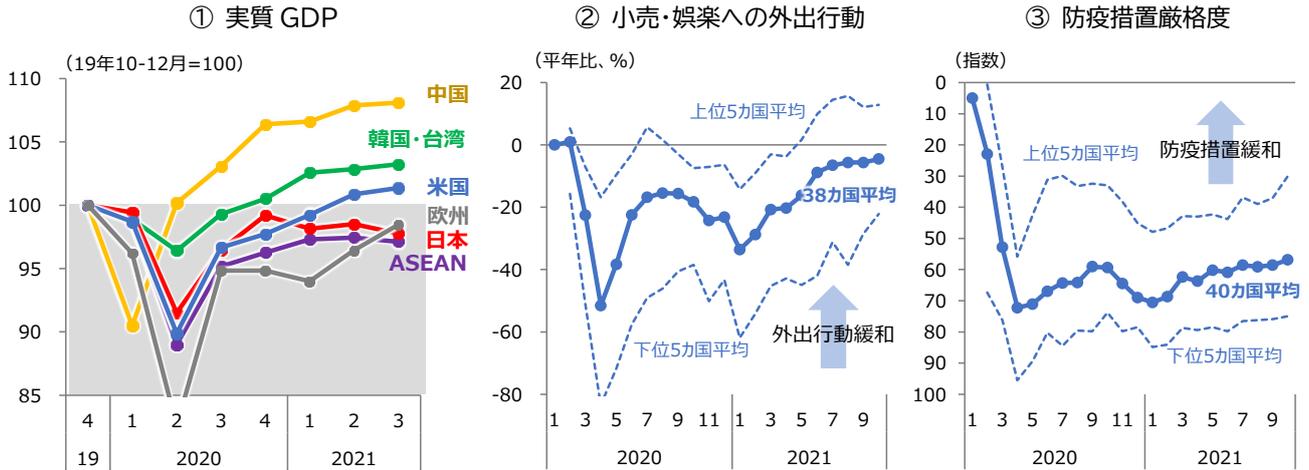


(1) 世界経済の現況

世界経済は回復継続、ワクチン普及により防疫と経済活動の両立が進む

世界経済は、国や地域によるばらつきを伴いつつも、欧州や米国を中心に、総じてコロナ危機による落ち込みから回復基調を維持している(図表1-1、①)。先進国を中心にワクチンの接種完了者比率が60%を超えてきており、新規感染が引き続き高水準で推移するなかでも、重症化率・死亡者比率は抑制されている。ワクチン接種や陰性証明など防疫措置を講じつつも、外食やスポーツ・娯楽など外出関連の経済活動再開が進んでいる(図表1-1、② ③)。

図表 1-1 コロナ危機からの経済・社会の回復状況 (世界主要国)



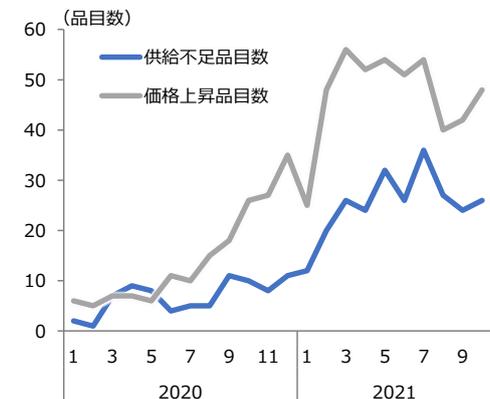
注:①の欧州は独仏英伊西の5カ国、ASEANはインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンの4カ国、GDPウェイトで加重平均。②は19年時点GDPの世界上位40カ国・地域のうちGoogle「COVID-19 Community mobility Report」で取得可能な38カ国平均(中国、イランがデータなし)、③は同じくOxCGRT「Stringency Index」で取得可能な40カ国平均。直近は21年10月。  
出所:OECD、Google、OxCGRTより三菱総合研究所作成

供給・物流制約、資源価格の上昇、中国の輸入減から、世界経済の回復ペースは鈍化

ただし、世界経済の回復ペースは21年4-6月期に比べて7-9月期は減速した。需要の回復を受けて、企業の生産活動は高水準で推移しているが、旺盛な需要に対応するための供給能力や物流能力が不足しており、部品・原材料不足の深刻化、資源価格の上昇が企業活動の制約となっている(図表1-2)。主要国の製造業PMIは、21年半ば以降に総じて低下傾向にある。

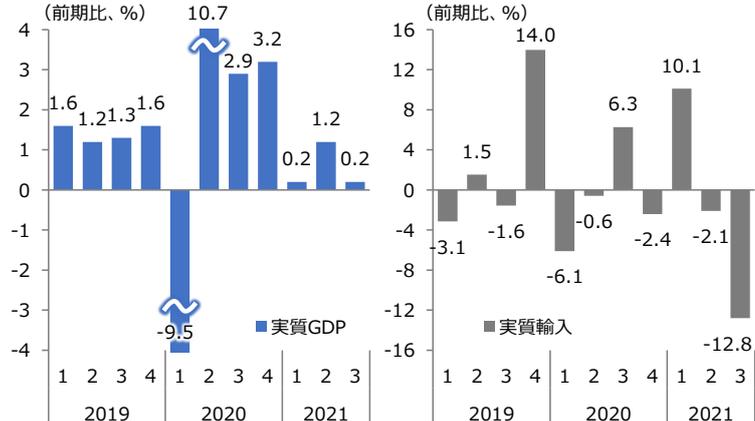
また、コロナ危機後の世界経済の回復を下支えしてきた中国経済が減速している。7-9月期の実質GDPは季調済前期比+0.2%と減速した(図表1-3、左)。電力不足による生産の減速もあり、中国の輸入は大幅減となったほか(図表1-3、右)、中国の製造業PMIは好不況の判断の境目となる50近傍まで低下している。

図表 1-2 供給不足・価格上昇品目数 (米国)



出所:Institute for Supply Management® (ismworld.org)より三菱総合研究所作成

図表 1-3 実質 GDP と実質輸入 (中国)



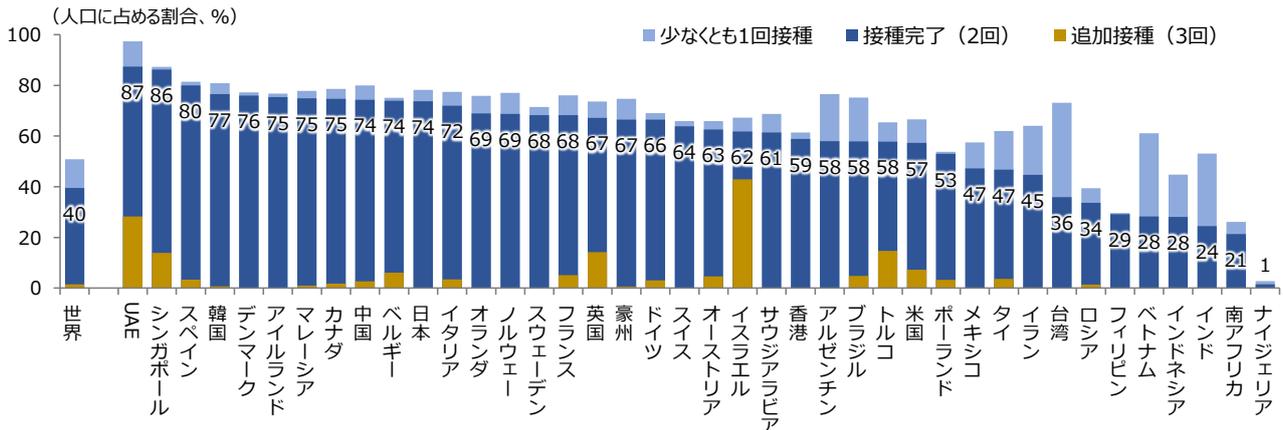
出所:CEICより三菱総合研究所作成

## (2) 世界経済の見通し

今後の見通しを左右する最大の要素は、引き続き新型コロナへの防疫と経済のバランスである。ワクチン接種完了者比率は主要国ではおおむね60%を超えてきており、一部の国では3回目の接種も進んでいる(図表1-4)。ワクチン接種が遅れていたアジア新興国でも接種ペースが加速している。世界のワクチン供給力も強化されていることから、22年にかけて世界的にワクチン接種者比率の上昇が見込まれる。10月のG20サミットでは22年半ばまでに世界人口の70%の接種を目指すことが確認された。

ワクチンの普及に加えて、治療法の確立や治療薬の普及などにより、重症化率や死亡率の抑制は進むであろう。既存のワクチンが効きにくい新たな変異株の発現などは引き続きリスクではあるが、基本的には、医療体制への負荷は段階的に和らぎ、これまでのような大規模な防疫措置を講じる必要性は、段階的に低下していくだろう。

図表 1-4 ワクチン接種者比率 (世界および主要国)



注: 2019年時点GDPの世界上位40カ国・地域。図中の数字は接種完了(2回)者数の人口に占める割合。11月9日時点。  
出所: Our World in Dataより三菱総合研究所作成

防疫と経済の両立を進めるうえで参考になるのが、EUのデジタルCOVID証明書の仕組みだ(図表1-5)。ワクチン接種の有無や、PCR検査の結果が表示され、証明書を持っていれば、EU加盟国内を制限なく移動することができる。国間の移動をスムーズにするために作られたシステムではあるが、国内の飲食店や宿泊施設、スポーツ施設などを利用する際の感染予防策として活用している国もある。

図表 1-5 EU のデジタル COVID 証明書の概要

概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>ワクチン接種済み/陰性証明/コロナから回復済みであることを証明</li> <li>デジタルまたは紙で発行、QRコード付きで発行費用は無料</li> <li>デジタルCOVID証明書はモバイルに保存可能</li> </ul>
対象者	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU市民およびその家族</li> <li>合法的にEU域内に滞在している非EU市民</li> </ul>
導入国	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU域内外の43カ国がEUのシステムを利用(10/18、欧州委公表時点) <ul style="list-style-type: none"> <li>EU加盟27カ国、EEA3カ国(アイスランド、ノルウェー、リヒテンシュタイン)、スイス、トルコなど</li> <li>英国は未利用</li> </ul> </li> <li>欧州域外の60カ国が関心。28カ国と技術的な議論を実施中</li> </ul>
発行状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU域内で5億9,100万枚以上(10/18、欧州委公表時点)</li> </ul>
活用状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>デジタルCOVID証明書保有者は、加盟国内を移動あるいは旅行する場合、制限を免除(証明書がなくても自由な移動は可能だが、検査などの制約を受ける可能性あり)</li> <li>デジタルCOVID証明書を国内で活用することも可能 <ul style="list-style-type: none"> <li>EU加盟国のうち20カ国が、イベントやレストランなどの利用で活用、5カ国が活用を検討中</li> </ul> </li> </ul>

出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

22年にかけての世界経済は、防疫と経済の両立が進み、内需を中心に回復するとみているが、今後の世界経済の回復パスを見通すうえで注目点として、①供給制約の解消時期、②消費の回復力、③米国の利上げ時期 — の3点をあげる。

## ① 供給制約の解消時期

需給の逼迫は、コロナ危機からの需要の回復に対して、供給能力が不足していることが背景にある。世界的な供給制約は複合的な要因によって生じている。以下詳述するが、22年にかけて段階的に改善が予想される要素と、供給制約の継続が予想される要素が混在している。

第一に、海上物流の逼迫である。世界的な財の需要増加に港湾の処理能力が追いついておらず、11月上旬時点で米西海岸ロングビーチ港の沖待ちコンテナ船は80隻近くにのぼる(図表1-6)。ただし、バイデン大統領は港湾の処理能力強化に乗り出しているほか、防疫と経済の両立が進めば、消費の中身も財からサービスへの揺り戻しが進むとみられる。海上物流の逼迫は、22年入り後に段階的に緩和に向かうだろう。

第二に、新興国の感染拡大によるサプライチェーンを通じた供給制約である。輸入相手国のワクチン接種者比率をみると、21年10月時点では、米欧日中ともに、輸入の20~30%をワクチン接種者比率50%未満の国に依存している(図表1-7)。もっとも、今後ASEANでもワクチン接種が進んでいくとみられ(前掲図表1-4)、22年にかけて新興国のサプライチェーンを通じた供給制約は徐々に緩和されていくだろう。

第三に、デジタル需要増を背景とする半導体不足は、短期的な解消は見込みにくく、22年末にかけても引き続き生産の制約となるだろう。市場調査会社IDCの予測によると、世界の半導体市場規模は引き続き拡大が見込まれている(図表1-8)。一方の供給能力は、国際半導体製造装置材料協会(SEMI)の予測によると22年にかけて増強される見込みだが、需要の拡大ペースを上回るものではないとみられる(図表1-9)。自動車向け半導体を中心に、22年にかけて引き続き不足する見込み。半導体不足が本格的に改善に向かうのは23年以降となろう。

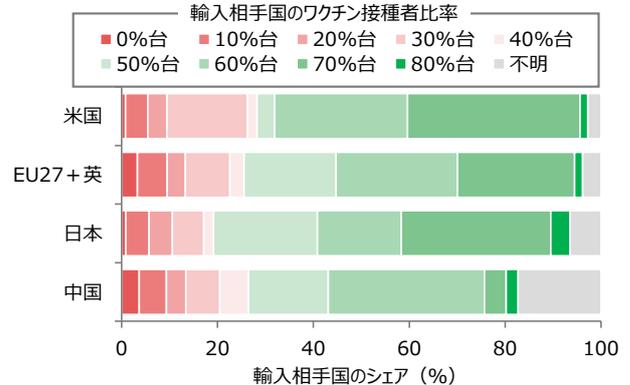
第四に、人手不足も短期的な解消は難しい。主要国の雇用者数は、総じてコロナ危機前の水準を回復できていない。経済活動が再開するなかで企業側の労働需要は増加しているものの、必要な人材確保が難航している。デルタ株への感染懸念に加え、より構造的な問題として、職種のミスマッチ、失業期間の長期化による復職意欲の低下などがある。

図表 1-6 米西海岸ロングビーチ港の  
沖待ちコンテナ船数



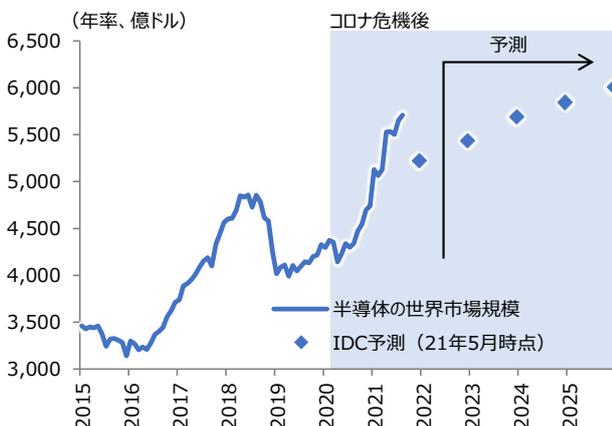
注:棒グラフの空白日はデータなし。直近は11月8日。  
出所:Marine Exchangeより三菱総合研究所作成

図表 1-7 輸入相手国のワクチン接種者完了者比率



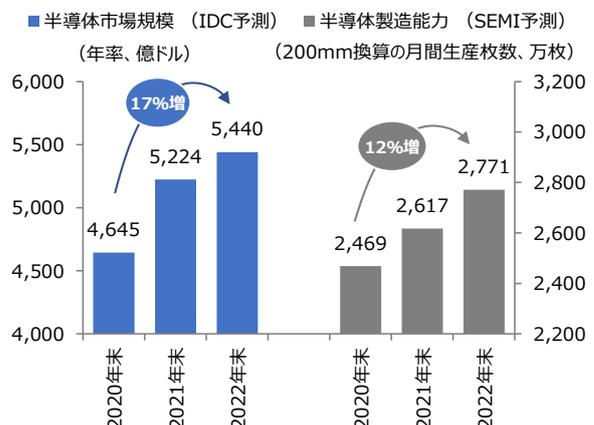
注:ワクチン接種完了者比率は21年10月平均。  
出所:UN Comtrade、Our World in Data より三菱総合研究所作成

図表 1-8 半導体の市場規模 (世界)



注:IDCは米国の民間情報通信調査会社。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-9 半導体の市場規模と製造能力 (世界)



注:市場規模は名目、製造能力は実質。予測機関も異なる。  
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

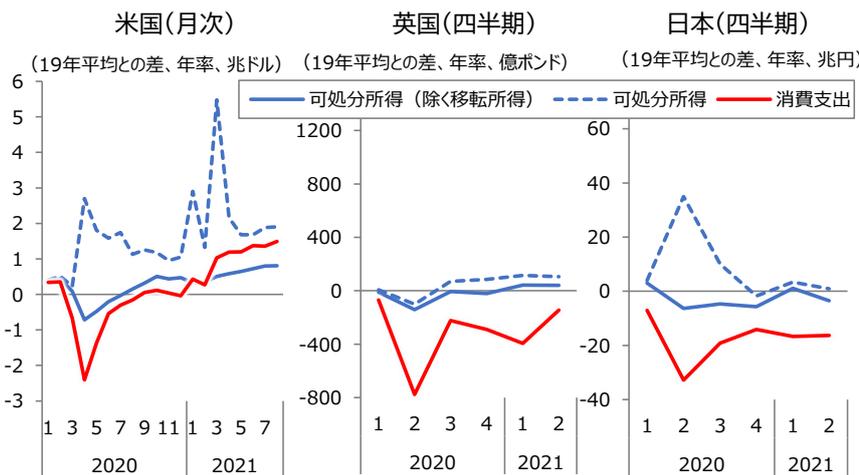
## ② 消費の回復力

供給・物流制約が段階的に緩和されていくなかで、重要になるのはコロナ危機後に抑制されてきた消費の回復力である。主要国の消費の回復状況を見ると、日本や英国はコロナ前(19年平均)の水準を下回っている一方で、米国はすでにコロナ前の水準を回復している(図表1-10)。米国について注目すべきは、消費が(移転所得を除く)可処分所得を上回る回復をみせている点だ。コロナ危機下での消費制約などで生まれた「過剰貯蓄」の一部が消費に回り始めているとみられる。日米独英の家計の現預金の増減をみると、コロナ危機後、GDPの10%に相当する現預金が家計に積み上がっている(図表1-11)。22年にかけて、外出関連産業の活動再開とともに雇用・所得の回復が見込まれるなか、積み上がった現預金が消費に回ることも期待される。当社が実施した日本の生活者を対象とする調査によると、コロナ危機下で増えた貯蓄のうち、4割弱を消費に回す意向が確認されている(日本P.11、図表2-6参照)。

ただし、消費回復ペースを弱める要素には注意が必要だ。第一に、前述の人手不足の問題が解消されなければ、経済活動の正常化が進んでも、全体的な雇用・所得の回復ペースが鈍ることになる。

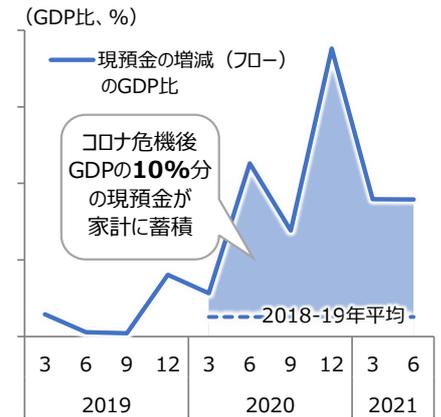
第二に、物価上昇圧力の強まりである。日本にその気配はみられないが、米国と欧州では、品目別の物価上昇率の分布をみると、物価上昇率が高い品目の割合が全体的に高まっている(図表1-12)。22年にかけて需給ギャップが縮小するなかで、上昇傾向にある中長期の期待インフレ率が高止まりすれば(図表1-13)、一時的な物価上昇ではなく継続的なインフレにつながる可能性もある。標準シナリオでは、前述の供給・物流制約が段階的に緩和されていくことで22年にかけて物価上昇圧力も和らぎ、持続的なインフレには至らないとみている。しかし、供給制約の長期化などから物価上昇圧力が一段と強まった場合には、実質所得の回復が遅れ、消費の回復ペースが弱まる点に注意が必要である。

図表 1-10 可処分所得と消費



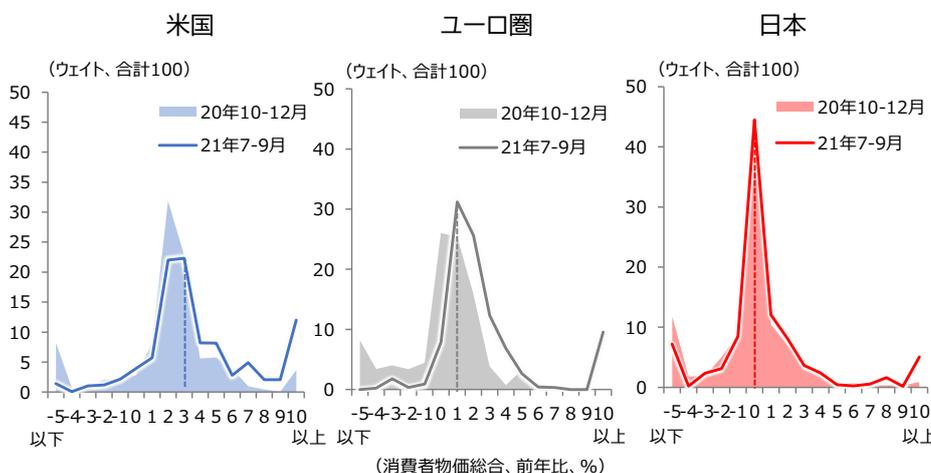
出所: BEA、内閣府、UK Office of National Statistics より三菱総合研究所作成

図表 1-11 家計の現預金の増減 (日米独英の合計)



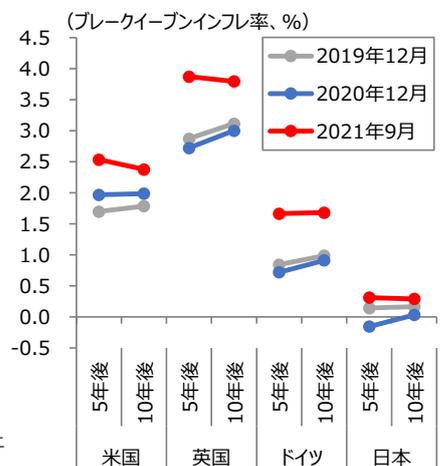
出所: 各国のFlow of Fundsより三菱総合研究所作成

図表 1-12 消費者物価上昇率(総合)の分布



出所: 各国統計より三菱総合研究所作成

図表 1-13 市場の期待インフレ率



注: 同年限の物価連動債と利付債の利回り差から算出される市場の期待インフレ率。

出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

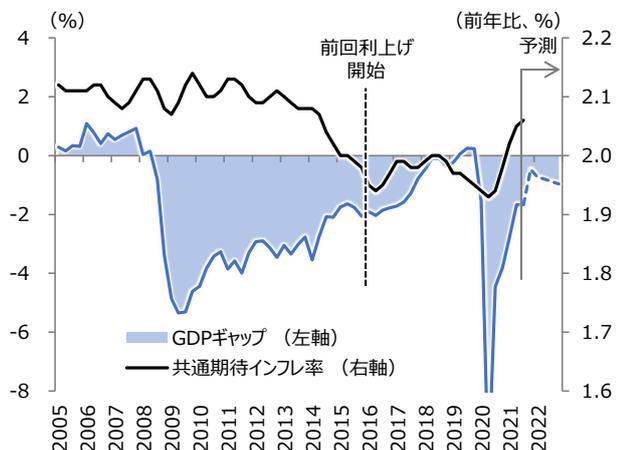
### ③ 米国の利上げ時期

11月のFOMCで資産買入ペースの段階的な縮小(テーパリング)が決定され、米国の金融政策は、コロナ危機対応からの出口への一歩となった。予定通りのペースでテーパリングが実施されれば、FRBの資産規模は22年6月に9兆ドルに達し(コロナ危機前は4.2兆ドル)、当面、その資産規模が維持されることとなろう。前回はテーパリングの終了(14年10月)から資産規模の縮小開始(17年9月)まで、3年を要した。

テーパリングは一定のペースでの機械的な実施が予想される一方で、利上げのタイミングは依然として流動的だ。標準シナリオとしては、22年にかけて経済活動の正常化が進むなかで、労働参加率も段階的に改善していくとみられることから、22年後半には1回目の利上げに踏み切るとみている。21年7-9月期のGDPギャップは▲1.7%と、すでに前回利上げ開始時(15年末)の▲2.1%を上回ってきており、22年にかけてもマイナス幅縮小が予想される(図表1-14)。また、FRBが注視している共通期待インフレ率(21の期待インフレ指標を総合したもの)も約7年ぶりに2%を上回っている。

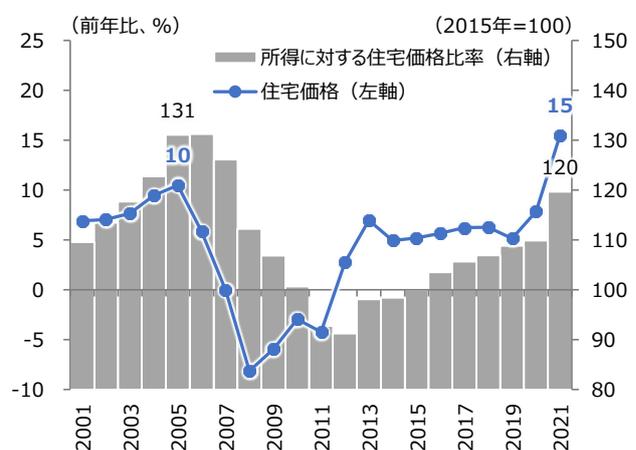
一方で、前述のように物価上昇圧力が一時的なものではなく、期待インフレ率が一段と上昇した場合や住宅価格など資産バブルへの懸念が強まった場合には、利上げ時期が早まるだろう。資産価格も急騰しており、21年の住宅価格は前年比+15%と、既往ピークの05年の同+10%を上回る伸びが見込まれる(図表1-15)。所得に対する住宅価格の比率も上昇している。利上げのタイミングを前倒しする場合には、リスク資産や新興国市場からの急な資金流出など金融市場の混乱を防ぐため、市場の期待のコントロールが重要になる。

図表 1-14 GDP ギャップと期待インフレ率 (米国)



注: 共通期待インフレ率は21の期待インフレ率を総合してFRBが算出。  
出所: BEA, CBO, Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-15 住宅価格と所得比率 (米国)



出所: OECDより三菱総合研究所作成

### 供給制約や物価上昇圧力の強まりから21年の世界経済の成長率見通しを下方修正、22年は変更なし

前回8月見通し時点からの経済状況の変化、および上記3つの注目点を踏まえ、主要国・地域の実質GDP成長率予測を改定した(図表1-16)。

21年の世界経済の成長率予測は、前年比+5.1%と前回(8月時点、同+5.4%)から下方修正する。世界的な供給制約や物価上昇圧力の強まりを受けて米国や中国の成長率を下方修正したことが主因。また、7-9月期の成長が下振れたASEANも下方修正した。

22年は、同+3.7%と前回から変更なしとする。米国は、足もとの景気回復の重しとなっている供給制約や物価上昇圧力が、22年にかけて緩和すると予想されることから上方修正する。一方で、中国は、金融リスクの抑制や脱炭素に向けた規制強化による経済成長への下押し効果を見込み、下方修正する。21年と比較すれば、世界経済の成長率は鈍化するものの、経済活動の正常化が進み、自律的な回復力が高まるだろう。

図表 1-16 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績	予測	
	2020	2021	2022
<b>世界全体</b>	▲3.3%	5.1%	3.7%
米国	▲3.4%	5.5%	4.2%
欧州 (5カ国)	▲8.0%	5.2%	4.2%
中国	2.3%	8.3%	5.2%
日本 [暦年]	▲4.6%	1.7%	2.8%
[年度]	▲4.4%	2.6%	2.7%
ASEAN5	▲3.4%	3.3%	5.7%
その他世界	▲4.0%	3.8%	2.3%

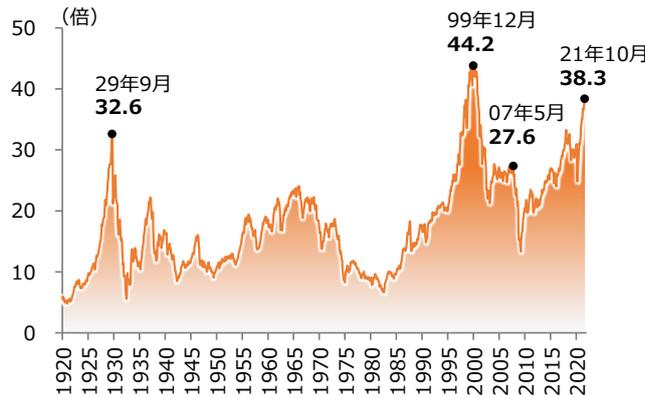
注: 数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。  
出所: 三菱総合研究所

### (3) 世界経済のリスク

今後の世界経済の最大のリスクとしては、前述の通り、既存のワクチンが効きにくい新たな変異株の発現など新型コロナを巡る状況の悪化であるが、その他のリスクとしては、①市場の想定よりも早い米国利上げによる金融市場の混乱、②債務問題の深刻化による中国経済の失速、があげられる。

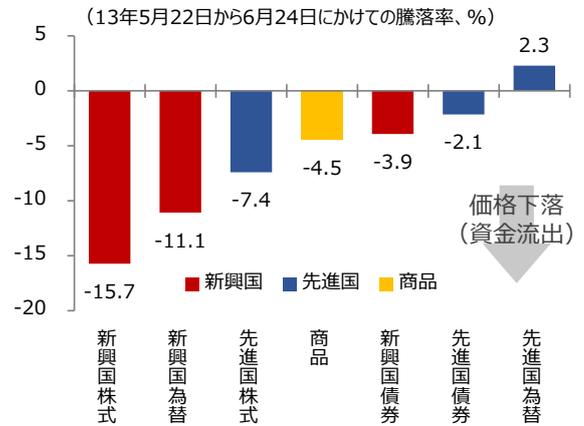
第一に、市場の想定よりも早い米国利上げによる金融市場の混乱である。米国株のシラーPER(インフレ調整後の純利益に対する株価の倍率)は、1929年の大恐慌、2008年の世界金融危機の前の水準を超え、2000年のITバブル崩壊前の水準に近づいている(図表1-17)。テーパリングで十分にインフレを抑制することができない場合、FRBは利上げ時期を前倒しする可能性がある。利上げの前倒しが米長期金利の急上昇を引き起こせば、米国株価急落の引き金となりかねない。また、米国金利上昇とそれに伴うドル高の世界金融市場への影響も大きく、13年5月に当時のバーナンキFRB議長が量的緩和の縮小を示唆する発言を行った際には、金融市場が混乱し、株式市場や新興国から大規模な資金流出が生じた(図表1-18)。

図表 1-17 米国株価のシラーPER (株価収益率)



出所: ONLINE DATA ROBERT SHILLERより三菱総合研究所作成

図表 1-18 13年の量的緩和縮小示唆時の世界金融市場動向



注: 5月22日はバーナンキ議長の発言日、6月24日は株高等が反転上昇に転じた日。

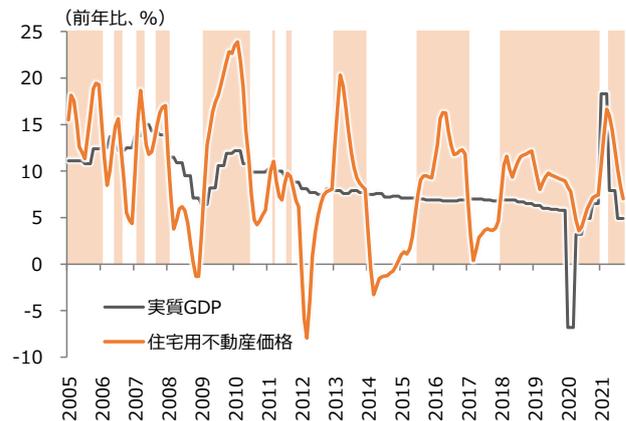
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

第二に、債務問題の深刻化による中国経済の失速である。中国政府による過剰債務抑制策により、債務が高い水準にあった中国不動産セクターは資金繰りに陥っている。他の不動産開発会社も散発的にデフォルトを起こしており、中国の不動産開発会社への信用不安が高まっている。

不動産価格の上昇率が実質GDP成長率を上回る状況は、コロナ危機後の一時期を除けば、18年以降4年近くにわたって続いており、不動産価格への調整圧力は水面下で強まっている(図表1-19)。

中国は22年秋に党大会を控える重要な時期であり、基本的には当局監視の下で秩序だった債務処理が予想される。ただし、過度にレバレッジを拡大してきた不動産セクターを支援することへの批判などから対応が遅れた場合には、秩序だった債務整理に失敗する可能性がある。その場合には、不動産価格の急落のほか、不動産セクター以外の健全な企業にも、資金繰り悪化や倒産が連鎖的に広がる可能性がある。これにより中国経済が失速すれば、世界経済の下振れ要因となる。

図表 1-19 中国の不動産価格と実質 GDP



注: 網掛け期間は、不動産価格の上昇率が実質GDP成長率を上回った期間。

出所: CEICより三菱総合研究所作成