

演題:「どうなる? 2021年の世界と日本経済のゆくえ! ~収支見えぬコロナ戦、その影響度は?」

講師:北井 義久氏(日鉄総研(株)チーフエコノミスト)

■結論は?

今日の話の結論は、世界経済は(日本も含めて)今年から来年にかけて確実によくなる。それは、コロナが収束するというのではなく、人類史上最大の財政支出が世界中で行われているからだ。これまで最大だったのはリーマンショックのあと。あのときの財政支出の規模は世界のGDPの2%弱ぐらい。それに対し今回は2年間(20年-21年)で約6%だから3倍の規模となる。日本に当てはめればGDP500兆円の6%で30兆円となるが、実際はそれ以上になっている。これだけの財政支出が、しかも現ナマで行われて景気がよくなるはずがない。成長率を4、5%は上振れさせてもおかしくない。多分21年のほうが効果は大きく、去年が40%、今年が60%、2対3ぐらいの割合になると思う。

景気がよくなるもう一つの理由は、たぶんコロナも収束に向かうだろうということ。ワクチン接種の効果もあるが、感染防止に関する知識が人々の間に普及してきている。要は「3密」を回避してマスクをしていれば、普通の距離で普通に話し合う分には90%以上の確率で感染しない。

■コロナは死亡率が問題

さて、そのコロナ(COVID-19)だが、世界的には新規感染者・死者数とも頭打ちにはなっている(図表1)。この病気の特徴は死亡率が2%程度で推移しており、微妙な動きになっている(図表2)。一番気になるのがこの死亡率だが、国別に見ると英国などの白人が多く、日本、中国、台湾など黄色人種は少ない。その理由はよく分からないが、家に入るとき靴を脱ぐとか、欧米人のようにやたらに抱擁とかキスをしないなどの生活習慣が関係している可能性がある(図表3)。

ワクチンは日本でも今後接種が始まるが、感染対策にはなっても、感染した場合の死亡率を小さくする効果があるかどうかはまだはっきりしていない。また、日本の場合、なぜ第3波が来た外国人の入国規制が緩んだのが大きな原因だろう。昨年9月頃から外国人の入国者数が急増していたが(図表8)、その3分の1ぐらいが外国人研修生と見られる。世界各国を見ても、外国人の受け入れが緩んだときは感染が広がるという傾向がはっきりしている。

■東南アジアと中南米で減らない感染者数

日本など先進各国では感染者、死亡者数は減り始めているがタイ、ベトナム、インドネシア、フィリピンなど東南アジアの国々ではなかなか減らない(図表 19-21)。これは日本にとっては経済上リスクになる。ただ、日本のGDPには関係ないが、これらの国々に進出している日本企業の海外収益に影響してくる。

インド、イランは感染が収まりつつあるが、気を付けたいのがブラジル(図表 22-24)。コロナウイルスは結局、“外”から入ってくるわけだから、中南米との行き来はやめていただきたい。

■サービス業が大打撃

ここからは経済の話に移る。20年の世界の経済成長率は対策は打っていてもマイナス5%程度まで落ち込む。世界大恐慌以来約90年ぶりの大不況となる見込みだ。そして21年はリバウンドするが、それはあくまでも大型経済対策が打たれた結果なので、来年はまた落ちる(図表 25)。

今回の大不況の特徴は、またまた人類が経験したことの無い種類の不況である。どういうことかということ、製造業(モノ)はいいが、サービス業がダメということで、これまで経験してきた不況とは真逆になる。これまでは、モノは売れないがサービスはソコソコというのがこれまで経験してきたほとんどすべての不況だった。

例えば、世界の自動車販売台数は去年急激に落ち込んだが、あっという間に回復した(図表 27)。世界主要港のコンテナ取扱い(モノの流れ)は、20年の落ち込みから戻っており、更に落ち込む前の水準を超えている(図表 28)。反対にひどいことになっているのが航空産業だ。世界の旅客輸送量を見ると、前年同月比で80%以上も減少。その内、国内線は少し戻りつつあるが、国際線は戻っていない(図表 29)。要するに人の移動を伴うサービスが激減していて、移動距離が長くなるほど悪化している。つまり海外旅行が壊滅状態となっている。

では、外に行かないサービスはどうかということだが、宅配便取扱個数は絶好調でコロナ禍でも大きく伸びている(図表 83)。人が移動するのはダメだが、モノが移動するのはOKということだ。それは米国の個人消費動向にも表れている。米国も日本も同じだが、自動車はウハウハに売れているが、レジャー関係はだめ(図表 30)。米国のクレジットカード利用額を見ても全体では回復しているがレジャー関係は沈んだまま(図表 31)。

では、誰が消費を担っているかということだが、図表 32 を見てもらいたい。これはかなり重要なグラフ。実践が高所得者(上位25%)で、破線が低所得者(下位25%)。低所得者は去年の夏ごろから既に消費が回復している。というのも、この人たちは“その日暮らし”なので政府からもらった金はすぐ使う。それに対して高所得者は依然として前年比マイナスのまま。足もと一時的に水面上に上がっているが、これはアメリカ政府がまた一人当たり600ドルをバラまいたからだけのこと。

■株高の背景は

では、こうした状況なのになぜ株が上がっているかということ、簡単な話で金持ちが金を使えないからだ。金持ちが金を使うのは夫婦で海外旅行をしたり、オペ

ラやコンサートに行ったりということだが、そうしたお金の使い方が今はできない。普通なら毎年使う何百万円ものそうしたお金が残っている。だったら株を買おうかとなる。外に行ってお金を使うことができないから、マカオやラスベガスなどのカジノはゴーストタウン化している（図表 33）。今、そうした富裕層相手のサービス業を展開している人たちが一番苦労している。

では、富裕層たちがどれぐらいお金の使い道がなくて困っているかということ、米国では商業銀行の預金が急増している（図表 34）。足もとの2カ月間でなんと3兆ドル（300兆円）も増えた。このうち個人の預金だけで200兆円ぐらい増えている。こういうように世界中の金持ちの預金が増えてくると、金（きん）の価格も上がる（図表 35）し、株も上がる。アメリカでは中古住宅の価格が跳ね上がった（図表 36）。日本ではこういう現象は起きていないが、マンハッタンで2億円のマンションに住んでいる富裕層が、郊外の1億円の家も買うという話。これからは、そういう人たちを相手にどんなビジネスをしていくかを考えなければならない。

株高の背景はこういうこと（金余り）だが、ではいつ株が下がるかということだが、金持ちが今までのようにレジャー関係に大枚を払い始めるときだろう。ただ、もう元には戻らない気もする。人にもよるだろうが、私なんかは年を取ってきたせいもあるが、遊びに出掛けること自体が面倒くさくなってきている。これを経済学用語で「履歴効果」（ヒステリシス）という。つまり、一定期間、行動変容が起こると元には戻らない現象をいう。結果として、金持ちが以前のように金を使わなくなる可能性がある。ということで、株はなかなか下がらない可能性がある。

これからのサービス業はそういう金持ちにどうやって金を使わせるかが勝負になる。たまたま先月、八百幸（ヤオコー）の役員会で講演をしたが、あそこは今絶好調だそうで、要するに単価の高い高級品ほど売れているという。

■世界中で増える財政赤字

今後懸念される問題は何かということ、日本も欧米でも財政赤字が拡大することだ（図表 40、41）。イタリアを除けば日本、アメリカ、ドイツ、フランスいずれも史上最大の財政赤字。これをどうするかという議論はあるが、ただ、私の独断と偏見で言わせてもらえば、こうした先進国ではそれが大きな問題になることはないだろう。心配なのは大型新興国ブラジルだ（図表 42）。中国は微妙なところ。こうしたところの財政赤字が将来破綻したりすると、もしかしたら先進国も巻き込んだ金融危機を招く可能性はある。

そうしたところが世界経済の大まかな話。繰り返すと、今日どうしても覚えて帰っていただきたいことは、今起こっていることは「金持ちのサービス消費」がものすごく落ちているという一点に尽きる。

■中国は普通の中進国？

そこで、次に中国の話に移ると、中国はこれまでいろいろあって、バブルが弾けて大不況になるのではないとも言われてきたが、いまのところ経済はなんとか回っている。ただ、この国は05年ぐらいから成長率が鈍化してきているこ

とは明らか（図表 52）。おそらく 25 年—30 年ぐらいになると今の普通の先進国ぐらいの成長率にまで落ちていると思う。その最大の要因は人口減少が始まっているからだ。既にこの国は平均的には“中所得国”になっている。一人当たり GDP は 100 万円程度。イメージ的にはタイとかブラジルといったところ。ここまで落ちてしまうと、そこからワンランク上に上がるのはかなり難しい。これを経済学的には“中進国の罫”と言っている。一人当たり GDP 100 万円から明確に上に抜け出すことができたのはこれまでは日本、韓国、台湾ぐらいしかない（シンガポールを国と言えるかどうかは微妙）。あとは東ヨーロッパにあるぐらいだろう。

白状すると私は 5 年ぐらい前までは中国経済はいずれバブルが弾けて破綻するだろうと言っていたが、どうもしそうもないので撤回する。破綻しないと見る理由は、中国では銀行がほぼ国有化され、当局が金融をコントロールしているからだ。アントが上場できなかったのはそれが理由だろう。つまり、アントが上場して巨額の資金を調達し運用するようになれば、国が金融市場をコントロールできなくなることを恐れたのだと思う。実際アントは金融セクターの外に 1,000 兆円ともいわれる巨額の資金を動かす存在になれる。

■中国の経済対策は

中国の経済対策は依然として銀行からの貸し出しを増やして需要を喚起するのが常套手段。過去の推移を見ると右肩上がりで融資が増え、20 年以降も伸びている。ただ、直近はかなり急激に絞り始めた（図表 54）。その理由は不動産関連投資に勢いをつけさせ過ぎてしまったからということらしい（図表 57）。

具体的には中国もアメリカと同じように中古住宅価格が上がっている（図表 60）。特に北京、上海、広州、深圳など一線級の超大型都市の高騰がすごい。中国の金持ちはみんなここに住んでいる。だから価格がますます上がる。ここまで上がるとさすがに当局も気になり始めて融資を締め始めたということだと思う。ただ、これで経済が悪くなるということではない。さはさりながら、中国の労働人口は減少し始めたので、もうかつてのようにどんどん経済が拡大していくというイメージではなくなっている（図表 58）。

■日本経済は？

日本経済は 20 年はぐんと下がって、21 年になんとか回復に向かうが、来年以降はそれほどでもない。なぜ 21 年によくなるかと言えばトータル 70 兆円の補正予算が組まれているからだ。この経済対策規模は過去のものとは比べてもダントツ（図表 69）。大変なことをやっている。これだけの規模の対策をやっても、今年経済がよくならなかつたら、来年私はここに来ない（笑）。

もう一つ、日本の景気がよくなると見る理由として人手不足が相変わらず続いていることがある。新規求職と求人数を見ると依然として求人が求職を 400 万人上回っている（図表 70）。求職者の倍くらい仕事があるので、いろいろ条件をつけなければ働き口が今の日本にはあるということだ。更に、飲食店など一部業種で賃金が払えなくなると代わりに国が払ってくれる「雇用調整助成金支給額」という制度もある。

そんなことで、金融機関による貸し出しが増え、たぶんそれ以上に法人の預金額が増加している(図表 72)。法人預金は今や 300 兆円。金融機関の貸出額は 630 兆円。まさに今は本当に金融ジャブジャブ時代。ただし、90 年代以降続いてきた金融緩和と今のジャブジャブは質が違う。今までのジャブジャブは日銀が勝手に国債を買って、その金が銀行に回っていただけ。今のジャブジャブは本当に個人や法人の預金が増えている本物のジャブジャブ。今までは「嘘ジャブジャブ」、(笑)。日銀による金融緩和なんて、庶民には何の関係もなかったが今回は違う。おそらく今世界全体で 1,000 兆円、アメリカで 300 兆円、日本で 100 兆円、中国で 200 兆円、ヨーロッパで 200~300 兆円ものお金が余っている。これで株が上がらなかつたらビックリ。なかなか株は落ちないだろう。世界で 1,000 兆円も増えた預金を使い切るのは大変だからだ。

■ 株価上昇のもう一つの要因

株価上昇のもう一つの要因はやはり金利。どう考えても向こう 5 年間ぐらいで日米欧の金利が 3~4% にまで上がるとは想像しにくい。金利が 3~4% に上がるということはインフレ率が 3% ぐらいになるということだが、そのためには賃金が 4~5% 上がっていなければならない。継続的なインフレを起こすためには世界的に賃金が今後 10 年間ぐらい 4~5% 上がっていく必要がある。それは想像できない。ということで金利はなかなか上がらないから、株高は続く。この背景に何があるかといえば、今は世界も日本も賃金が上がらないような政策を取っているということ。日本はその政策が最もうまく行っている。日本でいえば派遣の原則自由化、外国人研修生(実質は労働者)の受け入れ緩和である。これによって非正規の労働者が使いやすくなったので、日本ではもう何年も賃金が上がっていない。これらの政策要望を自民党にしているのはもちろん経団連である。

■ 個別の業界

ここから先は個別の業界の話になるが、ここまでの話で分かるように自動車や家電は問題なし。百貨店はわざわざ出掛けていくところがミソなので業績は低迷。スーパーやコンビニは好調だが外食産業やテーマパークは戻り切れていない。戻り切っていないということで、面白いのがパチンコの売上(前回の講演で話題になった)。去年の外出自粛で 2 カ月ぐらい店が閉まったから急激に減ったがその後を見ると、8 割しか戻っていない(図表 85)。これは、2 カ月ぐらいパチンコに行かずにいると(行動変容)、それまで毎日行っていたような常習者でも「行かないでもいられる」自分に気が付いてまったく行かなくなるという話を昨年ここでしたが、それが証明された格好だ。先ほどの「履歴効果」(ヒステリシス)である。

もっと大変なのは鉄道会社と航空会社。最近の報道では ANA が従業員を 2~3 割削減するということがだが、これは仕方ないと思う。飛行機を利用して人たちにも「行動変容」が起きて、2~3 割はもう元に戻らないからだ。

宿泊施設も大打撃を受けている。日本のシティホテルもリゾートホテルも去年は稼働率 10% 以下まで落ち込んだが、リゾートホテルはもともと稼働率が

50%程度だったことと、同じ県内など近場の客を集めることで5割近くまで戻しつつある。しかし、シティホテルは近場の客を集めるということは難しいので、もともとの稼働率70-80%に対して50%程度までしか戻っていない(図表90)。

■住宅市場は中長期低迷路線

皆さんに関係の深い住宅市場は中長期低迷路線で、それに大きな変化はない。住宅着工戸数は90万戸前後から80万戸へジリ貧がつづく(図表91)。ただし、リフォームはお金が余っているので100万円ぐらい掛けてやる人は増える。

首都圏のマンション単価は新築、中古とも今のところは上昇気味だが、これ以上は上がらないだろう。人口減少が首都圏でもこれから効いてくる。そもそも住宅は「高いところが更に上がる」という性格のものだが、日本は東京一極集中を是正しようという傾向にあるからだ。

■日本経済の課題

あと残った時間で少し気になっていることを挙げると、予想以上に日本の輸出力が低下していることである。世界と日本の輸出数量指数を比較すると日本の相対的輸出力低下が09年ぐらいから落ちてきている(図表104)。これは円安が続いているためで、結果的に日本の輸出企業を甘やかした。努力しないでも円安のおかげで30円分ぐらい儲けることができたために輸出競争力が弱まってしまった。もはや、日本はかつてのように輸出が日本経済をけん引するような時代には戻れないだろう。それを象徴しているのが、世界の半導体出荷額。90年当時、日本は世界の半導体出荷額の40%を占めていたが、今や10%以下にまで落ち込んでいる(図表109)。

それから円安を招いている本当の主犯はGPIF(年金積立管理運用独立行政法人)と「ゆうちょ」「かんぽ」による外国証券運用。これらが100兆円近く外国証券をキャッシュで買っている。当然円安になる。今も保有したままだ。

■日銀がいずれ手放すETF

最後に、日銀の保有するETF(上場投資信託)の残高が遂に35兆円に達した(図表125)。日銀がGPIFを抜いて日本最大の株主になっている。いつまでも増やし続けるわけにはいけないので、いずれ日銀はETFを国民に売り始める。そのときのブレイクイーブン(収支がトントンになること)は日経ダウ平均が2万1,000円らしい。現在は2万9,000円と高いので、仮に2万4,000円の水準で売っても利益が出る。その時、私は買うつもりである。ということで、唐突に私の話を終わります。

<質問コーナー>

Q(荒井喜八郎氏);日銀がETFを売るという話があったが、それ以外ではなにがキッカケで株が下がり始めるのか。

A 今みたいにキャッシュで買われているうちは大丈夫だが、よせばいいのに借金をして株や土地を買い始める人たちが出てきたら危ない。そこから1年後ぐらいにはバブルが弾けて下がり始めるのではないか。そういう意味ではまだ大丈夫なので、勇気があるなら3万5,000円を目指してください。

Q イールドが立っているのは日本では不動産ぐらいしかないと思うが、いかがでしょうか。

A その通りです。Jリートなどにも向かうと思うが、どんどん価格があがれば利ザヤは減少する。それでもほかに買うものがないというのが実態。とにかく先進国は金利ゼロだから、資産運用の対象は不動産投資、リート、あるいは株ぐらいしかない。

Q (本多信博氏) 先進国では財政赤字があまり問題にはならないというのはなぜか。

A 金利がゼロなので、新発国債の金利もゼロなので、財政負担もゼロだからだ。ゼロ金利なら借りたほうが得ということ、企業だけでなく国もやっているということ。問題は長期国債の借り換えが来る10年後にもし金利が3%、4%にもなっていたら大変なことになる。1%位なら、なんとか回していける。

Q (佐藤一雄氏) 銀行が金利ゼロの新発国債を買うのはなぜか。

A 最終的には日銀が引き取ってくれることになっている。

Q (同) 関係者の間で回していると。

A 結局、日銀引き受けで国債を発行している。日本に限らず世界も同じ。

〈参加者の声〉 アンケート(印象に残った点)より

★北井先生ならではの切り口で、経済見直しを行っていただけて大変満足している。

(平和不動産株式会社 開発推進部)

★思ったほど経済は悪くならなさそうなので、少し安心しました。

(東京建物不動産販売株式会社 法人営業第二部)

★資料を活用して経済にうとい自分でも大変わかりやすかった。

(株式会社ジーク 取締役)

以上