

世界経済見通し

調査部長 忝村 秀樹

目 次

1. 世界経済の現状
2. 世界経済の展望
 - (1) ファンダメンタルズは堅調
 - (2) 貿易摩擦は徐々に緩和
 - (3) 中国経済は失速回避
3. 見通し
4. 二つの懸念材料
 - (1) 設備投資マインドの悪化
 - (2) 地政学リスク

要 約

1. 足許の世界経済は減速傾向にある。シリコンサイクルの調整局面入り、中国のデレバレッジ政策、米中貿易摩擦など、複数のマイナス要因が重なったことが原因である。
2. 先行きを展望すると、引き続き弱い動きが続くものの、ファンダメンタルズは大きく崩れない見通しである。良好な所得環境を背景に個人消費が堅調を維持するほか、世界的な低金利環境も継続する。シリコンサイクルの調整にも目処がつくとみられる。
3. 先行きの世界経済において、米中貿易摩擦が最大の下振れリスクながら、2020年のアメリカ大統領選挙が近づくとつれ、トランプ政権は徐々に通商政策を軟化させると予想される。これ以上の追加関税は国民負担が大きいうえ、マイナス影響を吸収するほどの高成長が期待できなくなるからである。
4. 中国経済は引き続き下押し圧力が根強いものの、政策総動員によって緩やかな減速ペースにコントロールできると見込まれる。ただし、公的セクターへの景気依存度が高まるほか、中長期的には過剰債務問題を一段と深刻化させる恐れがある。
5. 以上を踏まえると、2019年の世界景気は減速するものの、後退局面入りは避けられる見通しである。下押し圧力が薄れる2020年には緩やかな持ち直しに向かうだろう。もっとも、トランプ政権の対外強硬姿勢がさらに先鋭化するなど、先行き不透明感がさらに強まった場合、以下のようなリスクシナリオに陥り、低成長が長引く可能性もある。
6. 第1に、内外経済環境の不確実性に直面して、企業が設備投資マインドを慎重化させる恐れがある。これは、需要面から世界景気を下振れさせるだけでなく、供給面からも潜在成長率を押し下げる。資金需要が減少すれば、金融緩和の効果もその分減殺される。
7. 第2に、地政学リスクの台頭である。米国の政策に翻弄される中近東・中南米の経済が一段と不安定化すれば、世界景気を大きく下押しするだけでなく、原油価格の急騰リスクも高まることになる。

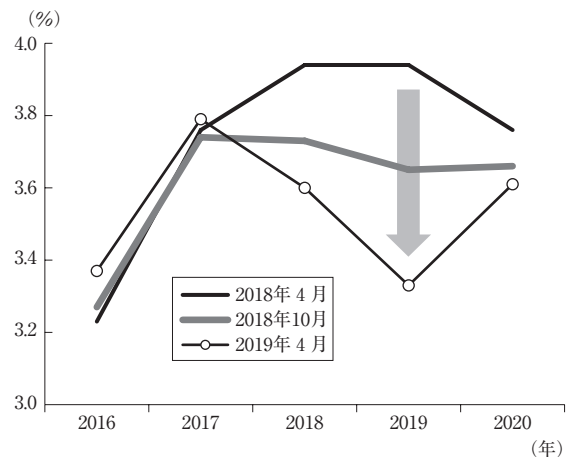
1. 世界経済の現状

世界経済は減速傾向にある。IMFが4月に公表した経済見通しでは、2019年の世界の実質GDP成長率は前年比+3.3%となった(図表1)。これは、1年前の見通しに比べると0.6%ポイントの下方修正である。昨年も成長率見通しは下方修正されたが、今年の方修正幅はさらに大きくなっている。この結果、世界経済は2年連続で成長ペースが減速するという姿に変わった。この背景として様々な要因が指摘できるが、大きく整理すると、①シリコンサイクルの調整局面入り、②中国のデレバレッジ政策、③米中貿易摩擦、の3点を挙げる事ができる。

まず、シリコンサイクルが調整局面に転じた。世界の半導体需要は、2016年初から拡大期に入ったが、2018年に入ると一転して減少に向かった。この背景には、世界的にスマートフォン普及が一巡して販売が頭打ちになったこと、データセンター向けのサーバー投資がピークアウトしたことなどが要因といわれている。日本の貿易統計をみても、電子部品・デバイス輸出が2018年半ばから減少に転じている(図表2)。

また、過剰設備・過剰債務の膨張を警戒した中国政府がデレバレッジ政策を強化したため、中国の設備投資も2018年入り後から弱含みに転じた。中国は世界第2位の経済規模を持つだけでなく、GDPに占める設備投資の比率も他国に比べて高い。そのため、世界の総固定資本形成のうち、中国が4分の1のシェアを占める。中国での投資需要の下振れは、世界の設備関連生産を大きく下押しすることになった。実際、日本からの中国向け資本財輸出は、工作機械や半導体製造装置を中心に大きく減少している(図表3)。

(図表1) IMFの世界成長率見通し



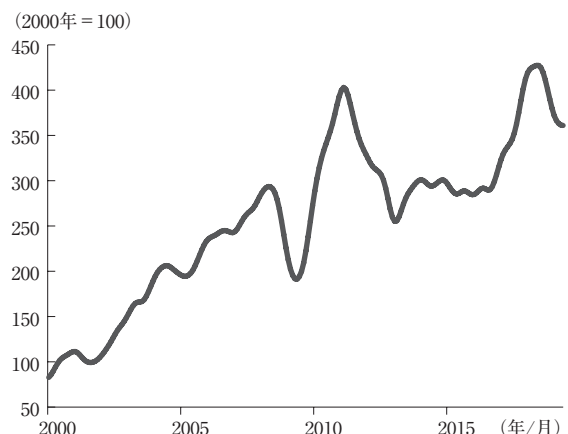
(資料) IMF

(図表2) 日本の電子部品・デバイス輸出



(資料) 財務省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成
(注) 実質ベースの趨勢循環値。

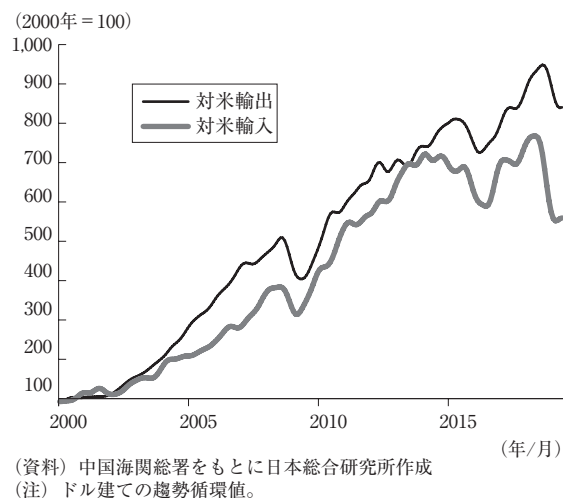
(図表3) 日本の中国向け資本財輸出



(資料) 財務省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成
(注) 実質ベースの趨勢循環値。

更に、昨年から米中間の貿易摩擦も激化した。両国間での関税引き上げとともに、中国からアメリカ向けの輸出、アメリカから中国向けの輸出、いずれも大幅に減少している（図表4）。もちろん、貿易摩擦の影響は複雑であり、ベトナムのように中国輸出の代替需要でプラス影響を受けた国も一部ある。しかし、貿易取引の減少という直接的なマイナス影響だけでなく、株価下落やマインド悪化などを通じた副次的なマイナス影響も顕在化している。そのため、米中貿易摩擦の激化は、総じてみれば世界景気を押し下げる方向に働いている。

（図表4）中国の対米貿易



2. 世界経済の展望

先行きを展望しても、当面の世界経済は弱めの動きが続くという見方が支配的である。各国の貿易統計をみても、輸出入が持ち直す兆しはまだ現れていない。製造業の新規受注にも減速感が残っている。当面は、世界的なスロートレードの流れが、各国の成長を抑制する構図が続くと予想される。

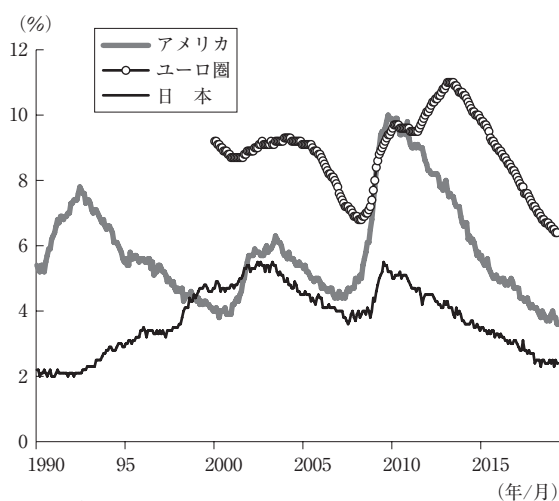
(1) ファンダメンタルズは堅調

もっとも、世界経済のファンダメンタルズは大きく崩れないため、成長率がさらに低下していく事態は避けられると考えられる。むしろ、次第に持ち直す動きに転じていく公算が大きい。このように考える理由は、以下の3点である。

第1に、良好な所得環境を背景に、個人消費が堅調を維持するからである。確かに、輸出や製造業部門には調整圧力が強まっているが、家計部門は堅調を維持している。例えば、米欧日の失業率は過去最低水準にまで低下している（図表5）。労働需給の逼迫により、賃金も緩やかに上昇している。こうした堅調な雇用・所得環境に支えられて、各国とも内需主導による景気回復を実現している。これは、米欧日など先進国だけにとどまらず、中国を除くアジア新興国にも共通してみられる現象である。

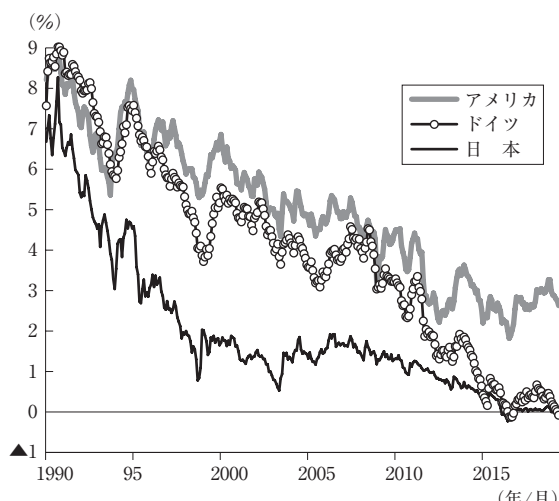
第2に、世界的な低金利環境の継続である。米欧日とも、長期金利が趨勢的に低下しているほか、足許ではさらに下落する動きが広がっている（図表6）。これは、各国の金融政策スタンスが、超金融緩和からの正常化に向けた利上げ姿勢から、景気配慮の緩和モードに転換したことが背景にある。アメリ

(図表5) 米欧日の失業率



(資料) 各国統計

(図表6) 米独日の長期金利



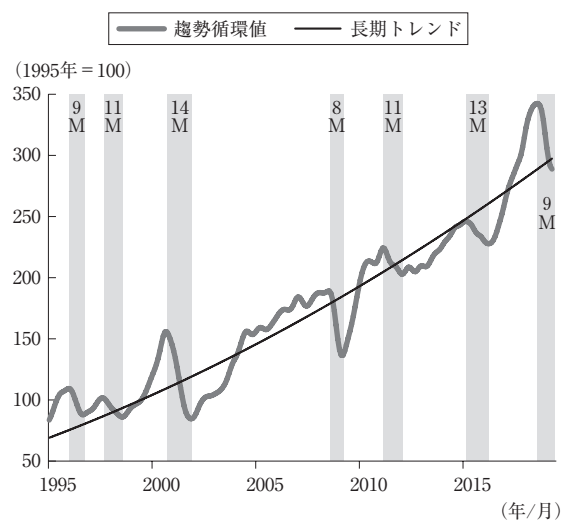
(資料) 各国統計

カでは、昨年末には「利上げはあと何回行われるか」がマーケットの関心事であったが、足許では「利下げは何回行われるか」が中心テーマに変わった。ユーロ圏でも、金融政策の正常化をいったん棚上げしており、ドラギ欧州中央銀行総裁は追加緩和の可能性も示唆している。こうした先進国での金融緩和の動きを受け、先進国に向かっていった国際マネーフローにも変化が現れた。新興国では、資金流出への懸念が薄れたため、利下げを行う余裕が生まれた。実際、今年に入り、マレーシア、フィリピン、インドなどアジア新興国が相次いで利下げに転じている。

第3に、シリコンサイクルの調整にもそろそろメドが立ちそうなことである。過去の調整局面を振り返ると、短くて8カ月、長くて14カ月、平均して約1年であった(図表7)。足許の調整局面は昨年半ばに始まったため、ちょうど1年が過ぎようとしている。あくまで経験則にすぎないものの、世界のIT需要は底打ちのタイミングが視野に入りつつあるのではないかと見られる。世界の半導体出荷額と連動してきたフィラデルフィア半導体指数も、2019年入りに大きく上昇している。スマートフォンやデータセンターの需要が持ち直してくるほか、5G、AI、IoT関連の投資も期待できるため、半導体市場は用途を広げながらデジタル化の波に乗って再び勢いを取り戻すと予想される。

ただし、下振れ圧力がゼロになるわけではない。米中の対立構造は今後も長期的に続く大きな潮流であるため、貿易摩擦の激化が最大の下振れリスクとして残り続ける。冒頭で触れた通り、貿易摩擦が足許の世界経済を下振れさせた一因であったが、これまでのところ、それほど深刻なマイナス

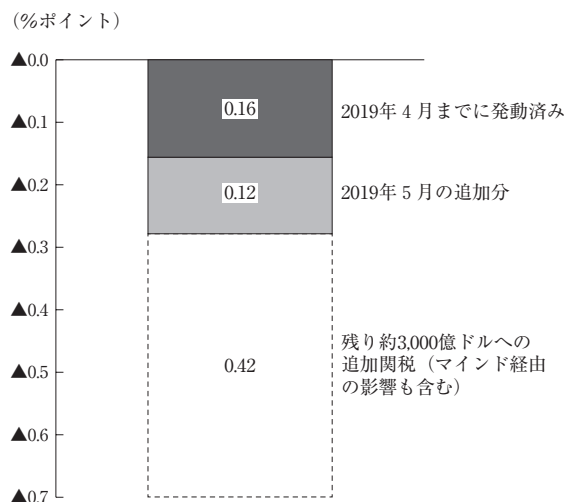
(図表7) 世界半導体出荷額



(資料) WSTSをもとに日本総合研究所作成
(注) シャドウ部は減少局面。

影響が現れているわけではない。実際、すでに発動された関税引き上げによる下押し圧力は、アメリカのGDPの0.3%程度である（図表8）。ところが、中国からの輸入の残りすべてについても関税が引き上げられた場合、スマートフォンやパソコンなど消費財も対象となるため、さすがに無視できないマイナス影響が顕在化する。供給元の中国では製造業生産が大幅に減少するほか、需要地であるアメリカでも、物価上昇を通じて家計の購買力を大きく低下させることになる。

（図表8）対中輸入関税によるアメリカ経済の下押し圧力



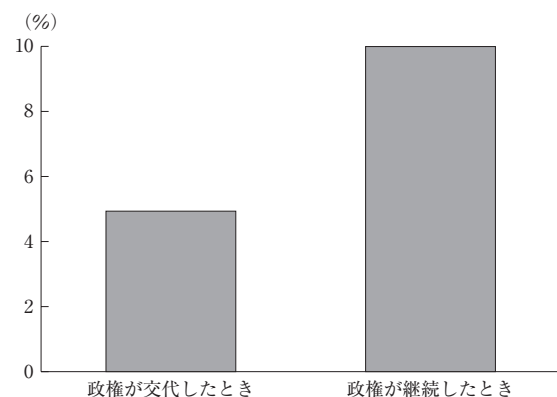
（資料）米BEAなどをもとに日本総合研究所作成

（2）貿易摩擦は徐々に緩和

このように、貿易摩擦の激化が最大の下振れリスクであるものの、今回の見通しではその蓋然性はそれほど大きくないと判断した。トランプ政権は2018年から強硬な通商政策を続けてきたものの、今後は徐々に姿勢を軟化させるとみられるからである。

このように判断するのは政治的な理由である。アメリカでは2020年に大統領選挙を控えている。当然、アメリカ国民の投票行動は、景気動向にも大きく左右される。選挙戦に臨む現役の大統領としては、景気後退はおろか、景気減速もなるべく避けたいところである。実際、大統領選挙1年前の株価動向をみると、株価が大きく上昇したときは政権交代が起きにくく、株価があまり上昇しなかったときは政権交代が起きやすい傾向がみられる（図表9）。もちろん、トランプ大統領も、この関係は十分に理解しているはずである。そのため、大統領選挙が近づくとつれて、貿易摩擦が自

（図表9）アメリカ大統領選前1年間の株価上昇率



（資料）日本総合研究所作成

（注1）1952～2016年の大統領選の平均値。

（注2）リーマンショックが起きた2008年の大統領選挙は除いた。

国経済にもたらすマイナス影響にこれまで以上に神経質になると考えられる。理由は以下の2点である。

第1に、繰り返しになるが、追加関税による消費者・企業負担が無視できないインパクトになるからである。視点を変えて、アメリカの関税収入額からみてみよう。関税は輸入物価の上昇をもたらすため、関税収入額はアメリカの消費者・企業が負担する貿易摩擦のコストと考えることができる。2018年から激化した貿易摩擦によって、GDP比0.1%に相当する関税収入が増加した(図表10)。これが、現時点でアメリカ国民が負担しているコストである。ここからさらに対中輸入すべての関税を引き上げた場合、アメリカ国民の負担は一段と拡大する。しかも、これまでは国民の間で広く薄く負担されたため、貿易摩擦のコストは意識されにくかった。しかし、もし追加関税を課した場合、スマートフォンやパソコンといった身近な製品で価格上昇を実感することになる。これは、選挙対策の観点からみると非常に望ましくない状況である。

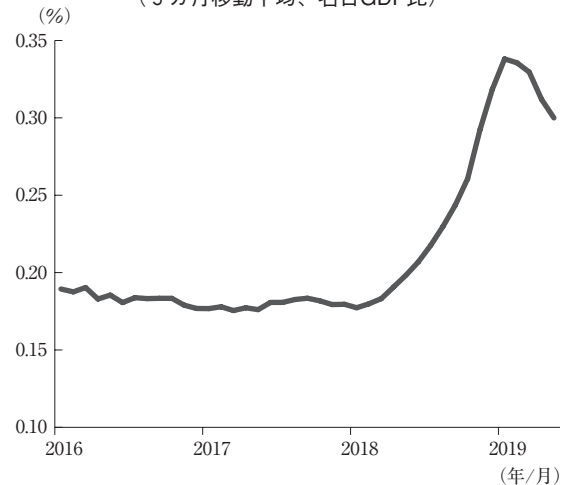
第2に、これまでのように、实体经济の回復力でマイナス影響を吸収することが困難になるからである。トランプ大統領は、アメリカ景気が加速し始めるという絶好のタイミングで大統領に就任した(図表11)。この景気加速は、国内景気や世界景気が回復局面に入ったことに加え、自ら打ち出した拡張的な財政政策の効果も寄与した。したがって、貿易摩擦を繰り返しても、多少のマイナス影響は实体经济の回復力で十分に吸収することができた。昨年の対中関税引き上げも、成長加速がピークに到達するなかで実施されたものである。

しかし、足許で景気は大きく転換しつつある。世界景気の減速や財政政策効果の剥落によって、

今後アメリカの成長ベースは鈍化していくと予想される。もちろん、これは決して景気が悪化するという意味ではない。むしろ、これまでの景気が強すぎたのであり、今後は持続可能な潜在成長率ベースに向けて徐々にスローダウンするという動きである。しかし、成長の「糊代」が小さくなるという事実は変わらない。こうした成長低下局面で追加の貿易摩擦を発動するのは、さすがにリスクが大きすぎる。最悪の場合、潜在成長率ベースに着地することができず、景気が失速する可能性も考えられる。

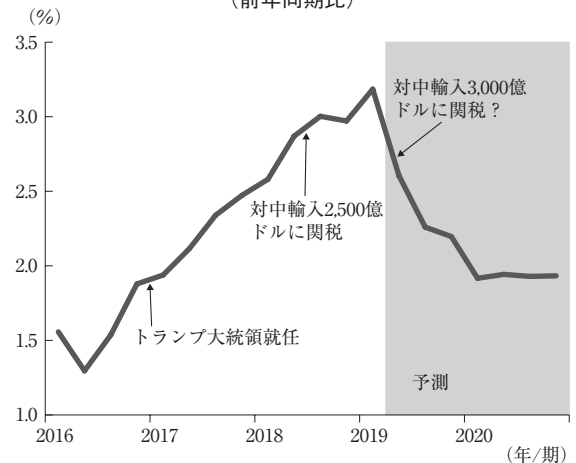
さらに状況を厳しくしているのが、財政・金融政策の効果が期待しにくいことである。下院では民主党が過半数を占めているため、追加財政出動による景気刺激はハードルが高い。また、債務上限問題も

(図表10) アメリカの関税収入
(3カ月移動平均、名目GDP比)



(資料) 米財務省、BEAをもとに日本総合研究所作成

(図表11) アメリカの実質GDP成長率
(前年同期比)



(資料) 米BEAをもとに日本総合研究所作成

浮上してくるため、財政政策の自由度は一段と小さくなる。金融政策についても、政府から独立しているためトランプ大統領の意のままに動かせないというえ、利下げ余地もそれほど大きくない（図表12）。貿易摩擦のマイナス影響を打ち消す手段を持ち合わせていない以上、追加関税を実施に移すことはトランプ大統領にとって危険な賭けになる。

結局のところ、これまでの貿易戦争は堅調な景気が背景にあったからこそ実行できたものといえる。貿易摩擦を激化させたのが、景気がようやく立ち上がり始めた2017年ではなく、成長加速が明確した2018年だったのも頷ける。ところが現在、貿易戦争の戦線を拡大させにくい環境に変化しつつある。さすがのトランプ大統領でも、景気失速のリスクを冒してまで貿易戦争を激化させる可能性は小さい。米中対立という長期的な構図はそう簡単に変わらないにしても、短期的にトランプ大統領は、実を取るために妥協せざるをえないというのがメインシナリオになる。

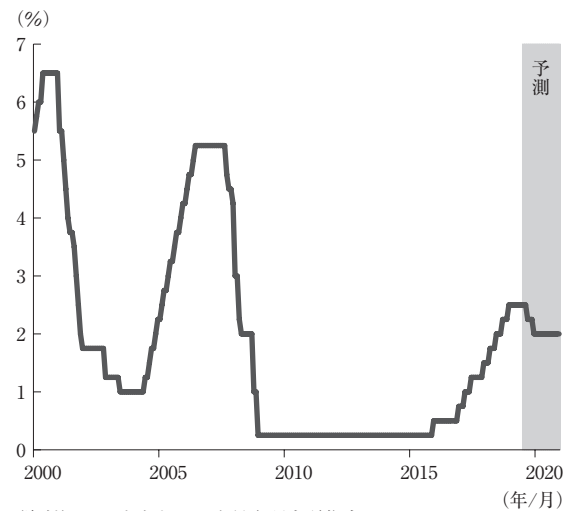
(3) 中国経済は失速回避

一方、中国の方も貿易戦争への備えが整ったようにみえる。中国政府は当初、米中貿易摩擦はトランプ大統領の「ディール」であり、その場その場の交渉で解決できると考えていた節がある。しかし実は、米中新冷戦というパラダイムシフトが起これ、貿易摩擦はその一側面にすぎないことが明らかになると、米中対立が長期化するとの前提をもとに対米政策を組み立てるようになった。そして、貿易戦争がさらに拡大する可能性があるとの想定で、どのような状況に陥っても景気失速を回避させる経済運営方針に切り替えた。

中国政府が景気を重視するのは、国内の社会不安を増幅させないためである。中国の経済政策は、構造改革と安定成長の両立を図ることが基本軸である。しかし、より重要なのは安定成長である。安定成長が実現できた場合には、構造改革を大きく前進させる。しかし、安定成長が脅かされる局面では、構造改革をいったん棚上げする。足許の状況は、まさに構造改革をストップさせ、景気刺激モードを強めている段階である。

方針を明確化したときの中国政府は大きな力を発揮できる。国家資本主義体制の下で、先進国に比べて機動的な経済政策が執行できるからである。トランプ政権がどのような対中制裁を発動しても、そのマイナス影響を打ち消すだけの景気刺激策を矢継ぎ早に講じてくる公算が大きい。この結果、中国景気は緩やかな減速トレンドに軟着陸できると見込まれる（図表13）。中国が長期戦を覚悟して、様々な対応策を打ち出してくることが予想されるだけに、アメリカもそう簡単に対中制裁を仕掛けることができなくなるだろう。

（図表12）アメリカの政策金利



（資料）FRBをもとに日本総合研究所作成

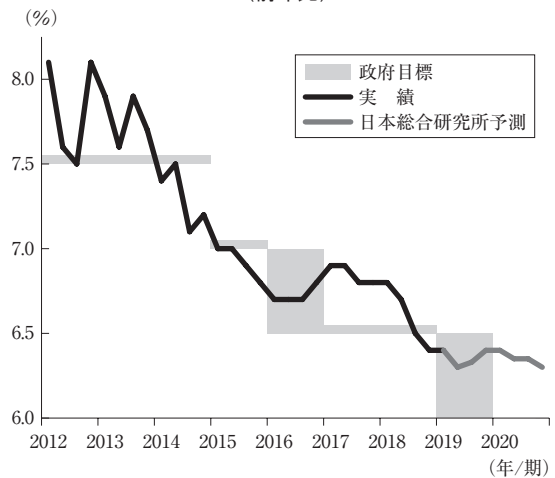
もともと、中国でも二つの問題を抱えることになる。

一つ目は、財政への負担である。経済政策の機動力は中国の大きな強みであるが、その一方で、景気刺激策が効きにくくなっているのも事実である。実際、様々な需要刺激策を講じているにもかかわらず、個人消費や民間投資の反応は鈍い（図表14）。家計部門では将来不安が広がっていることに加え、企業部門では過剰設備・過剰債務問題が足かせになっているからである。そのため、今回の景気刺激策では、インフラ投資や国有企業による固定資産投資など、政府のコントロールが届きやすい分野が中心になっている。民間需要が盛り

上がりならず、公的セクターへの依存度を高めざるをえないのは、バブル崩壊後の1990年代に日本が打ち出した景気対策と全く同じ構図である。景気下支えには公的セクターの支出を増やすことが必要になるため、景気低迷が長期化することになれば、財政状況は大きく悪化することになるだろう。

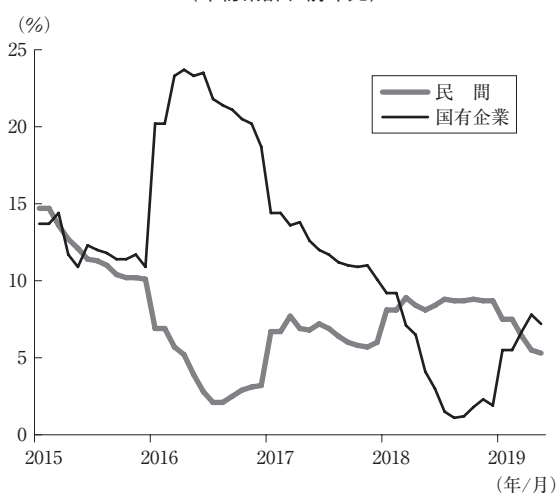
二つ目は、長期的なリスクである。短期的には景気失速を回避できたとしても、中長期的には過剰債務問題を一段と深刻化させる可能性が高い。中国の過剰債務問題は、ここ数年でようやくコントロールできるようになってきた（図表15）。しかし、景気刺激策を拡大する過程で、地方政府や国有企業が固定資産投資を積極化させると、債務残高を再び増大させることになる。すでに債務残高は他国に例をみないほど高水準にあること、今後成長率が低下して債務圧縮が一段と困難になることから、短期的な景気後退より深刻なネガティブ・ショック発生のリスクを長期にわたり抱え込むことになる。

（図表13）中国の実質GDP成長率
（前年比）



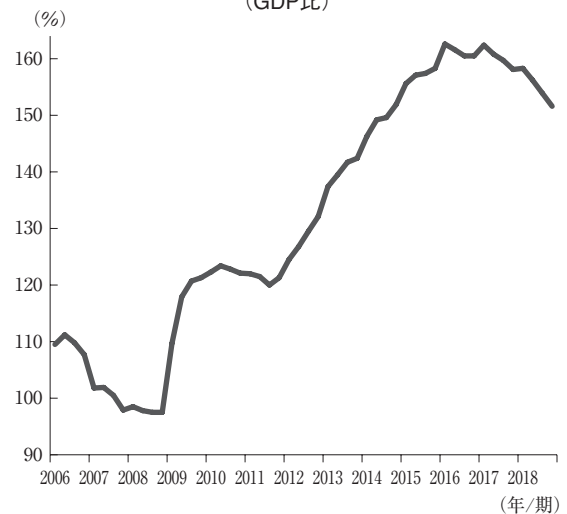
（資料）中国国家統計局をもとに日本総合研究所作成

（図表14）中国の固定資産投資
（年初累計、前年比）



（資料）中国国家統計局

（図表15）中国の非金融法人企業の債務残高
（GDP比）



（資料）BIS

3. 見通し

以上のように、貿易戦争に起因する世界経済の失速リスクは、アメリカ側の要因からも、中国側からの事情からも、回避可能と判断される。もっとも、世界経済が当面弱めの動きが続くという見方は変わらない。とりわけ2019年は成長率がはっきりと鈍化し、世界全体の停滞感が強まった2016年と同程度の低成長になると見込まれる（図表16）。前回（2018年12月）の予測値と比べても、0.3%ポイントの下方修正となった（図表17）。

地域別にみても、新興国、先進国ともに成長ペースは鈍化する。まず新興国では、新興国GDPの3割を占める中国が減速する影響が大きい。政府が景気刺激策を講じるものの、製造業の生産・投資環境が悪化すること、民間消費に弱さが残ることから、成長ペースの鈍化は避けられない。また、IT需要一服の影響が残るNIEsも、2年連続の大幅減速となる。さらに、通貨が急落したトルコ・アルゼンチンなどでも成長率が大きく下振れる。逆に、内需が堅調なインドやASEAN諸国では、比較的高めの成長を維持するとみられる。

先進国では、財政政策の押し上げ効果が剥落するアメリカの減速が明確化する。また、輸出の牽引力が大きく低下するユーロ圏と日本も減速する。ただしいずれも、堅調な内需に支えられるため、潜在成長率並みの成長は確保できる見通しである。ブレグジットの混乱が続くイギリスでは、成長が加速しにくい状態が続くことになろう。

下押し圧力が薄れる2020年には、成長率は持ち直すと予想される。もっとも、新興国と先進国では若干方向感が異なってくる。先進国では、アメリカの成長率がさらに低下するため、成長ペースは一段と減速する。一方、新興国では、堅調な内需、IT需要の持ち直し、金融緩和効果などから、成長ペースは持ち直しに向かうと予想される。

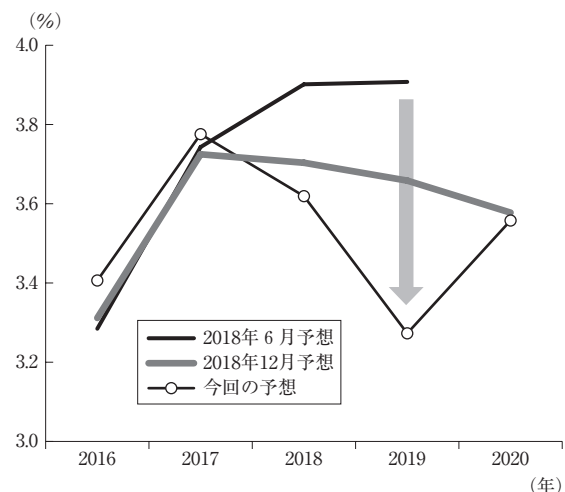
（図表16）世界の実質GDP成長率見通し

(暦年、%)

	2017年 (実績)	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
世界計	3.8	3.6	3.3	3.6
先進国	2.3	2.2	1.8	1.6
アメリカ	2.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	2.4	1.9	1.2	1.5
イギリス	1.8	1.4	1.4	1.1
日本	1.8	0.7	0.9	0.7
新興国	4.7	4.5	4.1	4.7
BRICs	5.8	5.9	5.5	5.7
中国	6.8	6.6	6.3	6.3
インド	7.2	6.8	6.8	7.0
NIEs	3.2	2.7	2.2	2.4
韓国	3.2	2.7	2.3	2.4
台湾	3.1	2.6	2.1	2.2
香港	3.8	3.0	2.1	2.6
ASEAN5	5.4	5.2	5.1	5.2
インドネシア	5.1	5.2	5.2	5.3
タイ	4.0	4.1	3.4	3.6
マレーシア	5.9	4.7	4.7	4.7
フィリピン	6.7	6.2	6.2	6.5
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.7

(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成
 (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、アメリカ・日本・ユーロ圏(19カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど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17）世界GDP成長率の修正状況



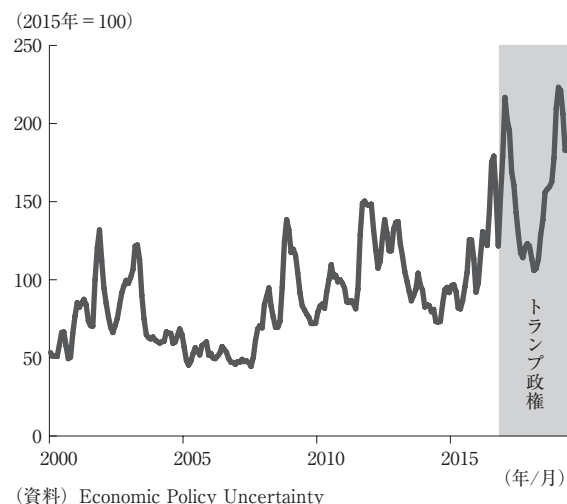
(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成

4. 二つの懸念材料

最後に懸念材料を指摘したい。前述した通り、今回の見通しでは、貿易戦争を世界経済の大きな下振れ要因として明示的には織り込んでいない。しかし、トランプ政権の政策がリスクフリーというわけではない。むしろ、貿易戦争だけに限らず、広い意味でのトランプ政権の政策そのものがリスク要因になりうる。

トランプ政権の政策は予測不可能であり、いつどのような政策が打ち出されるか不明瞭である。今年5月の対中輸入関税の引き上げのように、突然強硬な対外政策が打ち出され、国際社会のムードを一変させることもある。この結果、経済政策を巡る不確実性指数は、トランプ大統領の就任後、大幅に上昇するようになった（図表18）。この不確実性が、貿易取引の低迷だけでなく、様々なルートから世界経済の下振れ要因として働く。

（図表18）世界の経済政策不確実性指数



(1) 設備投資マインドの悪化

トランプ政策の不確実性は、まず企業部門にマイナス影響をもたらす。企業が事業立案を行う際には、先行きの不確実性が最も大きな障害となる。とくに、設備投資のように長期の企業経営に影響を及ぼす意思決定を行う場合にはなおさらである。内外経済環境の不確実性に直面した企業は、業容拡大のための設備投資を決断しにくい状況になってしまう。

例えば、目下、中国からの輸入の残りすべての関税を引き上げるかどうか焦点になっている。引き上げるという選択は企業にとって大きな痛手であるが、引き上げが決まりさえすれば、企業は次善の対応策を考えて行動することができる。しかし、上がるかどうか分からない状態が長期化すると、企業はいつまでも事業計画を立てることができなくなる。

実際、マクロモデルによる分析では、経済政策の不確実性が高まると、設備投資が下押しされるといふ結果が得られる（図表19）。この反応は不確実性が高まった直後から始まり、1年後に最も大きくなる。アメリカよりもドイツ・日本へのマイナス影響が大きいのは、経済政策の不確実性が輸出企業の設

備投資行動を制約している可能性を示唆している。

設備投資マインドが慎重化すると、まず需要面から景気にマイナス影響を及ぼす。IMFの見通しでも、先進国・新興国ともに、固定資産投資の成長寄与度が低下している。さらに、供給面からも景気にマイナス影響が現れる。これは、設備投資の抑制が、資本装備率（一人当たりの資本ストック）の低下、ヴィンテージ（設備の平均年齢）の上昇を通じて、企業の付加価値創出力を押し下げるからである。これは、世界経済の潜在成長力を低下させる要因になる。

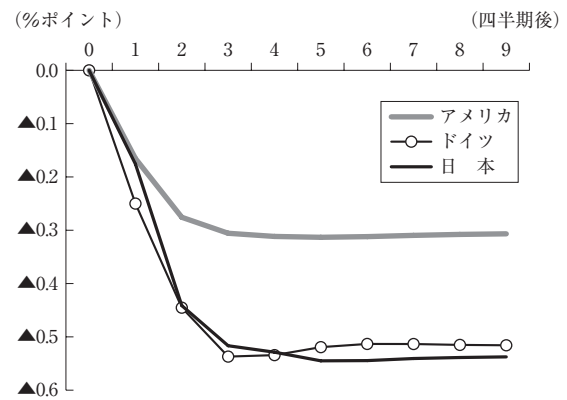
政策不確実性の高まりは、金融政策にもマイナス影響をもたらす。現在、多くの国が再び金融緩和方向に舵を切りつつある。言うまでもなく、金融緩和の狙いの一つは、資金調達環境の改善を通じて企業や家計の支出増を促すことである。しかし、先行き不透明感の高まりで設備投資が慎重化すると、どんなに金融を緩和しても、企業の投資資金需要が増えなくなってしまう。トランプ大統領は政策金利の引き下げをFRBに要求しているが、現在のように自身が不確実性を高めている状況下では、その狙いは外れることになるだろう。

さらに、こうした状態が長期化すると、設備投資需要の減少、金融緩和によるマネー供給の拡大で過剰流動性が生じ、システムック・リスクを増大させる恐れも出てくる。現時点では深刻な状況には至っていないものの、投機的格付け企業のハイイールド債、低格付け企業のレバレッジドローンへの資金流入が増えているほか、投資適格債でもレバレッジ比率が上昇傾向にある（図表20）。こうしたひずみは無警戒に蓄積させていくと、いずれリーマンショックのような大惨事を再発させかねない。

(2) 地政学リスク

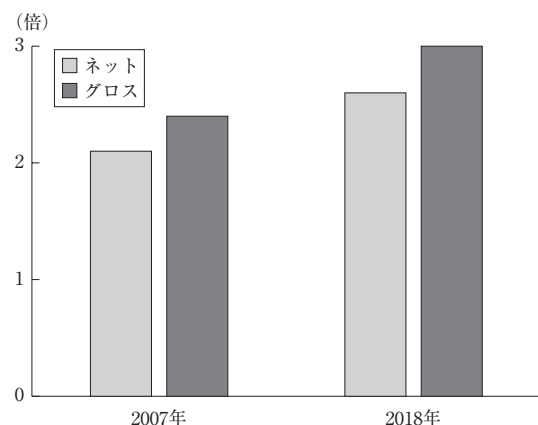
トランプ政策の不確実性は、経済面だけでなく、地政学リスクのルートからも世界経済を下押しする。実際、そうした動きはすでに顕在化している。冒頭に、足許の世界景気が下振れている要因として、①シリコンサイクルの調整局面入り、②中国のデレバレッジ政策、③貿易摩擦、の3点を挙げた。しかし実は、もう一つ大きな下振れの力が働いていた。それが地政学要因である。2019年の世界成長率見通しは過去1年で0.6%ポイント下方修正されたものの、この半分以上はアジアを除く新興国が原因である。

(図表19) 経済政策の不確実性が設備投資に与えるインパクト



(資料) 各国統計をもとに日本総合研究所作成
(注) 構造VARモデルで経済政策不確実性指数にショックを与えた場合の設備投資の変化(累積効果)。

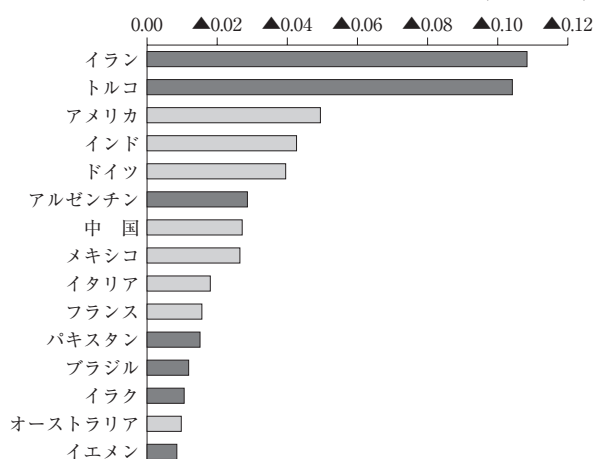
(図表20) アメリカのBBB債発行体のレバレッジ比率



(資料) IMF “Global Financial Stability Report”

貿易戦争の渦中にある米中両国の下振れ寄与は全体の1割程度にすぎない（図表21）。むしろ、最も大きな下振れ圧力となったのは、イラン、トルコ、アルゼンチン、パキスタンなどであった。とりわけ、イランとトルコの2カ国だけで、成長下振れの3分の1を占めている。

（図表21）2019年の世界成長率見通しの下方修正寄与
（2018年4月→2019年4月）
（%ポイント）



（資料）IMFをもとに日本総合研究所作成

この理由もアメリカの政策が原因である。当初は、2018年まで進められたアメリカの利上げに伴う資金流出という経済的要因が新興国景気を押し下げた。しかし、次第に政治色を帯びるようになっていく。イランについては、2018年にアメリカが核合意から離脱すると突然発表し、同時にイランへの経済制裁を強めることになった。とりわけ、原油輸出を制限されたことが、イラン景気を大きく押し下げた。トルコに対しても、アメリカ人牧師の拘束問題をきっかけに、アメリカがトルコに経済制裁を発動することになった。両国の経済規模はそれほど大きいわけではないものの、景気があまりにも急速に悪化したため、世界全体の成長率を大きく押し下げることになった。

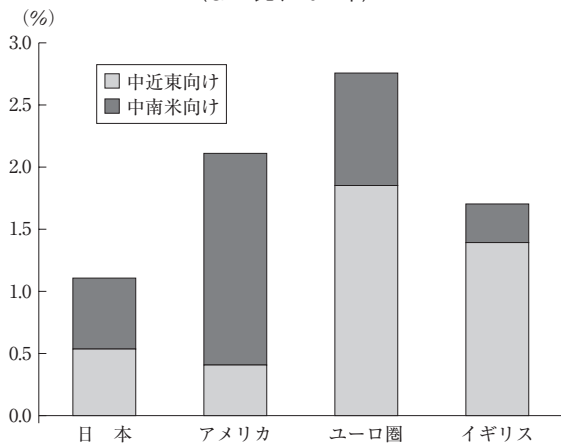
こうした地政学リスクは、三つのルートを通して世界経済にマイナス影響を及ぼすことになる。

第1に、直接的な成長下押しである。今回の予測では、2020年の世界成長率は0.3%ポイント持ち直すと予想している。このうち、0.2%ポイントの上昇分は、トルコ・イラン・イラクがマイナス成長から脱すると想定に基づいている。もしアメリカとの対立が継続・激化して、中近東地域の景気悪化が続くことになれば、世界経済は3年連続の減速を経験することになる。

第2に、中近東・中南米での景気悪化が他国に波及することである。地理的な理由から、欧州と中近東の経済的関係は強い。ユーロ圏・イギリスともに、中近東向け輸出はGDPの2%近い規模に達している（図表22）。また、アメリカの政策のマイナス影響を受けているのは中南米も同様である。アメリカは中南米との結びつきが強いため、中南米経済の低迷はアメリカの輸出にマイナス影響を与える。

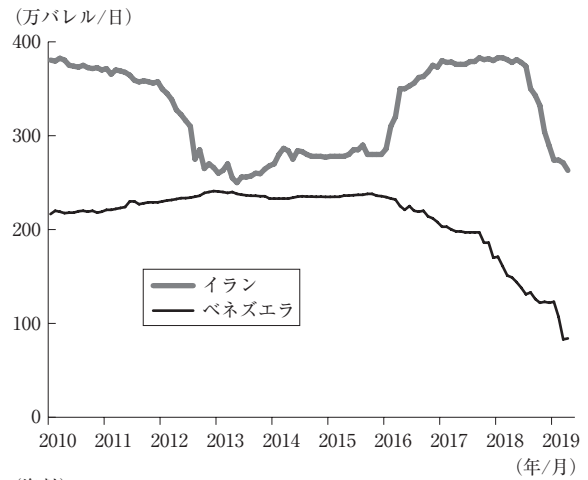
第3に、原油価格の高騰リスクである。すでに、アメリカの経済制裁を受けているイランやベネズエラの原油生産量は急減している（図表23）。足許では原油需要が低迷しているため、原油価格の上昇要

(図表22) 新興国向け輸出の規模
(GDP比、2017年)



(資料) IMFをもとに日本総合研究所作成

(図表23) イラン・ベネズエラの原油生産量



(資料) Bloomberg L.P.

因としては働いていない。しかし、今後世界景気が持ち直すなかで、原油生産がさらに減少すれば、原油価格に上昇圧力がかかる可能性がある。さらに、経済制裁で社会不安が増大し、ホルムズ海峡などで偶発事態が発生することになれば、原油価格が急騰するリスクにも注意が必要である。

(2019. 7. 12)