

2021 年の世界経済見通し：ワクチン普及で年後半にかけて回復がメインシナリオながらリスク要因多数

2020 年の世界経済は、前半にコロナ・ショックで大きく落ち込んだ後、後半はコロナ感染拡大の一服により持ち直し傾向にあったが、足元では感染第 3 波によって先行きに再び暗雲が漂い始めている。そのため、2021 年の世界経済は停滞状態からのスタートとなる。ただ、ワクチンの開発は順調に進んでおり、欧米先進国では春から夏にかけて普及が期待されるため、年後半にかけて世界経済は再び回復に向かうと予想される。すなわち、世界経済は引き続きコロナ次第となり、ワクチンが期待通りの有効性で順調に普及するかどうか、2021 年の世界経済にとって最大の注目点となる。また、本レポート後半に列挙した通り、米国は政権交代、中国は次期 5 年計画がスタートし構造問題に着手、米中対立の行方を含めて不透明な部分が多く、バブル気味の金融市場、各地で続く紛争や南シナ海・台湾海峡での緊張状態、タイの反政府デモなど、混乱の火種も多い。アフターコロナの世界経済は、不安定さを残しながらの回復になるとみておいた方が良さそう。

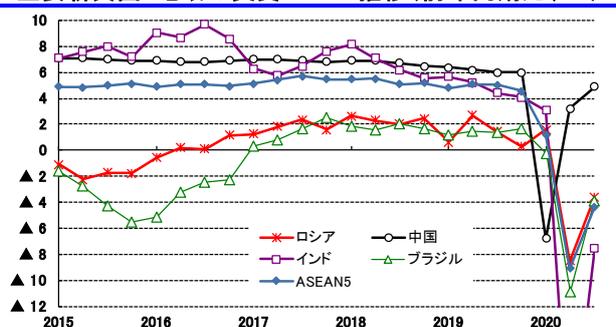
2020 年の世界経済概観：コロナ・ショックから持ち直すも再び暗雲

2020 年の世界経済は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて各国とも行動制限（ロックダウン、日本では緊急事態宣言）に踏み切ったため、震源地となった中国で 1～3 月期に前年同期比▲6.8%もの大幅なマイナス成長となり、4～6 月期にはユーロ圏が前期比▲11.7%（年率▲39.2%）、米国は▲9.0%（▲31.4%）、日本も▲8.2%（▲28.8%）といずれも記録的なマイナス成長に陥った（下図）。中国以外の新興国は、1～3 月期こそ前年比プラス成長ないしは小幅マイナスにとどまったが、4～6 月期にはロシアが▲8.5%、ブラジルは▲10.9%、ASEAN 主要 5 カ国合計で▲9.1%、コロナ新規感染者数が一時米国を抜いて世界一になったインドに至っては▲23.9%ものマイナス成長を記録、中国は+3.2%へ持ち直したものの、世界全体として 2020 年前半の景気は大幅に落ち込んだ。

年後半に入ると、感染拡大にひとまず歯止めが掛かったことから多くの国で行動制限が緩和され、世界経済は持ち直し傾向となった。主要先進国の成長率は 7～9 月期に前期比で大幅なプラスに転じ、新興国も中国は一段と伸びを高め、他の国は前年比のマイナス幅を小さくしている。しかしながら、欧米では 10 月から、日本などアジアの一部でも 11 月以降にコロナ感染の拡大が再び加速、足元では世界経済の先行きに暗雲が広がっている状況にある。

日米欧の実質 GDP の推移 (2019年=100)


(出所) 内閣府、米商務省、Eurostat

主要新興国・地域の実質 GDP の推移 (前年同期比、%)


(出所) CEIC DATA

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

コロナ感染状況と見通し：ワクチン普及により 2021 年後半には悪影響緩和

新型コロナウイルスの全世界の「新規」感染者数は（WHO 集計、右図）、3月から4月にかけての「第1波」で1日あたり1万人を超えて8万人程度まで増加、「第2波」では6月の10万人台から7月終わりには25万人程度まで増加した。今回の「第3波」では、10月に30万人を突破して12月には60万人を超えたが、未だ拡大に歯止めが掛かる兆しは見られない。

地域別には、一時インドにトップの座を明け渡した米国が10月の5万人程度から12月には20万人を突破

し独走、夏場に数百人程度まで減少した欧州でも10月に入りフランスで5万人、イタリアや英国で3万人前後まで急増、11月半ば頃に一旦落ち着いたが、12月にドイツや英国、フランスでは減少の途中から再び拡大の兆しを見せている。アジアでは、10月から11月にかけてインドネシアで5千人超、マレーシアで1千人程度まで増加、数人程度だったタイでも足元で100人を超えた。日本は周知の通りであるが、完全に抑え込んだとみられていた韓国でも200人台と依然水準は低いものの増加している。

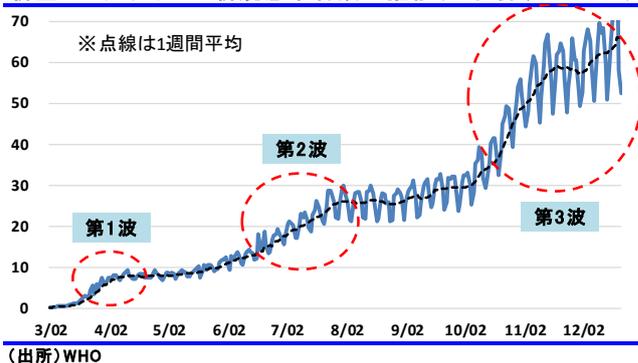
今後の世界経済も、まずはコロナ感染状況が最大の影響を与える要因であることは間違いない。その先行きを見通すことは困難であるが、WHOのテドロス事務局長は、8月21日の記者会見で、新型コロナウイルスの世界的流行はワクチンの開発により2年未満での収束が可能との見通しを示した。第3波以前の判断であり、この時点に比べ不確実性が高まっているが、一方でワクチンの開発が順調に進んでいることも事実である。

英国では12月8日、米国でも14日、政府が承認したワクチンの接種が始まっている。米国を例に取れば、既に10.1億回分のワクチンを確保しているとされ（米デューク大調べ）、一人当たり2回必要とはいえ3.3億人の人口を大きく上回っている。ワクチンの供給ペースについても、ファイザー1社だけで月2,000万人分が可能とされている。既に感染した人が2,000万人弱、年内のワクチン供給2,000万人分を差し引くと、集団免疫獲得の目安とされる人口の3分の2（2.2億人）に行き渡るまで残り1.8億人分、9か月で達成可能であり、他社開発分も考慮すると数字上は2021年秋までのコロナ終息が可能である。

そのほか、EU15億8,500万回分、英国3億5,500万回分、日本2億9,000万回分、カナダ3億5,800万回分、インド16億回分など、主要国・地域では集団免疫獲得に必要なワクチンを確保している。ただ、日本においては未だ正式承認されたワクチンはなく、普及開始時期は未定である。こうしたこともあり、英国の医療調査会社は、ワクチンが普及し社会生活が日常に戻る時期について、米国は2021年4月、カナダが6月、英国は7月、EUが9月とし、日本はワクチン普及が10月、経済正常化は2022年4月としている。ただ、日本の感染状況は欧米に比べ遥かに軽微であり、早ければ2021年2月中にもファイザー社のワクチンが承認される見込みである。そのため、欧米同様、2021年春から夏頃にはコロナ感染が経済に与える影響は大きく低下していることを基本に考えても良いだろう。

一部の新興国ではワクチン普及が遅れる可能性があるが、以上の状況を踏まえ、世界的に見て2021年後半にはワクチンの普及によりコロナの影響が弱まっていくことをメインシナリオとしたい。

新型コロナウイルス新規感染者数の推移(全世界、万人/日)



2021年の世界経済見通し（概観）

ワクチンの普及によりコロナ禍からの出口がある程度展望できるようになったとはいえ、2021年のスタートは、コロナ感染第3波によって厳しいものになる。欧州主要国では行動制限の動きが広がっており、米国でも1月20日に発足するバイデン新政権がコロナ抑制に向けて行動制限を強化するとみられる。逸早くコロナ禍から脱した中国も、欧米向けの輸出が停滞すれば回復の勢いが鈍ることは避けられない。

ワクチンが期待通りの効果を発揮し、現在、見込まれているように春頃には米国で、夏までには欧州で普及が進み、行動制限の大部分が解除されれば、世界経済は年後半にかけて欧米先進国を中心に回復の動きを広げていくと予想される。夏に東京オリンピック・パラリンピック開催を控えた日本においても、ワクチンの普及を急ぎ、欧米と同時期に感染が抑制され景気は回復に向かおう。世界経済成長率は、2020年のリーマンショック時（2009年▲0.1%）を遥かに凌ぐ前年比▲4.3%もの大幅マイナスから、2021年は+4.7%と大きく反発、わずか1年で元の水準に戻ることになる。ただ、回復が先行する中国によるところが大きく、中国を除いた世界経済成長率は2020年の▲5.6%から2021年は+4.0%にとどまり、2019年の水準を上回るのは2022年となる。先進国だけを見ても、2020年の▲5.7%に対して2021年は+3.7%にとどまっている。世界経済が全体としてコロナ前の状況に戻るのには2022年とみておくのが適当であろう。

【主要国・地域の実質GDP成長率見通し】

	GDP ウエイト 2019	実績					予測		
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
世界	100.0	3.5	3.4	3.8	3.6	2.9	▲ 4.3	4.7	4.0
先進国	59.6	2.3	1.7	2.5	2.2	1.7	▲ 5.7	3.7	3.4
米国	24.7	3.1	1.7	2.3	3.0	2.2	▲ 3.8	3.2	2.6
ユーロ圏	15.4	2.1	1.9	2.5	1.9	1.3	▲ 8.0	3.8	4.9
日本	5.8	1.6	0.8	1.7	0.6	0.3	▲ 5.4	2.9	2.8
新興国	40.4	4.3	4.6	4.8	4.5	3.7	▲ 2.3	6.3	4.8
アジア	23.6	6.8	6.7	6.6	6.3	5.5	0.0	7.9	5.7
中国	16.5	6.9	6.8	6.9	6.7	6.1	2.4	8.4	5.5
ASEAN5	3.1	4.9	5.0	5.3	5.3	4.9	▲ 3.4	5.7	5.7
インド	3.3	8.0	8.3	7.0	6.1	4.2	▲ 8.1	8.2	7.7
中東欧	4.5	0.9	1.8	4.0	3.2	2.1	▲ 4.8	2.6	3.0
ロシア	2.0	▲ 2.0	0.2	1.8	2.5	1.3	▲ 4.4	2.6	2.3
中南米	5.9	0.3	▲ 0.6	1.2	1.1	0.1	▲ 7.5	4.7	3.0
ブラジル	2.1	▲ 3.6	▲ 3.3	1.3	1.8	1.3	▲ 4.6	3.5	2.7

（出所）IMF、予測は伊藤忠総研

（注）各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。

主要地域の2021年経済見通し（概要）

米国経済：米国では追加経済対策が近く成立する見通しであり、失業保険の追加給付の延長、一人当たり最大600ドルの現金給付などが盛り込まれ、2021年初の景気底割れは回避できる見込み。春頃には、すでに接種が始まったコロナワクチンの普及によって感染を抑え込んでいく中で、GDPの7割を占める個人消費がサービス分野を中心に回復ペースを強めることを予想する。成長率は、2020年の前年比▲3.8%から2021年は+3.2%とプラスへ転じ、2021年10～12月期にはコロナ・ショック前（2019年10～12月期）のGDP水準を取り戻

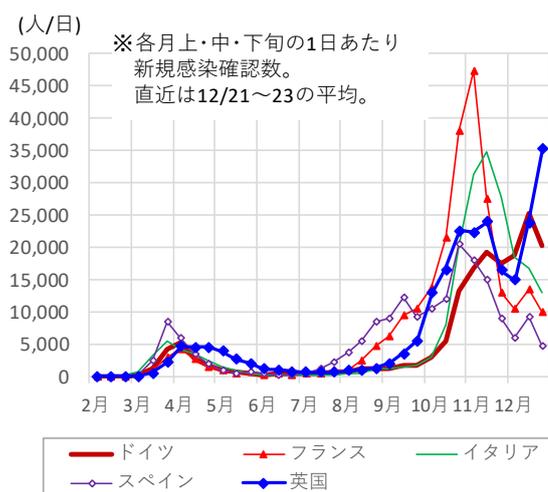
す。なお、バイデン新政権の政策は、2021年10月から始まる次の会計年度予算に反映されるため、2021年の景気への影響は限定的とみている。また、2021年1月に行われる決選投票の結果、共和党が上院の過半数を占めれば、上院と下院を異なる政党が支配する「ねじれ議会」が継続する。歳出拡大を伴う目玉政策は見直しを余儀なくされ、2022年の経済への影響も限られる¹。

中国経済：現在の拡張的な金融財政政策を徐々に中立方向に戻す 2021年の政府方針を踏まえると、固定資産投資は、牽引役だったインフラ関連や不動産分野で伸びが抑制され、主役は製造業へのシフトする見込み。家計消費は、コロナ・ショックの反動もあり 2021年は前年比15%程度まで伸びを高めるが、中長期的には「2035年までの15年間で所得倍増」する程度の賃金上昇ペース（5～6%）に応じて、家計消費も拡大ペースが鈍化する。輸出は、コロナ感染が再拡大している日米欧向けを中心に 2021年前半は伸び悩むため、年後半の回復を見込んで通年の伸びはさほど高まらない。一方で、国内景気の回復に伴って輸入は伸びを高める。その結果、2021年通年の成長率は、固定資産投資、個人消費が前年の反動で大きく伸びを高めることを主因に前年比+8.4%まで高まるが、2022年以降は個人消費をエンジンに追加した「双循環」による新たな安定成長ペースに落ち着き、5%台へ減速すると予想する²。

欧州経済：ユーロ圏、英国ともに、コロナワクチンの普及に伴って経済正常化に向けた動きが徐々に広がり、内外需双方が2020年10～12月期の二番底から回復していく展開を見込む。ECBやBOEによる大規模な金融緩和策も景気回復を後押ししよう。ただし、①コロナ感染や行動制限の影響が2021年入り後も暫く残ること、②2020年中に盛り上がった「巣ごもり生活」用の耐久財需要が一巡すること、③訪欧者数の急回復が期待薄なこと、④ユーロ圏ではユーロ高が輸出の回復力を抑制すること、⑤英国ではEU完全離脱による影響が確認されるまで企業の投資が慎重化する可能性が高いことなどを勘案すると、少なくとも2021年前半の成長ペースは緩やかになる可能性が高い。通年の成長率は、ユーロ圏が2020年の▲8.0%から2021年は3.8%へ、英国が▲11.2%から7.3%へとプラスに転じるものの、コロナ・ショック前（2019年10～12月期）のGDP水準を取り戻すのは、両地域とも2022年入り後と予想する。

ASEAN 経済：ASEAN 主要5カ国³の経済は、主要輸出先である中国経済や先進国経済の持ち直しを背景に、財（モノ）の輸出の拡大が続くことが見込まれる。また、中央銀行による金融緩和の継続も支えとなり、輸出関連企業を中心に設備投資需要も強まるだろう。一方、個人消費は、各国で断続的に生じる新型コロナウイルスの感染拡大により、回復ペースが度々抑えられる状況が年前半頃までは続く。

欧州主要国のコロナ新規感染者数



(出所) CEIC (データ元はWHO)

¹ 詳細は2020年12月24日付 Economic Monitor 「米国経済 UPDATE (2020年12月)：(1) 脆さを抱える新政権の運営基盤 (2) 新年は追加経済対策とワクチン効果で再び回復軌道へ」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1959/>

² 詳細は2020年12月23日付 Economic Monitor 「中国経済：2021年はコロナ・ショックの反動で8%成長も、中長期的には5%台の安定成長を目指す(経済見通し)」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1957/>

³ インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

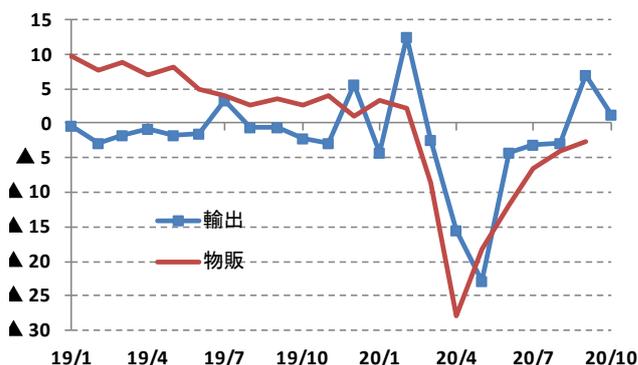
もともと、輸出に主導される国内景気の改善を背景に、消費者マインドの回復基調は維持され、年後半には、コロナ感染拡大の収束目途が立ち、各国財政支出によるインフラ整備も本格的に再開するとみられる。そのため、2021年の成長率は、新型コロナワクチン接種時期やインバウンド需要の回復時期などの不確実性に左右されるものの、ASEAN5の経済活動の巡航速度を上回る6%弱まで加速すると予想する。

インド経済：インド経済は、2020年末の祭事需要の剥落から、2021年前半には回復ペースが一旦鈍化することが見込まれる。ただ、新型コロナの新規感染者数が減少傾向にあり、新型コロナワクチン接種への期待感も高まっていることから、消費者マインドや企業マインドの回復が腰折れすることはないだろう。

また、2021年初にかけて積み上がると見込まれる不良債権は、資本注入等の各種政策により経済への悪影響が緩和されながら、2021年央頃にはピークアウトするとみられる。不良債権問題があく抜けすることで2021年後半には内需主導で再び回復ペースが加速し、2021年度は前年比+8%程度の高成長になると見込む⁴。

日本経済：2020年は米中摩擦の一時停戦を受け、消費増税による落ち込みからの回復待ちという状況でスタートしたが、コロナ・ショックに見舞われ前半は大きく落ち込んだ。年後半は、11月半ばまで輸出や個人消費が主導する持ち直し傾向にあったが、設備投資や住宅投資の減少が続いた分だけ回復力は見劣りした。2021年は、コロナ感染第3波の影響により停滞からのスタートを余儀なくされる。ただ、春頃にはコロナ感染が落ち着き、東京五輪に向けて個人消費が持ち直しの動きを再開、欧米景気の回復に伴う輸出増や企業の設備投資の底入れ、政府の景気対策による後押しが加わり、日本経済は再び回復に向かうと予想される。東京五輪後の景気は、一旦停滞するものの、インバウンド需要の復調が見込まれるため、回復基調を維持しよう。そのため、経済活動（GDP）がコロナ前の、消費増税直後（2019年10～12月期）と同じ水準に戻るのは2022年1～3月期（2021年度終わり）、消費増税前（2019年7～9月期）までなら2022年終わり頃と予想される⁵。

ASEAN5の輸出と物品販売（前年比、%）



(出所)CEIC

新型コロナ新規感染者数(万人/日)



(出所)CEIC

⁴ 詳細は2020年12月21日付 Economic Monitor 「インド経済：活動制限と金融環境の緩和が内需主導の回復を後押し」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1956/>

⁵ 詳細は2020年12月25日付 日本経済情報 2020年12月号「2020年の回顧と2021年の展望（改定経済見通し）」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1962/>

2021年の注目点（リスク要因）**1. コロナワクチンの有効性**

第一の注目点は、景気回復のカギを握るコロナワクチンが期待通り効果を発揮し、普及が進むかどうかであろう。ワクチンの有効性は95%以上とされているが、数万人程度の被験者による結果に過ぎず、副作用の確認を含めて、現時点では一般的に必要とされる100万人規模を大きく下回っており、その確度は高いとは言えない。また、ワクチンの効果がどれくらいの期間持続するのかも現時点では不透明であり、継続的な摂取が必要となれば現在の想定では数量が不足する恐れもある。副作用が一定数出た場合は、そのワクチンが使用停止になることもある。そのほか、超低温で保管する必要のあるワクチンもあり普及の障害にならないか、原材料の不足でワクチンの生産が計画通り進まないのではないかなど懸念材料は多い。ワクチンが普及しコロナ感染が沈静化することを誰もが望んでいるのは間違いないが、期待した通りワクチンが普及せず、2021年もコロナ感染拡大に世界経済が振り回される可能性が残り、その確率が2~3割程度はあるとみておくべきだろう。

2. 株式相場のバブル化と崩壊

期待通り世界経済が回復に向かったとすれば、早ければ2021年後半にも、現在の緊急措置としての超金融緩和は修正の検討が必要となる。ただ、修正を急ぎ過ぎると金利の急上昇や株価の暴落、為替相場の混乱につながり、实体经济にも大きな影響を与える恐れがある。一方で、金融政策の正常化が遅れると、既に過熱気味に上昇している株価が一段と上昇、バブル化し、バブル崩壊リスクを抱えることになる。

現在の株価は、PER（株価収益率、予想ベース）がNYダウ、日経平均とも25倍前後まで上昇、目安とされる直近5年平均は17倍程度であるため、これを基準とすれば約5割も割高ということになる。コロナ後の業績が予想よりも上振れる可能性はあるが、利益予想に比べ割高な現在の株価は長期間の金融緩和によって正当化されている部分が多いだろう。

今後、株価がある程度調整しなければ、バブル化が進み、年後半に景気が回復して金融緩和の出口が議論され始めたところでバブル崩壊に至るリスクが高まる（確率1割程度）。リーマンショック後は、最初に出口に向かった米国ですら株価急落を警戒して7年以上の長期に渡り超金融緩和を続けた。バブル崩壊を回避した場合でも、その後、長期間に渡り、金融政策の出口を巡って金融市場が不安定しやすい状況が続くことを覚悟しておく必要がある。

今後、株価がある程度調整しなければ、バブル化が進み、年後半に景気が回復して金融緩和の出口が議論され始めたところでバブル崩壊に至るリスクが高まる（確率1割程度）。リーマンショック後は、最初に出口に向かった米国ですら株価急落を警戒して7年以上の長期に渡り超金融緩和を続けた。バブル崩壊を回避した場合でも、その後、長期間に渡り、金融政策の出口を巡って金融市場が不安定しやすい状況が続くことを覚悟しておく必要がある。

3. 米中摩擦の行方

米国がバイデン政権に代わり、対中政策の行方が注目されるが、国内世論も議会も中国警戒派が多数を占めているため、基本的に中国への厳しい姿勢に変化はないだろう。さらに、民主党支持層は人権問題を重視する傾向があり、香港やウイグルなどの現状は受け入れ難いものがある。かといって、中国が既定路線であるはずの香港の吸収を止める可能性は限りなくゼロに近い。経済の観点から見ても、中国が無事に中所得国の罍を抜けて成長を続ければ、米国は今後10年のうちにも中国にGDP世界一の座を奪われることになる。そう考えると、米国民の中国への警戒感は、強まることはあっても弱まることはなく、米中の激しい対立は今後も長期間続く



とみておくべきであろう。

ただ、米国の中国との向き合い方は、トランプ大統領の米国 vs 中国という一対一の交渉から、同盟国との連携による「包囲網」に変わる。これは、中国にとっては、駆け引きが複雑になる面はあるにせよ、予測不能で強硬一本槍のトランプ大統領だけを相手にする場合に比べ、合理的な交渉の可能性があるという点がメリットになる。さらに、環境政策など協調できる分野もあり、それをテコに交渉の余地を作り出せるかもしれない点も、中国にとっては好材料であろう。

それでも、人権問題が対立の火種となる恐れがあること、台湾や南シナ海を巡って安全保障面での緊張は高まる方向にあることを踏まえると、形を変えて対立が激化する可能性を十分に意識しておく必要がある。なお、国際ルールを重んじるバイデン政権は WTO 違反とされる関税引き上げを修正するとみられるが、上記の背景から投資・輸出規制の強化方針は変わらないだろう。

4. 米国の政治的混乱

共和党が上院、民主党が下院の多数派を占める「ねじれ議会」が継続し、バイデン氏の公約は一部厳選、規模縮小を免れないことをメインシナリオに据える。さらなるリスクは、民主党の分裂であろう。現在、民主党はバイデン氏率いる中道派と、国民皆保険などよりリベラルな政策を主張する急進左派勢とが混在している。民主党内でも中道派と急進左派で協調できなければ、民主党が多数派を占める下院でも議論が膠着し、一層の政治停滞を招く恐れがある（確率 2 割程度）。また、高齢のバイデン氏が体調悪化等により大統領の責務を果たせなくなれば、ハリス次期副大統領による一時的代行、または昇格もありえる。議会での経験・人脈が豊富なバイデン氏から議員経験の短いハリス氏に権限が移れば議会との調整がさらに難航する可能性もあろう。

このような政治的な混乱が生じた場合、閣僚など高官人事の指名承認、来年 7 月に期限を迎える債務上限問題、来年度以降の予算策定などに支障を来す可能性があり、新型コロナにより経済に脆弱性が残る中で財政政策による景気の下支えが出来なくなるほか、金融市場の混乱を招く恐れがある。

5. 中国の過剰債務問題

景気が先行して回復している中国では、積年の課題である過剰債務などの構造問題への取り組みが再開する。その一端が、10 月以降相次いで発生している、自動車製造の華晨汽車、石炭生産・発電の永城煤電といった国有企業の社債の債務不履行だと考えておくべきだろう。

国有企業が 7 割程度を占める非金融企業の債務残高は、2016 年 1~3 月期に GDP 比で 161.8% まで高まった後、政府の債務削減政策を背景に低下が続いていたが、2020 年に入って急上昇、4~6 月期には 162.5% と過去最高の水準に達している。債務積み上がりの背景にある、国有企業の社債に対する高い信用は、地方政府による「暗黙の保証」のためであるが、最近の国有企業の債務不履行は、経営状況の悪化だけでなく、地方政府に「暗黙の保証」をする余裕が乏しくなりつつあることを示している。

また、地方政府は、地方融資プラットフォームと呼ばれる第三セクターや傘下の国有企業を通じて資金を調達し、不動産やインフラ投資事業を進めてきたが、これらは表向き地方政府の債務に計上されないため「隠れ債務」と呼ばれ、正確な規模は明らかではない。

政府はこうした状況を問題視し、2021 年は「債務比率の基本的な安定維持」と「地方政府の隠れ債務問題の解消」に取り組む方針を示した。つまり、「隠れ債務」を掘り起こして不良債権を見つけ出し、その処理を進める

ことになる。そのため、今後は「隠れ債務」の恩恵を強く受けてきた不動産市場をはじめとして、企業の資金調達環境などにも悪影響が波及するリスクを意識しておく必要がある。

6. ASEANのバランス外交崩壊

ASEAN 諸国にとって、2021 年は、対立する米中間のバランス外交を維持できるか試される年となる。これまで、中国は、ASEAN 諸国と経済的なつながりを強めるだけでなく、南シナ海への実効支配を進めるなど、勢力圏を拡大してきた。対して米国は、南シナ海における「航行の自由作戦」などにより一定の牽制を利かせている。ASEAN 諸国のスタンスは区々であるが、全体としては、中国による経済的な恩恵と米国の安全保障上のメリットを天秤にかけることで、米中間のバランス外交を続けてきた。

しかしながら、ASEAN 諸国では、コロナ禍からの景気回復のために、正常化する中国経済との関係強化や、ワクチン等の医療援助に対する中国依存が生じやすい状況にある。他方、米国バイデン新政権は人権を重視するとされるが、ASEAN 諸国はタイ政権の政治弾圧に端を発する反体制デモ（後述）、フィリピンの麻薬対策関連の超法規的殺人、ミャンマーにおけるロヒンギャ迫害など様々な問題を抱える。バイデン政権がこうした問題を看過せず、ASEAN 諸国に対するスタンスを厳しくした場合、ASEAN 諸国のバランス外交は崩れ、地域全体として対中融和姿勢が強まりかねない。米政権が ASEAN 諸国の抱える問題を看過しない可能性を 2 割程度、その場合に ASEAN 諸国が対中融和に追い込まれる可能性を 7 割程度とすると、こうした事態に陥る可能性は 1~2 割程度となる。

このリスクシナリオが実現すれば、短期的には中国の支援によりインフラ整備や医療体制の拡充が進むことで、経済成長が押し上げられる。ただ、中長期的には中国依存が懸念され、先進国を需要先としたサプライチェーンから外される可能性が高まる。その場合、成長力は低下し通貨の脆弱性が増すこととなる。

7. 東京五輪の縮小・中止

日本経済にとっては、東京オリンピック・パラリンピックが開催されるかどうか、景気のシナリオにおいて大きな注目点である。2020 年 11 月、IOC（国際オリンピック委員会）のバッハ会長がコロナ感染リスクを冒してまで来日し、予定通りの開催に前向きな姿勢を示したうえ、開催の最終判断に期限はないとし、ぎりぎりまで開催の可能性を追求する意思を表明した。とはいえ、現実的には準備の関係もあり 2021 年春までの最終判断が必要であろう。

開催の条件は、日本においてコロナ感染の沈静化が見通せることと、選手や関係者の感染リスク封じ込みが主なものとなるが、前者は現時点で全く見通しがつかない。ただ、後者は前述の通り、日本政府は既に人口を上回る 2 億 9,000 万回（1 億 4,500 万人）分のワクチンを確保しており、懸案の政府承認もファイザー社が早ければ 2021 年 2 月中に取得の見込みであり、同社だけで 2021 年度上半期に 6,000 万人供給予定につき、必要数を必要な時期までに確保できるであろう。

なお、東京五輪が中止となれば、開催に伴って見込まれる飲食や旅行、テレビの買い替えなどの関連需要が消滅、期待されていた五輪ムードによる消費マインドの改善もなく、外国人観光客の回復も遅れることになる。中止の場合、経済損失は 4.5 兆円（GDP の 0.8%）、無観客での開催でも 1.4 兆円（GDP の 0.2%）に上るといふ試算⁶もあり、日本経済の停滞が長期化する恐れがある。

⁶ 関西大学宮本名誉教授による試算。

8. インドの孤立

インドは、2014年のモディ政権誕生以来、「メイク・イン・インド」という政策のもと、国内の構造改革を進めることで、製造業を中心とした産業育成を進めてきた。この過程では、東アジアのサプライチェーンへの組み込みを窺いながらも、国内産業の保護を理由とした RCEP への不参加から示唆される通り、国内産業保護を優先するスタンスを維持している。

こうした中、2020年には中国との軍事衝突がきっかけとなり、対中経済制裁の実施といった強硬手段に至った。一方で、トランプ大統領による訪印直後に、米企業の進出を妨げていた外資規制を一部緩和した。こうした米印の良好な関係も背景に、米 IT 企業からはインドに対する投資需要が強まった。

今後、米国はバイデン政権になっても、対中戦略上の観点からインドとの連携方針を方向転換する可能性は低い。ただ、副大統領となるカマラ・ハリス氏は、モディ政権のイスラム教徒に対する強硬姿勢に批判を強めた過去がある。仮に、米印関係が悪化する事態となると、米 IT 企業は、インドの規制強化を懸念して投資を抑制する可能性がある。その場合、インドにとっては資金流入の減少に伴う通貨下落、輸入物価上昇が景気を下押しすることになる。さらには、海外のノウハウ・知見による産業高度化への道筋を失うことにもなる。今後、モディ政権がこうした経済的な孤立を避けるために状況に応じて柔軟にスタンスを変更できるか注目される。

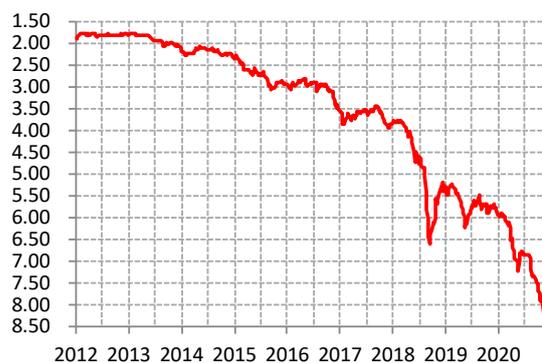
9. 新興国のリスク（コロナ、通貨、デモ）

アフリカでは多くの国が新型コロナ感染拡大の初期に移動規制など迅速な対応をとり、当初危ぶまれていたほど爆発的感染には至っていない。しかしながら、検査体制の不備や統計データの欠如などから実態はより深刻と見られている。中国はアフリカ諸国への優先的なワクチン配布を約束しているが、医療インフラが脆弱なアフリカでワクチンを迅速に普及させることは容易ではなく、普及が遅れた場合は爆発的な感染につながる可能性がある。特に、アフリカの感染者数の半分を占める南アフリカでは、11月頃から新規感染者数が再び増加に転じている。爆発的感染に伴う経済・財政状況の悪化によって、南アフリカを中心とした通貨の急落が懸念される。

トルコでは、11月に中銀が約2年ぶりの利上げを実施し、通貨リラが過去最安値から小反発した。しかし、経常収支の赤字体質（7～9月期 GDP 比▲4.7%）や外貨準備の減少傾向（11月末時点827億ドル、輸入の4.9ヵ月分）に改善が見られないほか、12/14には米国がロシア製ミサイル導入を理由にした対トルコ制裁を発動している。このような状況下で、リラ安基調の明確な反転は依然困難と判断される。むしろ、EUが2021年3月の首脳会議で、東地中海の係争地域での資源開発強行を理由にした対トルコ制裁の発動を決める可能性があり、今後、対EU関係悪化を嫌気した投資資金逃避の加速などから、通貨危機に至るリスクを見ておく必要がある。リスクの緩和には、中銀による金融引き締めスタンスの持続性と、エルドアン政権の強硬外交の行方が重要なカギとなる。

タイでは、2020年には、これまで蓄積してきたプラユット政権に対する不満が噴出し、バンコクの若者を中心

トルコリラ相場の推移（リラ/ドル、週末値）



(出所) CEIC (注) 直近値は12月23日。

とした大規模な反体制デモが発生。その要求は王室の改革にまで及び、こうした動きに対して約2年ぶりの不敬罪が適用される可能性も出てきた。デモ参加者が望む憲法改正の議論も遅々としており、2021年もデモは継続するとみられる。最終的にデモ隊に対する武力制圧が発生する可能性は小さいとは言えず、デモ隊の王室批判の高まり次第では、王室に近い軍強硬派によるクーデターなどの大きな混乱が生じる可能性も否定できない。その場合、過去の政変時と同様、混乱長期化が懸念されて資金流入が細り、為替相場が不安定化する恐れがあるろう。