

(1) 世界経済の現況

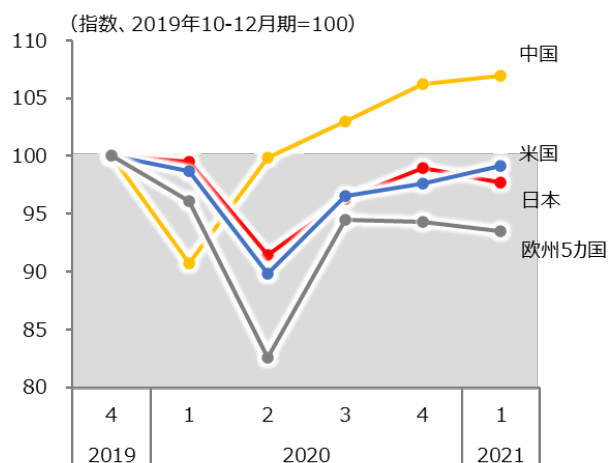
21年1-3月期は米国が成長加速も日欧はマイナスへ

世界的に感染拡大が続き、防疫と経済のバランスが必要な状況が続くなか、21年1-3月期の実質GDPは、主要国でも明暗が分かれた(図表1-1)。

米国の実質GDPは、大型経済対策による現金給付の効果もあり、季調済前期比+1.6%となり、コロナ危機前(19年10-12月)に近い水準まで回復した。中国の実質GDPは、春節の帰省が制限されたこともあり、伸びは鈍化したものの同+0.6%と増加した。

一方、日本の実質GDPは、2回目の緊急事態宣言の発令などから、同▲1.3%と減少した。防疫措置の強化により外出関連を中心に消費が抑制された。欧州は、変異株の感染が拡大するなか、相対的に強い防疫措置を実施しており、外出行動の抑制率も大きい。欧州の実質GDPは同▲0.9%と2四半期連続のマイナス成長となった。

図表 1-1 主要国の実質 GDP 水準



注: 欧州 5 カ国は独仏英伊西。欧州 5 カ国は GDP ウェイトで加重平均。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

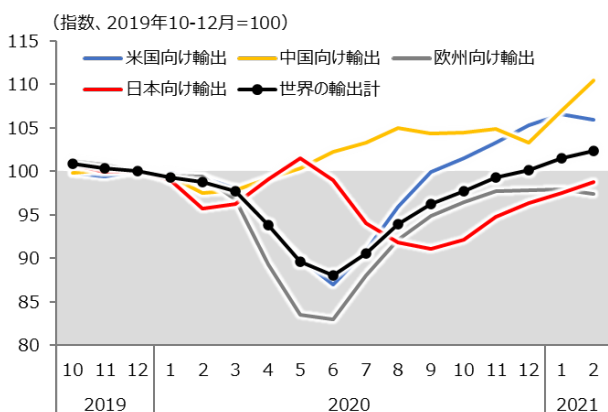
米中向け輸出とデジタル関連財需要が、コロナ危機からの回復を下支え

経済成長にばらつきがみられる一方、コロナ危機からの各国共通の景気回復の下支え要素となっているのが、米中向け輸出とデジタル関連財需要の拡大だ。

中国経済は世界に先駆けてコロナ危機前の GDP 水準を回復した後も堅調な成長ペースを維持、各国の中国向け輸出の拡大は、20年半ば以降の世界経済の回復の下支え要因となった。加えて、20年後半以降に急回復したのが米国向け輸出だ(図表1-2)。大規模な財政支出や株高により、世界GDPの約18%を占める米国消費が堅調に拡大していることが背景にある。

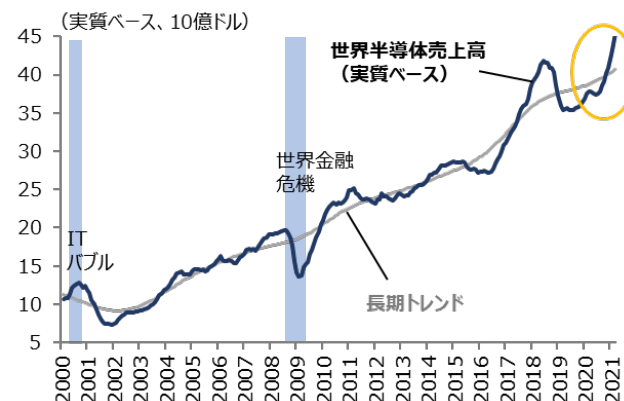
また、リモートワーク拡大によるPC・通信機器需要の増加、コロナ危機を受けて活発化しているデータセンター構築といったデジタル投資の動きを追い風に、世界の半導体売上は好調だ(図表1-3)。世界の半導体売上は、米トランプ政権による対中関税措置導入前に、駆け込み需要があった18年のピークを上回る水準にある。

図表 1-2 世界の輸出(仕向け先別)



注: 後方 3 カ月移動平均。
出所: CPB World Trade Monitor より三菱総合研究所作成

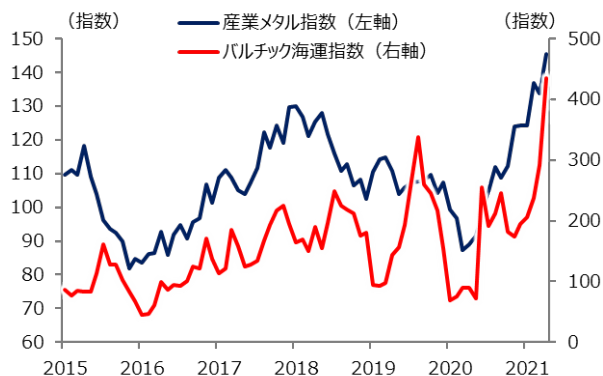
図表 1-3 世界の半導体売上



注: 世界半導体売上高を米国の生産者物価指数(電子部品・デバイス)で実質化し、季節調整を行ったものに、HP フィルタをかけてトレンドを算出。直近は 21 年 2 月。
出所: Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

一方で、サプライチェーンの混乱や原材料・輸送価格の高騰への懸念も強まっている。半導体への需要が高まるなかで、2月の米国の寒波や3月の日本の大手メーカー工場での火災などが重なったことから、供給制約が生じ、半導体の需給がひっ迫している。半導体以外でも産業用メタルへの需要も強いほか、原材料価格や輸送コスト、人件費などが幅広く上昇しており(図表 1-4)、川上からコストプッシュ型のインフレ圧力が強まりつつある。また、米国では、ISM 景況指数の構成要素である製造業入荷遅延指数が急上昇しており(図表 1-5)、生産活動への支障も出てきている。

図表 1-4 産業メタル指数・バルチック海運指数



注:産業メタル指数は、Bloomberg 公表のアルミニウム、銅などの材料として使用されるメタルから構成される指数。バルチック海運指数は、在ロンドンのバルチック海運取引所が算出・公表している外航不定期船運賃の総合指数。両指数ともに15年平均=100。直近は21年4月。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-5 米国の入荷遅延指数



注:直近は21年4月
出所:Institute for Supply Management® (ismworld.org)より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

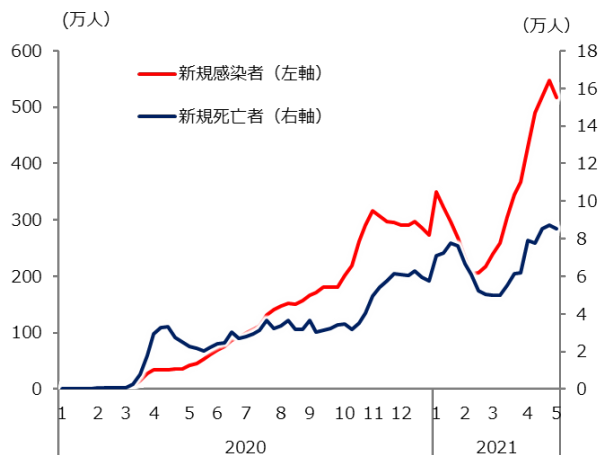
22年までの世界経済を展望する上での注目点は、①経済活動正常化の時期、②財政・金融政策の行方、③戦略物資の調達構造の見直し — の3点である。

① 経済活動正常化の時期

20年3月の新型コロナウイルス感染症のパンデミック宣言から1年が過ぎた。20年末にかけて加速した感染拡大は、防疫のための外出行動抑制もあり、21年入り後に一度は落ち着きを見せたが、感染力が強い変異株の拡大もあり、3月以降、新規感染者数および新規死亡者数は、再び急拡大している(図表 1-6)。

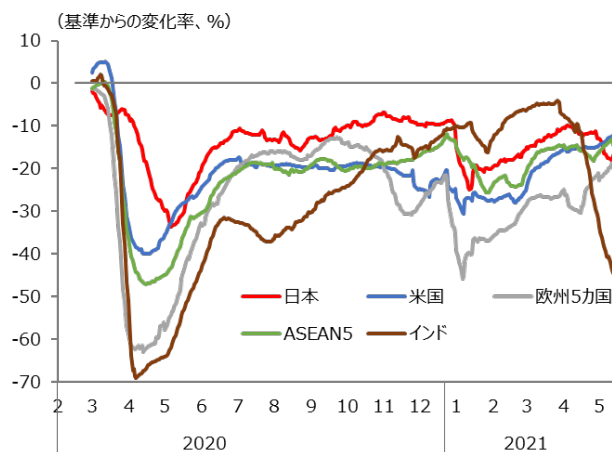
ワクチン接種は米国や英国を中心に進んでいるが、ワクチン接種と感染による免疫保有者が人口の7割以上に達する、いわゆる集団免疫を達成した国は、イスラエルなど一部にとどまっており、多くの国は、感染が一度加速を始めると、一定の経済活動抑制が避けられない状況にある(図表 1-7)。

図表 1-6 世界の新規感染者数と新規死亡者数



注:週次、直近は21年5月第1週。
出所:European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

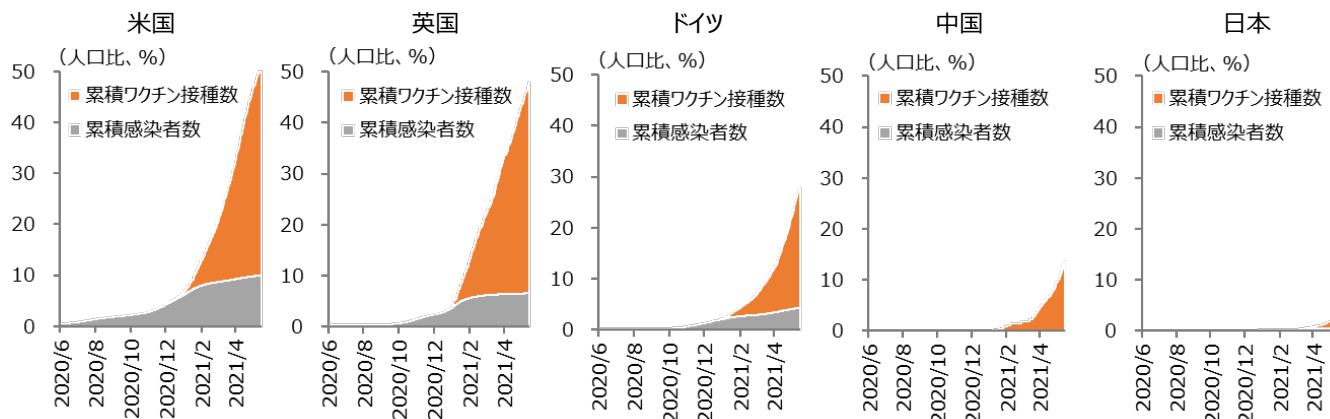
図表 1-7 主要国の外出行動抑制率



注:小売・娯楽、食料品・薬局、駅、仕事場の4項目の後方14日移動平均。直近は21年5月13日。
出所:Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より三菱総合研究所作成

各国のワクチン接種ペースはばらつきが大きく、集団免疫の達成時期も、国によって差が出るだろう。新型コロナに免疫のある人(感染者とワクチン接種者の合計)の割合は、米国・英国は 50%程度に達しており(図表 1-8)、このままのペースで進めば、21 年半ばには集団免疫の達成が見込まれる。一方、同様に直近 1 カ月のワクチン接種ペースから集団免疫の達成時期を計算すると、ドイツは 21 年後半、中国は 22 年半ばとなる。日本は高齢者を中心にワクチン接種が始まったばかりであるが、1 日当たり 50 万回のペースで接種が進めば 22 年半ば、政府が目標とする同 100 万回のペースに加速すれば 21 年末にそれぞれ集団免疫を達成するとみられる(5 月 17 日時点の直近 1 週間の接種ペースは医療従事者・高齢者合わせて 1 日平均 26 万回)。

図表 1-8 主要国の累積ワクチン接種数と累積感染者数



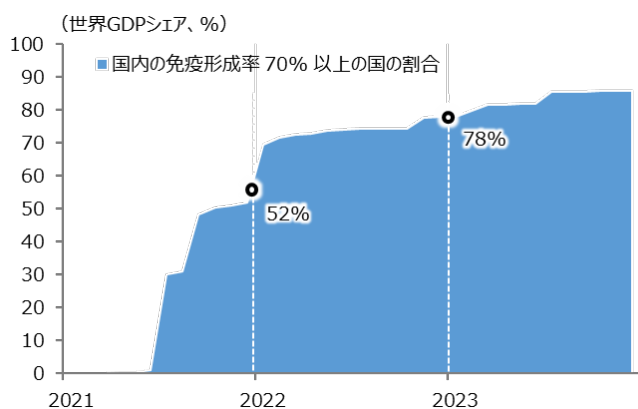
注:新型コロナのワクチンは通常 2 回の接種で抗体を形成することから、累積ワクチン接種数は、実際の累積接種回数データを 2 で割って計算したもの。また、感染からの回復者がワクチンを接種するケースも多く、両者が重なる部分もある。直近は5月16日。

出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

現状のワクチン接種ペースが進めば、世界全体で集団免疫を達成する国の割合(GDP 比)が 50%を超えるのは 21 年末、70%を超えるのが 22 年半ばと見込まれる(図表 1-9)。ただし、ワクチンが効かない変異株の発現・流行の可能性はあるほか、国民のワクチン接種意向が低い国もあることから、22 年末にかけて感染が収束に向かうかどうかは不透明だ。

また、ワクチンの普及ペースが、国の所得水準によって差がある点には注意が必要だ。特に一人当たり GDP が 1 万ドル未満の低所得国では、現時点でのワクチン普及ペースが相対的に低い(図表 1-10)。世界的に感染拡大を収束させ、世界経済全体の経済活動の本格的な回復を実現するには、国際的な人の往来を活性化するために、自国の感染抑止のみならず世界全体でのワクチン普及に向けた協調が重要になる。

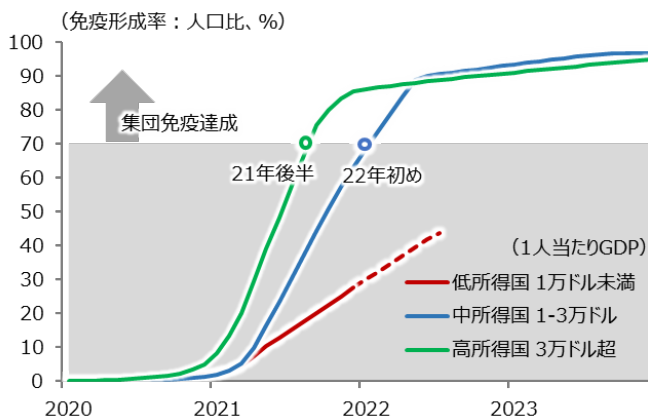
図表 1-9 高い免疫形成率を達成する国の割合



注:免疫形成率の計算は、図表 1-8 に同じ。GDP シェアは 2019 年時点のドル建て名目 GDP を使用。直近は5月16日。

出所:Our World in Data、IMF より三菱総合研究所作成

図表 1-10 国の所得水準別の免疫形成率



注:免疫形成率の計算は、図表 1-8 に同じ。2019 年時点の一人当たり GDP(ドル建て)で所得階層別に国を分類。同一階層内は、2019 年時点のドル建て名目 GDP で加重平均。低所得国は、中～高所得国へのワクチン普及後に接種ペースが上がる可能性があり、予測が難しいことから 22 年以降を点線で表示。直近は5月16日。

出所:Our World in Data、IMF より三菱総合研究所作成

ワクチン接種状況などを考慮し、今回の予測対象期間である 22 年末までの経済活動抑制の前提を、次のように置く。

メインシナリオ | 最も蓋然性が高いと考えるシナリオ

ワクチンの深刻な副反応は発生せず、おおむね既往の接種ペース(4 月の月中平均)でワクチン接種が進む。集団免疫の達成までは、経済活動の抑制を緩めると感染拡大が加速することから、一定間隔で経済活動の抑制と緩和を繰り返す。

集団免疫の達成時期は国によるばらつきが大きく、経済活動の正常化の時期も左右される。高齢者を中心にワクチン接種が進み、重症化率が低下すれば、段階的な経済活動の抑制緩和が可能になり、さらに人口の 70~90%が免疫を有する集団免疫を達成できれば、経済活動の本格的な正常化が可能になる。

リスクシナリオ | 下振れシナリオ

ウイルスの変異による感染力や毒性の強まり、ワクチンの深刻な副反応の発生による接種の遅れなどにより、メインシナリオよりも強力な経済活動の抑制を強いられる。

② 財政・金融政策の行方

コロナ危機からのこれまでの世界経済の回復は、各国の大規模な財政・金融政策に牽引されてきた面が大きい。経済の自律的な回復力が高まっていくこれからの局面では、①大規模な経済対策を続けることの副作用(詳細は P.10 参照)、②経済対策を縮小することによる影響に目を配り、バランスの取れた政策運営が求められる。

財政・金融政策の行方を展望するにあたって、押さえておくべき重要な指標の一つが、マクロの需給バランスを示す GDP ギャップだ。米国・欧州・日本の GDP ギャップをみると(図表 1-11)、欧州と日本はマイナス圏での推移が予想される一方で、米国は 21 年 4-6 月にもプラス圏に浮上する可能性がある。

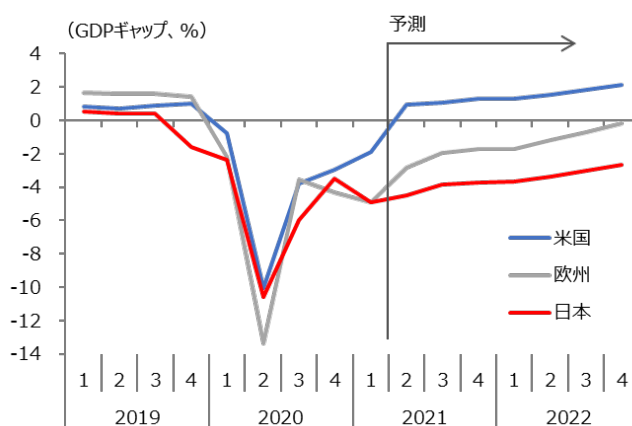
米国では、GDP ギャップがプラスに転じるなかで、原材料価格の上昇といった一時的な要因のみならず、構造的にインフレ圧力が高まっていく可能性がある。主要国中銀のなかで、大規模な金融緩和策の縮小に最も近い位置にあるのが米国の FRB であろう。

ただし、FRB は、金融緩和の縮小に踏み切る条件として次の方針を示している。①資産購入を「最大雇用と物価安定の目標に向けて大幅な進展がみられるまで」継続、②ゼロ金利は「インフレ率の期間平均が安定的に 2%を上回るまで」継続、③金利引き上げより前に資産買入規模の縮小(テーパリング)を実施、の 3 点である。

つまり、雇用に大幅な改善がみられるまではテーパリングは行わず、利上げはさらにその先、というメッセージだ。米国の労働市場は再び改善に向かっているが、①労働参加率が低い状態が続いていること、②長期失業者の割合が高まっていることを踏まえると、米国のテーパリング開始は 22 年以降、利上げは 23 年以降になると見込む。

欧州と日本の金融政策は、後述する副作用への目配りをしつつも、現状の緩和的な金融政策の継続が予想される。GDP ギャップは改善方向に向かいつつも、マイナス圏(供給超過)にとどまるとみられるほか、インフレ圧力が米国に比べて弱いことが背景にある。

図表 1-11 米欧日の GDP ギャップ



注: 欧州は実績が EU27、予測が欧州 5 カ国。
出所: 実績は CBO、AMECO、内閣府、予測は三菱総合研究所作成

③ 戦略物資の調達構造の見直し

経済安全保障上の観点から、戦略物資の調達構造を見直す動きが米国を中心に強まっている。

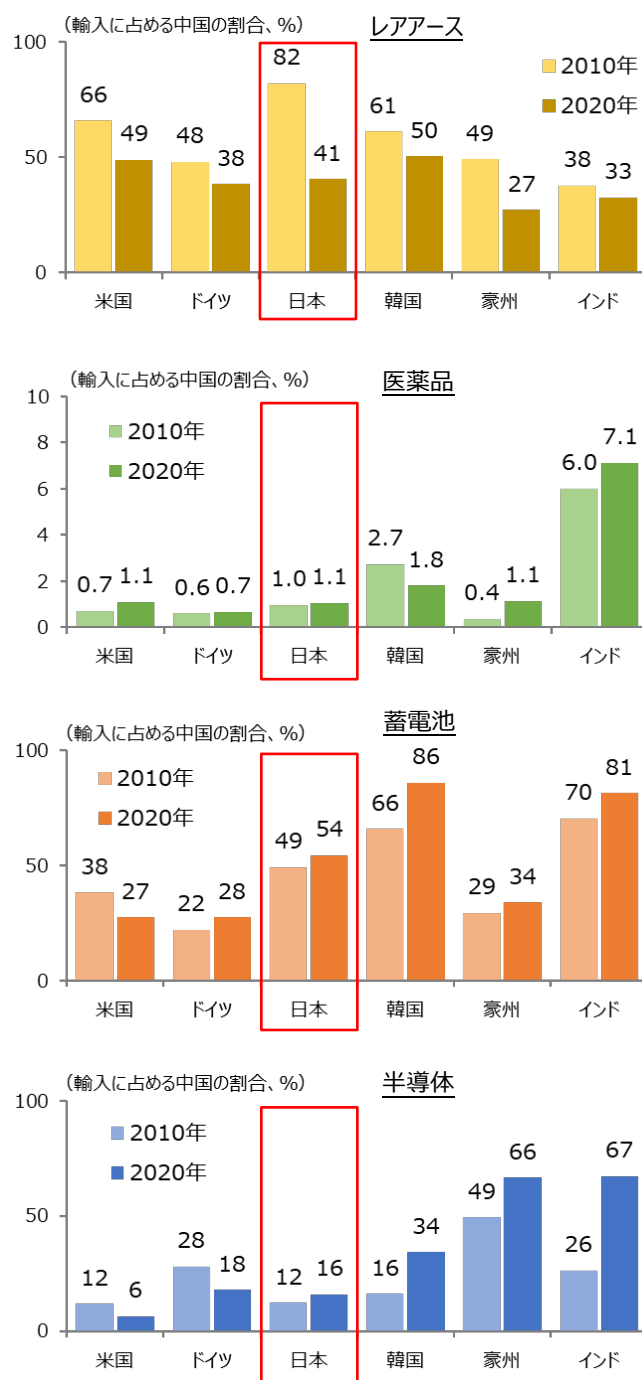
バイデン大統領は21年2月に、4つの戦略物資について、100日以内にサプライチェーンにおけるリスクを特定し、リスクへの対処方法の提言を求める大統領令に署名した。具体的には、1)レアアースを含む重要鉱物および他の特定の戦略的材料、2)医薬品および医薬品有効成分、3)電気自動車を含む大容量蓄電池、4)半導体製造および先端パッケージング、である。大統領令を受け、3月に入り、米半導体大手インテルがアリゾナ州に2兆円投資を表明するなど、米国企業が大統領令に呼応する兆しがある。今後、段階的にサプライチェーンの米国への回帰の動きが予想される。

欧州でも蓄電池や原材料などの戦略物資について、経済安全保障の観点から調達構造を見直す動きがみられる。欧州委員会は21年5月、コロナ危機の教訓を踏まえ、20年に公表した新産業戦略の更新版を公表した。域外からの輸入依存度が高く、かつ域内への代替生産が困難な分野を特定し、域内の技術力強化やサプライチェーンの多角化を進める方針だ¹。同レポートによると、輸入依存度が高い品目の輸入相手国のうち52%は中国とされる。

日本は、欧米以上に中国への経済的依存度は高いが、尖閣問題を契機とした中国の輸出規制(2010年)を受け、レアアース調達の中国比率を過去10年で大幅に引き下げてきた(図表1-12)。しかし、蓄電池や半導体など他の分野では中国からの調達シェアがむしろ上昇傾向にある。21年4月の日米首脳会談で「日米競争力・強靱性(コア)パートナーシップ」を立ち上げ、半導体を含む機微なサプライチェーンおよび重要技術の育成・保護、デジタル分野の強化へ連携していくことを表明している。

調達構造の見直しによる経済への影響は複雑だ。ASEANなど中国からの代替先や、内製化の対象となる最終需要地については、新たな投資や雇用を生む効果が期待される一方で、調達する企業としては、高コストな調達を強いられ、収益が圧迫されるおそれがある。こうした点を踏まえると、経済安全保障の観点からの調達構造の見直しは、上記戦略物資など一部の分野に限定されたものになり、時間をかけて段階的に進む可能性が高い。また、一国での内製化は高コストになることから、EU域内や日米の協力にみられるように、同盟国などとの連携による広い意味での内製化が進むとみられる。

図表 1-12 主要国の戦略物資輸入額に占める中国の割合



注:各品目は以下のHSコードにもとづいて集計。半導体は3818, 8486, 8541, 8542, 903082, 903141、レアアースは280530, 2846、医薬品は3001, 3002, 3003, 3004、蓄電池は8507。各国輸入に占める中国・香港からの輸入の割合。韓国と豪州については20年データが未発表のため19年データで集計。

出所:UN Comtrade より三菱総合研究所作成

¹ 欧州委員会「Updating the 2020 Industrial Strategy: towards a stronger Single Market for Europe's recovery」https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_1884

ワクチン接種の進展や米国の大型財政出動を踏まえ、見通しを上方修正

これらの3つの注目点を踏まえ、主要国・地域の実質 GDP 成長率を予測した(図表 1-13)。

ワクチン接種が順調に進むメインシナリオでは、21 年の世界経済の成長率は、前年比+5.6%と前回(2 月時点、同+4.6%)から上方修正する。上方修正の要因は、主に米国経済の予測値の上振れである。経済対策の効果やワクチン接種ペースの速さなどに鑑み、21 年の米国の成長率を前回の+4.2%から+6.8%へと大幅に上方修正した。

22 年は同+3.5%と成長鈍化を予測する(前回の同+3.9%から小幅下方修正)。財政面からの経済下支え効果の剥落により成長は鈍化が見込まれるものの、ワクチン普及などにより経済の自律的な回復力は高まるだろう。

ワクチンに重大な副反応の発生などで感染収束が遅れるリスクシナリオでは、より強い経済活動の抑制が必要になることから、21 年が同+3.5%、22 年が同+2.2%とそれぞれ下振れを予測する。

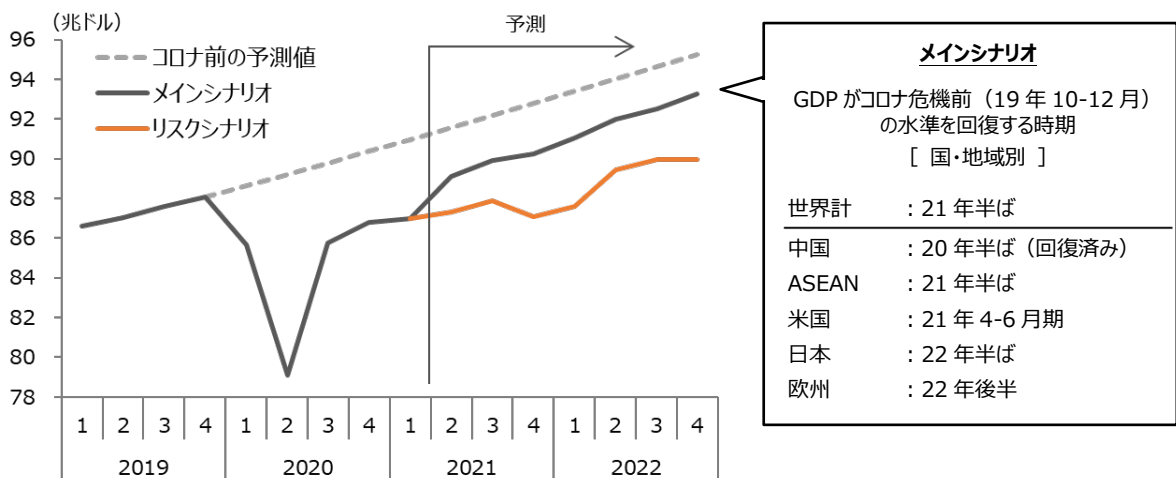
世界全体で GDP がコロナ危機前(19 年 10-12 月)の水準に戻るタイミングは、メインシナリオで 21 年半ば、リスクシナリオでは 22 年前半となろう(図表 1-14)。

図表 1-13 シナリオ別の世界および各国・地域の経済見通し

(前年比)	実績	予測			
		メインシナリオ		リスクシナリオ	
	2020	2021	2022	2021	2022
世界全体	▲3.5%	5.6%	3.5%	3.5%	2.2%
米国	▲3.5%	6.8%	3.3%	5.8%	1.2%
欧州(5カ国)	▲8.1%	4.5%	3.1%	1.2%	2.2%
中国	2.3%	8.7%	5.5%	8.0%	5.2%
日本 [暦年]	▲4.7%	2.0%	1.7%	0.0%	0.8%
[年度]	▲4.6%	3.0%	1.7%	0.2%	1.6%
ASEAN5	▲3.4%	5.2%	5.7%	1.4%	3.0%
その他世界	▲3.7%	3.4%	2.6%	0.9%	1.4%

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。ASEAN5は、タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシア、ベトナムの 5 カ国。
出所: 三菱総合研究所

図表 1-14 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

上記の(2)世界経済の見通しで提示した3つの注目点にもとづき、それぞれ今後のリスクを整理する(図表1-15)。

図表 1-15 見通しの注目点とリスク

見通しの注目点	リスク	リスクの概要
① 経済活動正常化の時期	① 経済活動の強力な抑制継続	ウイルスの感染力や毒性の強まり、ワクチンの深刻な副反応が発生 経済活動の強力な抑制を継続せざるを得ない事態に陥る(前掲、リスクシナリオ)
② 財政・金融政策の行方	② 財政・金融政策の副作用の顕在化	ソルベンシーリスクの高まり 大規模な流動性供給の副作用として、企業や事業の新陳代謝が遅れ、将来的な不良債権処理コストが増大、金融システムの不安定化要因となる
		資産バブルの発生 逆資産効果による消費や投資への負の影響 資産バブルの抑制のため、市場の予想より早いタイミングで金融政策を調整
③ 戦略物資の調達構造見直し	③ 米中の対立軸の拡大	戦略物資の一つである半導体のサプライチェーンにおいて要諦を握る台湾を巡り、米中間で地政学的な緊張が高まる

出所:三菱総合研究所作成

① 経済活動の強力な抑制継続

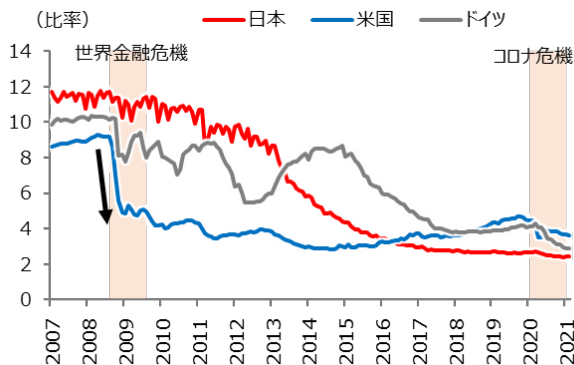
ワクチンの深刻な副反応の発生やワクチンの効かない変異株の発生などにより、経済活動の強力な抑制を継続せざるを得ない事態に陥る可能性はある。成長の下振れにより経済的損失が拡大することに加え(前掲図表1-13、1-14のリスクシナリオ)、景気下支えのために財政・金融政策も追加的な対応を迫られる。

② 財政・金融政策の副作用の顕在化

ソルベンシーリスクの高まり

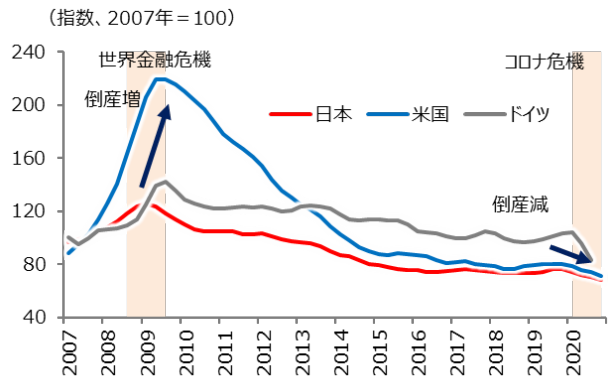
世界金融危機時の信用不安の連鎖を教訓に、コロナ危機においては中央銀行からの資金供給(マネタリーベース)の積極的な拡大に加えて、銀行から企業への融資を確実にするきめ細かい支援を実施することで、世界金融危機時とは異なり、信用乗数の大幅な悪化を回避した(図表1-16)。その一方で、未曾有の経済状態にもかかわらず倒産件数は減少しており(図表1-17)、結果として潜在的な不良債権が蓄積されている可能性がある。感染症拡大の長期化または経済活動正常化の進展に伴う資金繰り支援策の縮小・廃止による不良債権の顕在化や、財務体質悪化による企業の成長資金確保への悪影響が、経済成長の重しとなる可能性がある。

図表 1-16 日米独の信用乗数



注:信用乗数は市中の金融機関による信用創造の程度を測る指標で、市中に流通する資金の総量であるマネーストックを中央銀行が供給する資金量であるマネタリーベースで割ることで算出。マネーストックは、日欧はM3、米国はM2を使用。直近は21年1月末。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-17 日米独の倒産動向

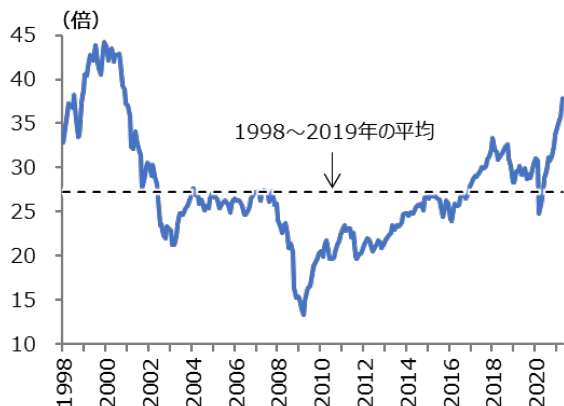


注:直近は20年12月。
出所:OECDより三菱総合研究所作成

資産バブルの発生

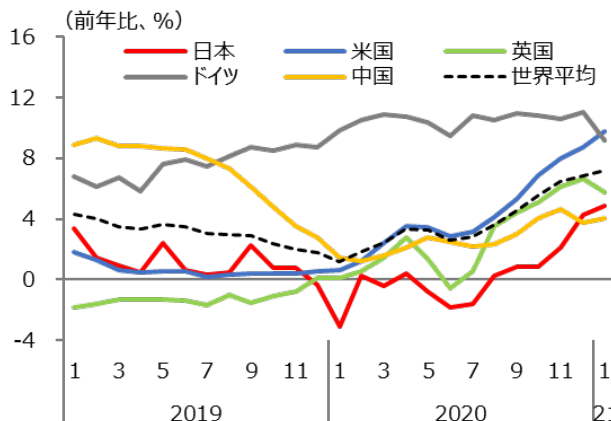
長期金利の上昇などにより調整的な下落をみせる局面はあったものの米国株は上昇基調を維持、期待収益率を加味した PER でみて割高の水準が継続している(図表 1-18)。また、低金利を追い風にドイツの住宅価格の高い上昇率が継続するとともに、昨年末以降、米国においても上昇基調を強めている(図表 1-19)。資産価格の過度の上昇とその後の調整による逆資産効果の発生リスクは、依然、くすぶっている。

図表 1-18 シラーPER(米国)



注:シラーPERとは過去10年間の純利益(インフレ率調整後)で計算したPER(株価収益率)。直近は21年4月末。
出所:ONLINE DATA ROBERT SHILLER より三菱総合研究所作成

図表 1-19 主要国の住宅価格



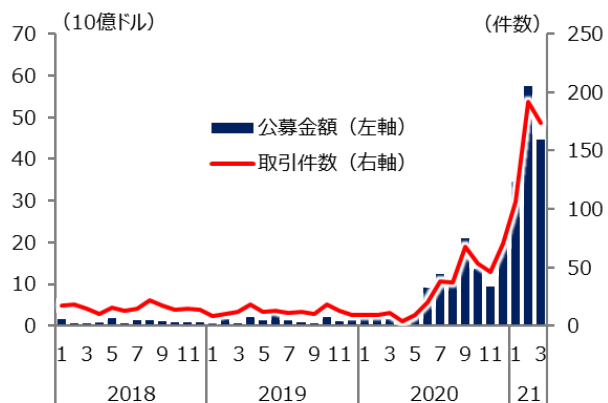
注:日本は国土交通省不動産価格指数、米国はS&Pシラー指数、英国はネーションワイド指数、ドイツはヘドニック指数、中国は消費者物価指数で実質化した都市新築住宅価格指数の伸び。世界指数は日米英独中5カ国をGDPで加重平均。
出所:Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」、国交省より三菱総合研究所作成

また、特定の事業を持たず未公開会社の買収などを目的とするSPAC(Special Purpose Acquisition Company:特別買収目的会社)上場の過熱(図表 1-20)、仮想通貨など暗号資産の価格急騰など、株式や住宅以外の新興市場にも資金流入が加速している。FOMC 後のパウエル議長の記者会見では、一部市場に「フロス(Froth:バブルより小さな泡)」が生じており、過熱感があることを認める発言があったほか、21年5月に発表された「金融安定報告書」のなかでも、リスク選好により脆弱性が高まっていることが指摘されている。

金融政策当局としては、こうした市場の過熱に対しては、マクロプルーデンス政策や金融規制を活用して、市場の安定性確保への目配りも重視していくとみられる。具体例としては、長期金利が上昇する中でも、国債投資を容易にしていた補完的レバレッジ比率の特例延長をFRBが見送っており、国債市場や株式市場の安定性確保への目配せがうかがわれる(図表 1-21)。

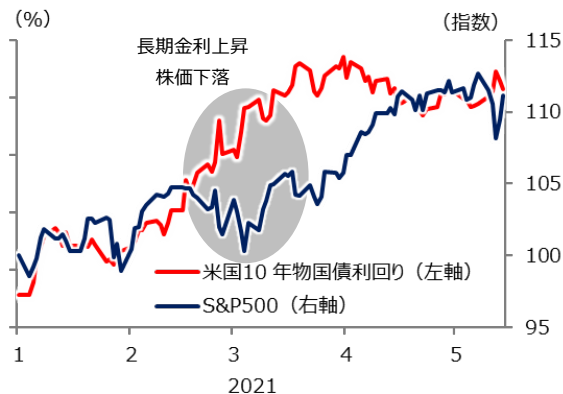
ただし、想定すべきリスクとしては、マクロプルーデンス政策や金融規制では市場の安定を保つことができず、現在、市場が予想しているよりも早いタイミングで、テーパリングや利上げが実施される可能性である。その場合には、資産価格下落や、金利上昇による債務負担の増加などを通じて、コロナ危機からの景気回復の足を引っ張ることになる。前述のソルベンシーリスクの高まりと相まって、最悪の場合には金融危機に発展するおそれもある。

図表 1-20 SPAC 上場の実績



出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-21 米国長期金利と株価



注:株価はS&P500指数、21年1月1日=100。直近は5月14日。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

③ 米中の対立軸の拡大

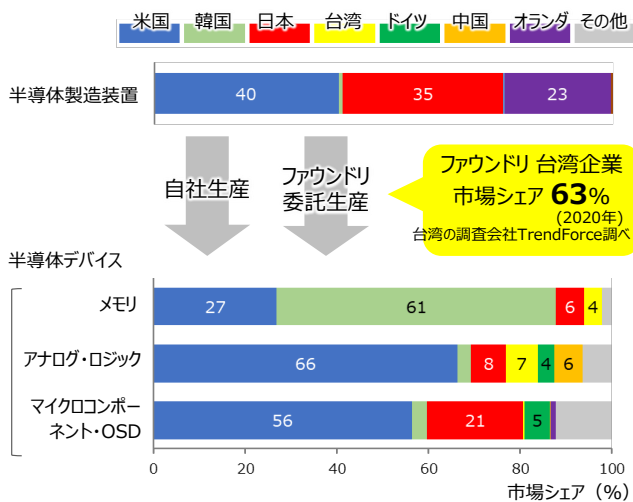
前述のように、戦略物資を中心に調達構造の見直しが進むことは想定内であるが、戦略物資の一つである半導体のサプライチェーンの要諦を握る台湾等に対し、中国が関与を強めれば、米中間で地政学的な緊張が高まる事態に発展しかねない。

中国の弱点は、現時点では半導体を内製化する能力が十分ではない点だ。地理的に中国で作られている半導体の比率は高いが、中国企業が生産できているわけではない。本社所在地別の市場シェアをみると、材料や製造装置など川上分野は、米国や日本のシェアが高く、ファウンドリでは TSMC など台湾企業が60%以上のシェアを有している(図表 1-22)。

中国は巨額投資でハイテク産業の内製化を図ろうとしているが、米国や日本などからの供給絞り込みが強くなると、現時点では半導体の安定的確保が難しくなる(図表 1-23)。日米の連携を崩す観点から、中国が豪州に行っているような懲罰的関税や輸入規制を日本に対して実施する可能性もあるほか、半導体のサプライチェーン上、重要な役割を担っている台湾への関与を強める可能性がある。

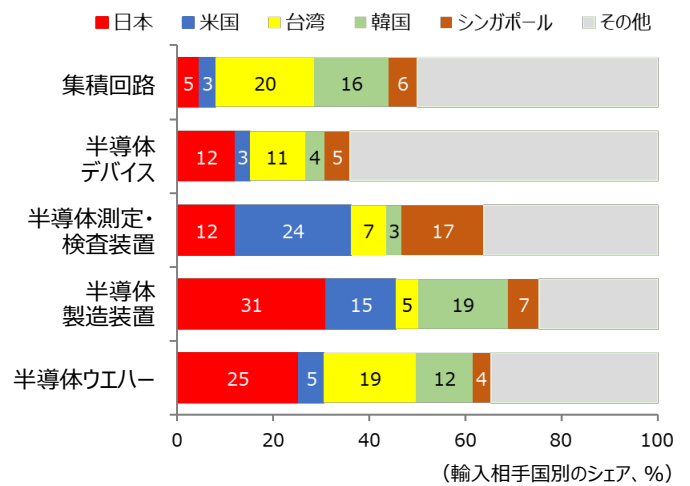
米国にとっても、台湾からの半導体供給を抑えられると、経済安全保障面でも大きな打撃となるため、これを看過できず、台湾を巡る地政学的な緊張が高まるおそれがある。

図表 1-22 半導体:本社所在地別の市場シェア



注:2019 年データ。
出所: Bloomberg、TrendForce(<https://www.trendforce.com/presscenter/news/20210415-10759.html>、21 年 5 月 11 日閲覧)より三菱総合研究所作成

図表 1-23 中国の半導体関連の調達先



注:2019 年データ。
出所: UN Comtrade、台湾經濟部より三菱総合研究所作成