

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は政治・政策リスクが極めて高いなかでも底堅さを維持する見通し～

日本

～内需は底堅さを維持も、海外経済の減速長期化やリスクには要警戒～

米国

～米中通商摩擦の不確実性は高まるも堅調な個人消費が景気拡大を後押し～

欧州

～減速感が強まるも、個人消費を中心に景気の底堅さは維持する見込み～

アジア・豪州

～外需の軟調は当面続くも、内需主導の安定成長は概ね維持～

中南米

～拡大テンポが鈍るブラジル・メキシコ、
スタグフレーションに喘ぐアルゼンチン～

原油価格

～需要減退懸念が意識され、原油価格は上値の重い展開に～

見通しの概要

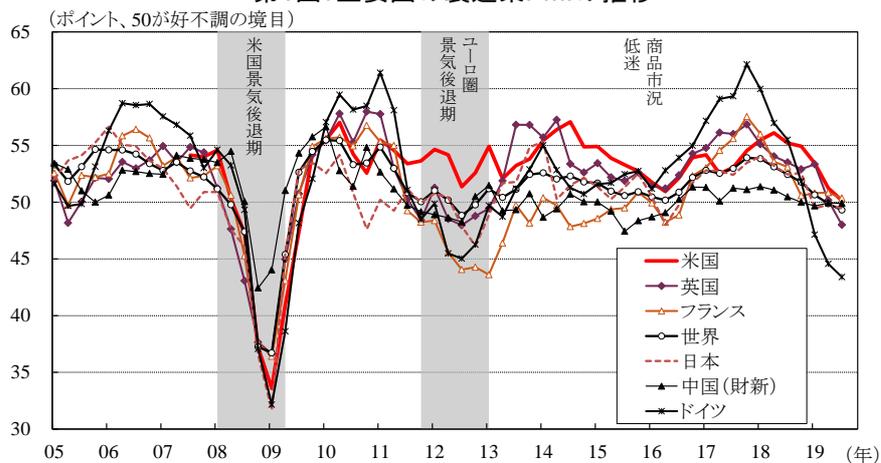
世界経済は政治・政策リスクが極めて高いなかでも底堅さを維持する見通し

世界経済は3ヵ月前に比べて政治・政策面での不透明感が更に高まるなかで製造業を中心に調整色を強めている。

主要国の4-6月期実質GDP成長率を確認すると、欧州で英国やドイツが前期比マイナス成長となったほか、米国でも個人消費は好調ながらも設備投資や外需のマイナス寄与で1-3月期に比較して減速、中国では現行統計開始以来の低成長というのが話題となり、他の新興国でも前期に比べて減速する国が相次いだ（正確には、アジア諸国は加速国と減速国が区々、中南米諸国は総じて減速）。こうした中、本邦では前期比年率+1.8%と民間最終需要を中心に堅さを維持したものの、数字としてはやはり年初のペースから減速、また生産や企業部門のマインドが低迷した。

このような成長率減速あるいは景況感停滞の中心にあるセクターは引き続き製造業であり、その背景については改めて確認しておく必要がある。各国の製造業関連統計を確認すると、生産指数や購買担当者指数が減速に転じたのは、欧州、日本、中国では2017年末～2018年初から、米国では2018年半ばからである（第1図）。業種別には、ほぼ全てのセクターに亘って不振が続いているといえるが、特に半導体／電子・電気機械や自動車といった基幹セクターの調整が長引いていることは改めて注意しておく必要がある。これらセクターはいずれも景気加速時の2016年後半～2017年に掛けてのブームの循環的反動の最中にあることに加え、米中間を始めとする通商摩擦の広がりや英国のEU離脱問題等既存のグローバル・サプライチェーンの再構築を迫る事態が收拾の兆しを見せていないことが重石になっているからだ。

第1図：主要国の製造業PMIの推移

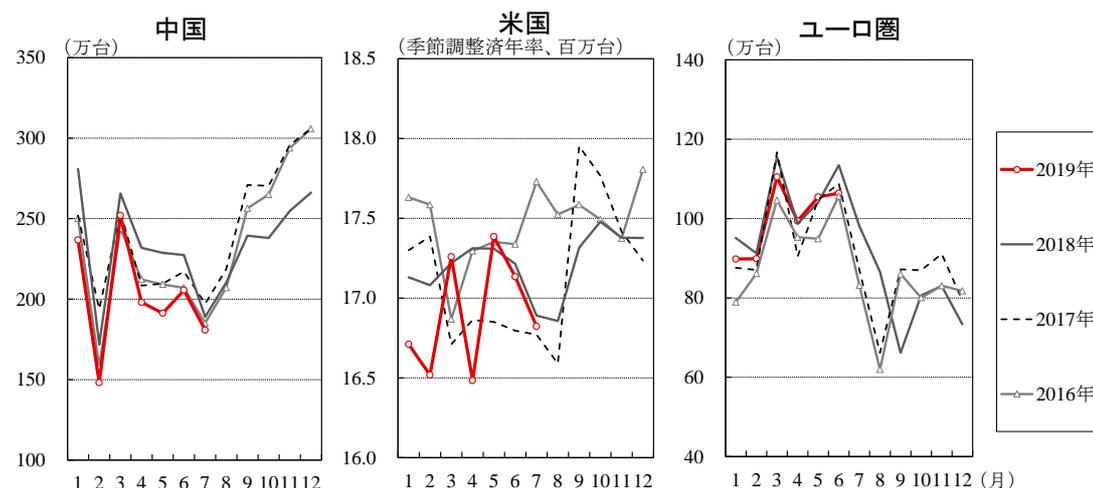


まず半導体／電子・電気機械については、世界的なスマホの販売不振等に加え、米中対立の主戦場ともいべきハイテク・デジタル分野の中核的業界であることが不透明感に拍車を掛けている。米中間の摩擦は単に貿易赤字を巡るものに止まらず、安全保障や技術覇

権を巡っての対立の様相を深めているが、これまで中国が半導体や電子・電気機械の分野で企業のグローバル・サプライチェーンのハブとなってきたなかで、今や米国のトランプ大統領がツイッターで「米国企業は直ちに中国の代替地を探し始めることが命じられている」と宣言する状況である。米国による制裁関税で中国から米国向け輸出のコスト競争力が大幅に低下することが懸念され、中国を中心とするサプライチェーンの変更を米国政府高官が公然と要請するなかでは、米国企業に限らず世界的に企業の投資に対する様子見ムードは高まらざるを得ない。中国自身も、2017年末以降の「デレバレッジ（過剰債務削減）」政策により、シャドバンキング規制を強化したことが中小企業を中心とする民間部門への資金調達環境に負の影響をもたらしたとされており、これらが相乗効果となって、中国における原材料や半導体製造装置等の資本財への需要も低迷し、貿易チャネルを通じて世界に波及している。

自動車については、同様に 2017 年までの世界的な好調の反動という側面が強いが、各国によって様相はやや異なる（第 2 図）。世界最大の自動車市場である中国は 2017 年までの減税による販売促進の反動がやや長引いているのに加え、米中対立激化に伴う消費者の不安心理も働いているとみられ、年初来累積で前年比二桁減の販売が続く状況となっている。また、欧州でも南欧諸国で販売不振が続いており、これが欧州最大の規模を持つドイツの自動車産業を直撃しているようだ。これに比較すると北米や日本での販売減は軽微だが、米国が「安全保障」を理由とした関税発動のカードを各国に示しているほか、環境規制強化やシェアリングの拡大などゲームチェンジ的な構造変化が進行しており、業界固有の先行き不透明感は極めて強い。

第 2 図：主要地域の自動車販売台数の推移



(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

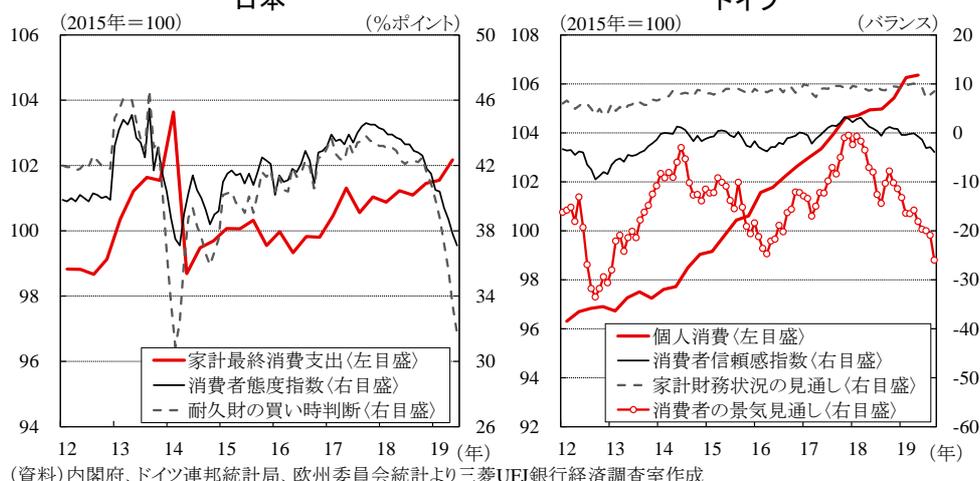
このように、半導体／電子・電気機械や自動車を始め製造業の動向は、景気サイクルのみならず、通商政策・安全保障政策やイノベーション、環境規制といった、政策要因や次世代の要因からも踊り場に来ている可能性がある。このうち、政策要因に不透明感が強いのは疑いようがない。来年米国大統領選挙を控える中で、米中対立がどういう帰趨を辿り、世界経済にどう影響を及ぼすのか予想するのは困難であり、金融政策を司る米 FRB

のパウエル議長ですら（金融政策への示唆という文脈の中とはいえ）「現在の状況に対する政策対応の手引きとなる先例がない」との戸惑いを正直に吐露している。欧州における英国の EU 離脱問題なども同様である。

もつとも、政策の不確実性は大きいという前提条件付きながら、次の理由により、この「製造業不況」は深刻な調整にまでには至らず、「先行き不透明感」に伴う企業の投資見合わせ要因の前年比下押し効果も一巡するなかで、むしろ来年前半以降は灰汁抜け感が徐々に出てくる展開を予想する。

先ず一つは、製造業が引き続き極めて重要な産業分野であることは不変にせよ、多くの国で雇用創出のドライバーとなっているのはサービス業であり、一部の個別事情を抱えた国を除き、先進国・新興国に総じて共通した特徴としていえるのは、製造業雇用の不振が非製造業雇用にも広く伝播する兆候は乏しいということである。一般に、企業が本格的な雇用・賃金の削減に踏み込まない限り、家計の所得環境は劇的には悪化せず、したがって個人消費も所得同様の伸びを示す傾向にある。これが、少なからぬ国で「様々な不透明要因のニュースが家計の『マインド』を低下させるものの、小売売上等実際の『支出』は堅調に推移」というパターンがみられることの背景と考えられる（第3図）。したがって、個人消費の底堅さが、製造業部門の調整に起因する企業部門需要（設備投資、在庫投資）や外需の不振を吸収する余地は相応にあると考えられる。在庫投資や外需は振れが大きい項目であるため、「2 四半期連続の前期比マイナス成長」の定義に当て嵌まるテクニカル・リセッションを経験する国はこの先出てくる可能性はあるものの、雇用・消費の総崩れを伴う本格的景気後退が世界規模で発生することは考えにくい。これは、主要国では家計部門が「資産変動の大きなリスクに晒されつつ過大な負債を負う」状況にはなく、したがってバランスシート調整の可能性が低いことによっても補強される見方であろう。

第3図：日独の個人消費と消費者マインドの推移
日本 ドイツ



第二に、足元の製造業の低迷とそれに伴う景況感悪化、通商摩擦に伴う不確実性及び低インフレを前に、各国の中央銀行は予防的な金融緩和姿勢を強くしている。そもそも、先進主要各国の政策金利は歴史的には現在でも相当低く、また FRB と ECB が昨年まで金融緩和の「出口戦略」を遂行していたことがどれだけ実体経済（金融市場ではなく）を抑制

したのかという点には議論の余地があり、したがってここからの金融緩和の景気刺激効果（特に実物投資喚起）についても多くを期待できない可能性がある。しかし、少なくとも一ついえることは、株式市場を始めとする金融市場に対してはポジティブなメッセージとなっており、非合理的な「質への逃避」が自己実現的に金融市場の危機を招くという悪循環の芽は抑制していると考えられる。なお、低金利下で金融緩和余地が小さくなっているのを踏まえ、もう一つのマクロ経済政策である財政政策に期待する議論もみられるようになっているが、先進国中もっとも景気停滞が懸念されているドイツが財政収支は黒字であり、財政出動の余地が比較的大きいことは幸いといえる。

第三に、景況感悪化の震源地である製造業、特に半導体／電子・電気機械と自動車についても、構造的な需要屈折に直面したとは考えにくく、いずれは長期の需要増加トレンドに復帰してくることが想定される。前者であれば、AIや5Gなどキーワードに代表されるICTあるいはデジタル分野の技術進歩は日進月歩であり、それとともに見込まれる構造的な需要増が、遠くない将来、短期の在庫調整圧力を吸収すると考えられる。これは、半導体製造装置などの資本財についてもいえることである。また、自動車も、中国や将来的にはインドなどのモータリゼーションを考えると需要そのものの拡大はこの先も着実に見込める。また、中国や欧州、あるいは米国の一部州等を先頭に、環境規制強化などに応じた技術あるいはビジネスモデル面での構造転換が進行しており、足元の需要低迷について中長期的に悲観する必要まではないのではないかと。

これらを踏まえて、来年にかけての世界景気を総論的に展望すると、過去の製造業の景気サイクルから推定して、現下の製造業の調整は来年前半までずれ込む可能性が高いが、個人消費を中心とする家計部門需要の堅調をストッパーに持ち堪え、その後は企業部門も徐々に復調の傾向を示し始め、各々の潜在成長率程度の成長軌道に復帰するというのがメイン・シナリオとなる。仮に家計部門の最終需要が底堅く、金融市場の資金調達環境も著変がないのであれば、企業部門も緩やかながら循環的な回復が見込めることに加え、R&Dも含めた投資活動をいつまでも見合わせるのは将来に向けて致命傷にもなりかねず、新たな貿易秩序を見据えてグローバル・サプライチェーンに変更を加えつつも投資活動は継続すると考えられるからだ。この大局観を元に、2020年は米国で前年比+2%程度、ユーロ圏では+1.4%程度、日本では+0.7%程度、中国では+6%程度の成長を予想する。

以上のメイン・シナリオに対し、実際の展開を左右する幾つかの不確定要因にも触れておくべきであろう。そのうち最大のものは、繰り返しになるが、米中通商摩擦の帰趨である。米中の対立は、通商問題というよりは技術覇権や安全保障に関わる問題となっているという点はもとより明白であり、そもそも早期の抜本的解決を期待するのは困難と言わざるを得ない。したがって、それぞれが国内景気への打撃を和らげるための様々な措置を打ち出すに至っているが、一つ触れておくべきなのは、米国が対中輸入品のなかでもこれまで関税未賦課だった消費財を中心とする品目群にもいわゆる「第4弾」の関税賦課（9月1日以降）を表明した直後に、中国からの輸入シェアが高くしたがって代替が効き難い品目についてはクリスマス商戦等個人消費への影響を鑑みて年末に延期したことをどう考え

るかである。即ち、「国内経済への直接的インパクトが大きく、したがって選挙戦への影響も鑑みて結局本格的な関税発動は難しい」とみるか、「サプライチェーン変更を促すためにも米国はいずれ関税を発動する（企業が中国を中心とするサプライチェーンを短期間で変更するのは難しいために今回は関税発動を猶予したに過ぎない）」とみるか、二つの見方がありうる。この点、米国企業のなかには「トランプ政権の対中政策を支持する」ものの「サプライチェーン変更には時間がかかる」ことを訴える向きも少なからずあること、前述の通りトランプ大統領自ら米国企業に対して中国を代替する生産拠点を探す検討の要請（“order”）をしていること等を考えると、後者を想定しておいた方が保守的であろう。

この場合、米国経済は主として個人消費への影響が、中国経済は主として国内生産・投資への影響が顕在化することになるが、8月の関税応酬エスカレーション後の更に高い税率がお互いフルに適用される前提では、米国では▲0.4%ポイント程度、中国では▲1.2%ポイント程度の成長下押し圧力が見込まれる。これらを、米国では既存の成長余力で吸収し、中国では財政・金融政策あるいは個別の産業政策にて中和するとみられるものの、米中間の措置の応酬も含め実際の展開が結局どうなるかはやはり現時点では予見し辛いといわざるを得ない。足元までの米国トランプ政権の動きとそれに対する中国政府の反応をみると、米国側は中国側に国内景気動向や資本流出という弱点があると想定し、中国側は米国側に来年の大統領選挙という弱点があると想定した交渉戦術を互いに繰り出している観があるが、実際には夫々に思い違いやすれ違いも多々あるとみておくべきだろう。

また、各地域の中央銀行、取分けFRBとECBの金融政策展開も大きな不確定要素だ。製造業が不振でインフレ率も低いとはいえ、各国で失業率が歴史的水準にまで切り下がっていることを考えると、本来であれば大幅な利下げが正当化される局面とは考えにくく、教科書的には小幅の保険的な利下げをして様子見をするのが相当であり、メイン・シナリオとしてはその展開を予想する。しかし、トランプ大統領が対中貿易摩擦や大統領選挙を見据えた国内景気の維持を念頭に前例のない形で大幅利下げ要求を公言している状況を踏まえると、教科書通りの展開とならない可能性も十分ありえる。その場合、欧州は欧州で景況感低迷と低インフレ率により金融緩和を視野に入れつつあるECBとの間でどんな相乗作用が働くとも限らず、日銀など他の中央銀行の意思決定にも影響を及ぼすことは十分考えられよう。ただ、これもトランプ政権とFRBの関係始め年末頃までの実際の展開次第で来年の金利環境がどうなるかの前提は大きく変わってくる。

英国のEU離脱や欧州各国の政局、日本の消費増税影響、日米二国間通商交渉の帰趨、中東情勢なども見通し上の変数となる。このうち、英国のEU離脱と日本の消費増税について触れるとすると、前者については、ジョンソン政権が「如何なる形であれ10月末に離脱」というのを志向する中で情勢は極めて不透明になってきたと判断せざるをえない。英国議会の総意を踏まえると、内閣不信任案→解散という形で10月末の離脱期限は小幅延長される可能性は残るが、ジョンソン首相も9月～10月の英議会休会を決めるなど、情勢は政局上の駆け引き次第という様相を呈している。仮に英・EU間、ジョンソン政権・英国議会間等で何らかの妥協が成立して、「合意なき離脱」が回避される展開となれ

ば、英国を含む欧州経済における不透明感は徐々に払拭され、企業投資の再開などから景気持ち直しの追い風となろう。一方、「合意なき離脱」となる場合は、英国は物流の混乱等から景気後退を経験する可能性が高く、また EU 側も負の影響は免れまい。

日本の消費増税に関しては、愈々実施まで約 1 ヶ月となった。足元駆け込み需要はそれほど顕在化していないが、9 月には相応に観察される可能性が高い。しかし、各種の軽減策や需要平準化策が講じられている点を考えると、過去に比べると景気への影響は限られよう。日本でも、雇用と消費の堅調は維持されており、加えて人手不足対応の観点から企業の設備投資も底堅く推移している。上記の通り世界情勢に不透明感は強いものの、来年は東京五輪で消費者マインド面も下支えされる公算が高いことから、外部的な大きなショックがなければ+0.7%程度の成長は十分可能であろう。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2018年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)		
	兆ドル	日本=100	2018年実績	2019年見通し	2020年見通し	2018年実績	2019年見通し	2020年見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	70.97	1,430	3.3	2.8	2.7	2.5	2.3	2.4
先進国・地域	46.32	933	2.3	1.7	1.6	2.0	1.5	1.7
新興国	24.66	497	5.2	4.8	4.8	3.5	3.8	3.7
日本(年度ベース)	4.96	100	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
アジア11カ国・地域	21.50	433	6.0	5.4	5.5	2.3	2.3	2.3
中国	13.41	270	6.6	6.2	6.0	2.1	2.3	2.1
インド(年度ベース)	2.72	55	6.8	6.8	7.0	3.4	3.6	4.1
NIEs4カ国・地域	2.93	59	2.8	1.7	2.1	1.4	1.0	1.4
韓国	1.62	33	2.7	2.0	2.2	1.5	0.9	1.4
台湾	0.59	12	2.7	1.9	2.0	1.4	0.8	1.0
香港	0.36	7	3.0	0.8	1.8	2.4	2.4	2.4
シンガポール	0.36	7	3.1	1.0	1.9	0.4	0.7	1.0
ASEAN5カ国	2.44	49	5.2	4.7	4.8	2.8	2.4	2.8
インドネシア	1.02	21	5.2	5.0	5.1	3.2	3.1	3.6
タイ	0.49	10	4.1	2.8	3.1	1.1	1.1	1.2
マレーシア	0.35	7	4.7	4.4	4.5	1.0	0.7	2.1
フィリピン	0.33	7	6.2	5.8	5.9	5.2	3.3	3.1
ベトナム	0.24	5	7.1	6.5	6.2	3.5	3.1	3.5
オーストラリア	1.42	29	2.8	1.9	2.4	1.9	1.5	1.8
米国	20.49	413	2.9	2.3	1.9	2.4	1.9	2.1
中南米6カ国	4.47	90	1.4	0.8	0.8	7.5	9.0	8.3
ブラジル	1.87	38	1.1	0.7	0.5	3.7	4.0	3.8
メキシコ	1.22	25	2.0	0.5	0.7	4.9	3.7	3.5
アルゼンチン	0.52	10	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 2.0	34.3	50.0	45.0
ユーロ圏19カ国	13.67	275	1.9	1.2	1.4	1.8	1.3	1.4
ドイツ	4.00	81	1.5	0.6	1.4	1.9	1.4	1.5
フランス	2.78	56	1.7	1.3	1.4	2.1	1.3	1.4
イタリア	2.07	42	0.9	0.2	0.7	1.2	0.8	1.0
英国	2.83	57	1.4	1.2	1.4	2.5	1.9	2.0
ロシア	1.63	33	2.3	1.3	1.5	2.9	5.0	4.3

<参考>

世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			4.0	3.5	3.5	2.6	2.5	2.6
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

- (注) 1. 『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)。
 2. 『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。
 3. 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』。
 4. 『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 鶴田)

TEL:03-3240-3204 E-mail:rei_tsuruta@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思わ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。