

1. 総論

(1) 概観

世界経済は潜在成長率を下回る成長下振れ局面へ

世界経済は減速の度合いを強めている。主要 34 カ国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80% をカバー）は、17 年後半の前年比+4.0%をピークに、足もとでは同+2.5%まで減速している（図表 1-1）。18 年半ば以降、潜在的な成長率である同+3.0%程度を下回っており、成長の下振れ局面にある。

需要項目別の内訳をみると、輸出が 18 年半ば以降に失速している（図表 1-2、灰色）。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背景にある。一方、消費や投資など内需は、比較的緩やかな減速にとどまっている（図表 1-2、赤と黒）。特に、注目すべきは投資である。そもそもの振れが小さい消費に比べ、投資は振れが大きく、輸出の減速局面では投資も弱くなる傾向があるが、18 年半ば以降も堅調を維持している。今後、世界経済が、小幅な成長下振れにとどまるか、下振れ幅が一段と拡大し景気後退に陥るかは、各国の消費と投資の動きが鍵を握る。

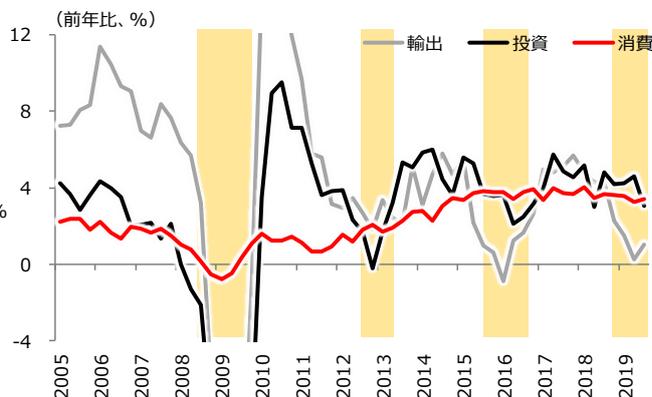
図表 1-1 世界の实質 GDP 成長率



注：各国の実質 GDP 成長率および潜在成長率をドル建て名目 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、ASEANS、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 世界の輸出・投資・消費

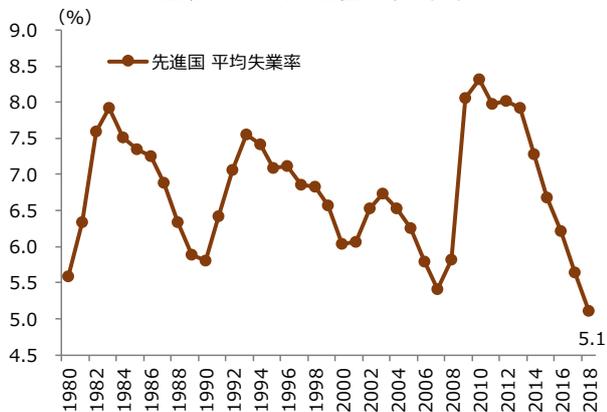


注：シャドローは世界の实質 GDP 成長率がトレンド成長率を連続して下回った時期。消費は民間消費と政府消費の合計。投資は民間企業設備投資と公共投資、住宅投資を含む総固定資本形成。対象国は図表 1-1 と同じく 34 カ国ベース。

出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

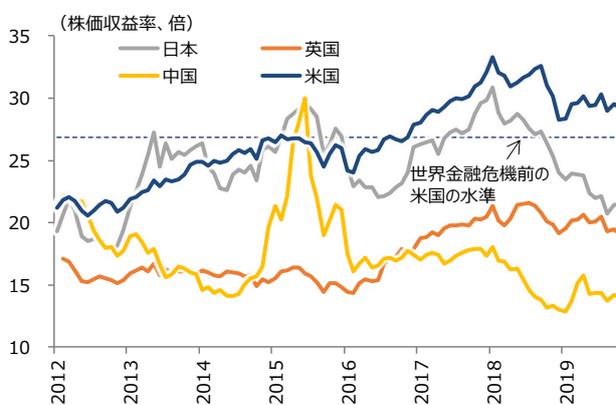
先行きのポジティブな要素は、雇用・所得環境が、製造業を中心に多少軟化していくとはいえ、水準としては総じて堅調が予想される点だ。先進国の失業率は 1980 年以降で最も低い水準にあり（図表 1-3）、人手不足感は根強い。短期間で小幅な成長下振れであれば、企業は雇用を確保しつつ労働時間や賃金での調整にとどめる可能性が高い。また、人手不足は投資を後押しする面もある。追加的な労働供給のバッファーが縮小するなか、自動化・省力化投資へのニーズは強まっている。デジタル化への対応と

図表 1-3 先進国の失業率



出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 1-4 各国の株価収益率



注：米国はイェール大学 Robert J. Shiller 教授が公表する数値を利用。日本は TOPIX 指数、英国は UKX 指数、中国は上海総合指数について日次での株価および EPS を取得し、物価変動を除去した 10 年分の平均 EPS を株価で除して作成。

出所：Online Data Robert Shiller、Bloomberg、IMF より三菱総合研究所作成

合わせ、構造的な投資下支え要因となることが予想される。

一方、先行きの懸念材料としては、何らかのイベントを契機とした株価の急落が、家計や企業のマインド冷え込みを通じて、消費や投資を崩れさせる可能性がある。米国の株価は最高値を更新しており、株価収益率をみると依然として世界金融危機前よりも高い水準にある（図表 1-4）。株安の引き金としては、後述する三つのリスク（詳細は P.8-10、①非関税分野での米中対立の深刻化、②低金利下で高まる金融リスク、③中国の債務リスク）に特に注意が必要である。これらが顕在化すれば、世界経済が景気後退に陥る可能性が高まる。

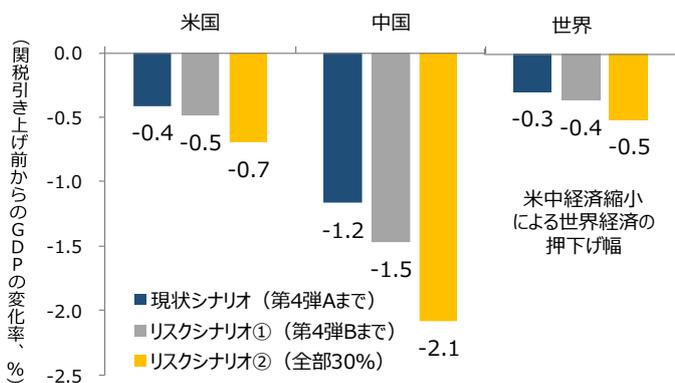
対中制裁関税第 4 弾を一部発動も、部分合意に向けて前進

米中対立は一段と悪化しつつも、前向きな動きもみられる。米国は 19 年 9 月に対中制裁関税第 4 弾の一部（1,100 億ドル）に対する 15%の追加関税を実施し、中国も報復措置を実施した。米国がさらなる追加関税の発動を予定するなか、10 月中旬に行われた米中閣僚級協議では、部分合意に向けて前進がみられた。①10 月 15 日に米国が発動を予定していた第 1～3 弾の対象品目への関税率引き上げを見送ること、②中国が米国の農産品を約 400～500 億ドル輸入すること、③中国による金融サービス業の市場開放、について両国間で合意がみられたとされる。

11 月のチリ APEC に合わせて行われる予定であった米中首脳会談で、これら部分合意に関して文書を交わす準備を進めていたが、APEC の開催中止により延期となった。今後の会談のタイミングと合意文書の中身が注目される。大統領選まで 1 年を切るなかで、トランプ大統領としては対中政策で一定の成果を上げたと強調する狙いがあるだろう。ただし、中国市場における知的財産の保護や補助金問題など、残された課題は多く（米国 P.28 図表 3-4 参照）、今後の交渉展開次第では、第 4 弾の残り（1,600 億ドル）に対する 15%の追加関税も含め、関税率の一段の引き上げに踏み切る可能性は十分にある。

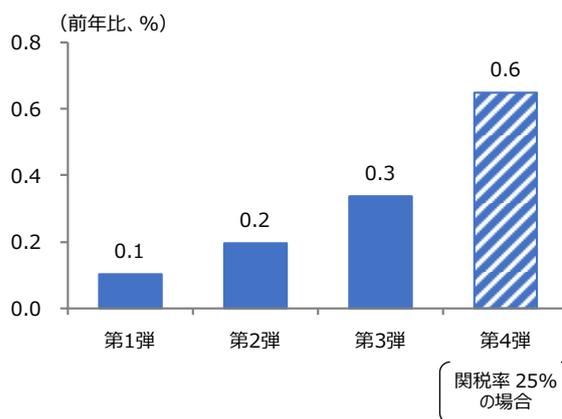
米中の貿易摩擦による実質 GDP の下振れ幅は、発動済みの関税のみをベースとしても、米国が▲0.4%p、中国が▲1.2%p に上ると推計されるが¹（図表 1-5 現状シナリオ）、最悪のシナリオとして、第 1～4 弾の全ての追加関税率が 30%にまで引き上げられれば、米国が▲0.7%p、中国が▲2.1%p、世界経済は▲0.5%p 下振れする可能性がある（図表 1-5 リスクシナリオ②）。関税引き上げが長期化すれば、最終的には消費者の負担となる。第 1～4 弾までの関税引き上げによる米国消費者物価の押し上げ幅（当社試算）は +0.6%p となる（図表 1-6）。

図表 1-5 米中関税引き上げの経済影響



注：シナリオ別の関税前提は以下の通り：
 現状シナリオ：米国による鉄鋼・アルミ、第 1～2 弾 500 億ドル 25%、第 3 弾 2,000 億ドル 25%、第 4 弾 A（1,100 億ドル 15%の制裁関税と、中国による報復関税）
 リスクシナリオ①：現状シナリオに加えて第 4 弾 B（1,600 億ドル 15%とその報復）
 リスクシナリオ②：第 1～4 弾全体に 30%とその報復
 出所：三菱総合研究所作成

図表 1-6 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 PIIIE、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

¹ GTAP モデルを用いた当社試算結果。GTAP は応用一般均衡モデルと呼ばれ、中長期的な経済の均衡状態を求めるモデル。関税率の変化によって生じる経済構造調整（資本や労働の再配置など）を終えた状態とそれ以前の状態を比較して効果を算出。

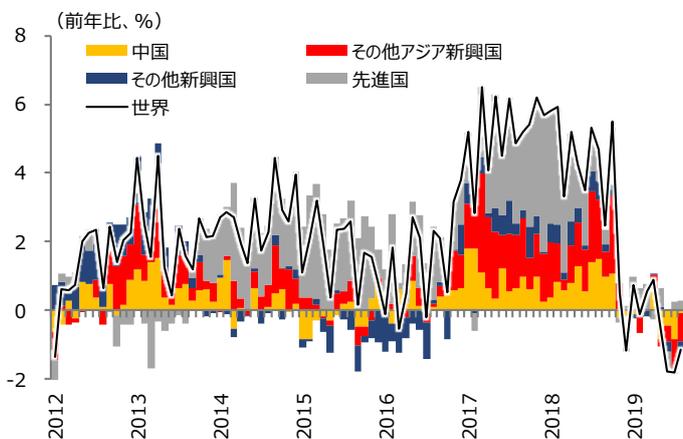
中国をはじめ新興国経済が一段と減速

中国の19年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.0%となった。19年入り後、1-3月期は同+6.4%、4-6月期は同+6.2%と減速が続く。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であり、19年の政府目標である「6.0%~6.5%」の下限に相当する。インド経済の成長率は、18年4-6月期の前年比+8.0%から19年4-6月には同+5.0%まで急減速した。ASEAN経済の成長率もタイを中心に減速している。

こうした新興国の成長減速は、世界経済の下振れ要因となっている。世界輸入量の伸びについて、国・地域別に寄与度をみると、先進国の輸入の増加幅が縮小するとともに、新興国は中国を中心に減少に転じている（図表1-7）。

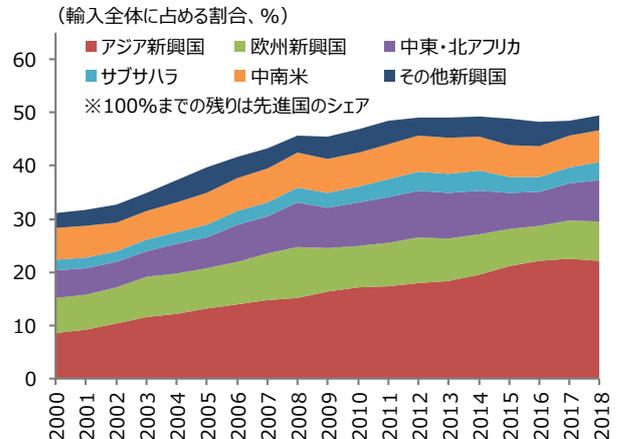
規模の大きい新興国（中国やインドなど）の需要が下振れた場合、貿易を通じて新興国内で影響が波及し、新興国全体として成長が減速していく経路が強まってくる。新興国の輸入相手先をみると、新興国からの輸入の割合は2000年時点では30%にすぎなかったが、18年には50%まで上昇し、新興国内での貿易が拡大している（図表1-8）。世界GDPに占める新興国の割合は40%に達しており、新興国経済の減速が世界経済に及ぼす影響は大きい。

図表 1-7 世界の輸入量の国・地域別寄与



出所：オランダ経済政策分析局「World Trade Monitor」より三菱総合研究所作成

図表 1-8 新興国の輸入相手先の割合



出所：IMF, Direction of Trade Statistics より三菱総合研究所作成

米欧が利下げへ転換も、金融緩和による景気刺激効果は限定的

世界経済が減速するなか、景気の体温といわれるインフレ率が先進国を中心に低下している。先進国のインフレ率は足もとで1%前半まで低下しており（図表1-9）、金融政策も緩和的なスタンスへとシフトしている。米国FRBが7月、9月、10月と3度の利下げを実施したほか、欧州ECBも9月に3年半ぶりの利下げに踏み切った。先進国の利下げを受けて、新興国からの資金流出懸念がやや和らいだことから新興国も利下げに転じており（新興国P.34参照）、世界的に金利が低下している（図表1-10）。

図表 1-9 世界のインフレ率



注：主要国のインフレ率を名目GDP（ドルベース）ウェイトで加重平均。

出所：BIS、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-10 世界の政策金利



注：主要国の政策金利を名目GDP（ドルベース）ウェイトで加重平均。

出所：BIS、IMFより三菱総合研究所作成

ただし、先進国経済において、利下げが景気を押し上げる効果は小さいとみられる。自然利子率（経済・物価に対して引き締めのにも緩和的にも作用しない、中立的な実質金利の水準）が低下しており（図表 1-11）、現状の実質金利の水準が十分に緩和的とはいえないためだ²。低金利が恒常化するなかで、金利が低いことによる借り入れ前倒しの効果も弱まっている。むしろ、後述するように低金利で安全資産の運用利回りが低下するなか、少しでも高い利回りを求めて、リスク債券への投資規模が拡大している点に注意が必要だ。

金融政策による景気押し上げ効果が期待しにくいなかで、財政政策への負担も高まりつつある。先進国では国債利回りの低下により、利払い負担は軽減されているが、世界金融危機後の財政拡大により既に債務残高が高い水準にあり、一段の財政拡大は将来的な財政の持続可能性を低める。また、新興国ではブラジル、インド、トルコなど、信用力の低い国を中心に利払い負担が重くなっており、財政拡張余地は総じて小さい。

図表 1-11 米国・ユーロ圏の自然利子率



出所：Federal Reserve Bank of NY より三菱総合研究所作成

(2) 内外経済の見通し

20 年にかけて世界経済は成長減速

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 年は同+2.9%、20 年は同+2.8%と成長減速を見込む（詳細は P.11 図表 1-21 参照）。主な予測の前提は図表 1-12 参照。

米国は、20 年にかけて成長減速を見込む。中国との貿易摩擦の影響が顕在化してくるほか、世界経済減速に伴う輸出の減少が、雇用・所得環境の軟化要因となろう。金融政策は緩和的なスタンスを維持するも、内需を中心に成長は減速し、19 年+2.2%、20 年+1.8%と予測する。

ユーロ圏は、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減速を予想する。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。英国の EU 離脱の行方は不透明であり、仮に合意なし離脱となれば成長率は一段と下振れる。

新興国は、20 年にかけて低めの成長が続く見込み。金融・財政政策による景気下支え効果が期待されるものの、輸出環境の悪化が成長の下振れ要因となる。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影響顕在化による成長減速は避けられない。19 年は前年比+6.1%、20 年は同+5.9%と予測する。

日本経済も成長減速

19 年度後半は、世界経済の減速を背景に輸出が減少するなか、消費税増税による反動減が予想され、一時的にマイナス成長に陥る見込み。20 年度は、既往のアジア向け輸出下振れの反動などから輸出・生産が緩やかながらも持ち直す一方、年度後半にかけて増税対策効果の剥落から内需の伸びが緩やかに鈍化するとみられ、前年比+0.5%と潜在成長率を下回る伸びにとどまろう。

図表 1-12 予測の前提

- **米中貿易摩擦**：米国による対中制裁関税は第 4 弾（1,100 億ドル分、15%）までを継続、12 月に予定されている第 4 弾の残りの関税発動は回避、中国も既往の対抗措置を継続
- **英国の EU 離脱**：20 年 1 月以降の合意あり離脱、あるいは離脱の延期。いずれにしても 20 年末までは欧州単一市場にとどまる
- **米国金融政策**：政策金利は 19 年末にかけては現状水準を据え置き、20 年に 1 回の利下げ

出所：三菱総合研究所

² Jorda, Oscar & Taylor, Alan M., 2019. "Riders on the Storm," Working Paper Series 2019-20, Federal Reserve Bank of San Francisco.

(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%をやや下回る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は、18年半ば以降に上昇傾向にあり、直近では主要国平均で30%程度になる(図表1-13)。

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非関税分野での米中対立の深刻化、②低金利下で高まる金融リスク、③中国の債務リスク、の三つである。

① 非関税分野での米中対立の深刻化

米中間の関税引き上げは、今後、第1~4弾対象品目の追加関税率が30%まで引き上げられる可能性はあるが、自国経済への副作用も考えると関税引き上げにも限界がある。今後、両国の対立軸が通商政策から投資や通貨政策の分野へと本格的に拡大していくことが懸念される。

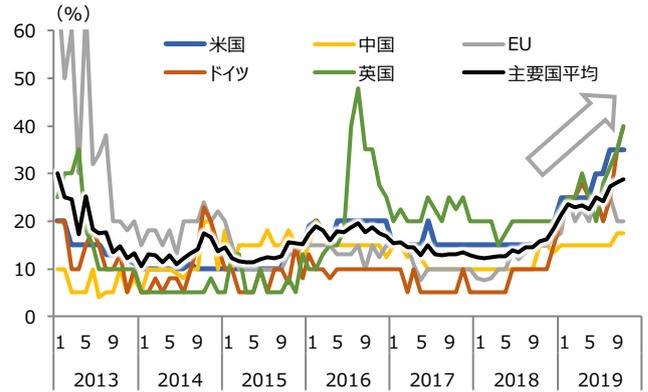
トランプ政権は既に、①海外からの米国企業買収など投資による技術流出を防ぐことを目的とした外国投資リスク審査近代化法(FIRRMA)、②米国製品の輸出による技術流出を防ぐことを目的とした輸出管理改革法(ECRA)を通じて、非関税分野での規制を強めている。中国が解除を求めているファーウェイ社への禁輸措置は10月の米中交渉でも合意が先送りされたほか、米国株式市場に上場している中国企業への監督を強化する動きもある。

また、米国財務省は8月に中国を為替操作国に認定した。本来の基準では、①巨額の対米貿易黒字に加え、②経常収支のGDP比率、③為替市場への介入規模、の全てで基準を超えた場合に認定されるが、今回は①のみで認定した。異例の認定の背景には、人民元安が制裁関税の影響をある程度相殺していることへの警告の意味も大きいだろう。人民元の対ドルレートは、関税引き上げが本格化する前の水準に比べ、15%ほど人民元安となっている(図表1-14)。今後、米国がドル安を容認する動きを強めれば、人民元が切り下げられた15年よりも大規模に金融市場が不安定化する可能性がある。

米国の動きへの報復として、中国が米国企業を自国市場から締め出す動きを強める可能性もある。03年以降の両国間の累積直接投資額をみると、中国から米国向けの直接投資が597億ドルに対し、米国から中国向けの直接投資は1,312億ドルに上る(図表1-15)。投資規模に比例し、相手国市場での売り上げや利益も米国の方が大きいとみられ、相手国企業を自国市場から締め出す動きが強まれば、米国企業へのダメージは相応に大きいと予想される。

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 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。

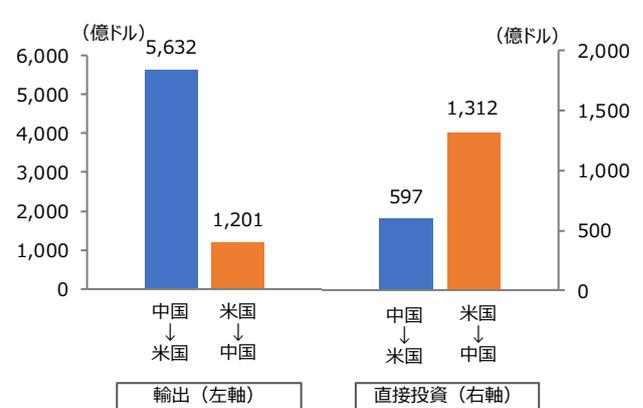
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-14 中国の人民元相場



出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-15 米中間の貿易と直接投資累計額

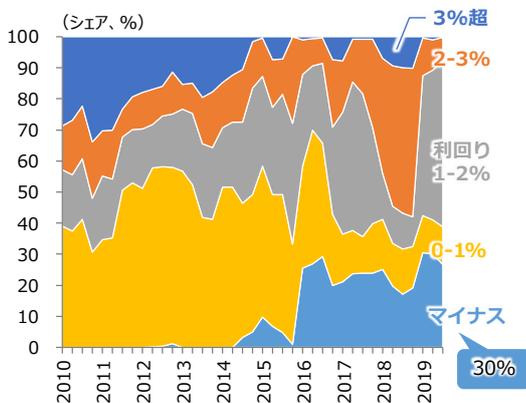


注：輸出額は18年、直接投資額は03~18年の累計。
出所：UN Comtrade、CEICより三菱総合研究所作成

② 低金利下で高まる金融リスク

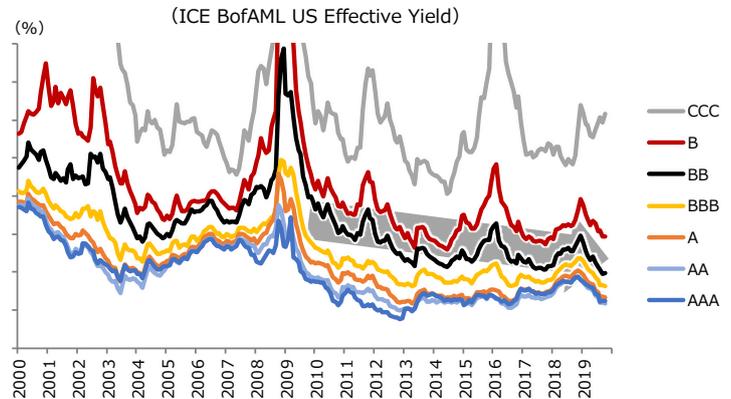
先進国の国債残高のうち、3割の利回りがマイナスとなる超低金利のもとで（図表 1-16）、世界の投資家が少しでも高い利回りを求める動きから、格付けが BBB（投資適格のなかでの最低ランク）や BB 以下（投資不適格）のハイ・イールド債（ジャンク債）への社債投資が米国を中心に拡大しており、AAA 格の利回りとのスプレッドが縮小している（図表 1-17）。

図表 1-16 先進国の利回り別国債残高



出所：IMF 「World Economic Outlook」 October 2019、Figure1.1 より三菱総合研究所作成

図表 1-17 米社債格付け別の実効利回り



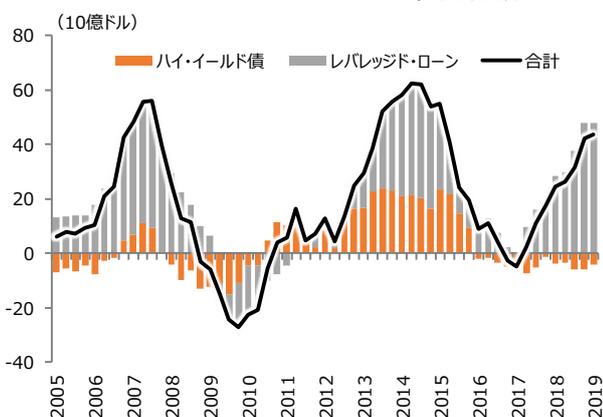
出所：FRED より三菱総合研究所作成

社債に加え、信用力の低い企業向けの貸し出しも増加している。ハイ・イールド債と同様に格付け BB 以下の企業向けの貸し出しは、レバレッジド・ローンと呼ばれ、純発行額が 17 年以降に大きく増加した（図表 1-18）。残高は 1 兆ドル強に達し、米国企業向け貸出残高 15 兆ドルの 3.5%に相当する。

レバレッジド・ローン残高が拡大した背景には、固定金利のハイ・イールド債に対してレバレッジド・ローンは変動金利であることから、金利の引き上げ局面では資金が集まりやすい状況にあった。また、こうしたローン債権を担保として発行する CLO（ローン担保証券）に対する、金融機関や投資家の需要が強かったこともある。リスクが証券化されて拡散するという点では、世界金融危機（08～09 年）の引き金となったサブプライムローンと基本的な仕組みは同じだ。ちなみに、イングランド銀行の調べによると、世界の CLO 発行残高のうち 13%程度を日本の銀行が保有しているとされ、銀行としては米国に次ぐ保有割合だ（図表 1-19）。

各国中銀や IMF も 18 年頃からレバレッジド・ローンに対する警戒を強めており、リスクとしての認識は広まっているが、振り返れば、世界金融危機時もリスクを過小評価していた。世界経済の減速圧力が一段と強まり、市場の想定を超える確率や規模でデフォルトが発生した場合に、金融部門の不安定化が景気悪化を加速させる要因となる点には注意が必要だ。

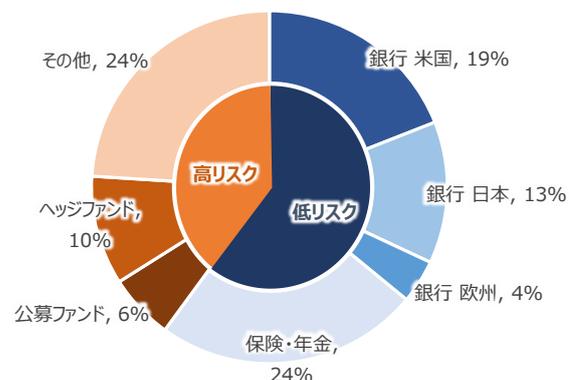
図表 1-18 米国のハイ・イールド債とレバレッジド・ローンの純発行額



出所：米連邦準備制度理事会「Financial Stability Report - May 2019」figure2-4 より三菱総合研究所作成

図表 1-19 CLO の保有構成

CLO発行残高8,700億ドルの保有シェア



出所：Bank of England 「Financial Stability Report, July 2019」P.28 ChartA より三菱総合研究所作成

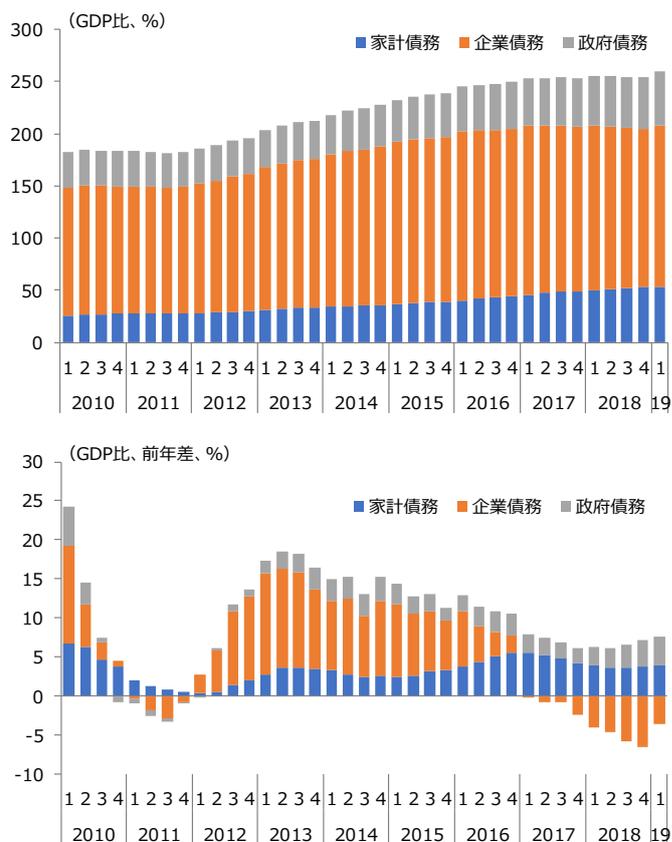
③ 中国の債務リスク

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。非金融部門の債務残高を対 GDP 比で見ると、19 年に入り再び上昇した。主体別にみると、企業は債務残高の規模が最も大きい一方で、直近では債務の GDP 比率は減少している（図 1-20）。一方、家計および政府はいずれも債務の GDP 比率が拡大を続けている。もっとも、企業債務額そのものは足もとで増加傾向にあり、デフォルト額も拡大傾向にあるが（詳細は中国経済 P.33 参照）、GDP を上回るペースで拡大する家計および政府債務にも注意が必要だ。

家計債務の不良債権化リスクは、信用スコア制度が実装されたことで低下したとされる。返済が遅れることで信用スコアが落ちると、日常生活で受けることができるサービスに違いが出かねないため、多くの中国国民の金融リテラシーは大幅に改善した。一方で、家計債務の大半を占める住宅債務については、信用収縮などに伴う景気の大幅な後退が生じれば、「返したくても返せない」状況を生みかねない。

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、景気下支えを図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 年にかけて中国経済の実質成長率は 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不満の増加につながりかねない。

図表 1-20 中国の主体別債務額
(GDP 比 (上) および GDP 比の前年差 (下))



注：政府債務は非金融部門債務から民間非金融部門債務を引いて算出。

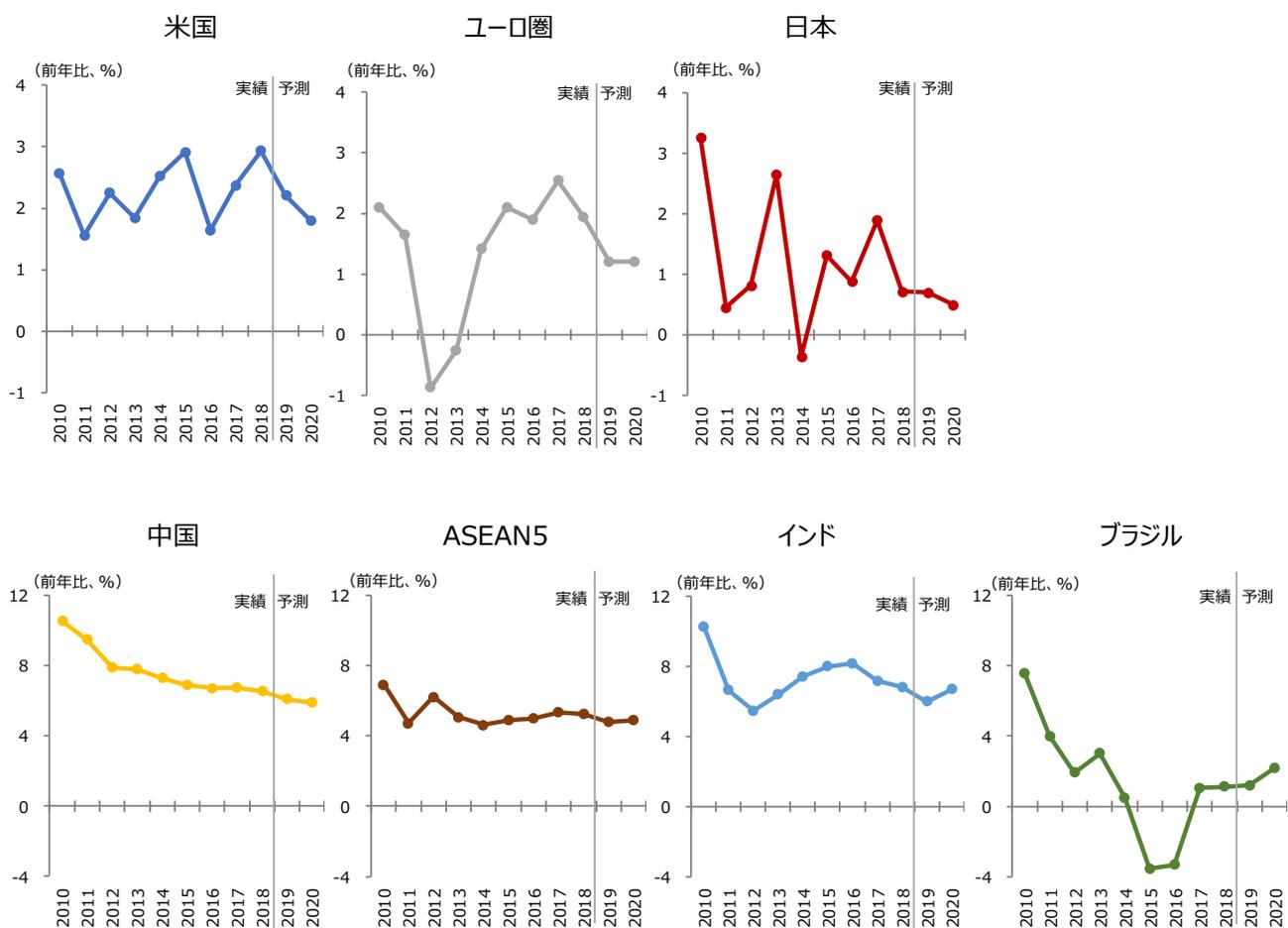
出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 1-21 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比、%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
米国	2.4	2.9	2.2	1.8
ユーロ圏	2.5	1.9	1.2	1.2
日本 (年度)	1.9	0.7	0.7	0.5
中国	6.8	6.6	6.1	5.9
ASEAN5	5.3	5.2	4.8	4.9
インドネシア	5.1	5.2	5.0	5.1
マレーシア	5.7	4.7	4.5	4.5
フィリピン	6.7	6.2	5.9	6.1
タイ	4.0	4.1	3.0	3.3
バトナム	6.8	7.1	6.7	6.5
インド (年度)	7.2	6.8	6.0	6.7
ブラジル	1.1	1.1	1.2	2.2
世界平均	3.6	3.5	2.9	2.8

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、主要国の成長率を名目 GDP ウェイトで加重平均した成長率。

出所：実績は IMF、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 IMF、予測は三菱総合研究所

世界経済・金融市場の動向

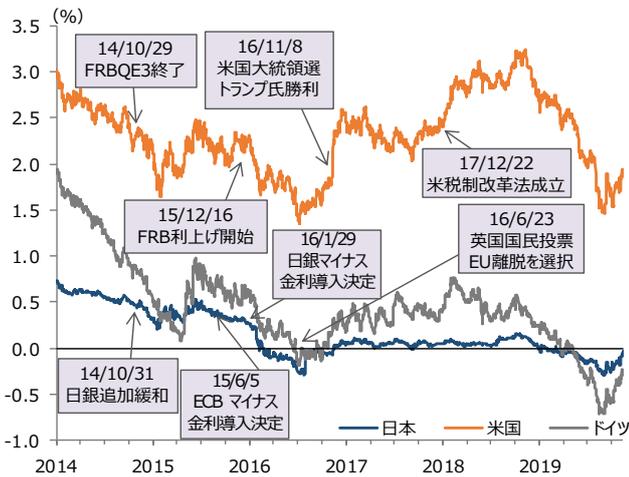
図表 1-22 世界の購買担当者景気指数



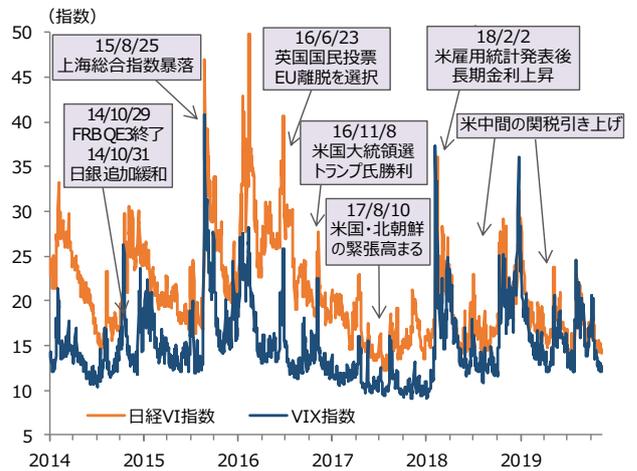
図表 1-23 世界の株価指数



図表 1-24 日米独の 10 年物国債利回り



図表 1-25 日米株価の予想変動率指数



図表 1-26 為替相場



図表 1-27 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 11 月 14 日（日本時間）。
 出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成