

Contents *****

特集：コロナとバブルと世界経済の行方	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
“Delta’s beta” 「デルタ（株）のベータ（感応度）」	7p
<From the Editor> 東京五輪の日々	8p

特集：コロナとバブルと世界経済の行方

先週からついに東京五輪が開幕しました。ところが同時に変異種デルタ株が猛威を振るい、気の緩みもあってか感染者数が急増中。これでは家に閉じこもって、テレビ観戦するしかありません。そして内外とも、政治経済のネタは夏枯れ気味となっています。

本号では今週発表された IMF の WEO7 月改定版を手掛かりに、コロナ下の世界経済について考えてみました。当面の成長見通しはかなり強気になっていますが、**Covid-19 は世界経済に新たな「フォールト・ラインズ」（分断線）を加えつつあり**、このことは新たなリスクと認識する必要があるようです。全ては今後の感染の推移に懸かっており、世界的な今の株高ももう少し慎重に見た方がいいのかもしれない。

●WEO 「フォールト・ラインズ」に込められた狙い

今週 7 月 27 日に、IMF の WEO（世界経済見通し）最新版が公表された¹。昨年より 1 カ月遅れであり、今月上旬にベネチアで行われた G20 財務相・中央銀行総裁会議には間に合わなかった。おそらく内部でかなり議論があつて、発表が遅れたのではないだろうか。

日本国内の報道では、**「米欧の経済回復見通しが上振れする一方、日本は感染再拡大で下方修正された」**ことにポイントが置かれている。ただし変異種であるデルタ株の感染が急拡大しているのは、昨今の欧米も同様であり、「再びロックダウンに逆戻りして景気減速」という事態も十分にあり得るところである。

その点は The Economist 誌も指摘しており、詳しくは本号 P7 に抄訳を掲載した”Delta’s beta”をご参照願いたい。今の米国経済には、供給のボトルネックや早過ぎるテーパリングといったリスクもあるけれども、**全てはデルタ株の感染次第なのだ**、と説いている。

¹ <https://www.imf.org/en/publications/weo> 普通なら同日に公表される日本語版の要旨が間に合っていないところを見ても、今回は作業が遅れたことが想像できる。

○WEO 昨年来の表題の変遷

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)

○WEO 7 月版の主要部分 * () 内の数値は前回 4 月版との違い

GDP 成長率	2020 年	2021 年	2022 年
全世界	-3.2%	6.0% (±0.0)	4.9% (+0.5)
先進国	-4.5%	5.6% (+0.5)	4.4% (+0.8)
アメリカ	-3.5%	7.0% (+0.6)	4.9% (+1.4)
ユーロ圏	-6.5%	4.6% (+0.2)	4.3% (+0.5)
日本	-4.7%	2.8% (-0.5)	3.0% (+0.5)
新興国	-2.1%	6.3% (-0.4)	5.2% (+0.2)
中国	2.3%	8.1% (-0.3)	5.7% (+0.1)
インド	-7.3%	9.5% (-3.0)	8.5% (+1.6)
ASEAN5	-3.4%	4.3% (-0.6)	6.3% (+0.2)
ロシア	-3.0%	4.4% (+0.5)	3.1% (-0.7)
ブラジル	-4.1%	5.3% (+1.6)	1.9% (-0.7)
世界貿易量	-8.3%	9.7% (+1.3)	7.0% (+0.5)
原油	-32.7%	55.6% (+14.9)	-2.6% (+3.7)
燃料以外	6.7%	26.5% (+10.4)	-0.8% (+1.1)

*ASEAN5=インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

それよりも筆者が関心を覚えたのは今回の表題である。"Fault Lines Widen in the Global Economy"とあり、先進国の成長が目覚ましい反面、新興・発展途上国の回復は鈍いものがあり、ワクチン普及の差が世界経済の「断層線」を広げていると指摘している。

この"Fault Lines"という言葉には懐かしい響きがある。思わず書庫から、ラグラム・ラジヤン著『フォールト・ラインズ～「大断層」が金融危機を再び招く』（新潮社）を取り出してみた。米国では"Business Book of the Year 2010"に輝いたものの、日本ではさっぱり売れなかった、と新潮社の担当者が嘆いていたものである。

当時、シカゴ大学教授だったラジヤンは、「2007～08 年の国際金融危機を事前に予知した」ことで名を馳せた。それどころか、IMF チーフエコノミストを務めていた 2005 年のジャクソンホール会合では、「金融セクターに災害の種が蒔かれている」ことを警告した。その場には、それが最後の出席となるアラン・グリーンスパン FRB 議長が居た、というから「出来過ぎ」のシチュエーションである。ちなみにラジヤン教授は、2013 年から 16 年にかけてインド準備銀行の総裁を務めている。

●なぜ「断層線」がリスクをもたらすのか

10年前に書かれた『フォールト・ラインズ』の警告は、今読み返してみても面白い。「断層線が世界経済にリスクをもたらす」という2005年時点の予言は、その3年後に「リーマンショック」という形で見事に的中した。貧困層の持ち家率向上のために導入されたサブプライムローンが、世界の金融界に大いなる混乱をもたらしたことは、事前に予測されていたのである。

ここでいう「断層線」とは、単に富裕層と貧困層といった経済的格差にとどまらない。過剰消費の米国経済と日独などの輸出依存国、あるいは先進国と新興国の間などにも「大いなる不均衡」が生じている。そして国際金融危機が発生した後も、将来の経済危機を招きかねない亀裂はさらに深く広がりつつある、と本書は指摘する。例えばラジアンは、貧困層の子どもを手厚く教育しようとしても、米国の学校は年間180日しか開いておらず、これでは富裕層に対抗できるはずがない、といった社会的な問題にも目を向けている。

となると、現在のコロナ禍もまた、世界に新たな「断層線」をもたらしていることは想像に難くない。あらためて7月版のWEOを振り返ってみると、以下のような「フォールト・ラインズ」を見出すことができる。

- * 世界経済全体は今年6%成長で据え置かれているものの、先進国の成長見通しが上方修正される一方、新興国は下方修正されている。特に感染が急拡大している新興アジアが深刻。インドは実に前回比▲3.0%となっている。
- * 世界の貿易量は、21年+9.7%、22年+7.0%という驚異的な伸びが見込まれている。他方、国内における「対面のサービス業」は厳しい局面が続いている。
- * 世界的に「脱炭素」を目指す動きが加速する一方で、石油などの資源価格は今年に入ってから急上昇している。このことは世界的な物価上昇圧力ともなっている。

今回のWEOが強く主張しているのは、「ワクチンへのアクセスが、世界経済を2つのブロックに分ける断層線となりつつあること」(Vaccine access has emerged as the principal fault line along which the global recovery splits into two blocs:)である。そして「現在、感染が非常に少ない地域であっても、ウイルスが他の場所で蔓延している限り、回復は保証されない」という。他人の健康が自分の健康に影響する、というのが感染症問題の宿命であるから、「自分さえ良ければそれでいい」というわけにはいかない。

そこでただちに必要なのは、ワクチンを世界に公平に分配することである(The immediate priority is to deploy vaccines equitably worldwide.)。そのためには多国間協力が必要となり、WHO、WTO、世銀・IMFなども行動しており、パンデミックを終了させるための協力を世界に呼びかけている。

そこで直近のワクチン接種状況を、各国別に並べてみたのが次ページの表である。

○COVID19 ワクチン接種状況（G7=黄、新興国=青）²

	100人当たり接種数	総接種数	直近1週間の増加数
カナダ	127.12	4797.6万	229.7万
英国	123.56	8387.7万	146.3万
イタリア	108.97	6588.8万	376.5万
中国	108.79	15億6587.2万	9855.6万
ドイツ	107.11	8973.7万	362.2万
フランス	103.15	6969.1万	651.6万
米国	102.32	3億4221万	396.5万
ブラジル	63.30	1億3454.0万	1042.6万
日本	62.77	7938.4万	746.2万
ロシア	39.56	5773.0万	480.6万
インド	32.02	4億4191.2万	3006.5万
インドネシア	22.98	6285.8万	436.2万
世界全体	50.43	39億3077万	2億4108万

ものの見事に先進国が進んでいて、新興国が遅れている。先頭集団はカナダ、英国、イタリアなどだが、まだ集団免疫を得るほどの水準に達してはいない。米国は既に増加数が失速気味となっていて、ワクチン忌避層の説得に苦慮している。

中国は「毎週1億回」という驚異的なペースで接種を進めているが、中国製ワクチンが変異種に対してどれだけの効力を有しているかは未知数である。

ワクチン接種に出遅れていた日本は、まだG7中で最下位である。それでも直近1週間の増加数ではかなり上位にあり、ようやくエンジンが懸かってきたと言えそうだ。

●今の米国株はやはり「バブル」では？

少し深読みするならば、IMFがこのタイミングで“Fault Lines”という懐かしいフレーズを引っ張り出してきたのは、今の株高に対して警鐘を發する意味があるのかもしれない。

昨日公表された米国経済の4-6月期GDPは、年率換算で前期比6.5%増加し、規模としてはコロナ禍以前の19年10-12月期を上回った。個人消費や民間設備投資も好調で、市場予測値を下回った理由は、サプライチェーン問題に伴う在庫の取り崩しとみられる。とはいえ失業率はまだ5.9%もあり、昨年4月に失われた2000万の雇用者数は500万人程度がまだ取り戻せていない。さらにこの先には、変異種の感染拡大という脅威も待ち受けている。

ところが、この間にNY株価は史上最高値を何度も更新し、ダウ平均は今や3万5000ドルにも達している。企業決算が好調であるとか、Fedのテーパリングはまだ先であろうとか、インフレも見せかけだけだとか、理屈はいろいろついてくる。とはいえ、普通の人の変だと思ふことは、やはり変だと考える方がいい。おそらくラジアン教授に聞けば、「今の価格は正当化できない」と答えるだろう。

² オックスフォード大学の公表データを岡崎研究所がまとめたもの。

以前から、こういうときに本誌が頼りにしているのは「バフェットルール」である。著名投資家ウォーレン・バフェット氏が目安にしていると言われるこの法則は、その国の株式時価総額を名目 GDP と比較するという単純なものだ。以下のような等式で表され、指数が 100 前後であれば適正、それより低ければ株安、高ければ株高と見なす。

$$\text{バフェット指数} = \text{株式時価総額} \div \text{名目 GDP} \times 100$$

米国株のバフェット指数の推移は以下の通りである³。昨年 3 月にコロナショックで 100 前後まで低下したものの、今や 200 を超える水準にある。つまり今の米国株の時価総額は、名目 GDP 約 20 兆ドルの倍以上である。それもほとんどこの 1 年間の純増である。このことが富裕層の資産価格を押し上げ、経済格差をかつてないほどに拡大している。これこそが、今の世界経済が抱える最大の「フォールト・ラインズ」であろう。



過去における米国株の明らかなバブル局面、例えば 2000 年のインターネットバブルのときでさえ、バフェット指数は 150 には達していない。ゆえに現状をバブルと呼ぶのはたやすいことだ。しかし「それでは、いつ崩壊するのか？」と問われると答えがない。バブルはその性質上、破裂して初めてバブルであったことがわかるものだからだ。

それでもその前には、さまざまな「前兆」があるものだ。今月、ジェフ・ベズス氏らが宇宙船ニューシェパード号に搭乗し、民間人初の宇宙旅行に成功した。筆者にはこれが、今日的な「靴磨きの少年」のエピソードに思えて仕方がないのである。

●あらためて「20 世紀パンデミックの教訓」を読み返す

世界経済の行方は、つまるところ「今後の感染の拡大次第」ということになる。となると予測不可能になってしまうのだが、ここで「20 世紀の教訓」を思い起こしてみたい。本誌の昨年 10 月 16 日号「コロナ経済危機の中間報告」でご紹介したものである。

³ https://nikkeiyosoku.com/buffett_us/

出典は、2005年にWHOが発表した”Avian influenza: assessing the pandemic threat”という報告書である。2004年に流行した鳥インフルエンザ（H5N1型）に関するものだが、第2章「過去のパンデミックからの教訓」の中では、20世紀に発生した3つのインフルエンザ大流行を検証している。3つとは、①スペイン風邪（1918-1919）、②アジア風邪（1957-1958）、③香港風邪（1968-1969）のことで、ここに記されている12の教訓が、今読み返すとまことに身に沁みるのである。

(1) パンデミックは予測不可能である。20世紀に発生したパンデミックは、死亡率や重篤さ、感染拡大のパターンなどがその都度、違っていた。

(4) ウイルスによる潜在的な感染力は「波」によって違ってくる。1度目に影響を受けなかった年代や地域が、第2波には脆弱になりやすい。後へ行くほど深刻になりやすいが、その理由はさまざまである。1918年のウイルスは2〜3カ月で収束したが、その後、より強力になって戻ってきた。1957年の場合は、第1波は学校の子供たちが中心であったが、第2波は合併症のリスクが高い高齢者に広がった。

(7) 公衆衛生による介入は、パンデミックの拡大を遅らせることはできたが、止めることはできなかった。隔離と旅行制限はあまり効果がなかった。国内の感染は「密接」と「密集」に関わっているので、一時的な集会禁止と学校閉鎖は潜在的に有効である。インフルエンザのパンデミックが、ピークに達するときと収束するときの速度を考えると、これらの処置は長期にわたって強いる必要はない。

(9) ワクチンによるパンデミックへの効果は潜在的には大きいだが、検証の余地がある。1957年や1968年にはワクチンの製造能力に限界があったため、生産者が急いだものの効果を上げるだけの量は間に合わなかった。

(10) ワクチンを最初に受け取ることができるのは、国内に生産設備がある国となるだろう。

Covid-19は中国で発生して、ただちに欧米で蔓延して多くの犠牲者を出した。その後、いったんは沈静化するが、今年になってインドで誕生したデルタ株が、今度はアジアを席卷して日本にも入ってきている。まさに上記(4)の通りの展開である。

また(7)にある公衆衛生による介入が、「拡大を遅らせることはできても、止めることはできない」のも、つくづく実感するところである。現在検討されている「緊急事態宣言の延長・拡大」も、おそらく効果は限定的であろう。政府による「介入効果」の強化よりも、「情報効果」によるボランティアな行動変容を後押しすべきものとする。

さて、現在はデルタ株が欧米にも広がっている。それがワクチン接種効果によってどの程度抑制できるかは、もう少したってみないとわからない。現在、国家的な大実験を行っている英国のデータを見ると⁴、足下では感染者数が減少に転じている。これが他の地域の先行指標となれば良いのであるが…。

⁴ <https://coronavirus.data.gov.uk/details/cases>

<今週の”The Economist”誌から>

”Delta’s beta”

「デルタ（株）のベータ（感応度）」

Leaders

July 24th 2021

*** The Economist 誌曰く。米国経済には供給不安や景気刺激策の早期撤回などのリスクはあるが、それらはたいしたことはなくて、とにかくデルタ株が問題なのだと。同感です。**

<抄訳>

パンデミックからの回復が進むにつれて、世界経済の成長が減速することは不可避であった。最近、投資家にはもっと違う懸念材料が出てきた。先進国の急回復を率いてきた米国経済が、急激に停止するかもしれないのだ。供給のボトルネックや景気刺激策の早過ぎる撤回に加え、この国は他国同様に強力な変異種、デルタ株に直面している。痛みを伴うほどの減速はなさそうだが、変異種の拡散はこれら3つの危険の中で最たるものである。

最近の先進国でコロナの状況はどうか。7月20日時点、米国は七日間移動平均で100万人当たり112件の新規感染が生じている。これはワクチン接種率がより高く、制限も多く、デルタ株発生前だった英国の6月中旬時点と等しい。その英国は、今や100万人当たり699件であり、これは世界第5位の高さである。デルタ株は通常の2~3倍の速さで広がる。

幸いにもワクチンがほぼ重症を予防し、治療法も改善しているので多くの命が救われている。だからこそ英国は7月19日にすべての規制を解除した。しかしワクチンをすり抜けて感染は広がる。ファイザー接種済みでも12~21%はある。デルタの感染力は強く、各国は集団免疫の獲得に苦勞している。米国では全人口の44%が1回も接種しておらず、今後は感染急増の可能性がある。接種が遅れているミシシッピ州やルイジアナ州は特に危うい。

経済的な影響は、政治と消費者の反応次第である。ロサンゼルスはマスク着用義務を復活させ、ニューオーリンズは新規規制を検討中だ。ワクチン効果があるとはいえ、消費者はバーやレストランに殺到するかもしれない。英国ではモビリティは6月からわずかに減少したところ。幾何級数的な増加は、全て急激に変わり得ることを意味している。

デルタ株によるリスクは、米国の回復が直面する他の問題よりも厄介だ。供給不足や刺激策の撤回があっても、経済がオープンになりさえすれば、やがて勢いに乗るはずである。

半導体やコンテナの不足はCPIを5.4%まで上昇させた。実質賃金はこの1年で低下し、インフレの予兆が消費者を困惑させ始めている。しかしパンデミックの間、家計部門は2019年のGDPの12%に当たる2.5兆ドルの貯蓄超過を抱えている。手頃な価格のクルマが買えなくても、米国民が家を出られるならサービス業の復活が経済を牽引するはずである。

景気対策の撤回も良いことかもしれない。サービス部門では労働不足が起きている。9月末に失業給付がなくなれば、雇用市場の状況は改善しよう。7月末の立ち退き禁止解除措置も不安定性を高めるが、住宅市場は活況を呈しており、求人数は豊富であるはずだ。

回復が続くには人々が出かけなければならず、デルタ株がそれを危うくしている。

<From the Editor> 東京五輪の日々

在宅勤務を終えて午後 6 時に缶ビールを開け、ふとテレビをつけると、そこではジョコビッチと錦織圭が、テニス男子シングルス準々決勝を戦っている。何と贅沢なことでありましょうか。チャンネルを回すと、柔道も卓球もバドミントンも体操もやっている。無観客がもつたいのないようなドラマが、あっちでもこっちでも。さすがは東京五輪。

そして日本勢が、文字通りザクザクとメダルを獲得している。本稿執筆時点で金メダルが 15 個。競技日程はまだ半分も残っているというのに！ほとんど米中と天下を三分する勢いで、こんなことが今まであったでしょうか。

かくして、筋書きのないドラマに熱中する日々が続いています。週末の競馬は 2 週連続でお休み。夜中に『エヴァンゲリオン劇場版』や『ゴールデンカムイ』を「二度見」する必要もなさそうです。まあ、外出しなくて済むのは何よりであります。

思えば先週、開会式の選手入場とともに、『ドラゴンクエスト』のテーマが流れてきたところで、一気にスイッチが入りました。全世界 205 もの国・地域、それに難民代表の選手団が入場行進するのは、それだけで素晴らしい光景でした（来なかったのは北朝鮮くらいでしたね）。コロナのせいで外国が遠くなって久しい昨今、海外の方からリスクを取って日本に来てくれるわけですから、ありがたいことだと思わなければなりません。

長い五輪の歴史の中でも、「TOKYO 2020」はたぶん最初で（希望を込めて）最後の無観客大会ということになるでしょう。なんとか無事に終えて、「結果オーライだったね」と言えるようにしたいものです。

もっとも無観客になったことで、経済面では逸失利益が大きなものになりました。スポンサー企業にとっては、対五輪投資は「座礁資産」もいいところでしょう。ちなみにトヨタ自動車さんは、しばし五輪は忘れて四輪に集中するのだそうです。

それでも肝心なのは TOKYO の評判であって、良い印象が残ればそれでよしと考えるべきでしょう。この点で心配なのは、海外メディアによる「日本人は五輪開催に反対している」という事前の宣伝が行き渡っていて、海外アスリートたちは戦々恐々という感じで訪日していること。いい意味でその期待を裏切っていけばいいなと思います。ま、その点にはあまり心配はいらないでしょうけれども。

* 次号はお盆休みを挟んで 8 月 20 日（金）にお送りします。

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までをお願いします。

〒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