

世界経済見通し

—けん引役が不在のなか、力強さを欠く世界経済—

調査部 マクロ経済研究センター所長 牧田 健

目 次

1. もたつきがみられる世界経済
2. 世界経済のけん引役
 - (1) アメリカの購買力の低下
 - (2) 期待外れの新興国の購買力
 - (3) 過剰流動性に依存する世界経済
3. 2014～2015年の世界経済
4. リスク要因

要 約

1. 世界経済は回復傾向にあるものの、ペースは依然緩慢にとどまっており、なかでも新興国は、いまだ減速基調から抜け出せていない。内需が脆弱な新興国では、依然景気が輸出に左右されており、先進国での輸入減速にあわせ、輸出が下振れしている。したがって、世界経済が力強さを増していけるかどうかは、先進国、とりわけアメリカの輸入動向が大きな焦点になってこよう。
2. アメリカでは、これまで景気が回復すると上昇していた輸入比率が、2011年以降横這いで推移している。背景の一つに、シェール革命を受けた原油輸入の減少がある。もっとも、原油以外でも、新興国でのコスト高などを受け輸入代替の動きが一巡している。さらに、バブル崩壊を受けて総需要も低迷しており、2000年代に世界経済をけん引したアメリカの購買力は大きく低下している。こうした状況下、アメリカに代わる新たなけん引役が現れない限り、アメリカ以外の地域の成長率は伸び悩みが続く公算が大きい。
3. 一方、2011年以降、アメリカに代わって輸入比率が上昇し、純輸出のマイナス寄与が拡大した国は、日本など一部に限られており、アメリカに代わる買い手は不在の状況にある。新たな買い手として期待される新興国では、中国での過剰投資問題やアメリカの量的緩和縮小観測をきっかけとする資金流出懸念を背景に、2013年入り以降むしろ実質輸入の増勢が鈍化している。新興国も、当面世界経済をけん引するだけの持続的かつ大幅な輸入拡大は困難な情勢となっている。
4. こうしたなか、先進国では、大幅なGDPギャップを抱えデフレーション傾向が長期化するとみられる。中国でも、過剰な生産能力を抱え財のデフレが続いており、安価での輸出を通じて世界的なデフレ圧力となっている。こうした状況下、先進国では積極的な金融緩和を継続していく必要があり、過剰流動性のもと、長期金利低下、株高の環境が維持される見通しである。
5. 以上を踏まえ、2014～2015年の世界経済を展望すると、先進国では緩やかな景気回復が続く一方、新興国では、先進国の緩慢な景気回復を受け輸出が伸び悩み、停滞色の強い状況から抜け出せないとみられる。この結果、2014年の世界実質GDP成長率は+3.3%と力強さを欠いた状態が続く見通しである。一方、アメリカ景気が力強さを増す2015年には、それに連動する形で新興国でも回復傾向が明確化し、2015年通年では+3.9%となる見通しである。
6. 景気回復が力強さを欠くなか、さらなるリスクとしては、①中国での不動産バブルの崩壊、②地政学的要因による原油価格高騰、③アメリカ金利上昇に伴う新興国からの資金流出懸念再燃が指摘できる。これらが現実化すれば、低迷が一段と長期化する可能性があるだろう。

1. もたつきがみられる世界経済

2013年春以降緩やかながらも持ち直しの動きが続いてきた世界経済は、2014年に入りもたつきが目立ってきている。主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、ユーロ圏や日本で堅調な推移が続いたものの、アメリカでは寒波の影響もあり増勢が鈍化したほか、中国でも昨年秋をピークに再び減速している。この結果、1～3月期の実質GDP成長率は、世界経済全体で前年比+3.0%と増勢が鈍化した（図表1）。

地域別にみると、「先進国堅調・新興国低迷」の構図に変化はみられていない。IMF（国際通貨基金）の世界経済見通しによると、先進国では、2014年の成長率が2012年、2013年の実績を上回っているほか、2013年春以降見通しの下方修正にも歯止めがかかっており、景気回復が定着している。これに対し、新興国では、2014年の成長率が2013年と同程度にとどまり、かつ、見通しも改定の度に下方修正されており、いまだ景気減速基調から抜け出せていない（図表2）。

新興国での景気見直し下方修正の背景には、新興国での輸出低迷が指摘できる。IMF見通しによると、成長率を大幅に上回るペースで輸出数量（財・サービス）の伸びが下方修正されており、輸出の想定以上の弱さが成長率下振れに作用している（図表3）。これは、新興国では内需が拡大しているとはいえ、景気は依然輸出動向に左右されていることを示唆している。一方、新興国での輸出減速は、従来同様先進国での輸入減速と連動している。これは、新興国間での貿易取引は増大しているものの、最終的な需要は依然先進国に大きく依存していることを示唆している（図表4）。

これらを踏まえると、世界経済が力強さを増していけるかどうかは、先進国、とりわけアメリカの輸入動向が大きな焦点になるといえる。同時に、いまだ輸出依存が強い新興国が、内需主導で成長し、輸入拡大を通じて世界経済をけん引していけるのかが大きなカギとなるとみられる。

そこで以下では、これらについて検討していく。

（図表1）主要20カ国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）

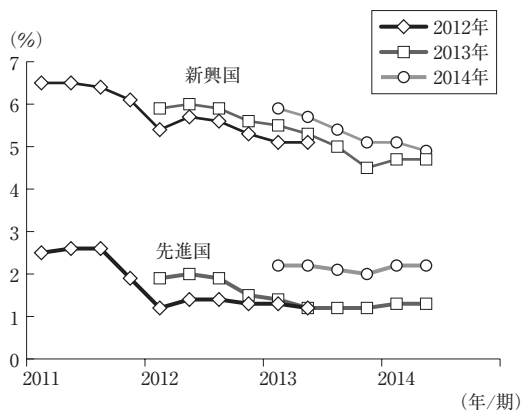


（資料）各国統計、IMF

（注1）主要20カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位22カ国。うち、イランとサウジアラビアは統計の制約上除外。ユーロ圏加盟国はユーロ圏としてカウント。

（注2）国・地域別寄与度、G20計は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。

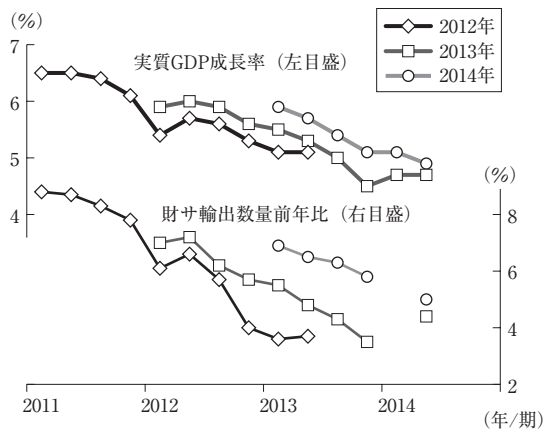
（図表2）IMF実質GDP成長率見通しの修正状況



（資料）IMF, "World Economic Outlook"

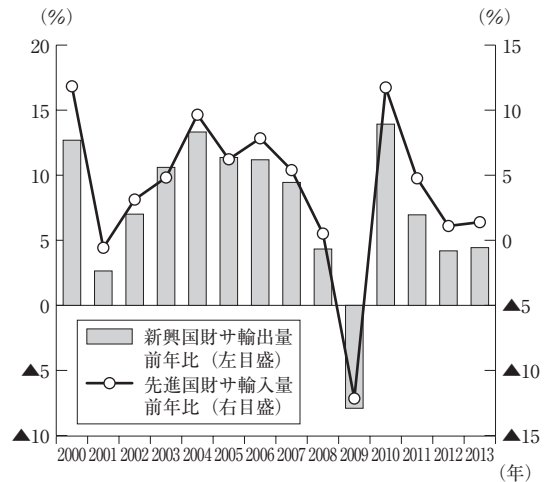
（注）横軸は、各年の1月update, spring, 7月update, autumnの見通し。

(図表3) 新興国の成長率・輸出数量見通しの修正状況



(資料) IMF, "World Economic Outlook"
 (注1) 横軸は、各年の1月update, spring, 7月update, autumnの見通し。
 (注2) 2014年1月の財サ輸出数量は未公表。

(図表4) 新興国の輸出数量と先進国の輸入数量



(資料) IMF, "World Economic Outlook"

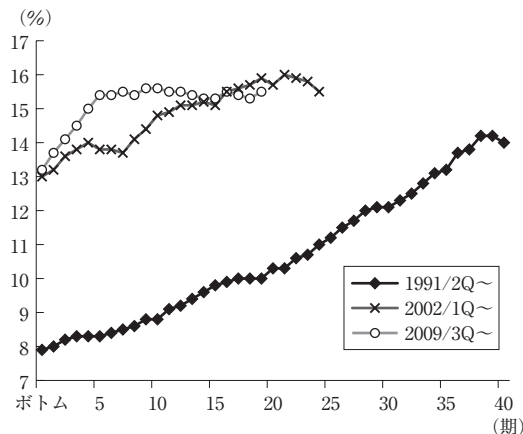
2. 世界経済のけん引役

(1) アメリカの購買力の低下

アメリカでは、これまで景気が回復すると輸入が大幅に増加し、輸入比率（実質輸入/実質GDP）が右肩上がりでも上昇してきた。こうした旺盛な輸入が世界の買い手として世界経済をけん引してきた。しかし、今回の景気回復局面では、輸入比率は2010年末まで上昇したものの、その後は横ばいで推移するなど、従来の景気回復パターンとは異なる動きがみられている（図表5）。

そこで、アメリカの景気回復局面毎のGDP・輸入・総需要をみると、今局面ではすべての項目において伸びが鈍化している。なかでも、財政面からの景気下支えが一巡した2010年末以降は、それぞれ2%前後まで伸びが鈍化しており、逆に外需寄与度がプラスに転化するなど、世界経済をけん引するというよりも、世界経済拡大の恩恵を受ける立場に転じている（図表6）。

(図表5) アメリカ景気回復局面下の輸入比率



(資料) アメリカ商務省、NABE
 (注1) 輸入比率=実質輸入/実質GDP
 (注2) 景気日付はNABEに準拠。

(図表6) 90年代以降のアメリカ景気回復局面における成長率

	平均成長率 (%)			同寄与度 (%)	
	GDP	輸入	総需要	外需	内需
1991/2Q~	3.6	9.9	4.2	▲0.4	4.0
2002/1Q~	2.8	6.0	3.2	▲0.1	2.9
2009/3Q~	2.1	5.8	2.5	▲0.1	2.2
~2010/3Q	2.7	16.3	4.3	▲0.8	3.5
2010/4Q~	1.9	2.1	1.9	0.1	1.7

(資料) アメリカ商務省、NABE
 (注) 景気日付はNABEに準拠。

輸入の伸び鈍化には、一部シェール革命を受けた原油・天然ガス輸入の減少という要因はあるものの、工業用原料を除いたベースでも輸入比率の上昇に歯止めがかかっており、ドル安や新興国での人件費増加等により、労働集約的な製品を輸入で代替していくという動きが一巡した可能性がある（図表7）。一方、GDP・総需要の伸び鈍化の背景には、ベビーブーマー世代の引退という人口動態面に加え、バブル崩壊をきっかけとする企業・家計のマインド慎重化等の履歴効果が指摘できる。すでに家計のバランスシート調整は一巡しており、今後は家計部門を中心に持ち直しが期待されるものの、企業が慎重姿勢を崩さず、結果として家計の所得が伸び悩むなか、2000年代までにみられたような高成長への復帰は当面期待し難いだろう。

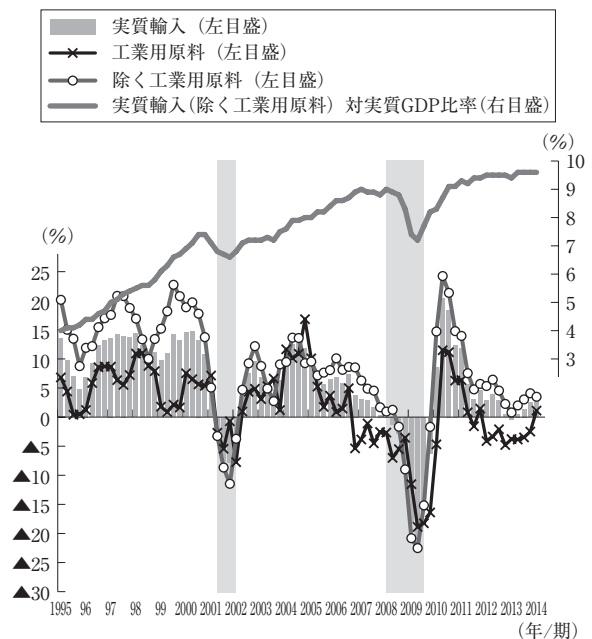
このように、リーマン・ショックを契機にアメリカの購買力は大きく低下しており、2000年代までにみられたように、経常赤字の拡大を通じて世界経済をけん引していく力は減衰したとみざるをえない。ちなみに、1990年代後半以降、アメリカを除く世界実質GDPは、アメリカの経常赤字が拡大すると成長ペースが加速し、赤字が縮小すると減速している（図表8）。アメリカに代わる新たなけん引役が現れない限り、アメリカ経常赤字の縮小・拡大一服はアメリカ以外の地域の成長率伸び悩みにつながる公算が大きい。

(2) 期待外れの新興国の購買力

そこで、アメリカに代わって世界の買い手となった国を探るべく、主要国・地域の輸出入比率の変化幅をみると、アメリカの輸入が頭打ちとなった2011年以降、輸入比率が上昇し、かつ、純輸出の黒字が縮小あるいは赤字が拡大したのは、日本やロシア・ブラジル等に限定されている（図表9）。このうち、日本は東日本大震災を受けた原発稼働停止の影響が色濃く、ロシアやブラジルも需要拡大より供給制約の強まりという側面が強い。したがって、実質的にアメリカに代わる買い手は不在の状態が続いている。

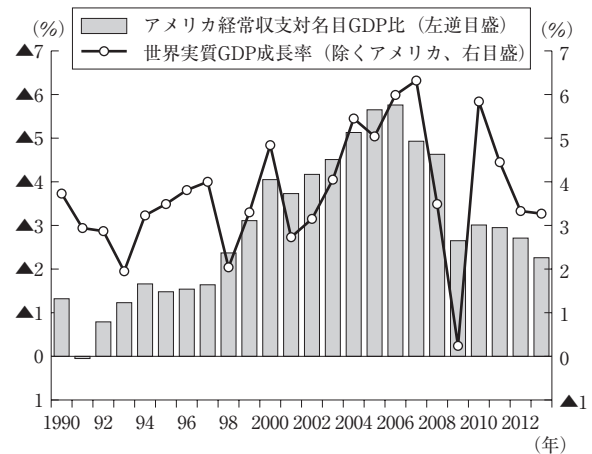
新興国は、アメリカに代わる下支え役を期待されているが、2013年入り以降むしろ実質輸入の増勢が大きく鈍化しており、足許では先進国にも遅れをとっている（図表10）。この背景の一つが、これまで

(図表7) アメリカ実質輸入前年比



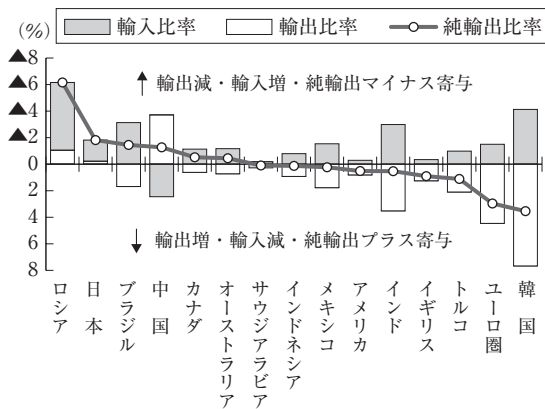
(資料) 米商務省、NABE
(注) ダーク部は景気後退局面。

(図表8) アメリカ経常収支対名目GDP比と世界(除くアメリカ)実質GDP成長率



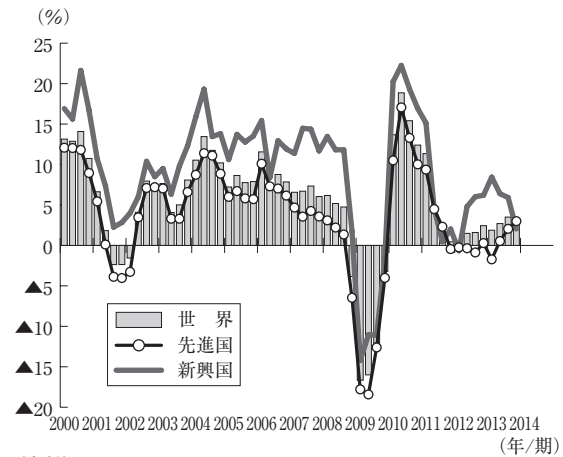
(資料) IMF

(図表9) 主要国・地域の純輸出比率の変化幅
(2010年→2013年)



(資料) 各国統計
(注1) 中国、ブラジル、サウジアラビアは名目。
(注2) サウジアラビアは2012年と2010年の比較。

(図表10) 世界実質輸入前年比

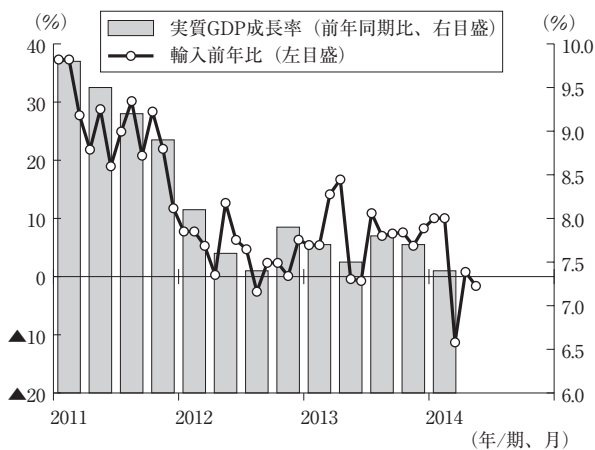


(資料) IMF
(注1) 実質輸入 = 名目輸入 / 輸入価格
(注2) 新興国は世界 - 先進国

新興国の輸入のけん引役となってきた中国での過剰投資問題の顕在化である。中国では、投資主導型成長から消費主導型成長への構造転換を目指すなか、2012年以降成長ペースが鈍化しており、これに伴い輸入の増勢も大きく鈍化している(図表11)。もう一つがアメリカでの量的緩和縮小観測をきっかけとする新興国からの資金流出懸念である。経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱え、海外投資資金の変動に対し脆弱なインド・インドネシア・ブラジル・トルコ・南アフリカ、いわゆる「フラジャイル5」では、資金流出抑制に向け、大幅な金融引き締めを余儀なくされ、このうちインドでは輸入の増勢が大きく鈍化している(図表12)。

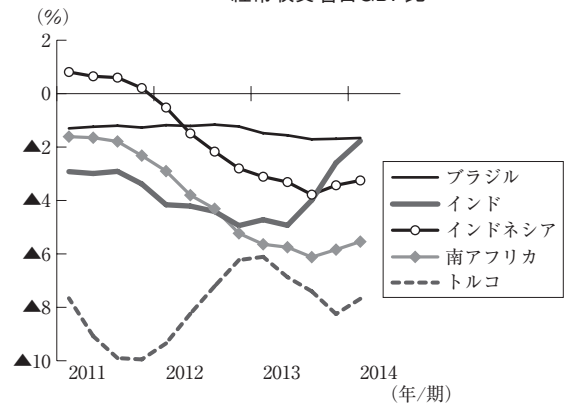
これらは、新興国は、高成長を実現するにあたり過剰投資なり、財政赤字なり、様々な歪みを抱えていること、また、アメリカのような基軸通貨の特権がないなかで、通貨安リスクに直結しかねない大幅かつ持続的な輸入拡大は当面期待し難いこと、を示唆している。中国では景気下振れ回避に向けた景気

(図表11) 中国の輸入と実質GDP成長率



(資料) 中国国家統計局、海関総署
(注) 旧正月要因除去のため、1、2月値は各1～2月累計の前年比。

(図表12) フラジャイル5カ国の
経常収支名目GDP比



(資料) 各国統計
(注) いずれも原数値の四半期移動平均値。

対策の発動、インド等ではインフレ懸念一服を受けた金融緩和等により、先行き景気の持ち直しが期待されるものの、内需および輸入は世界経済をけん引するだけの力強い拡大には至らない見通しである。

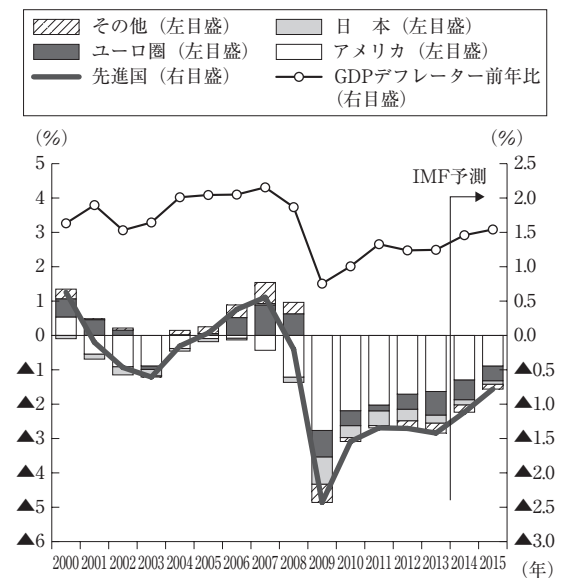
(3) 過剰流動性に依存する世界経済

以上のように、これまで世界経済をけん引してきたアメリカがその席を降り、一方で、新興国でもそれを担う力がいまだに備わっていないなかで、先進国では、大幅なGDPギャップを抱えた状況が続き、デフレーション傾向が長期化する見通しである(図表13)。これまでの先進国におけるGDPギャップとGDPデフレーター前年比の関係を踏まえると、日米欧の中央銀行がインフレ率2%を目標として掲げるなか、その実現には、GDPギャップがゼロ近傍まで縮小する必要がある。ちなみに、IMFが算出する2014~2016年にかけての潜在成長率は、アメリカで2.0%、ユーロ圏で0.9%、日本で0.5%となっている。各国でGDPギャップが向こう3年のうちに解消されるには、それぞれ平均3.4%、1.8%、1.2%の成長が必要であり、日本を除けば実現困難といえるだろう(図表14)。こうした状況下、GDPギャップの解消にはさらに数年かかるとみられ、デフレーションの解消も早くても2016年入り以降になるとみられる。

世界的なデフレーションは、先進国の需要不足だけが原因ではない。中国では、鉱工業生産が前年比+12%前後を下回るようになった2012年以降、PPI(工業生産者出荷価格指数)のマイナスが続いている。+10%超の期待成長のもと資本ストックを積み上げた(過剰投資)結果、工業製品の需給が大幅に悪化しており、財価格のデフレが進行している(図表15)。さらに、こうした中国での財デフレは、輸出を通じて世界各国に拡散している。中国の輸出物価は、2013年以降人民元高が進むなかでも前年比で下落しており、値下げを通じて輸出攻勢をかけていることがうかがわれる(図表16)。

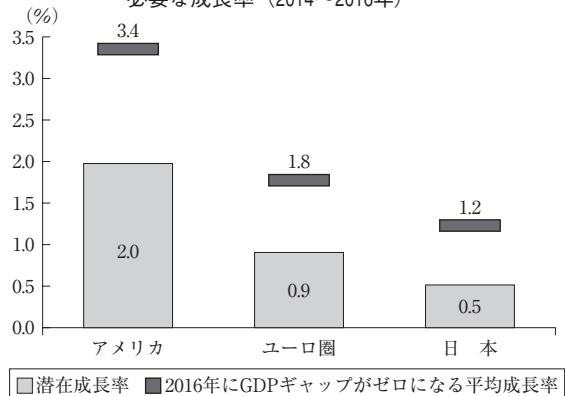
以上のような状況下、先進国では大幅なGDPギャップを抱え、需要喚起やインフレ期待の引き上げ等に向け、引き続き積極的な金融緩和の継続を迫られている。そのため、当面過剰流動性の下、世界的な長期金利低下、株高の環境が維持される見通しである。一方、中国での財デフレ解消には、需要面よ

(図表13) 先進国のGDPギャップとGDPデフレーター前年比



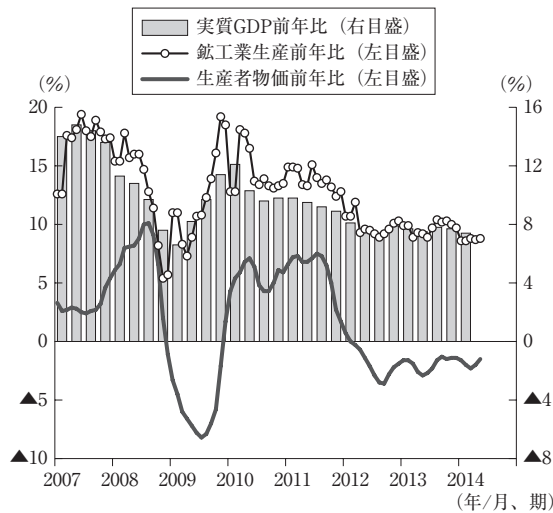
(資料) IMF

(図表14) 日米欧の潜在成長率とGDPギャップ解消に必要な成長率(2014~2016年)



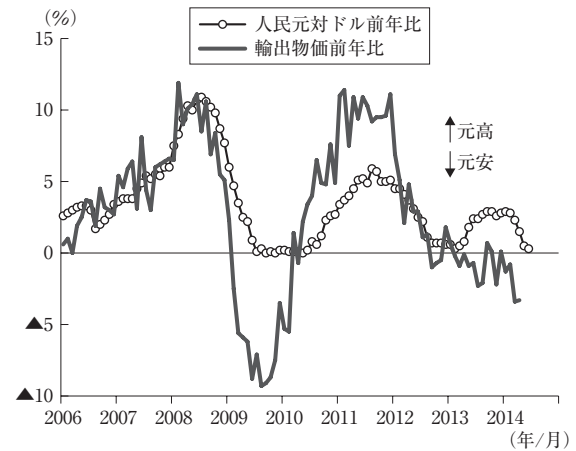
(資料) IMF

(図表15) 中国の鉱工業生産・実質GDPと生産者物価



(資料) 国家統計局
(注) 鉱工業生産の1、2月値は1～2月値。

(図表16) 人民元対ドルレートと中国輸出物価前年比



(資料) 国家統計局、中国人民銀行

りも過剰投資の圧縮という供給面からの改革が欠かせない。その意味で、足許で採用されている景気下振れ回避に向けた景気対策は、かえって構造調整を遅らせてデフレの長期化につながる恐れがあるといえるだろう。

3. 2014～2015年の世界経済

以上を踏まえ、世界経済の先行きを展望すると、アメリカでは寒波、日本では消費税率引き上げにより一時的に景気が落ち込んだものの、アメリカではバランスシート調整の一巡、日本ではデフレ脱却、ユーロ圏では財政緊縮の一巡など、これまで景気の足かせとなってきた要因が薄れるなか、先進国では景気回復が続く見込みである。もっとも、アメリカではバブル崩壊、欧州では債務危機の発生などを経験するなか、企業・家計ともにマインドが慎重化するなどの履歴効果がみられており、当面景気回復ペースは緩慢にとどまるとみられる。

一方、これまで減速が続いていた新興国では、中国での雇用安定に向けた景気対策、インドでのインフレ騰勢一服を受けた先行きの金融緩和、等を背景に、景気は早晚持ち直しに転じると期待される。もっとも、先進国の緩慢な景気回復を受け輸出の大幅増加が期待し難く、また、中国では構造改革の必要性から景気下支えが小粒かつ断続的なものにならざるを得ないこと、等から停滞色の強い状況からは抜け出せない見通しである。

この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年の+3.0%を底に持ち直しに転じるものの、2014年は+3.3%と小幅な上昇にとどまり、全般的に力強さを欠いた成長が続く見通しである(図表17)。一方、2015年になると、アメリカ経済が賃金上昇等により3%超の成長が展望され、それに伴い新興国も輸出の増加を通じて成長率の底上げが期待されることから、全体では+3.9%まで持ち直す見通しである。

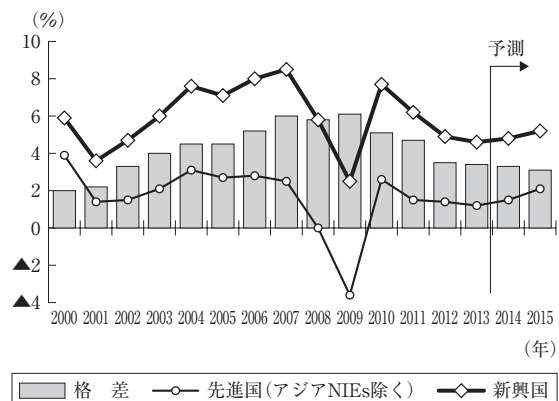
なお、先進国・新興国別の成長率格差は、先進国で緩やかな景気回復が続く一方、中国での構造調整の進展や輸出の伸び悩みから新興国景気は持ち直しペースが緩慢にとどまる結果、2015年にかけて緩や

(図表17) 世界の実質GDP成長率見通し

	(暦年、%)			
	2012年 (実績)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
世界計	3.2	3.0	3.3	3.9
先進国	1.4	1.2	1.5	2.1
アメリカ	2.8	1.9	1.5	3.0
ユーロ圏	▲0.7	▲0.4	0.8	1.0
日本	1.4	1.5	1.5	1.2
新興国	4.9	4.6	4.8	5.2
BRICs	5.9	5.8	5.9	6.2
中国	7.7	7.7	7.5	7.4
インド	4.9	4.7	5.5	6.1
NIEs	2.0	2.8	3.5	3.8
ASEAN5	6.2	5.2	4.6	5.6

(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成
 (注1) 「世界」189カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏(18カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど32カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。
 (注2) アメリカ、ユーロ圏、日本、中国、インドは現地通貨ベース。その他の地域は購買力平価ベース。
 (注3) インドは支出サイド。

(図表18) 先進国と新興国の成長率格差



(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成

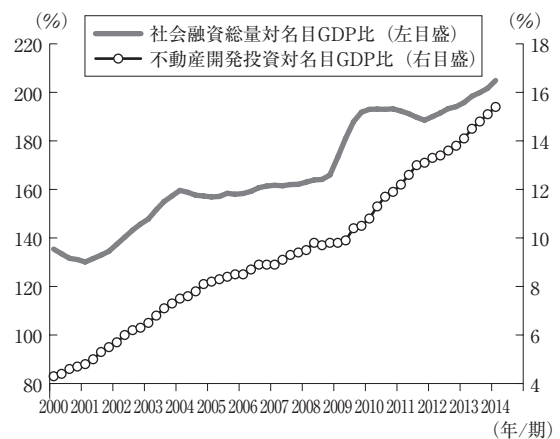
かながらも縮小し、「先進国堅調」「新興国足踏み」という潮流が続く見通しである(図表18)。

4. リスク要因

以上のように、世界経済は当面足取りの重い展開が続くとみられるが、さらに下振れするリスクも否定できない。主要なリスクは、中国での不動産バブル崩壊である。中国政府は、構造調整を進めつつも、雇用の安定を図るため、7%台半ばの成長率を確保する方針を示している。もっとも、中国ではシャドーバンキングを含めた貸出残高が累増し、足許ですすで対名目GDP比200%を超えているほか、不動産開発投資も対名目GDP比15%超となるなど、未曾有の規模で投機的な不動産投資が行われている(図表19)。こうした不動産バブルに対し、政府当局は、徐々に軟着陸させていく意向とみられるものの、政府当局がコントロールできないような不動産価格の下落が生じる可能性も否定できない。その場合、中国景気の大幅な悪化は避けられず、中国向け輸出の大幅増加を通じて中国経済への依存度を高めている台湾・韓国、南アフリカ・オーストラリアなどの資源国にも、そのマイナス影響が広がるだろう(図表20)。

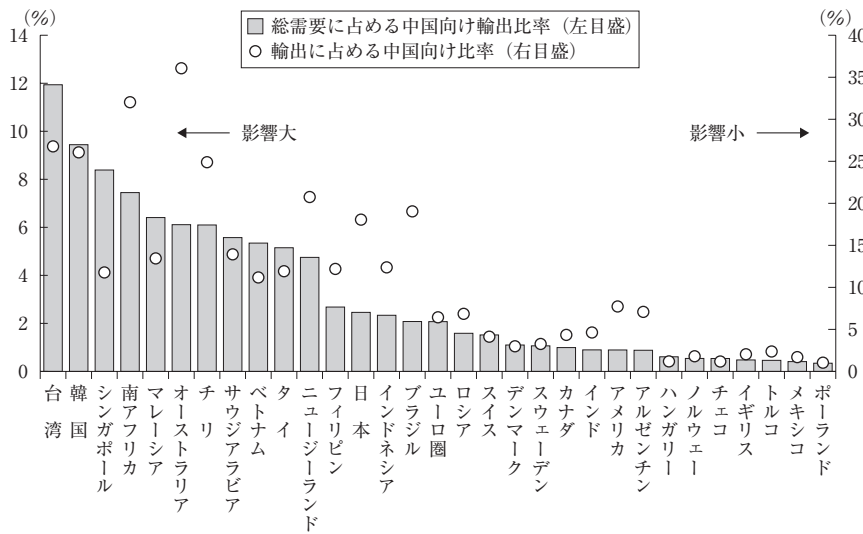
第2に、地政学的要因による原油価格の高騰があげられる。ウクライナ情勢の混乱に加え、イラクでも内戦の様相を呈しており、ロシアでの天然ガス供給をはじめエネルギーの供給制約の高まりから、原油価格が高騰するリスクは、従来に増して高まっているとみざるを得ない状況にある。先進国では、軒並み厳しい所得環境に置かれているだけに、原油価格が一段と上昇した場合、個人消

(図表19) 中国の社会融資総量と不動産開発投資額の対名目GDP比



(資料) 中国国家統計局
 (注) いずれも後方4期移動平均。

(図表20) 主要国・地域（除く香港）の中国向け輸出比率（2013年）

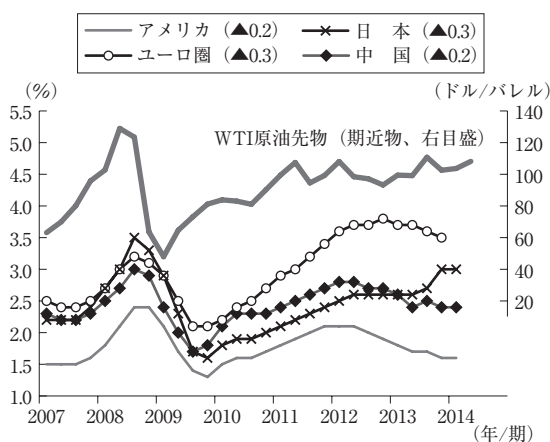


(資料) IMF、台湾行政院主計処
(注) ベトナムは2012年値。

費が腰折れする恐れがあるだろう。ちなみに、足許の原油輸入量・為替レートを前提にすれば、原油価格が1バレル10ドル上昇した場合、日本・アメリカ・ユーロ圏および中国では対名目GDP比0.2～0.3%所得が流出すると試算され、とりわけ低成長の先進国には大きな打撃となるだろう（図表21）。

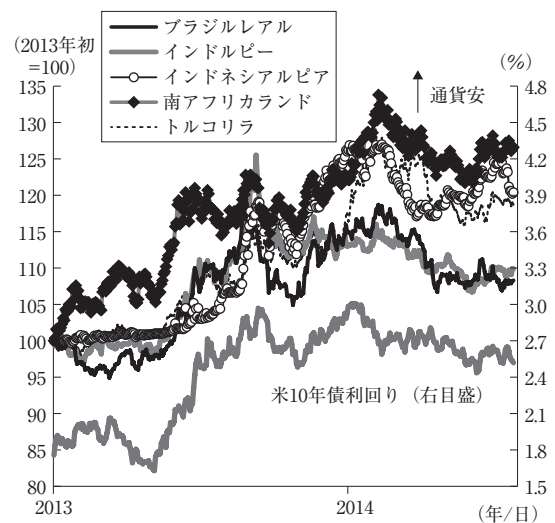
第三に、新興国での資金流出の再燃があげられる。昨年夏に厳しい資金流出に見舞われたインドをはじめとする「フラジャイル5」では、本年春以降資金流出に歯止めがかかっている。もっとも、「双子の赤字」縮小に向けて経常赤字や財政赤字の大幅な改善がみられたのはインドに限られており、市場の安定は専らアメリカでの金利先高観の後退によるところが大きい（図表22）。アメリカでは超低金利政策が長期化するとみられるものの、インフレ率の上振れ等により金利先高観が強まれば、上記国々から

(図表21) 日米欧中の原油輸入対名目GDP比率



(資料) 各国統計、Bloomberg L.P.
(注) 凡例の()は原油価格10ドル上昇した場合の所得流出対名目GDP比。

(図表22) フラジャイル5カ国の対ドル為替レート



(資料) Bloomberg L.P.

の資金流出が再燃する可能性が高い。そうした事態になれば、「フラジャイル5」では通貨安やインフレへの対応から再度の金融引き締めを余儀なくされ、景気が大きく下押しされる恐れがあるだろう。

(2014. 7. 7)