

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は製造業の調整局面にありつつも底堅さを維持できる見込み～

日本

～景気の腰折れは回避の公算も、外需起因の下押し圧力が継続～

米国

～雇用拡大と堅調な企業収益が緩やかな景気拡大をサポート～

欧州

～景気は減速しつつも、個人消費を中心に底堅さを維持～

アジア・豪州

～中国の減速は重石となり続けるも、内需主導の安定成長は概ね維持～

中南米

～緩やかに回復中のブラジル、不況下のアルゼンチン、2%成長が続くメキシコ～

原油価格

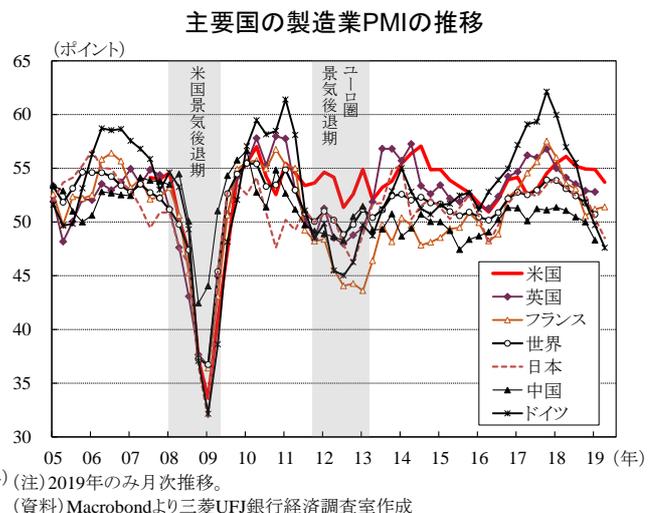
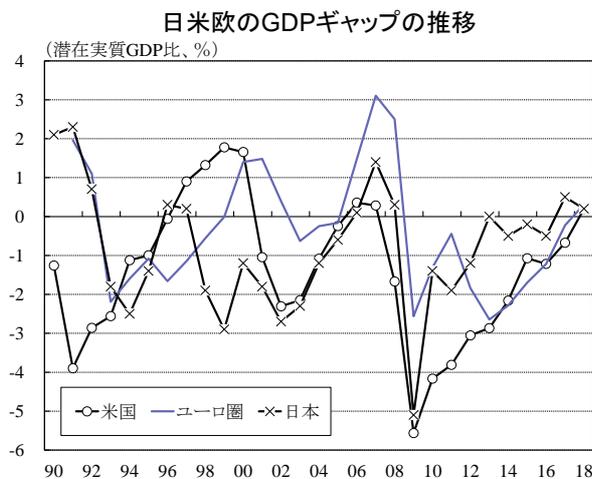
～供給起因の需給の引き締まりが先行きの原油価格を下支え～

見通しの概要

世界経済は製造業の調整局面にありつつも底堅さを維持できる見込み ～政治・政策リスクは残存～

循環論的な観点から世界経済の流れを観察した場合、現在は少なくとも二つの循環が重なっている局面であることが分かる。一つは、需給ギャップ（現実の需要と経済の供給力の差）の動向で、10年前の世界金融危機時に先進国中心に一気に拡大したマイナスの需給ギャップがその後10年を掛けて徐々に縮小し、足元ではほぼギャップは解消もしくはプラスのギャップ（需要超過即ちリソース逼迫を意味）を示すに至っているというものである。本来これは、デフレよりもリソース逼迫に伴うインフレ圧力の方が懸念される局面に入ったということであり、金融政策上の示唆でいえばこれ以上の異次元な緩和政策は正当化しにくくなったということである（実際、この数年、米国を先頭に先進国で中央銀行の緩和政策からの「出口」が模索されるようになっている）。

もう一つはより短い景気循環であり、足元は、2016年半ば頃から始まり2018年初頃にピークをつけた景気サイクルの減速局面と位置付けることができる。そして、今回の減速局面は、冒頭に述べた需給ギャップ解消局面の中では、2012年前後の欧州債務危機時の減速局面、2015年前後の商品市況低迷時の減速局面に次ぐ3番目の減速局面と考えてよいだろう。今回の場合は、債務危機や商品市況暴落のような目だったイベントがあるわけではないが、製造業の在庫循環に加えて、中国のシャドーバンキング規制強化に伴う民間企業の減速や米中貿易摩擦の激化、更には直近では欧州の排ガス規制強化影響などが複合的に重なったものであろう。



このような二つのサイクルが重なった時に現れる現象としては、企業活動の弱さと雇用・家計所得の堅調との並存が指摘できる。即ち、在庫調整局面にあるた

め製造業を中心に企業の活動水準の伸びは停滞しているものの、需給ギャップの解消が示唆するように人手不足が問題となるほどの労働市場逼迫は続いているため、本格的な雇用調整が実施される局面からは程遠く、雇用者の伸びや賃金の伸びは息長く続いているという状況である。実際、各地域状況は夫々の見通しパートに譲るものの、ほぼ全ての地域で製造業を中心とする景気の減速が指摘される一方で、個別要因で経済危機にある一部の新興国を除けば雇用情勢の本格的悪化が指摘される地域は皆無に近い。

問題はこれらサイクルが今後どのような展開を辿るかということだが、少なくとも先行き 1 年程度を見通した場合は、今回の短い景気循環（製造業の在庫循環）は、前 2 回の循環同様深刻な落ち込みに至る前にボトムアウトする可能性が高いだろう。これは、需給ギャップの中長期的な変動と関連の深い債務拡張を伴う資産バブルとその崩壊という一連の流れが今のところ先進国では目立って観察されていないため、家計や企業が支出よりも債務返済を優先させるというバランスシート調整の可能性が少なく、景気に自律的なボトムアウトが期待できるからである。但し、需給ギャップの循環の観点からみると、ギャップの解消（遊休資源の解消）が物理的な成長制約になってくるだろう。よって、特に先進国については出来上がりとして潜在成長率程度の成長に止まる可能性が高いと考えられる。なお、わが国においては今年消費増税というイベントを控えるが、政府の手厚い政策対応によりその影響は限定的に止まるとみられることから、潜在成長率程度の成長は確保可能であろう。

但し、ここで今一度認識すべき点を何点か指摘できるだろう。一つは、今回の景気循環には、米中対立や米国内の政治的対立、英国の EU 離脱など政治・外交的な文脈に起因するイベントが多く、景気の不透明感を更に強めている点である。例えば米中対立は、お互いに制裁関税を掛け合う前例のない規模での貿易戦争になっている上、技術覇権争いを念頭に相手国の特定企業の排除等にまでエスカレートしているため、二次三次の影響まで含めると不測の事態すら懸念されるところである。こうした不透明感は、米中間で貿易不均衡是正という限られたテーマに関して何らかの合意が成立したとしても容易には払拭されないものとみられるため、事態の進展が「循環の波形」を悪い方向に歪めるリスクは否定できない。欧州でも、英国 EU 離脱の帰趨のほかに、5 月の欧州議会選挙における既成政党とポピュリズム政党の勢力図の変化などが金融市場での不透明感を高める可能性はあるだろう（但し、英国の EU 離脱は、仮に「合意なき離脱」となった場合でも、物流の混乱等を通じて英国経済自体には甚大な影響をもたらすとみられるものの、ユーロ圏にとっての英国は貿易相手国としてのウエイトは数%台であることから、欧州域内全域あるいはグローバルなリスクとしては上位にないとみられる）。

今一つは米中対立の当事国の一方である中国の実体経済の動向である。経済成長率自体は 6%台半ば程度と緩やかな減速に止まっているが、自動車販売や貿易統計、あるいは本邦企業の現地法人業績など急速な低迷を見せている指標も目立つようになってきている。中国では、米国による制裁関税の影響のみならず、債務問題への対処としてのシャドーバンキング規制が民間企業の資金調達難に繋がっているという指摘がある。こうした逆風を相殺すべく、預金準備率引き下げを始めとする金融緩和やインフラ投資などの政策が打たれており、メインシナリオとしては急激な景気失速は避けられるとみられるが、中央の方針が地方の末端にまで浸透するのに時間が掛かる等一筋縄ではいかない面もあり注意は必要だ。特に、先進国の中で中国経済との結び付きが強い日本にとっては大きなリスク要因である。

最後に米国 FRB の動きにも注意が必要だろう。そもそも FRB が緩やかな利上げを続けてきたのは、需給ギャップが解消してきたため大規模な金融緩和は正当化できなくなり、政策スタンスを景気に中立なところまでは戻す必要がある（それにより次の景気後退で有意な利下げができる程度の金利水準は確保しておく）という認識に立っていたからに他ならない。しかし、その FRB 自体の利上げ姿勢が折からの政策・政治的な懸念材料と循環的な景気減速と相俟って投資家（やトランプ大統領）の不安を招き、年末年始の株価の大幅調整を招くに至った。ここで FRB が組織として選択したのは、半年先や 1 年先の政策効果を視野に入れた特定の金融政策モデルによる判断軸ではなく「データ次第」という判断軸であり、その結論が「様子見姿勢への転換（利上げの一時中断）」「バランスシート縮小の前倒し終了」になったものと考えられる。これは金融市場の動揺を抑えるには劇的な効果があったといえる。実際、本来金融市場が消化すべき材料としての米中摩擦に関するニュースや景気動向を示す指標について言うと、昨年 12 月頃と足元とで不透明感に大きな差があるとは考えにくく、大きく変化したのは FRB の金融政策姿勢に他ならない。これは金融政策が持つ影響力を如実に示すものである一方、企業経営者や投資家、消費者が過度に金融政策に期待していることも示しているのではなかろうか。歴史的には経済主体の金融政策への依存が結果として資産バブルに繋がった例は枚挙に暇が無い。足元の状況が具体的な警告を発していると言えないにせよ、家計・企業・市場の「金融政策依存」という中長期的リスクには留意が必要だろう。逆に、FRB としてもそれによって金融政策を縛られるリスクはあるわけで、景気や市場の安定を前提とした上で「データ次第」からモデルによる判断への再転換、その帰結として中立金利を目指してのあと 2 回程度の利上げの可能性は依然残っているといえる。目先は 3 月の FOMC での政策金利見通しやそれに対する金融市場の反応が注目されるところである。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2017年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2017年実績	2018年実績	2019年見通し	2017年実績	2018年実績	2019年見通し	2017年実績	2018年実績	2019年見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	66.83	1,353	3.3	3.3	3.0	2.2	2.6	2.3			
先進国・地域	43.77	886	2.3	2.3	1.9	1.7	2.0	1.7			
新興国	23.07	467	5.3	5.2	5.0	3.1	3.9	3.4			
日本(年度ベース)	4.94	100	1.9	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	1,968	1,669	1,520
アジア11カ国・地域	19.62	397	6.1	6.0	5.7	2.0	2.3	2.3	4,010	2,339	1,932
中国	12.01	243	6.8	6.6	6.2	1.6	2.1	2.2	1,649	491	337
インド(年度ベース)	2.60	53	7.1	7.3	7.5	3.6	3.4	3.6	▲ 487	▲ 601	▲ 713
NIEs4カ国・地域	2.78	56	3.2	2.8	2.4	1.4	1.4	1.6	2,371	2,274	2,217
韓国	1.54	31	3.1	2.7	2.5	1.9	1.5	1.7	785	766	711
台湾	0.57	12	3.1	2.7	2.1	0.6	1.4	1.1	829	748	720
香港	0.34	7	3.8	3.0	2.4	1.5	2.4	2.4	147	107	103
シンガポール	0.32	7	3.6	3.2	2.5	0.6	0.4	1.0	610	653	683
ASEAN5カ国	2.32	47	5.4	5.2	5.0	3.0	2.8	2.9	478	175	91
インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.1	3.8	3.2	3.6	▲ 162	▲ 311	▲ 280
タイ	0.46	9	3.9	4.1	3.8	0.7	1.1	1.1	502	335	302
マレーシア	0.31	6	5.9	4.7	4.5	3.8	1.0	1.3	95	79	80
フィリピン	0.31	6	6.7	6.2	6.1	2.9	5.2	3.9	▲ 22	▲ 66	▲ 76
ベトナム	0.22	4	6.8	7.1	6.5	3.5	3.5	3.8	64	138	65
オーストラリア	1.38	28	2.4	3.0	2.8	1.9	1.9	2.0	▲ 361	▲ 358	▲ 364
米国	19.49	394	2.2	2.9	2.4	2.1	2.4	2.1	▲ 4,491	▲ 4,717	▲ 4,767
中南米6カ国	4.65	94	1.7	1.3	1.9	6.9	9.4	6.6	▲ 732	▲ 819	▲ 850
ブラジル	2.06	42	1.1	1.1	2.2	3.4	3.9	4.0	▲ 55	▲ 129	▲ 300
メキシコ	1.15	23	2.1	2.0	2.0	6.0	4.8	3.7	▲ 191	▲ 230	▲ 230
アルゼンチン	0.64	13	2.9	▲ 2.4	▲ 1.4	24.0	44.0	25.0	▲ 316	▲ 250	▲ 100
ユーロ圏19カ国	12.63	256	2.4	1.9	1.4	1.5	1.8	1.5	4,107	4,036	3,707
ドイツ	3.70	75	2.2	1.4	1.2	1.7	1.9	1.6	2,950	2,943	2,665
フランス	2.59	52	2.3	1.5	1.3	1.2	2.1	1.5	▲ 148	▲ 196	▲ 133
イタリア	1.94	39	1.6	0.8	0.3	1.3	1.2	1.1	543	535	475
英国	2.63	53	1.8	1.4	1.3	2.7	2.5	1.9	▲ 881	▲ 1,098	▲ 903
ロシア	1.58	32	1.5	2.3	1.3	3.7	2.9	4.2	333	1,058	850

<参考>

世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.8	3.9	3.6	2.4	2.9	2.5			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (注)1. 『2018年』の一部の国・地域は見込み値。
 2. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。
 3. 『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界41カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
 4. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。
 5. 『中南米6カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。
 (資料)各国統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱UFJ銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail:yasuhiro_ishimaru@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。