

2018～19年世界経済見通し

2017年11月27日

No.2017-024

回復感が広がる世界経済

～ 不安材料は中国経済と金融政策正常化 ～

調査部 マクロ経済研究センター

(要点)

- ◆ 世界景気はほぼ全ての地域にわたって回復傾向。マーケットでも株高・低金利が続いているほか、資源価格も落ち着いた動きで、世界景気を下支え。
- ◆ 先行きを展望すると、先進国は、家計部門・企業部門に支えられて、潜在成長率を若干上回るペースの回復が続く見通し。ただし、ブレイグジットのマイナス影響が顕在化する英国は低めの成長。金融政策では、米国がいち早く正常化を進めるほか、ユーロ圏も正常化に踏み切る見通し。結果、為替相場は緩やかな円安基調に。
- ◆ 新興国も回復傾向が持続。とりわけアジア諸国では、インフラ投資や個人消費の拡大を受けて、内需の牽引力が高まる方向。安定したマクロ経済運営も景気の追い風に。成長鈍化が見込まれる中国も、持続可能な成長ペースに軟着陸すると予想。
- ◆ もっとも、中国が世界経済を牽引する力は低下傾向。対内投資の拡大、内製化、経済のサービス化が進んだため、財の輸入に頼らなくても経済を拡大できる体質に変化。また、投資主導型成長から脱却する過程で、成長ペースは中長期的に低下する見通し。かつての日本・韓国のように、過剰投資の調整が一気に進むリスクも。
- ◆ 一方、設備投資の牽引力が高まることは明るい材料。世界的な需要拡大と企業業績の回復を受けて、企業マインドが改善していることが背景。GDPに占める設備投資の比率はまだ上昇余地があるため、今後も設備投資は増加が続く見通し。設備投資の持ち直しは、需要面から景気を押し上げるだけでなく、資本装備率の上昇を通じて労働生産性の低下にも歯止めをかける可能性。
- ◆ 先進国・新興国ともにおおむね底堅い回復を続けるため、世界経済は3%台半ばの緩やかな成長を続ける見通し。景気に過熱感がない「適温経済」のため、今回の景気回復には持続性が期待可能。
- ◆ リスク要因は、米欧の金融政策正常化に伴うマイナス影響。中央銀行が資産規模を抑制・縮小し、利上げを進める結果、長期金利に上昇圧力がかかる見通し。潜在成長率と期待インフレ率が低下するなか、予想以上の引き締め効果をもたらす恐れ。国際的なマネーフローを通じて、新興国景気にマイナス影響を及ぼす可能性も。

< 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 中国の牽引力低下	4
④ 回復する設備投資	5
⑤ 予測値	6
(3) リスク要因	7

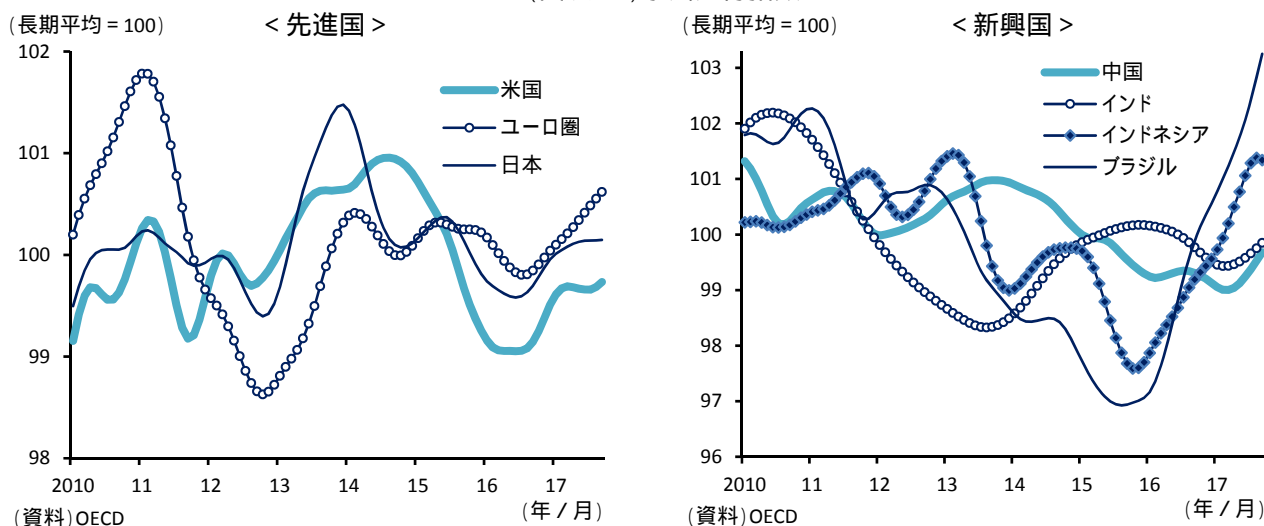
本件に関するご照会は、マクロ経済研究センター所長・忝村秀樹宛にお願いいたします。
Tel: 03-6833-0929
Mail: matsumura.hideki@jri.co.jp

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。

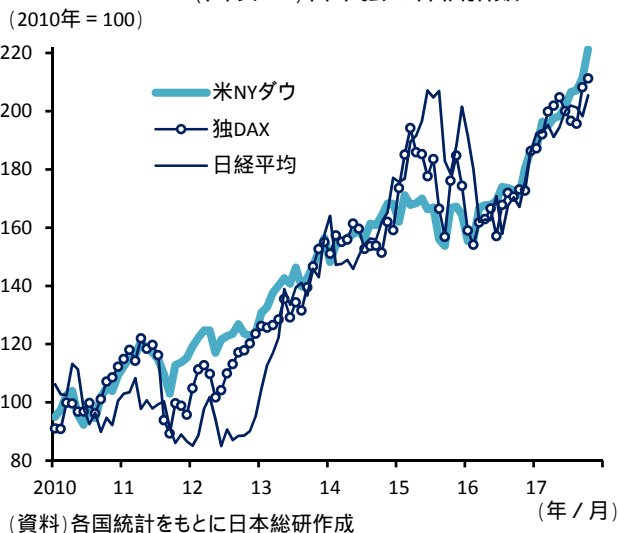
現状 全地域にわたり回復が明確化

- (1) 世界景気はほぼ全ての地域にわたって回復。OECD景気先行指数は、先進国・新興国ともに上昇傾向（図表1-1）。
- (2) 先進国では、日米欧とも緩やかな回復傾向が持続。米国のハリケーン、欧州の政治不安、日本の天候不順などの影響が懸念されたものの、各地域とも7～9月期は高めのプラス成長を達成。とりわけユーロ圏では、輸出の回復を受けて製造業PMIが6年ぶりの高水準。
- (3) 新興国では、金融・財政政策の効果や堅調な内需、輸出の回復などを背景に、総じて回復傾向が持続。IT需要の持ち直しもあってアジア諸国の製造業生産が増加しているほか、マイナス成長が続いていたブラジルもプラス成長に転換。中国も政府目標を上回る成長ペース。
- (4) マーケットにも底堅さ。日米欧の株価は、過熱感が警戒されながらも上昇トレンドが持続（図表1-2）。各国での金融緩和姿勢を受けて、短期・長期金利も低水準で推移。米国大統領選後に生じた新興国通貨安も収束し、国際的なマネーフローも安定。
- (5) 資源価格の落ち着きも、物価安定を通じて景気を下支え。世界需要の回復を受けて銅価格はやや上昇したものの、原油価格や鉄鉱石は低水準で推移（図表1-3）。

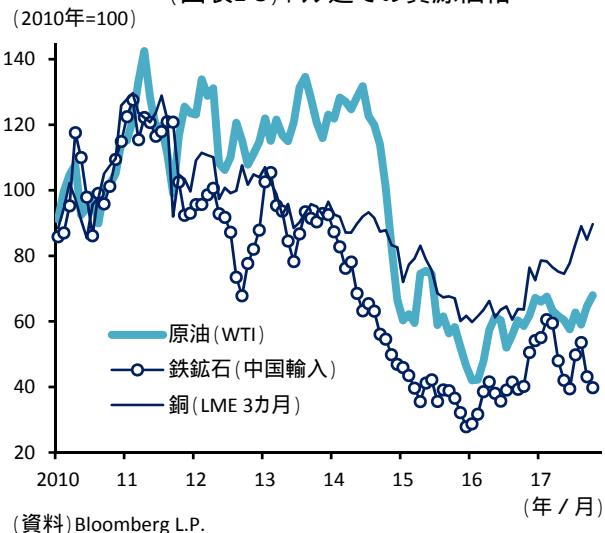
(図表1-1) 景気先行指数



(図表1-2) 日米独の株価指数



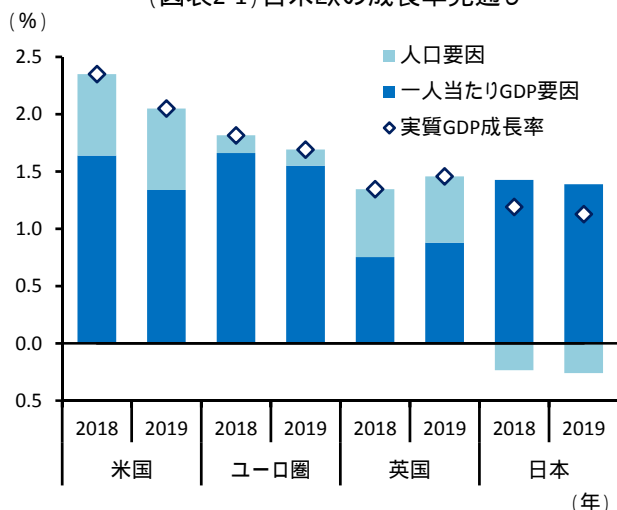
(図表1-3) ドル建ての資源価格



先進国 潜在成長ペースの回復続き、金融政策も正常化へ

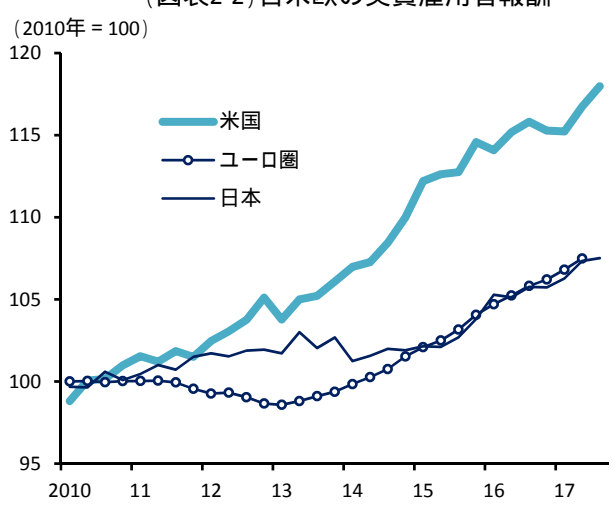
- (1) 先進国は、家計部門・企業部門に支えられて、潜在成長率を若干上回るペースの回復が続く見通し（図表2-1）。一人当たりGDPでも、おおむね1%台前半の堅調な成長率を維持。ただし英国は、ブレグジットの枠組みが固まるまでは低めの成長。
- (2) 家計部門は、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が堅調に推移する見通し。日米欧ともに賃金上昇率は低調ながら、雇用者数が着実に増加するほか、インフレ率も抑制された状態が続くため、実質雇用者報酬は増勢を維持（図表2-2）。
- (3) 企業部門も景気を下支え。世界景気の回復に連動して輸出が増加するほか（図表2-3）、企業収益の回復を受けて設備投資も持ち直し。企業活動の活発化に連動するかたちで輸入も増加し、新興国経済を牽引する力も上昇。もっとも、これまで輸出の増勢が高すぎた反動で、2018年以降、輸出の伸び率は徐々に鈍化する見通し。
- (4) 景気回復を受けて、米国はいち早く金融政策を正常化。F R Bは資産規模の縮小を進めるほか、政策金利も段階的に引き上げへ（図表2-4）。ユーロ圏でも、E C Bは資産買入の減額を進め、2019年には利上げに踏み切る見通し。一方、インフレ圧力が弱い日本では、緩和姿勢を維持。金融政策の違いを受けて、為替相場は緩やかな円安基調に。

(図表2-1) 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研作成

(図表2-2) 日米欧の実質雇用者報酬



(資料) 各国統計をもとに日本総研作成

(年/期)

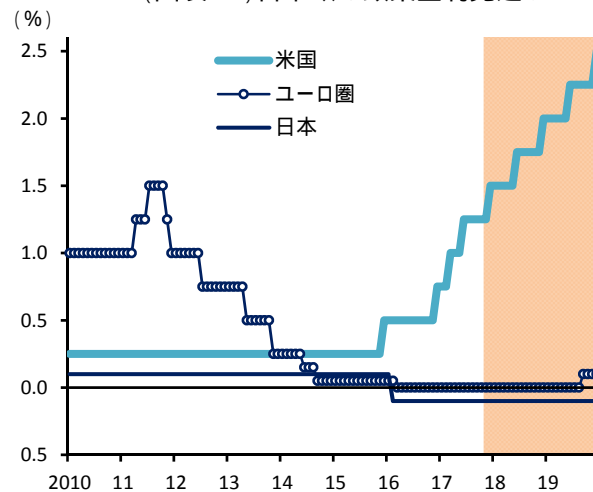
(図表2-3) 先進国の輸出入



(資料) Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

(年/月)

(図表2-4) 日米欧の政策金利見通し



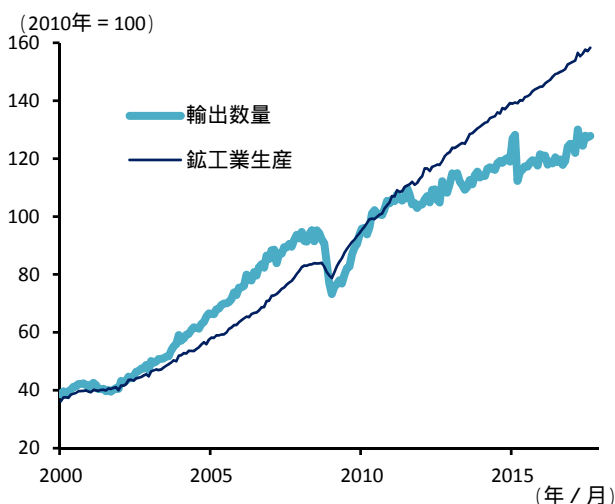
(資料) 各国統計をもとに日本総研作成

(年/月)

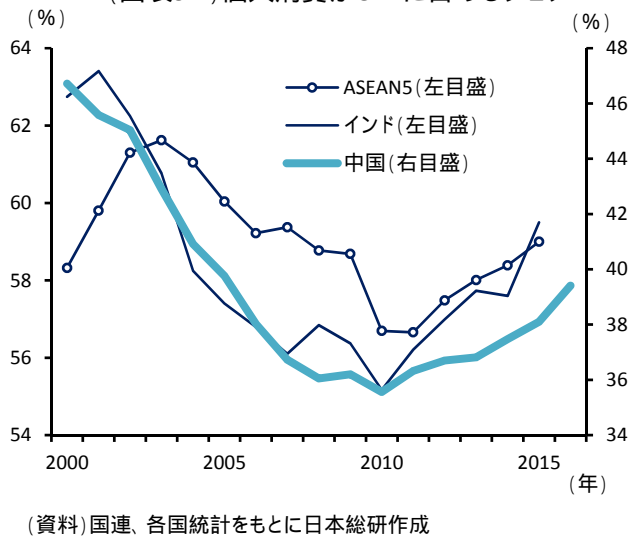
新興国 内需主導型の回復にシフト

- (1) 新興国でも企業部門が好調。アジア諸国の鉱工業生産は高めの伸びを維持（図表3-1）。もっとも、過去5年間で生産構造に大きな変化。2000年代は鉱工業生産の伸び以上に輸出が増加したのに対し、2010年代入り後は輸出の伸びが鉱工業生産を下回って推移。企業活動が輸出主導型から内需主導型にシフトしたことを示唆。
- (2) 内需拡大の原動力は、インフラ投資と個人消費。中国を含むアジア諸国ではインフラ整備が需要に追いついていないため、今後もインフラ投資は拡大を続ける見通し。また、所得水準の向上による中間層の台頭などを背景に、消費市場も着実に拡大。GDPに占める個人消費のシェアは2010年代入り後に上昇に転じ、景気牽引力が高まる方向（図表3-2）。
- (3) さらに、為替相場の安定、低いインフレ率、緩和的な金融政策姿勢など（図表3-3）、安定したマクロ経済運営も景気の追い風に。発展が遅れたインドネシアやフィリピンでも構造改革が進捗。先進国向け輸出増もあいまって、新興国は今後も回復傾向が持続する見通し。
- (4) 一方、中国の成長率は6%台前半に向けて徐々に減速する見通し（図表3-4）。景気失速への懸念は強いものの、安定成長を重視する政府の下支え策が見込まれるため、持続可能な成長ペースへの軟着陸がメインシナリオ。

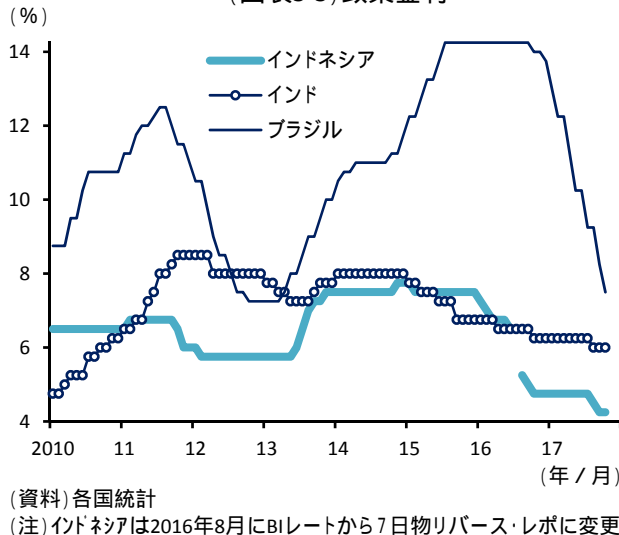
(図表3-1) アジア新興国の企業活動



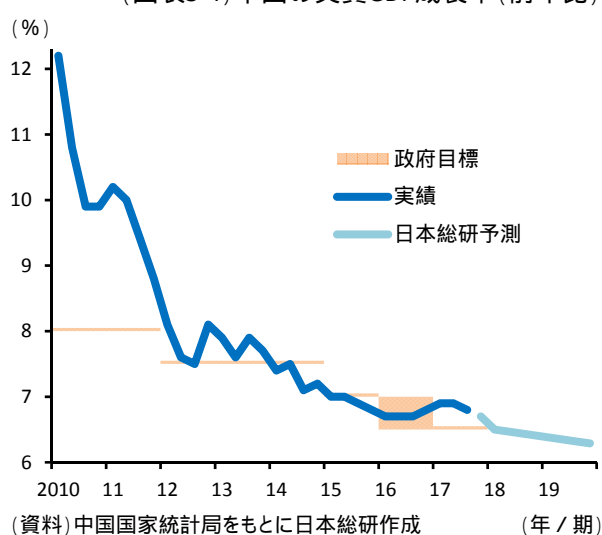
(図表3-2) 個人消費がGDPに占めるシェア



(図表3-3) 政策金利

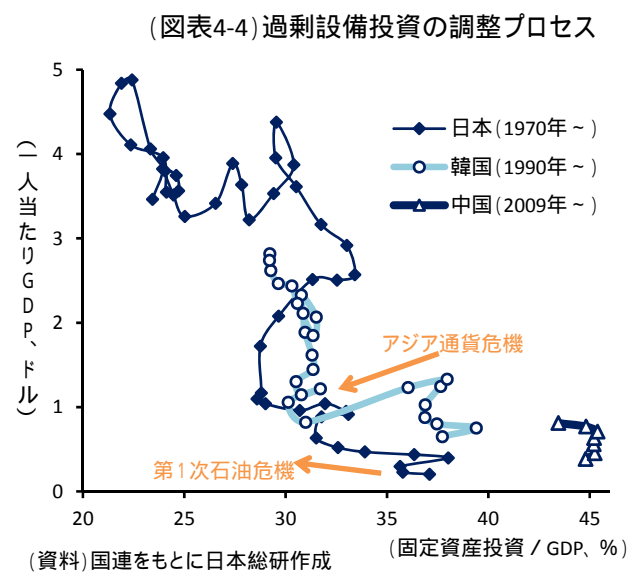
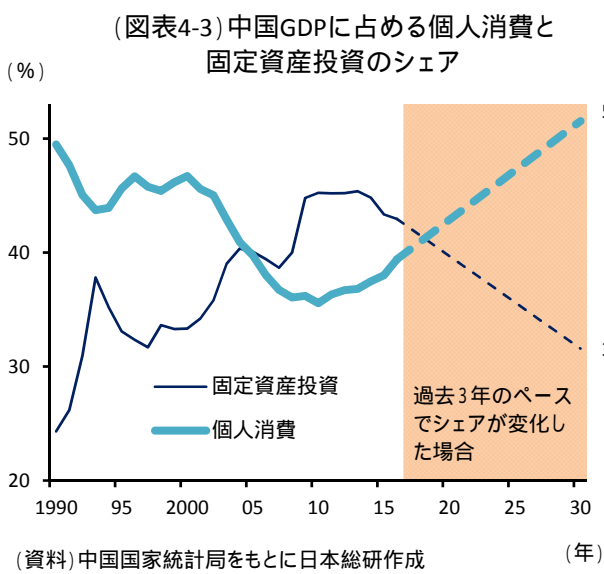
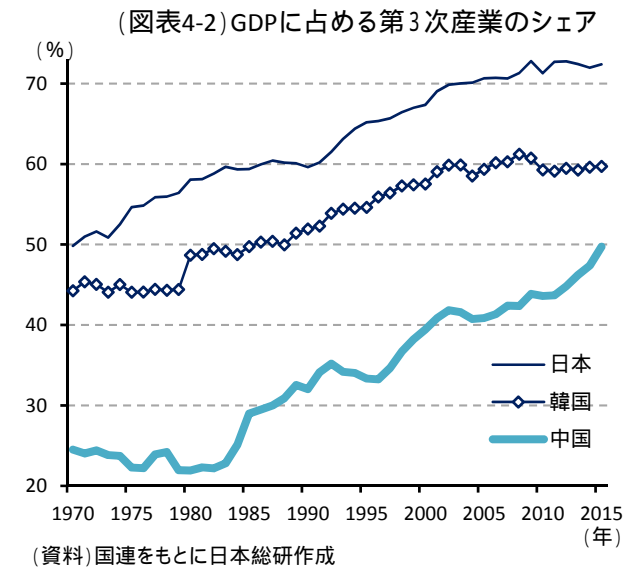
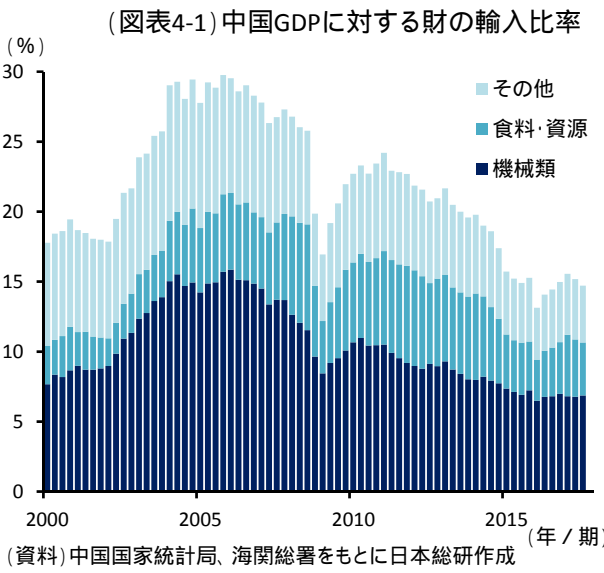


(図表3-4) 中国の実質GDP成長率(前年比)



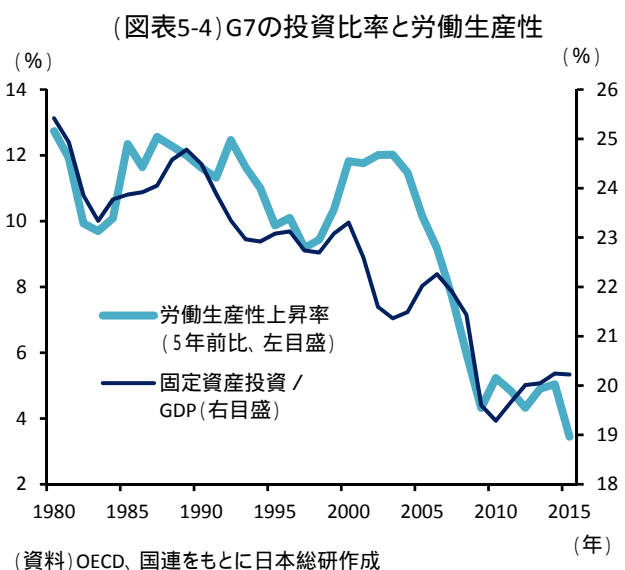
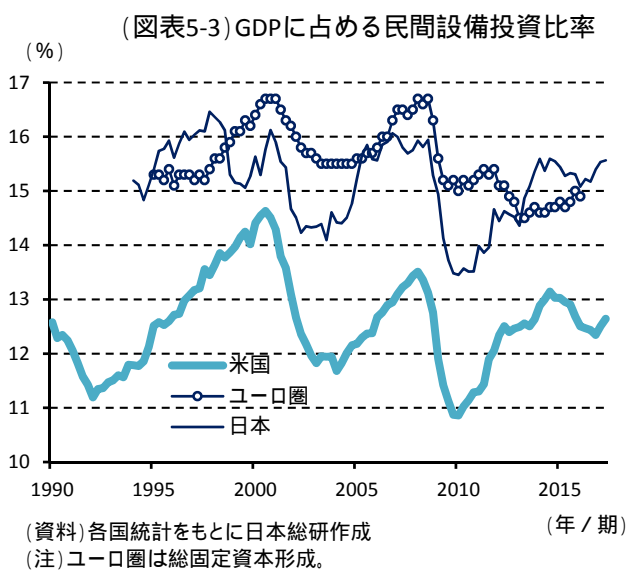
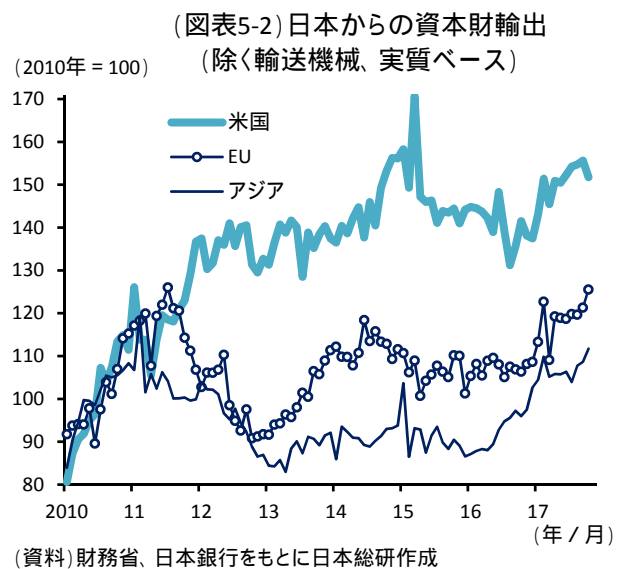
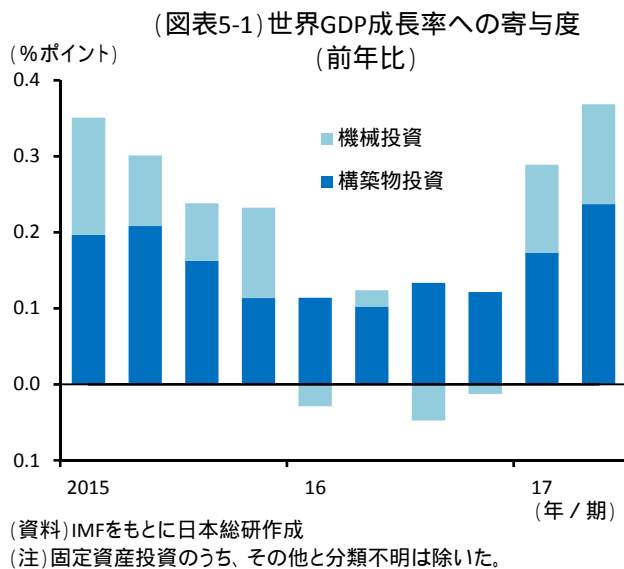
中国 低下する世界経済の牽引力

- (1) もっとも、中国経済が世界景気を牽引する力は低下傾向。そのため、中国依存度が高いアジア諸国の成長加速も期待薄。この背景に二つの構造変化。
- (2) 第1に、国内経済の自立化による爆買いの終焉。中国GDPに占める財の輸入比率は、2000年代半ばをピークに低下傾向（図表4-1）。とりわけ機械類で顕著。財の輸入に頼らなくても経済を拡大できる体質に変化。この背景として、①先進国企業が製造拠点の移転を進めたこと、②中国地場企業の技術力向上により部品・素材の内製化が進んだこと、③経済のサービス化が進み財市場のシェアが低下したこと（図表4-2）、の3点を指摘可能。
- (3) 第2に、投資主導型成長からの脱却。投資主導の高成長を続けた結果、GDPに占める固定資産投資のシェアは異例の高水準に（図表4-3）。これが、過剰生産能力、過剰債務問題、不良債権問題などの原因に。もっとも、2014年から固定資産投資のシェアは低下。固定資産投資の牽引力が長期にわたり低下する結果、成長ペースも鈍化を余儀なくされる見通し。
- (4) さらに、過剰投資の調整が一気に進むリスクも。かつて過剰投資問題を経験した日本と韓国では、第1次石油ショックとアジア通貨危機をきっかけに投資比率が急減（図表4-4）。中国でも外的ショックを引き金に投資調整が起きた場合、景気が急失速する可能性。



投資 設備投資の牽引力が回復

- (1) 一方、設備投資の牽引力が高まることは明らかな材料。世界GDP成長率に対する固定資産投資の寄与度は、2017年入り後から上昇傾向（図表5-1）。世界的な需要拡大と企業業績の改善を背景に、新興国でのインフラ投資だけでなく、先進国でも設備投資が積極化。なかでも、景況感が高い水準に上昇している米欧製造業が牽引役の一つに。
- (2) 日本からの資本財輸出をみても、米国、欧州、アジアいずれの地域向けも増加基調（図表5-2）。とりわけ米国からの需要が好調。品目別にみても、建設機械、工作機械、産業用ロボット、半導体製造装置など、様々な資本財が増加。
- (3) 今後を展望しても、設備投資の増勢は持続する見通し。GDPに占める民間設備投資の比率をみると、日米欧とも過去のピークを下回っている状況（図表5-3）。日本では上限に近づきつつあるものの、米国とユーロ圏では設備投資が伸びる余地は残存。OECDの分析でも、日米欧では2017時点でGDP比2～5%分の投資が不足しているとの結果。
- (4) 設備投資の持ち直しは、需要・供給の両面から世界経済の成長を押し上げ。需要面からは、日本・ドイツなどを中心に資本財生産を押し上げ。供給面からは、資本装備率の上昇を通じて、労働生産性の低下に歯止めをかける可能性（図表5-4）。



見通し 過熱感なく緩やかなペースの回復が持続

- (1) 世界経済は、2017年から2019年にかけて3%台半ばの成長を続ける見通し(図表6-1)。前回(2017年7月)の予測値と比べると、2017年が0.2%ポイントの上方修正で、2018年以降は据え置き。足元の景気の上振れを反映させたかたちで、先行きの見方に大きな変更はなし。
- (2) 先進国は米国が牽引役。規模を縮小させながらも財政政策が発動されるため、2018年の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緩やかに減速していくものの、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) 新興国は成長率がやや高まる見通し。新興国GDPの3割を占める中国が減速し、IT需要が鈍化するNIEsの成長率も低下するものの、資源国がマイナス成長から脱するほか(図表6-2)、内需が拡大するインド・インドネシアなどの成長ペースが徐々に高まる見込み。
- (4) ほぼ全ての地域に回復が広がるものの、成長ペースは2000年代に比べると緩やか(図表6-3)。中国など新興国の高成長が一巡したほか、先進国も人口動態要因から潜在成長率が低下していることが背景。景気に過熱感がない「適温経済」のため、今回の景気回復には持続性があるとの見方がメインシナリオながら、金融政策面からの下振れリスクには注意が必要。

(図表6-1) 世界の実質GDP成長率見通し

	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
世界計	3.2	3.6	3.6	3.6
先進国	1.7	2.2	2.0	1.8
アメリカ	1.6	2.2	2.3	2.0
ユーロ圏	1.8	2.3	1.8	1.7
イギリス	1.8	1.5	1.3	1.5
日本	0.9	1.5	1.2	1.1
新興国	4.2	4.5	4.7	4.8
BRICs	5.2	5.8	5.7	5.8
中国	6.7	6.8	6.4	6.3
インド	7.1	6.8	7.3	7.4
NIEs	2.3	2.8	2.4	2.4
韓国	2.8	2.9	2.6	2.6
台湾	1.5	2.5	2.0	2.1
香港	2.0	3.6	2.4	2.4
ASEAN5	4.9	5.4	5.3	5.4
インドネシア	5.0	5.1	5.3	5.5
タイ	3.2	4.0	3.9	3.9
マレーシア	4.2	5.8	5.2	5.0
フィリピン	6.9	6.6	6.8	6.9
ベトナム	6.2	6.7	6.3	6.4

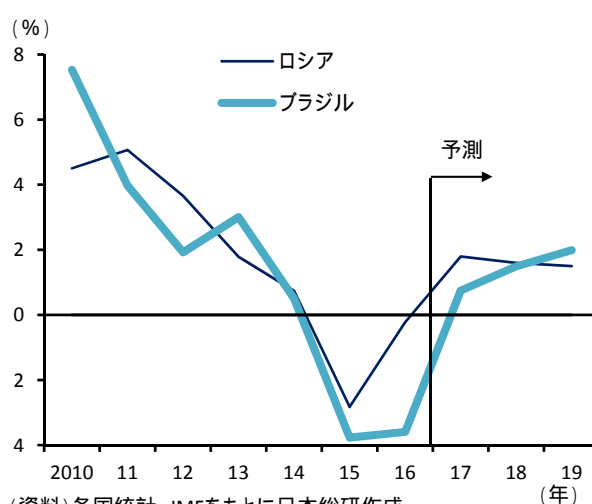
(資料) IMF、各国統計をもとに日本総研作成

(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。

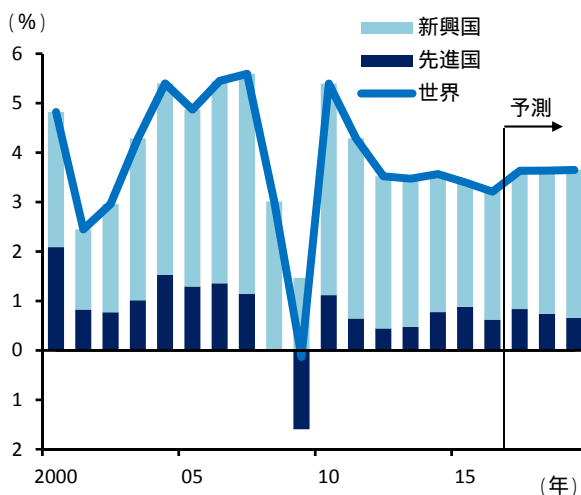
(注3) インドのみ年度ベース(当年4月～翌年3月)。

(図表6-2) 資源国の実質GDP成長率



(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総研作成

(図表6-3) 実質GDP成長率の寄与度

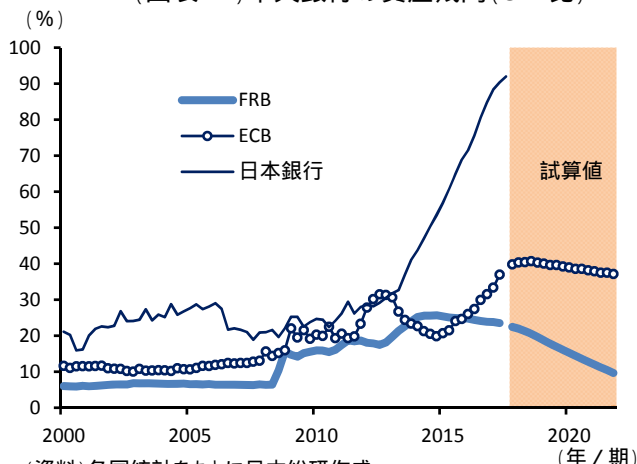


(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総研作成

リスク | 不透明感が残る金融政策正常化の影響

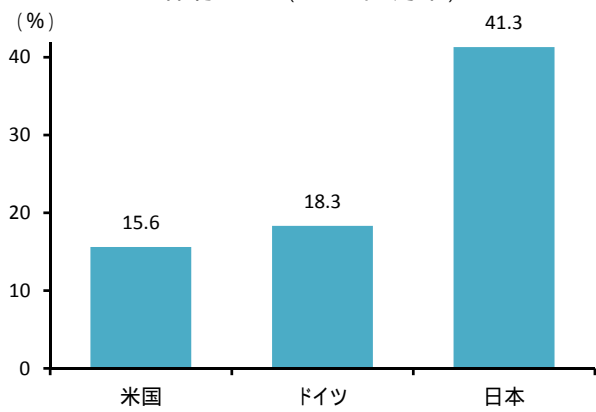
- (1) 米欧の金融政策が転換点に。量的緩和政策の見直しにより内外の金融市場でポートフォリオ・リバランスが進むほか、政策金利も正常化に向けて引き上げられる方向。
- (2) 中央銀行が資産規模を抑制・縮小させる結果（図表7-1）、国債市場における中央銀行のプレゼンスが徐々に低下。各国とも中央銀行の保有シェアが大きくなっているため（図表7-2）、長期金利に上昇圧力が高まる恐れ。また、FRBは政策金利も段階的に引き上げる計画であり、これも長期金利の押し上げ要因に。潜在成長率と期待インフレ率の低下で金利上昇余地は限られるものの、金融政策の正常化が想定以上の引き締め効果をもたらす恐れ。
- (3) 国際的なマネーフローを通じて、新興国景気にマイナス影響を及ぼす可能性も。新興国の外貨準備は総じて潤沢であるため（図表7-3）、通貨危機が起きにくい構造。もっとも、一部の国では短期対外債務比率が高くなっているため、資金流出に対する懸念は払拭できず。
- (4) もちろん、米欧の中央銀行が慎重なペースで出口戦略を進めると予想されるため、危機的な状況をもたらす公算は小。もっとも、①量的緩和政策からの撤退は初めての試みであること、②各国とも需給ギャップの解消が進み景気後退局面入りの可能性が意識されていることから（図表7-4）、不測の事態には注意が必要。

(図表7-1) 中央銀行の資産残高(GDP比)



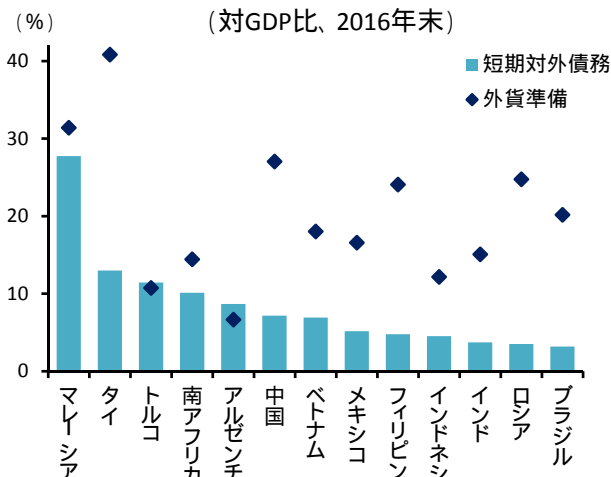
(資料) 各国統計をもとに日本総研作成
(注) 試算値は、足元の成長率を維持しつつ、各中央銀行の計画通りに資産規模をコントロールしたケース。

(図表7-2) 国債市場における中央銀行保有シェア (2017年6月末)



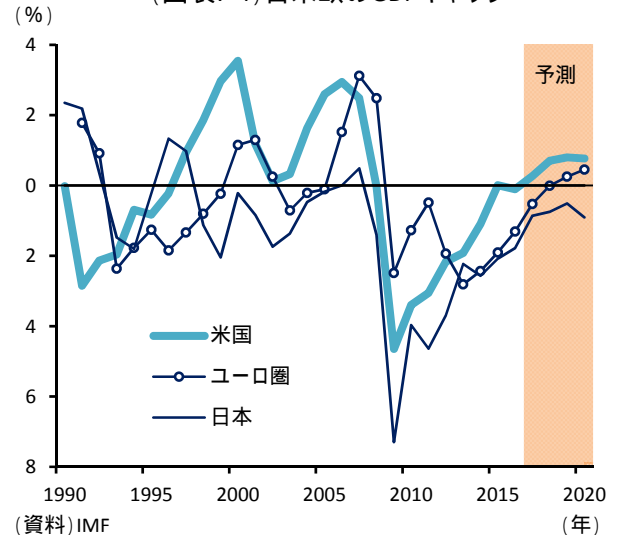
(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総研作成
(注) ドイツの分母は2016年末の一般政府債務残高のため、過少推計になっている可能性がある。

(図表7-3) 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7-4) 日米欧のGDPギャップ



(資料) IMF