

経済レビュー

2019 年海外経済の展望

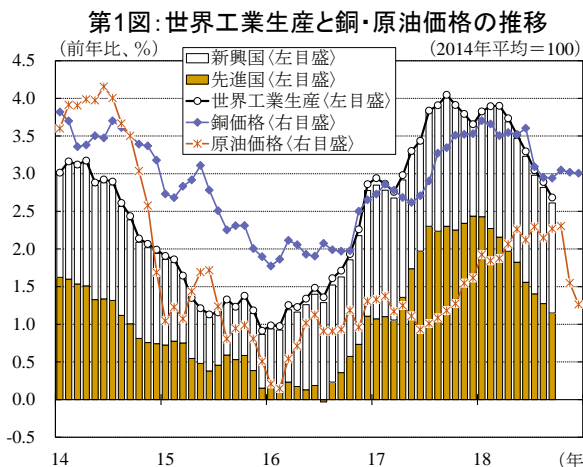
【要旨】

- ◇ 世界景気は年末が近づくにつれ減速感が強まり株式市場は不安定となっているが、景気循環の観点では、先進国のマクロ的な需給がリーマンショック後の大幅な供給超過から漸く均衡した状態に達してきたことがポイントだ。遊休状態にある生産要素の稼働率引き上げで潜在成長率を上回るペースでの景気回復が比較的容易な局面は終了しつつあり、足元の景気拡大モメンタムの低下は、経済が潜在成長率並みの拡大ペースに収斂していく過程の自然な動きだと考えることができる。
- ◇ 2019 年の世界経済は、政治・政策に起因する下振れリスクには警戒が必要だが、総じてみれば減速しつつも潜在成長率並みの緩やかな拡大ペースは維持できると予想する。長期に渡る金融緩和環境下にあっても、先進国では民間部門の債務に総じて過剰感はなく、それと表裏一体の株価や不動産価格にも過熱感は見られない。過去の世界景気悪化局面でしばしば観察された企業・家計による大規模なバランスシート調整の発現は想定されない。
- ◇ マクロ需給の引き締めと同時に先進国の失業率は歴史的な低水準にあり、雇用環境は引き続き良好である。この先の雇用拡大ペースは、総じてみると労働力人口の増加ペース並に落ち着いていく公算が大きいものの、それは景気拡大局面の終焉ではなく、緩やかながらも安定した景気拡大の継続を意味する。また、インフレ率の改善を受け金融政策はこの先も緩和の縮小・正常化が進められるが、そのペースは漸進的であり、かつ潜在成長率の趨勢的な低下や金融不均衡の不存在を背景に利上げの到達点はかつてに比べ低くなる見通しである。
- ◇ 米中間の通商摩擦は激化している。両国による関税賦課応酬の影響は一定の前提を置いた上で見通しに織り込んでいるが、不透明に起因するマインドの大幅悪化や金融市場の混乱、米国による中国企業への制裁等を通じた悪影響の更なる拡大リスクにも警戒が怠れない。また、英国の EU からの離脱交渉は混迷の度を深めており、合意無し離脱、離脱無しリスクともに存在する。米国を中心にクレジットサイクルの局面変化が景気減速を助長する可能性にも一定の留意が必要であろう。

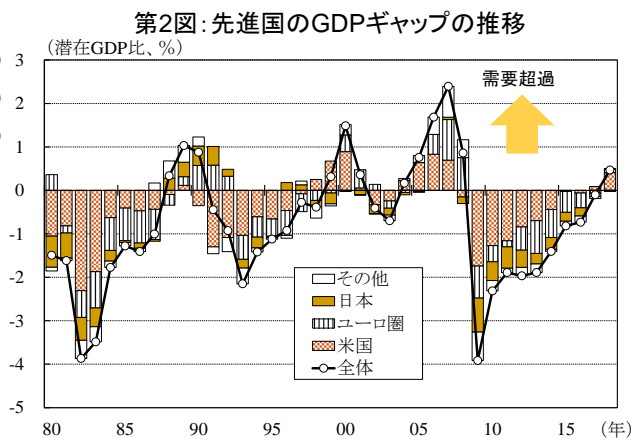
1. 2018年の海外経済

2018年の世界経済を振り返ると、景気は総じてみると堅調さを維持したものの、昨年に比べると成長ペースが徐々に減速した1年であったと言える。世界の工業生産は、2014年から2015年にかけての資源価格急落に伴う調整局面から脱し、2016年半ば頃から加速局面が続いてきたが、今年に入ってから先進国を中心に減速軌道を進んでいる（第1図）。景気減速の過程では、米中通商摩擦の激化を始め、英国によるEU離脱の混迷、イタリアでのポピュリスト政権発足と財政問題の顕在化など、政治・政策に絡む懸念材料も数多く噴出し、金融市場では株価がボラタイルな動きを示すようになった。

足元の景気減速をどう評価すべきか。景気循環の観点では、国・地域毎に多少のばらつきはあるものの、先進国のマクロ的な需給は、リーマンショックを切っ掛けとした世界金融危機、欧州における財政危機、前述の資源価格急落に伴う調整をこなし、漸く均衡した状態に達してきたことがポイントである（第2図）。つまり、遊休状態にある労働力や設備ストックなどの生産要素の稼働率引き上げで潜在成長率を上回るペースでの景気回復が比較的容易な局面は終了しつつあると言える。足元の景気拡大モメンタムの低下は、経済が潜在成長率並みの拡大ペースに収斂していく過程の自然な動きだと考えることが可能であり、「景気の減速＝景気後退の前兆」とであると連想する必要は必ずしもない。



(注) 銅・原油価格の2018年12月は、1日から18日までの日次平均値。
 (資料) オランダ経済政策分析局統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成



(注) 1. 『GDPギャップ』は、実際の実質GDPから潜在実質GDPを差し引いたもの。
 2. 2018年は着地見込み。

(資料) IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

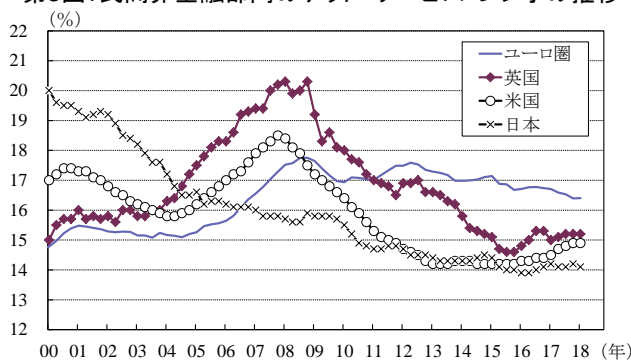
2. 2019年の海外経済

(1) 見通しの概観

2019年の海外経済を展望すると、総じてみれば減速しつつも潜在成長率並みの緩やかな拡大ペースは維持できると予想する。先進国の非金融民間部門のデット・サービス・レシオ（元利払いを可処分所得で除したもの。債務返済負担の大きさを示す）は、リーマンショック前のような急速な上昇はほとんどみられず、足元の水準は低い（第3図）。これは、長らく続いてきたリーマンショック後の景気回復が債務の大幅な拡大に依存したのではなく、あくまで循環的な動きの範囲内だったことを示唆している。また、債務と表裏

一体の関係にある資産価格を確認しても、まず不動産価格については、REIT（不動産投資信託）の利回りは長期国債の利回りを十分に上回っており、リスクを度外視した不動産市場の過熱はみられない（第4図）。株価についても、先進国の予想PERは、企業収益の堅調や今年に入ってから断続的な株価調整などを受けてここ数年では最も低い水準にあり、企業収益に比して過大なプライシングがなされているとは考え難い（第5図）。民間部門の債務負担低減の背景には、金融機関による過剰なリスクテイクを抑制するような規制がリーマンショック以降に順次導入されていること、そもそも民間部門の投資・資金需要が盛り上がり欠いていること（従って、成長率もトレンド的に低下している）等があるとみられるが、いずれにせよ、景気の悪化をもたらす程の調整を要する金融面の大きな不均衡は存在していないと判断される。

第3図：民間非金融部門のデット・サービス・レシオの推移

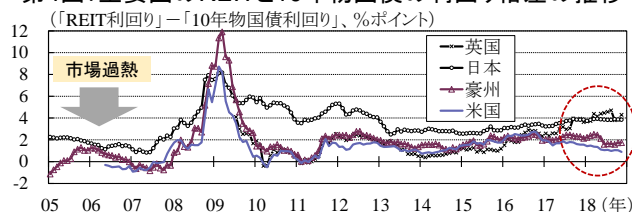


(注)1.『デット・サービス・レシオ』は、元利払い額を調整可処分所得額で除したもの。

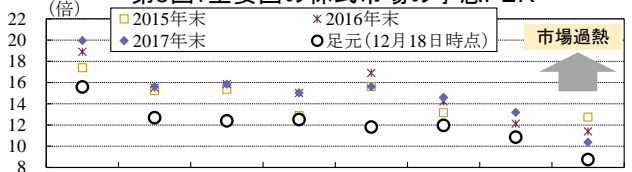
2.『ユーロ圏』は、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ベルギー、オランダ、ポルトガル、フィンランドの加重平均値。

(資料)国際決済銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：主要国のREITと10年物国債の利回り格差の推移



第5図：主要国の株式市場の予想PER



米国・フランス・日本・台湾・英国・ドイツ・香港・韓国・S&P500 CAC40 TOPIX 加権 FTSE100 DAX ハンセン KOSPI

(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

この先の景気拡大持続の基調をなすのは雇用環境の改善である。マクロ的な需給の引き締めと同時に先進国の失業率は歴史的な低水準にあり、雇用環境は引き続き良好だ（第6図）。この先の雇用拡大ペースは、総じてみると労働力人口の増加ペース並に落ち着いていく公算が大きいものの、それは景気拡大局面の終焉ではなく、緩やかながらも安定した景気拡大の継続を意味する。金融政策は、やはりマクロ的な需給の引き締めを受けたインフレ率の緩やかな上昇を受け、この先もセオリー通り緩和の縮小・正常化が進められると見込むが、それは漸進的に行われ、かつ潜在成長率の趨勢的な低下や金融不均衡の不均衡を背景に、利上げの到達点はかつてに比べ低くなると想定される（金融政策の正常化を先んじて進めている米国では来年半ばには利上げサイクルが終了する見通し）。

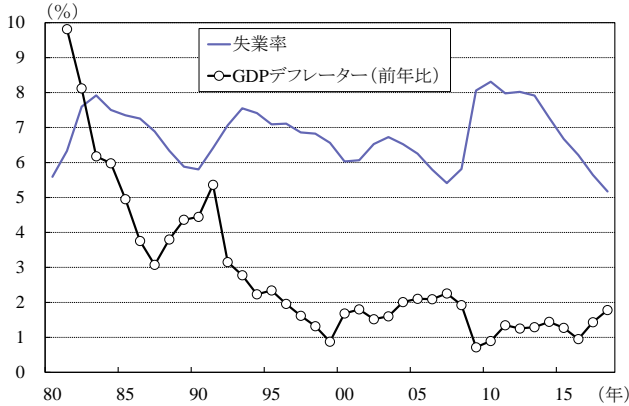
当室が見通し対象とする世界41カ国・地域の2019年の実質GDP成長率は前年比+3.1%と、米中貿易戦争激化の影響（後述）もあり今年に比べやや減速するものの、景気が腰折れするような事態は回避される可能性が高い（第7図）。世界経済の成長率は、比較的高めであったここ数年も、リーマンショック前の好景気時には遠く及ばなかった。様々な政治・政策リスクが存在しており想定よりも景気が下振れする可能性は相応にあるものの、これまでの景気拡大モメンタムはブームと言えるほど力強くなかっただけに、こ

の先の循環的な景気減速圧力もそれほど大きくないと考えられる（注1）。

（注1）2019年の経済見通しについては、11月30日公表の『内外経済の見通し』

（http://www.bk.mufg.jp/report/ecolook2018/outlook_all20181130.pdf）も参照されたい。

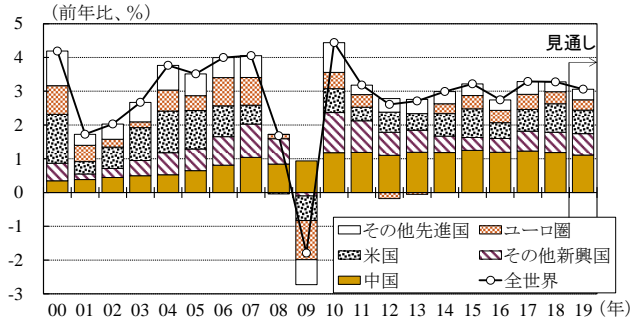
第6図：先進国の失業率とGDPデフレーター推移



（注）1.『先進国』はIMFが分類している42カ国・地域。
2. 2018年は着地見込み。

（資料）IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図：世界主要国・地域の実質GDP成長率の推移



（注）1.『その他先進国』は、日本、英国、香港、台湾、韓国、シンガポール、豪州。
2.『その他新興国』は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、インド、ロシア、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、コロンビア、チリ、ペルー。

3.『全世界』は、41カ国・地域の合計。2018年は着地見込み。

（資料）IMF統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（2）見通し上のキーポイント

ここからは、2019年の海外経済を展望する上で重要と思われるいくつかの点について概説したい。

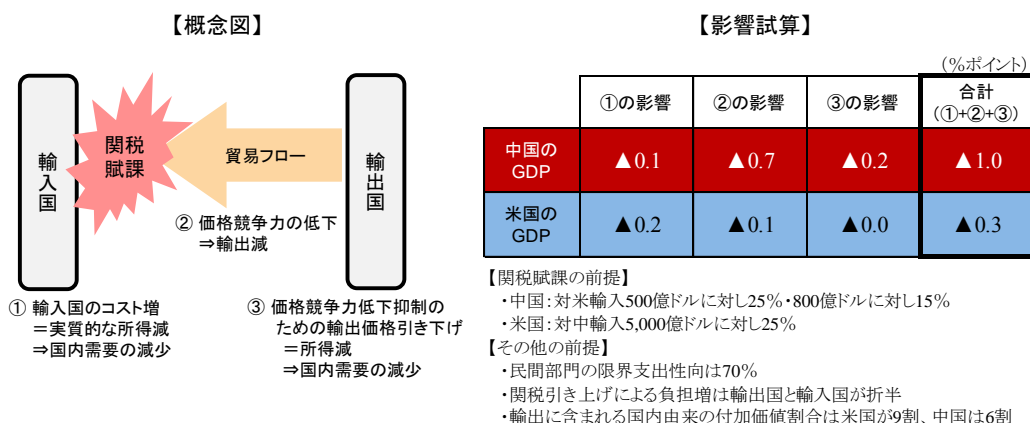
①激化する米中通商摩擦

将来的な覇権も念頭に米中間の通商摩擦は激化している。米国が求めるのは、トランプ大統領がしばしば言及する「多額の対中貿易赤字の削減」だけではなく、「中国による先端技術窃取や知的財産権侵害の禁止」、「中国市場の開放」、「中国企業優先の色彩が強い国家戦略『中国製造 2025』の取り下げ」などである。米国は解決を促す手段として制裁関税を利用しており、中国もそれに対抗し米国へ報復関税を賦課しているところである。12月1日の米中首脳会談では来年3月初を期限に通商交渉を行うことが決まったが、3ヵ月という短期間のうちに両国の対立が抜本的に解消されるような合意に至る可能性は非常に小さいと言わざるを得ない。

関税賦課の応酬は米中景気にどの程度悪影響を及ぼすのか。関税賦課は、①関税を賦課した側（輸入国）の民間部門のコスト・価格上昇、②関税を賦課された側（輸出国）の価格競争力低下、③競争力低下を抑制するための輸出国による輸出価格引き下げ、をもたらす、両国のGDPを押し下げると考えられる（第1表）。一定の前提を置いて米中両国が双方の輸入全量に関税を賦課した場合の影響を試算すると、中国では合計で▲1.0%ポイント、米国では合計で▲0.3%ポイント、それぞれGDPに下押し圧力が加わると試算される。米国への輸出依存度が高い分、中国経済への悪影響が大きくなると見込まれるが、中国は各種の財政・金融政策を駆使することで大幅減速を何とか回避するであろうというのがメインシナリオである。

但し、上記試算には先行き不透明感の強まりに起因する、米中両国の企業・家計マインドの大幅悪化や金融市場の混乱などの影響は織り込まれておらず、関税賦課の負のインパクトが更に大きくなる余地は残存している。また、米国政府が短期的なビジネス・実体経済へのマイナス影響を度外視し、中国企業を広くグローバル経済から切り離す政策を押し進める可能性も無視できない。中国の通信機器大手・華為技術（ファーウェイ）を巡る最近の米国政府の対応ぶりからすると、中国の IT 製品の性急な締め出しが複雑に入り組んだサプライチェーンに思わぬ悪影響を与えるリスクに警戒が必要である。

第 1 表：関税賦課の応酬が中国・米国の GDP に与える影響



(資料)各種統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

②混迷の度を深める英国の EU 離脱

英国の EU からの離脱交渉は、離脱予定日である 2019 年 3 月 29 日が迫るなか、離脱方法を定めた離脱協定の英国議会承認の目処が未だ立っておらず、合意無しの離脱リスクが高まっている。現時点では、英国議会の与野党間における何らかの政治的妥協や、英国と EU 間の交渉期間の延長などにより、合意無しの離脱はとりあえず回避されることをメインシナリオとしているが、仮に合意無しの離脱となれば、英国経済への影響は甚大（2019 年の実質 GDP 成長率は前年比▲2%程度まで悪化すると当室は想定）であり、金融市場やユーロ圏を含む他国・地域経済へも一定の悪影響が及ぶことは避けられまい。

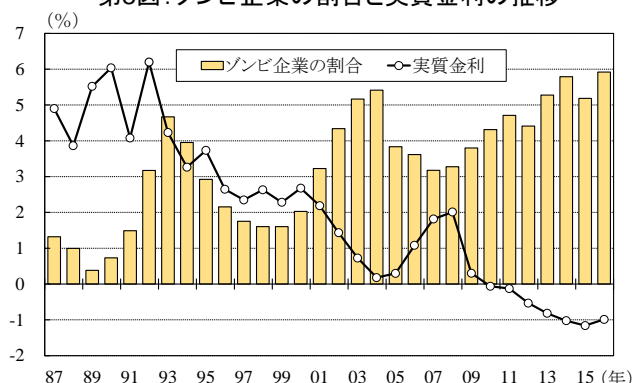
英国議会での離脱協定案承認のネックとなっているアイルランド国境問題の解決は極めて困難なように見える。離脱協定案には EU 加盟国のアイルランドと英領北アイルランド間の国境管理厳格化を回避することが盛り込まれているが、大まかに言って、①英国は EU から離脱、②但し、北アイルランドはアイルランドとの一体性を維持、③一方、英国本土と北アイルランドは引き続き一体、という 3 つの条件を同時に満たす解はそもそも存在するのだろうか。EU 司法裁判所は、英国は他の加盟国の同意がなくても一方的に離脱通知を撤回できるとの判断を示している。英国が EU からの離脱を取り止める選択肢が浮上してくる可能性も相応にあるとみておくべきだろう。

③局面変化のリスクがあるクレジットサイクル

前述の通り、先進国の民間部門は総じてみると過大な債務は負っておらず、バランスシート調整の動きが景気の減速を助長する可能性は小さいと考えているが、リーマンショック以降、長らく続いてきた金融緩和の環境下、一部の企業では返済に窮する可能性がある債務が拡大している懸念がある。国際決済銀行（BIS）によると、先進14カ国の上場企業3万2千社（金融機関を除く）のうち、インタレスト・カバレッジ・レシオが3年連続で1を下回る企業（BISのレポートではゾンビ企業と呼んでいる）、つまり本業の収益では利払い費を十分賄い切れていない企業の割合は、2016年時点で5.9%と1987年以降で最も高い水準に達している（第8図）。

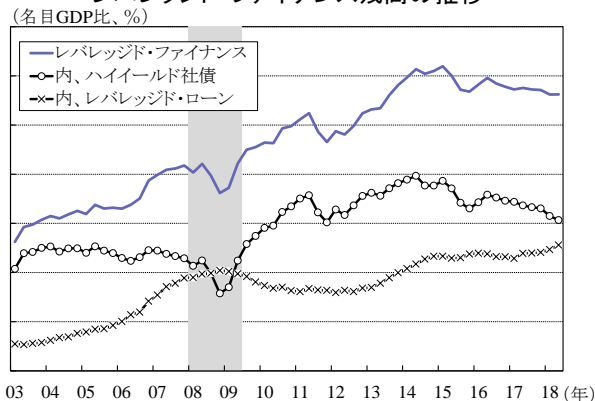
先進14カ国の中で企業部門の債務残高が最大の米国（14カ国全体に占める比率は約4割）についてその中身をみていくと、低格付け企業向けのレバレッジド・ファイナンス（ハイイールド社債とレバレッジド・ローンの合計）の対名目GDP比率がリーマンショック前の水準を上回っており、これまでの緩和的な金融環境において、少しでも高い利回りを求めようとする金融機関、投資家の強い志向が窺える（第9図）。FRBの利上げ開始を受けレバレッジド・ファイナンスは全体として既にピークアウトしているとみられるものの、利上げの累積的な効果で利払い負担の増加と景気の減速が同時進行し、低信用度先の経営が急速に悪化することになれば、金融機関財務に一定の悪影響を及ぼし、クレジットサイクルの局面変化、ひいては想定を上回る景気の減速をもたらす可能性があり、一定の留意は必要であろう。

第8図：ゾンビ企業の割合と実質金利の推移



(注)1.『ゾンビ企業の割合』は、先進14カ国の上場企業のうち、インタレスト・カバレッジ・レシオが3年連続で1を下回った業暦10年以上の企業の割合。
2.『実質金利』は、名目短期金利をGDPデフレーターで実質化したもの。
(資料) BIS資料、IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第9図：米国非金融企業部門のレバレッジド・ファイナンス残高の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米商務省統計、BIS資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(平成30年12月19日 鶴田 零 rei_tsuruta@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

【参考1】海外経済見通し総括表

■実質GDP成長率(前年比、%)	2017年 (実績)	2018年 (実績見込み)	2019年 (見通し)
世界41カ国・地域	3.3	3.3	3.1
米国	2.2	2.9	2.4
ユーロ圏	2.4	1.9	1.6
ドイツ	2.2	1.6	1.5
フランス	2.2	1.6	1.6
イタリア	1.6	1.1	0.9
英国	1.7	1.3	1.4
日本	1.9	0.8	1.3
日本(年度)	1.9	0.9	0.9
アジア(11カ国・地域)	6.1	6.0	5.7
中国	6.9	6.6	6.2
インド	6.2	7.5	7.6
NIEs(4カ国・地域)	3.2	2.8	2.6
ASEAN(5カ国)	5.4	5.2	5.1
ロシア	1.5	1.6	1.3
ブラジル	1.0	1.2	2.7

■金利・為替・原油価格		2017 (実績)	2018 (実績見込み)	2019 (見通し)
金利(%)	米国10Y	2.3	2.9	3.3
為替(円)	円/ドル	112	111	114
原油価格(ドル/バレル)	WTI	51	65	59

(注)『金利』、『為替』、『原油価格』は、各年の平均値。
(資料)各国統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【参考 2】2018 年の海外経済・政治・金融 10 大ニュース

ロシアのプーチン大統領が 7 割を超す得票率で再選(3 月)

3 月 18 日に行われたロシア大統領選挙で、現職のウラジーミル・プーチン氏が得票率 76%で圧勝。同氏は 2024 年まで大統領職を務めることが決定。

10 年半ぶりに南北首脳会談が開催(4 月)

韓国の文在寅大統領と北朝鮮の金正恩委員長は 4 月 27 日、板門店で 10 年半ぶりに首脳会談を実施。金正恩氏は、北朝鮮の最高指導者として初めて軍事境界線を越えた。

米国が在イスラエル大使館をエルサレムに移転(5 月)

米国政府は 5 月 14 日、イスラエルの建国 70 年目に合わせ、在イスラエル米国大使館をテルアビブからエルサレムに移転。

史上初の米朝首脳会談が開催(6 月)

6 月 14 日、米国のトランプ大統領と金正恩委員長がシンガポールで史上初の米朝首脳会談を実施。北朝鮮は「朝鮮半島の完全非核化に向け努力する」ことを約束。

欧州委員会、米 Google 社に対し約 43 億ユーロの制裁金(7 月)

7 月 18 日、欧州委員会はモバイル OS『Android』が独占禁止法に違反しているとして、米国の Google 社に対し過去最高額となる 43 億 4000 万ユーロの制裁金を科すと発表。

トランプ政権が対中制裁関税の第 3 弾を発動(9 月)

トランプ政権は 9 月 24 日、2,000 億ドル相当の中国からの輸入品に対し 10%の追加関税賦課を開始。7 月、8 月の合計 500 億ドル相当分に続く対中制裁関税の第 3 弾。

米国とカナダが北米自由貿易協定(NAFTA)の見直しで合意(9 月)

米国とカナダは 9 月 30 日、NAFTA の見直しで合意。自動車関連の原産地規則等を見直した上でメキシコを含む 3 カ国協定を維持。新協定の名称は『USMCA』。

独メルケル首相がキリスト教民主同盟(CDU)の党首を退くことを表明(10 月)

ドイツのメルケル首相は 10 月 29 日、CDU の 12 月の党首選に出馬せず、党首を退くことを表明。首相職についても現任期(2021 年まで)限りとする意向を示した。

米国で中間選挙が行われ、下院は民主党、上院は共和党が勝利(11 月)

11 月 6 日に米中間選挙の投開票が行われ、下院は野党・民主党、上院は与党・共和党がそれぞれ過半数の議席を獲得。米議会は 2019 年初から両院で多数派が異なる「ねじれ」状態に。

英国政府は EU からの離脱協定案の議会採決を先送り(12 月)

英国のメイ首相は、12 月 11 日に予定されていた EU からの離脱協定案の議会採決を来年 1 月に一旦延期。採決を行っても大差で否決される可能性が高いことが理由。

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、金融商品の販売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すよう、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、弊社ホームページでもご覧いただけます。