

(1) 世界経済の現況

米国次期大統領は民主党バイデン氏に、経済・外交政策は前政権から転換へ

米大統領選では、民主党のバイデン前副大統領が選挙人の過半数を獲得した。トランプ大統領は一部の接戦州で法廷闘争に乗り出しているが、結果が覆る可能性は低く、12月14日の選挙人投票では、民主党のバイデン氏が次期大統領に選出される見込みだ（選挙結果の詳細分析は米国経済 P.24 参照）。同陣営は「新型コロナウイルス感染症対応」、「経済再生」、「人種」、「気候変動」を新政権の重点課題に掲げ、政権始動に向けた準備に着手している。

バイデン新政権が誕生すれば、国内政策運営は前政権から大幅な転換が予想される。経済政策では、トランプ政権が法人税や所得税の大規模減税による景気拡大を図ったのに対し、バイデン氏は富裕層や企業への課税強化を財源に製造業や環境インフラへ大規模な投資を行うとしている。環境政策では、トランプ政権は従来型エネルギーを重視したのに対して、バイデン氏はパリ協定に復帰し、再生可能エネルギーを推進する模様だ。新型コロナウイルス感染症対応では、トランプ政権下で軽視されがちであった科学者や専門家をアドバイザーとして招聘し、科学的根拠にもとづく防疫措置を進めることが見込まれる。

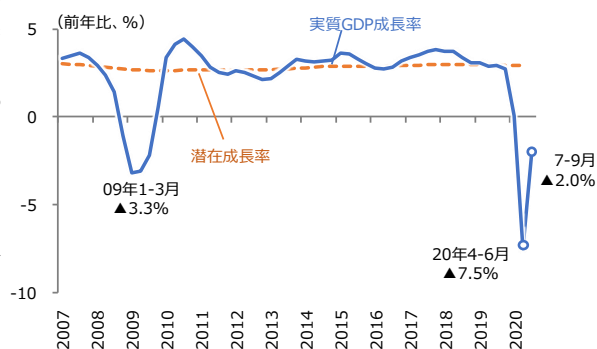
外交政策では、自国第一主義が強かったトランプ政権とは異なり、同盟国との協調を重視するとみられ、現政権下で関係が悪化した欧州との関係修復が見込まれる。対中政策に関しては強硬路線の継続が見込まれるが、現政権が実施した制裁関税のような単独かつ敵対的な手段ではなく、経済、安全保障、人権といった多面的な視点から同盟国と協調して中国への圧力を強めることが予想される。

防疫措置を講じつつも経済再開、世界経済は持ち直しへ

世界経済は新型コロナウイルス感染症の拡大により20年4-6月期に大幅な落ち込みとなったが、7-9月期には持ち直しの局面に入った。防疫措置を講じつつも、経済活動を再開する動きが各国で進んだ。主要34カ国の実質GDP成長率（※世界のGDPの約80%をカバー）は20年4-6月に世界金融危機時を上回る前年比▲7.5%の減少幅となった後、7-9月は前年比▲2.0%と減少幅を縮小させたとみられる（図表1-1）。前回8月見通し時点で想定したより、早いペースでの持ち直しとなった。

世界の感染者数（日次）は4-5月頃の3倍程度のペースで拡大しているが、新規の死亡者数は9月までは横ばい圏内で推移してきた（図表1-2）。治療方法などのノウハウ蓄積や医療体制の整備が進むに伴い、一定の防疫措置と経済活動再開の両立が進みつつある。主要国の貿易は新型コロナウイルス流行前の90%程度、生産活動は95%程度の水準にまで回復してきている（図表1-3）。

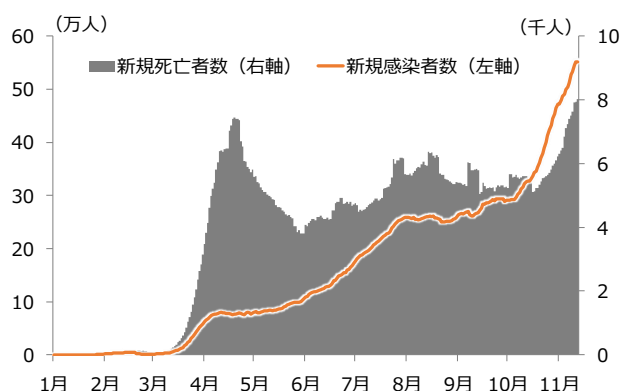
図表 1-1 世界経済の実質 GDP 成長率



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。

出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

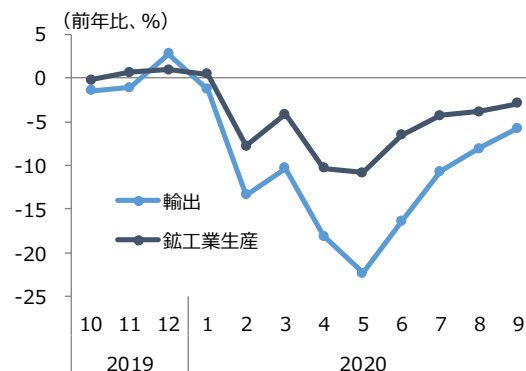
図表 1-2 世界の新規感染者と新規死亡者数



注：後方7日移動平均、直近は11月13日。

出所：European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

図表 1-3 主要国の貿易・生産



注：日米独中4カ国の前年比をGDPで加重平均。直近は20年9月。

出所：Bloomberg、CEIC、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

コロナ危機からの回復状況は二極化が特徴

世界経済は全体としては持ち直しつつあるが、その回復度合いは国／業種／職種によってばらつきが大きく、特定の主体に悪影響が集中する「二極化」が特徴だ。

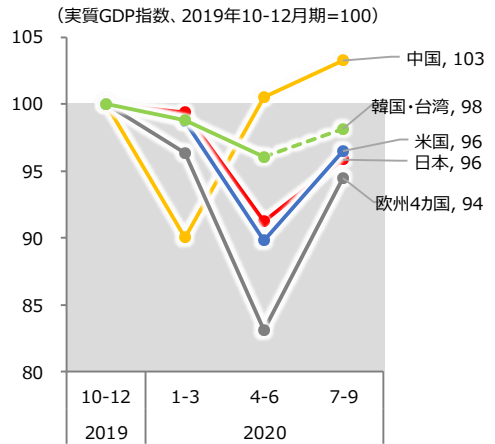
実質 GDP の回復状況には国別のばらつきが大きい(図表 1-4)。いち早く感染拡大の封じ込めに成功した中国は、4-6 月期に世界に先駆けてコロナ前(19 年 10-12 月期)の水準を回復した。一方、感染が足元でも拡大している欧州や米国は、4-6 月期に 10%以上の落ち込みを記録し、7-9 月期に反発したものの、依然としてコロナ前の水準を大きく下回っている。

また、コロナ危機下での各国の株価・為替の騰落率にも大きな違いがみられる。MSCI のドル建て株価指数を国別にみると、早期に感染拡大を封じ込めた中国、韓国、台湾において 19 年末から株価が上昇した一方、感染が拡大したブラジルは同▲40%ほどの下落を示している。早期に経済活動を危機前の水準に戻した国々と、感染症拡大抑制に失敗した国々として各国の株価は二極化している(図表 1-5)。

コロナ危機による生活様式の変化によって、既存の需要が喪失される一方で、新たな需要を生み出す面もある。主要国の代表的株価指数に含まれる銘柄について、コロナ前(19 年末)から直近までの騰落率をみると、コロナ危機による生活様式の変化などを受けて成長が見込まれるリモートワークや E コマース、デジタル決済に関連する銘柄が大幅に上昇する一方、エネルギーや航空機といった需要低迷の長期化が予想される銘柄が下落している(図表 1-6)。業種別の影響も二極化が進行している。

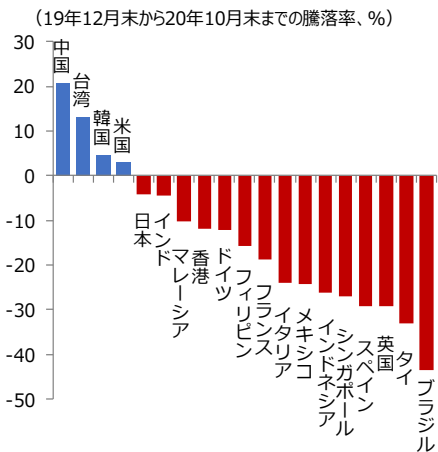
雇用回復も職種によるばらつきが大きい。IMF の調査によれば、人との接触機会の多い食品、接客、日用品販売といった業種の求人数は、コロナ前と比べて▲50~70%減少しているのに対して、人との接触機会の限定的な製造業では▲30%程度の減少にとどまっている(図表 1-7)。感染拡大への懸念がくすぶるなか、人との接触の多い職種の労働者にとっては厳しい環境が続く可能性が高い。

図表 1-4 主要国の実質 GDP 水準



注：欧州 4 カ国は独仏英伊。欧州 4 カ国と韓国・台湾は GDP ウェイトで加重平均。実線は実績、破線は Bloomberg 予測。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-5 ドル建て株価指数 (MSCI)



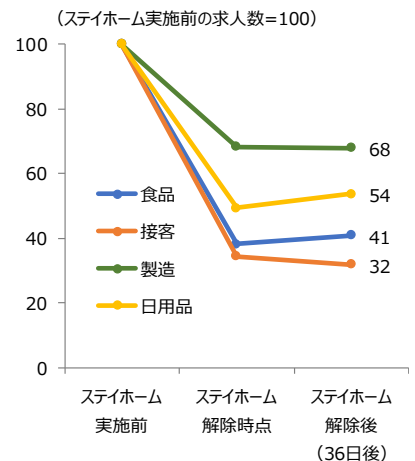
注：各国株価指数は、MSCI の国別指数(ドル建)。19 年 12 月末から 20 年 10 月末までの騰落率。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-6 主要銘柄の株価騰落率 (2019 年末から直近(10/23)までの騰落率、%)

1 zoom:オンライン会議	665
2 テスラ:電気自動車	409
3 ビンデュオデュオ:中国EC	132
4 JDドットコム:中国EC、京東	131
5 エヌビディア:半導体	127
6 ムルカドリアル:EC、オークション	126
7 ADYEN NV:国際決済	114
8 paypal:国際決済	89
9 Fedex:物流	82
10 サービスナウ:クラウドプラットフォーム	79
11 ロイヤル・ダッチ・シェル:エネルギー	-58
12 B P:エネルギー	-57
13 ウェルズ・ファーゴ:金融	-57
14 エアバス:航空機	-51
15 エクソンモービル:エネルギー	-50

注：19 年末からの騰落率を算出。主要市場の代表的指数(S&P500、日経 225 等)構成銘柄のうち、時価総額が一定規模以上の銘柄を抽出。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-7 ステイホーム前後の求人変化



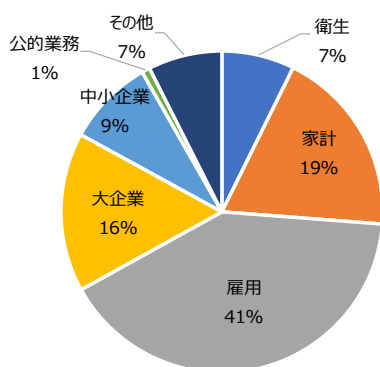
注：対象国は、欧州主要国、メキシコ、シンガポール等の 14 カ国。
出所：IMF 「World Economic Outlook Oct2020」より三菱総合研究所作成

大規模な財政支出で雇用・所得を下支え

こうした状況を踏まえ、各国政府は個人の所得を確保するために、家計への直接的な支援、雇用維持や企業経由の間接的な支援といった政策を実施し、所得を下支えしている(図表 1-8)。今回のコロナ危機は、特定層に影響が偏在していることを踏まえると、悪影響が大きい企業や個人への一定の支援継続は必要とみられる。日本や欧州では、雇用・賃金の支援策は当面は継続される見込みであるが、米国は、

大統領選後の混乱やトランプ政権のレームダック化を考慮すると、追加経済対策は21年1月の新議会招集後にずれ込む可能性には注意が必要である（図表 1-9）。

図表 1-8 G20 先進国のコロナ関連
財政支出の内訳（受益者別）



注：9月11時点。
出所：IMF「Fiscal Monitor Oct2020」
より三菱総合研究所作成

図表 1-9 日米独の雇用・所得支援策の状況

	日本	米国	ドイツ
家計	① 特別定額給付金： 国民一律10万円支給	① 失業保険給付増額：失業保険期間延長（6カ月→9カ月）、週600ドル増額 ② 現金給付：所得制限内の対象者。最大で大人1,300ドル、子供500ドル現金給付	① 短時間勤務手当の支給期間の延長
雇用	② 雇用調整助成金： 休業手当等を一部助成 一日当たり最大15,000円/人	③ 給与保護プログラム：従業員500人以下の企業を対象に、人件費2.5か月分までの融資、人件費・光熱費の支払い分の返済を免除	② 短時間操業の適用要件緩和 ③ 短時間労働給付金の増額の申請期限の延期
期限	②は12月末に期限を迎えるが、第三次補正で延長を検討中	①は7月末まで実施。大統領令発動で週300ドルに減額継続中。 ③は12月末が期限。 いずれも議会で延長を議論中だが、合意時期は未定	①～③いずれも期限は2021年12月31日

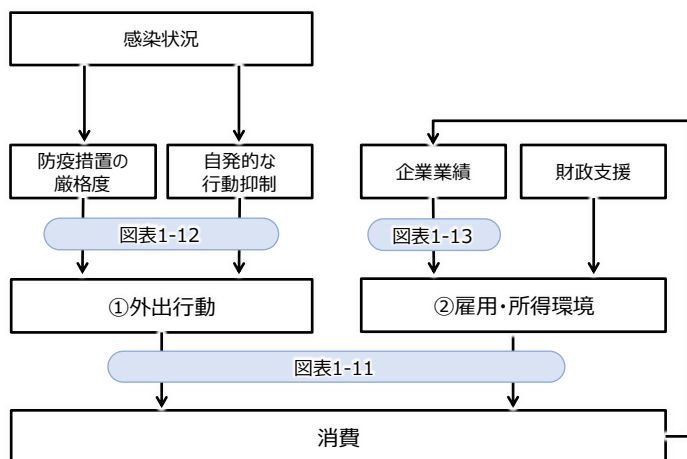
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

世界経済の持ち直しペースは緩やかにとどまる公算

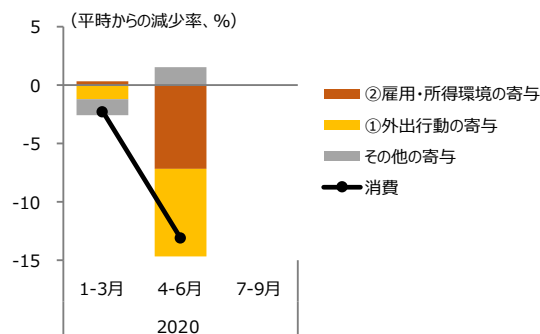
今後の世界経済を展望する上では、コロナ危機による景気後退の主因となった個人消費の動向が重要になる。コロナ流行下での消費は、主に①外出行動、②雇用・所得環境、に左右される（図表 1-10）。主要国の消費は、コロナ前（19年10-12月）と比較して4-6月期に▲13%程度のマイナスとなったが、当社の推計によると、上記①と②の寄与度がほぼ半分ずつであった（図表 1-11）。以下、①と②の先行きを展望する。

図表 1-10 コロナ流行下で消費に影響する要素



出所：三菱総合研究所

図表 1-11 コロナ危機下での消費抑制の要因分解



注：消費は名目消費、所得は名目雇用者報酬、外出行動は Google (Covid-19 Community Mobility) を用いて推計。米国、日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国、スウェーデン、カナダの平均。
出所：Bloomberg、Google より三菱総合研究所作成

第一に、外出行動がどうなるか。これをさらに分解していくと、(1) 政府等が講じる防疫措置の厳格度、(2) 感染防止のための自発的な行動抑制、に左右される（図表 1-10 の左）。

まず、(1) (2) に影響する感染状況としては、北半球の国々ではこれから冬場に入ることから、室内空間の密閉性が高まり、クラスター感染が起こりやすくなる可能性がある。20年10-12月から21年1-3月にかけては、感染の加速と減速を交互に繰り返しつつも、平均的には感染拡大ペースが加速しやすい状況が想定される。

次に (1) の防疫措置の厳格度は、7月以降は一定の厳格度を維持している状況だが、最近の欧州でみられるように、感染が急拡大すれば、感染リスクの高い地域や活動を中心に防疫措置が強化される可能性がある。

また、(2)の自発的な行動抑制は、4-6月期をピークに段階的に緩和されている(図表1-12)。ワクチンや治療薬は未だ開発されていないものの、一段の重症化を避けるための治療法の普及や医療体制の整備が進みつつある。9月頃までは、感染者数が拡大するなかでも、重症者数や死亡者数が一定の範囲に収まっており、新型コロナに感染することへの警戒感が感染拡大当初よりは弱まってきていたとみられる。ただし、11月には欧米を中心に感染が急拡大したことから、自発的な行動抑制の寄与が再び拡大している。

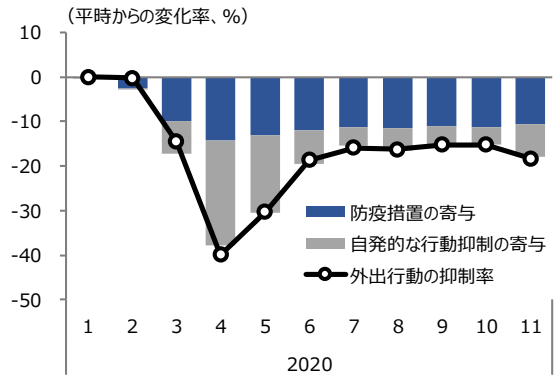
これらを総合すると、外出行動の抑制率は、冬場の感染拡大や防疫措置強化など季節的な変動はありながらも、重症化を防ぐ治療法の普及や医療体制の整備などを背景に、総合的には21年末にかけて、徐々に緩和されていくとみている。

第二に、雇用・所得環境がどうなるか。こちらは企業業績と、財政支援策の持続可能性について考える必要がある(図表1-10の右)。経済活動の再開に伴い、企業業績も持ち直しの動きをみせているが、業種による回復度合いの濃淡は大きい。運輸や観光など新型コロナの影響が大きい業種では、業績の低迷が長期化する可能性が高まっている。現状では、米国を除き、雇用面での調整は抑制され、労働時間での調整が主となっている(図表1-13)。企業の経営環境が悪化するなかでも、雇用を維持した場合に従前所得の一定割合を国が補填する支援策(日本の雇用調整助成金、ドイツのクルツアルバイト法)の存在などが背景にある。ただし、これら制度の利用には期間が定められているほか、前述のような財政状況のなかで、方向性としては財政支援の段階的な縮小(平常化)が予想される。

一定の経済活動の抑制が続くなかで、財政支援の段階的な縮小が実施された場合、企業内の雇用保蔵には限界があり、ポストコロナで失われる仕事から、ポストコロナで新たに生まれる仕事へのシフトが必要になる。米国のような(一時解雇も含めた)解雇を主とする雇用調整を行っている国は、雇用の流動性が高く、こうした構造変化への対応も比較的迅速だ。主要国の世界金融危機からの回復速度と雇用者数の調整速度を比較すると、両者には緩い正の相関関係がみられる(図表1-14)。コロナ感染拡大下での雇用政策も、短期的な視点での政策(雇用維持や所得補償)から、中長期的な視点での政策(構造変化への対応を促すマッチングや教育訓練)に徐々に軸足を移すべき局面にきている。

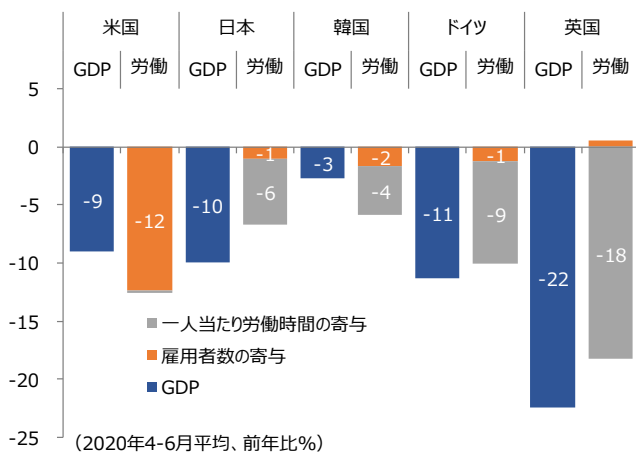
今後の雇用・所得環境は、政策的支援が段階的に縮小されるなかで、構造変化への雇用の対応には時間を要する可能性が高く、その移行期には一時的に失業が増加する局面も予想される。雇用・所得環境の持ち直しペースも緩やかなものにとどまる公算だ。

図表 1-12 外出行動の抑制率の要因分解



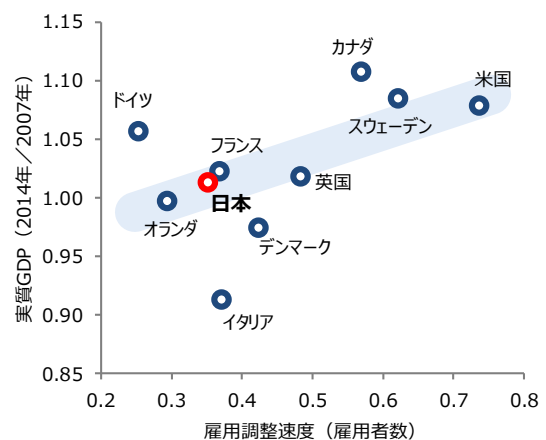
注：外出行動は Google (Covid-19 Community Mobility)、防疫措置は OxCGRT (stringency indices)、感染状況は新型コロナ新規死者数の対人口比を用いて推計。米国、日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国、スウェーデン、カナダの平均。
出所：Google、OxCGRT、ECDC より三菱総合研究所作成

図表 1-13 主要国の GDP と雇用調整 (20年4-6月期)



注：GDP は実質 GDP。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-14 雇用調整速度と不況からの回復速度



注：雇用調整速度の推計式は $\ln E = C + a * \ln Y + b * \ln(RW) + c * \ln E(-1) + d * T$ 。E: 雇用者数、Y: 実質 GDP、RW: 実質賃金、T: トレンド、雇用調整速度 = $1 - c$ 。雇用調整速度の推計期間は 2000-2013 年。
出所：IMF、OECD stat より三菱総合研究所作成

感染拡大状況や治療方法の開発状況に応じ、3つのシナリオを設定

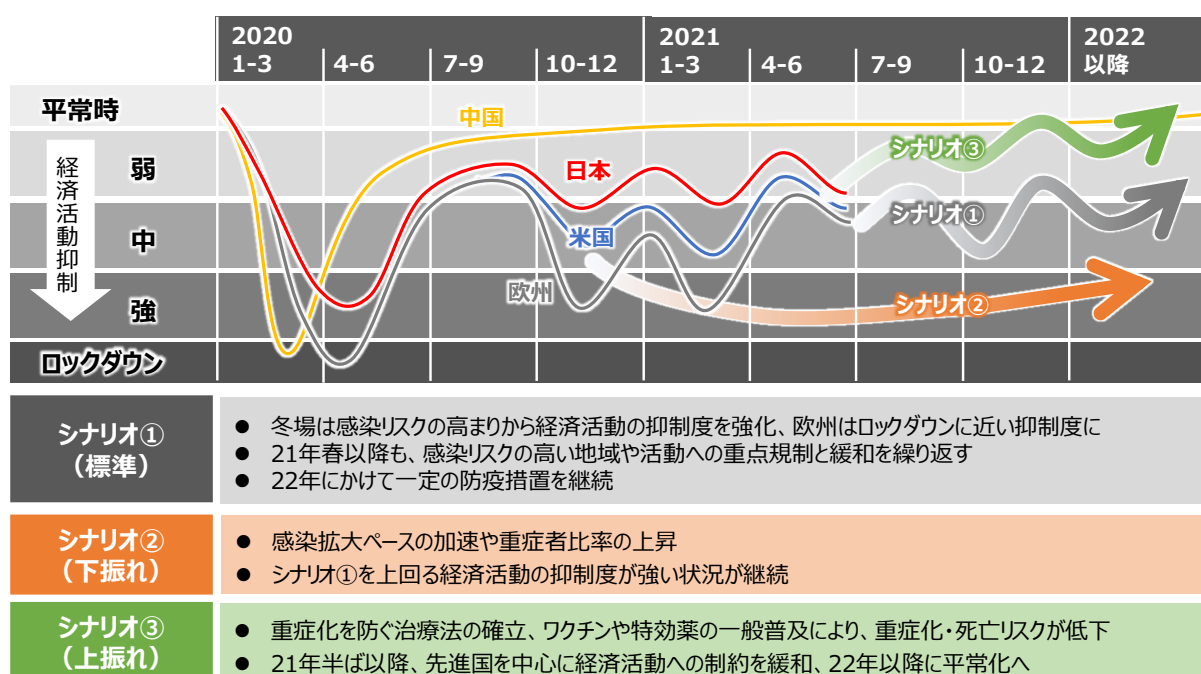
今回の見通しでは、前回（8月見通し）と同様に、新型コロナの感染拡大状況や治療方法等の開発状況に応じ、3つのシナリオで、21年までの各国の成長率を展望する（図表 1-15）。

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。中国以外の国々では、21年春以降も感染拡大は継続することから、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、22年にかけて一定の防疫措置を継続する想定である。感染を抑え込んだ中国は、経済活動の抑制度が平常時に近い状況で推移する一方、高水準での感染の拡大が続く欧州や米国などでは、特に季節的に感染リスクが高まる冬場を中心に、7-9月期に比べて経済活動の抑制度が強まる展開が予想される。

シナリオ②は、下振れシナリオである。中国以外の国々では、シナリオ①による経済活動の抑制では感染拡大ペースの加速や重症者比率の上昇を回避できず、経済活動の抑制度を恒常的に強めざるを得ない事態も想定しうる。欧州は一部の国で時限的な再ロックダウンが実施されているが、これが長期化する可能性があるほか、米国や日本も感染状況次第では、強い経済活動抑制に逆戻りする可能性がある。

シナリオ③は、上振れシナリオである。新型コロナ感染者の重症化を防ぐ治療法の確立、ワクチンや特効薬の一般普及により、重症化・死亡リスクが低下する展開である。21年半ば以降、先進国を中心に経済活動への制約が緩和され、22年以降にかけて徐々に平常化に向かうシナリオである。

図表 1-15 経済見通しにかかる経済活動抑制の前提



出所：三菱総合研究所

7-9月の実績は上振れも、10-12月期以降の回復ペースは下方修正

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 1-16）。前回（8月見通し）から、20年を中心に上方修正した。シナリオ①における世界の实質GDP成長率は、前回見通しの前年比▲4.0%から同▲3.0%へと上方修正、21年は同+4.1%と前回からほぼ変わらずと予測する。20年の上方修正の要因は、20年7-9月期の各国・地域の成長率実績が予想より上振れた点にある。ただし、欧州や米国など10月以降に国内の感染が急拡大している国・地域では、今冬（20年10-12月期～21年1-3月期）の回復ペースを前回よりも下方修正しており、その分、20年の成長率の上方修正幅は抑制されたといえる。また、感染拡大ペースの加速や重症者比率の上昇により、経済活動の抑制度が強い状況が継続するシナリオ②では、21年の世界の实質GDP成長率が+2.6%と、シナリオ①から大きく下振れると予測する。

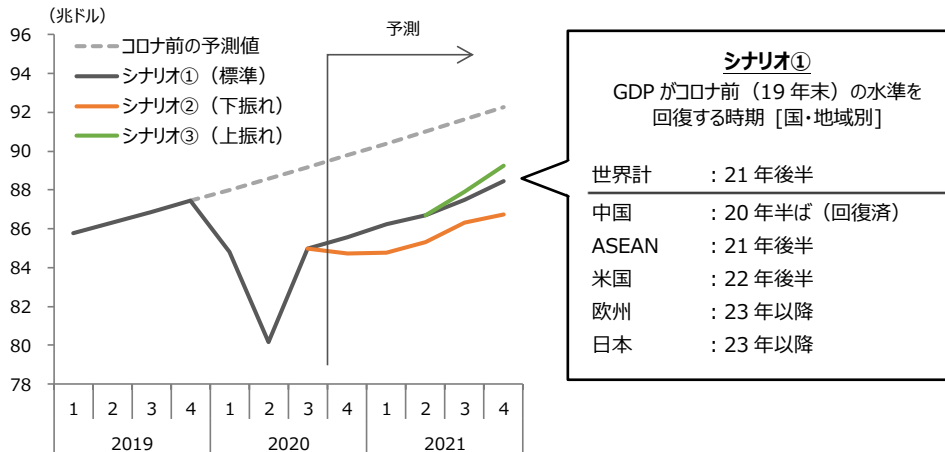
世界全体でGDPがコロナ前の水準に戻るタイミングについては、シナリオ①で21年後半、シナリオ②では22年後半となろう（図表 1-17）。

図表 1-16 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	新型コロナ後						
	新型コロナ前	シナリオ① (標準)		シナリオ② (下振れ)		シナリオ③ (上振れ)	
	2020	2020	2021	2020	2021	2020	2021
世界全体	2.7%	▲3.0%	4.1%	▲3.2%	2.6%	▲3.0%	4.5%
米国	1.9%	▲3.6%	2.4%	▲4.0%	0.6%	▲3.6%	2.9%
欧州 (5カ国)	1.2%	▲8.8%	4.6%	▲8.9%	3.0%	▲8.8%	5.0%
中国	5.9%	2.2%	7.8%	2.2%	7.6%	2.2%	8.6%
日本 [暦年]	▲0.4%	▲5.4%	2.1%	▲5.6%	1.0%	▲5.4%	2.4%
[年度]	0.1%	▲5.6%	3.3%	▲6.2%	2.6%	▲5.6%	3.8%
ASEAN	4.9%	▲3.6%	5.4%	▲4.1%	2.2%	▲3.6%	5.6%
その他世界	2.7%	▲2.5%	2.7%	▲2.8%	1.0%	▲2.5%	2.8%

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

図表 1-17 実質 GDP 水準 (世界計)



出所：三菱総合研究所

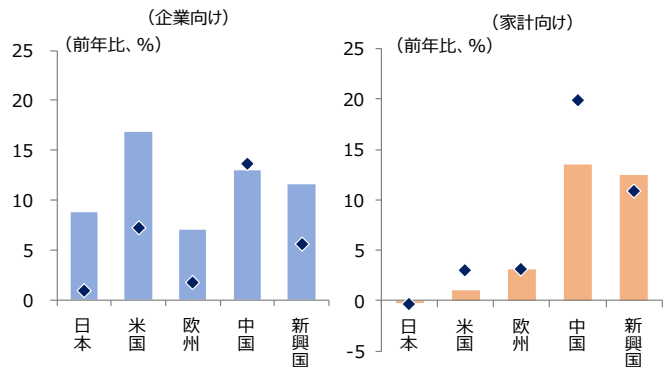
(3) 世界経済のリスク

足もとの世界経済の最大のリスクは、新型コロナの重症化率、死亡率の高まりなどにより再び強い防疫措置を長期にわたって発動せざるを得なくなることであるが、経済・政治面でも注意すべき下振れリスクとして次の3点を挙げる。

① 金融市場・不動産市場の調整

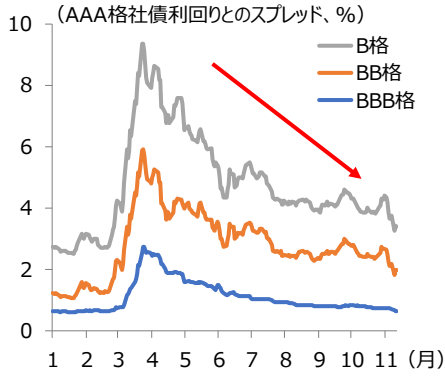
第一に、コロナ危機下での大規模な金融緩和で過度に上昇した金融資産・実物資産価格の調整である。コロナ危機下での企業の緊急資金調達ニーズを支えるために、中央銀行の大規模な金融緩和政策が必要不可欠の対応であったことは間違いない。実際、各国中央銀行の大胆な金融緩和政策に支えられ、企業は大規模な資金調達が可能となった(図表 1-18)。資金調達のコストとなるクレジットスプレッドも、3-4月に急上昇した後、落ち着きを取り戻しつつある(図表 1-19)。

図表 1-18 企業・家計向け貸出



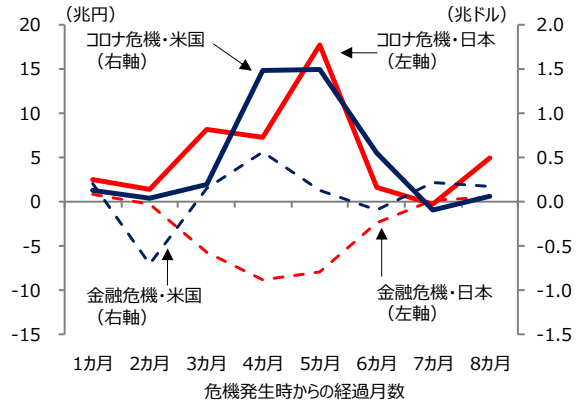
注：棒グラフは20年4-6月の増加率。◆は15-19年の平均。
出所：日本は日本銀行、日本以外はIMF「Global Financial Stability Report Oct2020」より三菱総合研究所作成

図表 1-19 米社債のクレジットスプレッド



注：直近は11月11日。
出所：FREDより三菱総合研究所作成

図表 1-20 日米の預貸尻（預金－貸出）

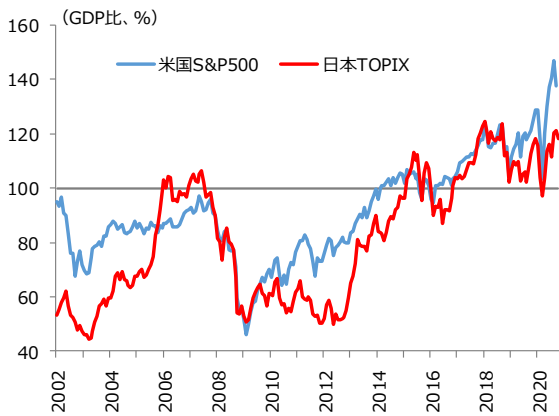


注：銀行の預金と貸出の差額であり、企業向け、個人向けを含む。金融危機時は08年9月、コロナ危機は20年1月からの預貸尻の月次増減。
出所：Bloomberg、日本銀行より三菱総合研究所作成

ただし、こうした緩和的な金融政策の長期化は、コロナ危機下の資金繰りを支える反面、過剰流動性をもたらし、リスクマネーの投機的な動きを助長する可能性がある。銀行の預金と貸出の差額である預貸尻をみても、カネ余りの状況は明らかだ（図表 1-20）。08-09年の世界金融危機時は、金融の機能不全から手持ち資金を取り崩すことで資金繰りをつける動きが広がり、銀行の預金と貸出の差額である預貸尻が縮小傾向で推移した。一方、コロナ危機では預貸尻は急拡大している。家計や企業に対する政府からの各種給付金の支給により預金が増加している影響もある。預金が増えながらか、金融緩和政策が過度に長期化すれば、資産市場への流入などを通じて、実体経済と乖離した資産価格の上昇をもたらすリスクがある。

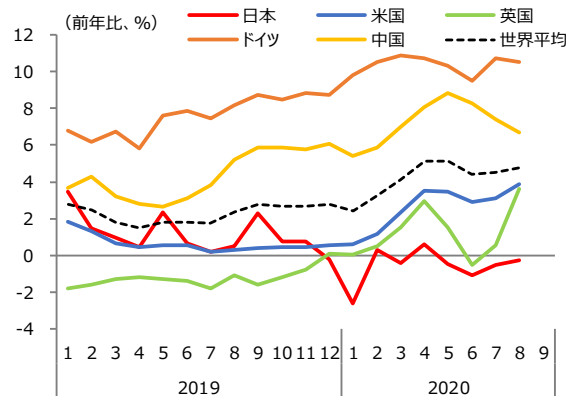
株価や不動産価格には一部で過熱感がみられる。米国の株式時価総額の名目 GDP 比率が急上昇しているほか（図表 1-21）、消費者物価上昇を上回る住宅価格の上昇は、コロナ危機以前ではドイツや中国を除くと限定的であったが、6月以降、米国や英国においても伸びが高まる動きがみられる（図表 1-22）。今後、金融緩和政策の過度の長期化による資産価格の歪みについては注視していく必要がある。

図表 1-21 株式時価総額の 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10月。
出所：Bloomberg、東証、内閣府より三菱総合研究所作成

図表 1-22 主要国の住宅価格（消費者物価調整済）

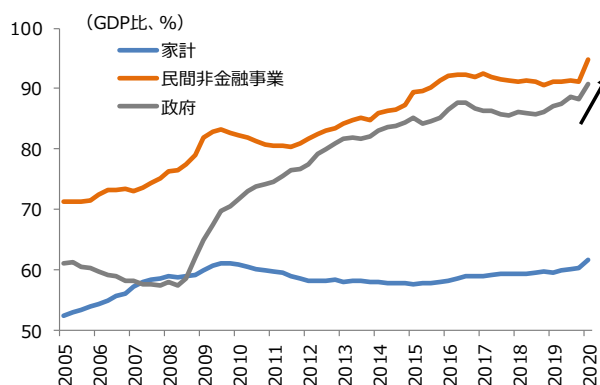


注：日本は国土交通省不動産価格指数、米国は S&P シラー指数、英国はネーションワイド指数、ドイツはヘドニック指数、中国は都市新築住宅価格指数。住宅価格の前年比から消費者物価の前年比を引いて算出。世界平均は日米英独中 5 カ国を GDP で加重平均。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

② 債務拡大による中長期的な成長停滞

コロナ危機を経て企業や政府を中心に債務残高が増加している（図表 1-23）。企業や家計は運転資金や生活資金の確保のため、政府は迅速な困窮者支援や医療体制強化のために債務を拡大せざるを得なかったが、結果として各国の財政状況は歴史的な水準にまで悪化した。IMF の推計によると、政府債務残高（対 GDP 比率）は、先進国で第二次世界大戦中と同水準の 120%強、新興国は過去最高水準となる 60%強にまで上昇した（図表 1-24）。

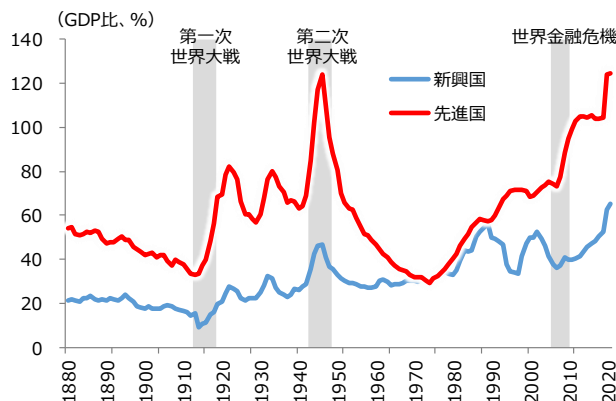
図表 1-23 世界の債務残高



注：直近は 20 年 1-3 月。

出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 1-24 世界の政府債務残高の長期推移



注：直近は 20 年の IMF 予測値。

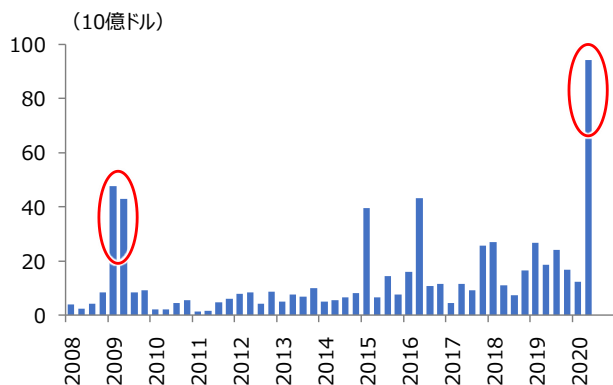
出所：IMF、財務省より三菱総合研究所作成

政府や中央銀行の大規模な流動性支援が実施されているなかでも、コロナ危機の悪影響が大きい業種を中心に債務のデフォルトが増加しており、ソルベンシーリスクが高まっている（図表 1-25）。今後、仮に有効なワクチンの普及などをきっかけに新型コロナウイルスの感染が終息に向かう場合には、流動性支援は徐々に縮小が予想されるが、コロナ危機下での拡大した債務への返済負担は、コロナ終息後も重しとして残る展開が想定される。経済活動の再開により、債務返済を賄うだけの収益が得られればよいが、コロナを契機とする生活様式の変化などにより、構造的に市場が縮小しかねない業種もある。ポストコロナを展望すると債務返済負担が重しとなり、必要な投資の停滞が懸念される。

また、低金利の恒常化により、金利引下げによる利払費の軽減効果が小さくなっている点にも注意が必要だ。08-09 年の世界金融危機時は、同様に債務が拡大したものの、利下げによって債務返済負担の増加は抑えられた（図表 1-26）。しかし、今回のコロナ危機は、発生前の時点で既に金利は歴史的に低く、一段の利下げによる債務返済負担の軽減効果は期待薄だ。

こうした債務返済負担の増加が必要な支出や投資の重しとなり、中長期的な潜在成長率の低下につながれば、更なる債務の拡大と成長率低下をもたらす悪循環に陥る。世界金融危機は、若年層を中心とする就業機会の逸失が人的資本形成に悪影響を与えたほか、投資意欲の減退が資本ストックの劣化を招き、10 年単位で世界経済が下振れるトリガーとなった。

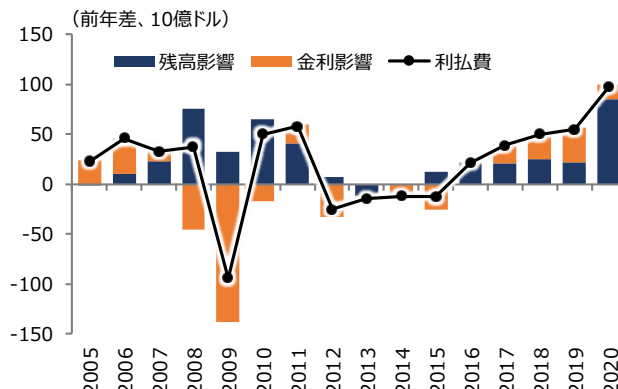
図表 1-25 世界の社債デフォルトの発生状況



注：直近は 20 年 4-6 月。

出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 1-26 主要国の政府部門の利払費



注：米独仏英日の合計。

出所：IMF、財務省より三菱総合研究所作成

③ 米中の選択的デカップリングの強まり

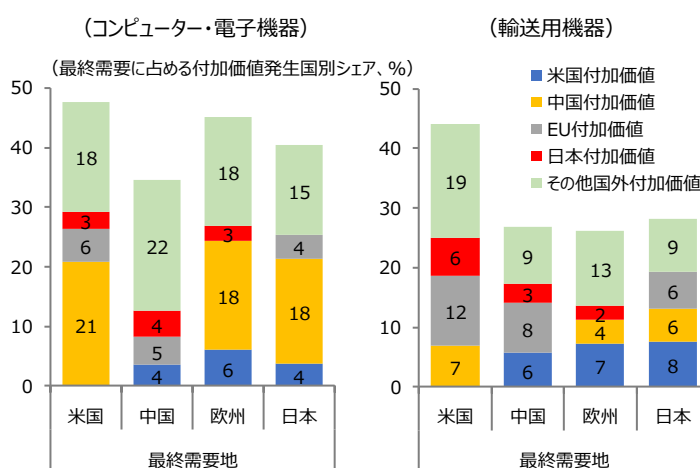
貿易赤字の削減を政策目標としていたトランプ政権とは異なり、バイデン新政権下では関税の引き上げ合戦といった貿易赤字改善に焦点をあてた政策は緩和される可能性がある。

但し、トランプ政権下、ペンス副大統領やポンペオ国務長官が指摘したように、「経済的に豊かになることで中国にも民主主義が広がる」ことを前提にしたエンゲージメントポリシーが失敗であったことは党派を超えた共通認識となっている。バイデン新政権においても先端技術や軍事技術といった米国の優位性の確保が必要な領域を中心に「中国への圧力」は継続すると思われる。

今後、バイデン新政権が、「中国への圧力」と「経済的な結びつき」のバランスをどのようにとることが注目される。OECDが公表している付加価値貿易指標によれば、米国を最終需要地とするコンピューター・電子機器分野の付加価値のうち21%は中国で生産されたものであるなど、相互に「経済的な結びつき」は大きい(図表1-27)。米中対立によるサプライチェーンの分断が進めば、欧州や日本など米中以外を最終需要地とする財の生産にもサプライチェーンの見直しといった影響が及ぶ可能性がある。

新政権は、先端技術や軍事技術など分野を限定した「選択的なデカップリング」を進めるとみられるが、その範囲や規制の強さは不透明だ。民主党政権となったことで、貿易赤字の大きさや安全保障のみならず、党内左派が主導する形で、環境や人権などの観点からも圧力が強まる可能性がある。同盟国への同調圧力が強まれば、日本企業、欧州企業の中国事業や中国を介するサプライチェーンにも一定の影響が否めない。米中対立の行方は米新政権下でも引き続き世界経済の大きなリスクである。

図表 1-27 日米欧中間の付加価値貿易の状況



注：最終需要地別の付加価値発生国。15年時点のデータ。
出所：OECD「Trade in Value Added (TiVA)」より三菱総合研究所作成

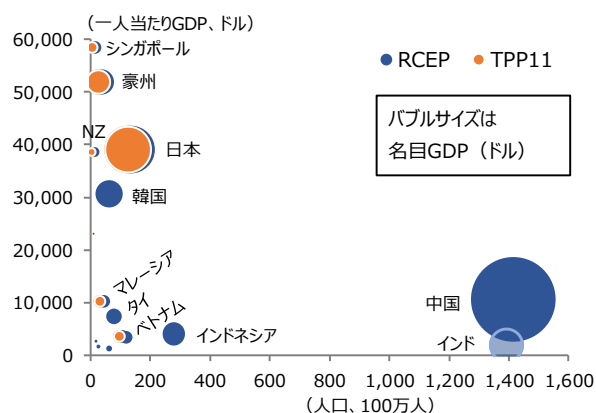
トピックス：RCEP 発効の経済効果

20年11月にインドを除く15カ国¹がRCEP（東アジア地域包括的経済連携）に署名、今後、ASEAN加盟6カ国および非ASEANの3カ国以上の批准をもって発効となる。人口、GDP、貿易総額のいずれをとっても世界の3割程度を占める世界最大規模の自由貿易協定となる。

RCEP交渉は12年11月にインドを含む16カ国で開始された。中国が締結する初めての大型のFTAであり、知的財産権の保護などルール水準を巡っては、日本など先進国と、中国、ASEAN新興国の間での隔たりが大きく、交渉は難航した。ただし、米中貿易摩擦が激化するなかで、アジアとの貿易を拡大したい中国の思惑もあり、交渉は前進する。19年にはインドが対中貿易赤字の拡大による国内産業への影響を懸念し交渉を離脱したものの、残る15カ国で署名に至った。

15カ国のうち7カ国がTPP11（環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定）加盟国であるが、新たに加わる中国、韓国、インドネシア、タイは、経済規模は大きいほか地理的な連続性も加わる。アジア全体での市場アクセス改善により、貿易・投資の促進及びサプライチェーンの効率化が期待される（図表1-28）。

図表 1-28 アジアの RCEP/TPP11 加盟国

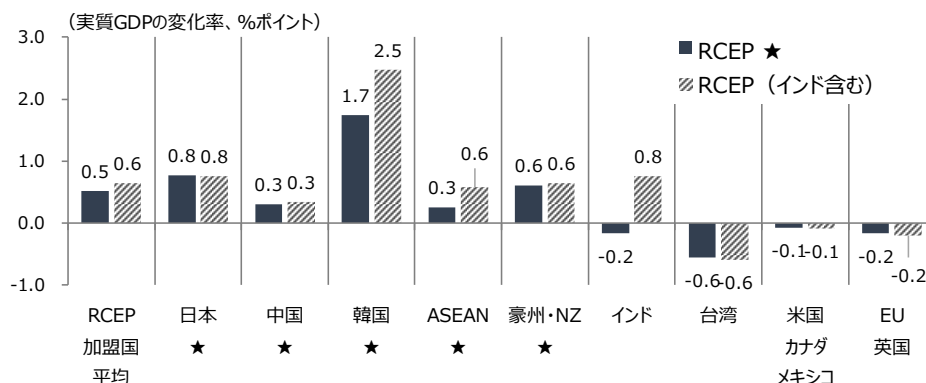


注：20年データ。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

関税撤廃による中長期的な GDP 押し上げ効果は、加盟国平均で+0.5%ポイント

RCEPによる各国経済への影響はどの程度か。関税引下げによるモノの貿易を通じた経済効果について、経済連携効果の分析に広く用いられるGTAPモデル²で推計を行った（図表1-29）。実質GDPの押し上げ率は、加盟国平均で+0.5%ポイントとなる。

図表 1-29 RCEP 関税撤廃の各国への経済影響（GTAP 推計）



注：RCEP加盟国間の関税が撤廃される前提での推計。★はRCEP加盟国。
資料：GTAPを用いて三菱総合研究所作成

本推計は、関税撤廃を踏まえた資本や労働の再配置などの効果も織り込んだものであるほか、関税の撤廃/引き下げ自体も10~20年かけて段階的に実施されるものも多く、中長期的な影響として解釈する必要がある。また、上記は関税引下げのみによる効果の試算であり、サービスや投資分野の自由化は含まれない。新興国での外資規制緩和や市場アクセス改善は、関税引下げ以上の経済効果を生む可能性もある。

保護主義化の流れの中で日本が自由貿易を推進

近年、Brexitや米中貿易摩擦など世界的に保護貿易の流れが強まるなか、逆に日本は過去5年間、TPP11、日EUEPA、日米貿易協定、そして今回のRCEPと、相次いで大型の自由貿易協定を推進・実現してきた。特に、RCEPではアジアでの多国間連携の礎となるものであるほか、日本が標榜する「ルールに基づく国際秩序の構築」に向けて、体制や価値観の異なる中国とも一定のルールに基づく貿易関係を築けることを内外に示せた意義は大きい。今後は、合意内容の着実な実行とともに、今回の合意内容を最終ゴールとせず、サービスや投資分野を中心に、より高い水準への合意へとステップアップすべきだ。また、今回加盟が叶わなかったインドの加盟に向けた粘り強い働きかけも重要である。上記推計でも、インドがRCEPに加わることで域内の経済効果はより高まるとの結果が得られている。

¹ ASEAN10（ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム）、日本、中国、韓国、豪州及びニュージーランド。

² GTAPは応用一般均衡モデルと呼ばれ、短期的な影響ではなく、中長期的な経済均衡状態を求めるモデル。関税率の変化によって生じる経済構造調整（資本や労働の再配置など）を終えた状態とそれ以前の状態を比較して効果を算出。