

世界経済の潮流2019年Ⅱ ～米中貿易摩擦下の世界経済と金融政策～

－ 概要 －

令和2年2月

内閣府 政策統括官（経済財政分析担当）

(報告書のポイント)

米中貿易摩擦が継続する中、世界経済は減速

・財貿易の縮小・製造業の不振が特徴

金融緩和の動きも世界的に拡大

・主要中銀は各経済・金融構造の変化に対応した政策手段・枠組みも検討課題

(構成)

第 1 章 世界経済の減速と金融政策の課題

第 1 節 米中貿易摩擦下の世界経済

- | | |
|---------------------|----------------|
| 1 . 米中貿易摩擦と減速する世界経済 | 2 . 世界的な財貿易の縮小 |
| 3 . 世界的な製造業の不振 | 4 . 世界経済のリスク要因 |

第 2 節 金融政策の動向と課題

- | | | |
|----------|----------|--------|
| 1 . アメリカ | 2 . ユーロ圏 | 3 . 中国 |
|----------|----------|--------|

第 2 章 主要地域の経済動向

第 1 節 アメリカ経済 第 2 節 中国経済 第 3 節 ヨーロッパ経済

「世界経済の潮流」：世界経済の動向について2002年から毎年2回公表している報告書であり、今回で36回目。

第1章 第1節 米中貿易摩擦下の世界経済

1. 米中貿易摩擦の現状

(アメリカ)

(1) アメリカと中国の追加関税措置

(中国)

(2) 19年8月以降の動き

関税賦課開始日		内容	対象項目の具体例	関税賦課開始日		内容	対象項目の具体例
第1弾	18年7月6日	340億ドル相当 25%追加関税	産業機械 電子部品	第1弾	18年7月6日	340億ドル相当 25%追加関税	大豆等の農産物、自動車(普通車等)、水産品
第2弾	18年8月23日	160億ドル相当 25%追加関税	プラスチック製品 集積回路	第2弾	18年8月23日	160億ドル相当 25%追加関税	化学工業製品、医療設備、エネルギー製品、自動車(小型車・バス等)
第3弾	18年9月24日 19年5月10日	2,000億ドル相当 10%追加関税 25%追加関税	食料品 家具	第3弾	18年9月24日 19年6月1日	600億ドル相当 5~10%追加関税 5~25%追加関税	液化天然ガス、食料品・飲料、電気製品、自動車部品
第4弾	19年9月1日 20年2月14日	1,200億ドル相当 15%追加関税 7.5%追加関税	衣類 テレビ	第4弾	19年9月1日 20年2月14日	5~10% 2.5~5%	750億ドル相当(*) 大豆 石油
	19年12月15日 →見送り	1,600億ドル相当 15%追加関税	携帯電話 ノートパソコン		19年12月15日 →見送り	5~10%	

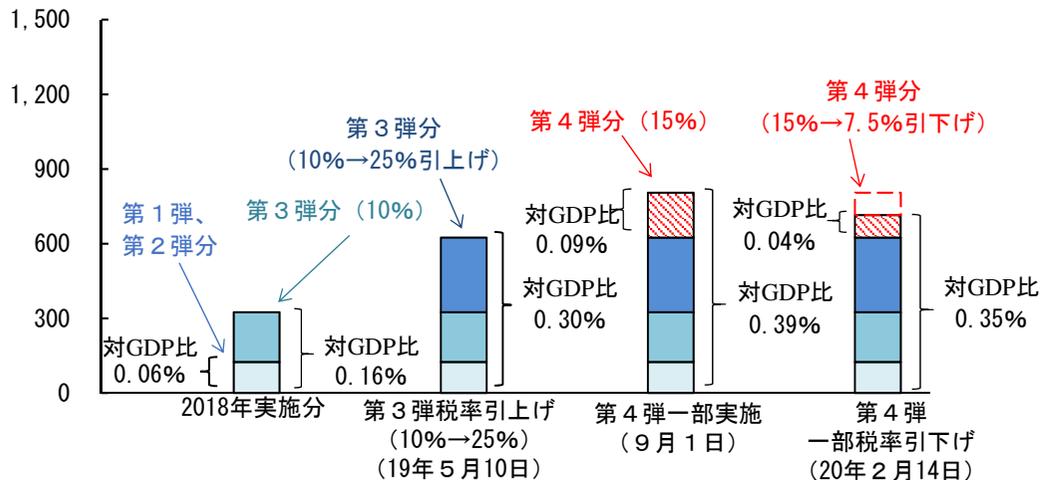
- 19年8月
- ・米中両政府が、9月及び12月から、追加関税措置第4弾を実施する旨を公表
 - ・アメリカ政府が追加関税率の引上げを表明(第1弾~第3弾は10月から、第4弾は賦課開始日から)
- 9月
- ・米中両政府が第4弾を実施
- 10月
- ・米中閣僚級協議の開催後、アメリカ政府が、10月に予定されていた第1弾~第3弾の追加関税率の引上げを見送る旨を表明
- 12月
- ・米中両政府が、第1段階合意に達し、第4弾(12月実施予定分)の発動を見送る旨を公表
- 20年1月
- ・米中両政府が第1段階合意文書に署名

(*) 中国の第4弾の対象については、第2弾と約4%、第3弾と6割弱が重複。9月実施分と12月実施分の金額ベースの内訳は未公表(品目ベースでは、それぞれ1,717品目と3,361品目)。

2. 米中貿易摩擦の現状

(億ドル)

(3) 中国に対するアメリカの追加関税の規模



(4) 第1段階合意

- 下記7分野における米中両国の取組を定める
 - ①知的財産、②技術移転、③農業、④金融サービス、⑤マクロ経済政策・為替、⑥貿易拡大、⑦紛争解決
 - ⑥では、中国がアメリカからの財・サービスの輸入を今後2年間で少なくとも合計2,000億ドル(※)増やすことで合意
- ※具体的には、17年実績を基準に少なくとも20年767億ドル増、21年1,233億ドル増とされる。(20年、21年のアメリカの対中国貿易・サービス赤字の対GDP比(17年 1.7%)を17年の対GDP比でそれぞれ0.4%、0.6%縮小させる効果が見込まれる。)

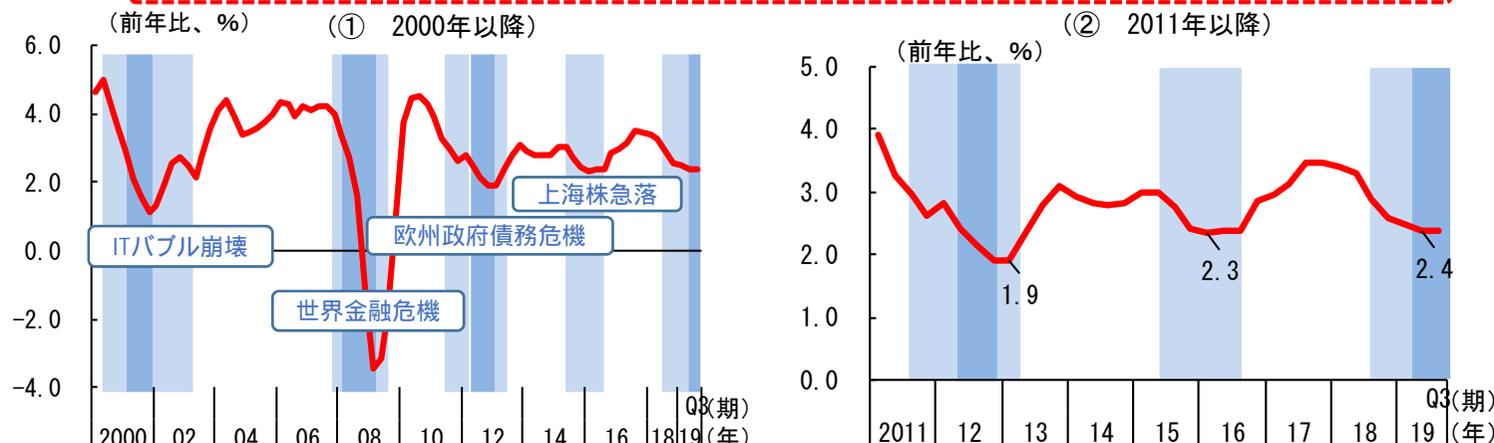
(備考) アメリカ商務省より作成。グラフ中の「対GDP比」は、アメリカのGDP(18年)に対する追加関税の規模の比率を指す。

第1章 第1節 米中貿易摩擦下の世界経済

3. 世界経済の減速 (成長率、貿易)

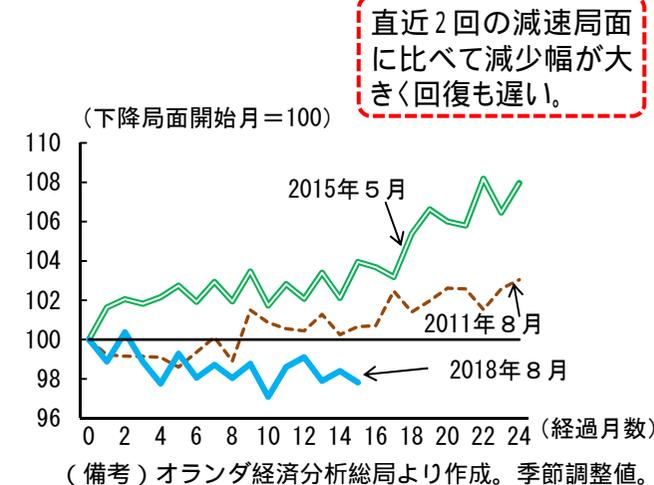
(1) 世界の実質経済成長率

今回減速局面の成長率は欧州政府債務危機や上海株急落時の成長率と概ね同水準。



(備考) 世界銀行より作成。薄い(濃い)シャドウ部分は、OECDの景気先行指数において、アメリカ、ユーロ圏、中国のうち2(3)地域が景気下降局面とされた時期を示す。右図中の数値は各局面で最も低い成長率(13年及び16年第1四半期、19年第2四半期)を示す。

(2) 世界の貿易量

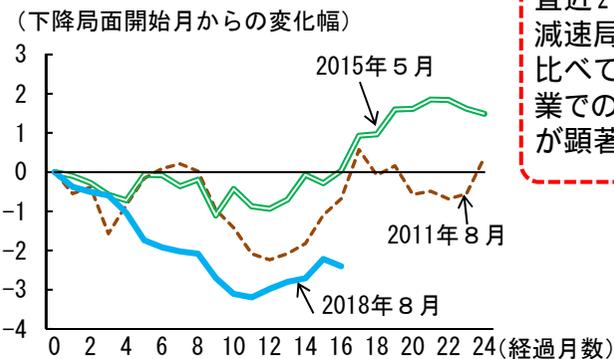


直近2回の減速局面に比べて減少幅が大きく回復も遅い。

4. 世界経済の減速 (景況感、鉱工業生産)

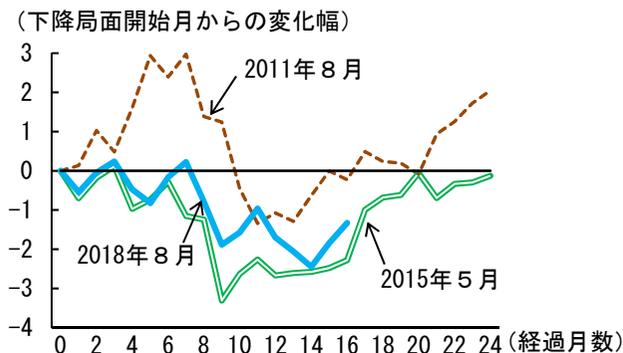
(3) 世界の景況感

(1) 製造業

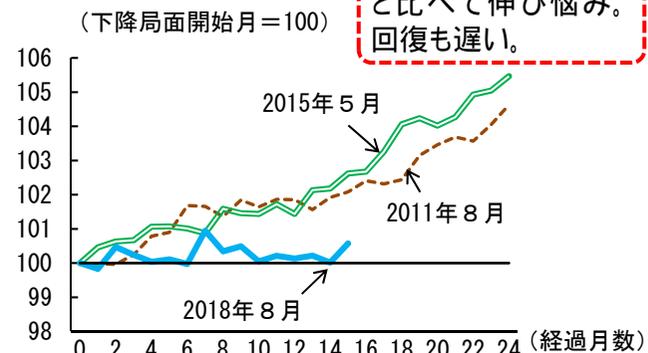


直近2回の減速局面に比べて製造業での低下が顕著。

(2) サービス業



(4) 世界の鉱工業生産



直近2回の減速局面と比べて伸び悩み、回復も遅い。

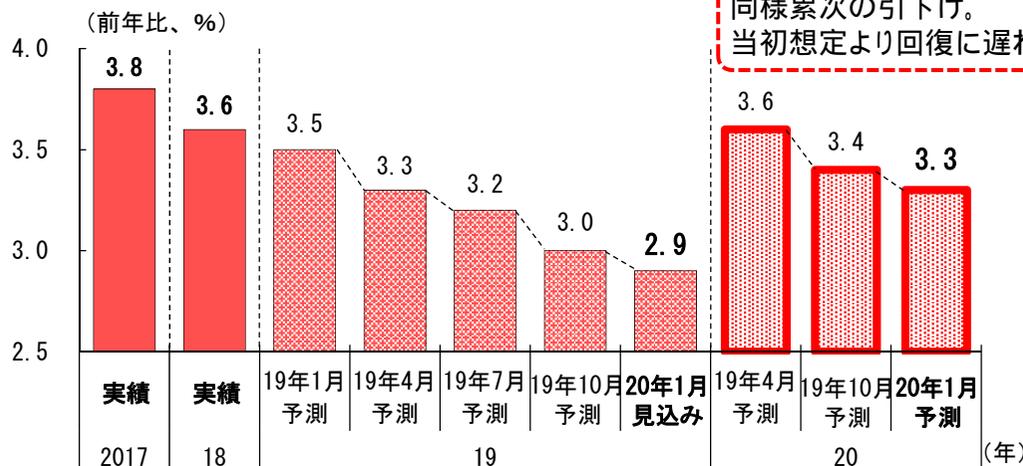
(備考) マークイットより作成。景況感DI(季節調整値)の各下降局面開始月との差。

(備考) オランダ経済分析総局より作成。季節調整値。

第1章 第1節 米中貿易摩擦下の世界経済

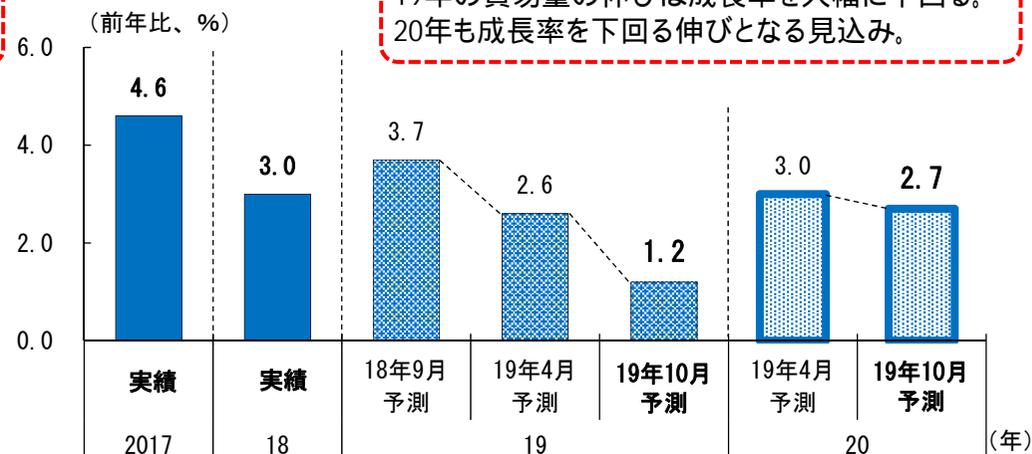
5. 世界経済の見通し

(1) 世界の成長率見通し



(備考) IMF"World Economic Outlook"より作成。

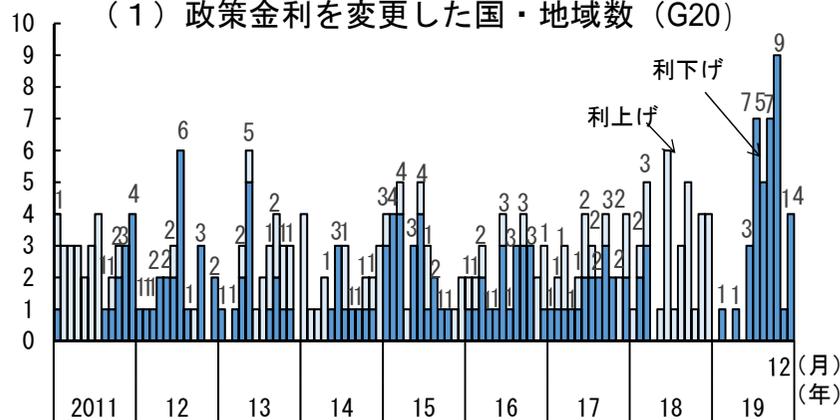
(2) 世界の財貿易量見通し



(備考) WTOより作成。貿易量は輸出入の平均。

6. 世界的な広がりを見せた金融緩和の動きと世界経済のリスク要因

(1) 政策金利を変更した国・地域数 (G20)



18年4月以降、多くの国・地域が利上げ局面にあったが、19年に入り、総じて利下げ局面に転換。

(2) 世界経済のリスク要因

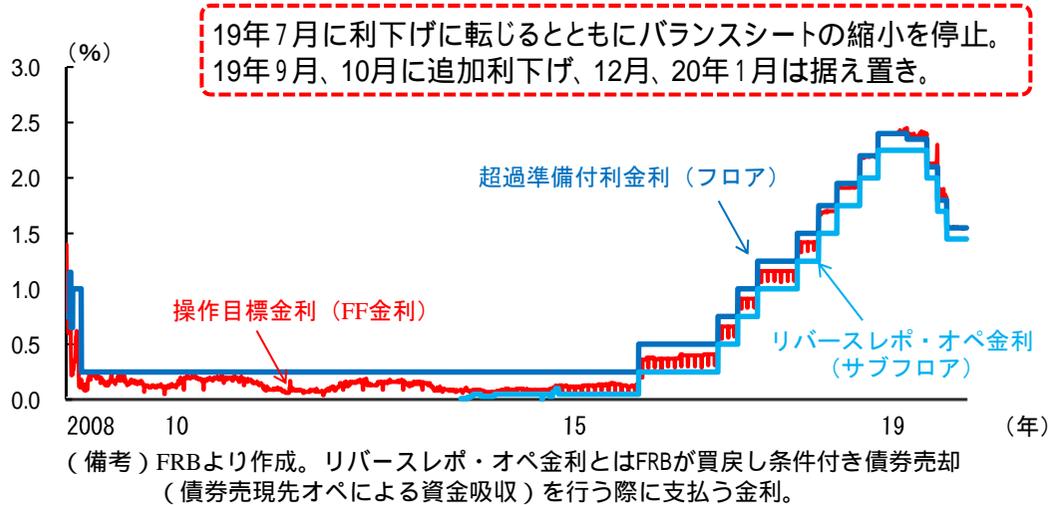
- 通商問題の動向
 - ・ 米中間、米欧間（航空機・自動車・デジタルサービス税）
- 中国経済の先行き
 - ・ 景気刺激策と過剰債務問題、新型コロナウイルス感染拡大の影響
- 英国のEU離脱
 - ・ 移行期間内（～20年末）の英国・EU間のFTA交渉
- 金融資本市場等における変動
 - ・ 株価、中東情勢（原油価格）

(備考) 1. BISより作成。G20の国・地域からアルゼンチンを除いた16の中央銀行が政策金利を変更した回数（1か月内に複数回政策金利を変更した場合は1回）を計上。グラフ上の数値は利下げを行った回数。
2. 政策金利はBISがデータセット作成を目的として各中央銀行に報告を求めた特定の系列。1月1系列であり、例えばユーロ圏は主要リファイナンス・オペ金利、中国は貸出基準金利の変更回数のみが計上されている。

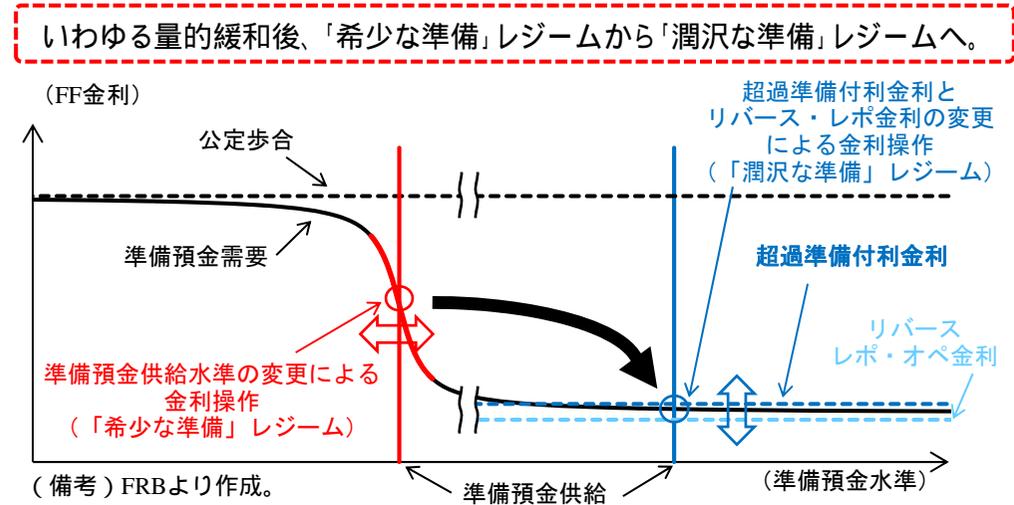
第1章 第2節 金融政策の動向と課題【アメリカ】

1. アメリカの金融政策の動向と課題

(1) フロア（及びサブフロア）・システムによる操作目標金利の誘導

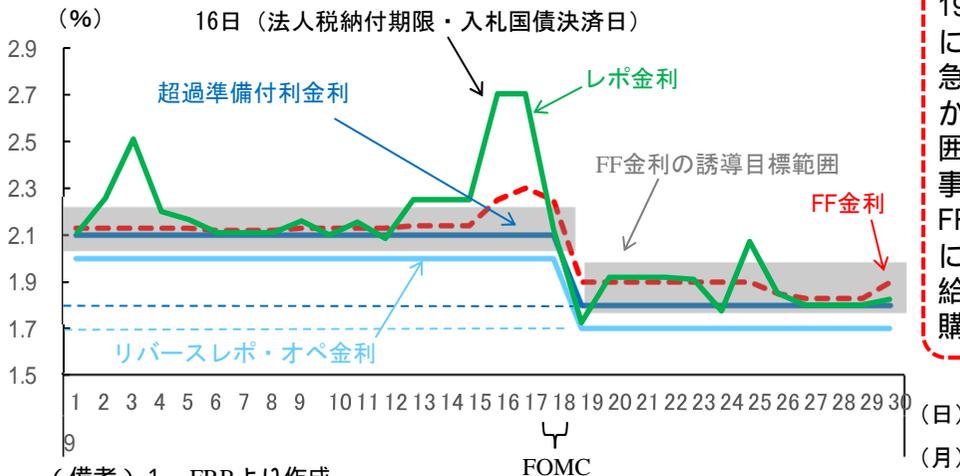


(2) 金利操作手段の変更



2. アメリカの金融政策の動向と課題

(3) 19年9月のFF金利とレポ金利の推移



(4) 課題①：短期金利のコントロール

(短期金利急騰の構造的要因)

- ・ FRBのバランスシート縮小(17年10月～)による準備預金減少
- ・ 銀行間貸借の減少(量的緩和を経て役割が低下・金融規制強化)

(金利操作手段の改善に向けた議論)

- ・ 「潤沢な準備」レジームに十分な量の準備預金を確保していく必要
- ・ 公定歩合が銀行に敬遠されがちであることから、常設の貸出制度を創設するなどして短期金利に上限を画す必要
- ・ 操作目標金利の見直し

第1章 第2節 金融政策の動向と課題【アメリカ】

3. アメリカの金融政策の動向と課題

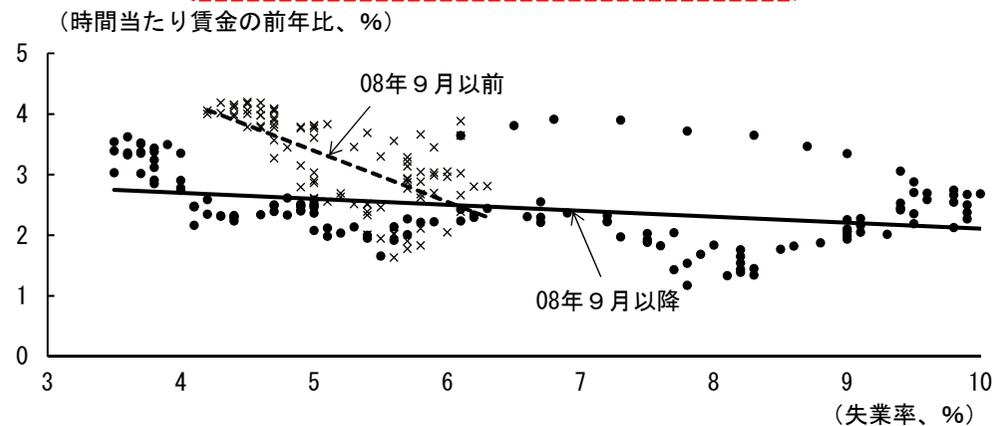
(5) 自然利子率



(備考) ニューヨーク連銀より作成。自然利子率とは潜在GDPと整合的な実質短期金利。

(6) フィリップス曲線

世界金融危機後、フィリップス曲線はフラット化。期待インフレ率の安定化がより重要に。



(備考) 1. アメリカ商務省、労働省より作成。
2. 08年9月以前は01年1月から08年9月、08年9月以前は08年9月から19年12月のデータを使用。

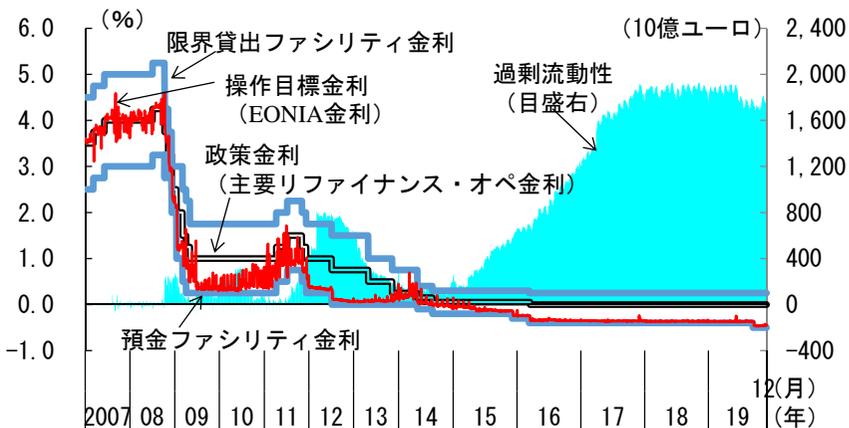
(7) 課題②：金融政策枠組みの見直し

- 低金利・低インフレ率・低成長率で特徴付けられる「新常态（ニュー・ノーマル）」への対応として、金融政策の戦略・手段・コミュニケーションの見直しを実施
 - ・ 19年2月以降「Fed Listens」と呼ばれるイベントを地区連銀で実施
 - ・ 19年半ばからFOMCでも議論し、20年半ばを目途に検討結果を公表予定
- ① 「埋め合わせ戦略」の要否
 - ・ 物価上昇目標が未達となった場合に将来の乖離分で相殺することについて信認の観点から要否を検討
 - ・ 一定期間内の平均物価上昇率を目標とすること（平均インフレ目標）や、物価水準の目標経路を設定すること（物価水準目標）により、過去の未達分を考慮する政策が具体的な検討対象
- ② 現行の金融政策手段の適否と追加
 - ・ 現行手段としては、FF金利の誘導目標範囲の公表、バランスシート政策、フォワード・ガイダンスが評価対象
 - ・ 追加手段としては、イールドカーブ・コントロールやマイナス金利等が具体的な検討対象（※マイナス金利については、19年10月のFOMCにおいて現下の経済状況での導入には否定的に議論）
- ③ コミュニケーションの改善
 - ・ フォワード・ガイダンスやFOMC参加者の経済見通し（金利見通しの分布を示すドット・プロットを含む）の在り方が検討対象

第1章 第2節 金融政策の動向と課題【ユーロ圏】

1. ユーロ圏の金融政策

(1) コリドー・システムによる操作目標金利の誘導



19年9月に預金ファシリティ金利(コリドー下限)のマイナス幅拡大、資産購入プログラムの再開を決定。

(2) 課題

- ① マイナス金利幅拡大への制約
 - ・ 利鞘の縮小による銀行収益の悪化
 - ・ 金融緩和が銀行貸出の減少をもたらす「リバーサル・レート」到達の可能性
- ② 資産購入プログラムへの中長期的な制約
 - ・ 財政健全化が進むドイツ国債の不足（財政ファイナンス問題への配慮から購入に制限）
- ③ 金融政策戦略の見直し
 - ・ 20年1月から年末にかけて実施
 - ・ 物価安定の定義、コミュニケーション、気候変動等を対象

(備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. EONIA 金利はユーロ圏無担保翌日物平均金利 (Euro OverNight Index Average rate)。
 3. 過剰流動性は預金ファシリティの預金額から限界貸出ファシリティ貸出額を差し引き、超過準備預金額を加えた額。

2. ユーロ圏の金融政策

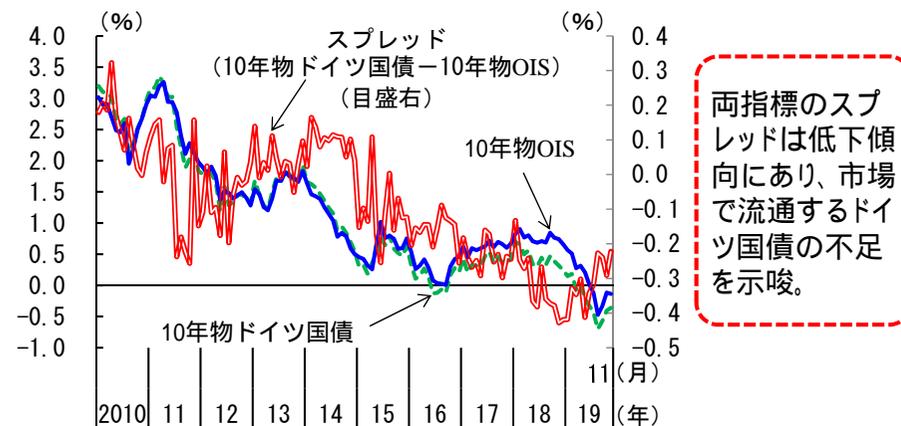
(3) ユーロ圏の銀行貸出



これまでのところ、マイナス金利政策による銀行貸出の減少はみられていない。

(備考) ECBより作成。

(4) 10年物ドイツ国債利回りと10年物OISのスプレッド



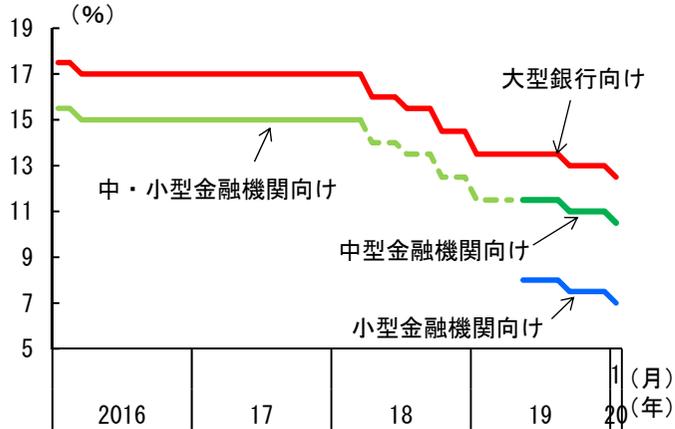
両指標のスプレッドは低下傾向にあり、市場で流通するドイツ国債の不足を示唆。

(備考) 1. ブルームバーグ、データストリームより作成。
 2. Overnight Index Swap (OIS) は翌日物金利と固定金利を交換する金利スワップ取引であり、同取引の固定金利はドイツ国債利回りと同様に安全資産利回りの代表とされる。

第1章 第2節 金融政策の動向と課題【中国】

1. 中国の金融政策の動向と課題

(1) 預金準備率



19年5月にそれまで特例的に複数存在した一部の小型金融機関向けを廃止し、大・中・小型向けの3種に集約。

19年1月、9月に続き、20年1月にも預金準備率を引下げ。

(備考) 中国人民銀行より作成。19年4月以前に一部の小型金融機関に特例的に適用されていた個々の預金準備率は示していない。なお、18年の預金準備率引下げ(4、7、10月)は、大型銀行のほか、中・小型金融機関の一部が対象とされたため、18年4月以降の「中・小型金融機関向け」の系列は点線で示している。

(2) 課題

- ① 金利自由化
 - ・ 基準金利と市場金利が併存する「二重金利」状態
 - ・ 基準金利を参照する銀行の慣習が残存
- ② 中央銀行の独立性
 - ・ 中国人民銀行は国务院の下の組織
 - ・ IMFは政策決定を独立して行えないことがコミュニケーションを金融政策ツールとして活用できない要因の一つになっていると指摘

2. 中国の金融政策の動向と課題

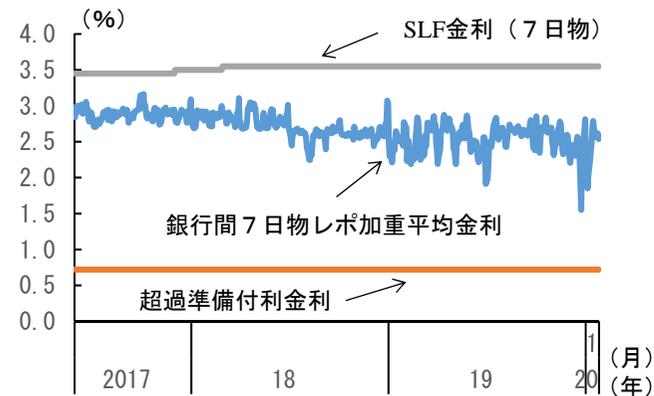
(3) 貸出金利



19年8月、貸出金利の低下を図るため、市場金利を反映するよう算出方法の見直しを行った新ローンプライムレート(LPR)の公表を開始。

(備考) 中国人民銀行、全国銀行間取引センターより作成。

(4) 将来的な操作目標金利とコリドー・システム



銀行間7日物レボ加重平均金利を操作目標金利として、常設貸出ファシリティ(SLF)金利を上限、超過準備付利金利を下限とするコリドー・システムへの移行が検討されている。

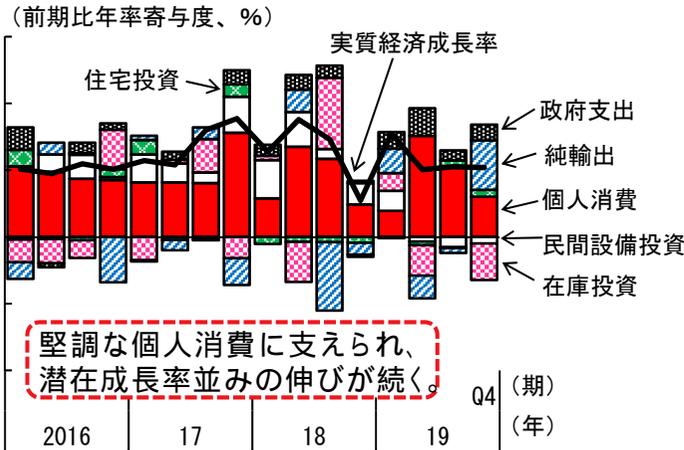
(備考) 中国人民銀行、全国銀行間資金調達センターより作成。

第2章 主要地域の経済動向【アメリカ経済】

アメリカでは、民間設備投資が3四半期連続で減少しているものの、良好な雇用・所得環境を背景とした堅調な個人消費に支えられ、景気回復が続いている。ただし、企業債務、財政政策、通商政策の動向等には注視が必要。

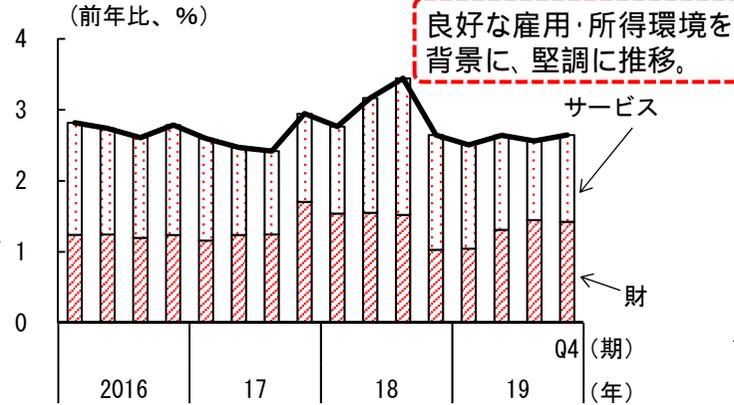
1. アメリカ経済の動向

(1) 実質経済成長率



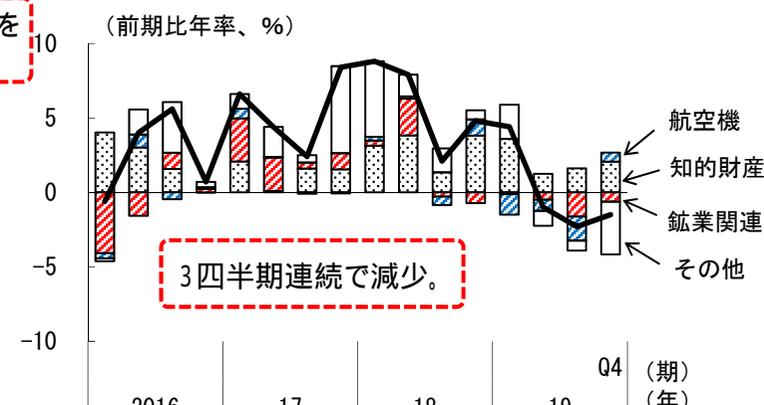
（備考）アメリカ商務省より作成。

(2) 消費



（備考）アメリカ商務省より作成。

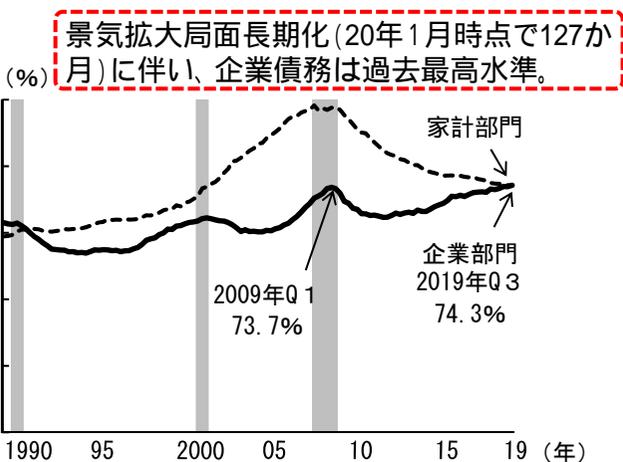
(3) 投資



（備考）アメリカ商務省より作成。

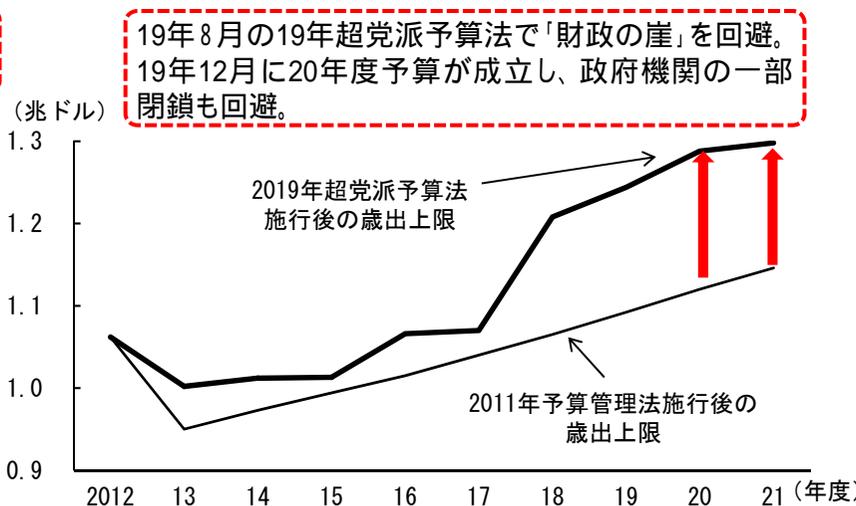
2. アメリカ経済の動向

(4) 企業債務(対GDP比)



（備考）FRB、アメリカ商務省より作成。シャドーは景気後退期。

(5) 財政政策



（備考）議会調査局より作成。

(6) 通商政策(対中国を除く主なもの)

- < USMCA(米墨加協定(新NAFTA)) >
- 18年11月 ・米墨加3国が署名
 - 19年6月 ・メキシコが批准
 - 12月 ・米民主党の合意を得た修正案(メキシコにおける労働基準監視体制強化等)に米墨加3国が署名
 - ・メキシコが批准
 - 20年1月 ・アメリカが批准
- <その他>
- ・EUIによるエアバス社への補助金を理由とした追加関税措置(19年10月)と同税率引上げ(20年3月予定)

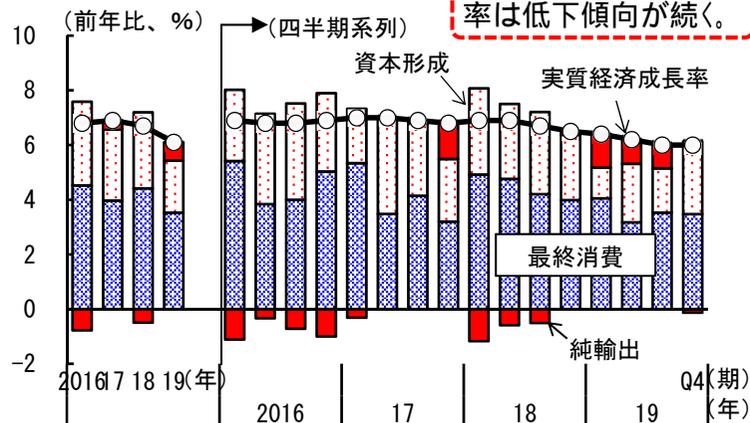
第2章 主要地域の経済動向【中国経済】

中国では、景気は緩やかな減速が続く。外需だけでなく内需も低調であり、コアでみた消費者物価や生産者物価の上昇率は低下基調にある。ただし、豚肉を中心とした食品価格の上昇が物価の押し上げ要因として働いている。

1. 中国経済の動向

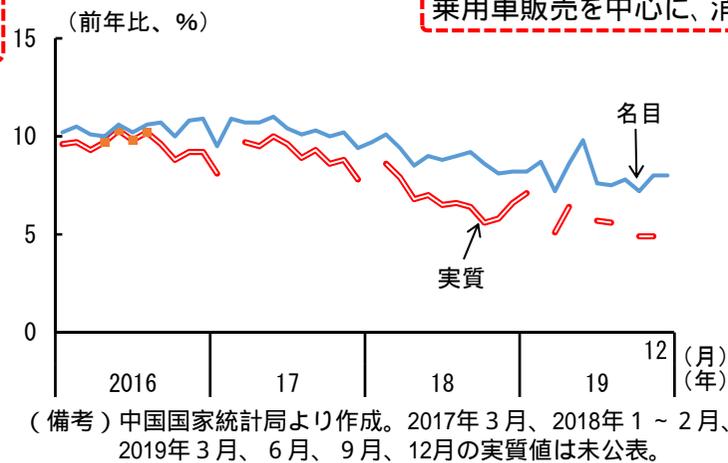
(1) 実質経済成長率

19年後半も経済成長率は低下傾向が続く。

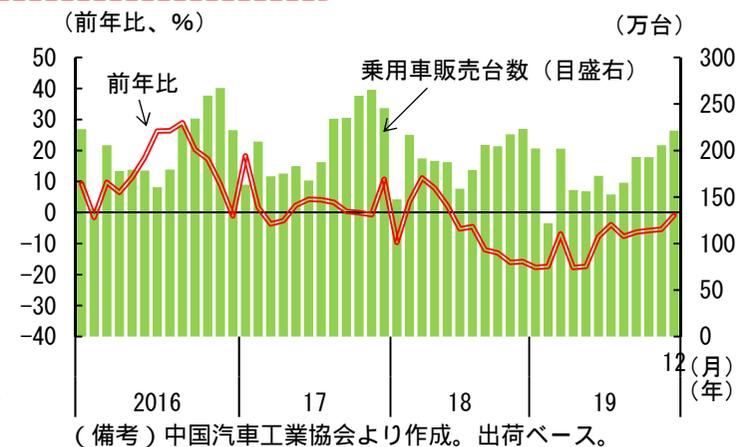


(2) 消費

乗用車販売を中心に、消費の伸びの低下が続く。



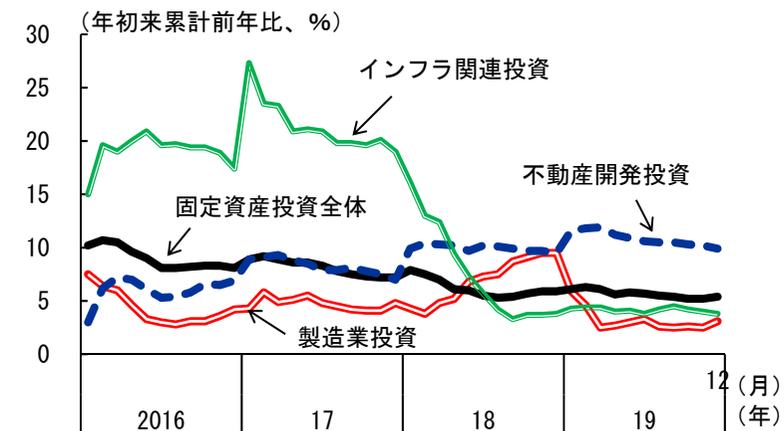
(3) 乗用車販売台数



2. 中国経済の動向

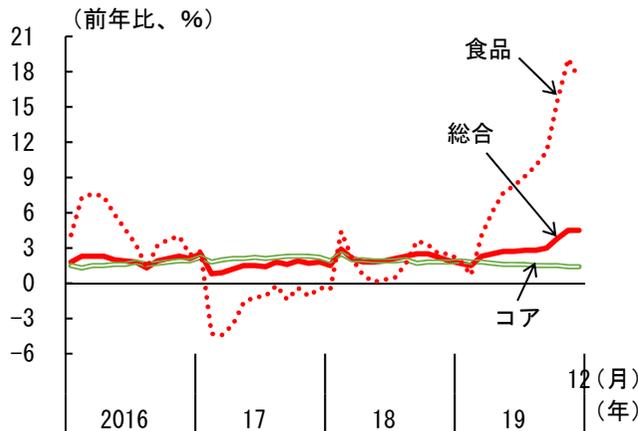
(4) 固定資産投資

固定資産投資は低調に推移。

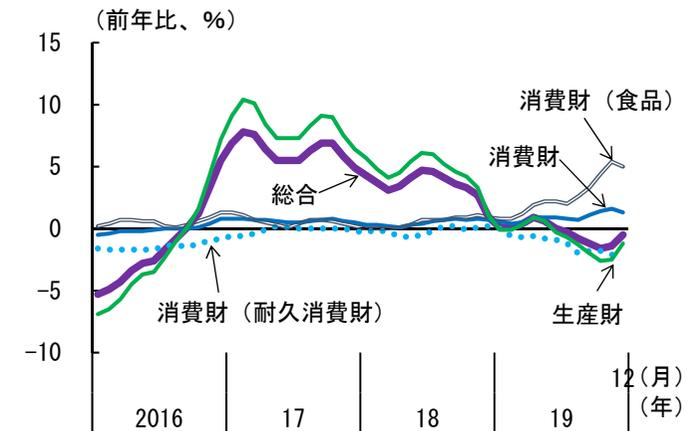


(5) 消費者物価上昇率

物価上昇率は低下基調にあるが、ASF(アフリカ豚熱)の影響で食品価格が上昇。



(6) 生産者物価上昇率



第2章 主要地域の経済動向【中国経済】

中国の経済成長率は、中長期的に低下傾向。IMFでは、経済に占める第三次産業のシェア拡大等により、成長率は2030年までに4～4.5%まで低下するとしている。長期的には人口の高齢化もさらなる成長率の下押し要因。

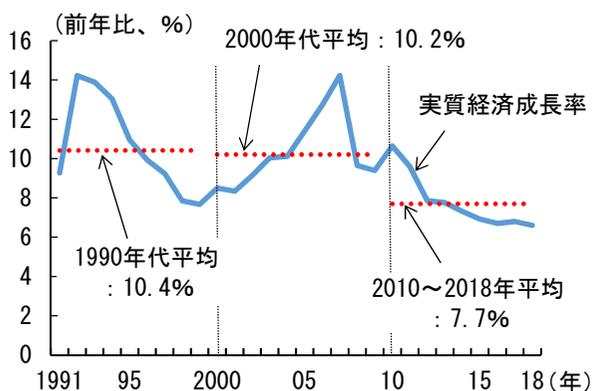
3. 中国の中長期的な成長トレンド

(1) 実質経済成長率(長期)

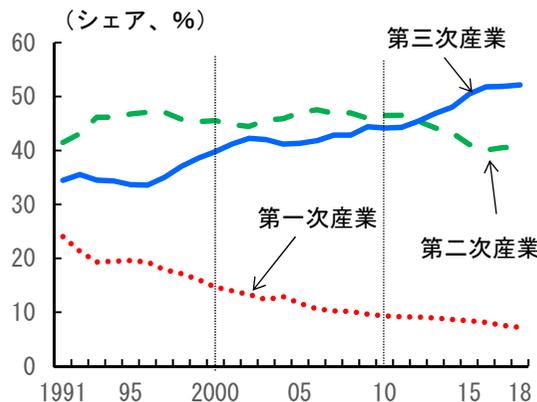
(2) 名目GDPの産業別シェア

(3) 名目GDPの需要項目別シェア

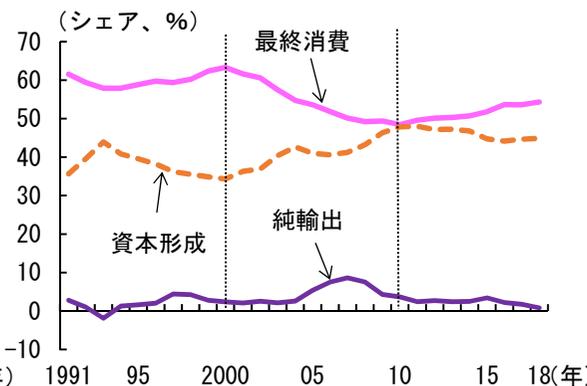
平均成長率は、2010年代に大幅に低下。



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 天安門事件の影響が大きい1990年を除いている。



(備考) 中国国家統計局より作成。



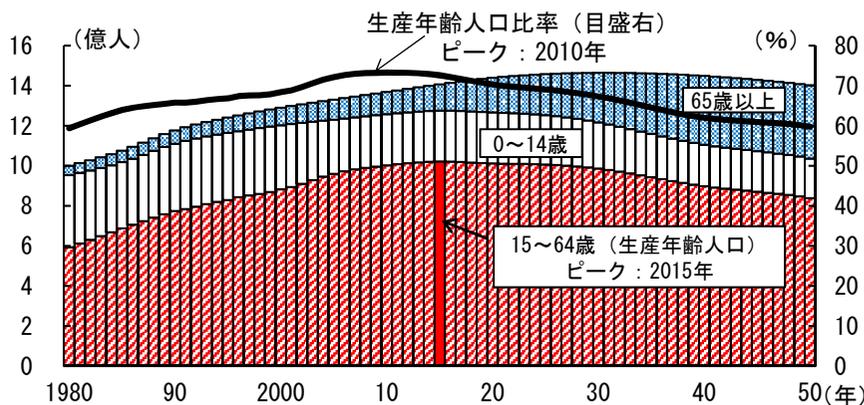
(備考) 中国国家統計局より作成。

第二次から第三次への産業構造の変化と先進国へのキャッチアップにより労働生産性上昇率は低下していく見込み。

世界金融危機後の投資から消費へのリバランスの動きも第三次産業の拡大に寄与した可能性。

4. 中国の中長期的な成長トレンド

(4) 生産年齢人口比率

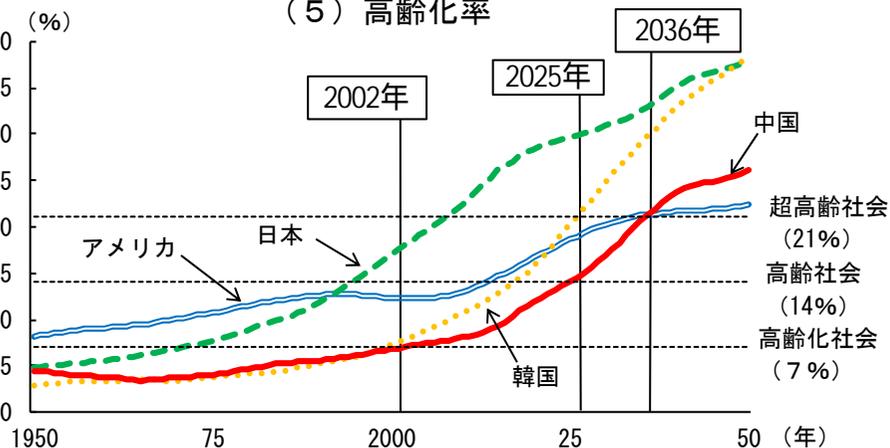


(備考) 1. United Nations "World Population Prospect 2019"より作成。
2. 2021年以降は中位推計を使用。

生産年齢人口は2015年以降減少が見込まれる。

16年の一人っ子政策廃止後も出生率は低下を続けており、36年には65歳以上人口が21%を超える超高齢社会へ。

(5) 高齢化率



(備考) United Nations "World Population Prospect 2019"より作成。

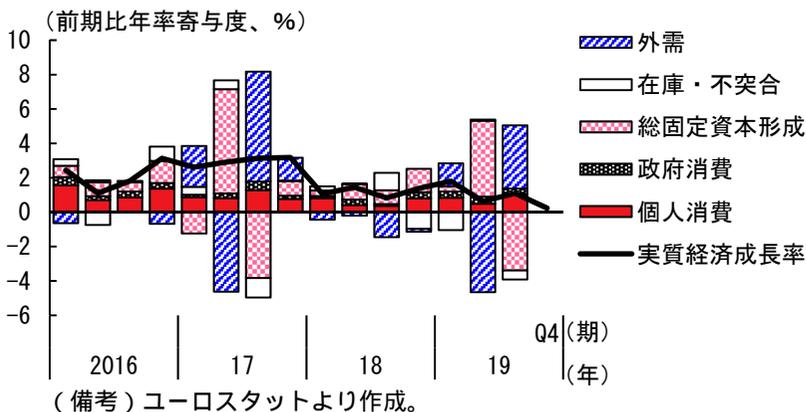
第2章 主要地域の経済動向【ヨーロッパ経済】

ユーロ圏では、消費が比較的堅調に推移する一方、外需の鈍化と製造業の不振により、景気は弱い回復。英国では、EU離脱を巡る不確実性が輸出入の変動や投資の抑制をもたらしており、景気は弱い回復。

1. ユーロ圏経済の動向

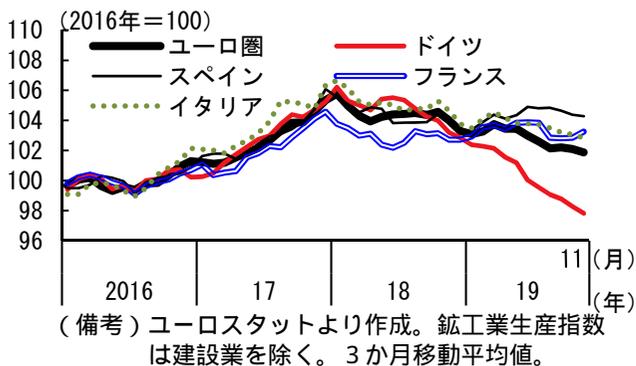
(1) 実質経済成長率

個人消費は比較的堅調に推移。



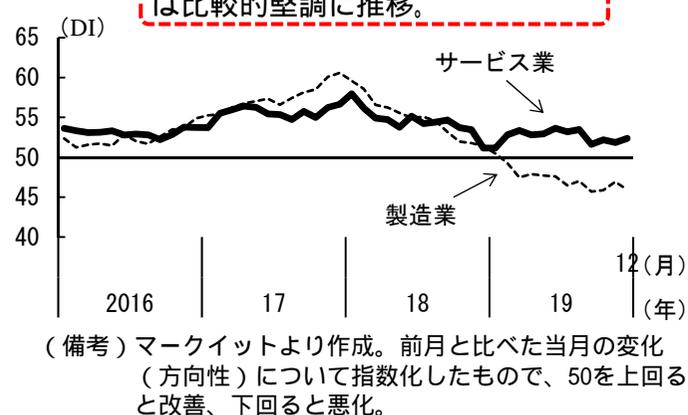
(2) 主要国の鉱工業生産

輸出や製造業への依存度が高いドイツで低迷。



(3) 製造業・サービス業PMI

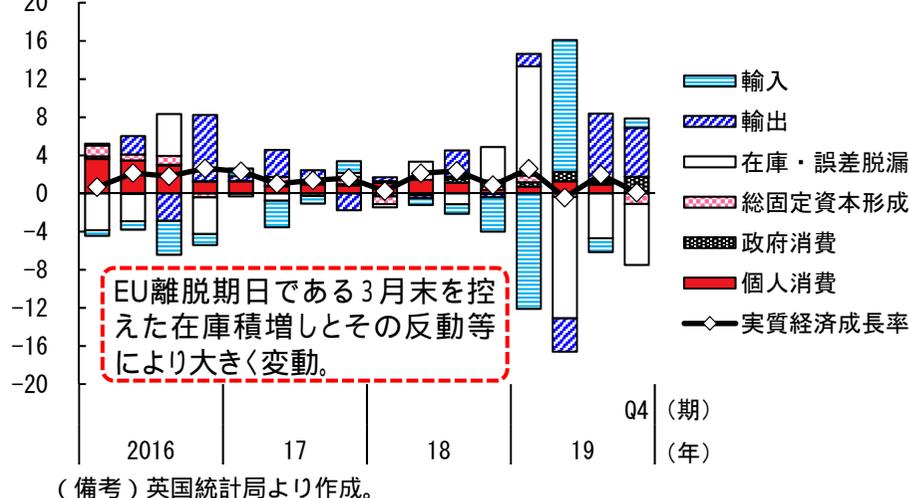
製造業で悪化が続く中、サービス業は比較的堅調に推移。



2. 英国経済の動向

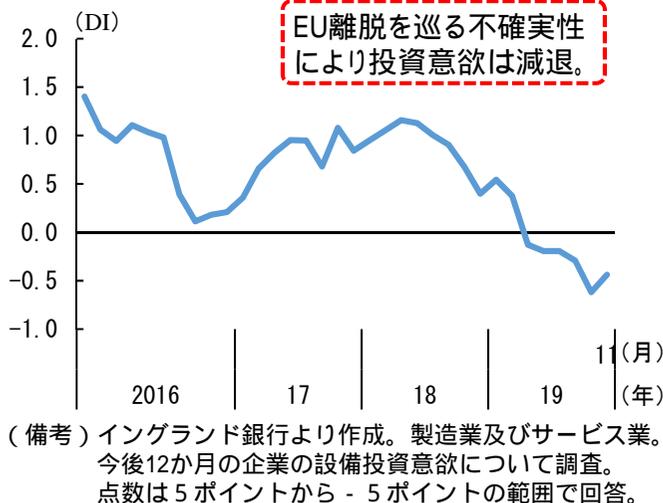
(1) 実質経済成長率

(前期比年率寄与度、%)



(2) 企業の投資意欲

EU離脱を巡る不確実性により投資意欲は減退。



(3) 製造業・サービス業PMI

EU離脱を巡る不確実性により、金融を含むサービス業も低調に推移。

