

COVID-19という 雑音との共生

- 簡易版レポート

Allianz Research

Global Economic Outlook
September 2020



何が変わったか次は何が起きるか(1/2)

	予想通りであった点	予想外であった点	今後の展開(2021年以降)
COVID-19防疫規制	感染流行第2波を受けた防疫規制の強化と局所的なロックダウン(都市封鎖)の実施。	集中治療が必要な症例の増加ペースが緩やかなため、今後の感染拡大の波は第1波より抑制しやすいか。	各国政府の「 徐行運転 」(ストップ・アンド・ゴー)アプローチ。 ワクチンは2021年9月に実用化の見込みだが、キャンペーンに6ヶ月要する。正常化は2022年。
経済活動	各国経済の開放度合いや、サービス産業への依存度は低下しているが、短期的な需要刺激策が奏功し、 経済活動は加速 。	小売売上高、住宅市場、輸出 に予想を上回るキャッチアップ効果。	次の要因のために景気回復のテンポに格差が出る。(1)構造の違い(製造業ほど回復が早い見込み)、(2)景気刺激策(需給)の内訳と実行のスピード、(3)国ごと、对各セクターごとでの信頼の違い。
世界の景況感と政治リスク	失業や経済状況に対する不安が高まり、 消費者マインドは低下 、貯蓄超過も高水準。	ファンダメンタルは依然として弱いが、 企業マインドは急速に改善中 。英国のハード・ブレグジット(EUからの強硬離脱)の可能性が45%に達し、政治の先行きが不透明に。	今後の財政刺激策は、各国の政治日程(2020年に米国選挙と英国のEU離脱、2021年にドイツとオランダの総選挙、2022年にフランス総選挙)を経て具体化されていく。家計向けには今後も所得再分配政策が実施される。
投資サイクル	製造業への投資 は(1)コロナ危機が解決されず(解決のめども立たない)、(2) 需要の不確実性が高い限り、加速することはない 。	製造業の景況感 は、予想を上回るキャッチアップ効果を背景に、 夏場に大幅に改善 。住宅投資の回復も予想を上回った。	投資はK字型回復の見込 。特に製造業への投資は、景況感改善と景気刺激策の実現に伴い、 2021年後半に目に見えて加速 。
世界貿易、保護主義、グローバルリゼーション	サービスの回復はモノの回復に後れる。米中貿易摩擦は収拾したが、「 技術 」冷戦が 継続 。	モノの取引が夏場に予想を上回る回復を示した(現在は昨年8月より3%減)	完全な脱グローバル化はない 。一部がリショアリング(自国への回帰)、多くは多様化戦略(マルチショアリング)。モノの取引は2022年に、サービスの取引は2023年にそれぞれ危機前の水準に戻る。

何が変わったか次に何が起こるか (2/2)

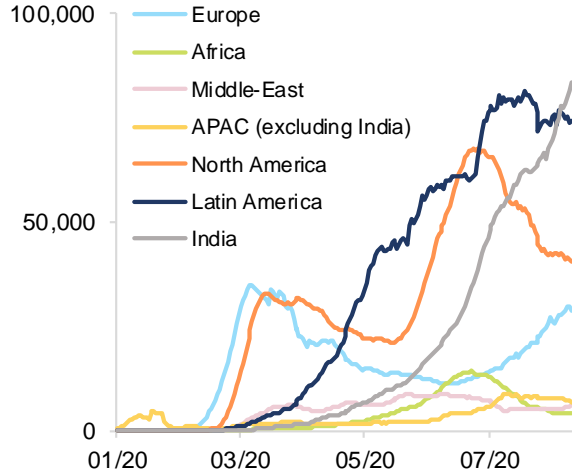
	予想通りであった点	予想外であった点	今後の展開(2021年以降)
世界の価格動向	<p>一時的要因(減税、夏の販売セール延期)、負の生産ギャップ、マネー・サプライの流通速度低下を受けて、ディスインフレ圧力が確認(*1)された。</p> <p>(*1)インフレが進行する中で、金融引締め等により、物価上昇ペースが鈍化する経済状態</p>	<p>金価格が夏場に過去最高値を更新。これはスタグフレーションに対する懸念の高まりを示唆している。実際には市場は長期的なインフレ見通し(債券価格のスタグフレーション)について、態度を決めかねている。</p>	<p>2020年の予想インフレ率はユーロ圏が+0.3%、米国が+1.1%。2021年は段階的なリフレーションを予想(ユーロ圏が+0.9%、米国が+1.6%)。2022年から米国で2%を超えるインフレ。新興市場では2021年末からインフレ圧力が上昇。原油価格は2021年に1バーレル当たり51ドルへ上昇。</p>
金融政策	<p>世界の流動性は夏場に記録的な高水準に達したが、民間部門に(景気)信頼感がなく、効果波及が効率的でない。</p>	<p>FRBが新たな金融政策目標を導入(一時的なインフレ率の上限突破を容認し、失業率が4.0-5.0%に低下するまで正常化はなし)。</p>	<p>FRBの量的緩和(QE)は2022年後半に縮小。2023年第3四半期までFRBの利上げはない。欧州中央銀行は2020年12月に5,000億ユーロの量的緩和を発表する見込み。英国中央銀行は2021年に量的緩和の規模を1,000億ポンド拡大する見込み。</p>
財政政策	<p>欧州を中心に大規模な第2次財政出動が発表され、合わせて救済措置が縮小された。</p>	<p>景気刺激策の規模の点で一部の国に後れ(スペイン、イタリア、英国)。米国の「財政の崖」のリスクが高まる。</p>	<p>各国にとって、景気刺激策の規模と支出日程が重要。供給重視は、危機前の水準に戻るまで時間がかかる。債務の持続可能性に対する懸念が高まる中、財政健全化の取り組みが新興市場で2022年に開始。</p>
通貨・資本の新興市場へのフロー	<p>夏場には、欧州通貨の下落幅が縮小した。マイナス実質金利は引き続きリスク選好要因。引き続き、弱い新興市場(トルコ、南アフリカ)をウォッチ。</p>	<p>ユーロが予想を上回った。</p>	<p>2021年は緩やかなドル安(-2.5%、1ユーロ=1.22)、その後+3%上昇(2022年末1ユーロ=1.18)を予想。ドル安の間は新興市場に資本が流入する。</p>
金融市場	<p>もう一段落ち込んでから回復。</p>	<p>株式市場にテクノロジーセクター主導での調整の動き(極端なオプション取引のポジション調整)。</p>	<p>株価評価が極端なため、引き続き株式市場と社債市場に圧力。国債市場は引き続き低調。</p>

世界経済の見通し： 不確実性との共存



COVID-19: ウィルスとの共存、「徐行運転」戦略

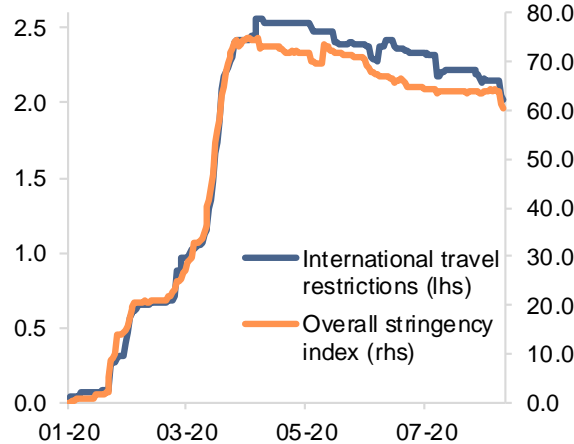
1日当たりCOVID-19新規感染者数



Sources: John Hopkins University, Allianz Research

防疫規制を緩和した国々で感染流行の波が再び拡大しています。これは欧州、アフリカ、中南米へと続くでしょう。アジア太平洋地域は引き続き落ち着いているでしょう。

グローバル・ストリンジェンシー指数
(GDP、旅行サービス輸入額で加重)



Sources: Oxford University, Allianz Research

感染流行の再発によってストップ・アンド・ゴー戦略が推進されます。弊社の予想ではCOVID-19危機は2022年に収束し、それまで海外旅行は規制されるでしょう。

ストリンジェンシー指数

100=最大ストリンジェンシー/ロックダウン、
0=ディスタシングなし

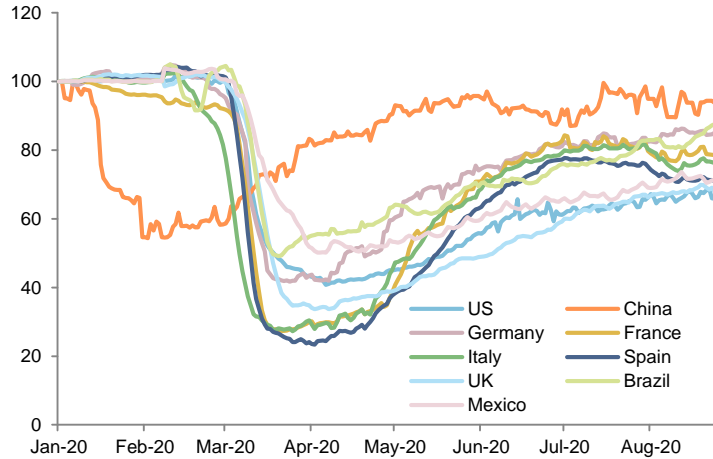
- 2020年第3四半期～2021年第4四半期の期間に公衆衛生上の「正常化」はありませんが、次の二通りを交互に実施するディスタシング措置（対人距離の確保）のストップ・アンド・ゴー戦略が実施されるでしょう。
 - 感染症例が増えるたびに、対象を限定したロックダウン（スペイン、イスラエル）か、より厳格なディスタシング措置（英国、フランス、米国など）の実施
 - 症例数（の増加）が再び落ち着くと措置を緩和

防疫規制の厳格化と緩和が交互に実施されるため、経済活動も一時中断しては再開、を繰り返すでしょう。

- 2021年末まで多くの国のストリンジェンシー指数は10から20で推移するでしょう。これはコロナ危機開始当初と同じ水準です。
- その後、6か月に渡るワクチン接種キャンペーンが2021年第4四半期に始まり、同指数は2022年第1四半期末までには0へ戻るでしょう。

COVID-19トワイライト・ゾーン: 国ごとに格差はあるが、 総じて横ばい

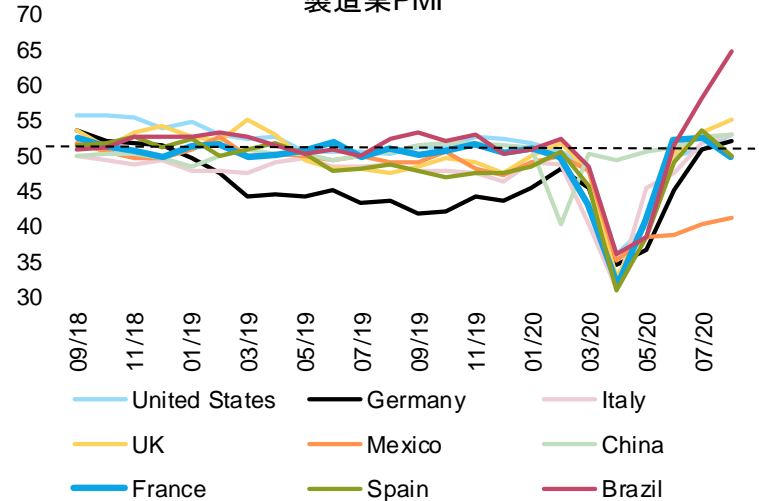
1日当たり活動量(移動、雇用、小売)



Sources: Bloomberg, Allianz Research

1日当たり活動量は多くの国で回復し、ここにきて頭打ちとなっていますが、スペインでは流れが変わり始めています。これはストリンジエンシー指数の落ち着きと新たな感染流行とそれぞれ一致しています。

製造業PMI

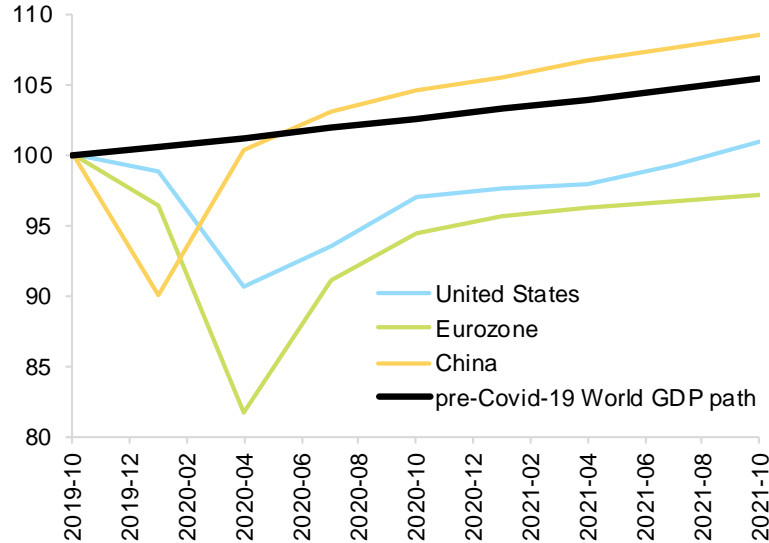


Sources: Markit, Allianz Research

製造業部門の活動期待(景況感)は、夏が終わった後のキャッチアップ効果による現状の水準で高止まりするでしょう。防疫規制が引き締められた国(スペイン、フランス)では、指数が再び収縮領域に戻っています。

予想:最後の1マイルが最難関

実質GDP(2019年第4四半期=100)



Sources: national sources, Allianz Research

中国が引き続き景気回復をリードし、米国は2021年末までにCOVID-19危機前のGDPの水準に戻すでしょう。欧州では、各国の格差が決定的になっても(ドイツとオランダは、スペイン、イタリア、英国より回復が早い)やはり2022年まで出遅れることになるでしょう。

実質GDP成長率の予想(%)

	2017	2018	2019	2020	2021
World GDP growth	3.3	3.1	2.5	-4.7	4.6
United States	2.4	2.9	2.3	-5.3	3.7
Latin America	1.0	1.0	0.1	-7.9	3.3
Brazil	1.3	1.3	1.1	-6.5	2.5
United Kingdom	1.8	1.3	1.5	-11.8	2.5
Eurozone members	2.7	1.9	1.3	-7.9	4.8
Germany	2.8	1.5	0.6	-6.0	3.5
France	2.4	1.8	1.5	-9.8	6.9
Italy	1.7	0.7	0.3	-10.1	4.2
Spain	2.9	2.4	2.0	-11.8	6.4
Russia	1.8	2.5	1.3	-5.1	2.9
Turkey	7.5	3.0	0.9	-4.7	4.0
Asia-Pacific	5.2	4.7	4.2	-1.5	6.2
China	6.9	6.7	6.1	2.0	8.4
Japan	2.2	0.3	0.7	-5.5	2.5
India	7.0	6.1	4.2	-7.2	6.5
Middle East	1.4	0.9	0.3	-7.1	2.3
Saudi Arabia	-0.7	2.4	0.3	-5.1	2.0
Africa	3.1	2.7	1.9	-4.3	3.4
South Africa	1.4	0.8	0.3	-8.2	2.7

* Weights in global GDP at market price, 2019

NB: fiscal year for India

Sources: national sources, Allianz Research

企業破綻：救済政策の終了に伴い、2021年末までに31%増加



企業倒産件数と今後の予想
(主要国)

	2020			Forecasts				
	Last point	3m y/y	Ytd y/y	2020	2021	2020 y/y	2021 y/y	2021/2019
U.S.	June	-11%	-3%	31 500	37 500	39%	19%	65%
Canada	July	-26%	-30%	2 850	3 450	4%	21%	26%
Brazil	June	-26%	-16%	3 450	3 800	20%	10%	32%
Germany	June	-9%	-6%	19 350	20 850	3%	8%	11%
France	August	-37%	-36%	46 800	62 000	-9%	32%	21%
United Kingdom	June	-31%	-20%	22 929	30 072	4%	31%	36%
Italy				11 660	14 039	6%	20%	28%
Spain	August	13%	-1%	4 600	5 600	11%	22%	35%
The Netherlands	August	-23%	-7%	4 000	5 000	5%	25%	32%
Russia	June	-25%	-4%	13 800	14 500	18%	5%	23%
Turkey	July	8%	4%	17 200	18 400	22%	7%	31%
Poland	July	32%	3%	1 100	1 210	13%	10%	24%
South Africa	July	-7%	-20%	2 280	2 450	12%	7%	20%
Morocco	June	-87%	-38%	8 861	10 456	5%	18%	24%
China	August	1%	7%	13 500	14 700	14%	9%	24%
Japan	August	1%	0%	8 600	9 400	3%	9%	12%
India	June	-75%	-25%	750	2 100	-60%	180%	11%
Australia	July	-51%	-34%	6 150	7 150	-4%	16%	12%
South Korea	August	-34%	-41%	400	470	-3%	18%	14%
GLOBAL INDEX						10%	19%	31%

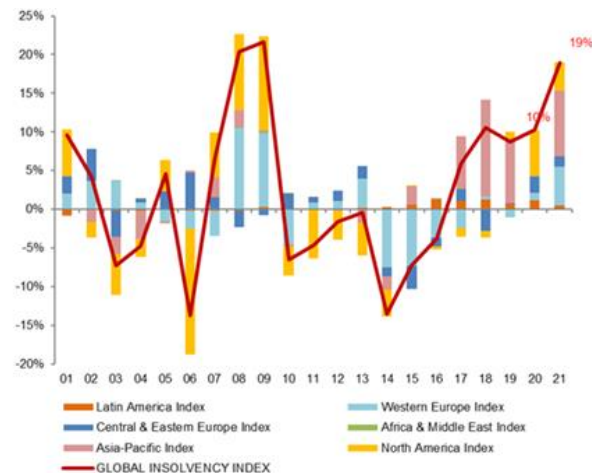
Sources: Euler Hermes, Allianz Research

破産申請件数は、(1)企業の倒産を回避するための政策(2)破産申請前に企業に時間と柔軟性を与えることを目的とした破産制度改正施行、によって、夏場も多くの国で引き続き減少しました。

今後こうした一時的支援政策が段階的に廃止されていくことで、企業倒産が誘発され、2021年末までに世界の企業倒産増加率は31%になると予想されます。



世界の企業倒産増加率予測(前年比、%)、地域別



Sources: Euler Hermes, Allianz Research

一時的要因の終了によって、国によっては第3四半期末～第4四半期にトレンドが反転し、2021年前半には上昇が加速するでしょう。

世界の企業倒産予測指数は2021年末までに31%上昇し、全地域がその上昇に寄与する見込みです。L字型回復となった場合、上昇幅は50～60pp高くなります。

TOP 50 ECONOMIES – GDP FORECASTS

	2009	2019	2020f	2021f
United States	-2,5	2,3	-5,3	3,7
China	9,4	6,1	2,0	8,4
Japan	-5,4	0,7	-5,5	2,5
Germany	-5,6	0,6	-6,0	3,5
India	7,7	4,2	-7,2	6,5
The UK	-4,2	1,5	-11,8	2,5
France	-2,8	1,5	-9,8	6,9
Brazil	-0,1	1,1	-6,5	2,5
Italy	-5,3	0,3	-10,1	4,2
Canada	-2,9	1,7	-6,8	5,9
Russia	-7,9	1,3	-5,1	2,9
South Korea	0,8	2,0	-1,3	3,7
Australia	1,9	1,8	-4,1	3,4
Spain	-3,8	2,0	-11,8	6,4
Mexico	-5,1	-0,3	-10,0	2,0
Indonesia	4,7	5,0	-1,7	6,3
Turkey	-4,8	0,9	-4,7	4,0
Netherlands	-3,7	1,6	-4,5	3,1
Saudi Arabia	-2,1	0,3	-5,1	2,0
Switzerland	-2,2	0,9	-5,0	3,0
Argentina	-5,9	-2,1	-11,0	6,0
Sweden	-4,2	1,3	-4,5	3,0
Poland	2,7	4,1	-4,5	4,2
Belgium	-2,0	1,4	-7,8	4,1
Thailand	-0,7	2,4	-7,3	6,2

	2009	2019	2020f	2021f
Iran	0,9	-7,6	-15,0	3,0
Austria	-2,6	1,6	-7,0	4,0
Norway	-1,3	1,2	-5,5	4,0
The UAE	-5,2	1,7	-6,0	1,5
Nigeria	8,0	2,0	-5,3	2,5
Israel	1,0	3,3	-5,4	3,3
South Africa	-1,5	0,3	-8,2	2,7
Hong Kong	0,0	-1,2	-6,0	4,1
Ireland	-5,1	5,8	-5,0	4,0
Denmark	-4,9	2,4	-5,0	3,8
Singapore	0,1	0,7	-5,4	4,9
Malaysia	-1,6	4,3	-5,7	8,7
Colombia	1,1	3,3	-7,0	5,0
Philippines	1,5	6,1	-5,6	7,8
Pakistan	2,8	1,9	-2,4	2,1
Chile	-1,6	1,0	-6,1	3,4
Finland	-8,1	0,9	-4,0	2,0
Bangladesh	5,0	8,2	1,0	-2,7
Egypt	1,3	5,6	-1,5	3,2
Vietnam	0,0	7,1	3,1	6,9
Portugal	-3,1	2,2	-8,0	6,0
Czechia	-4,5	2,6	-7,1	5,3
Romania	-5,6	4,1	-6,4	4,2
Peru	1,1	2,2	-14,0	11,2
NZ	0,3	2,2	-4,8	4,2

LIVING ON WITH A COVID HUMAN

Allianz Research

Global Economic Outlook September 2020

FORWARD-LOOKING STATEMENTS

The statements contained herein may include prospects, statements of future expectations and other forward-looking statements that are based on management's current views and assumptions and involve known and unknown risks and uncertainties. Actual results, performance or events may differ materially from those expressed or implied in such forward looking statements.

Such deviations may arise due to, without limitation, (i) changes of the general economic conditions and competitive situation, particularly in the Allianz Group's core business and core markets, (ii) performance of financial markets (particularly market volatility, liquidity and credit events), (iii) frequency and severity of insured loss events, including from natural catastrophes, and the development of loss expenses, (iv) mortality and morbidity levels and trends, (v) persistency levels, (vi) particularly in the banking business, the extent of credit defaults, (vii) interest rate levels, (viii) currency exchange rates including the EUR/USD exchange rate, (ix) changes in laws and regulations, including tax regulations, (x) the impact of acquisitions, including related integration issues, and reorganization measures, and (xi) general competitive factors, in each case on a local, regional, national and/or global basis. Many of these factors may be more likely to occur, or more pronounced, as a result of terrorist activities and their consequences.

NO DUTY TO UPDATE

The company assumes no obligation to update any information or forward-looking statement contained herein, save for any information required to be disclosed by law.

ユーラーヘルメス信用保険会社 日本支店
お問合せはこちら: 03-3238-2560

www.eulerhermes.jp

THANK YOU

Allianz Research

Global Economic Outlook
September 2020



© Ekaterina Pokrovsky - stock.adobe.com

