

# 2021年の7つの大きな潮流

## 世界の政治経済はどこに向かうのか

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

世界経済フォーラム・ダボス会議は、パンデミック危機によって経済社会は大きな見直しを迫られるとして、「グレート・リセット」をキーワードに掲げていた。ただ、全く異なる世界が突如として現れた訳ではない。現実が生じたのは、近年、既に生じていた大きな変化の加速である。内外の政治秩序の動揺も、内外の経済秩序の動揺も、既に生じていた変化の加速によってもたらされた。本稿では、2021年以降も継続が予想される7つの大きなトレンドについて論じる。

### 産業革命以上の変革

第一の潮流は、デジタル化などの技術変化である。既存の政治秩序が揺らいでいるのは、既存の経済秩序が揺らいでいるためであり、その底流にあるのがこの技術変化に他ならない。近年、先進各国で政治が不安定化しているのは、中間層が痩せ細っているためだが、それは、過去四半世紀、オフショアリングなど、労働節約的なイノベーションが進み、中間的な賃金の仕事が失われたからである。デジタル技術によって、グローバル企業がアイデアなどのノウハウを、国境を越えて持ち出すことが可能になった。その結果、比較優位はもはや一国に当てはまる概念ではなくなっている。企業に当てはめるべき概念となり、比較優位が無国籍化したとも言える。同時に、デジタル技術により非製造業でも、多くの事務的な仕事が自動化され、良好な賃金の仕事が消えていった。

---

工業国足り得るのは先進国だけではなく、という点で、19世紀初頭の産業革命以来の大変革とも言えるのだが、筆者はそれ以上の大きな変化が訪れたと考えている。15-16世紀のルネッサンス期に匹敵するのではないか。活版印刷技術が誕生するまで、情報入手できるのは、ラテン語を読める一部の支配階級だけだった。分権化された封建社会の下で、情報そのものも限られ、居住地以外の情報は、旅芸人など限られた周辺の移動者ももたらずものだけだった。しかし、活版印刷技術の普及によって、母国語で書かれた印刷物が広く出回るようになり、それはローマ・カトリックのみならず、封建体制そのものを揺るがし、最終的には長く続いた中世を終焉させた。

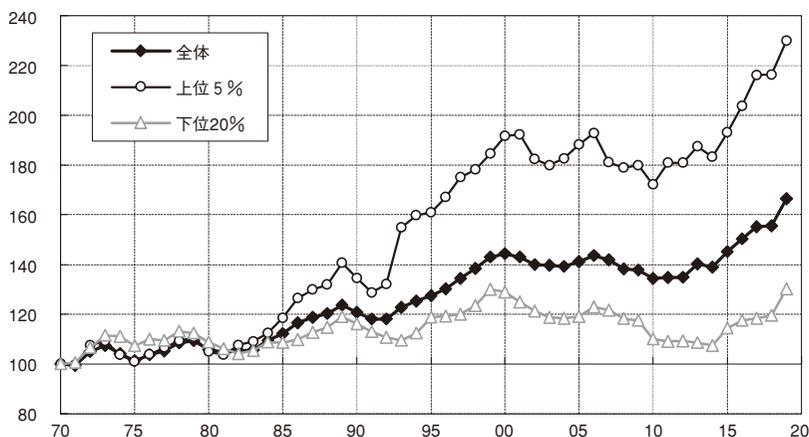
1990年代後半からのインターネット革命のインパクトはそれに匹敵する。人々は膨大な情報を瞬時に獲得するようになり、SNSは人々の関係をよりフラットにし、AIは個人の能力を強化した。当時と同様、既存の政治秩序も経済秩序もその権威、その正当性は失われ、これまでとは全く異なる姿が現れつつある。今や情報通信分野を超え、輸送システム、エネルギーシステムを含め大きな変革をもたらし始めたが、最終的には我々を脱物質化社会に導くのだろう。

### 自然利子率と潜在成長率の低迷

二番目の潮流は、一部の経済主体に所得が集中することでもたらされる、自然利子率と潜在成長率の低迷である。中間的な賃金の仕事を失った人々は、高いスキルを持たないために、低い賃金の仕事に向かわざるを得ず、それ故、賃金に低下圧力が加わる。イノベーションの果実は、アイデアや資本の出し手である富裕層に集中するが、彼らの支出性向は低いため、先進各国では貯蓄ばかりが増え、自然利子率と潜在成長率の低迷が続く。日本では、企業は必ずしも株主のものではない、という考え方も比較的強く、持ち合いもあって、必ずしも富裕層に所得が集中している訳ではないが、儲かっても支出を増やさない企業に貯蓄が積み上がるという点では、基本的に同じ構造であろう。それ故、ゼロ金利が定着する。

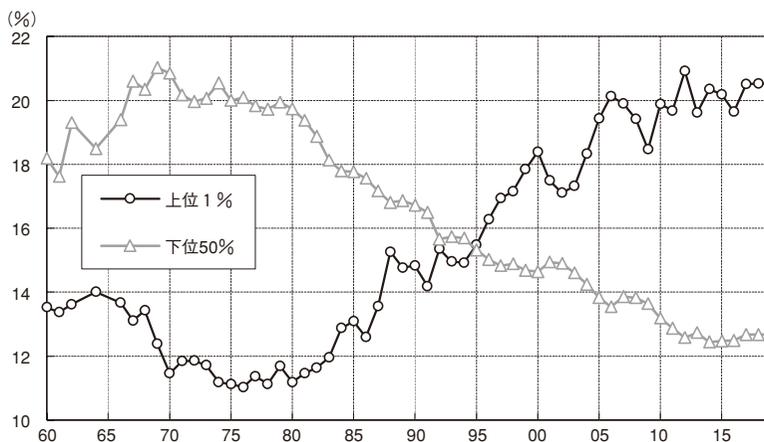
有効なワクチンの普及が始まり、循環的な景気回復がスタートしても、所得集中による自然利子率と潜在成長率の低迷の潮流は変わらないと見られる。多くの人が自然利子率や潜在成長率の回復につながると信じてやまないイノベーション（技術変化）が、所得分配の歪みを通じて、逆説をもたらす。

(図1) 米国の実質所得 (所得階層別、1970年=100)



(出所) 国連資料より、BNPパリバ証券作成

(図2) 米国：上位1%と下位50%の階層が国民所得に占める割合

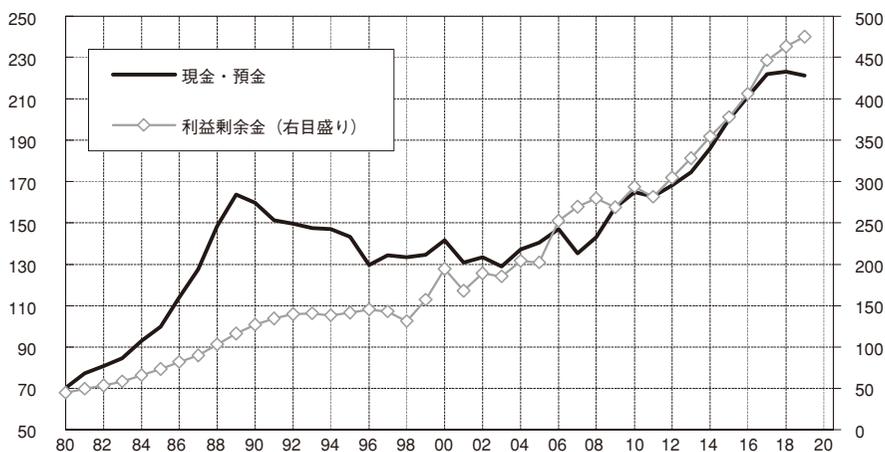


(出所) 世界所得不平等データベースより、BNPパリバ証券作成

### 経済格差の拡大

そして第三の潮流が経済格差拡大である。今回のパンデミック危機でも、経済社会のデジタル化が加速し、それが経済格差を拡大させた。感染拡大がより深刻だった欧米では、大企業がテレワークを広く採用したが、そのことが新たな分配構造の歪みをもたらす。単にテレワークを選択できる勝ち組と、高い感染リスクに曝されたエッセンシャルワーカー

(図3) 日本企業における利益剰余金と現預金の推移 (兆円)



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

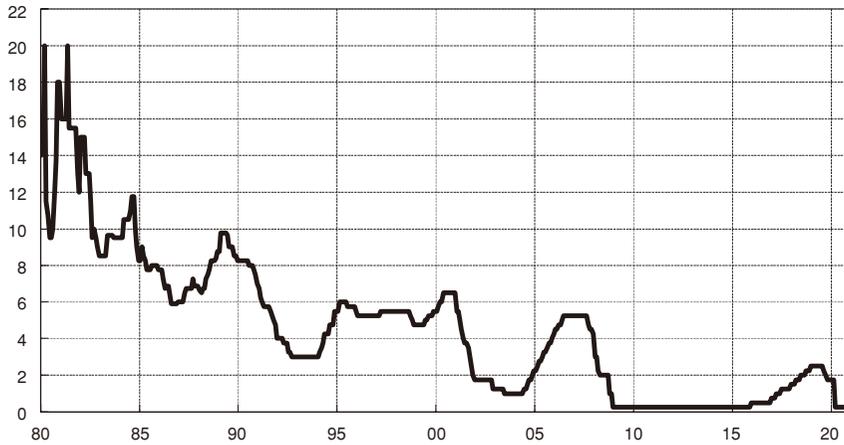
の経済格差を論じているのではない。

今回、大企業経営者が改めて認識したのは、オフィスに通わなくてもスムーズにビジネスが遂行できる点である。リモートワークへの移行で、誰がビジネスに貢献し、貢献していないか、より明らかになったが、それだけではない。早晚、先進国の高い賃金のホワイトカラーを雇う必要性が小さいことにも気が付くだろう。リモート技術を使えば、新興国の人件費の安いホワイトカラーの一部を代替できる。先進国において、非製造業のホワイトカラー業務でオフショアリングが加速すれば、製造業で起こった以上に大きなインパクトを経済社会にもたらすだろう。良好な賃金の仕事は益々減り、増えるのは低い賃金の仕事ばかりとなる。

### 非製造業のオフショアリングが第二、第三の潮流を助長

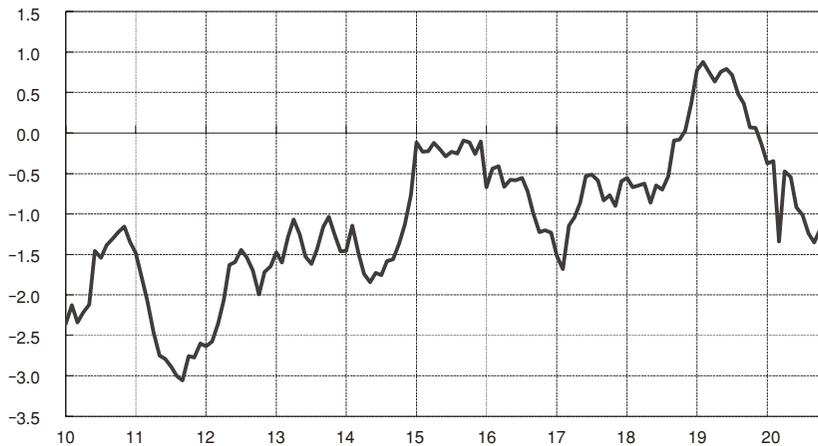
この結果、2021年以降、景気回復が続いても、完全雇用に到達するまでには長い時間を要する。完全雇用に到達しても、平均的な労働者の賃金は中々上がらないため、インフレ率も鈍いものに留まる可能性が高い。ホワイトカラーのオフショアリングというイノベーションの果実を得るのは企業であり、所有者の富裕層である。その貯蓄増加は益々、自然利子率と潜在成長率の低迷という第二の潮流を加速させる。同時にそのことは、ゼロ金利政策の固定化を余儀なくさせる。マクロ経済は精彩を欠き、賃金やインフレの上昇は鈍いままだが、一方で、資産価格の上昇ばかりをもたらし、第三の潮流である経済格差を助長

(図4) 米国のFFレート (%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図5) 実質FF金利 (FF金利-PCEデフレーター前年比、%)



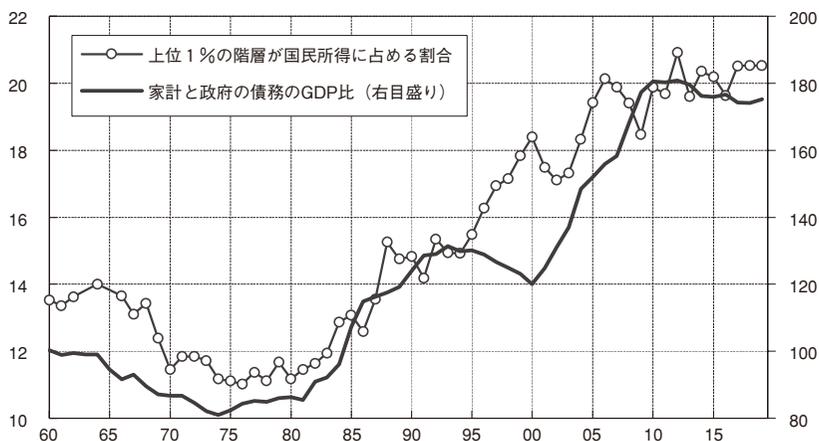
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

する。

### 過剰債務の拡大

そして経済格差と表裏一体であるのが、第四の潮流である過剰債務の拡大である。富裕層、或いは企業が溜め込んだ貯蓄は、いずれかの経済主体が吸収しなければ、経済収縮が

(図6) 米国の家計と政府の債務のGDP比と上位1%の階層が国民所得に占める割合(%)



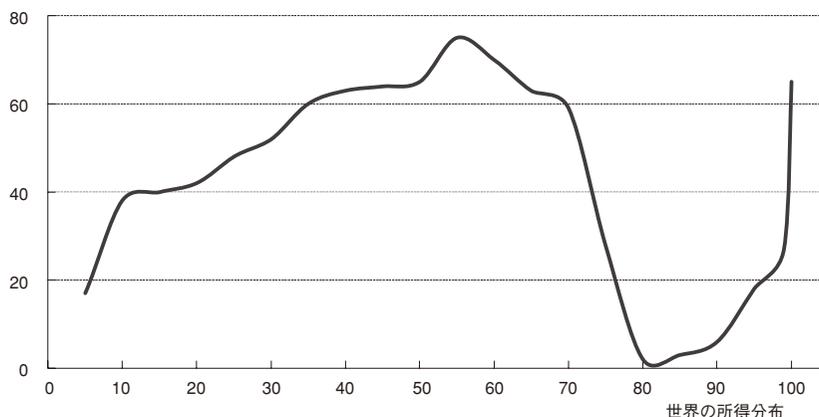
(出所) Macrobond,世界所得不平等データベースより、BNPパリバ証券作成

生じる。それ故、金融緩和や追加財政の継続を余儀なくされる。残念ながら人的資本投資や無形資産投資、有形資産投資には簡単に結び付かない。もし、金融緩和が機能する場合、それは、富裕層の貯蓄を、金融市場を通じて低・中所得者が借り入れることを意味するのだろう。つまり、金融緩和で消費が増えても、それは過剰債務で賄われることになる。一方で、金融緩和が機能しなければ、政府は追加財政を繰り返さざるを得ず、公的債務が膨張する。

日本の場合、家計が債務の増加を忌避する傾向が強いため、前者は機能せず、追加財政が繰り返され、公的債務が膨張を続けた。米国では、前者が機能する場合、それは低・中所得者の過剰債務が積み上がることを意味してきた。ただ、今回も当初はゼロ金利が続いても、低・中所得者が消費のために債務を直ちに増やす状況にはなりそうにはない。当面は、米国でも追加財政が繰り返され、公的債務が膨らむと見られる。

富裕層の貯蓄を吸収するのが低・中所得階層の家計であれ、政府であれ、過剰債務が発生すれば、将来の支出を抑制せざるを得ないため、一時的に景気が回復しても、長期的には自然利子率と潜在成長率はむしろ低迷する。所得分配の問題が解決されない以上、循環的な景気回復が訪れても、それは短期的なものに過ぎない。今後、我々が目にするのは、債務主導の景気回復であり、自然利子率と潜在成長率が低迷する潮流は変わらない。そのことは、仮に長期金利が上昇しても、一時的なものに留まるということである。

(図7) グローバルな所得水準で見た一人当たり実質所得の相対的な伸び (1998—2008)



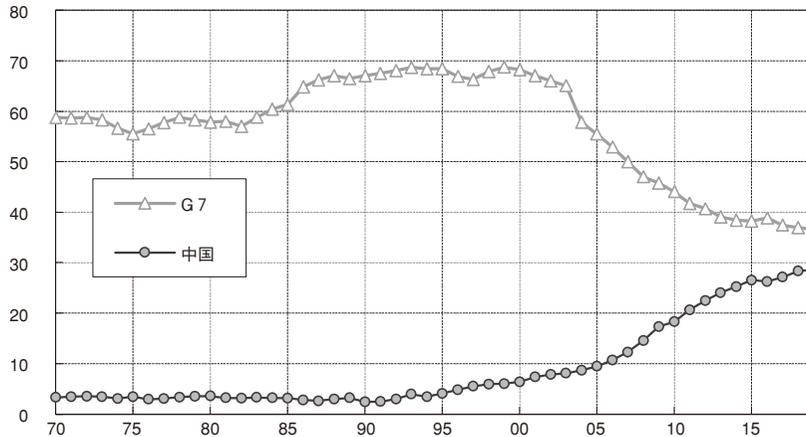
(出所)「大不平等」より、BNPパリバ証券作成

### 先進国の中間層が最大の負け組という構図

2013年にトマ・ピケティ教授の論考と共に、大不平等時代の到来が広く語られ始めた。ただ、時が経つに連れて明らかになってきたのは、先進国内では、経済格差が広がっているものの、中国を始めキャッチ・アップを続ける新興国では中間層が続々と誕生し、世界全体で見ると逆に平等化が進んでいることだった。14億人もの人々が豊かになれば、グローバルベースで経済格差は縮小する。2008年までの20年間においても、アフリカの最貧層から米国の超富裕層まで順に並べて所得増加率を分析すると、先進国を中心にトップ1%の所得は65%も増加した。この期間の最大の負け組は先進国の中間下位層で所得は殆ど伸びず、最大の勝ち組は中国などアジアの高成長国の中間層で75%も所得が増加していた。その分布の形状から、元世界銀行のエコノミストのブランコ・ミラノヴィッチ氏が、エレファントカーブと名付けたのは有名である。

これまで論じたように、今回のパンデミック危機によって、米国では益々、富裕層に所得が集中し、何とか踏ん張っていた中間層の一部は転げ落ちた。一方で、早期に経済の持ち直しが始まった中国では中間層が躍進する、という動きが継続している。ただ、新興国の一部では、パンデミック危機によって、社会が大混乱し、長期停滞を余儀なくされるところもあるだろう。例えば、ポスト中国と目されていた13億人の人口を擁するインドの早期の持ち直しには、懐疑的にならざるを得ない。ただ、先進国の中間層が最大の負け組となり、先進国の富裕層と新興国の中間層が最大の勝ち組となるという構図そのものはあまり変わらないと見られる。これが第五の潮流である。

(図8) 世界の製造業に占めるシェア (%)



(出所) 国連資料よりBNPパリバ証券作成

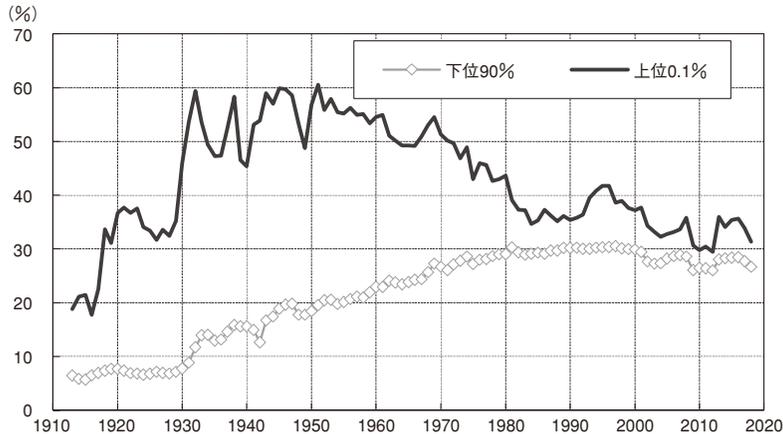
産業革命が始まった19世紀初頭、西欧諸国も農業社会からの移行が始まったばかりで、米欧とアジアの国々の格差はわずかであり、当時、不平等と言え、それはもっぱら国内の階級を反映したものだった。その後、工業化による欧米の著しい経済成長で新興国との経済格差が広がる「大分岐の時代」を迎え、途上国の富裕層よりも先進国の中間下位層の方が豊かな時代が20世紀末まで続いていた（日本も何とか19世紀後半に工業化をスタートし、先進国に仲間入りした）。しかし、1990年代後半から中国を中心に人口の多いアジアで高成長が続き、グローバル不平等が解消に向かう「大収斂の時代」が始まっていた。19世紀初頭と同様、出身国ではなく、国内の階層が不平等を規定するようになる可能性がある。

### 既存の政治エリートの衰退

新興国の中間層と先進国の富裕層が勝ち組となり、先進国の中間層が負け組となる構図が変わらないのだとすれば、先進国内の政治分断がさらに深刻化するのには想像に難くない。第六の潮流は既存の政治エリートの衰退である。中間層が一段と痩せ細ることになれば、既存のエリート政治への反発は益々強まる。

1月20日にトランプ大統領が去った後も、米国におけるトランプイズム運動は強まり、共和党はトランプ以前の保守政党に回帰するのではなく、トランプ政党の様相を益々強めていくのだろう。民主党においても、中道派は凋落を続け、経済格差をより重視する左派勢

(図9) 米国の所得階層の上位0.1%と下位90%の平均税率



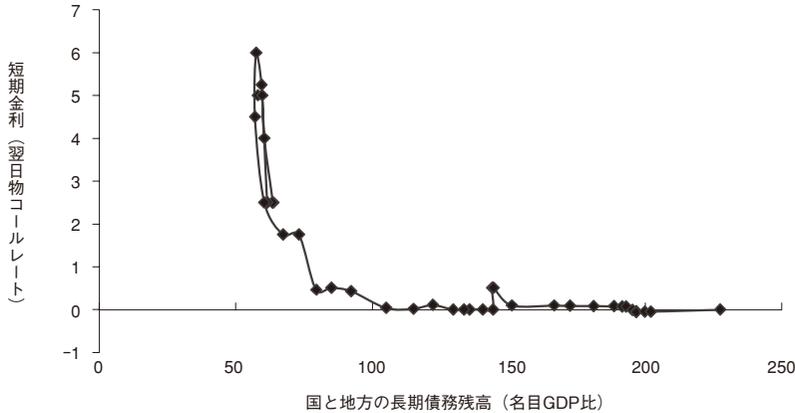
(出所)「The Triumph of Injustice」より、BNPパリバ証券作成

力が力を増す。バイデン新政権に経済格差の是正を期待する人も多いが、事実上、フラットタックス化した税構造に累進性を復活させるのは容易ではない。歴史的に見れば、経済格差の拡大が未来永劫、続くことはあり得ないものの、その調整の始動には、戦争や革命といった暴力的なメカニズムを必要とする。様々な緩衝メカニズムが組み込まれているため、調整始動の閾値には、直ぐには到達しないと思われる。

### 米中对立も続く

第七の潮流は、米中对立である。技術変化が国内の経済構造を変え、国内の政治秩序を動揺させた。グローバルベースでも全く同じ構図である。イノベーションやグローバリゼーションなど技術変化の恩恵を最も享受したのが中国であり、その台頭によるグローバル経済の構造変化を背景に、戦後のリベラルな国際秩序が瓦解し、新冷戦が勃発した。対中強硬姿勢は、米国政治において唯一超党派で合意できる案件であり、バイデン新政権の下でも変わらない。ただ、米中は、経済・金融面において、既に相互確証破壊 (Mutual Assured Destruction, MAD) が成立する状態にあり、軍事面でもそれが成立する状況に近づきつつあると見られる。両国が理性を保つ限りにおいては、抑止力が相互に働き、覇権国とそれを追いかける新興国が激突する「トゥキディデスの罠」は避けられる可能性が高い。

(図10) オーバーナイト金利と政府債務（国地方）（％）



（出所）日本銀行、内閣府、財務省、INDBより、BNPパリバ証券作成

### ジャパニフィケーション瓦解のリスク

最後にリスクを一点論じておく。筆者が想定する「低成長、低インフレ、ゼロ金利、膨張する公的債務」のジャパニフィケーション・シナリオは、言い換えれば、日本が公的債務の膨張を続けても、低成長と低インフレのお陰で、ゼロ金利政策の継続が可能であり、公的債務が何とか維持される、というものである。ただ、今後、天変地異が生じ、今回のパンデミック危機のように大規模な追加財政を繰り返さざるを得なくなると、公的債務の持続可能性は著しく低下する。長期金利の急騰リスクが小さくても、万が一に備え、長期の財政健全化目標が必要なのはこのためである。

さらに天変地異が生じなくても、ジャパニフィケーション・シナリオが瓦解するリスクもある。地政学リスクが顕在化するケースである。相互確証破壊が成立するとは言え、歴史を振り返ると、覇権を争う大国が「トゥキディデスの罠」に陥る確率はゼロよりも遥かに高い。その場合、リスクオフ環境となっても、近接する日本へのダメージは大きいため、大幅な円高ではなく、大幅な円安が進む可能性がある。金融政策が公的債務管理に割り当てられているため、大幅な円安が進んでも、利上げはできず、インフレと円安のスパイラルが進むリスクがある。日銀の大量の国債購入によって、長期金利を押さえつけようとしても、円安とインフレが進む下では、金融市場は動揺し、公的債務管理は困難を極めるだろう。可能性は高くはないとはいえ、天変地異だけでなく、地政学的リスクの顕在化も、ジャパニフィケーション・シナリオを瓦解させ、公的債務管理を困難にする。

