

《 2019～20年 世界経済見通し 》

2018年11月30日

No.2018-007

米国の政策要因で世界景気は減速へ

～ 大幅後退のリスクは小。下振れても2016年型の小幅調整に ～

調査部 マクロ経済研究センター

《 要 点 》

- ◆ 適温経済を満喫してきた世界景気に減速懸念。米中貿易戦争や米利上げによる新興国からの資金流出など、米国の経済政策が引き金。
- ◆ もっとも、貿易戦争のマイナス影響は深刻化しない見込み。米国では力強い内需で吸収できるほか、下押し圧力が強まる中国でも金融・財政政策で下支え可能。長期的には、グローバルな生産体制の再構築が進むため、世界全体の生産活動に及ぼすマイナス影響も中和される見込み。
- ◆ 米利上げなどによる資金流出で、一部の新興国は景気後退へ。ただし、主要新興国では外貨繰りに脆弱性はみられないこと、米国の金融政策が2019年央に中立姿勢に戻ると予想されることから、新興国危機が伝播・拡大する公算は小。
- ◆ 以上二つの下振れ要因により、半年前の成長加速シナリオを下方修正し、世界景気は緩やかに減速していくという見方に変更。もっとも、先進国を中心に内需の牽引力が強まっているため、世界的な景気後退は回避可能。
- ◆ 先進国では、高成長局面から潜在成長ペースに軟着陸する見通し。雇用・所得環境の回復で個人消費が堅調を維持するほか、企業業績の改善や新技術の広がりを受けて設備投資も回復傾向をたどる見込み。
- ◆ アジア新興国でも底堅い成長が持続。中間層の台頭による消費市場の拡大、適切なマクロ経済政策運営などが下支え。中国は減速が避けられないものの、代わってインドとASEANが牽引役になる見通し。
- ◆ リスクシナリオは資産バブルの崩壊。一部の国では、株価・不動産・設備投資にバブルが蓄積。差し迫った状況には至っていないものの、政策対応余地が乏しいだけに、今後の展開を注視することが必要。

< 目次 >

(1) 世界経済の現状	1
(2) 先行きの懸念材料	
① 貿易戦争	2
② 新興国危機	4
(3) 世界経済の展望	
① 予測値	5
② 先進国	6
③ アジア	7
(4) リスクシナリオ	8

本件に関するご照会は、**主席研究員 忝村秀樹** 宛てにお願いいたします。

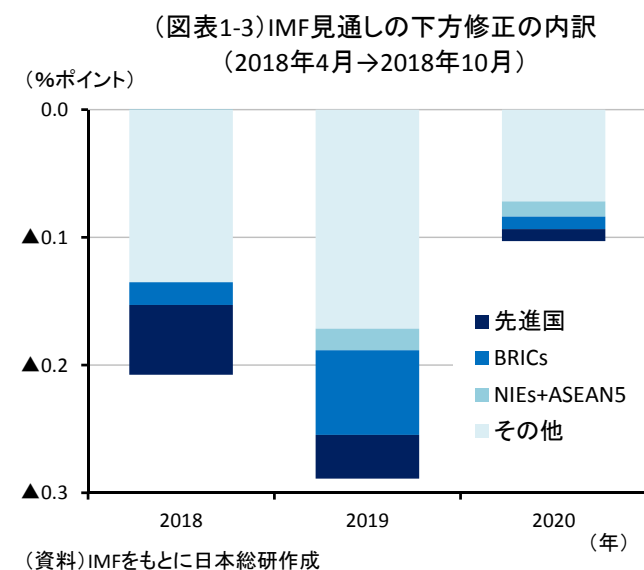
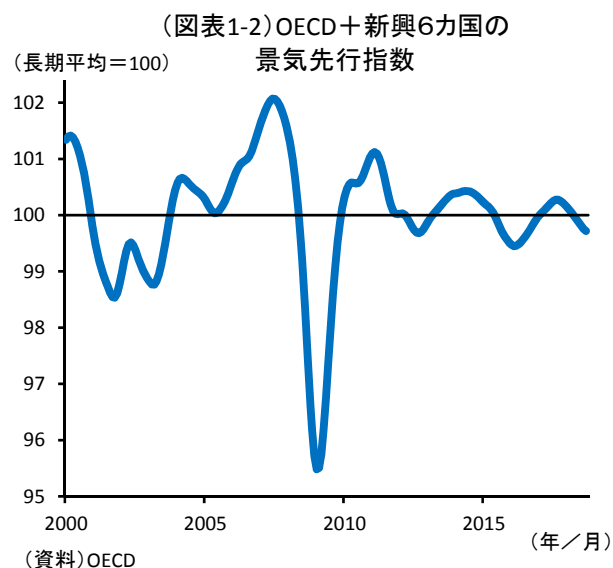
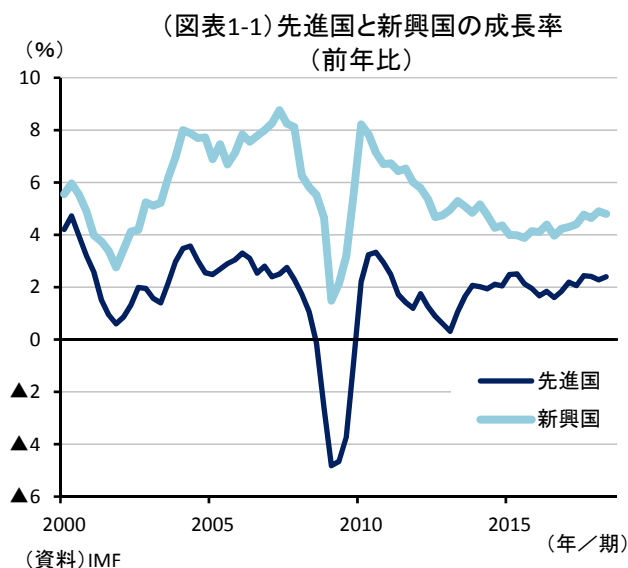
Tel: 03-6833-0929

Mail: matsumura.hideki@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

現状 世界景気に減速懸念

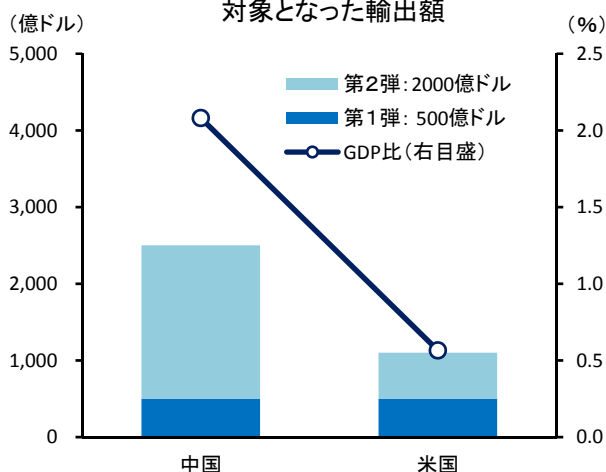
- (1) 世界経済は、2015～2016年を底に成長ペースが緩やかに加速（図表1-1）。2000年代半ばのような高揚感はないにしても、適温経済下で居心地のよい景気回復が持続。もっとも、ここに来て景気減速懸念が浮上。
- (2) まず、OECD景気先行指数が弱含み（図表1-2）。リーマンショック時ほどの急激な落ち込みではないものの、世界景気が減速した2016年ごろに似た状況。国別にみると、方向感はまちまちながら、日欧・中国・トルコなどで景況感が大きく悪化。
- (3) IMFも10月に世界経済の成長率見通しを下方修正（図表1-3）。ほぼ全ての地域で下方修正となったものの、とくに大きく下振れたのが「その他の新興国」。とりわけ、中南米・中東・中東欧が大きな下方修正。それ以外の地域でも、2018年のユーロ圏、2019年の中国の成長率見通しを引き下げ。一方、中国を除くアジア諸国の下振れは小幅。
- (4) 世界景気に減速懸念が広がった主因は米国の経済政策。貿易戦争によって米中間の貿易取引が減少する恐れが強まったほか、米利上げに伴う国際マネーフローの変化などで一部の新興国で通貨が大幅下落。足元でも政策の先行きを巡る不透明感が高止まっております（図表1-4）、当面、世界経済は米国の経済政策に大きく左右される見通し。



懸念① 貿易戦争は中国に厳しい圧力

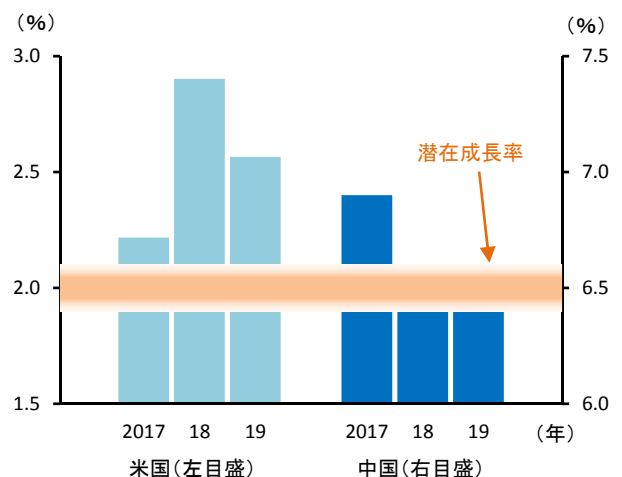
- (1) 当面、最も大きな懸念材料は米中の貿易戦争。双方による関税引き上げの応酬が続いているものの、①中国側の報復関税の規模が小さいこと、②中国の経済規模が米国の6割にすぎないこと、の2点から、経済へのマイナス影響は中国の方が大(図表2-1)。
- (2) さらに、タイミング的にも中国の方が不利な状況。米国は、堅調な民間需要に加え、財政拡大策の効果もあって、当面は潜在成長率を大きく上回る成長が続く見通し(図表2-2)。そのため、貿易戦争によるマイナス影響は十分に吸収可能。一方、中国景気は、もともと循環的な減速局面に入っていたため、貿易戦争という追加のマイナス材料で景気後退リスクが増大。
- (3) 2018年入り後の株価も、底堅い米国、急落した中国と対照的(図表2-3)。中国では、設備投資マインドへのマイナス影響も拡大する見込み。
- (4) もっとも、中国政府が政策を総動員して経済を下支えするため、中国景気が失速する公算は小。すでに金融政策は緩和モードに転じているほか、今後、状況に応じて財政支出も拡大させていく見込み。ただし、この場合、経済合理性を軽視した投資拡大が行われる結果、改善に向かっていた過剰債務問題を再び悪化させる恐れ(図表2-4)。貿易戦争が中国経済にもたらすリスクは、短期的な景気下振れよりむしろ、中長期的な不均衡蓄積とみるべき。

(図表2-1) 米中貿易摩擦で関税引き上げ対象となった輸出額



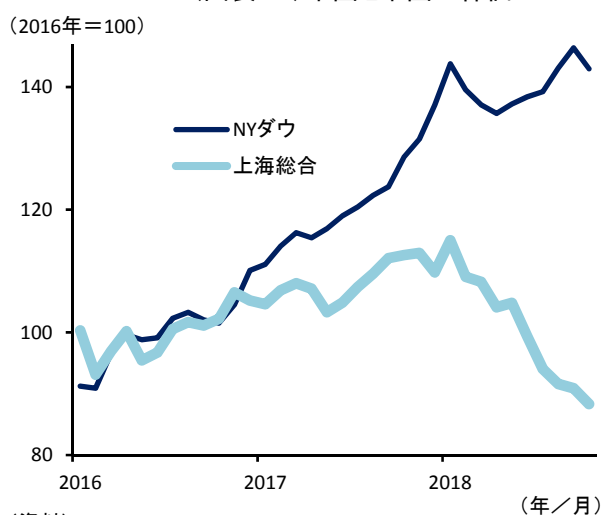
(資料)各国統計をもとに日本総研作成

(図表2-2) 米国・中国の景気の方角感



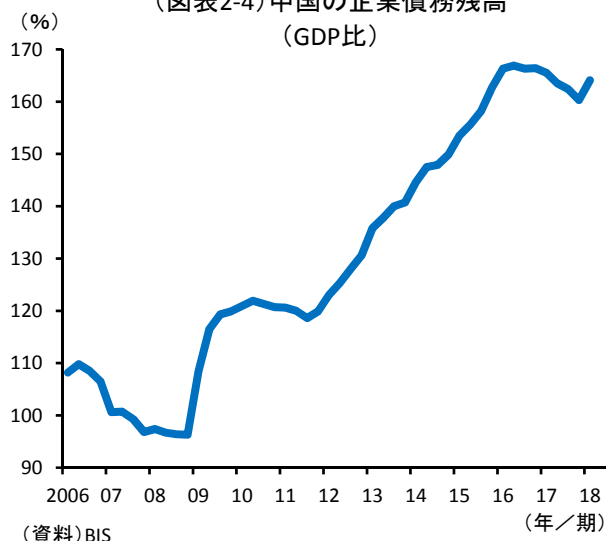
(資料)各国統計をもとに日本総研作成

(図表2-3) 米国と中国の株価



(資料)Datastream

(図表2-4) 中国の企業債務残高 (GDP比)



(資料)BIS

懸念① 貿易戦争が世界経済にもたらす変化

(1) 貿易戦争が世界経済に及ぼす影響を考えると、当面はサプライチェーンを通じたマイナス影響が顕在化するものの、長期的には地域間の代替生産が進む見通し。

①中国から対米輸出の代替

中国における対米輸出向け生産拠点が他国にシフトする見込み。中国に進出した外資企業による対米輸出は中国GDPの1%程度で、国外生産シフトの最有力候補(図表3-1)。労働・物流コストを勘案すれば、中国近隣のアジア諸国に生産シフトが起きる公算大。

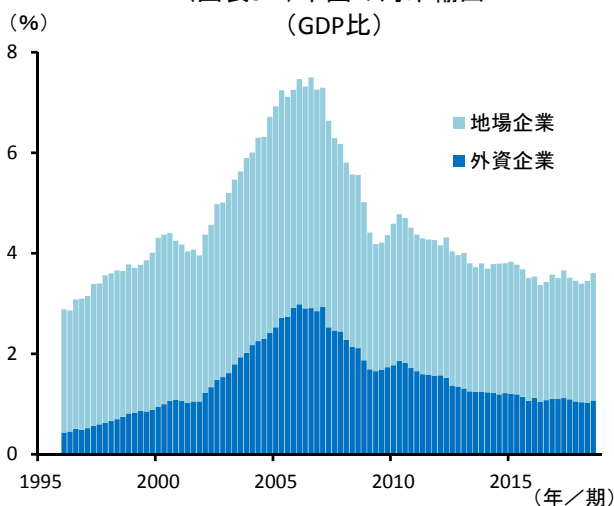
②中国の対米輸入の代替

中国の対米輸入でも、関税引き上げに加え、米国からの知財侵害対策の輸出規制もあり、日欧などから代替調達が進む見込み。とりわけ、中国GDPの0.6%の規模を持つ米国からの機械製品輸入への影響が大(図表3-2)。最終的には、中国での内製化が政策目標に。

(2) こうしたグローバル生産体制の再構築の結果、メリットを享受する国も。IMFによる影響分析では、日本やユーロ圏にはプラス影響となる可能性(図表3-3)。

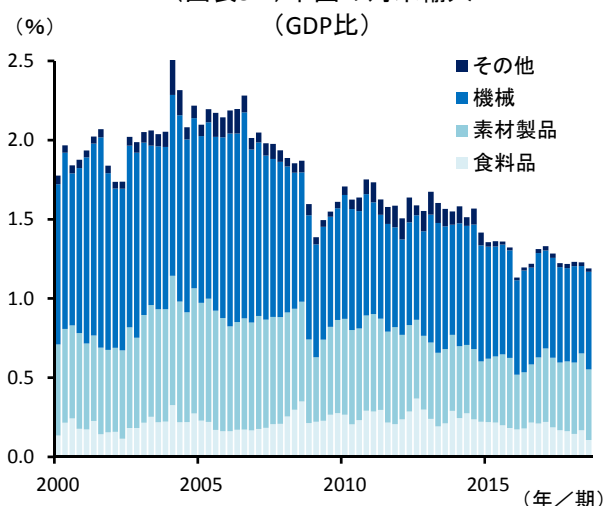
(3) 以上から、貿易戦争は世界経済に深刻な打撃にならないと判断。ただし、回避できない影響も。米中貿易の停滞は、グローバルな生産効率が低下することを意味。米中の貿易規模は世界GDPの0.7%を占めており(図表3-4)、この一部が世界経済の生産性低下要因に。

(図表3-1) 中国の対米輸出 (GDP比)



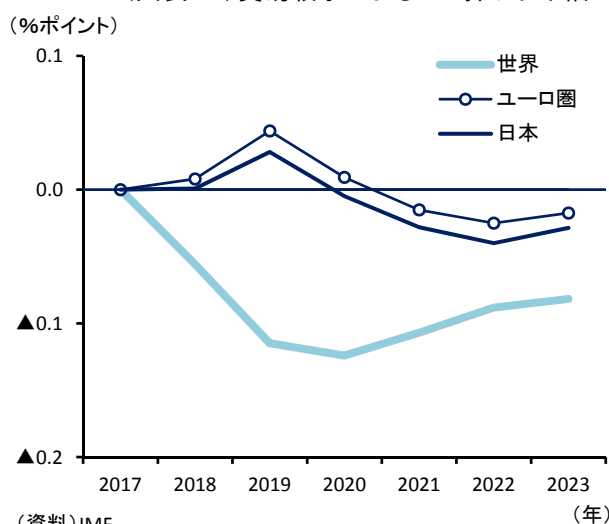
(資料) 中国国家統計局、中国海関総署をもとに日本総研推計

(図表3-2) 中国の対米輸入 (GDP比)



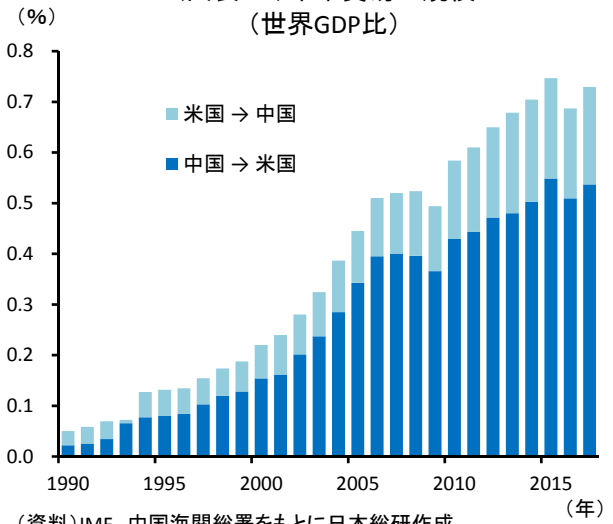
(資料) 中国海関総署をもとに日本総研作成

(図表3-3) 貿易戦争によるGDP押し下げ幅



(資料) IMF

(図表3-4) 米中貿易の規模 (世界GDP比)

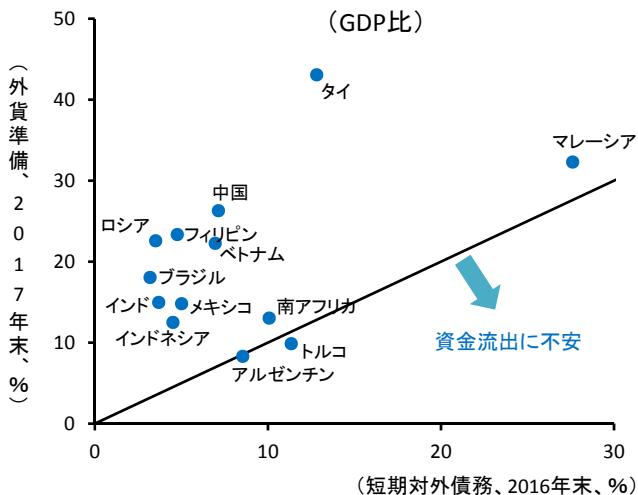


(資料) IMF、中国海関総署をもとに日本総研作成

懸念② 新興国危機の後遺症は残る

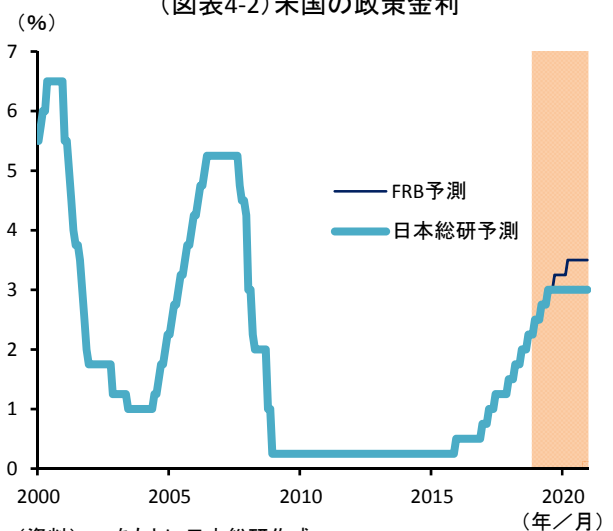
- (1) 新興国からの資金流出で、通貨安・利上げによる景気後退懸念が台頭。もっとも、近年の対外債務の抑制、外貨準備の積み上げで、資金流出に脆弱なのは一部の国のみ（図表4-1）。1997年のように通貨危機が連鎖していくリスクは小。
- (2) さらに、米国の利上げ打ち止めで、新興国からの資金流出圧力は次第に落ち着く見込み。米FRBは今後5回の利上げを予想しているものの、米国景気の減速明確化により3回しか実現しないと予想（図表4-2）。2019年央に米国の金融政策が中立姿勢に戻れば、新興国からの資金流出圧力も弱まる見通し。
- (3) もっとも、アルゼンチン・トルコなどでは通貨急落のマイナス影響が長引く見通し。輸入インフレによる購買力低下に加え、懲罰的ともいえる高金利も内需を圧迫（図表4-3）。通貨安による輸出増加は期待できるものの、内需の落ち込みを主因に景気後退が長引く見込み。
- (4) 米国の外交政策により、中東情勢にも不透明感。イラン・イスラエルを巡る既存秩序が大きく崩れたほか、サウジアラビアの国内情勢も不安材料。世界の原油生産に占める中東のシェアは上昇傾向にあり（図表4-4）、依然として原油価格に及ぼす影響は大。足元の原油価格は下落しているものの、地政学要因による高騰リスクには警戒が必要。

(図表4-1) 新興国の対外債務と外貨準備 (GDP比)



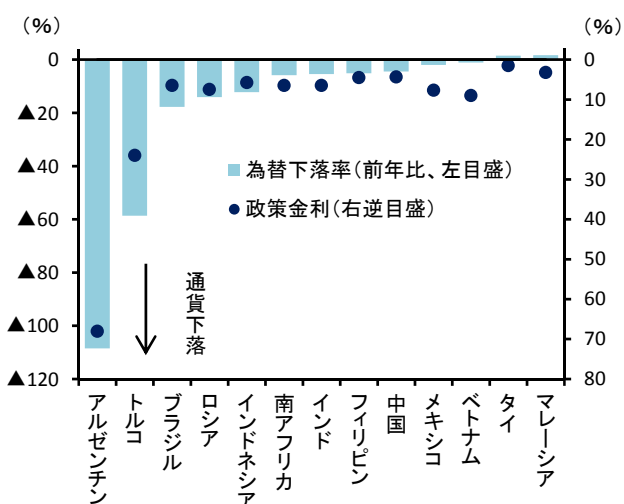
(資料)IMF、世界銀行をもとに日本総研作成

(図表4-2) 米国の政策金利



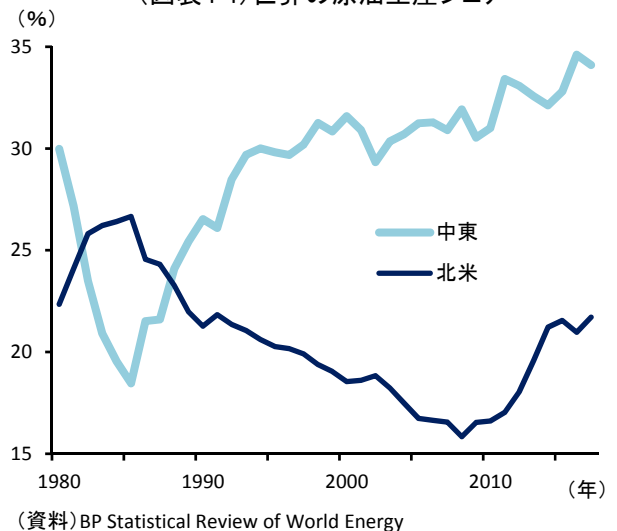
(資料)FRBをもとに日本総研作成

(図表4-3) 2018年10月の為替レートと金利



(資料)Datastream

(図表4-4) 世界の原油生産シェア



(資料)BP Statistical Review of World Energy

見通し 成長加速予想から減速予想に下方修正

- (1) 2018～2020年の世界経済見通しは、貿易戦争の影響と新興国危機の後遺症を織り込んだ結果、従来の成長加速から減速へと見方を変更（図表5-1）。前回（2018年7月）の予測値に比べると、2018年、2019年ともに0.2%ポイントの下方修正（図表5-2）。先進国が減速するという見通しは変わらないものの、中国など新興国の予測値を下方修正したことが原因。
- (2) もっとも、先進国を中心に内需の牽引力が強まっているため、2016年ほど成長率が低下する事態は回避。減速する先進国でも潜在成長率は確保する一方、見通しを下方修正した新興国でも総じてみれば底堅い成長が続く見通し。
- (3) 先進国の牽引役は米国。内需が力強いいため、前回見通しよりもさらに上方修正。ただし、高成長のピークはすでに過ぎており、潜在成長率に向かって減速していくという姿。輸出の高い伸びが一巡するユーロ圏と日本も減速軌道をたどるものの、潜在成長率は維持できる見込み。
- (4) 新興国では好不調がやや二極化。成長率が下振れるのは、貿易戦争の影響が顕在化する中国、IT需要がピークアウトするNIEs、通貨が急落した一部新興国（図表5-3）。一方、ASEANとインドでは、旺盛なインフラ投資と個人消費に支えられて、底堅い成長が持続。

(図表5-1) 世界GDP成長率見通し

	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
世界計	3.7	3.7	3.7	3.6
先進国	2.3	2.3	2.1	1.7
アメリカ	2.2	2.9	2.6	2.0
ユーロ圏	2.4	1.9	1.7	1.6
イギリス	1.7	1.3	1.4	1.3
日本	1.6	0.9	1.3	0.7
新興国	4.6	4.6	4.6	4.6
BRICs	5.8	5.9	5.8	5.9
中国	6.9	6.6	6.4	6.3
インド	6.7	7.5	7.3	7.7
NIEs	3.2	2.8	2.4	2.3
韓国	3.1	2.7	2.5	2.3
台湾	2.9	2.7	2.2	2.1
香港	3.8	3.5	2.7	2.7
ASEAN5	5.3	5.3	5.3	5.3
インドネシア	5.1	5.2	5.4	5.3
タイ	3.9	4.3	3.7	3.8
マレーシア	5.9	4.9	4.8	4.7
フィリピン	6.7	6.3	6.7	6.8
ベトナム	6.8	6.8	6.7	6.7

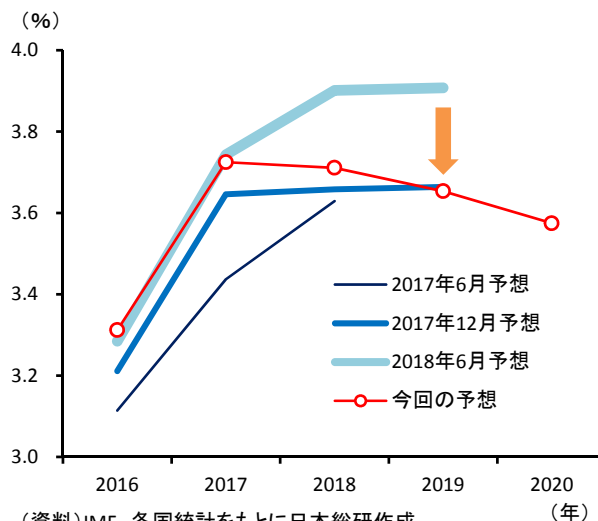
(資料) IMF、各国統計をもとに日本総研作成

(注1) 世界193カ国。先進国は、IMFの分類からNIEsを除く。具体的には、米・日・ユーロ圏(19カ国)のほか、英・豪・加など35カ国。先進国以外を新興国とした。

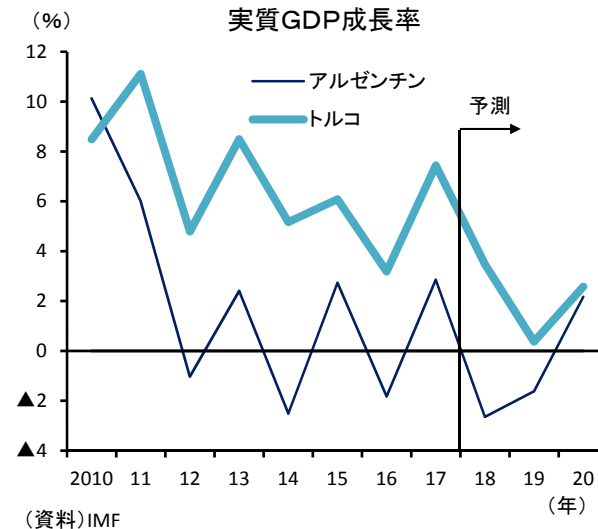
(注2) 地域は購買力平価ベース。

(注3) インドのみ年度ベース(当年4月～翌年3月)。

(図表5-2) 世界GDP成長率の修正状況



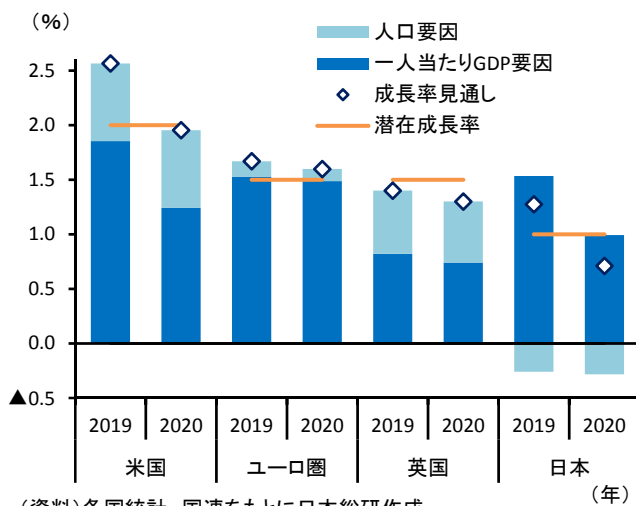
(図表5-3) 通貨急落国の
実質GDP成長率



先進国 減速するものの潜在成長率は維持

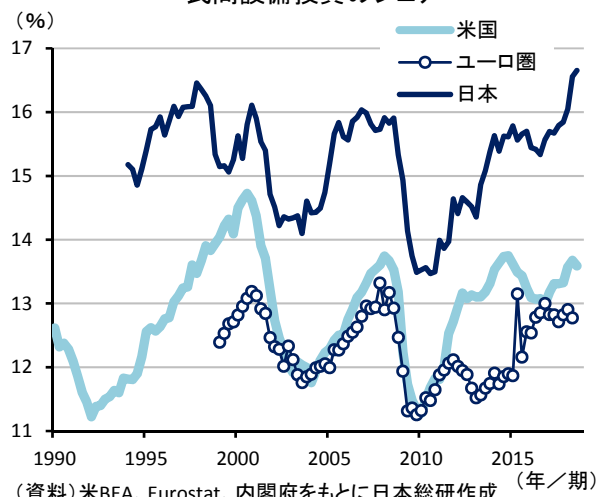
- (1) 先進国は減速トレンド（図表6-1）。米国の財政政策効果が減衰するほか、米中貿易摩擦、中国景気の減速、IT需要のピークアウトなどで、輸出環境が悪化することが背景。
- (2) もっとも、2017～2018年の成長率が出来すぎであったという側面も。今後2年間は減速するとはいえ、なお潜在成長率を上回って推移するため、堅調な景気回復が持続するという認識。消費増税の影響で変動幅が大きくなる日本も、ならしてみれば潜在成長率を維持。景気回復の長期化で内需主導の自律拡大メカニズムが強まってきたことが共通点で、外需や政策効果に頼らなくても自律的な成長が可能な経済構造に。
- (3) 内外景気の回復や収益体質の改善を背景に、企業業績は堅調を維持する見通し。AI・IoT・自動運転など新技術が広がるなか、企業の設備投資マインドも前向きに。もっとも、GDPに占める設備投資のシェアが高水準に達しているため、設備投資の急拡大は期待薄（図表6-2）。今後はGDP成長率に見合った伸びが続く見通し。
- (4) 雇用・所得環境も良好。日米欧とも、失業率は過去20年の最低水準まで低下（図表6-3）。労働需給の逼迫により、賃金にも上昇圧力がかかりやすい環境（図表6-4）。これまでの雇用増が主導する所得増加局面から、賃金上昇が主導する所得増加局面に変化していく見通し。

(図表6-1) 日米欧の成長率見通し



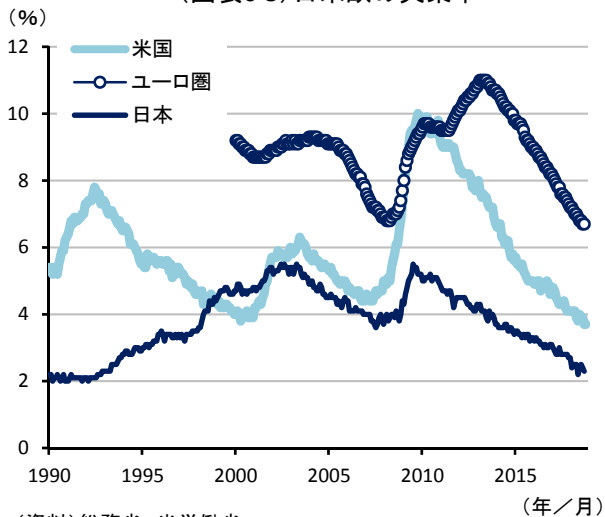
(資料) 各国統計、国連をもとに日本総研作成

(図表6-2) 名目GDPに占める民間設備投資のシェア



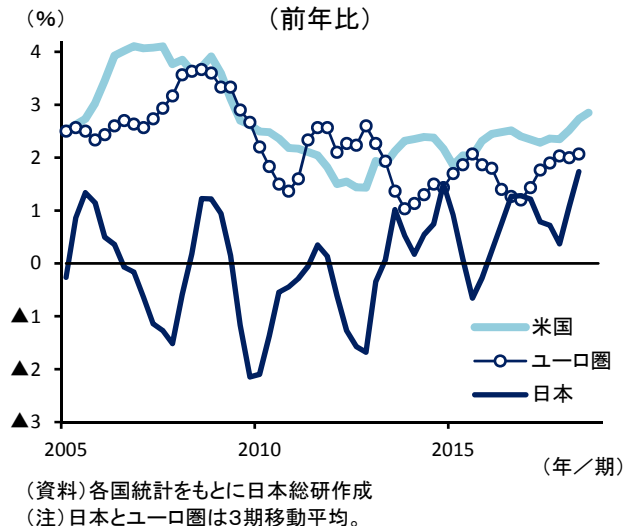
(資料) 米BEA、Eurostat、内閣府をもとに日本総研作成

(図表6-3) 日米欧の失業率



(資料) 総務省、米労働省、Eurostat

(図表6-4) 日米欧の時間当たり賃金 (前年比)

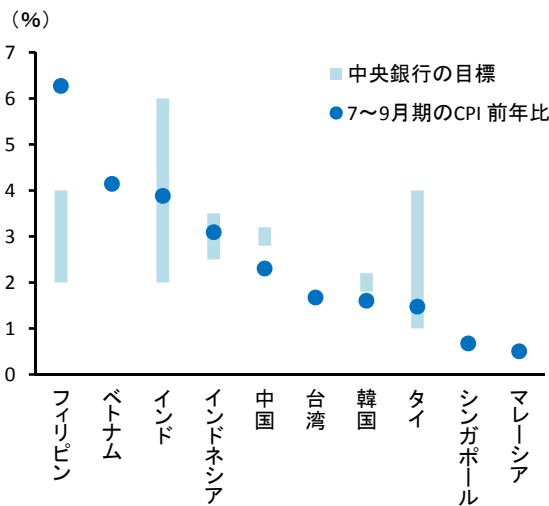


(資料) 各国統計をもとに日本総研作成
(注) 日本とユーロ圏は3期移動平均。

アジア 多様化する牽引力

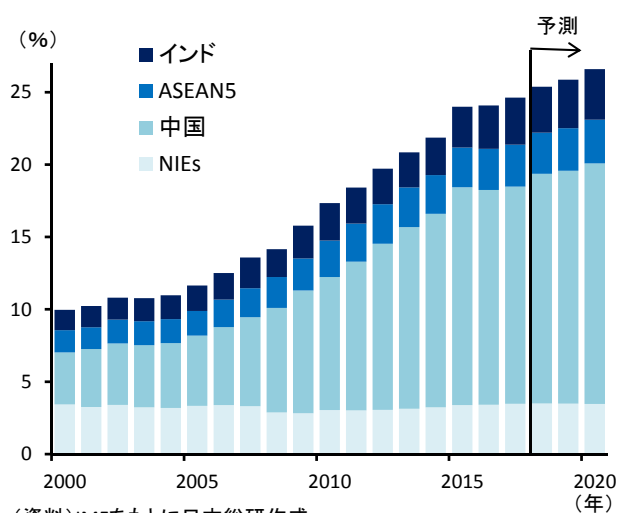
- (1) アジア地域は総じて底堅い成長が持続。これまでの所得向上で中間層の厚みが増しており、基礎的消費だけでなく選択的消費でも市場が拡大。個人消費・インフラ投資の増大によって、成長パターンが輸出主導型から内需主導型に徐々にシフト。金融・財政政策など適切なマクロ経済政策運営も、持続性ある景気拡大をサポート（図表7-1）。
- (2) この結果、世界景気に対する牽引力も着実に拡大。世界GDPに占めるシェアは4分の1に達し、北米・欧州と並ぶ第3の経済圏に（図表7-2）。
- (3) 域内の牽引役も多様化。これまでアジア経済を牽引してきた中国の成長ペースは今後徐々に鈍化（図表7-3）。2017年ごろの一時的な成長上振れの反動や、米中貿易戦争といった様々な景気下振れ圧力に晒されるものの、中国政府のコントロールで失速を回避しつつ、緩やかな減速トレンドに戻っていく見通し。
- (4) 代わって、ASEANとインドが牽引役として台頭。当面、ASEANは5%台の成長が続くほか、インドでは中国を上回る7%台の高成長局面に入る見通し。中国とほぼ同規模の人口を抱えるインドの所得水準は、10年前の中国と同レベル（図表7-4）。今後の高成長持続で、アジアにおける存在感が一段と高まっていく見通し。

(図表7-1) アジア各国のインフレ率



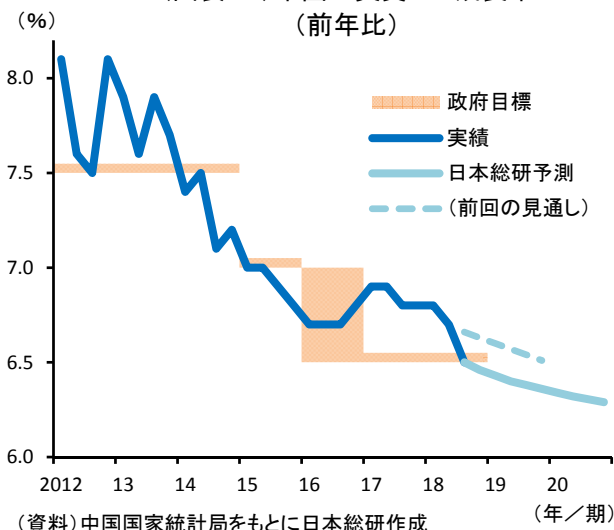
(資料) 各国統計をもとに日本総研作成

(図表7-2) 世界GDPに占めるアジアのシェア



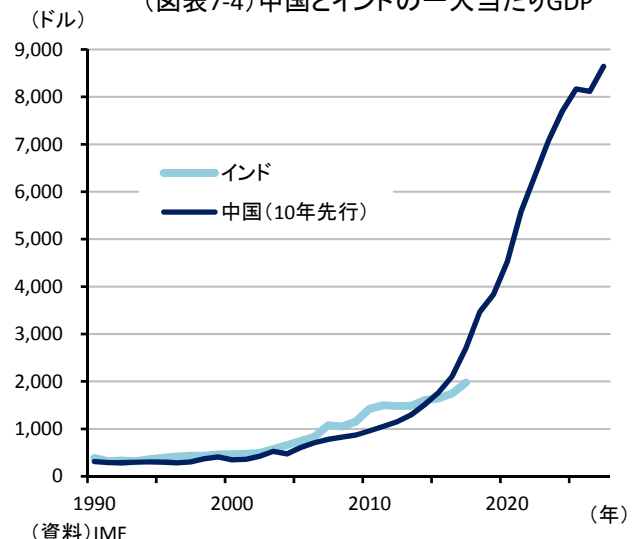
(資料) IMFをもとに日本総研作成

(図表7-3) 中国の実質GDP成長率 (前年比)



(資料) 中国国家统计局をもとに日本総研作成

(図表7-4) 中国とインドの一人当たりGDP

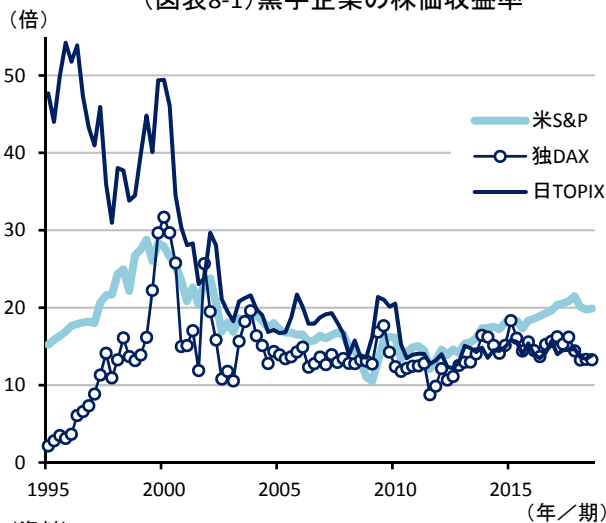


(資料) IMF

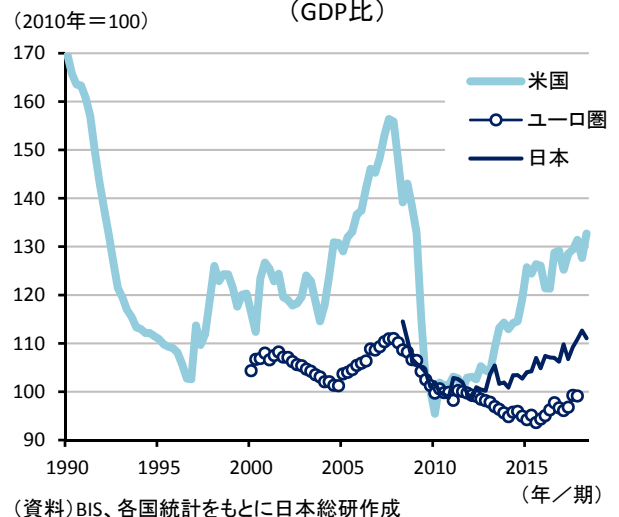
リスク | 大きな景気後退はしばらく先

- (1) 以上のように、米国の経済政策が様々なマイナス影響をもたらすものの、世界経済の後退入りは回避され、緩やかな減速にとどまる見込み。もっとも、一部ではバブルが蓄積されつつあるため、資産バブルの崩壊リスクには警戒が必要。
- ①株式市場：日独の株価収益率は落ち着いているものの、米国ではやや過熱感（図表8-1）。
 - ②不動産：商業用不動産価格も米国で大幅に上昇（図表8-2）。1990年と2008年の景気後退は不動産が引き金となっただけに、注意すべき動き。
 - ③設備投資：先進国では過剰感がないものの、中国では依然として高い水準（図表8-3）。過剰債務・不良債権問題の原因でもあり、今後の展開を注視する必要。
- (2) ただし、リーマンショック前夜のような差し迫った状況には至っておらず。バブル崩壊に伴う景気後退リスクは、少なくとも2020年までは小さいと判断可能。景気が下振れたとしても、2016年のような小幅減速にとどまると予想。
- (3) もっとも、政策対応力が低下している点は大きな不安材料。先進国では、利下げ余地が限られているほか、景気拡大期にもかかわらず財政赤字体質が持続（図表8-4）。軽い景気後退であっても、政策面からの景気浮揚効果を期待しにくい状況。潜在成長ペースで回復している間に、財政・金融政策を正常化させ、政策対応力を確保しておくことが必要。

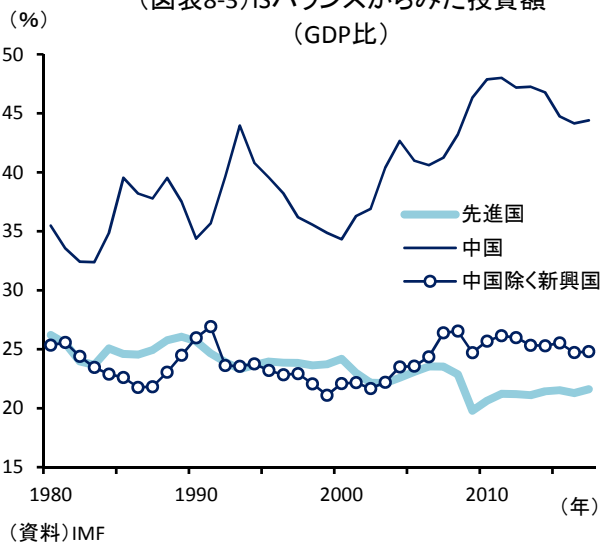
(図表8-1) 黒字企業の株価収益率



(図表8-2) 先進国の商業用不動産価格 (GDP比)



(図表8-3) ISバランスからみた投資額 (GDP比)



(図表8-4) 先進国の政策金利と財政収支

