

ワクチン接種の威力

大和総研 経済調査部長 山崎 加津子

世界

コロナショック後の景気回復は、引き続き新型コロナウイルス感染症の抑制の可否によって明暗が分かれている。感染抑制に成功した中国、ワクチン接種完了者が人口の4割近くに達している米国は、1-3月期に高成長を達成した。一方、同時期に感染再拡大で行動制限や店舗営業制限の強化を余儀なくされた欧州と日本はマイナス成長であった。もっとも、英国を筆頭に欧州でもワクチン接種が進む中、5月に入ってさまざまな制限を緩和する動きが出ており、4-6月期はプラス成長に転じると予想される。ワクチン接種がようやく本格化した日本も7-9月期にはプラス成長へ転じ、外食、旅行、娯楽など大きな打撃を受けてきた産業の持ち直しが期待される。経済予測においてワクチン接種の進捗状況が大いに注目されるが、感染抑制と景気回復で先行する米国ではインフレや金利上昇、中国では不動産バブルと次の懸念材料が浮上している。

日本

2021年1-3月期のGDP発表を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP見通しは2021年度が+3.1%、2022年度が+3.3%である。当社のメインシナリオでは、医療従事者と高齢者の新型コロナウイルスワクチン接種が9月末までにほぼ完了し、12月末には全国民の約半数が接種を終えると想定している。経済活動の正常化が2021年秋から本格化することで景気回復ペースが加速していく見込みだ。米中経済の力強い回復が続く中、国家間で二極化が進むだろう。足元では感染力の高い変異株が猛威を振るっており、今後のワクチンの接種ペース次第で日本経済見通しは大きく変わる。ワクチンの接種ペースが想定よりも遅ければ、2021年度中にさらに3回の緊急事態宣言が発出され、2021年度の実質GDP成長率はメインシナリオから1%pt程度下振れする可能性がある。加えて、国内で広がった変異株よりも感染力が高いとされるインド型変異株が流行すれば、成長率は大幅に低下することになる。

米国

5月12日に公表された4月のCPIが市場予想を大きく上回ったことで、金利上昇によりバリュエーションが調整されるとの思惑から、株価が大きく下落する“CPIショック”が発生した。CPIの内容を見ると、ベース効果や一部の供給制約の影響、そしてポストコロナへの移行がインフレ加速の主因であり、その他のインフレ圧力が高まっているわけではない。しかし、“CPIショック”を通じてインフレ加速に対する警戒感が強まったのは確かである。2021年は下半期を中心にGDPギャップのプラス幅が拡大すると見込んでおり、インフレ圧力が高まると考えられる。他方で、そもそもGDPギャップに対するインフレの弾力性が低下していることから、GDPギャップのプラス幅ほどインフレが加速しないことも想定される。加えて、供給制約が徐々に解消されることで、2022年以降はインフレ圧力が緩和していくと見込む。もっとも、当面はインフレ圧力が相対的に高くなる中で家計の消費行動や企業の事業活動が消極化し、需要低下によって縮小均衡へと至るリスクもある。加えて、CPIの一時的な加速が金利上昇をもたらす“CPIシ

ショック 2.0”がテールリスクとして考えられる。6月のFOMCで市場参加者に余計な疑念を与えないようコミュニケーションが取れるかが、“CPIショック 2.0”を避ける上で肝要となろう。

欧州

欧州各国では行動制限措置の効果から新型コロナウイルス感染者の増加ペースが鈍化しており、足元ではイタリアやフランス、ドイツ等は制限の緩和に動いている。もっとも、先行する英国と比較すると、大陸欧州各国の感染者数は英国よりも高水準であるにもかかわらず、英国よりも短期間で同程度の内容まで緩和を進めようとしている。やや急ぎ過ぎている印象が拭えない。ユーロ圏、英国ともに2021年1-3月期はマイナス成長に陥ったが、新型コロナウイルス感染症の抑制とワクチン接種の進展により、行動制限措置が緩和され、人々が徐々に日常生活を取り戻していくと想定しており、4-6月期以降、景気が拡大していくと見込んでいる。経済の正常化が進み、成長が加速していくというシナリオの確度が高まっていくと、各国の置かれている経済環境の違いが鮮明になっていく。経済成長ペース・インフレ状況が異なるため、コロナ禍で膨張した財政・金融政策の後始末に対して、集合体として軌を一にする際には、どこを基準に対応を進めるかが難しく、時間もかかる。この点、内部に多くの問題を抱えつつも、EU離脱で政策の自由度を得た英国は短期的には優位かもしれない。

中国

中国の「灰色のサイ」は不動産バブルである。コロナ禍でも住宅市場への悪影響は短期間で終了し、その後の住宅販売は回復から過熱の様相を呈した。中国政府は昨年12月以降、不動産投資・投機の抑制とこれにかかわる銀行貸出等の抑制に力を入れている。これを受けて投資・投機需要は減退するとの期待が高まり、4月単月の新規住宅着工面積は前年比8.1%減と前年割れとなった。ある程度のタイムラグを経て、不動産開発投資も抑制されよう。中国国家統計局によると、2021年1月～4月の固定資産投資は同19.9%増、小売売上は同29.6%増となり、1月～3月のそれぞれ同25.6%増、同33.9%増から伸び率は低下した。ただし、これはコロナ禍における中国経済の最悪期であった2020年1月～2月との比較による反動増の影響が縮小したためであり、内需はむしろ加速している。コロナ禍以前の2019年1月～4月との比較では固定資産投資は8.0%増（1月～3月の同比較は6.0%増）、小売売上は7.8%増（同7.6%増）であった。中国経済見通しに変更はなく、2021年は8.8%程度、2022年は6.0%程度の実質成長を遂げよう。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)								(前年比%)			
	2020年			2021年				2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(日本及びインドは年度)			
日本	-28.6	22.9	11.6	-5.1	-2.9	9.0	3.4	2.9	-0.5	-4.6	3.1	3.3
米国	-31.4	33.4	4.3	6.4	10.9	9.6	6.5	2.9	2.2	-3.5	7.3	4.2
ユーロ圏	-38.8	60.3	-2.7	-2.5	4.2	9.9	5.2	3.5	1.3	-6.7	3.9	4.3
英国	-57.9	87.1	5.2	-5.9	14.6	9.1	7.0	3.9	1.4	-9.8	5.8	5.4
中国	3.2	4.9	6.5	18.3	8.0	6.5	5.0	5.2	6.0	2.3	8.8	6.0
ブラジル	-10.9	-3.9	-1.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.1	-4.1	3.7	3.0
インド	-23.9	-7.5	0.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.9	-7.7	11.1	5.5
ロシア	-7.8	-3.5	-1.8	-1.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.0	-3.0	3.4	3.0

(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