

資源高と供給制約が影を落とす景気回復

大和総研 経済調査部長 山崎 加津子

世界

7-9月期の成長率は中国で予想を下回り、米国、英国、ドイツなどでは予想の下方修正が相次いでいる。新型コロナウイルス感染の再拡大が消費を下押しした側面もあるが、それ以上に経済再開を受けた資源・コモディティ価格の上昇、半導体不足やコンテナ不足などの供給制約が景気減速要因となっている。象徴的なのが多くの国で生じている自動車の生産と販売の急減である。冬の到来を前に天然ガスや原油、石炭の備蓄需要は容易には解消されないと見込まれ、インフレのピークアウトの予想が後ずれしている。この状況下で、米欧では景気後退とインフレ加速が同時進行するスタグフレーションの懸念がささやかれている。インフレ加速が来春以降も継続するかの鍵を握るのは、供給制約の解消が進むか、資源需要が落ち着くかに加えて、インフレ加速が賃金上昇率に反映されるかとなる。人手不足問題がすでに浮上している米国、英国では賃金上昇率の加速が持続的なインフレ加速をもたらす可能性がより高い一方、日本と中国では資源価格上昇は消費者物価になかなか転嫁されず、企業のマージン悪化の方が深刻になる。

日本

足下で資源高が一段と進んでいる。資源高による日本から海外への所得流出額は2021年度で27兆円程度と見込まれる。日銀短観に見る財の需給バランスはかなり逼迫しているため、小売価格への転嫁は2000年代の資源高の局面に比べて進みやすいとみられる。家計にとっては相当な負担増になるが、2021年9月までで40兆円を超えた過剰貯蓄により、個人消費への影響は抑えられるだろう。日本でインフレ基調が強まらない主因はサービス物価の伸び悩みにある。国内で経済活動の正常化が進めば、1990年代末から概ね横ばいで推移してきたサービス物価は上昇に転じる可能性がある。こうした上昇を持続させるには賃金上昇を伴う必要があり、賃金の原資である労働生産性の引き上げが求められる。経済活動の正常化が進み始めた今こそ、中堅・中小企業を中心としたサービス業の生産性低迷という長年の課題に官民を挙げて積極的に取り組むべきである。

米国

7-9月期の実質GDP成長率予想を前期比年率+2.6%と下方修正した。新型コロナウイルスの感染再拡大によってサービス消費が伸び悩み、個人消費が失速することで、4-6月期の同+6.7%から大きく減速すると見込む。スタグフレーション懸念が強まっているが、1970年代から1980年代前半に見られたような高インフレとマイナス成長が併存する状況にはない。足下のインフレ加速と景気の緩やかな減速感を踏まえれば、「スローフレーション（スローグロースとインフレを掛け合わせた造語）」という表現が正しいだろう。過去30年間を振り返れば、「スローフレーション」は5回存在した。いずれの時期もスタグフレーションが懸念されたが、概ね1年前後で終了した。足下の経済状況は、2011年の「スローフレーション」に類似している。ただし、「スローフレーション」が長期化する恐れがある。とりわけ、労働供給が伸び悩めば、賃

金上昇圧力が維持され、企業が価格転嫁をすることでインフレ加速が継続することになる。インフレ加速が長引き、景況感がさらに悪化することで、「スローフレーション」にとどまらず、スタグフレーションへと転換することが最大のリスクといえる。

欧州

経済活動の正常化に伴い欧州経済の見通しは上方修正が続いてきたが、10月にIMFが発表した2021年の成長率予想では、ユーロ圏最大のドイツと、行動制限をいち早く解除した英国が下方修正された。新型コロナウイルス感染の影響も受けた供給サイドのボトルネックが長期化し、生産活動は停滞、価格は上昇している。加えて、エネルギー価格の高騰が、企業や家計の行動に影響を及ぼしており、短期的には、年末にかけて景気減速とインフレ率上昇が共存する、スタグフレーションに陥るとみられる。ECBが想定するように、インフレ圧力の上昇は一時的か見極める必要があるが、総じて“一時的”状態が長期化かつ深刻化しているのが現実だ。なお、世界規模のサプライチェーン問題は、輸送力不足や港湾での遅延によって増幅されており、ホリデー商戦を前にして、おもちゃ等の商品が店頭には並ばないリスクが懸念される。これは売上が立たない小売企業、欲しい物が手に入らない消費者双方にとって、大きな痛手である。

中国

7月～9月の実質GDP成長率は前年同期比4.9%となり、1月～3月の同18.3%、4月～6月の同7.9%から低下した。今後の中国経済見通しを左右するのは、中国恒大集団（以下、恒大）の問題と電力不足、そしてコロナ警戒モードの行方である。恒大問題は不動産市場の変調を通じて、景気の下押し要因となる。電力不足について、石炭の在庫水準が低い中で、これから冬を迎える中国は、発電用と暖房用の在庫を積み増す必要がある。増産が難しければ、輸入を増やすか、消費を抑制するしかない。電力不足は冬を越えるまで続く可能性がある。さらに、2022年2月4日～20日の北京冬季五輪、そして3月の全国人民代表大会（全人代）に向けて、コロナへの警戒モードは1月以降、大きく高まる可能性がある。この時期は接触型消費に再び下押し圧力が高まる可能性があるということだ。こうした状況を受けて、中国経済見通しを下方修正する。2021年10月～12月の実質GDP成長率は従来の同4.5%から同3.5%へ、2021年通年は8.4%から8.0%へ、2022年は6.0%から5.4%へ引き下げる。2022年1月～3月までが、電力不足やコロナ対策の正念場であり、4月～6月以降は成長率の加速を見込んでいる。

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	-28.1	23.2	11.9	-4.2	1.9	1.1	5.7	3.8	-0.5	-4.4	3.5	3.3
米国	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.6	5.5	4.5	2.3	-3.4	5.6	4.0
ユーロ圏	-39.2	60.7	-1.5	-1.2	8.7	5.6	4.0	4.2	1.6	-6.5	4.7	4.1
英国	-58.1	90.2	4.5	-5.3	23.9	5.5	4.1	3.3	1.7	-9.7	6.9	4.7
中国	3.2	4.9	6.5	18.3	7.9	4.9	3.5	4.2	6.0	2.3	8.0	5.4
ブラジル	-10.9	-3.9	-1.1	1.0	12.4	N.A.	N.A.	N.A.	1.4	-4.1	4.9	2.8
インド	-24.4	-7.4	0.5	1.6	20.1	N.A.	N.A.	N.A.	4.0	-7.3	9.5	7.9
ロシア	-7.8	-3.5	-1.8	-0.7	10.5	N.A.	N.A.	N.A.	2.0	-3.0	4.0	3.2

(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