

1. 総論

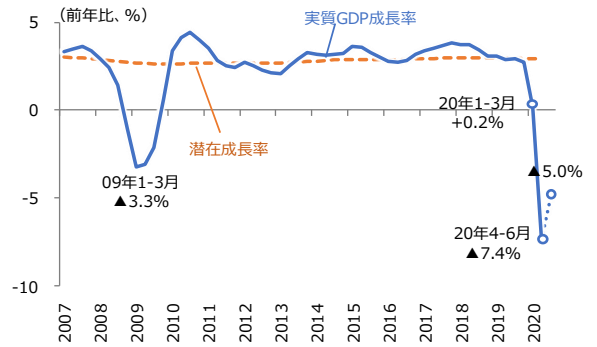
(1) 世界経済の現況

コロナ禍による落ち込みから4月を底に持ち直しの動き

新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う都市封鎖や外出自粛などの行動抑制は、需要と供給の両面から、世界経済に大きな損失をもたらした。20年4-6月期の主要34カ国の実質GDP成長率（※世界のGDPの約80%をカバー）は前年比▲7.4%になったとみられ、世界金融危機時を大幅に上回る減少幅となった（図表1-1）。

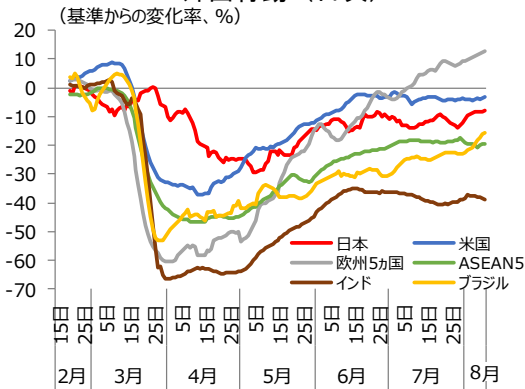
4-6月期の世界経済は、四半期ベースで大幅なマイナス成長となったが、月次で見ると4月をボトムに世界経済は総じて持ち直している。5月以降、Googleが公表する各国の行動抑制率は縮小している（図表1-2）。新型コロナウイルス感染症の拡大は各国で続いているものの、防疫措置を緩めていることが背景にある。民間部門による最低限の経済循環を維持しつつ、医療崩壊を招かないレベルに感染をコントロールすることを各国が模索している。こうしたなかで、消費や生産活動も徐々に再開が進んでおり、小売売上高は減少幅が縮小しているほか（図表1-3）、貿易や生産活動も持ち直しの動きをみせている（図表1-4）。

図表 1-1 世界経済の実質 GDP 成長率



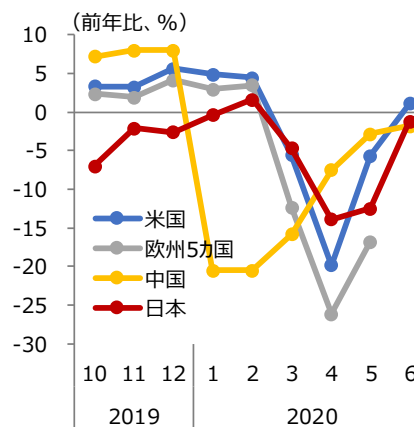
注：各国の実質GDP成長率および潜在成長率をドル建て名目GDPウェイトで加重平均。米国、ユーロ圏、日本、英国、中国、台湾、韓国、シンガポール、香港、ASEAN5、インド、ブラジルの34カ国の合計。20年4-6月までは実績、7-9月はMRI予測。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 世界各国・地域の外出行動 (日次)



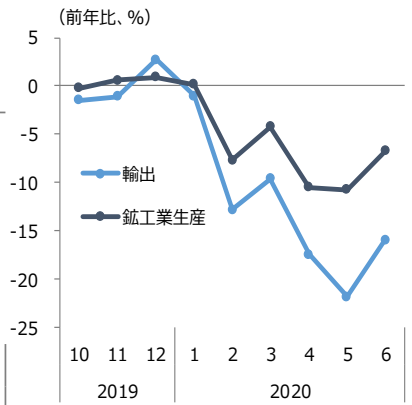
注：小売・娯楽、食料品・薬局、公園、駅、仕事場の5項目の平均。直近は8月9日。
出所：Google「Covid-19 Community Mobility Report」より三菱総合研究所作成

図表 1-3 主要国・地域の小売売上高 (月次)



出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-4 世界の貿易・生産 (月次)

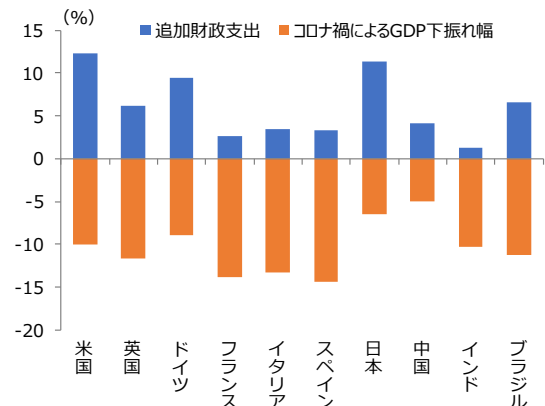


注：日米独中4カ国の前年比をGDPで加重平均。直近は20年6月。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

積極的な財政金融政策が世界経済の下支えに

コロナ禍での民間経済活動の自律的な循環の弱まりを受けて、各国とも財政支出を大幅に拡大している。現金給付や失業給付の増額、雇用維持支援、医療供給体制強化などが主な支出先となっており、その規模は、コロナ禍による成長率の下振れ幅に対応した規模となっている（図表1-5）。図表1-5には含まれていないが、EUは7月21日に7,500億ユーロ（約92兆円、GDP比約5.4%）の欧州復興基金に合意しており、財政支出規模は積み増しされる見込みだ。また、日本は財政支出とは別に、GDP比25%に相当する約125兆円の融資・保証などの支援を用意している。

図表 1-5 主要国のコロナ対策規模 (各国GDP比)



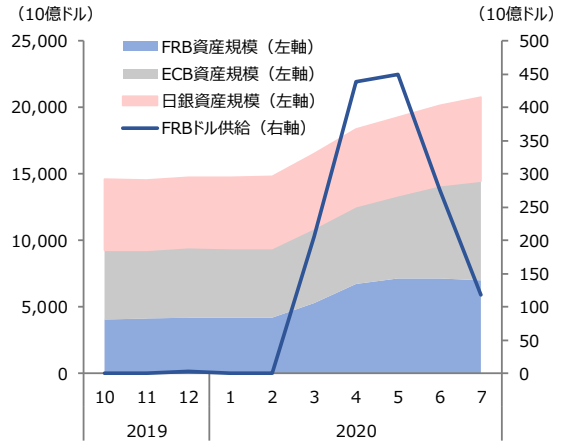
注：GDP減少幅はIMFの1月時点の見通しから6月時点の見通しの減少幅。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

財政面に加えて、金融面でも中央銀行は国内資金市場へ大量の流動性を供給し、銀行および背景にいる企業・個人の資金繰りを支えた。日米欧の3中銀の資産規模は2月末の14.8兆ドルから6月末には20.1兆ドルまで約5.3兆ドル（約550兆円）急増し、高水準を維持している。（図表1-6）。加えて、FRBの企業・地方自治体向けの資金供給スキーム、日銀による新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペといった中銀が直接ないしは介在し、資金調達ニーズがある企業などへの資金をいきわたらせる工夫を凝らしている。

また、国内資金市場だけでなく、国際資金市場でのドル流動性の悪化を防ぐため、3月から5月にかけて、FRBはスワップ協定を活用し、おおむね実績ゼロの状況から4,500億ドル（約50兆円）のドル資金を各国中央銀行を通じて提供した。

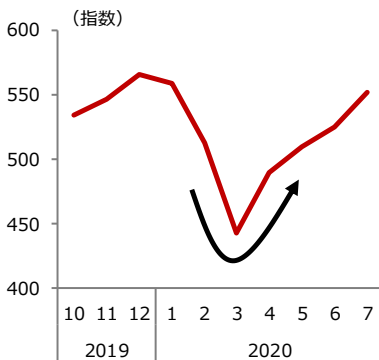
こうした中央銀行の大量の流動性供給により、コロナ禍の拡大を受けて大きく下落していた株式市場は持ち直しつつあるほか（図表1-7）、低格付け社債のクレジットスプレッドも縮小しつつある（図表1-8）。コロナ禍の拡大が続くなか、市場参加者の不安は払拭できていないものの、一段の悪化は食い止められている。当社が推計する世界金融市場のリスク回避度指数は、世界金融危機時と同程度の高水準ながらも、4月初めをピークに一段の上昇は回避している（図表1-9）。

図表 1-6 日米欧の中央銀行資産規模とFRBによるドル供給額



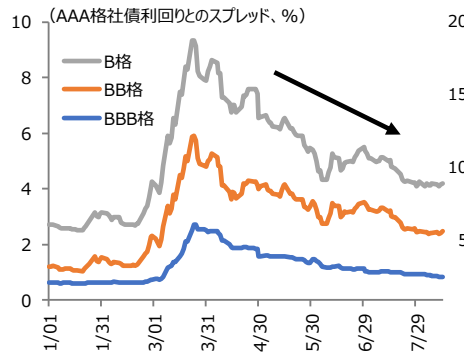
注：直近は20年7月。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-7 世界株価指数



注：世界株価指数はMSCI ACワールドインデックス。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-8 米国社債の利回り差



注：直近は8月13日。
出所：Fred より三菱総合研究所作成

図表 1-9 MRI リスク回避度指数



注：リスク回避指数は、①新興国株式、②先進国株式、③商品、④新興国為替、⑤新興国債券、⑥先進国為替、⑦先進国債券の価格変動（前週差）を標準化し、⑥、⑦の平均変化率から①～⑤の平均変化率を引いたものをMRI-RA Indexの変化分として作成。直近は8月15日。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

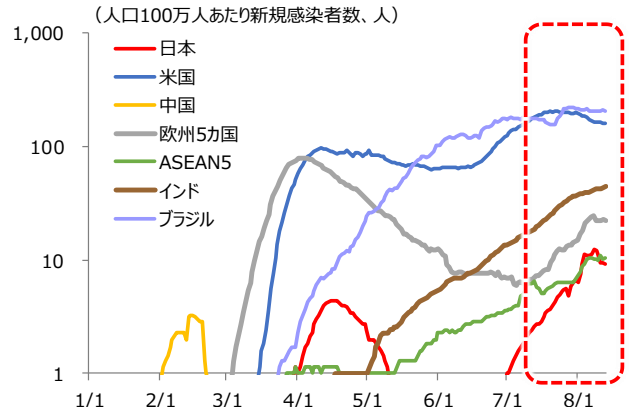
(2) 世界経済の見通し

世界経済の持ち直しペースは鈍化へ

世界経済は4月をボトムに持ち直しの動きがみられるが、持ち直しのペースは5-6月に比べて、7-9月期以降、鈍化していく可能性が高いとみている。

第一に、経済活動の再開が道半ばで停滞する可能性が高まっている。厳格な防疫措置を実施していた4月頃に比べ、各国ともに防疫措置の厳格度を緩和し、経済活動の再開を進めてきた。その副作用として、いくつかの国では感染が拡大している（図表1-10）。防疫措置の一段の緩和は期待しにくいほか、一部の国ではむしろ防疫措置を再強化せざるを得ない状況にある。特に、米国では6月下旬以降に感染が急拡大していることから、経済活動への規制が再び強まる可能性が高い。欧州では、米国のような再拡大は起きていないものの、

図表 1-10 新規感染者数



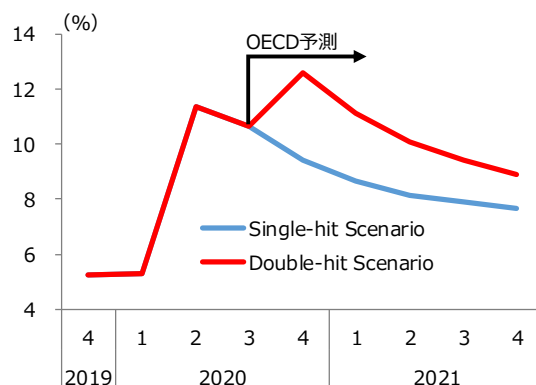
注：直近は8月13日。
出所：European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

一定の感染が継続している。日本でも、緊急事態宣言の解除後に徐々に感染が再拡大しており、首都圏を中心に今後防疫措置が強まる可能性がある。

第二に、雇用・所得環境の回復の鈍化である。前述のとおり経済活動の再開が道半ばで停滞する可能性が高まっていることに加え、コロナ禍での生活様式の変化やフィジカルディスタンス確保の流れを受けて、雇用の回復力が低下している。OECD 予測によれば、第二波が発生しない場合（Single-hit Scenario）でも 21 年末時点で OECD 加盟国の失業率は 8%程度とコロナ前の水準に戻ることができない（図表 1-11）。現時点では手厚い失業給付や雇用維持助成金などで維持されている面があるが、財政面の制約もあり、雇用対策も徐々に縮小していく可能性があり、今後、コロナ禍で構造変化を迫られている産業や職種を中心に、影響が顕在化してくるとみている。

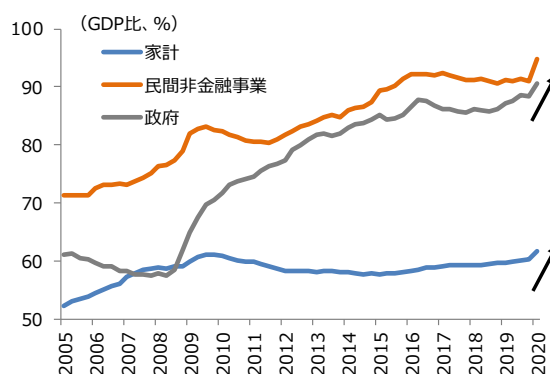
第三に、債務返済負担の増大である。コロナ禍による収入の減少を補うため、政府・企業・家計の債務が積み上がったとみられる（図表 1-12）。手元資金が潤沢な大企業や高所得層の家計は、借入に頼らずともコロナ危機を乗り越えられる可能性があるが、中小企業や低所得層の家計ほど、借入に頼らざるを得なくなる。政府は、これらのコロナ危機下での緊急融資について、利子の減免や返済猶予などの各種負担軽減措置を講じてはいるものの、今後、一定の原資返済の負担が生じる点に変わりはない。コロナ禍で借入を増やした企業や家計は、今後も収入減の影響が継続する可能性が高い主体でもあり、継続的に収入が減少するなかで、債務返済負担の増大にも苦しむことになり、投資や消費の抑制要因となる。

図表 1-11 失業率



注：Double-hit Scenario は 20 年秋に再び感染拡大から経済活動を抑制するケース、Single-hit Scenario は、再拡大を回避できるケース。
出所：OECD より三菱総合研究所作成

図表 1-12 世界の債務残高



注：直近は 20 年 3 月
出所：IIF「Global Debt Monitor Database」より三菱総合研究所作成

ウィズコロナ下での継続的な経済活動抑制が前提に

今後の世界経済・日本経済の見通しは、下記の 3 つのシナリオで提示する（図表 1-13）。前回 5 月の見通しでも 3 つのシナリオを提示したが、最も楽観的なシナリオとして提示した「5 月末までの強力な経済活動抑制による再流行の回避」は実現できなかった。したがって今回は、ワクチンや特效薬の普及率が高まらない限り感染拡大は避けられず、一定の防疫措置が継続されることを前提とする。今後の世界の感染状況やそれを踏まえた各国の政策対応の変化など、先行きの不確実性は極めて大きく、3 つのシナリオに基づく予測も幅をもってみる必要がある。

シナリオ①は、最も蓋然性が高いと考えるシナリオである。ロックダウンのような厳しい防疫措置は回避するものの、感染リスクの高い地域や活動への重点規制と緩和を繰り返しながら、21 年末にかけて平均的には一定の防疫措置を継続することを前提としている。経済活動の抑制度としては、ロックダウンと平時の中間的な抑制度を想定しており、各国の 6-7 月の状況に近い。ただし、実際には国内の感染状況や医療供給キャパシティの逼迫度に応じて、一定の範囲内で防疫措置の強弱を調整することが必要となるとみられる。当社が実施した SEIR モデル（Susceptible-Exposed-Infectious-Recovered モデル、潜伏期間を考慮した感染症数理モデル）を用いた感染シミュレーションにおいても¹、ウィズコロナ下では、防疫施策の強化と緩和を交互に繰り返し、感染者数を一定以下に抑えることが重要との結果が得られている。

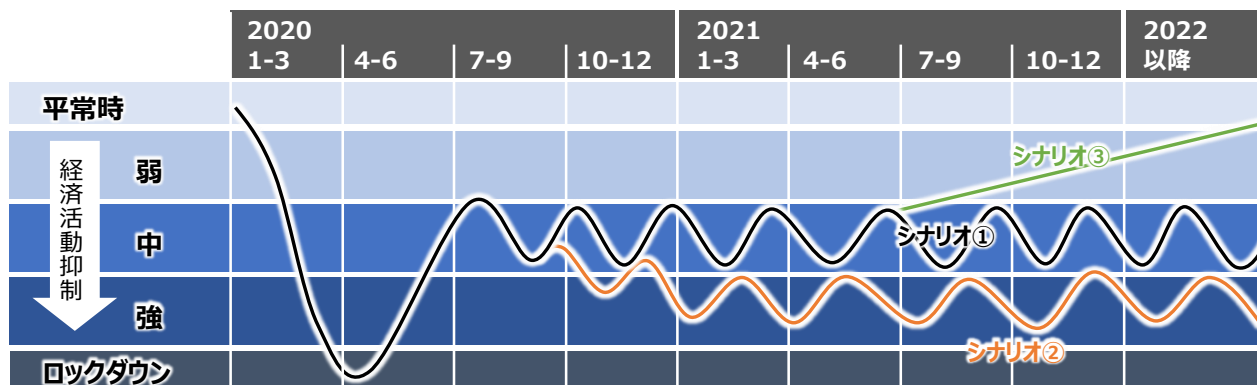
¹ 三菱総合研究所「感染が再拡大、ウィズコロナ下での防疫施策のあり方 -SEIR モデルを用いた感染シミュレーションと経済影響-」7 月 30 日公表 <https://www.mri.co.jp/knowledge/column/20200730.html>

シナリオ②は、下振れシナリオである。シナリオ①による経済活動の抑制では感染の拡大や重症者の増加を抑えきれず、防疫措置の強化と緩和を繰り返しながらも、平均的には防疫措置の厳格度を一段と強めざるを得ないシナリオである。具体的には、北半球が冬季に入る 20 年 10-12 月期以降に、経済活動の抑制度が再び強化されるシナリオを想定した。欧米など経済規模の大きい国において、シナリオ②に近いパスをたどれば、世界経済への影響は大きい。

シナリオ③は、上振れシナリオである。ワクチンや特効薬の開発に成功し、一般に本格的に普及することで、経済活動への制約を大幅に緩和できるケースである。ただし、本シナリオは、非常に不確実性が高いシナリオである。ワクチンや特効薬の開発は、官民挙げて各国で進められているものの、その実用化の可否や時期、効力、普及時期について不明点は多いことから、暫定的に 21 年半ば以降に先進国と中国で普及が進み、22 年以降に新興国を含めて普及が進むと仮定した。

図表 1-13 経済見通しにかかる経済活動抑制の前提

シナリオ①	<ul style="list-style-type: none"> ロックダウンのような厳格な防疫措置は回避するも、感染リスクの高い地域や活動への重点規制と緩和を繰り返しながら、21年末にかけて一定の防疫措置を継続
シナリオ②	<ul style="list-style-type: none"> シナリオ①による防疫措置では感染拡大の加速や重症者の増加を抑えきれず、防疫措置の強化と緩和を繰り返しながらも、平均的には防疫措置の厳格度を一段と強める
シナリオ③	<ul style="list-style-type: none"> ワクチンや特効薬の開発に成功し一般に本格的に普及することで、経済活動への制約を大幅に緩和（21年半ば以降に先進国と中国でワクチン接種が進むと想定）



出所：三菱総合研究所

20 年の世界経済成長率は前回見通しから下方修正

上記の 3 つのシナリオに基づき、主要国・地域の実質 GDP 成長率を予測した（図表 1-14）。米国は感染の再拡大を受けて 7-9 月期以降の回復ペースが前回見通しよりも鈍いものとなる可能性が高まったことから 20 年は前年比▲5%台半ばと大幅なマイナス成長となり、21 年も同+3%程度と戻りは鈍いと予測する。欧州（主要 5 カ国平均）は 20 年は同▲10%程度の大幅な落ち込みに下方修正するものの、感染の拡大ペースの落ち着きや欧州復興基金への合意などを受けて、21 年は同+5%程度と予測する。中国は 20 年は同+1%程度が予想されるものの、国内の感染はほぼ終息しており経済活動の抑制度が相対的に弱いことから、21 年は同+8%程度と成長回復を予測する。

これらを総合すると、20 年の世界経済の実質 GDP 成長率は前年比▲4.0%と予測する。前回 5 月見通しにおいて最も可能性が高いと考えていたシナリオの同▲3.0%からは下方修正する。21 年も同+4.2%と前回見通しの同+5.7%から下方修正し、緩やかな回復にとどまるだろう。

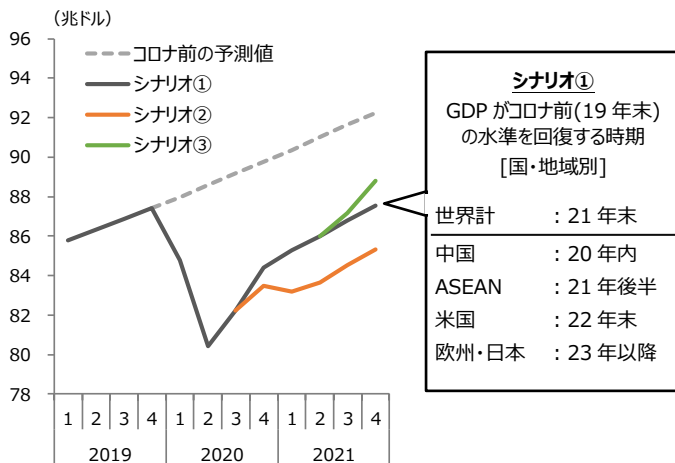
世界全体で GDP がコロナ前の 19 年末の水準に戻るのには、シナリオ①で 21 年末頃とみている（図表 1-15）。ただし、国・地域別にみるとコロナ前の水準を回復する時期に差が出てくる見込み。中国は 20 年内に回復、ASEAN は概ね 21 年後半に回復する一方、先進国では最も早いとみられる米国でも 22 年末頃、欧州や日本は 23 年以降にずれ込む見通し。シナリオ②では、これらが全体的に後ずれし、世界全体でもコロナ前の水準に戻るのには 22 年半ばとなるだろう。

図表 1-14 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	新型コロナ前	新型コロナ後					
		シナリオ①		シナリオ②		シナリオ③	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
世界全体	2.7%	▲4.0%	4.2%	▲4.2%	1.8%	▲4.0%	4.8%
米国	1.9%	▲5.6%	2.8%	▲5.9%	0.2%	▲5.6%	3.8%
欧州 (5カ国)	1.2%	▲10.1%	4.9%	▲10.4%	1.9%	▲10.1%	5.9%
中国	5.9%	1.0%	8.0%	0.8%	5.6%	1.0%	8.3%
日本 [暦年]	▲0.4%	▲6.1%	1.8%	▲6.3%	▲0.1%	▲6.1%	2.3%
[年度]	0.1%	▲6.6%	3.3%	▲7.3%	1.9%	▲6.6%	4.2%
ASEAN	4.9%	▲3.9%	5.4%	▲4.3%	1.7%	▲3.9%	5.5%
その他世界	2.7%	▲3.1%	3.1%	▲3.3%	1.1%	▲3.1%	3.1%

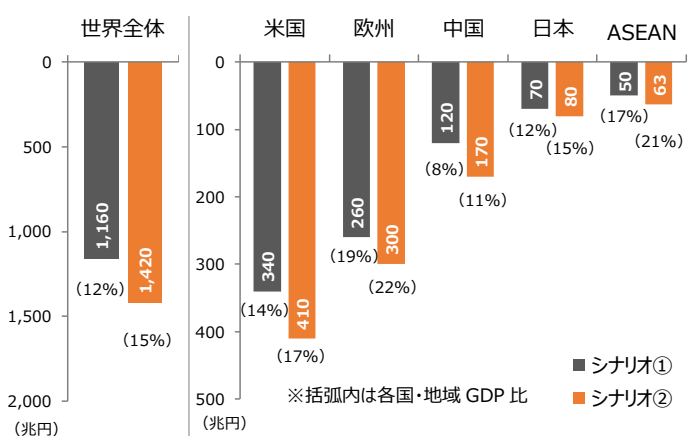
注：新型コロナ前は当社予測値。数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。
出所：三菱総合研究所

図表 1-15 実質 GDP 水準
(世界計)



出所：三菱総合研究所

図表 1-16 コロナ危機による累積経済損失額 (MRI 推計)
(20-21 年の累計)



注：数値は暦年。為替レートは IMF の 20 年予測値を用いて円換算。
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

経済損失は世界で 1,160~1,420 兆円に上る見通し

上記シナリオをもとに、新型コロナウイルスの感染拡大による経済損失額を算出した。ここでの経済損失額は、新型コロナウイルス感染がなければ本来達成していたであろう GDP 水準からの下押し額を、20 年から 21 年にかけて累計したものである。本試算では、国際産業連関表を使い、各国の内需減少や供給停止に加え、グローバルサプライチェーンの寸断による供給制約や外需の減少による影響を考慮した経済影響を試算した。

20-21 年に生じる経済損失額は、シナリオ①のもので、世界全体で 1,160 兆円 (GDP 比 12%) となった (図表 1-16)。08-09 年の世界金融危機時の経済損失額を同様に累積で試算すると、おおむね 470 兆円程度 (同 7.5%) である。GDP 比で見るとおよそ 1.5 倍となる。シナリオ②では、経済損失が世界全体で約 1,420 兆円 (同 15%) と一段と拡大する結果となった。

(3) 世界経済のリスク

世界経済の最大のリスクは、今後、新型コロナウイルスの感染拡大ペースが一段と強まり、医療崩壊などを防ぐために経済活動の抑制を長期にわたって強化せざるを得なくなることである。これに加えて、先行きのリスクとして想定すべきは、①金融危機への発展、②米中対立の一段の激化である。

① 金融危機への発展

各国政府および中央銀行の大規模な財政金融政策は、コロナ危機による経済へのダメージを緩和する意味では重要な役割を果たしたと評価できるが、一方でその規模の大きさがゆえに、金融市場の需給バランスに歪みをもたらしている点是否定できない。特に以下に挙げる3点は、今後の展開次第では、金融市場の安定性が損なわれ金融危機へと発展する火種となりかねない点に留意が必要である。

第一に、実体経済と乖離した株価の上昇である。総額を名目GDPで割ったいわゆるバフェット指数は、日本株は新型コロナウイルス感染症拡大以前の昨年12月の水準を下回っているものの、一般的に割高とされる100を上回る水準(=株式時価総額が名目GDPより大きい)にあり、米国株は昨年12月水準を上回り、PER(株価収益率)も過去平均より高い水準で、過熱感がみられる(図表1-17)。

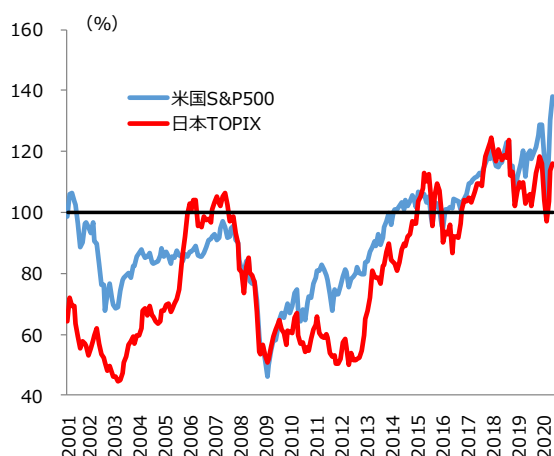
現状の株価はコロナ禍克服後の経済回復を織り込んでいるとされるが、ワクチンや特效薬などの抜本的な解決策が不透明な状況下で、市場の期待には過剰感がある。また、中銀の大規模な金融緩和を拠り所に過度の資金流入が株式市場の需給バランスを崩している可能性もありバブルへの懸念も強まっている。経済回復への過剰期待、過度な資金流入のいずれの要因にせよ、実体経済と乖離した株式市場には調整が入れば、金融機関の体力低下を通じて金融危機へ発展するリスクがある。

第二に、デフォルト増加下でのクレジットスプレッドの縮小である。IIFによると、20年4-6月期は事業会社の債務不履行額が940億ドル(約10兆円)と、世界金融危機時の08年を上回り過去最高となった(図表1-18)。また、米国では銀行の貸倒引当金も増加している(図表3-11、後述)。一方で、過去最高のデフォルト額にもかかわらず、社債スプレッドは低下傾向にある(前掲図表1-8)。社債スプレッドの縮小は企業の調達コストの低下をもたらすが、社債投資家が政府や中央銀行の資金繰り支援策に安易に依存し、クレジットリスクに見合うスプレッドを確保できていなければ、デフォルト発生や中央銀行の緩和政策の解除、株式市場の下落といった事態が想定を上回る規模で発生した場合に、社債市場が冷え込むリスクがある。

第三に、新興国からの資金流出も金融市場の不安定化要因として留意する必要がある。IMFによると、新興国の公的および民間の負債残高のGDP比率は、世界金融危機発生時の08年から18年にかけて、中国は約130%から約260%に倍増、中国以外の新興国は約80%から100%に増加している(図表1-19)。ドルを中心とした新興国発行の外債建債券は、一時、減少傾向にあったが昨年半ばから上昇傾向に転じており、3月時点では史上最高額に近い水準まで増加している(図表1-20)。加えて、新興国の現地通貨建ての負債に対する外国人投資家の割合が高まっている点にも注意が必要だ(図表1-21)。

FRBによる大量のドル資金供給、各国中央銀行の潤沢な現地通貨供給により、国際資金市場、各国資金市場ともに大きな混乱は発生していないが、新興国における政治リスクの発生といった際に、経済規模の大きい新興国通貨の下落や各国資金市場での現地通貨の流動性低下が国際金融市場に飛び火するリスクもある。

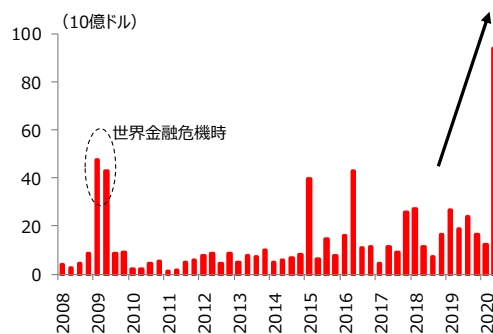
図表 1-17 株式時価総額の名目 GDP 比率



注：時価総額は、米国は S&P500、日本は TOPIX の時価総額を使用。直近は 20 年 7 月。

出所：Bloomberg、東証、内閣府より三菱総合研究所作成

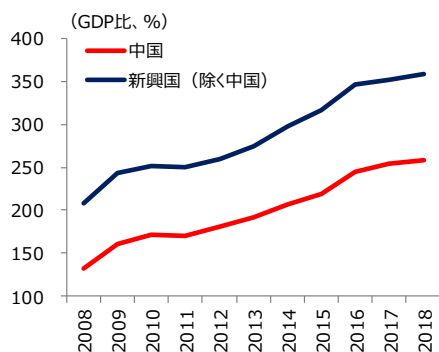
図表 1-18 社債デフォルトの発生状況



出所：IIF より三菱総合研究所作成

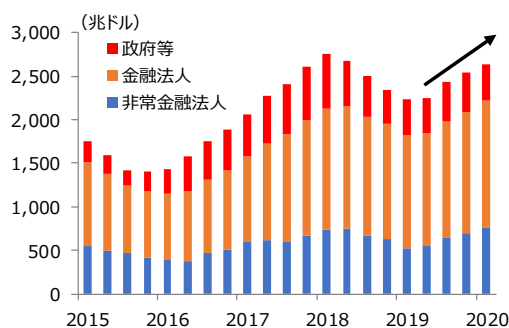
仮に、民間企業債務が積み上がっている中国、米国、欧州において、08-09年の世界金融危機時と同程度の金額の債務リストラチャリングが起こると想定すると、金融危機発生による世界全体での累積GDP押し下げ幅は約530兆円（約5兆ドル、世界GDP比5.5%）に上ると推計される。上記のコロナ危機による経済損失に追加で生じる損失額として試算すれば、世界全体での累積GDP押し下げ幅は、約1,700兆円（世界GDP比18%）に上る。

図表 1-19 新興国の負債



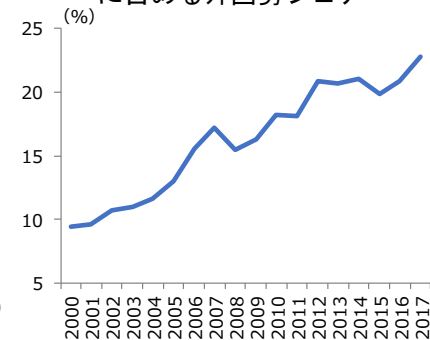
出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 1-20 新興国発行の外貨建債券



出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 1-21 新興国の現地通貨建債務に占める外国勢シェア



出所：IMF より三菱総合研究所作成

② 米中対立の一段の激化

米国大統領選を20年11月に控えるなか、コロナ危機も重なり、米中対立は一段と悪化している。米中は政治的な対立を強めながらも、依然として相互に最大の貿易相手国であり経済的な互惠関係には配慮してきた。しかし、コロナ危機による経済安全保障の強化や政治的な対立の深まりが、保護主義的な潮流を一段と加速させる可能性がある。

米国は、コロナ禍前から講じていた通信分野における特定の中国ハイテク企業向け禁輸措置の強化、諸外国への働きかけを強めるだけでなく、対中圧力的手段として金融制裁も活用している。

中国による香港管理強化につながる「香港国家安全法維持法」の成立を受け、7月14日にトランプ大統領は「香港自治法」に署名した。「香港自治法」は、香港の自治を侵害した中国の当局者や金融機関に資産凍結などの金融制裁を科すことが規定されており、8月7日に香港行政長官を含む中国の当局者11人に対し金融制裁を発動した。現状は限定的な制裁運用であるが、仮に、中国の金融機関のドル取引を禁じる制裁に発展した場合には、中国企業がドル調達に支障をきたす可能性がある。中国は米国債の大口投資家であり、安易な制裁発動は想定しづらいが、近年、米国はドル制裁を武器に外交交渉を繰り返しており、金融制裁がどのように運用されるかには注意が必要である。

トランプ政権だけでなく議会も含め米国における中国への不信感は根深く、民主党のバイデン候補が勝利した場合でも、米国の厳しい対中姿勢は継続する公算が高い。但し、バイデン政権においては中国および関係諸国との対話を重視することで、突発的な制裁発動といった対中政策の不確実性は緩和される可能性が高い。一方で、トランプ政権が継続すれば、中国金融機関に対するドル取引制限など突発的に厳しい制裁に踏み切る可能性がある。その場合には、中国の報復措置も含め、世界経済や金融市場の下振れ要因となる。