

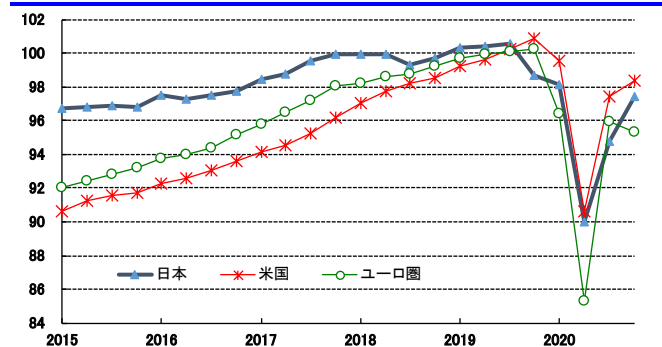
世界経済見通しアップデート：感染再拡大でブレーキもリスク要因の顕在化は限定的、年後半にかけて回復の見通しは変わらず

2020 年の世界経済は、コロナ・ショックからの持ち直しが予想以上に速く、成長率のマイナス幅は 12 月時点の予想に比べ小幅にとどまった。2021 年は、2020 年終盤からのコロナ感染第 3 波により欧州や日本を中心に足が予想よりも悪いものの、米国経済の好調さが勝り、成長率見通しを上方修正する。2021 年の世界経済は、ワクチンの普及が後押しし年後半に回復が広がると予想する。経済水準がコロナ前を回復する時期は、米国や ASEAN 主要国で 2021 年中、欧州や日本は 2022 年となろう。前回挙げた 9 つの懸念材料のうち、コロナ・ワクチンの有効性や株式バブルは今のところリスクは限定的、米中摩擦や中国の過剰債務問題は今後の動きに要注意、東京五輪縮小や新興国リスクは一部で顕在化しつつあるが、経済見通しを大きく修正するまでには至っていない。

2020 年の世界経済概観：想定を上回る持ち直し

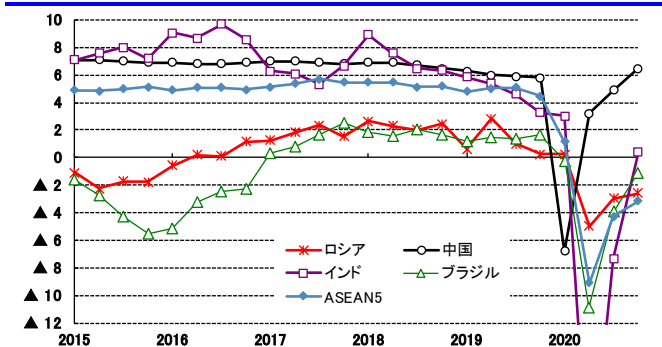
主要地域の 2020 年の成長率が出揃った。世界全体の実質 GDP 成長率は、昨年 12 月時点の当社予測（前年比 ▲4.3%¹）に比べ上振れし、前年比 ▲3.8% で着地した模様である。上振れの程度は先進国（12 月予測前年比 ▲5.7% → 実績 ▲5.0%）の方が新興国（▲2.3% → ▲1.9%）より大きく、先進国の中ではユーロ圏（▲8.0% → ▲6.8%）が新型コロナ感染再拡大に見舞われながらも 10～12 月期に思ったほど落ち込まなかったこともあり比較的大きく上振れしたほか、日本（▲5.4% → ▲4.8%）も 10～12 月期に設備投資が予想外に反発したことなどから成長率のマイナス幅は予想より小幅にとどまった。総じてみれば、コロナ・ショックからの立ち直りは予想以上に速く強かったということであろう。

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

新興国の 2020 年の成長率は、中国（12 月予測 +2.4% → 実績 +2.3%）、ASEAN 主要国 5 カ国（▲3.4% → ▲3.4%）、インド（▲8.1% → ▲7.8%）などのアジア諸国では概ね予想通りの結果となった。ただ、比較的大きなマイナス成長が見込まれていたトルコは行動制限の緩和などから急回復し通年でプラス成長（+1.8%）となったほか、ロシア（▲4.4% → ▲3.6%）や東欧諸国はユーロ圏経済の持ち直しや資源価格の上昇などによりマイナス幅が予想より小幅にとどまった。

¹ 2020 年 12 月 25 日付 Economic Monitor「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」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1963/>

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。

【主要国・地域の実質GDP成長率見通し】

	GDP ウェイト 2019	実績			前回（12月）見通し			今回見通し		
		2017	2018	2019	2020 予測	2021 予測	2022 予測	2020 実績	2021 予測	2022 予測
世界	100.0	3.8	3.6	2.9	▲ 4.3	4.7	4.0	▲ 3.7	5.1	4.4
先進国	59.6	2.5	2.2	1.7	▲ 5.7	3.7	3.4	▲ 5.0	4.3	4.1
米国	24.7	2.4	2.9	2.3	▲ 3.8	3.2	2.6	▲ 3.5	5.7	3.9
ユーロ圏	15.4	2.5	1.9	1.3	▲ 8.0	3.8	4.9	▲ 6.8	3.2	4.6
日本	5.8	2.2	0.3	0.7	▲ 5.4	2.9	2.8	▲ 4.8	2.8	2.6
新興国	40.4	4.8	4.5	3.7	▲ 2.3	6.3	4.8	▲ 1.9	6.3	4.9
アジア	23.6	6.6	6.3	5.5	0.0	7.9	5.7	▲ 0.1	8.1	5.7
中国	16.5	6.9	6.7	6.1	2.4	8.4	5.5	2.3	8.4	5.5
ASEAN5	3.1	5.3	5.3	4.9	▲ 3.4	5.7	5.7	▲ 3.4	5.3	5.9
インド	3.3	7.0	6.1	4.2	▲ 8.1	8.2	7.7	▲ 7.8	10.1	7.0

(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。

2021 年の世界経済概観：年後半に回復広がる見通し

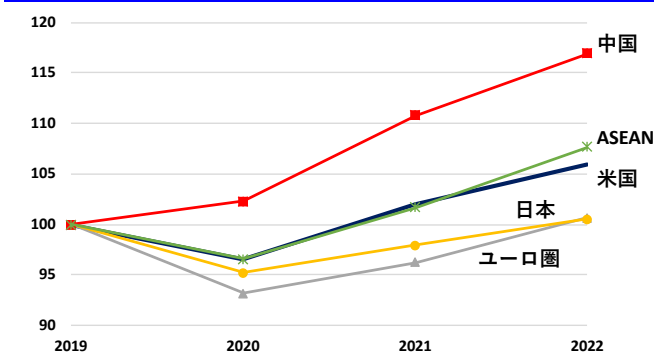
2021 年の世界経済成長率は、12 月時点の予想+4.7%から+5.1%へ上方修正した。ユーロ圏²など一部の地域では、新型コロナウイルスの感染再拡大により足元の景気が 12 月時点より悪化し下方修正が避けられないが、米国³ではワクチン接種が進む中でコロナ新規感染者数が 1 日 25 万人前後から 5 万人近くまで急減、バイデン政権が早々に追加の経済対策を満額（1.9 兆ドル）で決めたことから、従来の予想を上回るペースで景気回復が実現すると見込んだ。

そのほか、中国⁴は 2020 年の成長鈍化の反動が加わり、本来の成長ペースを大きく上回る 8%台へ、インドも 2021 年後半には本来の成長ペースを取り戻すことに前年の落ち込みの反動が加わり 10%程度まで成長率が高まろう。ASEAN 主要 5 カ国については、一部でコロナ感染再拡大などにより回復に遅れが見られることから若干下方修正した（12 月+5.7%→今回+5.3%）。日本についても、春以降の景気持ち直し再開という見方は変わらないものの、2 度目の緊急事態宣言もあり年初から個人消費が落ち込んでいることを踏まえ、2021 年（暦年）の成長率予想を+2.8%に引き下げた（12 月+2.9%）。

以上のように、2021 年の世界経済は、一足早く正常化に向かう中国を米国が追いかけて、日本や欧米、中国以外の主要新興国があとに続く形で、年後半には回復の動きが広がると見込まれる。その結果、世界全体の経済水準

（実質 GDP）は 2021 年にコロナ前（2019 年）を上回る見通しである。ただし、世界全体から先行する中国を除くと回復は 2022 年となる。うち米国は、上記の通り新興国の ASEAN を上回る立ち直りにより 2021 年中

主要地域の実質GDPの水準（2019年=100）



(出所) 伊藤忠総研

² 欧州経済についての詳細は、2021 年 3 月 1 日付 Economic Monitor「欧州経済の展望とグリーンディール戦略」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/1993/>

³ 米国経済についての詳細は、2021 年 2 月 25 日付 Economic Monitor「米国経済 UPDATE（2021 年 2 月）：2021 年はワクチン普及と大型追加経済対策で高成長へ」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/1990/>

⁴ 中国経済についての詳細は、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/>

にコロナ前の水準を回復、日本やユーロ圏は 2022 年に入ってようやくコロナ前を回復する見通しである。

ワクチンは懸念残すも順調に普及、株式相場は一旦スピード調整

前回 12 月の見通しでは、2021 年の注目点として 9 つのリスク要因（右表）を挙げたが、これらのうち
①コロナワクチンの有効性は、景気回復のカギを握るコロナ感染収束について、ワクチンが期待通り効果を発揮し、普及が進むかが左右することを指摘したものである。一時、欧州でワクチン供給（生産）の遅れが懸念され、最近ではアストラゼネカ社のワクチンで反作用（副作用）の疑いから一部の国で使用が停止されたが、現時点では欧州の供給懸念は後退、反作用の疑いもひとまず晴れたため、今のところワクチンの普及が 2021 年後半以降の世界経済回復を支援するという見方を修正する必要はなさそうである。

世界経済見通し～2021年の注目点

2020年12月見通しより

- ① コロナワクチンの有効性☒
- ② 株式相場のバブル化と崩壊
- ③ 米中摩擦の行方
- ④ 米国の政治的混乱
- ⑤ 中国の過剰債務問題
- ⑥ ASEANのバランス外交崩壊
- ⑦ 東京五輪の縮小・中止
- ⑧ インドの孤立
- ⑨ 新興国のリスク（コロナ、通貨、デモ）

（注）青字はリスク小、黄字はリスク残存、赤字はリスク顕在化

また、②株式相場のバブル化と崩壊は、景気回復ペースと金融緩和縮小のタイミングのズレによって株式バブルが発生し、それが崩壊するリスクを懸念したものであるが、日米株価とも米国長期金利の上昇を受けて 1 月下旬に NY ダウ平均株価で 3 万 2 千ドル近くから 3 万ドル割れへ、日経平均株価も一時 2 万 7 千円台へ一旦調整し、バブル化を回避した。その後、米国で追加経済対策が満額で決定されたことを受けて株価は上昇を再開したものの、3 月 17～18 日の FOMC では引き続き 2023 年末までのゼロ金利政策継続方針が維持された一方で物価上振れによる利上げ前倒しへの懸念がやや強まる内容となり、長期金利の上昇傾向には歯止めが掛かっていない。また、18～19 日に開催された日銀金融政策決定会合では、長期金利（10 年物国債利回り）をゼロ％程度とする目標は据え置いたものの許容する変動幅を拡大（±0.2％→±0.25％）、年間 6 兆円としていた ETF 買い入れ額の目標を削除した。前者は長期金利の上昇を促し株価を押し下げるほどのものではないが、後者は株価が割高な局面において ETF 購入を停止しバブル化リスクを低減する。米国、日本とも、現状の株価は大幅増益見通しを考慮しても予想 PER でみて 1 割程度の割高水準にあるとみられるが、これくらいであれば今後の景気回復によって、近い将来に正当化されるため大幅な調整には至らないであろう。つまり、今後再び株価が大幅に上昇しなければ、バブルにもならず、バブル崩壊にも至らないと考えられる。

米中摩擦はいよいよ第 2 ラウンドへ

③米中摩擦の行方に関しては、バイデン政権のサキ報道官が 1 月 25 日の記者会見で、中国政策について「対応は過去数か月と同じ」とし、トランプ政権の強硬路線を基本的に維持する方針を示している。ただ、「新たな方針」として同盟国との協調を重視するともしている。また、トランプ政権のような目先の利益を狙った安易な譲歩（ディール）をせず、「戦略的な忍耐」を持って挑むとした。平たく言えば、日欧などの同盟国と包囲網を形成、香港やウイグルなどの人権問題や、南シナ海や東シナ海の安全保障問題に関して、まずは中国側の対応を求めるスタンスである。対する中国は、こうした動きに強い抵抗感を示し、3 月 18～19 日に米アラスカ州で行われた米中外交トップ会談は、双方が非難の応酬で始まったと報じられている。一部で期待されていたような、バイデン政権下での米中関係はトランプ政権よりも穏便なものとなるという見方は、現時点では裏

切られた状況にある。

通商面では、3月17日に上院で承認されたキャサリン・タイ次期 USTR（米通商代表部）代表が、中国を「米国が世界的課題に取り組む上で協力を必要とするライバルであり、パートナー」としていたことから、協調関係を期待させたが、その一方で、昨年1月の米中貿易交渉第一段階の合意については「中国は約束を守る必要がある」とし、対中追加関税を直ぐには変更しない姿勢を示しており、企画的には強硬路線を踏襲するとみられる。

また、バイデン大統領は2月24日、中国を念頭に①半導体、②高容量電池、③医薬品、④重要鉱物（レアアース等）のサプライチェーン見直しを求める大統領令に署名、戦略的分野において中国依存を引き下げる具体策を打ち出すなど、範囲を限定しつつも所謂デカップリングを進めつつある。一方の中国も、「双循環」政策の下でサプライチェーンを自国内で完結する方針である。米中摩擦は、双方が相互に依存しないための具体策を実行する段階に入ったと言えよう。

米国の政治的混乱は回避、中国債務問題や ASEAN 外交は引き続き懸案事項

④米国の政治的混乱については、昨年12月時点では継続を見込んでいた「ねじれ議会」が解消できたこと、バイデン政権発足後もトランプ弾劾裁判は思いのほか混乱もなく終了したこと、追加経済対策で懸念された民主党内の対立もなかったことから、今のところリスクの顕在化には至っていない。

⑤中国の過剰債務問題は、いよいよ取り組みが本格化する段階にあり、今後の影響が懸念される。3月5～11日に開催された全人代の冒頭で実施された政府活動報告では、緩和的な金融政策を維持するものの資金供給を経済実態に応じた水準へ修正する方針が示されており、マクロ的に過剰気味の資金供給、具体的にはマネーサプライの伸びを名目 GDP 成長率程度に抑制していく模様である。それに伴い今後は、一部報道⁵にもあるように、既に債務過多によって経営が行き詰まりつつある企業の整理・再編や再建策の具体化が進む見込みである。

⑥ASEAN のバランス外交崩壊リスクについても、今後大きなテーマとなり得よう。ASEAN 諸国にとっては、米中対立の再燃を受けて、両国とどのような距離感で付き合うべきか、いよいよ厳しい選択を迫られることになる。中国にワクチン外交に対しては、3月12日の日米印豪（クワッド）首脳会合においてインドのワクチン生産支援が決まるなど、今後、双方のせめぎ合いは一層激しくなる。当面は、ミャンマーを巡る米中の対応と、それに対する ASEAN 内での議論が注目される。

東京五輪は海外客受け入れ断念の方向、インドの孤立は回避

日本経済にとっての注目点は、⑦東京五輪の縮小・中止の可能性である。現時点では、IOC（国際オリンピック委員会）のバッハ会長が開催の方針を維持しており、中止の可能性は高まっていない。しかしながら、世界的なコロナ感染再拡大と国内の感染状況を踏まえ、日本側で海外からの観戦客について受け入れを見送る方向で検討が進められている。仮に海外客の穴を国内客で埋めたとすれば、直接的な五輪関連消費の落ち込みは避けられるものの、大部分の海外客に見込まれる観光需要は期待できない。五輪に関わらず海外からの観光客の受け入れ自体が慎重になるため、インバウンド需要の回復が遅れ、日本経済の回復ペースが従来の見込みよりも遅れる可能性が高まりつつある。

⑧インドの孤立とは、国境を巡る紛争など中国との関係が悪化する中で、モディ政権のイスラム教徒に対

⁵ 2021年3月9日付日経新聞「中国、過剰債務企業を整理 6社の負債総額30兆円」。

する強硬姿勢が米国の対インド政策に影響を与えることを懸念したものであるが、現時点では安全保障の面で中国に対する警戒感から、米国、日本、欧州ともインド太平洋地域を重視する動きを強めており、孤立の動きはない。

新興国リスクは依然として残存

⑨新興国のリスクとしては、まず、コロナ・ワクチン普及の遅れが挙げられる。米デューク大学の調べによると、交渉中を含めたコロナ・ワクチンの確保状況は、先進国においては総じて人口の2倍以上、すなわち多くのワクチンが一人2回としても全人口分を上回る量を確保していることに対して、新興国ではASEAN主要5か国でも人口の6割強、集団免疫獲得の目安とされる60～70%に達しようとして届く程度であり、ワクチン確保が遅れている。ユニセフはCOVAXという仕組みで新興国のワクチン普及を支援しており、不足はある程度補われるとみられるが、先進国に比べ新興国でワクチン接種が遅れることは間違いない。

主要国のコロナ・ワクチン確保状況（3/1時点）

	契約済		交渉中	合計		人口
	(百万回)	人口比(%)		(百万回)	人口比(%)	
米国	1,210	369.9	1,200	2,410	736.8	327
EU	1,835	410.7	990	2,825	632.2	447
日本	314	246.9	0	314	246.9	127
中国	100	7.0	0	100	7.0	1,436
ASEAN5	481	84.2	259	739	129.5	571
インド	191	14.1	994	1,184	87.5	1,353
アフリカ	670	52.5	300	970	76.0	1,276
COVAX	1,120		2,000	3,120		

(出所) 米デューク大学、WHO

一部の新興国通貨の下落も依然として懸念材料である。米国経済の力強い回復力を背景に為替市場では米ドルが多くの通貨に対して上昇しており、その裏返しとして新興国通貨の対ドル相場は下落圧力が強まっている。2021年初からの下落が目立つのはブラジル・レアル（3月18日時点で▲6.3%）であり、インドネシア・ルピア（▲2.6%）やマレーシア・リンギ（▲2.5%）、メキシコ・ペソ（▲2.5%）も比較的大きく下落している。トルコ・リラ（▲1.6%）はこれらの通貨に比べ小幅な落ち込みにとどまっているが、2020年通年で19%下落した後であり下げ止まっていないという評価となろう。上記の通り、新興国の多くでワクチン普及の遅れから米国をはじめとする先進国に比べ景気回復が遅れる可能性が高く、新興国の中でも経済正常化のスピードに差が生じよう。出遅れが目立つ国の通貨は選択的に売られやすくなる点に留意が必要である。

デモについては、ミャンマーでの想定外のクーデター発生が、タイにおける憲法改正議論の進捗を受けた反体制デモ再燃のきっかけになる可能性に留意したい。

ドル実効相場の推移（名目、1997年1月=100）



(出所) Federal Reserve Board