

1. 総論

(1) 概観

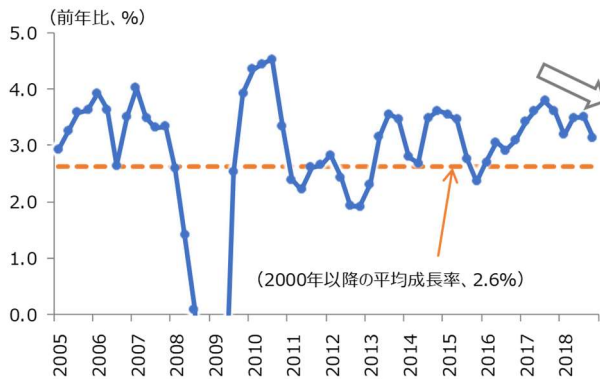
世界経済が緩やかに減速、不確実性の高まりから金融市場が不安定化

世界経済は拡大基調を維持しているものの、成長の速度は緩やかに低下している。主要 31 ヶ国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80%をカバー）をみると、18 年 10-12 月期は前年比+3.2%と、17 年半ばの同+3.7%から減速傾向にある（図表 1-1）。企業の景況感を示す製造業 PMI（購買担当者景気指数）の世界平均の値は、17 年末の 54.4 をピークに 19 年 1 月には 50.7 まで低下。新興国の同指数は、19 年 1 月に景気判断の境目となる 50 を 2 年 7 ヶ月ぶりに割り込んだ。

金融市場では、18 年 10 月以降に先進国を中心に株価が下落に転じ、特に 18 年 12 月中旬から 19 年始めにかけて急落した。株価の下落とともに、原油安や先進国の国債利回り低下（債券高）が進行し、世界の金融市場において、一時、先進国を中心にリスク資産から安全資産へ資金をシフトさせる動きが強まった。

金融市場において投資家のリスク回避姿勢が強まった背景としては、①米中貿易摩擦の影響顕在化、②中国経済の減速、③世界の半導体需要の調整局面入り、といった景気の下振れ要因が顕在化したことに加え、④米国の金融政策の行方など、世界経済の先行きに対する不確実性が高まったことがある。経済政策の不確実性指数は、97 年の統計開始以来、最も高い水準に達した（図表 1-2）

図表 1-1 世界の実質 GDP 成長率



注：実質 GDP 成長率（後方 2 四半期移動平均）をドル建て名目 GDP ウェイトで加重平均。米国、ユーロ圏、日本、英国、中国、台湾、韓国、シンガポール、香港、ASEAN5 の 31 ヶ国の合計。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 経済政策の不確実性指数



注：直近値は 19 年 1 月。
出所：Economic Policy Uncertainty より三菱総合研究所作成

米中貿易摩擦の影響と中国経済の減速が顕在化

18 年 7-9 月に相次いで実施された米中間での関税引上げが实体经济に影を落とし始めている。米中間の貿易額は、18 年 11 月に全体としても減少に転じたが、関税引上げ対象品目の貿易額は 18 年 10 月から既に減少に転じており、減少幅は全体よりも大きい（図表 1-3）。18 年 12 月から行われている米中貿易協定により、2,000 億ドル分の中国製品に対する制裁関税率の引上げ（10%→25%）は一旦延期されたが、交渉の行方は不透明であり先行きの不確実性は高い状況にある。

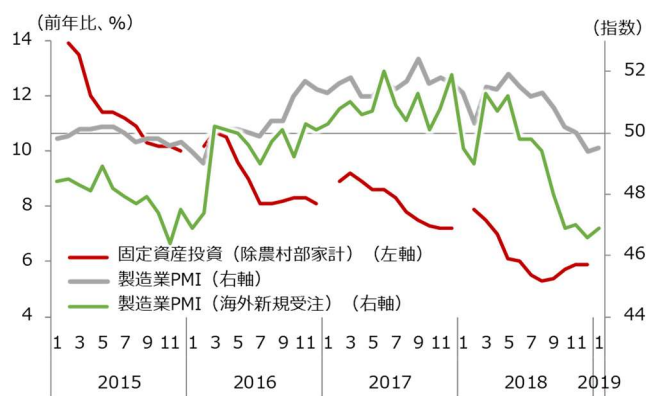
こうしたなか、中国経済の減速感が強まっている。中国政府は 17 年頃から過剰生産問題への対応などから計画的に投資の抑制などを進め一定の成果を上げてきたが、そこに米中貿易摩擦が勃発したことで、意図せざる減速圧力が強まった。中国 PMI は 18 年 12 月に景気判断の境目となる 50 を割り込んでおり、なかでも海外新規受注の指数が大きく悪化している（図表 1-4）。中国農業農村部によれば、18 年 12 月までに約 740 万人の農民工（農村からの出稼ぎ労働者）が都市部から地元に戻ったとされており、雇用環境の悪化も警戒される。中国政府は景気の悪化を防ぐために金融緩和や減税の継続などを実施しているが、景気の悪化に歯止めをかけられていない。

図表 1-3 米中間の貿易額



注：直近値は 18 年 11 月。HS コード 6 桁ベースの輸出入額をもとに計算。中国の輸出入は春節要因により 1-3 月期の振れが大きくなる傾向がある。
出所：関税引上げ対象品目は PIIE、貿易額は米センサス局より三菱総合研究所作成

図表 1-4 中国の固定資産投資、製造業 PMI



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

世界の半導体需要の調整局面入り

世界の半導体需要は趨勢的に上昇トレンドにあることには変わりはないものの、トレンドを除去した循環的な半導体需要の変動（シリコンサイクル）は、18 年半ばにピークアウトし、足もとでは調整局面に入ったとみられる（図表 1-5）。16 年半ばからの回復はスーパーサイクルと呼ばれ、半導体製造装置なども含めた関連財への需要増加が世界経済の押し上げ要因となってきたが、こうした追い風が剥落しつつある。

輸出に占める半導体関連比率の高い、台湾、マレーシア、フィリピン、韓国では、輸出減速による景気の減速感が強まっている。日本でも半導体製造装置の実質輸出が、18 年 10-12 月期に前年比▲11.8%と大幅な減少に転じた。

過去のシリコンサイクルの山から谷までの期間をみると、概ね 1 年半前後である。今回の調整局面がボトムアウトするのは 20 年前半になる可能性があり、世界経済の下振れ要因となるだろう。

(2) 世界経済の見通し

海外経済は 20 年にかけて成長減速

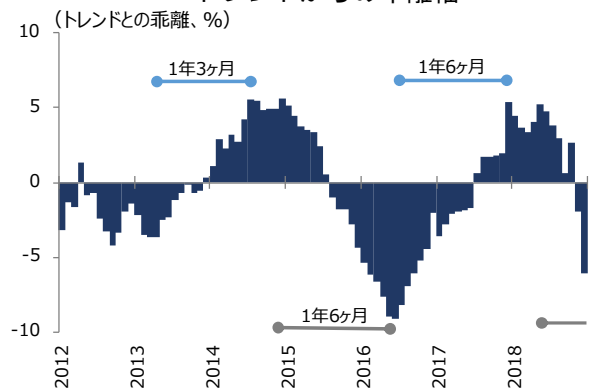
海外経済は、20 年にかけて米国と中国を中心に成長減速を見込む。主な予測の前提は（図表 1-6）参照。

米国は、良好な雇用・所得環境が消費を下支えするとみられる一方、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落に加え、議会のねじれに伴う予算審議の難航も予想されることから、18 年の 3%近い高成長から減速し、19 年は前年比+2.1%、20 年は同+2.0%と予測する。

ユーロ圏は、消費を中心に内需の堅調が予想される一方、海外需要の減速による輸出・生産の伸び鈍化が見込まれる。加えて、英国の EU 離脱（19 年 3 月末に合意なし離脱を想定）による景気の下振れ圧力も強まるだろう。19 年、20 年ともに 1%台前半の成長にとどまると予測する。

新興国は、米中経済の減速、半導体需要の調整など輸出環境の悪化を背景に、成長減速を見込む。中国は、米中貿易摩擦の影響による輸出減少や内需減速が重石となる一方、景気下支え策が一定の効果を示し、成長の急減速は回避される見込み。19 年は前年比+6.2%、20 年は同+6.0%と予測する。

図表 1-5 半導体世界売上高（実質）のトレンドからの乖離幅



注：世界半導体売上高を米国の生産者物価指数（電子部品・デバイス）で実質化し、季節調整を行ったものに、HP フィルタをかけてトレンドを算出。
出所：Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-6 予測（標準シナリオ）の前提

- 米中貿易摩擦：米中貿易協議は決裂を回避、既に実施済みの 2,000 億ドル 10%の関税は継続
- 英国の EU 離脱：19 年 3 月末に合意なし離脱
- 米国金融政策：政策金利の引上げは 19 年 1 回、20 年 0 回、資産規模の圧縮ペースは現状維持

出所：三菱総合研究所作成

日本経済は輸出環境の悪化により成長減速

19年度の日本経済は、米中経済の減速や半導体需要の調整を背景に輸出は減少する一方、雇用・所得環境の改善持続や消費税増税前の駆け込み需要から内需の堅調が見込まれ、前年比+0.7%と潜在成長率並みの成長を予測する。20年度は、半導体の需要調整一巡により輸出・生産の持ち直しが見込まれるものの、年度後半にかけて増税対策の効果剥落が予想されることから内需の伸びが鈍化し、同+0.5%と減速を予測する。

(3) 世界経済のリスク要因

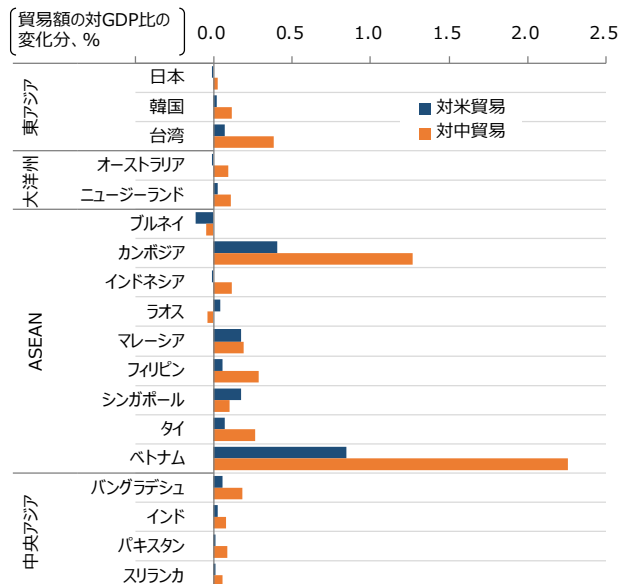
世界経済のベースシナリオは、上記のとおり20年にかけて緩やかな減速を予測するが、「緩やか」とどまらず成長が失速するリスクも高まっている。世界経済の下振れ要因として注意を払うべきは、①米中貿易協議決裂と対立の一段激化、②中国経済の信用収縮、③複合要因による中堅／新興国の成長失速、の3つである。

① 米中貿易協議決裂と対立の一段激化

1つめのリスクは、米中貿易協議の決裂と米中対立の一段の激化である。今後、米中貿易協議が決裂し、再び関税引上げの応酬がエスカレートすれば、最大で米国の実質GDPは▲0.8%p、中国は▲2.1%p下振れする可能性がある。また、仮に米中貿易協議が決裂を回避したとしても、米国が中国に対する強硬姿勢を軟化させる可能性は低いとみている。米中間の問題は、単に貿易面での不均衡にとどまらない。投資や技術力、安全保障などあらゆる分野で中国が世界への影響力を強めており、米中対立は長期化が予想される。

現在、特にアジアを中心に中国の影響力が徐々に拡大している。まず貿易面では、多くのアジア諸国で対中貿易（輸出と輸入の和）の対GDP比は拡大した（図表1-7）。対米貿易も拡大しているが、多くの国において、対中貿易の拡大幅の方が大きい。また、技術覇権の面から見ると、AI（人工知能）や量子コンピュータの分野では米中が拮抗、商用ドローンやエクサスケールコンピューティングの分野では中国が米国を上回るとされる（図表1-8）。こうしたトレンドを踏まえると、米中間の摩擦は多面的に継続するとみられ、米中経済および周辺国経済への影響がさらに拡大する可能性には注意が必要だ。

図表 1-7 対米・対中貿易の変化



注：輸出入額の対GDP比について、14年平均から18年平均への変化を比較したもの。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-8 米国と中国の科学技術競争の現状

中国優位	エクサスケールコンピューティング (次世代高性能コンピューティング)
	商用ドローン
接戦	AI
	量子コンピュータ
米国優位	ハイパフォーマンスコンピューティング (高性能コンピューティング)
	バイオテクノロジー
	ナノテクノロジー
	クラウドコンピューティング
	人と協働できるロボット

注：技術的優位性の判断は、企業数、国際マーケットシェア、研究開発費総額、特許出願数、格付けの高いジャーナルへの論文掲載数、出版物あたりの引用数によるもの。この判断は、今後の政策や研究開発費の増加で変わる可能性がある。
出所：「2017 Report to Congress of the U.S.-China Economic and Security Review Commission」より三菱総合研究所作成

② 中国経済の信用収縮

2つめのリスクは、中国経済の信用収縮である。中国では18年に実施した預金準備率引下げや中央銀行による資金供給拡大に加え、18年12月には中央銀行が金融政策のスタンスを「穏健で中立的な金融政策」から「穏健な金融政策」と表現を改め、今後さらに緩和的な金融政策に舵を切ると考えられる。

一方で、現状の中国全体への資金供給の伸びはまだ限定的だ。マネーサプライのうち M2（現金通貨＋預金通貨＋準通貨＋CD（国内銀行発行の預金通貨、準通貨））の伸びは趨勢的に低下しており、リーマンショック時のような伸び拡大はみられない（図表 1-9）。この背景には、過度な資金供給が引き起こす不動産バブルへの警戒や、民間債務の再拡大につながりかねない懸念がある。

こうしたなか、社債のデフォルトが急増している（詳細は中国経済 P.25 参照）。社債発行残高に占めるデフォルト比率は全体では 0.6%だが、省によってはこの比率を大幅に上回る。例えば重厚長大型の産業比率が高い遼寧省では、社債発行残高のうち 5%近くがデフォルトに至っているほか、上海市でもデフォルト率は 1.6%となっている（図表 1-10）。

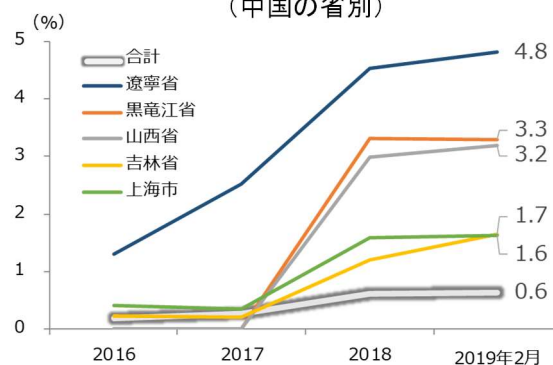
中国政府には、不動産の価格急騰・下落や不良債権の拡大を抑えつつ民間企業等への資金供給を拡大させる、という非常に難易度の高い金融政策の舵取りが求められている。仮に、政策運営を誤り、急激な信用収縮を招けば、20 年にかけて中国の実質成長率は 6%を大きく割り込んで失速し、失業の増加や政治に対する国民の不満の増加につながりかねない。

図表 1-9 中国のマネーサプライ (M2)



出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 1-10 社債発行残高に占めるデフォルト比率 (中国の省別)



注：債券市場（上海、深圳および銀行間）で取引される債券のうち、国債・地方債および金融債を除いた社債が対象。国有企業社債や、地方債に区分されない融資平台の社債なども残高に含まれる。

出所：Wind より三菱総合研究所作成

③ 複合要因による中堅／新興国の失速

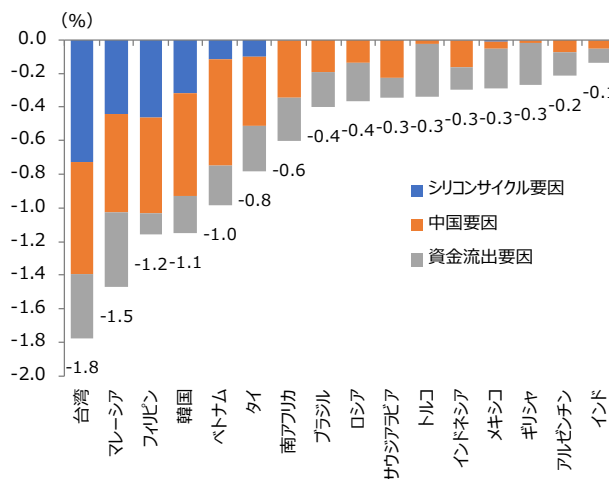
3 つめのリスクは、複数の要因が同時に顕在化することで、一定の経済規模を持つ中堅／新興国の成長が大きく下振れする可能性である。

①中国経済の減速、②世界の半導体需要の調整局面入り、③投資家のリスク回避姿勢の強まりなど、中堅／新興国の経済をとりまく外部環境が悪化しているためだ。①、②は輸出や企業収益の悪化、③は資金流出圧力の強まりによる輸入インフレをもたらす。

上記①～③による各国経済への影響をみると、台湾、マレーシア、フィリピン、韓国などアジア地域を中心に下振れリスクが大きい結果となった（図表 1-11）。これらの国は、半導体輸出比率が高いことに加え、中国向けの輸出比率も高いためだ。

アジアでは、通貨危機時に必要となるドル資金を相互に融通しあう枠組み（チェンマイイニシアチブや二国間の通貨スワップ協定）が整備されており、通貨危機に発展するリスクは小さいとみている。ただし、世界 GDP の 4 割を占める米中経済が減速するなかで、さらに東アジア・東南アジア経済（世界 GDP の約 1 割）の急減速は世界経済にとって軽視できないリスクである。

図表 1-11 中堅／新興国の実質 GDP 下振れ幅



注：シリコンサイクル要因は世界の半導体需要（HS コード 8541,8542）が▲5%減、中国要因は中国向け輸出が▲5%減、資金流出要因は恐怖指数（VIX 指数）が 5%上昇かつ海外からの与信残高が▲5%減を仮定し、各国の実質 GDP への影響をシミュレーションしたもの。

出所：Bloomberg、IMF などをもとに三菱総合研究所作成

世界経済・金融市場の動向

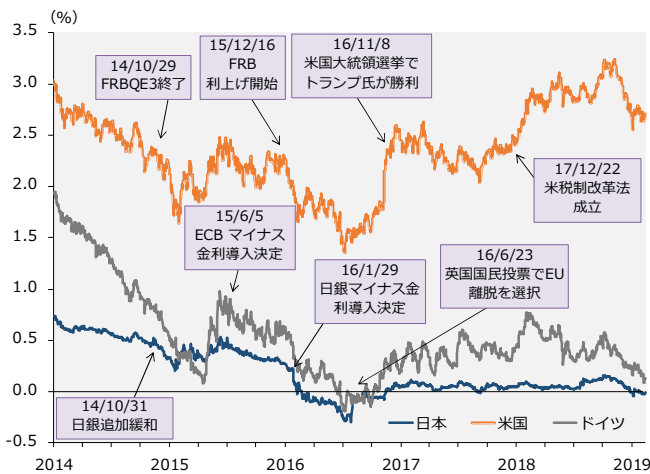
図表 1-12 世界の購買担当者景気指数



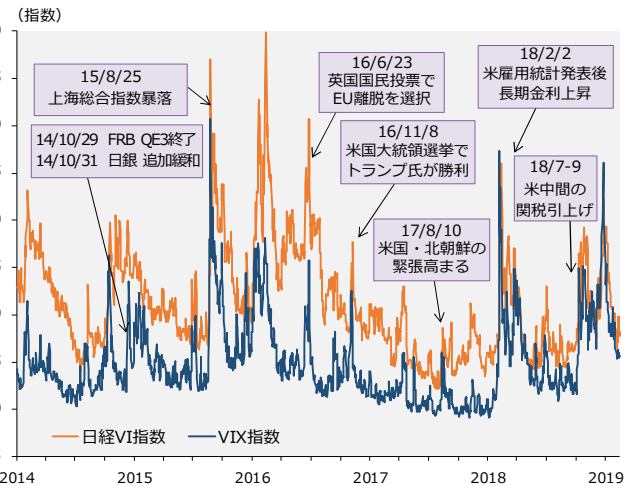
図表 1-13 世界の株価指数



図表 1-14 日米独の10年物国債利回り



図表 1-15 日米株価の予想変動率指数



図表 1-16 為替相場



図表 1-17 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ヶ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: 直近値は2月14日(日本時間)。

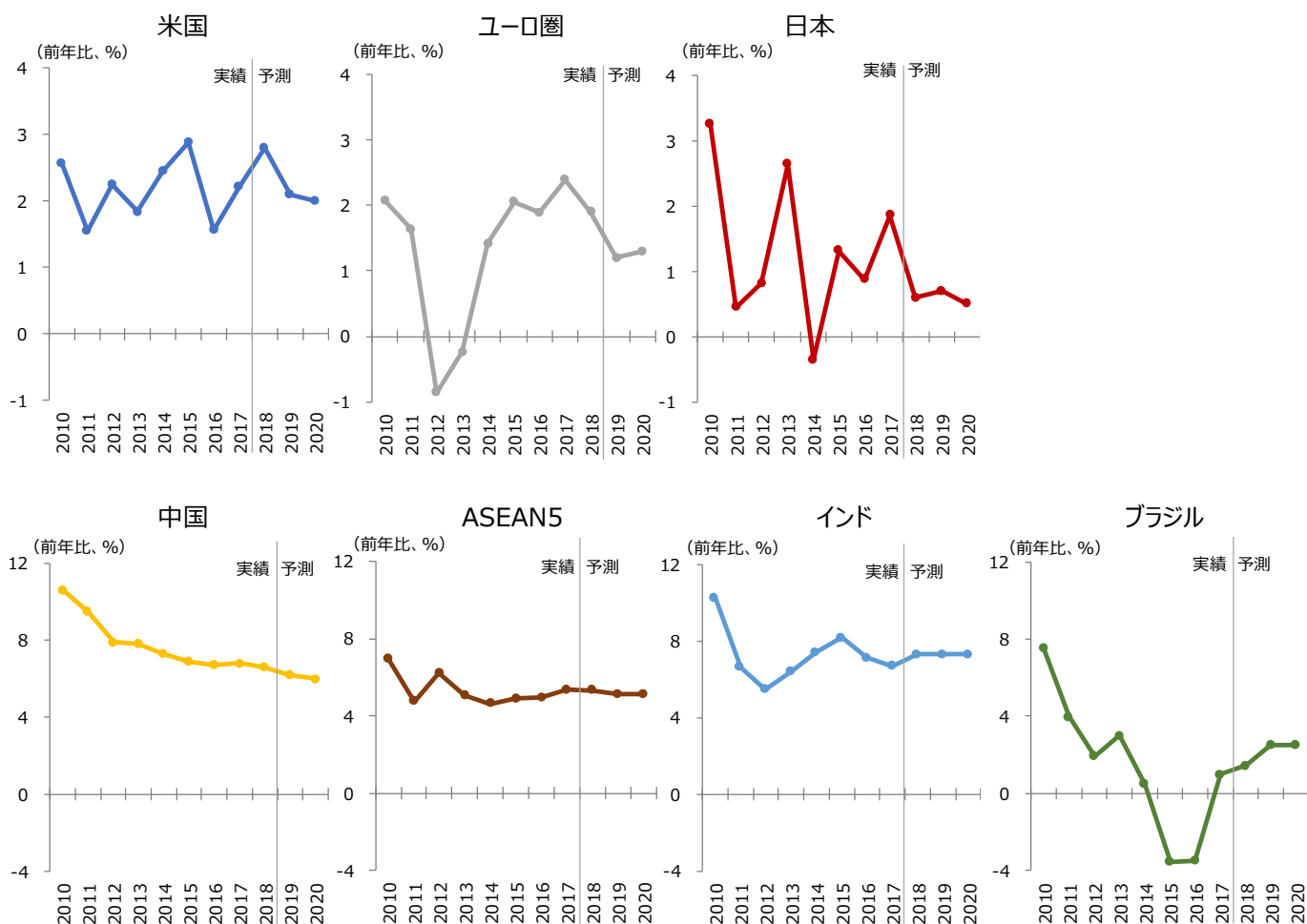
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-18 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	2.2	2.8	2.1	2.0
ユーロ圏	2.4	1.9	1.2	1.3
日本 (年度)	1.9	0.6	0.7	0.5
中国	6.8	6.6	6.2	6.0
ASEAN5	5.3	5.3	5.1	5.1
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.2
マレーシア	5.9	4.7	4.6	4.6
フィリピン	6.7	6.2	6.2	6.4
タイ	3.9	4.2	3.9	3.7
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5
インド (年度)	6.7	7.3	7.3	7.3
ブラジル	1.0	1.4	2.5	2.5
世界平均	3.5	3.5	3.1	3.1

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

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



注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。

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