

(1) 世界経済の現況

世界経済は回復継続、ワクチン普及が経済再開を後押し

世界経済は、国や地域によるばらつきを伴いつつも、総じてコロナ危機による落ち込みから回復の動きを続けている。

米国経済は 21 年入り後、2 四半期連続での高成長となり、世界経済の回復の牽引役となっている。4-6 月期には、コロナ危機前(19 年 10-12 月期)の GDP 水準を回復した(図表 1-1)。米国では、ワクチン接種が完了した人の割合(全人口比)が、3 月末の16%から 8 月には50%に達し、防疫措置の緩和が段階的に進んでいる。これまで制約されていた外食や宿泊・旅行などの外出関連のサービス需要も回復傾向にある。

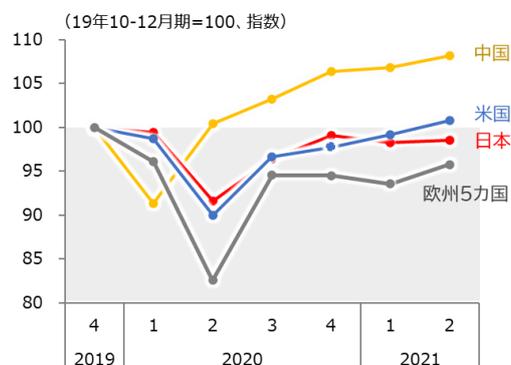
中国経済も、20 年後半に比べれば GDP の伸びが鈍化しているとはいえ、4-6 月期は季調済前期比+1.3%と、前期(同+0.4%)から成長が加速、ならしてみれば堅調を維持している。

欧州経済は、変異株の感染拡大などから厳しい防疫措置を余儀なくされ、20 年 10-12 月期以降、2 四半期連続のマイナス成長となっていたが、21 年 4-6 月期は潜在成長率を大きく上回るプラス成長を達成した。ドイツやフランスでは、ワクチンの普及などにより、防疫措置の緩和が可能となったことから、外出行動がほぼコロナ危機前の水準にまで回復した(図表 1-2)。

日本経済は、ワクチン接種が急ピッチで進んでいるものの、人口比での接種率は相対的に低く、医療供給体制面での制約も強いことから、変異株の拡大に対して断続的な防疫措置の強化を余儀なくされている。米国・欧州・中国が 4-6 月期は高成長となるなか、日本は前期比でほぼ横ばいにとどまった。

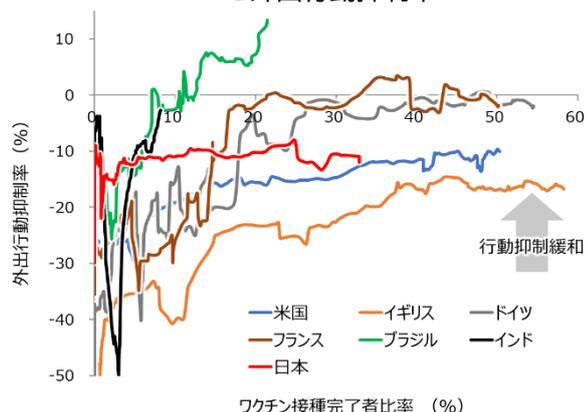
感染力の強いデルタ変異株が、ワクチン接種率の低い新興国、あるいは先進国でも若年層の間で感染拡大するなど、決して油断はできない状況であるが、ワクチン接種率が高い英国や米国では、感染が再拡大するなかでも入院患者比率の上昇は限定的となっている(図表 1-3)。このようにワクチン接種の進展により重症化が抑制され、防疫措置の緩和が可能になることは、今後の世界経済にとって明るい材料である。

図表 1-1 主要国の実質 GDP 水準



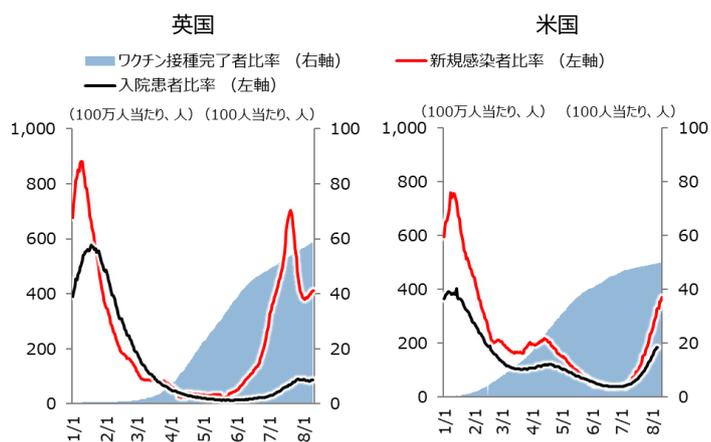
注: 欧州 5 カ国は独仏英伊西。欧州 5 カ国は GDP ウェイトで加重平均。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要国のワクチン接種率と外出行動抑制率



注: 直近は 8 月 8 日。食料品店、娯楽、職場、駅の 4 項目平均。
出所: Our World in Data, Google より三菱総合研究所作成

図表 1-3 主要国のワクチン完了者比率と入院患者比率



注: 直近は 8 月 11 日。
出所: Our World in Data より三菱総合研究所作成

部品・原材料の不足や価格上昇が、景気回復の重しに

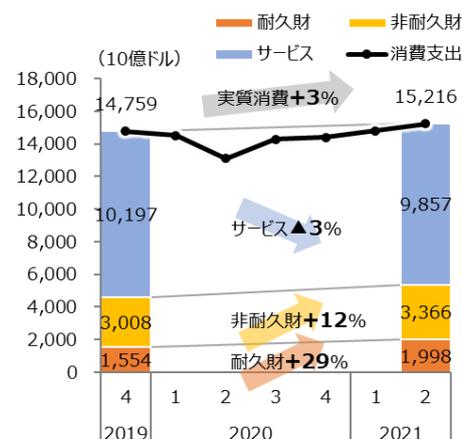
回復傾向にある世界経済だが、部品・原材料の不足や価格上昇が、景気回復ペースを鈍らせる要素となっている。その背景のひとつとして、コロナ危機下での消費支出のサービスから耐久財などへのシフトがある。例えば、米国の消費支出は、コロナ危機前の水準を回復しているが、その内訳はコロナ危機前と大きく異なる(図表 1-4)。外出抑制によりサービスはコロナ危機前から▲3%減少する一方、非耐久財は同+12%増、耐久財は同+29%増となった。こうしたサービスから財への需要のシフトは、程度の差はあれ、米国のみならず世界

各国でみられており、拡大する財需要の調達を担う海上輸送がひっ迫し、運賃の急騰を引き起こした。日本海事センターによると、特にアジア→北米航路がひっ迫しており、21年1-6月の同航路のコンテナ輸送量は19年の同期と比べて1.3倍、運賃は同2.7倍に急騰している。

加えて、コロナ危機を契機に、世界的に加速しているデジタルトランスフォーメーションやカーボンニュートラル、テレワークシフトへ対応した企業の動きも、需給をひっ迫させる要因となっている。半導体では、既存の生産ラインのなかで、通信機器やデジタルデバイス向けの生産比率を増やした結果、自動車向け半導体の不足が世界的に広がった。半導体の主要生産地のひとつである韓国では、半導体生産が拡大するなかでも、半導体在庫は低下傾向にあり、両者のギャップは開く一方だ(図表 1-5)。また、金属では、カーボンニュートラルで需要が増加する蓄電池の材料となるレアメタルの価格が上昇しているほか、木材は、米国を中心とする住宅需要の急増により建材価格が上昇している。

こうした様々な要素が複合的に影響し、金属、エネルギー、食料、木材などの素原材料、半導体などの部品に至るまで幅広い品目で20年後半以降に価格が上昇している(図表 1-6)。後述するように、労働需給のミスマッチも拡大しており、一部の分野では人手不足も深刻化している。これらは企業収益悪化や消費・投資の先送りなどを通じて景気回復の重しとなろう。

図表 1-4 コロナ危機前後での米国の消費支出の内訳変化



注:19年10-12月の名目金額をもとに、実質支出指数で延伸。
出所:BEA より三菱総合研究所作成

図表 1-5 韓国の半導体生産・在庫指数



出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-6 世界の海運指数、金属・食料価格指数



注:FAO 食料価格指標は国連食糧農業機関、LME 金属指数はロンドン金属取引所、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・公表している食料、産業用金属、外航不定期船運賃の総合指数。直近は21年7月。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

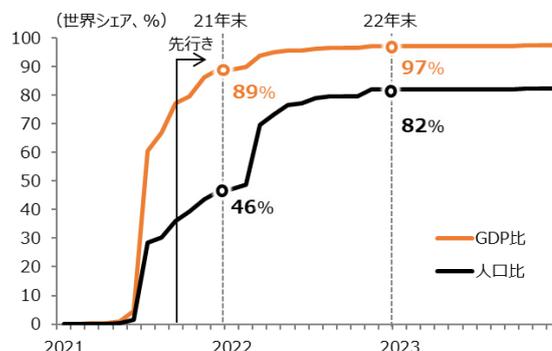
(2) 世界経済の見通し

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だ。

世界のワクチン接種ペースは加速しており、一日当たりの接種回数は、3月の1千万回から、7月には3千万回に高まっている。直近1カ月の接種ペースが続いた場合、ワクチン接種率が人口比50%を超える国の割合は、21年末時点で全世界の46%(人口比)に達する見通しだ(図表 1-7)。GDP 規模の大きい先進国で接種が先行していることから、同割合をGDP比で見ると89%に達する見込み。

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、ワクチン接種率の高まりを背景に、重症化率の低下などから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 1-7 ワクチン接種率が人口比 50%を超える国の割合 (世界全体)



注:新興国中心に2回接種完了者のデータの欠損があることから、ワクチンによる免疫形成は実際の累積接種回数のデータを2で割って計算。先行きは、直近1カ月の接種ペースを用いて延伸。直近実績は8月11日。
出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

今後、世界経済はコロナ危機からの回復が本格化するとみているが、コロナ危機が経済・社会に残した爪痕は深く、回復の道りは決して平坦なものではない。コロナ危機からの世界経済の回復パスを見通すうえで、①財政・金融政策の行方、②ポストコロナの構造変化への対応、③米中対立を踏まえたサプライチェーンの見直し — の3点を挙げる。

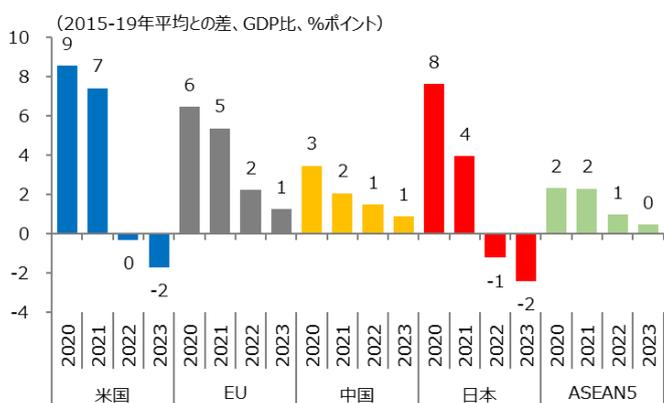
① 財政・金融政策の行方

コロナ危機による経済の落ち込みを緩和するために発動された大規模な財政・金融政策は、今後、経済活動が正常化し、自律的な回復力が高まるなかで、段階的に縮小が予想される。

IMFによると、政府支出のGDP比は、20年、21年は、現金給付や失業・休業手当などから、過去5年平均(15-19年)を大きく上回る水準となったが、22年以降は、各国・地域ともにコロナ危機前に近い水準まで縮減される見通しだ(図表1-8)。

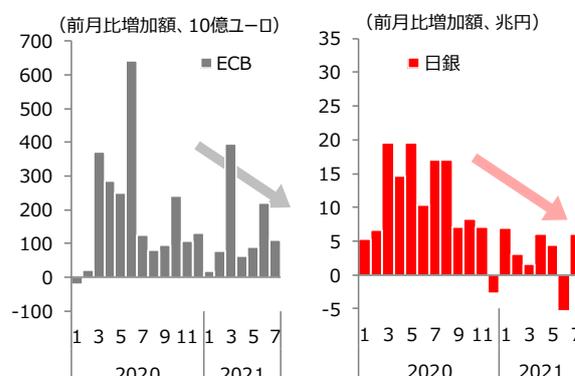
財政面からの景気押し上げ効果の剥落に加え、米国やEUでは、歳入強化の取り組みも予定されており、今後、経済の自律的な回復力を見極めながら、各国で財政政策の平時モードへの移行が進むとみられる。

図表1-8 政府支出のGDP比(コロナ危機前との比較)



出所:IMF「World Economic Outlook, April 2021」より三菱総合研究所作成

図表1-9 ECBと日銀の資産買入規模



出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

一方、金融政策も、危機時の対応からの出口を探る動きが各国で進むとみられる。欧州と日本の中央銀行の資産買入規模をみると、毎月の買入額が既に減少傾向にあり、実質的な資産買入規模の縮小が始まっている(図表1-9)。米国は、一定の資産買入ペースを維持しているものの、FOMC参加者が予想する利上げ時期が6月に前倒しされ、市場もそれを織り込んだ(P.23 図表3-10参照)。今後、8月末に開催されるジャクソンホール会議で資産買入規模縮小の方向性への言及がなされ、秋にかけて議論が加速する見込みだ。米国は、欧州や日本と比べての経済の回復力が強く、マクロの需給ギャップ(需要と潜在的な供給力との差)は既にプラスに転じていることから、今後の金融政策の行方には注視が必要だ。

今後の米国金融政策の注目点は、「労働市場の回復の遅れ」と「インフレ圧力の高まり」が併存する難しい状況のなかで、米国の資産買入規模縮小や利上げがいつどのような形で実施されるか、という点だ。

米国の失業関連指標を、世界金融危機後の利上げ開始時(15年12月)と比較すると、失業者数、レイオフ者数、復職意欲のある非労働力人口、いずれも21年7月時点で、50万人前後の高い水準にある(図表1-10)。今後9月末にかけて米国の各州で失業給付特例が順次打ち切られるなかで、失業給付があったから働かなかった人の復職が進めば、それでも残る「働きたくても働けない」失業者・非労働力人口のボリュームが浮かび上がってくる。こうした構造的な失業者・非労働力人口が減少に向かうかどうか、労働市場の回復度を測るひとつのバロメーターとなろう。

米国の物価は、コアCPIが7月に前年比+4.3%となったほか、FRBが重視するコアPCEデフレーター(コアCPIよりカバレッジが広く消費者が実際に直面する物価に近いとされる)も上昇傾向にある。これらの物価上昇には、国際市況の影響が大きい品目も含まれる。FRBとしては、一時的なコストプッシュ型の物価上昇ではなく、持続的かつ内生的なインフレ圧力を注視している。こうした観点から作成された他の7つのインフレ指標をみると、いずれもコアCPIほどの上昇はみられない(図表1-11)。コアCPIやコアPCEデフレーターのみならず、これら指標も総合して判断されるインフレ圧力の持続性がひとつの基準となろう。

出口戦略を進めるうえでは市場との対話も重要だ。市場に対して、FRBが労働市場やインフレの状況をどう

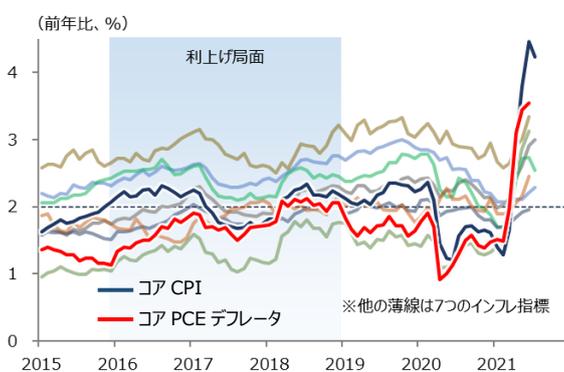
解釈しているか、丁寧に説明し、市場の期待をコントロールしていく必要がある。FRB が適切なタイミングで利上げを行ったとしても、市場の想定していたタイミングより早い場合には、リスク資産からの急な資金流出など金融市場の混乱をもたらす、実体経済の下振れ要因となりかねない。

図表 1-10 米国の失業関連指標



注：世界金融危機後の利上げ開始は 15年12月。点線は各指標の 15年10-12月平均の水準。直近は 21年7月。
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-11 米国の物価関連指標



注：7つのインフレ指標は、対込平均、分布の中央値、景気と連動性の高い品目の平均などの加工をした物価指標。直近は 21年6月あるいは7月。
出所：アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

② ポストコロナの構造変化への対応

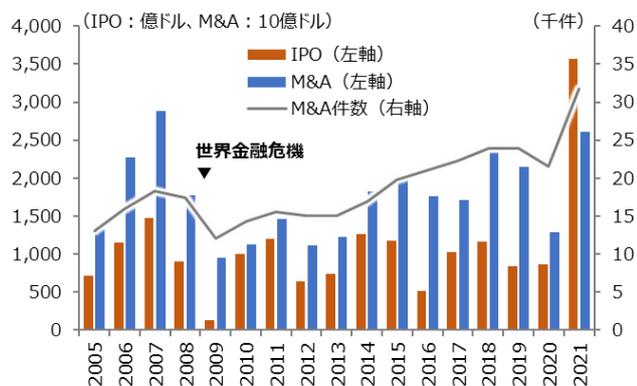
コロナ危機は、デジタルトランスフォーメーションやカーボンニュートラル実現への流れが世界的に強まる契機となった。また、後述する米中対立の影響などから、経済安全保障面からサプライチェーンを見直す動きも強まるとみられる。こうした企業の経営環境変化は、既存のビジネスにとっては逆風となるが、同時に新たな需要も生まれる。世界的には、ポストコロナの構造変化をチャンスととらえる動きが強い。

緩和的な金融環境を追い風として、世界では新規株式公開(IPO)や企業の合併・買収(M&A)が活発化している。世界の IPO 金額は、21年上期に 3,572 億ドルと、19年上期の 4.3 倍の規模に達した。また、世界の M&A も金額・件数ともに 21年に入り急増している。08-09年の世界金融危機時に、IPO および M&A の低迷が続いたのとは好対照な動きとなっている(図表 1-12)。

起業の動きも一部の国で活発化している。米国やフランスでは、新規ビジネス申請件数が、コロナ危機下での 20年に大幅に増加した。Global Entrepreneurship Monitor のアンケート結果が示すように、パンデミックは「廃業」とともに「起業」を促す契機となった可能性がある(図表 1-13)。

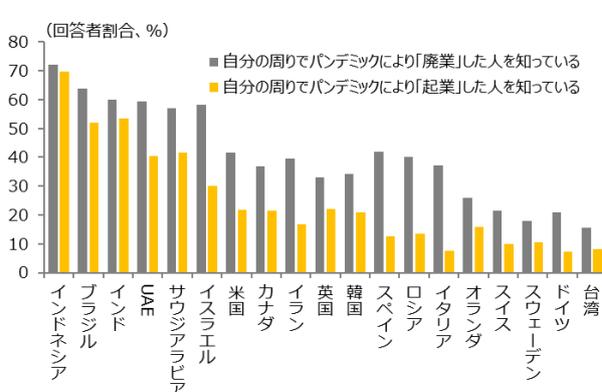
今後、世界経済は、コロナ危機下から危機後への局面変化が段階的に進む。コロナ危機前に戻ろうとするか、あるいはコロナ危機後の社会課題や消費者ニーズの変化をとらえ、ビジネスとして解決していくことができるかで、企業や国の成長力は大きく左右されよう。

図表 1-12 世界の IPO・M&A



注：各年 1-6 月の累計。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-13 起業者・廃業者が身近にいる人の割合



注：回答者は各国 18-64 歳。20年夏に調査実施。日本は調査対象外。
出所：Global Entrepreneurship Monitor (GEM) 「2020/2021 Global Report」より三菱総合研究所作成

③ 米中対立を踏まえたサプライチェーンの見直し

米中間の貿易活動は、コロナ危機下でも活発であり、米国から中国への輸出は、21年に過去最高を更新する見込みだ(図表 1-14)。経済への影響は現時点では限定的と言えるが、今後の対立先鋭化に備えた各種法整備が、米中両国で着々と進んでいる。

米国は、G7 首脳会合の直前の 6 月 9 日に、「米国イノベーション・競争法」を成立させた。同法は、サプライチェーンの多様化支援、パートナー・同盟国との連携、台湾との関係強化などを規定した「2021 戦略的競争法」、サイバー攻撃に対する金融制裁も選択肢とすることを盛り込んだ「中国の挑戦への対抗法」、米国政府機関における TikTok 利用禁止規定を盛り込んだ「米国の未来強化法」など、複数の法案から構成される。

米国は同盟国との連携も強めており、G7 首脳会合の声明では、半導体などの戦略物資のサプライチェーンの強靱性に関するベストプラクティスの共有のほか、新疆ウイグルや香港における人権や基本的自由の尊重などの要請、台湾海峡の安定、東シナ海および南シナ海の状況の懸念を表明した。経済だけでなく安全保障、人権も含めた幅広い分野で米国が同盟国と連携することがより鮮明になっている。

一方の中国は、中国に対する抑制や抑圧、中国国民・組織への差別的規制措置に対抗するため、入国制限、資産凍結、活動・取引禁止・制限、報復措置を規定した「反外国制裁法」を 6 月に成立させた。20 年末に施行された「中国輸出管理法」も同様だが、どのような場合に中国からの制裁が発動されるのか、その条件が不透明であり、企業としてはリスク管理が非常に難しくなっている。

こうした状況を踏まえ、米中間をまたぐグローバルな調達構造の見直しが進むとみられるが、その経済影響は複雑だ。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、収益が圧迫される恐れがある。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。

供給制約やインフレ圧力の強まりから 21 年の世界経済の成長率見通しを下方修正、22 年は上方修正

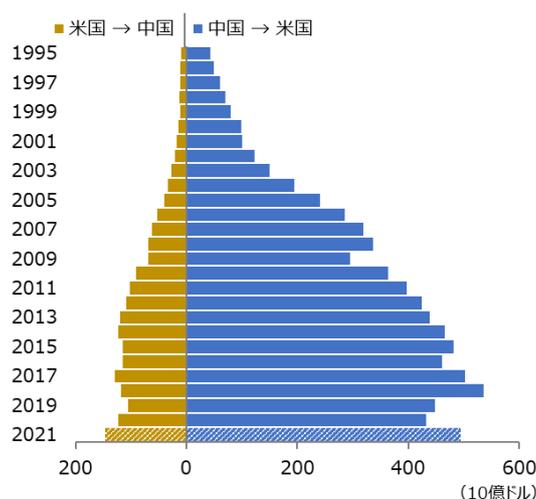
前回 5 月見通し時点からの経済状況の変化、および上記 3 つの注目点を踏まえ、主要国・地域の実質 GDP 成長率予測を改定した(図表 1-15)。

21 年の世界経済の成長率予測を、前年比+5.4%と前回(5月時点、同+5.6%)から下方修正する。世界的な供給制約やインフレ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、感染被害が深刻化している ASEAN も下方修正した。

22 年は同+3.7%と前回(同+3.5%)から上方修正する。ワクチン接種ペースの世界的な加速を受け、経済活動の正常化やコロナ危機下で抑制されていた消費の反動が顕現化するタイミングが、世界各国で前倒しされると予想することが上方修正の背景にある。21年と比較すれば、コロナ危機からの世界経済の回復を支えてきた中国経済の減速もあり、世界経済の成長率は鈍化するものの、経済の自律的な回復力は高まるだろう。

なお、世界全体では 21年 4-6 月期に、GDP がコロナ危機前(19 年 10-12 月)の水準を回復したとみられる。

図表 1-14 米中間の貿易額



注: 21 年は 1-5 月が実績、6-12 月は、1-5 月の実績をもとに 15-19 年の月次の季節性を用いて延伸。
出所: 米国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 1-15 世界の実質 GDP 成長率予測

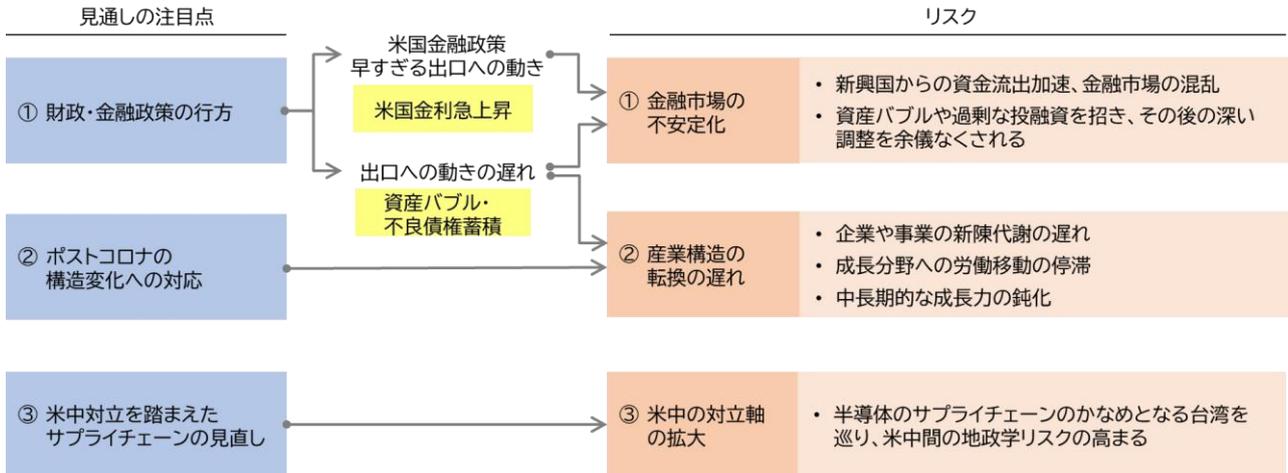
| (前年比) | 実績 | 予測 | |
|-------------|--------------|-------------|-------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 |
| 世界全体 | ▲3.3% | 5.4% | 3.7% |
| 米国 | ▲3.4% | 6.5% | 3.7% |
| 欧州 (5カ国) | ▲8.0% | 4.7% | 4.2% |
| 中国 | 2.3% | 8.5% | 5.5% |
| 日本 [暦年] | ▲4.6% | 2.2% | 3.0% |
| [年度] | ▲4.5% | 3.2% | 2.7% |
| ASEAN5 | ▲3.4% | 4.8% | 6.0% |
| その他世界 | ▲4.1% | 3.9% | 2.5% |

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が最大のものであるが、その他のリスクとしては、①金融市場の不安定化、②産業構造の転換の遅れ、③米中の対立軸の拡大、の3つがある。前述の(2)世界経済の見通しで提示した3つの注目点とこれらリスクとの関連は図表1-16の通りである。

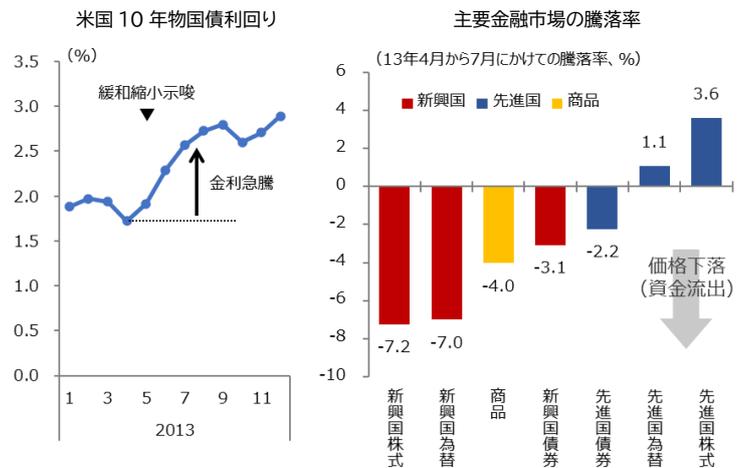
図表1-16 見通しの注目点とリスク



出所：三菱総合研究所

第一に、金融市場の不安定化である。米国金融政策の出口への動きについて、経済の自律的な回復度や、市場の期待との見合いで、適切なペースでの調整が重要になる。早すぎる出口への動きは、米国金利の急上昇などによりリスク資産からの資金流出が加速し、金融市場の混乱を招く。13年5月に当時のバーナンキFRB議長の量的金融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、新興国からの資金流出が生じた(図表1-17)。一方で、出口への動きが遅れば、資産バブルや過剰な投融資を招き、その後の深い調整を余儀なくされる。

図表1-17 13年の量的緩和縮小示唆時の世界金融市場動向



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

第二に、産業構造の転換の遅れである。注目点②(P.7)で触れたように、コロナ危機の前後では企業の経営環境や個人のニーズが大きく変化していく可能性が高い。各国が実施している大規模な財政・金融緩和の副作用として、企業や事業の新陳代謝が遅れ、衰退分野から成長分野への労働移動が阻害された場合には、世界経済の中長期的な成長力が鈍化する可能性がある。

第三に、米中の対立軸の拡大である。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、例えば、戦略物資のひとつである半導体のサプライチェーンのかなめとなる台湾などに対し、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半導体製造装置や部品の調達制約が強くなると、現時点では半導体の安定的確保が難しくなる。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恐れがある。