



国際通貨基金

世界・アジア太平洋地域経済見通し：
世界的な製造業低迷と高まる貿易障壁

鷺見周久

IMFアジア太平洋地域事務所長

2019年12月

要旨: 世界全体の経済停滞と回復の不確実性

世界経済への様々な逆風

- ・ 世界のGDP成長は、リーマンショック以来最低水準
- ・ 深刻化する貿易摩擦と地政学的軋轢を背景に、工業生産と貿易全般が減速し、企業のコンフィデンスも低迷。
- ・ 先進国と中国における構造的な原則; いくつかの新興市場経済では、それぞれ独自の要因で成長が制約されている。
- ・ 新興市場・発展途上国経済が牽引し2020年に世界経済はゆるやかに回復する見込みであるものの、景気回復予測は不確実

政策の不確実性が高い中で、拡大する経済の下方リスク

- ・ 貿易摩擦及び地政学的軋轢は、サプライチェーンを阻害し、コンフィデンス、投資、経済成長を妨げる可能性
- ・ 新興市場経済とユーロ圏における経済持ち直し予測は、実現しない可能性
- ・ 急激なリスクセンチメントの拡大は、長引く低金利政策により蓄積された金融セクターの脆弱性を露呈する可能性
- ・ 低インフレはこの先も続く見通しで、将来の金融政策の余地に制約がかかる可能性

世界経済は難しい岐路に立たされている: 先見性のある政策とより強固な改革の必要性

- ・ 貿易摩擦と地政学的軋轢の協調的緩和
- ・ より釣り合いの取れた方法での経済活動支援: 金融緩和政策に加えて、経済成長に対するリスクを回避し、潜在的な成長率を上げるため、既に過度に拡張的でなく、財政の拡大余地が残されている場合には、財政政策による支援も行うべき。
- ・ 各国それぞれの状況に合わせた構造改革を通じ、生産性、レジリエンス、及び公平性の改善を図るべき。

概要

最近の動向

見通し

リスクバランス

政策

概要

最近の動向

見通し

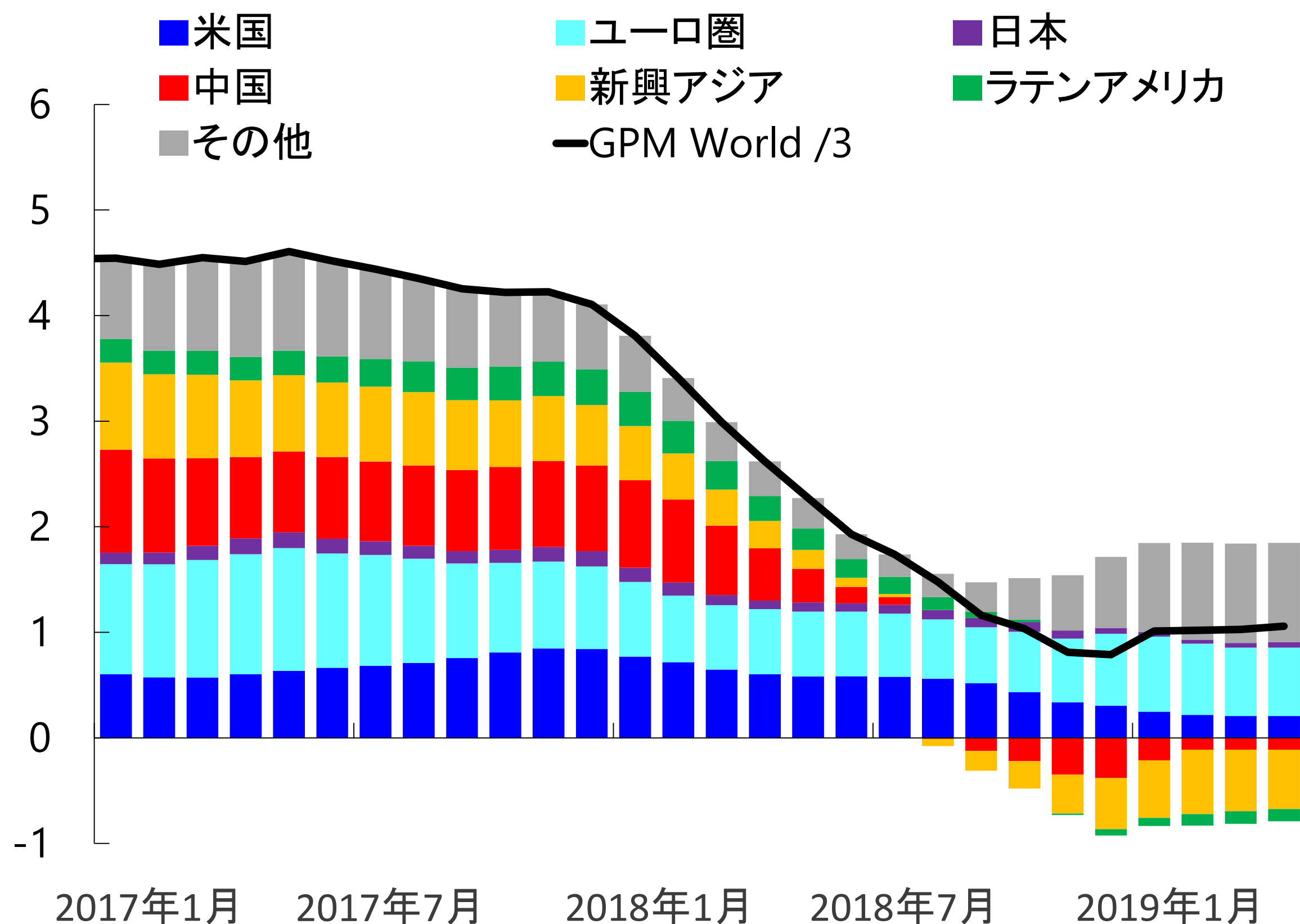
リスクバランス

政策

加熱する貿易摩擦が経済成長に負荷

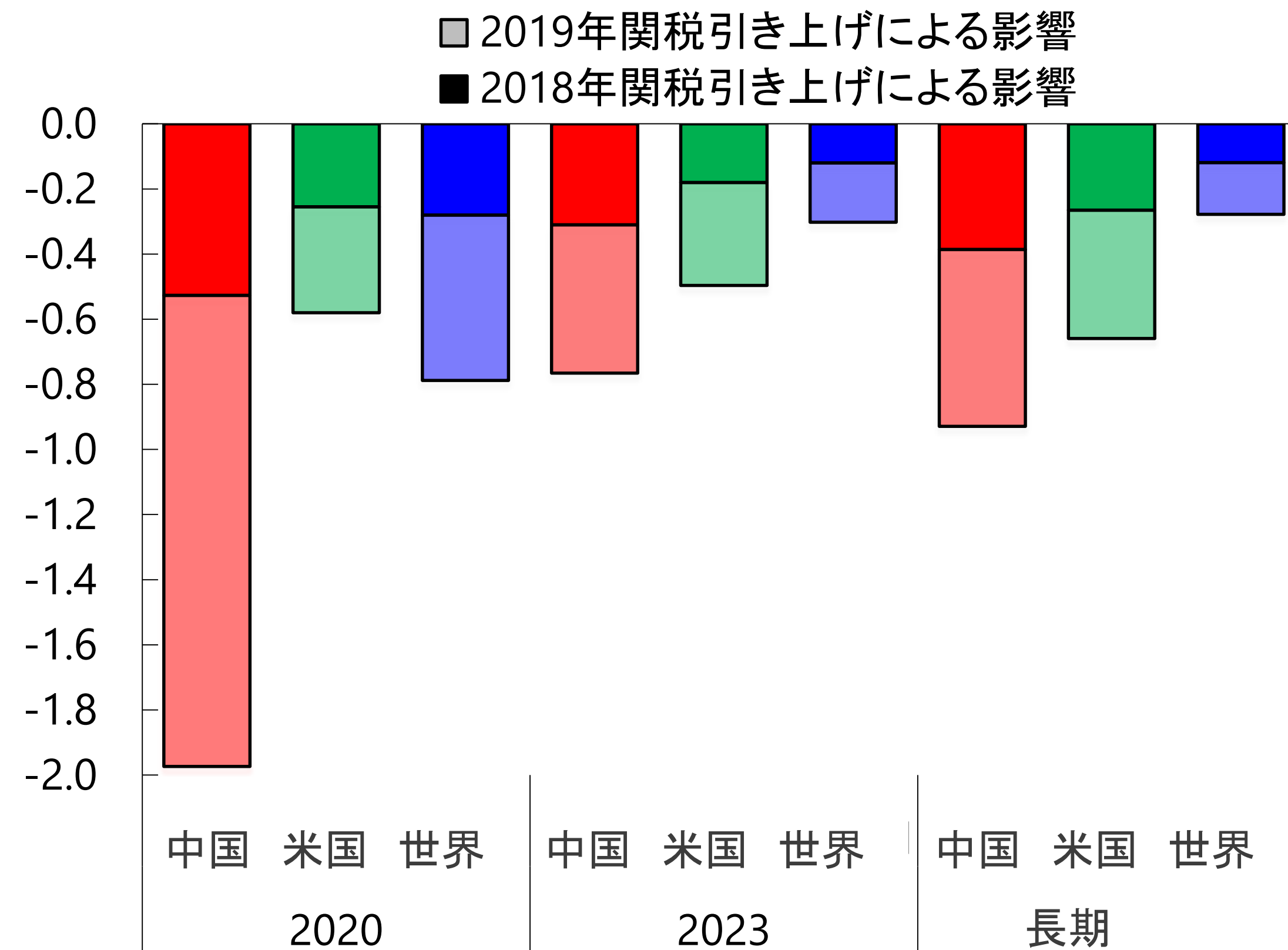
製品輸入への影響

(輸入量;パーセントポイント寄与率;前月比;年換算;季節調整済)



米中関税引き上げによる実質GDPへの影響

(関税引き上げのない状態からのパーセント変化)



出所: IMF, Model Simulations in the Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF); Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; IMF, Global Data Source; World Economic Outlook; and IMF staff calculations. IMFスタッフ算定

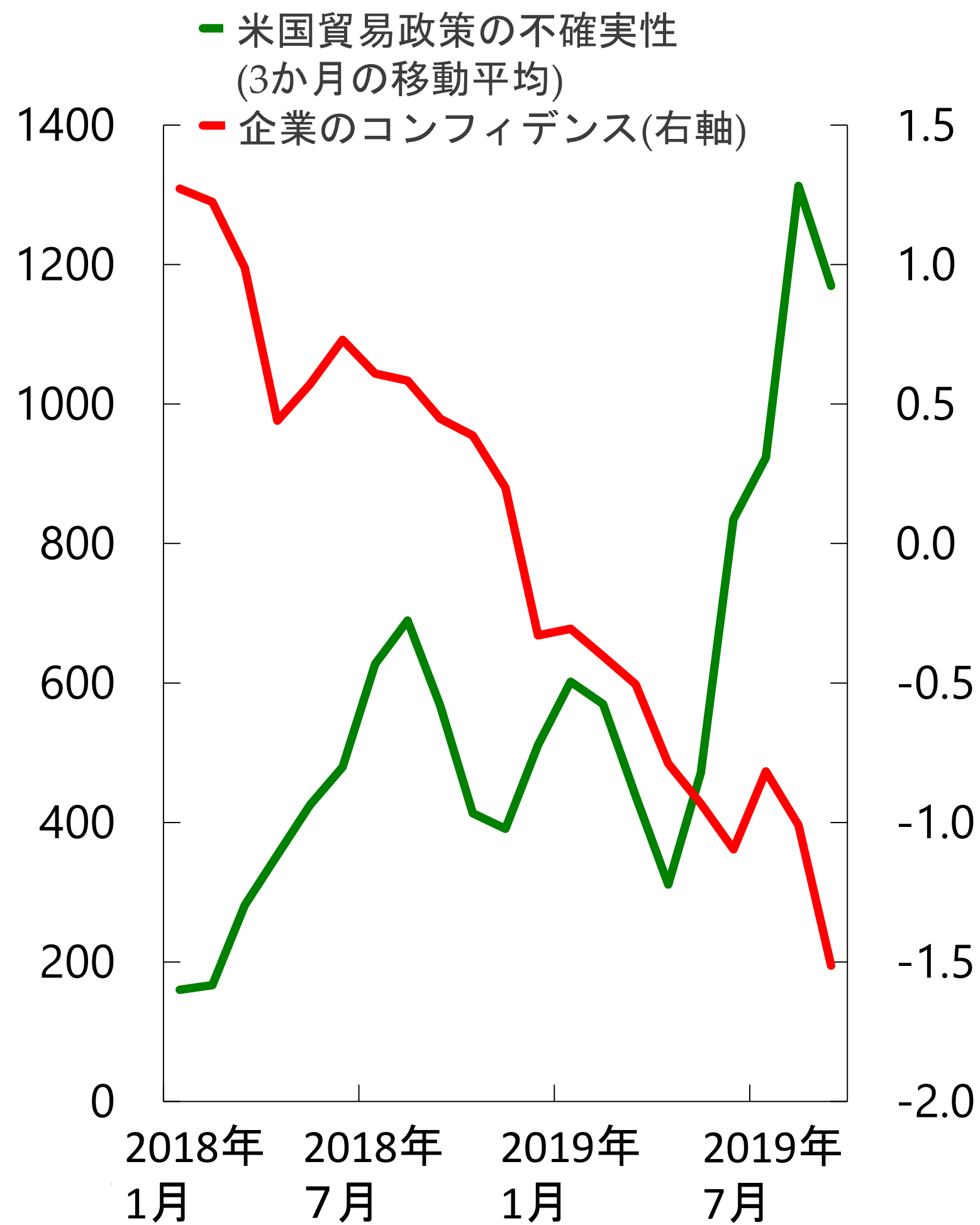
1/ GPM world(正式名称: The UN Global Policy Model)は世界の製品輸入総額の86.5%をカバー。Kalman filterを使用しデータ算出

2/ 2018年と2019年に米中が実施した関税措置が与えるGDPへの影響を示している。2018年には、米国の中国に対する約500億USドル(25%の関税)及び約2000億USドル(10%の関税)を課し、さらにすべての国に対して鋼鉄(25%)、アルミニウム(10%)への関税が含まれる。2019年には、中国からの輸入品2000億USドルに対する15%の関税(5月発表)、および3000億USドル近い追加関税措置(8月発表)が含まれる。中国が報復措置を取ると仮定して試算。2018年10月『世界経済見通し』第一章を基に、新規データを用いて試算。

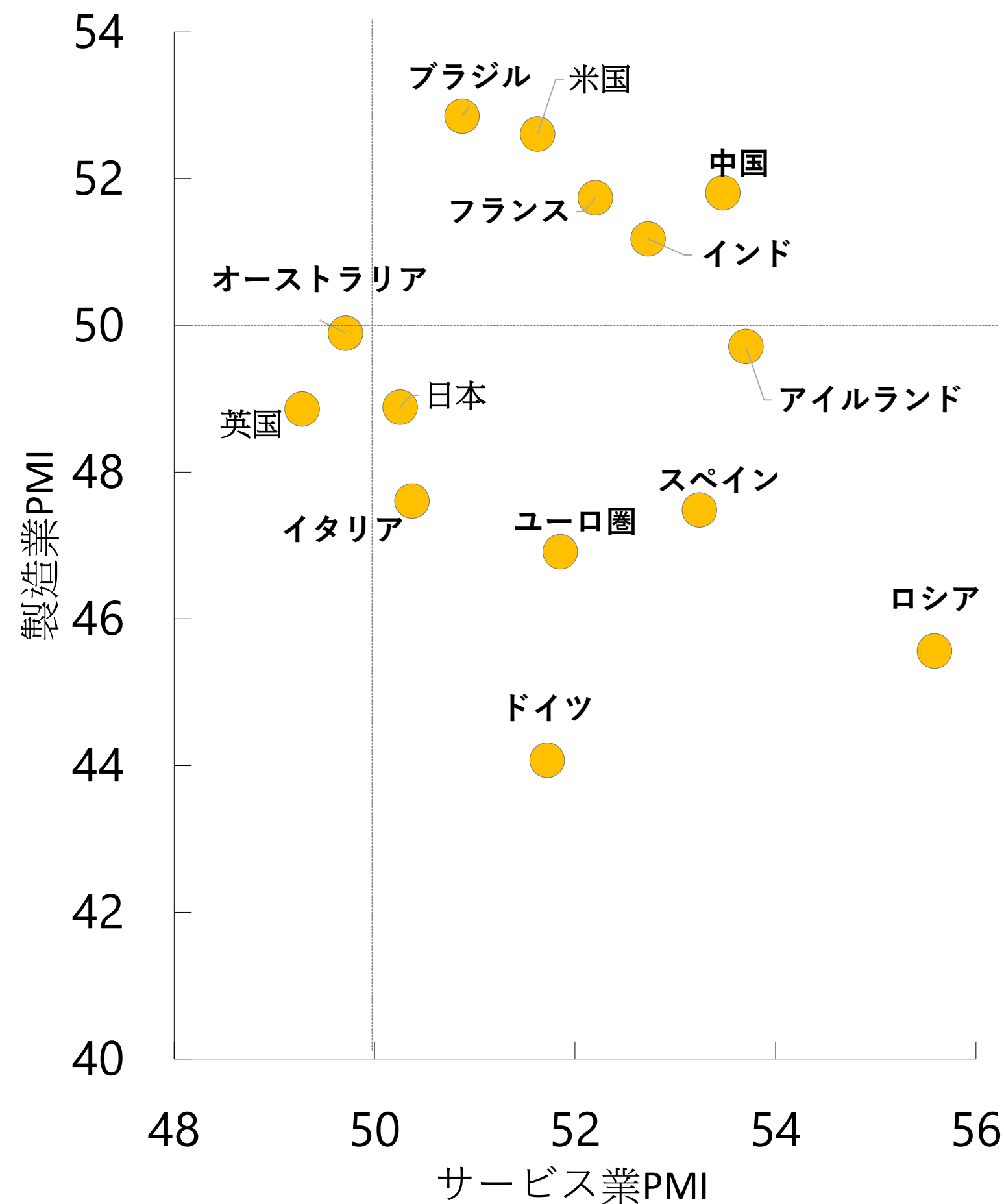
3/ GPMとは、過去のトレンドと現在の状況を鑑み、今後の世界経済のシナリオを推定する国連の計量分析ツール。

製造業は停滞気味であるが、サービス業は堅調

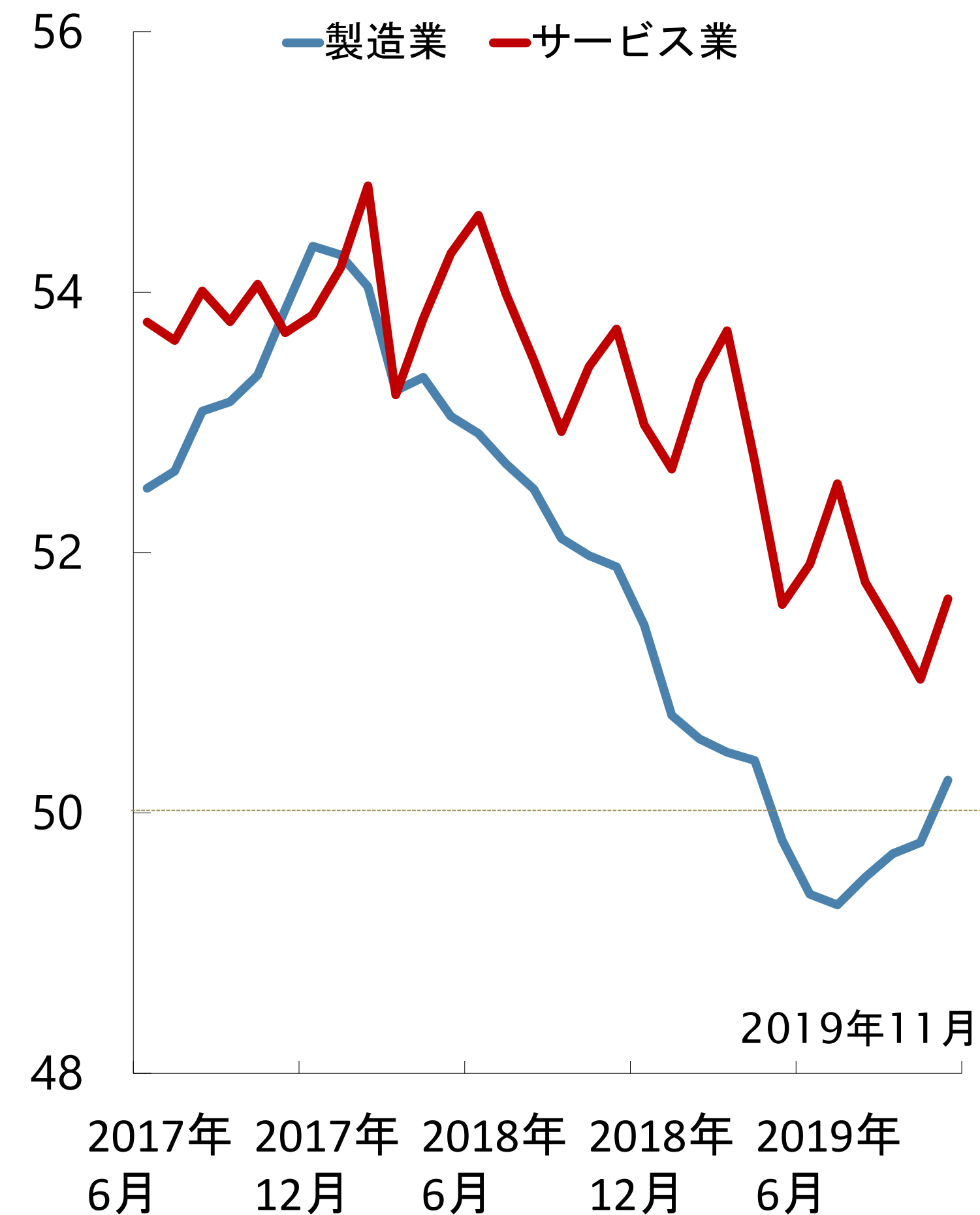
貿易摩擦と企業のコンフィデンス1/
(指標)



購買担当者景気指数 (PMI) (2019)
(指標: >50 = 景況拡大; 季節調整済)



世界の製造業・サービス業PMI
(指標: >50 = 景況拡大)



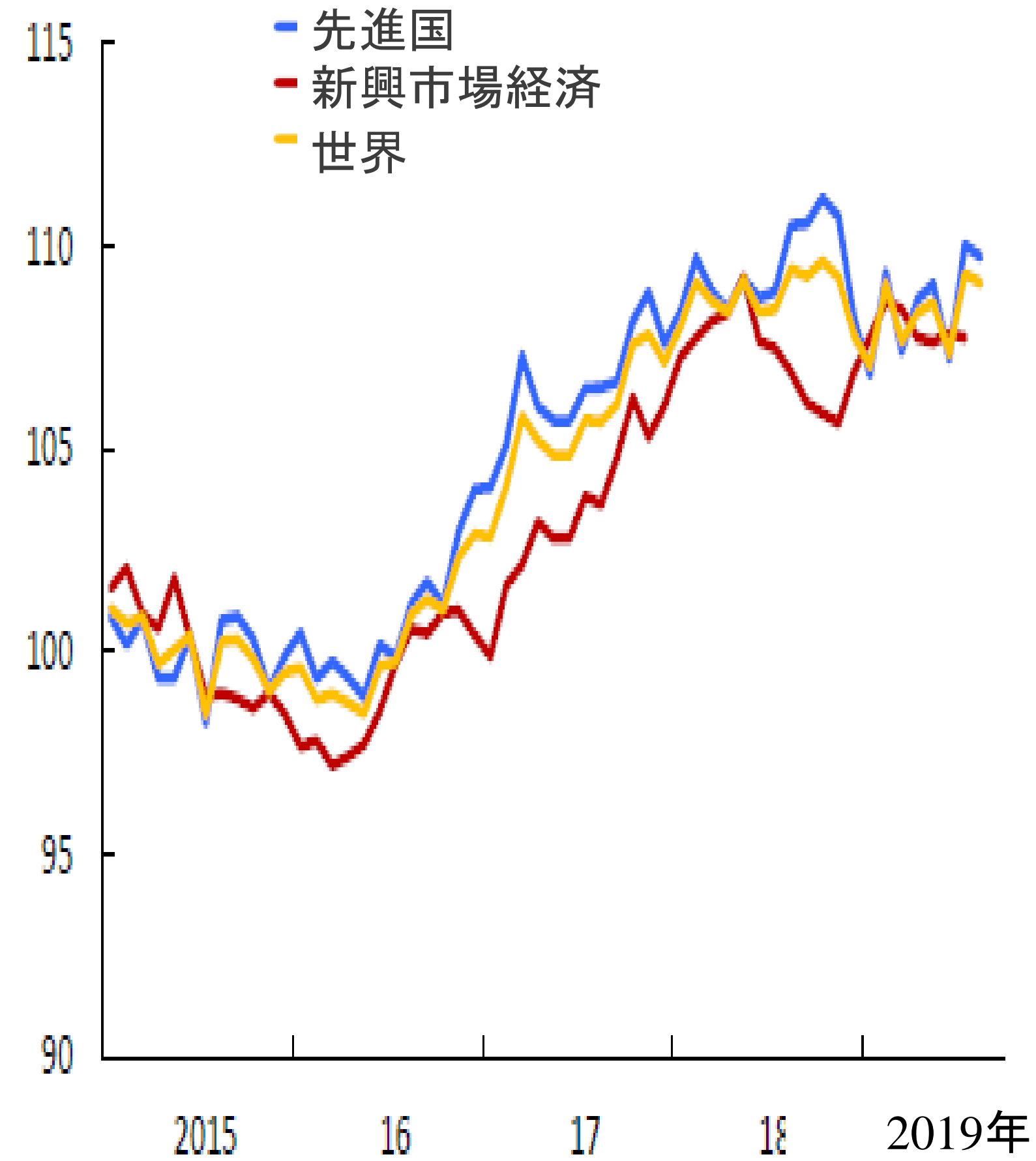
出所: IMF Global Data Source; 地域経済見通し(2019年10月); Haver Analytics; IMFスタッフ算定

1/ 含まれる国: 米国、ユーロ圏、日本、カナダ、英国、オーストラリア、スウェーデン、ブラジル、ロシア、トルコ、メキシコ、タイ、韓国、ポーランド、チェコ、南アフリカ

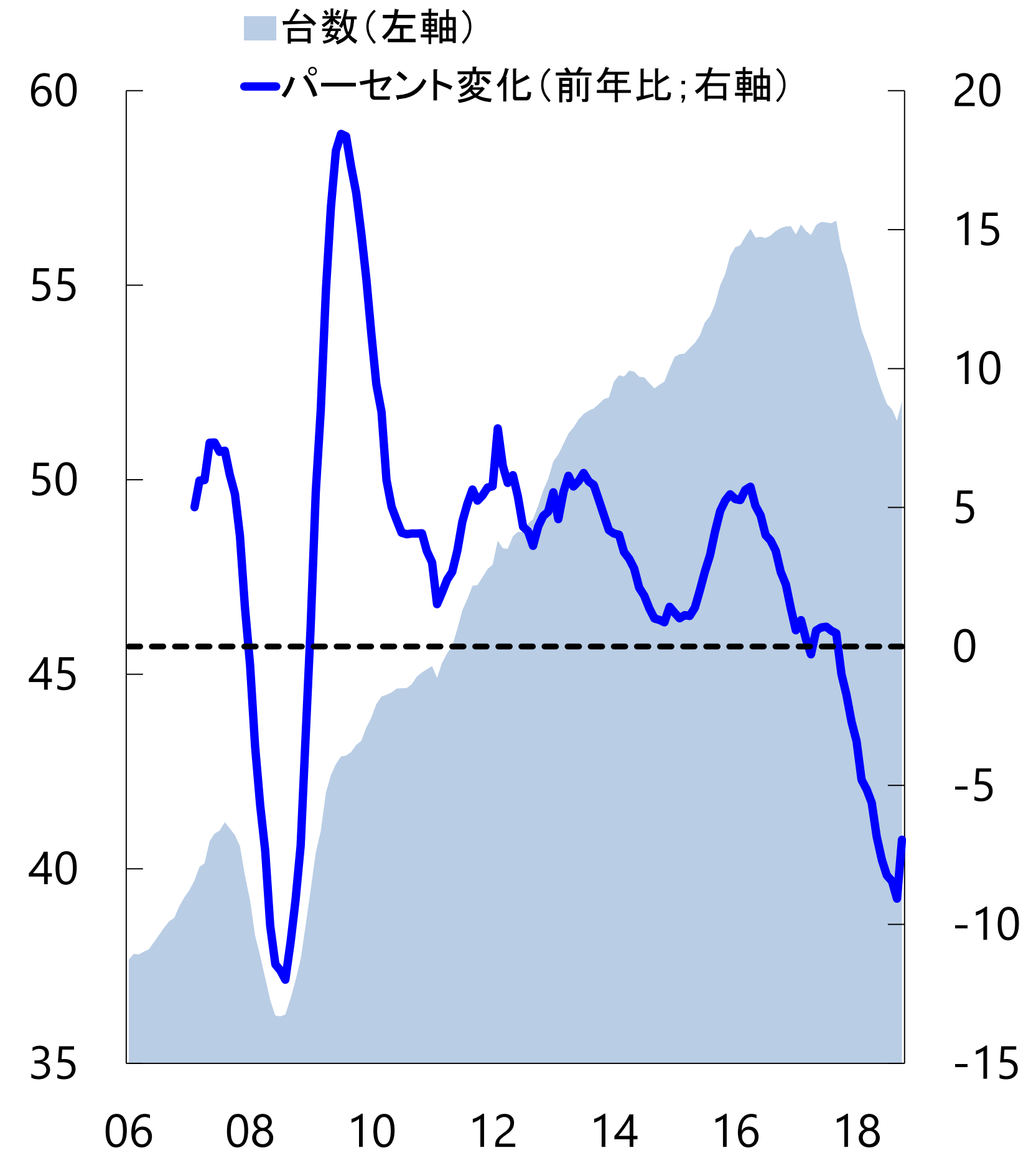
消費者コンフィデンスも、堅調だが...

消費者コンフィデンス

(指標, 2015=100)



世界の乗用車販売量/登記数(100万台)

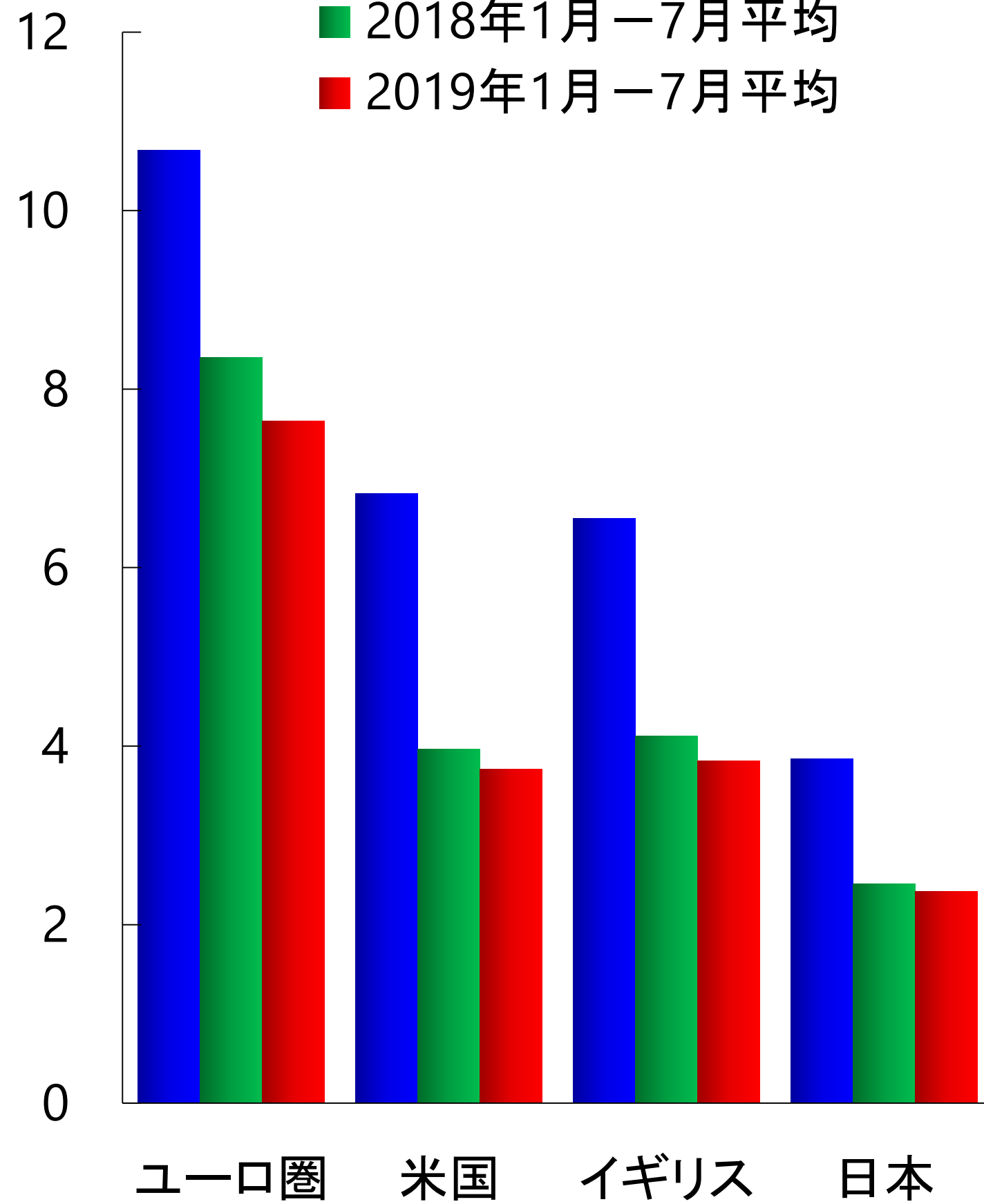


先進国における頑健な労働市場と弱いインフレ圧力

失業率

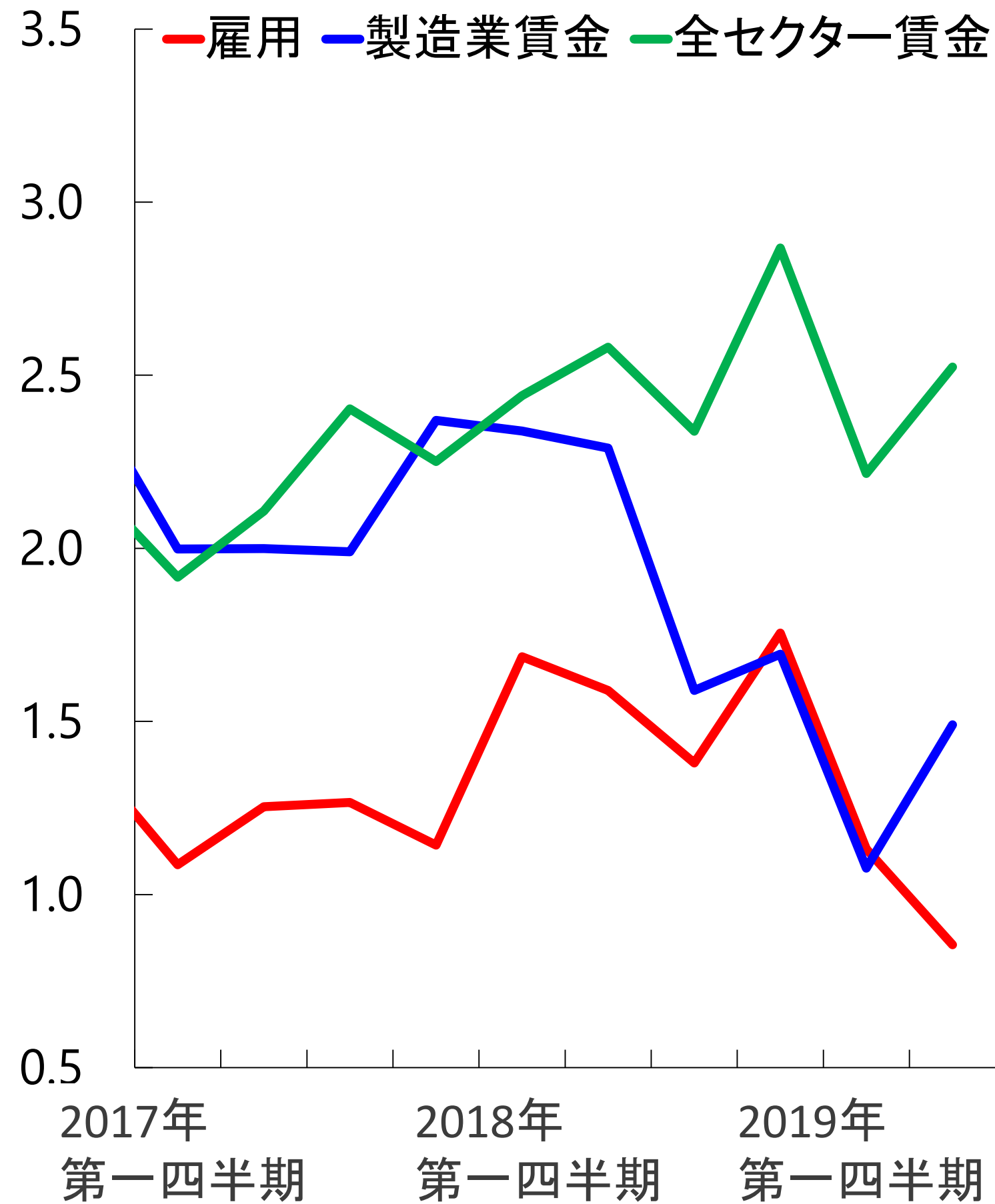
(パーセント; 季節調整済)

- 2010年－2017年平均
- 2018年1月－7月平均
- 2019年1月－7月平均



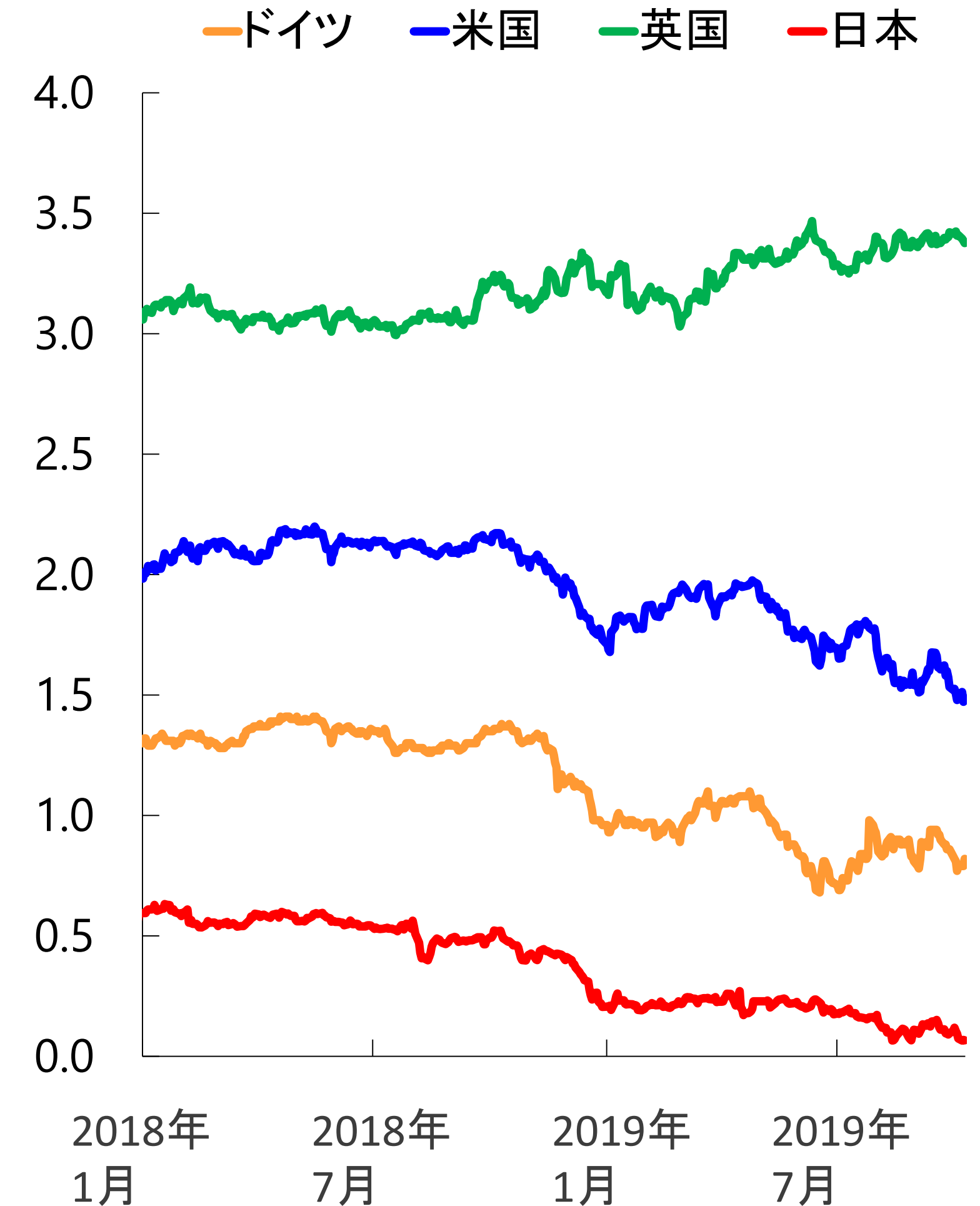
雇用と賃金上昇率

(パーセント; 前年比)1/



期待インフレ率、10年

(パーセント)

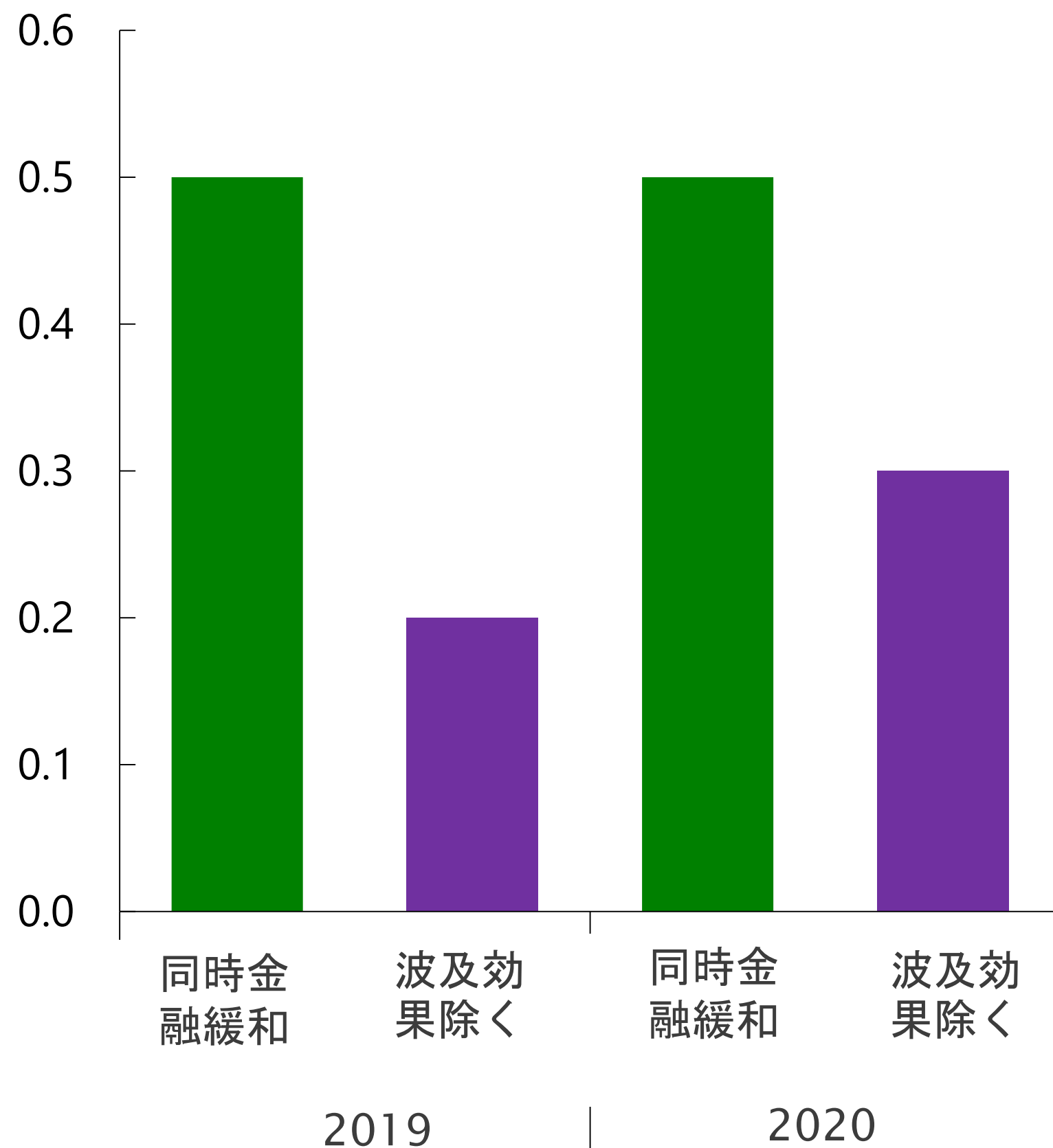


出所: Haver Analytics、IMFスタッフ算定

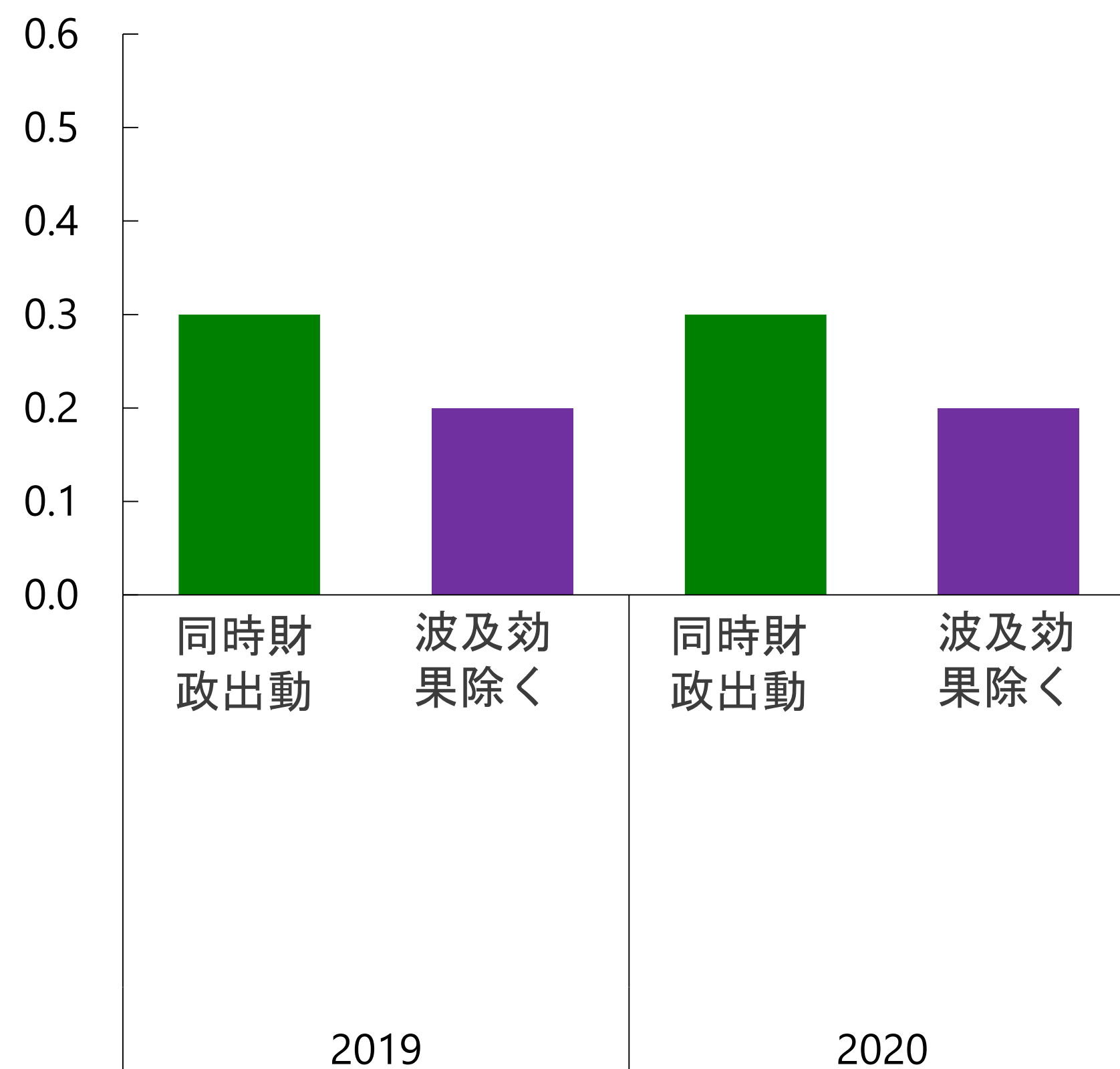
1/ドイツ、日本、英国、米国における賃金と雇用総数で加重平均を取り算出

金融政策及び財政政策支援

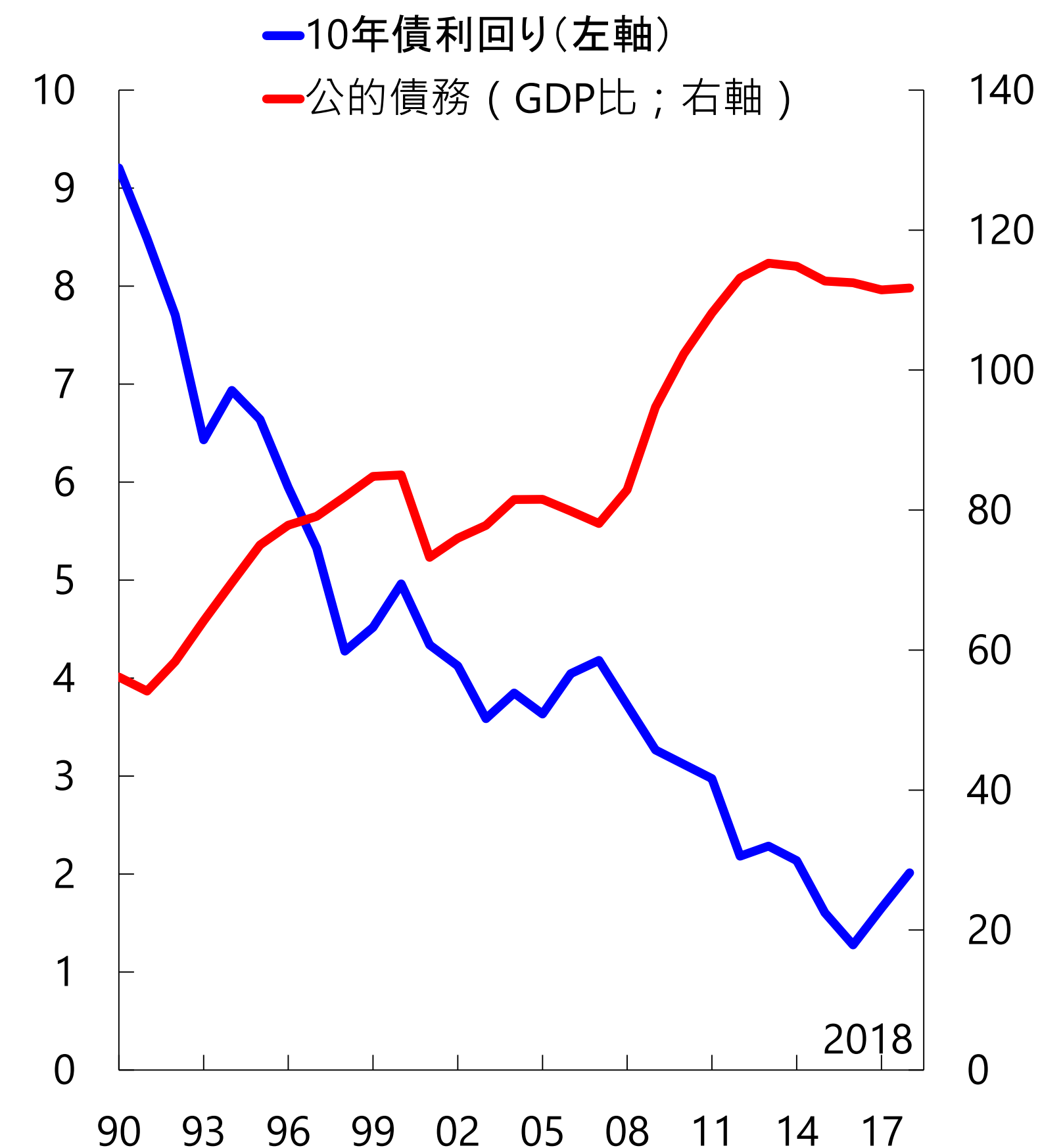
利下げによるGDP成長への世界的影響 1/
(パーセントポイント)



2019-2020に導入される新しい財政政策がGDP成長に与える世界的影響 1/
(パーセントポイント)



先進国経済:10年債利回りと公的債務 2/
(パーセント)



出所: Bloomberg L.P、Haver Analytics、Global Data Source、G-20 Model simulations、IMFスタッフ算定

1/ 波及効果を含まない試算は、以下の仮定のもと財政政策のインパクトを算出している：(i)各国の利率が独立して変化し他国の利率にお互いに影響を与えない、(ii)各国の財政政策が独立しており他国の財政政策にお互いに影響を与えない。

2/ G20加盟先進国のGDP加重平均

概要

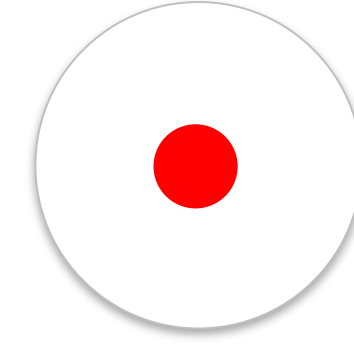
最近の動向

見通し

リスクバランス

政策

成長予測: 先進国 (前年比、パーセント)



世界

先進国経済

米国

ユーロ圏

日本

英国

カナダ

韓国

その他アジア先進国

2018

3.6

2.3

2.9

1.9

0.8

1.4

1.9

2.7

2.8

2019

3.0

1.7

2.4

1.2

0.9

1.2

1.5

2.0

1.7

2019年7月からの
変化

-0.2

-0.2

-0.2

-0.1

0.0

-0.1

0.0

-0.4

-0.6

2020

3.4

1.7

2.1

1.4

0.5

1.4

1.8

2.2

2.0

2019年7月からの
変化

-0.1

0.0

0.2

-0.2

0.1

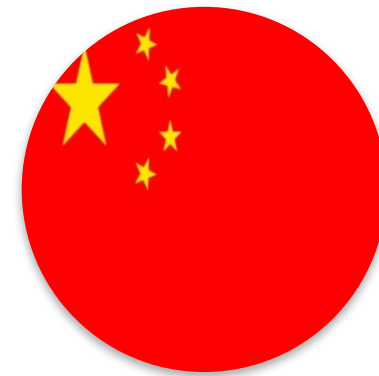
0.0

-0.1

-0.4

-0.6

成長予測: 新興市場と低所得発展途上国 (前年比、パーセント)



世界

新興市場・発展
途上国

中国

インド

ブラジル

ロシア

製品輸出国

低所得発展
途上国

2018

3.6

4.5

6.6

6.8

1.1

2.3

1.9

5.0

2019

3.0

3.9

6.1

6.1

0.9

1.1

1.1

5.0

2019年7月からの
変化

-0.2

-0.2

-0.1

-0.9

0.1

-0.1

-0.4

0.1

2020

3.4

4.6

5.8

7.0

2.0

1.9

2.7

5.1

2019年7月からの
変化

-0.1

-0.1

-0.2

-0.2

-0.4

0.0

-0.2

0.0

成長予測: アジア諸国 (前年比、パーセント)



世界



アジア



中国



日本



インド



韓国



オーストラ
リア



ニュージー
ランド



シンガポ
ール



香港



マレーシア



タイ

2018 **3.6** **5.5** **6.6** **0.8** **6.8** **2.7** **2.8** **2.8** **3.1** **3.0** **4.7** **4.1**

2019 **3.0** **5.0** **6.1** **0.9** **6.1** **2.0** **1.7** **2.5** **1.0** **1.8** **4.5** **2.9**

2019年4月
からの変化 -0.3 -0.4 -0.2 -0.1 -1.2 -0.6 -0.3 0.0 -1.3 -0.9 -0.2 -0.6

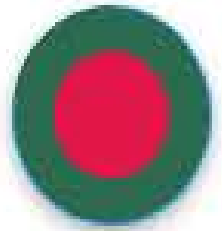




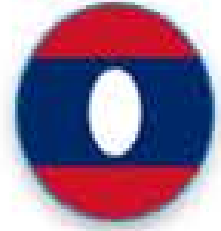







2020 **3.4** **5.1** **5.8** **0.5** **7.0** **2.2** **2.5** **2.7** **2.0** **2.4** **4.4** **3.0**

2019年4月
からの変化 -0.2 -0.3 -0.3 0.0 -0.5 -0.6 -0.2 -0.2 -0.4 -0.6 -0.4 -0.5

出所: IMF『地域経済見通し: アジア・太平洋地域』2019年10月

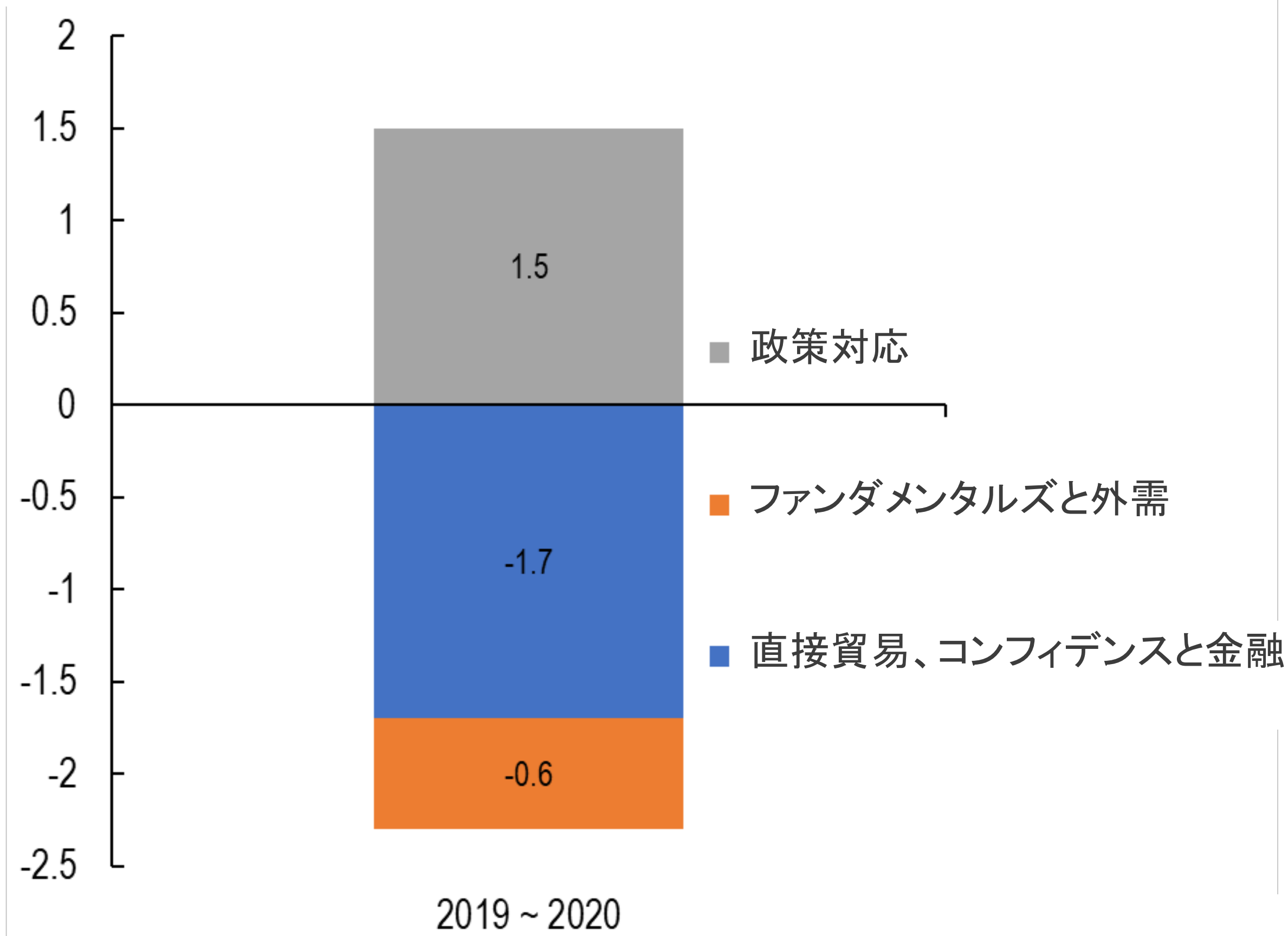
注: インドのデータは、インドの会計年度に基づく。

成長予測: アジア諸国 (前年比、パーセント)

													
	バングラデシュ	ブータン	ブルネイ	カンボジア	インドネシア	ラオス	モルディブ	ミャンマー	モンゴル	ネパール	フィリピン	スリランカ	ベトナム
2018	7.9	N/A	0.1	7.5	5.2	6.5	N/A	6.7	6.9	6.7	6.2	3.0	7.1
2019	7.8	N/A	1.8	7.0	5.0	6.7	N/A	6.4	6.5	7.1	5.7	3.5	6.5
2019年4月 からの変化	0.5	N/A	-3.0	0.1	-0.2	0.0	N/A	0.0	0.3	0.5	-0.8	0.0	0.0
2020	7.4	N/A	4.7	7.0	5.1	6.8	N/A	6.6	5.4	6.3	6.2	4.0	6.5
2019年4月 からの変化	0.4	N/A	-1.9	0.2	-0.1	0.0	N/A	0.0	0.4	0.0	-0.4	0.0	0.0

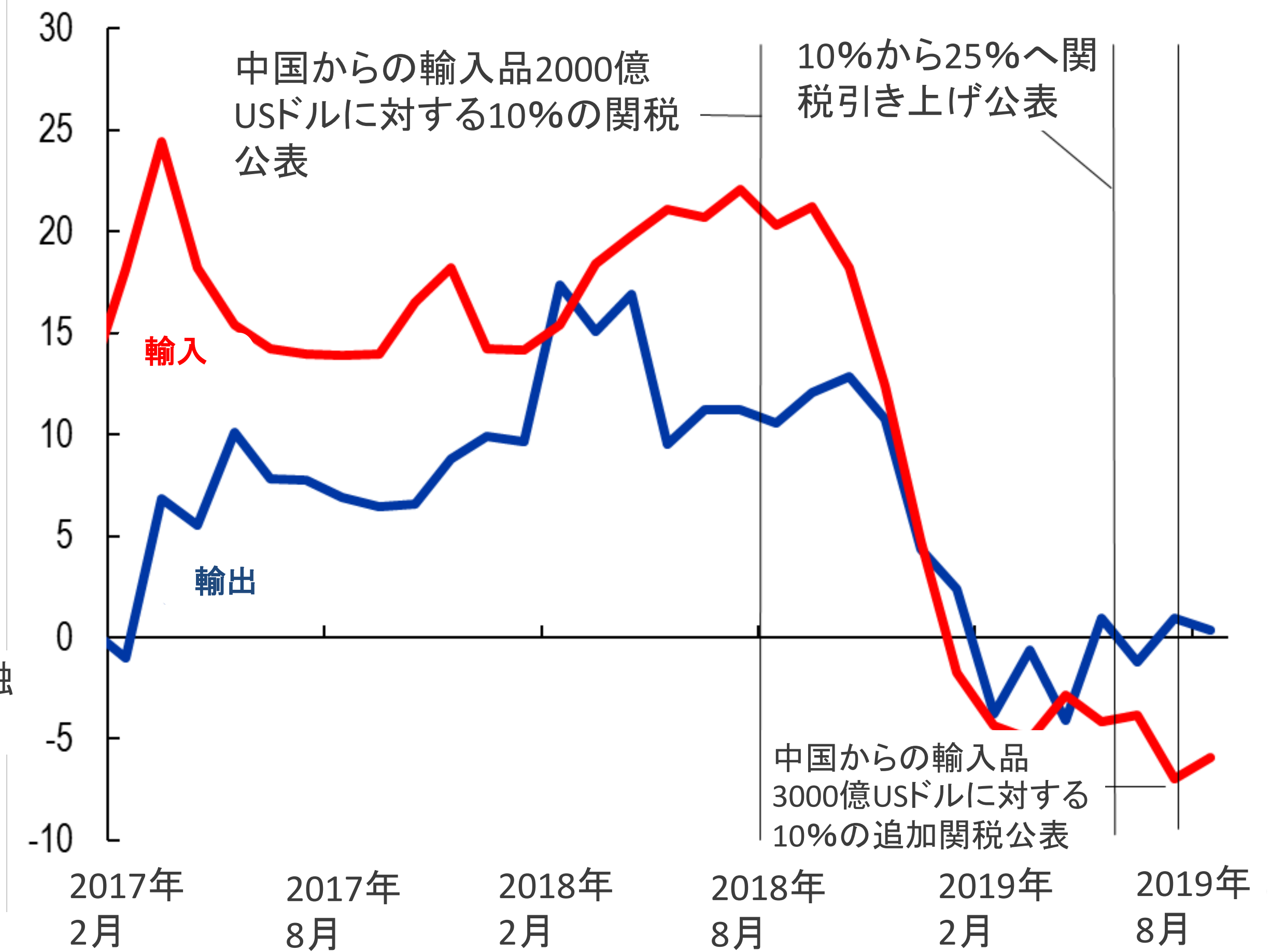
中国:加熱する貿易摩擦と国内金融情勢の悪化が、短期見通しを押し下げている

中国の2019年から2020年の経済成長、2018年7月版世界経済見通しからの変化
(パーセントポイント)



出所: Haver Analytics

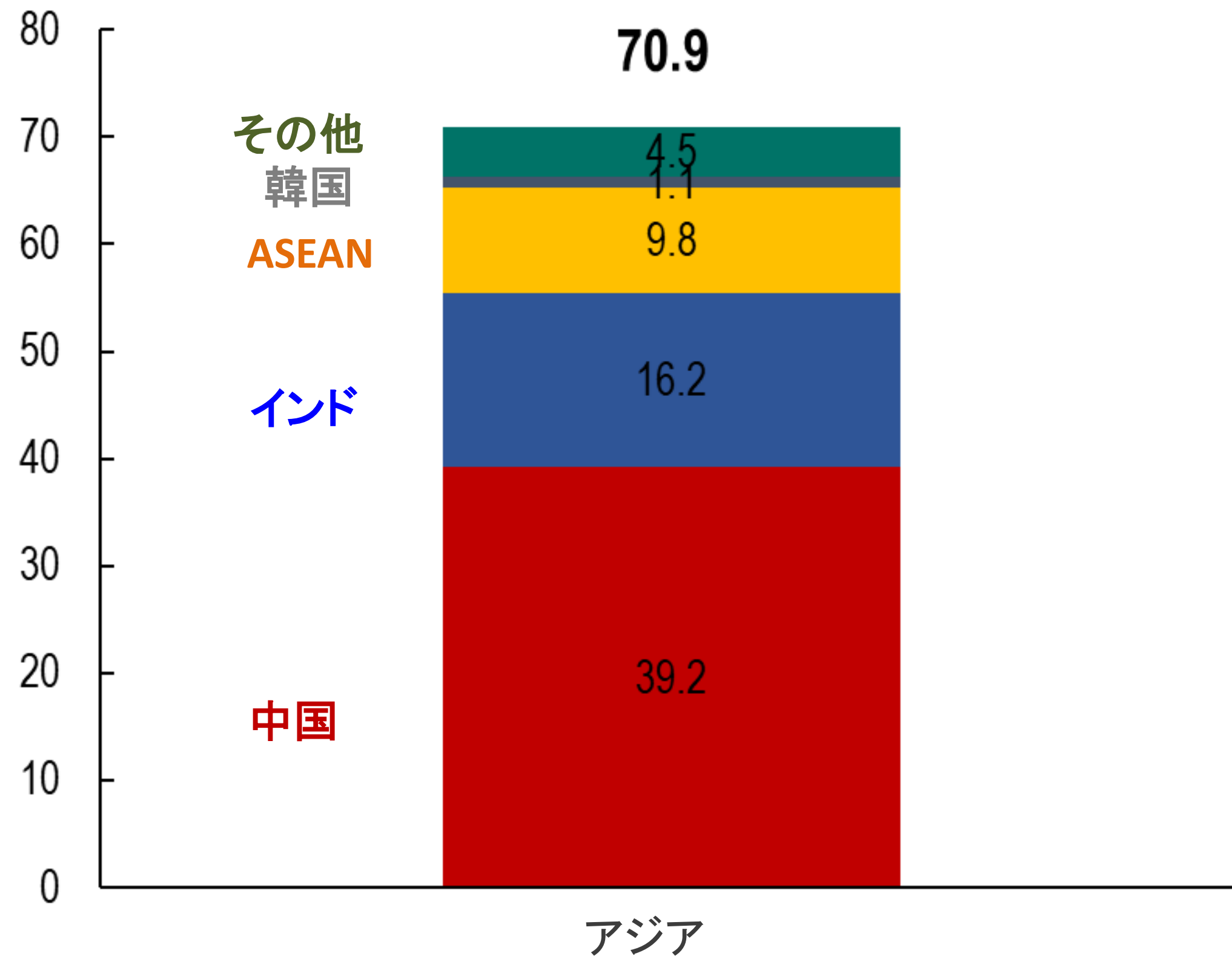
輸出入、とりわけ輸入が悪化
(パーセント、USドル、前年比、3か月移動平均)



出所: Haver Analytics

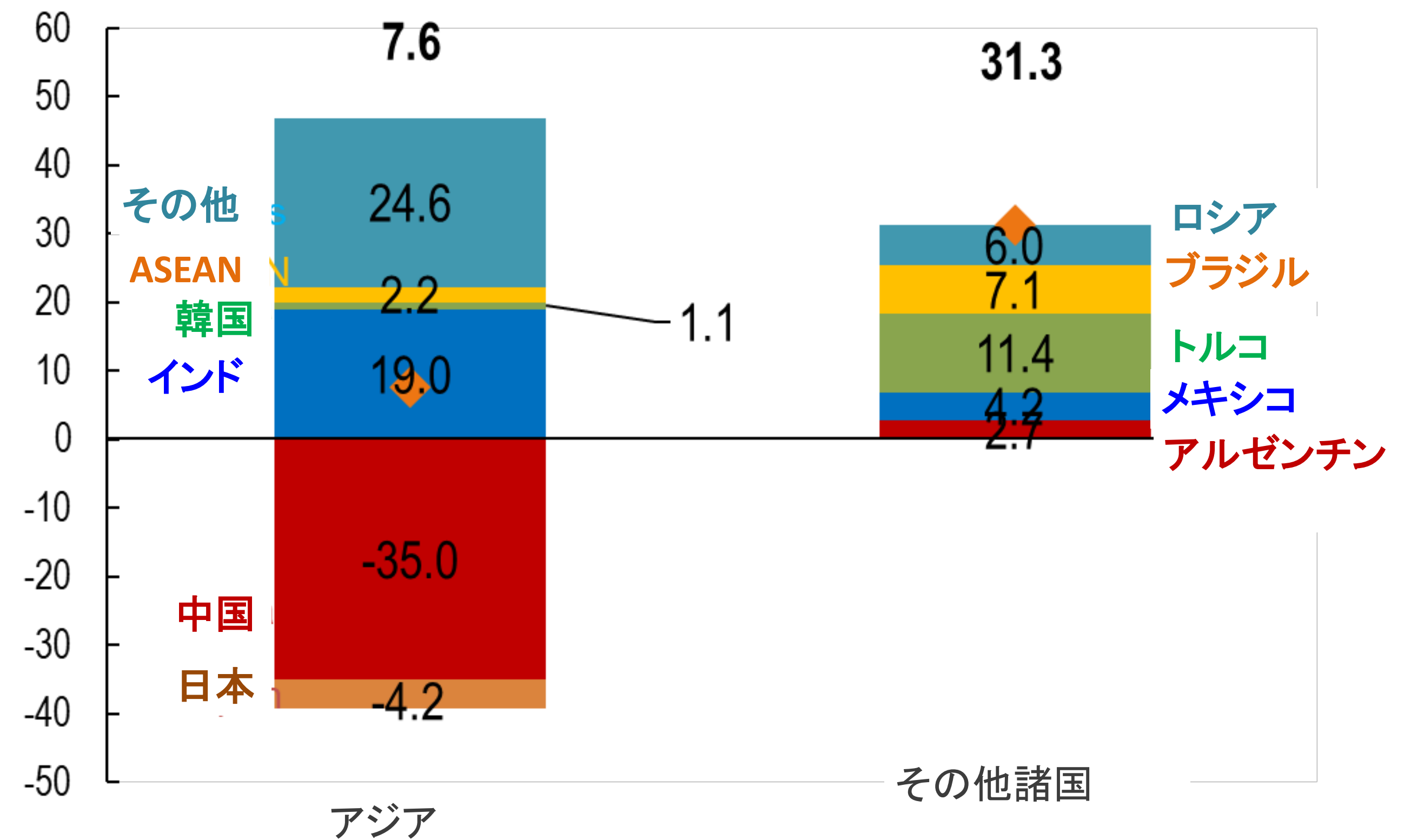
アジアは最も成長率が高い地域であるものの、 2020年の世界経済成長の回復は、他地域が牽引

世界経済成長に対するアジア諸国の寄与度
(2019年、パーセントポイント)



出所：IMF『世界経済見通し』、IMFスタッフ算定
注：IMFによる地域分類。ASEAN：東南アジア諸国連合

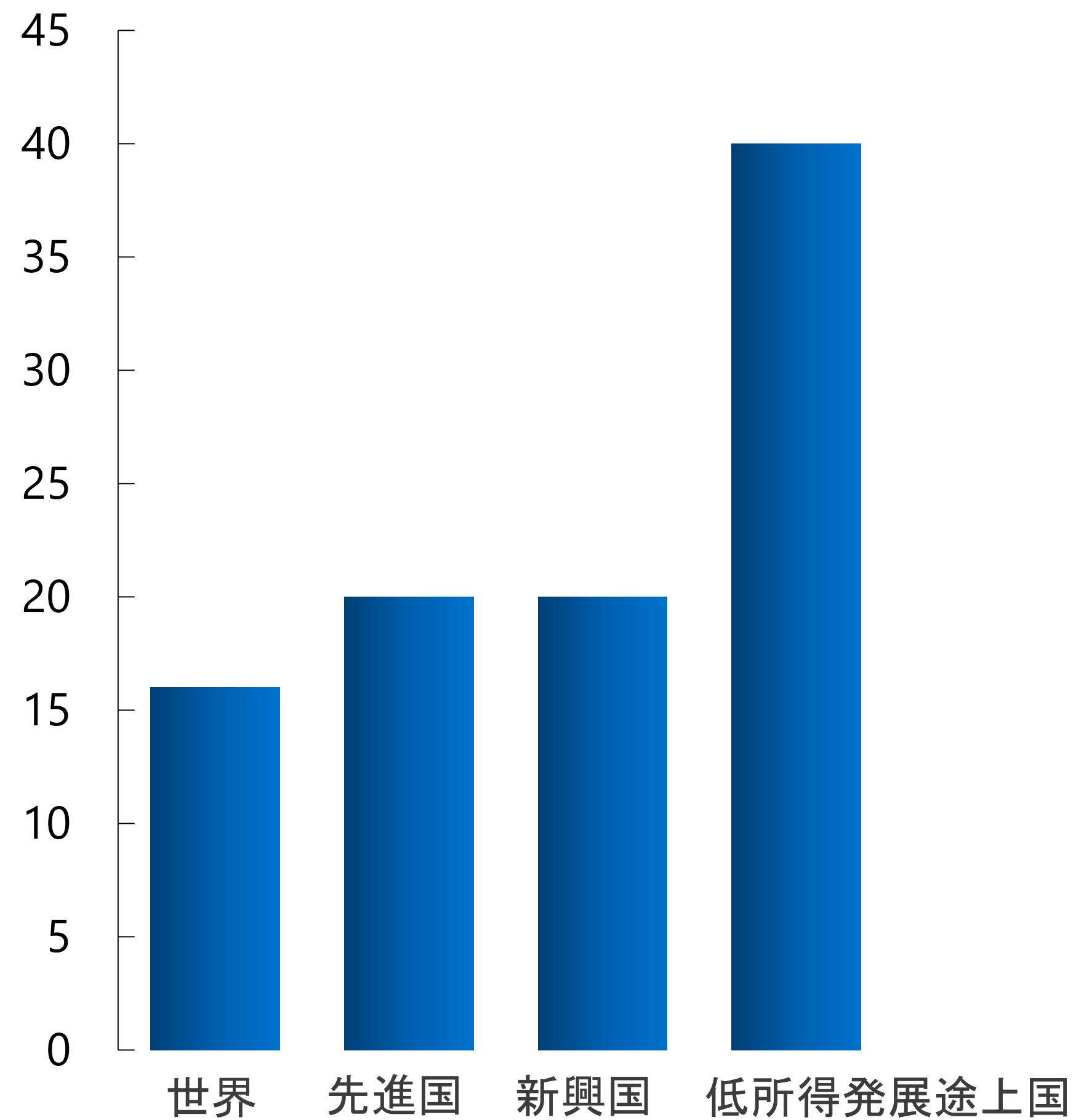
2019年から2020年の世界経済成長率の変化に対する
それぞれの国・地域の寄与度
(パーセント、菱形: 純寄与度)



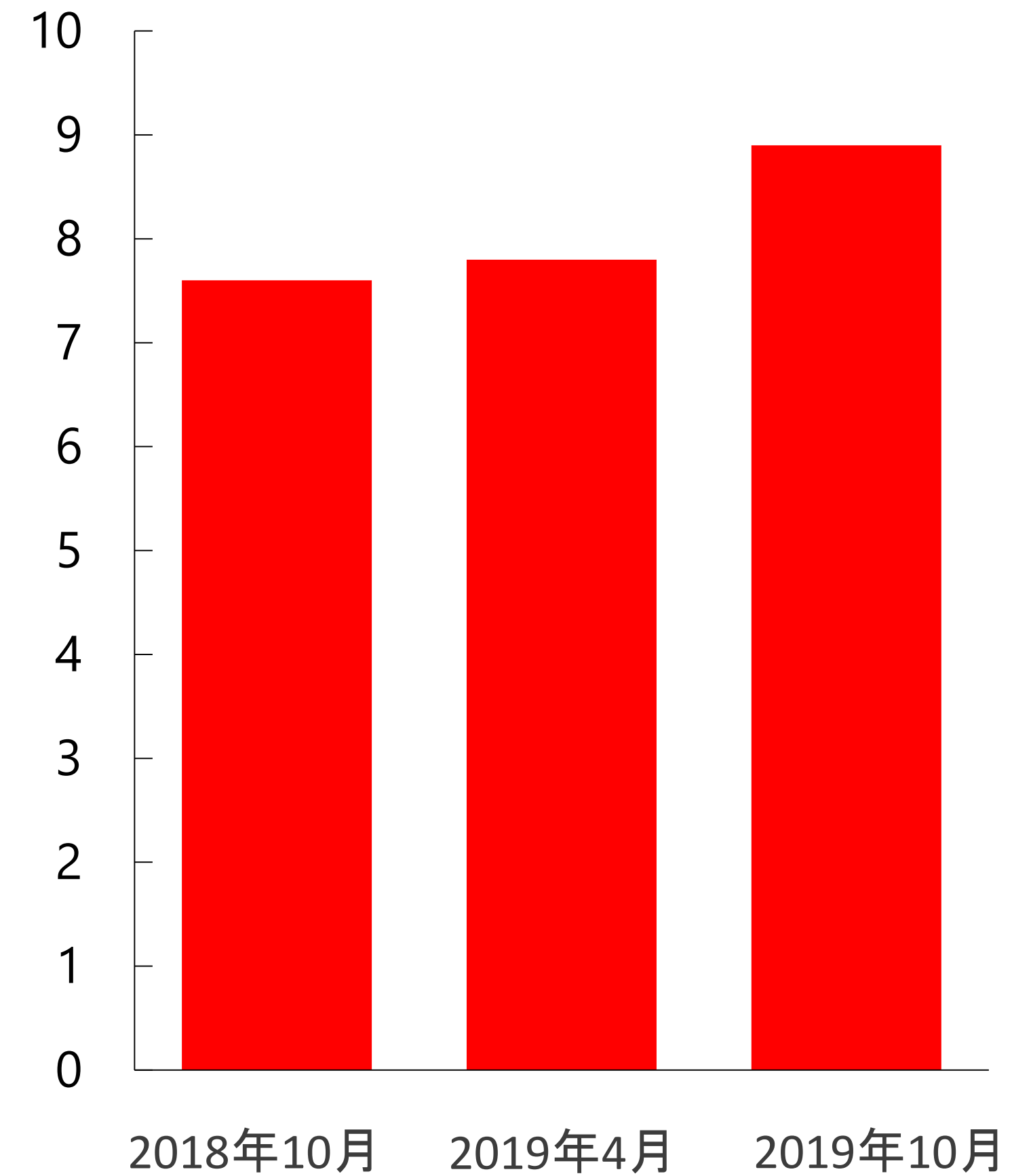
出所：IMF『世界経済見通し』、IMFスタッフ算定
注：IMFによる地域分類。ASEAN：東南アジア諸国連合

経済見通しの歴史的推移

**2019年より低水準の実質GDP成長で
あった年**
(過去25年間に占める割合;パーセント)



**1年先の世界経済成長が2.5%を
下回る可能性**
(パーセント)



概要

最近の動向

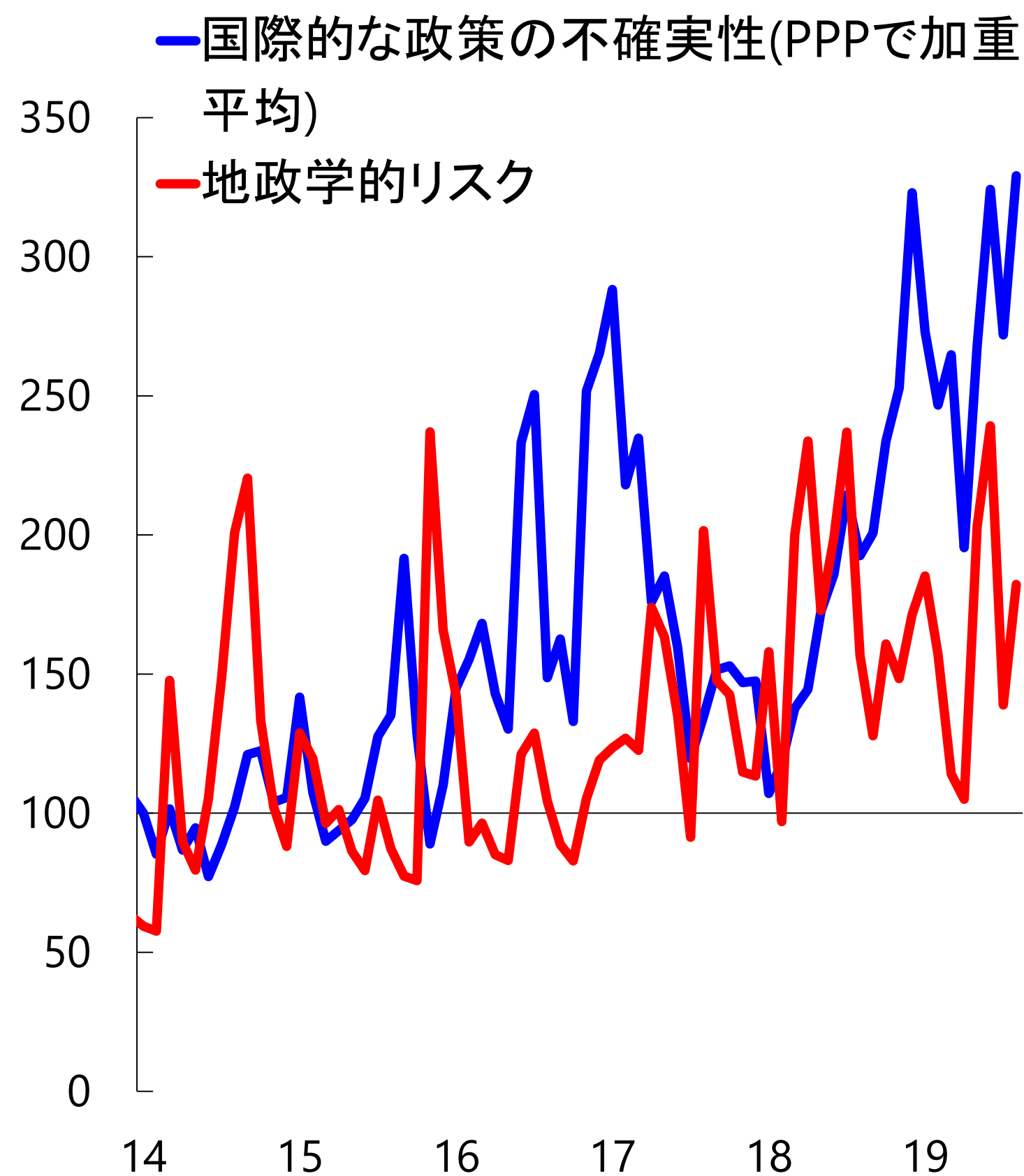
見通し

リスクバランス

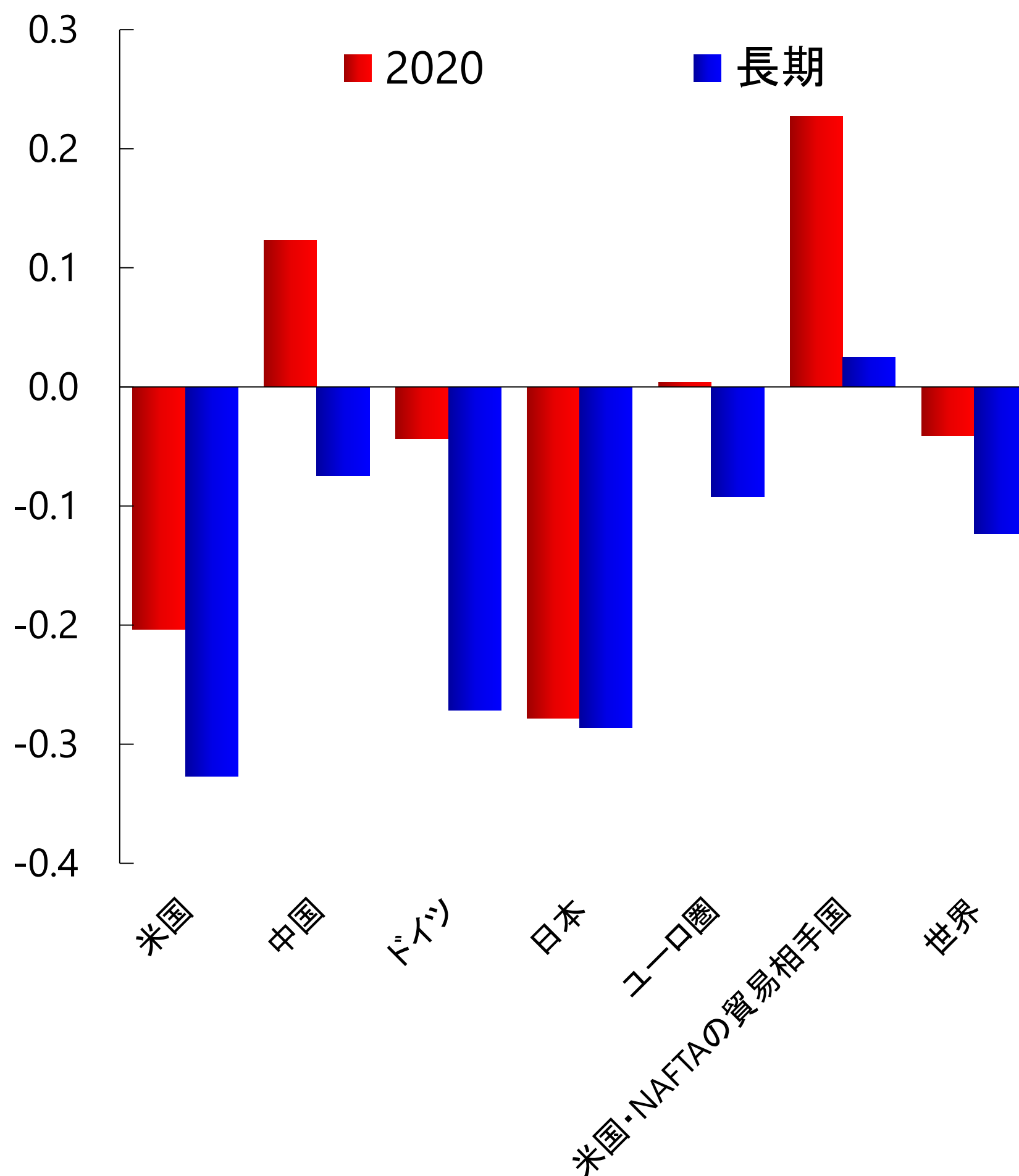
政策

リスク: 地政学的リスクと政策の不確実性が主要リスク

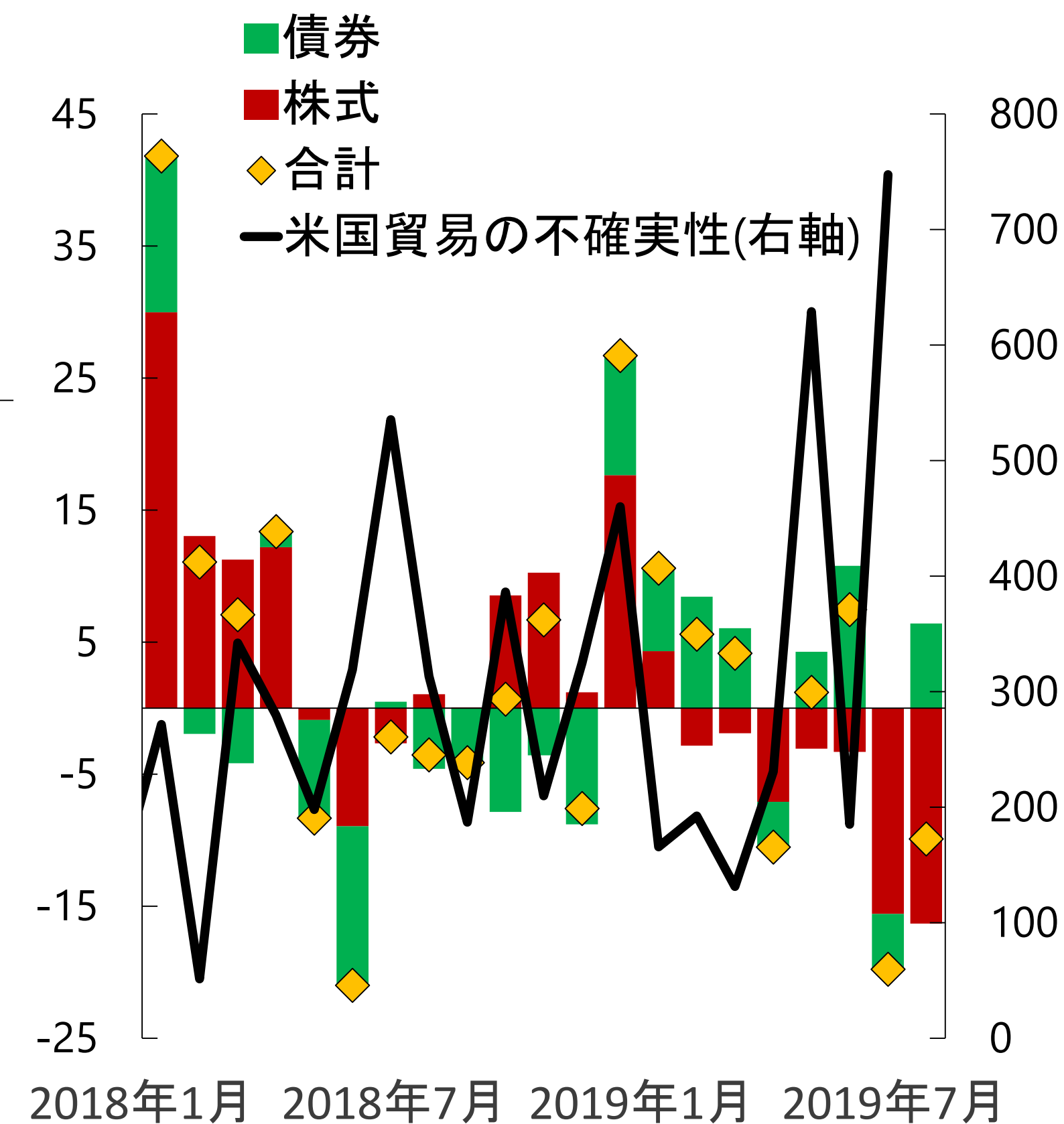
政策の不確実性と地政学的リスクの指標
(2014年1月=100)



自動車と部品への関税の影響 1/
(ベースラインからのパーセント乖離)



新興市場: ポートフォリオフロー
(10億USDドル; EPFR 2/)



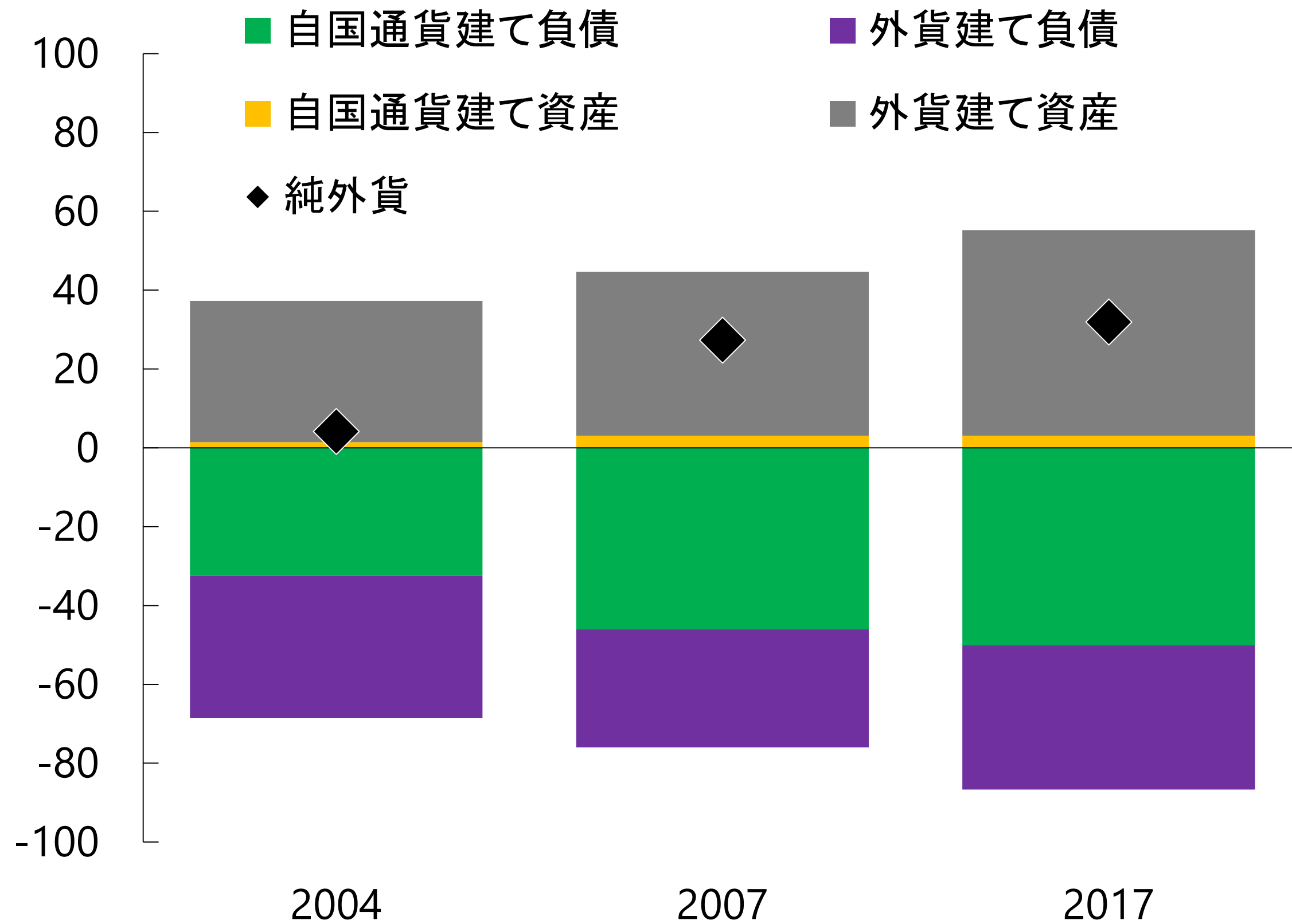
出所: IMF, Model Simulations in the Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF); Haver Analytics; EPFR, IMFスタッフ算定

1/ 本シミュレーションは、中国の報復措置を含め、米国における中国からの自動車及び自動車部品輸入への25%の関税がNAFTAを除くすべての貿易相手国へ与える影響を示している。

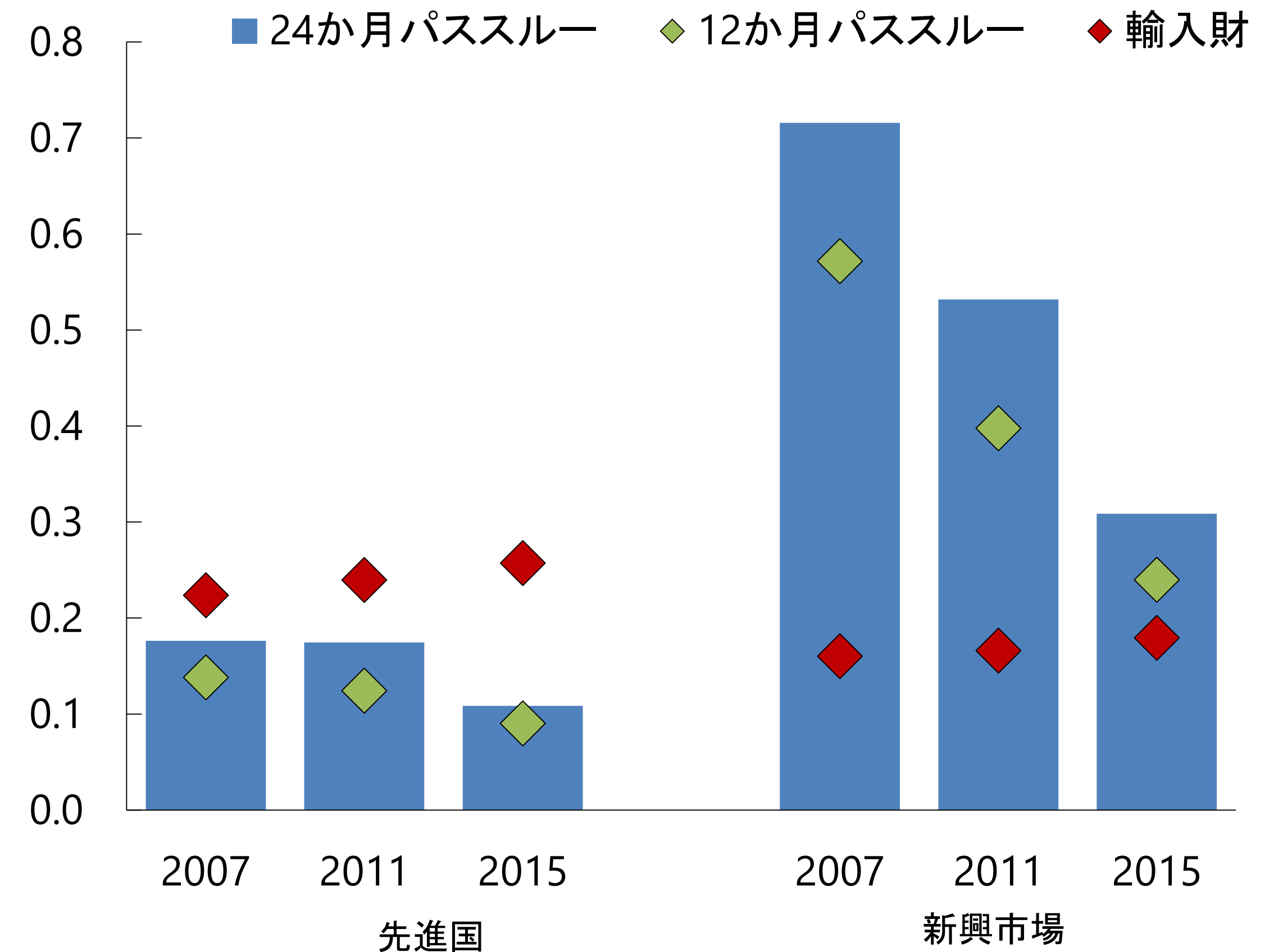
2/ Emerging Portfolio Fund Researchの略。

新興市場経済は以前より通貨変動に対して耐性がある

新興市場・発展途上国:通貨ごとの資産と負債 1/
(GDP比)



為替レートパススルー
(パーセント)



出所: : ESR (2019), Benetrix, Gautam, Juvenal and Schmitz (2019) and Carrier-Swallow, Gruss, Magud and Valencia (2016).

1/「対外部門の安定性に関する報告書」に含まれる、新興市場経済18か国の平均。純外貨はGDPを尺度に、対外部門の貸借対照表上の値を算出。

概要

最近の動向

見通し

リスクバランス

- 貿易摩擦
- ...

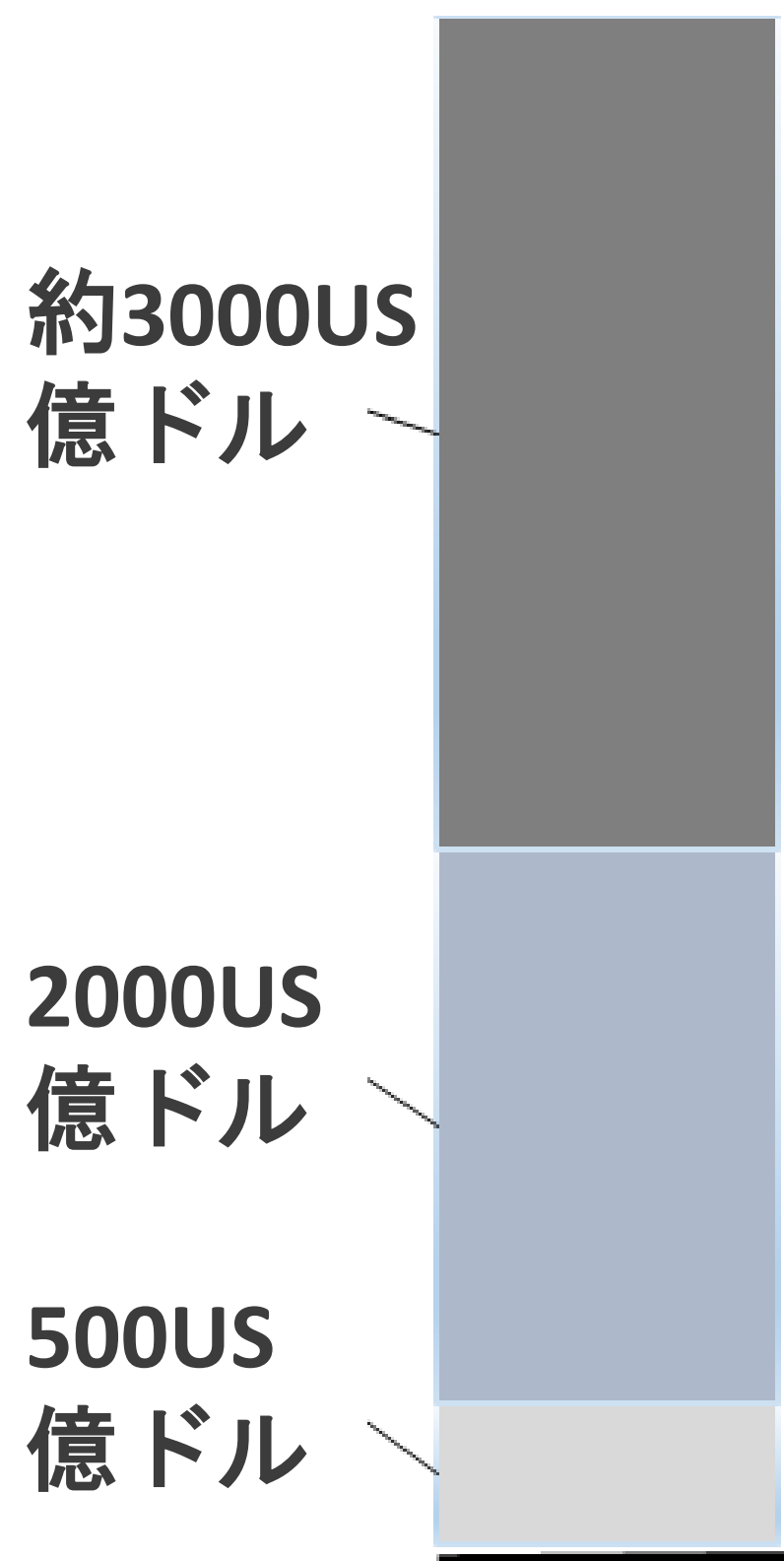
政策

貿易摩擦と成長への影響

貿易	<ul style="list-style-type: none">1. 2019年4月の関税措置(ベースライン)2. 2019年5月の関税措置3. 2019年9月、10月(もしくはそれ以降)の関税措置 <p>相対的輸入需要の減少と、それに付随した投資・消費への影響</p>
コンフィデンス	<ul style="list-style-type: none">4. 民間企業投資の減少
金融/市場	<ul style="list-style-type: none">5. 社債スプレッド拡大による民間企業投資の減少
生産性	<ul style="list-style-type: none">6. 関税は各セクターの資源再配分を強いる

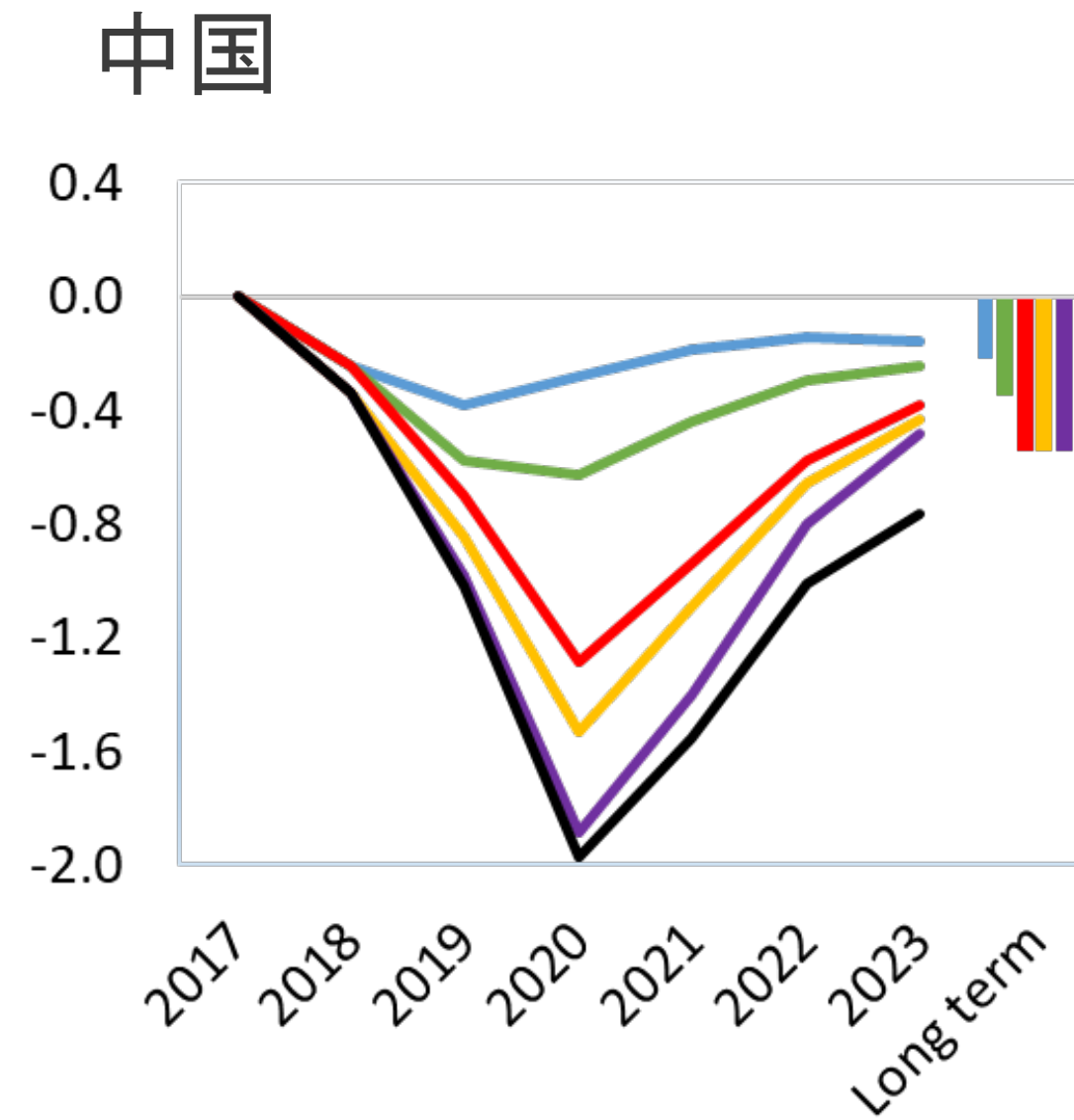
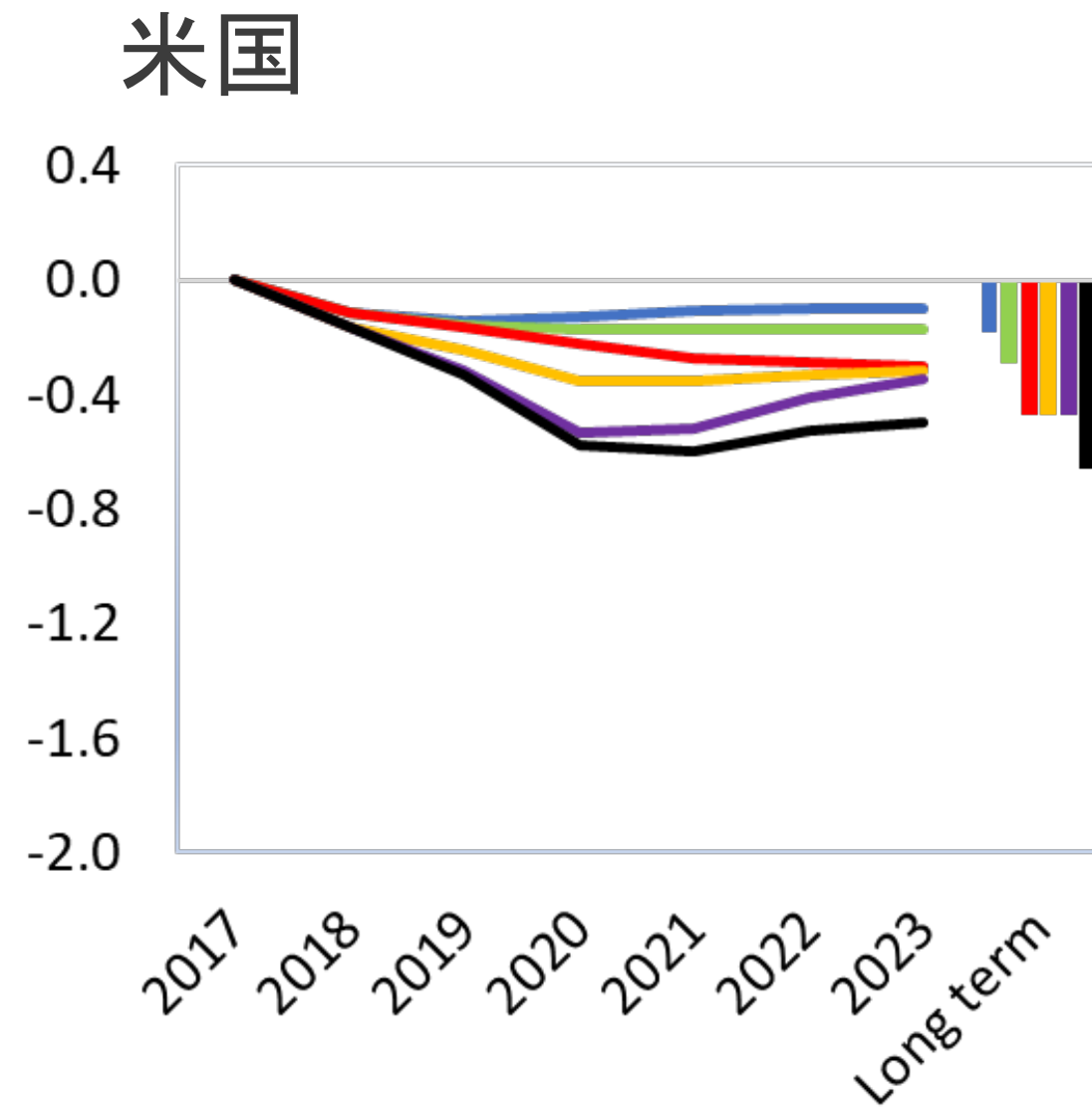
中国に対する米国の関税措置

米国への中国の輸出額(2018年)

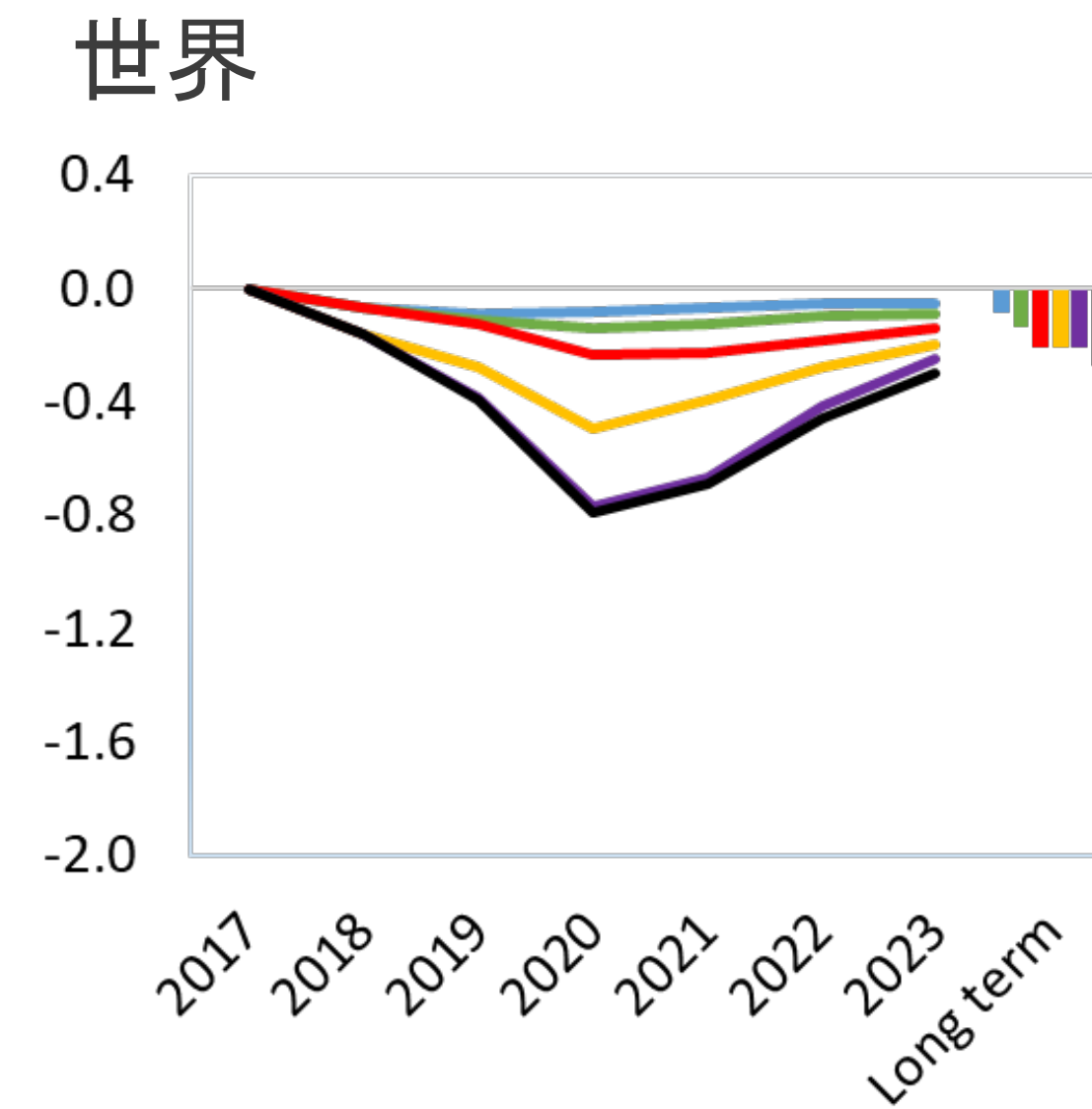
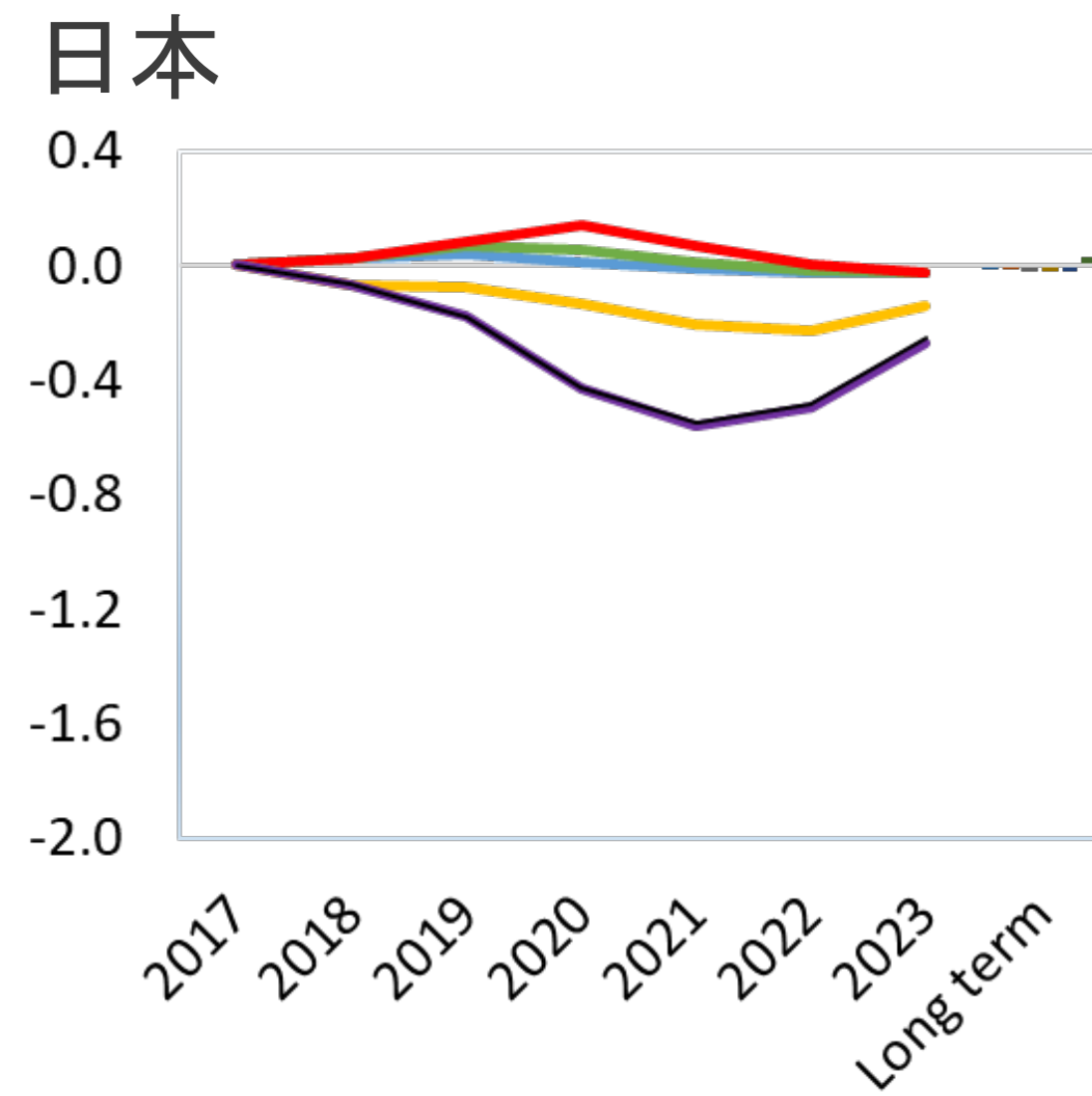


2019年4月世界経済見通し ベースライン		
2018年9月までの関税措置	2019年5月	2019年9月、10月(もしくはそれ以降)
		3000US億ドルへの15%関税
10%関税	10% → 25%	25% → 30%
25%関税		25% → 30%
鉄鋼・アルミニウムに対する10-25%の関税		

実質GDP(無関税ベースライン時からのパーセント偏差)



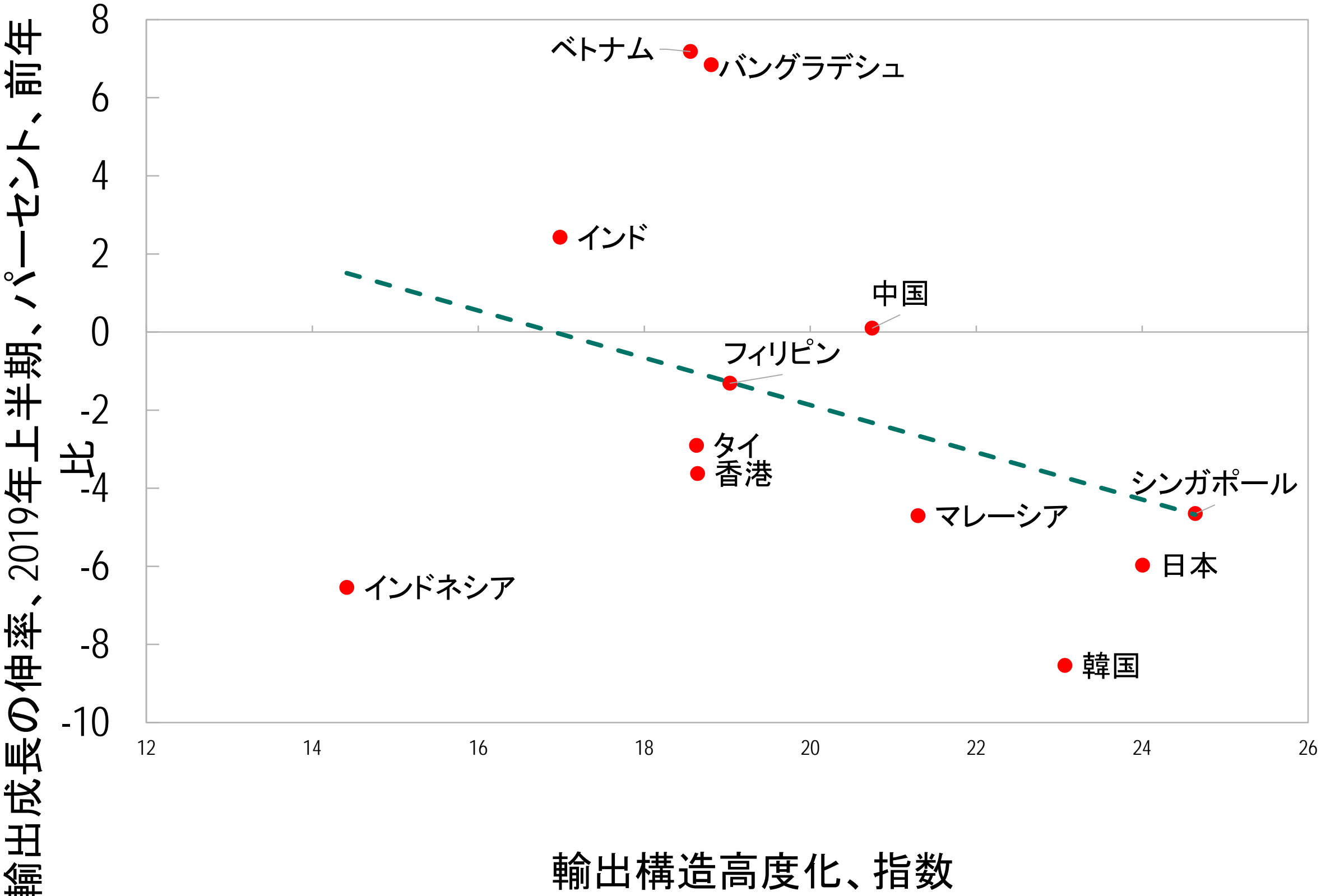
- 2019年4月の関税導入(ベースライン)
- 2019年5月の関税措置追加
- 2019年8月の関税措置発表追加
- コンフィデンス影響追加
- 市場反応追加
- 生産性影響追加



貿易摩擦に伴う懸念が増す中で、グローバルバリューチェーンへの影響も

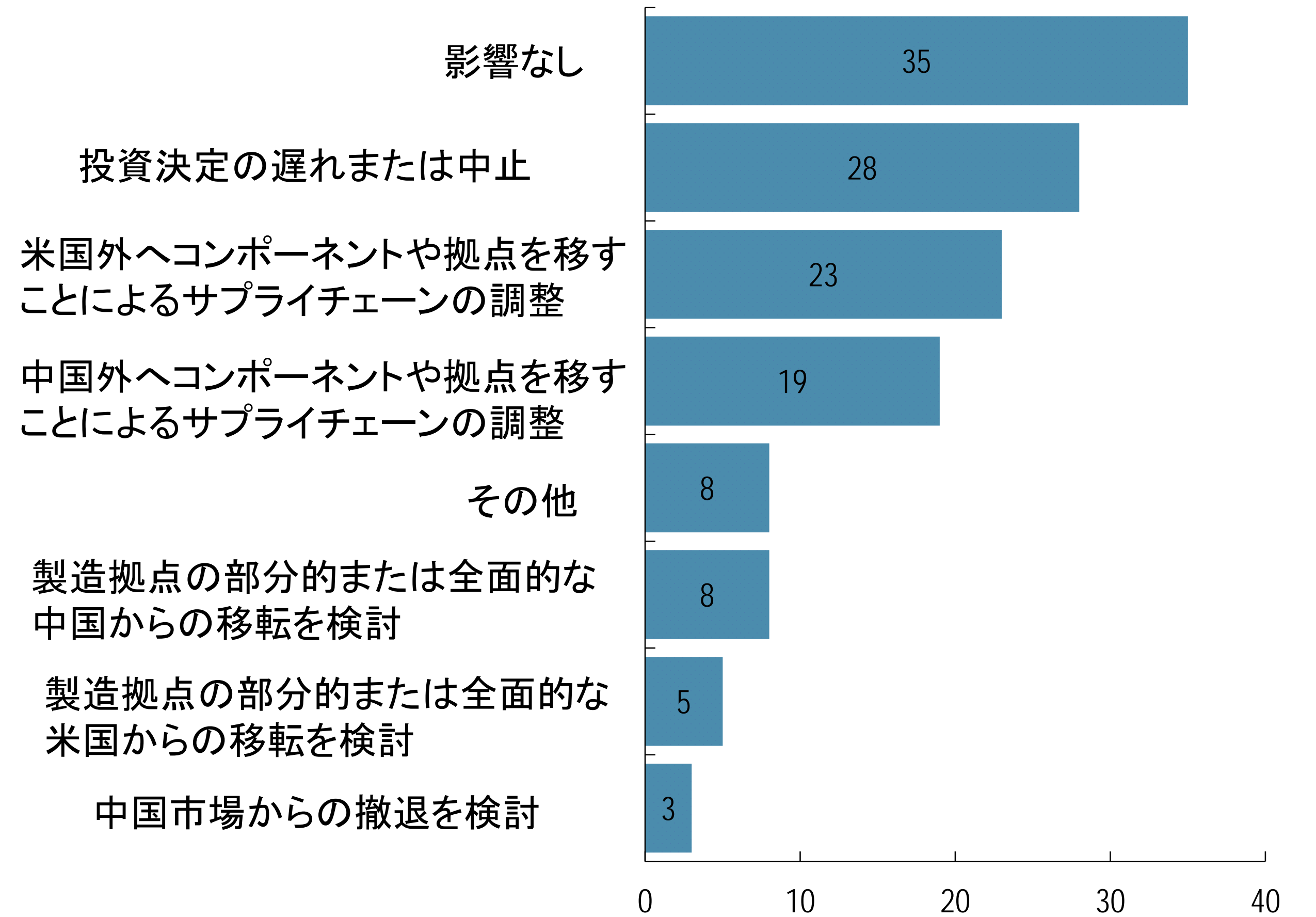
輸出成長と輸出構造高度化

(2019年上半期; 前年比; 指標)



関税措置と米中貿易摩擦によるビジネス戦略への影響

(全メンバー企業に占める割合)



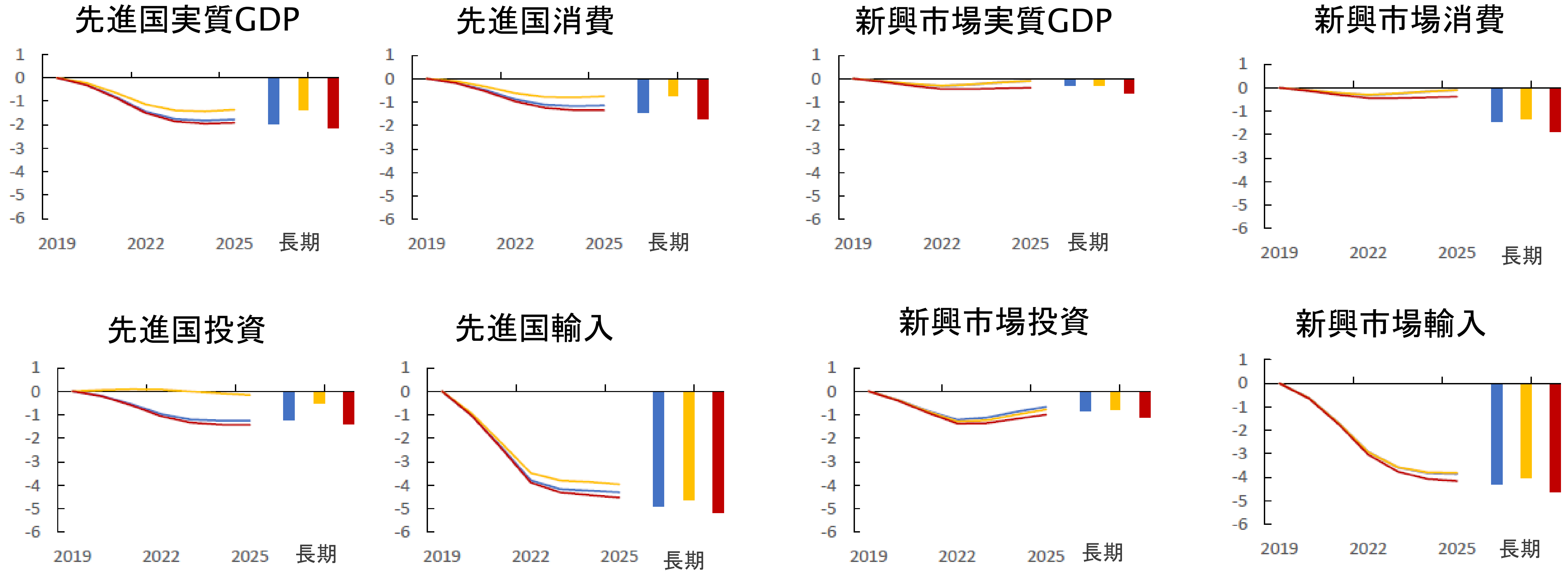
出所: Haver Analytics、IMFスタッフ算定

出所: AmCham China Business Climate Survey

グローバルバリューチェーンの混乱に伴う、生産のリショアリング(回帰)の影響は？

先進国のリショアリング(比較群とのパーセント偏差)

— リショアリング
— リショアリングと小さい利益率差
— リショアリングと少ない技術拡散



出所：IMFスタッフ算定

概要

最近動向

見通し

リスクバランス

- ...
- **金融リスク**

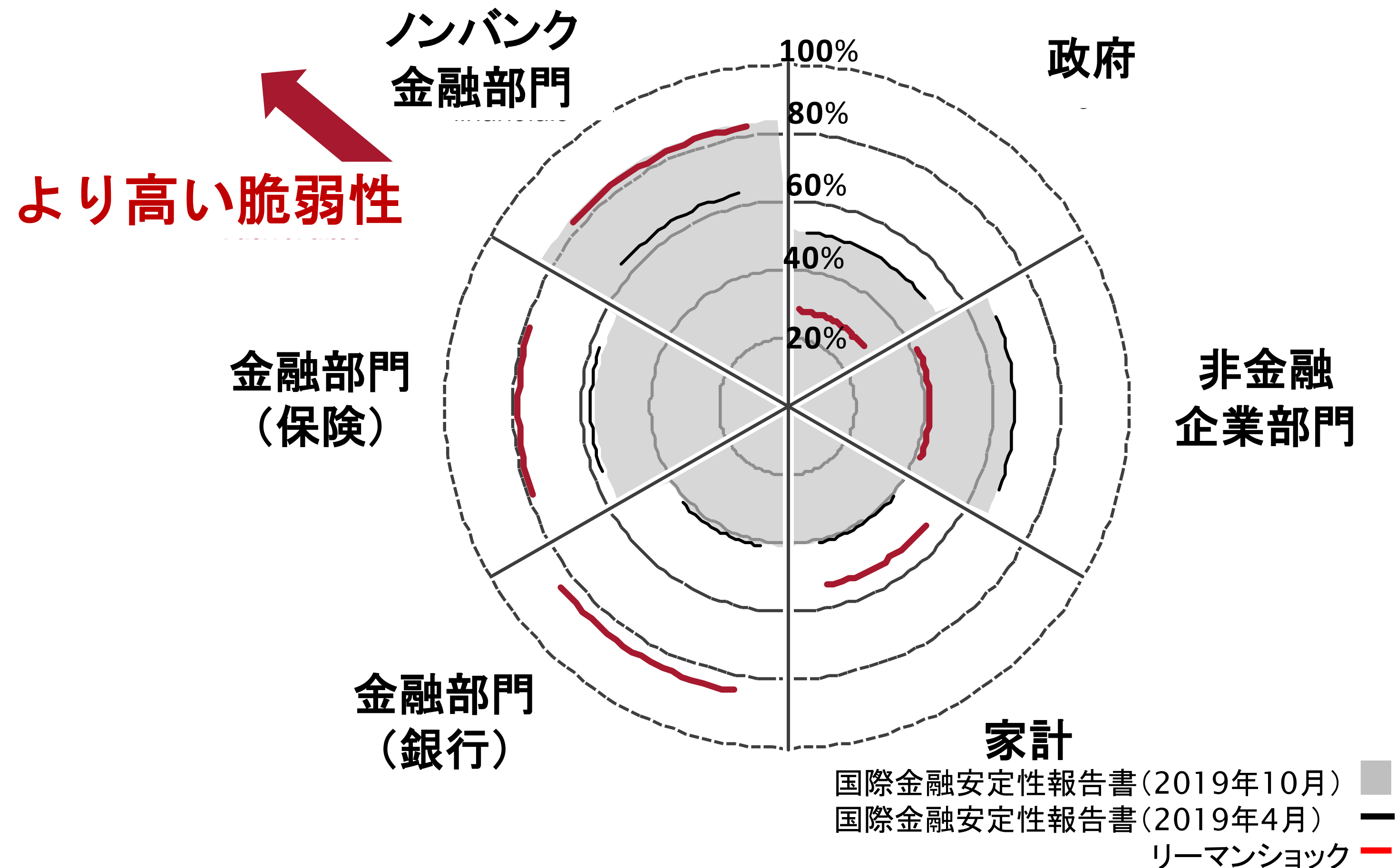
政策

金融システムの脆弱性は継続的に高まっている

ノンバンク部門の脆弱性は、金融システム上重要な国・地域の80%で高まっている。

金融システム上重要な国・地域において 脆弱性が高まっている部門別割合

(脆弱性が中程度または高いと分類された国・地域のGDP比率、銀行部門に関しては資産の対GDP比率)

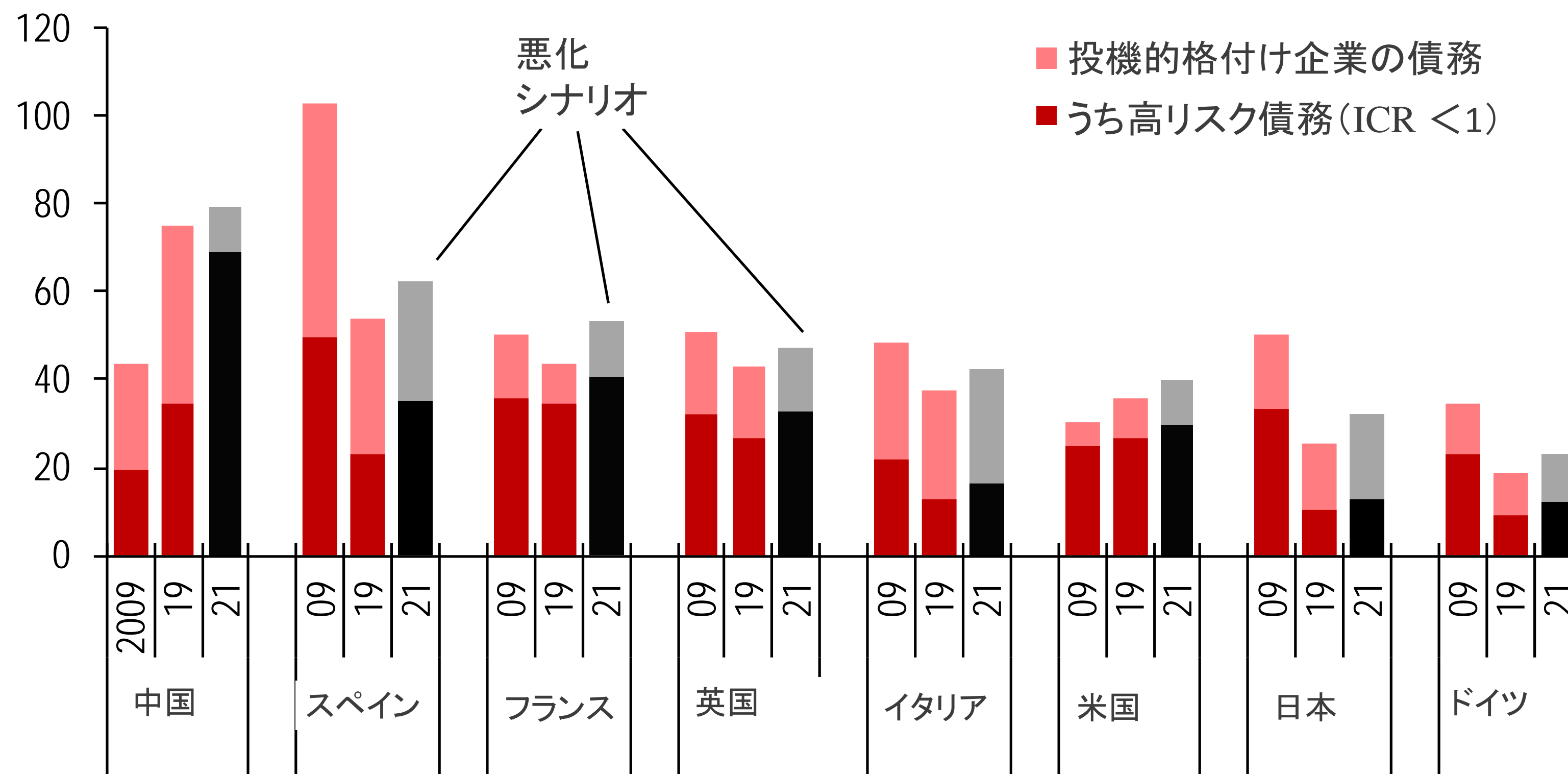


高リスク企業債務は、経済停滞期において19兆USドルに上る可能性

高リスク債務は、実体経済の低迷期に全債務の三分の一以上に上る可能性があり、GDPのかなりの割合を占める

非金融企業: 投機的格付け企業の債務と高リスク債務のGDP比

(投機的格付けの企業債務及び、利率に対するEBIT(利払前・税引前利益)が1を下回ると判断された企業債務)



注: 投機的格付け債務は、対資産純債務が0.25を上回り、ICR(利息支払い総額に対する利息支払い前の利益)が4を下回る債務を指す。悪化シナリオとは、経済の停滞がリーマンショック時の危機レベルの半分以上深刻な場合を想定して算出したもの。

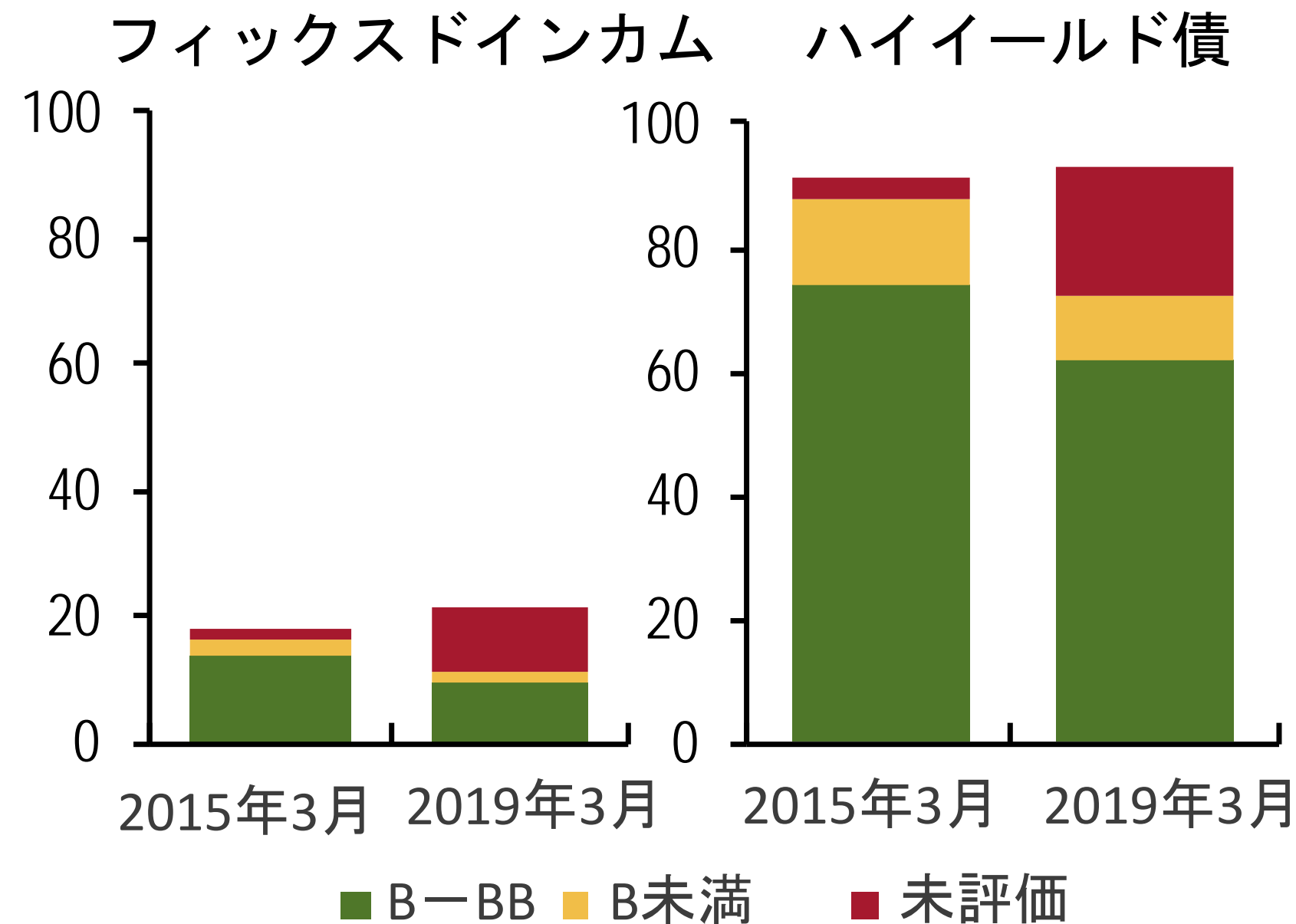
機関投資家は利回りの高い投資先を探している

投資ファンドは、低品質の債務や未格付けの債務を増やしている

一方年金基金は、オルタナティブ投資先として非流動資産が増えている

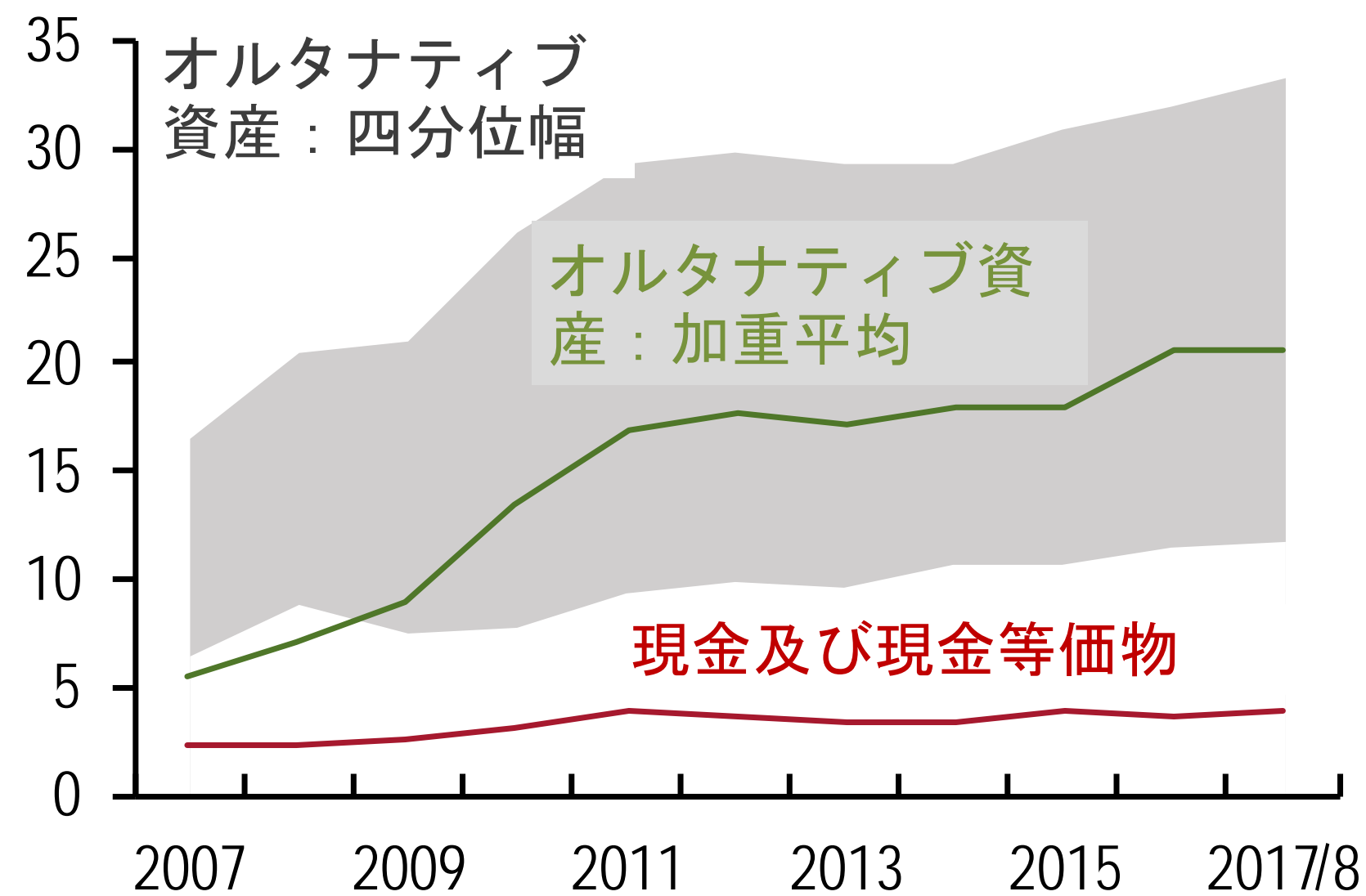
そしてアジアの生命保険業界は外国投資を増やしている

低格付け債券ポートフォリオファンド
(信用毎の対資産比；パーセント)



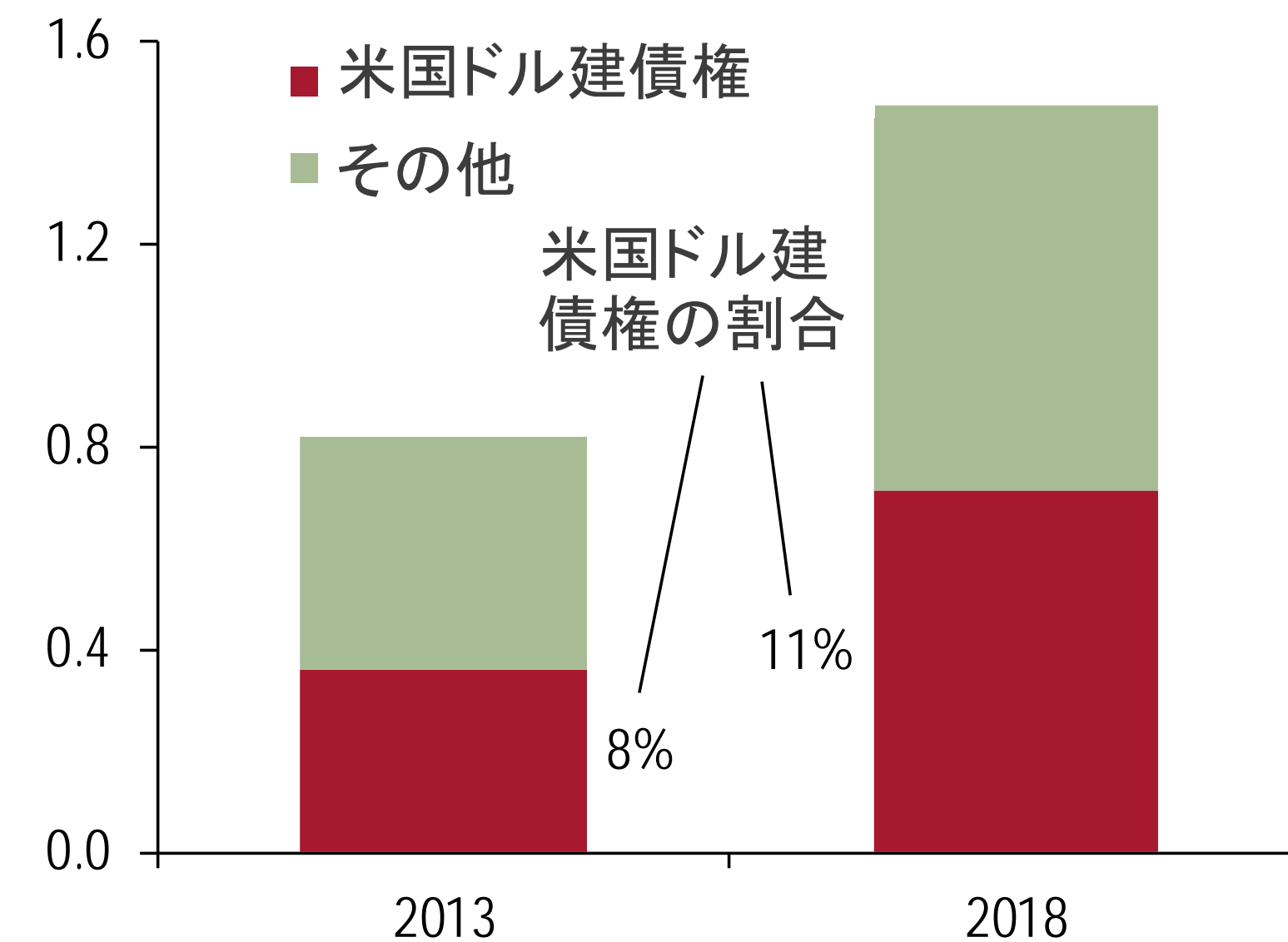
出所：国際金融安定性報告書(2019年10月)

大規模年金基金：オルタナティブ資産と現金及び現金等価物
(パーセント)



出所：国際金融安定性報告書(2019年10月)

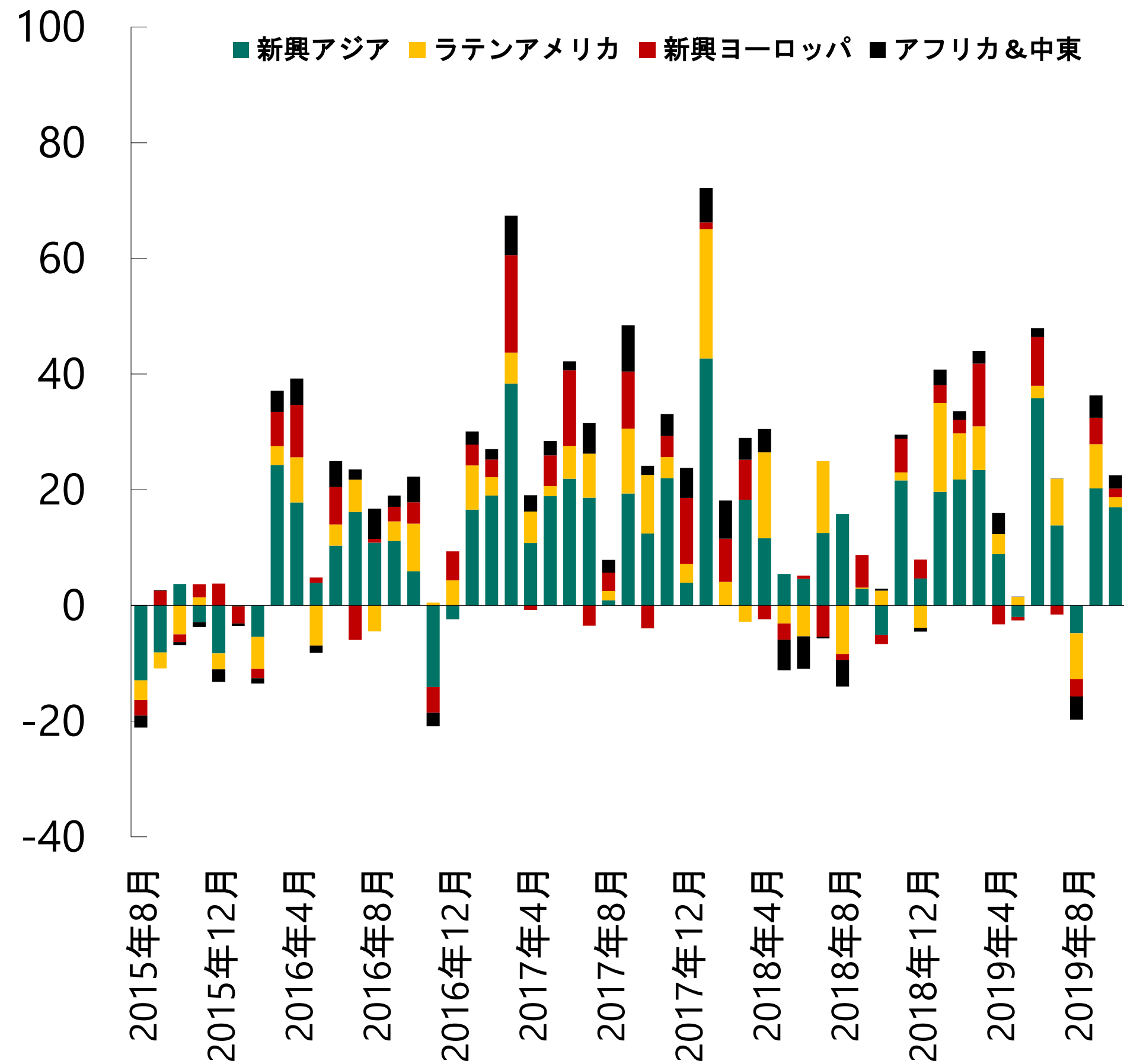
アジアの生命保険業界による、クロスボーダー投資と米国ドル投資
(1兆USドル)



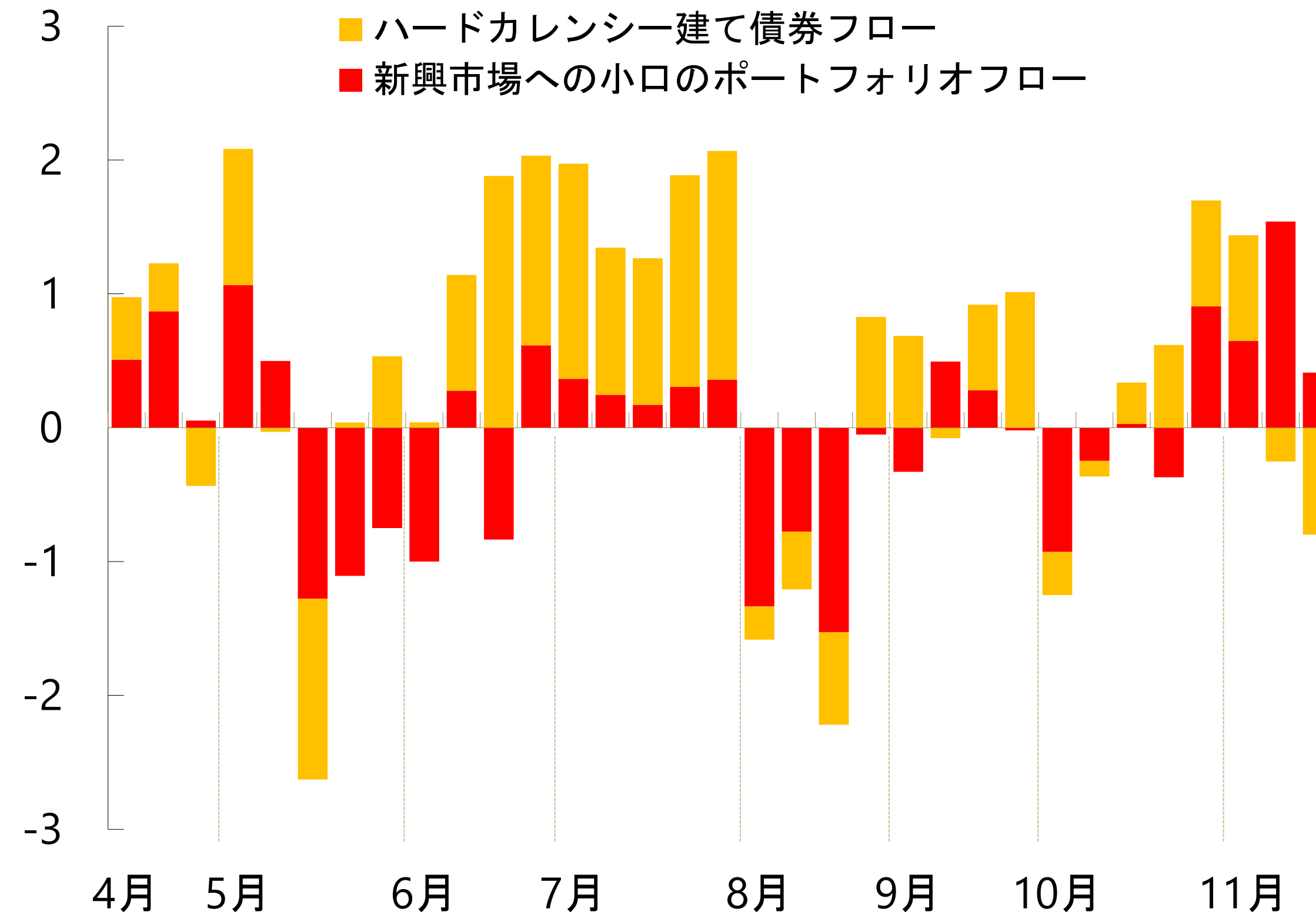
出所：国際金融安定性報告書(2019年10月)

外的環境により引き起こされた新興市場のポートフォリオフロー

全ポートフォリオフロー
(10億USドル)



新興市場への小口のポートフォリオフロー
(10億USD)



出所: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; Institute of International Finance; IMFスタッフ算定

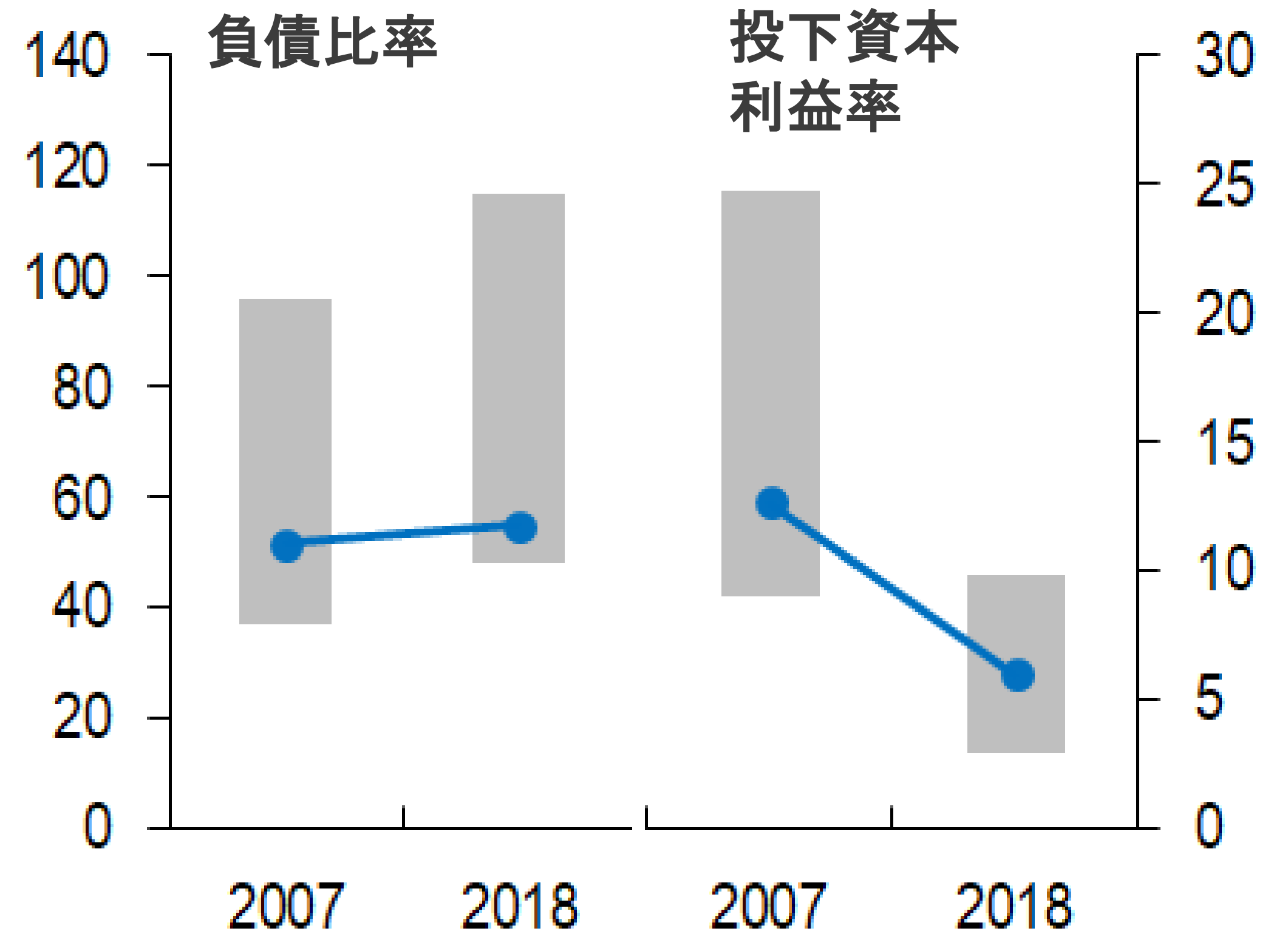
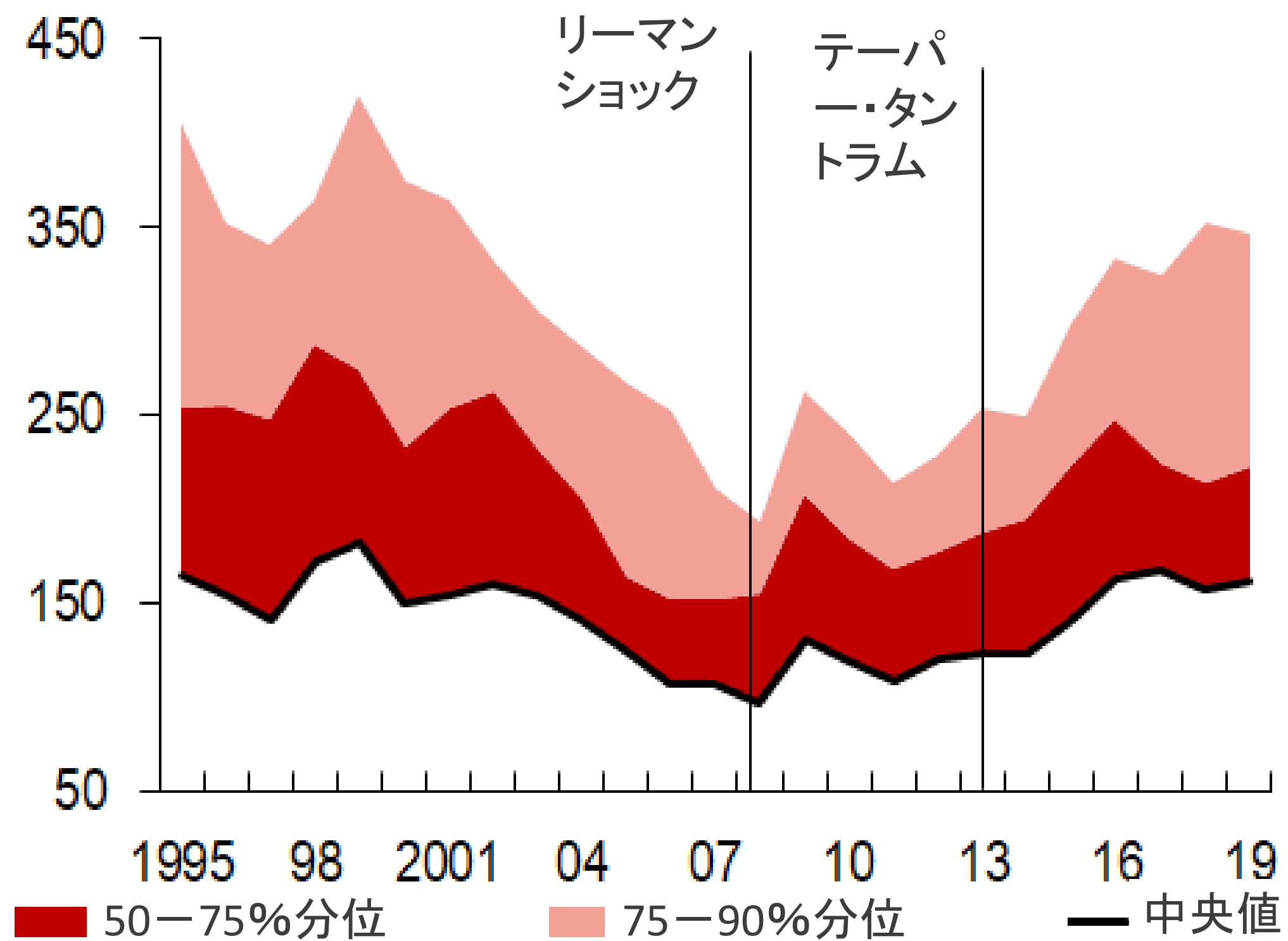
対外債務の一部は有効に使われてこなかった

緩和基調の金融情勢は、輸出量よりも早いスピードで対外債務を増やし、2000年代初期以降最高額に到達

国営企業の債務は、生産的に活用されてこなかった模様

新興市場対外債務
(対輸出比)

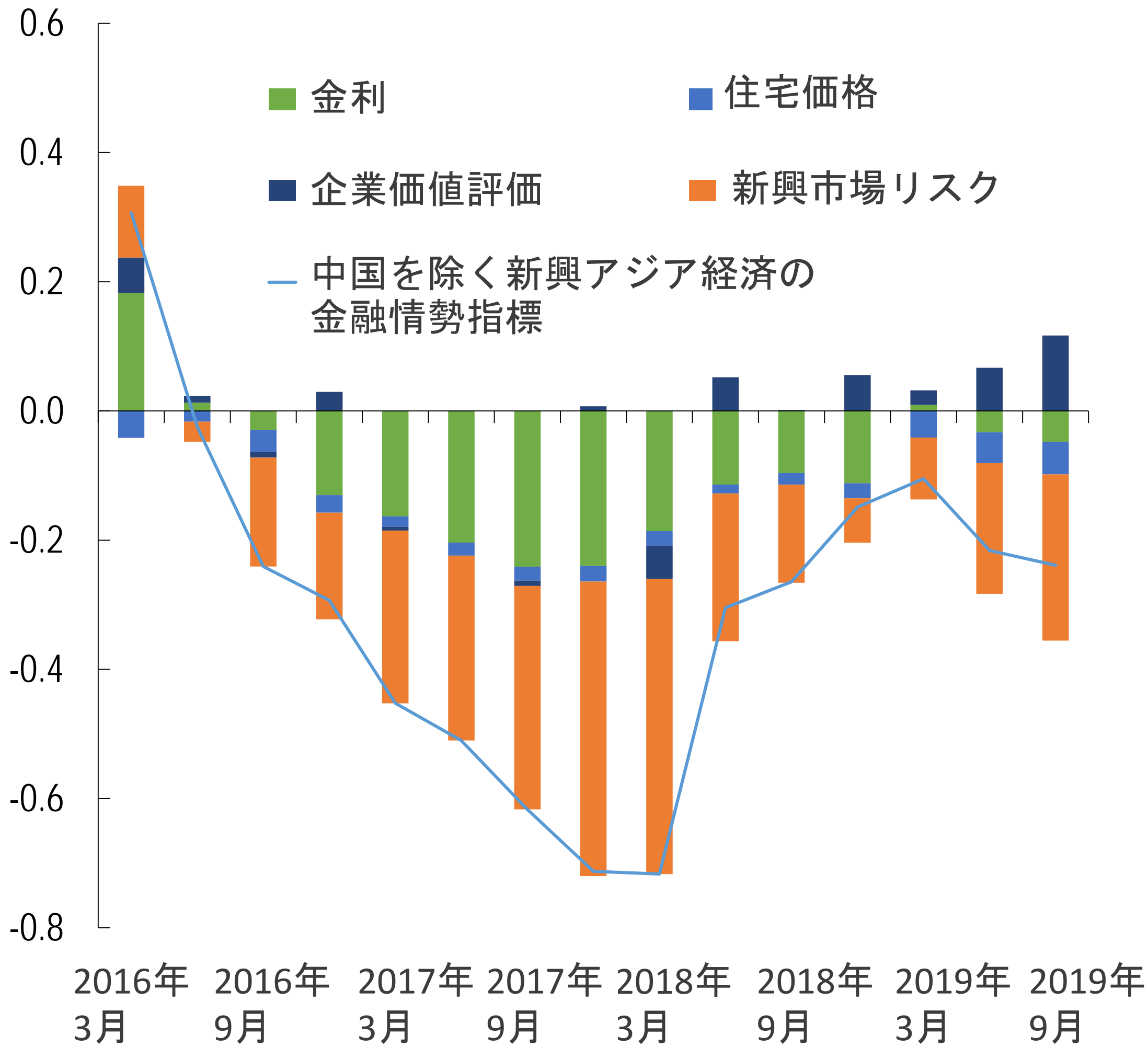
新興市場の国営企業における、レバレッジと収益率
(灰色棒グラフ：四分位幅；青点：中央値)



アジアの新興市場は金融環境の急激な悪化やリスク回避に影響を受けやすく、 また波及効果も多い

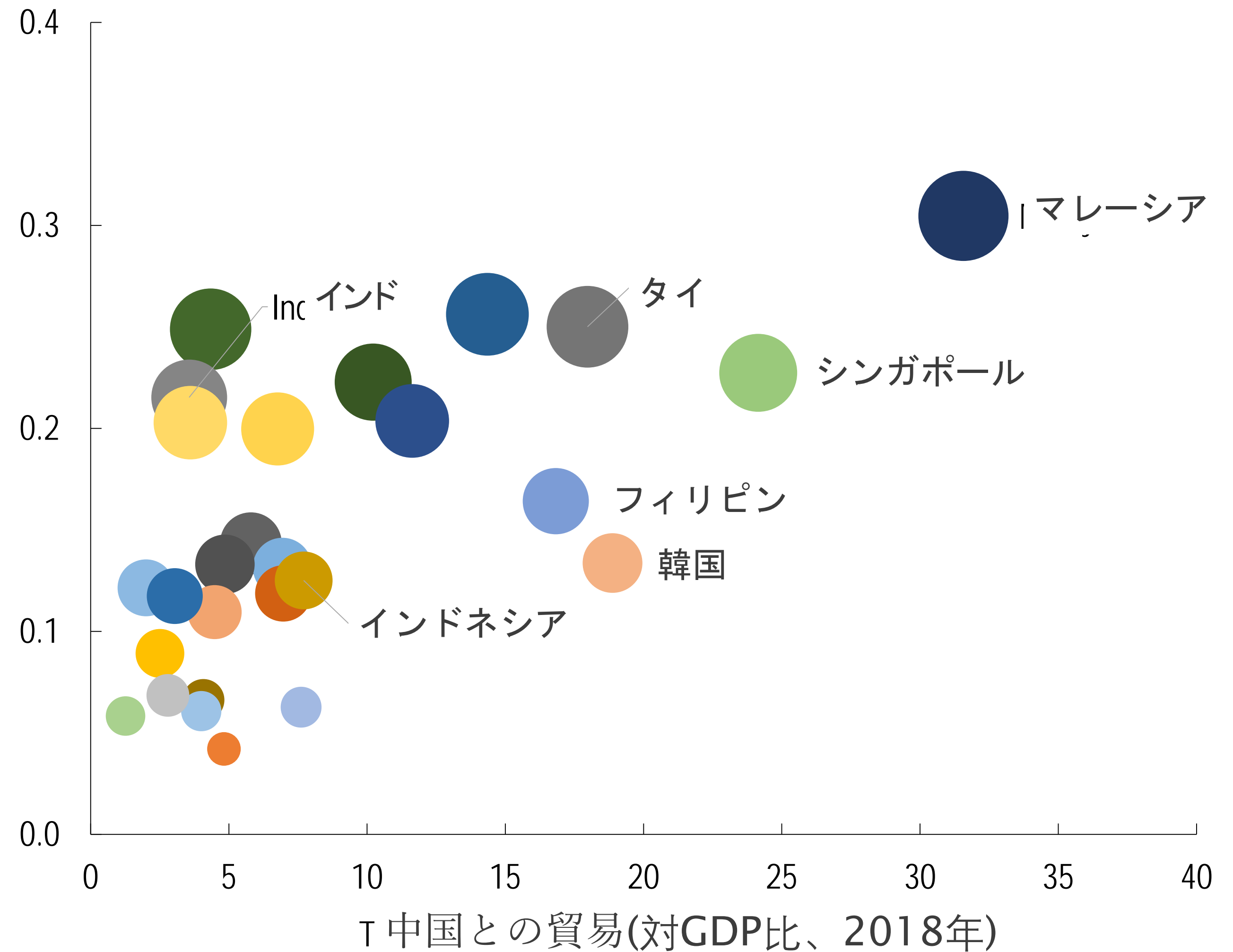
金融情勢指標、中国を除く新興アジア

(平均からの標準偏差)



中国の為替レート変動に対する感応度(センシティブティイ)

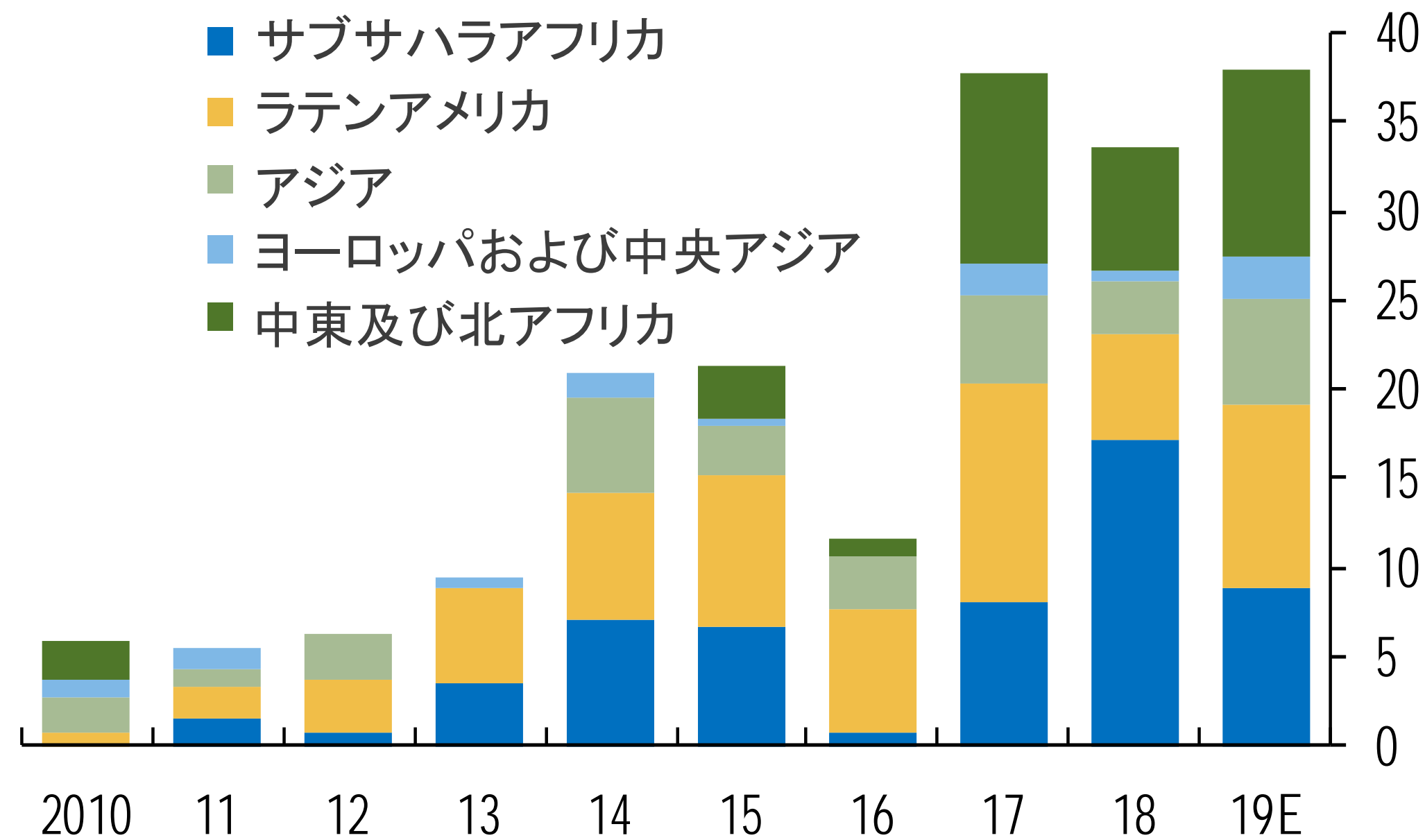
(FX CoRisk from China, 2019)



フロンティア市場経済は、史上最高水準の債券を発行する見込み

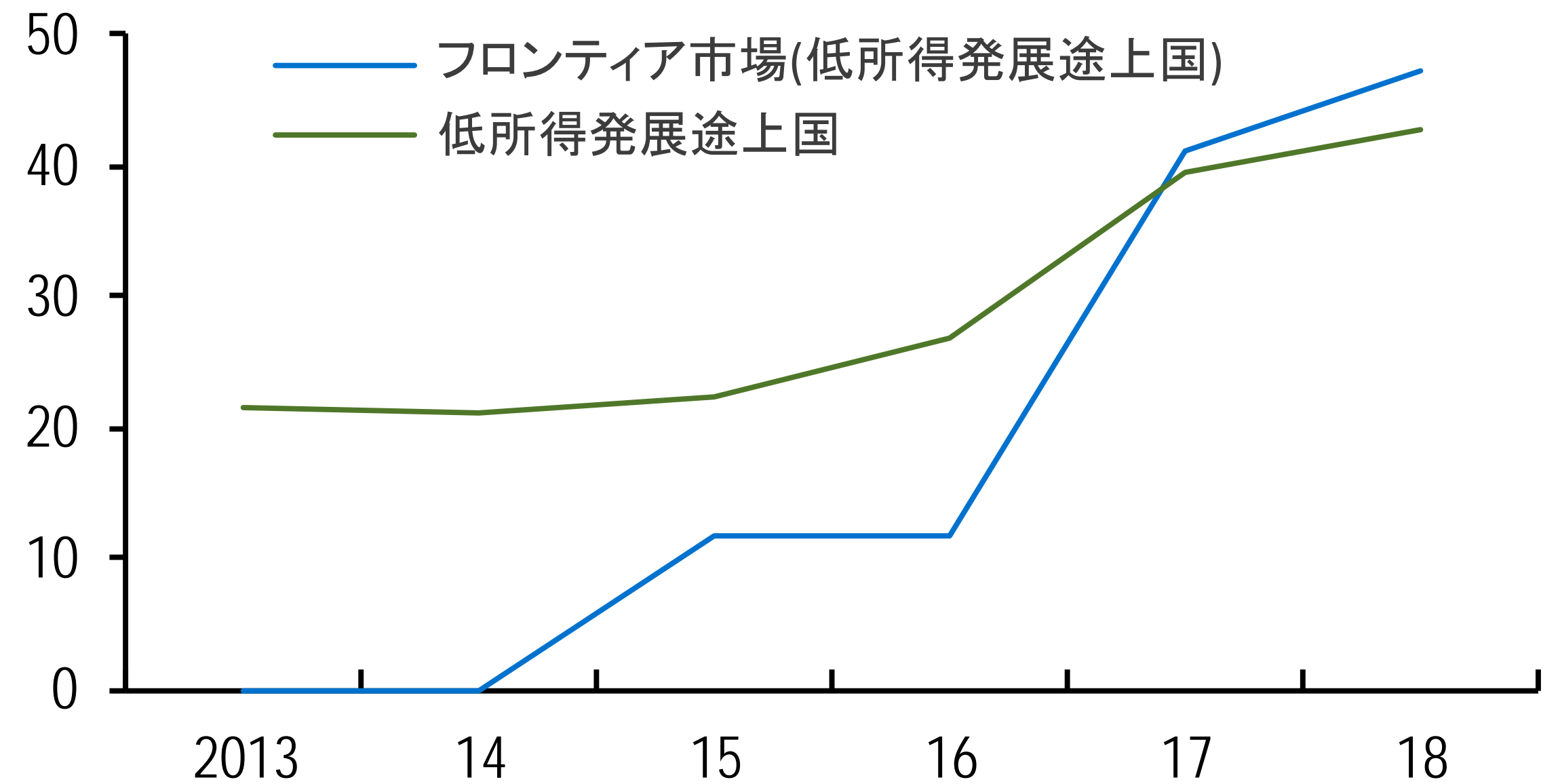
米国の低金利はフロンティア債券への需要を高め、
債券発行額は過去最高に

フロンティア市場でのハードカレンシー建て債券発行額
(10億USドル)



高い債務リスクにさらされているフロンティア市場
及び低所得発展途上国の割合は、非常に高い

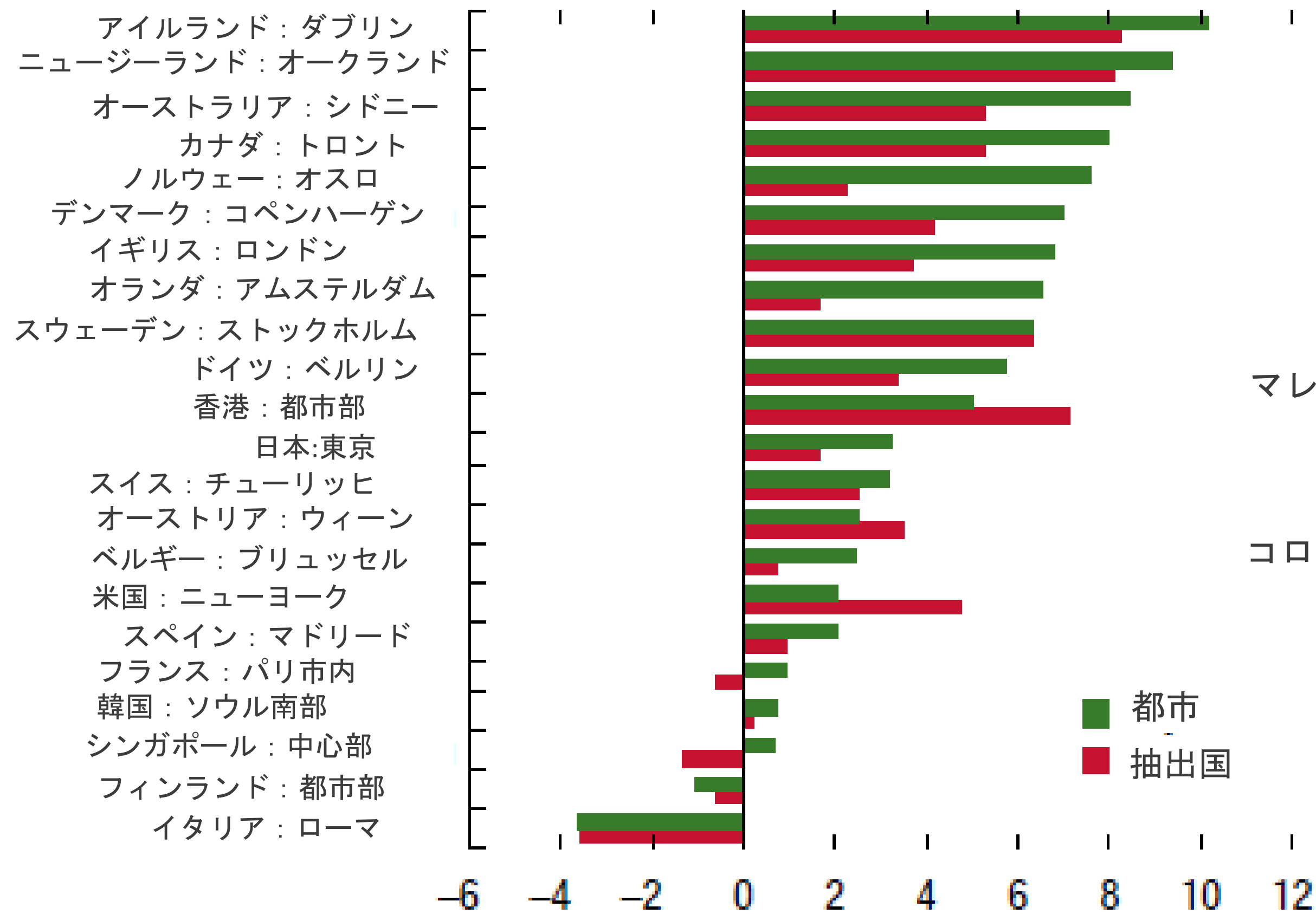
高い債務リスクに直面している、または債務問題を
実際に抱えている国
(全体に対する割合; パーセント)



アジアを含む多くの国で、2013年以降、住宅価格は大幅に上がっている

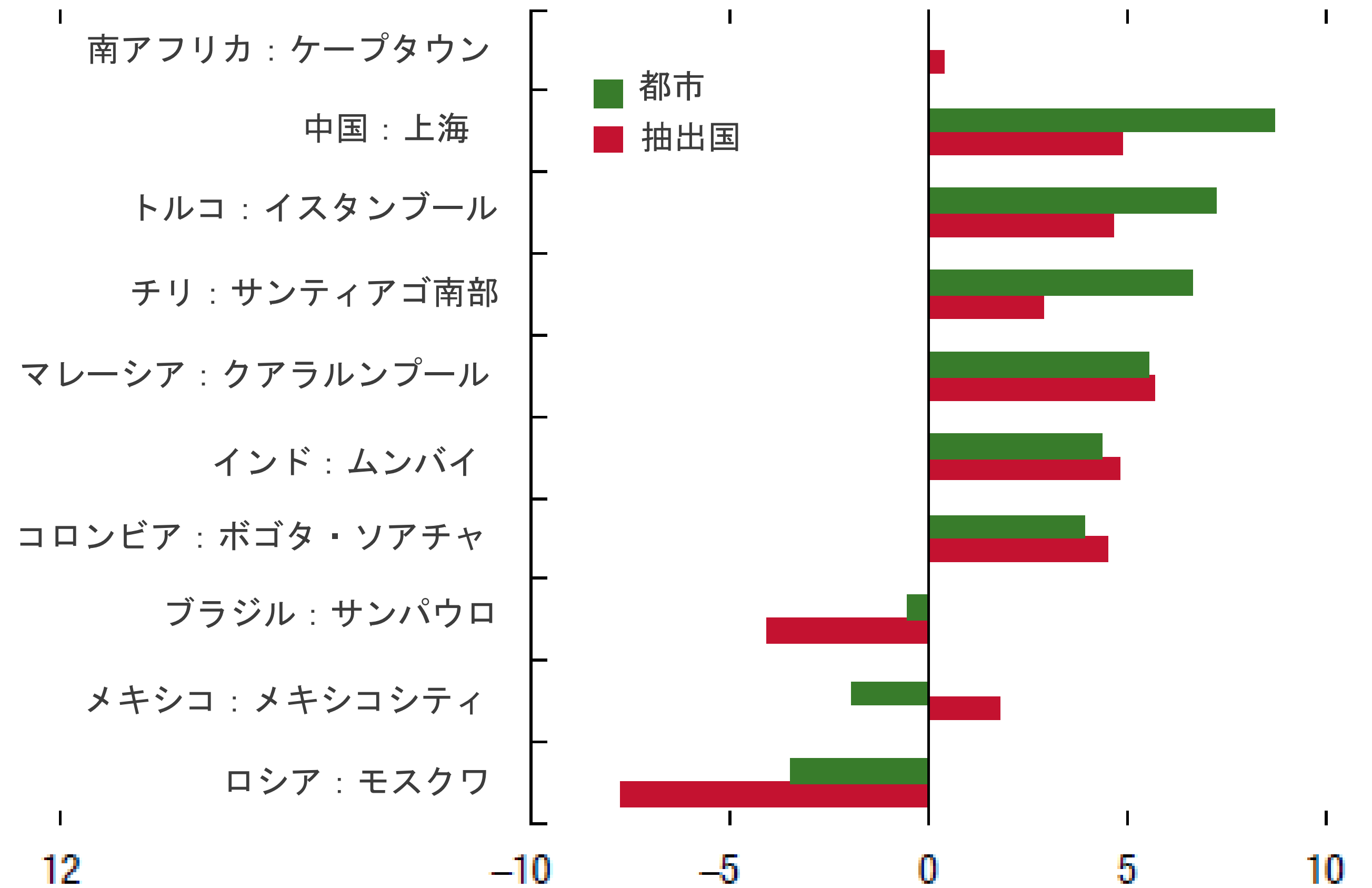
先進国：経済抽出国及び都市における、実質住宅価格の年間平均成長率

(パーセント；2013年 - 2018年Q2)



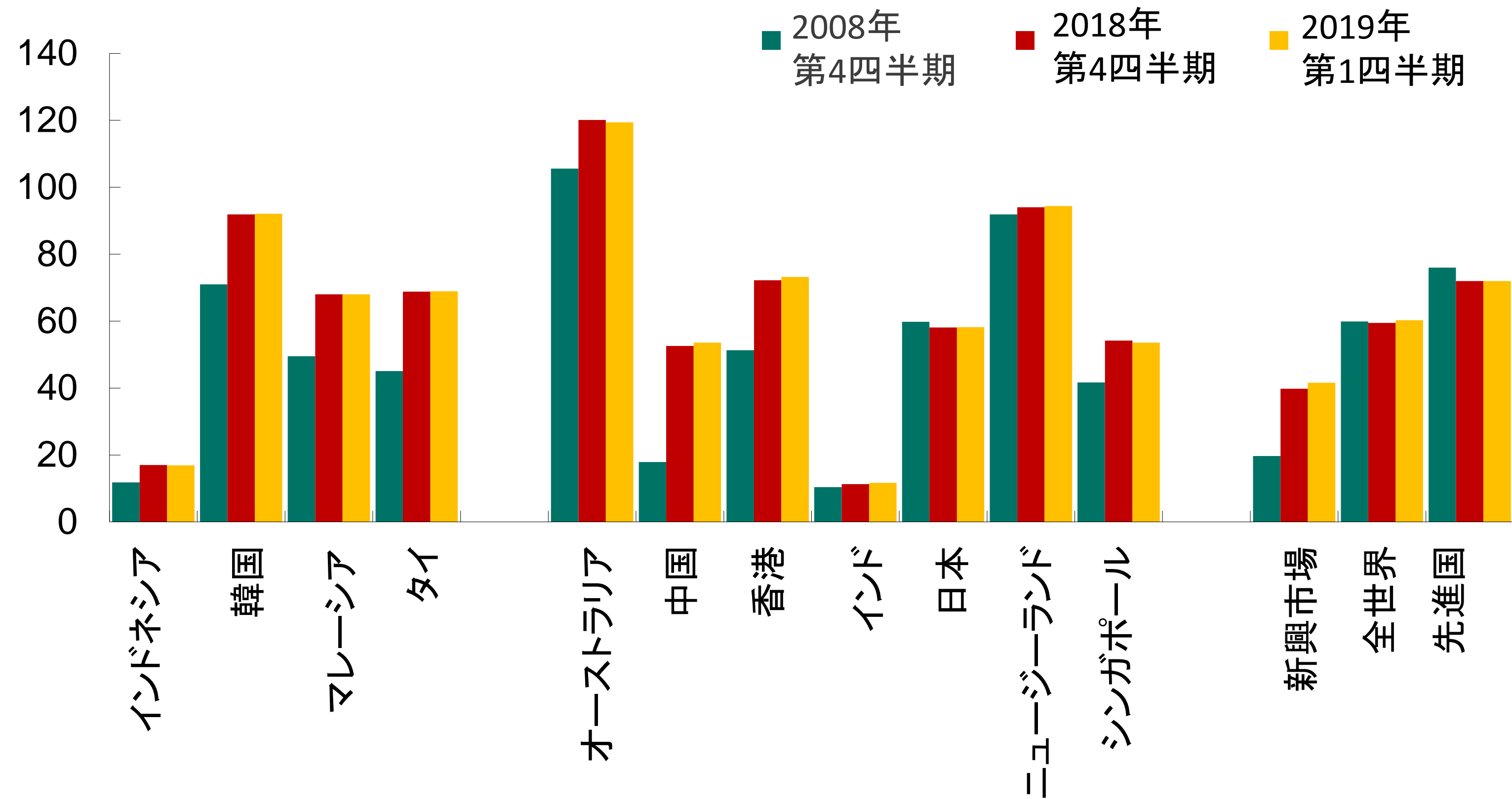
新興国経済：経済抽出国及び都市における、実質住宅価格の年間平均成長率

(パーセント；2013年 - 2018年Q2)



アジアにおけるいくつかの国は、家計債務が依然として相対的に高い

家計債務 (対GDP 比)



出所：Bank for International Settlements.

概要

最近の動向

見通し

リスクバランス

政策

政策提言

経済回復と継続的な成長に向けた強固な基盤づくり; レジリエンスと包括性を高める:

- ・ 貿易摩擦及び地政学的軋轢を緩和させ、関税を元に戻す。現在の国際貿易システムが抱える問題点を洗い出し、貿易体制を改善する。
- ・ 先進国: 金融緩和政策に加えて、経済成長に対するリスクを回避し、潜在的な成長率を上げるため、既に過度に拡張的でなく財政の拡大余地が残されている場合には、財政政策による支援も行うべき。経済状況が予測より悪化した場合、協調的な財政出動が必要となる可能性もある。
- ・ 新興市場と低所得国: インフレ傾向が弱い時には、停滞した経済活動を支えるために金融緩和政策を検討。公的債務の高い国では、財政再建が必要。対象を絞った補助金や歳入増加は、社会政策向け支出を増やせると共に、災害への備えや環境に配慮したインフラなど、潜在的な生産量増やレジリエンスを高める投資も確保できる。
- ・ より強固で、バランスの取れた、包括的な成長を確保するべく、各国の状況に合わせた構造改革を実施する。

金融及び財政の安定性を確保する:

- ・ 銀行セクターのみならず、金融の脆弱性が見られる部分でのマクロプルーデンスツールの展開。
- ・ より厳格な監督並びにマクロプルーデンス面の監視、企業の脆弱性への対応。
- ・ より強固な監督体制と情報公開を通じた、機関投資家間に広がるリスクへの対処。
- ・ 慎重な公的債務の管理やフレームワークの運用。

国際協調を通じた解決策の模索:

- ・ 金融規制改革アジェンダを完成、実施する。
- ・ サイバーセキュリティの問題に国際社会として取り組み、大規模なテック企業のフィンテック参入に対応する。
- ・ 気候変動抑制に向け、カーボンプライシング目標; 脆弱性の高い集団への支援; グリーンエネルギー、持続可能なファイナンスの促進
- ・ その他、国際的な公共財に関する問題への取り組み(例: グローバルインバランス、国際租税制度、難民、汚職)