

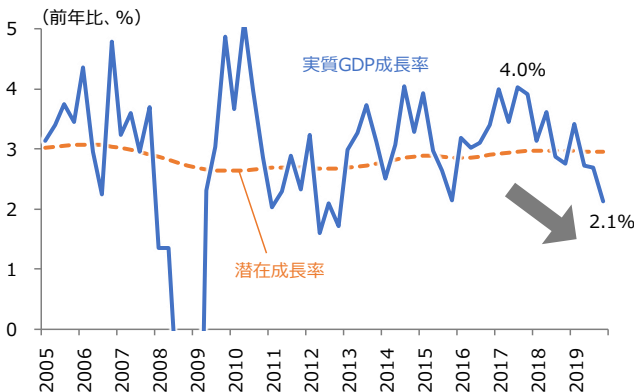
1. 総論

(1) 世界経済の現況

世界経済は成長減速局面が継続

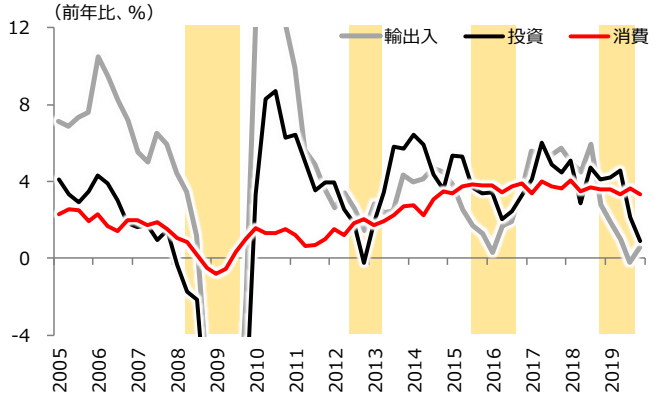
世界経済は成長減速局面が続いている。主要 34 カ国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80%をカバー）は、17 年後半の前年比+4.0%をピークに、19 年 10-12 月期は同+2.1%まで減速している（図表 1-1）。18 年半ば以降に顕在化した輸出入の減速に加え、足もとでは投資も減速しており、世界の实質 GDP 成長率は、潜在的な成長率である同+3.0%程度を下回っている（図表 1-2）。

図表 1-1 世界の实質 GDP 成長率



注：各国の实質 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、ASEAN5、インド、ブラジルの 34 カ国の合計。直近は 19 年 10-12 月。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 世界の輸出入・投資・消費

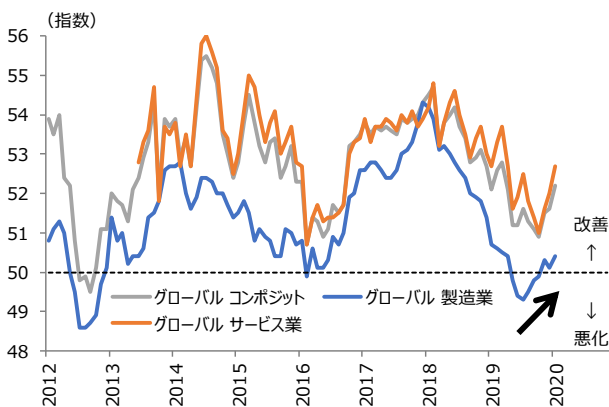


注：シャドーは世界の实質 GDP 成長率がトレンド成長率を連続して下回った時期。消費は民間消費と政府消費の合計。投資は民間企業設備投資と公共投資、住宅投資を含む総固定資本形成。対象国は図表 1-1 と同じく 34 カ国ベース。直近は 19 年 10-12 月。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

このように世界経済が減速するなかでも、前回見通し時点（19 年 11 月）と比較すると改善要素もある。①米中第一段階の合意、②世界半導体需要の調整進展である。製造業 PMI は 19 年 7 月をボトムに持ち直しており、11 月以降は景気判断の境目となる 50 を 3 カ月連続で上回った（図表 1-3）。

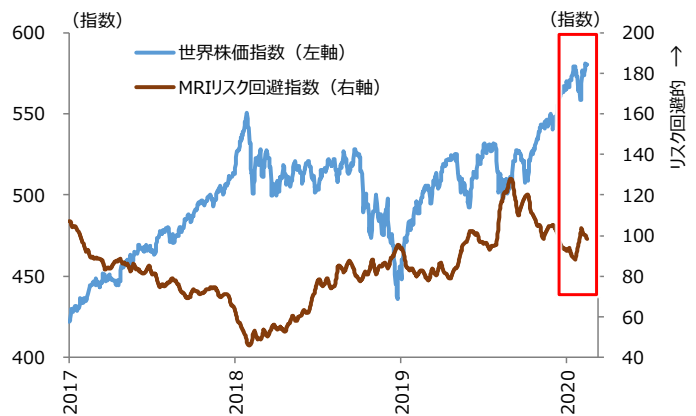
一方、こうした改善要素を打ち消しかねない悪化要素が前回見通しから増している。①新型肺炎（COVID-19）の拡大、②中東情勢の緊迫化などである。中国・武漢市で発生した新型肺炎の感染者数は SARS（重症急性呼吸器症候群）を大幅に上回るペースで拡大しており、経済面での影響も急速に広がっている（詳細は後述）。こうした動きをうけて、世界株価指数は 20 年 1 月下旬から 2 月上旬にかけて一時反落した（図表 1-4）。

図表 1-3 世界の購買担当者景気指数



注：直近は 20 年 1 月。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-4 世界株価と投資家リスク回避度



注：世界株価指数は MSCIAC ワールドインデックス。グローバル MRI リスク回避指数は、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 20 年 2 月 14 日。
出所：Bloomberg、各種統計より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

米中貿易摩擦による輸出の下振れ圧力は緩和

米中両国は、20年1月に第一段階の合意に署名した。合意文書では、中国は米国からの輸入を17年比で2千億ドル上積みすることに加え、中国における知的財産の保護強化や技術移転の強要禁止、金融面での外資規制撤廃などが盛り込まれた（図表 1-5）。米国も、対中制裁関税第4弾の一部（1,100億ドル）への追加関税率を15%から7.5%に引き下げたほか、中国の為替操作国認定を解除した。

米中間の協議は第二段階の合意に向けて継続されるが、次の合意は実現するとしても21年以降になる可能性が高い。第一段階で先送りされた中国の国有企業に対する産業補助金の改革は、第二段階では焦点となるとみられるが、国家資本主義の根幹に関わる重要な問題だけに中国も容易には妥協できない。この問題で明確な進展がない限り、米国も制裁関税の更なる引き下げには踏み切らないだろう。

既往の制裁関税が維持されることは引き続き企業活動の重しとなるが、関税の引き上げ局面から据え置き局面に移行したことから、世界の輸出・生産への追加的な下振れ圧力は緩和されていくだろう（図表 1-6）。米国から中国への輸出拡大もあり、20年半ば以降、世界貿易量は小幅ながらもプラスの伸びに復すると見込む。

ただし、米国から中国への輸出拡大がもたらす副作用にも注意が必要だ。米国企業が直面する最大の懸念はスキルをもつ人材の確保難¹である。米国の供給制約や後述する新型コロナウイルスの影響で、中国向け輸出の拡大は部分的な実現にとどまる可能性もある。また、中国が米国からの輸入を拡大するために、代替的に他国からの調達が絞られる可能性もある。農産物ではブラジル・豪州・EU、工業製品ではEU・韓国・日本、エネルギーではロシア・豪州・中東産油国などが影響を受けるだろう。

世界の半導体需要は持ち直し

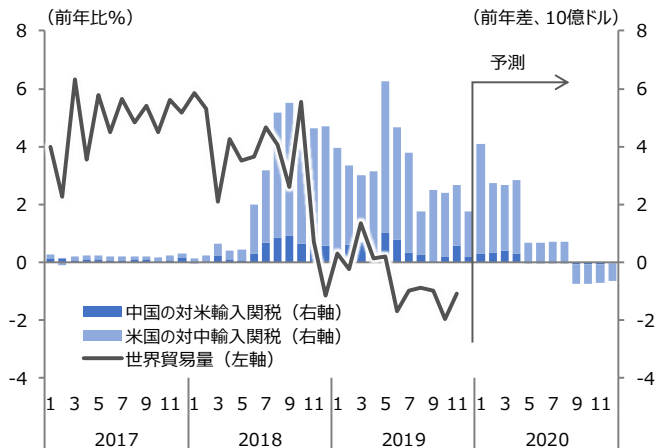
世界の半導体需要は18カ月前後のサイクルで悪化と改善を繰り返しているが、18年半ば以降の調整局面は19年後半に底入れし、持ち直し局面に入った（図表 1-7）。背景には、①5G 関連投資の増加、②データセンター（ビッグデータなどを処理・蓄積する施設）の需要拡大、③米中合意によるスマホやPCへの制裁関税の回避、などが挙げられる。半導体や半導体製造装置の在庫水準はおおむね正常化しており、需要の持ち直しとともに半導体関連の生産・輸出や設備投資も緩やかな回復を見込む。

図表 1-5 米中第一段階の合意の主な内容

| | |
|----------------------|--|
| 知的財産権 | 中国が知的財産の保護を強化 |
| 技術移転 | 技術移転の強要を禁止 |
| 食品・農産品貿易 | 食品・農産品の市場拡大と貿易促進 |
| 金融サービス | 中国は20年4月までに外資出資制限を撤廃、100%米国資本の保険会社参入を認める |
| マクロ経済政策・為替レートの問題と透明性 | 為替介入をやめ、市場が決める為替相場制を実現 |
| 貿易の拡大 | 中国は21年12月までの2年間で、米国からの輸入を17年比で2千億ドル以上増やす |
| 進捗評価と紛争解決 | 合意内容の履行状況の確認、紛争解決のため、米USTRと中国副首相をトップとするグループを設置 |

出所：USTR、各種報道より三菱総合研究所作成

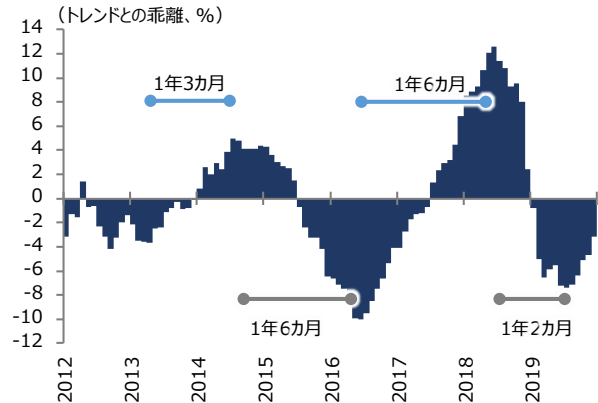
図表 1-6 米中関税額と世界貿易量



注：米中関税額は第一段階の合意後の関税率が維持されるとして計算。2千億ドルの上積みの影響は考慮せず。世界貿易量の直近は19年11月。

出所：PIIE、米センサス局、オランダ経済政策分析局より三菱総合研究所作成

図表 1-7 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。直近は19年12月。

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

¹ 全米製造者協会（NAM）「2019 4th Quarter Manufacturers' Outlook Survey」

中国経済の成長率は、新型肺炎の影響で 20 年 1-3 月期は▲2%、年間では▲0.3%下振れ

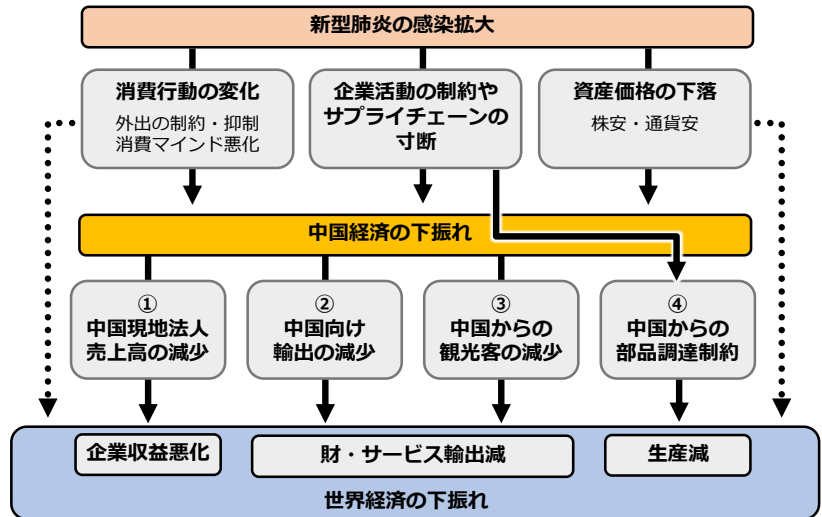
19 年の中国経済の成長率は前年比+6.1%と、18 年の同+6.6%から大幅な減速となった。先行きは、米中貿易摩擦による輸出・生産への下振れ圧力は米中第一段階の合意により緩和される一方で、新型肺炎の影響が深刻化しており、20 年 1-3 月期の中国の実質 GDP 成長率は▲2%ポイント下振れ、前年比+4.0%程度まで減速するとみている。4-6 月期以降は感染の終息とともに成長持ち直しを見込むが、20 年平均では▲0.3%ポイント下振れし、同+5.6%と 19 年の 6.1%から一段の減速を予想する（詳細は中国経済 P.28 参照）。

新型肺炎の経済影響として、短期的には、①消費行動の変化、②企業活動の制約やサプライチェーンの寸断、③資産価格の下落の三つがある（図表 1-8）。

消費と生産について、直近のデータがまだ公表されていないため、03 年の SARS（重症急性呼吸器症候群）流行時の中国および香港の動きを振り返る。当時は流行開始とともに消費・生産が大幅に悪化し、気温や湿度が高くなる 6 月頃の終息とともに、伸びが回復に向かった（図表 1-9）。SARS に比べて、①流行の本格開始時期が早く（3 月→1 月）、②感染者数の拡大ペースも速い（流行開始 27 日目時点の累積感染者数は 24 倍）ことから、インパクトが大きくなる可能性が高い。

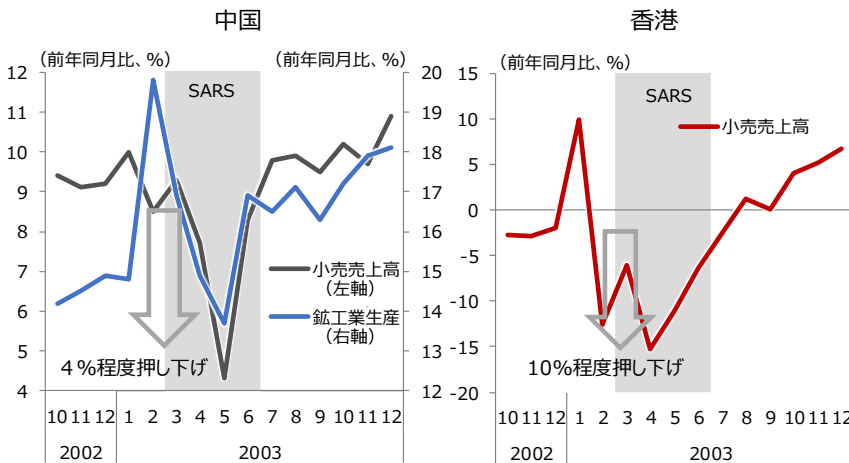
株価は、中国上海総合指数が流行開始前から 20 日間で▲7.1%と大幅に下落しており（図表 1-10）、台湾や韓国にも株安が波及している。

図表 1-8 新型肺炎の世界経済への波及経路



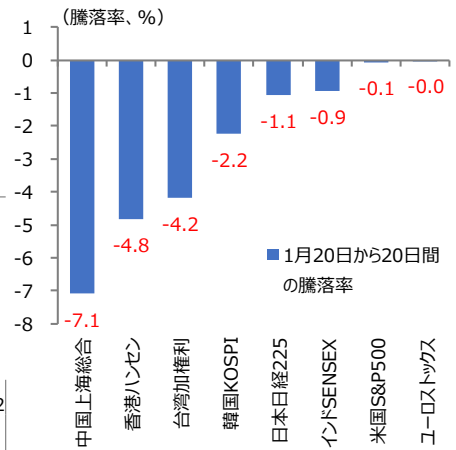
出所：三菱総合研究所作成

図表 1-9 中国・香港の消費・生産（SARS 流行時）



注：SARS は 03 年 3 月～6 月にかけて流行。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-10 株価の騰落率



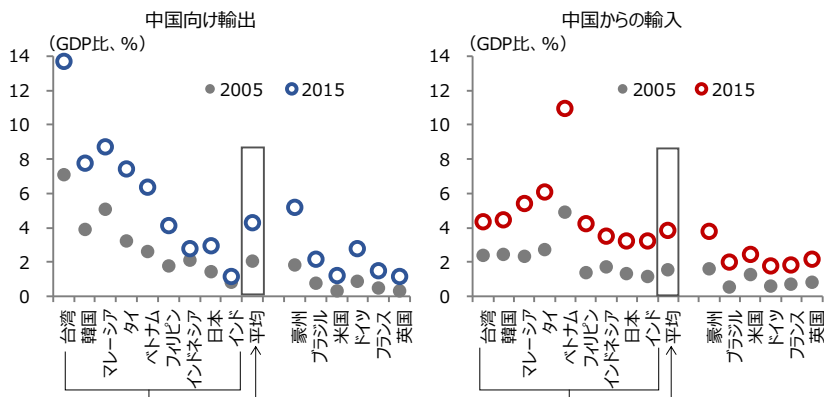
注：20 年 1 月 20 日から 20 日間の騰落率。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

中国経済の下振れによる世界経済へのインパクトは拡大

中国経済の減速は、上記の金融市場に加え、サプライチェーン（中国向け輸出、中国からの調達）、インバウンドを通じて世界に波及する。05 年と 15 年を比較すると、ASEAN5+日韓台印の中国向け付加価値輸出は GDP 比 2.1%から 4.3%に、同じく中国からの付加価値輸入は同 1.6%から 3.8%に増加した（図表 1-11）。中国における企業活動縮小による製品・部品・素材等の供給制約や需要減少が世界経済に及ぼす影響は既に拡大している。2 月以降、中国からの部品調達難を理由とする工場の稼働停止が、日本や韓国を中心に始まっているが、中国の工場稼働停止が長期化すれば影響は一段と広範に及ぶだろう。

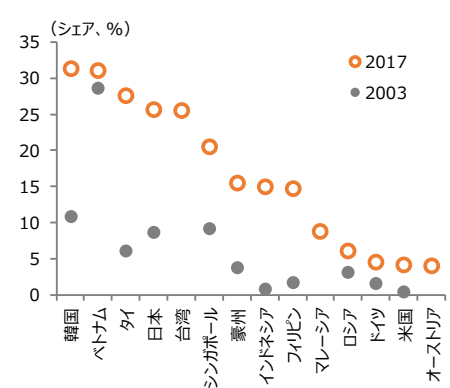
中国人観光客の減少にも注意が必要だ。各国のインバウンド数に占める中国人の割合は03年から大幅に上昇している（図表1-12）。韓国やベトナムではインバウンド数のうち3割が中国人であり、SARSの時のように観光客が半減すれば影響は大きい。

図表 1-11 中国との付加価値輸出／輸入の規模



出所：OECD「TiVA」より三菱総合研究所作成

図表 1-12 インバウンドの中国人比率



出所：UNWTOより三菱総合研究所作成

中長期的には中国からの生産拠点の移転を加速させる可能性

短期的な影響に加え、今回の感染拡大が及ぼす中長期的な影響にも注目だ。2000年以降、グローバルサプライチェーンにおける中国の存在感は増してきたが、既往の賃金コストの上昇に加え、米中貿易摩擦の影響などもあり、生産拠点としての中国の位置づけを見直す流れが強まっている。今回の新型コロナウイルスはこの流れを一段と強めかねないものである。海外からの対中投資が減少すれば、長期的な中国の産業競争力低下につながる。新型コロナウイルスは終息時期や深刻化の度合いなど、さまざまな点について現時点では不確実性が大きい。中国経済そして世界経済にマイナスの影響を与えることは確実だ。

大統領選後の米国政治に不透明感漂う

20年11月に米国の大統領選挙が実施されるが、現時点ではトランプ大統領が再選される可能性が高い。トランプ大統領の支持率は政権発足後も一貫して40%前半を維持しており、大統領選1年前の支持率としては、再選を果たしたクリントン元大統領やオバマ前大統領の1期目と遜色ない水準だ。現政権下で米国経済は改善、失業率は50年ぶりの低水準を記録しているほか、公約を実現してきた実績への評価もあり、共和党支持層からは90%に上る圧倒的支持を得ている。

ただし、再選された場合の2期目の政策運営は不透明だ。基本的には現状の保守的な政策運営（保護主義的な通商政策、反移民など）を続けるとみられるが、米国では3選は禁止されていることから政権支持率への配慮は低下するだろう。経済や株値を改善させることの優先順位が下がるほか、そもそも追加的な財政・金融政策の緩和余地は小さい。トランプ政権の2期目は、保守的な政策運営による経済活動への悪影響が、減税などの緩衝材なしに顕在化する可能性がある。

図表 1-13 民主党主要候補の政策

| | | 急進左派 | | 中道左派 | | | |
|------|----------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------------|-------------------------------|------------------------|
| | | サンダース 上院議員 23.6% | ウォレン 上院議員 12.4% | バイデン 前副大統領 19.2% | ブルームバーグ 前ニューヨーク市長 14.2% | プティジェッジ インディアナ州市長 10.6% | クロブシャー 上院議員 4.6% |
| 経済格差 | 富裕層の処遇 | ● 富裕税(資産課税) | ● 富裕税(資産課税) | ○ 減税をやめる | ○ 所得増税 | ○ 富裕税(資産課税) | ○ 所得増税 |
| | 社会福祉拡充 | ● | ● | | | | |
| 法人税 | 17年減税撤回 | ● (35%) | ● (35%以上) | ● (28%) | | ● (35%) | ● (25%) |
| | 大企業増税 | | ● | | | | |
| GAFA | 積極的な調査 | | | ● | | ● | ● |
| | 分割・解体 | ● | ● | | | | |
| 医療保険 | 国民皆保険 | ● | ● | | | | |
| | 医療保険拡充 | | | ● | ● | ● | ● |
| 炭素排出 | 炭素税導入 | | ● | ● | ● | ● | ● |
| | 政府による規制 | ● | ● | | | | ● |
| 対中政策 | 圧力継続も関税以外の手段活用 | ● | ● | | | ● | ● |

出所：Real Clear Politics、POLITICO、各種報道より三菱総合研究所作成

一方で、民主党は現職再選を阻止したいところだが、現時点で有力な対抗馬は不在である。民主党予備選では、これまで支持率でトップを走っていた中道左派のバイデン前副大統領が失速、代わって急進左派のサンダース上院議員が首位に立っている（2月10日時点）。サンダース候補は、資産課税や国民皆保険を唱えている（図表 1-13）。仮に急進左派の候補が民主党予備選、さらには大統領選で勝利することになれば、米国の経済政策は大きな転換が予想される。経済効率よりも所得の再分配など公平性を重視する経済政策へとシフトする可能性が高く、企業や高所得層にとって税や社会保険料などの負担増加が予想される。

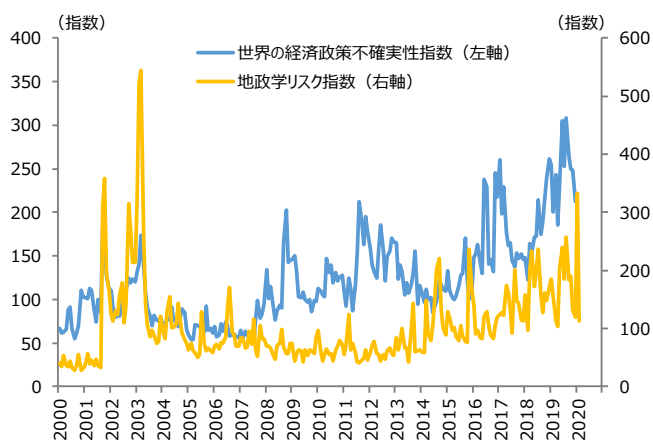
高い不確実性が引き続き経済活動の重しに

主要国の景気後退確率（今後1年以内に景気後退に陥る確率）は、19年10-12月に欧米を中心に低下に転じているが、依然として20%台後半と高い水準にある。経済政策に対する不確実性も依然として高止まりしている。加えて、世界の地政学リスク指数は、20年入り後の米・イランの緊張高まりを受けて上昇している（図表 1-14）。

21年にかけても不確実性の高い状況が続く可能性が高い。新型肺炎の問題や上記地政学リスクに加えて、政治面では、20年11月に米国大統領選が実施されるほか、ドイツのメルケル首相は21年までに退任、日本の安倍首相も任期を延長しなければ21年秋に退任となる（図表 1-15）。

米中貿易摩擦がいったん落ち着いたとはいえ、世界を見渡せば依然としてさまざまなリスクが散在している。特に政治的リスクや地政学リスクは事前の備えが難しく、企業や家計は受け身にならざるをえない。先行きの不確実性の高さは、企業や家計のマインドを悪化させ、投資や消費の重しとなる。

図表 1-14 経済政策の不確実性と地政学リスク



注：直近は経済政策が20年1月、地政学が20年2月。
出所：Economic Policy Uncertainty より三菱総合研究所作成

図表 1-15 世界の主要イベント

| | | | | |
|-------|-----|------|----------------------|-------------------------------|
| 2020年 | 1月 | 欧州 | 英国がEUから離脱 | |
| | 3月 | 米国 | スーパーチューズデー | 大統領選の民主党予備選の大勢判明 |
| | 3月 | フランス | 統一地方選 | |
| | 3月 | 中国 | 全人代（延期？） | 年間の成長率目標公表 |
| | 秋 | 中国 | 党中央委員会全体会議（五中全会） | 次期5カ年計画の草案討議 |
| 2021年 | 11月 | 米国 | 大統領選 | |
| | 12月 | 欧州 | EU離脱の移行期間終了（延長可能性あり） | 英EU間の交渉まとまらなければWTOルールのもとでの貿易へ |
| | 9月 | 日本 | 自民党総裁選 | 安倍総理の任期終了か |
| | 秋 | 中国 | 党中央委員会全体会議（六中全会） | 党方針や指導部人事の討議 |
| | 11月 | ドイツ | メルケル首相退任 | 05年から首相を務めてきた欧州のリーダーの退任 |
| | 11月 | ドイツ | 連邦議会選 | |

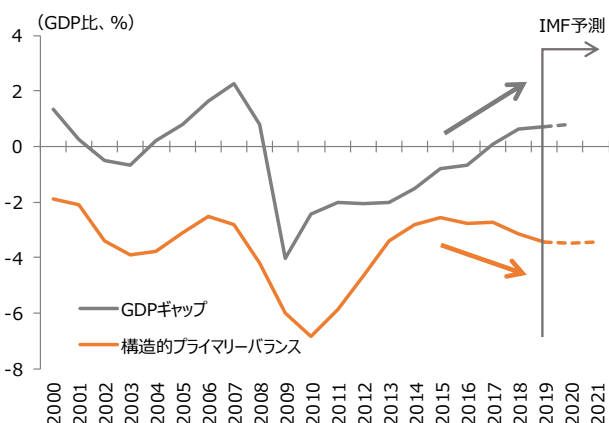
出所：三菱総合研究所作成

緩和的な財政・金融政策スタンスが継続

世界各国の財政・金融政策は、総じて緩和的なスタンスが取られる模様。世界経済が減速するなか、物価の伸びも鈍化しており、先進国のインフレ率は足もとで1%台半ばまで低下している。世界経済は21年にかけて3%程度の潜在成長率並みの成長が予想されることから、需給面からは物価上昇圧力が強まる可能性は低い。世界経済への影響の大きい米国の金融政策についても、FRBは「今後の景気動向がおおむね予測通りであれば、現状の金融政策スタンスが適切」と金利据え置きを示唆している。

ただし、自然利子率（経済・物価に対して中立的な実質金利の水準）が低下するなかで、金融政策による景気押し上げ効果は小さいとみられ、財政に対する拡張圧力が強まっている。その結果、主要国の構造的プライマリーバランスはGDPギャップの改善と逆行し

図表 1-16 GDPギャップと財政収支



注：GDPギャップや構造的プライマリーバランスのデータが取得可能な34カ国のデータをGDPウェイトで平均。
出所：IMFより三菱総合研究所作成、20年以降の予測はIMF

て赤字幅が拡大している（図表 1-16）。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、一段の財政支出拡大は将来的に持続可能性を低めるが、先進国を中心とする国債利回りの低下が利払い負担を軽減しており、当面は緩和的なスタンスでの財政政策運営が続くとみられる。

20 年は世界経済が一段と減速も、21 年は潜在成長率並みの成長へ復する

世界経済の実質 GDP 成長率は、20 年は前年比+2.7%、21 年は同+2.9%と予測する。20 年は新型コロナウイルスによる中国経済減速の影響から伸びが鈍化するも、21 年は新型コロナウイルスの影響剥落などから潜在成長率並みの成長に復すると見込む（図表 1-17）。主な予測の前提は図表 1-18 参照。

米国は、既往の減税効果の剥落から消費は緩やかな減速を見込むが、米中第一段階の合意による輸出・生産の持ち直しや、緩和的な金融環境を背景に、潜在成長率（2%前後）程度の成長持続を予想する。

ユーロ圏は、世界経済減速による輸出・生産の悪化、雇用・所得の改善ペース鈍化による消費の減速を背景に、前年比+1%程度の低い成長にとどまる見込み。英国は、EU との新たな通商協定に合意できず、移行期間も延長せずに 20 年末に EU 単一市場から離脱するとみている。

新興国は、中国経済の減速が下振れ要因となり、緩やかな回復にとどまるだろう。中国は、米中合意により輸出環境が改善する一方、新型コロナウイルス（COVID-19）の感染拡大に伴う消費・生産の停滞により、20 年の成長率は▲0.3%ポイント下振れ、前年比+5.6%と 19 年（同+6.1%）から一段の成長減速を予測する。21 年は本来の成長軌道に復することから同+5.7%を見込む。

20 年度は 0%台前半まで減速、日本経済は景気後退の瀬戸際で踏みとどまる

20 年度は前年比+0.2%と予測する。消費税増税による家計負担に加え、新型コロナウイルスの感染拡大による内外需の下振れが、20 年半ばにかけて成長減速要因となる。ただし、19 年 12 月に発表された経済対策が成長率を+0.3%ポイント程度押し上げ、日本経済は景気後退の瀬戸際で踏みとどまるだろう。21 年度は、海外経済回復や消費税増税影響の一巡から、前年比+0.7%と緩やかな回復を見込む。

図表 1-17 世界経済の成長率見通し

| (前年比、%) | 実績 | | 予測 | |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| ■：予測 | | | | |
| 米国 | 2.9 | 2.3 | 1.9 | 1.9 |
| ユーロ圏 | 1.9 | 1.2 | 1.0 | 1.0 |
| 日本（年度） | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.7 |
| 中国 | 6.6 | 6.1 | 5.6 | 5.7 |
| ASEAN5 | 5.3 | 4.7 | 4.7 | 5.0 |
| インドネシア | 5.2 | 5.0 | 5.0 | 5.2 |
| マレーシア | 4.7 | 4.3 | 4.3 | 4.4 |
| フィリピン | 6.2 | 5.9 | 6.0 | 6.3 |
| タイ | 4.2 | 2.5 | 2.7 | 3.1 |
| バトナム | 7.3 | 7.0 | 6.7 | 6.7 |
| インド（年度） | 6.8 | 5.1 | 5.7 | 6.5 |
| ブラジル | 1.1 | 1.2 | 2.2 | 2.5 |
| 世界平均 | 3.5 | 2.9 | 2.7 | 2.9 |

図表 1-18 予測の前提

- 米中貿易摩擦：米国による対中制裁関税は 20 年 1 月の第一段階の合意後の関税率が継続、中国も既往の対抗措置を継続
- 米国大統領選：トランプ現大統領が再選。経済・外交政策に大きな変更はなし
- 米国金融政策：政策金利は 21 年末にかけて現状水準を据え置き
- 英国の EU 離脱：新たな通商交渉に合意できず、移行期間も延長せずに、英国は 20 年末に EU 単一市場から離脱

注：シャド一部が予測値。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 および各国統計、予測は三菱総合研究所

出所：三菱総合研究所

(3) 世界経済のリスク

世界経済の成長率が上記の予測から外れる可能性は、上振れよりも下振れの可能性が高い局面にある。世界経済の下振れ要因として特に注意を払うべきは、①新型肺炎の影響長期化、②中国のバブル崩壊、③低金利下で蓄積する金融リスク、④中東情勢緊迫化、の四つである。

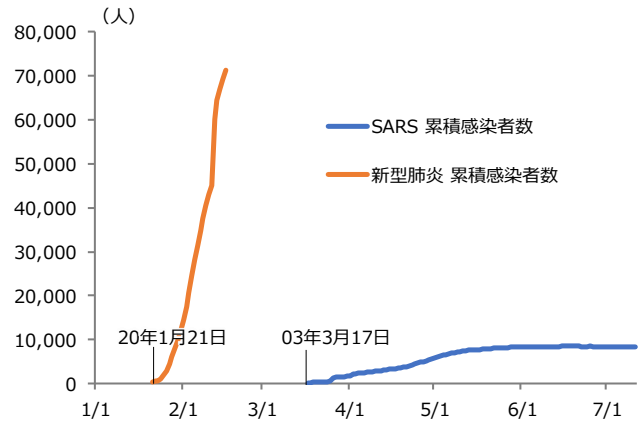
① 新型肺炎の影響長期化

03年のSARSは、流行開始から1カ月半ほどで新規感染者数が減少に転じ、2カ月余りでほぼ終息した。最終的な累積感染者数は8,400人余り、死者は813人であった。一方、今回の新型肺炎は流行開始から27日目で累積感染者数が7万人を超えた(図表1-19)。SARSに比べて症状が軽いことから、無症状で感染している人を考慮するとさらに感染者数は膨れ上がるという見方もある。

リスクは、終息までの期間の長期化である。SARSと同様に2カ月余りで終息すれば、4-6月期以降の経済活動回復が期待できるが、ワクチン/特効薬の開発遅れや、無症状での感染拡大などから、終息が難航する可能性もある。感染が拡大する限り、交通封鎖や工場・店舗の稼働停止など、経済的損失は避けられない。感染者数の地理的な分布は約8割が湖北省に集中しているが(2月16日時点)、広東省や河南省、浙江省にも感染が拡大しつつある。15年に中東を中心に断続的に発生していたMERS(中東呼吸器症候群)が韓国で流行したように、海外で二次/三次感染が拡大する恐れもある。

仮に新型肺炎によって中国の経済成長率が▲1%ポイント低下すれば、世界の経済成長率を▲0.2%ポイント程度押し下げる。

図表 1-19 新型肺炎と SARS の累積感染者数



注：新型肺炎の直近は20年2月16日。
出所：WHOより三菱総合研究所作成

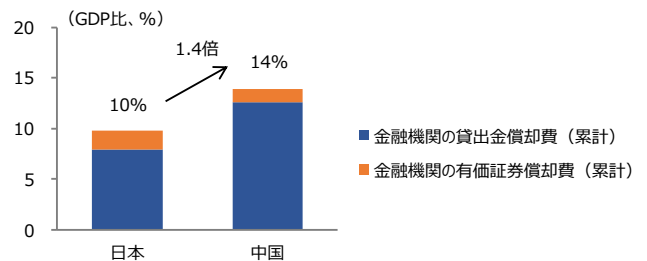
② 中国のバブル崩壊

中国は、成長減速局面に入るなか、既往の米国との通商対立の影響を緩和するために、金融・財政政策のスタンスを緩めてきた。新型肺炎による経済活動の停滞を受けて、大規模な流動性供給を行うなど、緩和姿勢を強めている。

こうした緩和的な経済政策運営は、一時的な景気下支え効果をもたらす一方で、不採算企業を延命させるなど構造問題への抜本的な取り組みを先送りさせることになる。既に、中国の民間企業債務はGDP比で200%を上回り、日本のバブル崩壊前後と同じ水準にまで膨張。家計や政府の債務も、経済成長率を上回るペースで拡大している。

中国経済の最大のリスクは、過度な債務の積み上がりがいずれ限界を迎え、国内の信用収縮に伴う成長の急減速に発展することである。緩和的な経済政策運営では支えきれない何らかのショック(外生/内生)が加わった場合に起こりうる。今回の新型肺炎による中小企業の資金繰り悪化などもそのトリガーとなりうる。仮に、中国でバブルが崩壊した場合、当社の推計では、中国の不良債権処理コストは日本の1.4倍の規模に達する恐れがある(図表1-20)。

図表 1-20 バブル崩壊時の不良債権処理コスト



注：不良債権処理に伴うインパクトを、①不良債権のバランスシートからの切り離し(貸倒引当金繰入額+貸出金償却)、②株価下落の影響(株式等売却損+株式等償却)に分けて試算。

注2：日本のデータは1995年~2000年までの6年間の合計。

注3：(貸倒引当金繰入額+貸出金償却)/貸出金の比率および(株式等売却損+株式等償却)/保有有価証券額の比率が、中国と日本で同程度と仮定し、現時点の中国の全銀行のバランスシートをもとに試算。

注4：日本、中国ともに銀行による償却のみが対象であり、ノンバンク等は算出対象外。

注5：中国の値には、日本の政府系金融機関に類する融資が含まれている可能性。

出所：全銀協、Windより三菱総合研究所推計

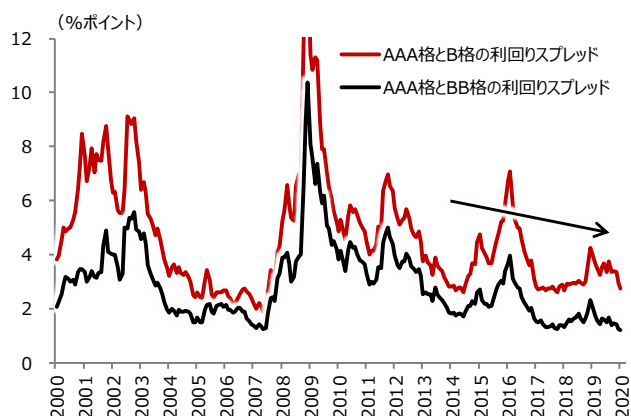
中国は21年にかけて政治的にも重要な局面を迎える。20年が「小康社会」を実現する5カ年計画の最終年であり、21年は中国共産党の創立100周年にあたる。こうした重要な局面を乗り切るためにも、中国政府には、不動産価格の急変動や不良債権の拡大を抑えつつ、景気を下支えするという非常に難易度の高い財政・金融政策のかじ取りが求められている。政策運営を誤り急速な信用収縮を招けば、中国経済の成長率は大幅に低下し、失業の増加や政治に対する不満の増加につながりかねない。

③ 低金利下で蓄積する金融リスク

世界的な金融緩和が続くなか、低格付け債券などリスクを伴う運用が拡大している。米国社債の格付け別利回りをみると、AAA格社債とBB格/B格とのスプレッドは縮小傾向にある(図表1-21)。

IMFの推計によると、企業債務のうち、インタレスト・カバレッジ・レシオが1を下回る(利益で利払費を賄えない)企業向けの債務の比率が、中国のみならず米国や欧州でも高まっている²。こうした債務の質の悪化にもかかわらず、投機的格付け債券利回りが高格付け債券利回りとのスプレッドは低下しており、市場で適切なリスク評価ができていないか、疑問が残る。レバレッジド・ローンの拡大をはじめ、投資家のリスクテイクに対する警戒心の鈍化は、08年の世界金融危機前を彷彿とさせる。今後、世界経済の減速が一段と強まり、金融市場のクレジットリスクに対する警戒が一気に高まれば、金融市場が不安定化する恐れがある。

図表 1-21 投機的格付け債券の利回りスプレッド



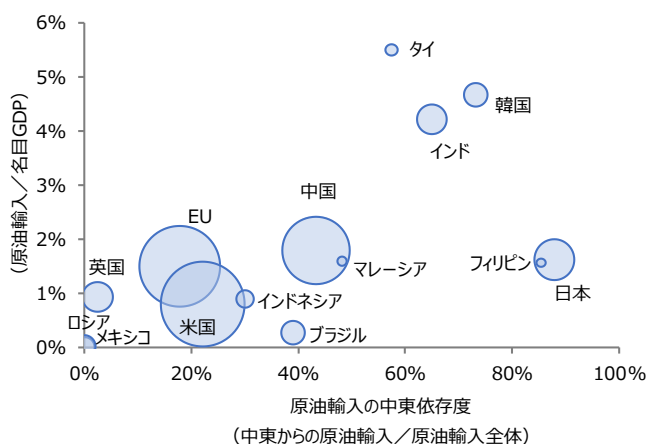
注：ICE BofAML 米国社債の格付け別実効利回りより作成。直近は20年1月。
出所：セントルイス連銀より三菱総合研究所作成

④ 中東情勢緊迫化

米国によるイラン革命防衛隊の司令官殺害を受けて、イランがイラク駐留の米軍基地をミサイル攻撃するなど、米国とイランの間での緊張が高まっている。

現時点では、全面的な戦争は双方が自重しているとみられるものの、イランが影響力をもつイスラム教シーア派組織が米軍やイスラエル、サウジアラビアなどへの攻撃を拡大させる可能性もある。石油資源が集中する中東地域で治安が悪化すれば、原油の供給制約や価格上昇を通じて、世界各国に影響が及ぶ。その場合には、原油の中東依存度が高く、GDPに占める原油輸入比率も高いアジア地域の国への影響が特に大きいとみられる(図表1-22)。

図表 1-22 原油輸入の中東依存度

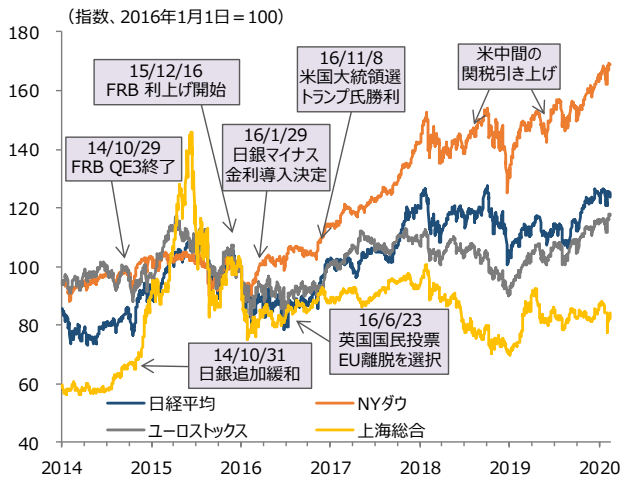


注：18年データ。HSコード2709の金額(ドルベース)より計算。中東は、イラン、イラク、クウェート、サウジアラビア、UAE、バーレーン、オマーン、カタールの合計。
出所：UN Comtrade、IMFより三菱総合研究所作成

² IMF 「Financial Stability Report, October 2019」 P.33 Figure 2.6

世界経済・金融市場の動向

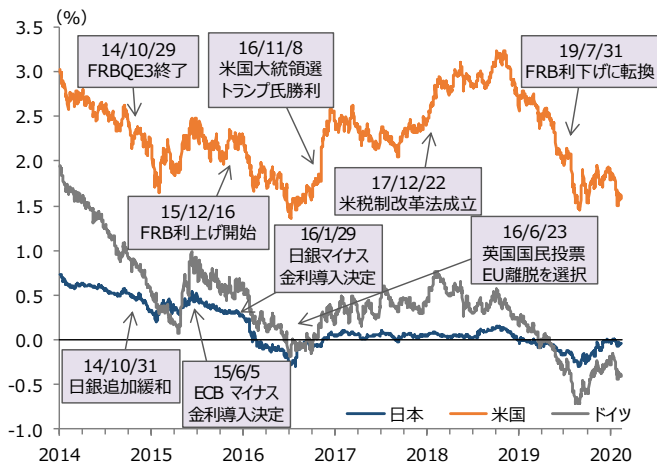
図表 1-23 世界の株価指数



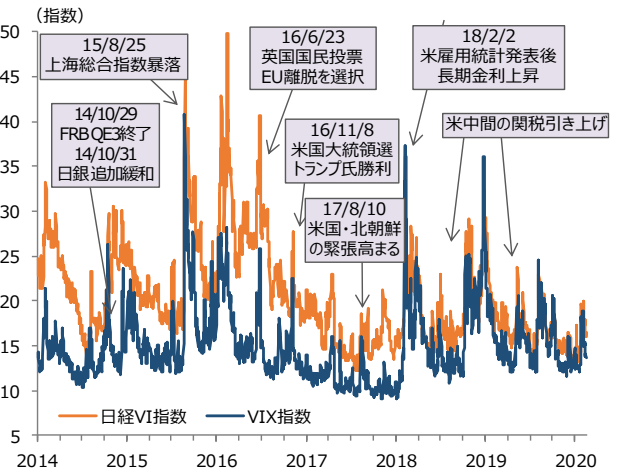
図表 1-24 日米の株価収益率 (PER)



図表 1-25 日米独の 10 年物国債利回り



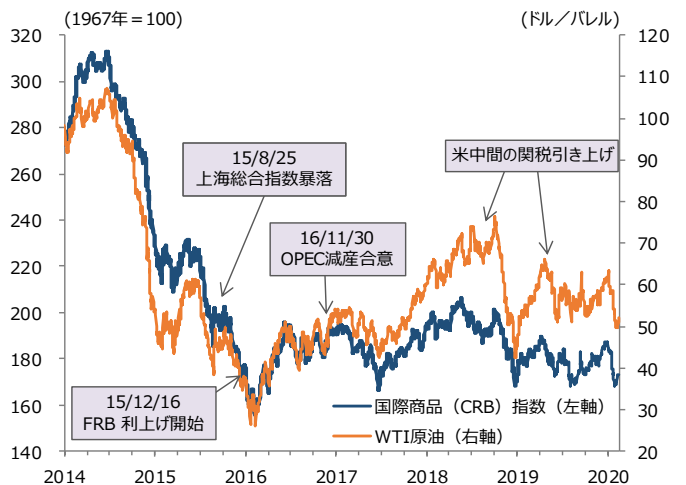
図表 1-26 日米株値の予想変動率指数



図表 1-27 為替相場



図表 1-28 商品市況



注 1：株値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 カ月先の株値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 2 月 17 日（日本時間）。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成