

# 世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 忝村 秀樹

## 目 次

1. 世界経済の現状
2. 世界経済の展望
  - (1) 先進国は潜在成長率を上回るペース
  - (2) 新興国は内需主導型に
  - (3) 2018～2019年の世界経済見通し
3. 下振れリスク
  - (1) 貿易取引の停滞
  - (2) 金融引き締め の 伝 播
  - (3) 景気後退時の対応力低下

## 要 約

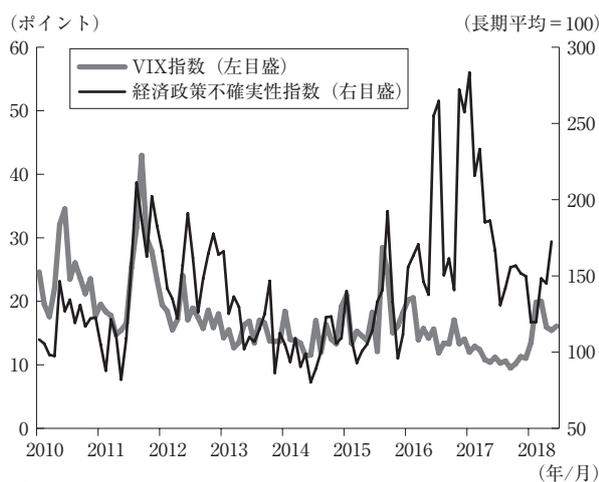
1. 世界経済には不透明感が広がっているものの、足元の实体经济は堅調を維持している。この背景として、先進国・新興国ともに内需の牽引力が高まってきたことを指摘できる。
2. 先進国では、雇用・所得環境の回復で個人消費が堅調を維持するほか、企業業績の改善を受けて設備投資も回復傾向をたどると見込まれる。さらに、アメリカの財政政策効果も本格化する。日米欧とも自律回復色が強まり、潜在成長率を上回る成長が続く見通しである。
3. アジア新興国でも、外需主導型成長から内需主導型成長へのシフトが鮮明になる。とりわけ、消費市場の厚みが増してきたことが明るい材料である。ただし、過剰投資の抑制を進める中国では内需の牽引力が低下するため、景気は緩やかな減速トレンドをたどる。
4. アメリカ、ASEAN、インドなどで成長率が高まるため、世界景気は緩やかに持ち直していくと予想される。半年前の予測と比べても、2018年、2019年ともに上方修正されている。もっとも、様々な下振れリスクが台頭しているため、先行きは予断を許さない。
5. 第1に、貿易取引が停滞するリスクである。とりわけ、アメリカを中心とした通商摩擦が長期化すれば、サプライチェーンを通じてマイナス影響が世界中に波及する恐れがある。さらに、電子部品需要の調整局面入り、新興国での内製化に伴う輸入需要の減少などにも注意が必要である。
6. 第2に、新興国で利上げが加速して、景気をオーバーキルするリスクである。アメリカの利上げに伴う資金流出懸念で、通貨防衛のための利上げを余儀なくされる可能性があるほか、需給ギャップの解消によってホームメイド・インフレ対策の利上げも必要な状況になりつつある。
7. 第3に、景気後退時の対応力が低下しているという問題である。先進国・新興国ともに、財政赤字の拡大、金融政策正常化の遅れから、財政政策・金融政策ともに発動余地は限定的である。また、債務残高の積み上がりにより、民間企業の不況抵抗力も低下している。

## 1. 世界経済の現状

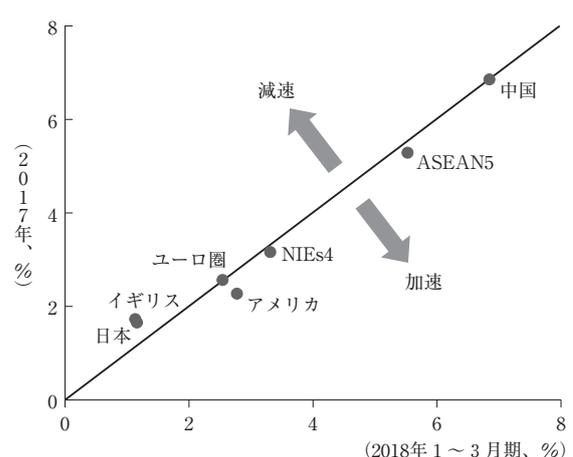
2018年に入ってから、世界経済に不透明感が漂うようになった。その筆頭は、いよいよ貿易摩擦が本格化してきたことであろう。米トランプ政権は3月に鉄鋼とアルミニウムの関税を引き上げたほか、7月6日には対中制裁の一環として340億ドルの中国製品に追加関税を発動した。これに対して中国などが報復関税を導入するなど、まさにアメリカを中心とした「貿易戦争」の様相を強めている。欧州の政治面でも、イタリアをはじめ各国でポピュリズム政権が台頭してきたほか、EUの盟主ドイツでも連立政権の基盤が揺らぎ始めている。外交・安保面でも、アメリカがイラン核合意からの離脱を表明したほか、イスラエルのアメリカ大使館をエルサレムに移転したことなどをきっかけに、中東情勢に混乱が広がりつつある。先行きの不確実性が高まったため、マーケットにも弱気ムードが広がり始めている。新聞記事などをもとに抽出された経済政策不確実性指数は、2018年入り後に再び上昇に転じた（図表1）。マーケットのボラティリティの大きさを表すVIX指数、いわゆる恐怖指数も、2018年に入ってから水準を切り上げている。

もっとも、こうした不透明感とは一線を画すように、実体経済は堅調を維持している。2017年と2018年1～3月期の成長率を比較してみると、日本とイギリスは若干減速している（図表2）。いずれも、個人消費の低迷と輸出の減速が原因であった。しかし、それ以外の国では、潜在成長率を上回るペースでの回復が続いている。ユーロ圏、NIEs、ASEANでは高めの成長率を維持しているほか、減速が予想されていた中国でも、政府目標を上回る成長が続いている。なかでも、雇用・所得環境が他国に先駆けて改善してきたアメリカでは、一部財政政策の効果などもあって、成長ペースが加速しつつある。少なくともこれまでのところは、実体経済が下振れる動きは表れていない。

（図表1）恐怖指数と先行き不確実性



（図表2）各国・地域の成長率（前年比）

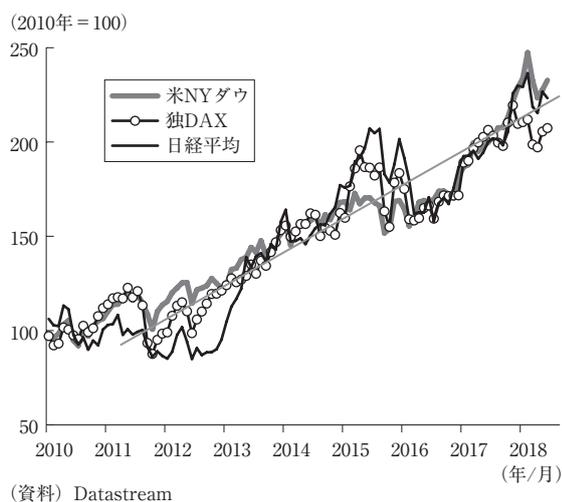


一方、先行きの動きを織り込むマーケットでは、調整色が強まるようになった。例えば株価は、今年に入ってから弱含む動きが広がっており、大半の国で年初の水準を下回って推移している。もっとも、足元で調整色が出ている株価も、中期的にみれば上昇トレンドの範囲内に収まっている（図表3）。世

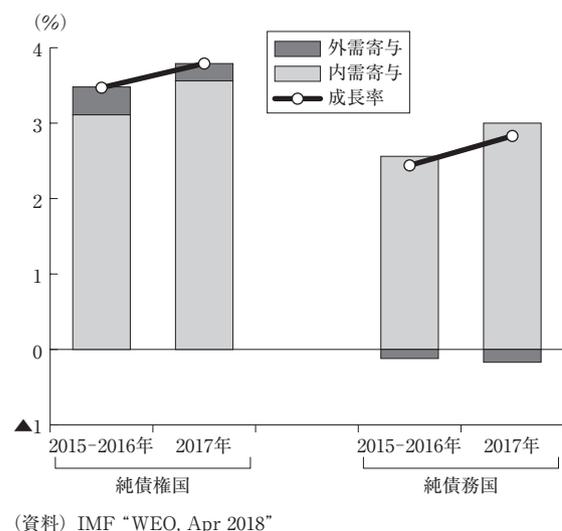
界景気が減速した2012年や2016年には、株価がトレンド線を大きく下回る水準まで落ち込んだ。しかし、足元ではそこまでの落ち込みには至っていない。むしろ、本年入り後の株価調整は、昨年後半に急上昇した反動とみることできる。一般的に株価は、半年後の企業業績を反映して価格形成が行われるといわれている。足元の株価動向からみる限り、当面の景気失速リスクは限定的と判断して差し支えないだろう。

こうした堅調な世界経済の背景には、「適温経済」下で緩やかな景気回復が長期化するなか、内需の牽引力が高まってきたことを指摘できる。2015～2016年と2017年の成長寄与を比較すると、大きな変化が看取される。すなわち、外需依存度の大小にかかわらず、外需の寄与度が低下し、代わって内需の寄与度が高まっていることである（図表4）。世界各国・地域で自律回復力が強まったことが、成長ペースが加速した原動力になっているといえよう。多少の外的ショックでは実体経済が大きく崩れない体質に変わりつつあり、これが先行き不透明感が広がるなかでも世界経済を下支えしている。

（図表3）日米欧の株価



（図表4）世界GDP成長率の寄与度



## 2. 世界経済の展望

このように、今回の世界経済見通しでは、内需の牽引力が高まってきたことが一つのポイントになっている。以下では、先進国と新興国に分けて、内需の動向をみていきたい。

### (1) 先進国は潜在成長率を上回るペース

まず先進国では、雇用者所得の回復が明確化している。とりわけ、失業率が歴史的に最も低いレベル圏まで低下するなど、雇用環境の改善が目を引く（図表5）。アメリカでは、足元の失業率が4%前後まで下がるなど、グリーンズパンFRB議長の下で戦後最長景気を達成した2000年前後の水準まで低下してきた。ユーロ圏の失業率も、南欧諸国では改善が遅れているものの、全体で見れば、ほぼリーマンショック前の水準まで低下している。「失われた20年」に失業率の高止まりが続いた日本でも、5月の失業率がバブル期並みの2.2%まで低下した。こうした労働需給のタイト化により、賃金にも上昇圧力

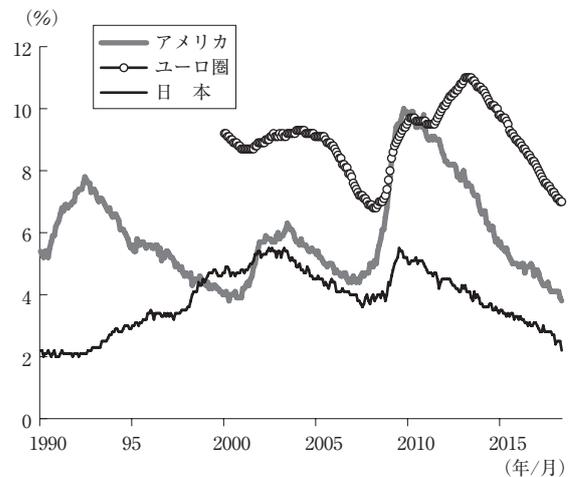
がかかっている。アメリカでは6月の時間当たり賃金が前年比+2.7%となったほか、ユーロ圏や日本でも一人当たり給与が緩やかに増え始めている。日米欧とも、過去の景気回復局面ほどの賃金上昇は実現していないものの、雇用環境の改善で賃金も緩やかに上昇していくと予想される。こうした所得環境の持ち直しを受けて、先進国の個人消費は堅調を維持する見通しである。

企業部門でも、企業業績の改善を受けて、設備投資が回復傾向をたどると見込まれる。設備投資をみるうえで重要なのは、需要との兼ね合いでどれだけ増加余地があるかという点である。売上が急増しているのに設備投資がそれほど増えてい

なければ、今後の設備投資に弾みがつくことが期待できる。逆に、売上の伸び以上に設備投資が増えていけば、過剰投資の領域に入ったと判断すべきである。そこで、代表的な内外需要である個人消費と輸出に対する設備投資の比率をみると、まだ過去の上限には達していないことが分かる（図表6）。2010年代入り後の景気回復により、同比率は徐々に上昇してきたものの、日米欧ともにまだリーマンショック直前のピークを下回っている。したがって、設備投資にはさらなる増加余地が残されていると判断できる。今後の内外需要の回復が設備投資を促すだけでなく、当面は個人消費や輸出の増加ペースを上回る伸びも期待できる。

先進国でもう一つ盛り上がりが見込まれる内需は、アメリカの財政政策である。今回の景気拡大局面では、日米欧ともに財政拡張スタンスが維持されていることが大きな特徴といえる。例えばアメリカでは、財政収支と失業率はおおむね連動して動いてきた（図表7）。これは、景気後退期には税収減と財

（図表5）日米欧の失業率



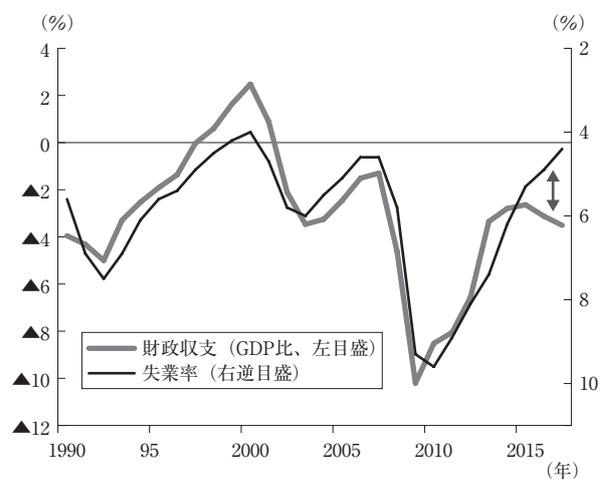
（資料）米労働省、Eurostat、総務省

（図表6）内外需要に対する民間設備投資の水準



（資料）米BEA、Eurostat、内閣府をもとに日本総合研究所作成  
（注）民間設備投資/(個人消費+輸出)。

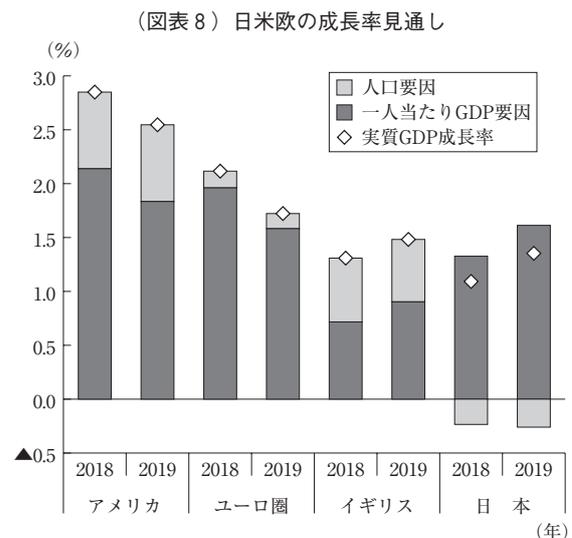
（図表7）アメリカの失業率と財政収支



（資料）米労働局、財政サービス局、商務省

政刺激策により財政収支が悪化する一方、景気回復期には税収増と財政抑制策により財政収支が改善することが背景にある。しかし、足元では両者の間に乖離が生じており、景気回復下でも財政支出がそれほど抑制されていないことが読み取れる。さらに2018年以降は、トランプ政権による減税政策と歳出拡大策が本格化するため、財政収支はさらに悪化することが見込まれる。今回は、景気拡大期にもかかわらず拡張的な財政政策が採用されているため、財政面からも内需を押し上げることが期待できる。

以上の分析をもとに先進国経済の先行きを展望すると、堅調な内需に支えられて自律回復色が強まるため、潜在成長率を上回る成長が続く見通しである（図表8）。最も高い成長を達成するのは、財政支出が大きく拡大するアメリカである。ただし、日米欧ともに高めの成長が続くという姿には変わりはない。一人当たりGDP成長率も1%台後半から2%台前半となるため、先進国は堅調な回復が続くと判断することができる。ただし、ブレグジット交渉の先行き不透明感で景気回復に勢いがつきにくいイギリスでは、他の先進国に比べても明らかに低い一人当たりGDP成長率にとどまる。成長パターンで見ると、アメリカとユーロ圏が2018年に高めの成長、2019年にやや減速するのに対し、イギリスと日本は2019年にやや持ち直すことになる。



こうした堅調な実体経済を反映して、消費者物価も緩やかに上昇するため、金融政策の正常化が進められることになる。先行するアメリカでは、すでに消費者物価上昇率が目標レンジに到達していることもあり、中立金利とみられる3%前後に向けて、着実に利上げが実施される。アメリカを追うユーロ圏でも、景気・物価動向に配慮しながら、2018年末に資産買い入れを停止するほか、2019年後半には利上げを開始すると予想される。一方、物価上昇圧力がなかなか高まらない日本では、当面は現行の金融緩和の枠組みが維持されることになろう。相対的にアメリカの利上げが突出することになるため、アメリカに資金が流入しやすい環境になる。

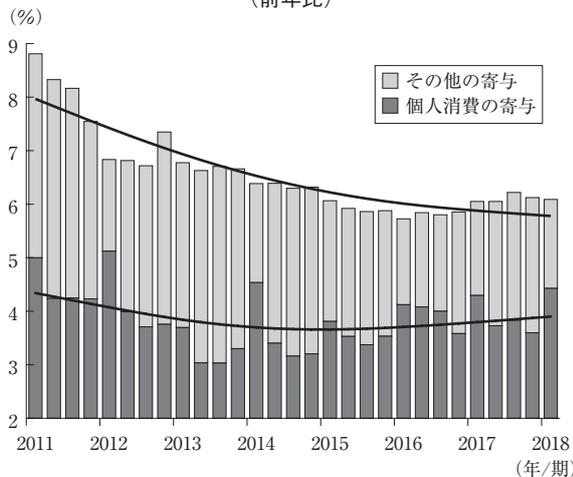
## (2) 新興国は内需主導型に

アジア新興国でも、内需主導型成長へのシフトが鮮明になっている。とりわけ、消費市場の厚みが増してきたことが大きな特徴である。実際、2010年代入り後、アジア新興国の成長率は趨勢的に低下してきたものの、個人消費の寄与度はむしろ高まる方向にある（図表9）。従来、アジア新興国は、輸出と加工組立製造業が牽引する成長モデルを目指してきたといわれていた。そのため先進国も、アジア新興国を安価な労働力の供給地として捉え、世界の工場と位置付けてきた。しかし、こうした成長モデルは低付加価値しか生み出さないため、低所得国から脱出するための起爆剤としては有効であるが、継続的に発展するための原動力にはなりえない。足元の成長構造の変化は、アジア新興国が高所得国への仲間

入りを狙い、消費やサービス業が牽引する経済構造に転換し始めたことを示すものといえよう。当然、日本企業がアジアを見る目も、これまでのような製造拠点としてではなく、膨大な人口を抱える一大消費地に切り変えていく必要がある。

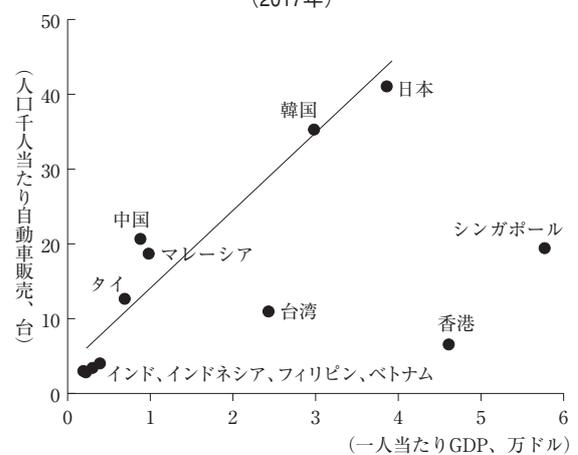
所得水準の上昇余地から考えても、アジア新興国の消費市場はさらに拡大する可能性が高い。例えば、代表的な耐久消費財である自動車販売は、一人当たり所得額と連動して増加する傾向がみられる（図表10）。日本や韓国のような高所得国では、普及率はほぼ上限に達したとみられるため、今後の自動車需要は人口の伸びに連動せざるをえない。しかし、低所得のアジア新興国では、普及率がさらに上昇することが期待できる。とりわけ、一人当たりGDPが5,000ドルに満たないインド、インドネシア、フィリピン、ベトナムでは、人口規模に比した自動車販売台数は日本の10分の1以下である。この4カ国で18億の人口を抱えているため、極めて大きな潜在需要が眠っているといえる。また、一人当たりGDPが1万ドル前後に達した中国、マレーシア、タイでも、自動車需要は増加する余地が残っている。こうした膨大な潜在需要が期待できるのは、自動車市場に限った話ではない。アジア新興国は多くの人口を抱えていること、今後も所得水準の向上が期待できることから、消費市場は一段と拡大していくことになるだろう。

（図表9）アジア新興国の実質GDP成長率  
（前年比）



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成  
（注）中国、NIEs、ASEANのPPPウエート。中国の消費寄与のみ政府消費を含む。細線は各々のHPフィルター。

（図表10）所得水準と自動車販売の関係  
（2017年）



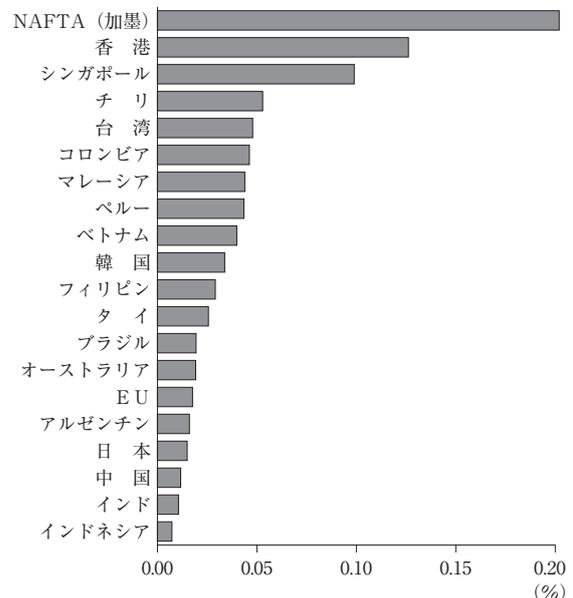
（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成  
（注）傾向線は台湾、香港、シンガポールを除いたもの。

加えて、2018～2019年には、アメリカの財政拡張策の波及効果も期待できる。アメリカでは需給ギャップが解消しているため、国内の供給力には余裕がない状態である。こうしたなか、減税や財政支出で需要を拡大させると、その一部は国外の供給力に頼らざるをえなくなる。つまり、財政拡大効果が輸入増加を通じて国外に漏れ出してしまう。これが新興国の輸出増加につながるため、新興国景気にもプラスに作用する。ちなみに、アメリカの財政政策によって、2018年の成長率は+0.5%ポイント程度押し上げられるといわれている。過去の輸入誘発度合いをもとに試算してみると、各国の輸出を一定程度押し上げるといえる結果が得られる（図表11）。アメリカ国内の需給逼迫感が高まっていることを勘案する

と、この試算以上の輸出押し上げ効果が表れる可能性もある。

アジア新興国の内需は総じて堅調に拡大するとみられるものの、中国に限っては内需の牽引力が低下すると予想される。これは、過剰投資が抑制されるからである。もともと中国では、固定資産投資の伸び率が際立って高く、これが高成長の原動力になってきた。見方を変えれば、すでに投資中心の内需主導型成長を実現していたともいえる。しかし、この代償として、過剰生産能力、過剰債務、不良債権といった問題が無視できなくなってきた。そのため政府も、投資主導の高成長から、消費主導の持続可能な成長に経済をシフトさせることを目標に掲げている。実際、ここ数年は、投資比率が低下し、消費比率が上昇するなど、構造転換が徐々に進み始めている。しかし、投資比率を引き下げると、どうしても内需の牽引力が低下してしまう。中国では、ここ1年成長ペースの鈍化に歯止めがかかっていたが、今後も投資比率を引き下げていく過程で、成長率は再び減速に向かうと予想される。

(図表11) アメリカの成長率が0.5%ポイント上振れた場合の各国輸出の増分 (GDP比)



(資料) 米センサス局、IMFなどをもとに日本総合研究所作成  
(注) アメリカの輸入上位20カ国・地域。輸入弾性値一定で試算。

### (3) 2018～2019年の世界経済見通し

これまでの各地域の分析をもとに、先行きの景気のコースを展望してみたい。まず、世界全体の実質GDP成長率（購買力平価ベース）は、2018年、2019年ともに+3.9%成長になると予想される（図表12）。2016年、2017年と比べると、若干成長ペースが加速することになる。内訳をみると、先進国が2017年をピークに緩やかに減速するのに対して、新興国の成長率は逆に高まるという見通しである（図表13）。このように新興国の牽引力が高まるという構図は、前回（2017年12月）の見通しから踏襲されている。今回の予測で大きく変わったのは、全地域にわたって成長率見通しが上振れたという点である。この結果、世界全体でみると、前回の見通しに比べて、2018年、2019年ともに+0.2%ポイントの上方修正となった（図表14）。ここからも、世界経済の足腰が徐々に強くなっている様子が読み取れる。

先進国は、2018年は+2.3%と前年並みの成長を維持するものの、2019年には+2.1%に減速すると予想される。地域別にみると、成長パターンに若干の違いが生じる。2018年は、大半の国が減速するものの、アメリカでは成長が加速して、先進国全体を下支えする。2019年は逆に、多くの国で減速に歯止めがかかり始めるものの、アメリカの成長率が鈍化するため、先進国全体でも成長ペースが低下する。こうした違いが生じるのは、各国の景気牽引役が異なるからである。アメリカは、財政政策が成長率に大きな影響を与える。2018年は大規模な財政政策が本格化するため、成長率が前年よりも+0.5%ポイントも高まり、潜在成長率を1%ポイント近く上回る高成長を達成する。しかし、財政政策効果が薄れる

(図表12) 世界の実質GDP成長率見通し

(暦年、%)

	2016年 (実績)	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
世界計	3.3	3.7	3.9	3.9
先進国	1.6	2.3	2.3	2.1
アメリカ	1.5	2.3	2.8	2.5
ユーロ圏	1.8	2.4	2.1	1.7
イギリス	1.9	1.8	1.3	1.5
日本	0.8	1.6	1.1	1.4
新興国	4.3	4.6	4.9	5.0
BRICs	5.4	5.7	6.1	6.0
中国	6.7	6.9	6.8	6.7
インド	7.1	6.7	7.4	7.5
NIEs	2.3	3.2	2.8	2.5
韓国	2.9	3.1	2.7	2.4
台湾	1.4	2.9	2.6	2.4
香港	2.1	3.8	3.4	3.0
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.4
インドネシア	5.0	5.1	5.3	5.5
タイ	3.3	3.9	3.8	3.9
マレーシア	4.2	5.9	5.0	5.0
フィリピン	6.9	6.7	6.8	6.9
ベトナム	6.2	6.8	6.8	6.3

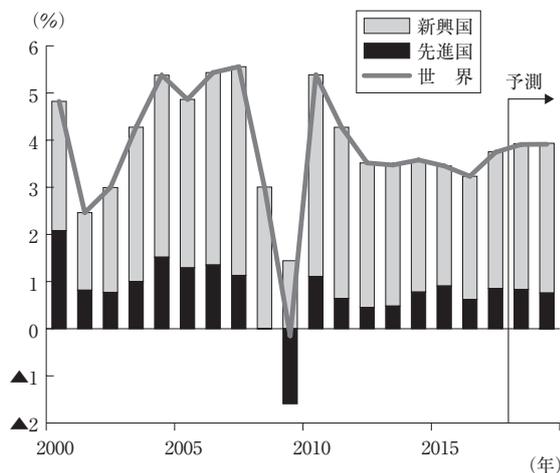
(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成

(注1) 世界193カ国。先進国は、IMFの分類からNIEsを除く。具体的には、米・日・ユーロ圏（19カ国）のほか、英・豪・加など35カ国。先進国以外を新興国とした。

(注2) 地域は購買力平価ベース。

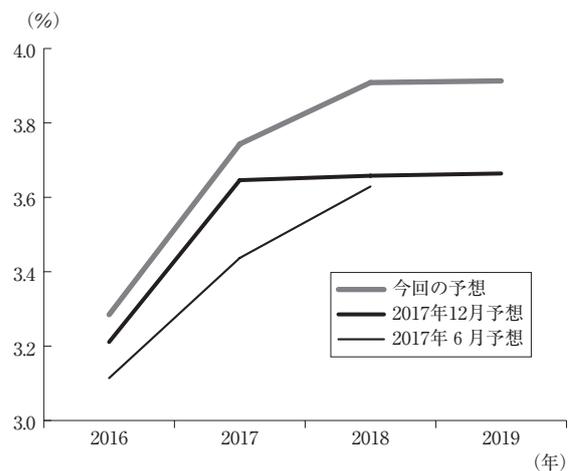
(注3) インドのみ年度ベース（当年4月～翌年3月）。

(図表13) 実質GDP成長率の寄与度



(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成

(図表14) 実質GDP成長率見通しの修正状況



(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成

2019年には、さすがに成長ペースも鈍化してくる。それでも、潜在成長率を大きく上回る成長は維持することになる。一方、ユーロ圏と日本は、2018年にかけて成長率が減速する。これは、アメリカのように財政支出が拡大しないうえ、2017年の景気を牽引した輸出の増勢が鈍化するからである。ただし、両地域とも、内需の下支えが期待できるため、潜在成長率を上回る成長は維持するとみられる。プレグジ

ットの先行き不透明感が残るイギリスは、引き続き成長が加速しにくい状態が続くものの、離脱交渉の方向感が明らかになる2019年には、景気減速に歯止めがかかってくると見込まれる。

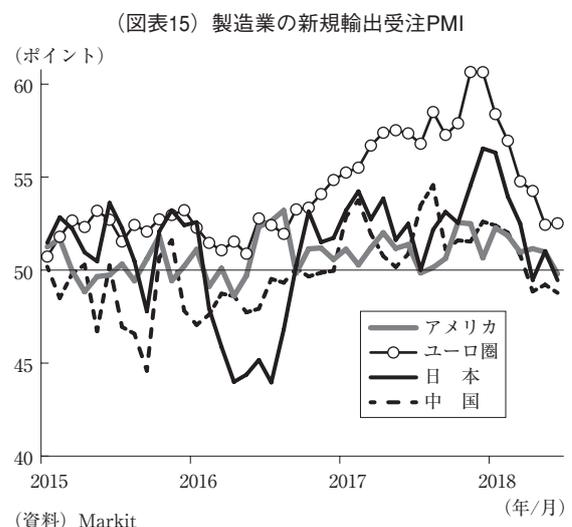
新興国は、2018年に+4.9%、2019年に+5.0%と、成長率が緩やかに加速する見通しである。この要因として2点指摘できる。一つ目は、資源価格の上昇によって、資源国のプラス成長幅が拡大していくためである。具体的には、中東などの産油国、ロシア、ブラジルなどの景気が持ち直していく。二つ目は、インド・インドネシア・フィリピンなど、比較的所得のアジア新興国の成長率が高まることである。こうした動きは、消費市場やインフラ投資の拡大などを通じて、高所得国へのキャッチアップが本格的に始まるものと捉えることができよう。一方で、減速する国もいくつかある。例えば、韓国・台湾などNIEs諸国は、2年連続で成長が減速する姿を予想している。世界的なスマートフォン需要の一巡などを背景に、これまで急増してきたIT関連製品需要が鈍化することが背景にある。また、中国も緩やかに減速していくコースをたどる。中国については、景気が失速するという予測も多いものの、今回の見通しではそうした悲観的な見方には立っていない。政府のコントロール下で構造調整と安定成長のバランスが図られるため、国内要因による景気失速リスクは小さいと判断される。

### 3. 下振れリスク

以上のように、2018～2019年の世界経済は基本的に堅調に成長すると予想される。もちろん、冒頭で指摘したように、足元では様々な下振れリスクが浮上している。GDP統計が公表されている2018年1～3月期にはその影響が表れてないとはいえ、今後もマイナス影響を免れるとは言い切れない。今回の予測の特徴は、先進国・新興国ともに内需の牽引力が強まることであった。これが、2018～2019年の成長率を高める原動力として働く。したがって、メインシナリオ通りに世界景気の回復が続くかどうかは、内需の牽引力と下振れ圧力のせめぎ合いに左右されることになるだろう。もし下振れリスクの方が強ければ、世界景気は減速トレンドに変わっていく。こうした観点に立ち、以下では、今後注意すべきリスクとして、①貿易取引の停滞、②金融引き締め伝播、③景気後退時の対応力低下、の3点を指摘したい。

#### (1) 貿易取引の停滞

一つ目は、貿易取引が停滞するリスクである。2017年から世界景気が持ち直してきた一因として、輸出入の伸びが成長率を下回る「スロートレード」を脱し、世界の貿易取引が活発化したことが指摘できる。したがって、もし輸出入が失速することになれば、今後の世界景気に大きな懸念材料となる。実際に、すでに輸出入が弱含む兆しが表れている。例えば、輸出の先行きを示唆する新規受注PMIが、足元で急速に低下している（図表15）。まだ好不調の分岐点である50を大きく割り込んでいないものの、外需環境はやや注意を要す

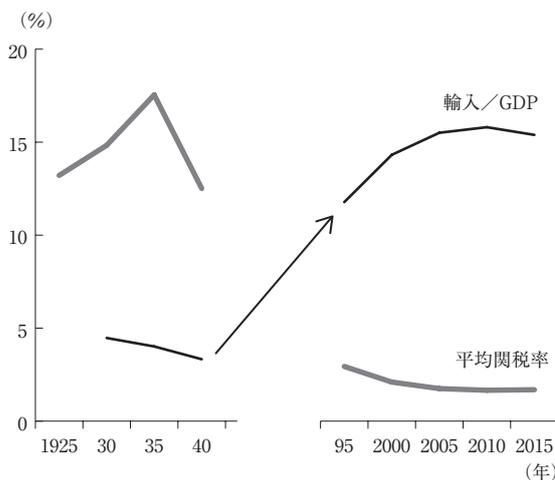


る状況に変わってきたといえる。先行きを展望しても、輸出入が下振れる可能性には事欠かない。具体的には、三つのシナリオが想定できる。

第1に、最も懸念されるシナリオとして、通商摩擦に歯止めがかからないケースである。アメリカの相次ぐ関税引き上げに対して、中国や欧州などが報復関税を講じるなど、アメリカを中心に貿易戦争状態になりつつある。今回の見通しでは、①現時点の関税引き上げ額はアメリカ・中国のGDPの0.1%程度にすぎないこと、②アメリカの保護主義政策は秋に予定されている中間選挙対策という位置付けと考えられること、③アメリカとしても経済に深刻なマイナス影響を与えることは望んでいないため、早晚収束が図られるとみられること、などを勘案して、世界経済に及ぼすマイナス影響は織り込んでいない。もっとも、政策運営が予測不能なトランプ政権だけに、貿易戦争が長期化し、世界の貿易活動に深刻なマイナス影響を与える可能性も否定できない。

ここで想起されるのは、1930年代の貿易戦争である。アメリカで1930年にスムート・ホーリー法が成立して関税が引き上げられたのを契機に、世界を巻き込んで関税引き上げ競争が起き、世界大恐慌を深刻化させたといわれている。当時と比較してみると、今回の関税引き上げ幅はそれほど大きくないという違いがある。その意味では、今回の貿易戦争を過度に警戒する必要はないかもしれない。しかし、もう一つ大きな違いとして、今回の方が世界的にサプライチェーンが深化しているという点を挙げられる（図表16）。当時とは異なり、多種多様な部品・原材料が網の目のように世界中を流通しているため、一国の輸入制限が多数の国の輸出に波及しやすくなっている。たとえ関税引き上げ幅が大きくなっても、マイナス影響はより広範囲に拡散する公算が大きいとみるべきであろう。

(図表16) アメリカの関税率と輸入比率



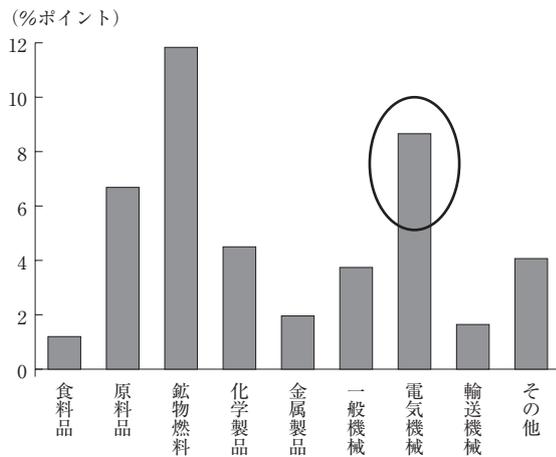
(資料) 米商務省、Federal Reserve、WITS

貿易戦争以外にも、世界の輸出入を下振れさせる要因が二つ考えられる。その一つが、電子部品需要が下降サイクルに向かう可能性である。過去2年間の貿易拡大を牽引してきたのは、スマートフォン・AI・IoT・自動運転などに誘発された電子製品・部品の需要拡大であった。例えば、過去2年間の中国の輸入をみると、価格上昇で増加した資源輸入以外では、電気機械が最も大きく伸びている（図表17）。これまでの電子部品需要の盛り上がりに関しては、用途の多様化などを背景に、シリコンサイクルがスーパーサイクルに変化したという見方もある。しかし、電子部品市場における構造変化説は過去何度も浮上し、多くは裏切られてきた。これまでの需要の伸びがあまりにも急ピッチだっただけに、今後、調整局面に転じる可能性を念頭に置いておくべきだろう。

もう一つが、新興国の輸入依存度が再び低下する可能性である。2010年代のスロートレードと足元の貿易取引の活発化をもたらしたのは、新興国での輸入依存度の変化であった。2010年代には、新興国での内製化が進んだ結果、それまで上昇傾向にあった輸入依存度が低下に転じた（図表18）。これがスロ

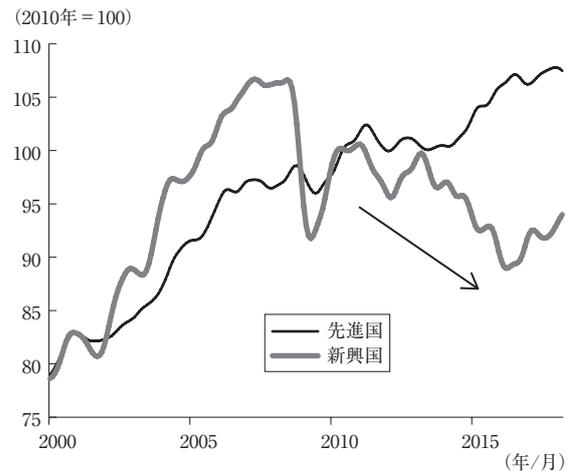
ートレードの原因として働いた。逆に、2017年ごろから新興国の輸入依存度が上昇すると、再び貿易取引が拡大することになった。こうした一連の動きを踏まえると、今後、新興国での内製化が加速し、再びスロートレードが始まるというリスクシナリオも想定される。実際、中国では「中国製造2025」などを通じて、先端製造業の育成を強化し始めている。こうした動きが強まれば、先進国からの輸入代替が再加速し、世界的に貿易取引が鈍化する可能性も考えられる。

(図表17) 中国の輸入増加の寄与度  
(2016年1～4月→2018年1～4月)



(資料) 中国海関総署をもとに日本総合研究所作成

(図表18) 輸入比率



(資料) オランダ経済政策分析局をもとに日本総合研究所作成  
(注) 輸入数量/鉱工業生産。趨勢循環値。

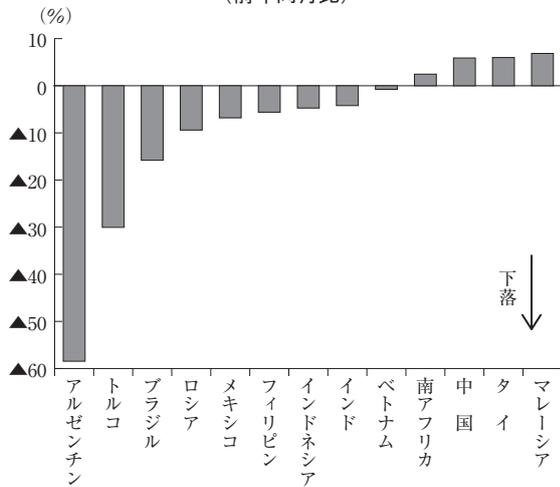
## (2) 金融引き締めへの伝播

二つ目は、新興国でも利上げが加速するリスクである。金融市場においては、世界最大の経済規模を持つアメリカの利上げに注目が集まりやすい。しかし、新興国でも、国内外の双方から利上げ圧力が高まっている。

外部要因としては、アメリカの利上げをきっかけとする新興国からの資金流出懸念である。巨大な金融市場を持つアメリカにとっては小規模の資金流入であっても、経済規模の小さい新興国からみれば大規模な資金流出になる。実際、アルゼンチンやトルコなどでは通貨が大幅に下落し、通貨防衛のために金利を引き上げざるをえない状況に陥った(図表19)。こうした利上げ圧力は、アメリカの利上げが新興国にも伝播したものと解釈することができる。

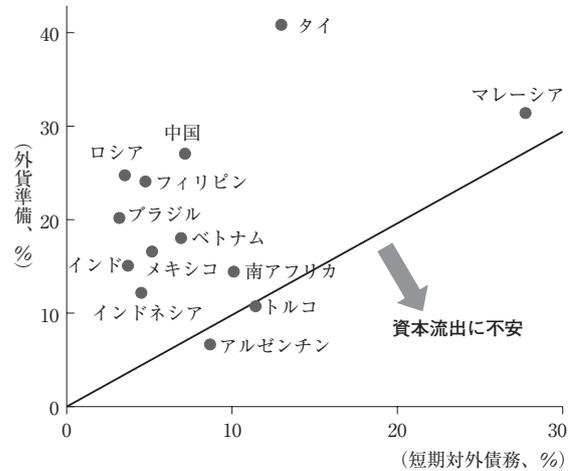
アジア新興国に目を向けると、過去の通貨危機の反省から、おおむね潤沢な外貨準備と抑制された対外債務が維持されているため(図表20)、これまでのところ大幅な通貨下落は起きていない。例えば、1997年に通貨危機を経験したタイでは、名目GDPの4割に達する外貨準備を確保している。しかし、一部の国では脆弱さが残っている。とりわけ、マレーシアは高水準の短期対外債務を抱えているため、先行きには不透明感が残る。かつて通貨防衛を成功させたマハティール首相の再登板で、当面の通貨危機に陥るリスクは小さくなったと判断される。しかし、マハティール後も勘案した政治不安はそう簡単には払拭されないため、今後の展開には注意が必要である。

(図表19) 2018年6月の為替騰落変化率  
(前年同月比)



(資料) Datastream

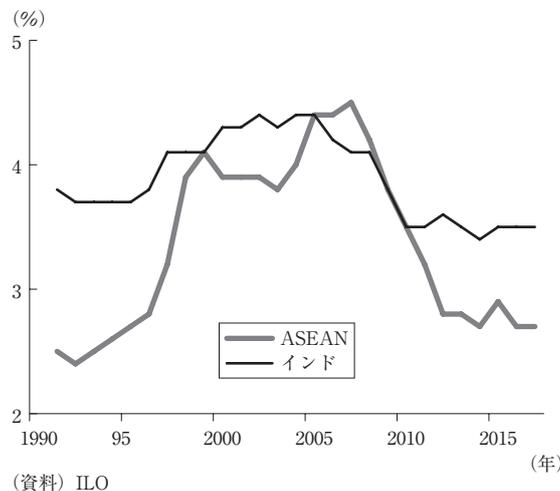
(図表20) 新興国の対外債務と外貨準備  
(対GDP比、2016年末)



(資料) IMF、世界銀行をもとに日本総合研究所作成

このように、新興国の利上げ圧力は、アメリカの利上げが波及するという文脈で語られることが多い。しかし、その一方で、内部要因による利上げ圧力も無視できなくなっている。先進国と同様、アジア新興国でも、長期にわたる景気回復によって需給ギャップが解消しているからである。実際、2000年代に高止まっていたアジア新興国の失業率は、ここ数年は過去最低水準まで低下するようになった(図表21)。人手不足感が強まると、若干のラグをおいて賃金に上昇圧力が生じてくる。足元では消費者物価が高騰する兆しはみられないものの、このまま景気回復が続くようであれば、いずれ物価上昇圧力が強まってくる可能性がある。たとえアメリカ発の利上げ圧力が解消しても、ホームメイド・インフレへの対応は今後も必要である。金融政策の効果が表れるには1年程度を要するため、アジア新興国の中央銀行としては、低金利政策からの転換が必要な環境になっている。

(図表21) アジア新興国の失業率



(資料) ILO

こうした状況を受けて、一部の資源国を除き、大半の新興国が利上げモードに変わりつつある（図表22）。アルゼンチンやトルコのように通貨急落に直面した国だけでなく、ASEANやインドなどのように巡航速度で成長する国でも利上げに転換している。もちろん、各国とも高成長を維持することを重視しているため、緩やかなペースで利上げを行っている。しかし、今後のアメリカの利上げペースや国内の物価上昇圧力次第では、利上げを加速せざるを得ない状況に追い込まれる可能性もある。アジア新興国の企業や消費者は借入依存度が高いため、金利負担に脆弱な側面がある。そのため、金利上昇が内需の景気牽引力を低下させ、实体经济をオーバーキルするというシナリオも現実味を帯びてくる。

（図表22）新興国の政策金利の方向感

	2016~2017年	2018年
メキシコ	↗	↗
トルコ	↗	↗
アルゼンチン	↘	↗
マレーシア	↘	↗
フィリピン	↘	↗
インド	↘	↗
インドネシア	↘	↗
中国	→	→
タイ	→	→
ベトナム	→	→
ロシア	↘	↘
ブラジル	↘	↘
南アフリカ	→	↘

（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

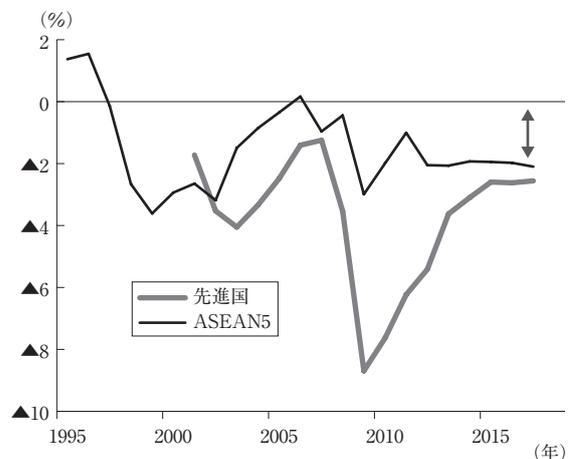
### （3）景気後退時の対応力低下

以上のように、様々な下振れリスクが台頭しているため、景気後退に転じる可能性は次第に高まっている。さらに、景気回復の長期化で、循環的にみてもいつピークアウトしても不思議ではない局面に入っている。例えば、日本とアメリカは2019年に相次いで戦後最長景気を更新する見込みである。仮に下振れリスクが回避されたとしても、在庫循環や設備投資循環の力によって景気が後退に転じる可能性もある。最後に指摘するリスクは、景気後退に転じたときの対応力が低下しているという問題である。

まず、経済政策面での対応力に不安がある。アメリカでは、景気拡大期にもかかわらず財政収支が悪化していることは前述した。しかし、これはアメリカに限らず、多くの国に共通していることである。実際、先進国全体でも、新興国を代表してASEAN諸国でも、リーマンショック前よりも財政赤字幅は拡大している（図表23）。厳格な財政基準が課されているユーロ圏では財政赤字の抑制に成功しているものの、それ以外の地域では景気回復に見合った財政再建が進んでいない。こうした状況下で景気後退に転じた場合、どうしても財政支出の拡大余地は小さくなってしまふ。即効性が期待できる財政政策に制約が課されているため、短期間で景気後退に歯止めをかけることが難しくなるだろう。このように財政規律が緩んでいるのは、各地で広がっているポピュリズム政策への支持を受けて、バラマキ的な財政支出が行われていることも一因と考えられる。

金融政策面での対応力にも限界がある。まず、

（図表23）一般政府の財政収支（GDP比）



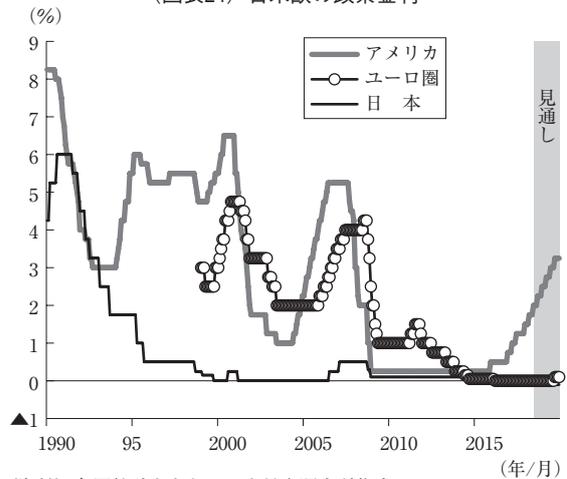
（資料）IMF “WEO, Apr 2018”

政策金利をみると、アメリカでは正常化が着実に進展しているものの、ユーロ圏と日本では非常時対応の低金利政策から抜け出せておらず、利下げ余地はほとんどない（図表24）。アメリカに関しても、利下げ余地は過去に比べると小幅である。リーマンショック前の景気拡大局面では政策金利が5%を超えたため、景気後退時の大胆な利下げが大きな効果を発揮した。しかし今回は、正常化が達成された後でも政策金利は3%程度の見込みである。一定の金融緩和効果は期待できるとはいえ、インパクトに欠ける感否めない。また、中央銀行のバランスシートも肥大化しているため、追加的な量的緩和策にも限度がある（図表25）。正常化が進むアメリカでさえ、中央銀行の資産残高が低位に戻るには長期を要する。当面、あらゆる金融政策手段を講じて、十分な景気刺激効果は期待しにくいだろう。

結局、財政政策、金融政策いずれも、景気後退時に当局が打てる手は限られている。軽い景気後退であれば民間部門の自律回復力に期待をかけることも可能である。しかし、リーマンショック級の深刻な景気後退に陥った場合には、経済の縮小に歯止めをかけ、浮揚させる手段が手元に揃っていない。こうしてみると、世界経済はまだリーマンショック後の後遺症から完全脱却してないと考えることができる。

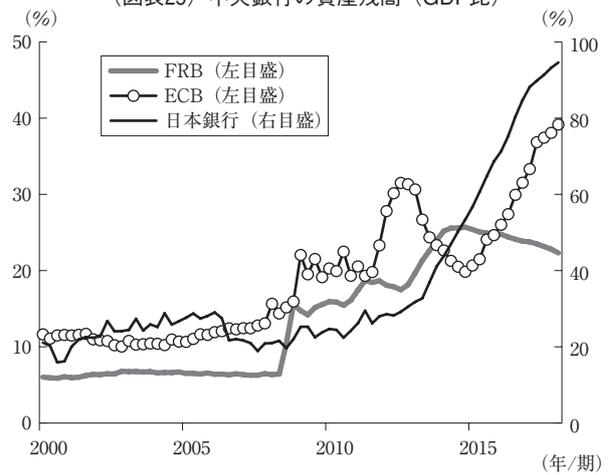
さらに、企業の不況抵抗力が低下していることも問題になる。とりわけ、民間企業の債務残高が趨勢的に増加していることが懸念される。過剰債務問題に関しては中国企業に焦点が当たることが多いものの、程度の差こそあれ、多くの国で債務残高が増加していることには変わらない（図表26）。ユーロ圏では10年にわたって高止まりしているほか、リーマンショック後に減少したアメリカでも足元では再び増加トレン

（図表24）日米欧の政策金利



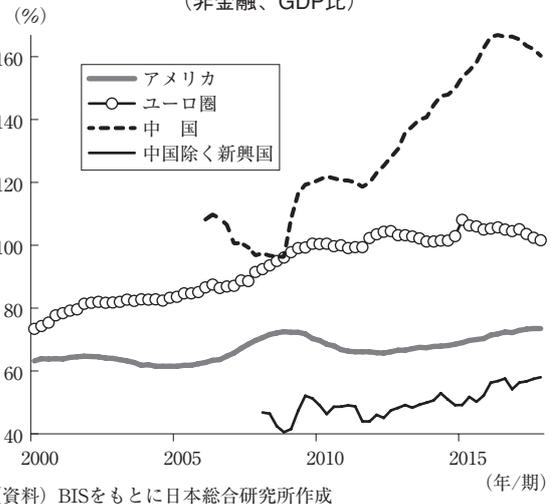
（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

（図表25）中央銀行の資産残高（GDP比）



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

（図表26）企業部門の債務残高（非金融、GDP比）



（資料）BISをもとに日本総合研究所作成

ドにある。いずれも、リーマンショック前よりも高い水準にある。民間企業が高水準の債務残高を抱えていると、利上げや収益減少に対して脆弱になってしまう。政策面の支援が限られるなか、民間企業の抵抗力も低下することになれば、景気後退時の調整圧力が深刻化する恐れがある。

これまでに指摘した各々のリスクシナリオの蓋然性は、現時点ではまだ読み切ることができない。財政政策、金融政策、通商問題が複雑に絡み合うだけに、様々なシナリオが考えられる。しかし、前回の見通しよりも、世界的な景気下振れリスクが高まっていることは確実である。次の景気後退に備え始めるべきときであろう。

(2018. 7. 10)