

## 何が市場と経済のデカップリングを終わらせるのか

---

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

### 世界

先進国では経済活動が徐々に正常化に向かい始めている。しかし米国の新型コロナウイルス新規感染者数が再度の増加に転じるなど、正常化の足取りは不確かなものにすぎない。景気の最悪期を越えたとしても、コロナショック前の経済活動水準を回復するには相当時間がかかるという見方がコンセンサスになっている。しかもそもそも、中南米、南アジア、さらに（実態把握は困難なもの恐らく）アフリカを中心に新興国での感染拡大は継続しており、世界全体で見れば収束にはほど遠い状況にある。感染拡大が続く限りロックダウン的措置の有無にかかわらず景気は下降せざるを得ない。一方、株式市場をはじめとする金融市場は「コロナバブル」と称されるほどの活況を見せている。この景気実態と市場とのデカップリングの背後に大胆な「金融緩和」があることは巷間言われる通りであろうが、もう一つのキーワードは「格差」であると思われる。景気停滞下の株高が格差を助長するのはもとより、同じく問題なのは、格差が拡大するからこそ（持たざる者の犠牲の上に）株高が持続するというメカニズムが働いてしまうことにある。とはいえ、それはあくまで付加価値の「分捕りあい」に誰が勝つかという問題だからおのずと限界はある。世界の付加価値創出能力が明白に劣化すれば、ゼロサムはどこかでマイナスサムに転化するからだ。その意味で、「弱者の一層の弱体化」は株高と格差拡大の循環を終わらせる候補の一つということになる。新興国の感染拡大と景気悪化の度合いには、この観点からも注視していかなくてはならない。

### 日本

日本経済は猛烈かつ急速な縮小を経験したのち、4月下旬から5月上旬頃を底として、足下では一旦の回復局面を迎えている。回復の背景は緊急事態宣言の解除と、給付金等による家計所得の一時的な増加である。その中で、一時的な牽引役として期待されるのは、耐久財（家電・乗用車など）や娯楽（旅行・行楽）など、自粛期間中に大幅に需要が落ち込んだカテゴリーの「リベンジ消費」である。他方、巣ごもり関連消費への順風は縮小する見込みだ。しかし急角度での回復は短期間で終わる公算が大きい。まず、給付金による需要刺激は一時的なものにすぎない。また、雇用調整助成金の効力縮小がもう一つの「財政の崖」を発生させる懸念も残る。加えて、感染拡大の収束という、景気回復に向けた大前提が根底から覆るリスクも未だ残る。また、水準として大幅に低下した稼働率が、当面の設備投資や輸出の回復を抑制する公算も大きい。日本経済は、ごく短期的なV字回復を経験したのち、極めて緩慢な回復ペースに移行する可能性が高い。

### 米国

4月後半以降の経済活動の再開（リオープン）に伴い、5月の経済指標は改善傾向を示している。他方で、一部の州・地域を中心に新型コロナウイルス新規感染者数が増加しており、リオープンの停止や再ロックダウンを懸念する声もある。新規感染者数が増加する中、漸進的なリオー

プランを実施するためにも、経済への悪影響を和らげる痛み止めが引き続き必要となる。更なる追加支援への要望は高まる一方で、議会での追加支援法案の議論は独立記念日（7月4日）後の2週間の休会期間以降とされ、追加支援の決定は7月末までもつれ込むことが予想される。様子見姿勢の共和党にとって、6月の雇用統計等の結果を見定めたいとの思惑もあるだろう。ただし、雇用環境が改善したとしても、失業率は高水準である公算が大きく、失業保険増額の必要性に変わりはない。感染拡大を抑制しつつ景気回復を続けるためにも、追加支援法案を取りまとめる共和党・民主党両党による協働が不可欠といえる。

## 欧州

新型コロナウイルス感染の抑制を目的とするロックダウン（都市封鎖）の影響で、ユーロ圏、英国とも4月の小売売上高、輸出、鉱工業生産は軒並み前年比二桁減となった。欧州では5月以降、ロックダウンを段階的に解除する動きが広がっており、様々な景気指標は最悪期脱出を示唆している。ただし、感染リスクが消えたわけではなく、特に欧州外で引き続き猛威を振るっている。リーマン・ショック後の景気回復局面のような外需の回復は見込めず、欧州の景気回復の鍵を握るのは内需と見込まれる。ユーロ圏、英国とも2020年下半年は前期比プラス成長を見込むが、上半期の急激な落ち込みに比べれば緩やかな回復にとどまるだろう。ユーロ圏の成長率は2020年▲8.0%、2021年+4.1%、英国の成長率は2020年▲9.5%、2021年+4.6%と予想する。

## 中国

中国経済は2020年1月～2月をボトムに緩やかに改善している。固定資産投資は1月～2月の前年同期比24.5%減から1月～5月は6.3%減にマイナス幅が縮小し、5月単月ではプラス転換を果たした。牽引役はインフラ投資と不動産開発投資である。一方で、自動車販売を除き、消費の戻りはやや鈍い。飲食店では1テーブル当たりの使用人数制限はかなり緩み、賑わいを取り戻しつつあると聞くが、5月のレストラン収入は前年比2桁の減少が続いた。2020年は年後半に成長率はプラスに転換しようが、年間の成長率はゼロ近傍となろう。2021年は7.8%程度と予想するが、これは2020年がかつてない低成長にとどまる反動によるものである。2020年、2021年の実質成長率は平均で3.9%と、コロナ前に当面の巡航速度とされた6%程度を大きく下回ることになろう。ウィズコロナの中国経済は緩やかな回復が想定される。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)				(前年比%)				(前年比%)			
	2019年				2020年				2018年	2019年	2020年	2021年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(日本は年度)			
日本	2.6	2.1	0.0	-7.2	-2.2	-20.5	5.1	4.9	0.3	0.0	-5.1	2.9
米国	3.1	2.0	2.1	2.1	-5.0	-27.9	10.3	8.2	2.9	2.3	-4.8	3.2
ユーロ圏	2.0	0.4	1.2	0.2	-13.6	-31.3	13.4	8.5	1.9	1.2	-8.0	4.1
英国	2.7	-0.6	2.1	0.1	-7.7	-45.3	19.3	11.5	1.3	1.4	-9.5	4.6
中国	6.4	6.2	6.0	6.0	-6.8	N.A.	N.A.	N.A.	6.7	6.1	0.1	7.8
ブラジル	0.6	1.1	1.2	1.7	-0.3	N.A.	N.A.	N.A.	1.3	1.1	-9.4	2.1
インド	5.7	5.2	4.4	4.1	3.1	N.A.	N.A.	N.A.	6.8	4.9	-9.1	3.8
ロシア	0.4	1.1	1.5	2.1	1.6	N.A.	N.A.	N.A.	2.5	1.3	-6.0	2.0

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率(出所)各種統計より大和総研作成