

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 12 日)

変わる直接投資とスローバリゼーション(slowbalization)

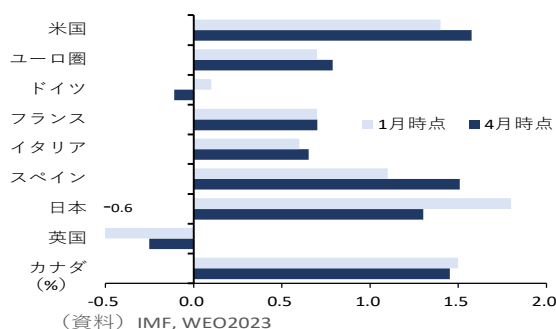
IMF が昨日公表した春季世界経済見通し(WEO)は潜在的に大きなリスクを抱えながらも一応は堅調推移する世界経済の先行きを予想。サブタイトル「A ROCKY RECOVERY(不安定な回復)」は簡潔ながら、報告書に通底する IMF の本音をよく言い表している。個別論点では第 4 章「地経学的な分断と直接投資」が興味深い内容。過去 3 年で世界経済を効率的に回していたサプライチェーンが甚大なダメージを被り、パンデミックこそ終息しつつあるものの、地政学リスクは緩和の兆しが無く、企業の直接投資(FDI)行動にも大きな変化が見られている。近年、世界全体で FDI の減速が顕著である一方、自国もしくは地政学的に見た友好国への集約が進んでいる。世界的には FDI の流入と流出を巡って分断が起きている状況。こうしたグローバリゼーションのスローダウンを IMF は「スローバリゼーション」と形容。その影響が色濃く表れているのが中国であり、欧米からの FDI が顕著に減っていることが数字で確認可能。一方、欧米は自国や友好国への投資を進めている。分断化された世界はかつてより貧しくなるというのが IMF の見立て。

～「A ROCKY RECOVERY」～

昨日、IMF は春季世界経済見通し(World Economic Outlook:WEO)を公表した。リスクシナリオとして「1970 年以降、5 回(73・81・82・09・20)しか経験の無い世界経済成長率の+2%割れとなる確率は 20%」との見方も示され、その条件としては金融不安を受けた信用収縮および株安が重なった場合とされている。もっとも、3 月と比較すれば「個別金融機関の問題」という受け止めが進んでいる雰囲気もあり、2023 年の世界経済については+2.8%と 1 月予測から▲0.1%ポイントの下方修正にとどめられている。このほか米国は+1.6%、ユーロ圏は+0.8%と 1 月予測からはそれぞれ+0.2%ポイント、+0.1%ポイント引き上げられている(図)。もっとも、1 月にプラス成長への復帰(上方修正)が話題になったドイツは▲0.2%ポイント下方修正の▲0.1%と再びマイナスに戻るといったネガティブな動きも見られた。日本も▲0.5%ポイント下方修正され+1.3%にとどまっている(日本の下方修正幅は G7 で最大)。日本の下方修正は 10～12 月期成長率が低調だったことで 2023 年通年の GDP に対し目線が下がってしまった結果である(いわゆる「マイナスのゲタ」現象)。

IMF は特に先進国を名指しした上で、利上げが必要となる高インフレと利下げが期待される金融安定の間で葛藤を抱える中、ハードランディングシナリオがより大きなリスク(a much larger risk)になっていると指摘している。予測値の底割れこそ起こしていないものの、秘めたるリスクの大きさを感じさせる見通しだと感じられた。今回のサブタイトル「A ROCKY RECOVERY(不安定な回復)」は非

2023年のGDP成長率見通し (WEO)



常に簡潔ながら、報告書に通底する IMF の本音をよく言い表している。

～分断化する企業の直接投資～

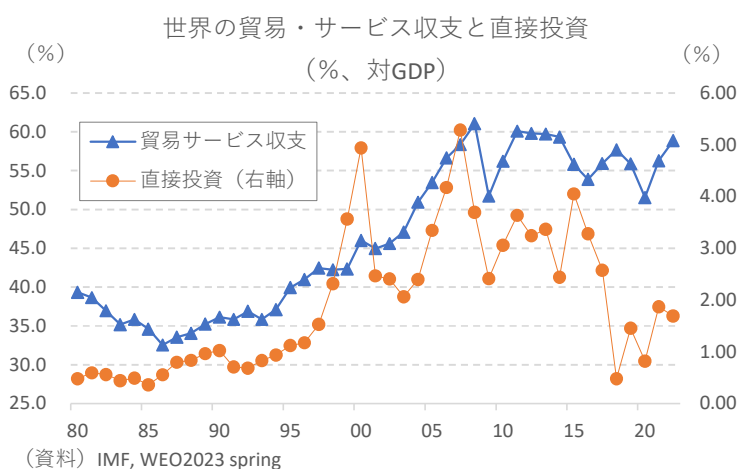
個別論点では第 4 章の「地経学的な分断と直接投資 (GEOECONOMIC FRAGMENTATION AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT)」が非常に興味深い議論であった。米中貿易摩擦に象徴されるように 2019 年以前から「西側 vs. 中国」という対立構図があり、2020 年にパンデミックが発生しサプライチェーンが物理的に寸断、これが終息しようかというタイミングで 2022 年からはロシアも対西側の対決姿勢を強め、特に商品市況が著しい制約を受けることになった。わずか過去 3 年のうちに世界経済を効率的に回していたサプライチェーンが甚大なダメージを被り、パンデミックこそ終息しつつあるものの、地政学リスクは緩和の兆しが無いのが現状である。

当然、国境をまたぐ企業部門の経営判断も従前から変化を強いられるようになり、特に直接投資 (FDI) 行動を巻き戻そうという潮流が注目されている。FDI は企業の話だが、政治の政策議論の中心 (the center of the policy debate) にも入ってきている。例えば米国での生産・販売を促そうとしたトランプ前米大統領のアメリカ・ファーストはその象徴的な動きであったが、その路線はバイデン大統領にも受け継がれ、ユーロ圏も同様の路線を取り始めている (WEO ではフランスが米国に対抗し「Made in Europe」戦略を提唱している事実が紹介されている)。世界が大枠として「西側 vs. 中国」の構図にはまりつつあるのは確かだが、西側においても政治・経済的な分断は相応にある。

今回の WEO ではそうした直接投資の分断化現象が世界経済全体にどのような影響を与えるのか分析を試みている。近年、世界全体で FDI の減速が顕著である一方、地政学的に見た友好国や戦略分野 (例えば半導体など) への集中化が進んでいるという特徴がある。こうして企業が FDI の再構築 (relocation) を検討する際、直接投資を行う国 (多くは先進国) に対して政治的な距離がある国 (多くは新興国) は FDI の流出に見舞われやすくなる。結果的に、FDI が流入する国と流出する国の分断化が深まっていけば、世界経済のアウトプット (生産量) は大きなロスを被るというのが IMF の分析である。後述するように、これは現在進行形で起きている事実ではある。

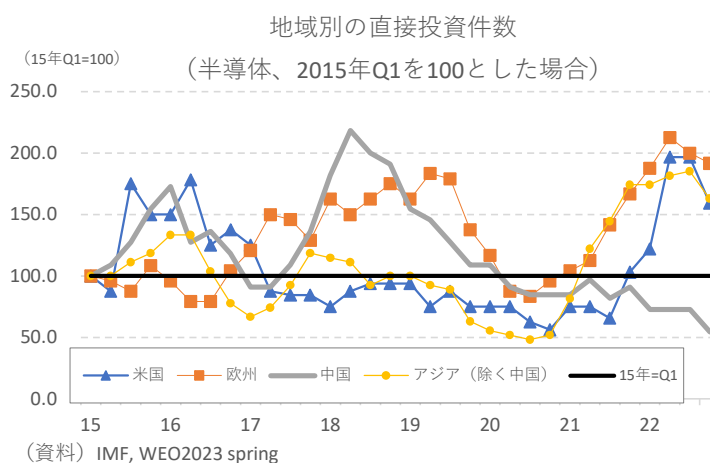
～加速する「スローバリゼーション (slowbalization)」～

こうした状況は文字通りグローバリゼーションのスローダウンであり、IMF は「スローバリゼーション (slowbalization)」と形容している。もっとも、スローバリゼーションは今に始まったものではなく、一部の国々ではリーマンショック以降、進められてきた。例えば右図に示すように 2000 年代に世界 GDP の 3.3% まで増加していた FDI は 2018～2022 年の間に 1.3% まで落ち込んでいる。スローバリゼーションは元々ある傾向だが、近年では地政学リスクの高まりによってさらに加速しているのが現状と言えそうである。IMF は FDI の



分断化は世界経済に負の影響をもたらす「新たな要素 (novel elements)」と論じている。企業も為政者も自国もしくは政治的な利害が一致する友好国に生産拠点を移す戦略を取りつつあり、地政学的な緊張に対して耐久性を持つサプライチェーン作りに腐心し始めている。既に論じたように、この影響が最も強く出そうなのだが先進国から FDI を多く受け入れていた新興国である。図に示すように世界経済における貿易・サービス収支の比重は殆ど変わっていない。国境を越えた商取引のボリュームは大きく変わらない中、直接投資は再構築に伴いボリュームが落ちている。ここから得られる含意は、国境を越えた商取引の恩恵を受ける国・地域がこれまでよりも限定されてくるということではないか。なお、WEO では大企業もしくは高収益の企業ほど reshoring (自国回帰) や friend-shoring (友好国回帰) に関心を寄せる傾向にある事実が紹介されており、それゆえにこうした潮流が世界経済 (特に新興国) に大きな影響を与えることが示唆されている。スローバリゼーションはまず新興国のスローダウンを招き、その後、長い時間をかけて世界全体に影響が及ぶと考えられる。

また、WEO は FDI 分断化の影響を国・地域別に試算しているが、米国が中国拠点を引き揚げ世界各地に分散している動きが顕著に示されており、これは程度の差こそあれ、欧州も同様であった。片や、中国は各地から FDI を引き上げており、自国へ集約している様子が推測される。とりわけ、このような動きは戦略分野、例えば半導体分野などで顕著に見られており米国も欧州も自国域内での生産拠点構築に向けて動いている。図に示すよう



に、2018 年以降、中国への投資は顕著な減少傾向にある一方、2020 年以降、欧米ならびに中国以外のアジアへの投資は明確に増えてきている。結局こうしてみるとグローバル化およびスローバリゼーションは中国を軸とする離合集散だったと言えるのかもしれない。

～スローバリゼーションのコストは合理的なものか？～

第 4 章の結びでは「a fragmented global economy is likely to be a poorer one」と占められており、現在の潮流が続けば世界は貧しくなると警鐘を鳴らす。しかし、IMF 自身も認めているように、今回の WEO はあくまで FDI 分断化に伴うスローバリゼーションのデメリット部分しか見ていない。そもそもグローバル化にブレーキがかかったのには相応の理由もあった。

例えば経済安全保障の強化や競争相手国への技術優位の確保 (FDI を進めると技術も流出するのでこれを防ぐことができる) などの理由は常々謳われてきた。WEO の分析はあくまで世界中で最適化されたサプライチェーンが破壊されたことで成長がどれほど失われるかという「コスト」に重きが置かれている。だがそれは、政治的に言えば、それは国益に対する強固な守り (a robust defense) を実現するための「合理的なコスト」と考えることもできる。実際、パンデミックで経験したように、サプライチェーンが寸断され戦略的な資材が獲得困難になれば一国経済の成長に甚大な影響が及び、場合によっては過度な社会不安にも陥る。コストを払っても戦略的なデカップリングを進める価値が

あるという意味でグローバリゼーションが全て間違っているということもあるまい。

もちろん、平和的にグローバリゼーションが温存されればそれに越したことは無く、例えば G20 のような多国間協議の場を活かすなどして情報共有がなされ、不透明感の払しょくが進めばそれも不可能ではないが、現状では綺麗事の範疇を出ない提案かもしれない。

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.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～聞き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回復報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)