

2021 年までの世界経済見通し：米中貿易摩擦がシナリオの分岐点に

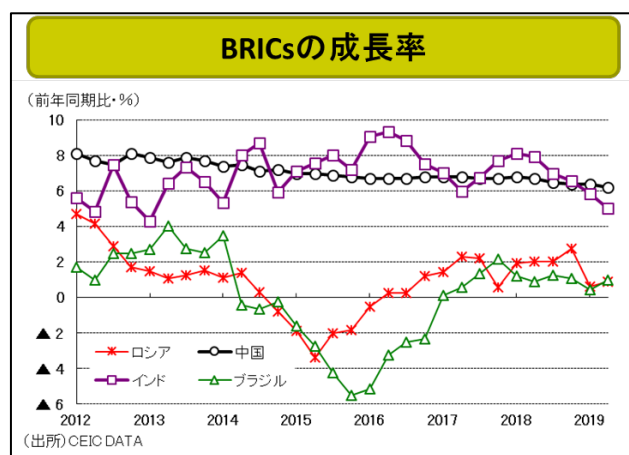
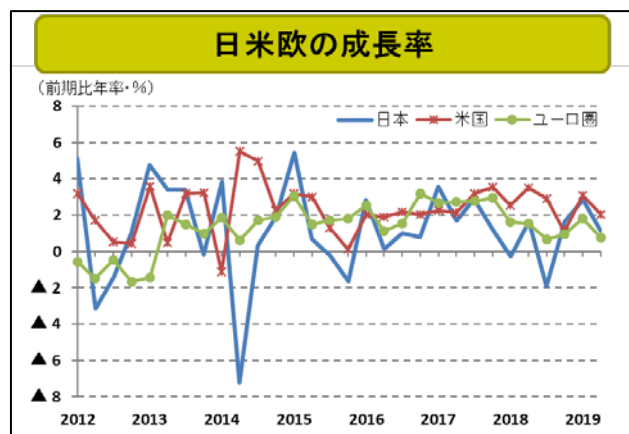
世界経済は、2019 年に入り減速気味の動き。米国は基本的に行き過ぎた高成長から巡航速度への減速という程度であるが、ユーロ圏は製造業の在庫調整、中国など主要新興国の一部では構造的な問題や貿易摩擦の影響が成長を抑制。今後の世界経済は、米中貿易摩擦の行方によるところが大きい。両国ともに関税引き上げの応酬が景気後退リスクを高めていることを認識しており、一旦打ち止めとなる可能性は十分にある。そうなれば、世界経済は、金融緩和の効果などから欧米は巡航速度程度での景気拡大、日本も消費増税後の一時停滞から徐々に持ち直し、中国も政策的な後押しもあって下げ止まると見込まれ、全体では緩やかな拡大基調を維持しよう。ただし、米中貿易摩擦がさらに激化すれば、米中のみならず、世界の GDP の約 4 割を占める両国の不振が不透明感の高まりを伴って他国に波及し、世界経済は後退局面に陥る可能性が高まろう。

世界経済の現状：拡大続くも停滞懸念が強まる

世界経済は、緩やかな拡大を続けているが、2019 年に入りそのペースはやや減速しており、先進国においては、日米欧（ユーロ圏）とも 4～6 月期に成長率が鈍化した（右図）。ただし、いずれも実力相応（潜在成長率程度）の成長ペースを維持しており、やや行き過ぎた高成長から巡航速度へ減速した程度と評価すべきであろう。なお、2018 年との比較では、米国は減税効果の一巡、ユーロ圏は在庫調整、日本は輸出の停滞が減速の主因である。

一方で、主要新興国は、それぞれ個別の理由により成長鈍化ないしは低成長にとどまっている（右図）。中国は政府が進めていたデレバレッジ（債務削減）政策の影響、スマートフォンなど情報関連機器の世界的販売不振を受けた在庫調整に、米国との貿易摩擦の影響が加わり、減速感が強まっている¹。インドは、製造業の不振による雇用の伸び悩みに加え、金融機関の体力低下による信用収縮が成長を抑えている。また、ロシアは経済制裁、ブラジルは政情不安により低成長が続いている。

さらに、米中貿易摩擦による悪影響や今後の行方に関する懸念、英国の EU 離脱（Brexit）を巡る混乱、イランを中心とする中東情勢の不安定化、日本においては消費増税や日米貿易交渉の行方など、先行きに関する不透明感が世界全体を覆い、世界経済全体の停滞懸念が強まっている。



¹ 中国経済の現状については、2019 年 9 月 20 日付 Economic Monitor 「中国経済：貿易摩擦の影響が本格化し減速続く（8 月経済指標）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1735/>

米中貿易摩擦：関税引き上げ合戦には終止符

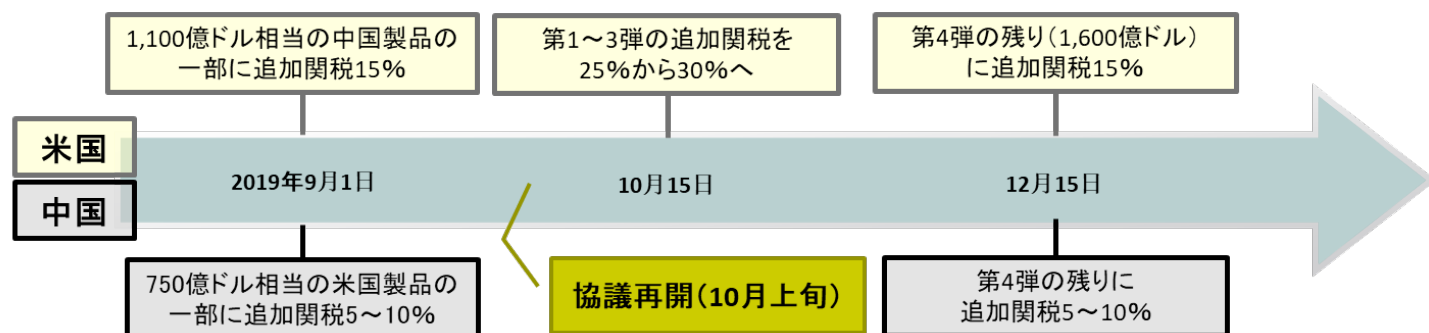
世界経済の先行きを見通す上で注目される事象は数多いが、なかでも米中貿易摩擦は、世界の GDP1 位と 2 位を占める両国の経済への悪影響のみならず、両国で世界の GDP の約 4 割をも占めるため、世界経済全体へ与えるインパクトが極めて大きい。

両国の協議は、2018 年 12 月にブエノスアイレスで行われた首脳会談を出発点に、当初は 90 日の期限を設けて年明け 1 月から協議が本格化、3 月には期限を延長するなど順調に進んでいるかに見えたが、5 月初めのトランプ大統領のツイッターにより突然中断、米国が第 3 弾 2,000 億ドル相当の中国からの輸入品の追加関税を 10%から 25%に引き上げ、これに対して中国も第 3 弾 600 億ドル相当に対する追加関税を最大 25%に引き上げるなど、関税引き上げ合戦が再開した。その後、6 月下旬の大阪 G20 サミットに際して開催された米中首脳会談で協議再開が決まったものの、8 月には米国が第 4 弾として中国からの残る輸入品に 10%の追加関税を課し（のちに 15%へ引き上げ）、中国も対抗措置として 750 億ドル相当の輸入品に 5~10%の追加関税を決めた。さらに、米国は第 1~3 弾の追加関税を 10 月 1 日から 5%引き上げ（25%→30%）、9 月 1 日には両国とも第 4 弾の一部を実施、9 月上旬に予定されていた閣僚級の通商協議が見送られるなど、一時は破談が懸念されるほど両国の衝突が激化した。

しかしながら、その後、閣僚級の協議を 10 月上旬に実施することが決まり、米国は中国建国 70 周年記念日（国慶節、10/1）や協議日程などへ配慮して上記の 5%上乗せを 10 月 1 日から 15 日へ変更、中国も一部の農産品について追加関税の適用対象から除外するなど、両国は若干の歩み寄りを見せ始めている。その背景に、中国で対米輸出の落ち込みを起点とする景気下押し圧力が強まり、米国でも中国からの輸入品の値上がりから物価上昇圧力が高まるなど、関税引き上げ合戦による悪影響があることを疑う余地はない。そうであれば、双方がダメージを受ける関税引き上げ合戦に終止符が打たれる可能性が小さいとは言えないだろう。

そのため、本予測においては、10 月に再開される米中の協議で貿易摩擦問題に進展がみられ、年内にも関税引き上げ合戦に終止符が打たれることを前提とした。

<今後の関税引き上げ合戦>



英国の EU 離脱 (Brexit)：あらゆるシナリオの可能性が未だ残存

Brexit については、現行ルールに基づく 2019 年 10 月末の離脱が近づく中で、ジョンソン首相は「合意なき離脱 (No-Deal Brexit)」も辞さないとしつつも、EU との新しい離脱協定の締結を模索、それが実現しない場合は新たに成立した法律に基づいて EU へ離脱延期の申請を強いられるという状況にある。一方

で、野党労働党のコービン党首は状況を見極めながら内閣不信任案などによって総選挙のタイミングを計っている模様であり、その行方は、未だ①10月末に合意なき離脱、②新たな条件で10月末に離脱、③離脱延期(期間は数か月程度²⁾)、④総選挙や再国民投票を経て残留、のいずれも一定の可能性を残している。ただ、いずれにしても、これまで相当に長い期間、議論が続けられた間に、ポンド相場は既に大きく下落しており、企業は拠点の大陸欧州への移転や在庫積み増しなど想定し得る範囲での対応を進めてきている。さらに、英国やEUが各分野において緩和措置を準備しつつあることも踏まえると、仮に当面の景気にとって最悪のシナリオであろう「合意なき離脱」となった場合も、その悪影響は限定的なものにとどまる可能性が十分にある。本予測では、こうした考えに基づいて、英国経済はEUからの離脱後、一時的に下押しされるが、ユーロ圏経済にとっては英国向けの投資の取り込みというメリットも見込まれるため、欧州全体でみれば影響はさほど大きくないと想定している。

日米貿易交渉：最悪のシナリオはひとまず回避

日米貿易交渉については、8月25日の大筋合意を踏まえ、9月25日にニューヨークで開催された首脳会談で合意文章に署名された。その主な内容は、日本の農産品(牛肉・豚肉など72億ドル相当)の輸入関税をTPPの範囲内で引き下げる一方、米国は一部の工業製品の関税を撤廃・引き下げるものである。注目の自動車関税については、米国の現状の関税2.5%を維持(継続協議)するが、11月にも実施が見込まれる米通商拡大法232条の追加関税25%は、ひとまず対象外とされることが確認された。日本経済へのマクロ影響という観点では、最大の懸案であった自動車の対米輸出に対する大幅な追加関税が回避され、悪影響は農業分野の一部にとどまる見通しである。また、懸念された為替相場に関する議論は、継続協議の対象³ともされておらず、その点を含めても景気への影響は限定的であろう。ただ、自動車への追加関税は、継続協議の行方次第で日本も対象とされる可能性を残していることに留意が必要である。

原油相場：需給均衡し横ばい圏で推移する見通し

原油相場については、9月の攻撃によって落ち込んだサウジアラビアの石油施設の生産量が早期に回復する見通しとなり、供給懸念は後退、原油需給は今後も概ね均衡した状況が続く見込みである。仮に再び供給面での懸念が強まる場合も、現在の主要産油国による減産幅を調整することで、対応は可能であろう。当面は中東における供給懸念が価格に上乗せされる可能性はあるが、米国シェールオイルの増産余地も残されているため、2021年までを展望しても概ね需給の均衡した状況が続き、原油相場はWTIで現状の50ドル後半での横ばい圏

【地域別の原油生産量】

(万バレル/日)

	2017		2018		2019		2020	
		増減		増減		増減		増減
OPEC	3,737	▲9	3,729	▲8	3,538	▲191	3,468	▲70
非OPEC	6,075	73	6,350	275	6,568	218	6,789	221
北米	2,287	96	2,533	246	2,710	178	2,878	168
カナダ	496	37	533	36	542	9	548	6
メキシコ	225	▲23	208	▲17	196	▲12	197	1
米国	1,565	82	1,791	226	1,972	180	2,133	161
中南米	535	6	541	6	562	21	595	33
ブラジル	337	12	343	6	363	20	396	33
欧州	429	▲6	425	▲3	416	▲9	438	22
ユーラシア	1,434	10	1,460	26	1,464	3	1,459	▲5
ロシア	1,122	▲4	1,140	18	1,147	6	1,143	▲3
アジア・オセアニア	931	▲28	932	1	948	16	947	▲1
中国	479	▲11	481	2	495	14	497	2
アフリカ	154	2	151	▲4	154	4	151	▲3
合計	9,811	63	10,079	267	10,106	27	10,257	151

(出所) 米EIA STEO201909 (備考) 液化ガス等を含む石油ベース

² 英国は2019年1月末までの離脱延期を望んでいるが、EUがその通り応じるかどうかは未知数(応じない可能性も十分にあり)。

³ 米国の自動車輸入関税撤廃のほか、サービス分野や、医薬品制度などの非関税障壁が継続協議の対象となる見込み。

で推移すると予想する。

米国経済：正常化にむけたスピード調整続く

米国経済は、現状、柱である個人消費の牽引により底堅く推移している。実質 GDP 成長率は 2019 年 1～3 月期の前期比年率+3.1%から 4～6 月期は+2.0%へ減速したものの、個人消費による押し上げは+0.8%Pt から+3.1%Pt へむしろ拡大している（右図）。すなわち、設備投資や輸出の停滞が減速の主因であり、背景には海外景気の減速や貿易摩擦への懸念があるとみられる⁴。

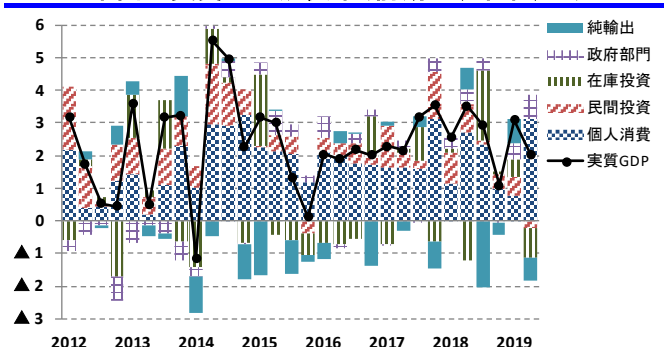
今後の米国経済を展望すると、個人消費は、失業率の低下が示す通り労働需給の逼迫が続いているため、賃金の上昇（右図）を背景に堅調な拡大を維持しよう。しかし一方で、失業率の下げ止まりは労働力の供給余地が小さくなっていることを意味しており、今後は雇用者数の増加ペースが鈍化し、個人消費の伸びを抑制する方向に働くと見込まれる。さらに、賃金上昇に加え、これまでの対中追加関税の影響もあってインフレ率（消費者物価上昇率）が高まることも個人消費の拡大にブレーキをかけるとみられる。

そうした中で、設備投資は、先述の通り対中貿易摩擦は一旦打ち止めとの前提に立てば、2020 年にかけては拡大ペースが加速しよう。さらに、2020 年 11 月の大統領選に向けて政府は支出を拡大し景気を押し上げることが見込まれる。以上を踏まえると、米国経済の成長率は 2019 年に潜在成長率をやや上回る前年比+2.3%へ減速するも、2020 年も 2019 年と同じ+2.3%程度の成長を維持しよう。この間、金融政策は、景気への配慮が最優先される大統領選までは据え置き、2020 年 12 月以降、正常化に向けて利上げを再開しよう。そのため、2021 年の成長率は、金利上昇を受けた設備投資や住宅投資の減速により、潜在成長率程度の前年比+2.0%へ減速すると予想する。

ユーロ圏経済：製造業の調整を終え持ち直しへ

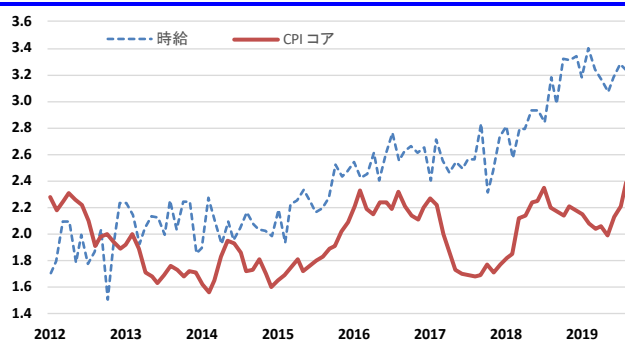
ユーロ圏経済の現状は、ドイツが 2019 年 4～6 月期に前期比マイナス成長となったことが示す通り、輸出の低迷による製造業の在庫調整を主因に減速している。ユーロ圏の在庫 DI は、2018 年初めにゼロ、すなわち在庫水準に過不足なく適正だったことを示したが、その後は悪化（上昇）が続き 2019 年半ばにはリーマン・ショック時以来の水準に達した（右図）。輸出の落ち込みは英国向けで

米国の実質GDP成長率(前期比、年率、%)



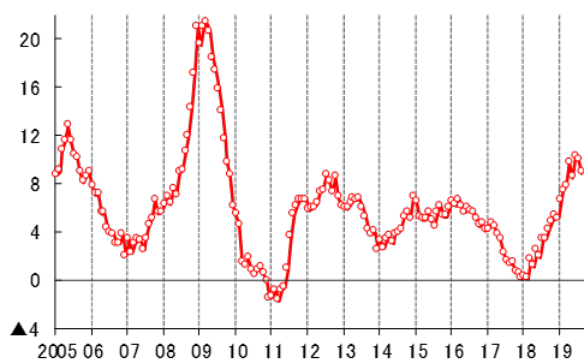
(出所) Bureau of Economic Analysis

米国の消費者物価(コア)と時給(前年同月比、%)



(出所) Bureau of Labor Statistics

ユーロ圏鉱工業の在庫DI(%Pt)



(出所) 欧州委員会

⁴ 米国経済の現状に関する詳細は、2019 年 9 月 25 日付 Economic Monitor 「米国経済 UPDATE：インフレ加速の兆しにより利下げは打ち止めか」 参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1736/>

目立っており、Brexit の間接的な影響が出始めていると言える。そのため、英国が EU から「合意なき離脱」をし、企業や消費者の経済活動へ想定以上の悪影響が及ぶ場合など、情勢次第では一段と減速する可能性がある点に留意が必要である。

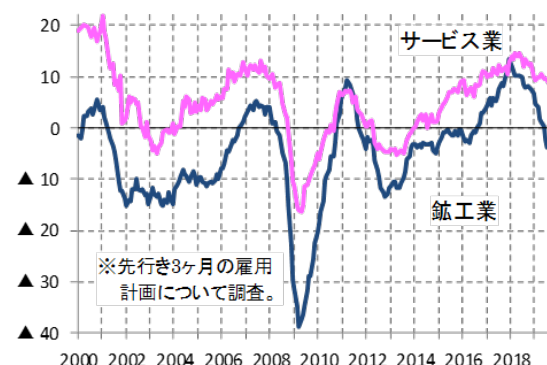
ただ、こうした外的ショックがなければ、今後のユーロ圏経済は、足元でも堅調なサービス業が引き続き景気の牽引役となることに加え（右図）、再び緩回方向へ舵を切った ECB（欧州中央銀行）による金融面からの景気下支えが期待できることから、景気の底割れといった事態に陥ることは回避しよう。2021 年にかけて潜在成長率をやや上回るペースまで回復、すなわち 2019 年の成長率は前年比+1.1%、2020 年+1.4%、2021 年+1.7%と予想する⁵。

中国経済：政策効果もあり減速は緩やかに

中国経済は、現状、米中貿易摩擦の影響が本格化し、一段と減速している（右図）。景気の減速は 2018 年後半以降、鮮明となっているが、当初は政府が進めるデレバレッジ（債務削減）の副作用や、スマートフォンなど情報関連機器の世界的な販売不振を受けた関連分野の在庫調整が主因であった。米中貿易摩擦の影響が出始めたのは 2019 年に入ってからであり、5 月以降は米中がさらに関税を引き上げたことが、景気を大きく下押ししている。なお、デレバレッジの影響は、2018 年後半以降、政府が預金準備率引き上げなどによって銀行貸出の拡大加速を促したことから一旦は後退、情報関連機器の在庫調整も、関連製品の輸出底入れ（右図）や国内販売の持ち直しを受けて在庫の伸びは抑制され、生産も復調しつつあり、ひとまず下押し圧力は弱まっている。

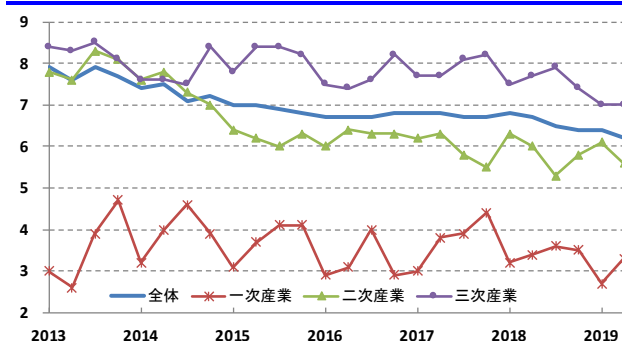
今後については、米中の関税引き上げ合戦が一旦打ち止めとなることを前提とすれば、対米輸出の回復だけでなく、先行き不透明感から控えられていた製造業の設備投資も再び活発化し、景気は底入れから持ち直しに向かうとみられる。さらに、このところ再び伸び悩んでいるマネーサプライについても、政府は 9 月 16 日に今年 2 回目となる預金準備率の引き下げ、すなわち追加の金融緩和を実施、さらに同月 20 日には新たに導入した貸出の基準金利 LPR（ローン・プライム・レート）を引き下げるなど、景気刺激のための金融面

ユーロ圏企業の雇用見通しDI（「増加」-「減少」、%Pt）



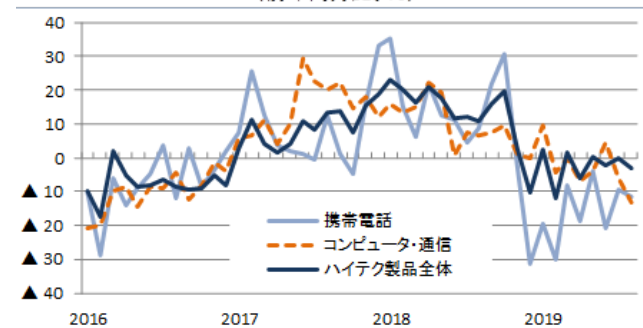
（出所）欧州委員会

中国の実質GDP成長率（前年同期比、%）



（出所）国家統計局

ハイテク製品（コンピュータ・通信と携帯電話）の輸出推移（前年同月比、%）



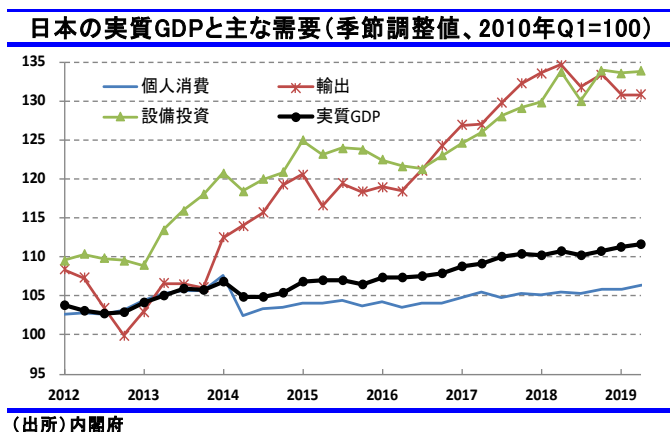
（出所）中国税関
（注）最新期は8月

⁵ ユーロ圏経済の見通しに関する詳細は、2019 年 9 月 26 日付 Economic Monitor「ユーロ圏：当面低成長も、2020 年以降の持ち直しは展望可能」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1737/>

からの支援を継続する姿勢を維持している。また、財政政策についても、資金調達に苦心する地方政府に対して地方債の発行枠を増枠、前倒し発行を促すことで、インフラ投資の拡大を後押ししており、その効果が既に足元で出始めている。さらに、進捗の見られる情報関連機器分野の在庫調整に目途が付けば、一転して同分野の生産拡大が景気を押し上げることも見込まれるため、中国経済の減速には歯止めが掛かろう。2019年の成長率は米中貿易摩擦の影響が大きく出るため前年比+6.3%まで減速するものの、その後の減速は経済の成熟化に見合った程度の緩やかなものにとどまり、2020年は+6.2%、2021年は+6.0%と予想する。

日本経済：緩やかな拡大基調は維持

日本経済は、現状、輸出が停滞する中で、補正予算で積み増された公共投資の拡大と、賃金の上昇を背景とする個人消費の持ち直しにより、緩やかな拡大を維持している（右図）。2019年10月に予定される消費増税は、個人消費に一時的な停滞をもたらすものの、駆け込み需要が小さかった分、反動落ちも限定的であり、キャッシュレス決済への事実上の補助金や商品券、幼児教育無償化、自動車減税など幅広い政府の対策によって景気後退に至るほどの落ち込みは避けられる見通し。



そうした中で、米中貿易摩擦の一時休戦は、輸出の持ち直しや設備投資の早期復調につながることに加え、東京五輪関連需要がピークに向かうこと、出口のない人手不足が賃金のさらなる上昇や、それを補うための設備投資促進に結び付くことが、景気拡大の原動力となり、2020年半ばにかけて、景気は再び拡大傾向を取り戻すとみられる。その後は一旦停滞するものの、1%程度とされる潜在成長率にも届かない程度の盛り上がりの後の調整は軽微なものにとどまり、2021年度には実力相応（1%程度）の成長に向けて持ち直していくとみられる。その結果、成長率は、2019年度の前年比+0.7%から2020年度は+0.4%へ減速するも2021年度には+0.9%へ持ち直すと予想する。

世界経済：リーマン・ショック後最低の成長率から持ち直し

以上を踏まえ、今後の世界経済を展望すると、欧米経済については、それまでの超金融緩和や、米国においては大規模な減税などにより2017年から2018年にかけて実力を大きく上回る高成長を記録したところから、2021年にかけて自然体、すなわち潜在成長率程度の成長へ軌道修正する局面になると見込まれる。そうした中で、欧州（ユーロ圏）については、英国のEU離脱という特殊な要因が2019年の成長を大きく押し下げ、日本においては消費増税や東京五輪が景気の波を作るものの、米中貿易摩擦の一旦打ち止めを前提とすれば、いずれの地域も景気後退には至らず、緩やかな拡大基調を維持すると見込まれる。その結果、先進国全体の成長率は、2017年の前年比+2.4%をピークに2019年には+1.8%まで減速した後、2021年にかけて+1.7%への緩やかな減速を予想する。

一方、新興国についても、2017年から2018年にかけては、先進国の好景気と緩和気味の金融政策が輸出や投資を通じて追い風となり、中国では成長率の鈍化に一旦歯止めが掛かったほか、ASEAN主要国の一部やインドではインフレが懸念されるほどの高成長が続き、ロシアやブラジルもマイナス成長を脱するなど

により、成長率は2017年に前年比+4.8%まで高まった。しなしながら、2018年半ば以降は、先進国経済のスピード調整と金融政策の正常化が逆風となり減速傾向に転じており、2019年に入ると貿易摩擦の影響も加わって中国を中心に減速感が強まりつつある。こうした状況は、インフレに成長が阻害されていたインドやベトナム、フィリピンなどにとってはインフレを抑制し成長を後押しする面もあるが、資源や工業製品の輸出という観点では、世界経済全体の減速は幅広い国で悪影響が及ぶことになり、双方合わせれば新興国全体にとって当面はマイナス面の方が勝るとみられる。そのため、新興国の成長率は、2019年に前年比+4.3%まで減速した後、貿易摩擦の影響が弱まるとともに各国政府による政策的な景気押し上げも見込まれることから、2021年にかけて+4.8%まで持ち直すと予想する。

【主要国・地域の実質GDP成長率(伊藤忠総研予測)メイン・シナリオ】

	ウエイト 2018	2012年 実績	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 予測	2020 予測	2021 予測
世界	100.0	3.5	3.5	3.6	3.4	3.4	3.8	3.6	3.3	3.4	3.4
先進国	60.3	1.2	1.4	2.1	2.3	1.7	2.4	2.2	1.8	1.8	1.7
米国	24.2	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.3	2.3	2.0
ユーロ圏	16.1	▲ 0.9	▲ 0.2	1.4	2.1	2.0	2.4	1.9	1.1	1.4	1.7
日本	5.9	1.5	2.0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	1.0	0.3	0.9
新興国	39.7	5.4	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8	4.5	4.3	4.7	4.8
アジア	22.6	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4	6.2	6.2	6.1
中国	15.8	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.3	6.2	6.0
ASEAN5	2.9	6.2	5.1	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2	5.2	5.0	5.0
インド	3.2	5.5	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	6.8	6.3	7.1	7.3
中東欧	2.3	2.6	4.9	3.9	4.8	3.3	6.0	3.6	0.8	2.8	2.9
ロシア	1.9	3.7	1.8	0.7	▲ 2.5	0.3	1.6	2.3	1.6	1.7	1.7
中南米	6.2	2.9	2.9	1.3	0.3	▲ 0.6	1.2	1.0	1.4	2.4	2.6
ブラジル	2.2	1.9	3.0	0.5	▲ 3.5	▲ 3.3	1.1	1.1	2.1	2.5	2.2

(出所) IMF (WEO201907) (注) 各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。国別のシャドー部はIMFによる予測。

以上により、世界経済全体の成長率は、2017年の前年比+3.8%から2019年には+3.3%とリーマン・ショック以降、最低の伸びまで減速した後、2021年にかけて+3.4%へやや持ち直していく姿を予想する。

ただし、今回の米中通商協議が決裂、さらなる関税引き上げなど米中の貿易摩擦が一段と激化すれば、米国においては消費者物価の上昇が個人消費を抑制し2%程度とされる潜在成長率を割り込んで減速、中国も輸出の大幅減と設備投資のさらなる抑制により景気が一段と減速、米中2大経済大国の景気悪化が世界全体に波及し、ユーロ圏では在庫調整の長期化と設備投資の抑制、日本では消費増税後の停滞時に輸出減と円高進行に見舞われ景気後退に陥ることが見込まれる。その結果、世界経済成長率は2020年にも景気後退を意味するとされる前年比+3.0%割

れまで落ち込む恐れがある。既にコンセンサスとなっているであろうが、今後の世界経済はまさに米中貿易摩擦の行方にかかっていると言える。

【主要国・地域の実質GDP成長率(伊藤忠総研予測)リスク・シナリオ】

	ウエイト 2018	2012年 実績	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 予測	2020 予測
世界	100.0	3.5	3.5	3.6	3.4	3.4	3.8	3.6	3.1	2.9
先進国	60.3	1.2	1.4	2.1	2.3	1.7	2.4	2.2	1.7	1.2
米国	24.2	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.1	1.6
ユーロ圏	16.1	▲ 0.9	▲ 0.2	1.4	2.1	2.0	2.4	1.9	0.9	0.5
日本	5.9	1.5	2.0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	0.9	0.0
新興国	39.7	5.4	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8	4.5	4.3	4.3
アジア	22.6	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4	6.1	5.7
中国	15.8	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	5.8
ASEAN5	2.9	6.2	5.1	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2	5.0	4.8
インド	3.2	5.5	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	6.8	6.3	6.0

(出所) IMF (WEO201907) (注) 各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。国別のシャドー部はIMFによる予測。

主要先進国の金融政策：米欧は1年程度の緩和継続を経て正常化へ

世界経済が上記のメイン・シナリオ（緩やかな拡大基調を維持）となる場合の主要国の金融政策とドル円相場の行方を展望すると、米国では自然体の成長ペースへスピード調整をする過程で金融政策の正常化が進められることとなろう。すなわち、利下げは2019年9月で打ち止めとし、以降は景気の底堅さを確認しつつ政策金利の水準を据え置き、インフレ圧力の高まりが景気拡大を阻害することが懸念され始める2020年終り頃から、政策金利を現在の1.75～2.00%から、景気に中立的な水準とみられる2.75～3.00%へ徐々に引き上げると予想する。

欧州中央銀行（ECB）は、景気の減速に対応するため、今年9月の理事会で政策金利の引き下げ（マイナス金利の深堀り）と11月からの量的金融緩和再開を決めた。ただ、景気減速は比較的周期の短い製造業の在庫調整によるものであり、量的金融緩和は1年程度で終了、2021年半ばには利上げに転じると予想する。

日本の金融政策は、既に緩和余地が極めて限られているものの、今後は米国の利下げ打ち止めによって、日米金利差縮小に起因する円高圧力が高まり難いと見込まれる。そのため、米中貿易摩擦の激化や中東・北朝鮮などにおける地政学リスクの顕在化といった外的な円高圧力さえ掛からなければ、追加の金融緩和を求められる状況とならないだろう。ただし、日銀が目標とする消費者物価上昇率2%の達成は、少なくとも2021年中には実現困難であり、現在の超金融緩和が少なくとも2021年度末まで継続されると予想する。

ドル円相場：日米金利差拡大と日本の貿易赤字を背景に円安基調

上記の日米における金融政策の違いは、ドル円相場に対して日米金利差拡大を通じた円安ドル高圧力として作用しよう。さらに、日本の貿易収支の赤字基調は、実需からの円高圧力を弱めることになる。8月の米中貿易摩擦の激化や、9月の中東における混乱など、これまでリスクオフから円高が進みやすかった状況下においても、ドル円相場は1ドル＝105円程度までの円高にとどまった。こうした動きは、「有事の円買い」がかつてほどのインパクトではないことを示していると考えられ、そうした面からも、今後のドル円相場について、基本的にドル高地合いで推移、短期的に円高へ振れることはあっても、基調として2021年にかけて1ドル＝120円程度の円安水準を目指す展開を予想する。