

# 1. 総論

## (1) 概観

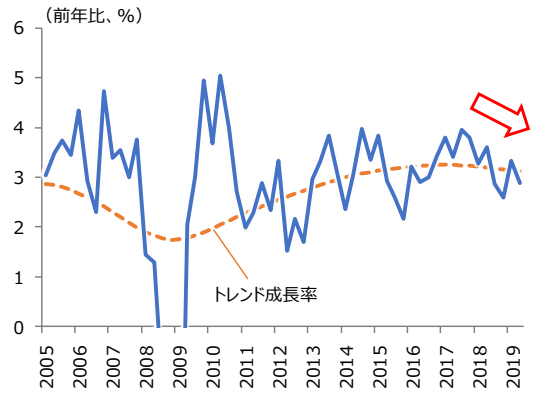
### 貿易・生産の停滞を背景に、世界経済は減速

世界経済は拡大基調を維持しているものの、成長の速度は緩やかに低下している。主要 34 カ国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80%をカバー）は、ならしてみると 17 年半ば以降は減速傾向にある（図表 1-1）。

世界経済の成長減速の背景には、貿易・生産の停滞がある。世界の貿易量は 18 年 11 月以降に失速、世界の生産量も減速が続いている（図表 1-2）。投資面でも、貿易摩擦が本格化し始めた 18 年後半から直接・証券投資の双方で落ち込みがみられており、特に直接投資は、振れがあるものならしてみれば減少基調にある（図表 1-3）。背景には、①米中貿易摩擦、②中国経済の減速、③半導体需要の調整、などがある（詳細は後述）。

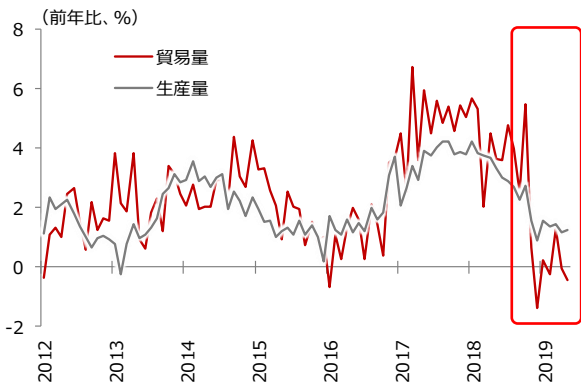
金融市場も極めて不安定な状況にある。二転三転する米中貿易協議を受けて（詳細は後述）、19 年入り後の株価は乱高下を繰り返している。足元では、7 月末の米中協議が不調に終わり、8 月に米国が対中制裁関税第 4 弾の発動を表明すると、株価は大幅に下落。株価の予想変動率の大きさを示す VIX 指数も急上昇している。

図表 1-1 世界の実質 GDP 成長率



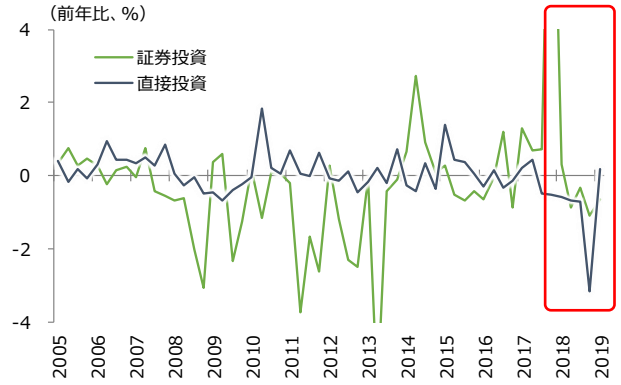
注：実質 GDP 成長率（後方 2 四半期移動平均）をドル建て名目 GDP ウェイトで加重平均。米国、ユーロ圏、日本、英国、中国、台湾、韓国、シンガポール、香港、ASEAN5、インド、ブラジルの 34 カ国の合計。  
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 世界の貿易量・生産量



出所：オランダ経済政策分析局より三菱総合研究所作成

図表 1-3 世界の直接・証券投資



出所：IMF Data より三菱総合研究所作成

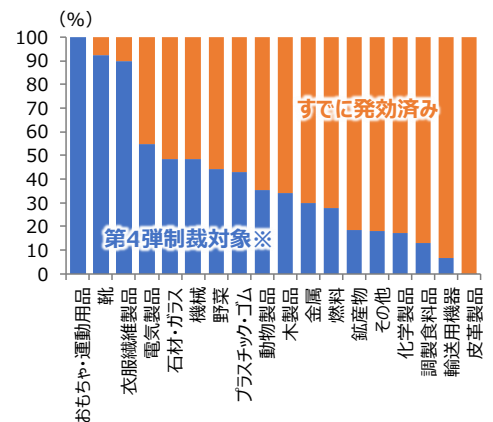
### 米中貿易協議再開も、対中制裁関税第 4 弾の実施を表明

19 年 6 月、G20 で行われた米中首脳会談では、貿易協議の再開が合意されたほか、米国は①対中制裁第 4 弾（発動済みの対中制裁に含まれていない残りの中国製品（約 3,000 億ドル相当）への関税引き上げ）の発動見送り、②5 月に発動された中国ファーウェイ社に対する禁輸措置の一部緩和も併せて発表した。

しかしその後、7 月末に再開された米中協議が不調に終わると、G20 で表明した第 4 弾の発動見送りをわずか 2 カ月で覆し、9 月 1 日から関税率 10%で発動すると表明。加えて、中国が意図的に人民元安を誘導したとして 94 年以来となる為替操作国への認定を行い、米国は中国への圧力を一段と強めている。対する中国も米国農産品の購入見合わせを表明しており、両者の対立は、一段と激化している。

米中協議自体は継続されるとみられ、G20 の時のように今後の協議の展開次第では発動が見送られる可能性も残されているが、現時点では第 4 弾（関税率 10%）の発動が現実味を増している。第 4 弾では、携帯電話やパナコ

図表 1-4 品目別の対中制裁対象割合



注：医薬品やレアアースは除外される。

出所：ピーターソン国際経済研究所より三菱総合研究所作成

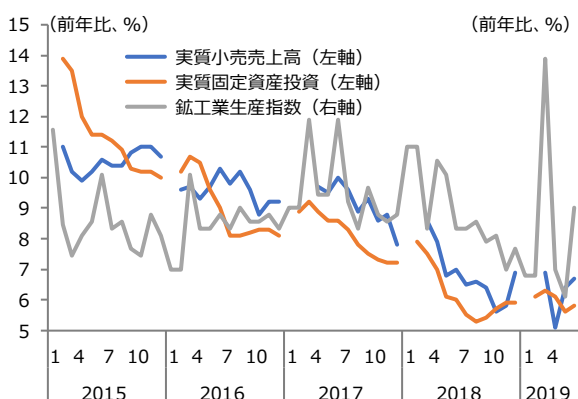
ン、衣料品、おもちゃなどの消費者向け製品も対象となっており（図表 1-4）、発動されれば、米国消費の一段の減速は避けられないだろう。

## 中国経済は一部指標に持ち直しも、成長減速が続く

中国の19年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+6.2%と、1-3月期の同+6.4%から減速した。四半期ベースのGDPが公表されている92年以降で最低の水準だ。19年の政府目標である「6.0%~6.5%」のレンジ内ではあるが、減速が続いている。直近の月次指標をみると一部指標に持ち直しの動きもみられるが、全体としては減速している。鉱工業生産は、19年3月に前年比+8.5%と約4年半ぶりとなる高い伸びを記録したほか、6月も同+6.3%と高めの伸びをみせた（図表 1-5）。一方、投資は4-6月期に再び減速したほか、消費も排ガス規制適用前の駆け込み需要を除くと減速基調にある（詳細は中国経済 P.26）。

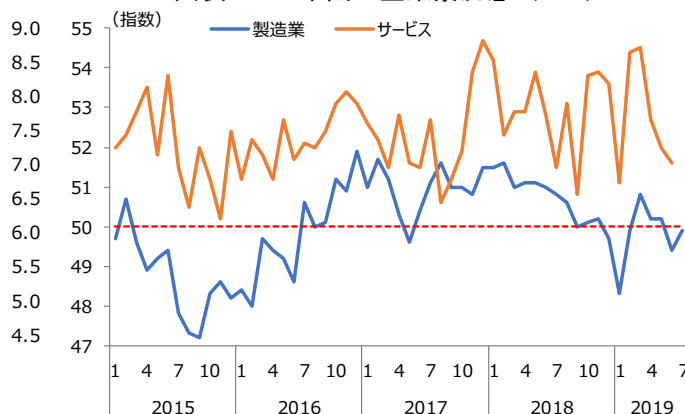
こうした状況を踏まえ、中国企業の景況感も19年第2四半期以降悪化が続く（図表 1-6）。特に製造業PMIは、好不況の判断の境目となる50を下回っており、民間企業の投資活動などへの悪影響も懸念される。民間企業の固定資産投資の伸びは、19年入り後に低水準で推移しており、今後も米中貿易摩擦を主因として先行き不透明感な状況が続けばさらなる減速も視野に入る。

図表 1-5 中国の小売、投資、生産



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-6 中国の企業景況感 (PMI)

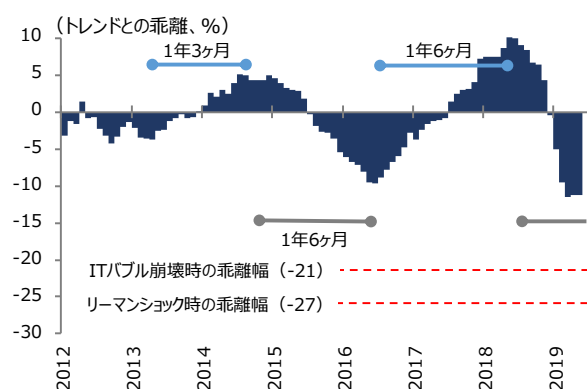


出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

## 半導体需要の調整が続く、米国の中国ハイテク製品排除で調整長期化も

世界の半導体需要は調整局面が続いている。トレンドを除去した循環的な半導体需要の変動（シリコンサイクル）は、18年半ばにピークアウトし、足もとでは調整局面にある（図表 1-7）。背景には、①スマートフォン需要の減少（買い替えサイクルの長期化などにより世界シェアの3割程度を占める中国市場が不振）、②自動車販売台数の減少による車載電子部品の需要減、③世界的な成長減速による企業の設備投資姿勢の慎重化、などが挙げられる。

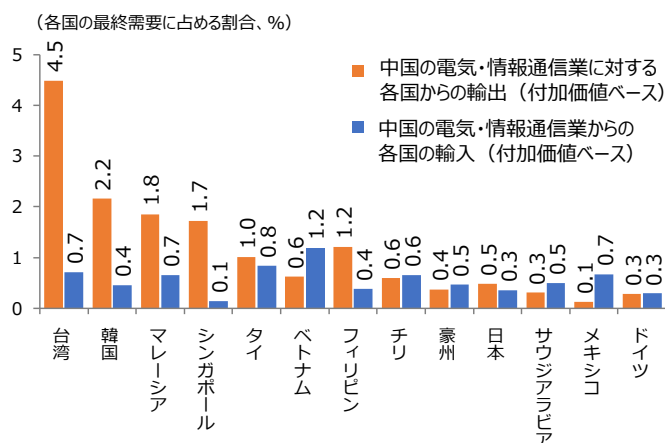
図表 1-7 半導体世界売上高（実質）のトレンドからの乖離幅



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。

出所：Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-8 中国ハイテク製品排除による影響



注：2015年データ。分母は各国の最終需要、分子は中国の電気・情報通信業に対する付加価値の輸出入。

出所：OECD「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

過去のシリコンサイクルの山から谷までの平均的な期間をみるとおおむね1年半前後であり、通常のサイクルであれば、19年末から20年前半にはボトムアウトする可能性が高いが、中国経済の減速度合い、米国による中国ハイテク企業への制裁などの状況次第では、調整局面が長期化するリスクもある。中国ファーウェイ社に対する禁輸措置は一部緩和されたが、米国輸出管理改革法（ECRA）に基づき、中国ハイテク企業に対する同様の措置が講じられる可能性は否定できない。中国ハイテク企業との取引停止による各国経済への影響は、台湾や韓国などが大きく（図表1-8）、アジア経済の下振れ要因となる。

## (2) 内外経済の見通し

### 海外経済は19年、20年ともに低めの成長

世界経済の実質 GDP 成長率は、18年の前年比+3.5%から減速し、19年、20年ともに同+3.0%程度と低めの成長を見込む。主な予測の前提は図表1-9参照。

米国は、堅調な雇用・所得環境は続くものの、米中貿易摩擦の影響が段階的に顕在化し、消費や投資、輸出の重しとなることから、20年にかけて成長減速を見込む。18年の3%近い高成長から減速し、19年は前年比+2.2%、20年は同+1.9%と予測する。

ユーロ圏は、英国の合意なき EU 離脱による景気下振れの可能性が高まるなか、世界経済減速による輸出・生産の悪化、雇用・所得環境の改善ペース鈍化による消費の減速が予想される。19年、20年ともに、前年比+1%台前半の低い成長にとどまると予測する。

新興国は、米中経済の減速、半導体需要の調整など輸出環境の悪化を背景に、成長減速を見込む。中国は、政府による追加的な景気下支え策が一定の効果を示すとみられるが、内需の減速や米中貿易摩擦の激化などを主因とする先行き不透明感の拡大により、成長減速は避けられない。19年は前年比+6.1%、20年は同+6.0%と予測する。

### 日本経済も外需環境の悪化と消費税増税により成長減速

日本経済は、19年度は、米中経済の減速や半導体需要の調整を背景に輸出は減少が予想される一方、堅調な雇用・所得環境による内需の堅調が見込まれ、前年比+0.8%と潜在成長率並みの成長を予測する。消費税増税による景気の振れは過去の増税時に比べて小幅にとどまる見込み。20年度は、半導体需要の調整一巡により輸出・生産の持ち直しが見込まれるものの、年度後半にかけて増税対策の効果剥落が予想されることから内需の伸びが鈍化し、同+0.5%と減速を予測する。

## (3) 世界経済のリスク要因

世界経済は、19年、20年ともに前年比+3%程度のやや低めの成長が続くと予測するが、成長率が大幅に下振れるリスクもはらむ。主要国の景気後退確率をみると、18年半ば以降に上昇傾向にあり、直近では主要国平均で25%程度となっている（図表1-10）。世界 GDP の6割を占める米中歐経済が同時に失速すれば、世界経済へのインパクトは大きい。

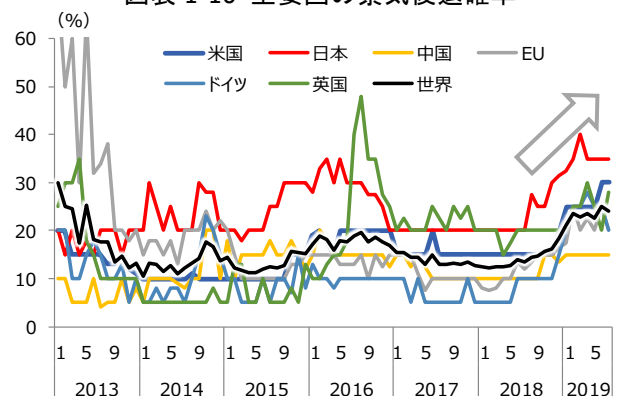
世界経済の下振れ要因として注意を払うべきは、地政学リスクの高まり（イラン、北朝鮮、トルコなど）に加え、①米中分断の深刻化、②金融危機への発展、③中国経済の信用収縮、の3つである。

図表 1-9 予測の前提

- **米中貿易摩擦**：米国による対中制裁関税は第3弾（2,000億ドル分、25%）までを継続、中国も第3弾までの対抗措置を継続
- **英国の EU 離脱**：19年10月末に合意なし離脱、英国—EU間の新たな貿易協定の締結は21年以降
- **米国金融政策**：政策金利は19年7月に引き下げた後、20年末まで据置き。資産規模の圧縮は19年7月に終了

出所：三菱総合研究所

図表 1-10 主要国の景気後退確率



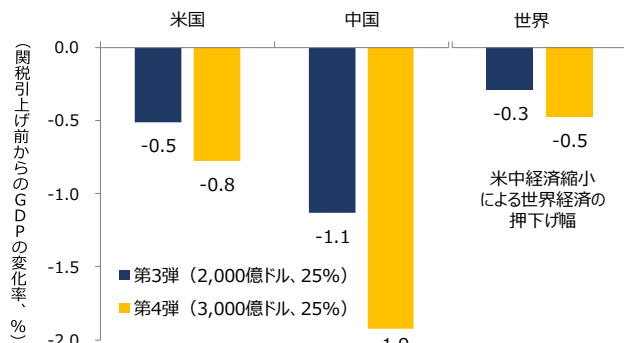
注：1年以内に景気後退に陥る確率に関するエコノミスト等の回答を集計したもの。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

## ① 米中分断の深刻化

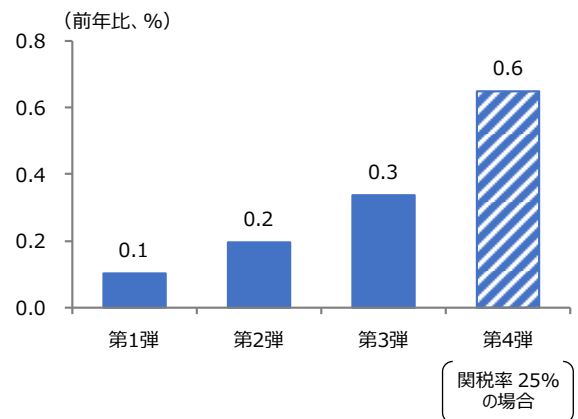
トランプ大統領が対中制裁関税第4弾の実施（関税率10%）を表明したことで、G20における米中首脳会談を経て生まれた米中協議妥結への機運はかき消された。9月に対中制裁関税の第4弾（関税率10%）が発動され、さらに関税率が25%まで引き上げられれば、最大で米国の実質GDPは▲0.8%p、中国は▲1.9%p、世界経済は▲0.5%p下振れする可能性がある（図表1-11）。前述のとおり、残りの3,000億ドル分の中には、携帯電話やパソコンをはじめ消費財が多く含まれており、直接的に消費者の負担となる。第1弾から第4弾までの関税引き上げによる米国消費者物価の押し上げ幅（当社試算）は+0.6%pとなる（図表1-12）。

図表 1-11 米中関税引き上げの経済影響



注：シナリオの関税前提は、いずれも米国が鉄鋼・アルミと500億ドル（25%）に制裁関税、中国が500億ドル（25%）に対抗関税までは共通とする。加えて、第3弾シナリオは、米国が2,000億ドル（25%）、中国が600億ドル（25%）。第4弾シナリオは、米国が2,000億ドル（25%）+3,000億ドル（25%）、中国が600億ドル（100%）。  
出所：GTAPモデルを用いて三菱総合研究所作成

図表 1-12 関税上昇による米国の消費者物価押し上げ効果



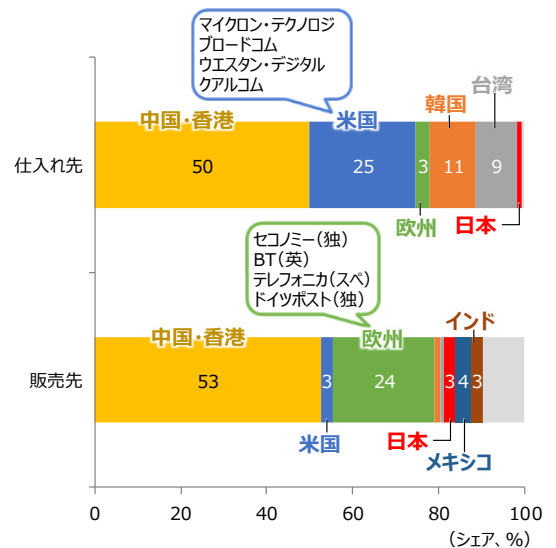
出所：関税引き上げ対象品目はPIIE、貿易額は米センサス局「USA Trade Online」、BEA「Input-Output Accounts Data」より三菱総合研究所作成

関税以外の分野での米中対立も激化していく可能性が高い。米国は、①海外からの米国企業買収など投資による技術流出を防ぐことを目的とした外国投資リスク審査近代化法（FIRMA）、②米国製品の輸出による技術流出を防ぐことを目的とした輸出管理改革法（ECRA）を通じて、非関税分野での規制も強めている。前述のとおり、中国ハイテク製品排除の動きが強まれば、サプライチェーン上の結びつきの深いアジア各国の下振れ要因となるほか、中国ハイテク企業の輸入調達先としてウェイトの大きい米国や、同企業の輸出販売先としてウェイトの大きい欧州にも影響が及ぶ（図表1-13）。

加えて、中国で検討中とされる非関税分野での報復措置にも注意が必要だ。これは、米国の取引停止措置に基づいて中国ハイテク企業との取引を停止した外国企業を念頭に、「非商業目的で中国企業への供給を妨げたり停止したり」した場合、他の中国企業との取引も制限される可能性があるものだ。この中国版エンティティリスト（取引停止リスト）が現実になった場合、外国企業は米国か中国か踏み絵を踏まされるリスクに直面する。

こうした関税・非関税分野での米中間の対立激化は、米中間の貿易や投資の分断を招き、金融市場やサプライチェーンを通じて世界経済の下振れ要因となる。

図表 1-13 ファーウェイ社の国別取引先



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

## ② 金融危機への発展

トランプ大統領による対中制裁関税第4弾の表明などを受けて、投資家のリスク回避度は高まっており、チャイナショック時に近い水準に達しつつある（図表 1-14）。今後、非関税分野や為替も含めた米中対立の一段の激化が、米中経済の大幅な減速や人民元の急落を伴う消耗戦に発展する可能性は否定できない。地政学的にも、イラン、北朝鮮、トルコ、ベネズエラ、香港などで緊張が高まっており、軍事衝突に発展する可能性もある。こうした複数の要素が重なった場合、市場では株式などのリスク資産から資金を引き揚げる動きが一段と強まり、金融危機に発展するリスクがある。

金融市場の安定性を測るため、リスク資産である株式の保有主体比率を用いて指数化した（図表 1-15）。日米ともに「不安定な保有主体」による株式保有比率が上昇している。不安定な保有主体とは、不況になると株式を売却しやすい保有主体であり、一般には金融機関や家計などを指す。日米ともに同比率が過去平均に比べて既に高水準にあり、米中対立の本格化などのリスクが顕在化した場合、株式を中心に資産価格が大きく調整される可能性もある。

こうしたリスク資産からの資金流出は、国際金融市場を通じて新興国へも波及する。金融市場では米国利下げ観測の高まりなどが支えとなり、新興国へも再び資金が流入しつつあるが、それが逆流すれば新興国経済にも下振れ要因となる。

図表 1-14 リスク回避度指数（MRI-RA Index）

（2000年1月=100）

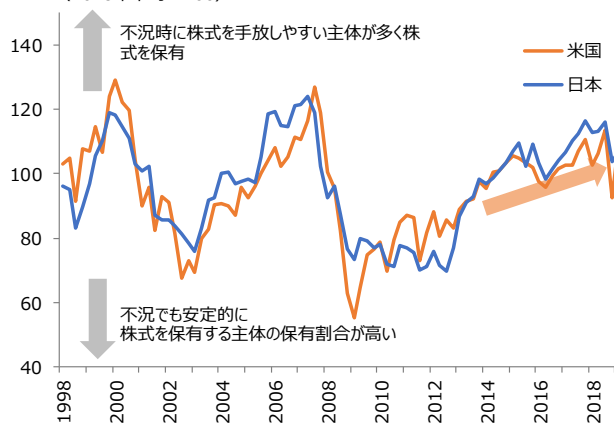


注：①新興国株式、②先進国株式、③商品、④新興国為替、⑤新興国債券、⑥先進国為替、⑦先進国債券の価格変動（前週差）を標準化し、⑥、⑦の平均変化率から①～⑤の平均変化率を引いたものをMRI-RA Index の変化分として作成。直近は19年8月6日。

出所：三菱総合研究所作成

図表 1-15 日米金融市場の保有主体の安定性

（2018年平均=100）



注：株式の保有者ごとにボラティリティを計算し、景気変動などにより保有／売却しやすい主体が金融商品を保有している割合が高まったときに指数が大きくなるよう指数化。14年平均を100とした。

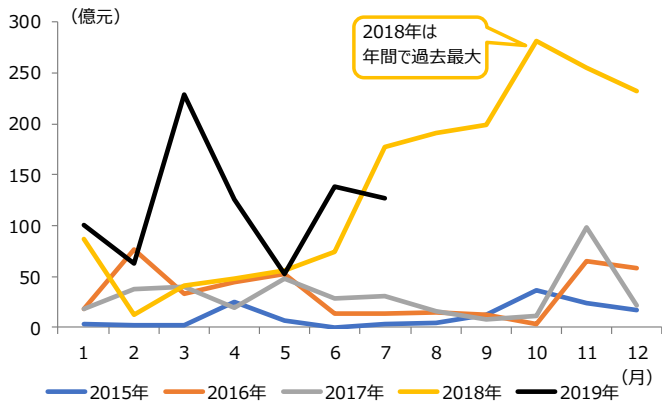
出所：資金循環統計（日本銀行）および Financial Accounts of the United States（FRB）より三菱総合研究所作成

### ③ 中国経済の信用収縮

中国は、米国との通商対立に加え、国内の信用収縮に伴う成長の急減速という火種も抱える。企業・家計債務の対 GDP 比は、未だ非常に高い水準にある。企業・家計の双方とも懸念が高まるが、特に直近でデフォルトが増加している企業債務に注目が集まる。19年1-7月の社債のデフォルト累積額は836億元となった。過去最大のデフォルト額となった18年と比べても1-7月までの累計で上回っている (図表 1-16)。今後経済の減速がさらに顕著になれば、デフォルト額はさらに増加することも想定される。また対 GDP 比での家計債務も拡大を続けている。19年6月の住宅価格は同5月よりも伸びが鈍化したものの、前年比で+10.3%の上昇となり、不動産価格の上昇は依然家計を圧迫している。

中国政府には、不動産価格の急変動や不良債権の拡大を抑えつつ民営企業等への資金供給を拡大させる、という非常に難易度の高い金融政策のかじ取りが求められている。政策運営を誤り、信用収縮を招けば、20年にかけて中国の実質成長率は6%を大きく割り込んで失速し、失業の増加や政治に対する国民の不満の増加につながりかねない。

図表 1-16 中国の社債のデフォルト額（月別）



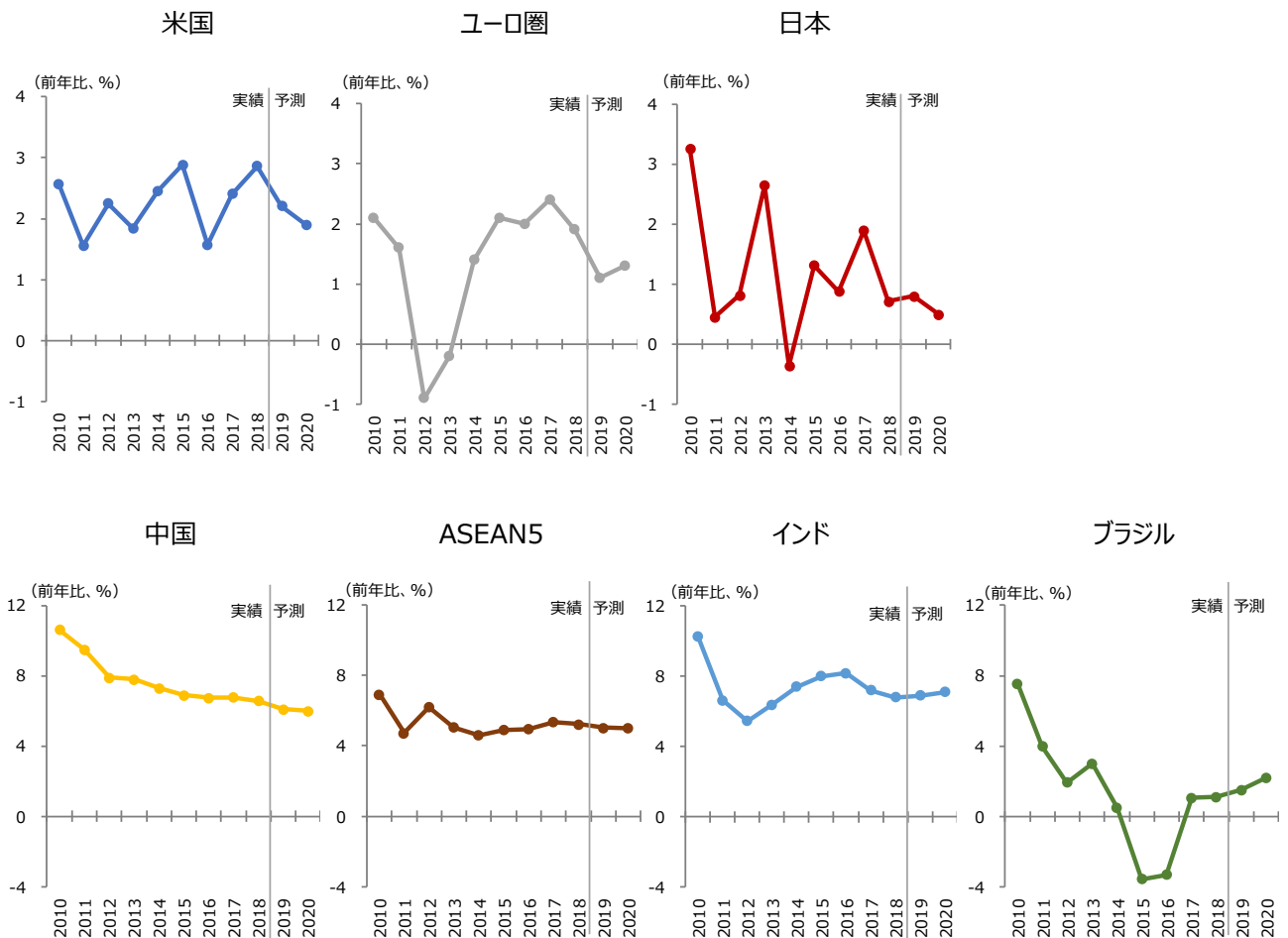
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 1-17 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比、%) □ : 予測	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
米国	2.4	2.9	2.2	1.9
ユーロ圏	2.4	1.9	1.1	1.3
日本 (年度)	1.9	0.7	0.8	0.5
中国	6.8	6.6	6.1	6.0
ASEAN5	5.4	5.2	5.0	5.0
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.1
マレーシア	5.7	4.7	4.5	4.5
フィリピン	6.7	6.2	6.1	6.1
タイ	4.0	4.1	3.8	3.7
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5
インド (年度)	7.2	6.8	6.9	7.1
ブラジル	1.1	1.1	1.5	2.2
<b>世界平均</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>

注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。世界平均は、上記掲載国の成長率を名目 GDP ウェイトで加重平均した成長率。

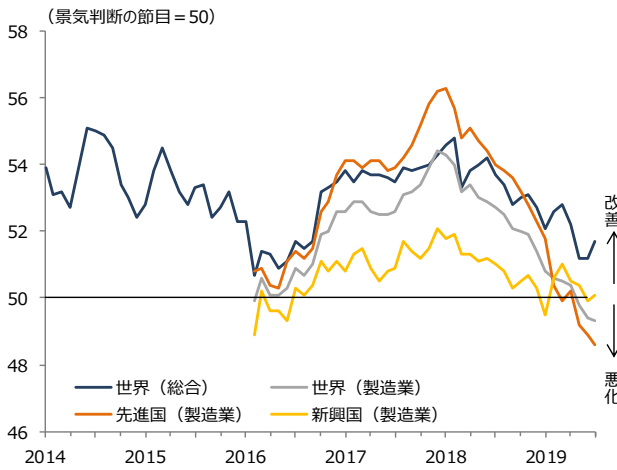
出所：実績は米国商務省、Eurostat、IMF、CEIC 等、予測は三菱総合研究所



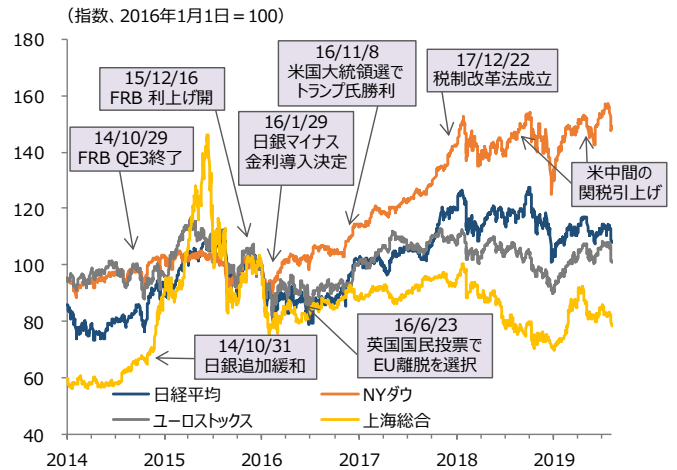
注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。  
出所：実績は米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所

# 世界経済・金融市場の動向

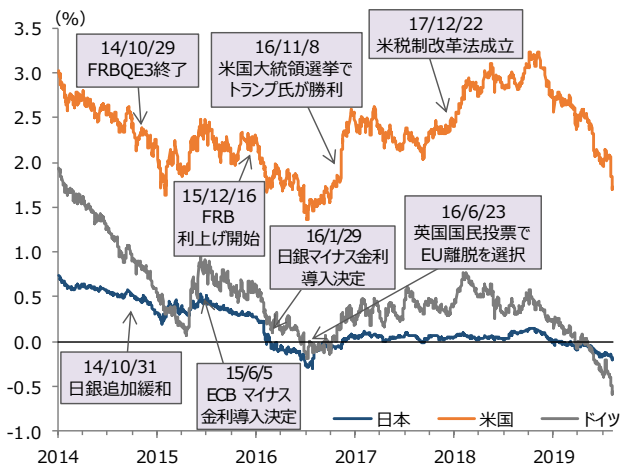
図表 1-18 世界の購買担当者景気指数



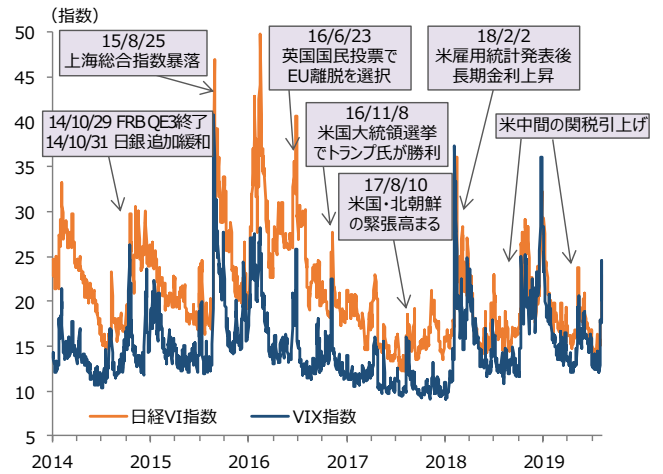
図表 1-19 世界の株価指数



図表 1-20 日米独の10年物国債利回り



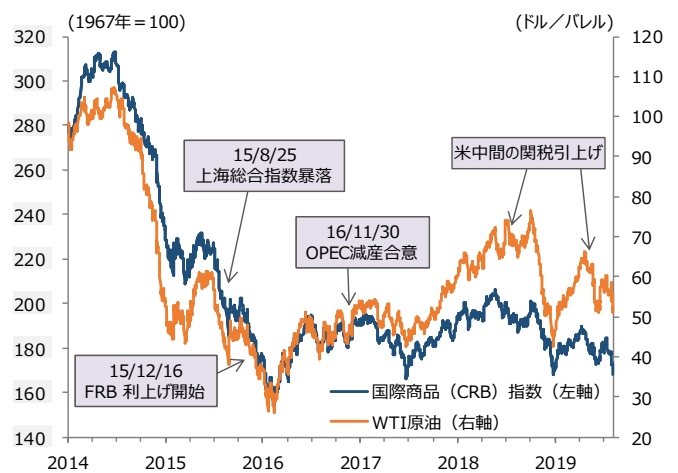
図表 1-21 日米株価の予想変動率指数



図表 1-22 為替相場



図表 1-23 商品市況



注1：株価の予想変動率指数は「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、市場が予想する1カ月先の株価の変動が大きいことを示す。  
 注2：新興国通貨は MSCI Emerging Currency Index。  
 注3：直近値 8月8日（日本時間）。  
 出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成