

## (1) 概観

## 貿易・生産の停滞を背景に世界経済は減速、金融市場は不安定化

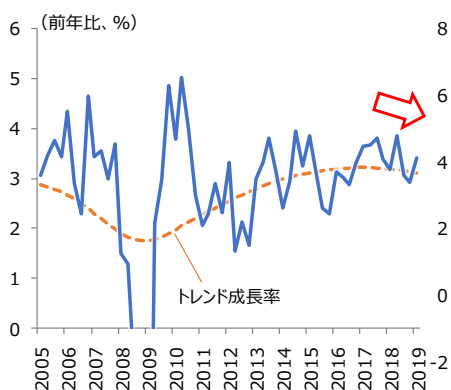
世界経済は拡大基調を維持しているものの、成長の速度は緩やかに低下している。主要 31 ヶ国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80%をカバー）は、均してみると 17 年半ば以降は減速傾向にある（図表 1-1）。

世界の成長減速の背景には、貿易・生産の停滞がある。世界の貿易量は、17 年から 18 年にかけて高い伸びを見せていたが、18 年 11 月以降に失速した（図表 1-2）。世界の生産量も伸びが鈍化している。

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要因とみられる。

金融市場は不安定な状況にある。18 年末に大幅に下落した株価は年明け以降に持ち直しの動きをみせていたものの、米国トランプ大統領が、対中制裁関税の引上げを表明すると（5 月 5 日）、株価は再び下落に転じた。株価の予想変動率の大きさを示す VIX 指数も上昇している（図表 1-3）。

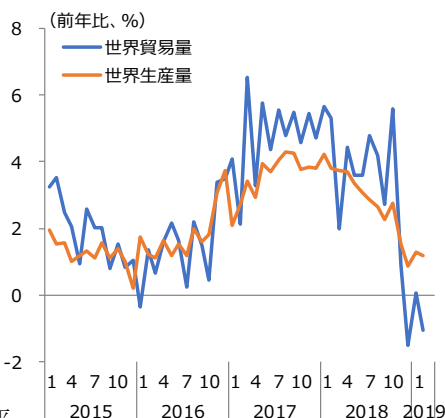
図表 1-1 世界の実質 GDP 成長率



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 世界の貿易・生産



出所：オランダ経済政策分析局、IMF より三菱総合研究所作成

図表 1-3 株価と VIX 指数



注：直近値は 19 年 5 月 20 日。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

## 米中貿易摩擦は再び激化

18 年 7-9 月に実施された米中間の関税引上げの後、米中間の通商協議進展などを理由に、一段の関税引上げは延期されていたが、米国は 5 月 10 日に、中国からの 2,000 億ドルの輸入品に課している制裁関税率を 10%から 25%に引き上げる措置に踏み切った。これに対して中国は、米国からの 600 億ドルの輸入品に上乗せしている関税を 10%から 25%に引き上げるなど対抗措置を発表した。米国は更に、未だ制裁関税の対象となっていない残りの品目（およそ 3,000 億ドル分）にも 25%の追加関税を課す手続きを開始しており、早ければ 6 月末にも実施される可能性がある。

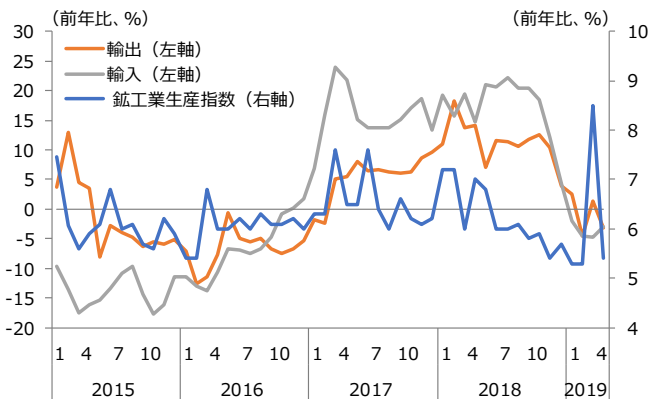
一方で、米中間の通商交渉自体は決裂したわけではなく、状況の打開に向けた協議が続く。米国が急速に態度を硬化させた原因を、米中通商交渉の中国側トップである劉鶴副首相は「文章の表現を推敲していく中での互いの認識のずれ」と表現したが、同時に双方の主張に関する溝の深さも露わとなった。劉鶴副首相は、合意に至っていない点として、①米国が追加関税を撤廃すること、②米国からの輸入拡大目標を米国が勝手に変えないこと、③国家の尊厳を尊重した表現とすること、の 3 点を挙げており、双方がどこまで歩み寄れるかが注目される。

互いの主張の相違点が交渉中に公表されたことで、仮に今後妥結に至ったとしても、妥結文書を見ればどちらが譲歩したのかが明確となってしまふ。米国側としては、中国に譲歩したと捉えられれば議会からの批判は避けられず、また同様に中国側としても米国に譲歩したと捉えられれば共産党内部や世論から批判されることとなろう。両国ともに今後の体制の持続可能性を毀損する可能性が高く、「引き分け」的な玉虫色の妥結に至る可能性が低まったともいえよう。

## 中国経済は減速基調も、政策効果で一部指標に持ち直しの動き

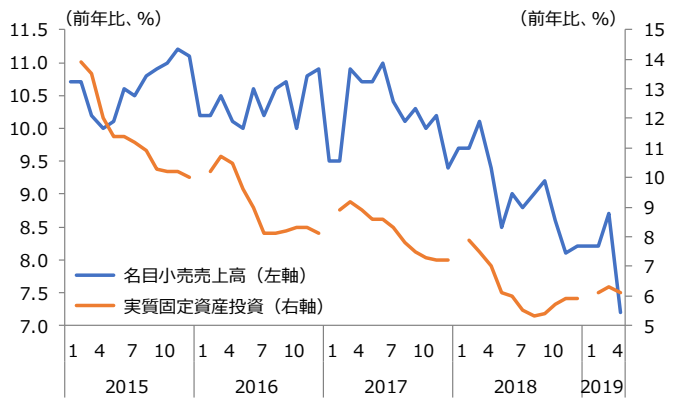
中国の19年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と18年10-12月期と同じ成長率となった。19年の政府目標である「6.0%~6.5%」のレンジ内ではあるが、均してみれば減速基調にある。ただし、直近の月次指標をみると、いくつか改善がみられる指標がある（詳細は中国経済 P.26 参照）。特に鉱工業生産は持ち直しの動きをみせており、19年3月には前年比+8.5%と一時伸びが急拡大した（図表1-4）。政府の景気下支え策などによって一部の国内生産が改善したことが要因として挙げられる。消費や投資は依然として低調な推移が続いている（図表1-5）。政策的に経済を下支えしている間に、不良債権処理や国有企業改革などを通じた持続的な成長が実現できなければ、中国経済の減速圧力は再び強まるだろう。

図表 1-4 中国の鉱工業生産、輸出入



注：輸出入は3ヶ月移動平均を用いて平滑化。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-5 中国の固定資産投資、小売売上高



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

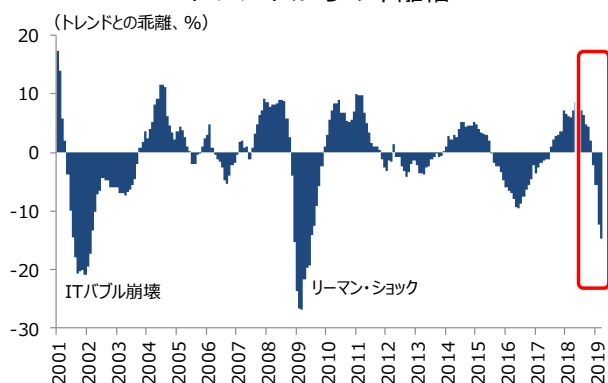
## 半導体需要の調整色強まる

世界の半導体需要は調整色が強まっている。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ある（図表1-6）。トレンドからの乖離幅は、01年のITバブル崩壊時や08-09年のリーマン・ショック時に迫る水準にある。

背景には、①スマートフォン需要の減少（買い替えサイクルの長期化などにより世界シェアの3割程度を占める中国市場が不振）、②自動車販売台数の減少による車載電子部品の需要減、③世界的な成長減速による企業の設備投資姿勢の慎重化、などが挙げられる（図表1-7）。

過去のシリコンサイクルの山から谷までの平均的な期間をみると概ね1年半前後であり、19年後半から20年前半にはボトムアウトする可能性が高いとみているが、中国経済の減速度合い、米国による中国ハイテク企業への制裁などの状況次第では、調整局面が長期化するリスクもある。

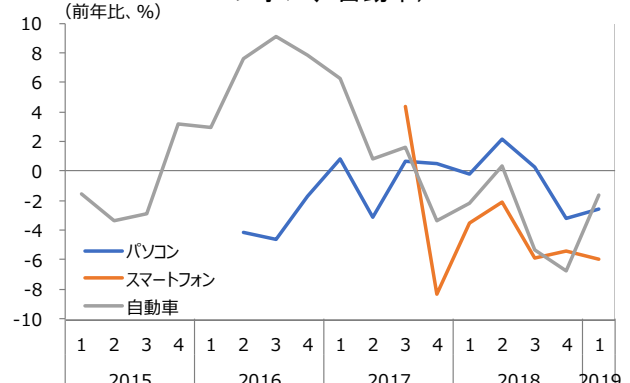
図表 1-6 半導体世界売上高（実質）の  
トレンドからの乖離幅



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 1-7 世界出荷台数（パソコン、スマートフォン、自動車）



注：四半期ベース。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

## (2) 内外経済の見通し

### 海外経済は 20 年にかけて成長減速

世界経済は、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 1-8 参照。

米国は、良好な雇用・所得環境は続くものの、既往の減税効果の一巡や米中貿易摩擦の影響顕在化を背景に、内需は 20 年にかけて減速を見込む。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+1.9%と予測する。

ユーロ圏は、英国の EU 離脱の影響に加え、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。

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、米中貿易摩擦の激化などの景気下振れ圧力に対し、財政による下支えが一定の効果を示すとみられるが、成長減速は避けられない。19 年は前年比+6.1%、20 年は同+6.0%と予測する。

### 日本経済も外需環境の悪化と消費税増税により成長減速

日本経済は、19 年度は、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。

図表 1-8 予測の前提

- 米中貿易摩擦：米国による対中制裁関税は 2,000 億ドル分を 25%に引き上げ、中国は対抗措置として 600 億ドル分を 25%に引き上げ
- 英国の EU 離脱：19 年 10 月末に合意なし離脱、英国—EU 間の新たな貿易協定の締結は 21 年以降
- 米国金融政策：資産規模の圧縮は 19 年 9 月に終了、政策金利の引き上げは 19 年、20 年ともに 0 回

出所：三菱総合研究所作成

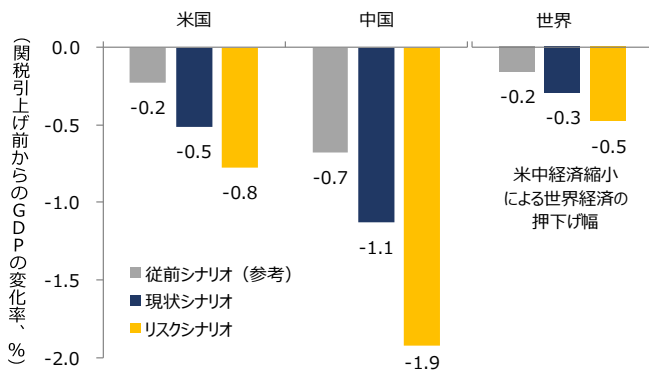
### (3) 世界経済のリスク要因

世界経済は 20 年にかけて緩やかに減速すると予測するが、緩やかな減速にとどまらず成長率が大幅に下振れるリスクもはらむ。世界経済の下振れ要因として注意を払うべきは、①米中貿易摩擦の一段の激化、②金融市場のリスク回避姿勢の更なる強まり、③世界経済の同時失速、の3つである。

#### ① 米中貿易摩擦の一段の激化

今後、米中通商協議が決裂し、未だ対中制裁関税の対象となっていない残りの約 3,000 億ドルに対しても 25%の関税が課されれば、最大で米国の実質 GDP は▲0.8%p、中国は▲1.9%p、世界経済は▲0.5%p 下振れする可能性がある (図表 1-9)。残りの 3,000 億ドル分の中には、携帯電話機やパソコンをはじめ、消費財が多く含まれており、直接的に消費者の負担につながりやすい (図表 1-10)。米中貿易摩擦は、両国の経済規模の大きさから世界経済に与える影響も大きい。特に中国を介するグローバルバリューチェーンに深く組み入れられている台湾、韓国、ASEAN 諸国などへの影響は大きく表れるだろう。これらの国々の一部では中国の代替生産地として米国向け輸出が拡大する可能性もあるが、総じて米中間の貿易停滞によるマイナスの影響の方が大きいとみられ、輸出の下振れ圧力が強まる可能性が高い。

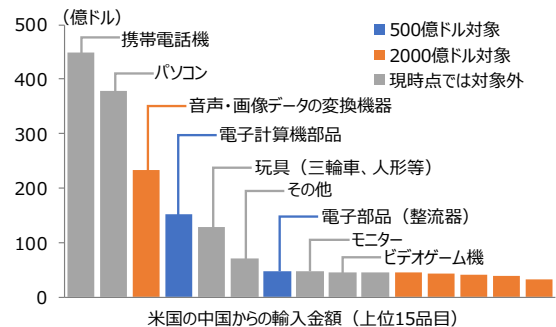
図表 1-9 米中関税引き上げの経済影響



注: シナリオの関税前提は、いずれも米国が鉄鋼・アルミと 500 億ドル (25%) に制裁関税、中国が 500 億ドル (25%) に対抗関税までは共通とする。加えて、従前シナリオは、米国が 2,000 億ドル (10%)、中国が 600 億ドル (10%)。現状シナリオは、米国が 2,000 億ドル (25%)、中国が 600 億ドル (25%)。リスクシナリオは、米国が 2,000 億ドル (25%) + 3,000 億ドル (25%)、中国が 600 億ドル (100%)。

出所: GTAP モデルを用いて三菱総合研究所作成

図表 1-10 米国の中国製品輸入額 (関税対象品目別)



注: HS コード 6 桁ベース、2017 年データ。

出所: UN Comtrade、Peterson Institute より三菱総合研究所作成

#### ② 金融市場のリスク回避姿勢の更なる強まり

米中貿易摩擦の一段の激化などをきっかけに先行きの不確実性が更に高まれば、金融市場においてリスク資産から資金を引き揚げる動きが一層強まるだろう。

主要国の株式時価総額と名目 GDP との関係を見ると、16 年以降高水準で推移している。先行きの企業収益拡大に対する市場の期待が強いことを意味する。18 年以降、両者の乖離幅は縮小傾向にあるが、依然として高水準にある (図表 1-11)。

19 年 2 月時点の株式時価総額/名目 GDP 比率は 1.10 倍であり、1.0 倍まで調整されるだけでも、10%の株安圧力となる。株価下落は、逆資産効果やマインドを通じて、消費や投資を中心に経済の下振れ要因となる。

こうしたリスク資産からの資金流出は、国際金融市場を通じて新興国へも波及する。金融市場では 19 年 2 月以降のリスク回避度の低下により、(一部トルコなどを除き) 新興国へも再び資金が流入しつつあるが、それが逆流すれば新興国経済にも下振れ要因となる。

図表 1-11 主要国の株式時価総額/名目 GDP



注: World Federation of Exchanges 加盟国の 65 ヶ国を対象に、株式時価総額および名目 GDP を足し上げて算出。

出所: World Federation of Exchanges および IMF より三菱総合研究所作成

### ③ 世界経済の同時失速

主要国の景気後退確率をみると、18年半ば以降に上昇傾向にあり、直近では主要国平均で25%程度となっている(図表1-12)。世界GDPの6割を占める米中欧経済が同時に失速すれば、世界経済へのインパクトは大きい。

米国経済は、2%程度への減速にとどまらず、潜在成長率(1%台後半)を下回る水準にまで減速するリスクに注意が必要だ。米中通商協議が決裂し対中制裁関税の更なる引上げに踏み切れば、实体经济への影響とともに金融市場が大きく不安定化するだろう。また、米国議会のねじれに伴う政治的対立が、20年の大統領選に向けて一段と先鋭化する可能性もある。

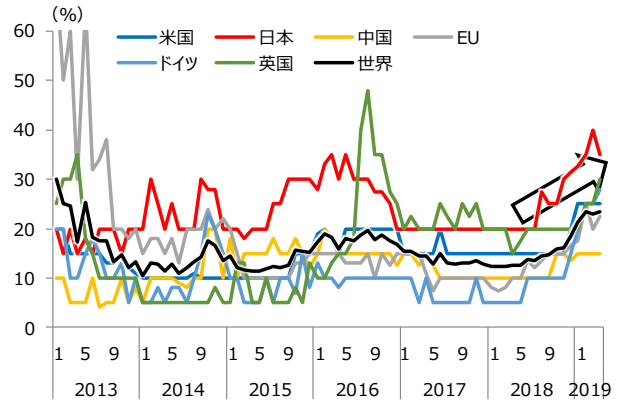
中国経済は、信用収縮に伴う成長の急減速に注意が必要だ。企業・家計債務の対GDP比は、未だ非常に高い水準にある(図表1-13)。企業債務は政府主導の構造改革の成果もあり緩やかながらも減少に転じた一方で、家計債務は増加を続けている。

家計債務の増加の背景には、所得の伸びを上回る住宅価格の上昇がある(図表1-14)。特に18年入りの住宅価格の伸び加速が家計債務を圧迫している。家計支出に占める住宅費用のシェアは増加傾向にあり、家賃やローン返済負担が消費を圧迫している(図表1-15)。この傾向が続けば、企業債務に加えて家計債務でも不良債権が拡大する可能性がある。不良債権の拡大が、金融仲介機能の低下や金融機関の信用問題にまで発展すれば、信用収縮が起こる可能性も否定できない。

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民営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。政策運営を誤り、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。

米中経済に加え、欧州経済の下振れリスクにも注意が必要だ。英国のEU離脱は19年10月末まで延期されたが、議会を含め多様な英国内の意見を一本化し、かつEUとの合意に持ち込むことは極めて難しい道にのりであろう。英国の合意なし離脱による欧州経済の下振れは想定内であるが、①米国による欧州製品への関税引上げ、②イタリアなど財政問題を抱える国での金利上昇、が顕在化すれば、欧州経済の成長率が1%を下回る水準まで低下する可能性がある。

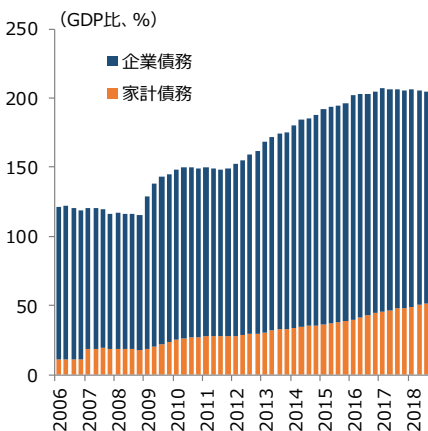
図表 1-12 主要国の景気後退確率



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。

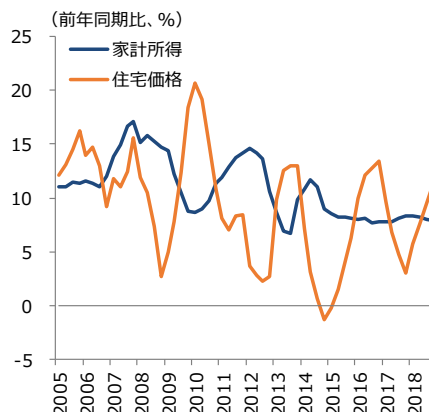
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-13 中国の債務残高



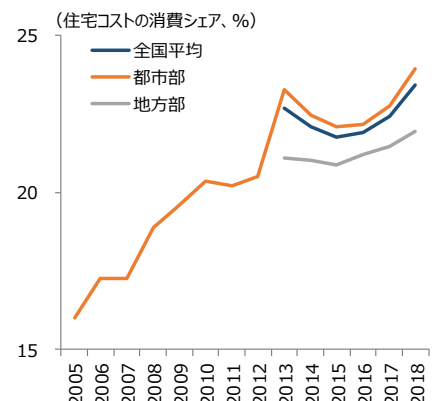
出所：BISより三菱総合研究所作成

図表 1-14 所得・住宅価格



出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-15 家計支出に占める住宅コストのシェア



出所：CEICより三菱総合研究所作成

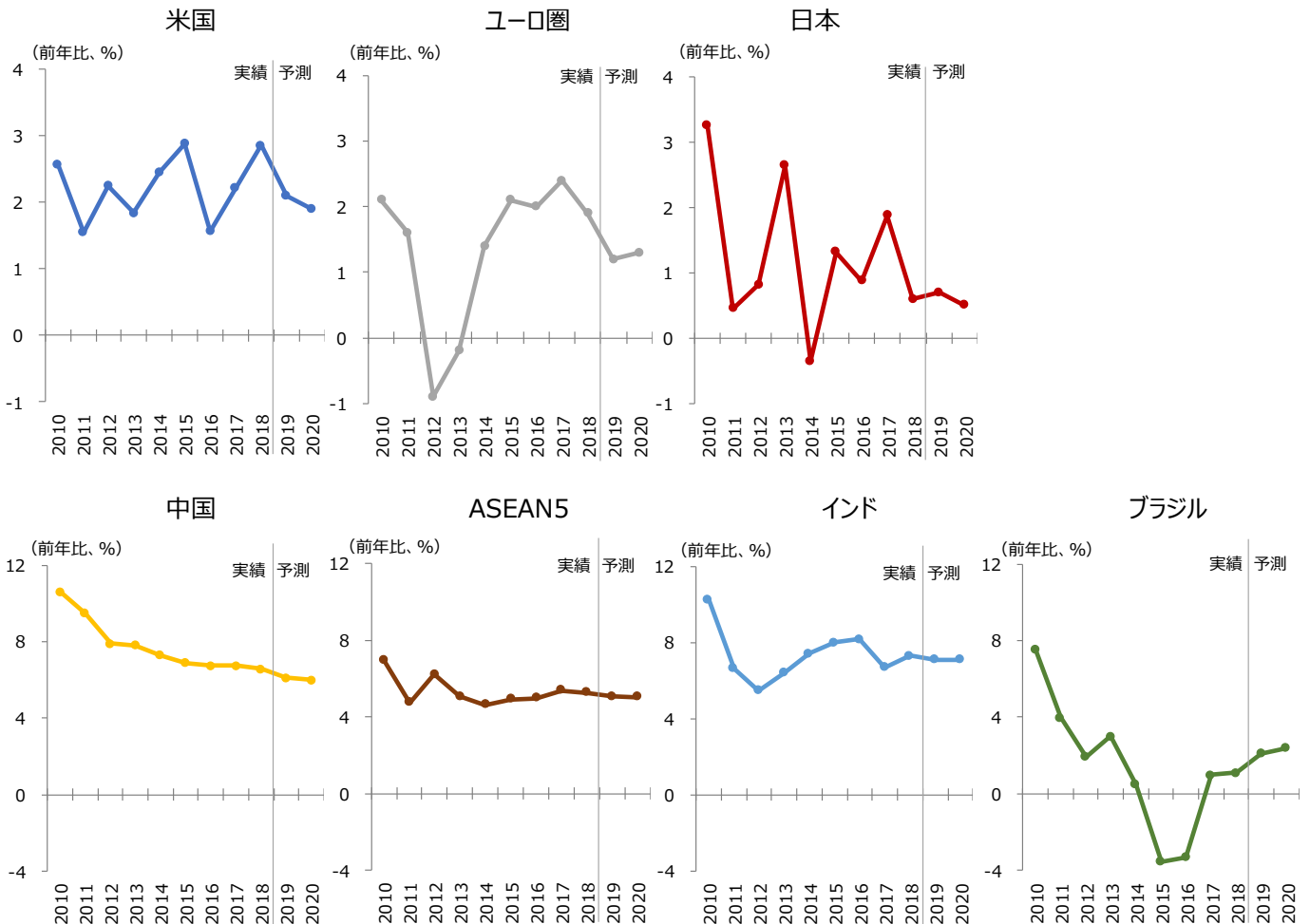


図表 1-16 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比、%) ■：予測	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
米国	2.2	2.9	2.1	1.9
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	6.1	6.0
ASEAN5	5.4	5.2	5.0	5.0
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.1
マレーシア	5.9	4.7	4.5	4.5
フィリピン	6.7	6.2	6.1	6.1
タイ	4.0	4.1	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	7.1	7.1
ブラジル	1.0	1.1	2.1	2.4
<b>世界平均</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>

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

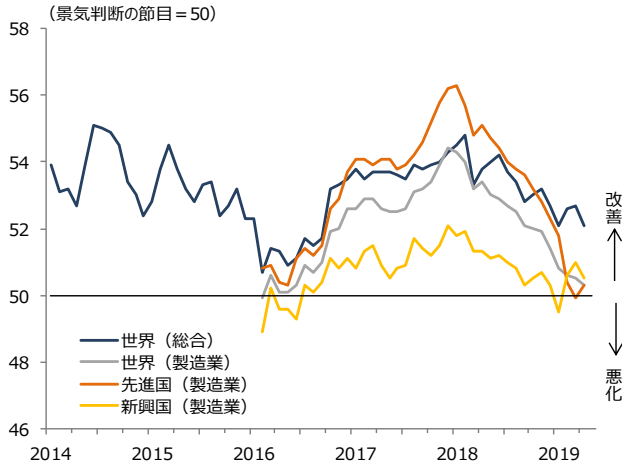


注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。

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

## 世界経済・金融市場の動向

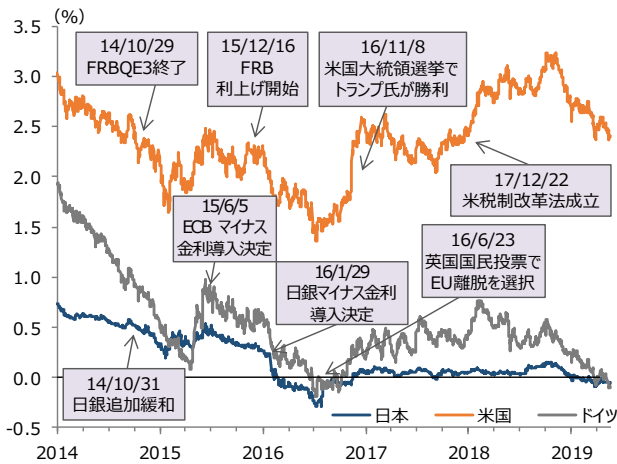
図表 1-17 世界の購買担当者景気指数



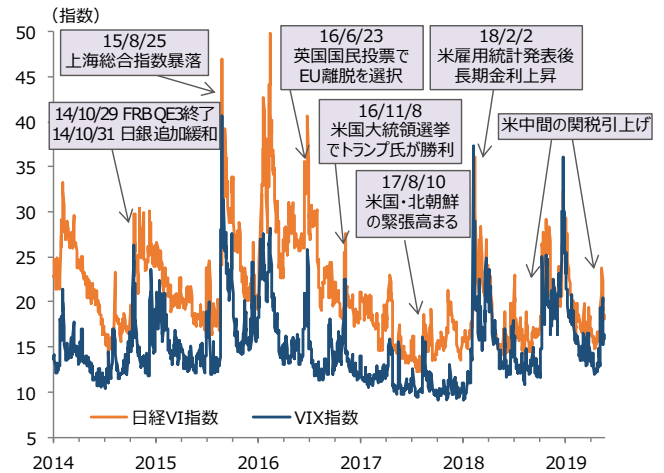
図表 1-18 世界の株価指数



図表 1-19 日米独の10年物国債利回り



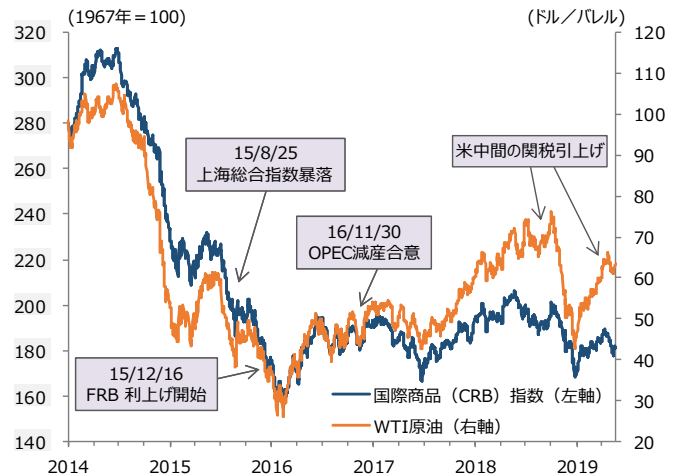
図表 1-20 日米株価の予想変動率指数



図表 1-21 為替相場



図表 1-22 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5月20日(日本時間)。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成