

2020年にかけての世界政治・経済展望

—世界経済は長期停滞へ、適応へ模索続く各国—

Marubeni

2019年5月29日

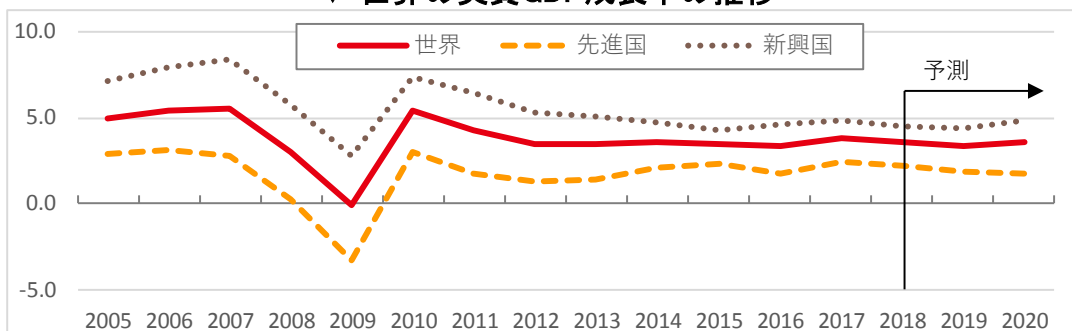
丸紅経済研究所

1-1. 世界経済展望①

世界景気は減速へ、一層の下方リスクに注意。

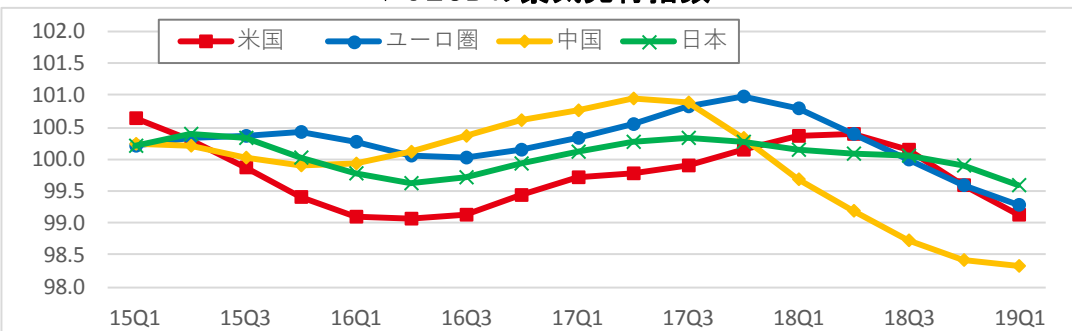
- 2019年の世界経済は**減速する**。米国は世界経済を下支えるが、減税効果の剥落や景気成熟化で成長率は低下。中国は政府の景気テコ入力で拡大を保つにとどまる。
- 2020年の世界経済はけん引役不在で、景気停滞感が一層強まる。中国経済は6.0%まで減速し、周辺国や資源価格に相当の影響を及ぼす。
- 一層の下方リスクに注意が必要。米中貿易戦争の激化を受けた中国経済の急減速、Brexitやイタリア財政問題といったユーロ・EUのほころびなどのリスクが存在。先進国の金融引き締めには歯止めが掛かり景気の過度な減速は回避される見通したが、将来的に景気後退に際した場合の緩和余地は限定的で、非伝統的手法とその深掘りに頼らざるをえなくなる可能性もある。

▽ 世界の実質GDP成長率の推移



(出所) IMF "World Economic Outlook" (April 2019)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(%)

	2018	2018	2019	2020
	構成比	前年比 推計	前年比 予測	前年比 予測
世界	100.0	3.6	3.4	3.4
先進国	40.8	2.2	1.8	1.7
米国	15.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	11.4	1.9	1.2	1.5
日本	4.1	0.8	0.6	0.5
英国	2.2	1.4	1.3	1.3
新興国	59.2	4.5	4.4	4.5
サハラ以南・アフリカ	3.0	3.0	3.5	3.7
中東欧	3.6	3.6	0.8	2.8
ロシア	3.1	2.3	1.6	1.7
中国	18.7	6.6	6.2	6.0
インド	7.8	7.1	7.3	7.3
ASEAN5	5.5	5.2	5.1	5.2
中東・北アフリカ	7.4	1.8	1.5	2.0
中南米	7.5	1.0	1.4	1.4

(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" (April 2019)などを基に丸紅経済研究所作成

1-2. 世界経済展望②

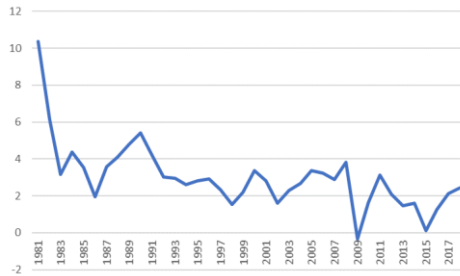
先進国は「低成長、低インフレ、低金利」の長期停滞の様相

米国

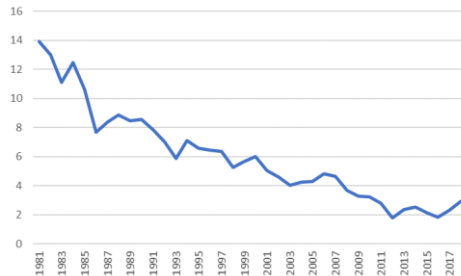
潜在成長率 (%)



インフレ率 (%)



長期金利 (%)



日本



ドイツ



□ 日、米、欧とも「長期停滞」の様相

- リーマンショック前の成長経路に戻れない
実質GDP水準、続く低インフレ。

□ 原因は需要不足(過剰貯蓄)か

- 需要不足の原因(仮説)
 - ①新興国の過剰貯蓄(アジア危機の反動、中国のドル買い介入)に伴う貿易黒字、先進国生産物に対する需要不足。
 - ②少子高齢化で供給(機械化可)よりも需要(機械化不可)が減る。
 - ③格差の拡大(低金利で資産価格上昇、消費性向の低い富裕層に富が集中)。
 - ④過去の過剰設備/債務/雇用の反動減。
 - ⑤バブル崩壊による不良債権増加やBIS規制強化による金融環境引き締め。
 - ⑥PCなど資本財価格が下落し、設備投資が割安に。
 - ⑦日本の場合、「将来不安」説も有力。
- 需要不足が投資・訓練不足を生み、長期的には供給も減らす。
- 一部新興国でも長期停滞の兆し。

□ 解決策を見出せない各国

- 超金融緩和の効果に限界。
- インフラ投資は一見有効。経済効果が国外に逃げない、低所得労働者の所得増、物価上昇⇒実質金利低下⇒投資増も。だが財政が極端に悪化の日本、共和党が抵抗する米国など、実現可能性に難。

<出所>IMF、FRB、内閣府、EUROSTAT

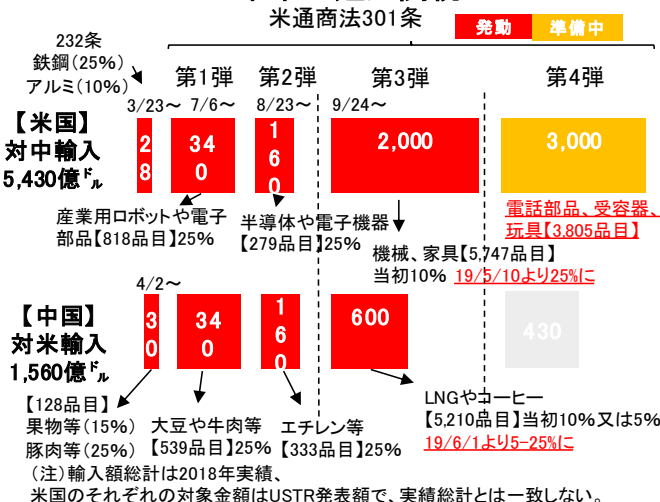
1-3. 世界経済展望③

米国発の保護主義続き、世界経済下押し、派生リスクの恐れも

▽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）
	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2,000億ドル(10%)、中600億ドルの追加関税発動(第3弾)
	12/1	米中首脳会談、米第3弾税率の25%への引上げを3月に延期
2019	1-4月	米中閣僚級会談6回開催(2/24に25%への引上げ延期を表明)
	5/13	中国が第3弾の関税を最大25%に引上げ(6/1~)
	5/15	米国が第4弾(約3,000億ドル)の調査開始(～6/24)
	5/15	米がファーウェイをEntity Listに追加。同社製品使用を禁ずる大統領令に署名(規制細則は10/12までに作成)
	6/28-29	G20サミット@大阪
	11/17	APECサミット@サンチャゴ、チリ

▽米中の追加関税



▽貿易戦争による派生リスク

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月までの全ての権限強化の履行に向け、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ている。商務省は規制対象とする技術のリストを作成中

中国通信機器大手ファーウェイに対する禁輸策を発表。同社のサプライヤー及び同社製品を使用する通信業界に多大な影響が懸念される

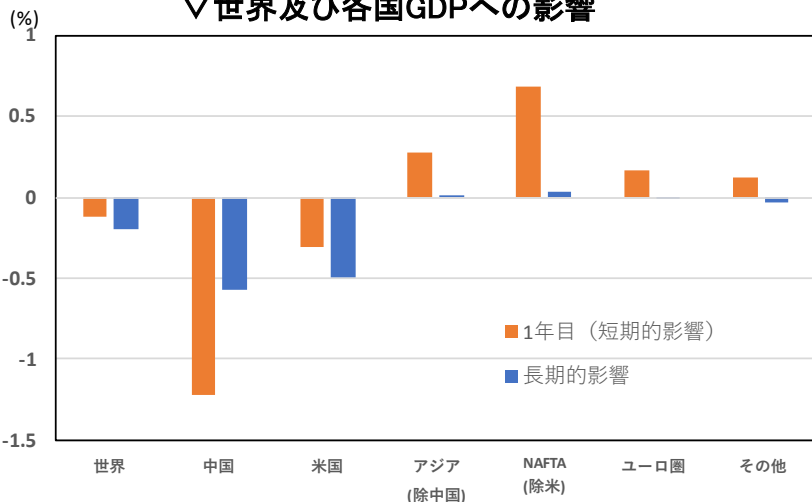
□ 米国発の保護主義が続く

- 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。
- 合意間近といわれた米中協議が座礁に乗り上げた。また対日、対欧の通商交渉も着地点が見えない状況。新NAFTAの批准は、米国が鉄鋼・アルミ関税を撤廃し気運が高まっているも、与野党間の攻防が待ち構えている。
- 米国の保護主義と報復の応酬により、最も影響を受けるのは中国。減速する中国経済には、小さくない懸念材料。

□ 米中の技術覇権争い、派生リスクも

- 米国は90年代から対中関与(エンゲージメント)政策を行ってきたが、期待通りに中国の民主的改革が進まず、先端技術の覇権を争う関係となったことで、関与政策は間違いだったとの認識が広がる。
- 米中関係の変化を受け、米国の政権・議会は、中国の投資・輸出・製品使用などに対する規制強化へ。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。
- 米中間は貿易に関し一時的合意はありえるも、技術覇権などを巡り協議は長期化。米中デカップリングを見据えたGVC(Global Value Chain)のシフトが起こる。制裁・不買運動・米国債投売りの懸念も。

▽世界及び各国GDPへの影響



(出所)IMF World Economic Outlook 2019年4月、大規模な多国間モデル(GIMF)により、米中間の全貿易品目に25%の追加関税が課された場合の影響を試算

2-1. 留意点①ポピュリズムとナショナリズム(米国)

民主・共和両党でポピュリストが台頭、構造的リスクに

▽トランプ政権の主な政策と支持層

	政策方針	主な政策支持層
通商／外交	保護主義政策(追加関税等)	製造業労働者
	パリ協定離脱	エネルギー業界(石炭業界)
	TPP離脱	労働組合(大企業優遇批判)
	JCPOA離脱	反イラン感情
経済／内政	オバマケア廃止	「小さな政府」支持層
	税制改革(17年12月)	富裕層・中間層
	キーストーンXLパイプライン建設(※オバマ政権下で差し止め)	エネルギー業界
移民	DACA(※若年移民救済制度)撤廃宣言	白人保守層(宗教保守)
	「メキシコの壁」建設案	白人保守層(宗教保守)

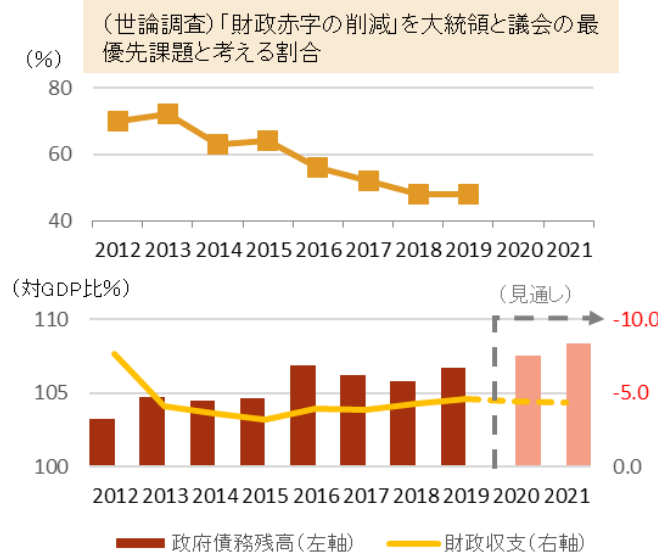
(出所)丸紅経済研究所

▽留学生・移民ビザ発行数の停滞(排外主義・反多元主義)

(前年比%)	移民ビザ発行数			留学生数		
	世界	中国	中東・北アフリカ	世界	中国	中東・北アフリカ
2014	-1.2	10.8	-1.8	8.1	16.5	20.2
2015	13.7	8.0	-10.1	10.0	10.8	11.5
2016	17.7	8.1	36.9	7.1	8.1	4.8
2017	-7.9	-16.5	-15.3	3.4	6.8	-7.6
2018	-4.3	-15.5	-17.7	1.5	3.6	-8.6
2018(万人)	55.1	2.9	2.7	109.5	36.3	9.1

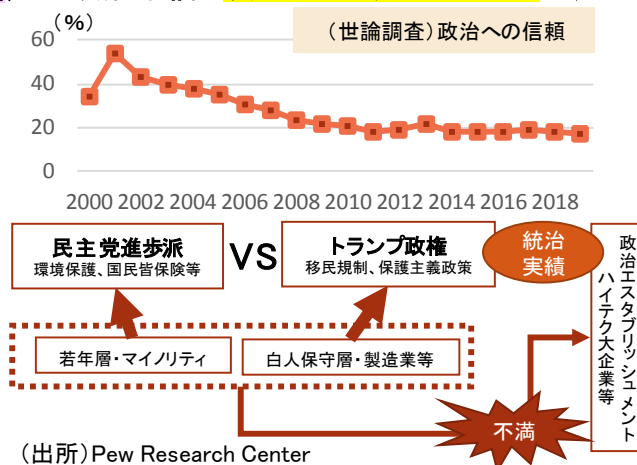
(出所)米商務省、Institute of International Education

▽財政規律の軽視(大衆恩顧主義)



(出所)IMF、Pew Research Center

▽政治不信と反エスタブリッシュメントの広まり



(出所)Pew Research Center

トランプ政権の下でポピュリズムを構成する3要素の影響が顕在化。

□ 大衆恩顧主義(クライエンテリズム)

- 岩盤支持層の特定利益を重視する政策が財政赤字の傷口を広げる。
- 民主党側でも現代通貨理論(MMT)の提唱等、財政健全化を軽視する考えが台頭。
- 短期的な経済押上げを狙った金融・財政政策で景気過熱やインフレのリスクが高まる。

□ 排外主義・反多元主義

- 対外的には、移民政策を厳格化し経済ナショナリズムの下で保護主義政策を推進。対米投資規制や留学生、研究者の受け入れ姿勢硬化が進めば中長期的な競争力後退の懸念も。
- 対内的には、マイノリティの権利保護等の社会問題を巡る世論の分極化、対立陣営への不寛容な姿勢が強まり、議会運営は停滞。大統領令や拒否権がいったん頻繁に行使される。

□ 反エスタブリッシュメント

- 「ワシントンDCの人々は自分達の意思を代表していない」という白人労働者階級、宗教保守派等の不満を吸収して勝利。反オバマ志向と相まって、過去の政策への反発・逆行。
- 一方で、2020年大統領選では「現職」のトランプ政権が統治実績を問われる立場に。
- エスタブリッシュメントへの反感は民主党支持層でも強く、民主党候補次第ではポピュリズム同士の対決になる可能性も。

2-2. 留意点②ポピュリズムとナショナリズム(米国以外)

形態は多様、共通点は国民の不安・不満を影響力拡大に利用する政治

□ 欧州：経済格差の拡大や排他主義、反民主主義がポピュリズム台頭の背景か

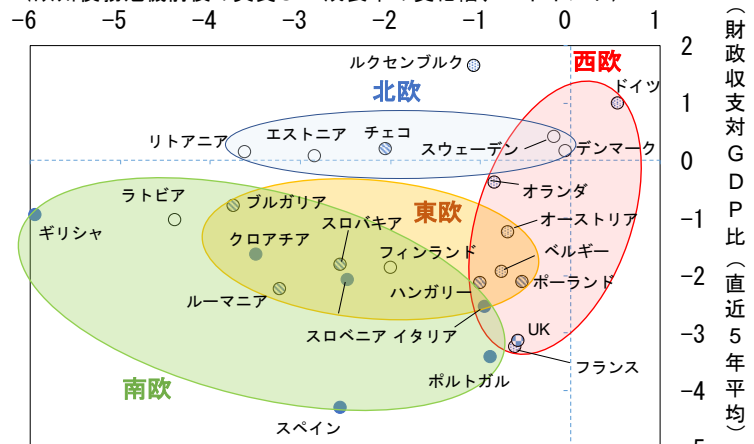
- EUによる債務問題対応や移民政策などを巡り、各国で反EU感情とナショナリズムが増大。難民危機(2015年)は、移民への不寛容・排他主義を一層加速させた。
- EU加盟国間で経済格差が存在(北欧・西欧vs南欧)。景気回復が遅れるイタリアでは、拡張財政志向のサルビーニ副首相(極右「同盟」党首)が財政規律を巡りEUと対立。経済独り勝ちのドイツでも、国内の地域格差などを背景に、旧東独地域では極右政党「ドイツのための選択肢(AfD)」の支持が比較的厚い傾向。
- 西欧・南欧のポピュリズム政党は、過去に「EU離脱」の国民投票を公約に掲げたものの、幅広い支持取り込みのために軟化。開発途上国が多い東欧では、経済的メリットから「EU離脱」は掲げないまでも、反EU・排他主義の政権が誕生しやすく、域内の東西分裂の根深い要因に。対米・対中・対口政策でも足並みに乱れ。

□ アジア・中東・アフリカ：民主化度合いの違いで、ポピュリズムから権威主義、独裁まで現れ方は多様

- アジアでは選挙前に有権者の関心を意識した資産国有化や外資規制といった形でのポピュリズムが出現。産業育成のための現実路線が取られることが多いが、他宗教に対する非寛容性(スリランカテロ)に結び付くケースも。
- 中東では民主主義が挫折した国、進まない国と根付く国で差。エジプトでは宗教色の強い政権が頓挫し独裁的政権に回帰。トルコは選挙で選ばれた政権が権威主義化しつつ、中銀への介入などポピュリズムに傾く。サウジアラビア、UAE等、王制が維持される産油国では富の分配と引き換えに抑圧傾向。
- 南アフリカ共和国では格差拡大を背景に資源国有化を掲げるポピュリズム政党が躍進。景気悪化局面で外国人労働者排斥(ゼノフォビア)が過激化する場合も。

▽EU加盟国の経済格差

(欧州債務危機前後の実質GDP成長率の変化幅、%ポイント)



(注) 成長率の変化は(2000-08年平均)-(10-18年平均)で計算。

(出所) IMF、eurostat

▽欧州ポピュリズム政党の特徴

	政党名	ユーロ圏				非ユーロ圏		
		西欧		南欧		東欧		英国
		仏	独	伊		ポーランド	ハンガリー	
ステータス		RN	AfD	同盟	五つ星	PiS	Fidesz	Brexit党
政策・志向	反EU	○	○	○	○	○	○	○
	EU離脱	△	△	△	—	—	—	○
	反移民	○	○	○	△	○	○	○
	拡張財政	△	—	○	△	○	△	—

(注) ○：現在の公約・志向、△：過去の公約・志向

(出所) 各種資料・報道等

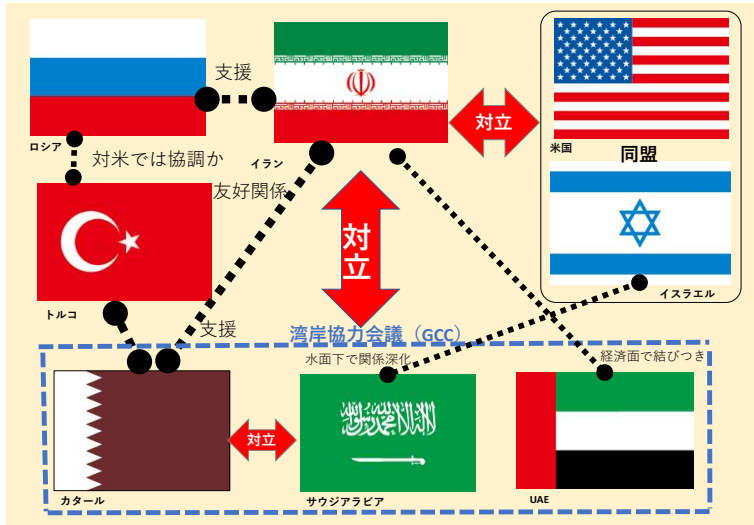
▽民主化指標(2018)

	民主化指数	インターネット自由度
韓国	8.00	36
米国	7.96	22
フランス	7.80	25
イタリア	7.71	25
南アフリカ	7.24	25
ハンガリー	6.63	29
インドネシア	6.39	46
タイ	4.63	65
トルコ	4.37	66
エジプト	3.36	69
ベトナム	3.08	76
UAE	2.76	72
サウジアラビア	1.93	73

(出所) EIU, Freedom House (注)「民主化指数」は10に近いほど民主化度が高く、「インターネット自由度」は100に近いほど自由度が低い。

2-3. 留意点③中東の政治・外交リスク 米影響力低下を受け摩擦が顕在化

▽親サウジ国家・親イラン国家の相関図



▽宗教的背景の違い

	多数派	シーア派率	指導者層
サウジアラビア	スンニ派	10-15%	スンニ派 サウード家
イエメン	スンニ派	35-40%	スンニ派 ハーディー大統領
クウェート	スンニ派	20-25%	スンニ派 サハハ首長家
バーレーン	シーア派	65-75%	スンニ派 王家
レバノン	シーア派	45-55%	キリスト教 アウン大統領
イラン	シーア派	90-95%	シーア派 ハメネイ師
イラク	シーア派	65-70%	シーア派 アバディ首相
シリア	スンニ派	15-20%	シーア派 アサド一族

(出所) 各種報道資料より丸紅経済研究所作成

▽米国の親サウジシフトで様々な摩擦が顕在化

	最近の状況
イラン	<p>4/7: 米国がイラン革命防衛隊 (IRGC) を国際テロ組織に指定。</p> <p>4/22: 米国がイラン産原油購入国に対する制裁免除供与を5/2に停止する方針を発表。</p> <p>5/5: 米国が空母打撃群と爆撃機を中東に派遣。</p> <p>5/7: イランが短距離弾道ミサイルをペルシャ湾艦船に移動させたとの報道。ポンペオ国務長官、イラクを電撃訪問。</p> <p>5/8: イランはJCPOA履行義務の一部停止を表明、英独仏中ロに7/7までに経済制裁を緩和するよう要請。</p>
トルコ	エルドアン大統領はロシア製地对空ミサイル購入を表明。同ミサイルを通じたF35の機密漏れを懸念する米国はトルコへのF35売却停止や経済制裁を示唆。
リビア	4月初めから東部軍事組織が西部暫定政府のある首都トリポリ攻略を開始するもこう着状態。西部暫定政府を支持するのはトルコ・カタール・イタリア、東部軍事組織を支持するのはサウジ・UAE・エジプト・フランス・ロシア。
イラン系武装組織	5月、イランの影響下にあるシーア派武装組織がサウジアラビア国内のパイプラインやUAE沖合のタンカーを攻撃。

(出所) 各種報道資料を元に丸紅経済研究所作成

□ トランプ、サウジ・イラン対立を助長

- トランプ大統領はイスラエル・サウジ寄りの姿勢を明確化し、中東の不安定化を助長。イスラエルとサウジも水面下で接近。シリア内戦やトルコとの関係を通じロシアの域内での影響力が拡大。

□ イラン: 緊張高まるも軍事衝突は遠い

- 5月初旬、米国・イランに軍事的摩擦の懸念。イランはJCPOAの一部履行義務停止を表明し、英独仏中ロに7/7までにイラン原油輸入再開と金融取引正常化を要請。

- 緊張高まるも、米国はイラン経済締め付けとJCPOA再交渉、イランは経済制裁解除が目的。現状の軍事行動は目的達成の手段に過ぎない。

- しかしイランが更なる履行義務停止までの期限とする7/7を過ぎれば、一層の緊張や米国・イランの偶発的軍事衝突も。

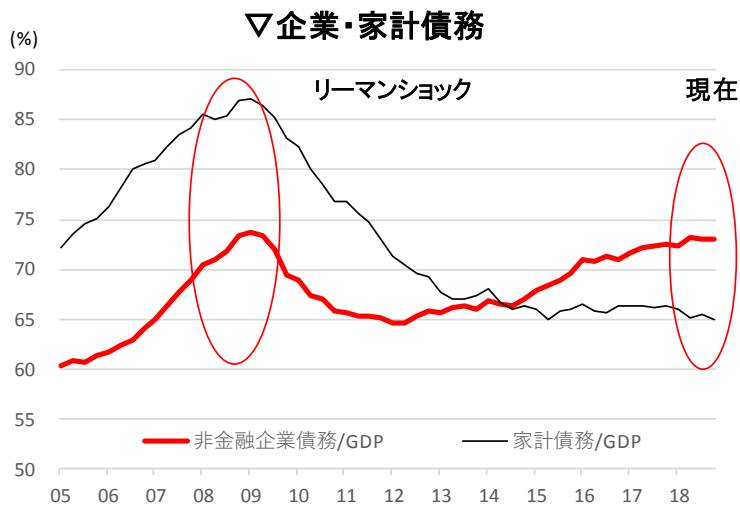
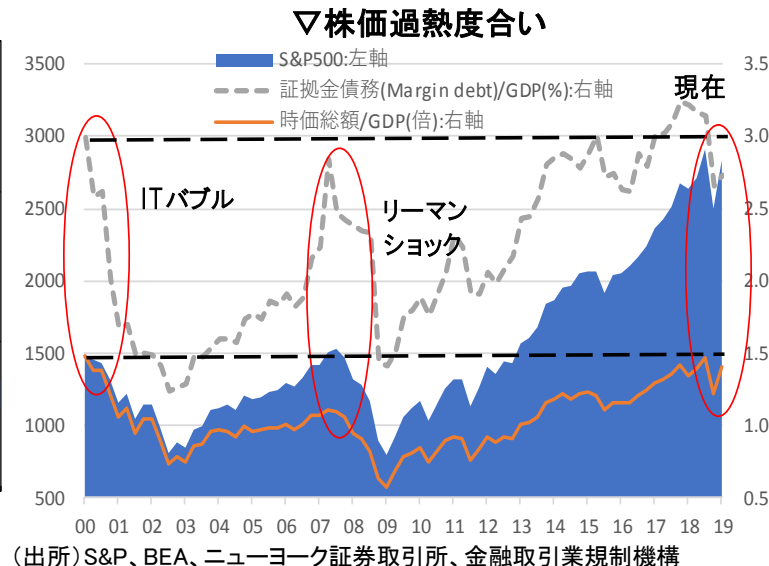
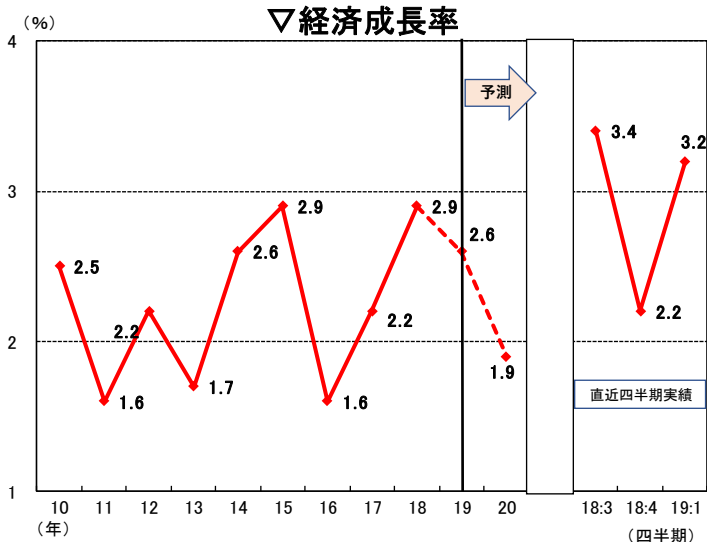
□ トルコ: 米経済制裁発動がリスク

- ロシア製地对空ミサイルS400購入やイラン産原油輸入継続を巡り米国と摩擦。S400購入やイラン産原油輸入については米国と何らかの形で妥結可能。

- 米国が経済制裁を発動すれば、脆弱化しているトルコ経済は崩壊、トルコリラの一層の下落や民間債務デフォルト、景気停滞の長期化、政治的不安定化も。

3. 経済：米国

経済は減速へ、株式・企業債務はバブルに警戒



▽今後の注目点

経済 / 財政	インフラ政策、規制緩和
	債務上限、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、日米交渉、米欧交渉、新NAFTA批准
	対イラン(軍事的緊張の高まり)、北朝鮮問題(第3回首脳会談の可能性)、ベネズエラ問題(反政権派への支持)
内政	ロシア問題(モラー特別検察官の調査)
	政権人事(国防総省、国土安全保障省)、大統領弾劾
	ヘルスケア、銃規制、移民政策、中絶是非
	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

- トランプ政権は当初3~4%の経済成長目標を掲げていたが、17年末の税制改正でも、設備投資は伸びず、自動車、住宅販売は既に頭打ち、景気拡大は成熟期の様相。
- 税制改正による余剰資金を原資に、企業は設備投資ではなく自社株買いに。18年の自社株買いは8000億ドルと過去最高。19年も過去最高を記録するペース。

□ 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15兆ドルを越え、GDP比は既にリーマンショック前を上回り、かつ信用力の低い企業への融資が増えている。FRBは5月に発表した金融安定報告書で、高い企業債務残高水準が米国経済の最大の脆弱性と指摘。一方、家計債務はリーマンショックの再来レベルにはなく、金融機関の損失吸収能力も高まっている。

□ 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、ロシア問題や移民問題などを巡り与野党が対立する場面が更に多くなっている。

4. 経済：欧州

足元のショックは一時的。ただし、外需下振れが最大のリスク

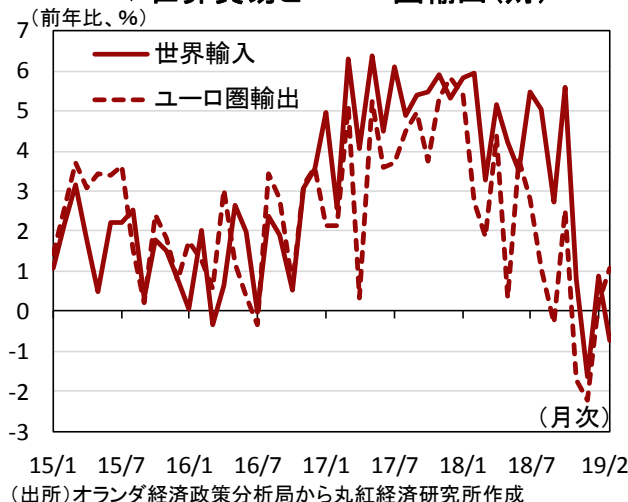
▽主要経済指標

(前年比、%)

	2015	2016	2017	2018 推計	2019 予測	2020 予測
ユーロ圏GDP成長率	2.1	2.0	2.4	1.9	1.2	1.5
民間消費	1.8	2.0	1.6	1.3	1.3	1.5
インフレ率	0.2	0.2	1.5	1.8	1.4	1.4
ドイツGDP成長率	1.7	2.2	2.2	1.4	0.5	1.5
フランスGDP成長率	1.1	1.2	2.2	1.6	1.3	1.5
イタリアGDP成長率	0.9	1.1	1.7	0.9	0.1	0.7
スペインGDP成長率	3.6	3.2	3.0	2.6	2.1	1.9
英国GDP成長率	2.3	1.8	1.8	1.4	1.3	1.3
民間消費	2.0	2.2	2.0	1.6	1.6	1.8
インフレ率	0.0	0.7	2.7	2.5	2.0	2.1

(出所) 欧州連合統計局や欧州委員会などから丸紅経済研究所作成

▽世界貿易とユーロ圏輸出(財)



□ 経済：外需下振れがリスク

- 欧州経済は、世界経済の先行き不透明感や中国経済の減速などを背景に減速感が強まっていたが、今後緩やかに回復。
- 牽引役のドイツ経済を下押しした新排ガス規制による自動車生産減や、ライン川の水位低下などの一時的要因も剥落。
- ただし、今後の欧州経済の回復力は外需頼みであり、米中貿易摩擦や中国経済の減速による外需下振れが最大のリスク。イタリア発の財政・金融不安も懸念材料。
- 英国EU離脱(Brexit)が「No-Deal」となった場合、欧州の2020年の成長率が0.5%程度押し上げられるとの見方も(IMF試算)。

□ 金融：ECBの利上げは20年に持ち越し

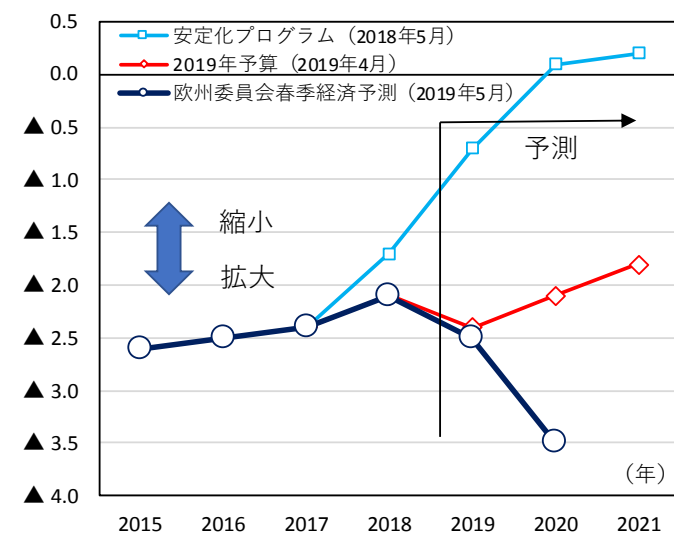
- 欧州中央銀行(ECB)は、経済成長の鈍化が想定よりも長期化していることを理由に、利上げ時期を2020年以降に延期。2019年9月より銀行向け貸出支援策(第三弾長期資金供給オペ)が実施される。
- イングランド銀行は足元の金利を据え置きつつも、Brexit動向と経済動向次第では、今後3年以内の利上げの可能性を示唆。

□ 選挙：主要ポストが一斉に交代

- 欧州委員会委員長、欧州理事会議長(大統領)、ECB総裁などの主要ポストが今秋に一斉に交代。欧州議会でのEU懐疑派勢力の影響拡大が懸念される。

▽伊政府の財政赤字(予測も含め)

(対GDP比、%)



▽欧州での注目イベント

日程	イベント
19年6月5日	デンマーク総選挙
19年9-10月	ドイツ、旧東独3州での州議会選挙
19年10月	ギリシャ総選挙
19年10月	ポルトガル総選挙
19年10月31日	英国、EU離脱期限
19年10月31日	欧州委員会・ユンケル委員長任期満了
19年10月31日	ECB・ドラギ総裁任期満了
19年11月30日	欧州理事会・トゥスク大統領退任
19年11月	ポーランド総選挙

(出所) 各種報道から丸紅経済研究所作成

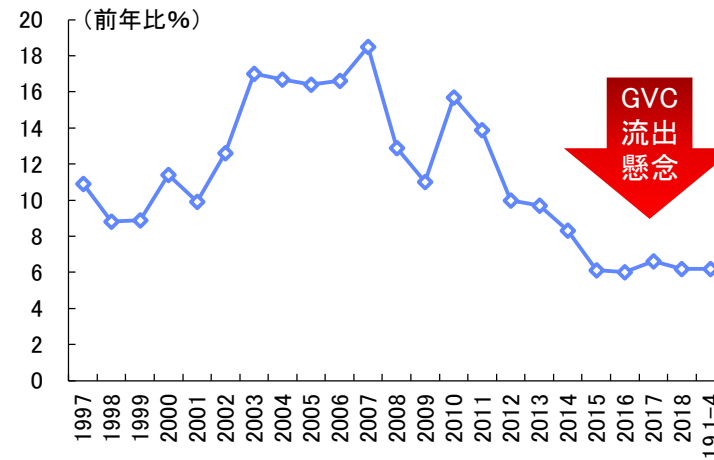
5. 経済：中国 減速続く。雇用不安に警戒

▽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	6.8	6.6	6.2	6.0
生産	鉱工業生産	6.1	6.0	6.6	6.2	6.2	6.0
	小売総額	10.7	10.4	10.2	9.0	7.8	8.0
需要項目	固定資産投資	10.0	8.1	7.2	5.9	6.5	7.0
	輸出	-2.9	-7.7	7.9	9.9	-5.0	-5.0
	輸入	-14.3	-5.5	16.1	15.8	-5.0	-5.0
金融	新規貸出	19.8	7.9	7.0	19.5	15.0	18.0
財政	財政収支比率	-2.4	-2.9	-2.9	-2.6	-2.8	-2.8
産業	自動車販売(万台)	2,460	2,803	2,888	2,808	2,700	2,600
	新築住宅販売面積	6.9	22.4	5.3	2.2	3.0	2.0
	粗鋼生産	-2.3	0.6	3.0	6.6	5.0	1.0
資源	原油	8.8	13.6	10.2	10.0	5.0	3.0
輸入	鉄鉱石	2.2	7.5	4.9	-1.0	2.0	-1.0
	大豆	14.5	1.8	14.8	-7.8	-10.0	-10.0
雇用	新規雇用者数(万人)	1,312	1,314	1,351	1,361	1,330	1,300

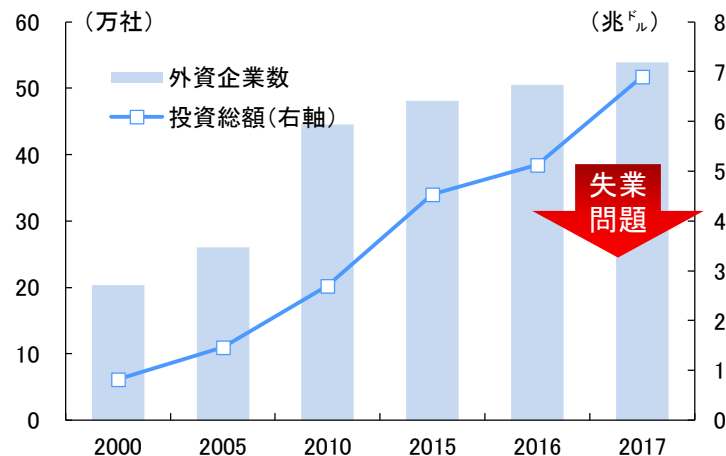
(出所) 丸紅経済研究所。19-20年：予測

▽鉱工業生産



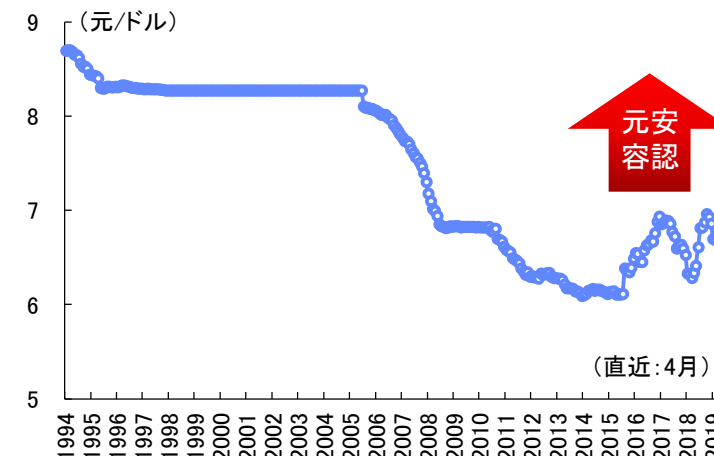
(出所) 中国国家统计局、CEIC。(注) GVC: Global Value Chainの略

▽外資系企業



(出所) 中国国家统计局、CEIC

▽人民元為替レート



(出所) 中国人民銀行、CEIC

□ 景気対策で成長目標達成

- 2018年春以降景気減速が続いたが、多岐にわたり景気対策を駆使。投資主導となるが、6%程度の低水準にとどまる。
- [投資] インフラ投資等の景気対策をうけ、経済を大いにけん引。景況感改善で国有企業や不動産投資が持ち直しの兆し。
- [消費] 大規模減税や消費マインドの改善により、堅調に推移。所得の向上やネット消費の普及により、中間層による「質の高い消費」「コト消費」が拡大傾向。
- [貿易] 米中摩擦が最大の下振れリスク。通商協議の一方、一帯一路や更なる自由化に注力し貿易の減少を食い止める。

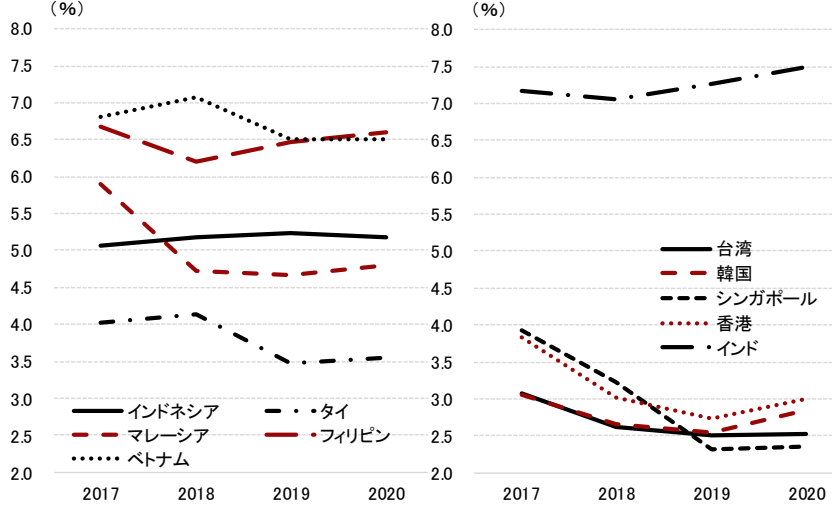
□ GVCの見直しに警戒

- 米中摩擦の下、育成中の新成長エンジンが難しくなる。外資系企業を中心にGVCにおける中国の位置づけの見直しが進行すれば、若年失業者が増加し内政不安に陥りかねない。
- 企業所得税の引き下げ、輸出還付の拡大、人民元安の容認などの輸出救済対策が講じられよう。
- 財政が圧迫されるほか、近年取り組んだ過剰生産能力の除去や人民元の自由化改革が後退する恐れも。

6. 経済:アジア

相対的に堅調だが、伸び悩み

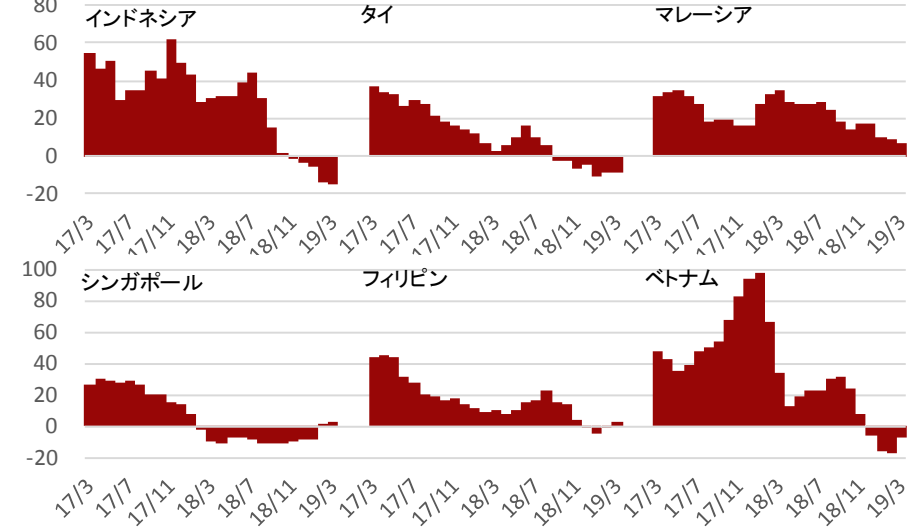
▽実質GDP成長率



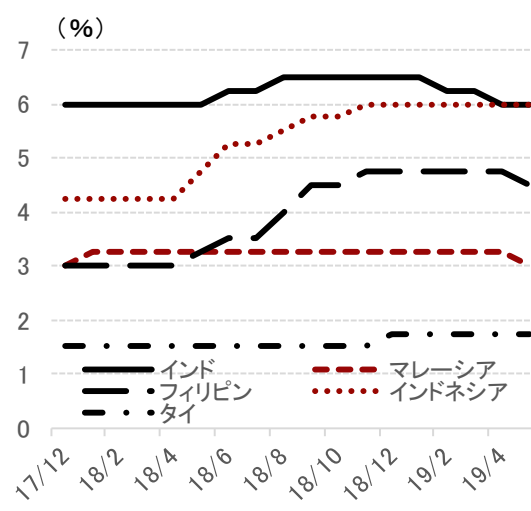
▽ファンダメンタルズ指標

	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
	(出所)IMF	(出所)IMF	(出所)IMF	(出所)IMF	(出所)IMF	(出所)IMF	(出所)IMF	(出所)IMF
インドネシア	-2.7	-2.6	-1.8	-1.8	29.3	29.0	3.3	3.6
タイ	7.1	6.3	-0.1	-0.7	41.5	41.8	1.0	1.3
マレーシア	2.1	2.1	-3.0	-2.5	56.3	55.8	2.0	2.6
シンガポール	17.6	17.1	4.2	3.1	109.4	111.2	1.3	1.4
フィリピン	-2.2	-1.8	-1.2	-1.4	39.1	38.5	3.8	3.3
ベトナム	3.1	2.6	-4.5	-4.3	57.4	57.1	3.1	3.3
韓国	4.6	4.5	2.1	1.5	40.5	40.7	1.4	1.6
台湾	11.4	10.7	-1.9	-1.9	33.9	32.9	1.1	1.2
香港	3.2	3.4	1.3	1.6	0.0	0.0	2.4	2.5
インド	-2.5	-2.4	-6.9	-6.6	69.0	67.8	3.9	4.2

▽対中輸出伸び率(前年比%)



▽アジア諸国政策金利推移



□ 世界経済の減速がリスク要因

- ASEAN諸国・インドでは、輸出の鈍化を背景に一部で減速感がみられるものの、所得の増加、投資の継続により内需を中心に相対的に堅調な成長が継続する見込み。各国で選挙が終了し、政治不安の解消、控えられていた政府支出や投資決定も期待される。
- ただし、米中通商摩擦を背景とした世界的な景気の減速に伴う外需の失速は引き続き懸念材料。

□ 金融緩和の動き

- 2018年後半より資金流出、為替下落圧力に対応して各国で利上げを進めていた。一方、2019年に入り為替は落ち着きを見せる中、米国の金融政策修正により、緩和余地が生まれる。

→インド(2月、4月)、マレーシア(5月)、フィリピン(5月)で政策金利が引き下げられ、景気下支えに。

□ 選挙でサプライズは見られず

- 3月のタイ総選挙ではタイ貢献党(タクシン派)が下院第一党となったものの、軍政が上院を掌握しており政権を維持する見込み。インドネシアの大統領選挙では現職のジョコ氏が勝利。5月のフィリピン中間選挙ではドゥテルテ大統領派が勝利するなど、総じてサプライズは見られず。

(出所)CEIC(注)3カ月移動平均の前年比。シンガポール、マレーシアは現地通貨建て、その他はドル建て。(出所)Refinitive

7. 経済：日本 「緩やかな拡大」から「減速」へ

▽2020年にかけて潜在成長率(約1%)を下回る成長が続く

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
実質GDP成長率	1.2	0.6	1.9	0.8	<u>0.6</u>	<u>0.5</u>
<実質GDP成長率：年度>	1.3	0.9	1.9	0.6	<u>0.5</u>	<u>0.7</u>
消費	-0.2	-0.1	1.1	0.4	<u>0.5</u>	<u>0.4</u>
住宅投資	-1.1	5.9	2.1	-5.8	<u>1.0</u>	<u>-1.3</u>
投資	3.3	-1.5	3.9	3.9	<u>1.3</u>	<u>1.2</u>
公共投資	-1.7	-0.3	0.7	-3.3	<u>0.1</u>	<u>1.3</u>
純輸出（寄与度）	0.4	0.6	0.6	0.0	<u>-0.2</u>	<u>0.0</u>
輸出	2.9	1.7	6.8	3.3	<u>-1.9</u>	<u>2.1</u>
輸入	0.8	-1.6	3.5	3.4	<u>-0.5</u>	<u>2.0</u>
名目GDP成長率	3.4	0.9	1.7	0.7	<u>1.1</u>	<u>1.4</u>

<出所>内閣府、日本経済研究センター、

▽消費税率引上げの一時的ショックは政策で吸収の見込み

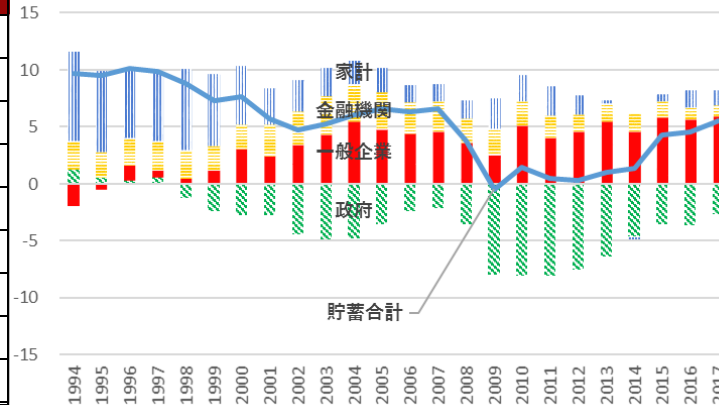
2019年の消費税率引き上げ時における政府経済対策

	負担	受益
消費税率引上げによる負担増	5.7兆円	—
軽減税率制度実施	—	1.1兆円
たばこ税・所得税見直し	0.6兆円	—
幼児教育無償化、年金生活者支援給付など	—	2.8兆円
診療報酬等による補填など	—	0.4兆円
臨時・特別予算措置	—	2.0兆円
税制上の支援	—	0.3兆円
合計	6.3兆円	6.6兆円

<出所>三菱UFJリサーチ&コンサルティング資料をもとに作成

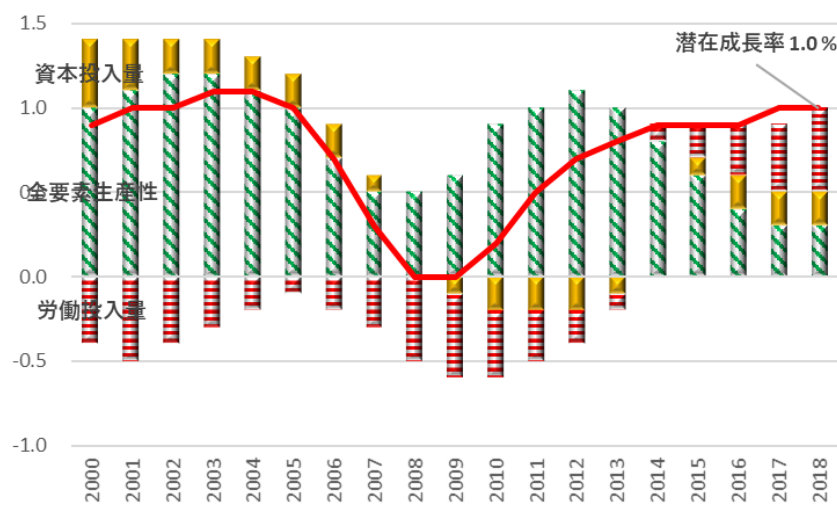
▽貯蓄率改善で国債価格急落リスクは低下か

日本の貯蓄構造：企業が政府赤字を穴埋め（単位：対GDP比%）



<出所>内閣府

▽全要素生産性の成長寄与低下は長期停滞の兆しか

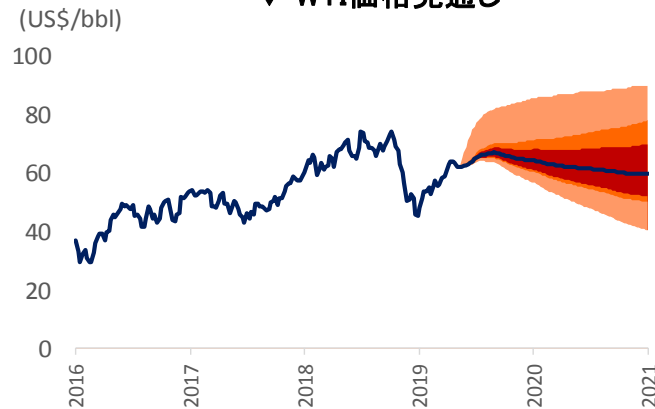


<出所>内閣府

- 景気は「緩やかな拡大」から「減速」へ
 - 世界経済減速に伴う輸出鈍化が景気下押し。
- 現状、消費税率は予定通り引上げとの見方が優勢
 - 標準シナリオは「消費税率引上げ+追加経済対策」。一時的ショックはほぼ政策で吸収される見込み。
 - 引上げ判断を占う上で当面の注目点は、
 - ①月例経済報告での景気判断
 - ②日銀短観(7/1公表予定)
 - ③貿易戦争の展開
 - ④為替(¥100/\$を超える円高)
 - ⑤日経平均株価(2万円割れ)
 - ⑥安倍政権の支持率
 - 参院選(7月予定)までに方針決定。再々延期の場合は選挙の争点に。衆参同日選挙の可能性も。
 - 仮に再々延期となっても貯蓄率改善で国債急落リスクは低下。一層の金融緩和が実施されれば国債価格を下支え。
- 日本は長期停滞のトップランナーか
 - 伸び悩む潜在成長率と全要素生産性の寄与。
 - 強まる一方の財政依存。MMT(Modern Monetary Theory=現代通貨理論)を実証する日本という説も。

8. 原油価格見通し 60ドル程度へ収束も高い変動リスク

▽ WTI価格見通し



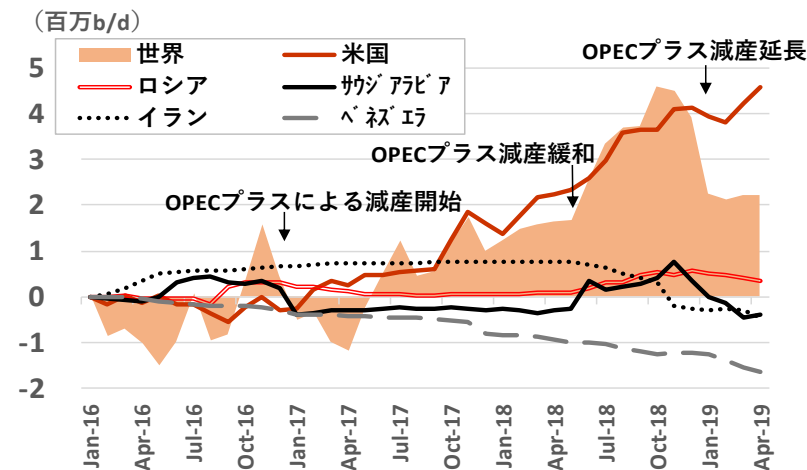
(出所)リフィニティブ、丸紅経済研究所

▽世界の原油需給バランス



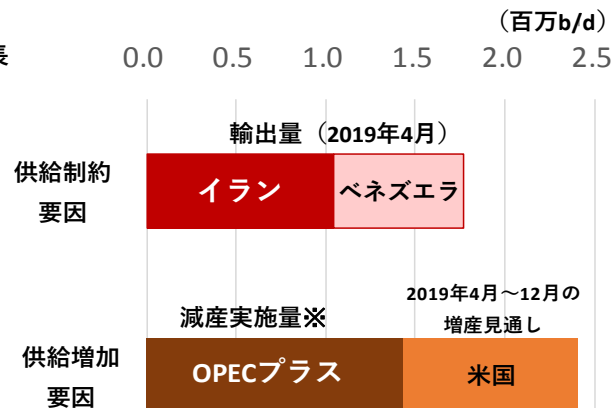
(出所)EIA “Short Term Outlook May 2019”

▽ 原油生産量の変動 (2016年1月=0)



(出所)リフィニティブ、EIA、丸紅経済研究所

▽ 世界供給へのインパクト



※2019.1-4月の減産遵守率平均の120%からの計算値

(出所)リフィニティブ、EIA、丸紅経済研究所

- WTIは足元で60ドルを回復、高止まり
- 足元の原油需給バランスは、OPECプラスの減産とイラン・ベネズエラの生産減少から供給不足
 - 19年3月のOPEC減産遵守率は153%、OPECプラス合計で同125%と想定以上
- 地政学リスクの高まり
 - 米国は対イラン制裁における同国産石油輸入の適用除外を延長せず。空母派遣決定、緊張感が高まる局面も。
 - ✓ イランは対抗措置を発表(ウラン備蓄量増加、濃縮上限制約の撤廃)、強硬派はホルムズ海峡の封鎖を警告
 - ベネズエラの政治経済混乱、米ロ干渉
 - リビア内戦激化

- 2020年に向けて需給タイト化は解消へ向かうとみられるが、不確実性は高い
- OPECプラス減産緩和ならイラン、ベネズエラの輸出減少はある程度カバー可能
- 米国原油生産量は拡大継続
- 世界経済の減速に伴い需要が下方修正される可能性
- 需給緩和に伴い60ドル程度への収束を見込むが、変動リスクは極めて高い

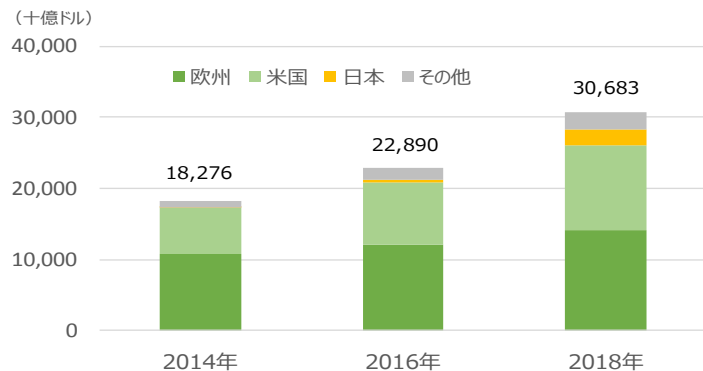
＜今後の注目点＞

- ①OPECプラスによる減産の行方、②米国の対イラン制裁の影響、③中東地政学リスクの拡大、④ベネズエラ情勢、⑤米国シェールオイル生産量の増加、⑥世界経済の減速

9. ESG/SDGs

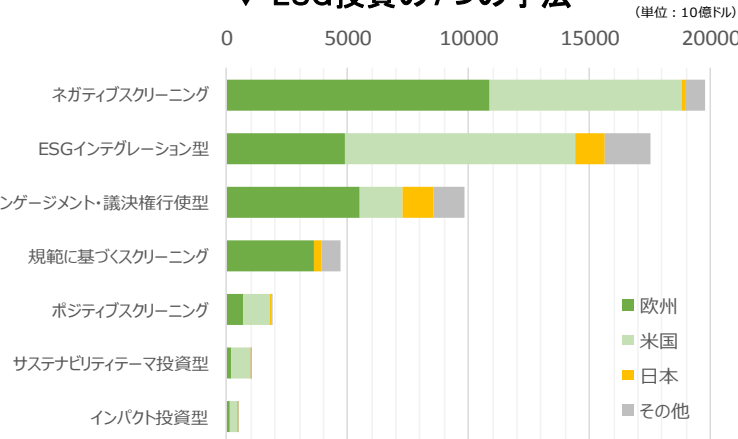
なぜESG投資の勢力が増しているのか

▽ 世界のESG投資額の推移



(出所) GSIAデータを元に経済研究所作成

▽ ESG投資の7つの手法



※各手法は重複を含む

(出所) GSIAデータを元に経済研究所作成

▽ サステナブル・ファイナンスの法制化(ルール作り)

G20	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2015年金融安定理事会に対し、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)を設立。 ✓ 2017年に公表した最終報告書へ600以上の企業・金融機関が支持表明。
EU	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2014年に非財務情報開示指令により年次報告書における非財務情報の開示を義務化。 ✓ 2016年には「サステナブル・ファイナンスに関するハイレベル専門家グループ(EU HLEG)」を設立。 ✓ 2018年1月に欧州委員会に対して最終提言書を発表、同年3月にアクションプランを作成。
ISO	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2017年2月より「気候ファイナンス」に関する国際標準規格(ISO14097)の議論開始。2020年2月の発効に向けて標準化を急ぐ。

▽ TCFDを支持する主な企業

年金基金	米CalPERS、米CalSTRS、米ニューヨーク州教職員退職年金基金、加オンタリオ州教職員年金基金、蘭PEZW、ブルームバーグ企業年金基金、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)
保険	英Aviva、仏アクサ、スイス再保険、独アリアンツ、東京海上HD、損保ジャパン日本興亜、日本生命、第一生命
銀行	米バンク・オブ・アメリカ、米シティグループ、英HSBC、英スタンダードチャータード、仏BNPパリバ、三菱UFJFG、三井住友FG、みずほFG、日本政策投資銀行
格付機関	米S&Pグローバル、米Moody's、英FTSE Russell、英ロンドン証券取引グループ、シンガポール証券取引所
企業	英蘭ロイヤル・ダッチ・シェル、英豪BHPビリトン、英豪リオ・ティント、伊エネル、米デュポン、印タタ・スチール、英蘭ユニリーバ、米セールスフォース、三菱商事、三井物産、住友商事、丸紅、東京電力HD、日本郵船、商船三井、国際航業、日立製作所、住友化学、リコー

□ ESG投資額は全体の3割弱へ

- 世界のESG投資額は今や全体の3割弱を占め、2018年は約31兆ドルまで増加。
- 投資の意思決定プロセスにESGを考慮すべきとするガイドライン「責任投資原則(PRI)」には、2017年時点で1714機関(運用資産: 68.4兆ドル)が署名。
- サステナビリティの潮流を先導する欧州では、既に法制化(ルール作り)が進む。

□ ESG拡大の背景には世界経済の長期停滞、資金余剰も

- 長期停滞と資金余剰という運用難の環境もプラスになっている可能性。
- 投資家にとって長期的な利益確保のために、環境や社会に配慮すること(=サステナビリティ)が大事という考え方に説得力と市場が容認する環境が成立か。

□ 経済押し上げ効果の試算

- 2017年1月のダボス会議でSDGsによる経済価値・雇用の創出の調査を公表。
- 目標達成には、約12兆ドルの追加投資が必要。公的資金を補うため、民間資本をサステナブルな投資に向ける必要あり。
- OECDは、2°C目標達成に、2050年までに2.8%の経済押し上げ効果があると報告。

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。
-