

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) 先進国はアメリカが先導
 - (2) 新興国は堅調な成長
 - (3) 2017～2018年の世界経済見通し
3. 成長加速を阻む3要因
 - (1) 中国の牽引力が一段と低下
 - (2) 先進国の労働生産性が低下
 - (3) 世界的な保護主義の広がり

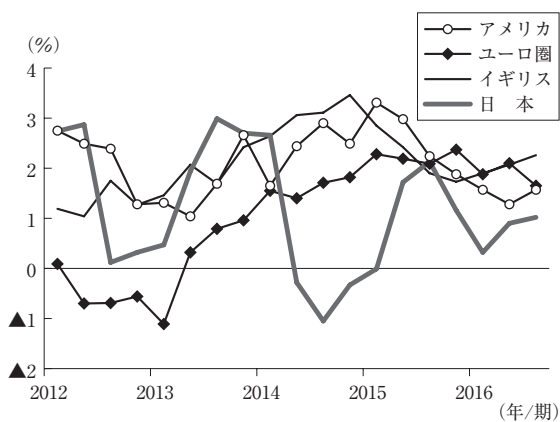
要 約

1. 2016年後半から世界経済は持ち直し傾向。背景に、①各国の積極的な金融・財政政策、②新興国への資金流入、③資源価格の下落に歯止め、の3点。
2. 先行きを展望すると、先進国は、企業部門の回復を背景に総じて景気回復が持続。とりわけアメリカは、積極的な財政政策に支えられて成長が加速。一方、日本・欧州は将来不安が重石となり低成長が持続。アメリカが先駆けて金融政策を正常化するため為替相場はドル高基調に。
3. 新興国は、バラツキを伴いつつも堅調な成長が持続。内需の拡大に加え、アメリカ景気の回復による輸出増も寄与。一方、米金利上昇による資金流出懸念から、一部の国では金融緩和が困難に。ただし、豊富な外貨準備を背景に資金流出が通貨危機にまで至るリスクは小。
4. 先進国・新興国ともに回復するため、世界経済の成長率は高まる方向。トランプ新政権の財政政策次第ではさらに上振れる可能性も。もっとも、以下の3要因から、持続的な成長加速は困難。
5. 第1に、中国の牽引力低下。民間固定資産投資と所得の増勢鈍化、家計支援策の効果一巡により、成長率は再び減速する見通し。各種製品の内製化と経済のサービス化で、財の輸入依存度も趨勢的に低下。さらに、過剰債務・不良債権問題が深刻化すれば、景気失速のリスクも。中国依存度が高いアジア諸国の成長に弾みが見つからない原因に。
6. 第2に、先進国の労働生産性が低下。背景に、①資本集約型で労働生産性が高い製造業が低迷し、雇用拡大が低生産性産業に集中、②投資マインドが慎重化した結果、資本装備率の低下とヴィンテージの上昇を通じて付加価値創出力が低下、などの構造要因。成長加速のためには労働投入量の拡大が不可欠ながら、日欧では労働供給に制約。
7. 第3に、世界的な保護主義の広がり。トランプ新政権は反ダンピング関税など様々な手段で保護主義的な政策を進める見込み。EU離脱への支持が広がる欧州でも、反グローバル化の動きが拡大する懸念。国際間のサプライチェーンが構築されているなか、保護主義的な動きの拡散は世界的な景気下振れ要因に。さらに、「双子の赤字」の拡大が予想されるアメリカでは、レーガン政権時のようにドル安志向が強まるリスク。

1. 世界経済の現状

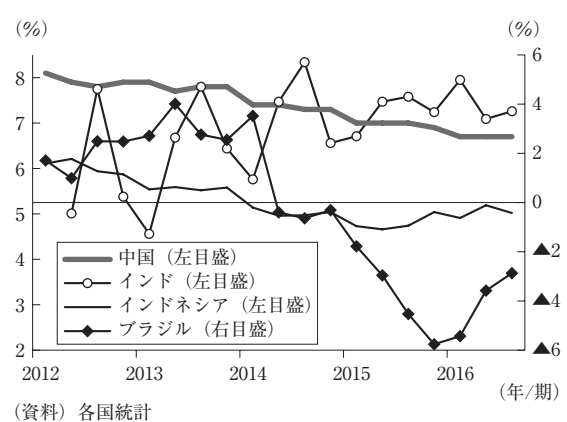
世界経済は持ち直し傾向にある。先進国では、2016年前半までは減速傾向が続いたものの、年後半の成長率は総じて上向いている（図表1）。例えば、2016年6月に実施された国民投票でEU離脱が決まり、景気下振れ懸念が広がったイギリスでは、予想に反して成長率は上昇した。アメリカ・日本も同様に成長ペースは高まっている。一方、新興国でも、四半期ごとの振れはあるものの、アジア諸国を中心に堅調な成長ペースを維持している（図表2）。これまで大幅なマイナス成長に陥っていたブラジルも、ようやくマイナス幅が縮小し始めた。こうした世界経済の回復の背景として、以下の3点を指摘できる。

（図表1）先進国の実質GDP成長率
（前年同期比）



（資料）各国統計

（図表2）新興国の実質GDP成長率
（前年同期比）

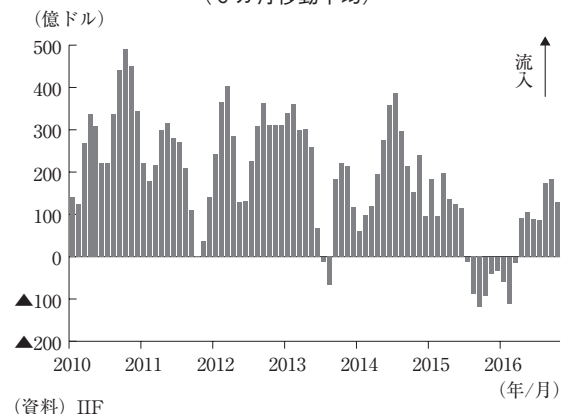


（資料）各国統計

第1に、積極的な金融・財政政策である。先進国では、超緩和的な金融政策によって、個人消費・設備投資への刺激が試みられた。政策金利がゼロ%近くに低下するなか、日米欧ともに取り組んだのが、中央銀行が長期国債やMBS（住宅ローン担保証券）などを買い取る量的緩和政策である。さらに、欧州と日本ではマイナス金利政策を導入し、名目金利のゼロ下限制約を取り除く試みを実施された。一方、金融政策の自由度が為替相場に左右される新興国では、一部の国で金融緩和が行われたものの、多くの国で実施されたのは財政支出拡大を中心とした需要喚起策であった。とりわけ中国では、輸出の減少と民間固定資産投資の減速で景気失速リスクが高まるなか、大規模なインフラ投資や消費刺激策を講じて、景気減速に歯止めをかけることに成功した。

第2に、新興国への資金流入である。もともと新興国は、国外からの資金をテコに成長する経済発展モデルを作ってきたため、2015年前半までは大量の資金流入が続いてきた（図表3）。ところが、2015年半ばからアメリカで利上げ観測が高ま

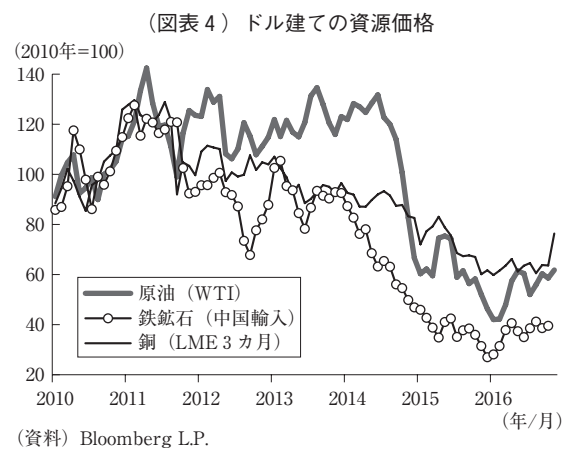
（図表3）新興国向け証券投資
（3カ月移動平均）



（資料）IIF

ったため、新興国からアメリカへの資金移動が起きてしまった。この結果、多くの新興国が資金制約に直面し、成長を鈍化させる一因となったのである。もっとも、その後、アメリカ景気が思うように加速せず、期待されていた追加利上げが実現しなかったため、2016年春から再び新興国に資金が流入し始めた。まだ2014年以前の流入規模を下回っているとはいえ、こうした資金流入の再開が新興国の景気を下支えすることになった。

第3に、資源相場の回復である。資源価格は2011年のピーク時から、2016年初には半値以下に下落した（図表4）。ピークからボトムへの上落率を見ると、鉄鉱石価格は▲79%、原油価格は▲70%、銅価格は▲54%となっている。資源価格の下落は、資源消費国にとってはコスト減少を通じて景気押し上げ要因として働くものの、資源生産国にとっては深刻な景気下振れ要因として働く。こうした資源価格の下落は2016年入り後に底打ちし、その後は緩やかな上昇に転じた。市況反転の背景には、シェールオイルなどの供給削減と世界景気の持ち直しによる需要回復が指摘できる。資源価格の下落に歯止めがかかったため、資源国経済にも回復の兆しがみられるようになった。

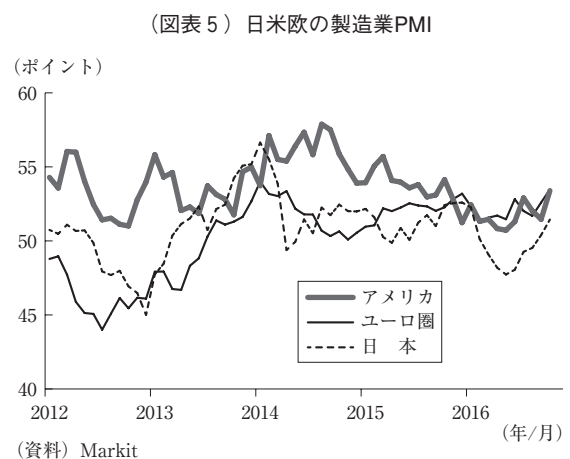


2. 世界経済の展望

2016年は、6月にイギリスが国民投票でEU離脱を決めたほか、11月にはアメリカ大統領選挙でトランプ氏が当選するという政治的な大波乱があった。2017年以降も、フランスの大統領選挙、ドイツの総選挙など、大きな政治イベントが控えており、経済構造を揺るがすような地殻変動が起きる可能性がある。もっとも、政治面での不透明要因を除いて考えれば、先進国・新興国とも景気の基調は決して悪くない。先行きの世界経済も、おおむね堅調な推移が予想される。

(1) 先進国はアメリカが先導

まず先進国は、良好な所得環境を背景にこれまでも堅調を維持してきた家計部門に加え、低迷が続いた企業部門も持ち直しに転じるため、景気回復が持続する見通しである。先行きの好材料として指摘できるのが、日米欧とも製造業PMI（購買担当者景気指数）が2016年半ばごろから上昇に転じたことである（図表5）。これは、世界経済の持ち直しを受けて輸出環境が改善したこと、国内の自動車販売が堅調を維持していることなどが背景にある。家計部門、企業部門の持ち直しにより、

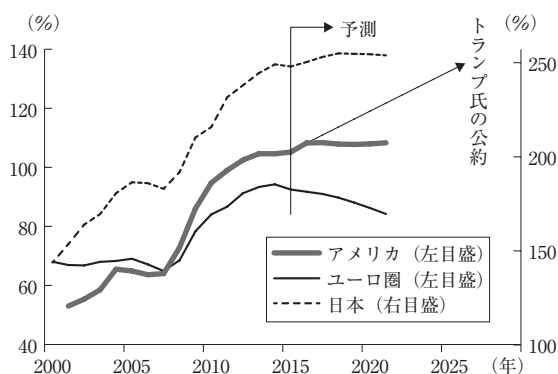


自律回復に向けた動きが徐々に広がりつつあるといえよう。もっとも、先行きの景気回復ペースは、日米欧の間で大きな違いが生じると予想される。

最も回復が鮮明になるのはアメリカである。アメリカでは、もともと実体経済が堅調で、2017年も年率2%を超える成長は達成可能とみられていた。これに加え、大統領選挙でトランプ氏が当選したため、積極的な財政政策による押し上げ効果も追加されることになる。財政出動のタイミングと規模感はまだ不透明ながら、就任後100日の間にある程度の政策が実施されるとみられるため、2017年後半からアメリカ景気を押し上げることになるだろう。公約に掲げられた所得減税とインフラ投資の3割が実施されると想定しても、2017年後半の成長率は年率3%近くまで上昇すると見込まれる。減税とインフラ投資の規模が膨らめば、成長率はさらに上振れる可能性もある。

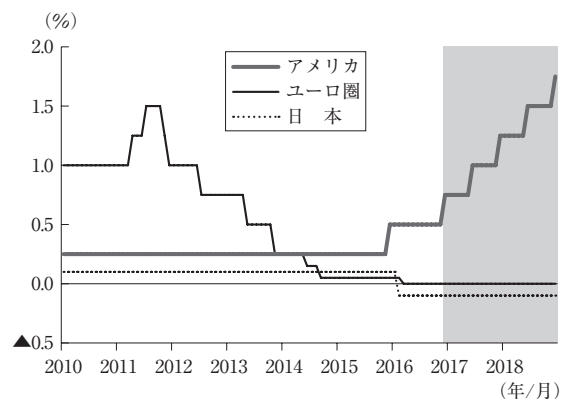
こうした財政拡大は、金融市場にも大きな影響を及ぼす。10年国債金利は、大統領選挙前の1.8%から11月末には2.4%近くまで上昇した。先行きの成長期待が高まったことに加え、財政支出拡大に伴い国債増発も予想されたからである。アメリカのシンクタンクの推計によれば、トランプ氏の公約がすべて実行された場合、10年後の公的債務残高の対GDP比は約30%ポイント上昇することになる（図表6）。新政権発足後、議会との交渉を通じて各種政策が実施されるにしたいが、長期金利にはさらに上昇圧力がかかると予想される。FRBの金融政策も、需給ギャップがゼロに近づき、インフレ率も徐々に上昇するなか、日欧に先駆けて正常化に向かうと見込まれる（図表7）。FRBは2016年12月に1年ぶりの利上げを行ったが、2017年以降も断続的に利上げを行うと予想される。このように、アメリカのポリシーミックスは、オバマ時代の緊縮財政・金融緩和から、トランプ新政権の積極財政・金融引き締めが大きく転換することになる。

（図表6）政府債務残高の見通し
（対GDP比）



（資料）OECD “Economic Outlook”, Committee for a Responsible Federal Budget “Promises and Price Tags, Sep 22, 2016” をもとに日本総合研究所作成
（注）2016年以降は9月時点のOECD予測値。

（図表7）日米欧の政策金利の見通し



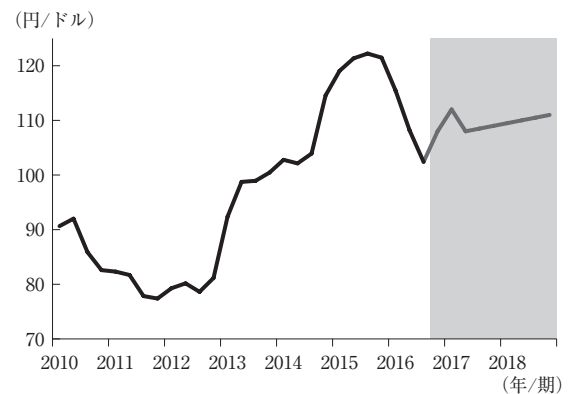
（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成
（注）シャドー部は日本総合研究所の予測値。

一方、日本と欧州は、景気回復は続くものの、低めの成長にとどまる可能性が高い。両地域とも、将来不安が払拭されず、内需が盛り上がらないことが背景にある。ただし、将来不安の性質は両地域で異なる。日本では、社会保障制度などに対する家計の将来不安が根強く、消費性向が大きく低下している

ことが最大の問題である。一方、欧州では、EU経済統合体制の持続性に対する企業の将来不安が払拭できず、設備投資マインドが慎重化していることが成長を抑制している。さらに両地域とも、アメリカとは異なり、大規模な財政支出による成長押し上げが難しい状況にある。日本では定期的に経済対策を策定しているものの、地方での支出抑制姿勢や建設業界での人手不足などから、景気を大きく押し上げるには至っていない。欧州でも、財政赤字がGDP比3%以内という域内共通ルールのため支出拡大が難しいほか、財政黒字のドイツが支出拡大に後ろ向きである。両地域とも内需の脆弱さからインフレ圧力も弱い場合、緩和的な金融政策スタンスは維持される見通しである。

こうした景気格差は、為替相場のトレンドも変えることになる。アメリカと日欧との間で金利差が拡大するため、当面はドル高基調で推移することになる（図表8）。もちろん、保護主義政策を掲げるトランプ新政権下で、過度のドル高が容認される公算は小さい。そのため、緩やかなペースでのドル高が進むと予想される。一方、日欧では低成長と低インフレが続き、金融政策に大きな変更が生じる可能性は低い。そのため、円/ユーロ相場はほぼ横ばい圏内での推移になると予想される。

（図表8）円ドル相場の見通し



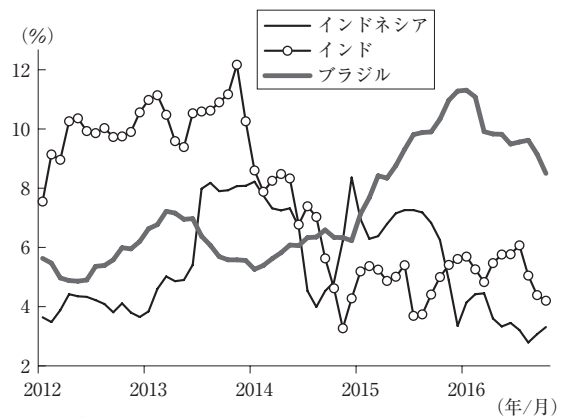
（資料）日本経済新聞社をもとに日本総合研究所作成
（注）シャドー部は日本総合研究所の予測値。

（2）新興国は堅調な成長

新興国は、各国間でバラツキを伴いながらも、総じて堅調な成長が続く見通しである。需要側からみると、以下の3項目が牽引役となる。

第1に、インフレ率の低下による個人消費の拡大である。各国で採られているインフレ抑制策が奏功しているほか、天候不順の影響も一巡し、インフレ率は徐々に下がってきている（図表9）。景気後退のなかで高インフレが続いてきたブラジルでも、中央銀行の目標レンジ（2.5～6.5%）に近づいてきた。当面、特段の物価上昇要因がみあたらないうえ、景気も過熱していないことから、落ち着いたインフレ率で推移すると予想される。こうしたインフレ率の低下は、家計の実質所得を改善させ、個人消費の拡大要因となる。

（図表9）新興国の消費者物価（前年同月比）



（資料）各国統計

第2に、旺盛なインフラ投資需要である。高成長の持続と都市化の進展で必要インフラ額が急増しているものの、資金制約などから、実際の投資額は需要に追いついていない。Fernanda Ruiz-Nunez Zichao Weiの推計によれば、2014～2020

年の東アジア・太平洋（除く中国）における必要インフラ投資額870億ドルに対し、実際の投資額は350億ドルと半分にすぎない（図表10）。南アジアでは、必要インフラ投資額3,090億ドルに対し、実際の投資額は680億ドルと4分の1以下である。

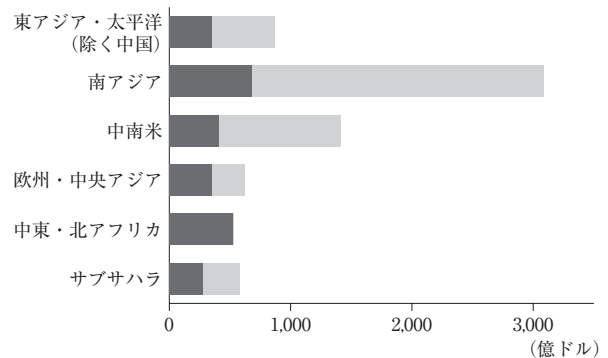
第3に、アメリカ経済の回復で輸出が持ち直すことである。実体経済面からみれば、世界最大の経済規模を持つアメリカの成長加速は、新興国経済にもプラス影響をもたらす。対米輸出の対GDP比（2015年）をみると、NAFTAに加盟するメキシコが27%と突出し

ているが、アジア新興国でもベトナムの18%、シンガポールの8%、台湾の7%など対米依存度が高くなっており、アメリカ景気の上振れでプラス効果が波及するとみられる。中国経済の牽引力が低下するなか、新興国は全体的にアメリカ依存度が再び高まる公算が大きい。

さらに、2015～2016年にマイナス成長に落ち込んだ資源国も、資源価格の持ち直しを受けて、回復に転じると予想される。代表的な資源である原油をみると、11月末のOPEC減産合意を受けて、価格が強含みで推移している。今後を展望すると、今回減産を免除されたリビア・ナイジェリアの原油生産が拡大する可能性があるほか、各国が減産した生産枠を守るかどうか不透明なところもある。また、原油価格が上昇していけば、アメリカのシェールオイルの増産が始まる可能性も高い。こうした供給拡大への懸念はあるものの、世界景気を持ち直しによる需要増加が勝ると見込まれるため、原油価格は緩やかに上昇していくと予想される。他の資源についても、同様の傾向をたどることになる。この結果、資源国の歳入は徐々に改善し、成長率もプラス成長に転じていくと考えられる。

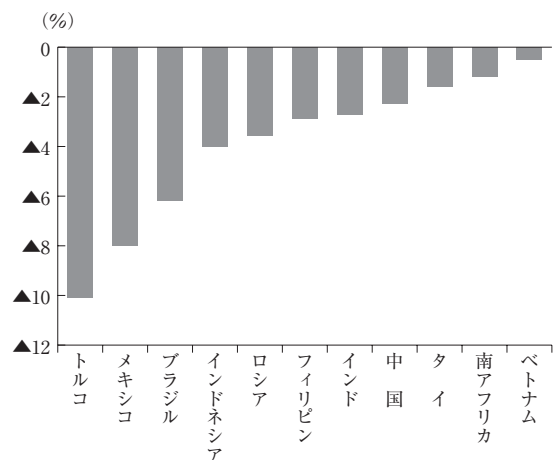
新興国における懸念材料は、アメリカへの資金流出の再燃である。2016年11月のアメリカ大統領選挙以降、アメリカの金利上昇を引き金に、一部の国で通貨安・資金流出の懸念が台頭した（図表11）。これまで新興国でも金融緩和による景気刺激策が模索されてきたが、今後は資金流出への警戒感から金融政策の自由度が制約されることになる。通貨下落幅の大きいトルコ・メキシコなどでは、通貨防衛のために早々と利上げに転じた。インドネシア・インド・マレーシアなどでも、これまで継続してきた利下げが見送られ、様子見スタンスに転じた。当面、新興国の金融政策は、ニュートラルから引き締め気味に運営される可能性が

（図表10）新興国のインフラ需要
（2014～2020年の累計）



（資料）Fernanda Ruiz-Nunez Zichao Wei, "Infrastructure Investment Demands in Emerging Markets and Developing Economies"

（図表11）新興国通貨の下落率（対ドル）

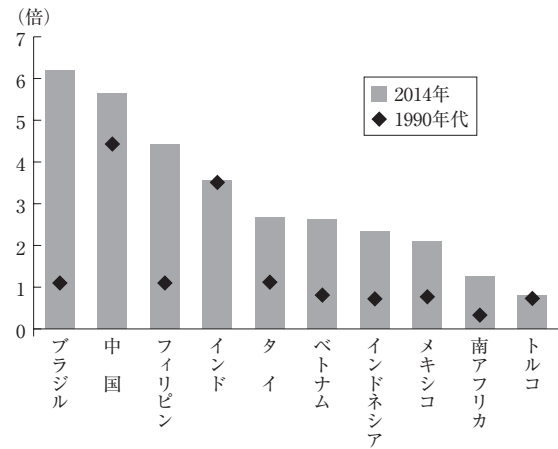


（資料）各国統計
（注）2016年10月平均から11月30日までの変化率。

高い。

一方、一部でささやかれている通貨危機に関しては、アメリカで急ピッチの利上げが行われない限り、過度の懸念は不要だろう。新興国の間で通貨危機が広がった1990年代と比べると、各国の外貨準備は総じて潤沢である。1990年代には、短期対外債務を外貨準備でカバーできない新興国も多数あったが、現在は短期対外債務の数倍の外貨準備を確保している（図表12）。これまでの通貨下落幅が10%以内に収まっていることなども勘案すれば、外貨繰りの面で危機的状況には至らないと見込まれる。

（図表12）外貨準備／短期対外債務



（資料）World Bank、IMF をもとに日本総合研究所作成

（3）2017～2018年の世界経済見通し

以上を踏まえると、世界経済の成長率は、2016年は+3.0%にまで減速するものの、2017年は+3.5%、2018年+3.7%と、徐々に高まっていく見通しである（図表13）。前回（2016年7月）の予測値と比べると、2016年は据え置きとなったものの、2017年は0.1%ポイントの上方修正となった。これは、アメリカなど先進国の成長率上振れが主な理由である。

（図表13）世界の実質GDP成長率見通し

	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
世界計	3.2	3.0	3.5	3.7
先進国	2.2	1.6	1.9	2.0
アメリカ	2.6	1.6	2.6	2.8
ユーロ圏	2.0	1.6	1.3	1.5
イギリス	2.2	2.0	1.1	1.2
日本	1.2	1.0	0.9	0.9
新興国	3.9	4.0	4.5	4.7
BRICs	4.9	5.2	5.7	5.8
中国	6.9	6.7	6.5	6.4
インド	7.6	7.3	7.6	7.7
NIEs	2.0	2.0	2.1	2.3
韓国	2.6	2.6	2.5	2.7
台湾	0.7	1.1	1.5	1.9
香港	2.4	1.5	1.7	1.9
ASEAN5	4.8	4.9	4.9	5.1
インドネシア	4.8	5.1	5.1	5.3
タイ	2.8	3.0	3.1	3.4
マレーシア	5.0	4.1	4.4	4.6
フィリピン	5.9	6.9	6.3	6.5
ベトナム	6.7	6.1	6.1	6.2

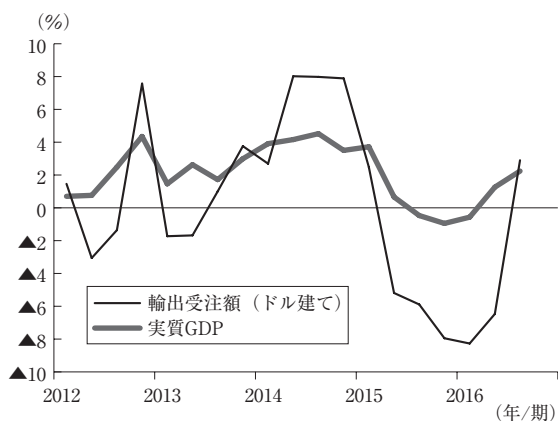
（資料）各国統計、IMF等をもとに日本総合研究所作成
 （注1）「世界」191カ国。「先進国」は、IMFの分類から「NIEs」を除く。具体的には、アメリカ・日本・ユーロ圏（19カ国）のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど35カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。
 （注2）各国およびユーロ圏は現地通貨ベース。その他の地域は購買力平価ベース。
 （注3）インドは支出サイド。年度（当年4月～翌年3月）。

先進国では、ユーロ圏、イギリス、日本で低成長が続くものの、アメリカの成長率が上振れるため、2017年は+1.9%、2018年は+2.0%と成長ペースが高まっていく。アメリカは、堅調な民需と財政出動に支えられて、2018年の成長率は過去10年で最も高い水準に達する。トランプ新政権の財政支出が想定以上に拡大すれば、先進国の成長率はさらに上振れる可能性もある。欧州と日本は、アメリカ経済の回復のプラス影響は受けるものの、内需が低迷から脱することができないため、回復に勢いがつきにくい状態が長引く可能性が高い。

一方、新興国の成長率も、2017年に+4.5%、2018年に+4.7%と徐々に上昇する。これは、中国・インドといった大国の牽引力が高まるからではなく、これまで低迷していた国々が持ち直すからである。例えば、NIEsの成長率は、2017年に+2.1%、2018年に+2.4%にまで回復する。2015年後半からマイナ

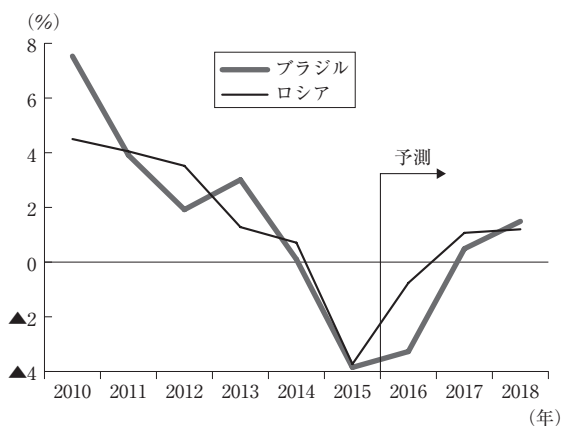
ス成長に陥っていた台湾が、世界的な電子部品需要の回復により、プラス成長に転じることが大きい（図表14）。また、BRICsの成長率も、2017年に+5.7%、2018年に+5.8%と回復する。資源価格の下落に歯止めがかかったため、ブラジル・ロシアが大幅マイナス成長から脱し、プラス成長に転じることが主因である（図表15）。このほか、ASEANでも引き続き堅調な成長が見込まれる。

（図表14）台湾の実質GDP成長率
（前年同期比）



（資料）Ministry of Economic Affairs

（図表15）資源国の実質GDP成長率



（資料）各国統計、IMFをもとに日本総合研究所作成

3. 成長加速を阻む3要因

以上のように、2017年、2018年の世界経済の成長率は高まる方向にある。しかし、2000年から2008年にかけて平均4%を上回る成長を続けてきたことと比較すると、成長ペースは緩やかといわざるを得ない。成長が加速しない原因として、①中国の牽引力低下、②先進国での労働生産性低下、③保護主義の広がり、の3点を指摘できる。

(1) 中国の牽引力が一段と低下

2016年の中国経済は、1～3月期から7～9月期まで3期連続で成長率が前年比+6.7%となるなど、それまでの景気減速傾向に歯止めがかかった。この背景として、①小型車減税措置終了前の駆け込み需要によって、自動車販売が大幅増加したこと、②2014年秋以降の利下げを受けて、住宅販売が拡大したこと、③景気刺激策としてのインフラ投資が拡大したこと、などが指摘できる。

もっとも、現状は様々な公的支援の下支えによって一息ついている状態であり、構造調整に伴い景気の基調は趨勢的に減速しているという見方に変わりはない。2017年以降、以下の理由から、成長率は再び低下すると予想される。まず、企業部門の構造調整圧力が依然として大きく、民需の減速には歯止めがかからない公算が大きい。とりわけ、製造業の過剰生産能力を背景に、民間固定資産投資の低迷が持続すると見込まれる（図表16）。また、企業業績の悪化で所得回復ペースも鈍化しており、これが個人消費にマイナス影響を与える。民間設備、個人消費ともに、景気を押し上げるには力不足である。加えて、2017年には、2016年の成長率を支えた自動車販売と住宅販売がピークアウトする。インフラ投資の拡大、消費支援策といった公的支援は継続される可能性が高いものの、民間部門の下振れ圧力の方が上

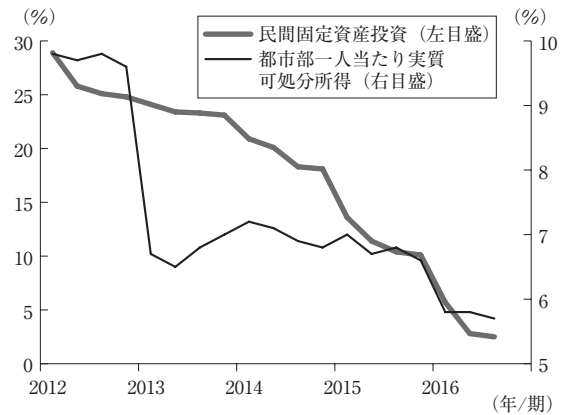
回るため、成長率は低下せざるを得ない。

さらに、趨勢的な景気減速に加え、景気が急失速するリスクも抱えている。一番大きな懸念要因は、企業の過剰債務と金融機関の不良債権問題である。中国の民間企業の債務残高は、バブル期の日本を大きく上回る水準に達していると推計される（図表17）。過剰債務と表裏一体をなす不良債権残高の実態も、政府公表以上に深刻化しているとみられる。政府はこれらの対策に様々な手段を講じているが、問題を一気に解決しようとするれば、企業倒産・金融不安を拡大させ、景気を失速させてしまう。逆に、景気に配慮して問題先送りを続けければ、バブル崩壊後の日本のように、過剰債務と不良債権がさらに深刻化する恐れもある。当局には、成長維持と構造調整のバランスを図るといふ難しい政策運営が求められている。

中長期的な視点からも、中国の経済構造の変化により、世界景気を牽引する力は低下傾向にある。中国の製造業は、原材料や部品を国外から輸入し、それを加工・組立して輸出するという加工貿易で成長してきた。もっとも、素材・部品などで中国国内での調達が可能となった製品が増えつつあり、内製化による輸入代替が進んでいる。また、経済のサービス化で、製造業のプレゼンス自体も低下傾向にある。とりわけ2010年以降、第3次産業比率の上昇が加速するなか、製造業が含まれる第2次産業比率は大きく低下した（図表18）。これらの結果、財の輸入依存度も低下傾向をたどっている。これは財輸入の所得弾性値が大きく低下していることを意味している。実質GDP成長率が6%超を維持していても、他国製品に対する需要をかつてほど誘発しなくなったのである。

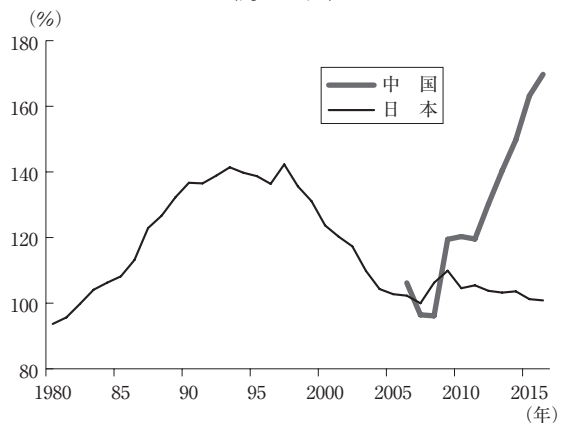
中国の近隣国は、2000年以降の中国の高成長に合わせて、中国依存度を高めてきた。各国で生み出された付加価値額のうち、どれだけ中国需要に誘発されているかをみると、香港・台湾・マレー

（図表16）中国の所得環境と投資
（年初累計の前年比）



（資料）国家統計局

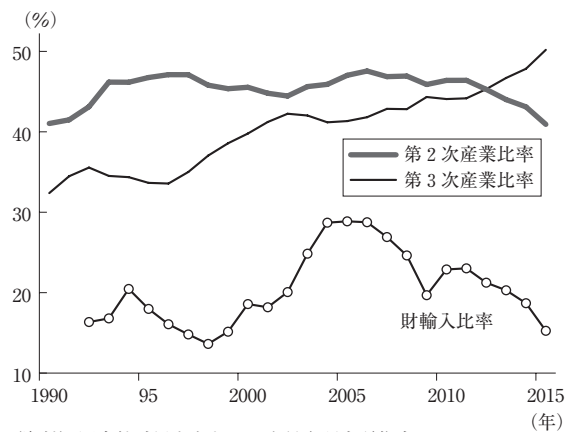
（図表17）非金融企業の債務残高
（対GDP比）



（資料）非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家統計局、内閣府「国民経済計算」をもとに日本総合研究所作成

（注）直近値は、2016年3月末の債務残高/2015年のGDP×100。

（図表18）中国のGDP構成



（資料）国家統計局をもとに日本総合研究所作成

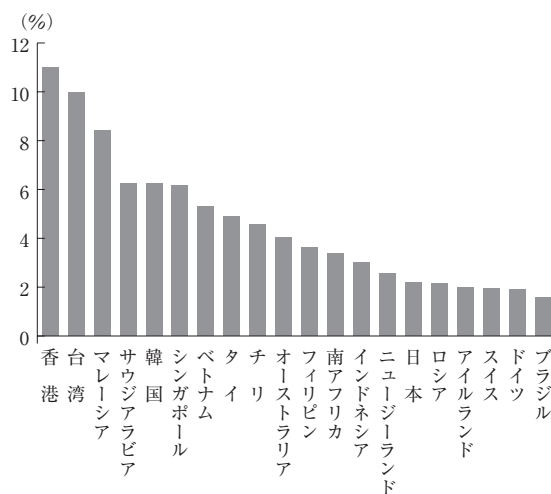
シアなどが高くなっている（図表19）。アジア諸国にとっての中国は、生産拠点としての位置付けだけでなく、消費地としての存在感も大きくなっていることが窺える。こうした状況下、中国における財需要の低迷は、中国依存度が高いアジア諸国の成長に弾みが見つからない原因として働くことになる。

(2) 先進国の労働生産性が低下

先進国では、労働生産性の低下が顕著である（図表20）。労働生産性の低下は潜在成長率の低下をもたらすため、成長ペースがなかなか加速しない原因になる。労働生産性が低下した原因として、様々な仮説が提示されている。しかし、何か特定の一要因が効いたからではなく、様々な要因が複合的に働いて起きたものと考えられる。以下では、企業部門に着目して、以下2点をその原因として指摘したい。

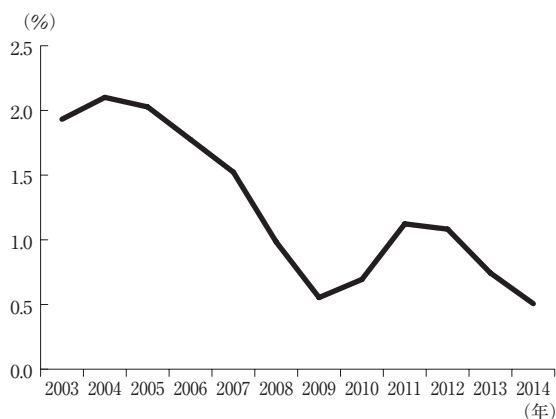
第1に、産業構造の変化である。先進国に共通して起きていることで注目されるのは、製造業の低迷である。例えば、鉱工業生産の増加ペースをみると、2000年代の回復局面では一本調子に増えていったのに対し、2010年代の回復ペースは明らかに緩やかになっている（図表21）。こうした製造業の低迷が、雇用構造の変化を通じて、労働生産性を引き下げたと考えられる。もともと製造業は資本集約型産業であるため、労働生産性は他産業に比べて高い。しかし、生産活動の低迷により、製造業での雇用はほとんど増えなくなってしまった。一方、2010年代に雇用が増えたのは、卸小売、ヘルスケア、サービスなどの業種であった。これらは、労働集約型で労働生産性が低い産業である。このように、労働生産性の高い業種から、労働生産性が低い業種へ雇用構造がシフトしたため、マクロの労働生産性が低下したのである。なお、低生産性産業の労働者は賃金も低い。低賃金雇用の

(図表19) 中国需要で生み出された国内付加価値 (対GDP比、2011年)



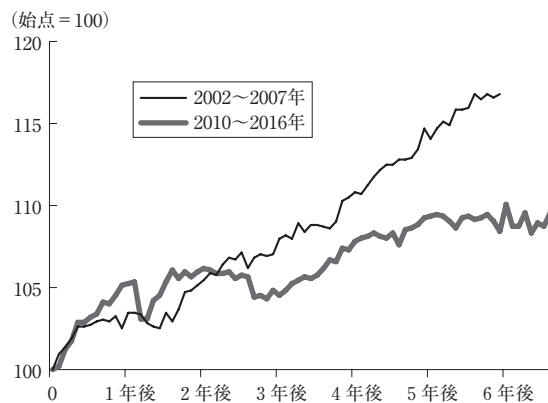
(資料) OECD-WTO, "Trade in Value Added"

(図表20) OECD加盟国の労働生産性上昇率 (過去3年の平均)



(資料) OECD "Productivity statistics"

(図表21) 先進国の鉱工業生産の回復比較

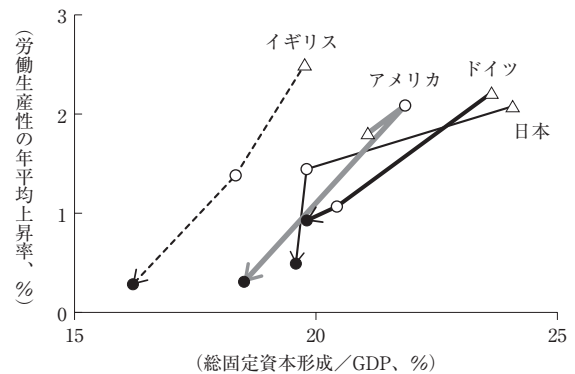


(資料) Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

増加は、各国で所得格差問題の一因となり、国民の不満を高める原因にもつながっている。

第2に、資本の質が低下していることである。日米欧ともに、設備投資マインドが慎重化している。非金融法人企業の資金過不足をみると、足許ではアメリカ・ユーロ圏・日本ともに貯蓄超過状態にある。本来であれば、企業部門は外部から資金を調達して設備投資を行うため、資金不足状態にあることが一般的だ。足許で貯蓄超過になっているのは、設備投資を抑制した結果である。設備投資の抑制が数年以上続くと、一人当たり資本ストック量（資本装備率）を低下させるほか、設備年齢（ヴィンテージ）も上昇させることになる。こうした資本の質低下が、付加価値創出力を弱体化させた可能性が高い。実際、GDPに占める総固定資本形成の比率を横軸にとり、労働生産性の年平均上昇率を縦軸にとると、正の相関関係が表れる（図表22）。日米欧とも、設備投資を抑制するにしたがい、労働生産性が低下している様子を読み取れる。

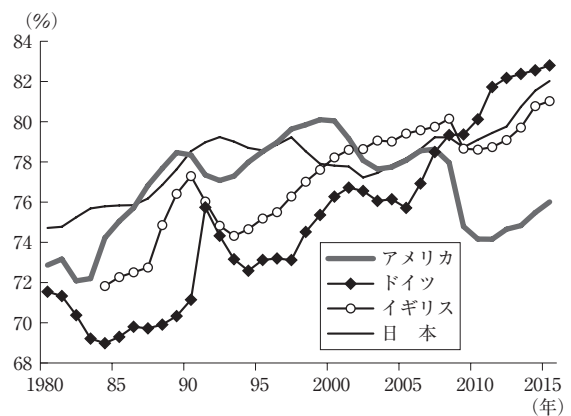
（図表22）投資比率と労働生産性の関係



（資料） OECD、国連データをもとに日本総合研究所作成
 （注） △は1990～2000年、○は2000～2010年、●は2010～2015年。
 投資比率は1年前倒し。

ここで浮上してくる問題が、付加価値の分配方法である。労働生産性が低下した以上、成長率を維持するためには労働投入量の拡大が不可欠となる。一方で、労働生産性の低下により付加価値額は増えにくくなっている。企業は、少ない付加価値を増加した雇用者にどう分配するかという問題に直面する。この問いに対する回答は、労働需給がどれだけ逼迫しているかによって異なる。労働需給がタイトであれば、賃金に上昇圧力がかかるため、おのずと労働者への分配が手厚くなる。逆に、労働需給に余裕があれば、賃金を抑制することができるため、企業の取り分が増えることになる。そこで、就業率から日米欧の労働需給をみると、欧州と日本では就業率が相当高水準にあり、労働供給に余力がないことが分かる（図表23）。一方、アメリカでは、雇用増加に伴い就業率は上昇しているものの、まだ2000年ごろのピーク水準を下回っており、労働市場にスラックが残っている。したがって、日欧では労働分配率が上昇しやすく、アメリカでは企業収益の確保が優先されやすい構造にあるといえよう。

（図表23）日米欧の就業率（25～59歳）



（資料） OECDをもとに日本総合研究所作成

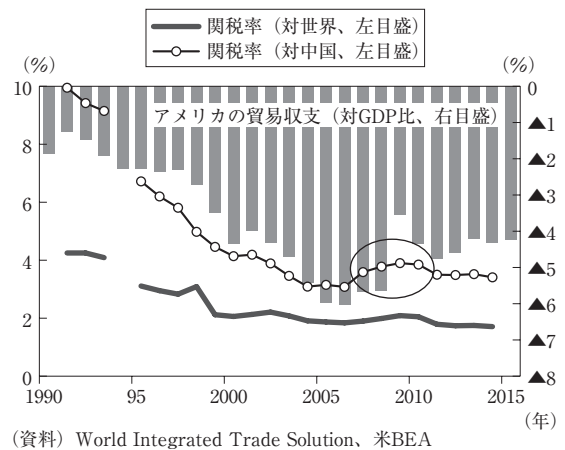
（3）世界的な保護主義の広がり

欧米諸国でポピュリズム政治と排外主義への支持が広がっている。この背景には、低賃金雇用や移民労働力の拡大などを受けて、所得・雇用環境に対する国民の不満が高まっていることが挙げられる。外

国製品や労働力の流入が低所得の原因という単純な図式に訴えかける政治勢力が伸張し、国民の不満の捌け口として自由貿易や労働移動が槍玉に挙げられるようになった。こうした反グローバル化の動きは、2016年6月のイギリスのEU離脱決定、11月の米トランプ新大統領の誕生という、2大「想定外」イベントに結実することになった。このような動きは2017年に入っても収まりそうにない。3月のオランダ総選挙、春のフランス大統領選挙、秋のドイツ総選挙などの政治イベントに際して、大きな争点として浮上する可能性が高い。フランス・ドイツといった中心国で反EUの動きが広がっているだけに、EU経済統合の持続可能性が疑問視されるようになったのもやむを得ない。こうした保護主義・排外主義の動きはアメリカ・欧州だけにとどまらず、世界に拡散する可能性もある。

イギリスのEU離脱交渉は2年という長丁場であるため、当面、反グローバル化の点で注目しなければならないのはアメリカの動向である。トランプ氏は大統領選挙戦のなかで、中国に対して45%、メキシコに対して35%の輸入関税を課すことを表明した。さすがにここまで過激な公約は実現可能性が低い。しかし、個別の国・財を対象とした反ダンピング関税などの手段を使って保護主義政策を進める公算は大きい。実際、歴代の米政権は、様々な保護貿易政策を打ち出してきた。例えば、トランプ氏との相似が指摘されるレーガン政権下では、日本製品のシェア急上昇を受けて日米半導体協定を締結したほか、主に日本を対象国と想定した不公正貿易に対するスーパー301条を導入した。2000年代半ばには、アメリカの貿易赤字が拡大するなかで、対米輸出が急増していた中国との貿易摩擦が激化した(図表24)。このときは、アメリカが中国製品に対する輸入関税を引き上げたのに対し、中国も報復関税を課すという対抗措置をとった。

(図表24) アメリカの輸入関税率 (工業製品)

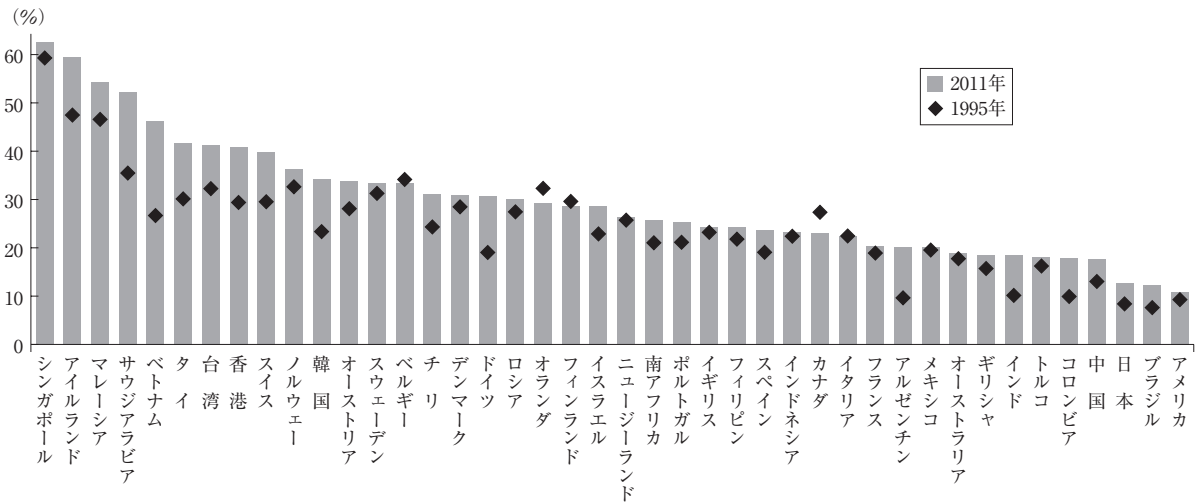


(資料) World Integrated Trade Solution、米BEA

保護主義化の動きはアメリカだけの問題にとどまらず、報復措置などを通じて世界全体に拡散する可能性がある。関税引き上げだけでなく、輸入数量割り当てなども実施されると、物価上昇を通じて国内の購買力を低下させるほか、貿易取引も下振れさせることになる。国際間のサプライチェーンが深化しているため、保護貿易化は二国間だけの問題にとどまらない。日本から中国へ部品を輸出し、中国からアメリカへ最終製品を輸出するという取引も多くなっているため、米中間で貿易摩擦が激化すれば、当然、日本の輸出にもマイナス影響が波及する。国内で生み出された付加価値のうち、国外需要に誘発された分のシェアをみると、アメリカ・日本などを除き、おおむね20%以上となっている(図表25)。シンガポール・アイルランド・マレーシアに至っては、国内で創出する付加価値の半分以上が国外需要に依存している。世界のどの地域で保護主義の動きが顕在化しても、多くの国にマイナス影響が及び、ひいては世界的な成長率下振れ要因として働く。

もう一つ懸念されるのは、貿易摩擦に加えて、アメリカでドル安志向が強まる可能性があることだ。トランプ氏は、レーガン政権との共通点が指摘されることが多いが、為替相場の観点から注目されるの

(図表25) 海外需要で生み出された国内付加価値 (対GDP比、2011年)



(資料) OECD-WTO, "Trade in Value Added"

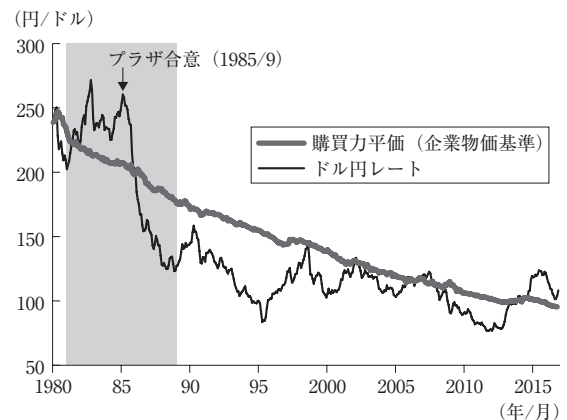
は二つの共通点である。

第1に、「双子の赤字」である。レーガン政権下では、軍事支出の拡大と巨額の減税により、財政赤字が大幅に拡大した。マクロの貯蓄投資バランス上、財政赤字の拡大は国内貯蓄を減少させるため、金利上昇に伴うドル高を通じて、経常収支の赤字拡大をもたらす。トランプ新政権も同様に、「双子の赤字」を生み出す可能性が高い。財政赤字が拡大することに加え、日欧と違い企業部門の貯蓄超過もないため、金利に上昇圧力がかかりやすいからである。これが、10年超ぶりの水準にあるドル高を、さらに加速させることになる。

第2に、購買力平価よりもドル高に振れていることである。為替相場は、短期的には金利差や経常収支などに左右されるものの、長期的には物価格差を反映した購買力平価に沿って動く (図表26)。現在の購買力平価は95円程度であるため、実際の為替相場はそれより2割も円安である。今後を展望しても、日本の物価は上がりにくい一方、アメリカのインフレは徐々に高まるため、購買力平価はさらに円高方向にシフトすると予想される。こうしたなか、金利差要因で円安が進めば、購買力平価との乖離はさらに拡大することになる。

これらは、米政権と産業界のドル高に対する不満を高め、いずれ強硬なドル高修正要求につながる恐れがある。レーガン政権時の帰結は、プラザ合意による超円高だった。今回も同様のドル高修正が起きるリスクを念頭に置いておくべきであろう。

(図表26) 日米の購買力平価



(資料) 日本銀行、米労働省データをもとに日本総合研究所作成
(注) シャドー部は米レーガン政権期。

(2016. 12. 13)