

《 2018～19年 世界経済見通し 》

2018年7月5日

No.2018-012

## 自律回復力と下振れ圧力のせめぎ合いに

～ リスクが顕在化しなければ緩やかに成長加速 ～

調査部 マクロ経済研究センター

### 《 要 点 》

- ◆ 世界経済には不透明感が広がっているものの、実体経済は堅調を維持。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可能。
- ◆ 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見込み。さらに、米国の財政政策効果も本格化。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。
- ◆ 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。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。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。
- ◆ 米国、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見通し。半年前の予測と比べても、2018年、2019年ともに上方修正。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ず。
- ◆ 第1に、貿易取引が停滞するリスク。とりわけ、米国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。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。
- ◆ 第2に、新興国で利上げが加速して、実体経済をオーバーキルするリスク。米国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。
- ◆ 第3に、景気後退時の対応力が低下しているという問題。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。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。

< 目次 >

(1) 世界経済の現状	1
(2) 世界経済の展望	
① 先進国	2
② 新興国	3
③ 予測値	4
(3) 下振れリスク	
① 貿易取引の停滞	5
② 金融引き締めの伝播	6
③ 景気後退時の対応力低下	7

本件に関するご照会は、**首席研究員 忝村秀樹** 宛てにお願いいたします。

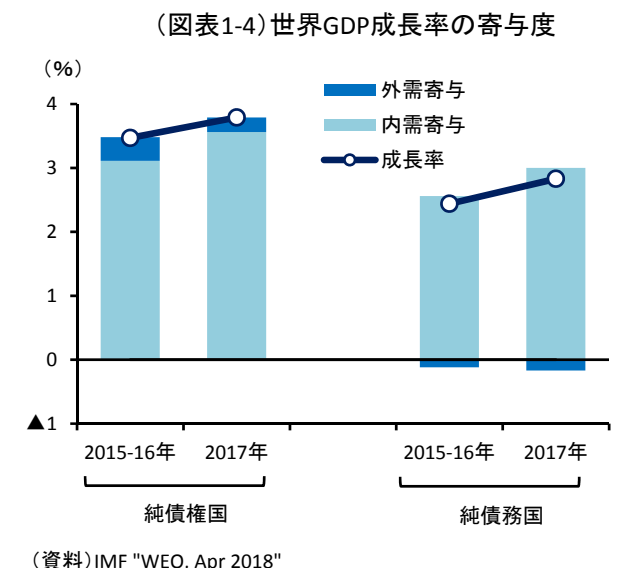
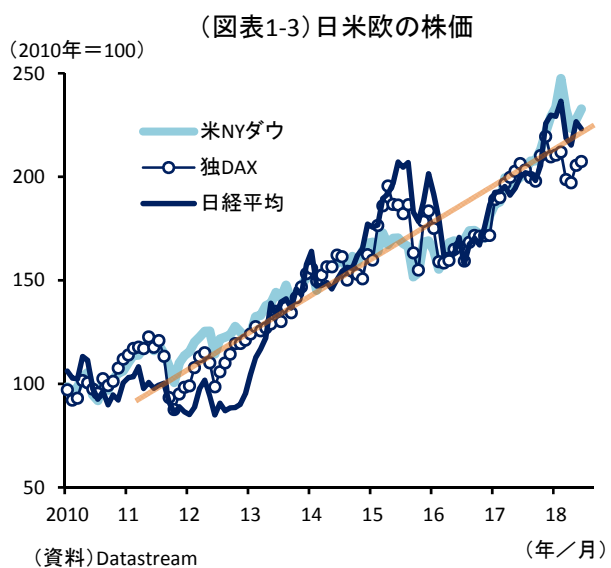
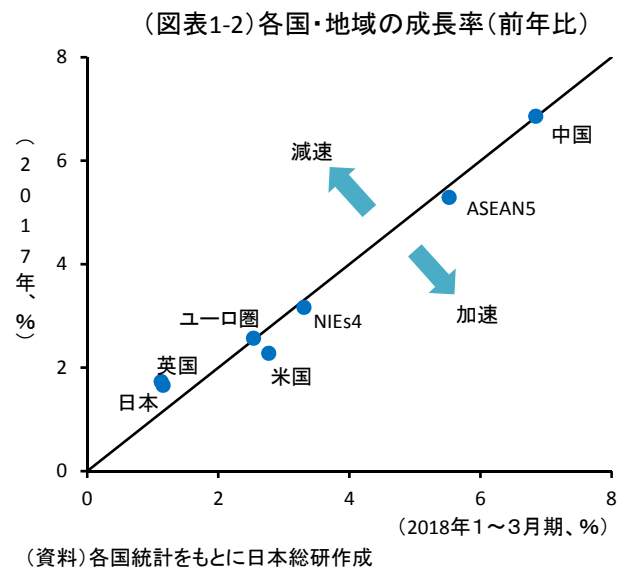
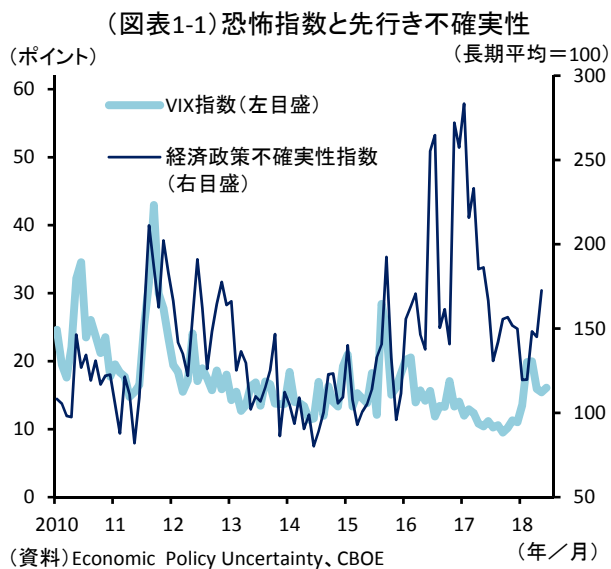
Tel: 03-6833-0929

Mail: matsumura.hideki@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

# 現状 不透明感が広がるなかでも世界景気は堅調

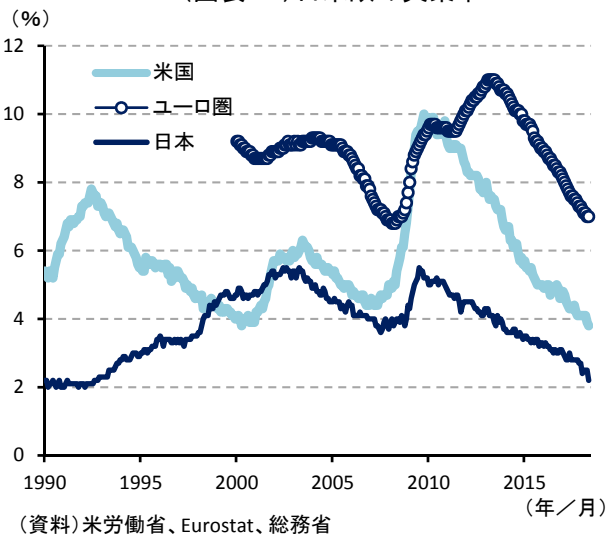
- (1) 世界経済に不透明感が蔓延。トランプ大統領が公約に掲げていた貿易摩擦がよいよ本格化。政治面ではイタリアをはじめ各地域でポピュリズム政権が台頭したほか、外交・安保面でも中東情勢に混乱の芽。先行きの不確実性が高まったため、マーケットにも弱気ムードが広がり始めている状況（図表1-1）。
- (2) もっとも、実体経済は総じて堅調。2018年入り後、日本・英国の成長率は若干低下したものの、米国はむしろ加速（図表1-2）。ユーロ圏とアジア諸国も高めの成長ペースを維持。減速が予想されていた中国も、政府目標を上回る高めの成長が継続。
- (3) 足元で調整色が出ている株価も、中期的にみれば上昇トレンドの範囲内（図表1-3）。世界景気が弱含んだ2012年や2016年ほどの落ち込みには至っておらず。先行きの企業業績を織り込む株価動向からみる限り、当面の景気失速リスクは限定的。
- (4) 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持続するなか、内需の牽引力が高まってきたことを指摘可能（図表1-4）。各国・地域とも自律回復力が強まってきたため、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。



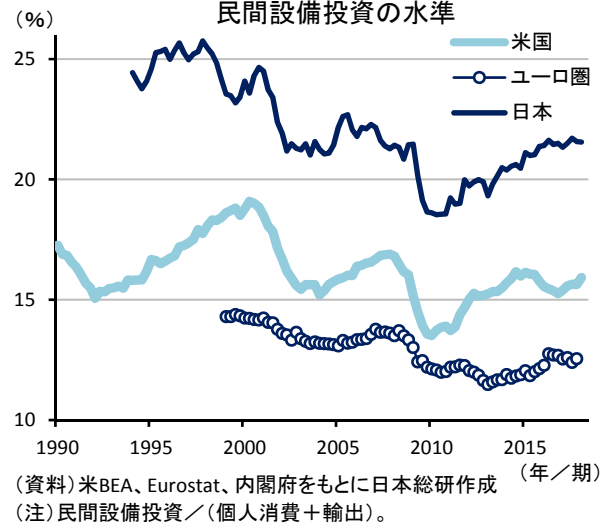
## 先進国 自律回復色が強まり潜在成長率を上回る成長

- (1) 先進国では所得環境の回復が明確化。失業率は、日米欧とも歴史的に最も低いレベル圏まで低下（図表2-1）。労働需給のタイト化により、賃金にも上昇圧力。所得環境の持ち直しを受けて、個人消費は堅調を維持する見通し。
- (2) 企業業績の改善を受けて、設備投資も回復傾向をたどる見込み。日米欧ともに、内外需要との兼ね合いからみた設備投資水準にはさらなる上昇余地（図表2-2）。当面、個人消費や輸出の増加ペースを上回る伸びが期待可能。
- (3) 民間需要の回復に加え、米国では財政政策効果が本格化する見通し。今回の景気拡大局面では、財政拡張スタンスが維持されていることが大きな特徴（図表2-3）。2018年から2019年にかけて、トランプ政権の減税策や歳出拡大策により、財政面からの景気刺激効果がさらに強まる見込み。
- (4) 堅調な内需に支えられて自律回復色が強まるため、日米欧とも潜在成長率を上回る成長が続く見通し（図表2-4）。高めの成長を維持する米国・ユーロ圏では、景気・物価動向に配慮しながら、金融政策の正常化を進めることに。日本でも一人当たりGDP成長率が1%台半ばまで上昇。ただし、ブレグジットの混乱下にある英国は低めの成長。

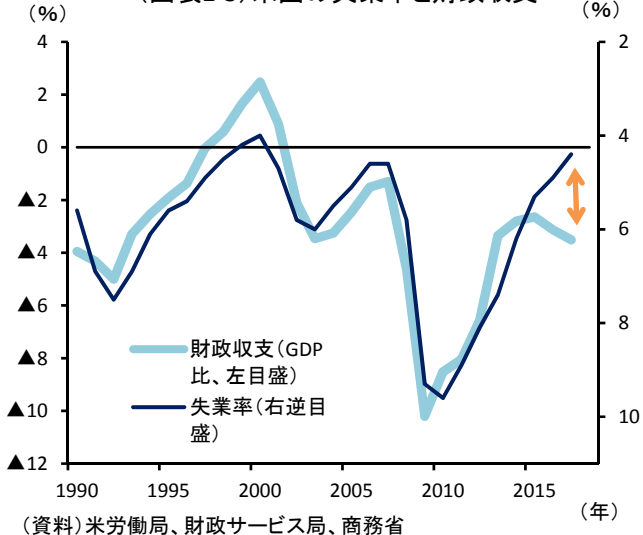
(図表2-1) 日米欧の失業率



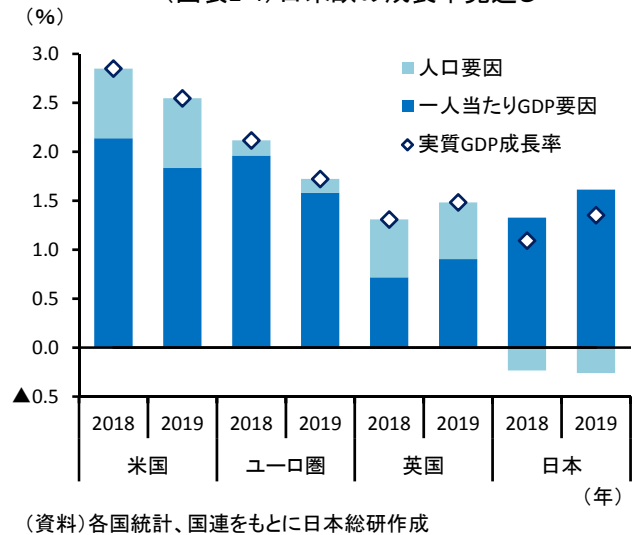
(図表2-2) 内外需要に対する民間設備投資の水準



(図表2-3) 米国の失業率と財政収支

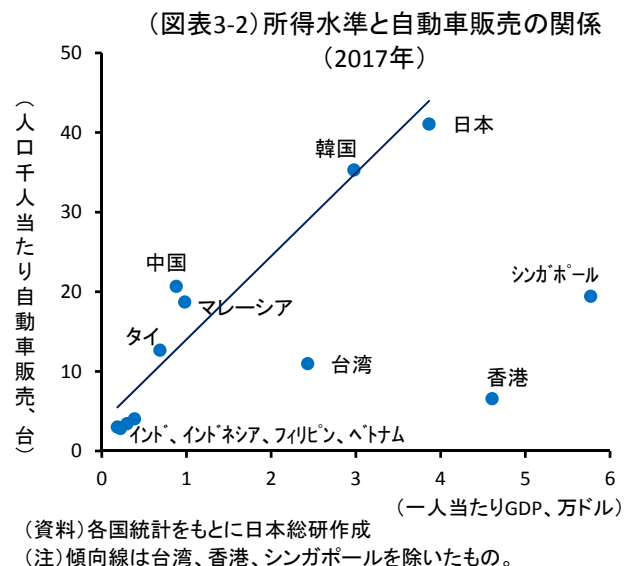
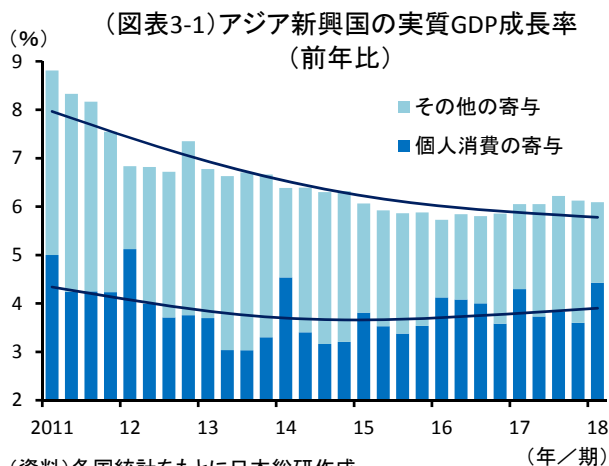


(図表2-4) 日米欧の成長率見通し

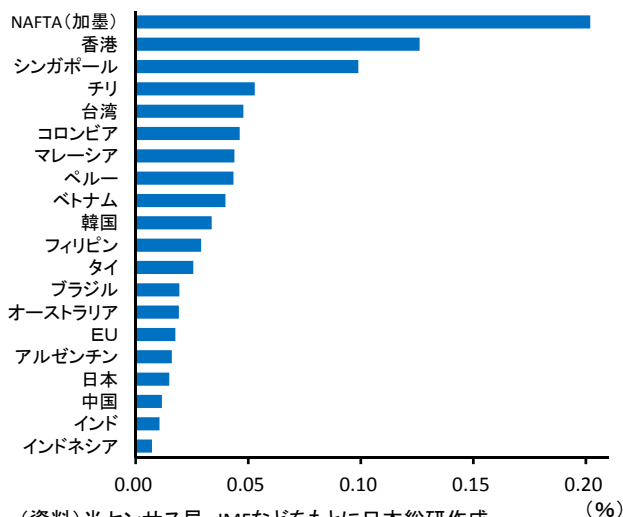


## 新興国 内需主導型の成長にシフト

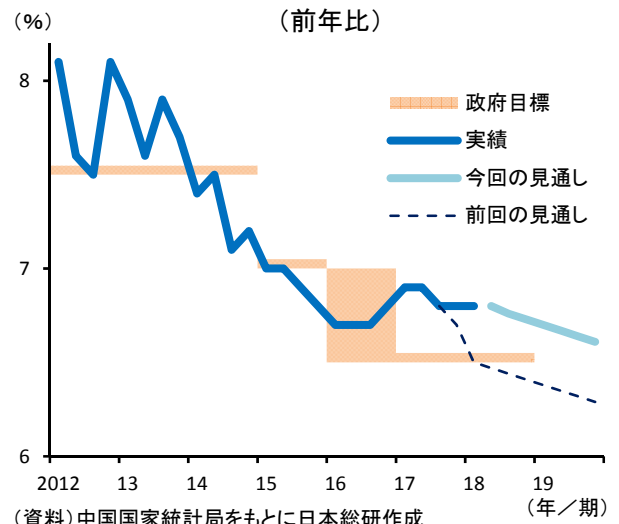
- (1) アジア新興国でも内需主導型成長へのシフトが鮮明に。とりわけ、消費市場の厚みが増してきたことが特徴。2010年代入り後、アジア新興国の成長率は趨勢的に低下してきたものの、個人消費の寄与度は足元でむしろ高まる方向（図表3-1）。輸出や加工組立製造業が牽引する経済構造から、消費やサービス業が牽引する経済構造に徐々に転換。
- (2) 所得水準の上昇余地から考えても、アジア新興国の消費市場はさらに拡大する見通し。例えば、代表的な耐久消費財である自動車販売は、一人当たり所得に連動して増加（図表3-2）。中所得国に差し掛かったインド、インドネシア、フィリピン、ベトナムだけでなく、高所得国への脱皮を狙う中国、マレーシア、タイでも、今後の所得拡大により自動車需要はさらに拡大する見通し。
- (3) 加えて、当面は米国景気上振れの波及効果も期待可能。トランプ政権の財政政策が本格化すれば、輸出拡大を通じて新興国景気にもプラス影響（図表3-3）。
- (4) 一方、過剰投資の抑制を進める中国では内需の牽引力が低下。強含んでいた成長率も再び減速へ（図表3-4）。ただし、安定成長を維持するという当局の姿勢は強固なため、景気失速の公算は小。米国との通商摩擦が深刻化しない限り、緩やかな減速トレンドをたどる見通し。



(図表3-3) 米国の成長率が0.5%ポイント上振れた場合の各国の増分(GDP比)



(図表3-4) 中国の実質GDP成長率 (前年比)



## 見通し 成長ペースは緩やかに上昇

- (1) 2018～2019年の世界経済は、緩やかに成長ペースが高まっていくと予想（図表4-1）。先進国は若干減速するものの、新興国の成長率が高まる見通し（図表4-2）。全地域にわたって予測値が上振れた結果、前回（2017年12月）の見通しに比べると、2018年、2019年ともに0.2%ポイントの上方修正（図表4-3）。
- (2) 先進国は米国が牽引役。米国では大規模な財政政策が実施されるため、2018年を中心に成長率が上振れる見込み。輸出の高い伸びが一巡するユーロ圏と日本は減速するものの、潜在成長率は確保する見通し。一方、ブレグジットのマイナス影響が残る英国では、成長が加速しにくい状態が続く見込み。
- (3) 新興国の成長加速は、資源価格上昇の恩恵を受ける資源国、内需が拡大するASEAN・インドが牽引役。急拡大してきたIT輸出がペースダウンするNIEsと、構造調整を進める中国では成長ペースが緩やかに減速。
- (4) 以上のように、世界経済は堅調を維持するとみられる一方、様々な下振れリスクも浮上。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大きく左右される見込み。今後注意すべき下振れリスクは3点。

(図表4-1) 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

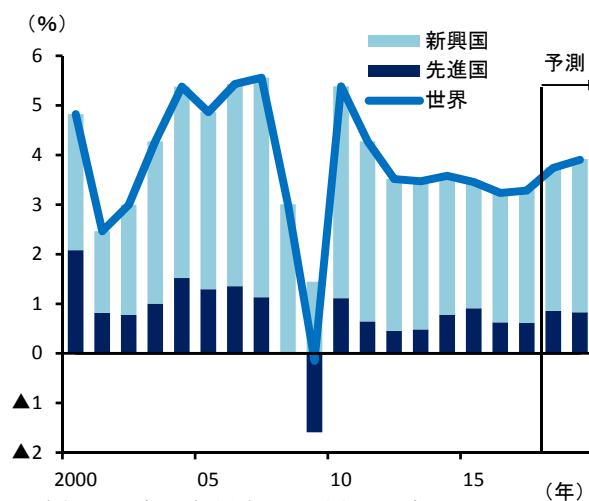
(資料) IMF、各国統計をもとに日本総研作成

(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。

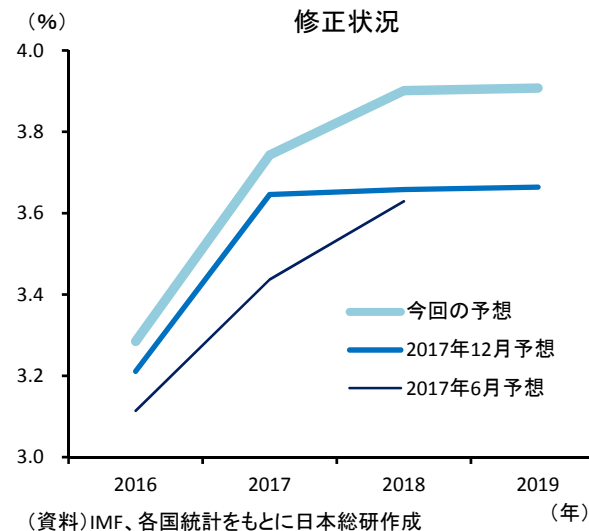
(注2) 地域は購買力平価ベース。

(注3) インドのみ年度ベース（当年4月～翌年3月）。

(図表4-2) 実質GDP成長率の寄与度

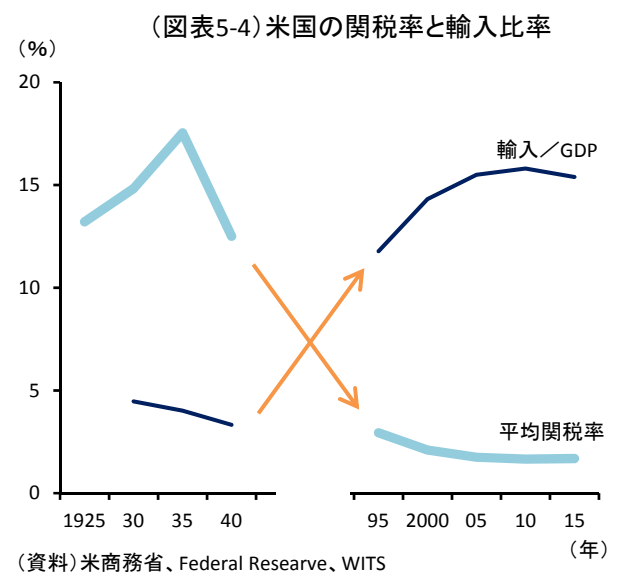
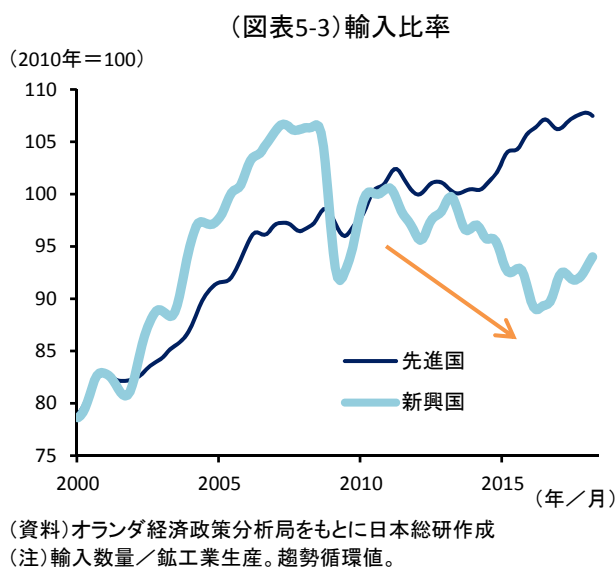
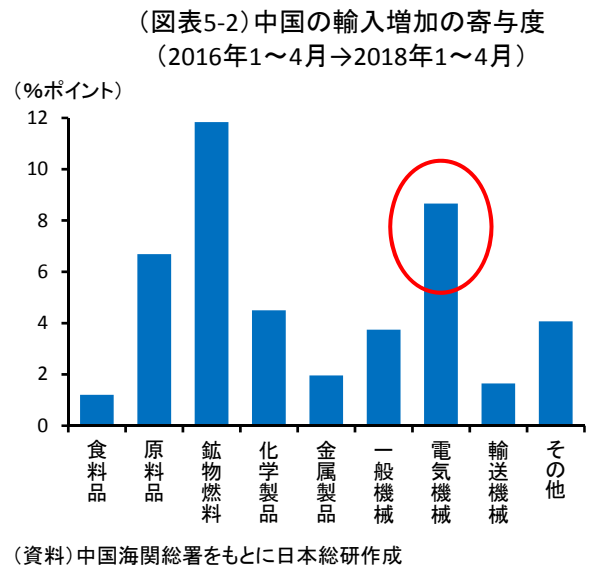
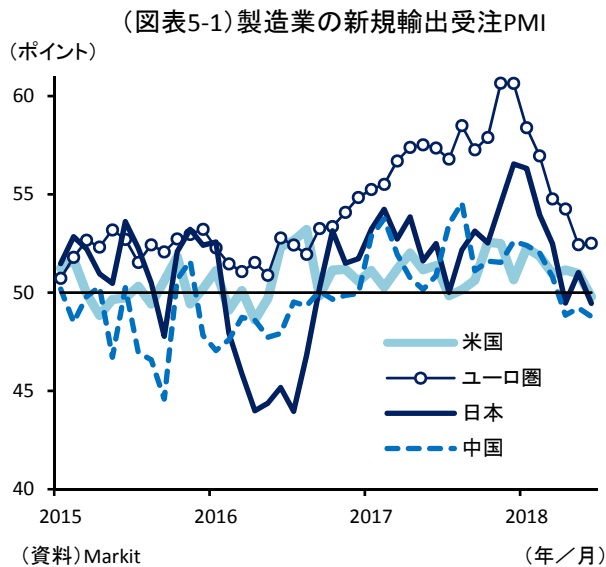


(図表4-3) 実質GDP成長率見通しの修正状況



# リスク① 貿易取引の停滞

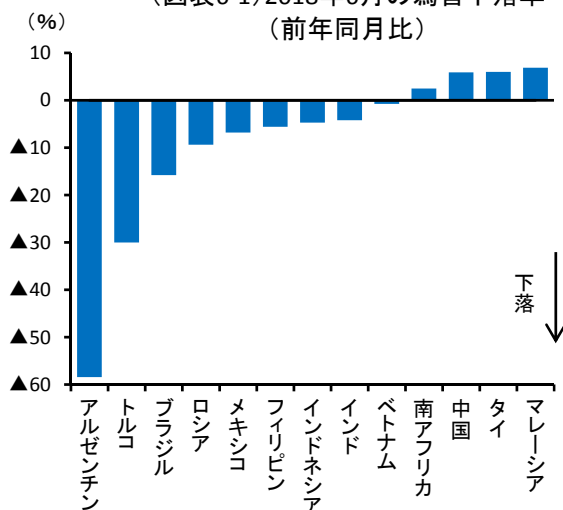
- (1) ひとつめは、貿易取引が停滞するリスク。輸出の先行きを示唆する新規受注PMIが足元で弱含むなど、外需環境はやや注意を要する状況（図表5-1）。これまで貿易取引の拡大が世界景気回復の一因となってきただけに、輸出入の失速は大きな懸念材料。貿易取引が下振れるシナリオとしては、以下の三つが想定可能。
- (2) 世界的な電子部品需要が下方サイクルに向かうケース。過去2年間の貿易拡大を牽引してきたのは、AI・IoT・自動運転などに誘発された電子製品・部品の需要拡大（図表5-2）。もっとも、これまでの伸びが急ピッチだっただけに、調整局面に転じる可能性も。
- (3) 新興国の輸入依存度が再び低下するケース。2010年代のスロートレードの主因は、新興国での内製化に伴う輸入比率の低下（図表5-3）。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ており、先進国からの輸入代替が再加速する可能性も。
- (4) 通商摩擦に歯止めがかからないケース。米国の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、米国を中心に「貿易戦争」状態に。メインシナリオでは景気へのマイナス影響が深刻化する前に収束が図られると想定しているものの、世界的にサプライチェーンが深化しているだけに（図表5-4）、長期化すればマイナス影響が世界中に拡散する公算大。



## リスク② 金融引き締めが新興国に伝播

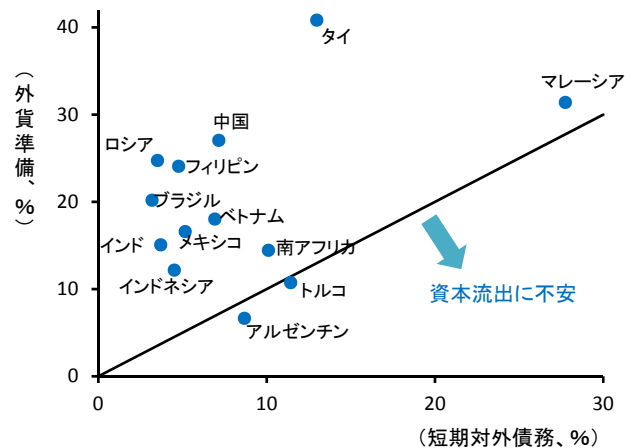
- (1) ふたつめは、新興国で利上げが加速するリスク。新興国では、国内外双方から利上げ圧力が高まっている状況。
- (2) 外部要因としては、米国の利上げによる資金流出懸念。アルゼンチン・トルコなどでは通貨が大幅に下落し、通貨防衛のため金利を引き上げざるをえない状況（図表6-1）。過去の通貨危機の反省から、アジア新興国ではおおむね潤沢な外貨準備と抑制された対外債務が維持されているものの、一部の国では脆弱性が残存（図表6-2）。とりわけ、外貨準備に比べ対外債務比率が高いマレーシアは、国内政治にも不安を抱えているため先行きに不透明感。
- (3) 内部要因としては、ホームメイド・インフレの懸念。先進国と同様、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。実際、アジア新興国の失業率は過去最低水準にまで低下（図表6-3）。物価・賃金上昇を予防するため、低金利政策からの転換が必要な環境に。
- (4) この結果、一部の資源国を除き、大半の新興国が利上げモードに（図表6-4）。アルゼンチン・トルコのように通貨急落に直面した国だけでなく、ASEAN・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。今後利上げが加速するようなら、実体経済をオーバーキルする可能性も視野に。

(図表6-1) 2018年6月の為替下落率  
(前年同月比)



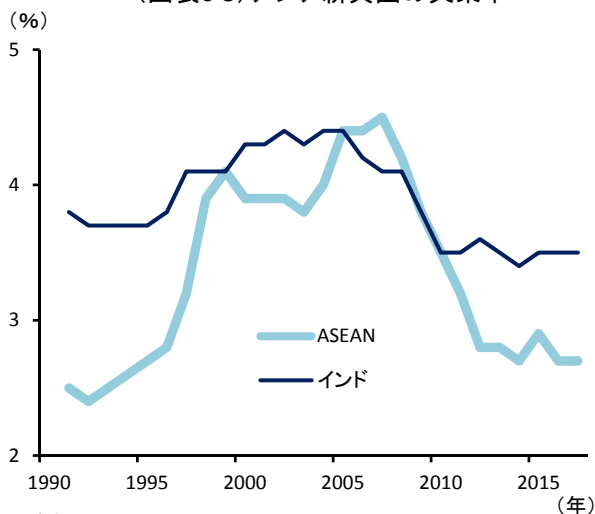
(資料) Datastream

(図表6-2) 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研作成

(図表6-3) アジア新興国の失業率



(資料) ILO

(図表6-4) 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	→	↓

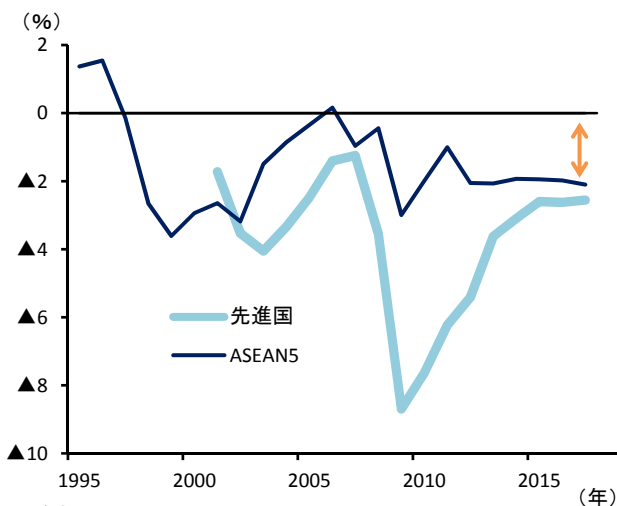
(資料) 各国統計をもとに日本総研作成



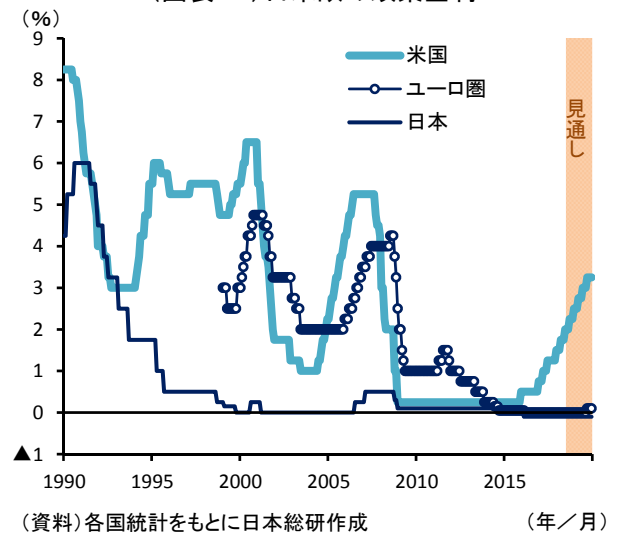
## リスク③ 景気後退時の対応力が低下

- (1) 様々な下振れリスクが台頭しているほか、景気回復の長期化で循環的に考えてもいつピークアウトしても不思議ではない状況。こうしたなか、景気後退時の政策対応力が低下しているという問題が第3のリスク。
- (2) 財政面では、リーマンショック前よりも財政赤字幅が拡大しており、歳出拡大余力が低下（図表7-1）。財政基準が課されているユーロ圏ではほぼ収支均衡を達成しているものの、それ以外の地域は新興国も含めて景気回復に見合った財政再建が進んでいない状況。ポピュリズム的な財政バラマキが足を引っ張っている可能性。
- (3) 金融面でも、十分な景気刺激効果は期待薄。日欧では非常時対応の低金利政策から抜け出せていないほか、正常化を進める米国でも以前より利下げ余地は小幅（図表7-2）。中央銀行のバランスシートも拡大しているため、追加的な量的緩和策にも限度（図表7-3）。
- (4) さらに、企業の不況抵抗力が低下。中国だけでなく、米欧や新興国でも民間企業の債務残高はリーマンショック前より高水準（図表7-4）。利上げや収益減に脆弱な体質に変わっているため、景気後退時の調整圧力が大きくなる恐れ。

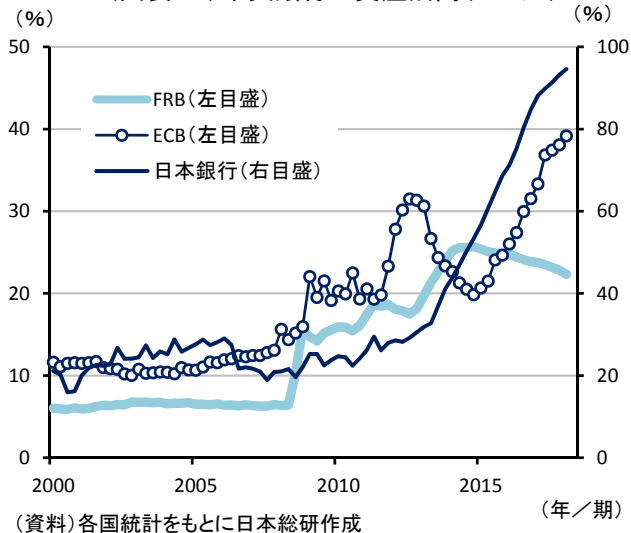
(図表7-1) 一般政府の財政収支(GDP比)



(図表7-2) 日米欧の政策金利



(図表7-3) 中央銀行の資産残高(GDP比)



(図表7-4) 企業部門の債務残高  
(非金融、GDP比)

