

みずほマーケット・トピック(2020年5月20日)

コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？

アフターコロナの世界でグローバリゼーションの巻き戻しを懸念する声大きい。だが、より以前からグローバリゼーションの巻き戻しは進んできた。典型的には英国の EU 離脱やトランプ米大統領の当選などの政治的大事件の続いた 2016 年から巻き戻しが加速したと考える向きは多い。しかし、それはさらに前から進んでいて、それがトランプ政権の政策運営やコロナショックを経て「とどめ」を刺されようとしているという見方が適切。例えば、リーマンショック以前は前年比変化率に関し、「世界貿易 > 世界 GDP」の状況が続いてきたが、その後は「世界貿易 < 世界 GDP」も多く見られるようになった。また、対外直接投資 (FDI) 残高もリーマンショックを境として増勢が明らかに止まっている。グローバリゼーションの流れは前回の金融危機を境として歯止めがかかっており、今回のコロナショックは金融危機 (リーマンショック)、ブレグジット & トランプ米大統領就任に次ぐ「グローバリゼーションに対する第三のショック」と考えたいところ。

～世界が敢えて非効率になる時～

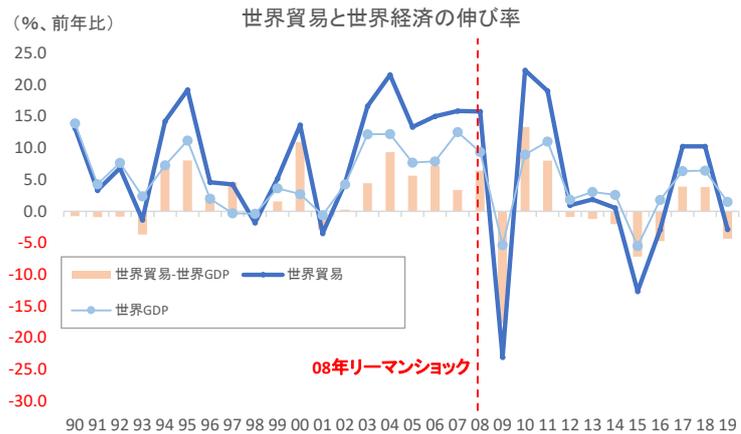
本欄 2020 年 5 月 8 日号『アフターコロナはインフレか？デフレか？』ではアフターコロナの世界においては「効率よりも安全」の価値観が国家の法規制や企業経営の在り方にまで影響を与える結果、脱グローバルや国内回帰が 1 つの潮流になるリスクを指摘した。常々、本欄で論じているように、筆者はアフターコロナの世界では「民間部門の貯蓄過剰」が幅を利かせるため、どちらかと言えばデフレ圧力の方が大きくなる展開をメインシナリオとしている。だが、リーマンショック後、金融機関に課された過剰な規制を思えば、危機前からは想像もつかないほど企業部門が行動変容を求められる可能性はある。今回はマスクのような医療物資が中国生産に依存していた結果、社会的混乱が起きた。そのような経験を踏まえ、多少、コストアップに目を瞑っても「国内で様々な財を賄えた方が国家のリスクマネジメント上適切」という判断は流行るかもしれない。仮にアフターコロナの世界でインフレシナリオが現実になるとすれば、こうしてグローバリゼーションの巻き戻しが世界経済の非効率化を進め、「コスト高の世界」が到来するというコースではないかと筆者は考えている。

～反グローバルは 10 年前から～

しかし、コロナショックの衝撃によって記憶が薄れがちだが、より以前からグローバリゼーションの巻き戻しは懸念されていた。恐らく多くの人々がそれを意識し始めたのが英国の EU 離脱やトランプ米大統領の当選などの政治的大事件の続いた 2016 年だろう。特に、トランプ大統領は就任前から先鋭化した保護主義姿勢を露わにし、主要貿易相手国に対して矢継ぎ早に関税・非関税障壁を展開しており、反グローバルの象徴のような存在と言って差し支えない。しかし、関連データに目をやれば、グローバリゼーションの巻き戻しは 2016 年以前から進んでいて、それがトランプ政権の政策運営やコロナショックを経て「とどめ」を刺されようとしているという見方が適切なものかもしれない。

ひとくちにグローバリゼーションと言っても定義や説明は難しい¹。「国境を超えた消費・投資が活発することで高い経済成長がけん引される動き」とでも言うべきだろうか。「国境を超える」がポイントであるため、モノやカネの移動だけではなく人の移動が自由になることもグローバリゼーションの一部になる。本来、グローバリゼーションの圧力から域内加盟国を「保護」する役割を持っていた EU がいつの間にかグローバリゼーションの象徴のように扱われ、忌み嫌われるようになったのは「ボーダーレスにヒト・モノ・カネ・サービスが行き来する」というコンセプトが世界レベルでのグローバリゼーションを良く思わない人々から反感を買ったという背景もある。

以上のように考えた場合、グローバリゼーションの程度を推し量る最もシンプルな方法は貿易取引の動向を追うことだろう。関税・非関税障壁が下がり、技術進歩に応じたコスト低下で大量輸送も可能になり、だからこそ企業は母国以外にも沢山の拠点を構え経営することになった。「貿易取引の活発化が経済成長をけん引する」のだとすれば、グローバリゼーションが上手く回っている局面では世界経済以上に



(資料) macrobond、世界貿易は世界輸出と世界輸入の平均を使用

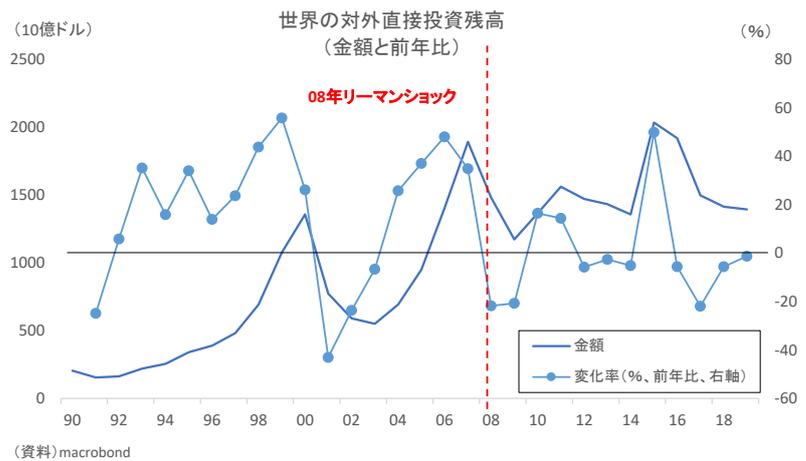
に貿易取引が伸びている可能性が高い。実際そうだった。図示されるように、リーマンショック(2008年)以前は前年比変化率に関し、「世界貿易 > 世界 GDP」の状況が続いてきた。しかし、リーマンショック後は直後こそ反動から「世界貿易 > 世界 GDP」という構図に戻ったが、その後は「世界貿易 < 世界 GDP」も多く見られるようになってきている。こうした状況に至った要因は複数あるだろうが、日々報じられているように省力化技術(ロボット化 etc)の進展は地理的に離れた場所に拠点を構えて低賃金労働に依存する必要性を薄めた可能性がある。低賃金労働に依存する体制は故意・過失を問わず知的財産の流出を懸念する種になり得る。中国に限れば、この点が対米摩擦の根幹にあることは周知の通りだ。また、グローバリゼーション局面を経て、「低賃金労働に依存できる海外拠点」も少しずつ変化してきていることは想像に難くない。中国に限らず、高成長を続けてきた東南アジアにおいて賃金上昇圧力が生じるのは当然である。

～直接投資もピークアウトの様相～

貿易取引以外にもグローバリゼーションが退潮にあった疑いを感じさせるデータはある。グローバリゼーションが隆盛を極めていけば、企業は「海外拠点を構える」という投資行動を積極化するはずである。貿易取引が活発化する局面では多国籍企業が生産や物流そして販売するための拠点を世界各地に構えるために投資していることが想像される。そのような動きは統計上、対外直接投資(FDI)として現れるものだ。次頁図を見ると、2008年からの2019年の12年間で前年比で対外FDI残高が前年比で増えたのは2010年、2011年、2015年の3回しかない。12年間としたは2008年からの最新2019年までを観測したかったためであるが、1996年から2007年の12年間で見ると

¹ 根津利三郎『グローバリゼーションは終わったのか?』経済産業研究所、2018年4月27日

前年比で増えなかった年が3回しかない。しかも、この3回は2001～2003年の3年間であり米国同時多発テロの後遺症などもあったと考えられる。前述の貿易取引の趨勢変化と合わせ見れば、やはりグローバリゼーションの流れは前回の金融危機を境として巻き戻しとは言わずとも、歯止めがかかり始めたというのがマクロ的な理解になるように思われる。



今回のコロナショックは金融危機(リーマンショック)、ブレグジット&トランプ米大統領就任に次ぐ「グローバリゼーションに対する第三のショック」と見ることもでき、そのショックが全世界の人命に関わる危機であったことも相まって一段と企業部門の経営姿勢や政府部門の政策姿勢を変容させていく可能性があるのではないかと察する。その動きが極まって、「極力、国内で賄えるものは国内で」となってしまうとそれがインフレ圧力として顕現化する恐れはある。それ以前に今回の教訓を活かして医療関連の戦略物資になりそうなものは輸出管理が敷かれるかもしれない(実際、EUではそのような初動が見られている)。そうすると望む望まないにかかわらず、国内生産を強いられる財もこれからは出てくる可能性がある。こうした動きは、とりわけ製造業の現場における慢性的な人手不足が指摘される日本においては賃金上昇圧力が生じやすい話だが、一方で企業の経営体力を奪いかねない話になる。

アフターコロナの経済・金融情勢を読み解く最大のキーワードは、昨日の本欄までで繰り返し議論している「民間部門の貯蓄過剰」だろう。その上で、より大きな視点としてグローバリゼーションの巻き戻しがもたらす国内回帰という論点も加えると、その貯蓄過剰の使い道について色々な選択肢が想像できるかもしれない。この辺りは別途、機会を設けて論じていきたい。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年6月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュースタート～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買入」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか?～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュースタート、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か?～制御すべきは気候ではなく物価～