

NEWS RELEASE

2019年11月15日
株式会社三菱総合研究所

2019、2020年度の内外景気見通し

－ 世界経済は成長下振れ局面へ －

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:森崎孝)は、2019年7-9月期GDP速報の発表を受け、2019、2020年度の内外景気見通しを発表しました。

日本の実質成長率予測値:2019年度+0.7%、2020年度+0.5%

(前回予測値(9月9日):2019年度+0.8%、2020年度+0.5%)

海外経済

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

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。

世界経済のリスク要因

世界経済の先行きは不透明感が強い。20年にかけて世界経済が景気後退に陥るリスク要因として、次の3点がある。

- ① 非関税分野での米中対立の深刻化：米中間の対立軸が、通商政策に加え投資や通貨政策の分野へと本格的に拡大すれば、米中間の分断がさらに深刻化し、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。米国は、中国企業による対米投資や米国株式市場上場への規制、関税影響を相殺する人民元安へのけん制などを強める可能性がある。対する中国も、米国企業を自国市場から締め出す動きを強めることが懸念される。
- ② 低金利下で高まる金融リスク：低金利による運用難のなか、高利回りを求めて信用力の低い企業向けの貸し出しが拡大している。これらの債権は証券化され、日本も含めて世界の金融機関や投資家が保有している。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と規模でデフォルトが発生すれば、金融市場が不安定化し、景気悪化を加速させる要因となる。
- 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リスクを抱える。中国の企業・家計債務は既に高水準にあり、社債のデフォルト額も増加している。中国政府が経済政策運営を誤り、信用収縮を招けば、中国経済に急ブレーキがかかりかねない。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	11
2. 日本経済	14
トピックス①：日本の景気後退確率	24
トピックス②：日米貿易協定の経済効果	25
日本経済の成長率予測 計表	26
3. 米国経済	28
4. ユーロ圏経済	30
5. 中国経済	32
6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）	34

1. 総論

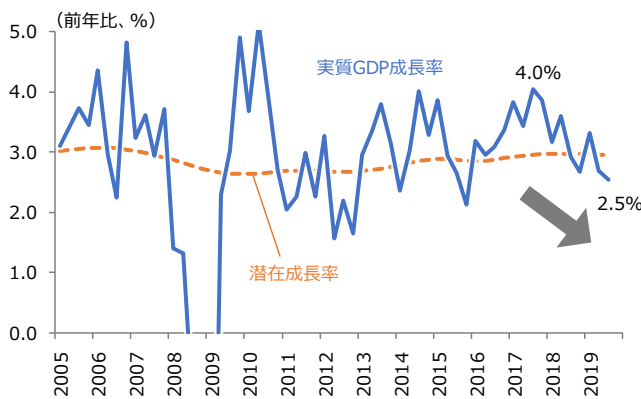
(1) 概観

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。

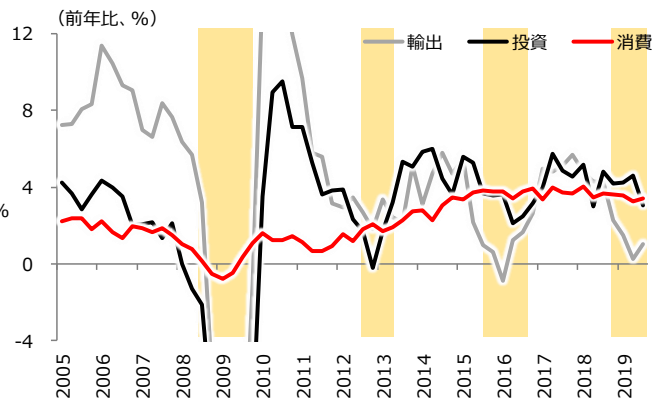
図表 1-1 世界の実質 GDP 成長率



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

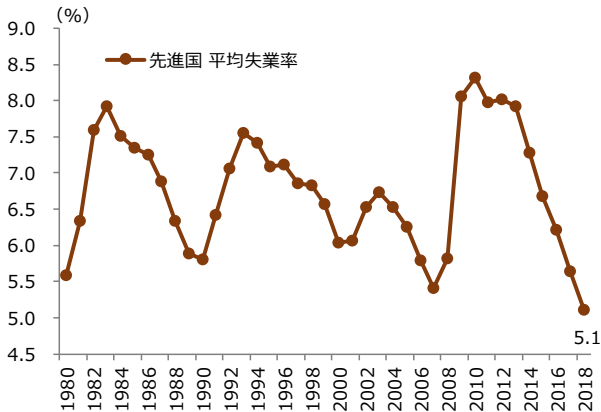


注：シャドローは世界の実質 GDP 成長率がトレンド成長率を連続して下回った時期。消費は民間消費と政府消費の合計。投資は民間企業設備投資と公共投資、住宅投資を含む総固定資本形成。対象国は図表 1-1 と同じく 34 カ国ベース。

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

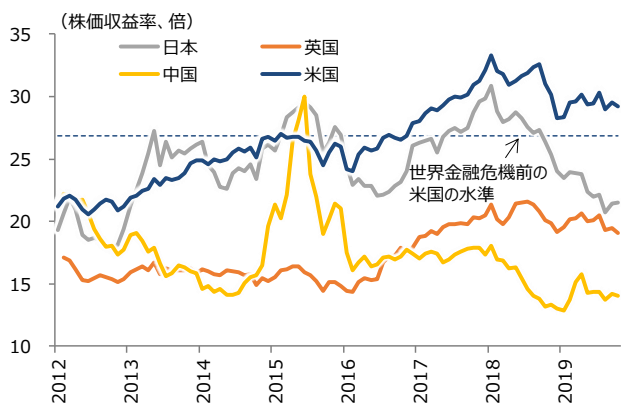
先行きのポジティブな要素は、雇用・所得環境が、製造業を中心に多少軟化していくとはいえ、水準としては総じて堅調が予想される点だ。先進国の失業率は 1980 年以降で最も低い水準にあり（図表 1-3）、人手不足感は根強い。短期間で小幅な成長下振れであれば、企業は雇用を確保しつつ労働時間や賃金での調整にとどめる可能性が高い。また、人手不足は投資を後押しする面もある。追加的な労働供給のバッファーが縮小するなか、自動化・省力化投資へのニーズは強まっている。デジタル化への対応と

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。

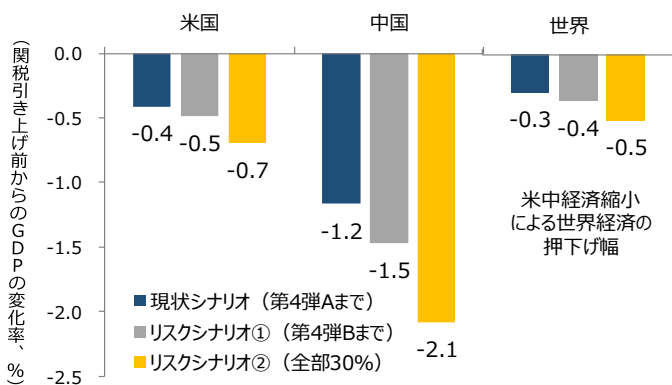
対中制裁関税第 4 弾を一部発動も、部分合意に向けて前進

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。

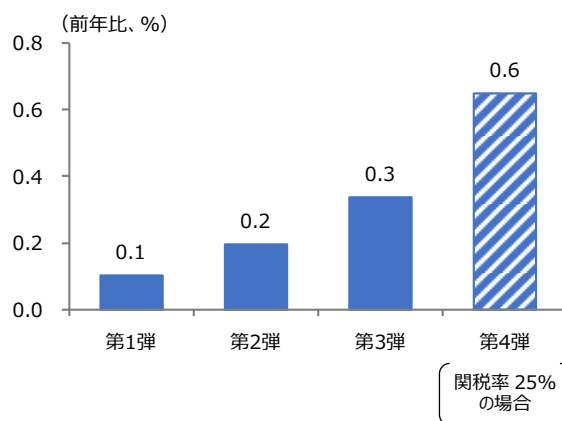
米中の貿易摩擦による実質 GDP の下振れ幅は、発動済みの関税のみをベースとしても、米国が▲0.4%p、中国が▲1.2%p に上ると推計されるが¹（図表 1-5 現状シナリオ）、最悪のシナリオとして、第 1～4 弾の全ての追加関税率が 30%にまで引き上げられれば、米国が▲0.7%p、中国が▲2.1%p、世界経済は▲0.5%p 下振れする可能性がある（図表 1-5 リスクシナリオ②）。関税引き上げが長期化すれば、最終的には消費者の負担となる。第 1～4 弾までの関税引き上げによる米国消費者物価の押し上げ幅（当社試算）は +0.6%p となる（図表 1-6）。

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。

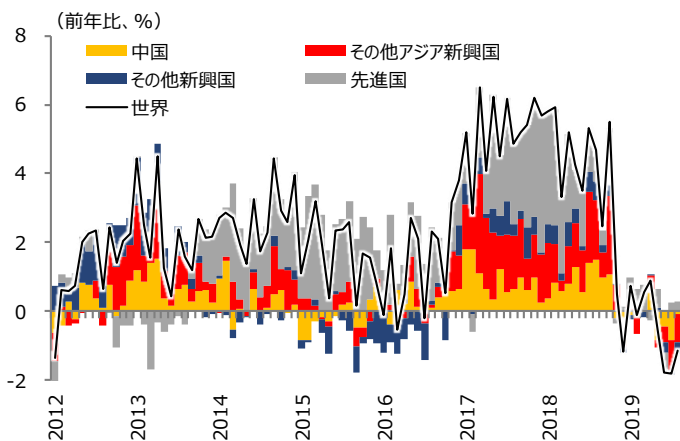
中国をはじめ新興国経済が一段と減速

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）。

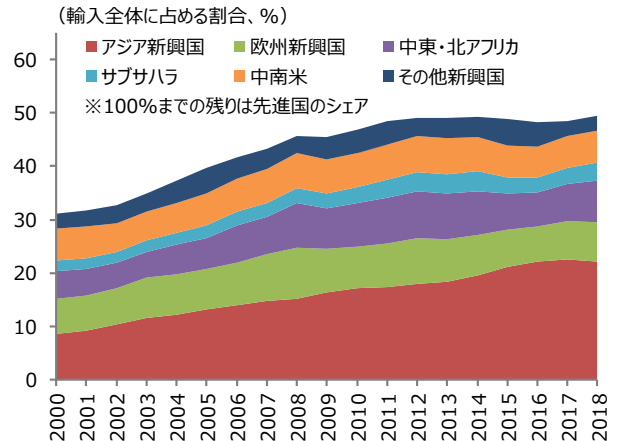
規模の大きい新興国（中国やインドなど）の需要が下振れた場合、貿易を通じて新興国内で影響が波及し、新興国全体として成長が減速していく経路が強まってくる。新興国の輸入相手先をみると、新興国からの輸入の割合は2000年時点では30%にすぎなかったが、18年には50%まで上昇し、新興国内での貿易が拡大している（図表1-8）。世界GDPに占める新興国の割合は40%に達しており、新興国経済の減速が世界経済に及ぼす影響は大きい。

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



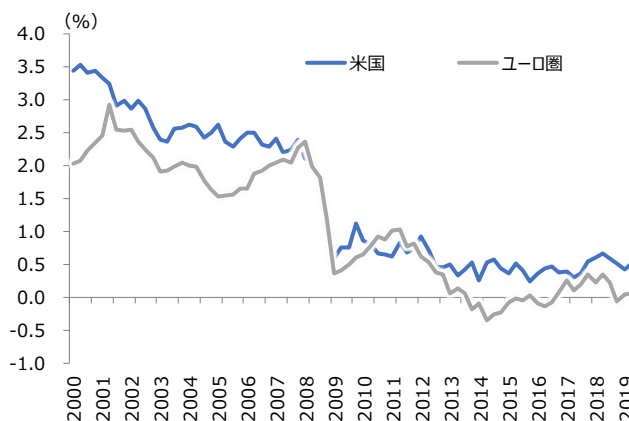
注：主要国の政策金利を名目GDP（ドルベース）ウェイトで加重平均。

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。

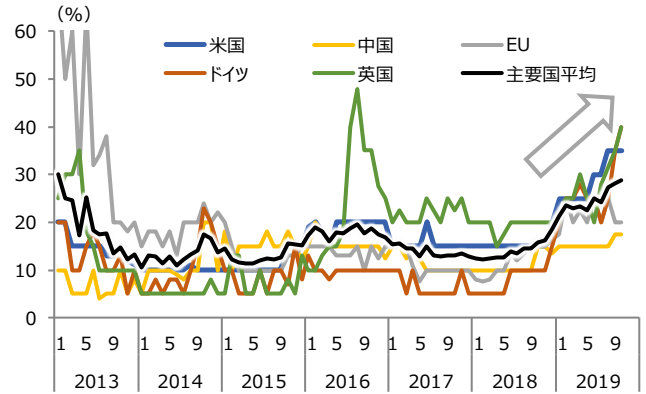
トランプ政権は既に、①海外からの米国企業買収など投資による技術流出を防ぐことを目的とした外国投資リスク審査近代化法(FIRRMA)、②米国製品の輸出による技術流出を防ぐことを目的とした輸出管理改革法(ECRA)を通じて、非関税分野での規制を強めている。中国が解除を求めているファーウェイ社への禁輸措置は10月の米中交渉でも合意が先送りされたほか、米国株式市場に上場している中国企業への監督を強化する動きもある。

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。

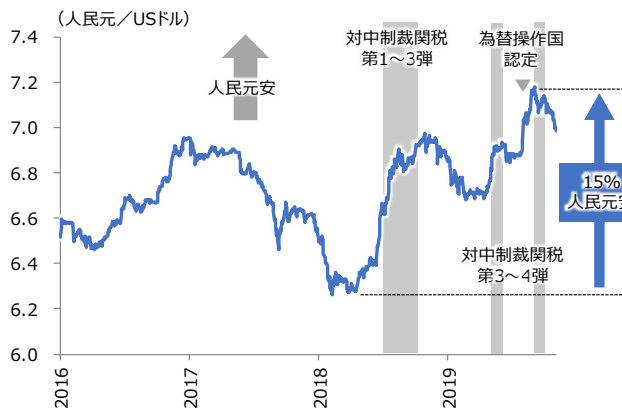
図表 1-13 主要国の景気後退確率



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。

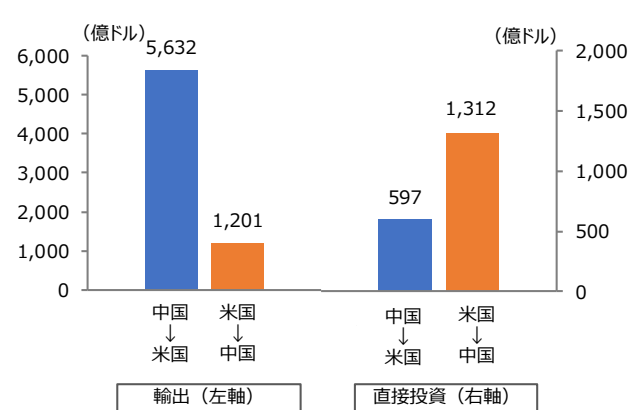
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

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

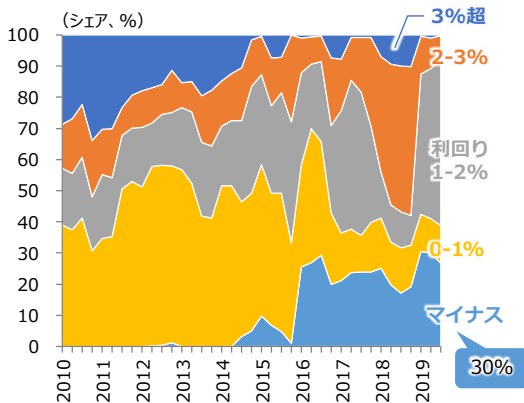


注：輸出額は18年、直接投資額は03~18年の累計。
出所：UN Comtrade、CEICより三菱総合研究所作成

② 低金利下で高まる金融リスク

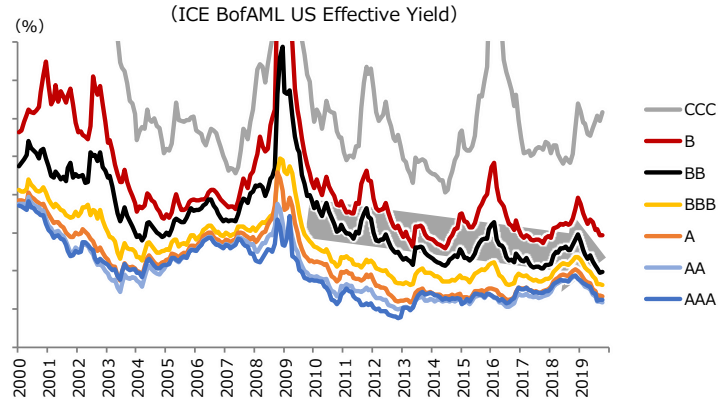
先進国の国債残高のうち、3割の利回りがマイナスとなる超低金利のもとで（図表 1-16）、世界の投資家が少しでも高い利回りを求める動きから、格付けが BBB（投資適格のなかでの最低ランク）や BB 以下（投資不適格）のハイ・イールド債（ジャンク債）への社債投資が米国を中心に拡大しており、AAA 格の利回りとのスプレッドが縮小している（図表 1-17）。

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



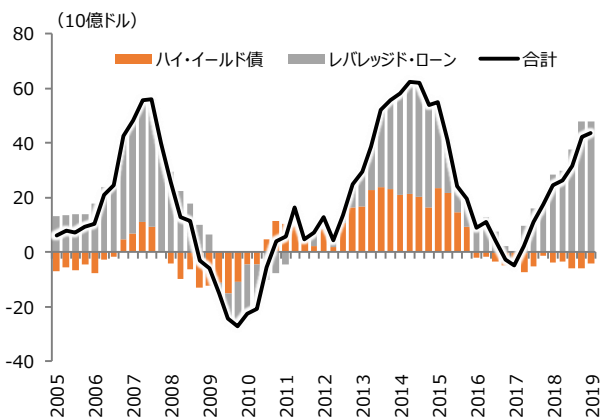
出所：FRED より三菱総合研究所作成

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。

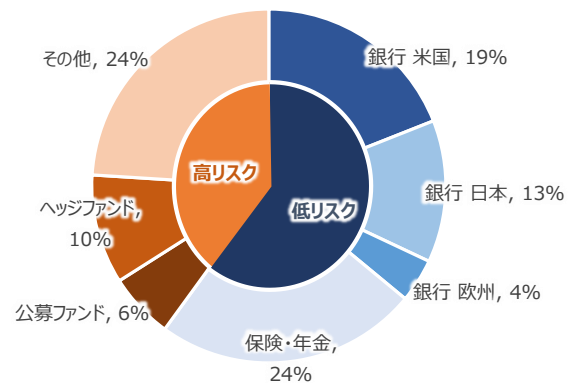
図表 1-18 米国のハイ・イールド債とレバレッジド・ローンの純発行額



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

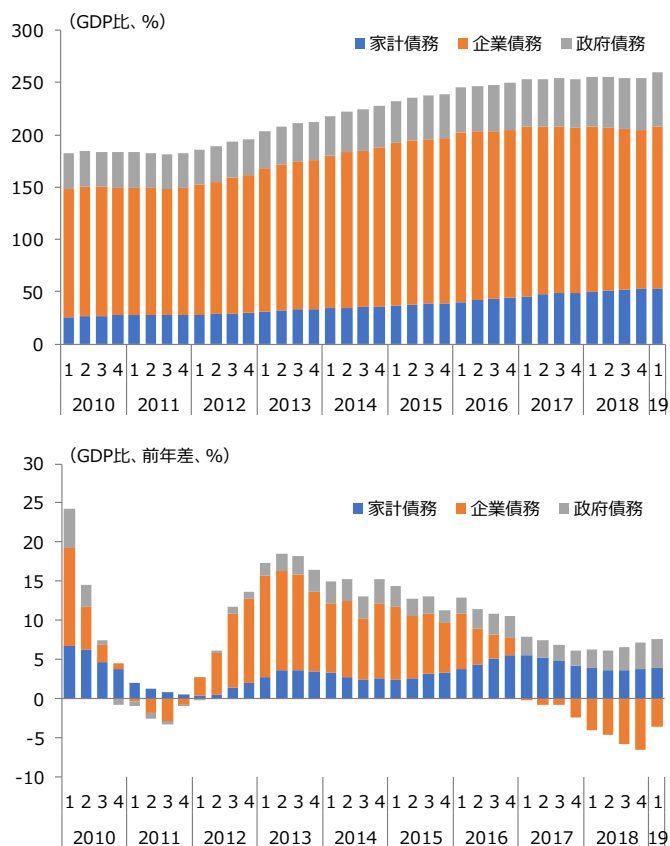
③ 中国の債務リスク

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って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。

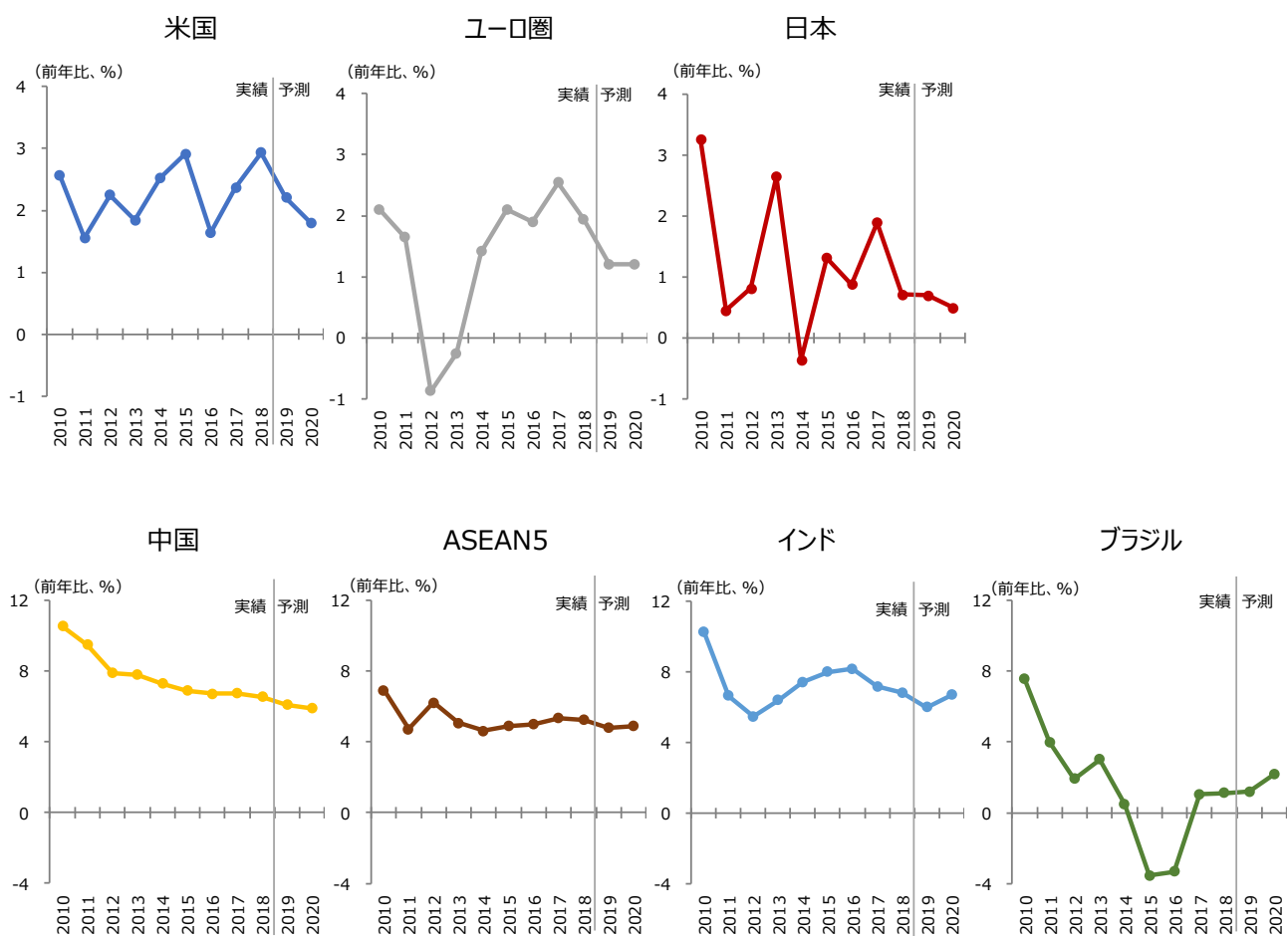
出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 1-21 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比、%) ■ : 予測	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

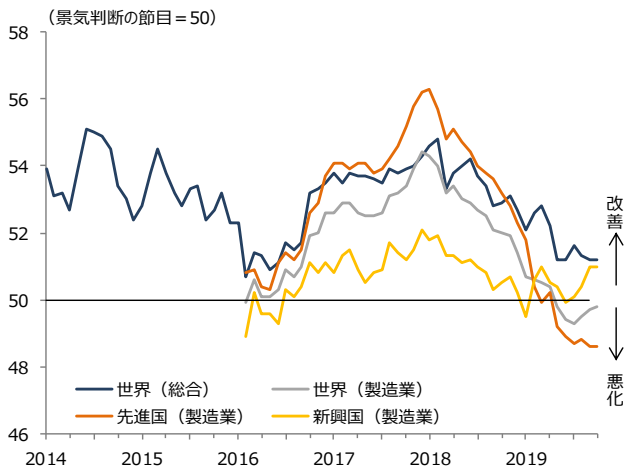


注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。

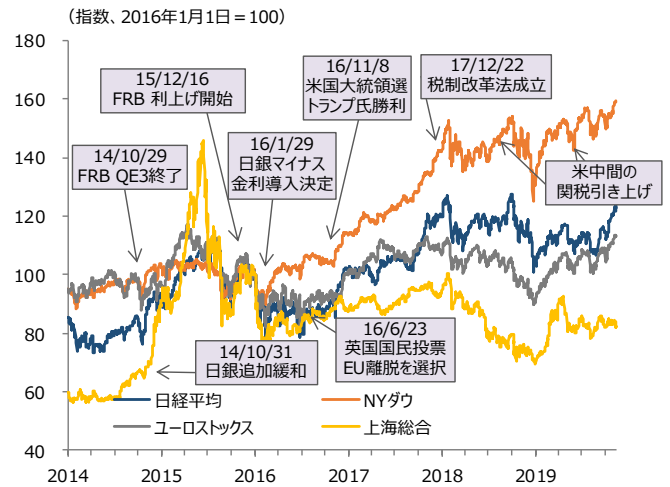
出所：実績は IMF、予測は三菱総合研究所

世界経済・金融市場の動向

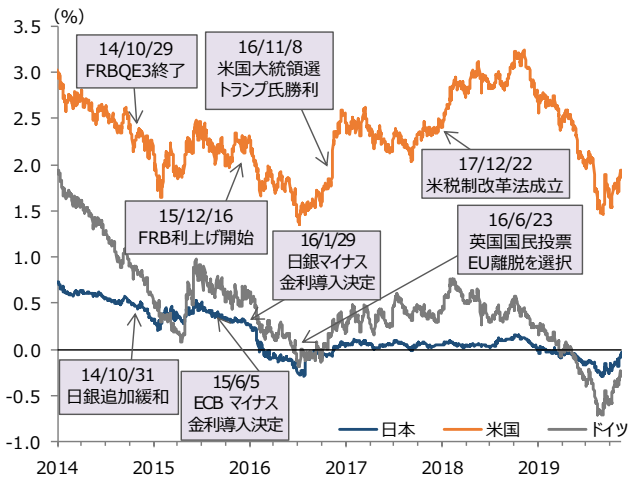
図表 1-22 世界の購買担当者景気指数



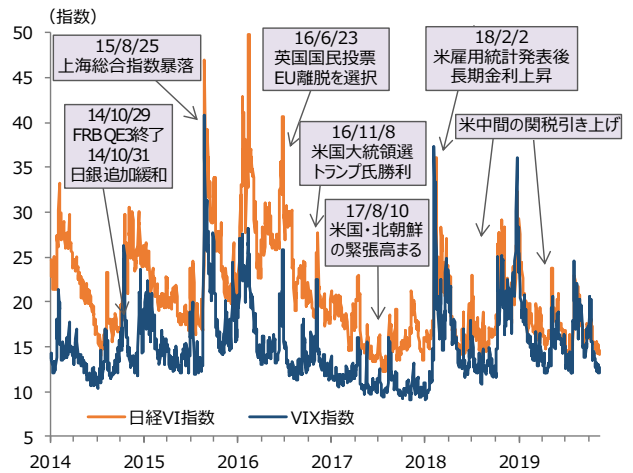
図表 1-23 世界の株価指数



図表 1-24 日米独の 10 年物国債利回り



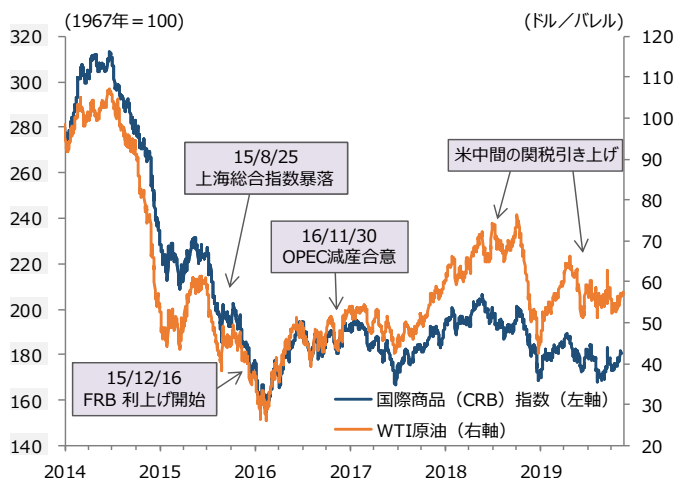
図表 1-25 日米株価の予想変動率指数



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

2. 日本経済

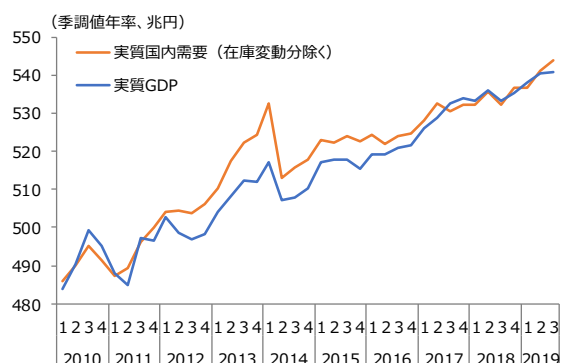
(1) 概観

19年7-9月期は駆け込み需要により、プラス成長

19年7-9月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.1%（年率+0.2%）と4四半期連続でのプラス成長となった。輸出や在庫はマイナスに寄与したものの、消費税増税前の駆け込み需要により、消費を中心に内需が堅調な伸びをみせた（図表2-1）。

消費は4-6月期のGW大型化による消費押し上げ効果の剥落や7月の日照不足が押し下げ要因となる一方、消費税増税前の駆け込み需要により、同+0.4%と増加した。設備投資は同+0.9%と2四半期連続で増加した。そのほか、公的固定資本形成が同+0.8%の増加となり、公需も成長の押し上げ要因となった。一方、輸出はインバウンド需要の減少などもあり同▲0.7%と減少しGDP成長率の押し下げ要因となった。在庫変動分を除く実質国内需要は同+0.5%の増加となった。

図表 2-1 日本の実質 GDP の水準



注：四半期ベース。

出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

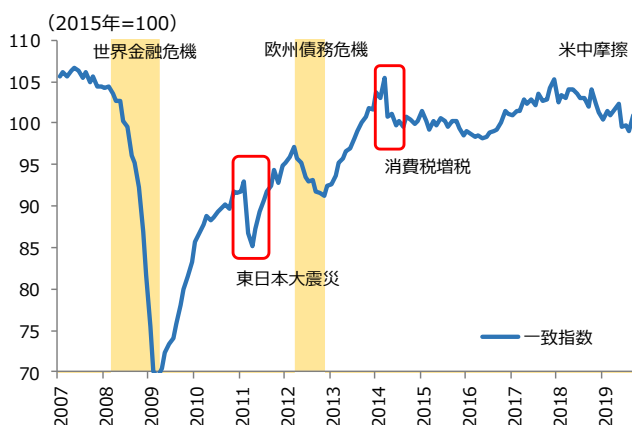
消費税の増税前から各種経済指標が悪化、景気後退の瀬戸際に

消費税の増税前から各種経済指標の低下・減少傾向も強まっており、景気判断に用いられる景気動向指数は低下傾向が継続している（図表2-2）。19年5月に「下げ止まり」へと上方修正されていた景気動向指数に基づく景気の基調判断は、19年8月には再び、景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」に転じた（当社独自で試算した景気後退確率はP.24 トピックス①：日本の景気後退確率を参照）。

需給動向の方向をみると、海外や国内での需給など企業の産出側の指標（図表2-3、青・水色部分）の悪化に加えて、設備や雇用など投入側の指標（図表2-3、赤・オレンジ部分）まで悪化に転じている。過去に内閣府「景気基準日付」において景気後退と判断された12年と比較しても、製造業を中心に悪化幅は大きい。

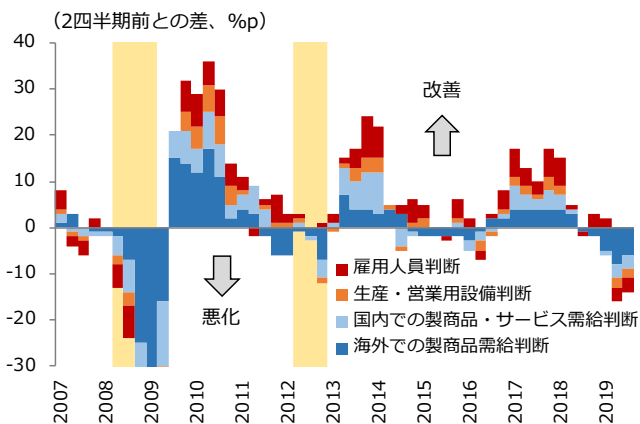
一方、企業の景況感の水準をみると、非製造業を中心に幅広い業種で高水準を維持している（図表2-4）。内需は底堅さを維持しており、実質GDPもプラス成長を維持していることから（景気後退の目安は実質GDPが2四半期連続でマイナス成長）、19年7-9月期時点の日本経済は、景気後退入りの瀬戸際で踏みとどまっている状況と判断する。

図表 2-2 景気動向指数



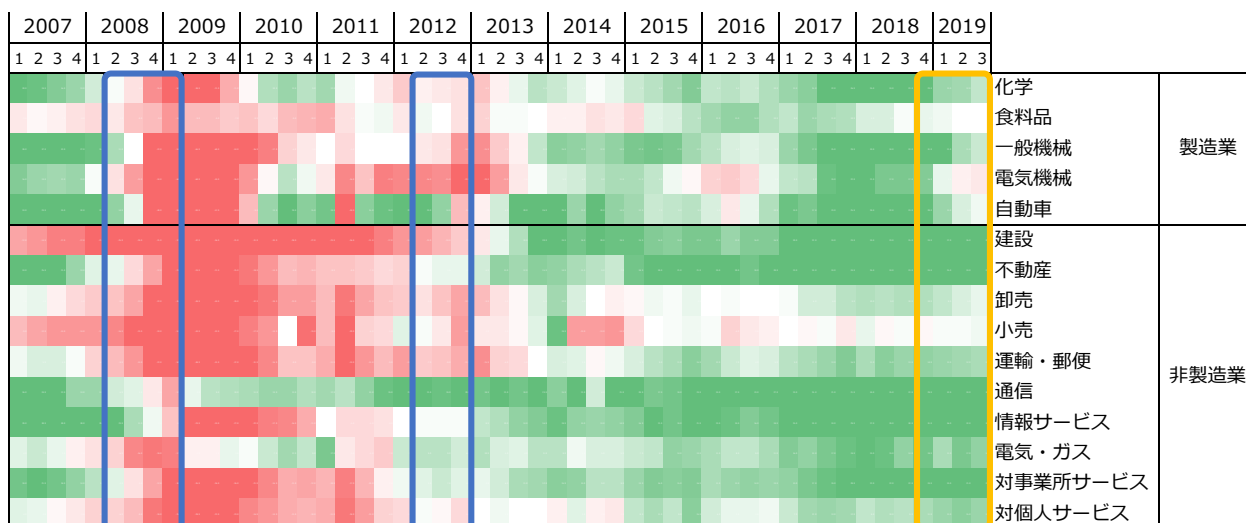
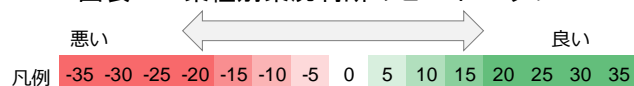
注：網掛け部分は内閣府の景気基準日付による景気後退期。
出所：内閣府「景気動向指数」、内閣府「景気基準日付」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 需給動向



注：短観の各DIの前年差を積み上げて作成。生産・営業用設備判断と雇用人員判断は逆目盛。網掛け部分は内閣府の景気基準日付による景気後退期。
出所：日本銀行「短観」、内閣府「景気基準日付」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 業種別業況判断のヒートマップ



注：業況判断 DI（「良い」－「悪い」、%ポイント）を基に作成。青枠は内閣府の景気基準日付による景気後退期。オレンジ枠は直近 1 年。18 年の売上高が全体の 2%以上の業種のみ掲載。一般機械ははん用・生産用・業務用機械。
 出所：日本銀行「短観」、内閣府「景気基準日付」より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

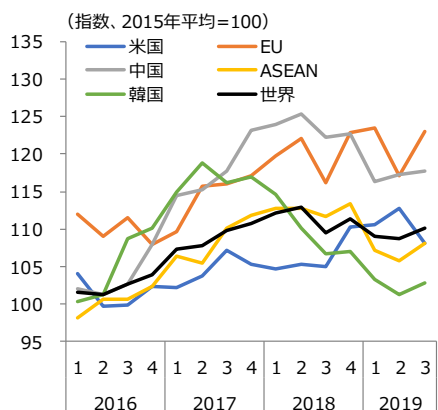
輸出はアジア向けに加え米国向けも悪化、生産にも波及

19 年 7-9 月期の輸出は、季調済前期比▲0.7%と 2 四半期ぶりに減少した。18 年半ば以降、アジア向けを中心に輸出は減少基調にあり、米国向けも 19 年半ばをピークに減少傾向に転じた。

国別にみると、中国向けが 18 年前半に比べて低い水準で推移している（図表 2-5）。米中摩擦による中国経済の減速に加え、米中間の貿易停滞に伴う中国向け輸出の減少（部品や資本財）などが押し下げ要因となっている。また、米国向け輸出も 19 年半ば以降減少傾向にあり、米中貿易摩擦の影響が顕在化しつつある可能性がある。中国向け輸出の減少や世界的な半導体関連需要の調整、日韓対立の影響から韓国向けも減少している。財別では、化学製品が伸びているが、半導体製造装置を含むはん用・生産用・業務用機器が減少傾向にある（図表 2-6）。

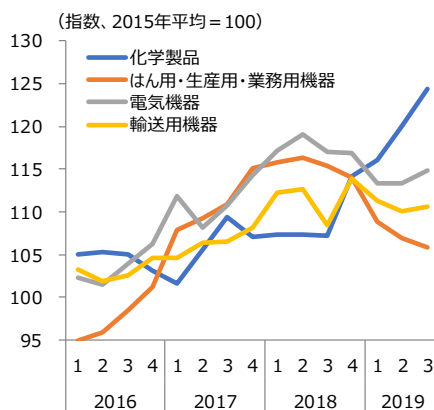
輸出に含まれる訪日外国人によるインバウンド消費は、季調済前期比▲6.5%と大幅に減少した。訪日外客数は、18 年半ば以降、各国経済の減速感の強まりなどを背景に伸びが鈍化している。19 年 7-9 月期は、ラグビーW 杯出場国の訪日外客数が大きく伸びたものの、日韓関係の悪化を背景に訪日外客数の 2

図表 2-5 仕向け地別の実質輸出



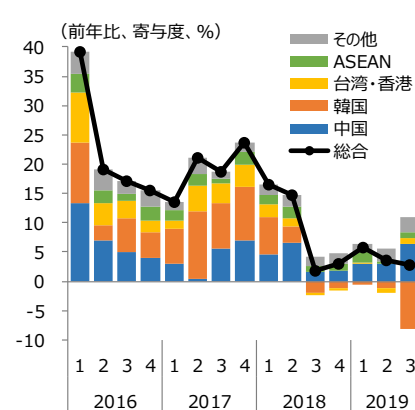
注：四半期ベース。
 出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 主な財別の実質輸出



注：四半期ベース。
 出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 国別訪日外客数



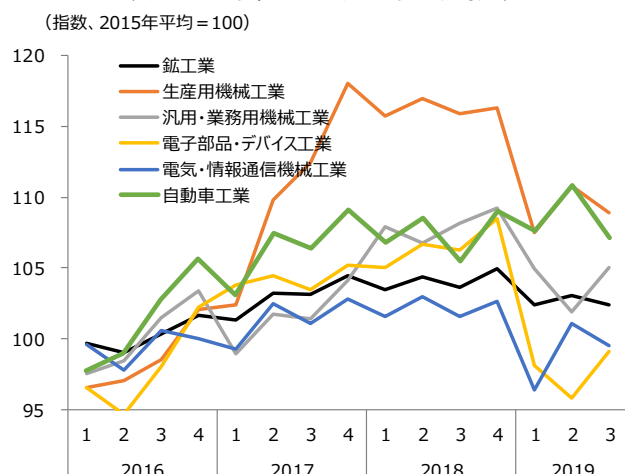
注：四半期ベース。
 出所：日本政府観光局 (JNTO)「訪日外客数・出国日本人数」より三菱総合研究所作成

割を占める韓国からの訪日外客数は大幅に減少している（図表 2-7）。輸出、インバウンド双方に、日韓の対立が影響を与えている。

19 年 7-9 月期の鉱工業生産は、季調済前期比▲0.6%と 2 四半期ぶりに減少した。業種別にみると、中国を中心とするアジア向け輸出の減少を背景に半導体関連の生産用機械工業や電子部品・デバイス工業では 18 年に比べて低い水準で推移した（図表 2-8）。これらの産業は、中国や ASEAN を中心に生産に占める輸出比率が高く、海外経済の減速による影響を受けやすい構造となっている。

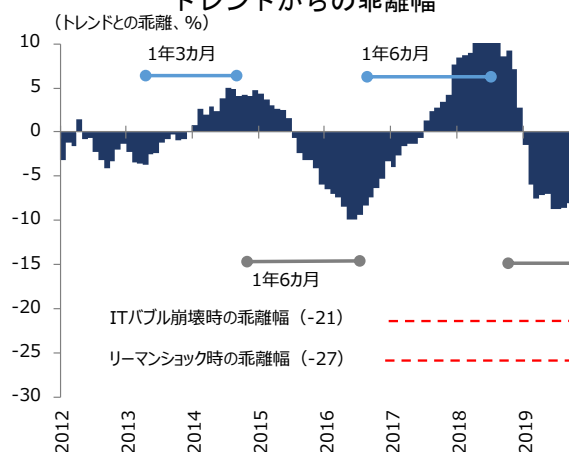
輸出・生産に影響を与える世界の半導体需要は下げ止まり感が出てきた。トレンドを除去した循環的半導体需要の変動（シリコンサイクル）は、18 年半ばにピークアウトし調整局面にあった。過去の調整期間を考慮すると、5G 関連の半導体需要の高まりにより、世界の半導体需要は底入れした可能性がある（図表 2-9）。

図表 2-8 業種別の鉱工業生産指数



注：四半期ベース
出所：経済産業省「鉱工業生産」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 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

19 年度末にかけて輸出は横ばい圏内で推移、20 年度は小幅に回復

輸出の先行きは、19 年度末にかけて、中国をはじめアジアや米国向け輸出の低調を背景に、横ばい圏内での推移が続くとみる。その後は、既往のアジア向け輸出下振れの反動などから輸出は再び増加に転じるものの、中国をはじめとした世界経済の減速により、小幅のプラスにとどまる見込み。実質輸出の伸びは、19 年度▲1.3%、20 年度+0.9%と予測する。鉱工業生産の先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に内需は堅調を維持するものの、輸出の減少が響き 19 年度は▲1.5%と減少を見込む。20 年度も +0.5%と小幅な回復にとどまると予測する。

米中貿易摩擦の一段の激化などによる輸出環境悪化がリスク

日米貿易協定交渉が 9 月に合意し、早ければ 20 年 1 月にも発効する見通しだ。今回の交渉により、自動車・自動車部品に対する追加関税の発動は回避された。日米間の関税引き下げによる日本経済への影響は+0.04%p 程度とみられるが、自動車関税が課されていた場合の影響（▲0.3%p 程度）を回避できた効果は大きい（詳細は P.25 トピックス②：日米貿易協定の経済効果を参照）。一方、輸出・生産の下振れリスクとして、次の三つに警戒が必要である。

第一に、米中貿易摩擦の激化である。対中制裁関税の影響は、中国から米国への輸出減少のみならず、中国向けに部品などを供給する国にも間接的に影響が及ぶ。中国の米国向け輸出に占める日本の付加価値シェアは 1.8%と相対的に高く、米国による対中制裁関税の影響を間接的に受けやすい国のひとつである。米中経済が下振れれば、日本の主要輸出先である両国向けの輸出が減少する可能性がある。

第二に、米欧貿易摩擦をはじめとした通商協議の行方である。米国は EU のエアバスへの補助金を巡り、EU に対して年最大 75 億ドル相当の報復関税を発動し、EU は報復措置を検討している。現在、米中貿易交渉が膠着状態にあることから、20 年の大統領選に向けて成果を得るために、EU に対して強硬な姿勢をとる可能性がある。現時点では米中貿易摩擦に比べ関税規模は小さいが、今後米欧貿易摩擦が激化した場合、日本経済にも波及する可能性がある。また、NAFTA の代わりとなる USMCA（米国・メ

キシコ・カナダ協定)についても、米議会の批准遅れから発効のめどがたたず、日本企業の海外生産戦略などに影響を与えている。これらの通商協議の行方は、米中貿易摩擦に比べ規模は小さく、日本企業への影響はまだ顕在化していないが、協議が難航した場合、輸出環境の悪化につながる。

第三に、**円高の進行**である。今後も連続して米国で利下げが行われる観測が高まった場合や、金融市場のリスク回避度が強まった場合、円高圧力が強まる。輸出企業の採算円レートをみると、大企業では1ドル100円前後、中堅・中小企業では1ドル107円前後となっている。円高が進めば、中堅・中小企業を中心に採算割れとなる業種が増加する可能性がある。

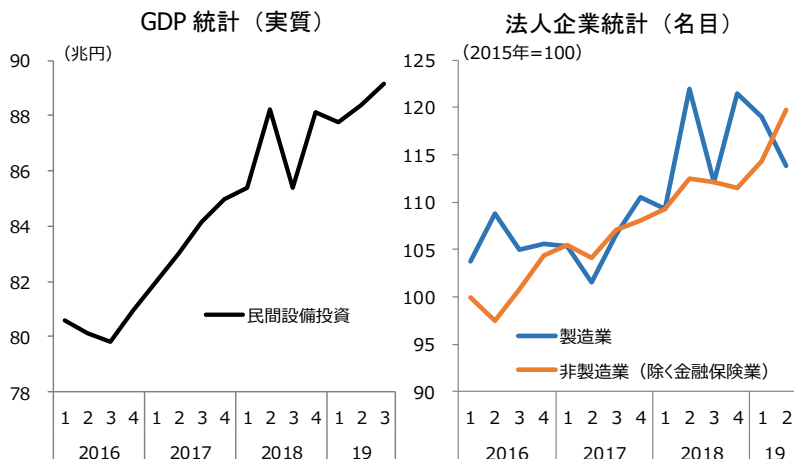
(3) 設備投資の動向

輸出・生産の減少を背景に、企業の設備投資は増勢鈍化が継続

19年7-9月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+0.9%と2四半期連続で増加した(図表2-10、左)。消費税増税前にリース契約の駆け込み需要が発生し、設備投資の押し上げ要因となった模様だ。ただし、総じてみれば、17年~18年に比べて設備投資の伸びは減速している。①情報化関連投資、②既存設備の維持・補修投資、③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資、など設備投資に対する構造的なニーズは強いとみられるが、輸出・生産の減少を受け、企業の投資姿勢はやや慎重化している。

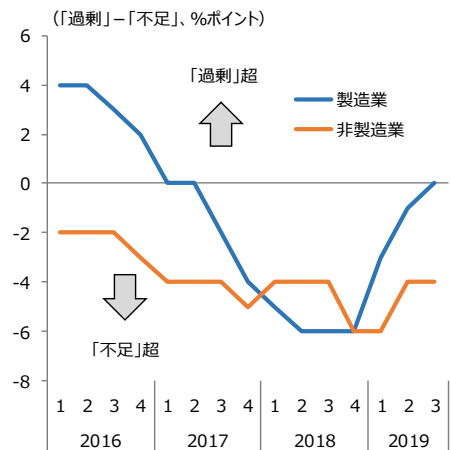
製造業と非製造業で分けてみると、製造業では、18年以降、設備投資の動きが弱い(図表2-10、右)。はん用・生産用・業務用機械工業や電子部品・デバイス工業など輸出・生産の悪化が大きい業種を中心に設備稼働率は低下傾向にあり、設備不足の状況ではなくなっている(図表2-11)。

図表 2-10 設備投資関連統計



注：法人企業統計はソフトウェアを含む全規模合計。
出所：内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 設備判断 DI



注：全規模。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

一方、非製造業では、設備投資は増加基調を維持し、底堅く推移している(図表2-10、右)。上記の③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資が根強いとみられるほか、設備不足感も強い(図表2-11)。19年度の設備投資計画では、増加要因として情報・通信では「データセンター投資」や「5Gを見据えた基地局・ネットワーク整備」、卸売・小売では「コンビニの省力化投資」などが挙げられている(図表2-12)。

先行きの設備投資は、上記の①~③を背景に増加基調の維持を見込むが、増加ペースは20年度にかけて徐々に鈍化していくだろう。製造業の設備不足感は和らいでいるほか、米中経済の減速など輸出環境の先行きに対する不確実性の高まりが重しとなろう。実質設備投資の伸びは、18年度の前年比+3.5%から減速し、19年度+1.4%、20年度+1.4%と予測する。

図表 2-12 19年度の設備投資計画における増加要因

		増加要因
製造業	輸送用機械	電動化を含むモデルチェンジ対応、自動車向け電池の能力増強投資
	化学	自動車向け電池材料、半導体材料、化粧品・日用品
	電気機械	自動車向け電子部品、データセンター向け部材
非製造業	運輸	鉄道の高速度化や安全対策、不動産開発、物流施設整備
	通信・情報	データセンター投資、5Gを見据えた基地局・ネットワーク整備
	不動産	国際ビジネス拠点・大型複合施設などの都心部開発
	卸売・小売	コンビニの省力化投資、卸売の物流施設整備

出所：日本政策投資銀行「2019年度設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

(4) 雇用・所得の動向

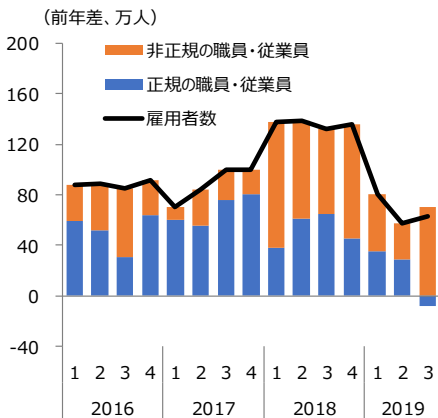
海外経済の減速などを背景に追加的な労働需要に弱さ

労働需給の逼迫度合いは緩みつつある、完全失業率は2%台前半と構造失業率2.7%（当社推計）を下回って推移している。雇用者数は18年平均の140万人近い大幅な伸びからの反動もあり、19年7-9月期は前年差+63万人と伸びは鈍化している（図表2-13）。雇用形態別の内訳をみると、19年7-9月期は正規の職員・従業員が減少に転じたが、非正規の職員・従業員が大きく伸びた。

企業の労働者の過不足状況をみると、依然として人手不足感は強く、特に正社員の人手不足感が強い（図表2-14）。上記の正規職員の雇用減少は、労働需要の減少よりも、労働供給の減少が影響している可能性が高い。65歳以上の労働市場参加により非正規の充足率は高まっているが、企業が求める正規人材とのミスマッチが生じていると判断できる。

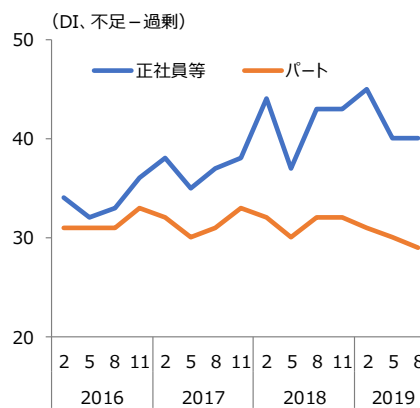
こうした需給状況を反映して、正規の賃金の伸びは緩やかに上昇しているものの、非正規の賃金の伸びは横ばいで推移している（図表2-15）。

図表 2-13 雇用者数



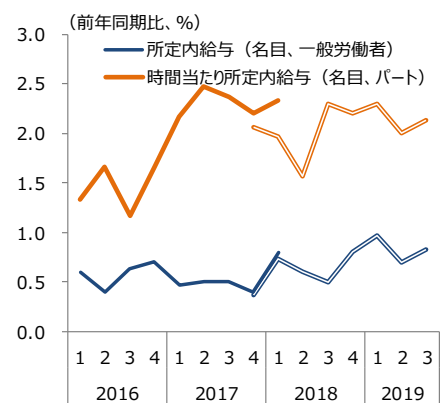
注：四半期ベース。除く役員。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 労働者過不足状況



出所：厚生労働省「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 賃金



注：四半期ベース。17年第4四半期以降の二重線部分は、共通事業所の前年同期比（厚生労働省公表の参考資料を基に当社試算）。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

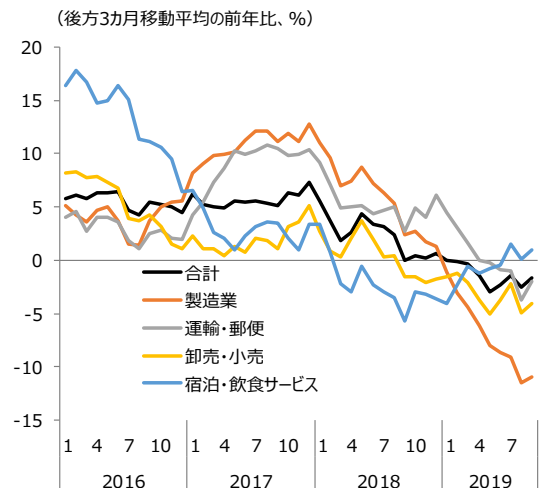
総じて堅調な雇用・所得環境であるが、一部業種では雇用調整圧力が強まっている。業種別の新規求人数をみると、製造業は輸出・生産の減少を背景に19年以降大幅に悪化しており、製造業と関連する運輸・郵便や卸売・小売へも波及している可能性がある（図表2-16）。宿泊・飲食サービス業の新規求人数は足もとでやや持ち直しているものの、インバウンド需要鈍化の影響を受けているとみられ、低い水準で推移している。

雇用者報酬は20年度にかけて伸び鈍化を予想

先行きは、輸出・生産の減少による雇用・所得への下振れ圧力に注意が必要だ。就業者数に占める製造業の割合は16%（18年）にとどまるが、製造業と関わりの深い非製造業への波及も含めると影響は増幅される。既に一部業種（運輸・郵便、卸売・小売など）では、影響が波及しつつある。現時点では、労働需給の逼迫度合いは緩みつつも、雇用・所得環境は堅調に推移しているが、海外経済の減速が今後雇用にも波及する可能性がある。

19年度の名目雇用者報酬は、前年比+1.5%と、18年度の同+2.8%から伸びが鈍化する可能性が高い。20年度は、輸出・生産の下振れ圧力は徐々に緩和される一方で、消費税増税後の内需の伸び鈍化も予想され、同+1.3%と予測する。もっとも、雇用者数の伸び鈍化の影響を考慮した1人当たり名目雇用者報

図表 2-16 新規求人数



出所：厚生労働省「一般職業紹介状況」より三菱総合研究所作成

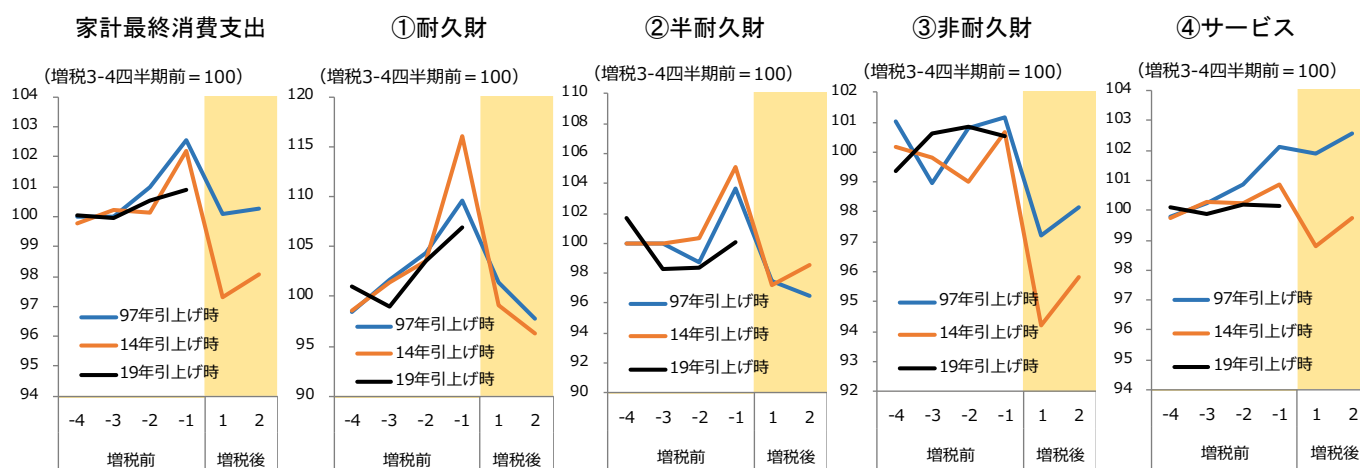
酬では、19年度が前年比+0.7%、20年度が同+1.1%と1%程度の伸びが続く見込み。

(5) 消費の動向

19年7-9月期は、耐久財を中心に駆け込み需要が消費を押し上げ

19年7-9月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.4%の増加となった。消費税増税を直前に控え、耐久財（家電や家具など）や半耐久財（衣服や靴など）などが増加し、消費全体を押し上げた（図表2-17、①および②）。

図表 2-17 形態別の家計最終消費支出

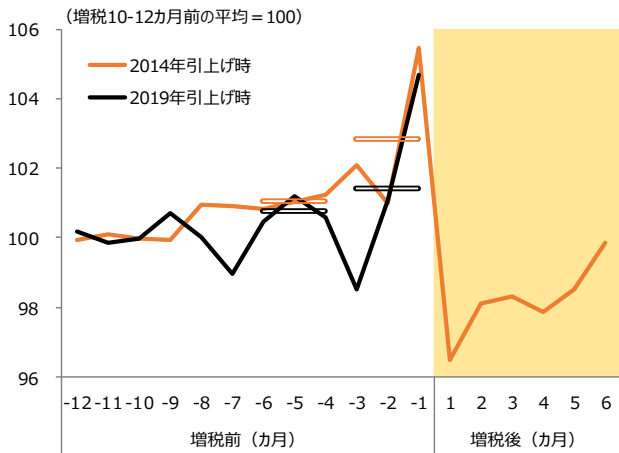


注：実質季調値。四半期ベース。網掛けは消費税増税後を示す。縦軸は消費税増税3-4四半期前の平均=100。
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

19年7-9月期の消費の伸びは、過去の消費税増税時（97年1-3月期は季調済前期比+1.5%、14年1-3月期は同+2.0%）に比べると小幅にとどまった。その背景には、19年4-5月にGW10連休により消費が押し上げられた反動や、7月の日照不足・長雨の影響を受けたことがある。ただし、月次で見ると、19年7-8月までは消費は横ばい圏内で推移してきたが、19年9月に大幅に増加しており（図表2-18）、一定の駆け込み需要があったと判断できる。

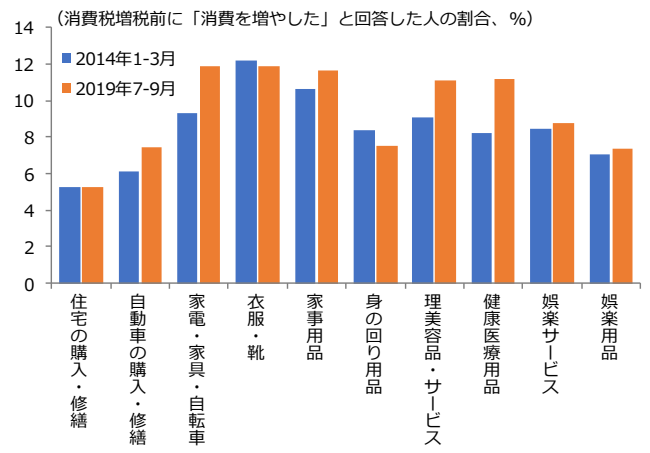
当社の生活者市場予測システム（mif）を用いて生活者5,000人を対象に調査・作成した「MRI生活者マインド指数」によると、消費税増税前に「消費を増やした」人の割合は、19年も14年と同程度であった（図表2-19）。品目別にみると、「家電・家具・自転車」や「家事用品」、「理美容品・サービス」、「健康医療用品」などで、19年は14年よりも「消費を増やした」人の割合は高かった。

図表 2-18 消費活動指数



注：実質季調値。月次ベース。横棒は四半期平均。網掛けは消費税増税後を示す。
出所：日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 消費税増税前の消費動向



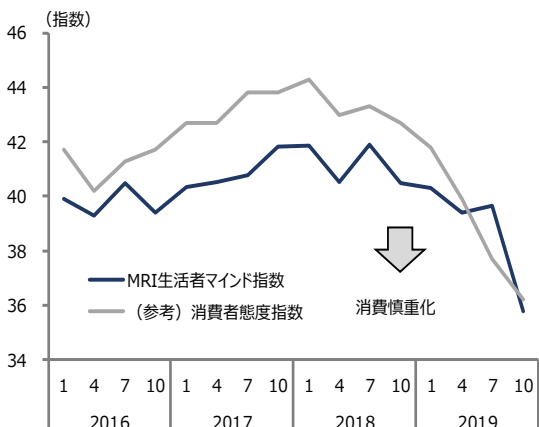
注：家事用品は寝具・食器・調理器具・掃除用品、身の回り用品はかばん・時計・アクセサリ、理美容品・サービスは美容院・化粧品・石鹸、健康医療用品は薬・おむつ、娯楽サービスは旅行・遊園地/美術館の年間パスポート、娯楽用品はスポーツ用品・ペット関連の支出などが含まれる。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (19年10月実施、回答者5,000人)

消費税増税後は、実質所得減少が消費の下押し要因に

消費税増税後は、一時的に駆け込み需要後の反動減が予想されるほか、税込み価格が上昇すれば、実質所得が減少し、消費の下押し圧力となる。

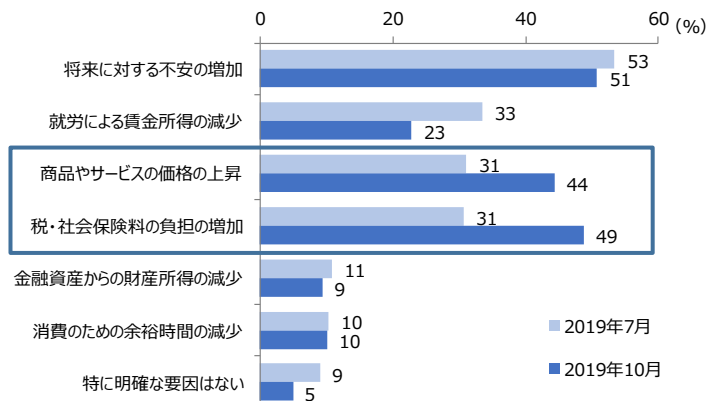
前出の mif 調査を用いて作成した「MRI 生活者マインド指数」によると、家計の消費に対する姿勢 (3カ月前からの変化) は 19年10月調査で大幅に低下し、16年1月の調査開始以来、最も低い水準となった (図表 2-20)。消費を慎重化させた理由としては、「商品やサービスの価格の上昇 (44%)」、「税・社会保険料の負担の増加 (49%)」が前回調査 (19年7月) から大幅に増加しており (図表 2-21)、消費税増税により、家計の消費に対する姿勢は慎重化しているとみられる。

図表 2-20 MRI 生活者マインド指数



注：MRI 生活者マインド指数は、3カ月前に比べて消費に対して「前向きになった」割合×100+「変わらない」割合×50+「慎重になった」割合×0により算出。毎年1,4,7,10月に調査実施。
出所：内閣府「消費動向調査」、三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (回答者5,000人)

図表 2-21 消費姿勢慎重化の要因



注：消費姿勢を慎重化させたと回答した者に占める回答割合。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (19年7月および10月実施、回答者5,000人)

政府・企業の各種施策・取り組みが消費増税後の消費を下支え

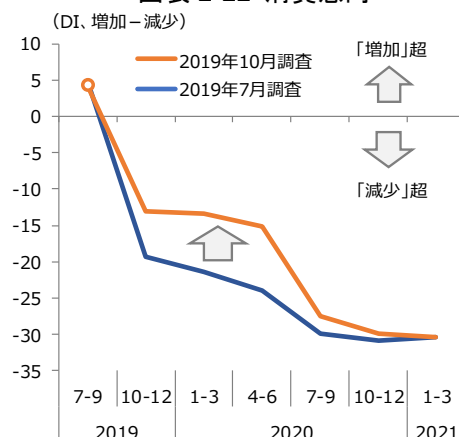
今回の消費税増税に伴い、政府・企業は、増税前後での需要変動を緩和する施策・取り組みを実施している。政府は、キャッシュレス決済に対するポイント還元や低所得者・子育て世代（0～2歳児）向けプレミアム付商品券などを実施しているほか、企業は、税込み価格の据え置きや割引券のキャンペーンなどを通じた実質値引きなどを行っている。

こうした政府・企業の施策・取り組みは、消費税増税後の消費を一定程度下支えすると見込まれる。家計の先行きの消費意向について、前述 mif 調査を用いて 19 年 7 月調査から 19 年 10 月調査への変化をみると、19 年 10-12 月期～20 年 7-9 月期の消費の減少幅が縮小した（図表 2-22、青線→オレンジ線）。消費税増税後の 10 月に入り、上記の施策・取り組みによる消費税増税に伴う負担の軽減を家計が実感し、先行きの消費意向の減少幅を縮小させた可能性がある。

実際、家計の多くが上記の政府・企業の施策・取り組みを利用している模様だ。前述の mif 調査によれば、家計の 6 割弱が「政府によるキャッシュレス決済に対するポイント還元」を、家計の 4 割程度が「民間のキャッシュレス事業者によるポイント上乗せ」や「小売店・飲食店・ネット通販などでの消費税増税後の実質値引き」を利用している（図表 2-23）。

上記の政府・企業の施策・取り組みの利用の有無別に、先行きの消費意向を比べると、ポイント還元などを利用している家計ほど先行きの消費意向の減少幅が小さいという結果となった（図表 2-24）。

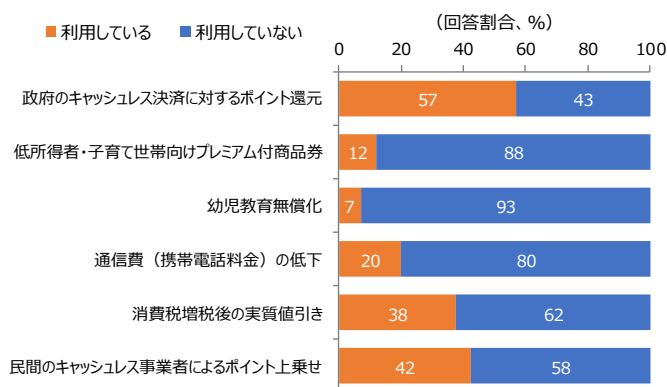
図表 2-22 消費意向



注：消費税増税前に比べて、①大きく増加：+2、②増加：+1、③変化させない：0、④減少：▲1、⑤大きく減少：▲2 とし、回答者割合を用いて集計。19 年 10 月調査の 19 年 7-9 月は消費実績に対する回答。

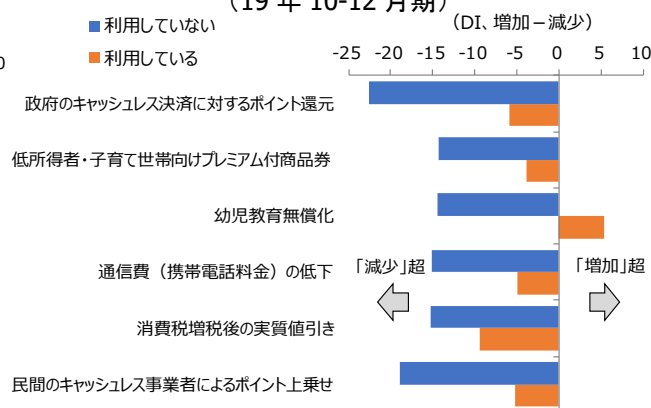
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (19 年 7 月および 10 月実施、回答者 5,000 人)

図表 2-23 各種施策・取り組みの利用割合



出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (19 年 10 月実施、回答者 5,000 人)

図表 2-24 各種施策・取り組みの利用者別の消費意向 (19 年 10-12 月期)



注：消費税増税前に比べて、①大きく増加：+2、②増加：+1、③変化させない：0、④減少：▲1、⑤大きく減少：▲2 とし、回答者割合を用いて集計。19 年 10-12 月期の DI を表示。

出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (19 年 10 月実施、回答者 5,000 人)

駆け込み反動後は緩やかに持ち直すも、20 年度にかけて消費は低い伸び

先行きの消費は、消費税率引き上げに伴う実質所得の低下に加え、消費税増税による反動が予想されることから、19 年度後半には一時的にマイナスの伸びを予測する。台風被害も消費の下振れ要因となろう。20 年度は、底堅い雇用・所得環境が続くなか、教育無償化や通信料引き下げによる家計負担の軽減や東京五輪などが下支え要因となり、消費の低迷長期化は避けられる見込だが、前期比+0.1%～0.2%程度の低い伸びにとどまる可能性が高い。実質民間最終消費支出の伸びは、19 年度+0.4%、20 年度▲0.1%と予測する。

(6) 物価の動向

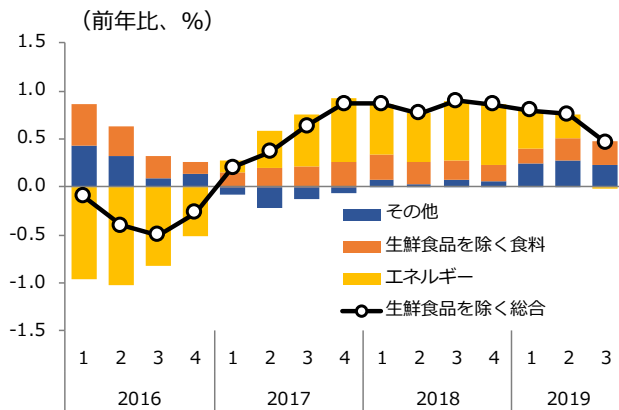
物価の基調は依然として弱い

19年7-9月期の消費者物価指数の伸びは、生鮮食品を除く総合指数が前年比+0.5%と、19年4-6月期から伸びが低下した。物価上昇の品目別内訳をみると、エネルギー価格要因による押し上げが剥落し、全体を押し下げている。(図表2-25)。生鮮食品・エネルギー除く総合指数では、同+0.5%と19年4-6月期から伸びは横ばいにとどまり、内生的な物価上昇圧力は依然として力強さを欠く状況にある。

消費税増税影響は、幼児教育・保育無償化と課税品目の値下げにより相殺

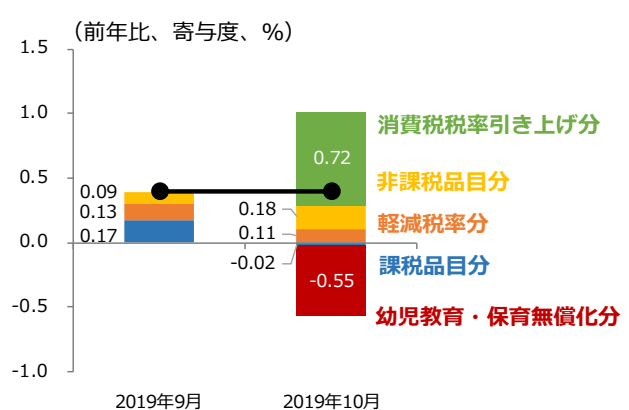
消費税増税は消費者物価へ影響するが、これまでのところ影響は限定的だ。東京都区部の消費者物価上昇率をみると、消費税率引き上げは消費者物価上昇率を0.72%p押し上げたものの、幼児教育・保育無償化が物価を▲0.55%p押し下げたほか、課税品目も値下げなどにより▲0.2%p押し下げた。全体としては、19年9月から19年10月にかけて消費者物価の伸びは横ばいにとどまった(図表2-26)。もっとも、電気代、通信料、水道料金など一部の商品・サービスでは11月以降に新税率が適用される。これらを反映すれば、最終的には消費税増税後の物価上昇率は増税前より高まる見込み。

図表 2-25 物価上昇率の品目別内訳



注：物価は生鮮食品除く総合。
出所：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-26 東京都区部の消費者物価上昇率：内訳



注：物価は総合。
出所：総務省「消費者物価指数 東京都区部、消費税率引上げ及び幼児教育・保育無償化の影響(参考値)」より三菱総合研究所作成

教育無償化と携帯通信料引き下げが物価を下押し

物価の先行きはどうか。労働需給の逼迫などによる賃金の上昇圧力が徐々に弱まってきているほか、消費税増税や外需環境の悪化を背景にマクロの需給ギャップの改善ペースは鈍る可能性が高い。

加えて、①一部通信会社が表明した携帯通信料の引き下げ、②19年10月開始の幼児教育の無償化、③20年4月開始の高等教育無償化の三つの特殊要因が、19年度と20年度の生鮮食品除く総合(コアCPI)の伸びを平均して前年比▲0.3%p程度押し下げる方向に寄与する。

なお、物価見通しの前提となる対ドル為替レートは、20年度末にかけて106円程度で推移すると想定。原油価格(WTI)は、20年度末にかけて平均的には1バレル当たり60ドル弱での推移を見込む。

これらを踏まえると、コアCPIの伸びは、消費税の影響を除くベースで19年度にいったん低下し、その後20年度にかけて各種下振れ要因の剥落から+1%程度まで伸びを高める見込み。19年度+0.8%(消費税の影響を除けば+0.3%)、20年度+1.1%(同+0.6%)と予測する。

(7) まとめ

日本経済は景気後退の瀬戸際に、20年1-3月期以降の内需の回復力が焦点

19年7-9月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.1%（年率+0.2%）と4四半期連続でのプラス成長となった。輸出や在庫はマイナスに寄与したものの、消費税増税前の駆け込み需要により、消費を中心に内需が堅調な伸びをみせた。

19年度後半の日本経済は、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。ただし、各種増税対策（①ポイント還元や各種減税による税負担の軽減、②国土強靱化のための公共投資の増加、③幼児教育無償化や通信料の引き下げなどによる家計負担の軽減）が19年度中に相次いで実施されることが下支えとなり、景気後退の瀬戸際で踏みとどまるとみる。実質GDP成長率は、19年10-12月期に年率▲2%程度のマイナス成長となったあと、20年1-3月期は同0%程度となり、19年度全体では前年比+0.7%を見込む（前回見通し（9月9日）から▲0.1%pの下方修正）。

20年度の日本経済は、既往のアジア向け輸出下振れの反動などから輸出・生産はやや持ち直すものの、年度後半にかけてポイント還元策の終了や東京五輪関連の特需剥落も予想されることから内需の伸びが緩やかに鈍化し、同+0.5%と減速を見込む（前回から変更なし）。

先行きのリスクのうち、海外に起因するものは、総論（P.8-10）で挙げた三つの世界経済リスク（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）が顕在化することである。輸出・生産の下振れや株価の下落などを通じて、日本経済にも負の影響が及ぶであろう。

また、国内に起因するリスクとして、消費税増税後の消費下振れが考えられる。仮に増税後の消費の回復力が弱く、19年10-12月期に加え、20年1-3月期までマイナス成長が続けば、日本経済が景気後退と認定される可能性がある。

図表 2-27 実質 GDP の見通し



出所：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

トピックス①：日本の景気後退確率

景気転換点を予測するレジームスイッチングモデル

景気の局面判断を行う上で、GDP や短観、鉱工業生産指数、景気動向指数などは有効な統計である。しかし、既存の公表統計のみを用い、景気の局面判断を行うことは困難である。そこで、統計学的手法を用い、景気転換確率を計算し、景気局面を判断する上での参考とする。

景気転換点を予測する代表的な手法としては、Hamilton (1989)³によるレジームスイッチングモデルがある。景気を拡張期と後退期に二分し、対象とする変数が拡張期から後退期（またはその逆）に移る確率を求める方法である。

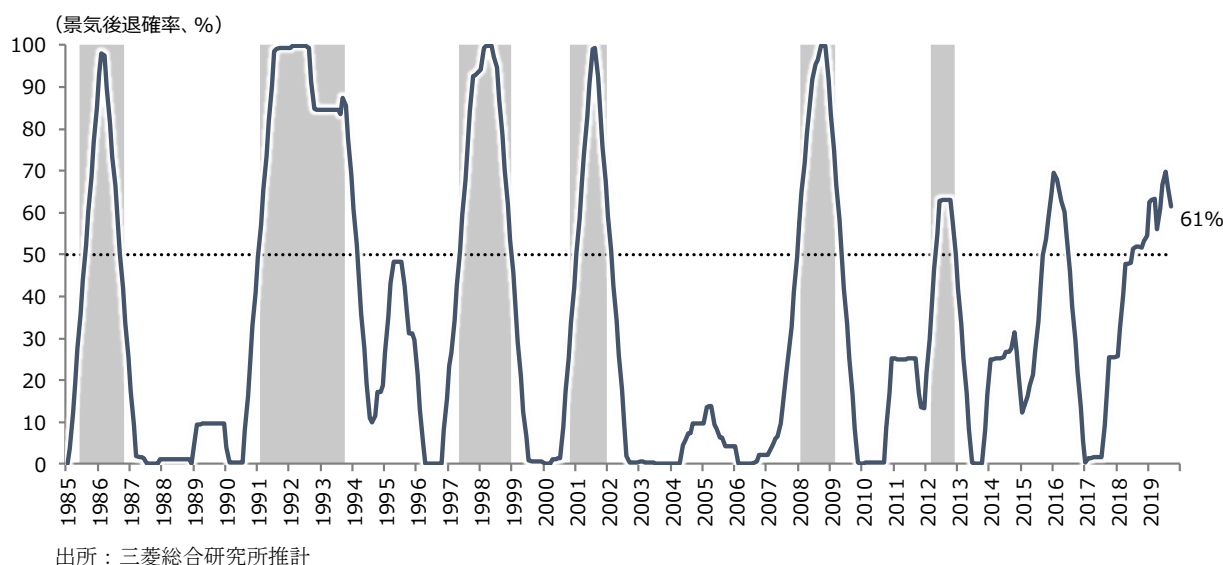
基本的な考え方としては、対象とする指標の変化率が、景気の拡張期と後退期では異なる値をもつとする。景気の局面転換が生じると、転換の都度、現実を観測される変化率は確率的に上下にジャンプし、基準線を切り替える。この転換を左右する推移確率に1次のマルコフ過程（今期の状態が前期の状態に依存して決まる）を仮定し（すなわち局面転換がマルコフ確率過程に従って起こる）、条件付き確率を最尤法で推定する。なお、Hamilton (1989) は米国 GNP を用い転換確率を計算し、実際の景気基準日付と対応する結果を得ている。

日本経済の景気後退確率は足もとで 60%程度

今回、景気動向指数一致指数の構成要素を用い、Hamilton (1989)の方法で景気転換確率を計算した。過去の景気基準日付と照らし合わせると、景気転換確率 50%を超えれば景気後退期、50%を下回れば景気拡張期がほぼ当てはまっていることが分かる。直近の値をみると、18年7月～12月までは50%程度で推移し、19年5月以降は60%を超える値となっている（図表 2-28）。

もっとも、15年のチャイナ・ショック時のように、景気後退確率が50%を超えても結果的に景気後退と認定されなかった局面もある。景気後退の最終的な認定は、内閣府「景気動向指数研究会」における専門家の討議を経て確定するため、上記の景気後退確率はあくまで参考として解釈する必要がある。いずれにしても日本経済は景気後退の瀬戸際にあるという点に相違はなく、消費税増税後の消費の回復力や外需の動向に注目が集まる。

図表 2-28 景気後退確率



³ Hamilton, J. (1989), A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle, *Econometrica*, 57(2), 357-384.

トピックス②：日米貿易協定の経済効果

日米貿易協定が合意、20年1月にも発効見込み

19年9月下旬、日米貿易協定が合意された。米国は、通商拡大法 232 条に基づく自動車・自動車部品への追加関税をちらつかせながら日本の農産品への関税引き下げを一方的に求めていたが、日本も、農産品の関税引き下げには工業品への米国の関税引き下げが必要と主張してきた。こうしたなか、2020年の大統領選挙での再選に向けて、通商交渉で成果を上げたいトランプ米大統領の意向を受け、交渉開始から半年程度での短期間で合意となった。早ければ20年1月にも発効する見通しだ。

日米貿易協定の締結により、牛肉や豚肉などを中心に日本が米国から輸入する農林水産品の関税削減・撤廃が決まったが、関税の削減・撤廃の程度は、TPPと同内容に抑えた。一方、日本から米国に輸出する自動車・自動車部品については、今後も関税の撤廃に関してさらに交渉をすることを明記するにとどまったが、今回の合意により、日本が懸念していた、自動車・自動車部品への米国による追加関税は回避された（図表 2-29）。

図表 2-29 日米貿易協定の主な合意内容

		日本→米国	米国→日本
工業品	自動車・自動車部品	・「関税の撤廃に関して更に交渉」と明記 ※数量制限、輸出自主規制等は回避	・有税工業品は譲許せず
	その他工業品	・一部品目（産業機械等）で関税を撤廃・削減	
農林水産品		・42品目（醤油等）で関税撤廃・削減	・牛肉、豚肉、小麦、乳製品、ワインの関税削減・撤廃はTPPと同内容 ・コメ関係は除外（関税削減・撤廃せず）

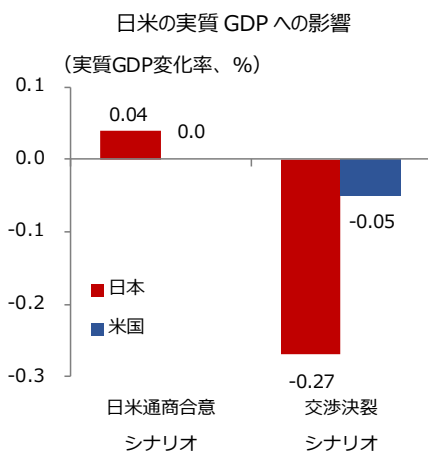
出所：経済産業省「日米貿易協定、日米デジタル貿易協定の概要」より三菱総合研究所作成

交渉決裂を回避した意義は大きい

日米貿易協定の合意による日本経済への影響について、経済連携効果の分析に広く用いられる GTAP モデル⁴で試算を行った。

日米通商協定の合意による日本の GDP への中長期的な影響をみると、GDP 押し上げ効果は+0.04%pにとどまる（図表 2-30）。しかし、仮に日米通商交渉が決裂し、米国が日本の自動車・自動車部品へ25%の追加関税が課されていた場合、日本の GDP は▲0.3%p 押し下げられる可能性があった。自動車にとどまらず、電気機械や一般機械などにも追加関税対象が拡大していた可能性も否定できず、その場合、GDP の下振れ幅は一段と拡大していたであろう。日米通商協定は、おおむね TPP の範囲内での合意であり、大きなプラスの効果は見込めないものの、交渉が決裂していた場合との差分では意義が大きい。

図表 2-30 日米貿易協定の影響



試算の前提

日米通商合意シナリオ	下記の品目について、日本が米国からの輸入関税を撤廃 <u>HS4 桁</u> ：0201、0202、0203、0206、0207、0210、1610、0408、0710、0802、0804、0808、0809、0810、0813、1002、1007、1008、1102、1902 <u>HS6 桁</u> ：040410、040610、040620、080510、081110、081120、100590、180620
交渉決裂シナリオ	下記の品目について、米国が日本からの輸入関税を25%引き上げ <u>HS2 桁</u> ：87

注：関税の前提は右表参照。協定で合意された品目のうち代表的なものを抽出して試算。

出所：三菱総合研究所推計

⁴ 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。

図表 2-31 2019、2020 年度の日本の実質 GDP 成長率予測

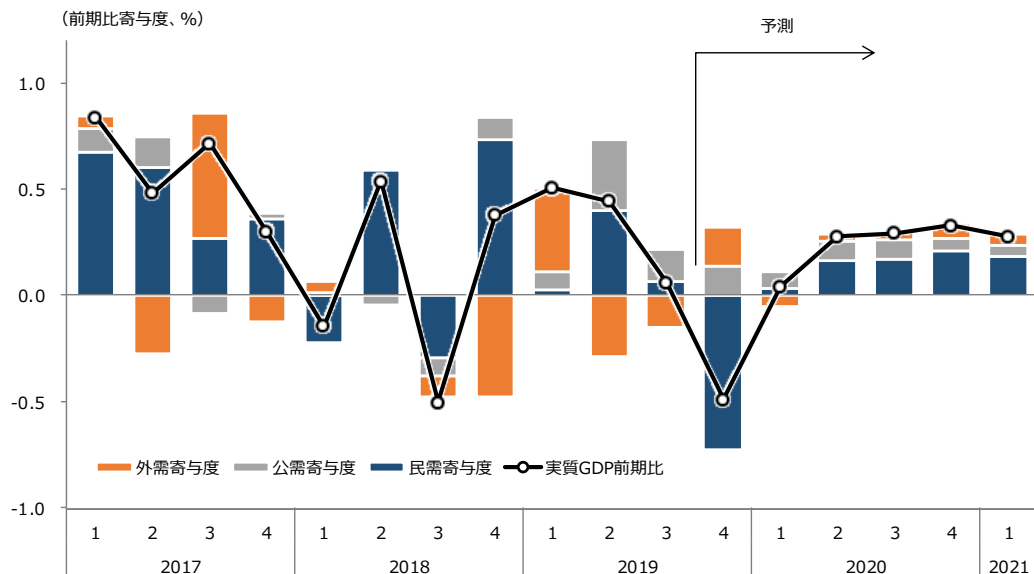
項目	実績				予測			
	2017年度		2018年度		2019年度		2020年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	1.9	***	0.7	***	0.7	***	0.5	***
内需	1.5	1.5	0.8	0.8	1.1	1.0	0.4	0.4
民間	1.8	1.3	1.1	0.8	0.6	0.4	0.1	0.1
民間最終消費支出	1.0	0.6	0.4	0.2	0.4	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0
民間住宅投資	▲ 0.7	0.0	▲ 4.3	▲ 0.1	0.6	0.0	▲ 5.9	▲ 0.2
民間企業設備投資	4.6	0.7	3.5	0.6	1.4	0.2	1.4	0.2
民間在庫投資	***	0.1	***	0.1	***	▲ 0.1	***	0.1
公需	0.6	0.1	▲ 0.1	0.0	2.7	0.6	1.4	0.4
政府最終消費支出	0.4	0.1	0.9	0.2	2.4	0.5	1.1	0.2
公的固定資本形成	0.5	0.0	▲ 4.0	▲ 0.2	3.6	0.2	2.5	0.1
外需（純輸出）	***	0.4	***	▲ 0.1	***	▲ 0.3	***	0.1
輸出	6.5	1.1	1.6	0.3	▲ 1.3	▲ 0.2	0.9	0.2
輸入	4.0	▲ 0.6	2.2	▲ 0.4	0.4	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0
名目GDP	2.0	***	0.5	***	1.7	***	1.9	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-32 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

	実績								予測				
	2018		2019				2020				2021		
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP 前期比	-0.1%	0.5%	-0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.1%	-0.5%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
前期比年率	-0.6%	2.2%	-2.0%	1.5%	2.0%	1.8%	0.2%	-1.9%	0.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.1%

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-33 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

		年度				年度（前年比）			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
目	国内総生産 (= GDP)	547,498	550,381	560,009	570,544	2.0%	0.5%	1.7%	1.9%
	民間最終消費支出	303,236	305,579	310,048	315,359	1.4%	0.8%	1.5%	1.7%
	民間住宅投資	17,221	16,750	17,047	16,295	1.1%	▲2.7%	1.8%	▲4.4%
	民間設備投資	86,142	89,892	91,594	93,618	5.4%	4.4%	1.9%	2.2%
	民間在庫品増加	736	1,562	1,055	1,511	***	***	***	***
	政府最終消費支出	107,565	108,645	111,556	113,274	1.1%	1.0%	2.7%	1.5%
	公的固定資本形成	27,579	26,951	28,355	29,534	2.3%	▲2.3%	5.2%	4.2%
	公的在庫品増加	85	14	48	215	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,934	988	306	737	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	98,276	100,490	96,537	98,177	10.5%	2.3%	▲3.9%	1.7%
財貨・サービス輸入	93,342	99,502	96,231	97,440	11.7%	6.6%	▲3.3%	1.3%	

(単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、%)

質	国内総生産 (= GDP)	531,893	535,568	539,451	542,313	1.9%	0.7%	0.7%	0.5%
	民間最終消費支出	298,851	300,103	301,446	301,292	1.0%	0.4%	0.4%	▲0.1%
	民間住宅投資	16,046	15,361	15,451	14,537	▲0.7%	▲4.3%	0.6%	▲5.9%
	民間設備投資	84,430	87,375	88,621	89,840	4.6%	3.5%	1.4%	1.4%
	民間在庫品増加	819	1,567	1,101	1,576	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,424	107,376	109,917	111,116	0.4%	0.9%	2.4%	1.1%
	公的固定資本形成	25,971	24,937	25,825	26,468	0.5%	▲4.0%	3.6%	2.5%
	公的在庫品増加	98	27	55	221	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,190	▲1,768	▲3,302	▲2,586	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,436	92,855	91,652	92,505	6.5%	1.6%	▲1.3%	0.9%
財貨・サービス輸入	92,626	94,623	94,954	95,091	4.0%	2.2%	0.4%	0.1%	

		年度				年度（前年比）			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
指数	鉱工業生産指数	103.5	103.8	102.2	102.7	2.9%	0.3%	▲1.5%	0.5%
	国内企業物価指数	99.3	101.5	101.7	103.9	2.7%	2.2%	0.2%	2.1%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	101.2	102.1	103.2	0.7%	0.8%	0.8%	1.1%
	GDPデフレーター	102.9	102.8	103.8	105.2	0.1%	▲0.2%	1.0%	1.3%
	完全失業率	2.7%	2.4%	2.4%	2.6%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	94.6	95.3	88.2	83.2	▲2.8%	0.7%	▲7.4%	▲5.6%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	22,175	19,243	19,740	19,237	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,083	▲16	▲317	675	***	***	***	***
	貿易収支	4,540	696	▲32	862	***	***	***	***
	輸出	78,283	80,326	76,805	78,158	10.6%	2.6%	▲4.4%	1.8%
	輸入	73,743	79,630	76,837	77,296	13.4%	8.0%	▲3.5%	0.6%
	通関収支戻（10億円）	2,446	▲1,595	▲2,432	▲2,129	***	***	***	***
通関輸出	79,222	80,710	77,271	78,595	10.8%	1.9%	▲4.3%	1.7%	
通関輸入	76,766	82,304	79,703	80,724	13.6%	7.2%	▲3.2%	1.3%	

為替	国債10年物利回り	0.05%	0.06%	-0.13%	-0.12%	***	***	***	***
	M2	981,695	1,008,259	1,031,251	1,054,693	3.7%	2.7%	2.3%	2.3%
	日経平均株価	20,984	21,973	21,638	22,457	19.8%	4.7%	▲1.5%	3.8%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	53.6	62.9	57.6	57.0	12.1%	17.4%	▲8.5%	▲1.0%
	円/ドル レート	110.8	110.9	108.3	106.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.171	1.158	1.115	1.112	***	***	***	***
円/ユーロ レート	129.7	128.4	120.7	117.8	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、及び為替レートは年度中平均。消費者物価は2015年基準。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

3. 米国経済

潜在成長率程度の成長を持續も、一部の連銀は景気減速を示唆

19年7-9月期(速報値)の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と、ほぼ前期(同+2.0%)並みの伸びとなり、潜在成長率程度(同+2.0%前後)の成長を持續した。設備投資が悪化も、堅調な個人消費が下支えした。しかし、全米12地区連銀が、各地域の経済状況をまとめた地区連銀経済報告では、10月公表において、経済の減速を示唆する表現が出始めている。

企業の景況感は、製造業が約10年ぶりの活動縮小

企業活動は軟調な動きが続いている。ISM製造業景況感指数は、製造業が、総合指数において約10年ぶりに50を下回り、活動縮小を示した。非製造業は活動拡大を持續しているが、19年入り後は減速傾向にある。また、資本財新規受注(航空機および軍需除く)は18年入り後に伸びが鈍化傾向だ。弱い企業活動の背景には、米中対立に関して、①既往の関税引き上げの影響が顕在化しているほか、②今後の展開に不透明感が根強いことなどから、米景気の減速懸念が強まっていることがある。先行きの企業活動も、上記の要因を背景に軟調な動きが続くと予想するが、後述の米中対立の展開次第では、さらに下振れする恐れもある。

失業率が約50年ぶりの低水準も、賃金の伸びは鈍化

雇用・所得環境は、19年9月の失業率が約50年ぶりの低水準(3.5%)を記録するなどいまだ堅調な状態にあるが、製造業を中心に労働時間が減少しているほか(図表3-2)、賃金の伸びは約1年ぶりに2%台に低下するなど、懸念すべきサインもみえ始めている(図表3-3)。企業が労働時間や賃金の調整で労働需要の弱まりに対応しているとみられる。賃金の伸びの鈍化は、米景気を下支えする個人消費への重しとなるだけでなく、家計の期待インフレ率の低下を通じて、FRBの政策判断にも影響しうるため、注意が必要だ。先行きは、景気の減速を背景に雇用者数の増加ペースと賃金の伸びが鈍化すると見込む。

消費は、底堅い。①既往の減税効果の剥落や、②景気の減速懸念が消費の重しになっているものの、利下げに伴う株高を背景に、堅調に推移する消費者マインドが下支えしているとみられる。消費の先行きは、雇用・所得の減速を背景に低い伸びにとどまるだろう。

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
実質GDP	2.4	2.9	2.2	1.8
個人消費	2.6	3.0	2.5	1.8
設備投資	4.4	6.4	2.4	2.2
住宅投資	3.5	▲1.5	▲1.7	2.1
在庫投資寄与度	0.0	0.1	0.1	▲0.0
政府支出	0.7	1.7	2.3	2.7
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.1
輸出等	3.5	3.0	▲0.0	1.5
輸入等<控除>	4.7	4.4	1.6	1.6
FFレート誘導水準(年末)	1.25-1.5	2.25-2.5	1.5-1.75	1.25-1.5
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

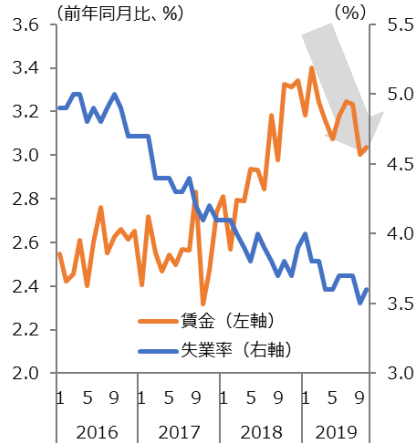
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所作成

図表 3-2 週当たり平均労働時間



出所：米国労働省

図表 3-3 雇用・所得環境



出所：米国労働省

図表 3-4 米中協議に残された課題

米国から中国への要求	中国から米国への要求
既往の制裁・報復関税の行方	
中国企業による提携米国企業に対する技術移転強要の制限	12月15日に発動予定の制裁の回避
中国国有企業に対する補助金などの制限	ファーウェイ社に対する輸出規制の撤回
為替操作の防止	
米国の知的財産保護	

出所：各種報道資料より三菱総合研究所作成

米中貿易協議は部分合意に向けて前進も、完全合意には課題も多い

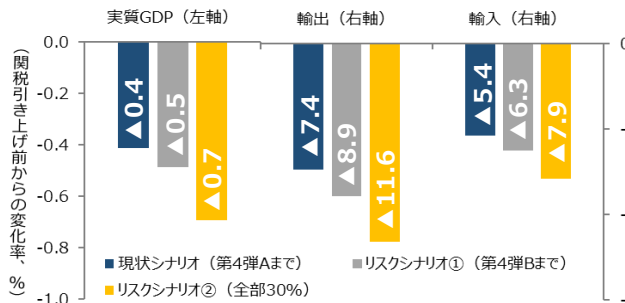
米中貿易協議は、部分合意に向けて前進がみられた。10月中旬の協議では、①10月15日に米国が発動を予定していた第1~3弾の対象品目への関税率引き上げを見送ること、②中国が米国の農産品を約400~500億ドル輸入すること、③中国による金融サービス業の市場開放、などが決まったとみられる。しかし、中国国有企業への補助金の規制など、両国間に残された課題は多い(図表3-4)。こうした課題に対しても解決策を見いだせなければ、米国が12月に予定している追加制裁(1,600億ドル相当)の発動は避けられないだろう。

米中の関税引き上げによる米国経済への影響をGTAPモデルで試算した(図表3-5)。現状シナリオの

もとでは、実質 GDP 成長率を▲0.4%p 程度押し下げるほか、米中貿易摩擦がさらに激化した場合（米国が第 1～4 弾全体の追加関税率を 30%まで引き上げ、中国が報復）には、▲0.7%p の下振れに拡大する。

加えて、米欧間の通商対立も深まっている。米政権は、EU からエアバス社への補助金に対する制裁として EU からの輸入品 75 億ドル相当に新たな関税を発動した。対する EU も報復準備があることを表明している。米政権は EU 製自動車に対する関税の発動をさらに半年間延期する見込みだが、自動車関税の発動に踏み切れば、米欧間の通商対立のさらなる激化が懸念される。

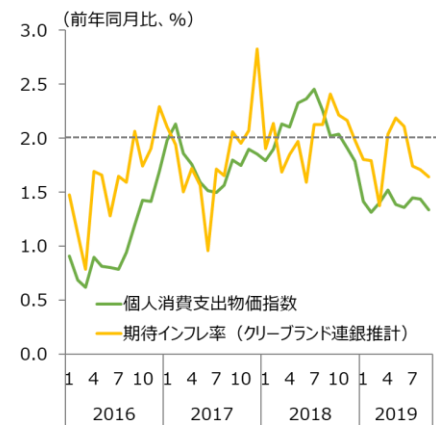
図表 3-5 米中関税引き上げの米国経済への影響



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 3-6 米国のインフレ率



出所：米国商務省および FRB より三菱総合研究所作成

政策金利は、19 年内は据え置き、20 年に 1 回の利下げを行うと予想

19 年 10 月開催の FOMC では、FF 金利誘導目標値を 1.50～1.75%に引き下げた。①米景気が減速傾向にあり、②インフレ率や期待インフレ率が物価目標（前年比+2%）を下回っていることに加え(図表 3-6)、③米中対立などに関して先行きの不透明感が根強いことなどが今年 3 回目の利下げを後押ししたとみられる。ただし、パウエル FRB 議長は、FOMC 後の会見で、これまで行われた 3 回の利下げが、時間差をもって米景気を支えると述べ、さらなる利下げには慎重な姿勢を示した。

また、FRB は、10 月中旬に月額 600 億ドルの短期国債購入を開始、20 年前半まで継続することを発表した。背景には、9 月下旬に発生した短期金利の一時的な急上昇がある。市中銀行の準備預金不足が一因となったとみられており、FRB による資産購入はこうした動きを抑制したい狙いがある。パウエル議長は、今回の資産購入は本格的なバランスシート拡大とは異なると強調している。

当社では、下記の成長率見通しを前提に、政策金利の 19 年内据え置きを予想する。20 年には、上記のように期待インフレ率が低位での推移を続けていることに加え、雇用の減速も見込まれることを鑑み、1 回の引き下げを予想する。

20 年にかけて成長減速へ、19 年は 2.2%、20 年は 1.8%と予測

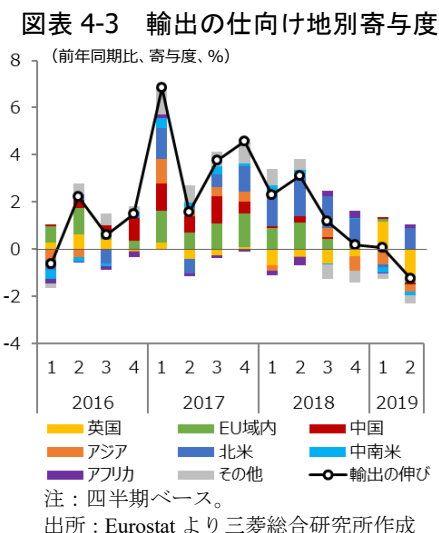
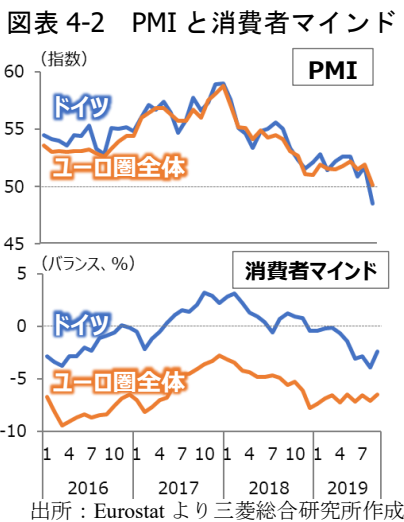
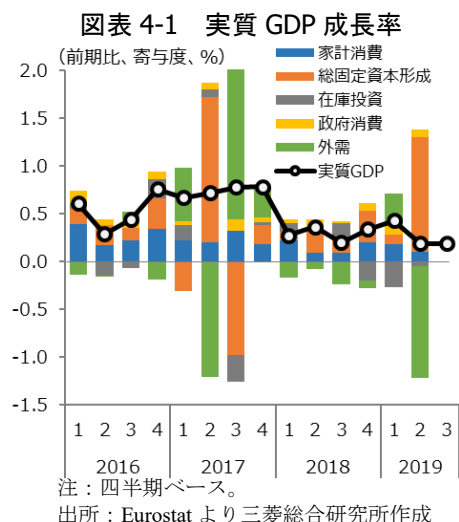
先行きの米国経済は、20 年にかけて成長減速を見込む。米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落などにより、19 年は前年比+2.2%まで成長減速を見込む（前回から変更なし）。20 年は、引き続き貿易摩擦が景気の重しとなるほか、米景気の減速懸念が消費や投資を下押しすることが見込まれ、同 +1.8%と予測する（前回から▲0.1%p の下方修正）。見通しの前提として、米国が既に実施している対中制裁関税（総額 3,600 億ドル相当）が、19 年～20 年の間は継続すると想定する。

米中貿易協議の決裂が最大の下振れリスク

米国経済の下振れリスクは、第一に、米中貿易協議の決裂による米中対立の激化である。対中制裁関税のさらなる引き上げに加え、両国の対立の主戦場が、貿易から投資・金融分野へと移行していく可能性も懸念される。トランプ政権が、ドル売り介入や、中国企業に対する米国内での営業・投資規制を実行する可能性は否定できない。両国が関税以外の制裁を開始すれば、両国間の溝がより一層深まるだけでなく、米国経済に大きな重しとなりうることは明らかだ。第二に、企業債務の増加だ。現在、米国の企業債務は歴史的な高水準にある。パウエル議長は 5 月の講演で、レバレッジド・ローンの残高が急増していることに関して警戒感を示した。企業債務の増加は、企業の債務返済負担を高め、経済活動の重しとなるだけでなく、景気悪化時には金融システムを不安定化させるリスクとなりかねない。

19年7-9月期の成長率は、外需の減速を背景に、低い伸びが持続

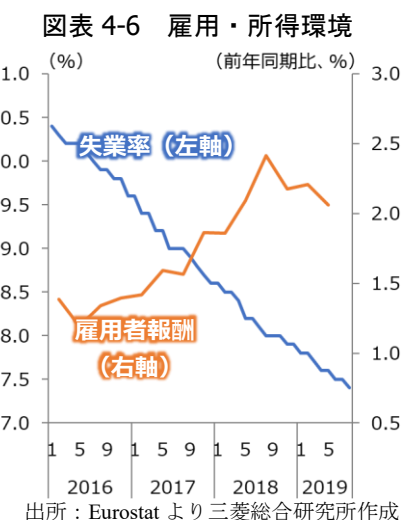
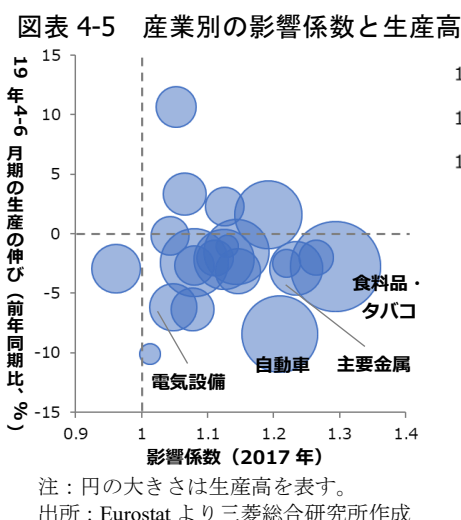
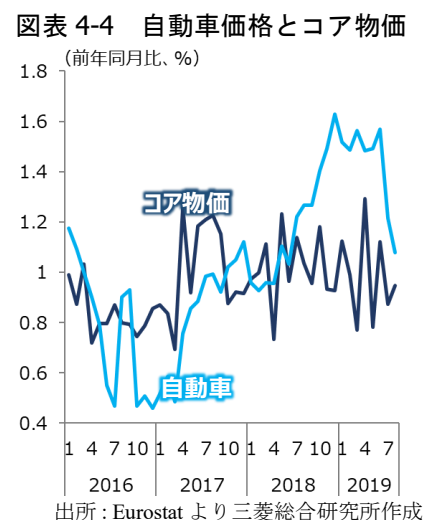
19年7-9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.2%と前期から変わらず、低い伸びが続いた(図表4-1)。特に、18年入り後から続く外需の減速は、成長への大きな重しになっており、実質GDPの回復ペースも鈍化している。ドイツは、2四半期連続のマイナス成長を回避したものの、直近数カ月においても企業や消費者のマインドが低水準にあり、厳しい状況にある(図表4-2)。



生産・輸出は依然として低調、自動車産業の回復に遅れ

ユーロ圏の企業景況感は、悪化傾向にある。製造業は好不況の境目となる50を下回って推移、サービス業も徐々に低下。製造業の生産・輸出は、外需減速や自動車産業の回復遅れを背景に、依然として低調だ。ユーロ圏からの輸出を仕向け地別で寄与度分解すると、①EU域内向けの押し上げ幅が縮小しているほか、②英国向けの押し下げ幅が大きい(図表4-3)。①は欧州景気の減速、②は英国EU離脱を巡る不透明感が重しとみられる。自動車産業は、排ガス基準変更の直前に発生した駆け込み需要に伴う反動減が長期化し、回復が遅れている。また、新基準適応にかかるコストが自動車価格を押し上げたともみられ、こうした状況も自動車需要の悪化に拍車をかけた(図表4-4)。

ユーロ圏の製造業を産業別にみると、上述の自動車に加え、食料品・タバコや主要金属においても生産量が減少している(図表4-5)。こうした産業は、生産高および他産業への波及(影響係数)が大きい。先行きの輸出は、米国など主要な輸出相手国の景気減速が予想されるため、低めの伸びが続くと予想。生産は、低調な輸出を背景に低い伸びが続くだろう。



消費は失業率の持続的な低下などを背景に底堅い

ユーロ圏の消費は伸びが低いものの底堅い。背景には、①低下を続ける失業率、②低金利による借り入れ増加がある。雇用環境は、失業率の低下は続いているものの、賃金の伸びは鈍化傾向にある(図表4-6)。今後は、景気減速を背景に、雇用者数の増加ペースも鈍ると予想する。先行きの消費は、前期比+0.2%前後と低めの伸びになるだろう。

景気の減速を背景に、20年に1回の利下げを予想

ユーロ圏の物価上昇率は勢いを欠く。エネルギーや生鮮食品を除いたコアの消費者物価は、前年比+1%程度の伸びだ。先行きは、家計の期待インフレ率の低下や、賃金の伸び鈍化が影響し、コアの消費者物価は同+1%前後の伸びで推移するだろう（図表4-7）。

欧州中央銀行（ECB）は、9月の理事会で、政策金利を現行の▲0.4%から▲0.5%に引き下げ、3年半ぶりに利下げを行った（10月の理事会では据え置き）。加えて、18年末に終了した量的緩和策の再開も表明。理事会後の会見において、ドラギ ECB 総裁は、①利上げはインフレ率の見通しが+2%弱に落ち着くまでは実施しないこと、②量的緩和は必要な限り継続していくことを表明。一方で、理事会後の会見において、同総裁は、銀行の収益悪化といったマイナス金利の副作用を強調、財政政策による景気下支えの必要性を説いた。当社は、ECBのこうした会見内容を鑑み、19年内は金利据え置きを予想する。ただし、20年には引き続き低成長が見込まれることから、1回の金利引き下げを行うだろう。

英国はEU離脱の期限を再々延期も、不透明感は根強い

英国のEU離脱は、期限を20年1月末まで再延期が決まった。ジョンソン英国首相が作成した離脱案は、EU理事会との合意は得られたが、その後の英国議会では審議時間が不十分であるとの理由から難航。9月に成立した離脱延期法案に従い、EU側に期限延期を申請した。また、解散総選挙が12月に実施されることも発表された。与党保守党が第1党の座を守れば、再びジョンソン氏の案をもとに審議が進められるとみられるが、審議の延長は野党の妨害を招きかねない。一方、野党労働党が勝利すれば、EU離脱そのものを問う国民投票が再び実施される可能性もあり、議論が振り出しに戻りかねない。

仮に、合意なし離脱が現実になれば、英国の実質GDPは約▲1.7%p減少することが予想される。また、EU加盟国でも実質GDPが平均して約▲0.3%p減少する見込みだ。

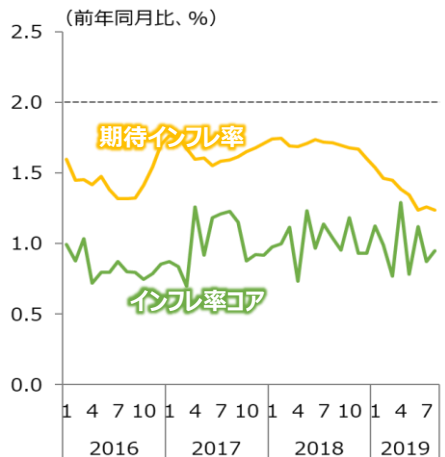
ユーロ圏は1%台前半の低めの成長を見込む

ユーロ圏経済は、19年は財政支出拡大が経済の押し上げ要因となる一方、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見込まれることから、19年、20年ともに、1%台前半の低い成長にとどまる見込み。ユーロ圏の実質GDP成長率は、19年を前年比+1.2%（前回から▲0.1%p下方修正⁵）、20年は同+1.2%（同▲0.3%p下方修正）と予測する（図表4-8）。本予測は、英国が離脱期限の延期を20年末まで繰り返す（現状延長シナリオ）ことを前提としている。仮に、20年1月に合意あり離脱をした場合でも、20年末までの移行期間が設けられるため、成長率予想に変更はないが、合意なし離脱となった場合のユーロ圏の実質GDP成長率は、20年は同+0.9%と予測する（図表4-8の（）内）。

最大の下振れリスクは、英国のEU離脱交渉の行方

リスク要因は、第一に、英国のEU離脱交渉の行方だ。合意なし離脱となった場合、輸出や投資が減少するだけでなく、金融市場が不安定化すれば、消費者マインドの悪化や逆資産効果を通じて消費に悪影響が及びうる。第二に、米欧貿易摩擦の激化だ。10月中旬、米国は、EUによるエアバス社への補助金に対抗し、同地域からの輸入品75億ドル相当に制裁関税を発動した。対するEUも米国への報復関税対象リストを公表済みで、発動準備を進めている。エアバス社への補助金を巡る制裁・報復の対象額は小さいが、米国による発動が延期されている対EU自動車関税など、米欧貿易摩擦を激化させかねない点には注意が必要だ。また、こうしたリスクが顕在化し、ドイツが景気後退に陥る可能性も、第三のリスクとして考慮すべきだ。ユーロ圏のGDPの約3割を占めるドイツが景気後退に突入すれば、企業や消費者のマインドはさらに悪化し、経済活動への大きな重しとなりかねない。

図表4-7 インフレ率（コアと期待）



注：期待インフレ率は、先物のインフレスワップ債から計算。インフレ率コアは食品、エネルギー、酒類、たばこを除いたもの。

出所：Eurostat, Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表4-8 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
ユーロ圏	2.5	1.9	1.2	1.2
	-	-	-	(0.9)
ドイツ	2.5	1.4	0.6	1.0
フランス	2.3	1.5	1.2	1.2

出所：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所作成

⁵ 本年8月にリリースした当社見通しでは、10月末に英国がEU単一市場から離脱することを前提に、19年のユーロ圏の成長率を前年比+1.1%と、20年を同+1.3%と予測。19年10月までの合意あり離脱や離脱時期の再々延期などにより、20年末までEU単一市場にとどまる場合の成長率は、19年を同+1.3%、20年を同+1.5%と予測しており、前提を合わせる意味で後者と比較している。

19年7-9月期は+6.0%成長へと減速

19年7-9月期の中国の実質GDP成長率は前年比+6.0%と、19年4-6月期の同+6.2%からさらに減速し、1992年の四半期統計開始以来最低の水準となった(図表5-1)。19年の政府目標である「6.0%~6.5%」の下限に達した。産業別にみると第2次産業が2四半期連続で減速した一方、第3次産業は緩やかではあるが持ち直した。

内需は減速が継続

内需はならしてみると緩やかな減速が続く。まず消費をみると、実質小売売上高は19年4-6月期(平均+6.1%)から7-9月期(平均+5.9%)にかけて、緩やかに減速した。消費者物価は19年3月以降上昇しているものの、この背景には豚肉価格をはじめとする食品価格の上昇があり、需要増によるインフレよりもコストプッシュの側面が強い。さらに、小売売上高増減の内訳をみると、押し上げているのは食品に限られており他の品目では成長鈍化が続いており、内需の弱さが際立っている(図表5-2)。

輸入も減少が続く(図表5-3)。内需の弱さに加えて、18年以降相次いで実施された対米輸入関税の引き上げ措置の影響が続いている。輸出は米制裁関税発動に加え、世界需要減退の影響が表れたことで前年並みの水準での推移が続くものの、輸入の落ち込みが大きく、外需による寄与はプラスだった。

固定資産投資でも減速が続く。民間固定資産投資は19年入り後大きく減速していることに加え、インフラ投資の増加も鈍い(図表5-4)。インフラ投資額は民間固定資産投資額の3分の1程度であるため、民間固定資産投資の減速が投資全体の減速につながっている。米中対立を主因とした先行きの不透明感が民間投資拡大の重しとなっており、今後も警戒が必要な状況だ。

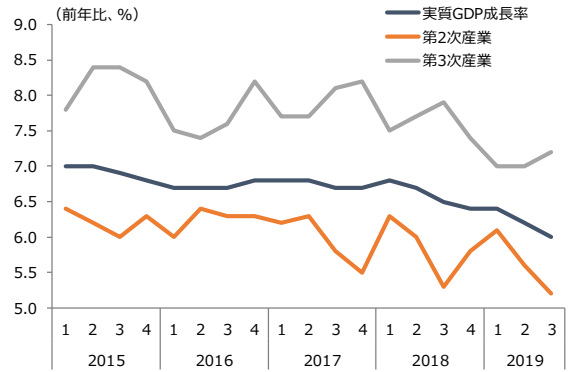
景況感には一部で前向きな動きもみられた。特に中国の民間メディアグループである財新が公開する製造業PMIは10月に17年2月以来の高水準となる51.7となった(図表5-5)。一方、国家統計局が発表した10月の製造業PMIは6カ月連続で50を下回る結果となった。財新の調査で比重が高いとされる、軽工業や民間中小企業で景況感が改善しているとみられる。

政府による投資下支えが本格化

中国政府は19年に入り小型・零細企業向け減税(19年1月)、増値税改革(19年4月)、社会保険料率引き下げ(19年5月)、行政事業性料金の規範化(19年7月)など各種景気対策を講じたものの、実質GDP成長率の減速には歯止めがかからなかった。

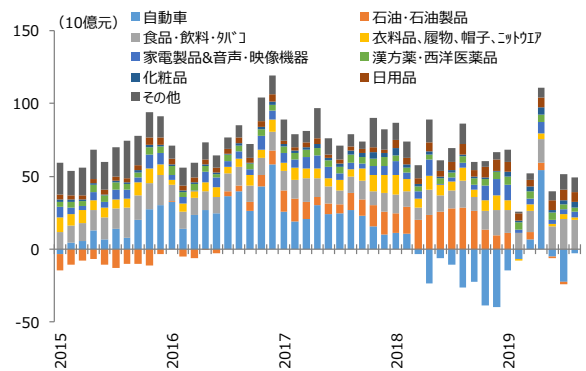
政府によるさらなる景気下支え策が注目される一方で、インフラ投資を通じた景気下支え策は活発化している。足もとではインフラ投資実績額の伸びは限定的であるものの、政府は19年9月の国務院常務会議において、特別地方債の発行・活用を加速する措置を確定した。特

図表5-1 実質GDP成長率



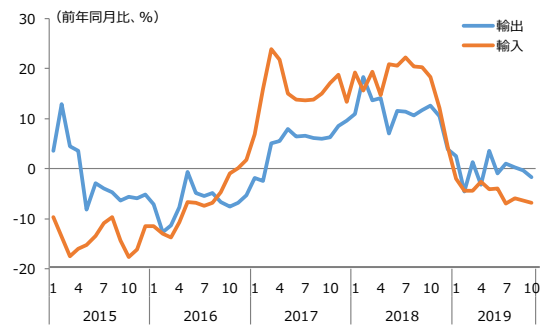
注：四半期ベース。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-2 小売売上高の要因分解



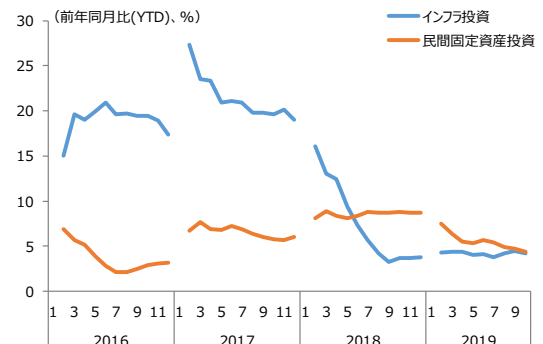
注：内訳は一定規模以上の企業のみが対象。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-3 輸出入



注：3カ月移動平均で平滑化。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-4 インフラおよび民間投資



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

別地方債とは地方政府がインフラプロジェクトを行う際に事業資金を調達するための手段のひとつ。19年から20年にかけて貨物専用鉄道の建設に1,200億元の投資が予定されるなど、今後は官民共同でのインフラ投資が拡大することが期待される。拡大するインフラ投資を背景に地方債の発行残高は16年以降非常に速いペースで積みあがっており（図表5-6）、今後インフラ投資を中心に投資が拡大することが見込まれる。

経済成長の投資依存度が再び高まる

消費や輸出による成長加速が望みづらいなか、再び投資に成長の源泉を求める格好となった。世界金融危機以降、これまで資金調達総額（国全体）が上昇したタイミングは4回あったが、そのうち3回は政府が景気下支えを意図して投資に依存した成長回復を図った時期と重なる（図表5-7）。19年入り後の資金調達総額の上昇がどこまでの規模になるかが今後の中国経済の成長を左右するが、一方でこれまで蓄積されてきた投資による副作用も懸念される。

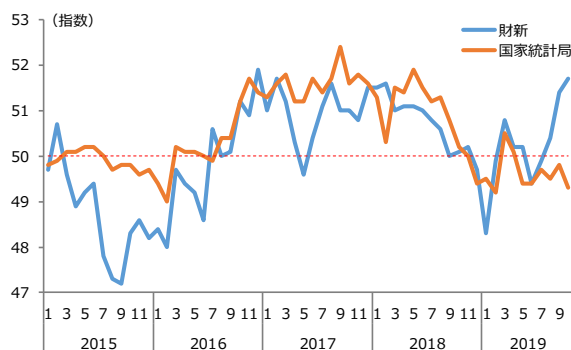
中国銀行保険監督管理委員会によれば、17年以降4兆9,000億元の不良債権が処理されたものの、依然として銀行の不良債権問題が主なリスクとなっている。また、特に不動産業などでは短期社債の償還リスクに直面する企業が多く、不良債権処理が本格的な課題として現れつつある。社債のデフォルト額は過去最高額を記録した18年のペースを超えて増え続けており（図表5-8）、今後の動向が注目される。

20年の成長率は6%を下回る見込み

インフラ投資を通じた政府の刺激策は今後顕在化が見込まれるが、投資全体に占めるインフラ投資額は限定的であることから、民間投資や消費を下支えする追加策が講じられるかが中国の成長を大きく左右する。仮に追加策がなかった場合、実質GDP成長率は19年+6.1%（変更なし）、20年+5.9%（前回から▲0.1%p下方修正）を予測。

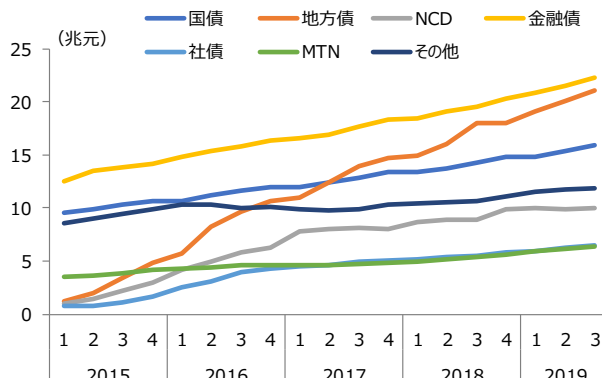
リスクは、非関税分野での米中対立の深刻化（総論P.8）と債務リスク（総論P.10）である。景気下支え策が講じられれば短期的には成長拡大を見込めるものの、結果として不良債権が拡大すれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こす。いわゆるバブル崩壊などの急激な信用収縮が起これば中国経済の急減速につながるが、仮に急減速を回避できたとしても、不良債権が拡大すればその処理のために今後成長が押し下げられる可能性が高い。

図表 5-5 財新および国家統計局製造業 PMI



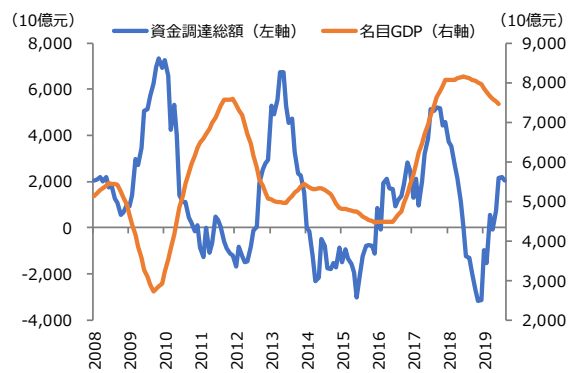
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-6 種類別債券残高



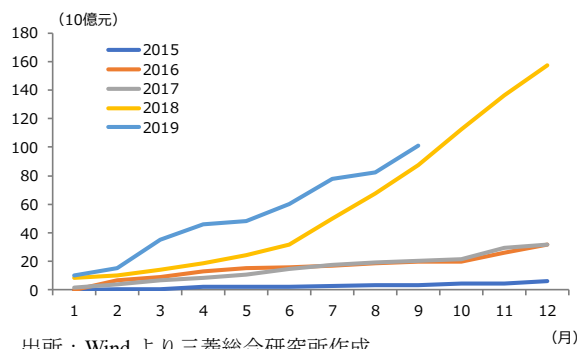
注：四半期ベース。NCDはNegotiable Certificate of Depositの、またMTNはMedium Term Notesの略。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-7 資金調達額と名目 GDP（前年差）



注：前年差を直近12カ月分の数値を用いて平滑化。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-8 社債のデフォルト額（年初来累積）



出所：Wind より三菱総合研究所作成

(1) ASEAN 経済

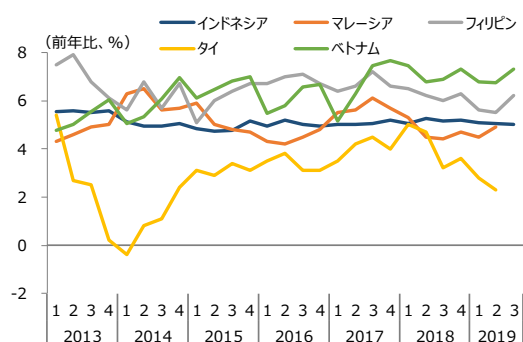
19年7-9月期の成長率は一部で加速

ASEAN 経済は中国经济減速の波を受け、明暗が分かれる結果となった。19年7-9月期ではインドネシアが前年比+5.0%と減速が続いた一方、ベトナム（同+7.3%）、フィリピン（同+6.2%）は伸びが高まった。7-9月期のGDPが公表されていないタイ、マレーシアでは、特にタイで成長が大幅に減速している（図表6-1）。

輸出減速に加えて内需減速が経済を下押し

一部の国では輸出および内需の減速が続く。輸出の減速はASEAN5のうちフィリピン・ベトナムを除く3カ国で19年入り後も顕在化している（図表6-2）。内需は、19年1-3月期までは輸出が減速するなかでも消費が景気を下支えしていたが、6月以降消費でも減速が広まった（図表6-3）。この背景には輸出減速に伴う内需への影響や、米中貿易摩擦に伴う不透明感の拡大がある。ASEAN5諸国はチャイナプラスワンの有望地域のひとつとして注目が集まっているが、特にインドネシア、マレーシア、タイの3カ国では世界貿易減速や不確実性拡大が成長を下押しした。

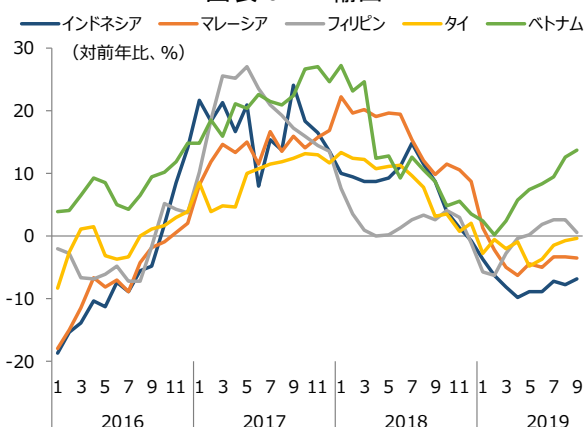
図表6-1 実質GDP成長率



注：四半期ベース。

出所：Bloomberg、CEICより三菱総合研究所作成

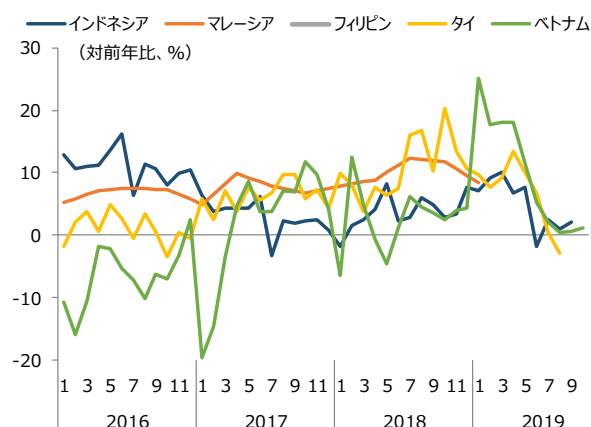
図表6-2 輸出



注：過去3カ月の移動平均を用いて成長率を平滑化。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表6-3 小売売上高（実質）



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

成長減速のなかでも証券投資流入超の状況が続く

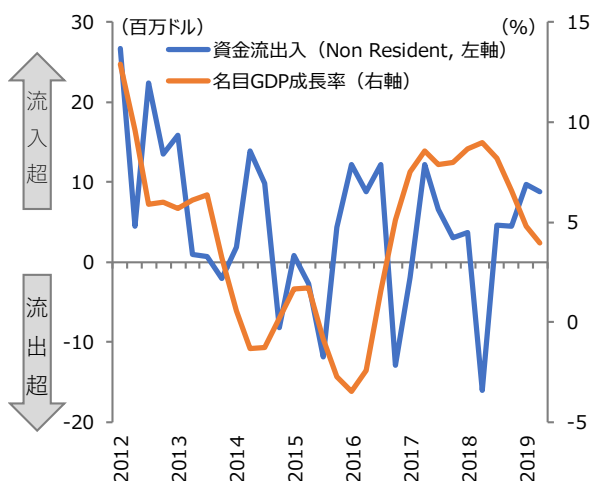
ASEAN5への資金流入（証券投資）では、名目GDPの成長が減速するなかでも非居住者からの投資流入超が続いている（図表6-4）。この背景には、先進国での緩和的な金融政策運営などがある。

堅調な資金流入に伴って、ASEAN5各国の中央銀行は相次いで政策金利の引き下げを行っている。19年入り後インドネシアは6.00%から5.25%に、マレーシアは3.25%から3.00%に、フィリピンは4.75%から4.22%（三つある政策金利の加重平均）に、タイは1.75%から1.50%にそれぞれ引き下げた。金融政策の緩和余地が拡大したことで景気下支えには寄与する一方、今後も資金流入がさらに進めば、将来的な資金流出リスクが高まる。

既往の米中対立激化を受けて、一部の国で直接投資流入も加速

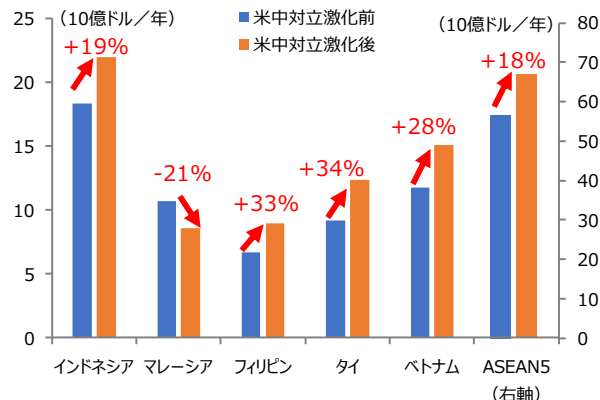
既往の米中対立の激化を受けて、ASEAN5への直接投資の流入が続く（図表6-5）。特にタイ、ベトナムはトランプ大統領就任前の直接投資水準に比べて3割程度高い水準で直接投資流入が続いている。ベトナムでは中国や香港からの投資が加速しており、中国に進出していた外資企業のみならず、中国国内の企業からの直接投資が増えているとみられる。

図表 6-4 資金流出と名目 GDP



出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-5 直接投資流入額



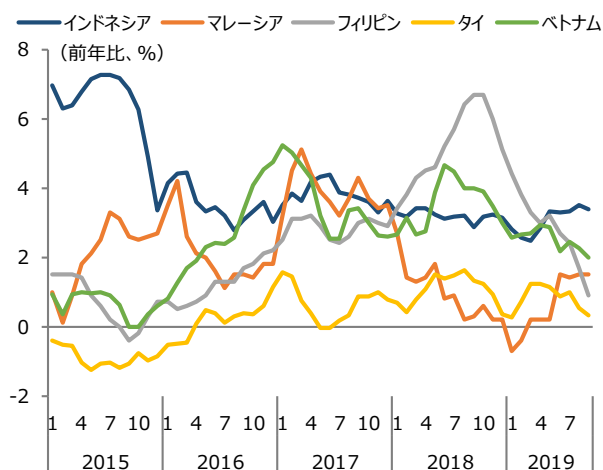
注：米中対立激化前は 15 年 1-3 月期から 16 年 4-6 月期までの平均値を年率換算。米中対立激化後は 18 年 1-3 月期から 19 年 4-6 月期までの平均値を年率換算。マレーシアのみ 18 年 10-12 月期まで。

出所：IMF より三菱総合研究所作成

物価は一部の国で下落も、通貨は安定的に推移

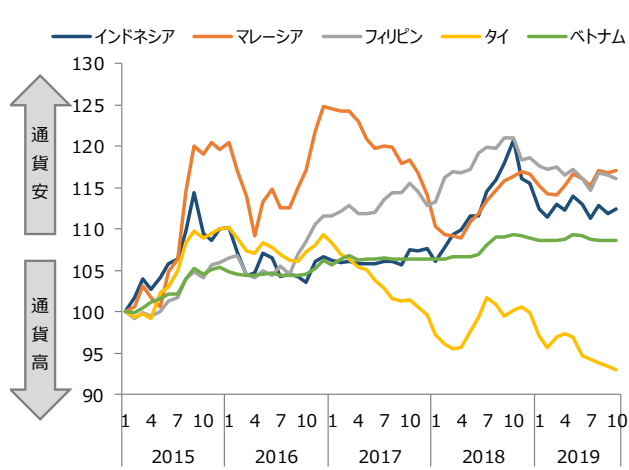
ASEAN5 の消費者物価は、インドネシア、マレーシアで上昇に転じた一方、他の 3 カ国では下落が続く（図表 6-6）。ベトナムを除く 4 カ国は 19 年後半にかけて徐々にインフレ圧力が上昇することが予想される。米国の利下げが 2020 年にかけて継続するとみられることも、さらなる金融緩和やそれに伴う物価上昇に寄与しよう。また為替もタイを除く 4 カ国で安定した推移が続く。（図表 6-7）。一方、タイでは高い経常黒字や低いインフレ率などを背景にバーツ高が進んでいる。バーツ高の影響は輸出のさらなる減速も引き起こしており、景気減速の懸念が高まっている。

図表 6-6 物価



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-7 為替



注：1 カ月間の平均値。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

ASEAN5 の成長率は 20 年にかけて 4% 台の成長が続く

ASEAN5 の成長率は、19 年は世界貿易減速や中国経済の減速が予想されることから成長減速を見込む。特にタイでは世界貿易減速に加えてバーツ高の進展が輸出を下押しすることから、より大きな減速が見込まれる。20 年は、金融緩和の効果がラグを伴って表れ、内需が緩やかに持ち直すことなどを背景に若干の成長加速が想定されるものの、5% 台には至らないと見込む。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、19 年が前年比+4.8%（前回から▲0.2%p 下方修正）、20 年は同+4.9%（同▲0.1%p 下方修正）と予測する（図表 6-8）。

先行きのリスクは、第一に中国経済の失速である。中国経済が、政府の景気刺激策では成長減速圧力を抑えきれず、実質 GDP 成長率が+6%を大きく割り込む水準まで減速した場合には、ASEAN5 各国の輸出は大きく下振れする。第二に、国際金融市場における新興国からの資金流出である。米中対立の一段の激化や先進国の金融政策が市場期待よりも引き締めに運営されるなどで、投資家のリスク回避姿勢が再び強まれば、新興国からの資金流出に伴う通貨安とインフレ、意図せざる利上げが内需の下振れ要因となり、各国経済にマイナスの影響を与える。

図表 6-8 ASEAN5 の経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
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
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5

注：シャドー部分は予測値。
出所：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所作成

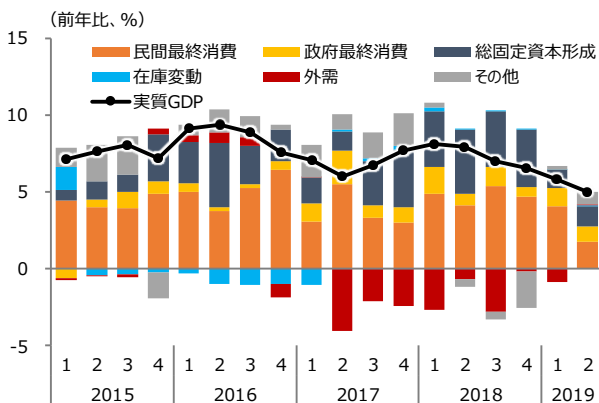
(2) インド経済

内需を中心に成長減速が続く、自動車販売は大幅減

19 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+5.0%と前期 (同+5.8%) から一段と減速した (図表 6-9)。13 年 1-3 月期以来の低い伸びである。GDP の約 6 割を占める民間最終消費が前年比+3.1%と前期 (同+7.2%) から失速した影響が大きく、外需起点ではなく、内需起点の成長減速となった。

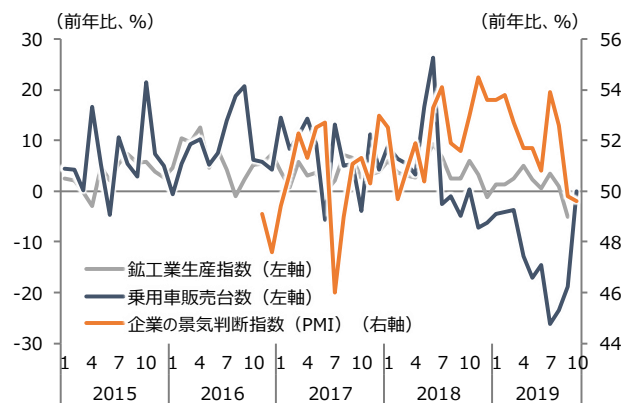
成長減速は、7 月以降も続いている (図表 6-10)。企業の景気判断指数 (PMI) は悪化傾向にあり、PMI 総合指数は、9 月以降 2 カ月連続で好不況の境目となる 50 を割り込んだ。乗用車販売台数は 7-9 月期平均で前年比▲23%と大幅なマイナスであり、02 年の統計開始以降、最大の下落幅を記録。10 月はマイナス幅が大幅に縮小したが、祝祭 (ディワリ) 前の商戦が 11 月から 10 月に前倒しされた影響が大きく、11 月は反動減が予想される。18 年 6 月の自賠責保険額の大幅引き上げを受けて需要が低迷しているところに、信用力低下⁶で資金調達コストが上昇したノンバンクがオートローンの貸し出しを抑制したことなどが背景にある。政府は、自動車市場の下支えを目的に、登録料の引き上げ延期や古い車両の買い替え促進策を 8 月末に発表した。効果は限定的だろう。

図表 6-9 インドの実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-10 生産、乗用車販売、PMI



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

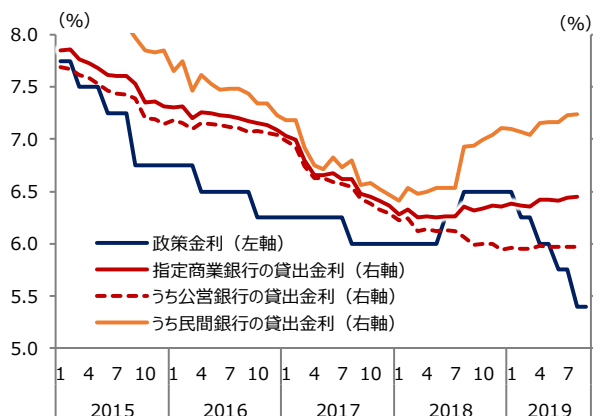
連続利下げも貸出金利は上昇、銀行の不良債権比率上昇が重し

経済の減速を受けて、インド中銀は政策運営スタンスを「中立」から「緩和」へ転換し、19 年 2 月、4 月、6 月、8 月、10 月と 5 会合連続で利下げを行った。ただし、指定商業銀行 (公営銀行、民間銀行、外国銀行) の貸出金利は、19 年に入りむしろ上昇している (図表 6-11)。政策金利の引き下げが貸出金利に波及しない要因として、金融機関の財務悪化が挙げられる。指定商業銀行の貸し出しのうち 3 分の 2 を占める公営銀行は、公的インフラ向けなどの不採算融資の蓄積により不良債権比率が 15 年以降に急上昇した (図表 6-12)。19 年に入り同比率はやや低下したとみられるが、依然として高水準にある。こ

⁶ 18 年にインドの民間ノンバンク大手の IL&FS が債務不履行を起こし、ノンバンクへの信用不安が広がった。18 年 10 月から政府が経営に介入し、再建を進めている。

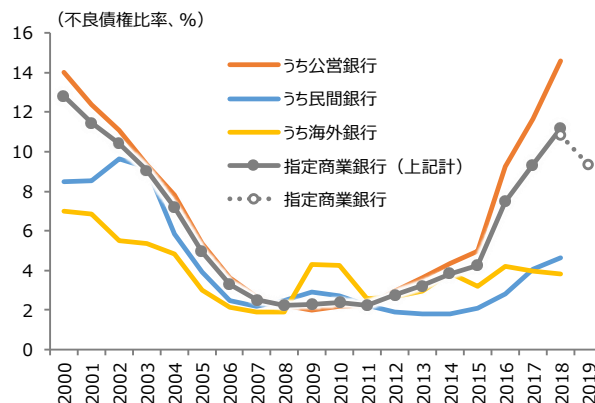
うした状況を打開するため、政府は公営銀行への資金注入や再編に動いてきたが、成長が大きく減速するなか対応が後手に回っている。

図表 6-11 政策金利と銀行貸出金利



注：指定商業銀行は、国営銀行、民間銀行、外国銀行の平均。
出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

図表 6-12 指定商業銀行の不良債権比率



注：Non-Performing Loans / Total Loans より算出。指定商業銀行の破線部は 19 年 6 月時点の値を Gross Non-Performing Loans / Gross Advances より算出。
出所：CEIC、インド準備銀行より三菱総合研究所作成

RCEP は交渉妥結に至らず、インドは枠組みへの不参加を表明

19 年 11 月に、インドや中国、日本、韓国、ASEAN など 16 カ国が参加する東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) の交渉が行われた。インドを除く 15 カ国では基本的な合意に達したものの、インドが反対し、交渉妥結には至らなかった。インド経済は、上記のように成長減速圧力が強まるなかで、中国からの輸入関税が撤廃されれば、対中貿易赤字が一段と拡大することが予想され、国内産業への打撃を懸念したとみられる。

当社の試算によると、RCEP が実現した場合、インド経済の実質 GDP は中長期的に+1.4%p 押し上げられるとの結果を得ている。これは、市場開放によってインド市場が国際競争にさらされ、生産性を高める効果も織り込んだものである。中長期的にはこうしたプラスの効果が期待できるものの、短期的には痛みを伴う市場開放に対して、国内世論の反対もあり、合意を断念したとみられる。交渉終了後にインドは今後の RCEP 交渉への不参加を表明した。日本などは引き続きインドも含めた合意を目指す考えだが、行方は不透明だ。

20 年度にかけて 7%を下回る成長にとどまる見込み

インド経済の先行きは、世界経済の減速が輸出や投資の下振れ要因となるほか、金融機能の低下を背景に消費や投資の伸びが鈍い状況が当面続くとみられる。7-9 月期の成長下振れを受けて、インドの実質 GDP 成長率は、19 年度を前年比+6.0% (前回から▲0.9%p 下方修正) と大幅に下方修正する。20 年度は自動車販売減少の一服などから、やや伸びを高めるものの、同+6.7% (同▲0.4%p 下方修正) と回復力は鈍いと予測する。

(3) ブラジル経済

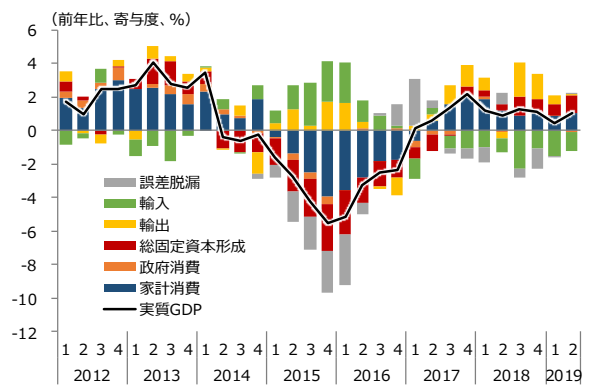
内需に明るさがみえるも 19 年の成長は鈍化

19 年 4-6 月期のブラジルの実質 GDP 成長率は前年比 +1.0% となり、成長率は依然として低水準ながらも前期から持ち直した (図表 6-13)。季調済前期比の GDP 成長率は 1-3 月期の▲0.4% からプラスに転じ、二期連続のマイナス成長を免れている。

持ち直しの背景には、家計部門、企業部門を中心とした内需の底堅さがある。足もとの消費者信頼感指数、企業家信頼感指数は 5 月以降ともに底入れの兆しをみせており、内需が景気を下支えする格好となっている。

一方、隣国アルゼンチンの経済的混乱や世界経済の減速傾向を受けて、外需は引き続き景気の下押し要因となっている。外需の展望に明るさがみえないなか、19 年を通じた成長の足取りは重くならざるを得ない。

図表 6-13 ブラジルの実質 GDP 成長率



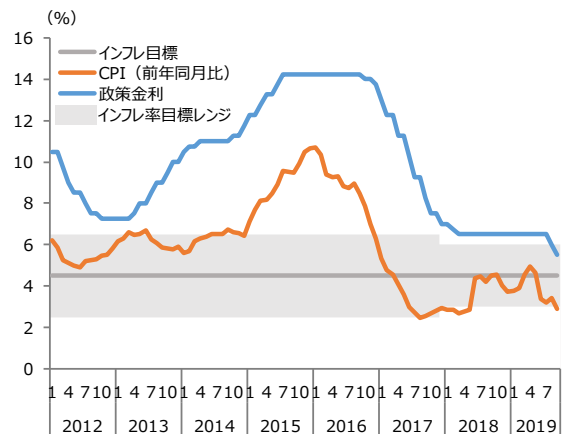
注：四半期ベース。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

年金制度改革法案が可決、中銀も改革をバックアップ

財政赤字解消を公約に掲げるボルソナロ政権にとっての試金石となっていた年金制度改革法案が、上院での 2 回の採決を経て 10 月 22 日に可決成立された (憲法改正を伴う今回の年金改革では、下院・上院ともに 2 回の採決で 60% 以上の議員の賛成が必要となる)。当初は 10 年間 1 兆 2,000 億レアル (日本円で 30 兆円超) といわれた歳出削減効果は、最終的に 8,000 億レアル (同 20 兆円超) まで下方修正された。しかし、社会保障の赤字縮小や財政政策の発動余地拡大、そして何よりボルソナロ政権への信認のつなぎ止めが実現できたことは、ブラジル経済の先行きにとって明るい材料といえる。

また、ブラジル中銀が 7 月、8 月と連続して政策金利を 0.5% ずつ引き下げたことも、景気を後押しする要因となる (図表 6-14)。ブラジル中銀によるこの決定の背後には、インフレ率が中銀目標レンジの下限付近にあり利下げに踏み切りやすい環境があることに加え、金融政策を通じて政権の構造改革をバックアップしたいとの中央銀行の意向がある。インフレ率の動向に大きな変化がなければ、年内のさらなる政策金利の引き下げも視野に入ってくる。

図表 6-14 ブラジルのインフレ率と政策金利



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

20 年にかけて回復を見込むが、経済政策のかじ取り次第で成長率は下振れも

先行きは、20 年にかけて成長率はやや上向くと想定するが、力強い伸びは期待できないだろう。世界経済のさらなる減速が予想されるなか、外需の寄与拡大は見込みにくい。頼みの綱となる内需は、ボルソナロ政権の今後の経済政策におけるかじ取りの巧拙によるところが大きい。この意味では、同政権で経済政策を取り仕切るゲジス経済相が 11 月 5 日に発表した「Plano Mais Brasil (ブラジルのさらなる飛躍プラン)」が議会の承認を得て、地方政府の財政基盤強化、公共支出の柔軟化、公務員の人件費削減などを含む広範な行財政改革が実行に移されるかが次の注目点となる。実質 GDP 成長率は、外需を中心とした成長の足取りの重さを反映して、19 年が前年比 +1.2% (前回から▲0.3%p 下方修正)、20 年は同 +2.2% (変更なし) と予測する。

執筆担当者

武田洋子 山藤昌志 森重彰浩 猪瀬淳也 田中康就 綿谷謙吾 谷口豪 酒井博司

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】
政策・経済研究センター
電話:03-6858-2717 メール:macro-ml@mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】
広報部
電話:03-6705-6000 メール:media@mri.co.jp

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブ、および当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しております。