

2019年の世界経済見通し

—減速へ—

Marubeni

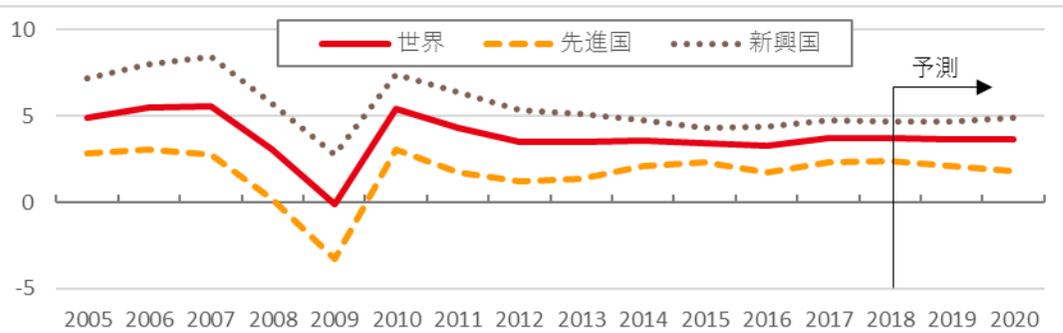
2018年12月26日

丸紅経済研究所

1. 世界経済 景気減速。一層の下方リスクに留意。

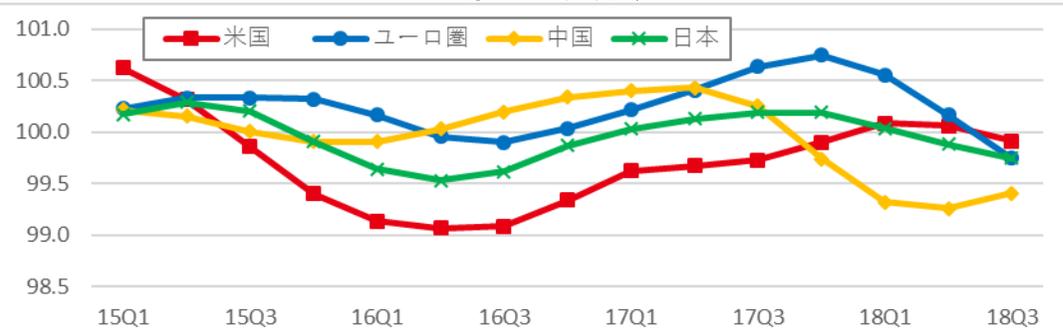
- 2019年の世界経済は減速する。米国経済は世界経済を下支えるものの、減税効果の剥落や景気成熟化で成長率は低下。中国経済は政府の景気テコ入れで拡大を保つにとどまる。2020年はけん引役不在で、景気停滞感が一層強まる。中国経済は6.0%まで減速し、周辺国や資源価格に多大な影響を及ぼす。
- 一層の下方リスクに留意。仮に先進国の金融当局が景気回復の度合いを見誤り、金融政策の正常化（超緩和的政策の解除）を必要以上に急ぐようなことがあれば、国際金融環境の過度の引き締めりと、それに伴う経済活動全体の停滞、資産価格調整などが懸念される。加えて米中貿易戦争を受けた中国経済急減速、Brexitやイタリア財政問題といったユーロ・EUのほころび、などのリスクも存在する。

▽ 世界の実質GDP成長率の推移



(出所)IMF "World Economic Outlook" (October 2018)を基に丸紅経済研究所作成

▽ OECDの景気先行指数



(出所)OECDを基に丸紅経済研究所作成

▽ 世界の成長率見通し(%)

	2017	2017	2018	2019	2020
	構成比	前年比 推計	前年比 見込み	前年比 予測	前年比 予測
世界	100.0	3.7	3.7	3.6	3.5
先進国	41.3	2.3	2.4	2.1	1.7
米国	15.3	2.3	3.1	2.4	1.8
ユーロ圏	11.6	2.4	2.1	1.9	1.7
日本	4.3	1.9	0.9	1.3	0.3
英国	2.3	1.9	1.3	1.2	1.2
新興国	58.7	4.7	4.7	4.7	4.8
ガ7 カラ・アフリカ	3.0	2.7	3.1	3.8	3.8
中東欧	3.6	6.0	3.8	2.0	2.7
ロシア	3.2	1.5	1.7	1.5	1.5
中国	18.2	6.9	6.6	6.2	6.0
インド	7.4	6.7	7.3	7.4	7.6
ASEAN5	5.4	5.3	5.3	5.2	5.1
中東・北アフリカ	7.5	2.2	2.4	2.7	2.9
中南米	7.7	1.3	1.2	2.2	2.5

(注) 中東・北アフリカはアフガニスタン及びパキスタン含む。

(出所) IMF "World Economic Outlook" (October 2018)などを基に丸紅経済研究所作成

2. 世界金融

非伝統的金融政策の解除プロセスにリスクの芽

■ 米国：景気減速懸念などを背景に、2019年中に2回の利上げ実施という見方が大勢に

- 12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で今年4度目の利上げが実施され、FF金利のターゲットは2.25-2.50%に。同時に公表されたFOMC委員の政策見通しは、強まる景気減速懸念にも関わらず従来の利上げスタンスが幾分か緩和されたのみ(19年中3回⇒2回)であることを示唆、市場の失望感を誘い株価急落の一因に。
- 量的緩和(QE)解除では、償還を迎えた金融資産に対応する再投資の規模を縮小させることを通じ、中央銀行のバランスシートの圧縮も徐々に加速。プログラムの購入対象であった米国債、不動産担保証券(MBS)の需給を緩和する要因に(価格には下方圧力)。

■ ユーロ圏：米国に続き金融政策の正常化プロセスを開始

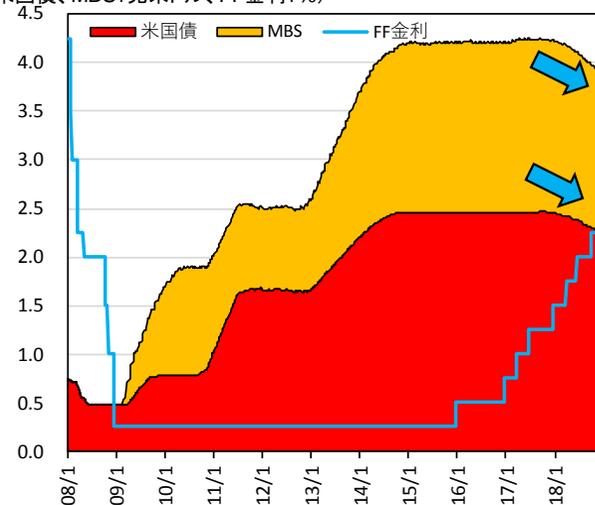
- 欧州中央銀行(ECB)は主要リファイナンス金利を0%に維持、資産購入プログラム(APP)に基づく金融資産の新規購入は18年末をもって終了。
- フォワードガイダンスでは、少なくとも19年夏過ぎまで現在の低金利を維持。APPでは償還に見合う額の再投資で残高を利上げ開始以降まで維持。

■ 日本：緩和的な金融政策を継続せざるを得ない状況が続く

- 日本は緩和的な金融政策を継続。ただし利回り曲線管理策(YCC)の導入に伴い国債購入額は減少。ステルステーパリング(隠れた正常化)との評価も。
- 日本銀行のフォワードガイダンスは、経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間きわめて低い長短金利の水準を維持する方向性で変化なし。

▽米国のFF金利、QE購入資産残高

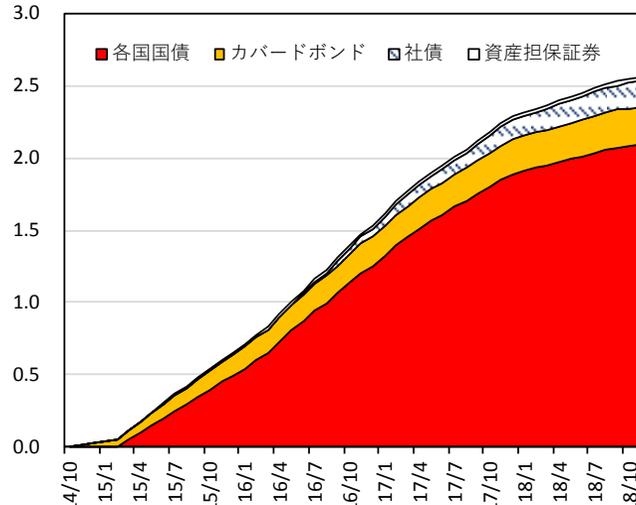
(米国債、MBS:兆米ドル、FF金利:%)



(出所)連邦準備制度理事会、Datastreamから丸紅経済研究所作成

▽ユーロ圏のAPP残高

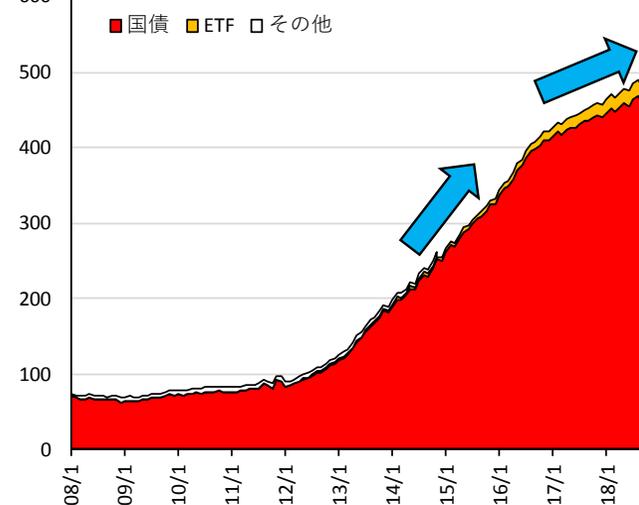
(兆ユーロ)



(出所)欧州中央銀行から丸紅経済研究所作成

▽日本銀行による資産購入残高

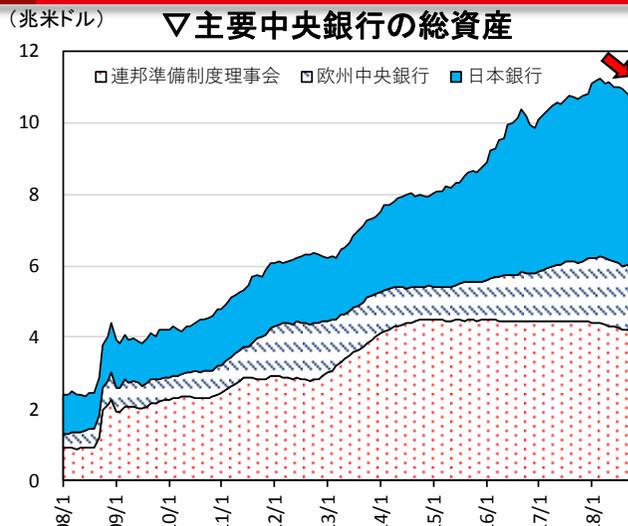
(兆円)



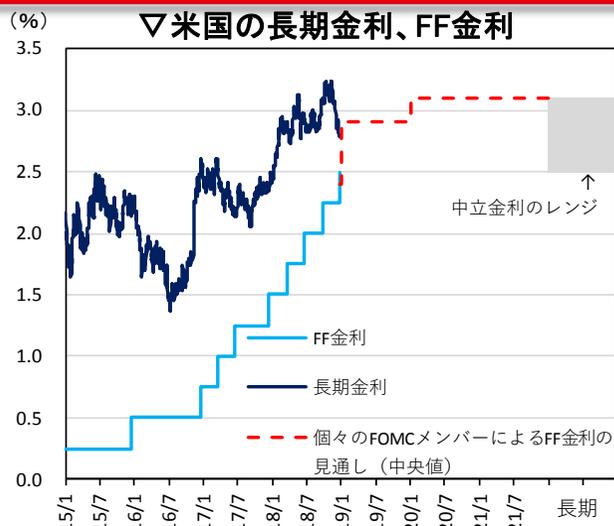
(出所)日本銀行から丸紅経済研究所作成

3. 留意点①金融

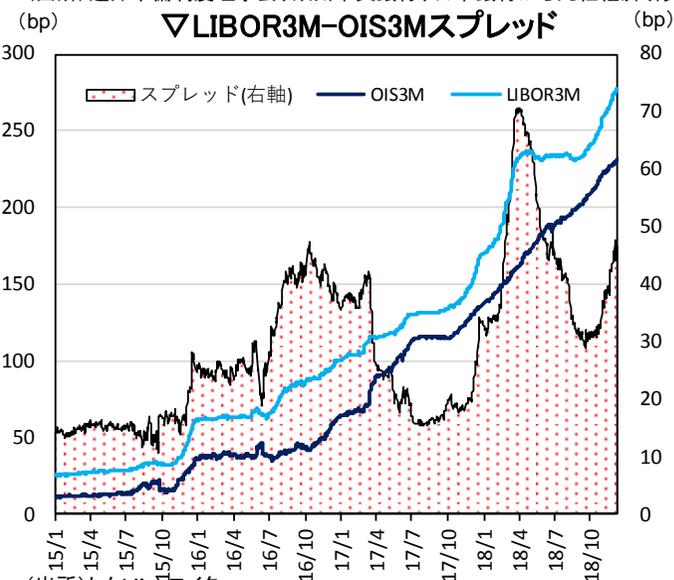
金融政策正常化は続き、信用環境は一段と引き締めり方向へ



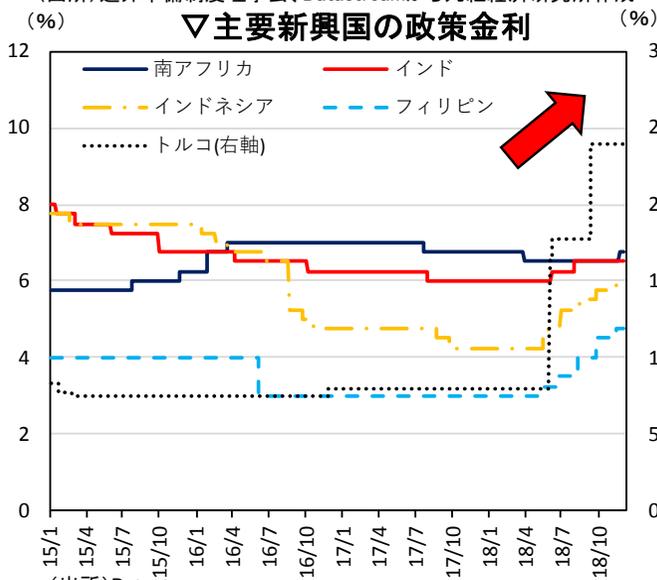
(出所)連邦準備制度理事会、欧州中央銀行、日本銀行から丸紅経済研究所作成



(出所)連邦準備制度理事会、Datastreamから丸紅経済研究所作成



(出所)トムソン・ロイター



(出所)Datastream

- **主要中銀の総資産合計額減少が加速**
 - 主要中銀の総資産は、11兆米ドルを超える水準まで増加したが、2018年に減少に転じた。FRBによる再投資の減額とECBによる資産購入の縮小が主因。2019年はECBの資産購入が終了し、中銀保有資産の縮小ペースが加速。
- **米FF金利が中立金利水準に到達へ**
 - FF金利は米国の連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーが長期的な中立金利と捉える水準に接近。景気の変調があれば19年中に利上げのペースが鈍化、もしくは停止することも。また、過去景気後退の前ぶれとなってきた長短金利の逆転(逆イールド化)にも留意。
- **クレジット環境の引き締めりが進む**
 - 銀行間貸借で用いられるLIBORとリスクフリー金利(OIS)のスプレッドが拡大。金融部門で信用環境が平常の状態に回帰しつつあることを示唆。米国では量的緩和(QE)の購入資産の一つだったMBSのスプレッド(国債利回りとの差)も拡大。他の資産クラスへの波及が想定される。
- **新興国の利上げによる経済鈍化も**
 - 新興国でも、米国の金融政策正常化やトルコショックを受け、引締めめに転換。利上げで本国通貨の減価抑止と輸入インフレ抑制を狙うが、市中金利上昇を通じ、経済には負荷に。

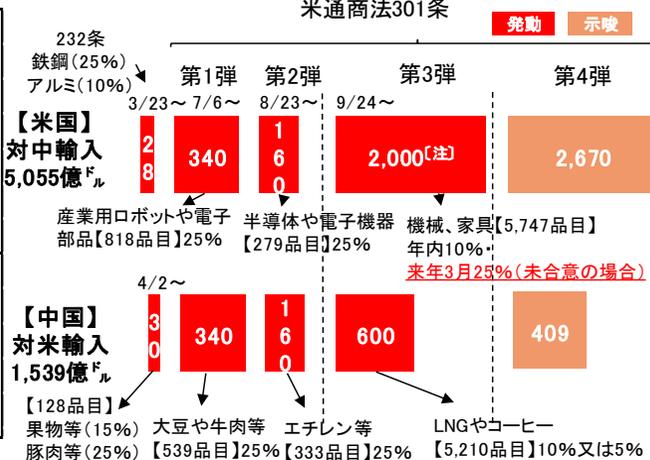
4. 留意点②通商政策

保護主義続けば、世界経済下押し、派生リスクにも要注意

▽通商交渉を巡る動き

2018	3/23	鉄鋼・アルミ関税適用(一部適用除外国にも6/1に適用)
	4/3	USTRが対中追加関税リストを公表(第1,2弾)
	7/6	米中340億ドルの追加関税発動(第1弾)
	8/23	米中160億ドルの追加関税発動(第2弾)
	9/24	米2000億ドル、中600億ドルの追加関税発動(第3弾)
	11/30	新NAFTA(USMCA)署名
以下予定		
2019	1月中	日米、米欧協議開始
	2月中	自動車追加関税の調査完了期限
	2月末	対中追加関税第3弾の関税引上げ(10→25%)猶予期限
	5月中	自動車追加関税の大統領判断期限

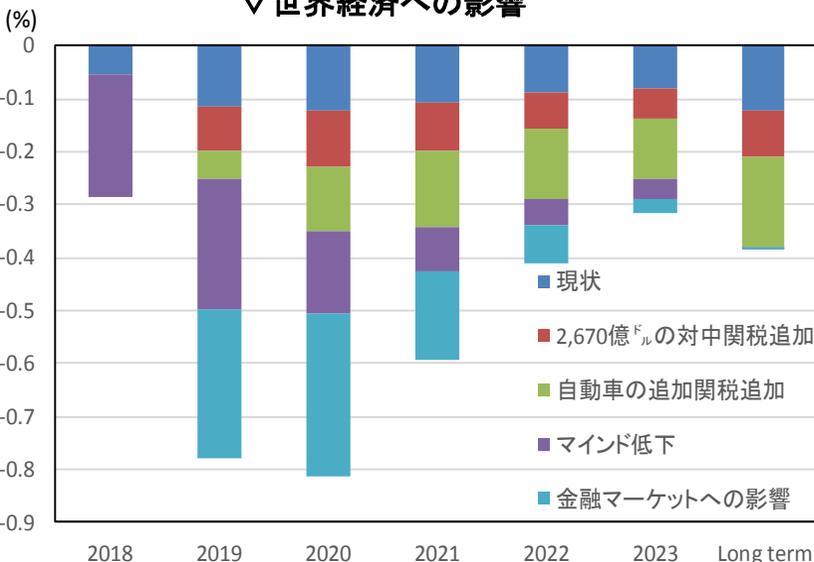
▽米中の追加関税



▽貿易戦争による派生リスク

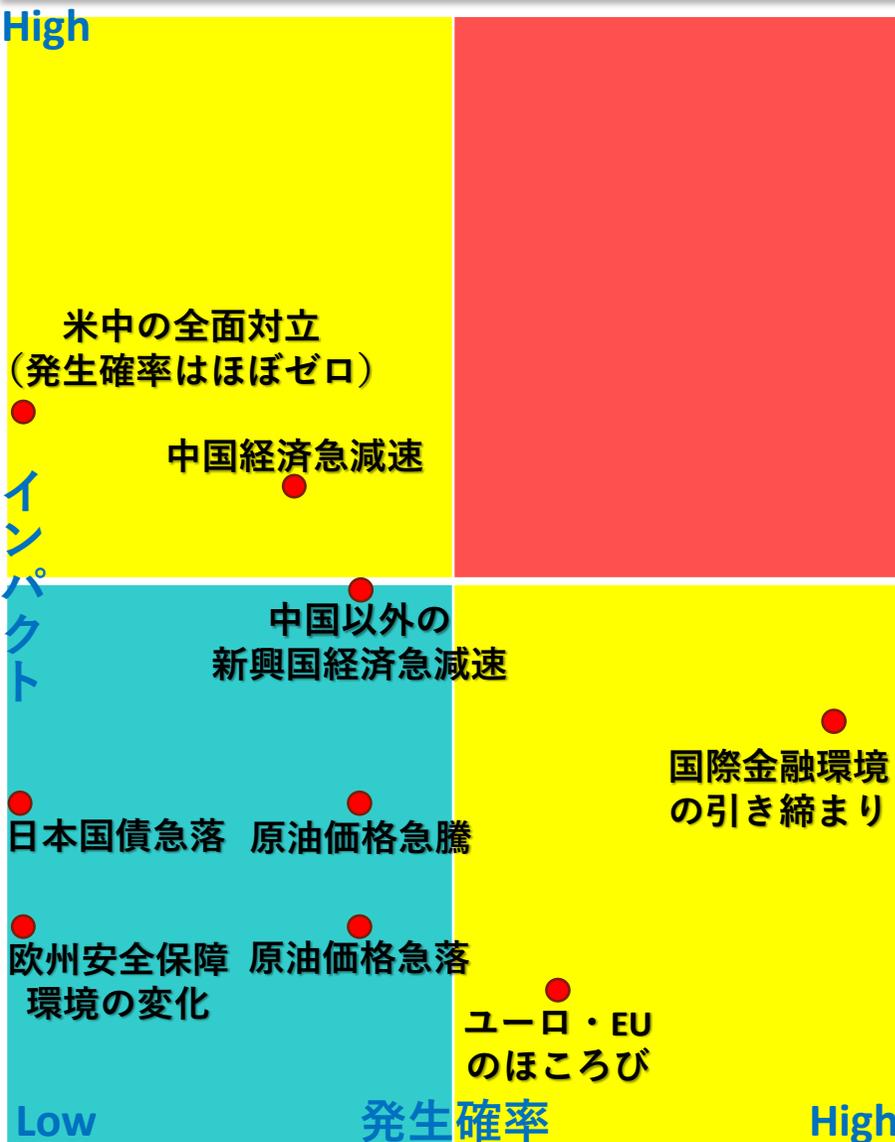
追加関税以上の物価上昇	米国内製品の便乗値上げ
先端技術の覇権を巡る争い	国防授權法(NDAA)2019成立により、対米外国投資委員会(CFIUS)の権限が強化。2020年2月までの完全履行にむけ、財務省が詳細な規定を策定中
	NDAAは商務省に対しても、輸出規制が未整備で、安全保障の脅威となる新技術(新興及び基礎技術)の輸出規制の制定を義務付け。商務省は規制対象とする技術のリストを作成中
	米国経済制裁に違反したとして、中国通信機器大手Huaweiの幹部を逮捕。トランプ政権とは独立した刑事司法の動きだが、米中対立を激化

▽世界経済への影響



- 2019年も米国発の保護主義が続く**
 - トランプ政権の通商政策は18年に保護主義に傾斜。同政権に軟化の気配はない。
 - 19年前半には、対中関税の引上げ判断、対日、対欧の通商交渉開始が控える。他に新NAFTAの審議を巡って、与野党の攻防も必至な状況。
 - 米国の保護主義と報復の応酬が世界経済に及ぼす悪影響は、投資センチメントの引き下げや信用不安まで生じるようなら、世界GDPを1%ほど引き下げうる。減速する米中経済には、小さくない懸念材料。
- 米中の技術覇権争い、派生リスクも**
 - 米国が中国に、米国経済への自由なアクセスを与える関与政策が終了、米国と中国は先端技術の覇権を争う関係に。
 - 米中関係の変化を受け、米国の政権・議会は、中国からの投資に対する規制強化、中国への新技術の輸出規制、中国製品の使用規制などを議論、導入へ。米国司法も中国企業の経済制裁違反への警戒を高めている。中国の一部では、米国製品の不買運動も。
 - 日本企業もサプライチェーン、通信システムの再構築、対米投資コストや米国制裁のリスクが増加するなどの影響を受ける。

5. 下方リスクシナリオの起点となり得る要因 金融引締め、中国減速が2大リスク



リスク要因詳細

国際金融環境の引き締め

- FRB利上げ継続、ECB利上げ開始

中国経済急減速

- 中国経済の成長率が6%以下に低下

ユーロ・EUのほころび

- Brexit、イタリア財政問題、独仏政治不安

米中の全面对立

- 米中対立が経済分野を超えて拡大・激化

中国以外の新興国経済急減速

- 新興国通貨急落、資本流出、デフォルト

原油価格急騰

- 原油価格が想定を大幅に超えて上昇

原油価格急落

- 原油価格が想定を大幅に超えて低下

日本国債急落

- 国債価格急落、金利急上昇、金融不安

欧州安全保障環境の変化

- 米国がNATO離脱、ウクライナ問題再燃

「国際金融環境の引き締め」の起点要因

- 米国経済好調、雇用拡大継続
⇒FRBによる過度な金融引締め
- 欧州政治が安定、景気が加速
⇒ECBによる過度な金融引締め
- 日本経済が安定的に推移
⇒日銀国債買入減額、金利目標引上げ
- 大規模な経済的ショックが発生
⇒世界的な資金需要急拡大

「中国経済急減速」の起点要因

- 全世界で中国製品の締め出し
⇒中国の輸出・投資・雇用・消費急減速
⇒民間債務デフォルト頻発
- 中国経済に関する先行き期待剥落
⇒中国資産価格(不動産など)の急落
- 米国が対中経済制裁発動
⇒対中投融資が急減

「ユーロ・EUのほころび」の起点要因

- 英議会がBrexit案承認せずNo Dealに
⇒英国景気が急変、EUにも飛び火
- イタリアが財政問題でEUと対立
⇒イタリアがEU離脱
- 仏マクロン大統領辞任、独CDU党勢低下
⇒ユーロ・EUの結束低下

5. 下方リスクシナリオの起点となり得る要因

参考：中国経済急減速の影響は大きい

〔中国輸入額/輸入元GDP〕

台湾	27%
ベトナム	23%
マレーシア	17%
韓国	12%
シンガポール	11%
タイ	9%
チリ	8%
南アフリカ	7%
豪州	7%
日本	3%

〔中国輸入量/世界輸出〕

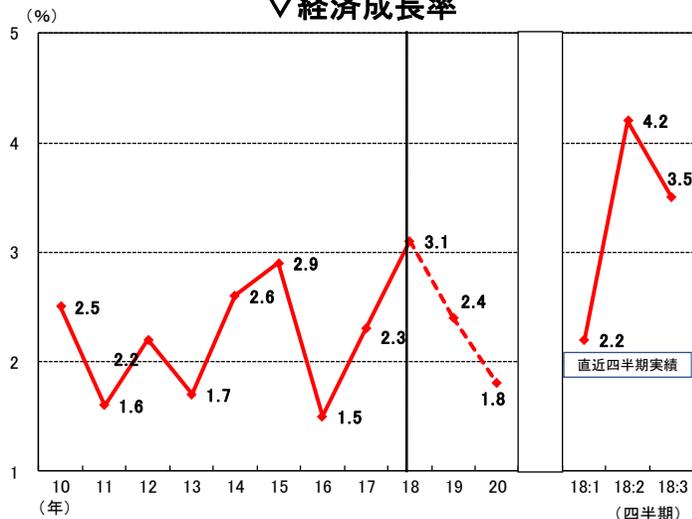
鉄鉱石	68%
大豆	61%
銅	36%
原油	19%
天然ガス	8%
石炭	5%

(出所)各種公式統計より丸紅経済研究所作成

6. 米国

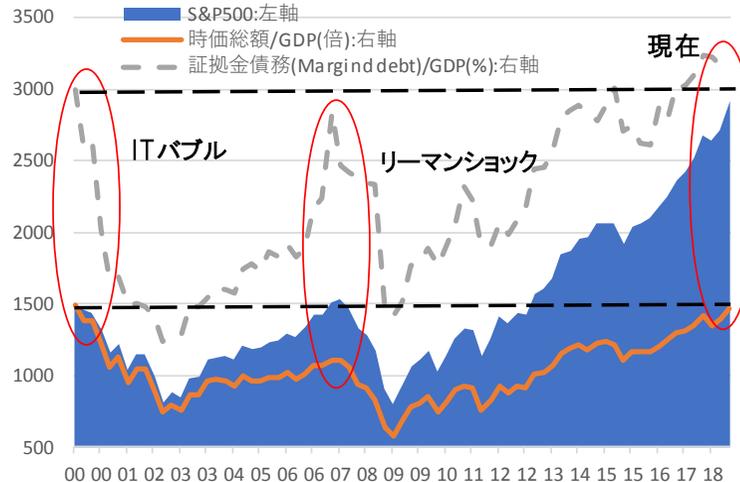
経済は減速へ、株式・企業債務はバブルに警戒

▽経済成長率



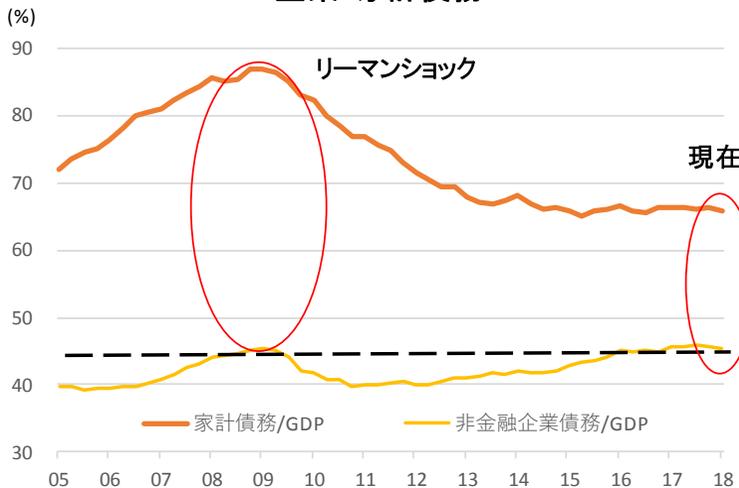
(出所) 米国経済分析局 (BEA)、議会予算局

▽株価過熱度合い



(出所) S&P、BEA、ニューヨーク証券取引所、金融地理非企業規制機構

▽企業・家計債務



(出所) セントルイス連銀、BEA

▽今後の注目点

経済 / 財政	インフラ政策、中間層向け減税 予算攻防、債務上限復活 (停止期限19年3月まで)、財政の崖 (20年度歳出上限に合意しなければ強制予算削減)
通商 / 外交	対中交渉、日米 (TAG) 交渉、米欧交渉、新NAFTA批准、ロシアとのINF条約協議 対サウジ (記者殺害問題)、対イラン (猶予期限は19年5月初)、北朝鮮問題 (19年初にも第2回米朝首脳会談か)
内政	ロシア問題 (モラー特別検察官の調査) 政権人事 (司法長官など)、大統領弾劾 ヘルスケア、銃規制、 2020年大統領選に向けた共和、民主両党の動き

□ 米国経済は減速へ

- 18年は減税効果や財政拡大で潜在成長率 (推計2%)を上回る。だが設備投資は政権の期待ほど伸びず、自動車、住宅販売は既に頭打ち、景気拡大は成熟期の様相。
- 景気拡大は19年央に最長10年超えるが、減税効果の剥落で減速。20年は正念場に。
- 貿易戦争による外的ショック、更に米国内のバブル崩壊 (以下)のショックが加われば、成長減速が不可避に。

□ 株価、企業債務は過去のバブル水準

- 米国株式市場は、GDPに対する市場時価総額や証拠金債務 (信用取引のための債務)残高は00年のITバブル崩壊、08年のリーマンショック前の水準に達している。景気循環調整済み株価収益率 (CAPE)も、30倍を越えて1930年代の大恐慌の水準。

- 企業債務残高は9兆ドルを越え、GDP比は既にリーマンショック前を上回る。一方、家計債務はリーマンショックの再来レベルにはない。ただ規制が強化された金融機関に代わり、資金調達能力が低いノンバンク金融による貸出が増えており、利上げ局面では信用不安が高まる。

□ 政権運営はバンピーロード

- 民主党が下院を奪回したことで、トランプ政権は予算審議や様々なスキャンダルを巡り厳しい政権運営にたたされる。

7. 欧州

輸出を中心に徐々に減速へ。伊財政、Brexitなどにも留意。

▽主要経済指標

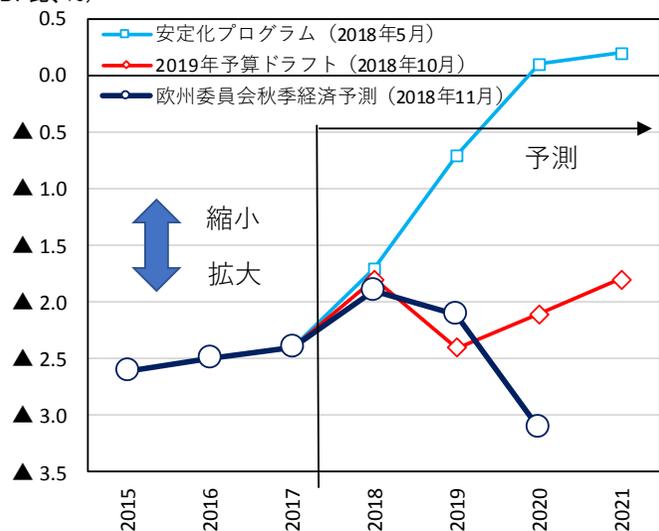
(前年比、%)

	2015	2016	2017	2018 予測	2019 予測	2020 予測
ユーロ圏GDP成長率	2.1	1.8	2.4	2.1	1.9	1.7
民間消費	1.8	2.0	1.7	1.6	1.8	1.6
インフレ率	0.0	0.2	1.5	1.8	1.8	1.6
ドイツGDP成長率	1.7	1.9	2.2	1.7	1.8	1.7
フランスGDP成長率	1.1	1.2	1.8	1.7	1.6	1.6
イタリアGDP成長率	1.0	0.9	1.5	1.1	1.2	1.3
スペインGDP成長率	3.4	3.3	3.1	2.6	2.2	2.0
英国GDP成長率	2.4	1.9	1.9	1.3	1.2	1.2
民間消費	2.6	2.9	1.7	1.4	1.3	1.3
インフレ率	0.0	0.7	2.7	2.6	2.0	1.9

(出所) 欧州委員会などから丸紅経済研究所作成

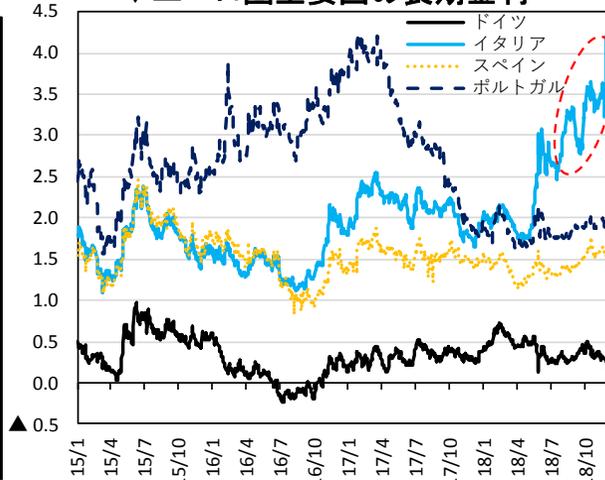
▽伊政府の財政赤字(予測も含め)

(対GDP比、%)



(出所) 欧州委員会、伊財務省などから丸紅経済研究所作成

▽ユーロ圏主要国の長期金利



(出所) 欧州連合統計局

▽欧州での主要政治動向・注目点

国/地域	動向・注目点
独	10月のバイエルン州とヘッセン州の議会選挙での歴史的な大敗を受け、メルケル首相がCDU党首を退任。後任に中道のクランプカレンバウアー氏が就任。支持率の早期回復が求められ、欧州議会や旧東独3州での選挙手腕に注目。
仏	マクロン大統領の富裕層優遇策や法人税減税への不満などが、燃料税引き上げに反対する全国的なデモで一気に表面化。マクロン氏への支持率は20%台に低下し、オランド前政権と同様に早期のレイムダック化懸念も。欧州議会選挙で、極右の国民連合が仏第1党になる予測も出てきた。
英/EU	欧州司法裁判所は、英政府によるBrexit撤回に関し、EU加盟国の承認は不要と判断。一方、メイ首相は保守党内の信任投票を乗り切ったが、英議会での脱退協定承認は依然厳しい情勢。
EU	独仏主導でのEU改革(ユーロ圏の共通予算など)に不透明感。欧州議会選挙でのポピュリズム政党の伸張や北欧諸国、バルト3国などの反対で後退懸念も。

(出所) 各種報道から丸紅経済研究所作成

□ 貿易戦争や伊財政問題などで減速へ

- 当面は個人消費、投資とも堅調を維持する見通し。だが、米中貿易戦争による輸出鈍化や伊の財政問題、Brexitなどにより欧州経済は徐々に減速に向う。
- 2019年はECBの緩和的な金融政策が転換へ。国債購入終了によるユーロ圏各国の国債市場の変調や、利上げ開始のタイミング、スピードに注目。

□ 欧州でのポピュリズムの拡大に注意

- 2019年の伊予算案を巡る欧州連合(EU)と伊政府の対立は、伊政府が予算案の修正に応じ、長期金利はいったん落ち着いた形に。だが、「5つ星運動」「同盟」によるポピュリズム政権とEUの対立は継続。
- 2019年5月には欧州議会選挙が予定され、独仏や東欧諸国などでポピュリズム政党の勢力伸張が予想される。2019年10月に任期満了を迎える欧州委員長とECB総裁などの後任人事に影響を与えるため、欧州の将来を占う選挙となる。
- 独仏でもポピュリズム勢力が既存政党を脅かす動き。独ではメルケル首相がCDU(キリスト教民主同盟)党首退任に追い込まれ、仏ではマクロン大統領が燃料税引き上げ反対のデモの暴徒化を受け、最低賃金引き上げなどの懐柔策を提示。
- 英議会でのBrexit脱退協定の採決は先延ばしされ、1月21日までに採決の見通し。

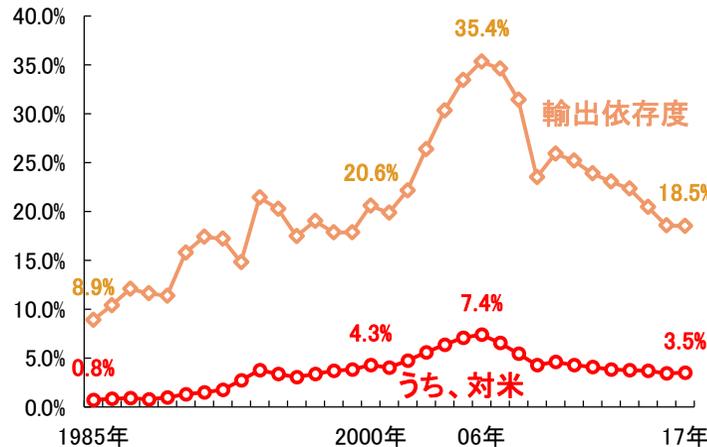
8. 中国 減速するも、更なる景気悪化は回避

▽主要経済指標

(前年比、%)		15年	16年	17年	18年	19年	20年
GDP		6.9	6.7	6.9	6.6	6.2	6.0
生産	鉱工業生産	6.1	6.0	6.6	6.4	6.2	6.0
需要項目	小売総額	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	8.0
	固定資産投資	10.0	8.1	7.2	5.0	7.0	8.0
	輸出	-2.9	-7.7	7.9	10.0	-5.0	-5.0
	輸入	-14.3	-5.5	16.7	17.0	-5.0	-5.0
金融財政	新規貸出	19.8	7.9	7.0	15.0	18.0	18.0
	財政収支比率	-2.4	-2.9	-2.9	-2.6	-3.5	-4.0
産業	自動車販売(百万台)	28	29	29	27	26	25
	新築住宅販売面積	6.9	22.4	5.3	3.0	5.0	4.0
	粗鋼生産	-2.2	0.5	2.9	9.0	-2.5	-2.0
資源輸入	原油	8.8	13.6	10.2	8.0	5.0	3.0
	鉄鉱石	2.2	7.5	4.9	-1.0	-4.9	-4.0
	大豆	14.5	1.8	14.8	-4.3	-10.0	-10.0

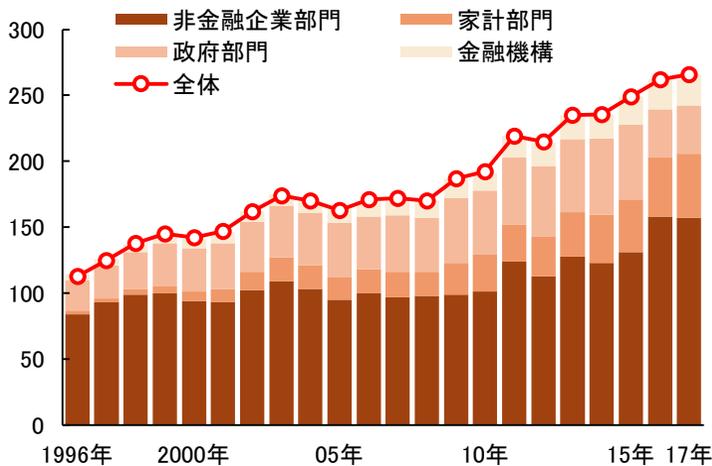
(出所) 丸紅経済研究所。18年:見込み。19-20年:予測

▽中国経済の外需依存度(GDP比)



(出所) 中国国家统计局、海関総署

▽中国制度部門別債務残高GDP比(%)



(出所) 中国人民銀行、国家統計局。注:一部未公表データにつき、推定値を使用

▽「中国製造2025」重点分野・中核企業

[10大重点分野]	[中核企業]	
	中核企業	育成企業
①次世代通信		
②工作機械・ロボット		
③航空	第1弾 (2017/1/17)	54
④海洋・船舶		
⑤軌道交通	第2弾 (2017/12/14)	71
⑥省エネ・新エネ車		
⑦電力		
⑧農業機械	第3弾 (2018/11/1)	68
⑨新材料		
⑩バイオ製薬・医療設備		

(出所) 中国国务院、工業・情報化部、中国工業経済連合会資料より作成

□ 景気対策の駆使で安定成長を模索

- 固定資産投資の鈍化や、不動産・自動車の販売不振、鉄鉱石・大豆などの輸入減と、景気減速の懸念が高まっている。
- 2018年秋季広州交易会での対米輸出成約は前年比▲30%と、全体(同▲1%)を大幅に下回り、来年の輸出減少を示唆。
- 中国経済の外需に対する依存が近年低下しているとはいえ、米中対立が激化する場合、ハードランディングの恐れも。
- 外需低迷を穴埋めするために、輸出増値税還付や不動産規制緩和、自動車減税、公共投資などの景気対策を総動員。
- 債務比率は260%超、リーマンショック後10年で約2倍に。潜在的不良債権の巨大さを示唆。政府のショック対応の足枷に。

□ 新たな成長エンジンを担う技術立国

- 国内消費のグレードアップ需要への対応や輸出競争力の強化を図るため、2015年に技術立国を目指す『中国製造2025』を国策に。
- 5Gなどの次世代通信や産業ロボット、新エネ車、新材料、バイオ製薬などの10分野を突破口に、2025年までに中核企業を世界のトップランナーに育成することを目論んでいるが、その目指す方向が米国とぶつかり、通商交渉にも影響。

9. 日本

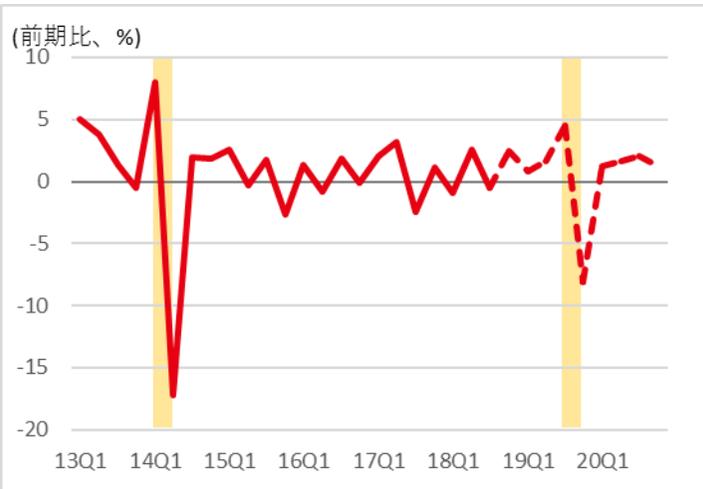
景気拡大は続くが、速度は緩やか

▽主要経済指標

		実績	予測	予測	予測
		2017	2018	2019	2020
実質GDP	%	1.9 (1.9)	0.9 (1.0)	1.3 (0.8)	0.3 (0.7)
民間消費	%	1.1 (1.0)	0.5 (0.8)	1.2 (0.7)	0.0 (0.6)
設備投資	%	3.9 (4.6)	3.9 (3.8)	2.8 (2.1)	1.2 (1.2)
輸出	%	6.8 (6.4)	3.4 (2.5)	2.6 (2.7)	2.6 (2.7)
鉱工業生産	%	3.1	1.0	2.3	1.2
有効求人倍率	倍	1.54	1.63	1.65	1.66
消費者物価指数*	%	0.5	0.9	1.2	1.7

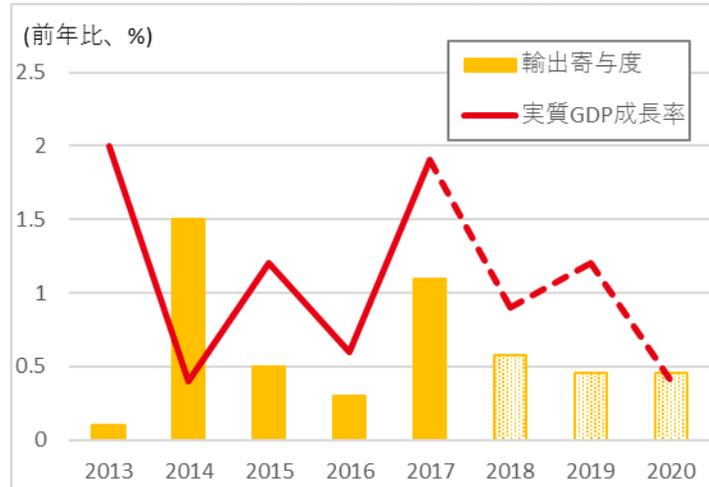
(出所) 日経センター () 内の数字は年度
*生鮮食品を除き、消費税増税の影響含む

▽個人消費



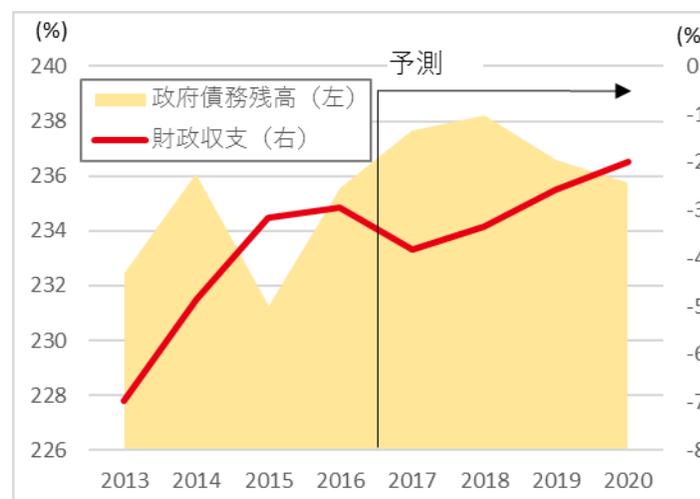
(出所) 内閣府、日経センター 網掛けは増税タイミング

▽実質GDPと輸出寄与度



(出所) 内閣府、日経センター

▽政府債務残高と財政収支のGDP比



(出所) 内閣府、日経センター

□ 景気拡大局面は戦後最長も緩慢

- 2019年1月に景気拡大局面が74カ月に達し、戦後最長になる。景気拡大は続くも成長速度は緩慢。足元では相次いだ自然災害が下押し要因となった。
- 個人消費については2019年は消費税の駆け込み需要で押し上げられるが、増税後の反動減もあり2020年は低迷。
- 輸出は足元で災害などの影響もあり、海外経済の減速を受け、成長ペースが緩やかになる。
- 設備投資は省力化投資や企業の好業績が下支えし、緩やかに上昇する。

□ 消費増税の谷は2014年よりも浅い

- 消費税増税は2014年時と比較し、正味上昇幅が小さいことや各種政策のためショックは相対的に弱い。
- 労働需給は逼迫しており、特に建設業やサービス業などを中心に人手不足感が強まる。高齢者や女性の労働参加が進む一方で、賃金は伸び悩み、所得増が消費を押し上げるには至らず。

□ 日銀の金融緩和は長期戦へ

- 物価は緩やかに伸びるも、日銀の2%目標の達成目処は立っていない。緩和の副作用を配慮した微調整を受け、現行の緩和は長期戦になる。

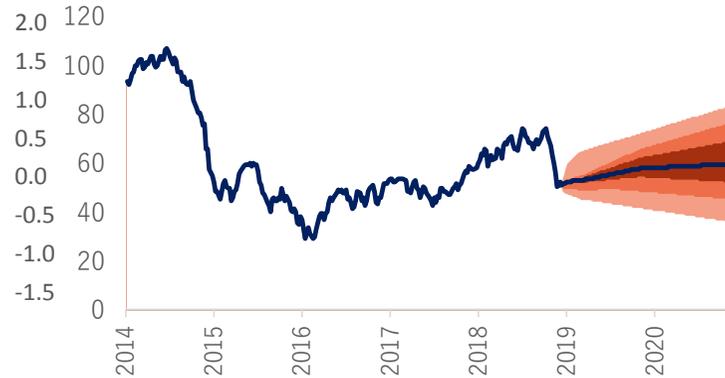
10. 原油価格見通し 高まる不確実性の中、上値は重い

▽世界の原油需給バランス(百万b/d)



(出所)EIA “Short Term Outlook December 2018”

▽ WTI価格見通し(US\$/barrel)



(出所)トムソン・ロイター、丸紅経済研究所

□ 価格は\$60/bblに向けて反発を見込むが不確実性が高く上値は重い

- OPECプラス減産による供給過剰幅の縮小や急落の反動、5月上旬の米国イラン制裁強化への警戒感などから、価格は\$60/bblに向けて反発するというのがメインシナリオ

- アップサイドはイラン制裁復活や期待以上の減産による供給減少、ダウンサイドはOPEC減産の機能不全や世界経済の減速加速など

□ 2019年は供給過剰となる見込みだが、過剰幅は複数の不確実性により変動

➤ **OPECプラス減産の不確実性**

OPECプラスは2018年12月の総会・会合で2019年1月から120万b/dの減産で合意

- サウジアラビアが増産を希望する米国のトランプ大統領の意向をどこまで無視できるか
- 各国の削減枠の明確な発表がない上、非OPEC産油国の削減は自発的な削減目標

➤ **米国発の不確実性**

- 米国のシェールオイルは2019年に日量100万バレル程度の生産増加が見込まれるが、低油価継続の場合は生産調整の可能性も
- 8カ国・地域に対し、2019年5月上旬に執行猶予期限が到来する対イラン制裁復活に伴うイラン産原油への影響度合い

➤ **世界経済の鈍化に伴う需要の不確実性**

主な価格上昇要因

OPECプラス*の期待以上の減産 - 産油国の財政悪化(特にサウジアラビア)	米国の対イラン制裁強化(原油全面禁輸など)
米シェールオイル生産量の伸びの鈍化 - パイプライン容量不足、価格下落による生産抑制	ベネズエラ産の予想以上の生産減少
OPECプラス以外の意図的な生産調整の広がり	エネルギー上流産業への投資不足
	中東地政学リスクの高まり

主な価格下落要因

OPECプラスの減産量縮小 - 米国の圧力によるサウジアラビアの減産量縮小	米国の対イラン制裁緩和
- 減産参加国の遵守率低下(特にナイジェリア)	OPEC存在感の低下
- 減産除外国における増産(イラン、リビア、ベネズエラ)	- 減産におけるロシアの存在感の拡大
- メキシコ、アンゴラの想定外の生産回復	- 57年間の長期加盟国であるカタールのOPEC脱退
世界経済成長の一層の鈍化に伴う需要減少	- サウジアラビアとイランの対立激化
米シェールオイル生産量の想定以上の拡大	米ドル高の進行・継続
	米国を中心とする保護主義への警戒感

* OPECプラス=OPECとロシアなど非OPEC 減産参加国を合わせた呼び名

11. 産業関連の注目点

さまざまな分野に訪れる転機

グローバル・バリューチェーンの変容

- 米中貿易戦争の激化を受け、企業が中国の拠点をASEANなどに移転しようとする動きが出ており、今後、グローバル・バリューチェーン(GVC)の再構築が加速する可能性も。貿易戦争の早期終結が見通せない中、GVCの変容を中長期的視点で注視する必要あり。
- 米中間の相互依存関係を切り離す「デカップリング」の議論も、米国内で高まっている。トランプ政権がこれを本気で進めるようなら、米中双方にダメージ。混乱が世界に広がる恐れも。
- 先端技術・防衛産業におけるGVCは、安全保障とリンクした形で中国から分離しつつある。米国防権限法は、政府機関や政府と取引する企業に対しファーウェイなど5社の機器の利用を禁止。他国でも同様の動きが拡大。

データ活用のモーメントの趨勢的増大

- データ活用が付加価値の源泉との認識が広まるなか、データの不正利用に対する規制強化(個人情報保護、GDPR等)が進む一方、データそのものの取引市場づくり・取引基準策定も進んでいる。データは誰のものかというデータ主権の確立と自由で信頼できる取引環境実現が主眼。
- 例えば、ドイツではインダストリー4.0推進と平行して、「インダストリアル・データ・スペース」実現の動きが進んでおり、今やEUの政策として米国インダストリアル・インターネット・コンソーシアムとも提携するなど世界における標準化をリードしている。
- 日本においても、政府データの公開や個人情報保護法改正など各種法整備、個人が情報を預ける情報銀行の認定など環境整備に加えて、医療・交通・エネルギーなど各産業分野のデータの流通・活用の仕組みづくりが政府主導の下、産官学で急ピッチで進められているところ。

エネルギー需給をめぐる不確実性の高まり

- エネルギー需給をめぐる不確実性が中長期でみても相当程度高まっている。国際エネルギー機関(IEA)の将来見通しによると、一次エネルギーにおける化石燃料への依存度は、メインシナリオでは2017年81%から2040年74%と7%の減少にとどまる一方、低炭素社会実現シナリオでは依存度は2040年に60%まで減少する。化石燃料の割合は低炭素社会実現シナリオでも2040年で半分以上となる点にも留意。
- 将来のエネルギー構成や需給の伸びは低炭素社会の進展に絡む多くの変数によって揺さぶられ、不確実性が高まるためエネルギー投資が抑制的に。その結果、新規油田開発などが停滞し、将来のエネルギー供給不足を招く恐れも。
- 世界的に脱炭素化が進むが、新興国では経済性のある石炭などへの一定の依存が続く。石炭の代替として天然ガスの利用が拡大するが、そのペースは再生可能エネルギーの普及度合いなどに左右される。再生可能エネルギーは、一段の普及には技術面・制度面で多くのハードルを乗り越える必要があるが、技術革新やコスト低下が進めば一気に供給が拡大する可能性もある。電気自動車(EV)は増加が続くと見込まれるが、その普及ペースに影響を及ぼすさまざまな不確定要因あり。各国の政策(炭素税など)にも留意。

12. 2019年の主な政治経済日程

新興国を中心に選挙イヤー／日本は改元、消費増税が控える

▽各国・地域

▽国際会議、サミットなど

日程	地域	イベント
1月14-17日、30-31日	欧州・CIS	欧州議会本会議
2月4-10日	中国	春節(旧正月)休暇
2月	日本	日EU・EPA発効
2月	アフリカ	ナイジェリア大統領選挙
2月	アジア	タイ総選挙
3月	欧州・CIS	英国が欧州連合(EU)を離脱
3月	中国	全国人民代表大会
4月	日本	統一地方選挙
4月	アジア	インドネシア大統領選挙、総選挙
5月	日本	新天皇即位、改元
5月	欧州・CIS	欧州議会選挙
5月	アジア	インド下院総選挙
7月	中国	中国共産党中央政治局会議
夏頃	日本	参議院選挙
10月	日本	消費増税(8%→10%)
10月	北米	カナダ総選挙
10月	南米	アルゼンチン大統領選挙第1回投票(11月決選投票)
11月	中東	イスラエル総選挙
12月中旬	中国	中央経済工作会議

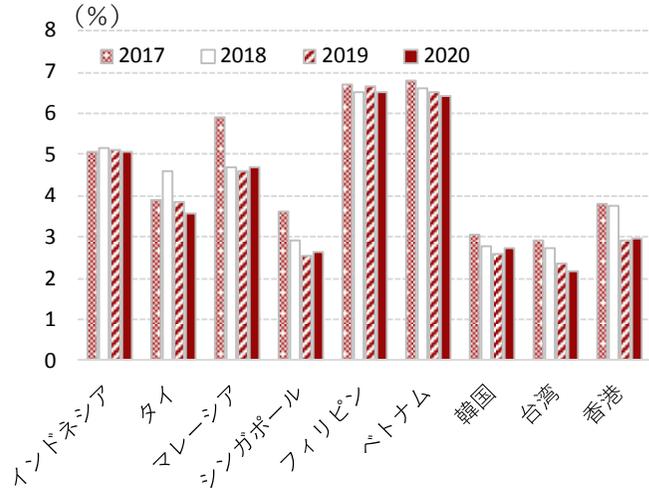
日程	地域	イベント
1月22-25日		世界経済フォーラム@ダボス・スイス
3月28-31日		米州開発銀行(IDB)年次総会@中国
4月22-23日	アジア	東南アジア諸国連合(ASEAN)第34回首脳会談@タイ
4月12-14日		IMF・世界銀行年次総会@ワシントンDC・米国
4月	アジア	ボアオ・アジア・フォーラム
5月2-5日	アジア	アジア開発銀行(ADB)第52回年次総会@フィジー
5月8-9日	欧州・CIS	欧州復興開発銀行(EBRD)第28回年次総会@サラエボ・ボスニアヘルツェゴビナ
5月	アフリカ	アフリカ開発銀行(AfDB)第54回年次総会@赤道ギニア
6月28-29日		主要20カ国・地域首脳会議(G20サミット) @大阪
6月	アジア	アジアインフラ投資銀行(AIIB)年次会合
6月	アジア	一帯一路サミット
6月	欧州・CIS	CIS首脳会議
6月	アジア	上海協力機構首脳会議
8月		IEA事務局長ファティ・ビロル氏(トルコ)任期満了
8月24-26日		主要7カ国首脳会談(G7サミット) @ビアリッツ・フランス
9月17-30日		第74回国連総会
9月	欧州・CIS	東方経済フォーラム@ウラジオストク
10-11月中	アジア	東南アジア諸国連合(ASEAN)第35回首脳会合@タイ
10月	欧州	ドラギECB総裁任期満了
11月11-22日		国連気候変動枠組条約第25回締約国会議(COP25)
11月17日		アジア・太平洋経済協力会議(APEC)首脳会合@チリ

※黒字は毎年のイベント、茶色太字はそれ以外

(出所)各種発表及び報道より丸紅経済研究所作成

(参考)アジア 堅調な内需、外部環境が懸念材料

▽実質GDP成長率



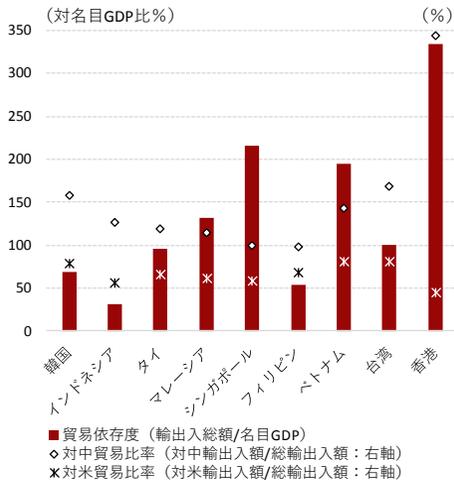
(出所)丸紅経済研究所

▽ファンダメンタルズ指標

	経常収支 (対名目GDP%)		財政収支 (対名目GDP%)		政府債務残高 (対名目GDP%)		消費者物価 (%)	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
	インドネシア	-2.4	-2.3	-1.8	-1.8	29.9	29.7	3.8
タイ	8.1	6.9	-1.8	-1.8	41.3	41.2	0.9	1.1
マレーシア	2.3	2.1	-2.6	-2.5	54.3	52.9	2.3	2.6
シンガポール	18.3	17.8	1.6	1.6	114.3	115.0	1.4	1.4
フィリピン	-1.5	-1.4	-1.4	-1.4	39.2	38.6	4.0	3.3
ベトナム	2.0	1.7	-0.5	-0.9	57.4	57.1	4.0	4.0
韓国	4.7	4.4	1.5	0.9	40.4	41.1	1.8	2.0
台湾	13.6	12.8	-1.9	-1.9	33.1	32.2	1.3	1.5
香港	3.1	3.2	2.0	1.8	0.0	0.0	2.1	2.2

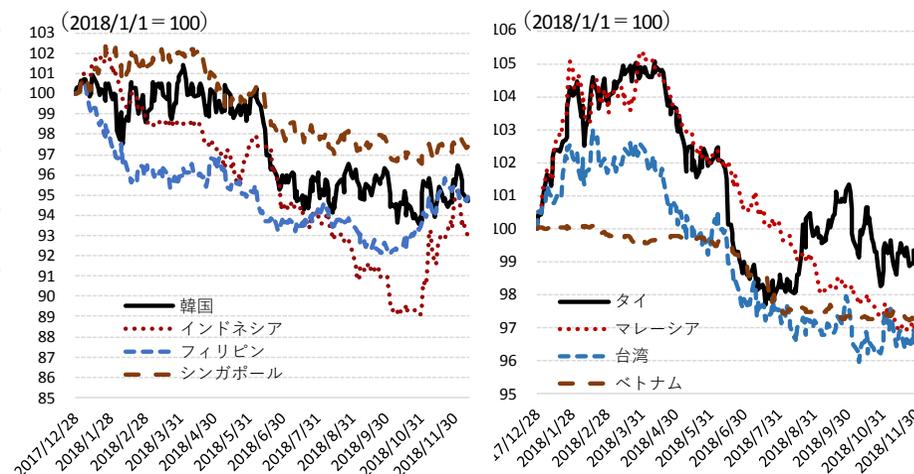
(出所)IMF

▽各国・地域貿易比率



(出所)IMF、CEIC (注)再輸出含む金額

▽為替推移



(出所) Thomson Reuters

□ 世界経済の減速がリスク要因

- アジア諸国の経済は米・中を中心とした世界経済の成長により内需、外需ともに総じて堅調で拡大が続いた。
 - 2019年にかけて、所得の増加やインフラ投資の継続により内需は引き続き堅調な成長が期待される。
 - 一方、世界的に景気の減速感が広がる中、米中貿易戦争に伴い米、中、その他先進国で需要の低迷が生じた場合、ASEAN諸国も外需が伸び悩み、成長率の鈍化が波及する見通し。
 - ただし、中国からのサプライチェーンのシフトが加速した場合、ASEAN諸国への投資が増加し景気の下支えとなる可能性も。
 - インドネシアでは4月の大統領選挙に向けてポピュリスト的な政策推進の可能性に留意。タイでは民政移管にむけた総選挙(2月実施予定)を巡り政情が不安定化するリスクが存在。
- 資金流出の可能性は残存
- 2018年夏のトルコショックに伴うアジア諸国での為替の下落は一服。
 - 金利の上昇局面において、ファンダメンタルズの比較的弱いインドネシアやフィリピンで再び資金流出に伴う通貨急落のリスクは残存。

(参考)インド 閉鎖経済が奏功し稀有な高成長

▽短期的には安定成長

	財政年度 (4月～3月)					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
実質GDP (前年度比%)	8.2	7.1	6.7	7.3	7.4	7.6
消費者物価 (前年度比%)	4.9	4.5	3.6	4.7	4.9	4.6
一般政府財政収支 (対GDP比%)	-7.2	-7.2	-7.2	-6.6	-6.5	-6.3
一般政府債務残高 (対GDP比%)	70.0	69.5	71.2	69.6	68.1	66.5
経常収支 (対GDP比%)	-1.1	-0.6	-1.9	-3.0	-2.5	-2.4
純対内直接投資 (億ドル)	360.0	356.0	303.0	387.0	471.0	520.0
外貨準備 (輸入月数)	8.9	7.6	7.5	6.8	6.5	6.3
対外債務 (対GDP比%)	23.1	20.8	19.8	20.2	20.0	19.9
うち短期 (対GDP比%)	9.1	9.1	8.4	9.0	9.2	9.4

▽加速・安定化するインドの経済成長



□ 閉鎖経済が奏功、稀有な高成長

- 2019/2020年度も消費・投資主導で7%台の高成長を維持。
- 経済成長の加速に加え、年ごとの成長のばらつきも縮小(変動係数は低下) **BRICS最後の生き残り**。
- ファンダメンタルズ安定で利上げも限定的。

□ 漸進的だが着実に進む経済改革

- 成長加速・物価上昇を受け、**政府は供給側改革に注力**。インフラ投資も強化しているが、**財源に不安**(経常的支出が約9割を占めるなど歳出は硬直的)。
- 2017年に待望の**物品・サービス税(GST)導入**。歳入増加に加え、国内市場一体化。
- 待たれる「**双子(銀行・企業)のバランスシート問題**」解消。問題債権の借り手はインフラ・鉄鋼が多い。

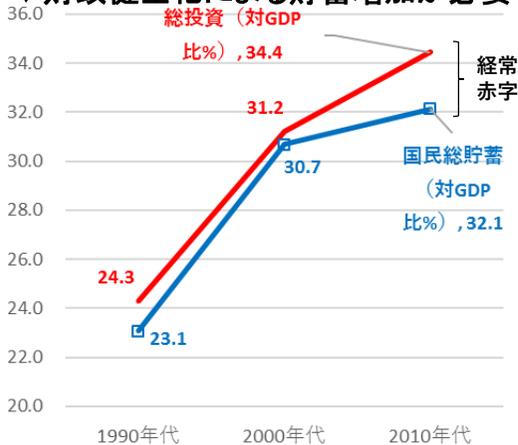
□ リスク: 財政と総選挙周辺

- GST導入後の混乱継続と税収減、金利上昇と国債価格低下、国債保有主体の混乱
- 2019年5月までに実施予定の総選挙にまつわるリスク(選挙前のばらまき、**政府の金融政策への介入、改革後退**)
- 原油価格上昇
- 地政学的リスク(中国・パキスタン)
- 右傾化(ヒन्दウー至上主義)

(出所) IMF

(出所)IMF

▽財政健全化による貯蓄増加が必要



(出所)IMF

▽向上する自動車・医薬品の競争力(競争力順、輸出シェア>1%)

2007年度				2017年度			
HS	品目	輸出シェア	貿易特化係数	HS	品目	輸出シェア	貿易特化係数
'61	衣類及び衣類附属品(メリヤス編み又はクロセ編みのものに限る。)	2.8	1.0	'02	肉及び食用のくず肉	1.5	1.0
'62	衣類及び衣類附属品(メリヤス編み又はクロセ編みのものを除く。)	3.6	1.0	'03	魚並びに甲殻類、軟体動物及びその他の水棲無脊椎動物	2.3	1.0
'03	魚並びに甲殻類、軟体動物及びその他の水棲無脊椎動物	1.1	1.0	'61	衣類及び衣類附属品(メリヤス編み又はクロセ編みのものに限る。)	2.8	0.9
'63	紡織用繊維のその他の製品、セット、中古の衣類、紡織用繊維の中古の物品及びぼろ	1.6	0.9	'62	衣類及び衣類附属品(メリヤス編み又はクロセ編みのものを除く。)	3.0	0.9
'23	食品工業において生ずる残留物及びくず並びに調製飼料	1.1	0.9	'63	紡織用繊維のその他の製品、セット、中古の衣類、紡織用繊維の中古の物品及びぼろ	1.7	0.8
'52	綿及び綿織物	3.0	0.8	'30	医療用品	4.4	0.8
'30	医療用品	2.6	0.7	'52	綿及び綿織物	2.3	0.7
'87	鉄道用及び軌道用以外の車両並びにその部分品及び附属品	2.8	0.4	'10	穀物	2.5	0.7
'10	穀物	1.9	0.4	'09	コーヒー、茶、マテ及び香料	1.1	0.6
'74	銅及びその製品	2.0	0.4	'87	鉄道用及び軌道用以外の車両並びにその部分品及び附属品	5.5	0.5

(出所)International Trade Centre. 貿易特化係数は1~-1で、1に近いほど高競争力。

(参考)ロシア 油価安定なら巡航速度の成長

▽油価安定なら巡航速度の成長

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
実質GDP (前年比%)	-2.5	-0.2	1.5	1.7	1.5	1.5
消費 (前年比%)	-7.8	-1.9	2.6	1.8	1.4	1.4
投資 (前年比%)	-12.3	-1.9	7.4	2.1	1.0	1.0
消費者物価指数 (前年比%)	15.5	7.1	3.7	2.9	4.0	4.0
失業率 (%)	5.6	5.5	5.2	5.5	5.5	5.5
財政収支 (対GDP比%)	-3.4	-3.6	-1.5	2.2	2.9	2.4
政府債務残高 (対GDP比%)	16.3	16.1	15.5	16.1	15.6	15.5
経常収支 (対GDP比%)	4.9	1.9	2.2	6.1	5.7	4.9
外貨準備 (輸入月数)	15.7	17.0	15.9	17.0	18.5	19.8
対外債務 (対GDP比%)	37.9	39.8	32.9	32.3	32.8	34.1
北海ブレント原油価格 (US\$/b)	52.4	44.0	54.4	73.3	72.5	68.7

▽油価の影響を強く受ける経済構造



□ 油価安定なら2019/2020年は巡航速度の成長

- 2019年はVAT引上げ、年金支給開始年齢引上げ、物価上昇、利上げで内需減速。
- 成長けん引役は内需から外需に。但し世界経済減速、油価下落、OPECとの協調減産など懸念要因が多い。
- ショックに備えるべく、ロシア政府は痛みを伴う財政健全化/対外依存度抑制などバッファーの積み上げにまい進。

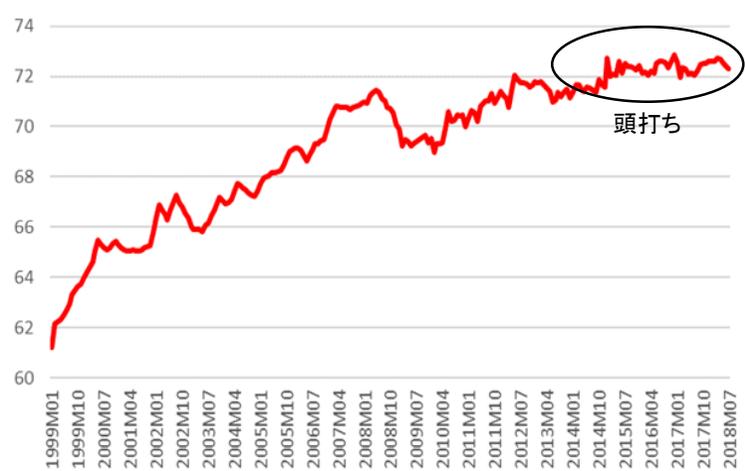
□ 現状維持なら中期的にも巡航速度並みの成長

- 既に人手不足が顕在化しており、雇用者数は頭打ち。労働生産性の向上がなければ成長加速余地は限定的。
- 経済制裁や非効率な経済構造も成長を抑制。

□ リスク: 油価急落・制裁強化

- 原油価格の急落。
- 米国の経済制裁強化。いわゆるスクリパリ事件に対する制裁第2弾が控えている。
- 国際金融環境の引き締め。FRB/ECBが利上げすれば、ルーブル防衛のためロシア中銀も利上げを迫られる。
- 貿易戦争の間接的影響。ロシアにとって中国は最大の輸出先国。

(出所) IMF
▽人手不足経済(雇用者数推移:単位:100万人)



(出所)ロシア国家統計局

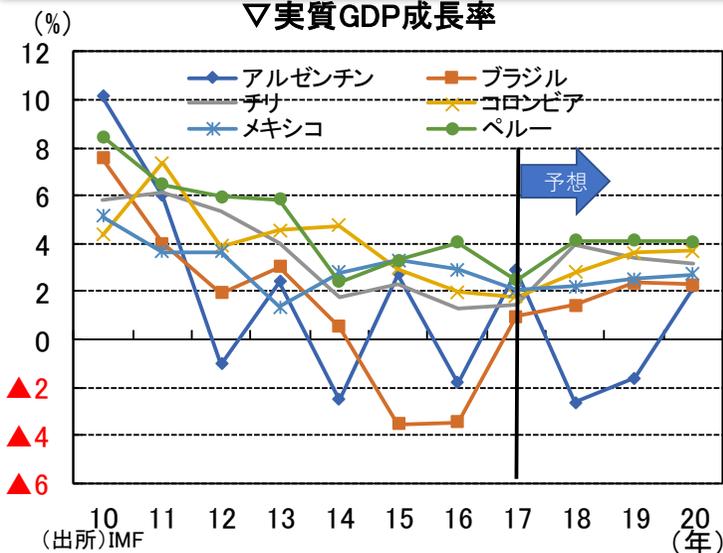
(出所)IMF
▽制裁に備える外国人
(ロシア国債残高に占める非居住者シェア、%)



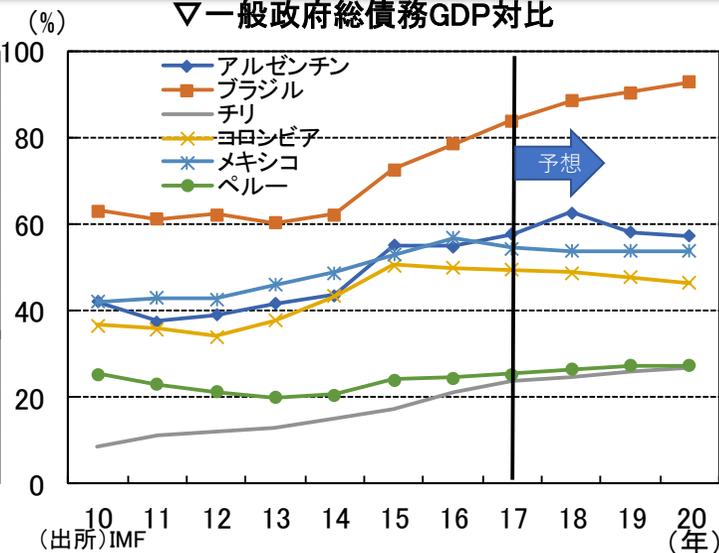
(出所)ロシア中央銀行

(参考)中南米 経済は横這い、アルゼンチン選挙に注目

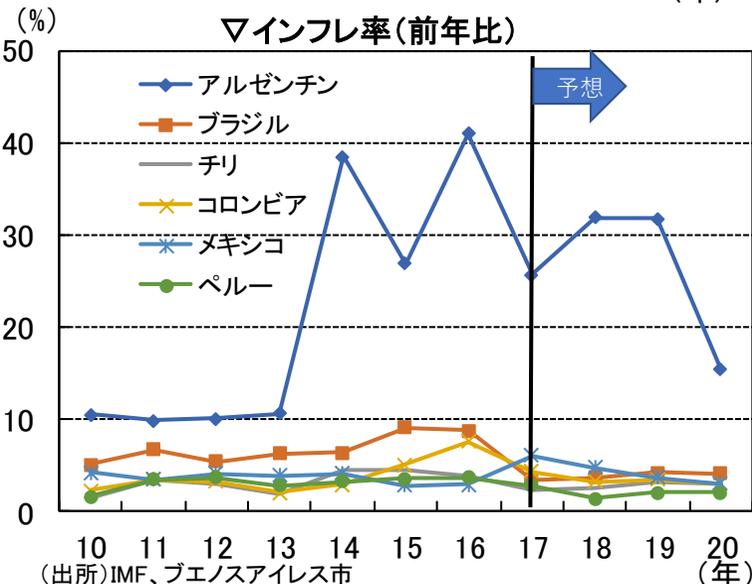
▽実質GDP成長率



▽一般政府総債務GDP対比



▽インフレ率(前年比)



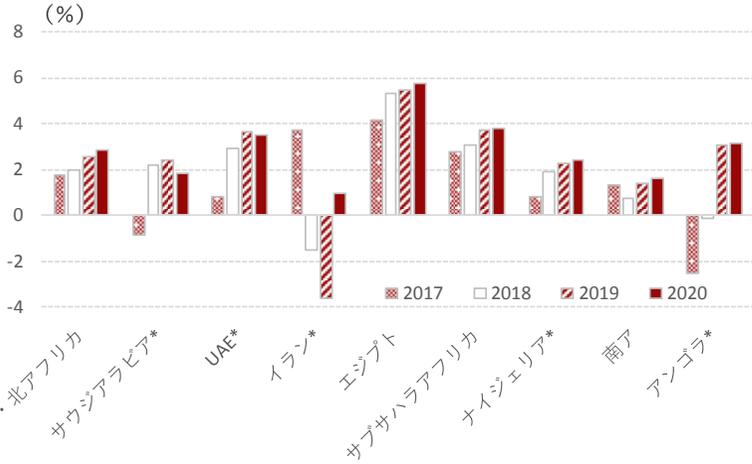
▽選挙・政治日程

1月1日	ブラジル・ボルソナロ新政権発足
2月3日	エルサルバドル大統領選挙
10月27日	アルゼンチン総選挙 (大統領、議会)
10月	ウルグアイ総選挙
10月	ボリビア総選挙
未定	BRICs首脳会談@ブラジル

- **主要国経済は横這い推移**
 - ブラジルは景気後退からの回復が続いているが、ペースは緩やか。政府債務はGDP100%並みまで上昇するとみられ、2019年に発足する右派・ボルソナロ政権の財政改革次第では、カントリーリスクが意識される場面も。
 - メキシコでは、ロペス・オブラドール新政権が新空港建設中止、石油鉱区の新入札凍結など、矢継ぎ早に左派的政策に着手。市場は警戒感を高め、株価/ペソ安傾向が続いている。
 - 経済不安が高まったアルゼンチン経済は、IMF支援や財政/金融政策の変更により、一時的な混乱は収まった。しかし、19年10月の総選挙に向け、マクリ現政権の支持率が回復しなければ、同国が再度左派政権に戻り、経済混乱を招く。
 - ベネズエラは通貨デノミネーションなどを行うもハイパーインフレは沈静化せず、19年末には一千万%に。原油生産量の減少も止まらず、1.3百万b/dとナイジェリアを下回る。外貨準備高も90億ドルを下回るレベルが続く。他方、中国、ロシアが支援する動きもあり、同国を巡り東西対決の再燃も。
 - 欧州、米国に続き、中南米でも既存政治を否定するポピュリズムが台頭。単一国の社会分断だけではなく、地域経済の安定も揺るがすことが最大のリスク。

(参考) 中東・アフリカ 資源価格の低迷で再び減速する可能性

▽実質GDP成長率



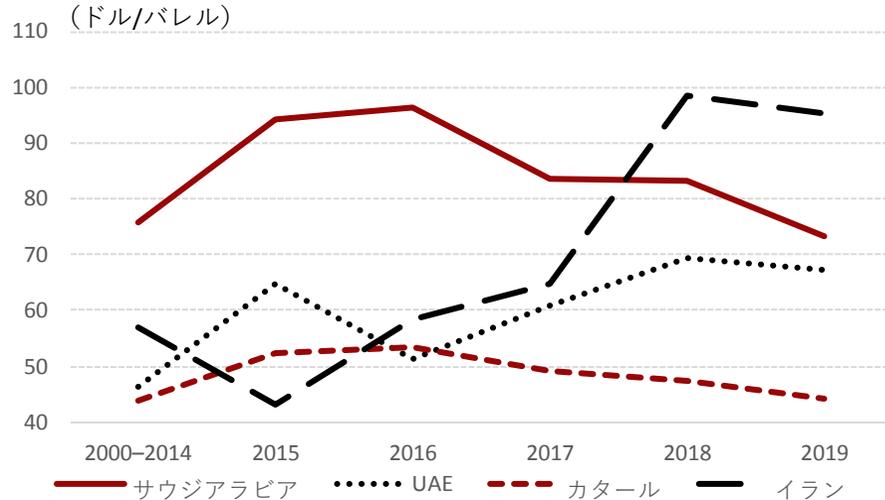
(出所)丸紅経済研究所(注)*はIMF分類の原油輸出国

▽消費者物価・経常収支

	消費者物価指数 (%)			経常収支 (対名目GDP%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
	サウジアラビア*	2.6	2.0	2.3	64.7	70.0
UAE*	3.5	1.9	2.2	31.2	34.0	27.1
イラン*	29.6	34.1	24.2	5.8	0.9	-3.7
エジプト	20.9	14.0	10.9	-6.4	-7.3	-7.6
ナイジェリア*	12.4	13.5	13.0	8.1	4.5	3.7
南ア	4.8	5.3	5.4	-12.1	-13.5	-14.1
アンゴラ*	20.5	15.8	10.9	-2.5	-2.1	-0.4

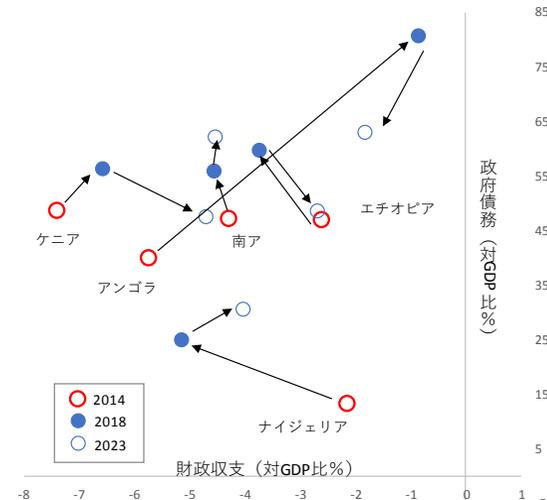
(出所)IMF(注)2018年、2019年ともドバイ原油価格67-70ドル/バレル前提

▽中東諸国の財政収支均衡原油価格



(出所)IMF

▽アフリカ諸国の財政・債務



(出所)IMF

□ 油価の低迷が下押し材料に

- 中東ではVAT導入(サウジアラビア・UAE)など、財政の健全化が志向されるなか、油価の持ち直しに伴い、2018年に入り産油国の経済・財政状況には回復の兆しが見られていた。
- 足元では油価が再び水準を落とし、原油関連歳入の減少による景気の下押し懸念が再燃。
- 米国による対イラン制裁の動向、米・サウジ関係の変化(引きずるカシゴギ問題)、カタール断交によるGCCの分断、アラブ諸国とイスラエルの関係など、外交・地政学情勢における不透明感が根強く、経済の重石となる可能性も。

□ 回復速度が鈍化の可能性

- サブサハラ主要国は2016年の落ち込みから、総じて持ち直しが続いており、回復基調が継続する見通し。ただし、足元で再び商品市況が伸び悩み、資源の追い風は見込みにくい。
- 世界的な低金利下で債務を拡大させていた国を中心に、今後利払いの増加や資金調達環境の悪化が経済の重石となるリスクも存在。

丸紅経済研究所

〒103-6060 東京都中央区日本橋2丁目7番1号

TEL：03-3282-7683 FAX：03-3282-7120

<http://www.marubeni.co.jp/research/>

(注記)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
 - 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
 - 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
 - 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私物仕様および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。
-