

《 2019～20年 世界経済見通し 》

2019年7月3日

No.2019-003

世界景気は減速から持ち直しへ

～ リスク要因はトランプ政策の先行き不透明感 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《 要点 》

- ◆ 足許の世界経済は減速傾向。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、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。
- ◆ 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。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。シリコンサイクルの調整にもメド。
- ◆ 貿易摩擦が最大の下振れリスクながら、2020年の大統領選挙が近づくにつれ、トランプ政権は徐々に通商政策を軟化させる見通し。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ため。
- ◆ 減速感が強まる中国経済は、政策総動員で緩やかな減速ペースにコントロールできる見通し。ただし、公的セクターへの景気依存度が高まるほか、過剰債務問題を一段と深刻化させる恐れ。
- ◆ 以上のように、2019年の世界景気は減速するものの、後退は避けられる見通し。下押し圧力が薄れる2020年には緩やかな持ち直しへ。もっとも、トランプ政権の対外強硬姿勢で先行き不透明感がさらに強まった場合、低成長が長引く可能性も。
- ◆ 第1に、企業の設備投資マインドにマイナス影響。需要面から世界景気を下振れさせるほか、供給面からも潜在成長率を押し下げ。資金需要の減少で、金融緩和の効果も限定的に。
- ◆ 第2に、地政学リスクの台頭。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。

— < 目 次 > —

(1) 世界経済の現状	1
(2) 世界経済の展望	
① ファンダメンタルズ	2
② 貿易摩擦	3
② 中国経済	4
(3) 見通し	5
(4) 二つの懸念材料	
① 設備投資マインド	6
② 地政学リスク	7

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

日本総研・調査部の「**経済・政策情報メールマガジン**」はこちらから登録できます。

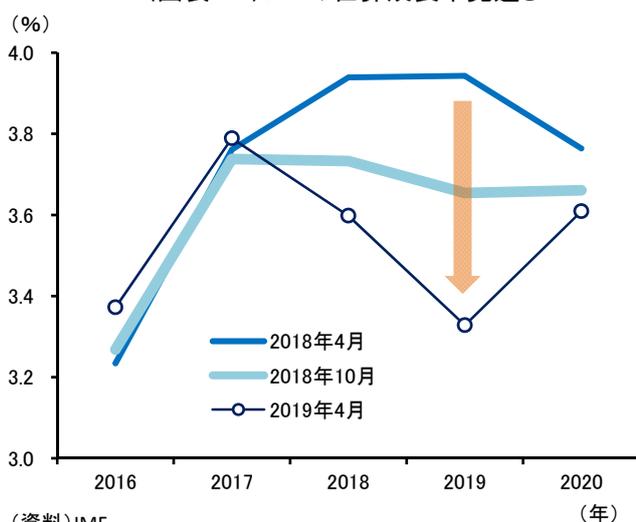
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

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 減速感が強まる世界経済

- (1) 世界経済は減速傾向。IMFによる2019年の成長率見通しは、1年前に比べると0.6%ポイント下方修正（図表1-1）。2年連続の成長ペースダウンに。シリコンサイクル、中国のデレバレッジ政策、貿易摩擦など、複数のマイナス要因が重なったことが背景。
- (2) まず、2016年初から上昇基調にあったシリコンサイクルが調整局面に変化。世界的なスマートフォン販売、データセンター向けサーバー投資が一巡したことが背景。日本の電子部品・デバイス輸出も2018年半ばから減少傾向（図表1-2）。
- (3) 中国での設備投資も2018年入り後は弱含みに。過剰設備・過剰債務を警戒した中国政府がデレバレッジ政策を強化したことが背景。世界の総固定資本形成のうち中国が4分の1のシェアを占めるため、中国での投資需要の下振れは世界の設備生産を大きく下押し。日本の中国向け資本財輸出も、工作機械や半導体製造装置を中心に大きく減少（図表1-3）。
- (4) さらに、米中間の貿易摩擦も激化。両国での関税引き上げとともに、中国から米国向け輸出、米国から中国向け輸出、いずれも大幅減少（図表1-4）。代替需要でプラス影響を受けた国も一部あるものの、株価下落やマインド悪化など副次的なマイナス影響も顕在化したため、総じてみれば世界景気を押し下げる方向。

(図表1-1) IMFの世界成長率見通し



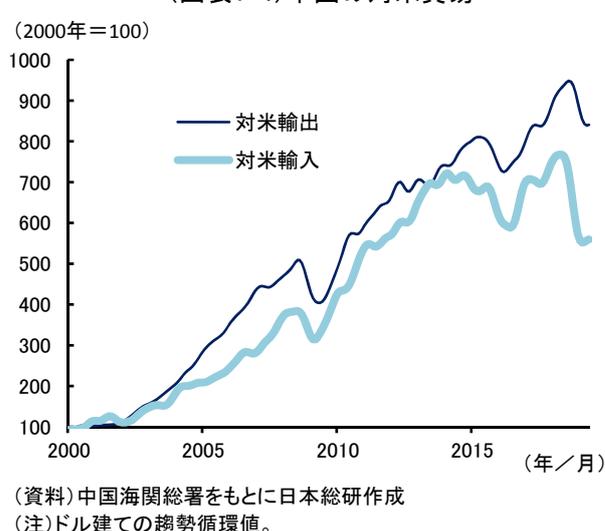
(図表1-2) 日本の電子部品・デバイス輸出



(図表1-3) 日本の中国向け資本財輸出



(図表1-4) 中国の対米貿易



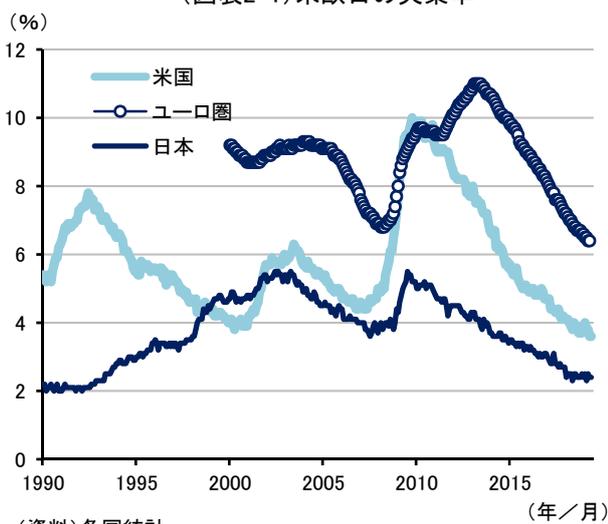
展望 ファンダメンタルズには底堅さ

(1) 先行きを展望すると、弱い動きが続く公算大。もっとも、以下の3点から、世界経済のファンダメンタルズは大きく崩れない見通し。

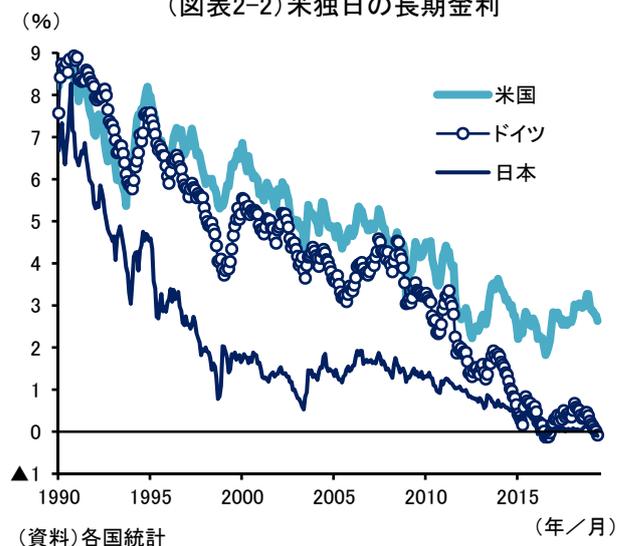
- ① 良好な所得環境を背景に、個人消費は堅調を維持。日米欧とも、失業率が過去最低水準にまで低下しているほか（図表2-1）、賃金も緩やかに上昇。各国とも内需主導の景気回復に。
- ② 世界的な低金利環境の継続（図表2-2）。米国が利下げ姿勢に転じたほか、ユーロ圏でも金融政策の正常化をいったん棚上げ。これを受け、新興国からの資金流出が一段落し、アジア新興国などにも利下げ余地。
- ③ シリコンサイクルの調整にもメド。過去の調整期間が約1年だったことを踏まえると、昨年半ばから始まった今回の下落局面も底打ちが視野（図表2-3）。5Gなど新技術が牽引役に。

(2) もっとも、貿易摩擦の激化が最大の下振れリスクとして残存。これまでも世界経済を下押ししてきたものの、そのマイナス影響は成長率を小幅低下させる程度のレベル（図表2-4）。しかし、米国の対中輸入すべての関税が引き上げられた場合、中国経済だけでなく、物価上昇を通じて米国経済にも大きなマイナス影響。

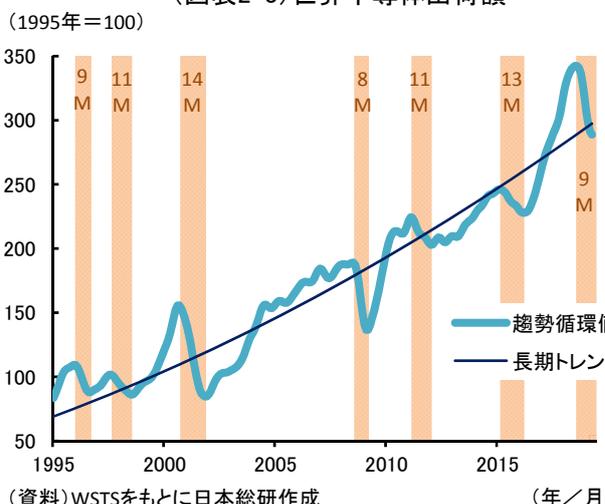
(図表2-1) 米欧日の失業率



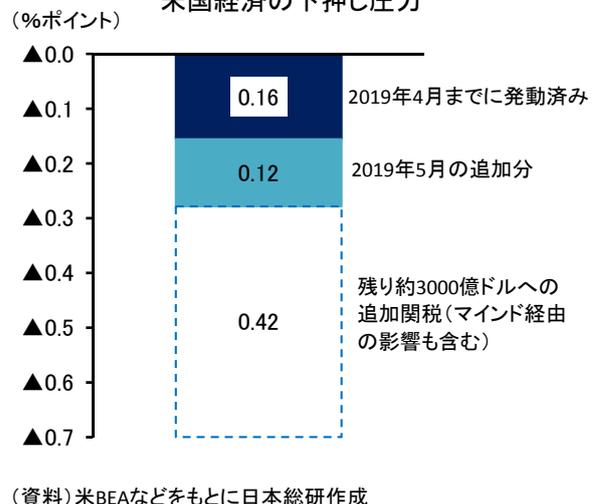
(図表2-2) 米独日の長期金利



(図表2-3) 世界半導体出荷額



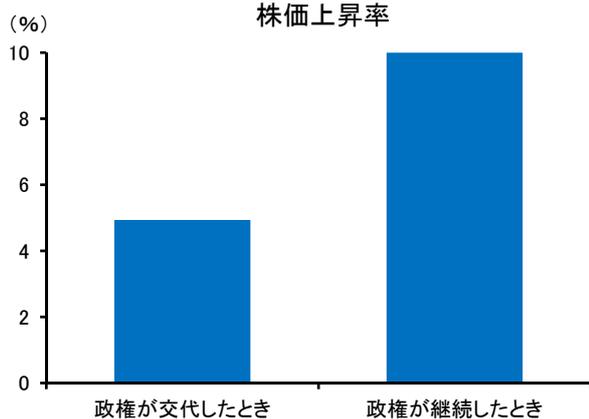
(図表2-4) 対中輸入関税による
米国経済の下押し圧力



米国 貿易戦争はどこまでエスカレートするか

- (1) 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見通し。2020年に大統領選挙を控えるトランプ大統領にとって、实体经济を悪化させて支持率を下げる事態は何としても回避したいところ（図表3-1）。以下二つの理由から、貿易摩擦による景気下振れ圧力が顕在化するのを回避する方向へ。
- (2) 第1に、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。これまでの関税引き上げでは、GDP比0.1%を超える国民負担が発生（図表3-2）。さらに、対中輸入すべての関税を引き上げた場合、消費財価格にさらなる押し上げ圧力。
- (3) 第2に、实体经济の回復力で下押し圧力を吸収することが困難に。
 - ① 財政政策効果の剥落で、成長ペースが潜在成長率に向けて減速（図表3-3）。
 - ② 下院の過半数を民主党が占めるため、財政政策による景気刺激策にもハードル。
 - ③ 金融政策についても、政府から独立しているうえ、利下げ余地も限定的（図表3-4）。
- (4) 2018年は景気が絶好調だったため、マイナス影響を表面化させずに貿易戦争が可能だったが、足元では貿易戦争を拡大させにくい環境に変化。長期的な米中対立の構図は崩れないにしても、短期的には、ある程度で妥協せざるをえないというのがメインシナリオ。

(図表3-1) 米国大統領選前1年間の
株価上昇率



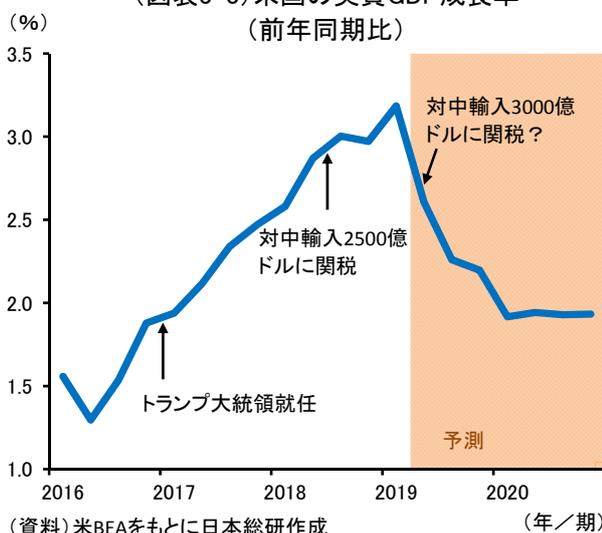
(資料) 日本総研作成
(注1) 1952～2016年の大統領選の平均値。
(注2) リーマンショックが起きた2008年の大統領選挙は除いた。

(図表3-2) 米国の関税収入
(3カ月移動平均、名目GDP比)



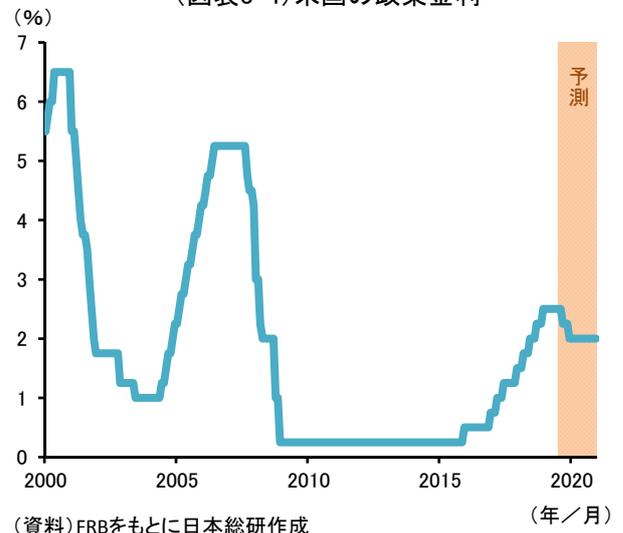
(資料) 米財務省、BEAをもとに日本総研作成

(図表3-3) 米国の実質GDP成長率
(前年同期比)



(資料) 米BEAをもとに日本総研作成

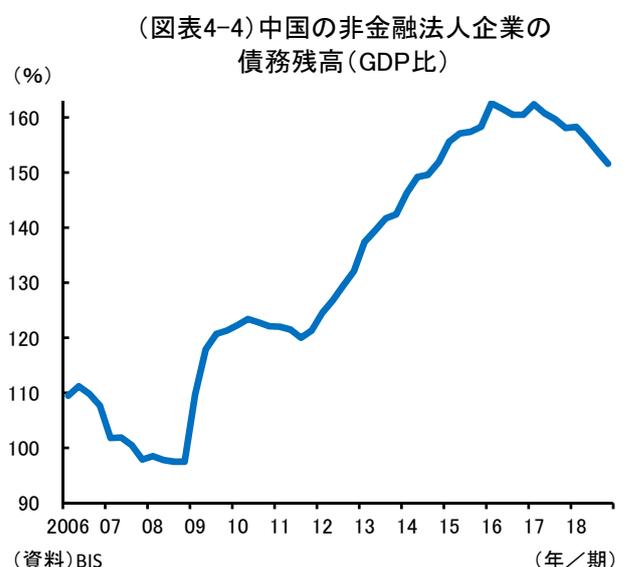
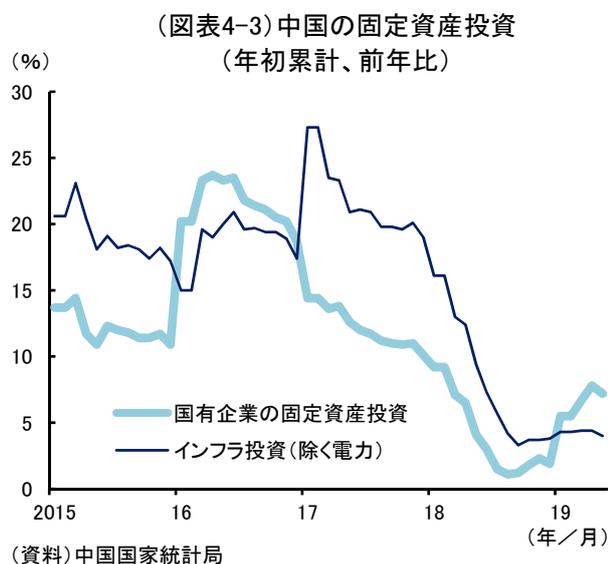
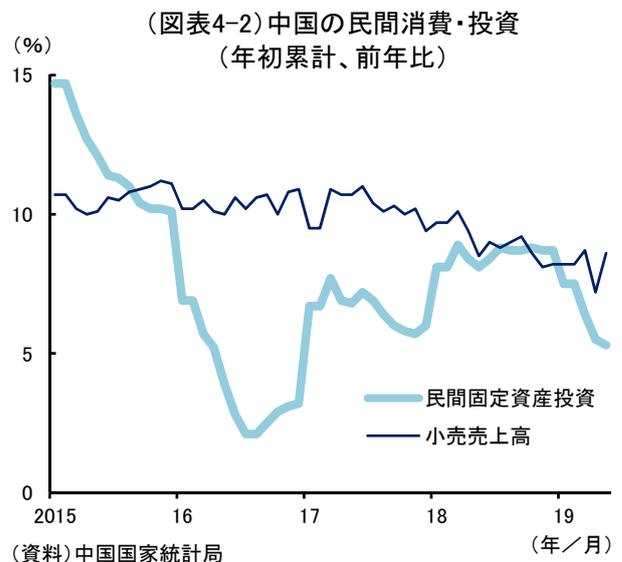
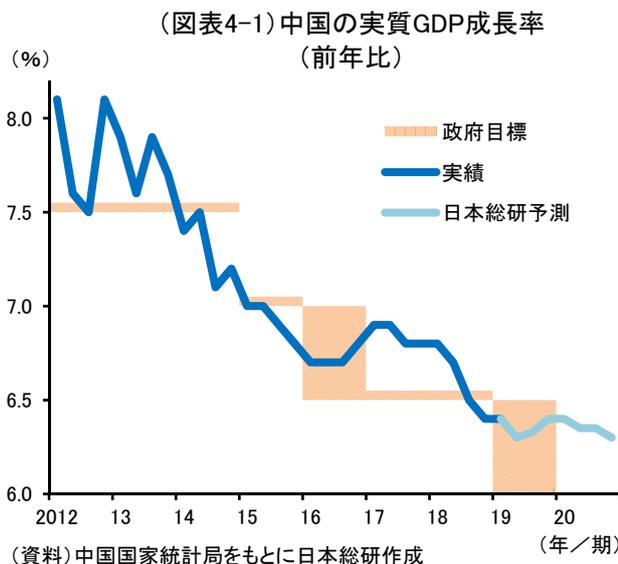
(図表3-4) 米国の政策金利



(資料) FRBをもとに日本総研作成

中国 長期戦を覚悟して政策総動員へ

- (1) 中国経済は、仮に貿易戦争がさらに拡大したとしても、失速を回避できる体制に。中国政府は、米中対立が長期化すると的前提をもとに対米政策をシフト。加えて、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可能。そのため、米国が様々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大。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見込み（図表4-1）。
- (2) もっとも、景気刺激策が効きにくくなっているのも事実。とりわけ、過剰債務問題を抱える民間企業部門、将来不安を抱く家計部門では、すでに様々な投資・消費刺激策を講じているにもかかわらず、反応は鈍い状況（図表4-2）。
- (3) そのため、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景気刺激策が中心となる見通し（図表4-3）。民間需要が盛り上がり、公的セクターへの依存度を高めるのは、バブル崩壊後に日本が打ち出した景気対策と同じ構図。
- (4) このように短期的な失速は回避できるものの、長期的なリスクはむしろ高まる方向。地方政府・国有企業の投資積極化は、すでに高水準にある両セクターの債務残高に再び拡大圧力（図表4-4）。過剰債務問題が一段と深刻化する恐れ。



見通し 2019年は大幅減速、2020年に持ち直し

- (1) 以上のように、貿易戦争を引き金とした世界景気の後退は回避されるものの、当面は減速傾向が続く見通し（図表5-1）。とりわけ2019年は、前回（2018年12月）の予測値からさらに下方修正（図表5-2）。世界全体の停滞感が強まった2016年と同程度の低成長に。
- (2) 新興国では、内需が堅調なインド・ASEANは高めの成長を維持するものの、その他地域が減速。とりわけ、新興国GDPの3割を占める中国で、製造業の生産・投資環境の悪化から成長ペースが鈍化。また、IT需要一服の影響を受けたNIEs、通貨が急落したトルコ・アルゼンチンなどでも下振れ。
- (3) 先進国では、財政政策効果が剥落する米国の減速が明確化する見込み。輸出の牽引力が低下するユーロ圏と日本も減速。ただしいずれも、堅調な内需に支えられて潜在成長率並みの成長は確保。ブレグジットの混乱が続く英国では、成長が加速しにくい状態が続く見込み。
- (4) 下押し圧力が薄れる2020年には成長率は持ち直す予想。もっとも、これは米国の経済政策を巡る不確実性がこれ以上強まらないことが前提（図表5-3）。トランプ政権が対外強硬策を打ち出し続けた場合、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に。

（図表5-1）世界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	1.8	1.2	1.5
イギリス	1.8	1.4	1.2	1.3
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	3.3	2.8	2.3	2.4
韓国	3.2	2.7	2.4	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

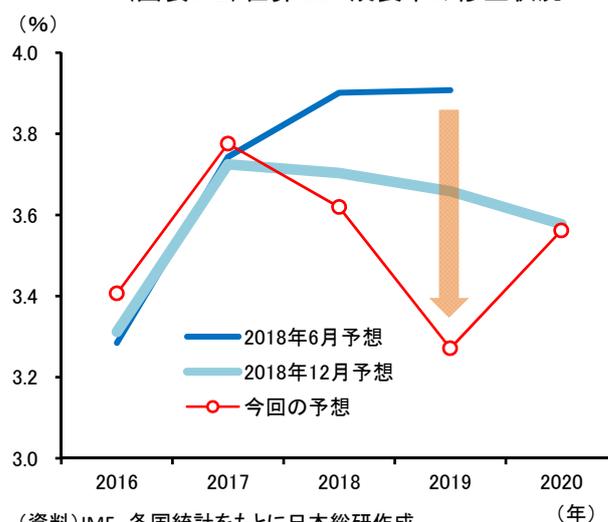
（資料）IMF、各国統計をもとに日本総研作成

（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。

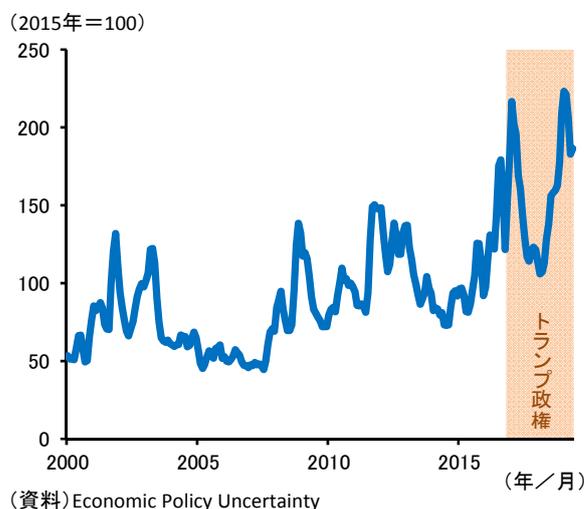
（注2）地域は購買力平価ベース。

（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



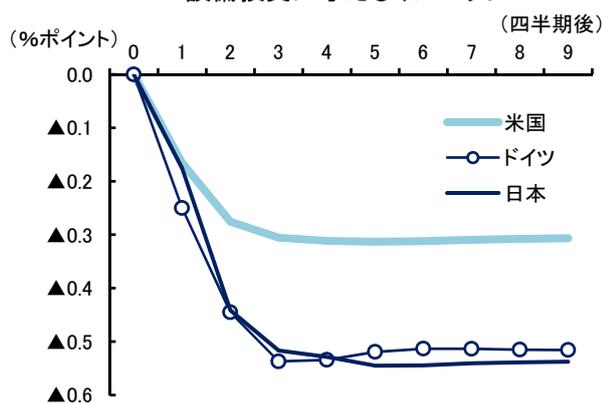
（図表5-3）世界の経済政策不確実性指数



懸念① 設備投資マインドの悪化

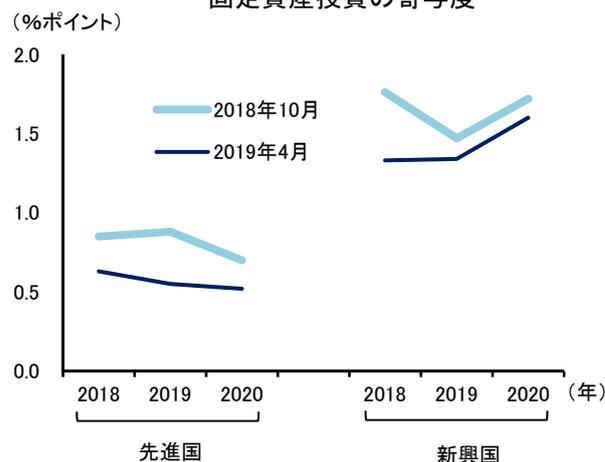
- (1) トランプ政策の強硬姿勢持続は、まず企業部門にマイナス影響。内外経済環境の不確実性に直面した企業は、業容拡大のための設備投資を決断しにくい状況に。実際、マクロモデルによる分析では、経済政策の不確実性が高まると、輸出依存度の高い国を中心に設備投資が下押しされるという結果（図表6-1）。IMFの見通しでも、先進国・新興国ともに固定資産投資の成長寄与度が低下傾向（図表6-2）。
- (2) 設備投資マインドの慎重化は、資本装備率の低下、ヴァンテージの上昇を通じて、企業の付加価値創出力も引き下げ。労働需要や労働生産性の低下を通じて、世界経済の成長力を押し下げること。
- (3) 政策不確実性の高まりは、金融政策にもマイナス影響。各国とも金融緩和方向に舵を切りつつあるものの、企業の投資資金需要が減少すれば、緩和効果が低下する可能性。
- (4) さらに、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（図表6-3）、システミック・リスクを増大させる恐れも。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（図表6-4）。

(図表6-1) 経済政策の不確実性が設備投資に与えるインパクト



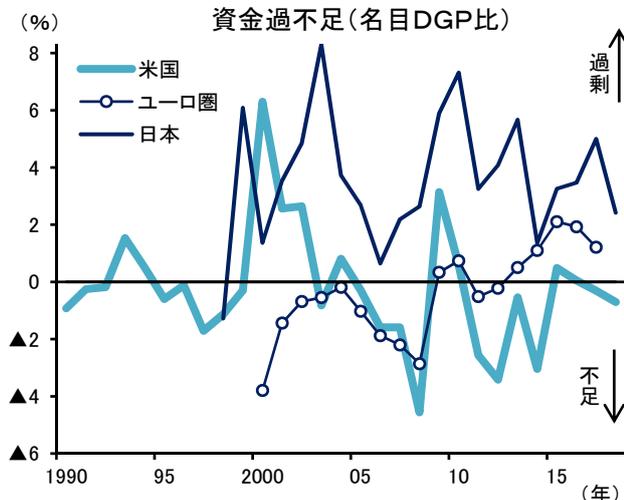
(資料) 各国統計をもとに日本総研作成
(注) 構造VARモデルで経済政策不確実性指数にショックを与えた場合の設備投資の変化(累積効果)。

(図表6-2) 実質GDP成長率見通しにおける固定資産投資の寄与度



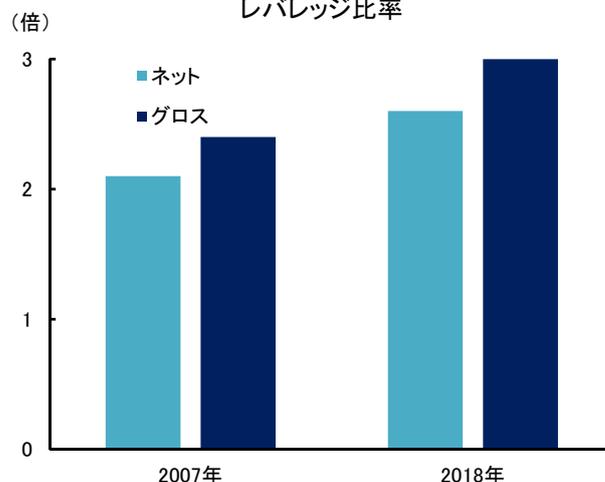
(資料) IMF

(図表6-3) 民間非金融法人企業の資金過不足(名目DGP比)



(資料) 各国統計をもとに日本総研作成

(図表6-4) 米国BBB債発行体のレバレッジ比率

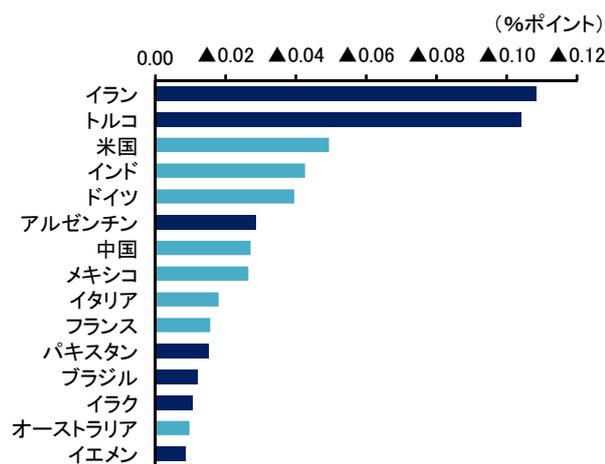


(資料) IMF "Global Financial Stability Report"

懸念② 地政学リスクが再浮上

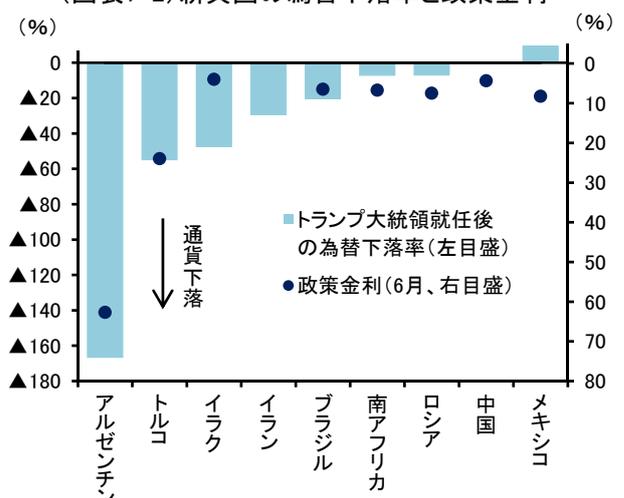
- (1) トランプ政策の強硬姿勢が続くと、地政学のルートからも世界経済を下押し。2019年の世界成長率見通しは過去1年で0.6%ポイント下方修正されたものの、この半分以上はアジアを除く新興国が原因。貿易戦争の渦中にある米中の下振れは全体の1割程度にすぎず、むしろイラン、トルコ、アルゼンチン、パキスタンなどの下振れの方が影響大（図表7-1）。
- (2) この背景には、2018年まで進められた米国の利上げに伴う資金流出に加え（図表7-2）、米国との政治対立のインパクトも大。とりわけ、米国の核合意離脱に伴うイランへの経済制裁、米国人牧師の拘束問題に端を発したトルコへの経済制裁で、両国の景気が急速に悪化。
- (3) 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。
 ①直接的な成長下押し。2020年の世界成長率は0.3%ポイント持ち直すと予想されるものの、このうち0.2%ポイントはトルコ・イラン・イラクの回復が寄与。3カ国の景気悪化が続けば、世界経済は2年連続の低成長に。
 ②中近東・中南米での景気悪化が他国に波及。米国は中南米向け輸出比率が高く、欧州は中近東向け輸出比率が大（図表7-3）。輸出環境の悪化を通じて米欧景気を下押し。
 ③原油価格の高騰リスク。イランなどの原油生産がさらに減少すれば、世界の原油需給がタイト化する可能性があるほか（図表7-4）、偶発事態による原油価格急騰の可能性も増大。

(図表7-1) 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)



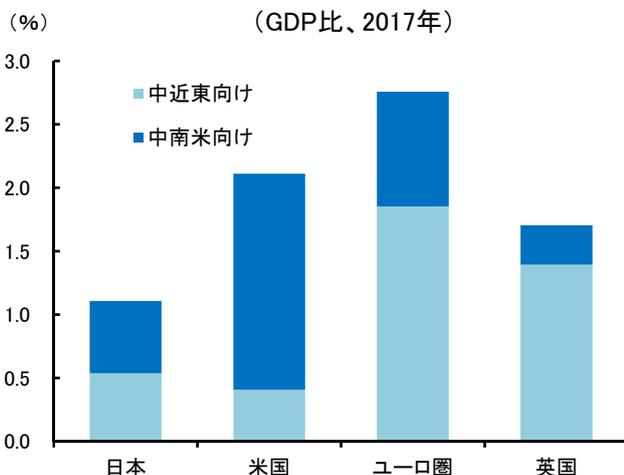
(資料)IMFをもとに日本総研作成

(図表7-2) 新興国の為替下落率と政策金利



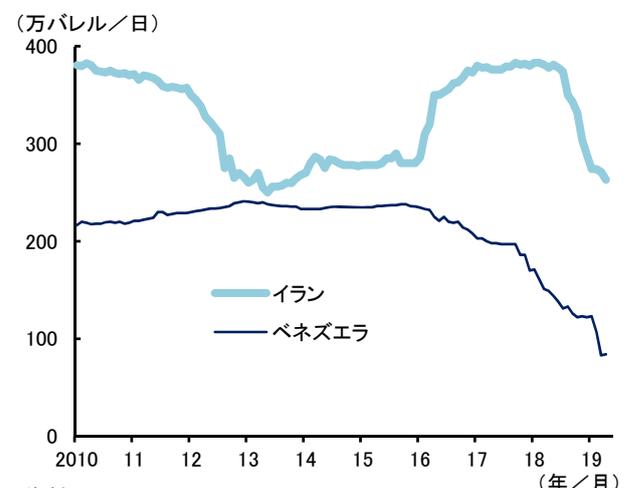
(資料)Datastream

(図表7-3) 新興国向け輸出の規模
(GDP比、2017年)



(資料)IMFをもとに日本総研作成

(図表7-4) イラン・ベネズエラの原油生産量



(資料)Bloomberg L.P.