

## NEWS RELEASE

2020年2月18日  
株式会社三菱総合研究所

## 2019～2021年度の内外経済見通し

## － 新型肺炎の感染拡大により、減速強まる世界経済 －

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10-12月期GDP速報の発表を受け、2019～2021年度の内外経済見通しを発表しました。

**日本の実質成長率予測値:2019年度+0.4%、2020年度+0.2%、2021年度+0.7%**

(前回予測値(12月9日):2019年度+1.0%、2020年度+0.5%)

**海外経済**

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、新型肺炎(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。

**日本経済**

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、新型肺炎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に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。

**世界経済のリスク要因**

世界経済の先行きは一段と不透明感が強まっている。注意すべき下振れリスクは次の四点である。

- ① 新型肺炎の影響長期化：新型肺炎は、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資産価格の下落を通じ、成長率の下振れ要因となる。終息までの期間が長期化し、中国経済の成長率が▲1%ポイント下振れすれば、世界経済の成長率は▲0.2%ポイント低下する。
- ② 中国のバブル崩壊：中国の民間企業債務はGDP比で200%を上回っており、日本のバブル崩壊前後と同水準にある。新型肺炎の感染拡大による経営環境の悪化が、中国企業の倒産を加速させる可能性がある。中国でバブルが崩壊した場合の不良債権処理コストはGDP比で日本の1.4倍に上るとみられ、信用収縮を通じて中国経済に急ブレーキがかかりかねない。
- ③ 低金利下で蓄積する金融リスク：緩和的な金融環境が続く中、欧米でも信用力の低い企業向け貸出が拡大、投機的格付債券利回りの対国債スプレッドは低下している。世界経済の減速が強まれば、クレジットリスクへの警戒が一気に強まり、金融市場の不安定化を招く恐れがある。
- ④ 中東情勢緊迫化：米国とイランは、全面的な戦争は双方自重しているが緊迫した状況にある。有事に発展すれば、原油の供給制約や価格上昇を通じて世界経済に影響が及ぶであろう。



# 目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	9
2. 日本経済	14
日本経済の成長率予測 計表	22
3. 米国経済	24
4. ユーロ圏経済	26
5. 中国経済	28
6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）	31

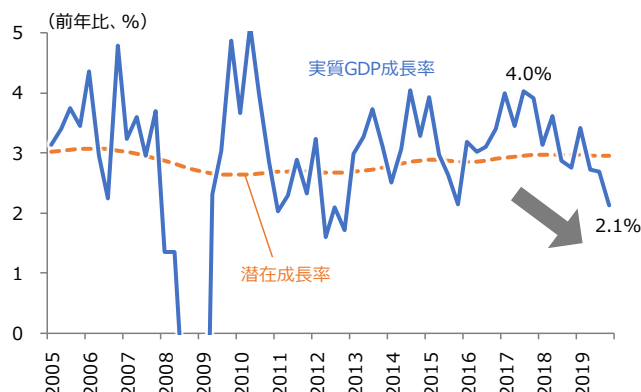
## 1. 総論

### (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、世界の実質 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）。

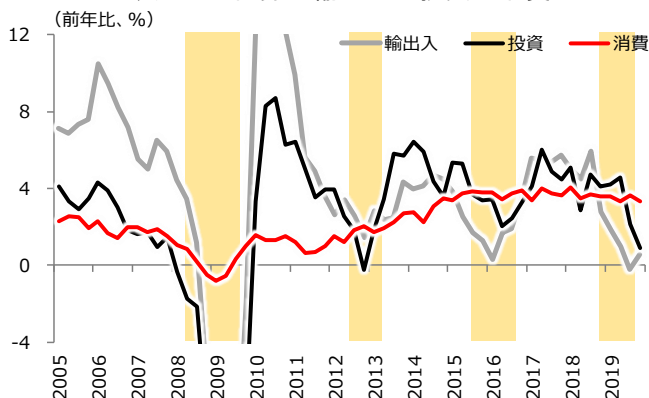
図表 1-1 世界の実質 GDP 成長率



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、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



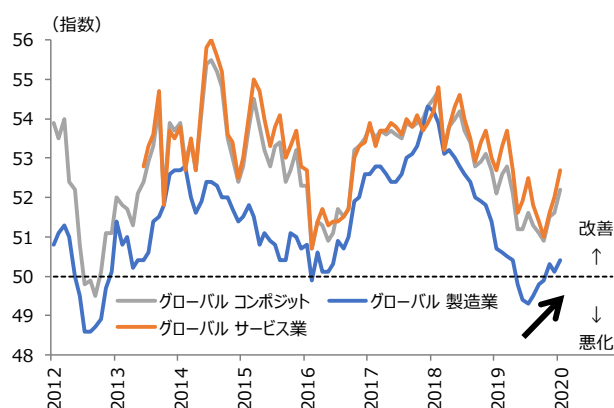
注：シャドーは世界の実質 GDP 成長率がトレンド成長率を連続して下回った時期。消費は民間消費と政府消費の合計。投資は民間企業設備投資と公共投資、住宅投資を含む総固定資本形成。対象国は図表 1-1 と同じく 34 カ国ベース。直近は 19 年 10-12 月。

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 MSCI AC 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<sup>1</sup>である。米国の供給制約や後述する新型肺炎の影響で、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

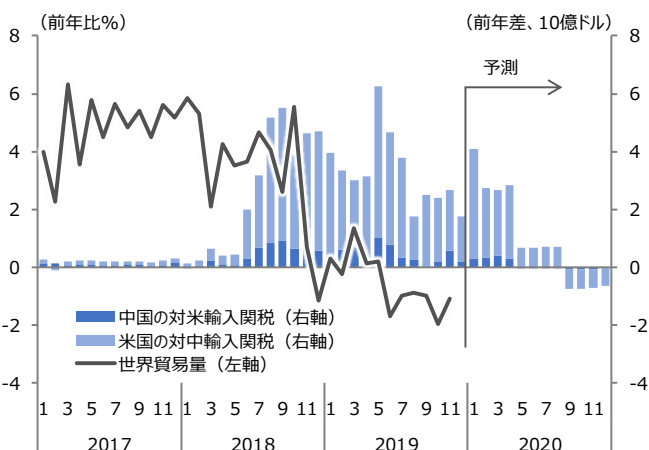
世界の半導体需要は 18 カ月前後のサイクルで悪化と改善を繰り返しているが、18 年半ば以降の調整局面は 19 年後半に底入れし、持ち直し局面に入った（図表 1-7）。背景には、①5G 関連投資の増加、②データセンター（ビッグデータなどを処理・蓄積する施設）の需要拡大、③米中合意によるスマホや PC への制裁関税の回避、などが挙げられる。半導体や半導体製造装置の在庫水準はおおむね正常化しており、需要の持ち直しとともに半導体関連の生産・輸出や設備投資も緩やかな回復を見込む。

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

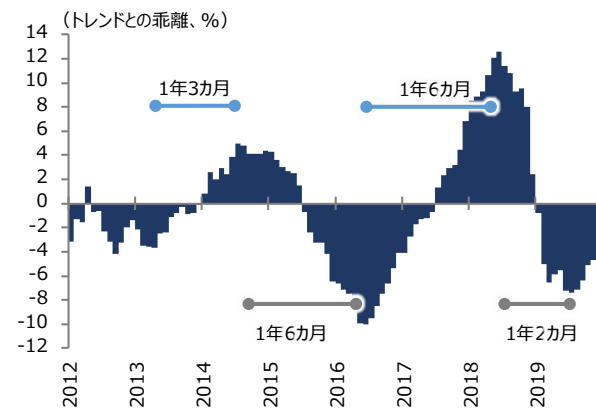
図表 1-6 米中関税額と世界貿易量



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

<sup>1</sup> 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

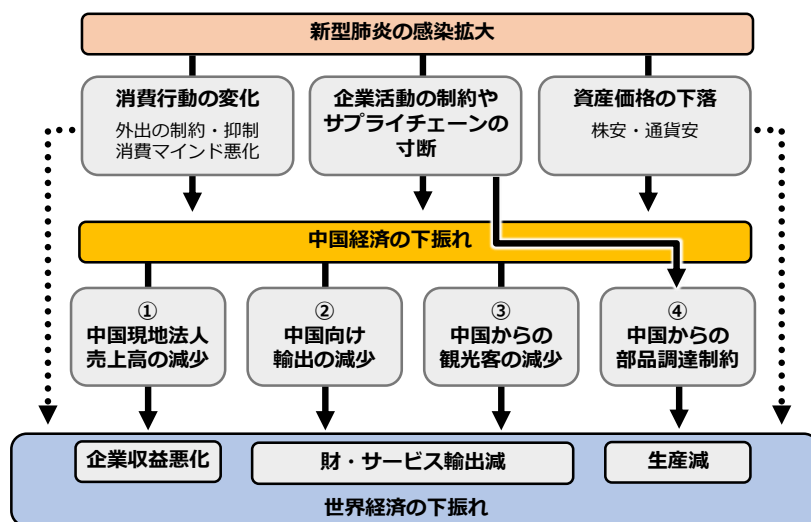
19 年の中国経済の成長率は前年比+6.1%と、18 年の同+6.6%から大幅な減速となった。先行きは、米中貿易摩擦による輸出・生産への下振れ圧力は米中第一段階の合意により緩和される一方で、新型肺炎の影響が深刻化しており、20 年 1-3 月期の中国の実質 GDP 成長率は▲2%ポイント下振れ、前年比+4.0%程度まで減速するとみている。4-6 月期以降は感染の終息とともに成長持ち直しを見込むが、20 年平均では▲0.3%ポイント下振れし、同+5.6%と 19 年の 6.1%から一段の減速を予想する（詳細は中国経済 P.28 参照）。

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。

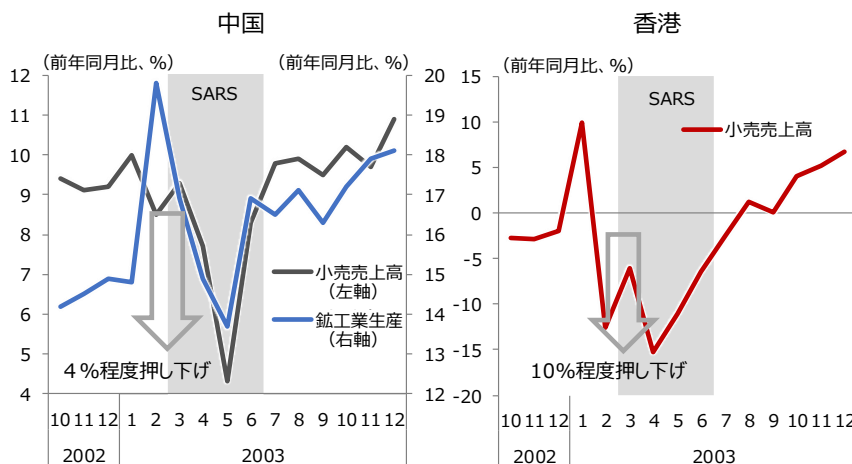
株価は、中国上海総合指数が流行開始前から 20 日間で▲7.1%と大幅に下落しており（図表 1-10）、台湾や韓国にも株安が波及している。

図表 1-8 新型肺炎の世界経済への波及経路



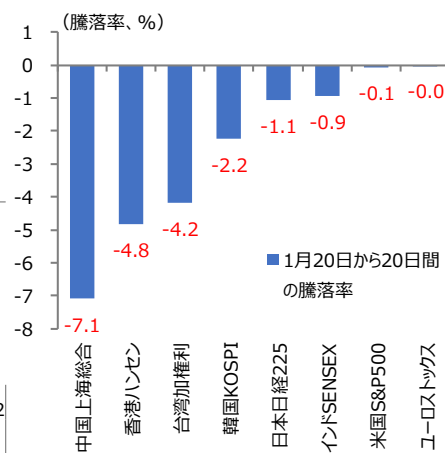
出所：三菱総合研究所作成

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

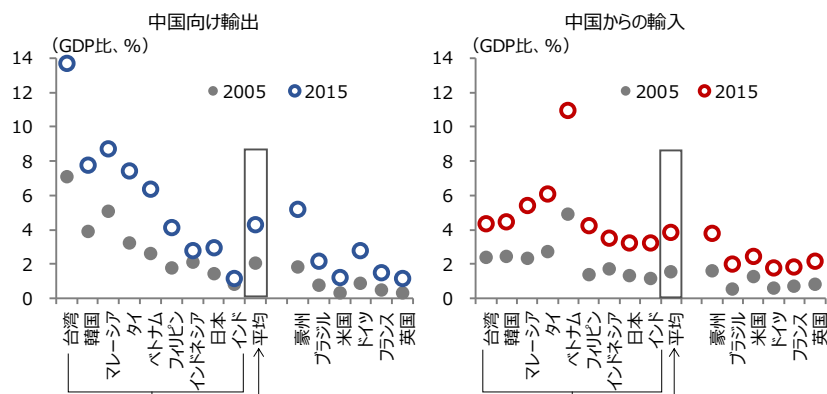
## 中国経済の下振れによる世界経済へのインパクトは拡大

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。



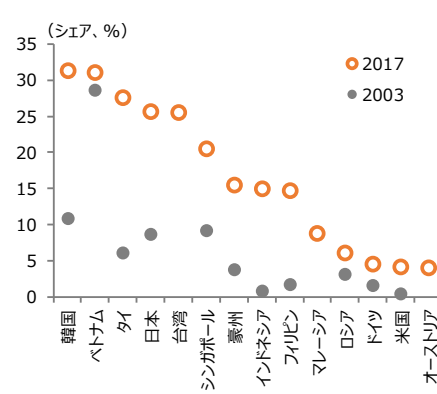
中国人観光客の減少にも注意が必要だ。各国のインバウンド数に占める中国人の割合は 03 年から大幅に上昇している（図表 1-12）。韓国やベトナムではインバウンド数のうち 3 割が中国人であり、SARS の時のように観光客が半減すれば影響は大きい。

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% 台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。経済や株価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%	ウォーレン 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%	ブティジェッジ 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。

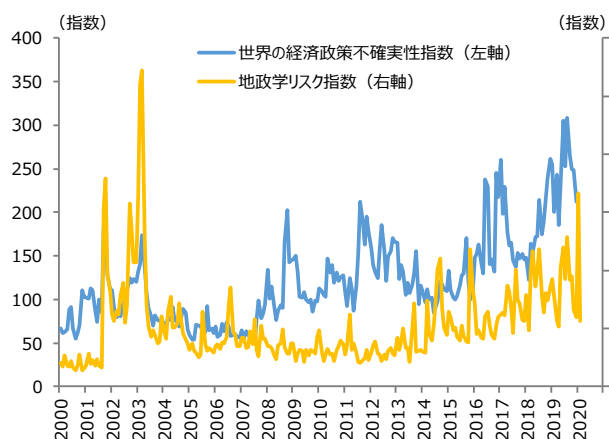
## 高い不確実性が引き続き経済活動の重しに

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。新型コロナウイルス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
	11月	米国	大統領選	
2021年	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	
	11月	ドイツ	連邦議会選	

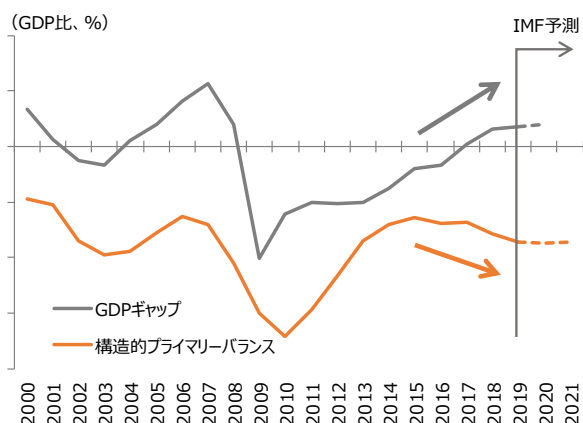
出所：三菱総合研究所作成

## 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、%) ■：予測	実績		予測	
	2018	2019	2020	2021
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
<b>世界平均</b>	<b>3.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>

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。

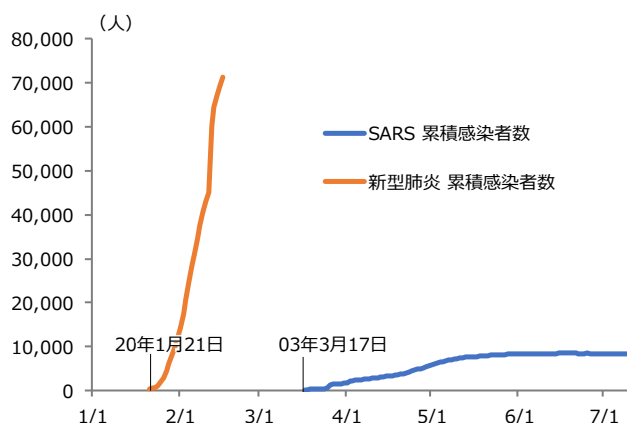
#### ① 新型肺炎の影響長期化

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

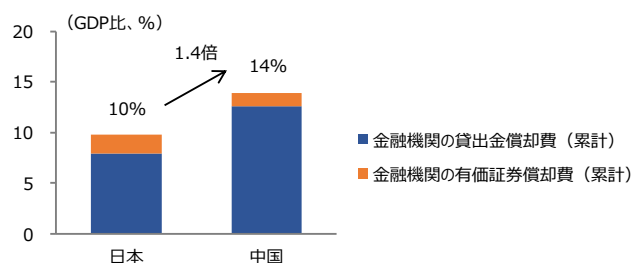
#### ② 中国のバブル崩壊

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

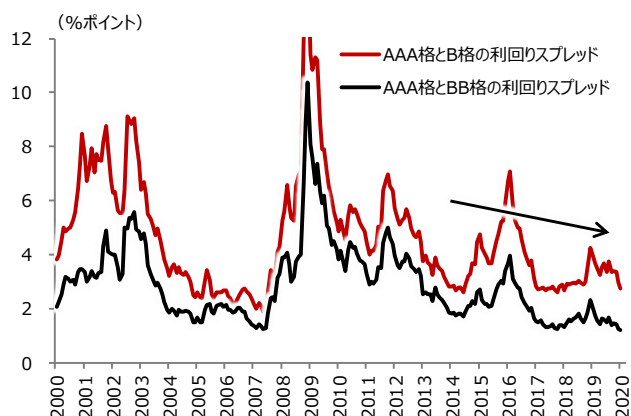
中国は21年にかけて政治的にも重要な局面を迎える。20年が「小康社会」を実現する5カ年計画の最終年であり、21年は中国共産党の創立100周年にあたる。こうした重要な局面を乗り切るためにも、中国政府には、不動産価格の急変動や不良債権の拡大を抑えつつ、景気を下支えするという非常に難易度の高い財政・金融政策のかじ取りが求められている。政策運営を誤り急速な信用収縮を招けば、中国経済の成長率は大幅に低下し、失業の増加や政治に対する不満の増加につながりかねない。

### 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<sup>2</sup>。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と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。

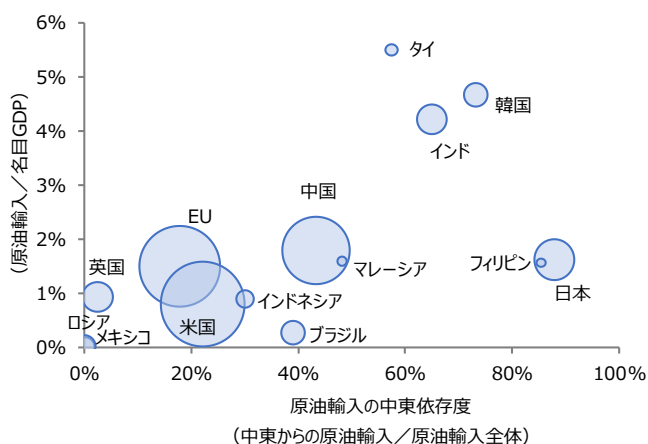
出所：セントルイス連銀より三菱総合研究所作成

### 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



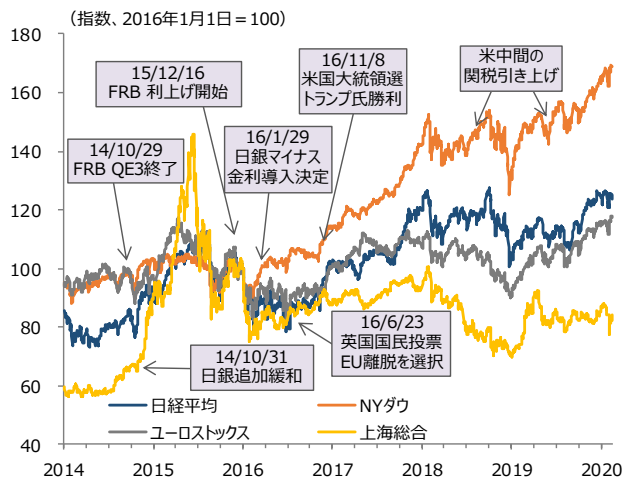
注：18 年データ。HS コード 2709 の金額（ドルベース）より計算。中東は、イラン、イラク、クウェート、サウジアラビア、UAE、バーレーン、オマーン、カタールの合計。

出所：UN Comtrade、IMF より三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> IMF 「Financial Stability Report, October 2019」 P.33 Figure 2.6

## 世界経済・金融市場の動向

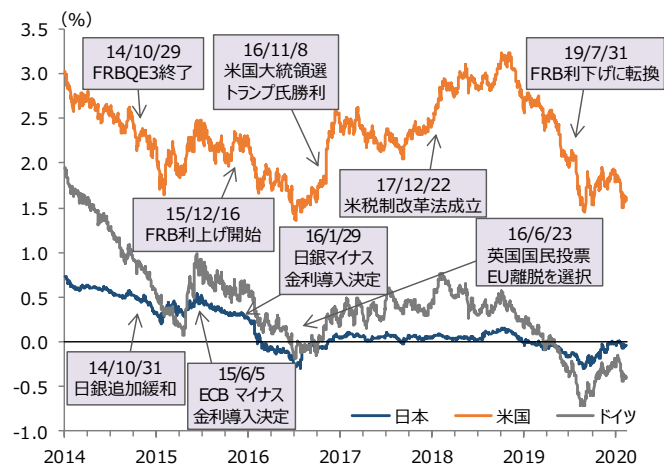
図表 1-23 世界の株価指数



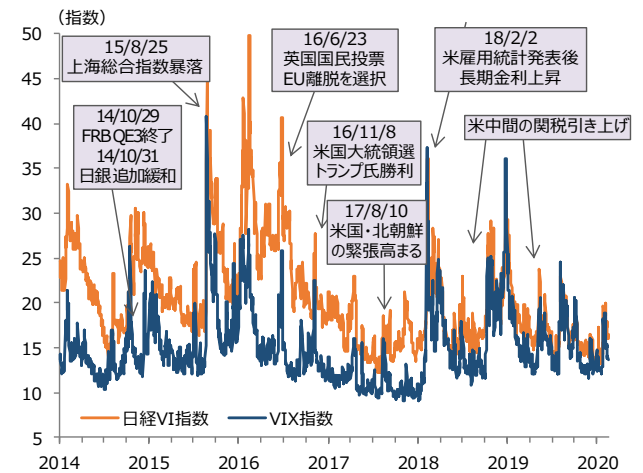
図表 1-24 日米の株価収益率（PER）



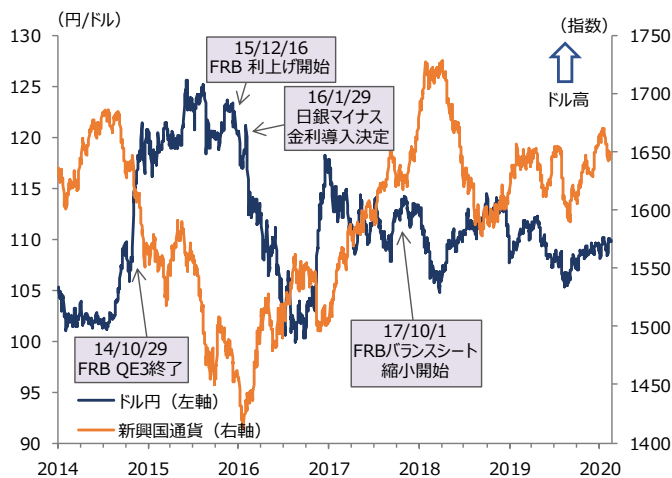
図表 1-25 日米独の10年物国債利回り



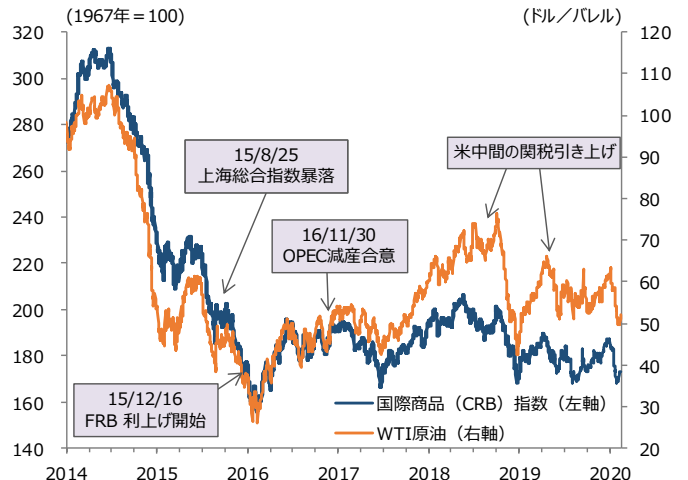
図表 1-26 日米株価の予想変動率指数



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 2月17日（日本時間）。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成





## 2. 日本経済

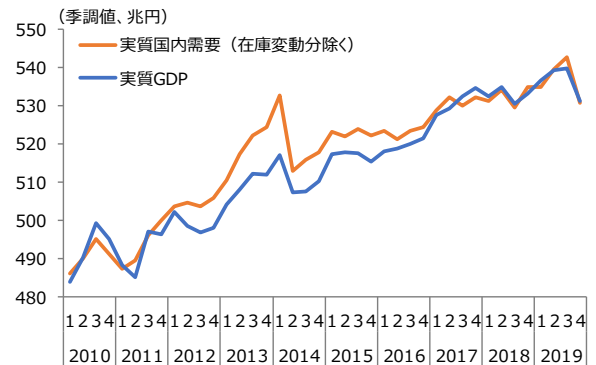
### (1) 概観

#### 19 年 10-12 月期はマイナス成長

19 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、季調済前期比 ▲1.6% (年率 ▲6.3%) と 5 四半期ぶりのマイナス成長となった (図表 2-1)。消費税増税による負担増や台風 19 号の影響から消費や設備投資が大きく減少した。

消費は 10 月の消費税増税や台風 19 号の影響により、同 ▲2.9% と大幅な減少となった。設備投資は同 ▲3.7% と 3 四半期ぶりに減少した。輸出は欧米向けの減少により、同 ▲0.1% と小幅ながら 2 四半期連続で減少となった。輸入は内需縮小を背景に同 ▲2.6% と減少し、GDP 成長率の押し上げ要因となった。在庫変動分を除く実質国内需要は同 ▲2.2% の減少となった (図表 2-1)。

図表 2-1 日本の実質 GDP の水準



注：四半期ベース。

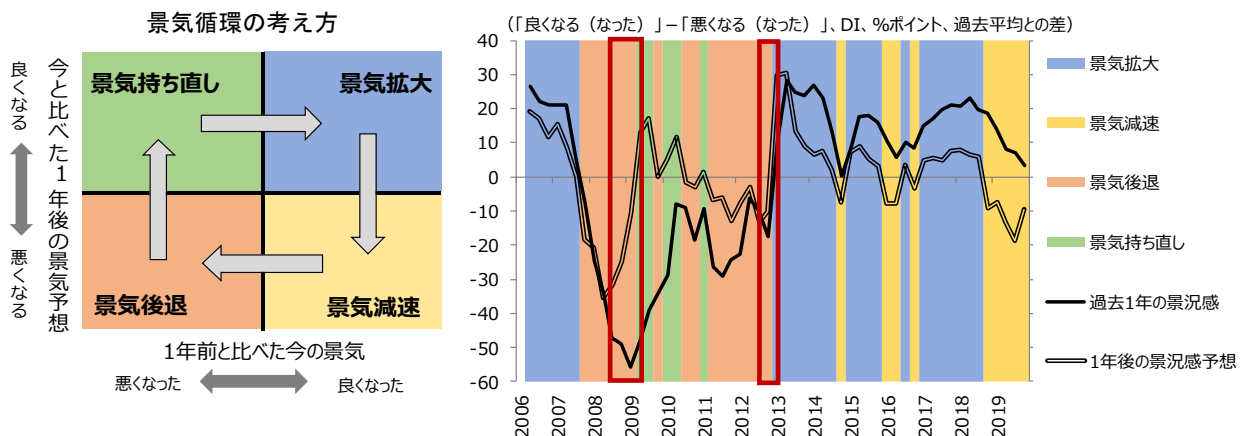
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

#### 景気後退の可能性が高まるが、家計の景況感は「景気減速」で踏みとどまる

輸出・生産を中心に各種経済指標が低下・減少傾向にあり、景気動向指数に基づく景気の基調判断は、19 年 8 月以降、景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」が続いている。

ただし、家計の景況感では「景気後退」までは至らず「景気減速」で踏みとどまっている。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」における「1 年前と比べた今の景気」、「今と比べた 1 年後の景気予想」をみると、19 年 10-12 月期は 1 年後の景気予想は悪いが、1 年前と比べた今の景気は良い「景気減速」局面に位置づけられる (図表 2-2)。過去の景気後退局面ではいずれも悪化に転じていた。

図表 2-2 生活意識に基づく景気の捉え方



注：ifo 研究所「ifo World Economic Survey」を参考にして作成。1 年前と比べた今の景気および今と比べた 1 年後の景気予想に関する DI（「良くなる（なった）」と回答した家計の割合と「悪くなる（なった）」と回答した家計の割合の差）が、過去平均に比べて高いか低いかを基に景気循環を判断。赤枠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、内閣府、ifo 研究所より三菱総合研究所作成

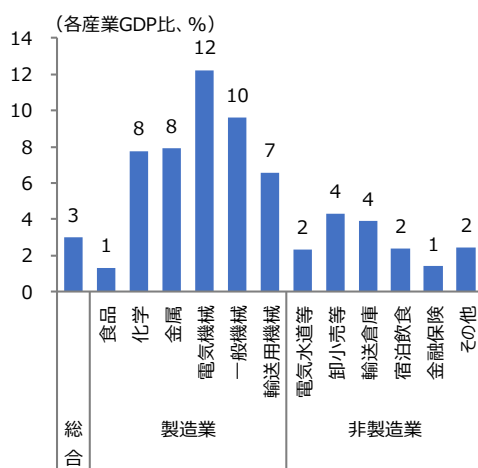
#### 新型肺炎の拡大に要注意、日本経済の中国経済への依存度は高い

景気後退懸念が強まるなか、足もとでは新型肺炎（COVID-19）の拡大による経済活動の制約が加わった。日本経済への主な波及経路は、①中国現地法人売上高の減少、②中国向け輸出の減少、③中国からの訪日客の減少、④中国からの部品調達制約、の四つである（総論、図表 1-8）。03 年の SARS（重症急性呼吸器症候群）流行時に比べ、これらの経路による日本経済への波及度は高まっている。日本企業の中国現地法人売上高は約 4 倍（06 年→18 年）、日本の中国向け輸出は約 2 倍（03 年→19 年）、中国人訪日客数は約 21 倍（03 年→19 年）、中間財輸入に占める中国比率も約 3 倍（03 年→17 年）となっている。

上記②と③について中国向け付加価値輸出（財・サービス）をみると、日本の GDP 比で約 3% に達する。産業別では、電気機器など製造業に加え、中国向けインバウンド消費の増加を背景に小売など非製造業でも一定の中国向け輸出比率がある (図表 2-3)。仮に新型肺炎のまん延により中国向け輸出が ▲10%ポイント押し下げられれば、日本の GDP は約 ▲0.3%ポイント押し下げられる。

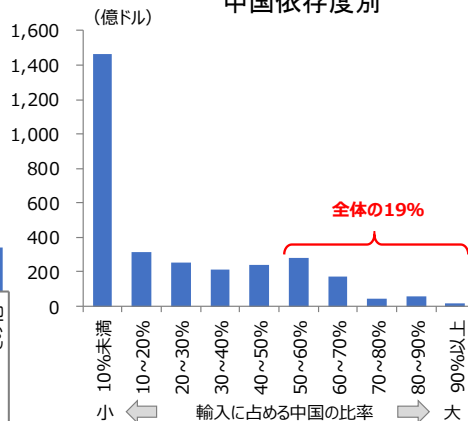
中国での工場稼働停止による部品などの供給制約（上記④）も日本経済の下振れ要因となる。中間財の輸入に占める中国比率が 50%を超える品目が、金額ベースで全体の約 2 割を占め（図表 2-4）、これらの品目では短期的な代替が難しい可能性もある。在庫水準は、製造業平均で約 1.3 カ月であり、特に自動車・同付属品では約 0.6 カ月しかない（図表 2-5）。品目や個社によって影響は異なるものの、中国からの中間財供給が 1 カ月を超えて滞れば、日本国内での生産への影響が本格化するだろう。こうした影響が長期化すれば、工場の稼働停止や代替調達によるコスト増が企業収益を悪化させるほか、設備投資や雇用への調整圧力が強まることで内需にも波及し、日本経済の下押し圧力となる。

図表 2-3 産業別中国向け輸出比率



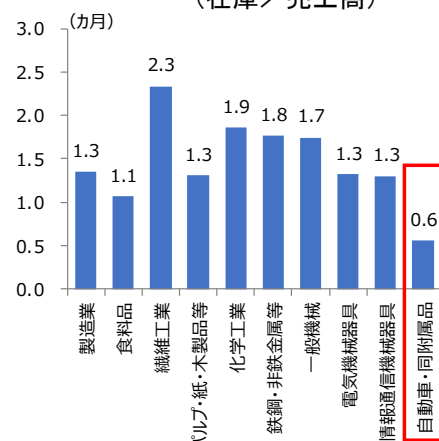
注：15 年データ、付加価値ベース。付加価値輸出にはインバウンド消費も含む。  
出所：OECD「TiVA」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 日本の中間財輸入額：中国依存度別



注：RIETI-TID の「貿易分類と生産工程の対応」を用いて、SITC コードで加工品と部品を抽出。16~18 年平均。金額ベース。  
出所：UN Comtrade、経済産業研究所「RIETI TID2017」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 棚卸資産回転期間（在庫／売上高）



注：棚卸資産（前期末と当期末の平均）／1 カ月当たり売上高。18 年平均。  
出所：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

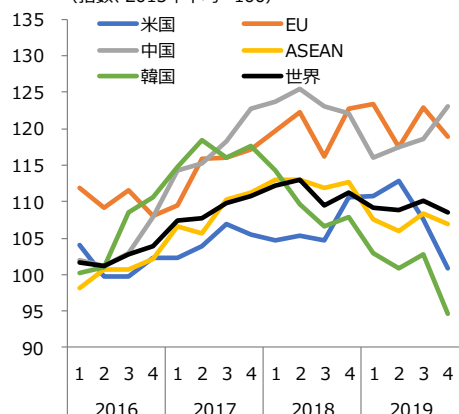
## (2) 輸出・生産の動向

### 中国向けに持ち直しの動きも米国向けは減少継続、半導体関連に下げ止まり感

19 年 10-12 月期の財・サービス輸出は、季調済前期比▲0.1%と小幅ながらも 2 四半期連続で減少した。18 年半ば以降、アジア向けを中心に財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。海外経済の減速などを背景に低調な推移となっている。

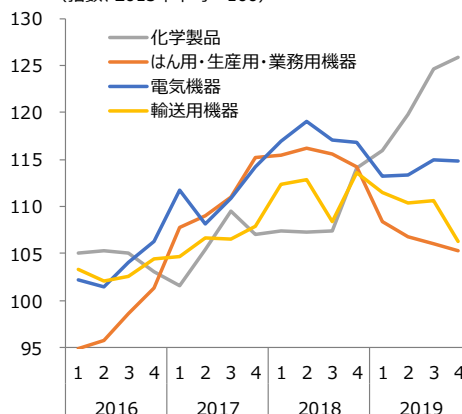
仕向け地別の財輸出をみると、米中貿易摩擦の影響から減少していた中国向けに持ち直しの動きがみられる一方、米国向けは 19 年半ば以降減少傾向にある（図表 2-6）。また、韓国向けは、一部の品目で輸出管理規制の運用見直し（19 年 12 月）が行われたが、日韓関係悪化の影響を背景に減少が継続している。財別では、輸送用機器やはん用・生産用・業務用機器は減少が続く一方で、半導体が含まれる電気機器は、半導体サイクルの回復を受けて下げ止まりの兆しがでてきた（図表 2-7）。

図表 2-6 仕向け地別の実質財輸出  
(指数、2015年平均=100)



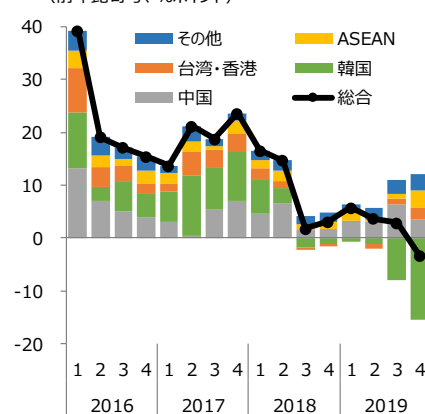
注：四半期ベース。  
出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 主な財別の実質輸出  
(指数、2015年平均=100)



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 2-8 国別訪日外客数  
(前年比寄与、%ポイント)



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

サービス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▲0.6%と2四半期連続で減少した。19年10-12月期の訪日外客数は前年同期比▲3.4%と8年ぶりに減少に転じた。韓国が同▲64.7%と全体を大きく押し下げた。19年通年では訪日外客数は3,188万人と18年の3,119万人を超えたが、伸びは鈍化した。輸出・インバウンド双方に19年7月以降の日韓関係悪化の影響が継続している(図表2-8)。

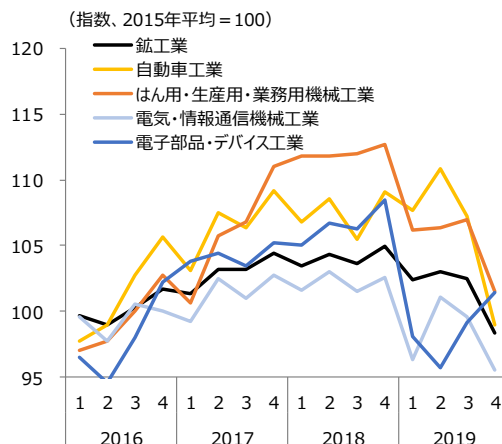
19年10-12月期の鉱工業生産は、季調済前期比▲4.1%と2四半期連続で減少した。消費税増税前後の反動減や台風19号の影響はあるものの、低調な輸出を背景に自動車工業や生産用機械工業など15業種中14業種で減少した(図表2-9)。一方、電子部品・デバイス工業は唯一の増加となった。半導体関連需要の下げ止まり感を背景に、19年後半以降持ち直しの動きがみられる。

### 輸出・生産は20年度後半以降に緩やかに回復

輸出の先行きは、19年度末から20年度前半にかけて、海外経済の減速を背景に低調な推移が続くとみる。特に、20年前半は、新型肺炎が中国向け輸出(輸出の約2割)やインバウンド消費(訪日外国人消費の4割弱は中国)の下押し圧力となるだろう。その後は、20年度後半以降に海外経済の持ち直しや半導体需要の回復を背景に、緩やかながら回復すると見込む。実質輸出の伸びは、19年度は前年比▲1.9%、20年度同+0.5%、21年度同+0.7%と予測する。

鉱工業生産の先行きは、20年度前半は中国からの部品調達難が重しとなるが、その後、21年度にかけては内外需の緩やかな持ち直しを背景に増加に転じると予想する。19年度は同▲3.3%、20年度同▲1.3%、21年度同+1.0%と予測する。

図表2-9 業種別の鉱工業生産指数



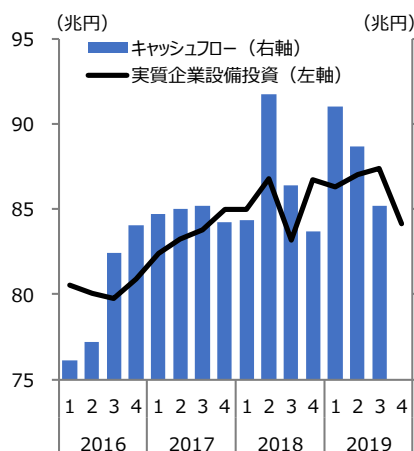
注：四半期ベース。  
出所：経済産業省「鉱工業生産」より三菱総合研究所作成

## (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

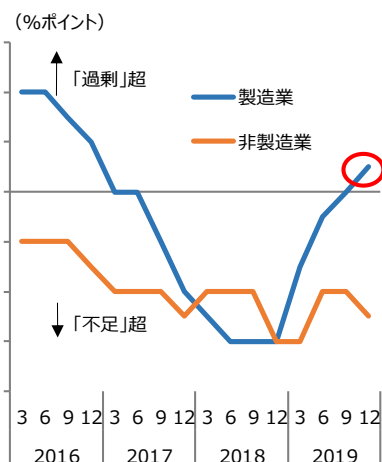
19年10-12月期の民間企業設備投資は、季調済前期比▲3.7%と3四半期ぶりに減少した(図表2-10)。18年半ば以降、ならしてみれば設備投資の伸びは減速している。設備投資に対する構造的なニーズ(①情報化関連投資、②既存設備の維持・補修投資、③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資など)は強いが、海外経済の不透明感を背景に、製造業を中心に企業の投資姿勢は慎重化している。

図表2-10 民間企業設備投資



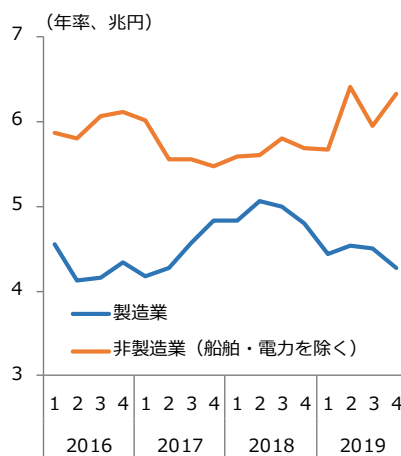
注：年率、季節調整値。キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費。  
出所：内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表2-11 設備判断DI



注：全規模ベース。  
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-12 機械受注



注：四半期ベース。19年10-12月期は10月と11月の平均値。  
出所：内閣府「機械受注統計調査報告」より三菱総合研究所作成

製造業では、18年以降、設備投資の動きが弱い。輸出・生産の減少を背景に設備稼働率が低下しており、日銀短観の設備判断DIが19年12月調査で約3年ぶりに「過剰」超に転じるなど、設備に過剰感が出てきた（図表2-11）。製造業向け機械受注も減少傾向にある（図表2-12）。一方、非製造業では、増加基調を維持し、底堅く推移している。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、設備不足感の強い状態が続いている（図表2-11）。

先行きの設備投資は、製造業における設備過剰感の高まりや、新型肺炎の経済影響など輸出環境をめぐる不確実性の高さが設備投資の重しとなり、20年度の実質設備投資は前年比▲0.2%と4年ぶりにマイナスに転じる見込み。もっとも、前述の構造的な設備投資ニーズに加え、5G関連サービスが本格的に開始されることから、半導体やデータセンター関連の投資が押し上げ要因になるとみられ、21年度は同+1.7%とプラスの伸びに復すると予測する。

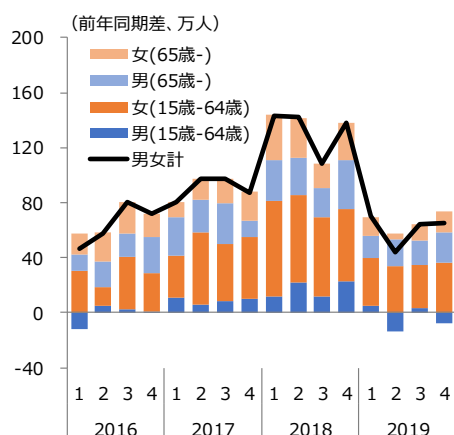
#### （4）雇用・所得の動向

##### 製造業を中心に追加的な労働需要に弱さ

完全失業率は2%台前半と構造失業率2.7%（当社推計）を下回る低い水準で推移している。19年10-12月期の就業者数は前年同期差+65万人となった。女性と65歳以上のシニア層が、就業者数の伸びを支えている。ただし、18年平均の140万人近い大幅な伸びからの反動もあり、19年に入り、就業者数の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10-12月期は正規の職員・従業員が増加に転じ、非正規の職員・従業員も伸びた。

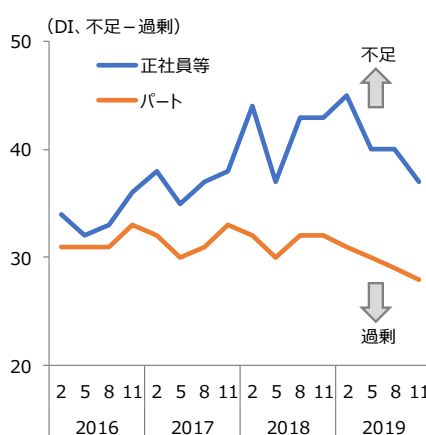
一方、労働需給の逼迫度合いは緩みつつある。企業の労働者の過不足状況をみると、依然として人手不足感は強いが、正社員・パートともに労働者過不足判断DIは低下傾向にある（図表2-14）。また、新規求人数をみると、一部業種で雇用調整圧力が強まっている。製造業は輸出・生産の減少を背景に19年以降大幅な悪化が継続している。製造業と関連する運輸・郵便や卸売・小売へも波及している可能性があり、これまで堅調であった雇用環境に変調の兆しが見られる（図表2-15）。

図表2-13 就業者数



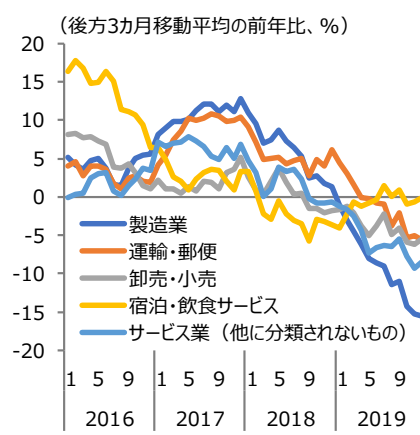
注：四半期ベース。  
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

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 新規求人数



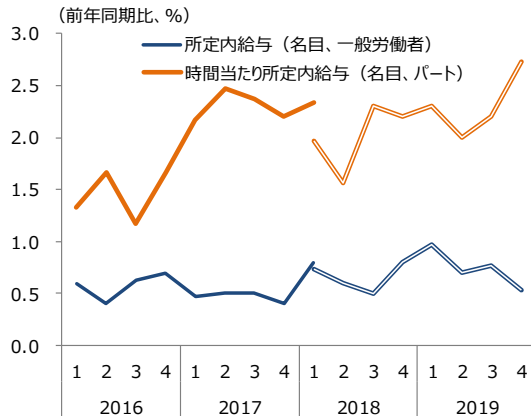
出所：厚生労働省「一般職業紹介状況」より三菱総合研究所作成

このような追加的な労働需要の弱さを背景に、賃金の伸びは緩やかなものにとどまっている（図表2-16）。パートの時間当たり所定内給与は高い伸びを維持しているものの、ウェイトの大きい一般労働者の所定内給与の伸びは緩やかに低下している。

加えて、景気の影響を受けやすい賞与や時間外手当は、足もとで減少に転じているとみられる。当社の生活者市場予測システム（mif）を用いた生活者5,000人を対象としたアンケート調査では、1年前と比較して時間外手当や賞与は減少したとの回答が増加したとの回答を上回った（図表2-17）。働き方改革による時間外労働の減少や、企業収益の低下が影響しているとみられる。

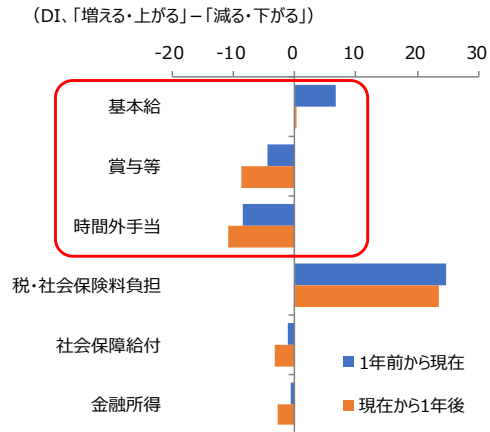


図表 2-16 賃金



注：四半期ベース。18 年 1-3 月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

図表 2-17 所得の現状と今後の見通し



注：①増える・上がる：+1、②変わらない：0、③減る・下がる：-1とし、回答者割合を用いて、期間別の DI を作成。「該当しない」の回答を除く。  
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 (20 年 1 月実施、回答者 5,000 人)

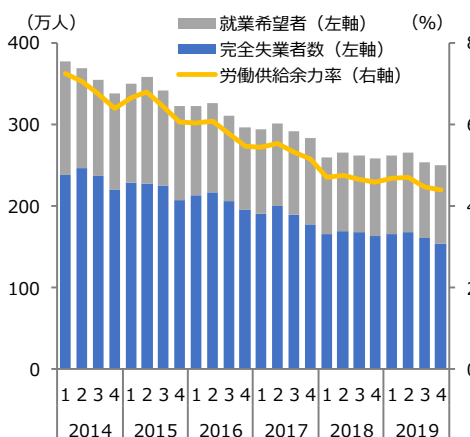
## 雇用者報酬は 20 年度にかけ伸び鈍化、20 年度後半以降は輸出・生産の回復により緩やかに回復

先行きは、輸出・生産の減少による製造業を中心とした雇用・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）には影響が波及しつつある。

労働市場の構造的な要因も雇用・所得環境の改善の重しとなる。女性・高齢者の労働市場への参加は増加しているが、労働供給余力は低下しており、先行きは就業者数の伸びが鈍化すると見込む (図表 2-18)。加えて、労働需要と労働供給のミスマッチも緩やかながら拡大している。ミスマッチ状況を職種別にみると、「事務的職業」などでは労働供給過多の状況にある一方、介護が含まれる「サービスの職業」や IT 化への対応などで求められる「専門的・技術的職業」は労働供給が不足している (図表 2-19)。このミスマッチが解消されなければ、雇用の伸びがさらに鈍化し、所得にも波及する可能性がある。

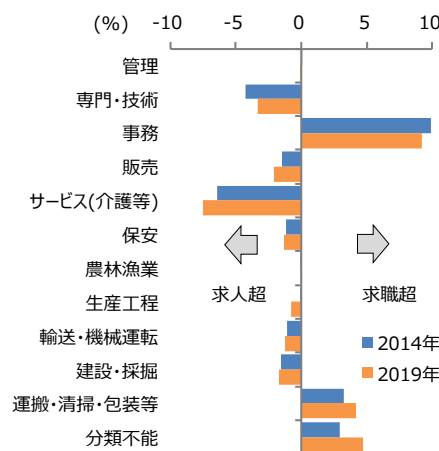
また、20 年度の労使交渉では、ベア実施意向が労使双方で低下しているほか、賃上げ率見通しも 19 年度に比べて低く、2 年連続で賃上げ率が鈍化する見込みだ (図表 2-20)。前述の mif 調査でも、1 年後の所得環境は悪くなると捉えている割合が高いことから、家計も所得の伸びが鈍化すると予想している (前掲、図表 2-17)。

図表 2-18 労働供給余力



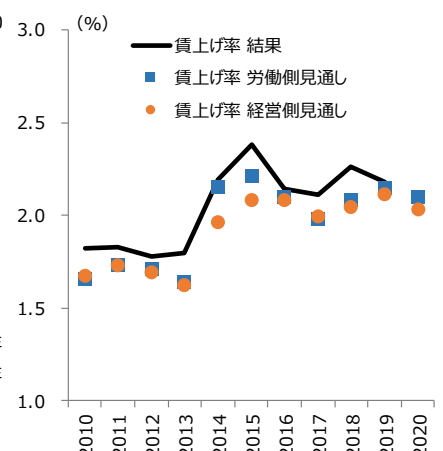
注：労働供給余力率は、役員を除く雇用者数に占める、完全失業者・就業希望者の割合。就業希望者は非労働力人口のうち「適当な仕事がありそうにない」と考えている人口。  
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 職種別ミスマッチ状況



注：各年平均。常用 (含パート) ベース。有効求職者数の職種別シェアと有効求人数の職種別シェアの差。  
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

図表 2-20 賃上げ見通し



出所：労務行政研究所「賃上げに関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成



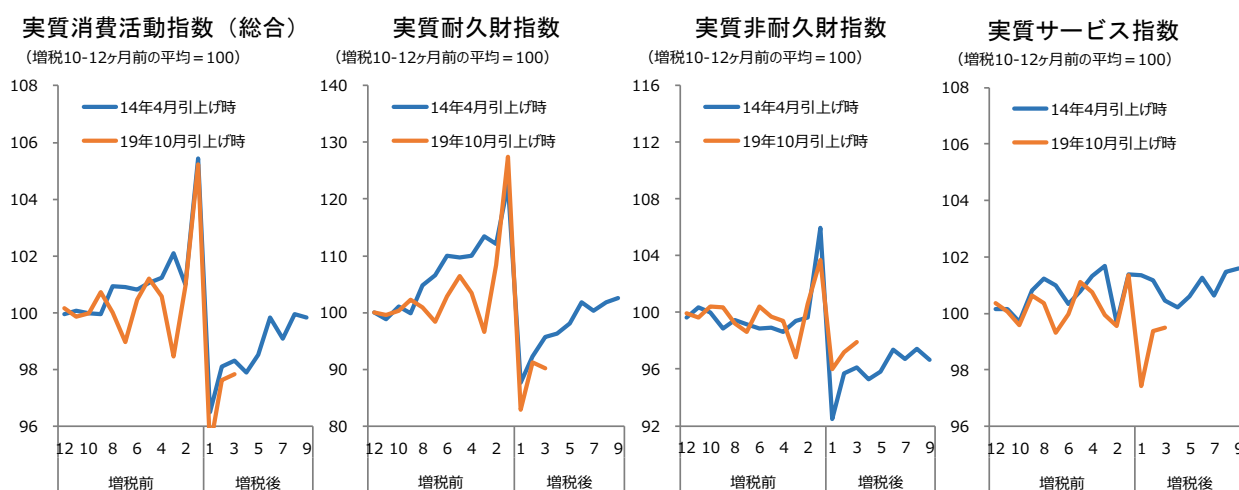
名目雇用者報酬は、20年度は前年比+0.9%、21年度は同+1.0%と、19年度（同+1.8%）から伸び鈍化を予測する。労働供給余力の低下を背景に就業者数の伸び鈍化が予想されるほか、企業収益悪化などを背景に賞与や残業代の下振れも予想され、賃金の伸びも抑制気味で推移する見込み。1人当たり名目雇用者報酬は、19年度が前年比+0.7%、20年度が同+0.6%、21年度が同+0.9%と、1%を下回る伸びにとどまるだろう。

## （5）消費の動向

### 増税後に消費は大幅に落ち込み

19年10-12月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲2.9%の減少となった。消費税増税の影響に加え、10月に発生した台風19号などの自然災害の影響から、消費は落ち込んだ。特に、耐久財やサービスが大きく減少した（図表2-21）。消費税増税前後の消費を14年4月の増税時と比較すると、①増税前の駆け込み需要の規模が小さく、②消費税率の引き上げ幅が小さく軽減税率も適用される、にもかかわらず、前回並みの消費の落ち込みとなった。

図表 2-21 財別消費活動指数



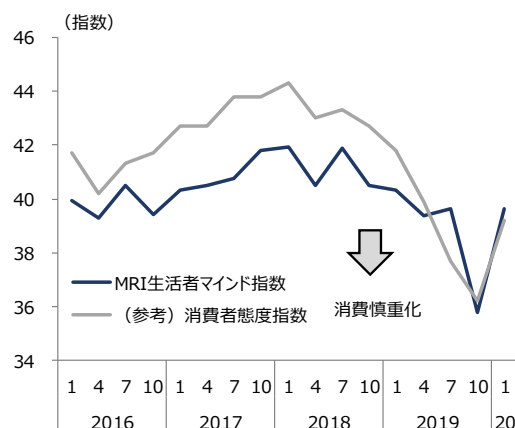
注：実質季調値。月次ベース。各増税時の増税10-12カ月前の平均を100として比較。

出所：日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

### 消費者マインドはやや持ち直しも低水準

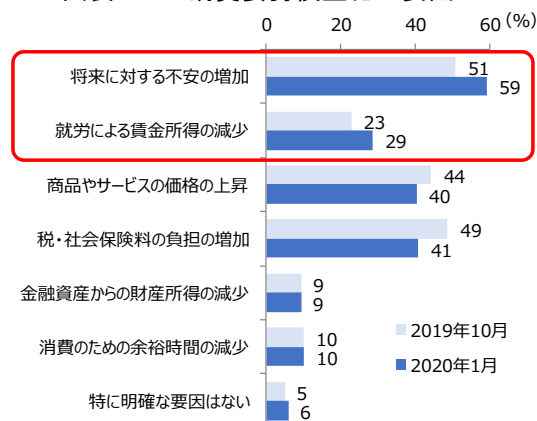
前出のmif調査を用いて作成した「MRI生活者マインド指数」によると、家計の消費に対する姿勢（3カ月前からの変化）は、消費税増税直後の19年10月調査から改善したものの、低水準で推移している

図表 2-22 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 2-23 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10月および20年1月実施、回答者5,000人）

(図表 2-22)。消費を慎重化させた理由をみると、「将来に対する不安の増加」、「就労による賃金所得の減少」の割合が前回調査に比べ上昇した。一方、消費税増税に関連する「商品やサービスの価格の上昇」や「税・社会保険料の負担の増加」の割合は減少しており、消費税増税を理由とした家計のマインド悪化はやや和らいだ(図表 2-23)。

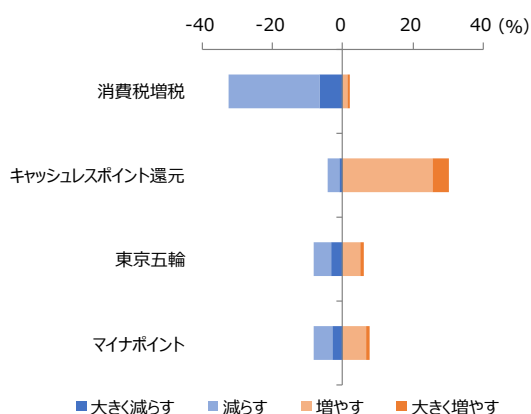
## 20 年 7-9 月期以降の消費に注意が必要

19 年 10 月の消費税増税に伴い、政府はキャッシュレス決済に対するポイント還元策を実施。さらに 20 年 9 月以降には、マイナンバーカードを活用した消費活性化策も実施される予定だ。また、20 年 7-9 月には東京オリンピック・パラリンピックの開催も控えている。

これら各種施策やイベントによる家計の消費意向の変化を前述の mif 調査を用いて調査したところ、「キャッシュレス決済に対するポイント還元」利用者では消費を増やす割合が高い。一方、ポイント還元終了後の「東京オリンピック・パラリンピック」や「マイナンバーカードを活用した消費活性化策」の消費押し上げ効果は限定的だ(図表 2-24)。キャッシュレス決済に対するポイント還元が終了する 20 年 7-9 月期以降は、政策的に消費を下支えする力が弱まることから、雇用・所得環境の影響が直接的に消費に表れやすくなる。

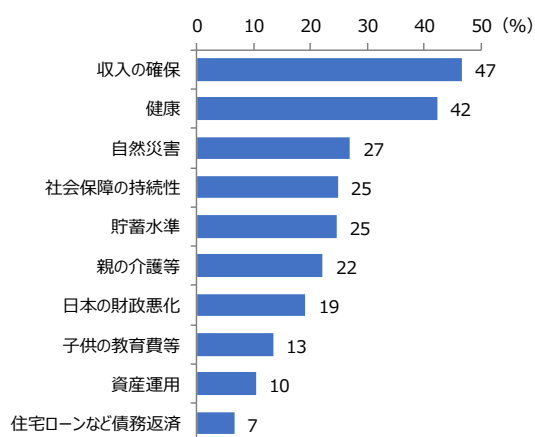
また、同 mif 調査で将来不安も確認した(図表 2-25)。将来不安として「収入の確保」や「健康」を挙げる割合が 4 割以上となった。また、「社会保障」や「貯蓄水準」を不安として挙げる割合も 25%と高い。これら将来不安は、家計の消費意向を低下させ、中長期的な消費の下押し要因となる。

図表 2-24 各種施策・イベント時の消費意向



注:「キャッシュレスポイント還元」および「マイナポイント」は未利用(未利用予定)の回答を除く。  
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(20 年 1 月実施、回答者 5,000 人)

図表 2-25 将来不安の要素



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(20 年 1 月実施、回答者 5,000 人)

## 20 年度の消費は 2 年連続の減少を見込む

先行きは、消費税増税後の反動減は徐々に和らいでいくものの、増税による実質所得の低下が重しとなり、低水準での推移を見込む。新型コロナウイルスの感染拡大による消費抑制も 20 年半ばにかけて消費の下振れ要因となる。実質民間最終消費支出の伸びは、19 年度は前年比▲0.3%、20 年度同▲0.8%と 2 年連続での減少を予測する。その後は、新型コロナウイルスの影響剥落や、輸出・生産の緩やかな持ち直しを背景に、消費の伸びも小幅ながらプラスに転じるとみられ、21 年度は同+0.3%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 10-12 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(消費税調整前)が前年比+0.6%と、19 年 7-9 月期の同+0.5%からほぼ横ばいとなった(図表 2-26)。物価上昇の要因別内訳をみると、19 年 10 月以降は消費税率の引き上げが約+0.9%ポイント押し上げている一方、幼稚園・保育所保育料が約▲0.6%ポイント押し下げている。消費税率引き上げと幼児教育無償化の影響を除くと、同+0.3%と 19 年 7-9 月期から低下しており、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。14 年 4 月の消費税増税時(3 月前年比+1.3%→4 月同+3.2%)に比べて、増税後の物価の伸びは抑制されている。

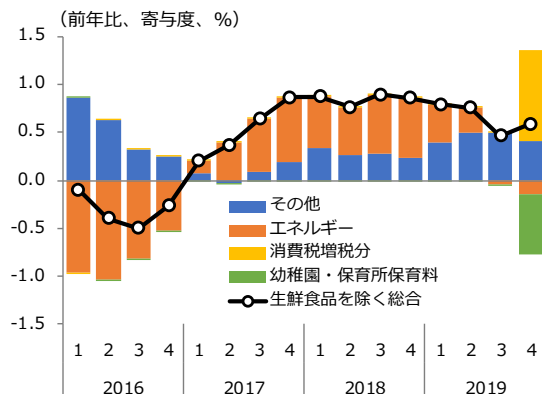
## 教育無償化が物価を下押し

先行きは、労働需給面からの賃金上昇圧力の弱まりに加え、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、①19年10月開始の幼児教育無償化（前年比▲0.6%ポイント押し下げ）、②20年4月開始の高等教育無償化（同▲0.2%ポイント押し下げ）などの特殊要因が、20年度にかけて物価の伸びを低下させる方向に寄与するとみられる。なお、物価見通しの前提となる為替は、21年度末にかけて109円程度で推移すると想定。原油価格（WTI）は、21年度末にかけて平均的には1バレル当たり55ドル程度での推移を見込む。

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ペースで20年度半ばにかけていったん低下し、その後は21年度半ばにかけて、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年度は前年比+0.6%

（消費税の影響を除けば+0.1%）、20年度同+0.6%（同+0.1%）、21年度同+1.0%と予測する。

図表 2-26 物価上昇率の要因別内訳



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

## (7) まとめ

### 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

19年10-12月期の実質GDP成長率は、季調済前期比▲1.6%（年率▲6.3%）と5四半期ぶりのマイナス成長となった。消費税増税による負担増や台風19号の影響から消費や設備投資が大きく減少した。

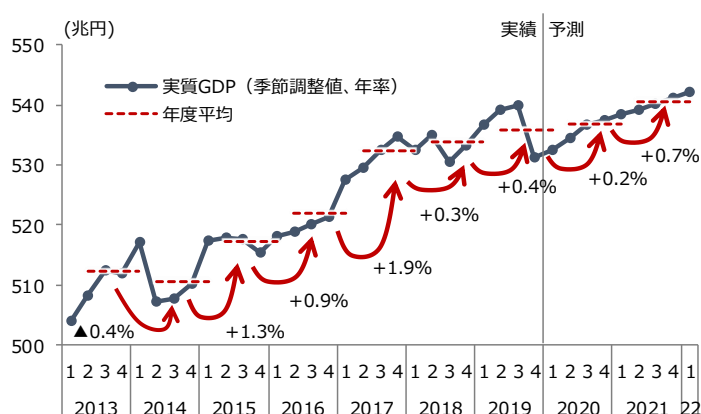
20年1-3月期は、新型肺炎の感染拡大を背景に中国で消費・生産活動が停滞し、日本の輸出・生産に悪影響が及ぶほか、消費税増税による実質所得の低下が引き続き消費の下押し圧力となろう。ただし、消費税増税後の反動減の影響は徐々に緩和されることから、小幅ながらプラス成長に復する見込み。

20年度は、消費税増税による家計負担の増加や、新型肺炎の感染拡大によるマインド悪化や内外需の減速が、20年半ばにかけて成長減速要因となることから、前年比+0.2%と前回（12月9日時点）から▲0.3%ポイント下方修正する。ただし、19年12月5日に閣議決定された「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」が20年度の成長率を+0.3%ポイント程度押し上げるとみており、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、海外経済が成長率の伸びを高めるほか、消費税増税による影響の一巡もあり、同+0.7%と緩やかに伸び回復を見込む。

先行きに対するリスクは、総論（P.10-11）で挙げた四つの世界経済リスク（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）が顕在化することである。新型肺炎が国内でも感染が長期的に拡大すれば、消費を中心とした内需の下振れ要因となる。これらリスクが顕在化した場合、輸出・生産・消費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。その場合、日本経済が景気後退に陥ることも十分にありうる。

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

図表 2-28 2019～2021 年度の日本の実質 GDP 成長率予測

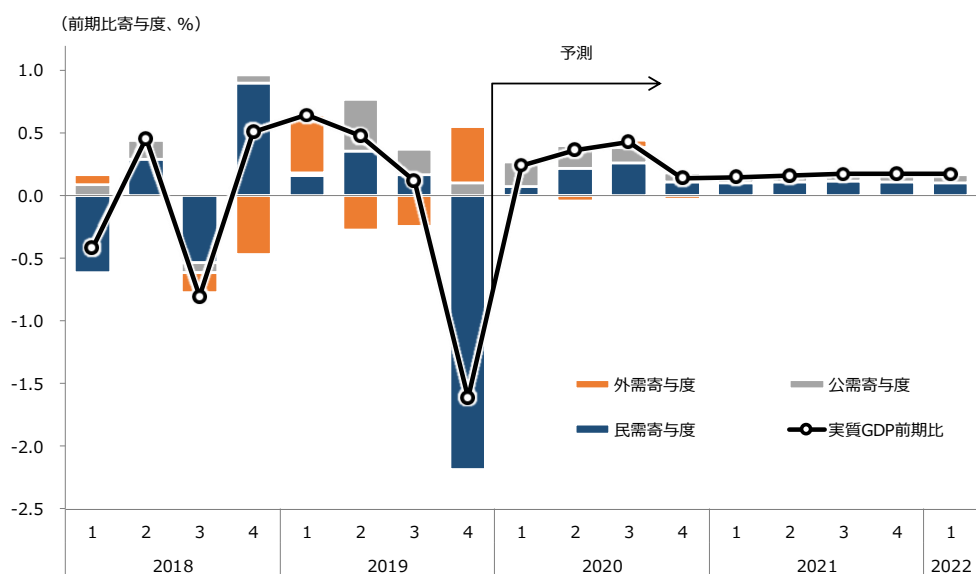
項 目	実績		予測					
	2018年度		2019年度		2020年度		2021年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	0.3	***	0.4	***	0.2	***	0.7	***
内需	0.4	0.4	0.6	0.6	0.1	0.1	0.7	0.7
民需	0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.5	0.6	0.4
民間最終消費支出	0.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	0.3	0.2
民間住宅投資	▲ 4.9	▲ 0.1	0.7	0.0	▲ 5.1	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.0
民間企業設備投資	1.7	0.3	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	1.7	0.3
民間在庫投資	***	0.0	***	▲ 0.0	***	0.1	***	0.1
公需	0.8	0.2	3.0	0.7	2.2	0.6	1.0	0.3
政府最終消費支出	0.9	0.2	2.6	0.5	1.2	0.2	0.9	0.2
公的固定資本形成	0.6	0.0	4.3	0.2	5.9	0.3	1.1	0.1
外需（純輸出）	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2	***	0.1	***	0.0
輸出	1.6	0.3	▲ 1.9	▲ 0.3	0.5	0.1	0.7	0.1
輸入	2.2	▲ 0.4	▲ 1.0	0.2	▲ 0.3	0.1	0.6	0.1
名目GDP	0.1	***	1.2	***	0.7	***	1.3	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-29 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

	実績				予測									
	2019				2020				2021				2022	
	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	0.6%	0.5%	0.1%	-1.6%	0.2%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
前期比年率	2.6%	1.9%	0.5%	-6.3%	1.0%	1.5%	1.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	

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 2-30 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

		年度				年度（前年比）			
		2018 実績	2019 予測	2020 予測	2021 予測	2018 実績	2019 予測	2020 予測	2021 予測
目 名	国内総生産（＝GDP）	548,367	554,726	558,459	565,762	0.1%	1.2%	0.7%	1.3%
	民間最終消費支出	304,731	305,465	304,729	307,634	0.5%	0.2%	▲0.2%	1.0%
	民間住宅投資	16,514	16,882	16,193	16,189	▲3.4%	2.2%	▲4.1%	▲0.0%
	民間設備投資	88,038	88,434	88,629	90,510	2.5%	0.5%	0.2%	2.1%
	民間在庫品増加	1,461	1,166	1,595	1,985	***	***	***	***
	政府最終消費支出	108,507	111,447	112,804	114,256	1.0%	2.7%	1.2%	1.3%
	公的固定資本形成	28,221	29,904	32,121	32,850	2.4%	6.0%	7.4%	2.3%
	公的在庫品増加	46	▲5	135	327	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	849	1,432	2,254	2,011	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	100,580	95,706	95,702	96,618	2.3%	▲4.8%	▲0.0%	1.0%
	財貨・サービス輸入	99,731	94,274	93,448	94,607	6.8%	▲5.5%	▲0.9%	1.2%

(単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、%)

実 質	国内総生産（＝GDP）	533,640	535,752	536,785	540,615	0.3%	0.4%	0.2%	0.7%
	民間最終消費支出	299,039	298,279	296,029	296,866	0.1%	▲0.3%	▲0.8%	0.3%
	民間住宅投資	15,143	15,244	14,467	14,384	▲4.9%	0.7%	▲5.1%	▲0.6%
	民間設備投資	85,741	85,868	85,734	87,148	1.7%	0.1%	▲0.2%	1.7%
	民間在庫品増加	1,477	1,218	1,653	2,043	***	***	***	***
	政府最終消費支出	107,249	110,005	111,341	112,329	0.9%	2.6%	1.2%	0.9%
	公的固定資本形成	26,104	27,238	28,842	29,162	0.6%	4.3%	5.9%	1.1%
	公的在庫品増加	39	▲15	123	315	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,735	▲2,582	▲1,804	▲1,708	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	92,869	91,101	91,552	92,207	1.6%	▲1.9%	0.5%	0.7%
	財貨・サービス輸入	94,603	93,683	93,355	93,915	2.2%	▲1.0%	▲0.3%	0.6%

		年度				年度（前年比）			
		2018 実績	2019 予測	2020 予測	2021 予測	2018 実績	2019 予測	2020 予測	2021 予測

指 数	鉱工業生産指数	103.8	100.3	99.1	100.1	0.2%	▲3.3%	▲1.3%	1.0%
	国内企業物価指数	101.5	101.6	103.7	105.1	2.2%	0.1%	2.1%	1.3%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	101.2	101.9	102.4	103.4	0.8%	0.6%	0.6%	1.0%
	GDPデフレーター	102.8	103.5	104.0	104.7	▲0.2%	0.7%	0.5%	0.6%
	完全失業率	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	95.3	88.0	79.1	75.3	0.7%	▲7.7%	▲10.1%	▲4.7%

(単位：10億円、%)

対 外 バ ラ ン ス	経常収支（10億円）	19,243	20,082	19,809	18,755	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲16	1,311	3,299	3,123	***	***	***	***
	貿易収支	696	731	1,932	1,742	***	***	***	***
	輸出	80,326	75,682	75,484	76,206	2.6%	▲5.8%	▲0.3%	1.0%
	輸入	79,630	74,951	73,552	74,464	8.0%	▲5.9%	▲1.9%	1.2%
	通関収支尻（10億円）	▲1,595	▲1,542	▲903	▲1,127	***	***	***	***
	通関輸出	80,710	76,042	76,043	76,766	1.9%	▲5.8%	0.0%	1.0%
	通関輸入	82,304	77,584	76,946	77,894	7.2%	▲5.7%	▲0.8%	1.2%

為 替 等	国債10年物利回り	0.06%	-0.12%	-0.13%	-0.13%	***	***	***	***
	M2	1,008,259	1,033,253	1,061,893	1,094,358	2.7%	2.5%	2.8%	3.1%
	日経平均株価	21,973	22,197	23,157	23,789	4.7%	1.0%	4.3%	2.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	62.9	56.5	53.6	54.7	17.4%	▲10.2%	▲5.1%	2.1%
	円/ドル レート	110.9	108.8	109.0	109.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.158	1.112	1.107	1.107	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	128.4	121.0	120.7	120.7	***	***	***	***

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、およ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



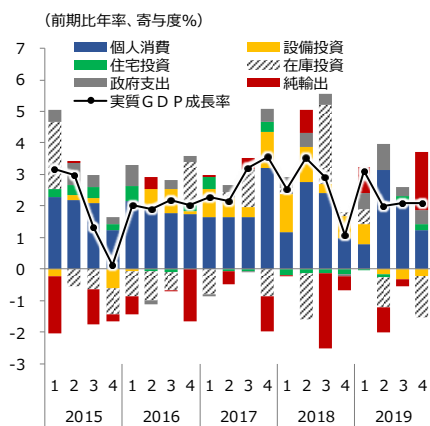
### 3. 米国経済

#### 米国経済は緩やかに減速も堅調維持

米国経済は緩やかに減速も、堅調を維持している。19年10-12月期（速報値）の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%となり、2%弱とみられる潜在成長率並みの成長は維持した（図表3-1）。

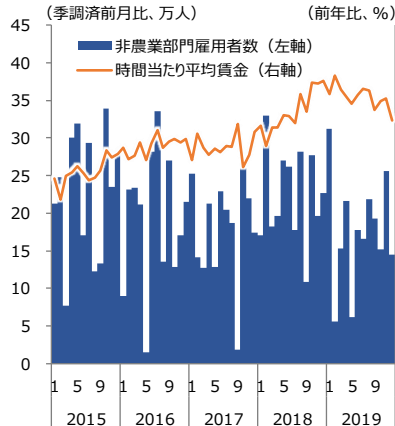
個人消費は減速しつつも底堅く推移している。雇用者数はサービス業を中心に前月比20万人程度の伸びを維持しているほか、賃金の伸びも前年比+3%程度と高水準にある（図表3-2）。株価も振れを伴いつつも過去最高値を更新し、消費の追い風となっている。加えて、低迷が続いてきた住宅販売も、住宅ローン金利の低下などを背景に持ち直しの動きがみられる。一方で、輸出と設備投資は弱い（図表3-3）。米中貿易摩擦や海外経済減速が輸出減少の要因となっているほか、内外経済の不確実性の高さが製造業を中心に企業の投資スタンスを慎重化させている。

図表3-1 実質GDP



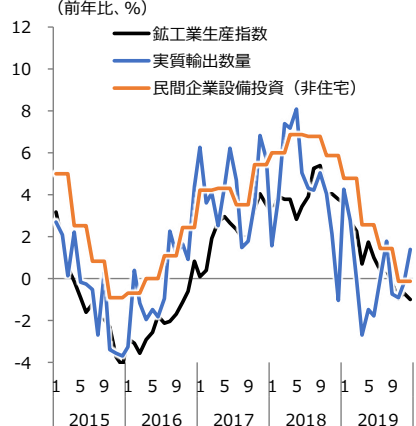
注：四半期ベース、直近は19年10-12月。  
出所：米国商務省より三菱総合研究所作成

図表3-2 雇用・所得環境



注：直近は19年12月。  
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

図表3-3 輸出・生産・設備投資



注：直近は19年12月。  
出所：米国商務省、米国センサス局、FRBより三菱総合研究所作成

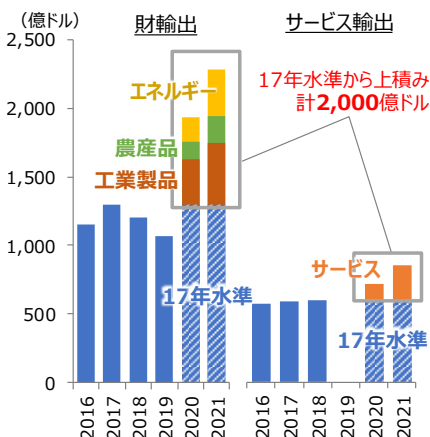
#### 20年半ば以降、米国経済は緩やかながらも成長持ち直しへ

米国経済の先行きは、20年前半は既往の米中貿易摩擦の影響を引きずり1%台半ばの成長にとどまるものの、20年半ば以降に緩やかに成長率が持ち直しに向かうとみる。背景には二つの要因がある。

第一は、米中第一段階の合意である。制裁関税の引き下げは小幅にとどまった一方で、発効後2年間で中国向け輸出を計2千億ドル上積みする内容が盛り込まれた（図表3-4）。仮にこれが実現すれば、21年にかけて成長率を+0.4%ポイント程度押し上げる効果がある。人手不足など米国の供給サイドの制約もあり部分的な実現にとどまる可能性はあるが、米中対立などを背景に慎重化していた企業の設備投資スタンスも緩やかに改善に向かうとみられ（図表3-5）、米国の成長押し上げ要因となる。

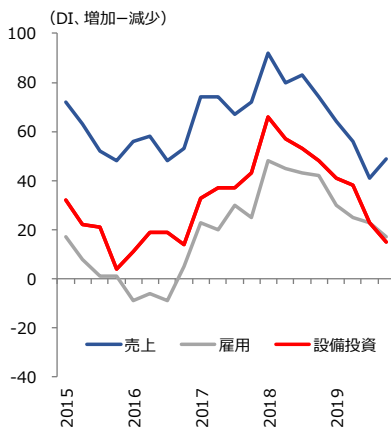
第二は、19年後半の予防的利下げ効果の顕在化である。米国の10年物国債利回りは、FRBによる利下げを受けて1%台後半まで低下（図表3-6）。住宅価格の伸び鈍化もあり、住宅販売件数（中古+新築）

図表3-4 中国向け輸出の上積み



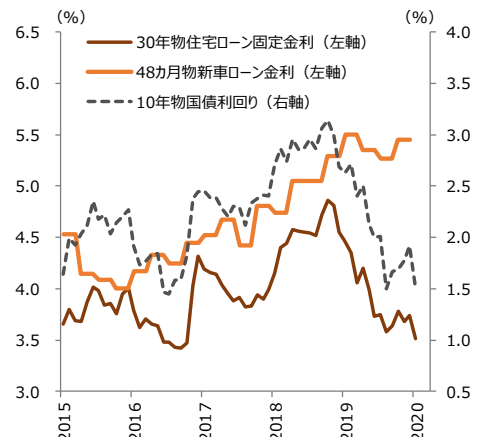
注：財の19年は12月のみ当社推計。サービスは年次データのため19年は未公表。  
出所：米国センサス局より三菱総合研究所作成

図表3-5 設備等の見通し



注：直近は19年12月。  
出所：ビジネスラウンドテーブルより三菱総合研究所作成

図表3-6 国債利回りと貸出金利



注：直近は新車ローンが19年11月、他は20年1月。  
出所：Bloomberg、フレディーマック、FRBより三菱総合研究所作成

は 19 年入り後に持ち直しの動きをみせている。雇用・所得環境が堅調を維持するなか、緩和的な金融環境が 21 年にかけて住宅市場の持ち直しを後押しするだろう。ただし、自動車ローンの貸出金利が高止まりするなど、金融機関は家計の債務拡大に伴う延滞率の上昇には警戒を強めており、金融緩和による住宅や自動車市場の回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

## 政策金利は 21 年にかけて据え置きを予想

FRB は 19 年 7～10 月に計 0.75%ポイントの「予防的な」利下げを実施した後、FF 金利誘導目標値を 1.50～1.75%で据え置いている。パウエル議長は「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」と発言しており、経済成長率 2%、失業率 3.5%、インフレ率 2%に近い水準であれば、一段の利下げは必要ないとのスタンスを示している。

一方、利上げにも慎重な姿勢が予想される。過去 11 年にわたる景気回復期間の期待インフレ率をみると、全 128 カ月のうち 99 カ月が 2%を下回っている（図表 3-7）。こうした恒常的な期待インフレ率の低下を受けて、物価が一定期間 2%を上回って推移することを許容する新たな金融政策の枠組みも検討されている。加えて、1 月に新しく理事に指名された 2 名（シェルトン氏、ウォラー氏）はいずれも金融緩和に前向きなスタンスとされており、景気が多少上向いてきた場合でも、金利は据え置かれる可能性が高い。

## 大統領選は現職再選を見込むも、予断は許さない

20 年 11 月の大統領選は、現時点では現職再選の可能性が高い。支持率は政権発足後も一貫して 40%台前半を維持しており、大統領就任 4 年目初の支持率としては、再選を果たしたクリントン／オバマ政権の 1 期目と大差ない（図表 3-8）。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。

一方、民主党の候補者は本命不在の状況だ。バイデン前副大統領の支持率が低下傾向にある一方、資産課税や国民皆保険、GAFA 分割・解体を唱える急進左派のサンダース上院議員が支持率トップに立つが、いずれの候補も圧倒的な支持を得られていない（詳細は総論 P.7 図表 1-13 参照）。仮に、急進左派の候補が当選した場合には、米国の経済政策は、経済効率よりも所得の再分配など公平性を重視する方向へと大きく振れる可能性がある。

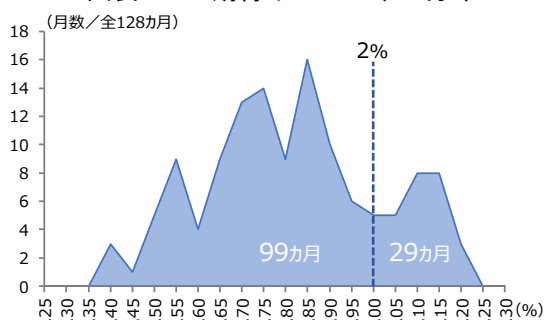
## 20 年は 1.9%、21 年は 1.9%と予測

以上を踏まえ、先行きの米国経済は、雇用・所得環境が堅調を維持するなか、米中第一段階の合意による輸出・生産の持ち直しや、緩和的な金融環境の継続を背景に、20 年後半以降は緩やかに成長率が持ち直すと見込む。米国の実質 GDP 成長率は、20 年が前年比+1.9%（前回から+0.1%ポイント上方修正）、21 年が同+1.9%と予測する（図表 3-9）。見通しの前提として、米中間の関税率は米中第一段階の合意後の税率が継続、大統領選では現職が再選されると想定する。

## 負のショックで株価の調整圧力が強まりやすい局面

米国経済の下振れリスクは、第一に株価の調整である。米国株価が最高値を更新、株価の割高感も強まっている。新型コロナウイルス（COVID-19）の影響による中国経済の下振れなど負のショックが顕在化し先行き見通しが大きく悪化した場合には、株価への調整圧力が強まりやすい局面にある。第二に大統領選の行方だ。上記の通り、民主党急進左派の候補が当選した場合には経済の下振れリスクが高まる。第三に地政学リスクだ。イランをはじめイスラム教シーア派の反米感情の高まりが有事に発展すれば、内外経済の下振れ圧力が強まる。

図表 3-7 期待インフレ率の分布



注：10 年先のインフレ予想。09 年 6 月～19 年 12 月の月次データの分布。

出所：クリーブランド連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-8 歴代大統領との実績比較

	株価 上昇率%	GDP 増加率%	失業率 改善幅%	支持率 %
★カーター 1977	12	13	1.2	56
レーガン① 1981	26	8	-0.5	52
★ブッシュ 1989	37	5	-1.9	46
クリントン① 1993	45	9	1.7	42
ブッシュ① 2001	-17	7	-1.5	60
オバマ① 2009	59	4	-0.5	46
トランプ 2017	42	8	1.2	44

注：1 年目 1 月から 4 年目 1 月への変化、支持率は 4 年目 1 月の値。★は再選されなかった大統領。①は 1 期目を示す。

出所：米国商務省、Bloomberg、Gallup より三菱総合研究所作成

図表 3-9 米国経済見通し

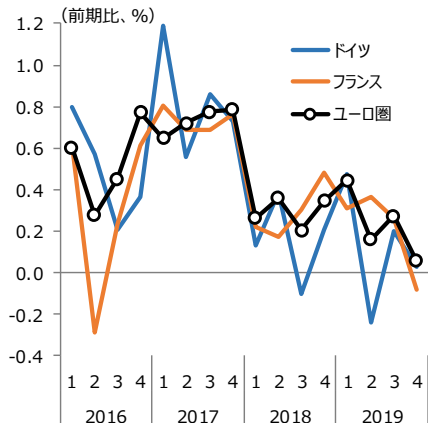
暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2018	2019	2020	2021
実質GDP	2.9	2.3	1.9	1.9
個人消費	3.0	2.6	2.3	2.0
設備投資	6.4	2.1	1.0	3.5
住宅投資	▲1.5	▲1.6	3.0	2.0
在庫投資寄与度	0.1	0.1	▲0.2	0.0
政府支出	1.7	2.3	1.7	0.9
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.2	0.2	▲0.2
輸出等	3.0	▲0.0	1.5	3.8
輸入等 <控除>	4.4	1.0	0.2	3.9
FFレート誘導水準（年末）	2.25-2.5	1.5-1.75	1.5-1.75	1.5-1.75
失業率	3.9	3.7	3.5	3.5

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

## ユーロ圏の GDP 成長率は減速傾向が継続

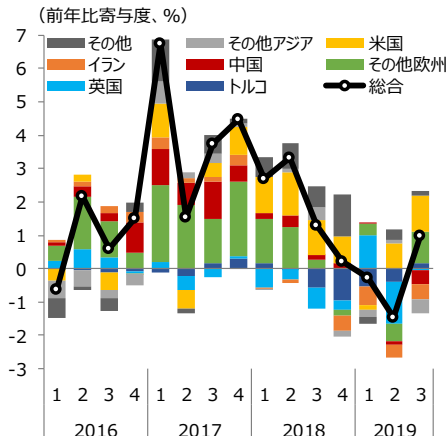
19 年 10-12 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は、季調済前期比+0.1%と前期から低下（図表 4-1）。外需の減速を主因に、18 年入り後、実質 GDP は減速傾向が継続している。

図表 4-1 実質 GDP 成長率



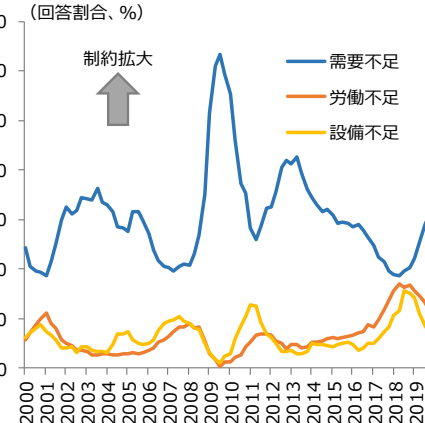
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-2 財輸出数量



注：四半期ベース。ウェイトは2015年。  
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-3 企業の生産の制約要因



注：回答企業の割合。  
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

## 海外経済の減速継続を主因に、輸出・生産は弱い動きが継続

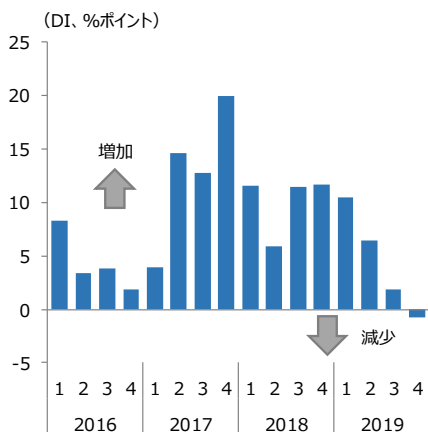
輸出は弱い動きが続いている。19 年 7-9 月期の財輸出数量は、トルコや英国向けの下押し圧力の剥落により 3 四半期ぶりに前年比プラスとなったものの、米国の対外政策の影響を受ける中国やイラン向けが減少しており、全体を押し下げている（図表 4-2）。企業活動も製造業を中心に悪化している。製造業生産は、輸出の減速に加えて、排ガス規制変更の影響もあり、自動車産業を中心に幅広い業種で減少基調にある。生産の制約要因として「需要不足」を挙げる企業の割合は上昇が続いている（図表 4-3）。生産の減少を受けて設備稼働率が低下するなか、投資活動も減速している。生産の制約要因として「設備不足」を挙げる企業の割合も低下しており、固定投資向け資金需要は弱まっている（図表 4-4）。

先行きの輸出・生産は、20 年前半は、米国や中国など主要な輸出相手国の景気減速が見込まれるほか、在庫も積み上がっていることから（図表 4-5）、低い伸びが続くだろう。20 年後半以降は、世界経済の成長率がやや高まり、在庫調整も進むとみられるため、輸出・生産の伸びが小幅加速すると予想する。

## 消費は雇用・所得環境の改善を背景に底堅いが、先行きは増加ペース低下を見込む

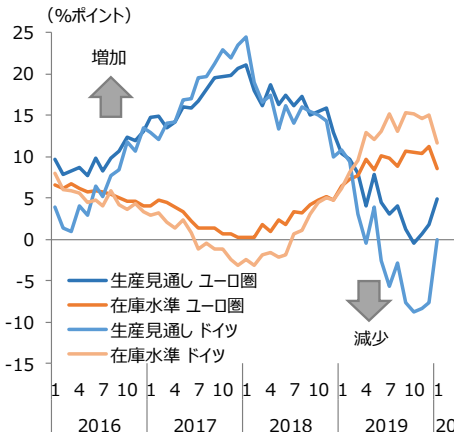
ユーロ圏の消費は底堅い。19 年 7-9 月期の消費支出は季調済前期比+0.5%と高めの伸びとなった。非製造業を中心とする雇用・所得環境の改善が消費を押し上げている。ただし、輸出・生産の弱い動きを受け、製造業を中心に雇用者数や賃金の増加ペースは低下している（図表 4-6）。先行きの消費は、20 年半ばにかけて製造業での雇用・所得環境の悪化により増加ペースが低下し、20 年後半以降に世界経済の回復による輸出・生産の持ち直しを背景に伸びがやや高まると予想する。

図表 4-4 固定投資向け資金需要



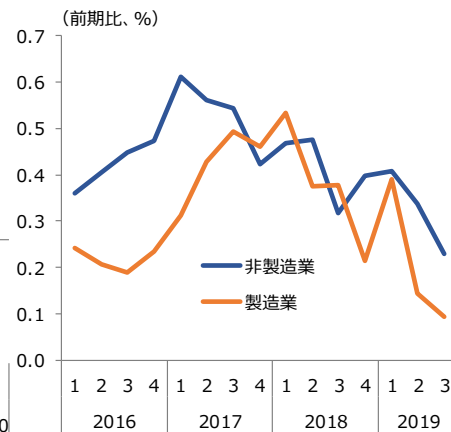
出所：ECB より三菱総合研究所作成

図表 4-5 生産見通し・在庫水準



注：企業による今後3カ月の見通し。  
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-6 雇用者数



注：非製造業は総合除く製造業。  
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成



## 物価の伸びは鈍い

ユーロ圏の物価上昇率は伸びが鈍い。エネルギーや食品を除いたコア消費者物価は、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に加え、外需の減速を主因に労働需給の逼迫度合いが緩み、賃金上昇率の鈍化が予想されるため、コア消費者物価は同+1%前後の伸びが続くだろう。21 年にかけて欧州中央銀行（ECB）は政策金利の据え置き、資産購入など金融緩和を維持すると予想する。

## 20 年 1 月に英国が EU を離脱、移行期間延長の有無が次の注目点

19 年 12 月の英総選挙で保守党が議席の過半数を確保し、英国下院で離脱関連法案を可決。20 年末まで英国が EU 単一市場にとどまる移行期間が設定され、英国は 20 年 1 月末に EU を離脱した。今後は英国と EU の間で通商協定の交渉が進められる見込みだ。

注目点は、20 年 6 月末までに判断される移行期間延長（1 回のみ最大 2 年間可能）の有無である。ジョンソン英首相は、移行期間を延長しない方針を表明したが、過去に EU が要した主な通商交渉の期間は 2 年以上であり（図表 4-7）、20 年末まで 1 年弱の期間での交渉妥結は難しいだろう。合意なし離脱となれば、英国と EU の貿易は WTO ルールとなり、実質 GDP が英国で約▲1.7%ポイント、EU で約▲0.3%ポイント押し下げられる（Felbermayr et al: "Economic Effects of Brexit on the European Economy", *EconPol Policy Report 4*, November 2017.）。

## ユーロ圏は 1%程度の低成長にとどまる見込み

ユーロ圏経済は、20 年は財政支出拡大が経済の押し上げ要因となる。欧州委員会が検討しているグリーンディール（30 年にかけて 1 兆ユーロ規模）も実現すれば、経済を押し上げるだろう。一方、世界経済減速による輸出の悪化、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。以上を踏まえると、20 年、21 年ともに、1%程度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、20 年を前年比+1.0%（前回から▲0.2%ポイント下方修正）、21 年は同+1.0%と予測する（図表 4-8）。本予測は、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。仮に 21 年以降も EU 単一市場にとどまる場合、21 年の経済成長率は同+1.3%と予測する。

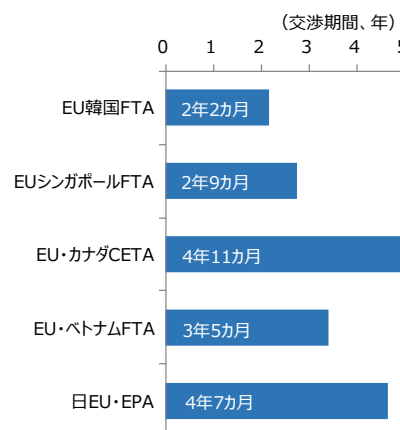
## 下振れリスクは、EU 米貿易摩擦の激化と新型肺炎

リスク要因は、第一に、EU・米国間の貿易摩擦の激化がある。トランプ米大統領は米通商法 301 条に基づく追加関税を検討している模様だ。19 年末にライトハイザー米通商代表はエアバス社への補助金をめぐる制裁関税の引き上げを示唆したほか、20 年 1 月にはフランスに続いてイタリアがデジタル課税を導入し、EU-米国間の新たな火種となった。EU は 19 年に米国への財の最大輸出国になったが、米国への輸出が大きい上位 5 カ国・地域の中で唯一、米国との貿易協定が合意に達していない（図表 4-9）。今後、米国は制裁関税の拡大などを通じて、EU に通商交渉を加速するよう圧力を強める可能性がある。米国が EU への制裁関税を拡大させれば、ユーロ圏経済を押し上げている米国向け輸出が減少しかねない。

第二に、新型肺炎（COVID-19）による中国経済の減速がある。18 年の中国向け輸出は全体の約 7.5%に上る。中国経済が減速すれば、輸出が減少し、投資や雇用・所得環境の悪化を通じて内需を下押しする。

こうしたリスクが顕在化し、ユーロ圏の約 3 割を占めるドイツが景気後退に入れば、ドイツ向け輸出の減少などを通じてユーロ圏各国の経済活動が下押しされる。

図表 4-7 EU の主な FTA 交渉期間



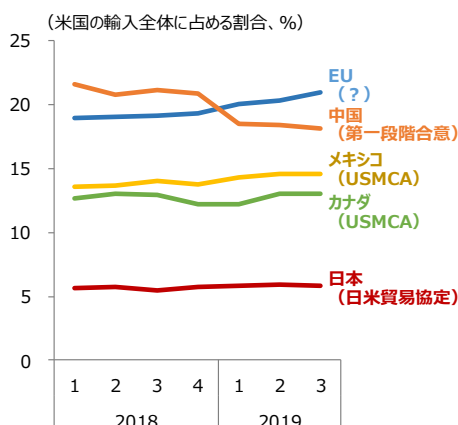
注：交渉開始から交渉妥結までの期間。  
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

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	
	2018	2019	2020	2021
ユーロ圏	1.9	1.2	1.0	1.0
	-	-	-	(1.3)
ドイツ	1.5	0.6	0.6	1.1
フランス	1.7	1.2	0.9	1.2

注：（ ）内は 21 年末まで移行期間が延長され、英国が単一 EU 市場にとどまる場合の予測値。  
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所作成

図表 4-9 米国の財輸入



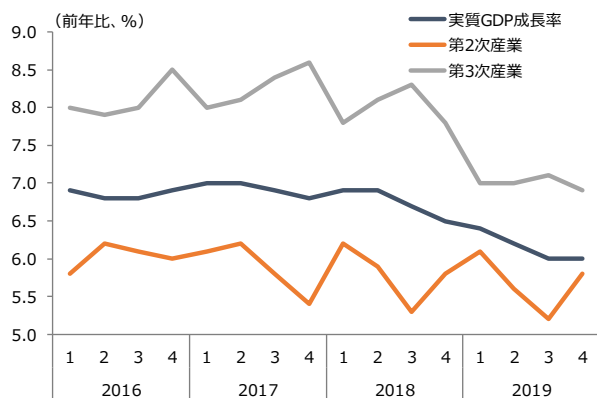
出所：米国商務省より三菱総合研究所作成

## 19 年の成長率は 29 年ぶりの低水準に減速

19 年 10-12 月期の中国の GDP 成長率は前年同期比+6.0%と、19 年 7-9 月期の同+6.0%から横ばいとなった（図表 5-1）。また 19 年の GDP 成長率は同+6.1%と 29 年ぶりの低水準になったものの、政府目標である「6.0%～6.5%」の範囲内に収まった。中国政府は 20 年 1 月に 14 年から 18 年の GDP 成長率をいずれも 0.1%ポイント上方修正した。これにより、20 年の GDP 成長率が 5.6%以上であれば、12 年の党大会で設定した、「2020 年の GDP を 2010 年の倍にする」という目標が達成できる形となった。

消費をみると、名目小売売上高の伸びは 7%台後半の横ばい圏内で推移しているが、実質消費は 19 年 7-9 月期から 10-12 月期にかけて減速した。小売売上高増減の内訳をみると、19 年 12 月に自動車による寄与がプラスに転じた。排ガス規制不適合車の在庫一掃時（19 年 5～6 月）を除けば 18 カ月ぶりであり、内需の弱さに一部改善の兆しが見られた（図表 5-2）。

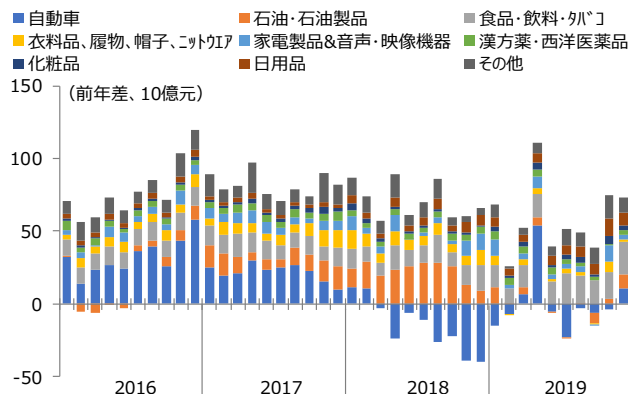
図表 5-1 実質 GDP 成長率



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



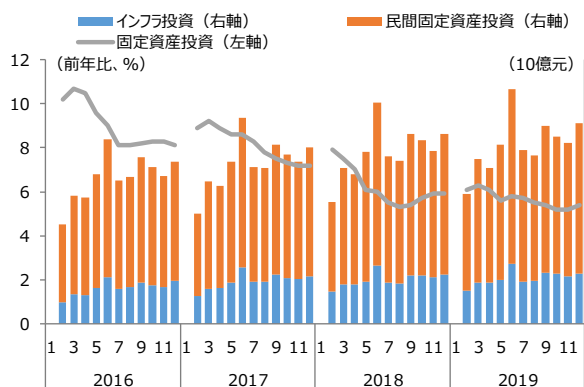
注：内訳は一定規模以上の企業のみが対象。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

固定資産投資は横ばいの推移が続く。民間固定資産投資は 19 年入り後、低い水準で推移しているほか、インフラ投資も投資全体を押し上げるまでには増加していない（図表 5-3）。また民間固定資産投資も足もとでは緩やかな回復にとどまっており、先行きの不透明感が依然重しとなっている可能性がある。

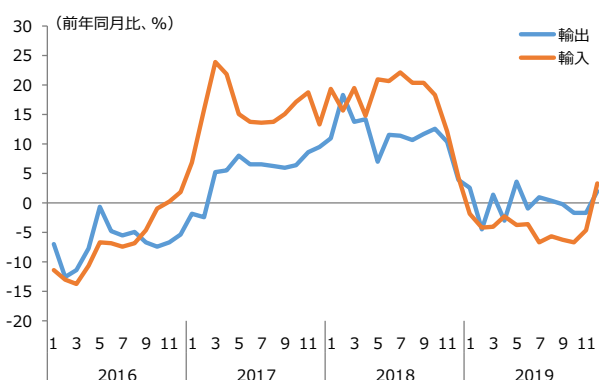
貿易では輸出入双方の増加が目立つ（図表 5-4）。米中第一段階の合意を受けて輸出が顕著に改善し、期を同じくして鉱工業生産も改善した。同様の背景で景況感にも改善がみられた。

図表 5-3 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

図表 5-4 輸出入



注：3 カ月平均。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

## 20 年の中国経済の足かせとなる新型肺炎

これらの指標はいずれも新型肺炎（COVID-19）による影響が顕在化する前の状況に基づいたものだが、足もとでは新型肺炎のまん延に伴って中国経済の先行き懸念が高まっている。

まず、生産活動に与える影響としては、工場の操業停止などに伴う生産活動の一時的な縮小がある。ここで新型肺炎の発生地となった湖北省の位置づけをみると、18 年の GDP 規模は 3.9 兆元（全国シェア



ア 4.3%) を占める。単純計算で湖北省の経済活動が▲10%縮小すると、中国全体の GDP が▲0.4%ポイント下押しされる。湖北省は生産拠点として重要な役割を担っており、中国の主要輸出品目の中では、衣類繊維や鉄鋼、自動車などで国内生産額シェアが高い(図表 5-5)。長期的な工場の停止が武漢市をはじめとする少数の都市にとどまれば中国経済全体への影響は限定的だが、新型肺炎の感染者は、主要輸出品目で上位を占める広東省、河南省、浙江省などでも拡大している。工場の操業停止が広域化／長期化すれば、中国経済あるいはグローバルサプライチェーンを通じた世界経済への影響は大きい。中長期的には、総論(P.7)で触れたように、中国からの生産拠点の移転が加速する可能性もある。

次に、消費行動の変化(消費・外出の抑制)が経済に与える影響も大きい。SARS が中国および世界経済に与えた経済影響を分析した Lee and McKibbin (2004)<sup>3</sup> は、経済影響を①カントリーリスク上昇、②需要ショック、③コスト上昇の三つに分解して分析しているが、中国では他国に比べて特に②需要ショックの影響が大きかったとされる。今回も、少なくとも新型肺炎が終息するまでは、中国人のマインド悪化の影響は続き、活発な消費活動は期待できないだろう。さらには新型肺炎に対する政府の対応への国民の不満が高まれば、社会不安につながるリスクもある。そのため、今後数カ月は中国国民の不安をいかに政府が払拭できるかが重要な注目点となろう。

仮に 4 月頃に感染が終息し、消費マインドが回復すれば、20 年後半には中国消費が好転する可能性がある。背景として、本来春節時に消費されていた資金が消費者の手元に残っていることに加え、延長された春節休暇期間を法定休日としたことで、休暇中であっても賃金が支払われていることが挙げられる。SARS 発生時には、発生年の 10-12 月期に 1 人当たり消費支出が反動増となった(図表 5-6) が、今回は消費マインドがいつ回復に転じるかに注目である。また、20 年の経済目標は全国人民代表大会で公表されるが、ここで+5.6%の成長率を堅持する政策パッケージが出されるか、5%前後の成長を許容するかも注目される。

## 進むレベニュー債発行とシャドーバンキングの縮小

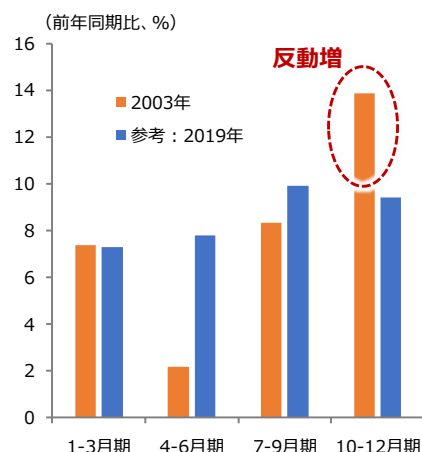
20 年前半の消費は新型肺炎による低迷が想定されるが、低迷する消費をカバーするために投資がどこまで加速するかは重要な論点となる。中国政府は 17 年以降、地方政府特別債(以下レベニュー債)の発行を加速させるとともにシャドーバンキング(受託および信託貸付)の縮小を進めた。資金調達総額統計によれば、19 年にレベニュー債を 2 兆元以上発行した(図表 5-7) 一方で、受託貸付を約 9,400 億元、信託貸付を約 3,470 億元それぞれ縮小させたため、ネットでの資金供給額は限定的だった。

図表 5-5 湖北省の経済・社会状況

		上位 4 省・直轄市				湖北省の国内順位
		1位	2位	3位	4位	
新型肺炎感染者数	省名	湖北省	広東省	河南省	浙江省	1位
	人	56,249	1,316	1,231	1,167	56,249
GDP規模	省名	広東省	江蘇省	山東省	浙江省	7位
	兆円	9.7	9.3	7.6	5.6	3.9
	全国シェア	10.6%	10.1%	8.3%	6.1%	4.3%
人口規模	省名	広東省	山東省	河南省	四川省	9位
	万人	11,346	10,047	9,605	8,341	5,917
平均賃金	省名	北京市	上海市	チベット自治区	天津市	19位
	万元	14.6	14.0	11.6	10.1	7.4
主要輸出品目の国内生産シェア	衣類繊維	浙江省	江蘇省	山東省	福建省	5位
	粗鋼	河北省	江蘇省	山東省	遼寧省	6位
	自動車	広東省	上海市	吉林省	湖北省	4位
	携帯電話	広東省	河南省	重慶市	北京市	9位
	集積回路	江蘇省	甘肅省	広東省	上海市	16位

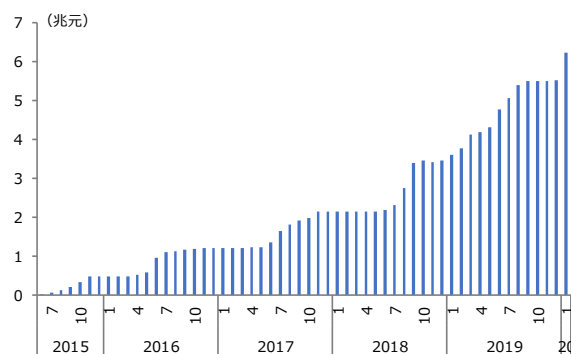
注：順位は 31 省・直轄市中の順位。GDP、人口、賃金は 18 年、生産額は 16-18 年の平均。新型肺炎の感染者数は 2 月 16 日時点。省名の太字は新型肺炎の感染者数が 1 千人を上回っている地域。1 元は 15.7 円(2 月 16 日時点)。18 年の中国の名目 GDP は約 91.9 兆元。  
出所：中国国家统计局、WHO より三菱総合研究所作成

図表 5-6 1 人当たり消費支出



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-7 レベニュー債残高

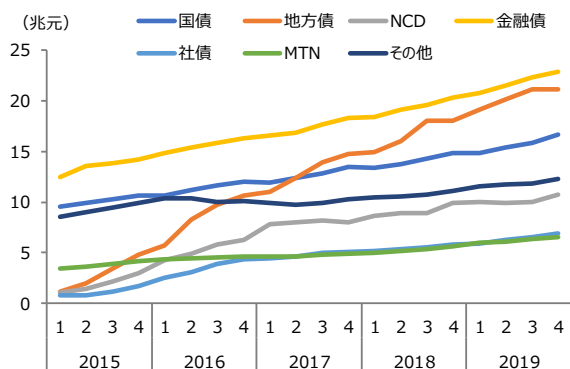


出所：Wind より三菱総合研究所作成

<sup>3</sup> “Estimating the Global Economic Costs of SARS”, Lee, J. W. and McKibbin, W. J., in *Learning from SARS: Preparing for the Next Disease Outbreak* (National Academy of Sciences), pp.92-109, 2004.

レベニュー債を含む地方債の発行残高は、19 年 10-12 月期には一服したが、国債の発行残高を超え金融債に迫る水準となっている（図表 5-8）。省別で発行残高をみると省や直轄市ごとの開きが大きく、特に天津市、重慶市、安徽省などで資産が積み上がっている（図表 5-9）。こうした省や市では過度に残高が積み上がるにより資産効率の低下などが懸念されよう。なお、これまでレベニュー債の発行残高が増える一方、インフラ投資は増えていなかったが、この背景にはより利回りの高い土地備蓄（駐車場整備など）やバラック再開発の使途で用いられるレベニュー債の増加があった。しかし 19 年 9 月に使途制限が設けられたため、20 年以降はインフラ投資の増加が見込まれる。

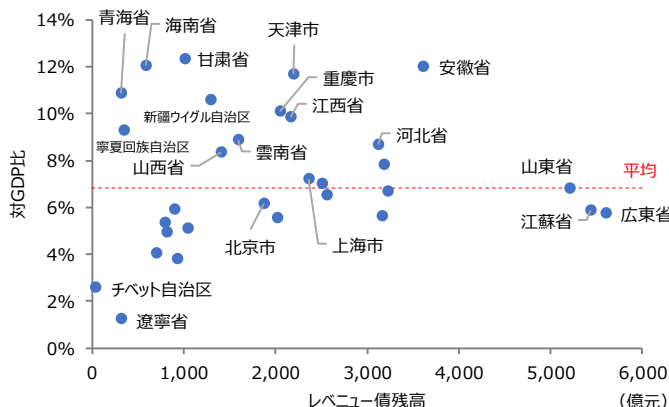
図表 5-8 種類別債券残高



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 5-9 省別レベニュー債発行残高と対 GDP 比



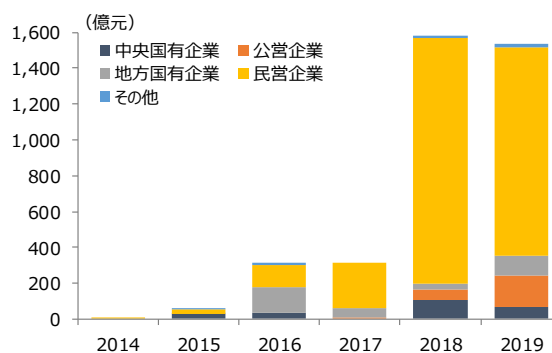
出所：Wind より三菱総合研究所作成

## 不良債権圧力が高まる中、国有企業改革の進展に注目

20 年前半は新型肺炎の影響などにより経済成長が鈍化することが予想されるが、企業等のデフォルトも増える可能性が高い。19 年の社債デフォルト額は過去最高の 18 年と同水準となったが（図表 5-10）、ここに新型肺炎に伴う景気減速の影響が加わる。政策的に資金供給を増やし、当座の資金手当てを行うことで一時的にデフォルトを少なくすることは可能だが、これは本質的な解決とはならない。

不良債権を本格的に削減していくためには改革の進展が不可欠だが、景気減速が強まるなか、国有企業改革などを本格的に進めることへの逆風の強まりが予想される。しかし、痛みを伴うものの、今回の景気減速を機に国有企業の再編を進め生産性を少しでも実質的に改善できれば、中国の長期的な成長性は高まるだろう。

図表 5-10 社債のデフォルト額



出所：Wind より三菱総合研究所作成

## 20 年の成長率は 5% 台に減速の見込み

20 年前半は、新型肺炎に伴う消費・生産の減速が景気を下押しし、20 年 1-3 月期の成長率は前年同期比+4%前後となる可能性がある。20 年後半は消費の反動増に加え、レベニュー債のインフラ使途での活用増加が見込まれる。政府によるウイルス封じ込め策などが奏功し、消費者信頼感が早期に改善に転じれば、7-9 月期、10-12 月期の成長率は 6% 台半ばに回復する見込み。実質 GDP 成長率は、20 年は同+5.6%（前回から▲0.3%ポイント下方修正）、21 年は同+5.7%を予測。

リスクは、新型肺炎に伴う操業停止など、経済への悪影響が長引くことに加え、債務問題（詳細は総論 P.10 参照）と米大統領選後の米中関係だ。新型肺炎による悪影響が長引き、バブル崩壊などの急激な信用収縮を引き起こせば、中国経済の急減速につながる。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率が押し下げられる可能性が高い。また次期大統領の政権下で再び米中対立が激化する事態となれば、中国経済への下振れ圧力が再燃する。

## (1) ASEAN 経済

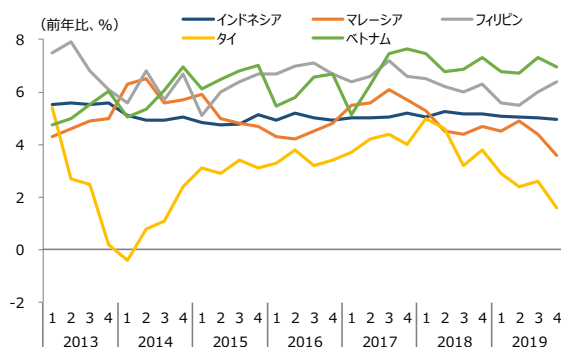
## 19 年 10-12 月期の成長率は横ばいで推移

ASEAN 経済は米中貿易摩擦に翻弄されるも、金融緩和などを通じた景気対策が奏功し、おおむね横ばいで推移。19 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、インドネシアが前年比+5.0%、ベトナムは同+7.0%、フィリピンは同+6.4%と大きな減速はなく横ばいの推移が目立った。ただし、マレーシア（同+3.6%）、タイ（同+1.6%）では成長減速が続いている（図表 6-1）。

## 投資が経済を下押し

全体として横ばいの成長を遂げた国が多いが、成長した要因は国や時期によって異なった。米中貿易摩擦が悪化した 18 年後半は輸出入が大きく落ち込んだものの、消費が持ちこたえたことで成長を維持した（図表 6-2）。投資は 19 年入り後に顕著に減速したが、消費は底堅く推移した。輸出入は国により明暗が分かれる結果となった。足もとでは投資に改善の兆しが見えない一方、18 年に大幅に減少した反動による輸出増と、底堅い消費が成長を下支えしている。

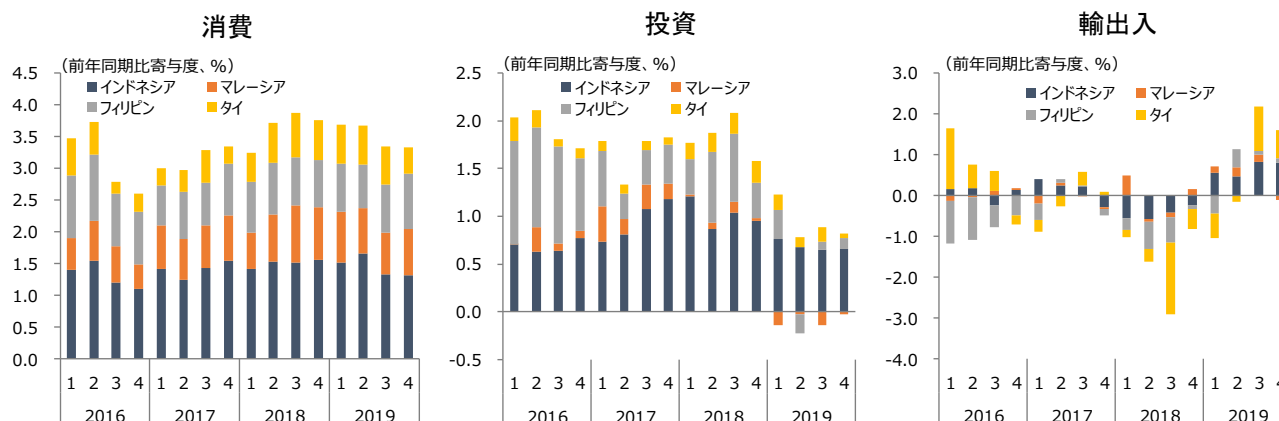
図表 6-1 実質 GDP 成長率



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 ASEAN4 の GDP への国別寄与度分解



注：四半期ベース。各国の需要項目ごとの実質成長率を名目 GDP 規模で案分し、ASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）への成長貢献を国・需要項目ごとに分解。ベトナムは GDP の寄与度分解が年単位でしか公開されていないため不掲載。

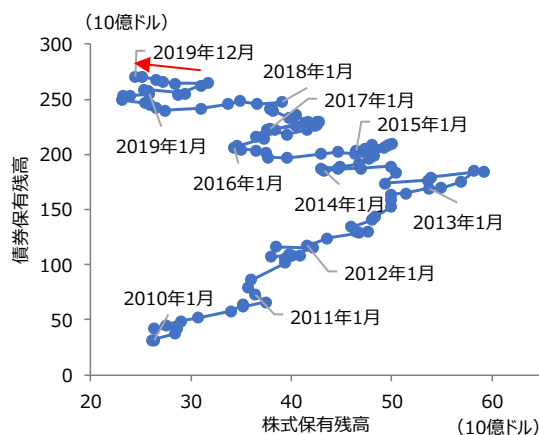
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

## 資金流入超の状況が続く

投資は弱い状況が続くものの、金融収支では流入が続く。まず海外投資家（非居住者）による証券投資（債券および株式）についてみると、債券を通じた資金流入は特に底堅く、非居住者による債券保有残高は一貫して増加傾向にある。一方、株式投資では流出が続いている（図表 6-3）。19 年入り後 7 月までは株式市場へも流入が顕著になったが、19 年末にかけては再び流出に転じた。なお、株式の流出額は債券と比べて小さいため、証券投資全体でみると緩やかに増加傾向にある。

また直接投資では、各国とも堅調な成長が続く。チャイナプラスワンの流れのなかで事業会社による企業買収や自社工場の新設・増設などが続いており、ASEAN 各国への投資を加速させている状況がうかがえる。

図表 6-3 海外投資家（非居住者）による株式・債券保有残高（推計値）



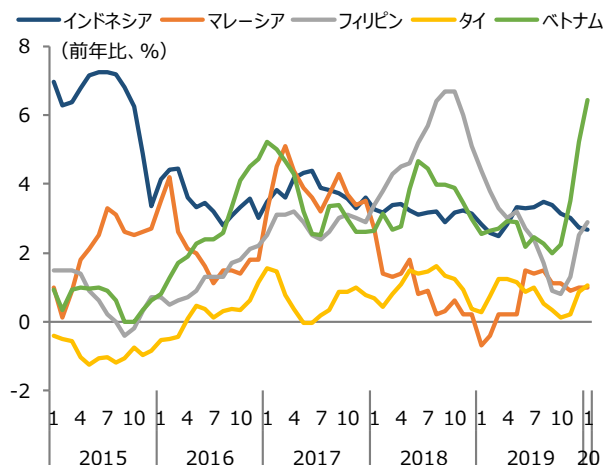
注：ASEAN5 各国の 05 年からの月次の資金流入入をもとに推計。原則として 05 年時の保有残高をゼロとして積み上げたが、残高が負になる場合は定数を加えて調整した。

出所：IIF より三菱総合研究所作成

## 物価は一部の国で上昇も、通貨は安定的に推移

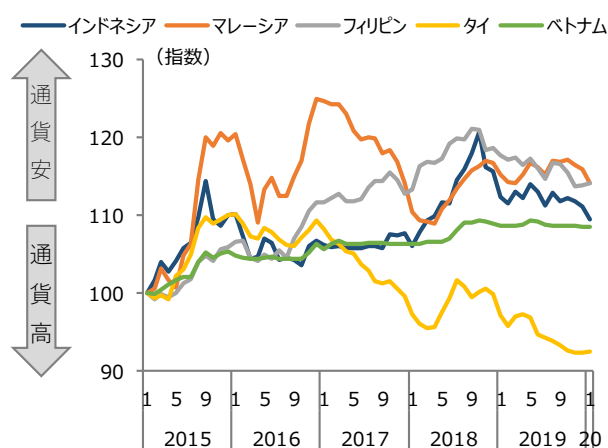
ASEAN5 の消費者物価は、フィリピン、タイ、ベトナムの3カ国で顕著な上昇を見せた（図表 6-4）。物価上昇の背景には原油価格の上昇や豚コレラによる豚肉価格の高騰、台風などによる影響があるが、19 年平均ではいずれの国でも低水準の物価上昇に落ち着いた。エネルギー自給率の高いインドネシアやマレーシアは、原油高の影響が軽微であったことから物価が安定的に推移した（図表 6-5）。タイ、マレーシアは物価上昇率が低いことを踏まえてそれぞれ 19 年 12 月、20 年 1 月に政策金利を引き下げた。度重なる緩和によって金融政策に引き締め余地が生まれたことから、今後も物価上昇率は比較的安定的に推移すると見込む。

図表 6-4 物価



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-5 為替



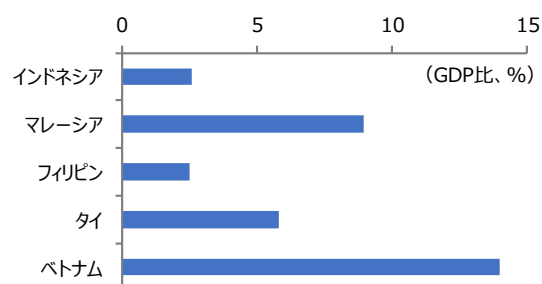
注：15 年 1 月を 100 として指数化、1 カ月間の平均値。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

## 新型肺炎による影響も

総論 (P.6) および中国経済 (P.27) で触れた新型肺炎に伴う経済影響も無視できない。仮に中国の経済影響のみにとどまったとしても、ASEAN 各国は中国と経済的に深いつながりを持っている。特にマレーシア、タイ、ベトナムは GDP に占める対中輸出額が大きく（図表 6-6）、中国の内需減速が同国の輸出に影響を与える。

図表 6-6 中国向け輸出額の対 GDP 比



注：中国向け 1 カ月当たり輸出額の対 GDP 比、12 カ月平均。

出所：CEIC より三菱総合研究所作成

## ASEAN5 の成長率は 21 年にかけて緩やかに持ち直しへ

ASEAN5 の成長率は、20 年は 19 年に低水準となった輸出や投資の反動で緩やかな持ち直しを見込む。ただし、タイでは低インフレに伴うペース高が継続するため、回復は緩やかなペースにとどまると予想。21 年は堅調な内需に投資の回復が本格化することで、若干の成長加速を見込む。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、20 年が前年比 +4.8% (前回から▲0.1%ポイント下方修正)、21 年は同+5.0%と予測する（図表 6-7）。

図表 6-7 ASEAN5 の経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2018	2019	2020	2021
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
ベトナム	7.3	7.0	6.7	6.7

注：シャドー部分は予測値。

出所：実績は IMF など、予測は三菱総合研究所作成

先行きのリスクは、第一に中国経済の失速である。新型肺炎に伴う中国経済の失速が長期に及び、20 年の成長率が 5%を割り込む水準にまで低下することや、景気減速をきっかけとする信用収縮が顕在化すれば、ASEAN5 各国の輸出は大きく下振れする。第二に、大統領選挙後の米中関係である。次期大統領の政権下で、米中対立が再び激化し投資家のリスク回避姿勢が高まれば、新興国からの資金流出懸念が高まり、これまでのような緩和的な金融政策運営が維持できなくなる。



## (2) インド経済

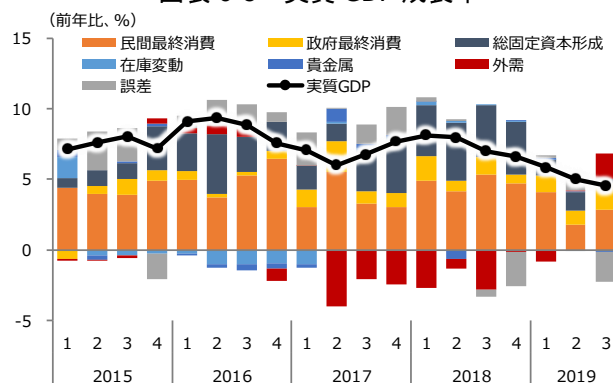
### 内需を中心に成長減速が続く

19年7-9月期の実質GDP成長率は、前年比+4.5%と前期（同+5.0%）から一段と減速した（図表6-8）。GDPの約6割を占める民間最終消費が回復したとともに、輸入が減少し外需寄与がプラスとなったものの、投資が一段と減速した。

一方、足もとでは変化もみられる。米中第一段階の合意を受け、企業の景気判断指数（PMI）は19年11月以降改善し、好不況の境目となる50を上回った（図表6-9）。また期を同じくして鉱工業生産も回復に転じており、実体経済にもわずかながら明るい兆しがみえつつある。

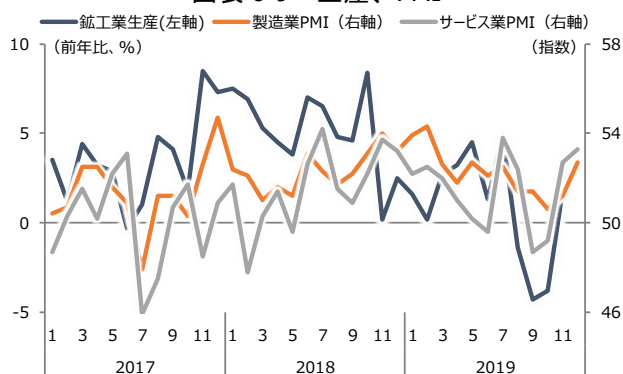
乗用車販売台数は19年10-12月期に前年比+1.1%と、7-9月期の同▲22.9%から改善した（図表6-10）。乗用車の中でも特に特定用途自動車（SUVやピックアップトラックなど）が増加に転じた。また、19年はヒンドゥー教の大祭「ディワリー」が18年の11月から10月に前倒しされたため10月の販売台数が改善したが、その後も乗用自動車販売台数は大きく落ち込まなかった。

図表 6-8 実質 GDP 成長率



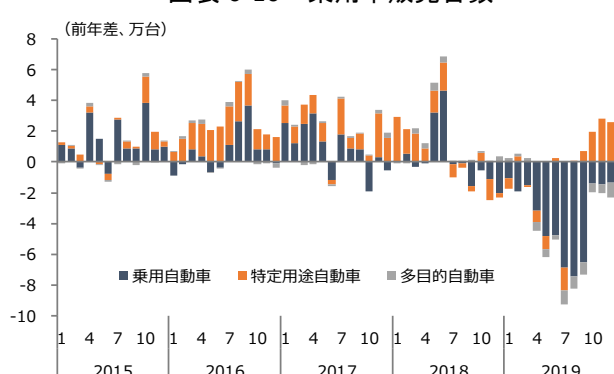
注：四半期ベース。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-9 生産、PMI



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-10 乗用車販売台数

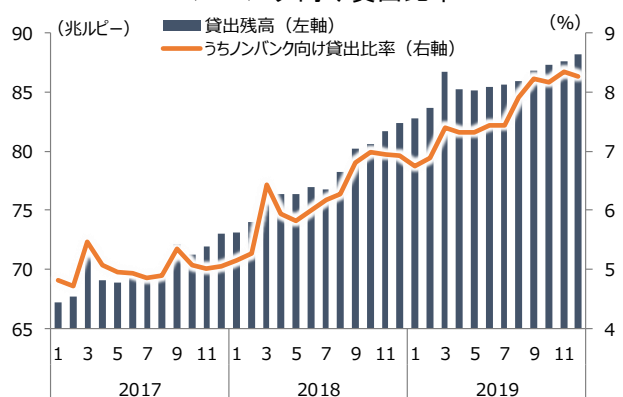


注：乗用車（Passenger Vehicle）は乗用自動車（Passenger Car）、特定用途自動車（Utility Vehicle）、多目的自動車（Multi Purpose）からなる。特定用途自動車はSUVやピックアップトラックなど。また多目的自動車はバンなど。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

### 続く金融機関融資の目詰まり

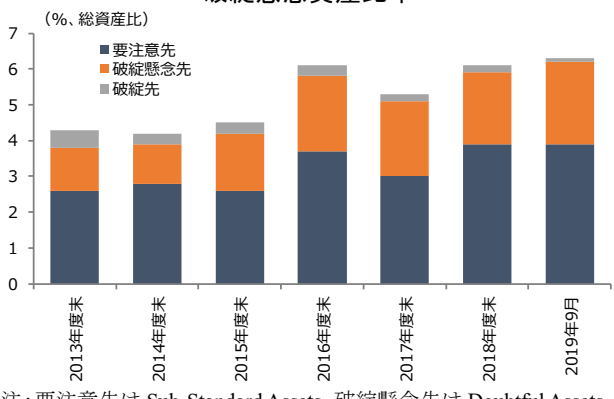
インド中銀は19年2月、4月、6月、8月、10月と5会合連続で利下げを行ったが、19年12月、20年1月会合ではインフレの加速を受けて見送った。コアインフレ率は依然低水準だが、19年の悪天候の影響を受け食料品の物価上昇率が高まっている。

図表 6-11 銀行の貸出残高と  
ノンバンク向け貸出比率



出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

図表 6-12 ノンバンクの貸出に占める  
破綻懸念資産比率



注：要注意先は Sub-Standard Assets、破綻懸念先は Doubtful Assets、破綻先は Loss Assets に対応。18年度までは各年度末3月時点、19年は9月末時点。  
出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成



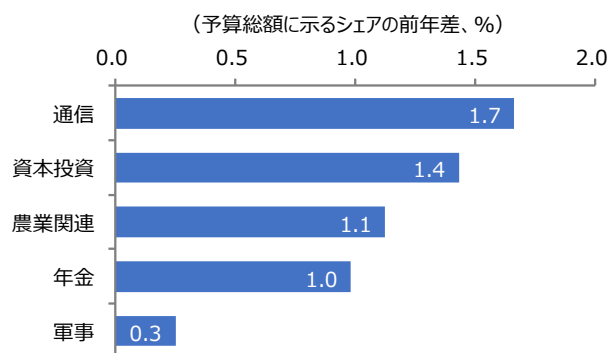
景気減速が続くなか、コストプッシュのインフレにより十分な金融緩和政策をとれない状況が続く。こうした状況で、金融機関の財務悪化に伴う融資の目詰まりといった課題が引き続き投資を下押ししている。なかでもノンバンクの経営状態への懸念が広がっている一方で、銀行の貸出残高に占めるノンバンク向け貸出比率は上昇が続いており（図表 6-11）、リスクの高い債務が積み上がっている。ノンバンクの経営を圧迫している要因のひとつである不良債権についても、19 年 9 月時点では増加に歯止めがかかっていない（図表 6-12）。

## インフラ・農業に偏重する予算

成長減速が続くなか、20 年 2 月にインド政府は 20 年度（20 年 4 月～21 年 3 月）の予算を発表した。20 年度予算は 30.4 兆ルピーと、昨年度の約 27 兆ルピーから 12.7%増加。内訳は通信、資本投資（インフラ投資など）、農業関連支出が増加した（図表 6-13）。またこれに併せて個人向け減税や財政赤字目標の引き上げを行った。

一方、予算増加率という観点でみると、18 年、19 年予算ともに前年比で+10%以上増加させているためサプライズ要素がなく、減速した経済を浮揚させるには十分とはいえない。また、金融機関融資の目詰まりに対する予算措置も限定的であり、金融機能の十分な回復までには時間を要するだろう。

図表 6-13 20 年度予算で増額された分野



注：資本投資は軍事および通信関連投資を除く。  
出所：インド政府資料より三菱総合研究所作成

## 21 年度にかけて緩やかに成長軌道へ復する見込み

インド経済の先行きは、米中貿易摩擦による輸出・生産の下振れが緩和方向に向かうことなどを背景に、21 年度にかけて緩やかに潜在成長率並み（6%台半ば）の成長軌道へ復すると見込む。インドの実質 GDP 成長率は、19 年 7-9 月期の成長下振れや消費の減速などを受けて 19 年度の実質 GDP は前年比 +5.1%（前回から▲0.9%ポイントの下方修正）と低成長にとどまる見込み。20 年度も不良債権問題をはじめとする金融機能の低下が引き続き経済を下押しし、同+5.7%（同▲1.0%ポイントの下方修正）と鈍い回復にとどまると予測する。一方、21 年度は不良債権処理が一巡し金融機能が回復することで消費・投資環境が改善するとみられ、同+6.5%と成長回復を予測する。

### (3) ブラジル経済

#### 成長軌道への回帰に向けて足場固め

19 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+1.2%、季調済前期比+0.6%と、市場の予想を上回る水準となった（図表 6-14）。17 年以降の回復局面では力強い成長軌道に乗れずにいたブラジル経済だが、20 年に向けて明るい兆しが見えてきた。

足もとの成長を下支えしているのは、家計部門、企業部門を中心とする内需の堅調さだ。ブラジル中銀による政策金利引き下げが投資マインドを改善させたことに加え、退職金基金の早期引き出し解禁といった政府の景気対策が消費を後押ししたとみられる。

一方で、隣国アルゼンチンの経済危機や世界経済の減速傾向は引き続き外需の下押し要因となっている。大豆などの農産物を中心としたコモディティ価格の下落とも相まって 7-9 月期の輸出は前年比▲5.5%の大幅減となった。また、米中第一段階の合意に、中国による米国からの農産品輸入の上積み盛り込まれたことにより、大豆や肉などの中国向け輸出に影響が及ぶ可能性がある。しかし、全般的な経済環境は改善しており、市場関係者は成長見通しを上方修正し始めている。

#### 金融緩和は最終局面へ

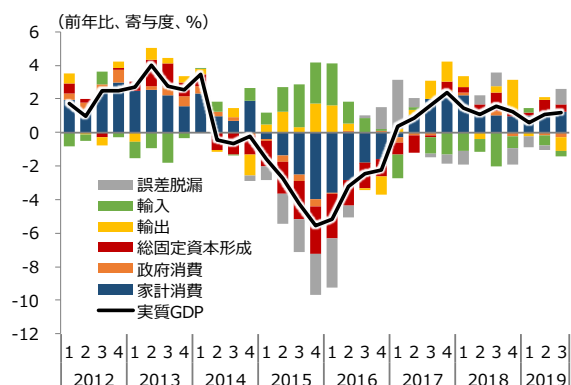
ボルソナロ政権下の経済運営を側面支援してきたブラジル中銀による金融緩和は、19 年 7 月から 5 会合連続、累計 2.25%ポイントに上る利下げを経て最終局面に差し掛かっている。2 月 5 日に 4.25%への政策金利引き下げを全会一致で決定した金融政策委員会は、「2019 年 7 月に始まった金融緩和サイクルの効果が遅れて出てくることを考慮し、金融緩和プロセスを中断することが適切だと判断する」との声明を発表した。消費者物価指数は、ここに来て食料品価格の上昇などを受けて 12 月にはインフレ目標レンジの中心に近い伸びをみせている（図表 6-15）。物価動向と内外経済情勢をにらみつつ、ブラジル中銀は今後の金融政策を中立的なスタンスに戻していくこととなる。

政権の試金石とされた年金改革法が 19 年 11 月に公布されたことを受けて、市場の注目は年金改革から経済成長の回復へと移っている。12 月に 20 年度予算を承認したブラジル議会では、20 年 10 月の地方選挙をにらんで政府案に盛り込まれた 20 億レアルの公共投資額を倍増させるような動きがみられたが、最終的には政府が当初通りの水準に抑え込んだ。安易な財政拡張には歯止めをかけつつ、成長軌道への回帰に向けて足場を固める。経済環境が改善するなか、20 年は政権の経済政策のかじを取るゲジス経済相の手腕が問われる一年になる。

#### 21 年にかけて 2%台半ばへの成長回復を見込むが、経済改革のとん挫がリスク要因に

先行きは、21 年にかけて成長率は上向くと想定するが、回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。世界経済の先行きは減速あるいは横ばい圏内が予想され、外需の寄与拡大は見込みにくい。投資を中心とした内需主導の成長を実現するには、ボルソナロ政権下での経済政策が海外投資家の信任を得て、資本流入を積極化させることが必要だ。ブラジル経済の成長回復を半信半疑の目で見ている海外投資家の投資スタンスが前向きに変化するかは、20 年前半の経済運営が正念場となる。実質 GDP 成長率は、19 年が前年比+1.2%（変更なし）、20 年は足もとの好調な内需動向を反映して同+2.2%（変更なし）と予測する。21 年は、経済改革が比較的順調に進展するシナリオを想定し同+2.5%を見込むが、経済改革がとん挫するリスクには引き続き注意を払う必要がある。

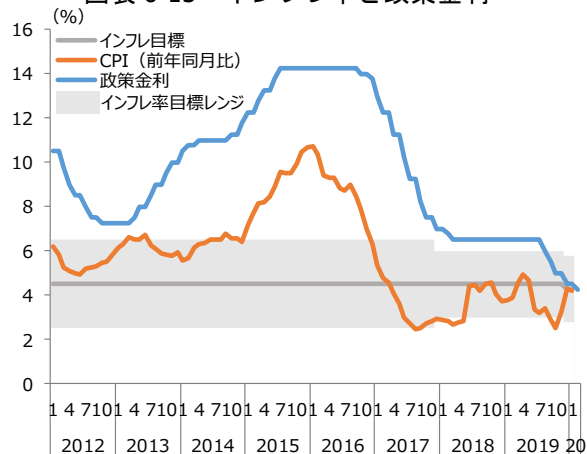
図表 6-14 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。

出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-15 インフレ率と政策金利



注：政策金利の直近は 20 年 2 月、それ以外は 1 月。

出所：CEIC ほかに三菱総合研究所作成

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
-------------------------------

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。