

2020 年の世界経済 ～分断から共存に近づけるかがカギ

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング
調査部長
中塚 伸幸



2020 年代が到来した。今年 2020 年は米国の大統領選挙の年であり、世界は再選を目指すトランプ大統領の政策と言動を中心に動いてゆくことになるだろう。

10 年単位で振り返ると、2010 年代の世界はリーマンショックの後、大幅な金融緩和状況を創り出し、そのもとでグローバル化を推し進め、成長を実現してきた。しかし、格差は拡大し、「取り残された人々」の不満は高まった。その結果、英国は欧州連合（EU）からの離脱を選択し、米国はトランプ大統領のもとで自国優先の度合いを強めている。中国もこうした米国の姿勢を踏まえて「一帯一路」政策や半導体の内製化など自らの経済圏の構築を急ぐ。さらに、多国間貿易の秩序を維持し拡大を図る枠組みであった世界貿易機構（WTO）も、米国の離反によって機能不全に陥っている。

このように、世界は金融危機対応では一定の協調をしたものの、その後は分断の度合いを深めつつある。また、国と国（地域）との間の分断のみならず主要国（地域）の内部で分断が生じていることも、その背景にある。こうした中でいかに分断を緩和し、共存・共栄に向けた動きを進めてゆけるかが、2020 年代の世界経済の大きなカギを握るといえるだろう。

1. 米中摩擦は一時小康も、対立の構図は不変

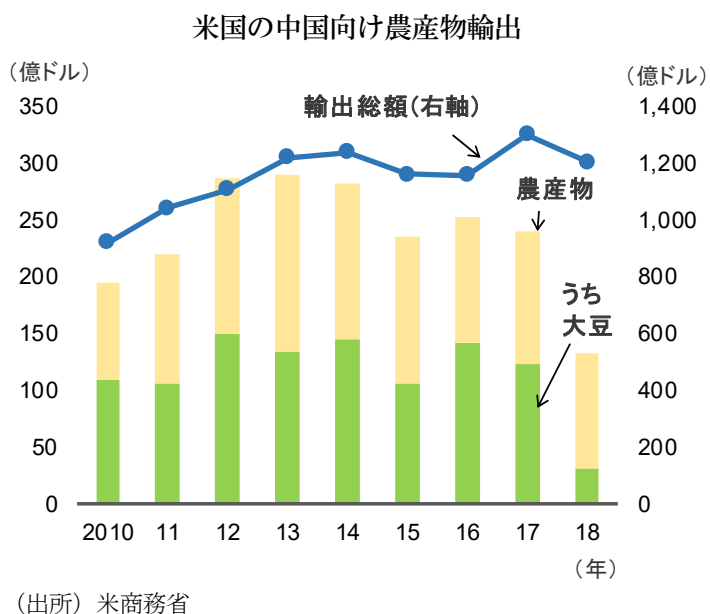
2018 年夏に始まった米中間の摩擦は、関税賦課に伴う貿易の停滞と不透明感による投資の減退をもたらし、世界経済の重石となった。しかし、解決に向けた協議は続けられ、2019 年 12 月、ようやく両国は「第一段階」の合意に達した。これにより米国は同年 12 月 15 日に予定していた 1,600 億ドル分への追加関税発動を見送り、発動済みの 1,200 億ドル分への関税率を 15%から 7.5%に半減する。一方の中国は、農産物など米国製品の輸入を拡大するとともに、知的財産権の保護の強化、金融市場の開放などを進める、という。

両国の合意は、「これ以上の関係悪化はない」との^{あんど}安堵をもたらした。2019 年 10 月に部分合意の可能性が報じられて以降、株式市場はこれを先取りしてリスクオンに向かい、米国の株価は史上最高値を更新している。合意文書の署名は 2020 年 1 月とのことで、詳細は現時点では明らかではないが、2018 年 7 月に第一弾の制裁関税が発動されて以降、初めて税率引き下げが行われることは、状況改善に向けて一歩前進したものと評価できる。

しかし、この「第一段階の合意」は双方の発信内容に違いがあり、曖昧な部分も多い。米国は、中国が農産物輸入を年間 400 億～500 億ドル（4 兆 4000 億～5 兆 5000 億円）まで拡大するとしているが、この 10 年間の実績をみるとピークでも 300 億ドルに届いておらず、ハードルは高い。中国側は「管理貿易は WTO 違反である」と、金額は確約でないことを強調している。また、今回の合意では米国の要求の核心である、補助金など中国の産業政策の見直しには踏み込めていない。あくまでも部分合意であり、選挙に向けてできるだけ早く実績をアピールしたいトランプ大統領の意向が滲み出ている。

米国の議会では、共和党のみならず民主党も含めて中国に厳しい姿勢を取るべきだとの意見が多い。経済の問題に加えて、香港や新疆ウイグル自治区での中国政府による人権抑圧に対しても議会や世論の見方は厳しい。米中の対立は覇権の争いであり、安全保障の観点も絡めて、今後も対立の構図が続くであろう。

ただ、情報通信をはじめとして、産業の分野ではグローバルサプライチェーンが精緻に構築されている。この点からは、米国と中国の切り離しが一方的に進展するとは言いきれない可能性もある。経済界は関税の軽減を歓迎しており、対中強硬派と、産業界を含めた穏健派とのせめぎあいには当面続くであろう。



2. 米大統領選で民主党は支持層を結集できるかがポイント

米国の大統領選挙については、2020 年 2 月のアイオワ州党員集会を皮切りに、民主党の候補者選びが本格化する。トランプ大統領の支持率は就任以来一度も 50% を超えたことがなく、歴代大統領でも例外的に低い、一方で白人労働者層などからの岩盤支持がきわめて強いという特徴がある。

2019 年 12 月に下院で弾劾訴追が可決され、2020 年 1 月には上院での弾劾裁判が始まるとみられるが、大統領が罷免される可能性はほぼゼロである。民主党としては、トランプの大統領としての資質を問い、イメージダウンを狙っているとみられるが、弾劾の是非については民主党と共和党及びそれぞれの支持者の間でくっきりと二分される。

2018 年の中間選挙やその後の地方選挙では、都市郊外における女性層からの民主党支持が高まるなど、反トランプの民意は相応にあり、民主党にとってはチャンスといえるのだが、まだ対抗馬は絞られておらず、同党支持者のあいだでもリベラル派と中道派の分断がある。

有力候補のうち、ウォーレン、サンダース両氏は富裕層課税、法人増税、国民皆保険、大手 IT 企業分割といったリベラルな政策を掲げており、産業界や金融界からの反発が強く、広範な支持を得るに至っていない。一方の中道派も、バイデン氏は高齢で精彩を欠き、逆に 37 歳のブティジェッ

ジ氏は中央政治の経験不足が指摘されるなど、それぞれ弱みがある。まだ先は長く、今後の展開は未知数であるが、今のところトランプ再選の可能性が五分五分をやや上回りそうだ。民主党としては、早めに候補を絞り込み、リベラル・中道の双方からの支持をいかに結集できるかがポイントになるろう。

3. 世界は再び金融緩和基調

2019 年の世界経済の特徴は、米・欧が金融緩和に転じたことである。経緯を振り返ると、リーマンショック後、主要国は大規模な金融緩和によって景気下支えを図り、その効果もあって 2016 年頃から世界経済は回復基調となった。このため、その後、米・欧は着々と大規模緩和からの正常化を進めてきた。しかし、2018 年後半から再び景気に減速感が出始め、そうした中で利上げを続けた米国では年末に株式市場が急落する事態も生じた。

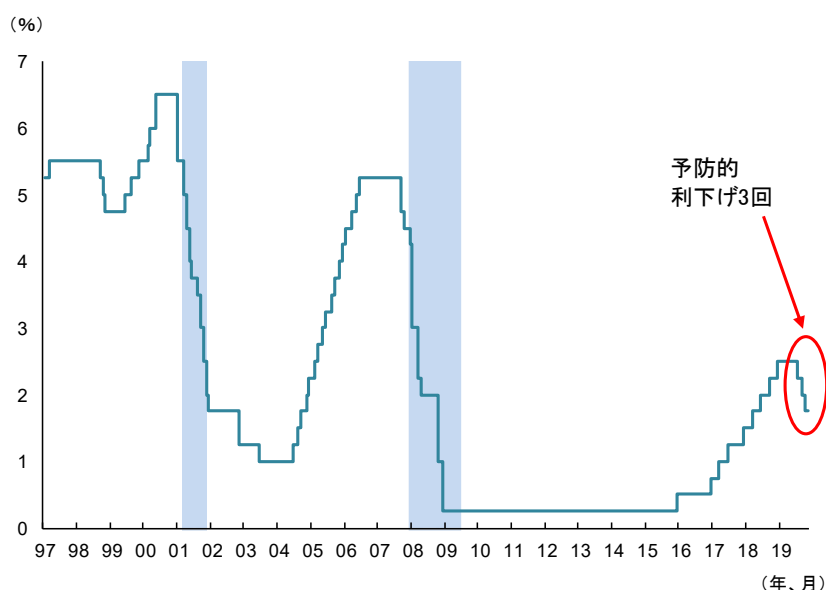
こうした変化を受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）は 2019 年に入ると引き締めから様子見スタンスに転じ、同年後半には「予防的利下げ」として 3 回にわたって政策金利の引き下げを行った。あわせて、国債など FRB が保有する資産の減額を進めてきていたが、それも停止した。

また欧州中央銀行も、2018 年末で資産拡大を停止し、一時は 2019 年中の利上げも視野にあったが、景気減速が顕著になったことから、米国と同様に、同年 9 月の理事会でマイナス金利深掘りと資産購入再開などの緩和策を決めた。

金融緩和基調に転じたことは、市場に好感され株価の上昇等をもたらした。その一方で、米国では企業の債務が大きく膨らんでいる。また、低格付け企業への貸出を担保にした債券の残高も増加している。今のところは、債務全体でみてバブル懸念が大幅に高まっているとまではいえないが、米国の国内総生産（GDP）対比の企業債務残高はリーマンショック前を上回っており、留意が必要である。

また、欧州ではすでに金利がマイナス圏にあって金融政策の景気下支え効果が限界にきており、財政の出動によって経済を浮揚すべきだとの議論も高まっている。欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は退任を前にしてこの点を強く主張し、財政出動に消極的なドイツをけん制した。今後、こうした圧力はさらに高まる見込みであり、健全財政を旨とするドイツも何らかの対応せざるを得なくなると思われる。

米国の政策金利



(注) 網掛けは景気後退期
(出所) 米 FRB

4. 米国は 2%前後の成長を維持

こうした中で、米国経済は総じて堅調を維持している。足もと、潜在成長率とされる 2%程度の成長率を維持しており、「予防的利下げ」の効果もあって 2020 年も同程度の成長を維持する見込みだ。

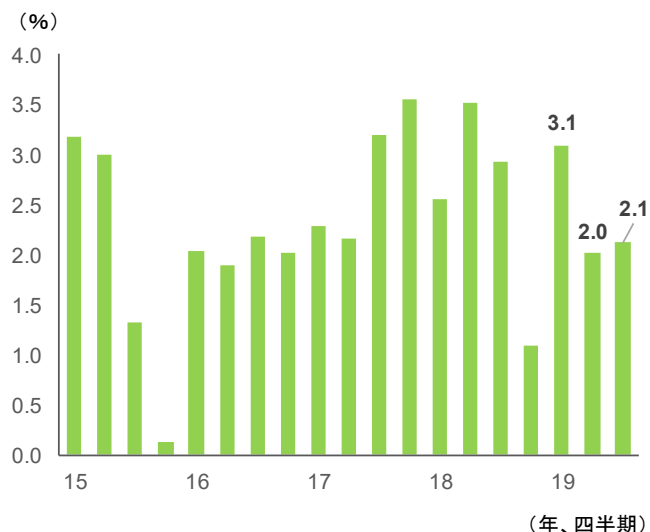
牽引力は良好な所得環境に支えられた個人消費の伸びである。失業率は 3.5%と歴史的な低水準にあり、雇用者数の増加も続いている。こうしたモメンタムは徐々にペースダウンはするものの、2020 年も概ね維持されよう。

一方、輸出の不振や貿易摩擦による不透明感から足もと企業部門には弱さがみられる。製造業の米サプライマネジメント協会（ISM）景況感指数は好不況の境目とされる 50 を割っており、民間設備投資も 2 期連続で前期比マイナスとなるなど低迷している。ただ、下げ止まり感も出てきており、米中の部分合意で不透明感が多少払拭されれば、緩やかな回復に転じる可能性が高い。

潜在成長率レベルの成長が続く中でも、インフレ圧力は高まっていない。賃金上昇ペースが緩やかにとどまっていることが影響しているが、労働参加率が過去比ではまだ低く、一定の労働供給余力が残されていることが背景にあるようだ。FRB のパウエル議長は、インフレ圧力が高まるまで利上げは考えにくいと発言しており、2020 年は利上げも利下げもなく現状の金利水準が維持される可能性が高い。

また、IT 需要が 2019 年秋から回復の兆しを見せている。米国や中国などでは次世代の通信規格である 5G が始動しているほか、半導体の在庫調整も進展しつつある。こうした動きは米国だけでなく世界景気の押し上げ要因となろう。

米国の実質成長率



(出所) 米商務省経済分析局 (BEA : Bureau of Economic Analysis)

5. 中国は経済成長目標を「6%前後」に引き下げ

中国に目を転じると、成長率は緩やかな鈍化が続くものの、大きく腰折れすることはないと見込む。2018 年に 6.2%であった実質 GDP 成長率は、2019 年 7-9 月期には 6.0%まで低下したが、同 10-12 月期以降は 6%を下回る可能性も大きい。同年 12 月に開催された経済工作会议では、2020 年の成長率目標を、2019 年の「6~6.5%」から引き下げて「6%前後」にしたと報じられており、2020 年 3 月の全国人民代表大会（全人代）で決定される見込みだ。中国は胡錦濤時代に「2020 年の実質 GDP を 2010 年比で倍にする」という目標を掲げたが、数値の改定もあって、2020 年の成長率が 6%を下回っても目標の達成は可能であるようだ。

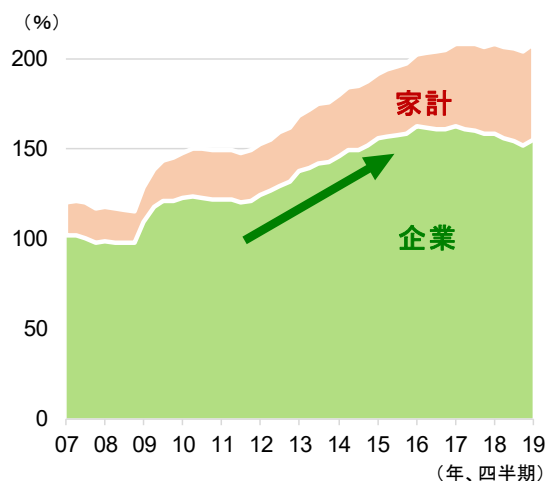
2018 年からの中国経済の減速は、債務の圧縮を優先したことが最大の要因である。国有企業を含む中国の企業債務残高は名目 GDP の 150%以上に達し、その中には不芳なインフラ案件向け貸出も含まれるなど、大きな潜在リスクを抱える。このため政府は 2018 年以降、債務の圧縮（デレバレッジ）に重きを置いた経済運営をしてきた。地方政府などによる固定資産投資の抑制を図ったほか、銀行以外の貸し手によるシャドーバンキングの抑制も進めた結果、民間企業への資金供給が細り、経済活動にブレーキをかけることになった。

そこへ米中貿易摩擦が起き、それによって輸出が減少し、生産が低下した。工業生産は 2018 年には前年比 8%程度の伸びであったが、2019 年 10 月には 5%台まで鈍化している。特に自動車の低迷が目立ち、新車販売台数は 2018 年以降前年割れが続いている。

こうしたことから中国政府は 2019 年に入ってから、債務に配慮しつつも、減税、貸出金利引き下げ、地方政府の投資枠拡大といった景気刺激策を打ち出している。これに伴い、製造業 PMI など企業マインドの指標には下げ止まりの兆しも見えつつある。こうした債務圧縮と景気刺激のバランスに配慮した経済運営が 2020 年も続くであろう。底割れ回避に向けて、耐久消費財の購入を促す減税など、さまざまな支援策を講じるものと考えられる。

米中間の対立は、米国に代表される民主主義に基づく資本主義と、選挙がなく一党独裁である中国の国家資本主義との対立とみることもできる。中国は迅速な意思決定ができるという面もあり、機動的な経済運営が期待される。

中国の企業・家計の債務（GDP 比）



（出所）国際決済銀行（BIS : Bank of International Settlements）

6. 欧州経済は底打ち、ブレグジットは依然予断許さず

英国は 2019 年 12 月の総選挙で保守党が単独で過半数を獲得し、EU 離脱をめぐる 3 年半の膠着から脱出する見込みである。ジョンソン首相の合意案に基づき、2020 年 1 月末の期限までに離脱が実現するだろう。

しかし、これで問題が解決するわけではない。大きく前進はしたものの、離脱に向けた移行期間は 2020 年末までであり、ジョンソン首相は期限を延長しないことを公約している。移行期間中は EU との共通経済圏が存続するが、その間に EU と新たな貿易協定を締結することは時間的にきわめて厳しい。仮に新協定締結に至らないまま移行期間が終了すれば、そこで再び「合意なき離脱」に直面することになる。ジョンソン首相の強気の姿勢は得意の交渉術の一環で、最終的には移行期間を延期する、との見方もあるものの、依然「合意なき離脱」の懸念が残ることに留意が必要だろう。

EU は、英国の離脱だけでなく、依然多くの問題を抱える。まず、景気の減速感が強い。ユーロ圏の実質成長率は 2018 年には 1.9%であったが、2019 年には 1.2%まで減速したとみられる。特に

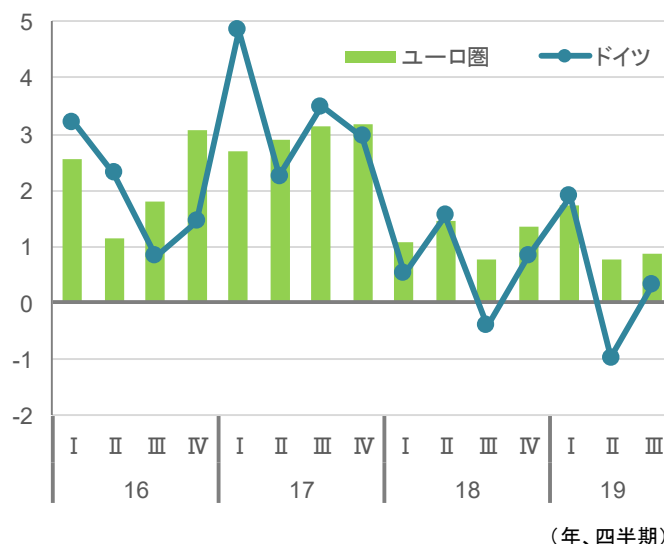
ドイツは、輸出の落ち込みと環境規制に伴う自動車業界の不振から、2019 年 4－6 月期はマイナス成長となるなど低迷が続く。今後は、景気減速を受けて ECB が緩和に転じたことや海外景気の緩やかな回復により、これ以上の悪化は避けられる見込みで、2020 年も 2019 年と同じ 1.2% 程度の成長率となるろう。

一方、政治面でも EU の課題は多い。英国が離脱に向かう中で、EU 統合の推進力となってきたドイツとフランスの思惑にすれ違いもみられる。財政統合を含めて結束を強化したい仏マクロン大統領と、負担の増加を懸念する独メルケル首相の間の溝は大きい。さらに、メルケル氏の自国における政治基盤にも綻びがみられる。2021 年に首相を退任する意向を表明しているが、後継は定まらず、自らが率いるドイツキリスト教民主同盟（CDU）も単独過半数を失っている。一方の仏マクロン大統領も、年金改革など急進的な改革に対する国内の抵抗は大きく、危うさを抱える。そのほか、イタリアやスペインでは少数与党による連立政権が安定しないといった問題があるほか、ハンガリー等では右派が台頭するなど、EU が一枚岩となって結束していくことがより難しくなっているといえよう。

加えて、自国第一を掲げる米国との軋轢も高まっている。北大西洋条約機構（NATO）をめぐる両者の溝が深いことに加え、貿易面でも不均衡是正に向けた米国の要求は厳しく、2020 年には米欧貿易摩擦が高まる懸念がある。

ユーロ圏、ドイツの実質成長率

(季節調整値、前期比年率%)



(年、四半期)

(出所) CEIC

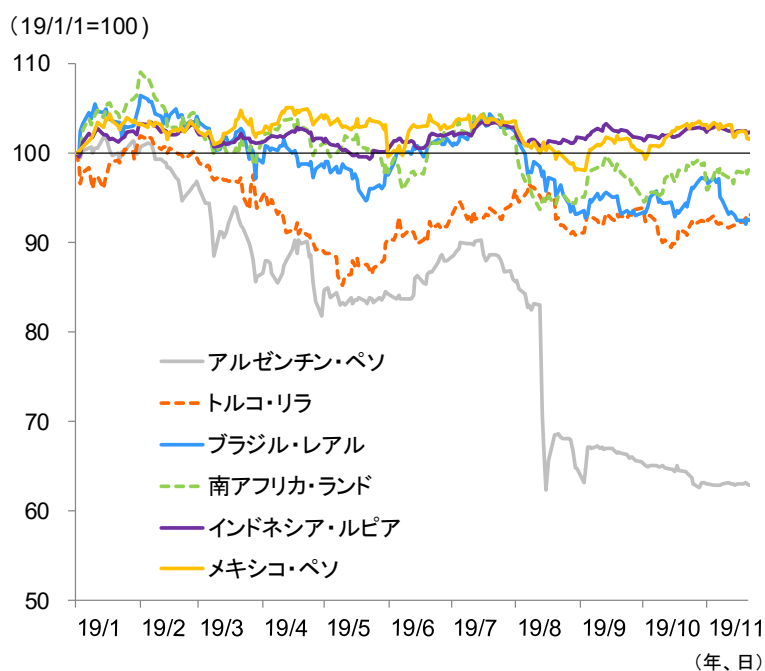
7. 新興国の資金流出懸念は低下も、資源需要の増加は期待薄

最後に、新興国にとっては、米国が金融緩和に転じ、ドル金利の上昇を心配しなくてよかったことはプラス要素といえる。米国金利の上昇時には、新興国に投資された資金の還流や、自国通貨下落によるドル建て債務の返済負担増などが生じ得る。2018 年までは米国が利上げ局面にあたったため、一時は通貨の下落など新興国に対する懸念が高まり、なかでもトルコとアルゼンチンは政治面の固有の事情から通貨不安が起きた。

当面は米国が利上げに転じる可能性は小さいとみられることから、新興国全体でみれば、2020 年もこうした懸念は小さいだろう。ただ、引き続き、経常赤字が大きい、あるいは外貨準備が少ないなど経済基盤が脆弱な国には留意が必要である。例えば、アルゼンチンは左派のフェルナンデス新大統領が国際通貨基金（IMF）による緊縮財政を拒んでいるため、ペソ安が進んでおり予断を許さない。

一方で、先進国の景気は総じて減速傾向にあるため、2020 年も新興国の輸出需要の盛り上がりは期待しづらい。資源に関していえば、2019 年の原油価格は、一時イラン情勢など中東の緊張の高まりで上昇した局面があったが、総じて WTI 原油先物で 50 ドル台の安定した水準で推移した。ロシアを含む OPEC プラスの協調減産は遵守されているものの、需要の回復力が弱いため、上値は重い。こうした需要の弱さは資源全般に共通しており、2020 年も概ね同様の状況が続く見込みである。

新興国通貨の動向（対ドル、2019 年初出比騰落）



(注) データは 2019 年 12 月 19 日時点

(出所) Bloomberg より MURC 作成

<執筆者略歴>

1985 年 三和銀行（現三菱 UFJ 銀行）入行。マクロ、ミクロの調査業務のほか、米国駐在、企画部などを経て、審査部副部長、企業調査部長。

2013 年 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング入社。2018 年より、執行役員調査部長。マクロ・ミクロ両面の分析と実務の経験を活かし、内外経済調査を統括。

著書：「2018 年日本はこうなる」 東洋経済新報社（共著）、2017 年

論文：「2020 年代の日本経済」 季刊 政策・経営研究、2017 年