

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. 先行きの懸念材料
 - (1) 貿易戦争：米中への影響
 - (2) 貿易戦争：世界への影響
 - (3) 新興国危機
3. 世界経済の展望
 - (1) 先進国の展望
 - (2) 新興国の展望
4. リスクシナリオ

要 約

1. 適温経済を満喫してきた世界景気に減速懸念が出てきた。米中貿易戦争や米利上げによる新興国からの資金流出など、アメリカの経済政策が引き金になっている。今後も、貿易戦争と新興国危機が世界経済の下振れ要因として働くことになる。
2. もっとも、貿易戦争のマイナス影響は深刻化しないと見込まれる。アメリカでは力強い内需でマイナス影響を吸収できるほか、下押し圧力が強まる中国でも金融・財政政策で下支え可能である。長期的には、中国を中心にグローバルな生産体制の再構築が進み、振り替わり輸出や新たな生産立地の恩恵を受ける地域も出てくるため、世界全体に及ぼすマイナス影響は中和されると考えられる。
3. 米利上げなどによる資金流出で、一部の新興国は景気後退に向かう。ただし、主要新興国では外貨繰りに脆弱性はみられないこと、アメリカの金融政策が2019年央には中立姿勢に戻ると予想されることから、新興国危機が伝播・拡大する公算は小さい。
4. 以上二つの下振れ要因を踏まえ、半年前の成長加速シナリオを下方修正し、世界景気は緩やかに減速していくという見方に変更した。もっとも、マイナス影響の深刻化が避けられることに加え、先進国を中心に内需の牽引力が強まっているため、世界的な景気後退は回避可能である。
5. 先進国では、高成長局面から潜在成長ペースに軟着陸すると予想される。雇用・所得環境の回復で個人消費が堅調を維持するほか、企業業績の改善や新技術の広がりを受けて設備投資も回復傾向をたどると見込まれる。
6. アジア新興国でも総じて底堅い成長が持続するとみられる。中間層の台頭による消費市場の拡大、適切なマクロ経済政策運営などが下支えになる。中国は減速が避けられないものの、代わってインドとASEANが牽引役になると予想される。
7. リスクシナリオとしては、資産バブルの崩壊が挙げられる。一部の国では、株価・不動産・設備投資に不均衡が蓄積する徴候がある。差し迫った状況には至っていないものの、多くの国で金融・財政面の政策対応余地が乏しいだけに、今後の展開を注視することが必要である。

1. 世界経済の現状

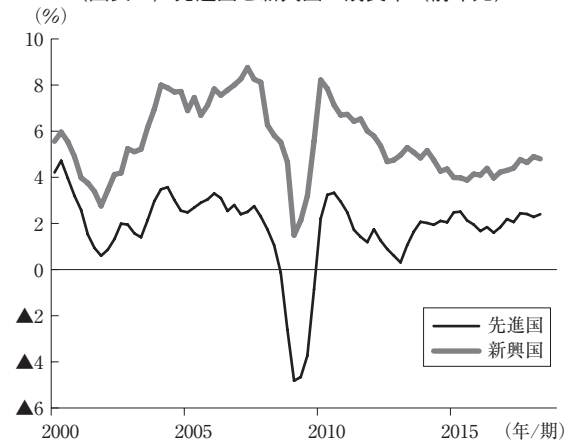
世界経済は、2015～2016年を底に成長ベースが緩やかに加速してきた（図表1）。もっとも、加速ペースが極めて緩やかだったこと、新興国の成長率が10年前の半分近くに低下したことから、2000年代半ばのような高揚感はなかった。しかし、景気に過熱感を帯びなかったことが幸いし、適温経済下で居心地のよい景気回復が長期化するとの見方が広がっていた。

ところが、ここに来て、先行きの景気減速懸念が急速に浮上してきた。

例えば、OECD諸国と主要新興6カ国を総合した景気先行指数が低下トレンドに変わり、足元では長期平均を下回ってしまった（図表2）。リーマンショック時ほどの急激な落ち込みではないものの、世界景気が減速した2016年ごろと似た状況である。これは、数カ月後の景気減速の可能性を示唆するものである。ただし、すべての国で下向きに変わったわけではなく、方向感はまだまちまちである。はっきりと悪化しているのは、日本、ユーロ圏、中国、トルコなどである。逆に、アメリカやブラジルなどはそれほど落ち込んでおらず、インドでは逆に上昇が続いている。

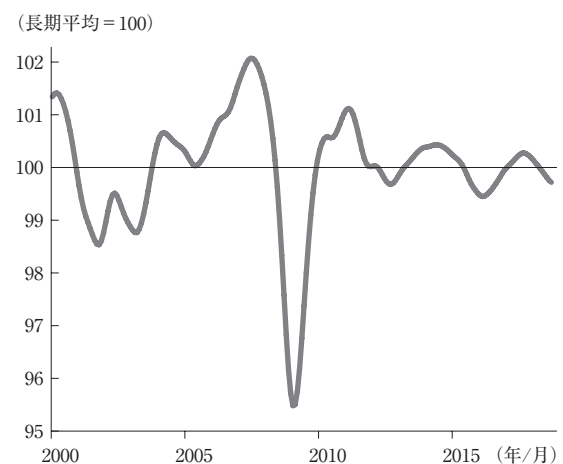
また、先行きの景気減速懸念を織り込んで、IMFは10月に公表した世界経済見通しで成長率を下方修正した。4月に公表された予測値と比べると、2018年が▲0.2%ポイント、2019年が▲0.3%ポイントの下方修正となった（図表3）。ほぼすべての地域で下方修正となったものの、とくに大きく下振れたのが「その他の新興国」である。子細にみると、中南米・中東・中東欧が大きな下方修正となった。それ以外の地域でも、2018年のユーロ圏、2019年の中国の成長率見通しが比較的大きく下振れた。ここからも、様々な地域で景気下押し懸念が高まっている様子が窺える。ただし、中国を除くアジア諸国の下振れは小幅で、相対的

（図表1）先進国と新興国の成長率（前年比）



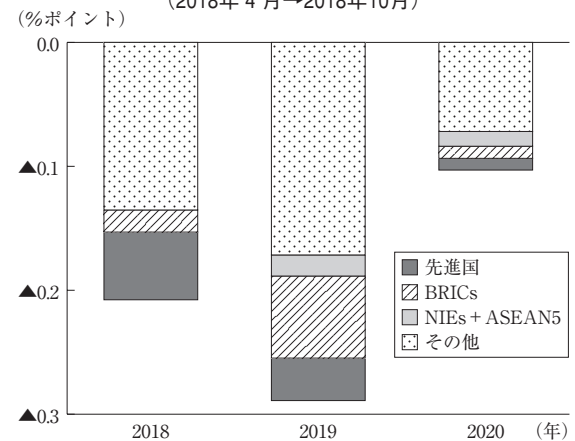
（資料）IMF

（図表2）OECD+新興6カ国の景気先行指数



（資料）OECD

（図表3）IMF見通しの下方修正の内訳
（2018年4月→2018年10月）



（資料）IMFをもとに日本総合研究所作成

に底堅い展開が続くとみられている。

このように、世界景気に減速懸念が広がった原因として、アメリカの経済政策が二つの下押し圧力を生み出したことを指摘できる。第1に、米中の貿易戦争である。米中間の貿易取引が減少する可能性が高まっただけでなく、サプライチェーンの機能不全やマインドの悪化を通じて他国にもマイナス影響が広がるのが心配されるようになった。第2に、アメリカの金融政策である。これまで新興国に流れ込んでいた国際マネーフローがアメリカの利上げを受けて逆流し始めたため、一部の新興国では通貨が急落して危機的状況に陥った。もともと世界経済の成長ペースが緩慢だっただけに、この二つの下振れ圧力がさらに強まれば、景気を減速させるに十分なインパクトになりうるのである。

2. 先行きの懸念材料

足元でも、アメリカの経済政策は見通しにくい状態が続いており、先行き不透明感は払拭されていない。今後2年間の世界経済を展望するうえでも、アメリカの経済政策が大きなカギを握ることになる。一方で、アメリカの政策スタンスが明らかになるにつれて、各国でも様々な対応策が講じられるようになった。そこで、まず、貿易戦争と新興国危機の影響をどう考えるべきか、現時点での見方を整理しておきたい。

(1) 貿易戦争：米中への影響

当面、最も大きな懸念材料は米中の貿易戦争である。2018年入り後からアメリカの関税引き上げが始まり、これに対して中国も報復関税で応じるなど、米中間の対立関係が深まっている。相互に兆円規模の輸入に関税を課したため、米中経済に一定のマイナス影響が表れるのは避けられない。もっとも、その影響度合いには濃淡がつきそうである。以下の2点から、貿易戦争のマイナス影響は中国の方が厳しくなると考えられる。

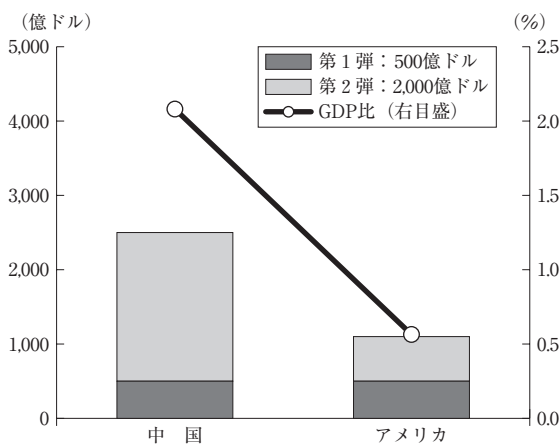
第1に、中国側の報復関税の規模が小さいからである。最初にアメリカが関税引き上げ対象とした対中輸入500億ドル分に対しては、中国も同額分の輸入に報復関税を設定した。しかし、次にアメリカが関税引き上げ対象とした2,000億ドル分に対しては、中国は600億ドル分の報復関税しか設定しなかった。このため、関税引き上げ対象となった輸出額は、中国の方がアメリカを2倍以上上回るという結果になった(図表4)。そもそも、2017年における中国の対米輸出が4,300億ドルあったのに対して、アメリカの対中輸出は1,300億ドルしかない。そのため、アメリカが仕掛けた関税引き上げ競争は、もともと中国側が十分に応戦できない仕組みになっていたのである。

第2に、中国の方が経済規模が小さいからである。中国はアメリカを大きく上回るペースで成長を続けてきたとはいえ、GDP規模はアメリカの6割にすぎない。したがって、同額の規模で関税引き上げ競争を行うと、GDPへのマイナス影響は中国の方が相対的に大きく表れてしまう。実際、関税引き上げ対象となった輸出額を比べると、金額自体は中国がアメリカの2.3倍であるのに対し、GDP比で見ると3.7倍に膨れ上がる。ここからも、米中貿易戦争は決して痛み分けで終わらず、中国側により多くのダメージを与えるアメリカの勝ち戦であったことが分かる。

さらに、タイミング的にも中国側に不利な状況で貿易戦争が始まってしまった。アメリカは、堅調な

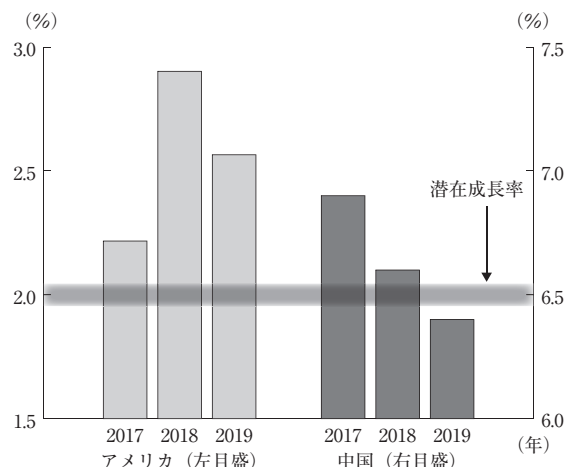
民間需要に加え、財政拡大策の効果もあって、当面は潜在成長率を大きく上回る成長が続く見通しである（図表5）。そのため、貿易戦争で多少のマイナス影響が表れても、高成長の糊代分で吸収することは十分に可能である。一方、中国景気は、もともと循環的な減速局面に入っており、いかに下振れを抑制するかということが大きな政策課題になっていた。ただでさえ景気が下降トレンドに入り減速懸念が浮上していたところに、貿易戦争という追加のマイナス材料が現れたため、景気後退リスクを増大させることになった。

（図表4）米中貿易摩擦で関税引き上げ対象となった輸出額



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

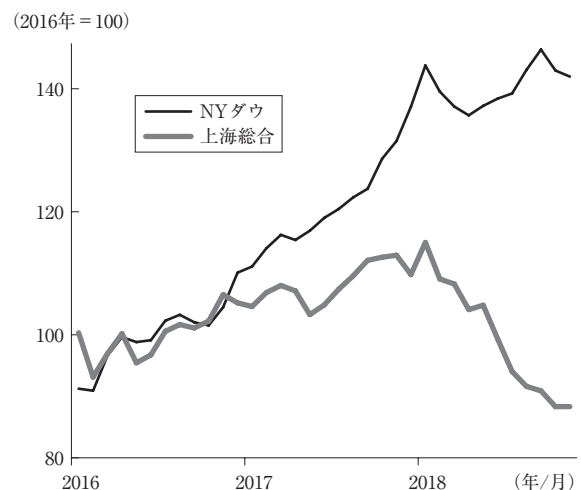
（図表5）アメリカ・中国の景気の方角感



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

中国経済への逆風は、貿易取引以上に増幅される可能性もある。IMFの試算でも、貿易戦争のマイナス影響は、貿易取引の減少による直接的な影響だけでなく、企業マインドの悪化を通じた設備投資の下振れも大きいことが示されている。2018年入り後の株価の動きから分かる通り、アメリカ経済の先行きは楽観視、中国経済の先行きは悲観視という対照的な姿になっている（図表6）。中国では、貿易取引を通じたマイナス影響に加え、設備投資マインドの悪化を通じたマイナス影響も拡大する可能性が高い。これは、わが国から中国向けの資本財輸出にも大きな影響を与えるだろう。

（図表6）アメリカと中国の株価



（資料）Datastream

では、このまま中国経済は失速してしまうのだろうか。IMFの見通しによれば、中国の成長率は2018年の6.6%から2019年には6.2%に低下すると予想されている。この数値は、これまでの成長ペースから考えると「失速」というイメージに近いかもしれない。しかし、ここまで成長率が低下することはない

と考えられる。中国政府の強みは政策運営の機動力であり、景気失速の兆しが表れたら、躊躇なく政策を総動員して経済を下支えできるからである。すでに金融政策は緩和モードに切り替わっている。2018年春ごろから預金準備率の引き下げ、短期金利の低め誘導に乗り出したほか、地方政府に対する資金供給も拡大し始めている。税制面でも、増値税（付加価値税）の税率引き下げを実施したほか、個人所得税の減税も計画している。それでも景気が下振れるようなら、2016年のような固定資産投資への財政資金投入も行われるだろう。中国政府は依然として安定成長を重視しているため、景気失速は全力で阻止すると予想される。政策面からの下支えによって、IMFの見通しよりもマイルドな減速にとどまる公算が大きい。

ただし、緩やかな減速トレンドに軟着陸できたとしても、問題がすべて解決するわけではない。経済への下振れ圧力が強まった場合、中国政府はかなり無理をして景気を下支えることになる。その副作用として、別の大問題を引き起こしてしまうからである。最も大きな懸念材料は、企業の過剰債務問題の再燃である。2008年のリーマンショック後、中国政府は4兆元の経済対策を策定した。これは、当時のGDPの1割超に相当する巨額の財政支出であった。これにより、景気失速を食い止めることはできたものの、その代償として過剰債務問題を深刻化させることになった（図表7）。中国政府も当然この問題を認識していたため、2016年ごろから過剰債務の調整に踏み込み始め、債務増にようやく歯止めがかかったところであった。しかし、今後、経済合理性を軽視した投資拡大が行われることになれば、沈静化に向かっていた過剰債務問題を再び悪化させる恐れがある。これは決して中国政府の本意ではないが、眼前の景気失速を回避するための必要悪として受け入れざるをえないだろう。



以上を勘案すると、貿易戦争が中国経済にもたらす本当のリスクは、短期的な景気下振れよりもむしろ、中長期的な不均衡蓄積とみることもできる。当面は世界経済にマイナス影響を与えないとしても、そう遠くない将来に、より大きなマグニチュードで世界経済を脅かす要因を抱え込むことになるかもしれない。

(2) 貿易戦争：世界への影響

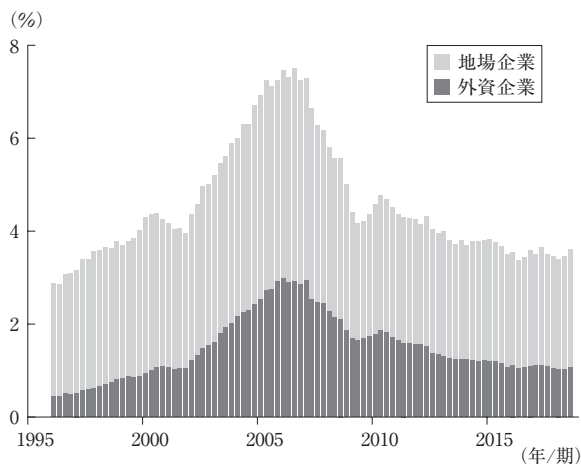
貿易戦争が米中以外の国・地域に及ぼす影響はもう少し複雑である。当面は、サプライチェーンなどを経由して、マイナス影響が広がる可能性が高い。とくに、中国近隣のアジア諸国は、中国経済との結び付きが強くなっているため、中国向け輸出に下押し圧力がかかることになろう。実際、わが国から中国向けの資本財・生産財輸出の一部も、貿易戦争の激化とともに減少に転じている。もっとも、長期的にみれば、国・企業レベルの対応が進むと見込まれる。すなわち、米中貿易からの振り替わり輸出や中

国からの生産シフトなどによって、マイナス影響を回避する動きが進むと考えられる。

まず、中国からアメリカ向けに輸出していた製品を、他国で代替生産する動きが広がる。中国の人件費が高騰していることに加え、25%もの関税がかかるのであれば、生産拠点を他国にシフトするのが企業にとっての最善手である。とくに生産シフトのインセンティブが高まるのは、中国を輸出拠点として位置付けている企業群である。中国に進出した外資企業による対米輸出は中国GDPの1%程度と推計される（図表8）。これが、中国から生産シフトするとみられる最有力候補である。そして、そのシフト先としては、労働コストの安さ、IT製品を中心とした産業集積を勘案すれば、中国近隣のアジア諸国、とりわけASEAN・インドが最も有望だろう。実際、中国に生産拠点を構えていた台湾IT企業の間で、ベトナムなどへの移転を検討している企業もいくつか現れているようである。

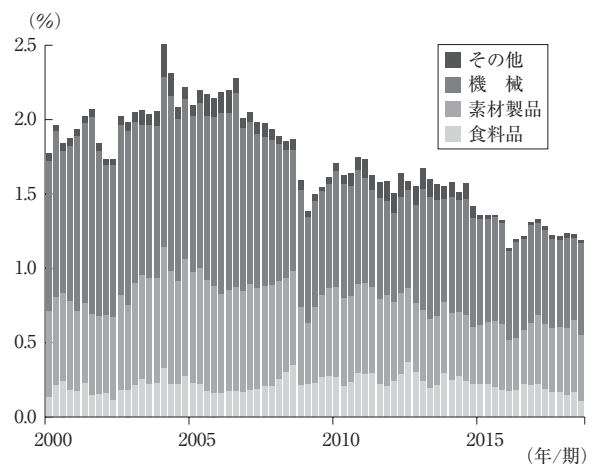
次に、アメリカから中国向けに輸出していた製品も、他国から代替調達する動きが広がると予想される。これは、中国の輸入関税引き上げでアメリカ製品が割高になるという理由だけではない。中国の知的財産権侵害への制裁として、アメリカが一部製品の中国向け輸出を規制し始めたことも効いてくる。もっとも、アメリカ製品からの代替調達先は限られるだろう。アメリカからの輸入は高性能・高品質の製品が多かったとみられるため、アメリカに代わる調達先は日本・ヨーロッパのメーカーが中心になると考えられる。また、今回は知財問題も絡んでいるため、アメリカ国内の生産が第三国に大きく移転するシナリオは考えにくい。中国の対米輸入はGDPの1%強あり、このうち機械類が0.6%である（図表9）。この一部が日欧からの輸入に代替されることになるだろう。

（図表8）中国の対米輸出
（GDP比）



（資料）中国国家統計局、中国海関総署をもとに日本総合研究所推計

（図表9）中国の対米輸入
（GDP比）



（資料）中国海関総署をもとに日本総合研究所作成

さらに長い目で見ると、これら製品を中国国内で内製化することが政策目標になると考えられる。中国の知的財産権問題に関しては、アメリカ以外の国からの視線も厳しくなっており、中国でいつ最先端製品の輸入が困難になるか分からない。そのため中国政府は、輸入に依存している重要部品・製品を国内で生産できるように支援策を講じるだろう。アメリカが仕掛けた知的財産権問題は、図らずも、アメ

リカ政府が目撃している「中国製造2025」を加速させることになりかねない。

いずれにせよ、米中貿易戦争をきっかけに、中国を組み込んだグローバル生産体制を再構築する動きが広がると予想される。米中貿易摩擦は当初、中間選挙対策が目的なので短期間で終息すると考えられていた。しかし、次第に「中国製造2025」や「一带一路」に代表される中国の覇権主義を牽制するための長期戦略であることが明らかになってきた。当然、企業も小手先の対応ではなく、長期的視野に立った事業見直しを検討することになる。この結果、生産シフトの受け皿となるASEANやインドのように、貿易戦争でメリットを享受する国も現れることになる。IMFが分析するように、日本やユーロ圏にもプラス影響が表れる可能性がある（図表10）。

以上、様々な動きが起きることが予想されるが、景気という切り口からみれば、貿易戦争は世界経済への深刻な打撃にならないと判断される。アメリカは力強い景気で吸収できるし、中国は政府の下支えで対応できる。その他の国でも大きなマイナス影響は顕在化しないだろう。貿易戦争の影響は、需要ショックというよりも供給ショックに近い性質のものである。最終需要が落ち込むのであれば政府が景気対策を講じる必要があるが、供給側の問題であれば企業側でも対応は十分に可能である。

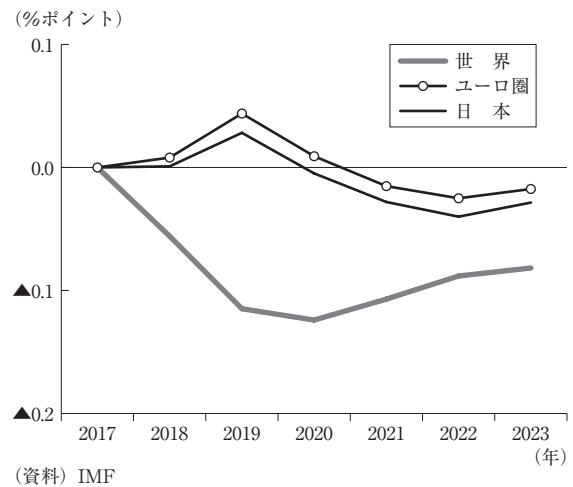
ただし、どうしても回避できないマイナス影響も残る。貿易戦争対策でグローバル生産体制を再構築できたとしても、これは次善のサプライチェーンを作り上げることを意味するため、元々の生産体制よりも確実に効率が低下する。これは、世界経済の潜在成長率を低下させる要因となるため、長期にわたり世界経済を下押しすることになる。ただし、生産体制の見直しが行われるのは世界GDPの規模からみるとごく一部分にすぎないため、このインパクトはそれほど大きくないかもしれない。

(3) 新興国危機

もう一つの懸念材料は新興国危機である。これまで新興国に流れ込んでいた国際マネーフローが、アメリカの利上げを受けて逆流し始めた。この結果、通貨安を受けた輸入インフレで家計・企業の購買力が低下したほか、通貨防衛のための高金利政策が内需を圧迫したため、新興国発の景気後退懸念が台頭している。IMFが世界経済見通しを下方修正したのも、貿易戦争よりもむしろ新興国危機が主因であった。もっとも、以下の2点を考慮すれば、かつてのアジア通貨危機のように世界中に景気下振れ圧力が伝播するリスクは小さいと考えられる。

第1に、大半の新興国では、対外債務の抑制と外貨準備の増加により、資金流出に耐えうる経済構造に変わっていることである。アルゼンチン・トルコ・南アフリカでは、短期対外債務と外貨準備の額がほぼ拮抗しているため、資金流出に脆弱な状態にある（図表11）。しかし、それ以外の国では、おおむ

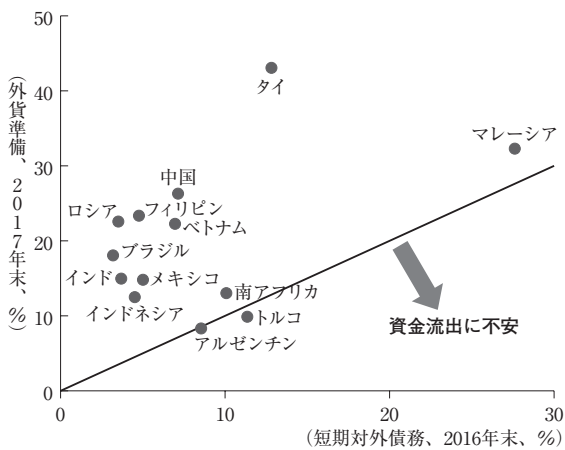
（図表10）貿易戦争によるGDP押し下げ幅



ね短期対外債務を大きく上回る外貨準備を確保しているため、直ちに通貨危機が起きるリスクは小さい。20年前の通貨危機の経験が生かされているといえよう。

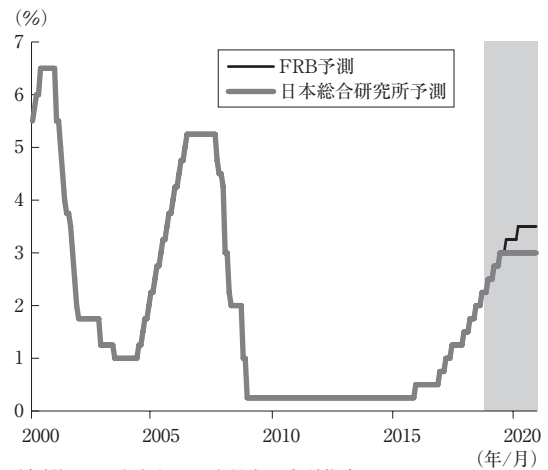
第2に、アメリカの利上げ打ち止めで、新興国からの資金流出圧力は次第に弱まっていくと見込まれる。FRBの見通しによれば、今後も段階的に利上げを行い、2020年には3.5%に到達するというスケジュールを持っている（図表12）。しかし、この計画通りに利上げを実現するのは難しいと考えられる。今後のアメリカ経済は、財政政策効果の剥落により、徐々に景気減速が明らかになると予想される。こうした動きを確認したうえで、FRBは2019年央の3.0%で利上げをいったん終了するとみられる。アメリカの金融政策が中立姿勢に戻れば、新興国からアメリカへのマネーフローも落ち着いてくると考えられる。

（図表11）新興国の対外債務と外貨準備（GDP比）



（資料）IMF、世界銀行をもとに日本総合研究所作成

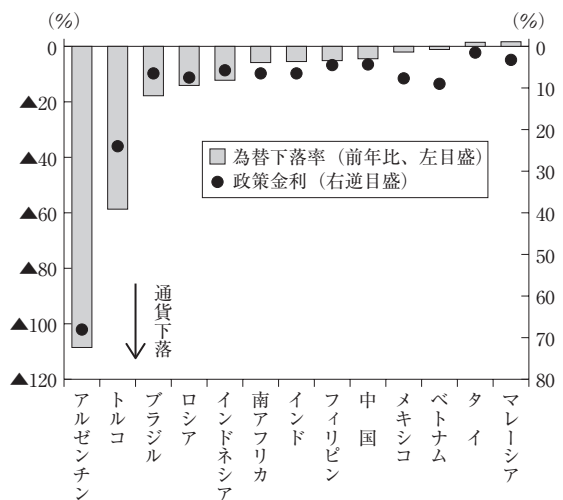
（図表12）アメリカの政策金利



（資料）FRBをもとに日本総合研究所作成

以上を勘案すると、新興国危機が世界経済を失速させる原因にはならないと考えられる。もっとも、これまでの通貨急落の傷口が直ちに癒えるわけではない。アルゼンチン・トルコなど一部の国では、通貨急落のマイナス影響が長引く見通しである。輸入インフレによる購買力低下に加え、懲罰的ともいえる高金利も内需を圧迫し続けるだろう（図表13）。通貨安による輸出増加は期待できるものの、内需の落ち込みを主因に景気後退が長引く見込みである。これは、20年前に通貨危機を経験したアジア諸国がたどったプロセスである。この下振れ分は、確実に世界経済の成長率を押し下げる要因として働く。

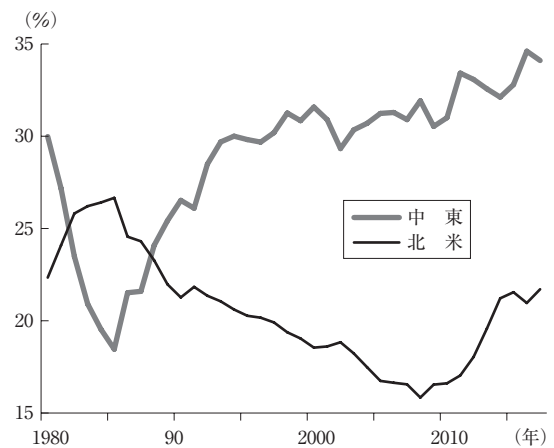
（図表13）2018年10月の為替レートと金利



（資料）Datastream

資金流出以外にも、アメリカの政策に起因する新興国リスクが考えられる。それは、アメリカの外交政策により、中東情勢に不透明感が強まっていることである。トランプ大統領は中東における既存秩序を根底から崩そうとしている。2018年5月には6カ国間で結んだイラン核合意から離脱すると発表し、イランとの対立姿勢を鮮明にした。また、在イスラエル大使館をエルサレムに移転し、アラブ諸国の反感を買った。トランプ大統領が同盟関係を重視するサウジアラビアでは、ムハンマド皇太子の政策を巡って国内情勢が不透明になっている。中東地域での政情が不安定化すれば、当然、原油価格にも影響を及ぼす可能性が出てくる。原油価格に与える中東の影響は決して軽視できない。アメリカのシェールオイル生産量が増えたとはいえ、世界の原油生産に占める中東のシェアは上昇し続けている（図表14）。足元の原油価格は下落しているものの、中東での地政学要因をきっかけに、再び高騰するリスクには警戒が必要である。

(図表14) 世界の原油生産シェア



(資料) BP Statistical Review of World Energy

3. 世界経済の展望

以上のように、アメリカの政策に起因する二つの動きが、2018年に浮上した景気下振れリスクである。結論としては、一定のマイナス影響は避けられないものの、世界景気を後退させるほどのインパクトにはならないと考えられる。

これを踏まえて世界経済の先行きを展望すると、成長率は2019年に+3.6%、2020年に+3.6%と緩やかに減速すると予想される（図表15）。前回（2018年7月）からの変更点は、貿易戦争の影響と新興国危機の後遺症を織り込んで、予測値を下方修正したことである。前回は二つの下振れ要因を織り込まなかったため、成長率が緩やかに加速していくというシナリオを描いた（図表16）。しかし今回は、一定のマイナス影響を勘案して、2018年、2019年ともに▲0.2%ポイントの下方修正を行った。先進国が減速するという見通しは従来から変わらないものの、中国など新興国の予測値を下方修正したことが主

(図表15) 世界GDP成長率見通し

(暦年、%)

	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
世界計	3.7	3.7	3.6	3.6
先進国	2.3	2.2	2.1	1.7
アメリカ	2.2	2.9	2.6	2.0
ユーロ圏	2.4	1.9	1.7	1.6
イギリス	1.7	1.3	1.4	1.3
日本	1.9	0.7	1.2	0.7
新興国	4.6	4.6	4.6	4.6
BRICs	5.8	5.9	5.8	5.9
中国	6.9	6.6	6.4	6.3
インド	6.7	7.5	7.3	7.7
NIEs	3.1	2.8	2.4	2.3
韓国	3.1	2.7	2.5	2.3
台湾	2.9	2.7	2.2	2.1
香港	3.8	3.5	2.7	2.7
ASEAN5	5.3	5.3	5.3	5.3
インドネシア	5.1	5.2	5.4	5.3
タイ	3.9	4.3	3.7	3.8
マレーシア	5.9	4.9	4.8	4.7
フィリピン	6.7	6.3	6.7	6.8
ベトナム	6.8	6.8	6.7	6.7

(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、アメリカ・日本・ユーロ圏（19カ国）のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど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）。

因である。この結果、見通し全体も緩やかに減速するというシナリオに変更となった。

もっとも、先進国を中心に内需の牽引力が強まっているため、成長率が大幅に低下することにはならない。2016年に世界的な景気減速で成長率が+3.3%まで低下したことがあったが、今回はそこまで落ち込むことは避けられるだろう。先進国では潜在成長率並みの成長は確保する一方、見通しを下方修正した新興国でも総じてみれば底堅い成長が続くからである。2019年の減速シナリオに関しては、景気が悪化するというよりもむしろ、これまでの過熱感が薄れて、潜在成長ペースに軟着陸していくという見方の方が実態に近い。

以下で、先進国と新興国に分けて、景気の特徴をさらに詳しくみていきたい。

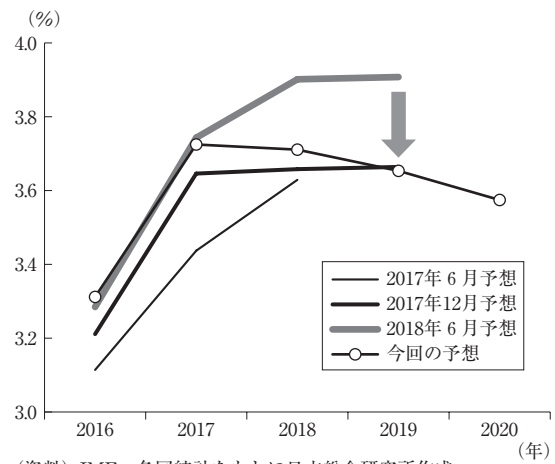
(1) 先進国の展望

先進国における牽引役は引き続きアメリカである。内需が予想以上に力強いいため、前回見通しよりもさらに上方修正を行った。とくに、良好な雇用・所得環境や減税策を受けて、個人消費の牽引力が高まっている。今年の年末商戦も、ネット販売に牽引されて好調に滑り出したと伝えられている。もっとも、財政政策効果が集中して表れるのは2018年7～9月期であった。高成長のピークはすでに過ぎており、今後は潜在成長率に向かって徐々に減速していくという姿が想定される。ヨーロッパ・日本でも、中国景気の減速、IT需要のピークアウトなどを背景に輸出環境がやや悪化するため、緩やかな減速軌道をたどると予想される。

もっとも、2017～2018年の高成長が出来すぎという側面が強かったため、こうした減速の動きを悲観視する必要はない。今後2年間は成長率が低下するとはいえ、なお潜在成長率を上回って推移する(図表17)。消費税増税の影響で変動幅が大きくなる日本も、ならしてみれば潜在成長率を維持することになる。景気過熱が冷めていくという意味で、先進国の減速はある意味望ましい動きともいえる。

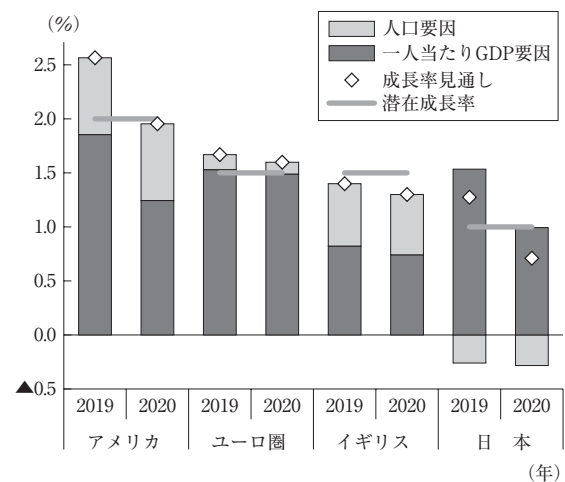
むしろ注目すべきは、成長率が低下することではなく、内需の牽引力が高まってきたことである。日米欧いずれの地域も、景気回復の長期化で内需主導の自律拡大メカニズムが強まってきたことが

(図表16) 世界GDP成長率の修正状況



(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成

(図表17) 日米欧の成長率見通し



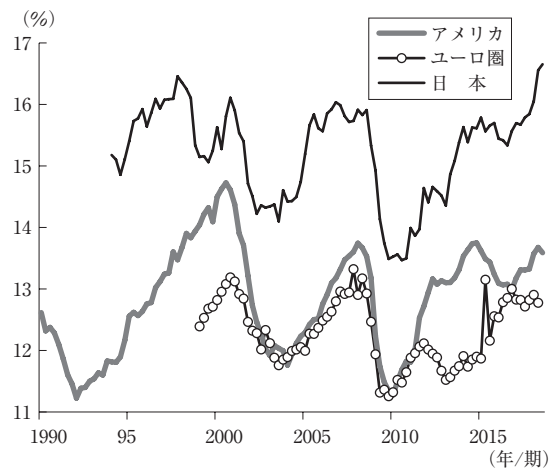
(資料) 各国統計、国連をもとに日本総合研究所作成

共通点であり、外需や政策効果に頼らなくても自律的な成長が可能な経済構造に変わりつつある。

企業部門では、内外景気の回復や収益体質の改善を背景に、企業業績が堅調を維持すると予想される。良好な収益環境を背景に、設備投資も増勢を維持するとみられる。さらに、AI・IoT・自動運転など新技術が広がるなか、研究開発投資を中心に企業の設備投資マインドも前向きになっている。日本の貿易統計をみても、米欧向けの資本財輸出は力強く増加している。ただし、各地域ともGDPに占める設備投資のシェアが高水準に達しているため、これ以上の設備投資の急拡大は期待しにくい（図表18）。ここから先は、過剰投資を警戒すべき領域に足を踏み入れてしまう。したがって、今後の設備投資は、GDP成長率に見合った緩やかな伸びが続く見通しである。

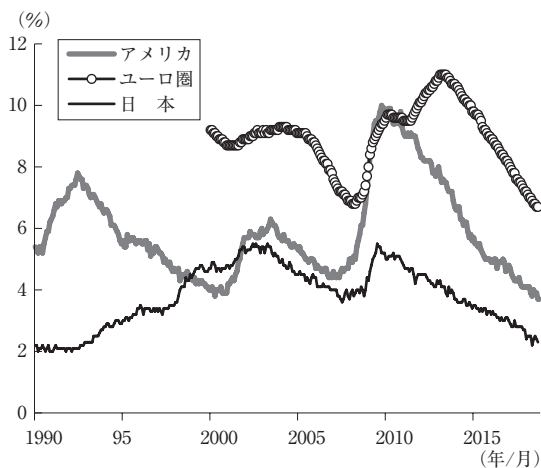
家計部門でも、堅調な雇用・所得環境を背景に、個人消費が持ち直していくと予想される。日米欧とも、失業率が過去20年で最低水準まで低下するなど、雇用情勢は非常に良好である（図表19）。労働需給の逼迫により、賃金にも上昇圧力がかけやすくなった（図表20）。これまでは、失業率が低下しても賃金がなかなか上がらないことが、所得環境の改善を緩やかにとどめる原因であった。しかし、失業率が歴史的な下限水準に達したため、今後は賃金にも次第に上昇圧力がかけられ始めると考えられる。所得増加の原動力も、これまでのような雇用増が主導するのではなく、賃金上昇が主導する構造に変化していくと予想される。景気拡大の牽引役が企業部門から家計部門にシフトし、外的ショックへの耐性が増していくだろう。

（図表18）名目GDPに占める民間設備投資のシェア



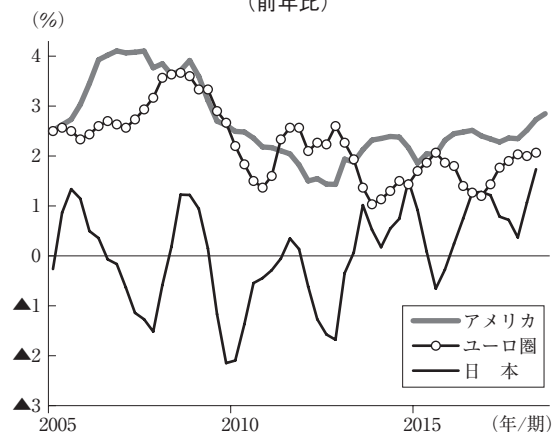
（資料）米BEA、Eurostat、内閣府をもとに日本総合研究所作成

（図表19）日米欧の失業率



（資料）総務省、米労働省、Eurostat

（図表20）日米欧の時間当たり賃金（前年比）



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成
（注）日本とユーロ圏は3期移動平均。

(2) 新興国の展望

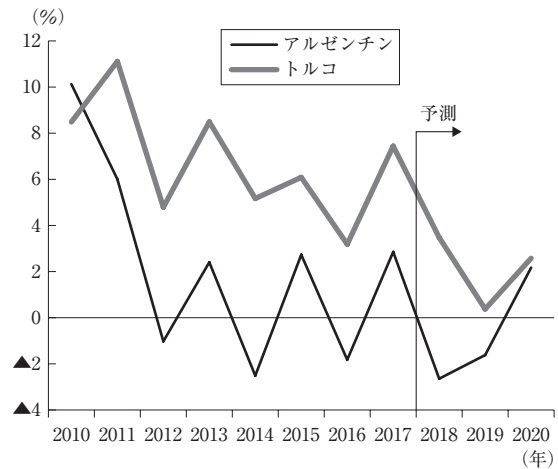
新興国では、好不調の明暗が分かれそうである。まず、アジア地域とその他地域の温度差が広がる予想される。世界全体の成長ペースが減速するなかで、外需に依存した新興国は回復感に乏しい状態が続く可能性が高い。また、通貨急落に遭遇した一部の新興国などでは成長率が大幅に落ち込み、2020年ごろまで低迷が続くと予想される（図表21）。

一方、アジア地域では、総じて底堅い成長が持続するとみられる。アジア経済の強みは、膨大な人口と成長期待の高さである。これまでの所得向上で中間層の厚みが増しており、基礎的消費だけでなく選択的消費でも市場が拡大しつつある。こうした個人消費の盛り上がりに加え、政府による積極的なインフラ投資もあって、成長パターンが輸出主導型から内需主導型に徐々にシフトしてきた。さらに、金融・財政政策など適切なマクロ経済政策運営も、持続性ある景気拡大をサポートしている。各国・地域とも、アメリカ利上げに伴う通貨下落圧力に晒されながらも、金融政策の微調整によってインフレのコントロールにおおむね成功している（図表22）。

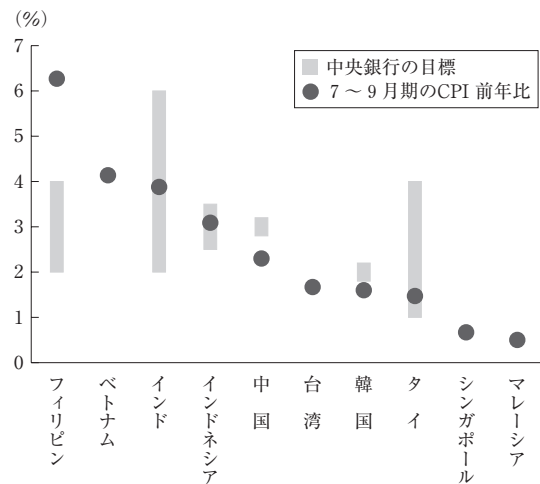
このため、アジア地域が世界景気を牽引する力も着実に高まっていく。すでに世界GDPに占めるシェアは4分の1に達し、北米・ヨーロッパと並ぶ第3の経済圏を形成するようになった（図表23）。今後、RCEPなど域内経済統合が進展すれば、さらに成長力ある経済圏として発展していくことになるだろう。

もっとも、アジアのなかでも、景況感には若干の違いが表れることになる。まず、これまでアジア経済を牽引してきた中国の成長ペースが徐々に鈍化すると予想される（図表24）。ただし、米中貿易戦争などの景気下振れ圧力に晒されながらも、中国政府が打ち出す下支え策によって景気失速は

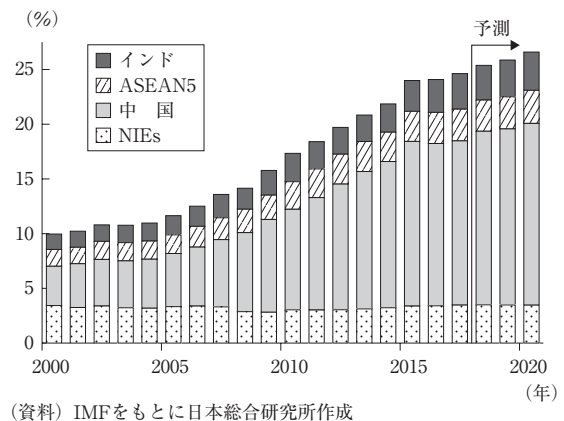
(図表21) 通貨急落国の実質GDP成長率



(図表22) アジア各国のインフレ率



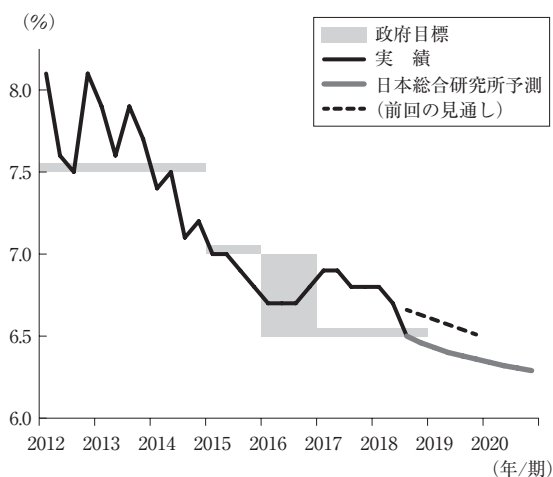
(図表23) 世界GDPに占めるアジアのシェア



回避できると考えられる。むしろ、2017年ごろの上振れを一時的現象と解釈すべきであり、足元の成長率低下は本来あるべき減速コースに復帰する動きと捉えることができる。また、IT需要がピークアウトするNIEsも減速トレンドが明確化する。これも、2017年ごろに急増した世界的なIT需要が巡航速度に落ち着く動きであるため、NIEs景気を失速させるには至らない。もっとも、韓国や台湾では、中国国内で先端IT製品を内製化する動きが出ているため、市場競争の激化が不安材料である。

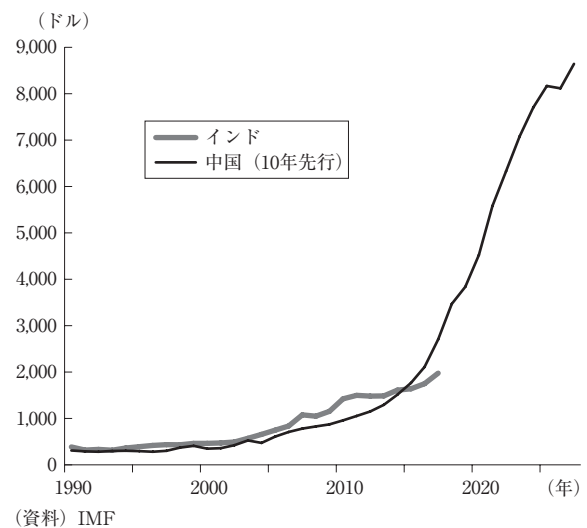
逆に、今後も堅調が期待できるのがASEANとインドである。当面、ASEANは5%台の成長が続くほか、インドでは中国を上回る7%台の高成長局面に入る見通しである。中国とほぼ同規模の人口を抱えるインドの所得水準は、10年前の中国とちょうど同じレベルにある（図表25）。もちろん、インドが、今後10年間で中国の高成長プロセスを再現できる保証はどこにもない。中国の開発独裁モデルと、インドの民主主義モデルでは、経済運営スタイルが大きく異なる。しかし、今後の政策運営に成功すれば、10年超にわたってインドの高成長が続くことも期待できる。アジアにおけるインドの存在感が一段と高まっていく公算が大きい。

(図表24) 中国の実質GDP成長率
(前年比)



(資料) 中国国家统计局をもとに日本総合研究所作成

(図表25) 中国とインドの一人当たりGDP



(資料) IMF

4. リスクシナリオ

以上のように、アメリカの経済政策が様々なマイナス影響をもたらすものの、世界経済の後退入りは回避され、緩やかな減速で歯止めがかかると見込まれる。もっとも、リスクの芽が全く見あたらないわけではない。この数十年間、世界経済を後退させてきた原因は、何らかの形のバブル崩壊であった。そして、足元の動きを観察すると、一部ではバブルが蓄積する徴候がみられる。景気回復に連動してバブルの芽は今後も膨らみ続ける可能性が高いため、資産バブルの崩壊リスクには警戒が必要である。

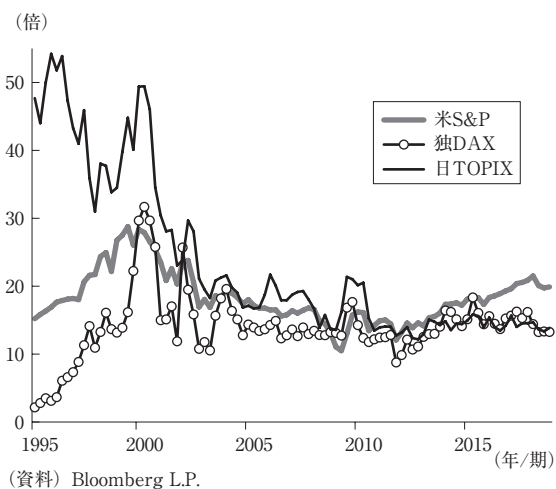
一つ目は、株式市場である。株価の割高感を測る株価収益率をみると、日本やドイツでは落ち着いた水準で推移している（図表26）。しかし、アメリカでは上昇傾向をたどり、足元では20倍前後に達している。この水準は、ITバブル期ほどの高レベルではないものの、リーマンショック前を大きく上回る

ものである。

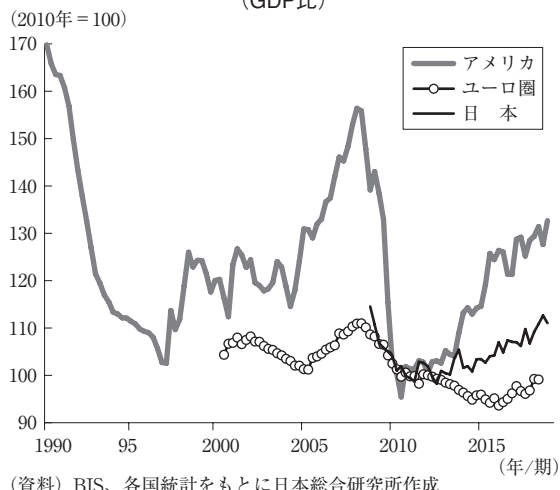
二つ目は、不動産市場である。株式市場と同様、日本やユーロ圏の商業用不動産価格には際立った過熱感がみられない（図表27）。しかし、アメリカでは急ピッチで上昇している。アメリカの1990年と2008年の景気後退は不動産市場が引き金となっただけに、注意すべき動きといえよう。

三つ目は、設備投資である。先進国では適正水準にあるものの、中国では依然として高いレベルにある（図表28）。GDPに占める投資比率が高いということは、付加価値を生みにくい低採算分野に大量の投資が行われている可能性を示唆する。景気後退を防ぐために、今後、非効率分野への投資が拡大する可能性も高まってきた。過剰投資は過剰債務・不良債権問題の原因にもつながるため、今後の展開を注視する必要がある。

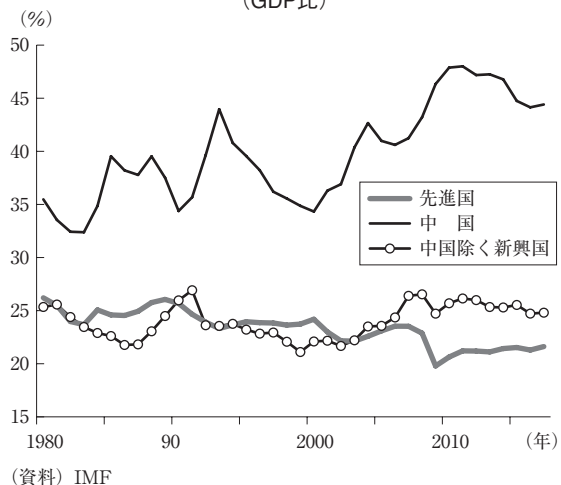
（図表26）黒字企業の株価収益率



（図表27）先進国の商業用不動産価格
(GDP比)



（図表28）ISバランスからみた投資額
(GDP比)

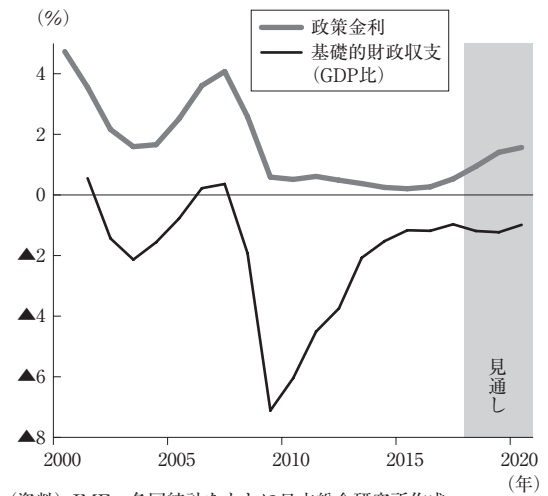


もちろん、これらはいずれも不均衡蓄積の途上であり、リーマンショック前夜のような差し迫った状況とはいえない。リーマンショックから10年しか経っていないため、バブルへの警戒感はまだ薄れていないとみられる。バブル崩壊に伴う景気後退リスクは、少なくとも2020年までは小さいと判断して差し支えないだろう。したがって、何らかの理由で景気が下振れたとしても、資産市場を巻き込んだ急激な落ち込みにはならないと考えられる。たとえ減速する場合であっても、2016年のような穏やかな減速にとどまるのではないかと。

もっとも、各国の政策対応力が低下している点は大きな不安材料である。リーマンショック後の大規

模金融緩和、そしてその後の緩やかな金融政策正常化プロセスの結果、先進国では利下げ余地が限られている（図表29）。金融政策正常化で先行しているアメリカでさえ、利下げできる余地は3%程度にすぎない。また、景気拡大期にもかかわらず、財政赤字体質からも抜け出していない。各国でポピュリズム色の強い財政政策が実施された結果、財政政策の追加発動余地も小さくなっている。こうした状況下にあると、たとえ軽い景気後退であっても、政策面からの景気押し上げ効果は期待しにくい。深刻な景気落ち込みは回避できても、成長トレンドに復帰するきっかけをなかなか掴めなくなる可能性がある。潜在成長ペースで回復している今こそ、財政・金融政策の正常化に取り組み、いざという場合に備えた政策対応余力を確保しておくことが必要である。

（図表29）先進国の政策金利と財政収支



（資料）IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成
 （注）政策金利はPPPシェアで加重平均。

（2018. 12. 10）