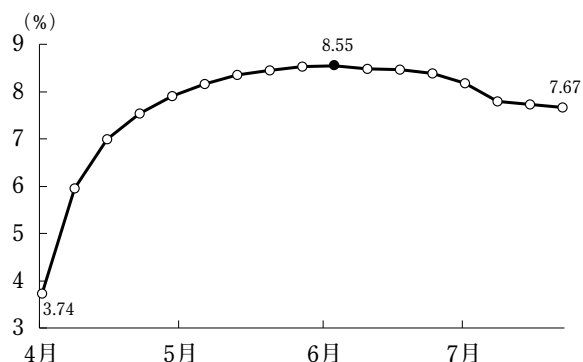


雇用・所得情勢の悪化が長期化し所得の減少圧力が強まれば、これまで低く抑えられてきた家計債務返済比率(=元利払い/可処分所得)が急上昇し、家計が債務返済に窮する事態に陥る恐れもある(図表36)。そしてこうした状況がさらに長引けば、住宅ローン返済猶予率に対する上昇圧力も強まってくる。コロナショックを受けて、住宅ローン返済猶予率は6月初めに一時8.55%にまで上昇し、約430万人が一部返済猶予や減免措置を受けている状況下にあった(図表37)。足元こそやや低下傾向にあるものの、今後の雇用・所得情勢次第では再び上昇に転じる可能性もある。最終的にはローン延滞率の上昇などへもつな

図表36 家計債務返済比率(米国)



図表37 住宅ローン返済猶予率（米国）



（備考）米抵当銀行協会（MBA）資料より作成

がりかねず、注意が必要である。

4. コロナショックは欧州統合に何を もたらすか

最後に欧州についてみていく。欧州では93年のEU発足によって、米国に肩を並べる規模となる一大経済圏を形成し、その存在感を高めてきた。しかし、08年の世界金融危機以降は、ギリシャ危機など国の集まりゆえに生じる歪み^(注5)が表面化し、欧州全体の景気回復の遅れへとつながった。この間、世界GDPに占めるシェアも低下を続けており、

英国のEU離脱を受け今後シェアはさらに3～4%低下する見込みである（前掲図表19）。

こうした中、コロナショックによる欧州経済の回復ペースとともに注目されるのが、欧州統合の行方であろう。ショックを機に欧州統合の深化が進み、より強固な共同体への道筋が示されれば景気回復ペースを速めることにもつながる。なお、ここではEUの中でも単一通貨のユーロを導入し、金融面でも結びつきが強いユーロ圏を中心にみていくこととする。

(1) ユーロ圏経済の現状

まずユーロ圏の現状を確認する。EU統計局が発表した20年4～6月期のユーロ圏実質GDP（速報値）は前期比年率40.3%減と、過去最大のマイナス成長となった（図表38）。コロナ前の19年10～12月を100とした場合、4～6月期の実質GDPの水準は84.7と、経済規模は1割以上も縮小している（図表39）。主要国別にみると、フランス（前期比年率

図表38 実質GDPの増減率（ユーロ圏）

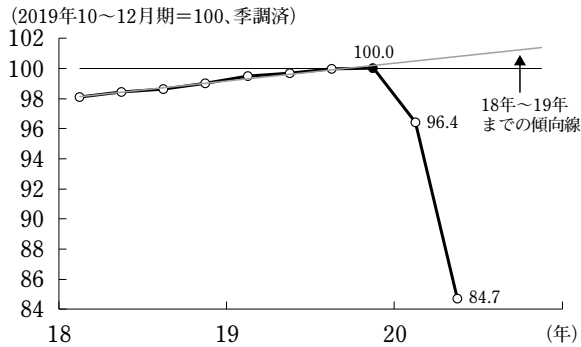
（前期比年率、季調済）

	2019年				2020年	
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
ユーロ圏 (100.0%)	2.0	0.8	1.1	0.1	△13.6	△40.3
ドイツ (28.3%)	2.5	△2.0	1.2	△0.1	△7.8	△34.7
フランス (20.6%)	2.2	1.0	0.6	△0.7	△21.7	△44.8
イタリア (14.8%)	0.8	0.4	0.0	△0.9	△19.8	△41.0
スペイン (10.9%)	2.2	1.5	1.8	1.5	△19.3	△55.8
[参考] 英国 (20.9%)	2.7	△0.2	2.1	△0.0	△8.5	N/A

（備考）1. シャドローは伸び率がマイナスの部分。カッコ内の数値はユーロ圏の直近GDPを100%とした場合の各国シェア
2. Eurostat、各国統計より作成

(注)5. 08年の世界金融危機後、財政悪化が特に懸念されるギリシャ・アイルランド・イタリア・ポルトガル・スペインの5か国（GIIPSと呼ばれる）への経済支援等を巡って、ドイツやフランスなどが難色を示したことからEU加盟国内で軋れきりが高まり、結果として欧州全体の景気回復の足かせとなった。

図表39 実質GDPの推移（ユーロ圏）

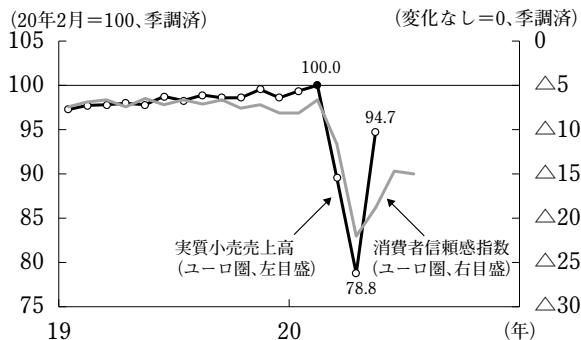


(備考) Eurostatより作成

44.8%減)、イタリア (同41.0%減)、スペイン (同55.8%減) が2四半期連続で2桁のマイナス成長となったほか、これまで経済への影響が相対的に小さかったドイツ (同34.7%減) も大幅減となっている。

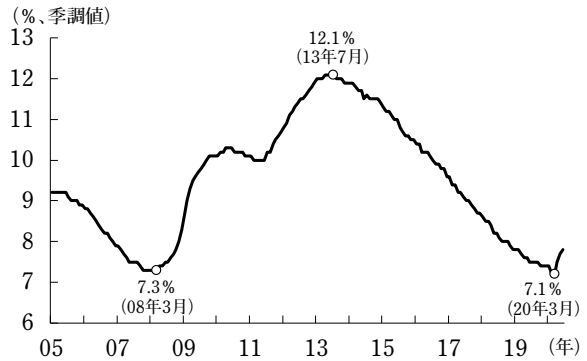
足元の動きをみても、米国や中国と同様、コロナショックからの戻りは弱い。5月のユーロ圏小売売上高は前月比20.3%増と3か月ぶりに増加したものの、依然ショック前の20年2月の水準を下回っている (図表40)。さらにここきて消費者マインドに変調の兆しがみられる。7月の消費者信頼感指数 (確定値) は△15.0と3か月ぶりに悪化に転じており、米国と同じく感染再拡大に対する懸念

図表40 消費関連データ（ユーロ圏）



(備考) Eurostat、European Commission資料より作成

図表41 失業率（ユーロ圏）



(備考) Eurostatより作成

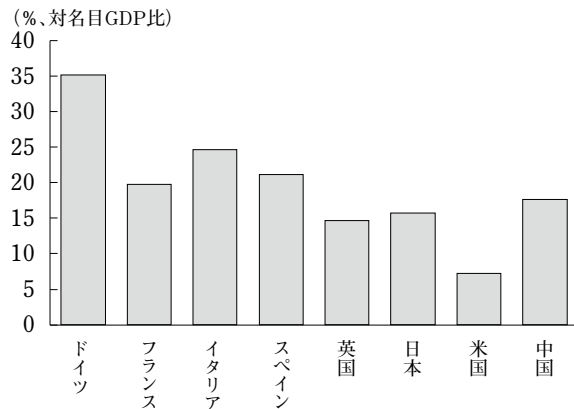
の高まりがマインドの回復を妨げているとみられる。また、失業率も20年3月の7.1%をボトムに2か月連続で上昇しており、雇用情勢も悪化に転じている (図表41)。

(2) 域内経済のけん引役が期待されるドイツ

こうした中、ユーロ経済はドイツが中心となって今後緩やかに回復していくとみている。ドイツはユーロ圏加盟国の中ではコロナショックによる経済への影響が今のところ小さい。またここ数年、財政黒字を維持しており新規国債発行もゼロにするなど、他国と比べて財政は極めて健全な状態にある。そのため財政政策による景気下支えの余地は大きいとみられ、実際6月3日には20~21年にかけて実施が予定される1,300億ユーロ規模の新たな景気対策を取りまとめている。

もっともドイツ経済の先行きにも懸念材料はある。主要国における18年の輸出依存度 (対名目GDP比) をみると、ドイツは35%とEU域内のフランスやイタリア、EU域外の日本や中国などと比べても頭一つ抜け出ている (図表42)。このためドイツは他国と比べて

図表42 輸出依存度の国際比較（2018年）



(備考) IMF『World Economic Outlook』、RIETI-TIDより作成

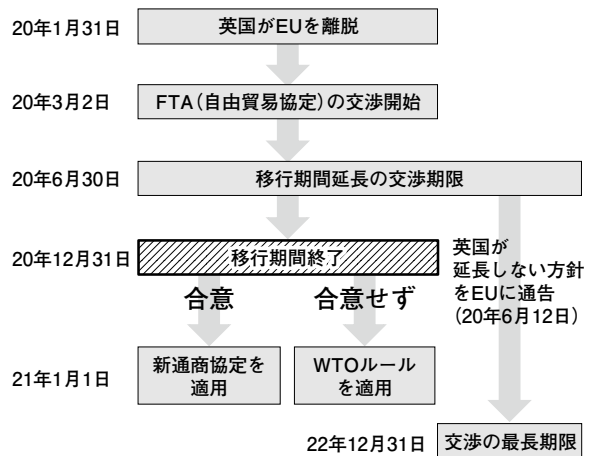
海外経済減速の影響を受けやすいとみられ、経済対策などによる内需の持直し効果を輸出の急減が打ち消してしまう可能性が考えられる。

また、英国のEU離脱問題も最終決着には至っていない。英国はEUからの離脱こそ実現させたものの、EUとの自由貿易協定(FTA)交渉は難航しており、「公正な競争環境の確保」や「漁業権」といった分野を中心に両者の隔たりは大きい。20年末の移行期間終了までに交渉がまとまらず、WTOルールが適用される事態となれば、21年初めから新たに関税が発生することとなり、ドイツを筆頭に英国との貿易関係が深いユーロ圏加盟国の景気回復の重石になる恐れもある(図表43)。

(3) 危機を経て前進が期待される欧州統合の深化

一方、今回のコロナショックを機に、ユーロ圏の財政統合の深化が進み始めたことは朗

図表43 英・EU間の通商交渉スケジュール



(備考) 各種報道より作成

報といえよう。6月から持ち越しとなっていた7,500億ユーロの復興基金案は、EU首脳会議の会期を大幅に延長し、7月21日に合意にこぎつけた。修正案では、①返済が不要な補助金の割合が引き下げられたほか、②EU予算への拠出金を払い戻す「リベート」や、③供与された資金が適切に使われていない場合に加盟国が問題提起できる仕組みが導入されるなど、オランダやオーストリアなど財政規律を重視する加盟国に配慮した内容となっている(図表44)。同基金案はEUの中期予算案(21~27年)に組み込まれ、欧州議会の同意を得た上で、21年からコロナショックの影響が大きいイタリアやスペインなどの南欧諸国を中心に分配される予定となっていることから、景気回復の追い風として期待される。

また同基金の原資は、欧州委員会(EC)が自ら発行する債券によって市場から全額が直接調達される。大規模な共通債の発行は今回が初めてであり、財政統合の進展によるEU統合のさらなる深化にも期待が集まる。

図表44 復興基金案の概要

内容
・ 総額7,500億ユーロ。うち3,900億ユーロが返済不要な補助金、残り3,600億ユーロは低利融資 ・ 当初案は7,500億ユーロのうち5,000億ユーロが補助金、2500億ユーロが低利融資
資金提供開始時期
・ 欧州議会の同意を得た上で、21年から各加盟国に配分予定
資金調達・返済
・ 欧州委員会（EC）がEU全体を代表して債券を発行し、加盟国共同で原資を調達 ・ 共通債券の償還期間は最大30年。2058年までにEU予算から返済 ・ 加盟国の拠出金増額と、EUの新規財源（プラスチック新税、国境炭素税、デジタル税など）から返済
その他
・ EU予算への拠出金を払い戻す「リベート」を導入 ・ 供与された資金が適切に使われていない場合、加盟国が首脳会議で協議できる仕組みを導入

(備考) 各種報道より作成

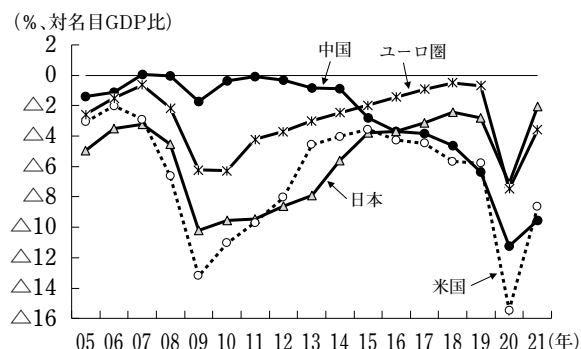
5. コロナショックの長期化がもたらすリスク

以上みてきたように、コロナショックの発生により世界経済はかつてないほどの落込みを記録している。こうした中、世界経済回復のけん引役として期待された中国は、世界金融危機時における副作用の苦い経験などから、かつての4兆元投資のような大規模対策を実行に移すことは難しいとみている。また、米国では雇用・所得情勢の悪化などを背景に、個人消費の回復が遅れる可能性が高まっている。今のところ住宅市場に変調はみられないものの、雇用・所得情勢の悪化が長引けばローン返済に窮する家計が急増する恐れもある。欧州もドイツをけん引役に景気回復が期待されるものの、同国はその輸出依存度の高さから海外経済減速の影響を受けやすいとみられ、今後景気回復ペースが頭打ちとなる可能性も考えられる。

かかる状況下、コロナ禍における世界経済の下支え役として機能しているのが、大規模な財政政策と金融政策である。コロナショック以降、各国政府は景気の急激な悪化に対応するため矢継ぎ早に大規模な財政政策を実行に移してきた。米国では3月27日に世界金融危機時を大きく上回る2兆ドル規模の大型経済対策法案が成立しており、足元ではさらなる追加の経済政策も検討されている。また先述のとおり、欧州でもドイツが財政健全路線を一時棚上げし大規模な景気対策をまとめあげたほか、EUでは復興基金案が合意に達している。

こうした各国政府の大規模な対策がコロナショックによる経済への悪影響を大幅に軽減していることに疑いの余地はない。ただ、必要性が高いからとはいえ、過去に例をみないほどの大規模な経済対策は、その裏で各国政府の財政を大きく悪化させることになる。図表45は、各国・地域における財政収支の対名目GDP比をみたものである。08年の世界金融危機により

図表45 各国・地域の財政収支
(対名目GDP比)



(備考) 1. 20年及び21年は4月時点の推計値。一部の国では19年以前が推計値の国もある。
2. IMF『World Economic Outlook, April 2020』より作成

膨らんだ財政赤字は、その後徐々に赤字幅を縮小させてきたものの、今回のコロナショックを受け再び急拡大が見込まれている。IMFの見通しによると、米国では20年の財政収支(対名目GDP比)が△15.4%と19年(△5.8%)から大幅に悪化すると予想されている。翌21年は△8.6%と赤字幅は縮小するものの、それでも世界金融危機時に匹敵する財政悪化が見込まれている。もっとも、このIMFの見通しは4月時点のものである。その後もコロナショックによる経済への下押し圧力が強まり各国政府が追加対策に踏み切っていることを勘案すると、IMFの見通しよりも足元ではさらに財政悪化が進んでいるとみられる。

そして今後重要になってくるのが、国債の格付の動向である。財政赤字の拡大などを理由に、格付会社が格付の引き下げに踏み切る可能性が考えられるためである。実際、格付会社のフィッチ・レーティングスやS&Pグローバル・レーティングは、米国債などの格付の見通しをコロナショック後に引き下げて

図表46 最近の格付変更の動き

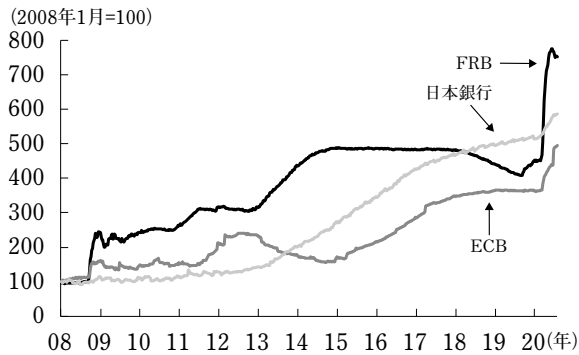
変更日	対象国	格付会社	変更内容
4月28日	イタリア	フィッチ	BBBマイナスに引き下げ
5月15日	フランス	フィッチ	見通しを安定的からネガティブへ引き下げ
6月9日	日本	S&P	見通しをポジティブから安定的に引き下げ
7月29日	日本	フィッチ	見通しを安定的からネガティブに引き下げ
7月31日	米国	フィッチ	見通しを安定的からネガティブに引き下げ

(備考) 1. フィッチはフィッチ・レーティング、S&PはS&Pグローバル・レーティングの略
2. 各種報道等より作成

いる(図表46)。こうした格下げの動きが今後強まれば、金利上昇などを通じて国債の安定消化に支障が出てくるほか、その国の通貨で売り圧力が強まる恐れもある。

また財政悪化に加え、大規模な金融緩和により各中央銀行のバランスシートが急拡大している。図表47は日米欧の中央銀行の総資産を、08年1月を100として比べたものである。世界金融危機時の大規模な量的緩和策により各中央銀行のバランスシートは急拡大した。ただその後世界金融危機の影響が薄れるにつれ、FRBやECBなどでは総資産が横ばいから減少へと転じていた。しかし、コロナショックの発生により各中央銀行は再び大規模な量的緩和策に踏み切り、結果として総資産は過去最大規模にまで膨らんでいる。またFRBなどでは国債のみならず、MBS(住宅ローン担保証券)や社債などリスクの高い債券の購入にも踏み切っている。こうした積極的な金融緩和策が功を奏して、コロナショックが金融危機へ伝播するのを今のところ防ぐ

図表47 各国中央銀行の総資産



(備考) FRB、ECB、日銀資料より作成

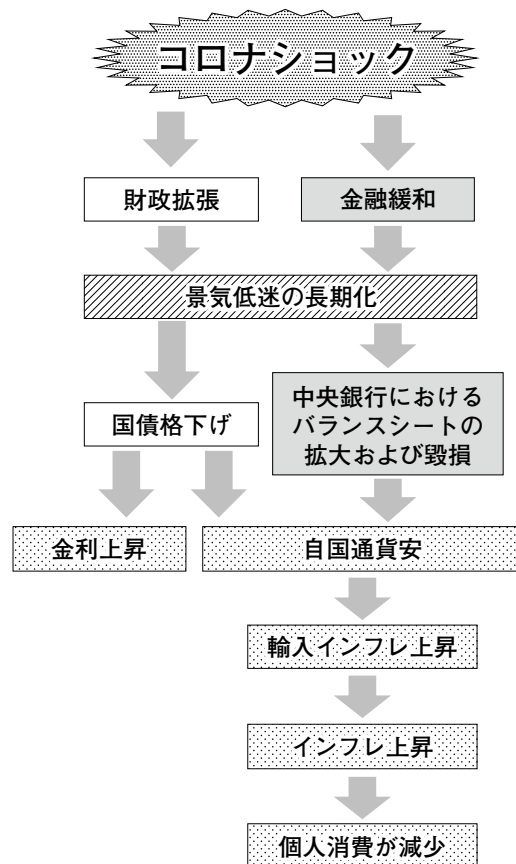
ことができている。ただその一方で、コロナショックがさらに深刻度を増し信用不安が進むような局面となれば、中央銀行のバランスシートが大きく毀損されるリスクも高まる。

こうした事態は中央銀行の信認を低下させ、先述の国債の格下げと相まって通貨の信用に影響を与え、急激な通貨安を招きかねない。そして急激な通貨安は輸入物価の上昇を通じてインフレ率を急上昇させるリスクがある。需要低迷による物価下落圧力を上回る勢いで、通貨安によるインフレの上昇が進めば、個人消費の新たな足かせにもなりかねない。個人消費はコロナショックによって落ち込んだ世界経済が回復へ向かう上で最も重要な要素の1つである。その個人消費がインフレ急伸によってさらにダメージを負うことになれば、コロナショックによる世界経済の悪化がさらに深刻になる恐れがある(図表48)。自国通貨安による悪影響は新興国のみならず、先進国とっても重要な問題となりうる可能性を秘めている。

新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、財政・金融政策の果たしてきた役割は大き

く、今後も重要な役割を担うことになる。ただ、いつまでも財政・金融政策を空前の規模で拡大し続けることはできない。コロナショックが長期化し、それでも財政・金融政策を続けようとするれば、急激な通貨安とインフレ、そして個人消費の減少を招きかねない。仮にそれを恐れて財政・金融政策の規模を縮小させた場合、世界経済は回復の下支え役を失うことになる。大規模な財政・金融政策に支えられた世界経済回復の道のりは綱渡りの状態ともいえ、ワクチンや治療薬が世界中に行き渡るまでの時間稼ぎをしているにすぎないのかもしれない。世界経済回復の行方は時間との戦いになってくるといえよう。

図表48 コロナショックと通貨安リスク



(備考) 地域・中小企業研究所作成