

《 2020～21年 世界経済見通し 》

2019年12月3日

No.2019-013

力強さに欠けるものの、回復基調は続く

～ 米中対立に加え、債券バブルと中国の債務問題がリスク～

調査部 マクロ経済研究センター

《 要 点 》

- ◆ 2019年の世界経済は大幅に減速。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。ただし、足元では底入れの兆し。
- ◆ 業種別にみると、世界的に製造業の減速が顕著である一方で、非製造業は堅調が続き、二極化の様相を呈していたが、ここに来て製造業にも下げ止まりの兆し。米中貿易戦争が大統領選等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、更なる減速のリスクが小さくなりつつある状況。
- ◆ 製造業不振の大きな要因であった半導体販売額も足元で底打ちの兆し。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、AIやIoT等への関心は引き続き強いため、緩やかながらも中長期的に増加していく公算大。
- ◆ 金融環境をみると、世界的に金融緩和姿勢。今後、金融緩和効果が顕在化し、景気を下支えする可能性大。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。
- ◆ 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。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は活発になりにくく、力強い牽引役が不在の状況が長引く見込み。2020年3.4%、2021年3.4%と、2019年の3.0%からは加速するものの、1980年以降の平均程度の成長率にとどまると予測。
- ◆ 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。また、中国では幅広い分野で過剰債務問題が残存。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。

< 目 次 >

(1) 世界経済の現状	1
(2) 世界経済の展望	
① 不振が続いた製造業も回復の兆し（デカップリングの解消）	2
② 米中貿易戦争は米中ともにデメリット	3
③ I T需要は緩やかながらも中長期的に成長が持続	4
④ 金融緩和効果はこれから顕在化。財政政策も景気を下支え	5
(3) 見通し	6
(4) リスク要因	
① 債券バブルへの懸念	7
② 中国の過剰債務問題	8
③ トルコ・アルゼンチンの通貨・金融面の脆弱性	9

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

石川 智久

(Tel : 03-6833-6491 Mail : ishikawa.tomohisa@jri.co.jp)

◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記URLから登録できます。
(右側QRコードからもアクセスできます)

新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや
研究員のコラムなどを随時お届け致します。

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

メールマガジン配信中

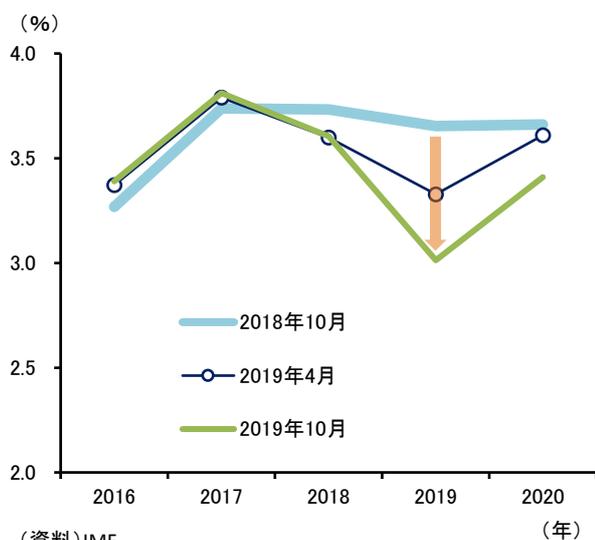


本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

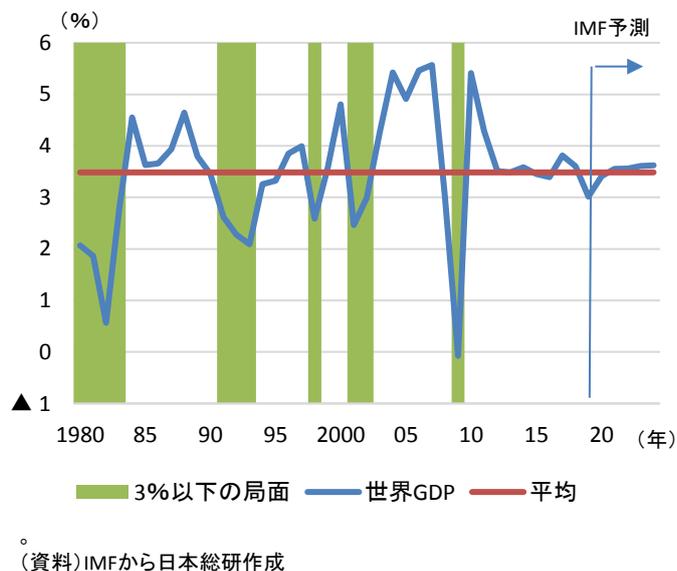
現状 世界経済は減速、ただし足元で底入れの兆し

- (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。長引く米中対立などが背景。
- (2) IMFは2019年を3.0%、2020年を3.4%と予測しているが、それらは1980年以降の平均値（3.5%）を下回る弱めの成長。なお、過去において世界経済の成長率が3%を下回るのは、米国のリセッションやロシア危機など世界的ネガティブイベント時のみ（図表1-2）。2019年は景気減速感が非常に強かった年。
- (3) 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。実際、2019年は政策不確実性指数が過去最高水準まで上昇（図表1-3）。ただし、足元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。
- (4) OECDの景気先行指数も低下傾向が持続（図表1-4）。もともと、足元では減少幅が縮小しており、下げ止まりの兆し。総じてみれば減速感が強かった世界経済も底入れが見えつつある状況。

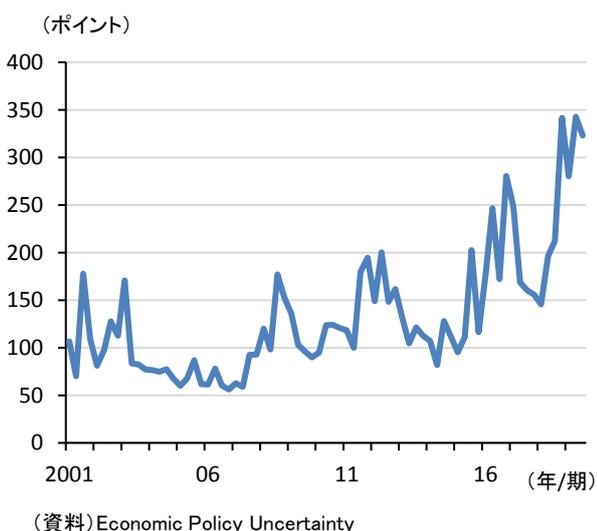
(図表1-1) IMFの世界成長率見通し



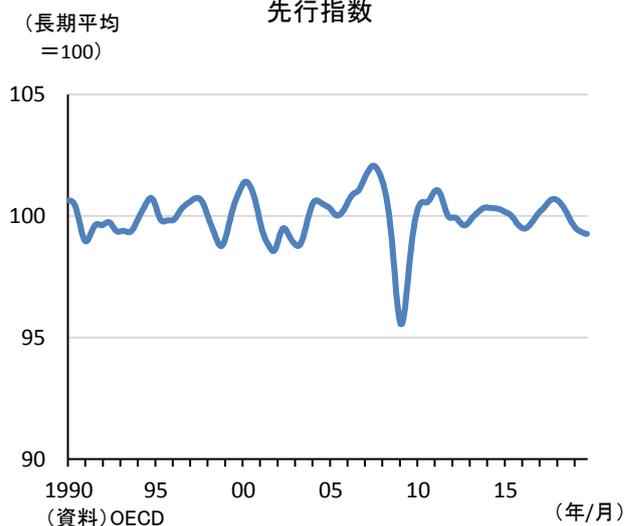
(図表1-2) 世界GDP(前年比)の推移



(図表1-3) 政策不確実性指数(グローバル)の推移



(図表1-4) OECD 諸国+新興6カ国の景気先行指数



展望① 不振が続いた製造業も回復の兆し(デカップリングの解消)

- (1) 今回の景気減速局面では製造業の景況感悪化が顕著。製造業のグローバルPMIは足元にかけて景気よし悪しの分岐点である50以下で推移。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、全体を下支えする状況(図表2-1)。
- (2) 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(図表2-2)。
- (3) 財別にみると、BtoBが主体の機械関係は低迷。一方で、耐久消費財は堅調に推移(図表2-3)。消費活動への近さが明暗を分ける結果に。
- (4) ただし、足元では製造業に底打ちの兆し。例えば、米国では11月の製造業PMIについてISMが低下したものの、Markitでは回復傾向を示している。また、中国でも11月の財新製造業PMIが3年ぶりの高水準。今後を展望すると、まず、米中貿易戦争は米大統領選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見込み。加えて、各国で失業率が歴史的低水準(図表2-4)となっているなか、各国で内需の堅調が続く可能性が大きいことも製造業にとってプラスに作用。

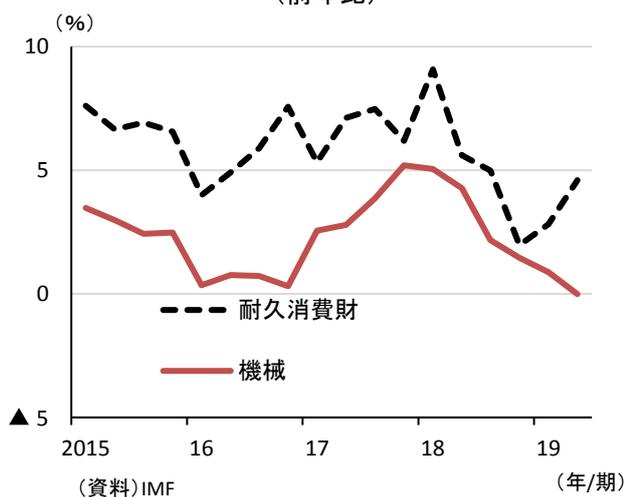
(図表2-1) グローバルPMI指数の推移



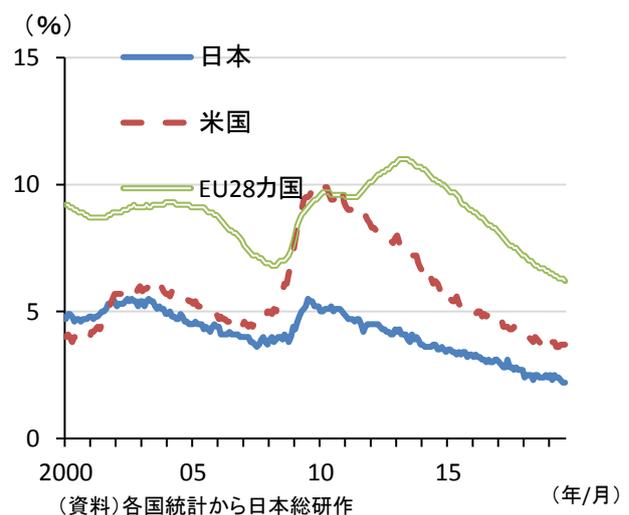
(ポイント) (図表2-2) 製造業PMIの推移



(図表2-3) 耐久消費財と機械の生産の推移
(前年比)

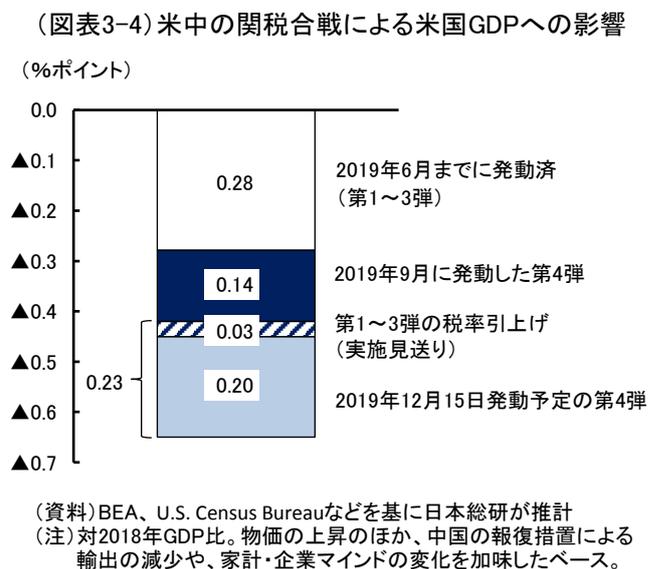
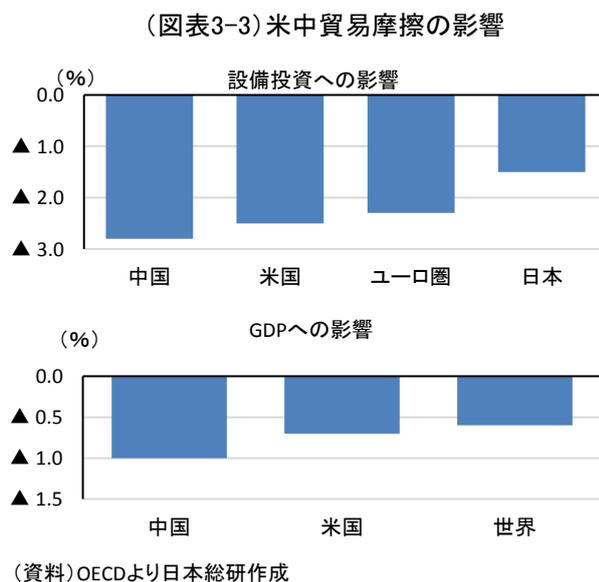
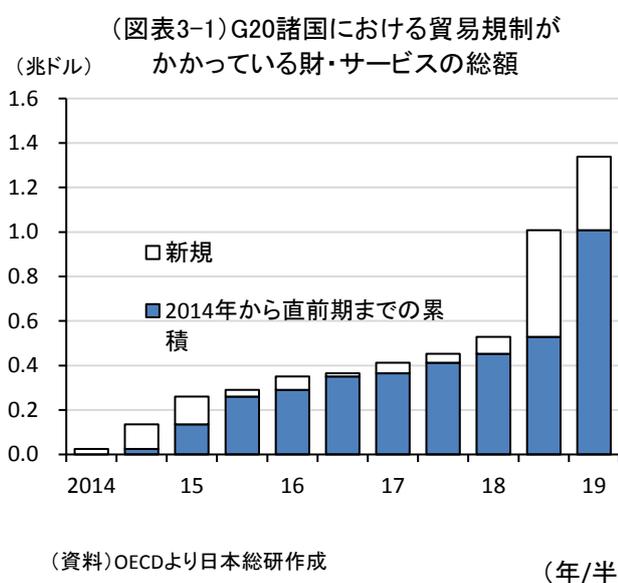


(図表2-4) 主要国の失業率



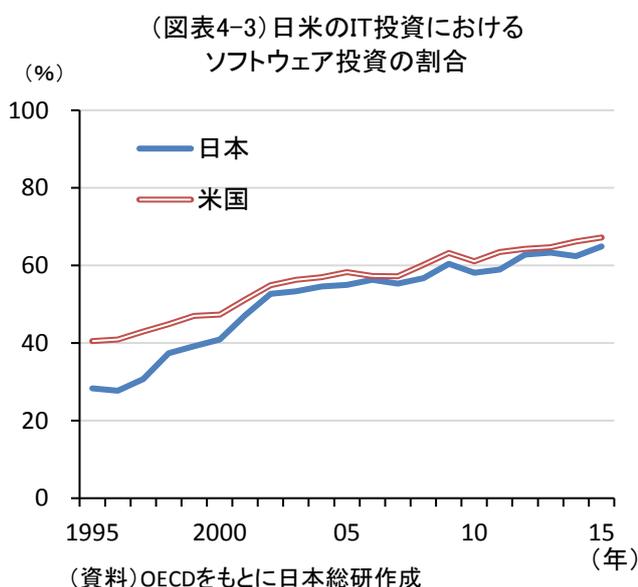
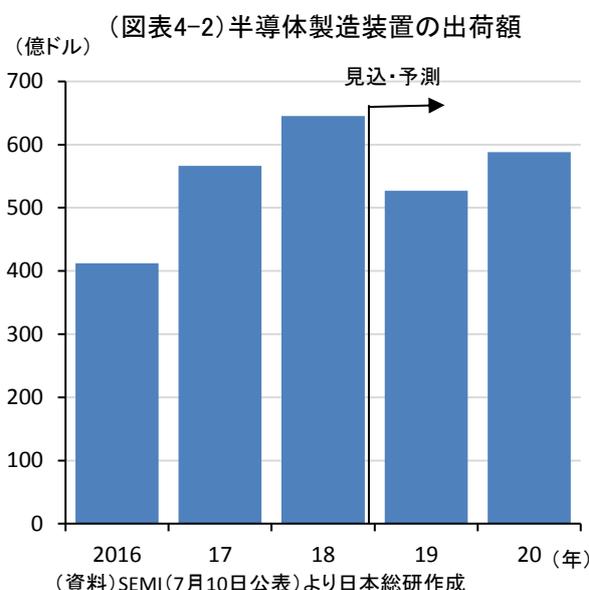
展望② 米中貿易戦争は米中ともにデメリット

- (1) 世界経済減速の主因は米中を中心に高まる保護主義。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・サービスが右肩上がりに増加しており、特に2018年以降加速（図表3-1）。
- (2) こうしたなか、世界の貿易量も伸び悩み（図表3-2）。スロートレードが復活している状況。
- (3) 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、その次が米国。その他の国々は米中ほどではないものの、マイナスの影響があり、米中対立が世界経済の下押し要因となっている状況（図表3-3）。
- (4) 米中貿易摩擦をめぐっては、10月の通商交渉で農産物などの分野で部分合意するなど、一時休戦の状況。米中通商交渉をめぐっては、大統領選を控えるなか、トランプ大統領が支持拡大を狙い、自国経済に悪影響がある対中関税第4弾（12月15日）の発動を見送ると想定。その効果は実施した場合に比べて、米国GDPを0.2%押し上げる見込み（図表3-4）。



展望③ IT需要は緩やかながらも中長期的に成長が持続

- (1) 半導体出荷額は減少傾向にあったものの、足元ではボトムアウトする兆し（図表4-1）。半導体関連企業の株価も上昇傾向。
- (2) 半導体製造装置をみると、2019年は前年から大きく落ち込む見込み（図表4-2）。2020年については、データセンター用設備投資の回復、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の継続などから、半導体の主要業界団体であるSEMIは前年比プラス成長に転じると予測（図表4-2）。ただし、水準としては2018年を下回り、回復ペースは緩慢。
- (3) IT需要を占ううえで注目すべきはソフトウェアの影響力向上。日本・米国でもIT投資の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牽引力も拡大（図表4-3）。ソフトウェアへの投資需要は引き続き堅調であるため、その面からもIT需要を下支えする算算。
- (4) 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（図表4-4）。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。



(図表4-4) これからの投資拡大が期待される主な分野

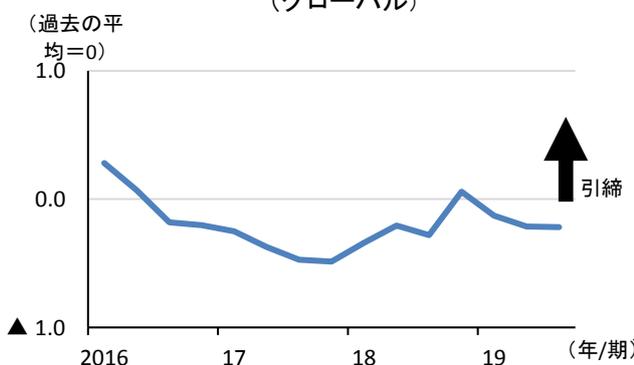
新分野	概要
ハイパーオートメーション	複数の機械学習 (ML)、パッケージ・ソフトウェア、自動化ツールなどを組み合わせて一連の仕事を実行し、現在以上の自動化を実現
専門性の民主化	広範で高コストなトレーニングを受けていない人でも高度なITを活用できるサービス
ヒューマン・オーグメンテーション (人間の拡張)	ウェアラブル・デバイスなどを身体に装着または移植することで本来の身体能力を強化
分散型クラウド	パブリック・クラウド・サービスをさまざまな場所に分散させることでクラウドサービスを強化
AIのセキュリティ	AI搭載システムの保護、AIを活用したセキュリティ対策の強化、攻撃者によるAIの悪用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

展望④ 金融緩和効果はこれから顕在化。財政政策も景気を下支え

- (1) 米国が利下げに転じ、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(図表5-1)。同指数は金利低下、通貨安、資産価格上昇で「金融緩和」となるものであり、今後、世界的に金融緩和効果が顕在化し、景気を下支えする見通し。
- (2) 地域別にみると、米国、ユーロ圏、その他新興国で金融緩和傾向。一方、中国、その他先進国ではやや引き締め傾向となっており、金融緩和の効果は地域によって二極化(図表5-2)。
- (3) 要因分解をみると、米国では金利低下と株価上昇が、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。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の引き締めに作用(図表5-3)。
- (4) 世界的に景気先行き不透明感が依然として燻るなか、今後、各国では財政は拡大傾向となる可能性大。もっとも、①米国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、規模はマイルドなものとなる公算(図表5-4)。

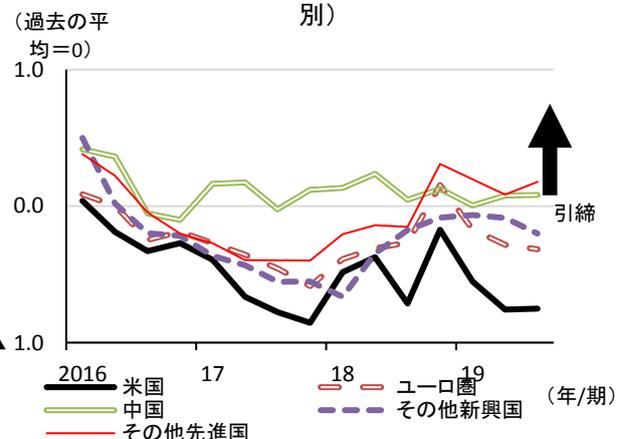
(図表5-1) IMF試算の金融環境指数
(グローバル)



(資料) IMFから日本総研作成

(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。

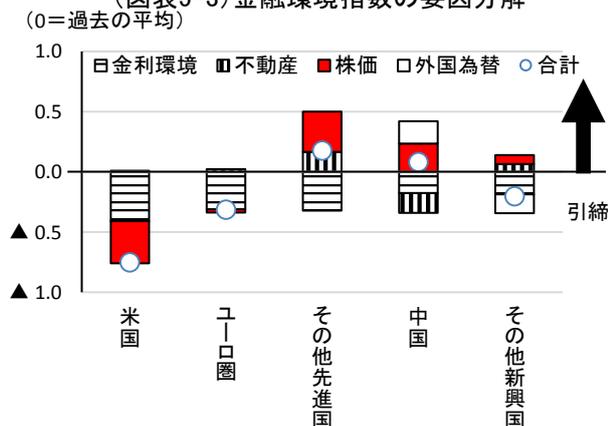
(図表5-2) IMF試算の金融緩和指数(地域別)



(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・引締状況を試算したもの。

(資料) IMFより日本総研作成

(図表5-3) 金融環境指数の要因分解



(資料) IMFから日本総研作成

(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・引締状況を試算したもの。

(図表5-4) 各国における財政拡張の状況

米国	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、景気を下支えする見込み。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19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) 新聞報道などから日本総研作成

見通し 2020年は持ち直し。ただし力強さに欠ける展開

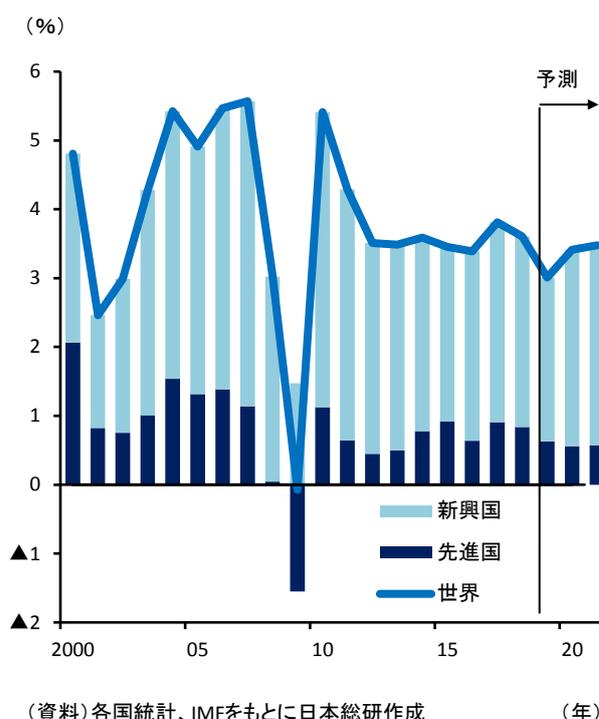
- (1) 世界景気は緩やかに持ち直していく見通し。ただし、米中覇権争いは今後も続くと思われるなか、投資をはじめとする企業のリスクテイクも活発にはなりにくく、力強い牽引役が不在の状況が長引く見込み。2020年3.4%、2021年3.4%と、2019年の3.0%からは加速するものの、1980年以降の平均程度に留まると予測。
- (2) 新興国では、総じて持ち直すとみられるものの、米中の景気回復が緩慢ななか、回復ペースはマイルドになると予測。中国では安定した雇用・所得環境を確保できる範囲内で、緩やかな景気減速を許容する見通し。
- (3) 先進国では、米国では金融緩和効果の顕在化や拡張的な財政政策により、景気はスローダウンするものの失速は回避。ユーロ圏と日本は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は1%台前半の低い伸びに。
- (4) リスクとしては、米中対立には引き続き警戒が必要。さらに次頁以降で分析する、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に注意が必要。

(図表6-1) 世界の実質GDP成長率見通し

	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	0.9	0.5	0.8
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6-2) 世界の実質GDP成長率の寄与度



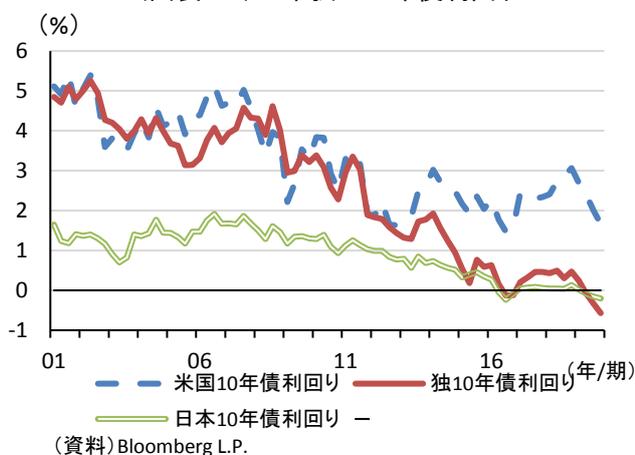
(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総研作成

(年)

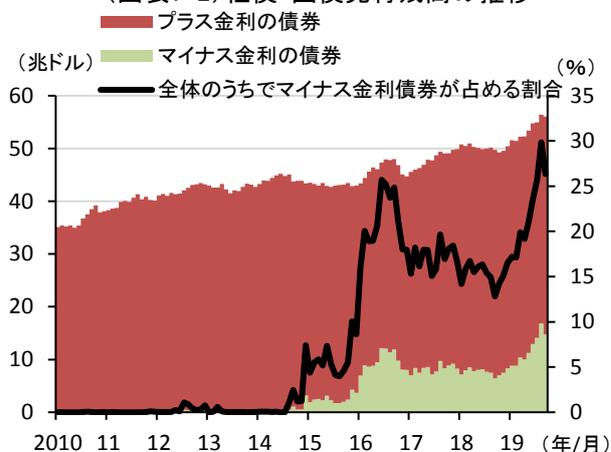
リスク① 債券バブルの懸念

- (1) 世界的に長期金利が低下傾向（図表7-1）。それを映じて最近では国債だけでなく、社債でもゼロ金利の債券発行も相次ぐ状況。マイナス金利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（図表7-2）。
- (2) 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る。非金融企業部門と政府部門は最近10年間の伸びが顕著（図表7-3）。
- (3) 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、特に最近ではハイレバレッジな資産保有が増えるなど、リスクテイクが積極化。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（図表7-4）。
- (4) 以上を総合すると、今回の低金利によるバブルはノンバンク部門、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あり。

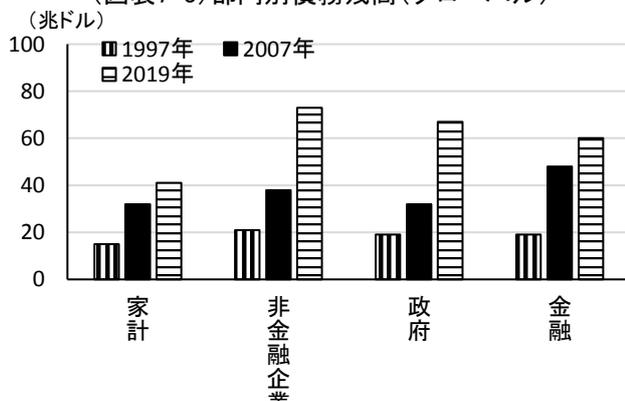
(図表7-1) 日米独の10年債利回り



(図表7-2) 社債・国債発行残高の推移



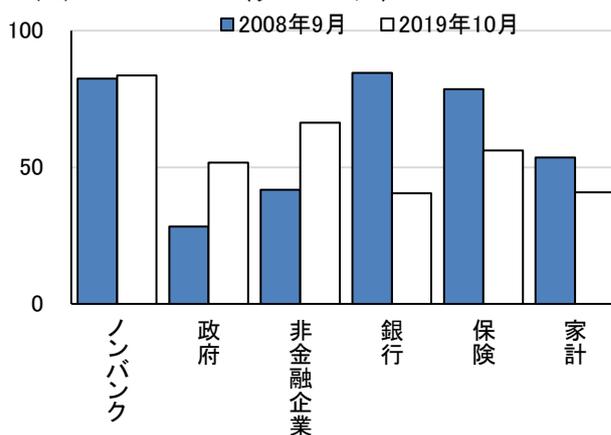
(図表7-3) 部門別債務残高(グローバル)



	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) 国際金融協会から日本総研作成

(図表7-4) 各部門の高リスク資産のGDP比(グローバル)

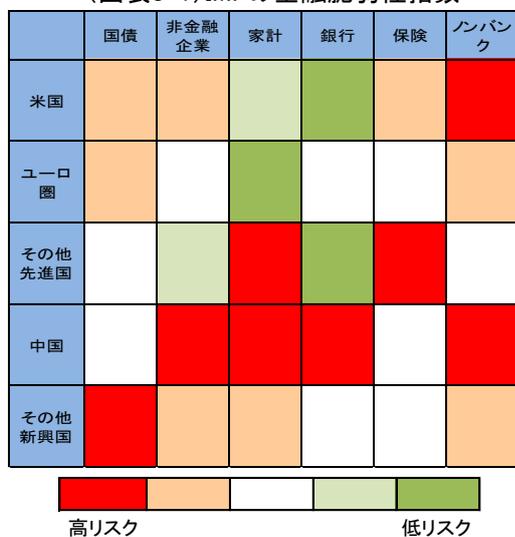


(資料) IMFから日本総研作成

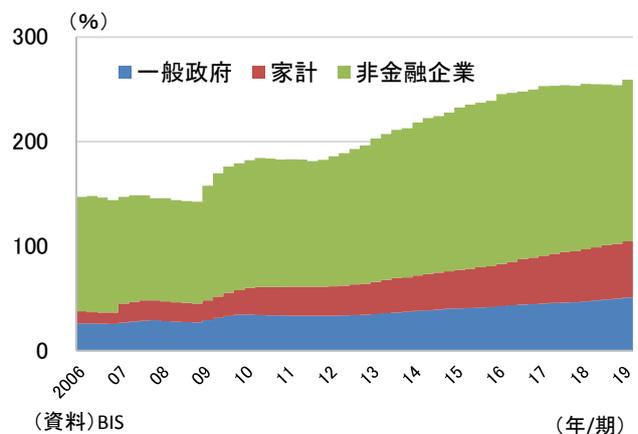
リスク② 中国の過剰債務問題

- (1) IMFの金融脆弱性指数をみると、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（図表8-1）。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。
- (2) 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、政府部門は伸びが穏やかにとどまっているのに対し、家計部門、企業部門はともに着実に増加。その結果、非金融部門全体ではGDP比で250%を超える水準まで拡大（図表8-2）。
- (3) 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のGDP比をみると、ノンバンクが低下する一方（図表8-3）、銀行部門が増加。金融セクターでは銀行部門に一層注意が必要となっている状況。
- (4) 中国企業債務で注目すべきはいわゆる「ゾンビ企業」の存在。とりわけ、投機的格付企業の債務がGDP比で増加。営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・レシオが1未満の企業の債務が増えており、注意を要する状況（図表8-4）。

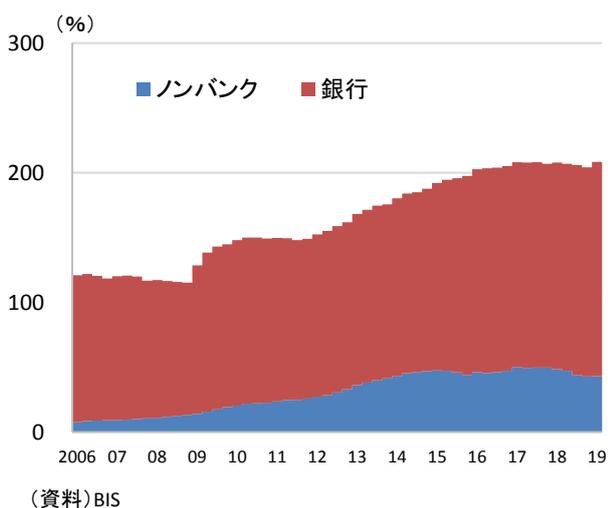
(図表8-1) IMFの金融脆弱性指数



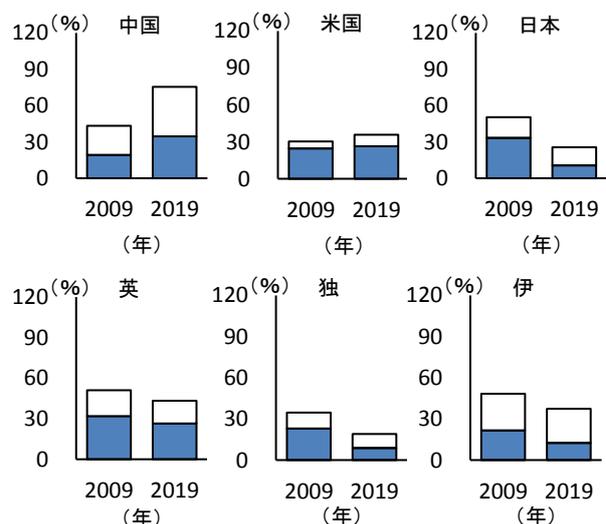
(図表8-2) 中国の非金融部門向け金融機関等与信残高(GDP比)



(図表8-3) 中国の銀行・ノンバンクの非金融企業向け与信残高(GDP比)



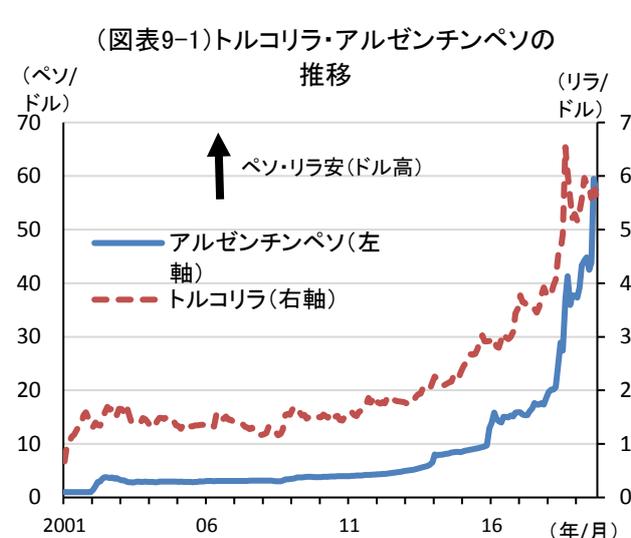
(図表8-4) 投機的格付企業の債務残高(GDP比)



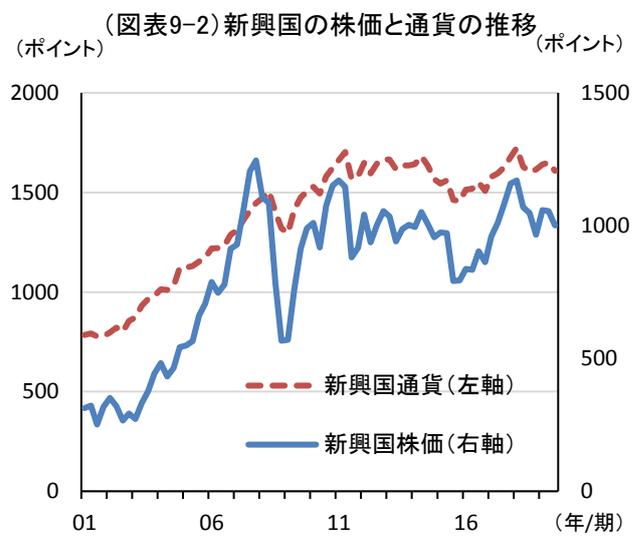
(注) 色付部分がインタレストカバレッジ比率1未満

リスク③ トルコ・アルゼンチンの通貨・金融面の脆弱性

- (1) 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。両国においては為替も歴史的な自国通貨安が持続（図表9-1）。トルコではクルド人居住地域からの米軍撤退、アルゼンチンでは政権交代等、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状況。
- (2) 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等に下振れリスクがあり、足元で新興国の株価・通貨ともにやや軟調な展開。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、全体として見れば差し迫った状況にはない模様。
- (3) 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、政治リスクを過度に警戒する必要はない状況。
- (4) 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。新興国リスクについては引き続きトルコ・アルゼンチンの動向を見ていくことが必要。

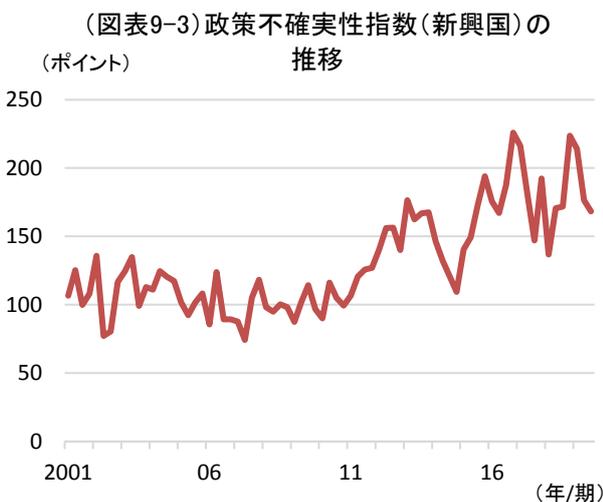


(資料) Bloomberg L.P.

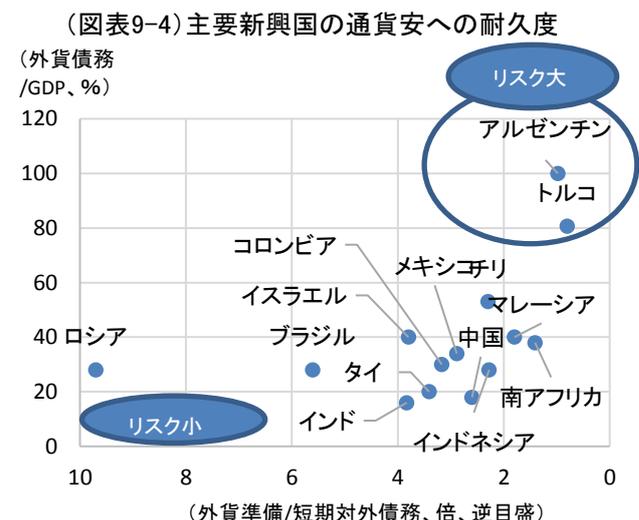


(注) MSCIエマージングマーケットインデックスと同カレンシーインデックス

(資料) Bloomberg L.P.



(資料) Economic Policy Uncertainty



(資料) 各国統計、世界銀行等から日本総研作成