

世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 石川 智久

目 次

1. 景気の現状

2. 世界経済の展望

- (1) 不振が続いた製造業に回復の兆し（デカップリングの解消）
- (2) 米中貿易戦争は米中ともにデメリット
- (3) IT需要は緩やかながらも回復へ
- (4) 既往金融緩和効果と財政政策も景気を下支え

3. 景気の見通し

4. リスク

- (1) 債券バブルへの懸念
- (2) 中国の過剰債務問題
- (3) トルコ・アルゼンチンの通貨・金融面の脆弱性

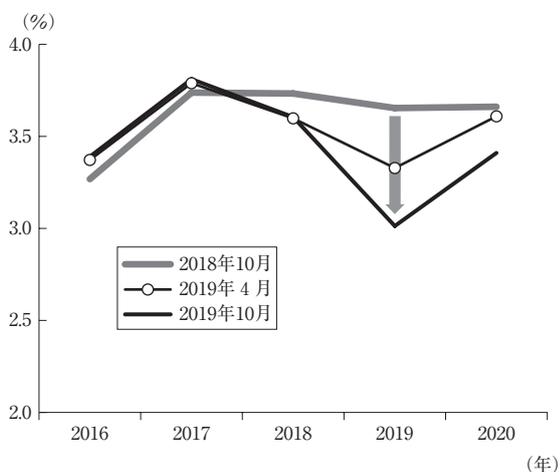
要 約

1. 2019年の世界経済は前年比3.0%と、2018年の同3.6%から大幅に減速した模様である。これは過去の例に照らせば、世界的な景気後退の一步手前と言える低い伸びである。米中貿易戦争を背景に先行き不透明感が高まり、貿易・投資活動にブレーキが掛かったことが主因と考えられる。ただし、足許では底入れの兆しがみられる。
2. 2019年央にかけて、世界的に低迷する製造業と、堅調な非製造業といった二極化の様相を呈していたが、ここに来て製造業に下げ止まりの兆しがみられる。米中貿易戦争が大統領選を前に一時休戦に向かいつつあるほか、各国での良好な雇用環境を背景に主要国の内需も底堅いことから、さらなる減速のリスクは小さくなりつつある。
3. 製造業不振の大きな要因であった半導体需要も足許で底打ちの兆候がみられる。半導体関連の投資予測によると、急激な回復は見込みがたいものの、多くの企業でAIやIoT等への関心が強いいため、緩やかながらも増加していく公算が大きい。
4. 金融環境をみると、2019年中に各国中央銀行が金融緩和姿勢に転じている。今後は、既往の金融緩和効果が顕在化し、景気を下支えする可能性が高い。財政についても、ペースは限定的ながら総じて拡大方向となる見込みである。
5. 以上を総合すると、世界景気は緩やかに持ち直していく見通しである。ただし、米中覇権争いは今後も続くと思われるなか、設備投資をはじめとする企業のリスクテイクは活発になりにくく、力強いけん引役が不在の状況が長引くとみる。世界経済の実質成長率は2020年、2021年ともに3.4%と、2019年の3.0%からは回復するものの、1980年以降の平均程度の水準にとどまると予測している。
6. リスク要因としては、米中対立に加えて、世界的にマイナス金利建ての債券が多く発行されるなか、債券バブルの芽がみられることに注意が必要である。また、中国では幅広い分野で過剰債務問題が残存している。新興国ではトルコ・アルゼンチン等の外貨準備が少ない国の通貨・金融面の脆弱性に引き続き注意が必要である。

1. 景気の現状

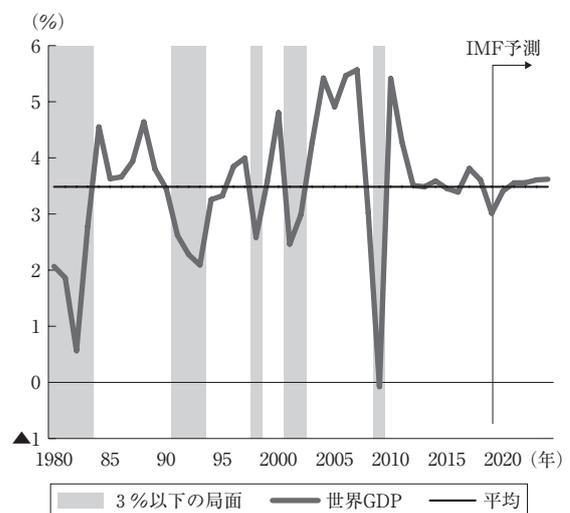
世界経済は減速傾向にある。IMFによる2019年の実質成長率見通しは1年前に比べると0.6%ポイント下方修正されて3.0%と、2年連続の成長ペースダウンになった（図表1）。米中貿易戦争を背景に先行き不透明感が高まり、貿易・投資活動にブレーキが掛かったことが主因である。ちなみに、3.0%という数値は1980年以降の平均値（3.5%）を下回る弱めの成長であり、過去において世界経済の成長率がそれを下回ったのは、アメリカのリセッションやロシア危機など世界的なネガティブイベントが発生した時のみである（図表2）。このことから考えると、2019年は景気減速感が非常に強かった年と総括されよう。

（図表1）IMFの世界成長率見通し



（資料）IMF

（図表2）世界のGDP推移

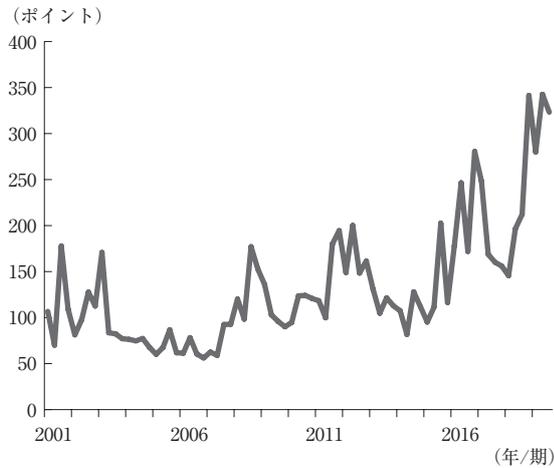


（資料）IMF

2019年の景気減速の主因は、米中貿易戦争などの政策の不透明感が高まったことである。実際、2019年は政策不確実性指数が過去最高水準まで上昇している（図表3）。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の対米輸出を代替することでプラス影響を受けた国も一部あるものの、総じて見れば、デメリットの方が大きかったといえよう。ただし、足許では米中の貿易交渉も一定の進展を見せ、不透明感の後退が期待される状況に変わりつつある。実際、こうした状況を株式市場は好感しており、秋口に入ると米国株式相場は史上最高値を更新するようになった。また、OECDの景気先行指数（OECD加盟国+新興国6カ国ベース）も低下傾向ながら、足許では下げ止まりの兆しがある（図表4）。減速感が強かった世界経済も足許で底入れをうかがう状況といえる。

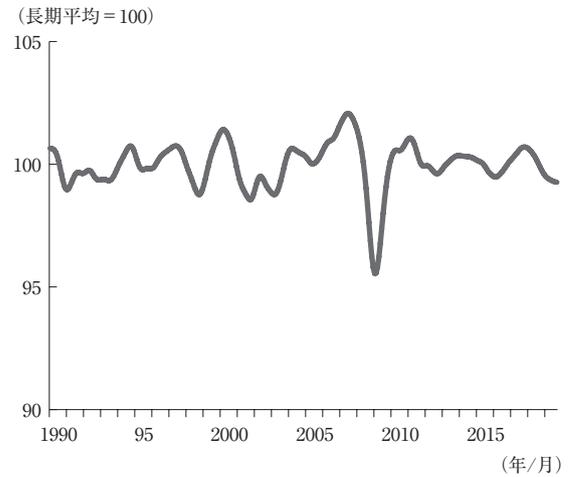
以下では、今後の世界経済を見るうえでポイントとなる（1）製造業の動向、（2）米中貿易戦争の影響、（3）IT需要の動向、（4）金融政策・財政政策の効果の4点について検討した上で、先行きを展望する。

(図表3) 政策不確実性指数（グローバル）の推移



(資料) Economic Policy Uncertainty

(図表4) OECD諸国+新興6カ国の景気先行指数



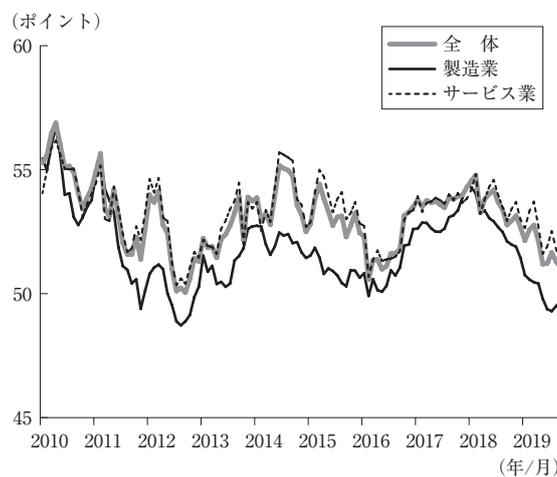
(資料) OECD

2. 世界経済の展望

(1) 不振が続いた製造業に回復の兆し（デカップリングの解消）

今回の景気減速局面では、製造業の景況感悪化が顕著であった。製造業のグローバルPMIは、足許にかけて景気の良し悪しの分岐点である50以下で推移している（図表5）。一方、サービス業は減速しつつあるものの、50超を維持しており、全体を下支えする格好となっている。

(図表5) グローバルPMI指数の推移

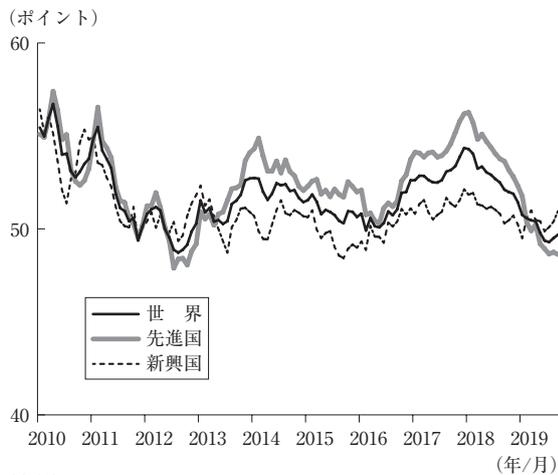


(資料) Markit

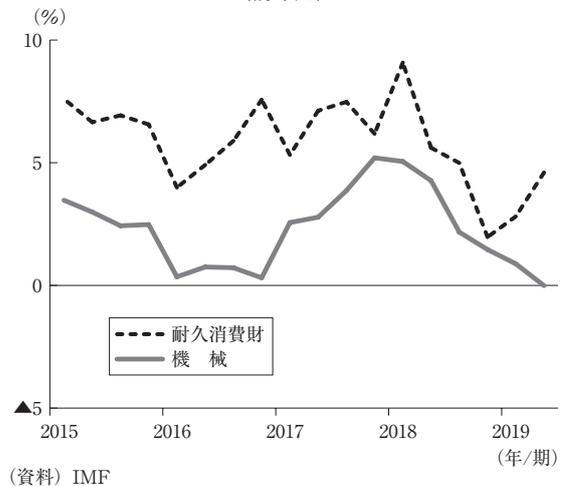
製造業の景況感を地域別にみると、新興国は下げ渋る一方、先進国は50を下回る不振である（図表6）。また、財別にみると、BtoBが主体の機械関係は低迷している一方で、耐久消費財は堅調に推移している（図表7）。同じ製造業であっても、個人消費への近さが明暗を分ける結果となっている。

ただし、足許では製造業に底打ちの兆しがみられる。例えば、アメリカではMarkit が発表する11月

(図表6) 製造業PMIの推移

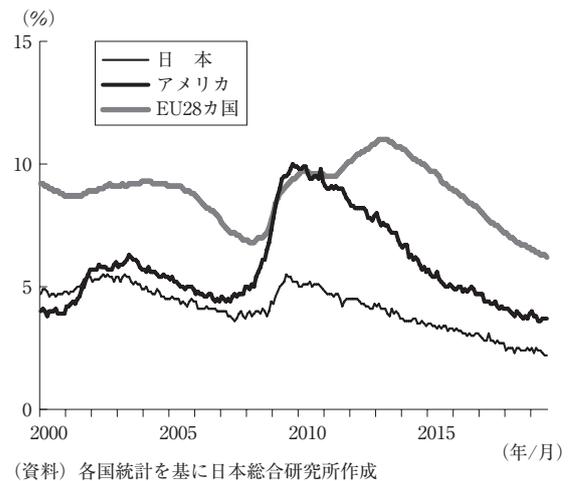


(図表7) 耐久消費財と機械の生産の推移 (前年比)



の製造業PMIが上昇となった。また、中国でも財新が発表する11月の製造業PMIが3年ぶりの高水準となっている。今後を展望すると、米中貿易戦争は2020年の米大統領選挙前に一時休戦となる公算が大きく、貿易面からの下押しは今後減退するとみられる。加えて、各国で失業率が歴史的低水準(図表8)となっているなか、各国で内需の堅調が続く可能性が高いことも製造業にとってプラスに作用するとみている。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維持している。こうした状況を踏まえると、不振の製造業、堅調な非製造業というデカップリングは製造業の回復という形で解消される可能性が高いと考えている。

(図表8) 主要国の失業率



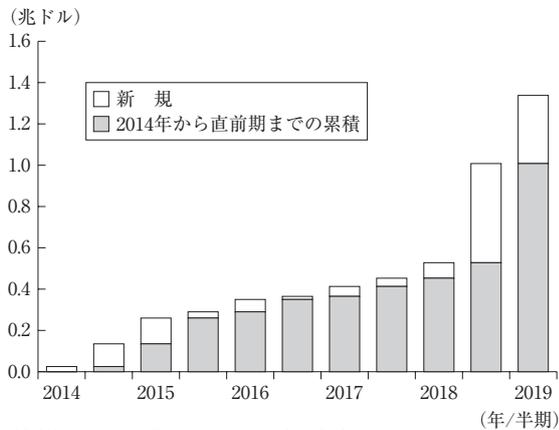
(2) 米中貿易戦争は米中ともにデメリット

2019年における世界経済減速の主因は、米中を中心に高まる保護主義であったと考えられる。OECDの調査によると、2014年以降、追加関税や輸入制限などの貿易規制が強化された財・サービスの総額が右肩上がりに増加しており、とくに2018年後半から加速している(図表9)。

こうしたなか、世界の貿易量も伸び悩んでいる(図表10)。まさに2010年代入り後に話題になったスロートレードが復活している状況といえる。貿易の動きは世界景気に与える影響が大きだけでなく、足許の貿易量の減少に対して懸念する声が強まった。

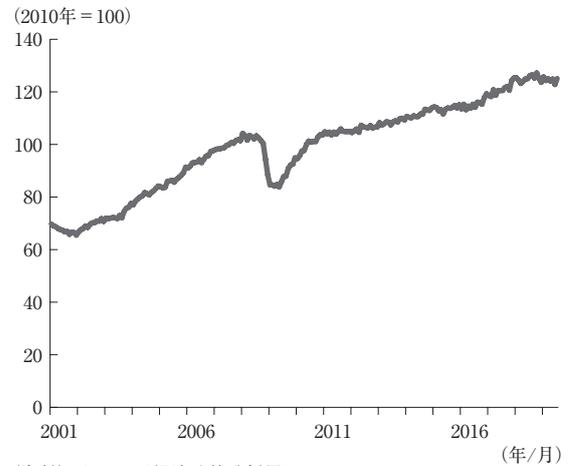
米中貿易戦争について、設備投資やGDPへの影響をみると、中国が最もマイナスが大きく、その次

(図表9) G20諸国における貿易規制がかかっている財・サービスの総額



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成

(図表10) 世界の貿易量



(資料) オランダ経済政策分析局

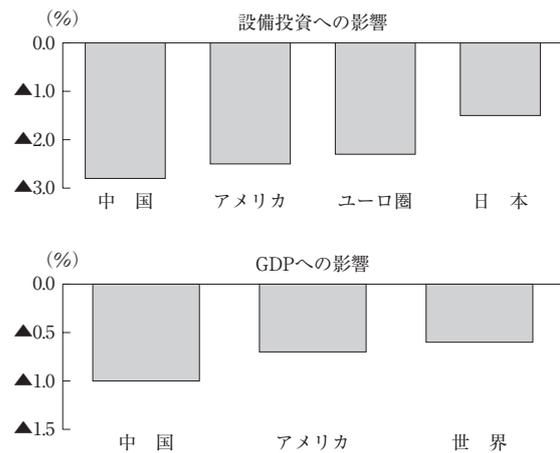
がアメリカとなっている。その他の国々は米中ほどではないものの、マイナスの影響を免れず、米中対立が世界経済の下押し要因となっている状況である (図表11)。

ただし、足許をみると、米中貿易摩擦をめぐる状況に変化がみられる。10月の通商交渉では農産物などの分野で部分合意するなど、一時休戦ともいえる状態になっている。確かに香港人権法案の署名問題などもあり、米中関係が急激に改善することは展望しにくくなっているものの、通商交渉において、大統領選を控えるトランプ大統領が支持拡大を狙い、自国経済にも悪影響がある対立の先鋭化は回避するとみられる。実際、過去の傾向をみても、景気と大統領支持率との関係は深いため、対中強硬策と景気配慮の両にらみとなる可能性が高い。例えば、対中関税第4弾見送りの効果は、実施した場合に比べて、アメリカGDPを0.2%上振れさせる見込みである (図表12)。

(3) IT需要は緩やかながらも回復へ

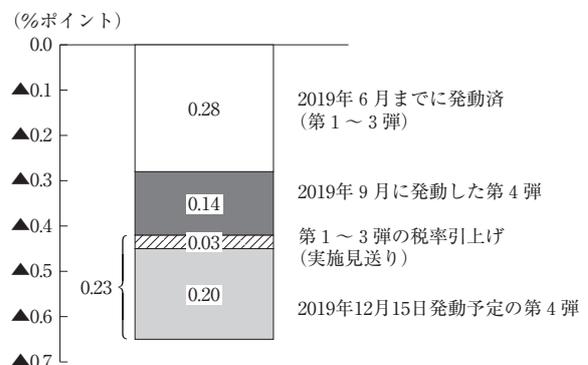
半導体出荷額は2019年中ごろまで減少傾向にあったものの、足許ではボトムアウトする兆しがみられる (図表13)。また、半導体製造装置

(図表11) 米中貿易摩擦の影響



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成

(図表12) 米中の関税合戦によるアメリカGDPへの影響

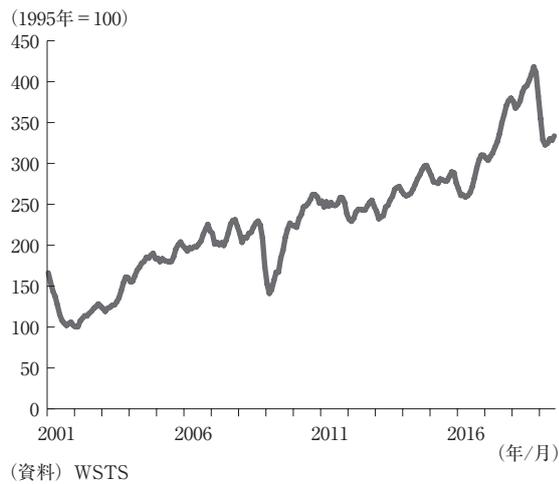


(資料) BEA, U.S. Census Bureauなどを基に日本総合研究所が推計
(注) 対2018年GDP比。物価の上昇のほか、中国の報復措置による輸出の減少や、家計・企業マインドの変化を加味したベース。

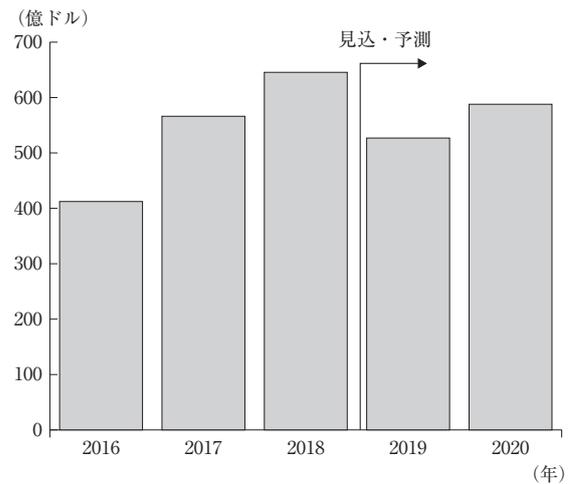
産業の株価は前回ピークを上回る回復をみせており、半導体メーカーの投資急拡大を示唆している。

半導体製造装置の出荷額をみると、2019年は大きく落ち込むものの（図表14）、2020年については、データセンター用設備投資の回復、次世代通信規格である5G導入に伴う各種サービスの拡大、自動車の電動化や機能向上などから、半導体の主要業界団体であるSEMIは前年比プラスに転じると予測している。ただし、水準としては2018年を下回り、回復ペースは緩慢なものになると見通している。

（図表13）世界半導体出荷額



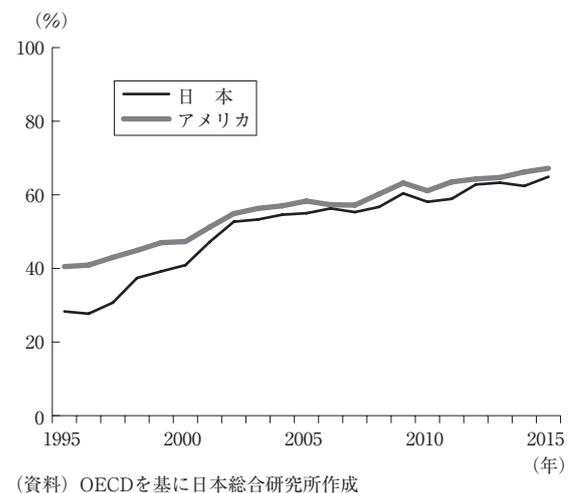
（図表14）半導体製造装置の出荷額



また、IT需要の先行きを見直すうえで注目すべきは、ソフトウェアの影響力上昇である。日本・アメリカでもIT需要の6割をソフトウェアが占めるなか、ハードのみならずソフトの影響力も拡大している（図表15）。世界中でデジタル経済への移行がみられるなか、ソフトウェアへの投資需要は引き続き堅調であるとみられるため、その面からもIT需要が下支えされる公算が大きくなっている。

さらに、IT分野ではAIやIoTなどが進展するなか、各種工程の自動化や、ウェアラブル・デバイスの装着・移植による身体機能の向上と、AIのセキュリティ向上など、新しいテーマ・分野が日々生まれており、IT投資は中長期的に拡大していく見込みである（図表16）。こうした構造要因があるなかで、IT投資については、当面の回復力は弱いものの、徐々に回復ペースを上げていくと予測している。

（図表15）日米のIT投資におけるソフトウェア投資の割合



(図表16) これからの投資拡大が期待される主な分野

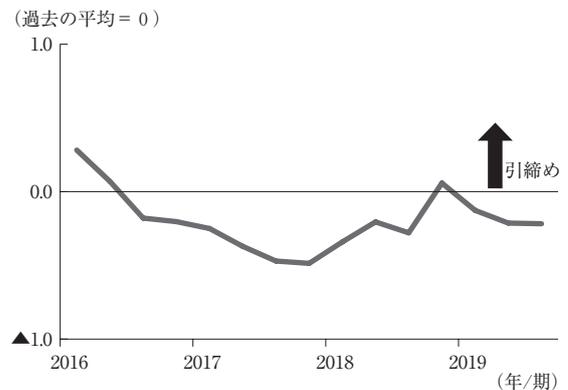
新分野	概要
ハイパーオートメーション	複数の機械学習 (ML)、パッケージ・ソフトウェア、自動化ツールなどを組み合わせて一連の仕事を実行し、現在以上の自動化を実現
専門性の民主化	広範で高コストなトレーニングを受けていない人でも高度なITを活用できるサービス
ヒューマン・オーグメンテーション (人間の拡張)	ウェアラブル・デバイスなどを身体に装着または移植することで本来の身体能力を強化
分散型クラウド	パブリック・クラウド・サービスをさまざまな場所に分散させることでクラウドサービスを強化
AIのセキュリティ	AI搭載システムの保護、AIを活用したセキュリティ対策の強化、攻撃者によるAIの悪用を見越した対応などでAIの安全性を高める

(資料) ガートナーグループ等を基に日本総合研究所作成

(4) 既往金融緩和効果と財政政策も景気を下支え
アメリカが利下げに転じ、長期金利も低下傾向にあるなか、金利、為替、株価、不動産価格からIMFが算出した総合的な金融環境指数も世界的な金融緩和傾向の持続を示唆している (図表17)。2020年にかけて金融緩和効果が顕在化し、景気を下支えする見込みである。

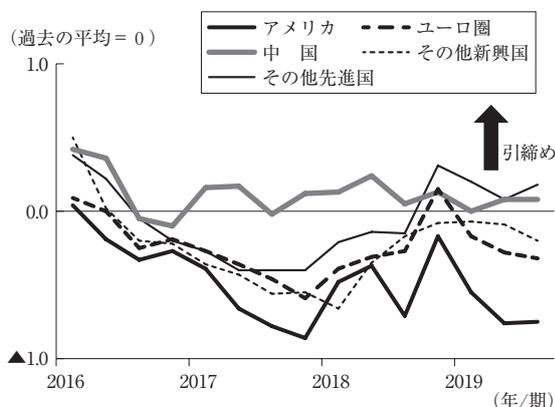
地域別にみると、アメリカ、ユーロ圏、その他新興国で金融緩和傾向にある。一方、中国、その他先進国ではやや引き締め傾向となっているなど、金融政策の効果は地域によってバラツキがあり、金融面からの景気押し上げ効果は地域差が生じる可能性がある (図表18)。要因分解をみると、ア

(図表17) IMF試算の金融環境指数 (グローバル)



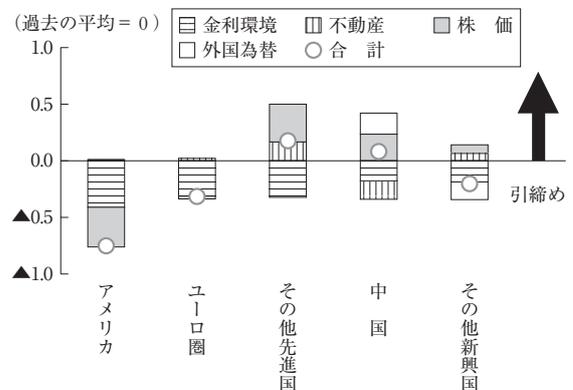
(資料) IMF「Global Financial Stability Report (October 2019)」を基に日本総合研究所作成
(注) 金利、為替、株価、外国為替、不動産価格から金融市場の緩和・引締め状況を試算したもの。IMFが公表している地域別指数をGDPで加重平均。

(図表18) IMF試算の金融緩和指数 (地域別)



(資料) IMF「Global Financial Stability Report (October 2019)」を基に日本総合研究所作成
(注) 金利、為替、株価、外国為替、不動産価格から金融市場の緩和・引締め状況を試算したもの。

(図表19) 金融環境指数の要因分解



(資料) IMF「Global Financial Stability Report (October 2019)」を基に日本総合研究所作成
(注) 金利、為替、株価、外国為替、不動産価格から金融市場の緩和・引締め状況を試算したもの。

アメリカでは金利低下と株価上昇、ユーロ圏では金利低下、その他新興国では金利低下と通貨安が緩和方向に作用している（図表19）。その他先進国、中国では金利が低下しているものの、株価の軟調が金融環境を引き締めている。

世界的に景気の先行き不透明感が燻るなか、今後、各国では財政は拡大傾向となる可能性が高い。もっとも、①アメリカでは議会と政権の対立があること、②欧州では財政出動余地が大きいドイツで制度面の制約等から急拡大できないこと、③中国では財政の大幅な拡大に対して、その副作用に警戒感があることなどから、グローバルにみて拡大規模はマイルドなものとなる公算である（図表20）。

（図表20）各国における財政拡張の状況

アメリカ	2019年夏に超党派予算法が成立したことで、当面は財政支出の拡大が可能となり、景気を下支える見込み。まず、2021年度までの裁量的経費の歳出上限が引き上げられたことで、2020年度は2019年度よりも対GDP比で0.2%程度の歳出拡大余地を確保。ただし議会と政権の対立から規模はマイルドなものにとどまる見通し。
欧州	欧州委員会による構造的プライマリー・バランスの見通しを基に主要国の財政スタンスをみると、2021年にかけて総じて拡張的な財政運営に。ドイツにおいても、制度上の制約等があるものの、一定程度の財政出動の見込み。
中国	財政は拡大方向。ただし政府は、副作用にも配慮しているため、大幅な景気刺激策は講じない方針。
日本	与党幹部が災害対策等のため、10兆円規模の補正予算を示唆。

（資料）新聞報道などを基に日本総合研究所作成

3. 景気の見通し

以上を踏まえて、今後の世界経済を展望すると、景気は緩やかに持ち直していく見通しである。ただし、米中覇権争いは今後も続くと思われるなか、投資をはじめとする企業のリスクテイクも活発にはなりにくく、力強いけん引役が不在という状況が長引くと見込まれる。2020年、2021年ともに3.4%と、2019年の3.0%からは加速するものの、1980年以降の平均程度にとどまると予測している（図表21、22）。

地域別にみると、新興国では総じて持ち直すものの、米中の景気回復が緩慢ななか、回復ペースはマイルドになると予測している。また、各国の景気刺激策の効果の発現やIT需要の持ち直し、中国からの生産移管の進展などが景気押し上げに作用する見込みである。中国では政策による下支えで、景気減速に歯止めがかかるとみている。実際、すでに打ち出された景気対策により、足許では景気底入れの動きが散見されるようになってきている。例えば、インフラ投資の底入れや地方経済の安定化によって企業収益に下げ止まりの動きがあり、財新・製造業新規受注PMIや工作機械の輸入も急回復している。これらは、先行き民間投資が持ち直すことを示唆していると考えられる。もっとも政府は、副作用にも配慮しているため、

（図表21）世界の実質GDP成長率見通し

（暦年、%）

	2018年 （実績）	2019年 （見込）	2020年 （予測）	2021年 （予測）
世界計	3.6	3.0	3.4	3.4
先進国	2.2	1.7	1.5	1.6
アメリカ	2.9	2.3	2.0	1.9
ユーロ圏	1.9	1.2	1.2	1.3
イギリス	1.4	1.3	1.1	1.3
日本	0.7	1.0	0.6	1.1
新興国	4.5	3.7	4.4	4.5
BRICs	5.9	5.0	5.5	5.4
中国	6.6	6.2	6.1	5.9
インド	6.8	5.2	6.2	6.5
NIEs	2.8	1.6	2.1	1.8
韓国	2.7	1.9	2.3	1.9
台湾	2.6	2.6	2.7	2.0
香港	3.0	▲1.0	0.3	1.3
ASEAN5	5.2	4.8	5.1	5.1
インドネシア	5.2	5.0	5.2	5.3
タイ	4.1	2.6	3.0	3.1
マレーシア	4.7	4.5	4.7	4.8
フィリピン	6.2	5.9	6.4	6.4
ベトナム	7.1	7.1	6.7	6.6

（資料）IMF、各国統計を基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）。

力強く成長率を押し上げるほどの景気刺激策は講じない方針である。安定した雇用・所得環境を確保できる範囲内で、緩やかな景気減速を許容するだろう。

先進国については、まず、アメリカでは良好な雇用・所得環境を背景に内需が底堅く推移するほか、緩和的な金融政策や拡張的な財政政策が景気の下支えに寄与しよう。加えて、米中通商交渉の進展を受け、米中貿易摩擦をめぐる先行き不透明感が和らぎ、減速が続いていた設備投資や輸出が底打ちし、結果として2%前後の成長ペースとなる見通しである。ユーロ圏では、当面、外需の減速や製造業における在庫調整が重石となり、景気回復は足踏みとなる。もっとも、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移するなか、先行き、外需減速の一服とともに製造業も緩やかに回復へ向かい、1%台前半の成長ペースとなる見込みである。Brexitの混乱が続くイギリスは1%台前半の低い伸びになるとみている。

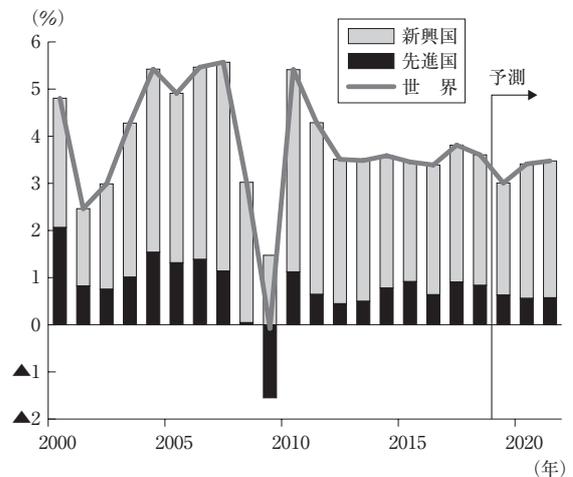
日本では、消費増税の影響で短期的には減速感が強まるものの、内需にけん引される形で、緩やかな景気回復が続く公算が大きい。輸出は、世界景気が全般的に勢いを欠くなか、力強い回復は期待しにくいものの、半導体市場の持ち直しなどに支えられ、やや持ち直す見込みである。企業の設備投資は、人手不足や働き方改革を背景とした省力化投資や、老朽化した設備の更新、新技術の活用のための研究開発投資など、構造的要因がもたらす需要の強さに支えられ、増加基調が続くとみられる。一方、個人消費も、良好な所得環境に支えられ、緩やかに増加する可能性が高い。

4. リスク

世界経済全般に関するリスク要因としては、まず、米中対立の行方が挙げられる。米中は一時休戦の状態にあるものの、貿易面での対立を二大国の「覇権争い」と見れば、その根は深く、今後も折に触れ緊張が高まる可能性がある。最近では香港人権法案のように、人権問題など政治的な価値観やイデオロギーの領域にまで対立の構図が広がってきている。さらに、ワシントンDCでウイグル人：自治区問題に関するシンポジウムが多く開催されているほか、有力米紙に同問題に関する中国政権の内部文書とみられるものが掲載されるなど、ウイグル問題がクローズアップされる可能性も出てきている。こうした足許の状況をもみても両国の鞘当ては続き、その行方に世界経済が左右される展開は続くと思われる。またトランプ政権は中国だけでなく、他の国に対しても貿易面で圧力を加える可能性があることも留意が必要である。さらにイギリスのEU離脱交渉も難航が予想される。

以上はすでに見られる国際政治面の火種から派生するリスクであり、各方面で分析等が進んでいる。一方で、政治リスクに隠れがちであるが、金融資本市場面のリスクも存在する。具体的には、グローバルな債券バブル、中国の過剰債務問題、トルコ・アルゼンチン等の新興国の動向である。

(図表22) 世界の実質GDP成長率の寄与度

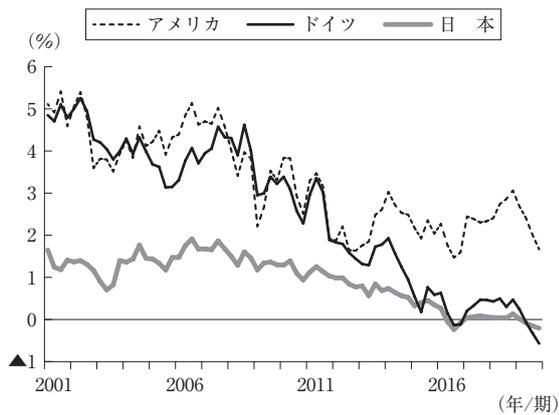


(資料) 各国統計、IMFを基に日本総合研究所作成

(1) 債券バブルへの懸念

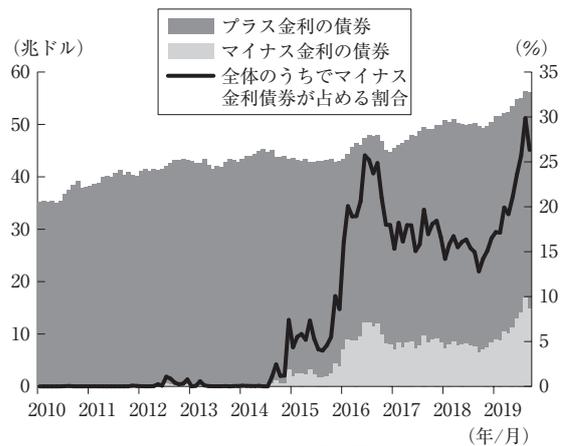
まず、最初リスクとして、債券バブルへの懸念が挙げられる。世界的に長期金利が低下傾向にあるが(図表23)、それを映じて最近では国債だけでなく、社債でもゼロ金利やマイナス金利の債券発行も相次ぐ状況である(図表24)。利回りがマイナスの債券は今や発行残高ベースで全体の30%弱を占めるまで拡大している。

(図表23) 日米独の10年債利回り



(資料) Bloomberg L.P.

(図表24) 社債・国債発行残高の推移



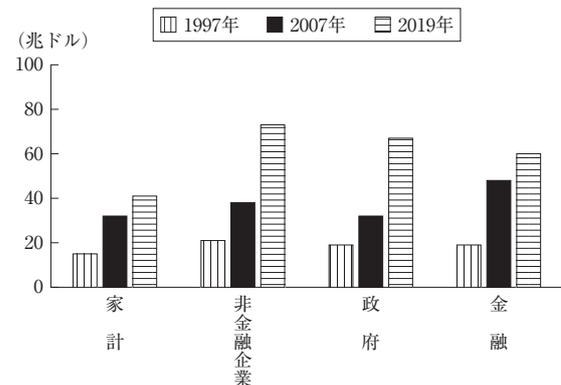
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
(注) Bloomberg Barclays Global Aggregate Debt Indexベース。

セクター別の債券残高の動きをみると、サブプライム問題やリーマンショックの原因となった家計部門と銀行部門は、この10年間では比較的緩やかな伸びにとどまっている(図表25)。一方で、非金融企業部門と政府部門は最近10年間の伸びが顕著であり、リーマンショック前とはリスクの所在が異なっている。

IMFの分析によると、高リスク資産のGDP比は非金融企業と政府部門に加えて、ノンバンク部門が金融危機時よりも高い。ノンバンクはLBOやM&Aファイナンスで資金の出し手として大きな役割を果たしており、とくに最近ではハイレバレッジな資産保有が増えるなど、リスクテイクを積極化している。一方で、リーマンショック時の主役となった銀行部門、家計部門、保険部門は前回の危機を下回っている状況である(図表26)。

以上を総合すると、バブルの生成・崩壊に繋がりにくい歪みは主にノンバンク部門、非金融企業部門、政府部門に蓄積している可能性が大きく、これらの部門を中心に警戒していく必要がある。

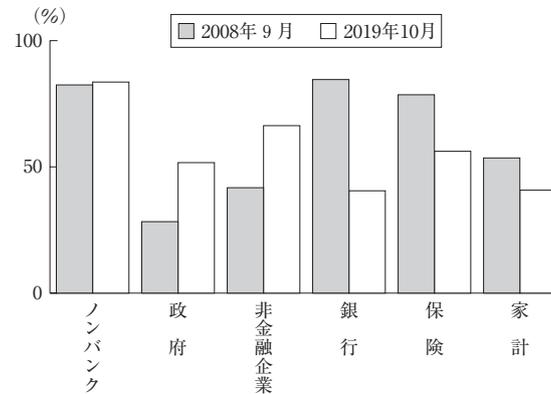
(図表25) 部門別債務残高(グローバル)



	家計	非金融企業	政府	金融
1997年から2007年の伸び(年率, %)	7.9	6.1	5.4	9.7
2007年から2019年の伸び(年率, %)	2.1	5.6	6.4	1.9

(資料) 国際金融協会を基に日本総合研究所作成

(図表26) 各部門の高リスク資産のGDP比 (グローバル)



(資料) IMF「Global Financial Stability Report (October 2019)」を基に日本総合研究所作成

(2) 中国の過剰債務問題

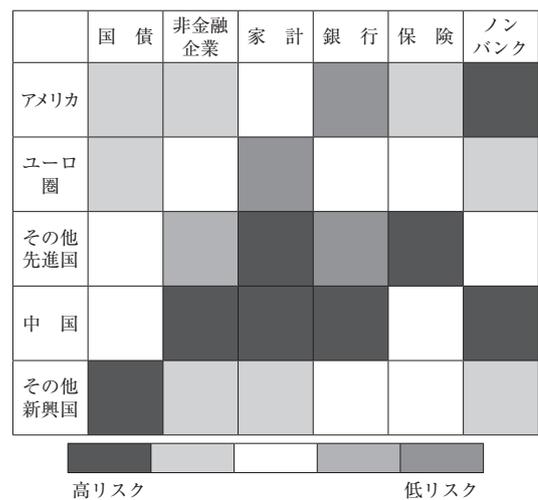
金融面では中国の過剰債務問題も懸念される。IMFは各地域の金融システムの安定性を検証するため、金融脆弱性指数を作成しているが、それを見ると、中国の金融リスクは他の地域に比べて幅広い部門にわたっている状況である (図表27)。非金融企業部門に加えて、家計、銀行、ノンバンクまでリスクが蓄積していることが特徴的である。

中国における非金融部門向けの金融機関等の与信残高 (GDP比) をみると、政府部門は伸びが緩やかにとどまっているのに対し、家計部門、企業部門は相対的にハイペースで増加している (図表28)。その結果、非金融部門全体の債務残高はGDP比で250%を超える水準まで拡大している。

また、与信サイドの銀行・ノンバンクによる非金融部門の企業向け与信残高のGDP比をみると、ノンバンクが低下する一方、銀行部門が上昇している。金融セクターでは銀行部門に一層注意が必要である (図表29)。

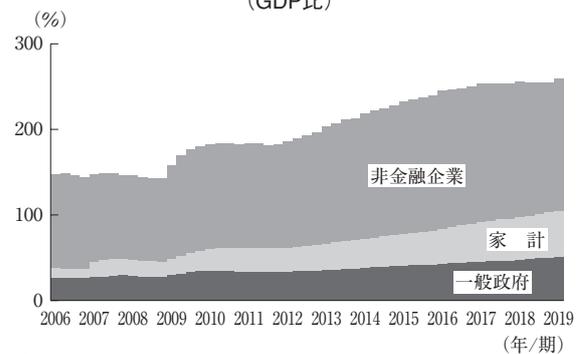
さらに、中国の企業債務で注目すべきは、いわゆる「ゾンビ企業」の存在である。まず、中国では投機的格付企業の債務がGDP比で増加傾向にあり、微増もしくは減少している欧米や日本とは大きな差がある (図表30)。とくに中国では、営

(図表27) IMFの金融脆弱性指数



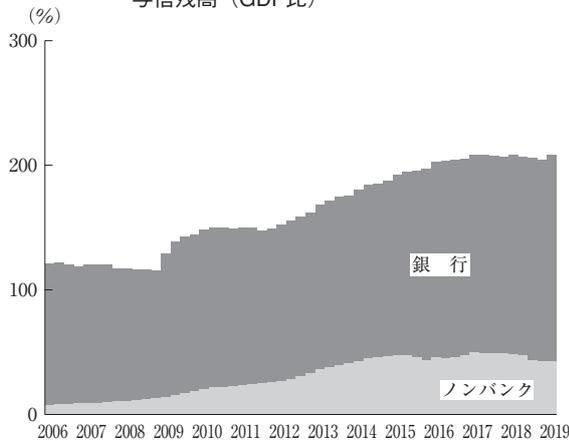
(資料) IMF

(図表28) 中国の非金融部門向け金融機関等与信残高 (GDP比)



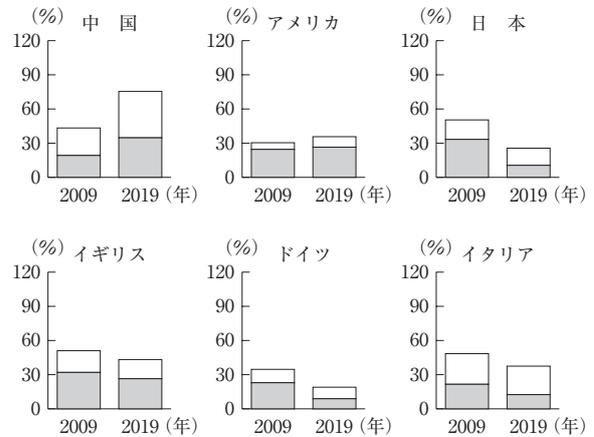
(資料) BIS

(図表29) 中国の銀行・ノンバンクの非金融企業向け与信残高 (GDP比)



(資料) BIS

(図表30) 投機的格付企業の債務残高 (GDP比)



(資料) IMF

(注) 色付部分がインタレスト・カバレッジ・レシオ1未満。

業収益で金利支払を賄いきれない、インタレスト・カバレッジ・レシオ (注1) が1未満の企業の債務が増えており、注意を要する状況にある。

(3) トルコ・アルゼンチンの通貨・金融面の脆弱性

新興国においては引き続きトルコ・アルゼンチンのリスクが高い状況にある。両国においては為替も歴史的な自国通貨安が持続している (図表31)。トルコではクルド人居住地域からの米軍撤退 (注2)、アルゼンチンでは政権交代 (注3) 等、固有の政治リスクも加わっており、引き続き警戒を要する。

一方でその他の新興国については、景気の減速や反政府デモの過激化などの問題を抱える一部の南米諸国に下振れリスクがあり、足許で新興国の株価・通貨ともにやや軟調な展開にある (図表32)。もっとも、いずれも過去と比べると依然として堅調であり、新興国全体として見れば、通貨・株式市場にお

(図表31) トルコリラ・アルゼンチンペソの推移



(資料) Bloomberg L.P.

(図表32) 新興国の株価と通貨の推移



(資料) Bloomberg L.P.

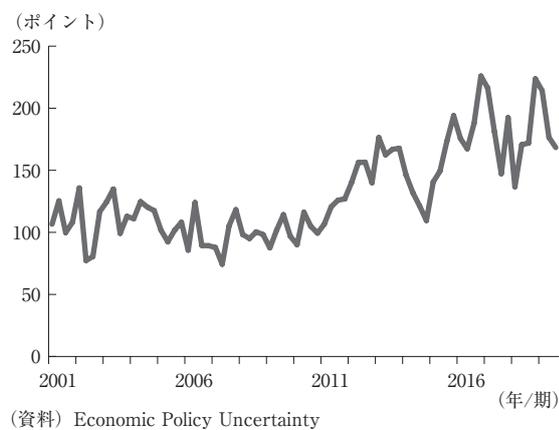
(注) MSCIエマージングマーケットインデックスと同カレンシーインデックス

いて必ずしも危機が近いとはいえない状況にある。

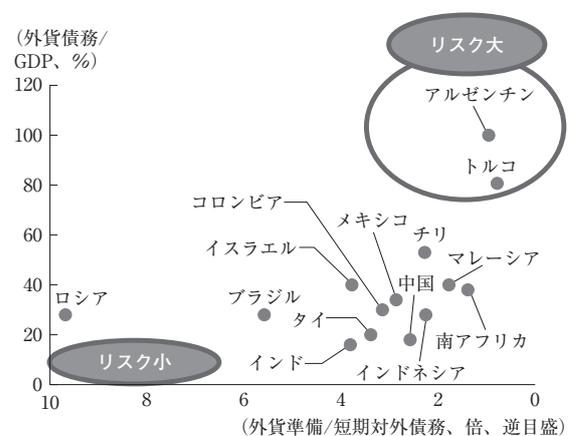
さらに、政策動向についても、新興国全体では政策不確実性指数がピークアウトしており（図表33）、政治リスクを過度に警戒する必要も小さいとみられる。

通貨安への耐久度を外貨債務/GDP比、外貨準備/短期外貨債務比率で見ると、トルコ、アルゼンチンは依然としてリスクが高い状況であるが、それ以外は総じてリスクは限定的である（図表34）。加えて、主要国で金融緩和傾向が続くなか、新興国から先進国へ資金を移動する投資家も当面はそれほど多くないと思われる。

（図表33）政策不確実性指数（新興国）の推移



（図表34）主要新興国の通貨安への耐久度



以上を踏まえると、新興国リスクについては、全体としては過度に警戒する必要はないものの、トルコ・アルゼンチンの動向については引き続き注視していくことが求められよう。

(注1) インタレスト・カバレッジ・レシオとは、企業の借入金等の利息の支払能力を示す財務指標で、金融費用に対する事業利益の比率（倍率）を言う。式は $\text{インタレスト・カバレッジ・レシオ} = \frac{\text{事業利益（営業利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当金）}}{\text{金融費用（支払利息} \cdot \text{割引料）}}$ 。これが1を切っている場合には、本業の利益では、借入金や社債などの利息を賄えないことを示す。

(注2) 10月7日にシリア内戦めぐり、少数民族クルド人の武装組織「人民防衛隊」(YPG)を支援するために駐留していた米軍部隊がシリア北部国境地域から撤退。前日にはホワイトハウスは「トルコの越境軍事作戦の計画について、関与しない」との声明を発表。こうしたなか、10月9日、トルコ軍は同国の南側、シリア領内のクルド人部隊の拠点を爆撃するとともに地上部隊が国境を突破して侵攻を開始。22日には一応停戦が成立したものの、クルド人居住地域での緊張は依然として続いている。

(注3) アルゼンチンでは10月の大統領選で財政改革を志向したマクリ大統領が敗北し、12月には社会保障の拡大を掲げる左派政権が復帰。市場では次期政権が持続可能性を欠いたばらまきの経済運営に踏み出すことへの不安が強くなっている。また、市民のドル購入が続き、通貨安も続いていることから、1カ月当たりのドルの購入の上限を200ドルと、従来の1万ドルから50分の1に制限する措置を導入。

(2019. 12. 9)