

2014年7月2日

No.2014-17

## けん引役が不在のなか、力強さを欠く世界経済

— 米国の購買力が低下する一方、新興国の購買力も力不足 —

調査部 マクロ経済研究センター

### 《要 点》

- ◆ 世界経済は回復傾向にあるものの、ペースは依然緩慢。なかでも新興国は、いまだ減速基調から抜け出せず。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。世界経済が力強さを増していけるかどうかは、先進国、とりわけ米国の輸入動向が大きな焦点に。
- ◆ 米国では、これまで景気が回復すると上昇していた輸入比率が、2011年以降横這い推移。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のの、新興国でのコスト高などを受け輸入代替の動きも一巡。さらに、バブル崩壊を受けた総需要の低迷もあり、2000年代に世界経済をけん引した米国の購買力は大きく低下。米国に代わる新たなけん引役が現れない限り、米国以外の地域の成長率は伸び悩みが続く公算。
- ◆ 一方、2011年以降、米国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、米国に代わる買い手は不在。期待される新興国では、中国での過剰投資問題や米国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。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。
- ◆ 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見通し。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に。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、過剰流動性の下、長期金利低下、株高の環境が維持される見通し。
- ◆ 以上を踏まえると、先進国の緩慢な景気回復を受け、新興国も停滞色の強い状況から抜け出せず、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。
- ◆ 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米金利上昇に伴う新興国からの資金流出懸念再燃を指摘可能。

＜ 目 次 ＞

1. 現状	1
世界経済は緩やかに持ち直しも、力強さを欠いた状況。	
2. 分析	2
(1) 米国：構造的な需要鈍化で、世界経済をけん引する力は低下。	
(2) 新興国：下支え役として輸入に期待も、当面拡大余地は限定的。	
(3) インフレ：世界的なデフレーション傾向が長期化。	
3. 見通し	5
世界経済は回復傾向が続くものの、ペースは緩慢。	
4. リスク	6
中国での不動産バブル崩壊、原油価格高騰がリスク要因。	

本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・牧田健宛にお願いいたします。

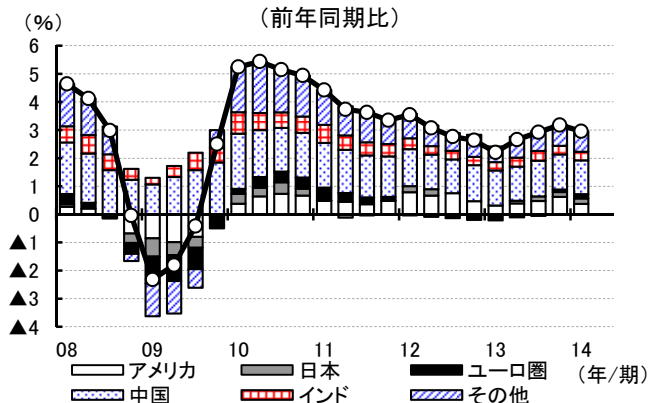
Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

# 現状 世界経済は緩やかに持ち直しも、力強さを欠いた状況。

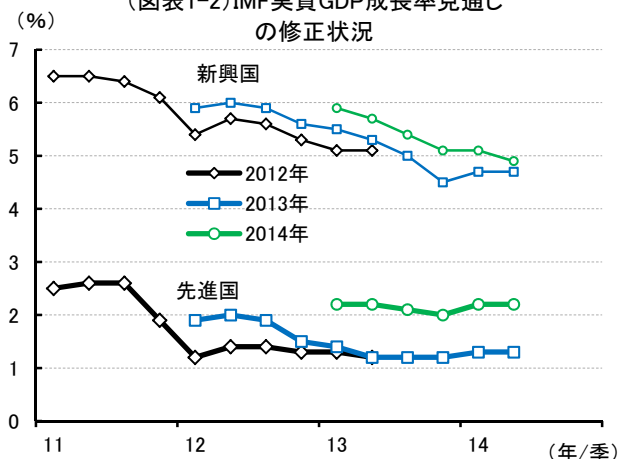
- (1) 2013年春以降緩やかながらも持ち直しの動きが続いてきた世界経済は、2014年に入るともたつきが目立つ状況に。主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、ユーロ圏や日本で堅調な推移が続いたものの、米国で寒波の影響もあり増勢が鈍化したほか、中国でも昨年秋をピークに再び減速。この結果、世界経済全体では前年比で+3.0%と増勢が鈍化（図表1-1）。
- (2) 地域別にみると、「先進国堅調・新興国低迷」の構図は変わらず。IMFの世界経済見通しによると、先進国では、2014年の成長率が2012年、2013年を上回っているほか、2013年春以降見通しの下方修正にも歯止めがかかっており、景気回復が定着しつつある状況。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状況（図表1-2）。
- (3) 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を指摘可能。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（図表1-3）。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。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。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（図表1-4）。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、とりわけ米国の輸入動向が大きな焦点に。

(図表1-1) 主要20カ国・地域の実質GDP成長率  
(前年同期比)



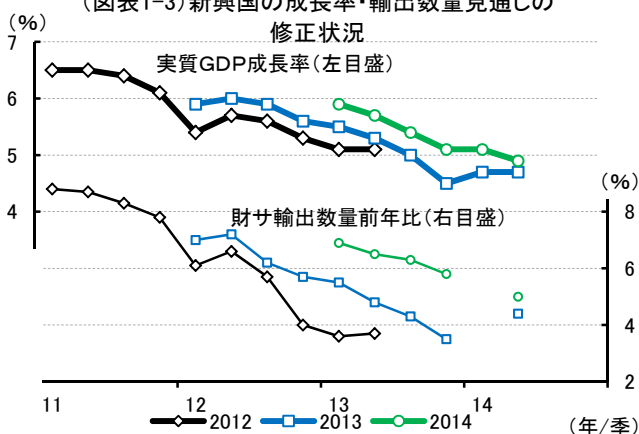
(資料) 各国統計、IMF  
 (注1) 主要20カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位22カ国。うち、イランとサウジアラビアは統計の制約上除外。ユーロ圏加盟国はユーロ圏としてカウント。  
 (注2) 国・地域別寄与度、G20計は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。

(図表1-2) IMF実質GDP成長率見通しの修正状況



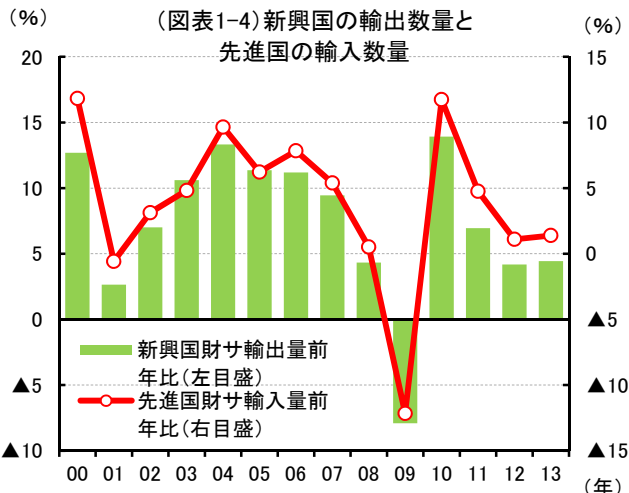
(資料) IMF, "World Economic Outlook"  
 (注) 横軸は、各年の1月update, spring, 7月update, autumnの見直し

(図表1-3) 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の見直し  
 (注2) 14年1月の財サ輸出量は未公表。

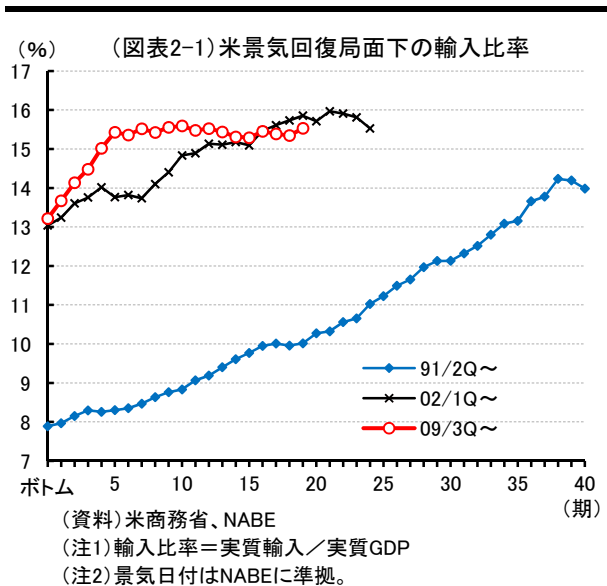
(図表1-4) 新興国の輸出数量と先進国の輸入数量



(資料) IMF, "World Economic Outlook"

# 分析 米国は構造的な需要鈍化で、世界経済をけん引する力は低下。

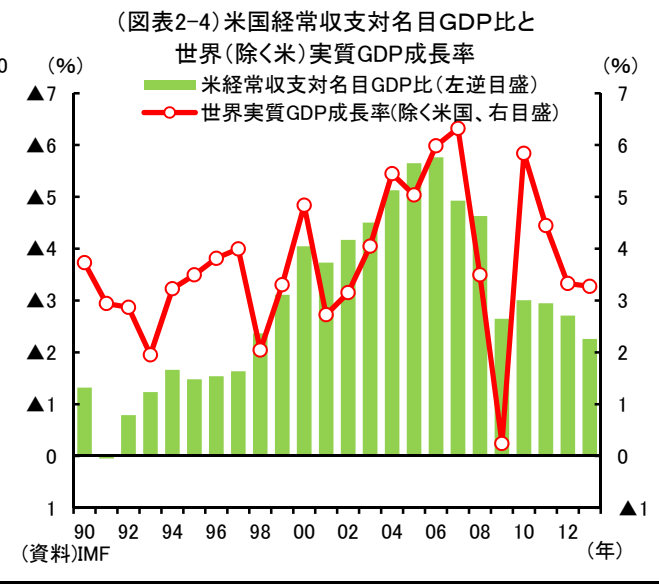
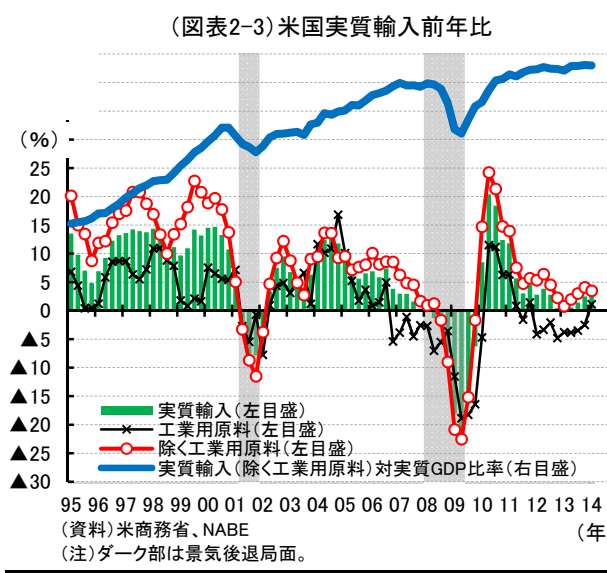
- (1) 米国では、これまで景気が回復すると輸入が増加し、輸入比率（実質輸入/実質GDP）が右肩上がりであり上昇。しかし、今景気回復局面では、輸入比率は2010年末まで上昇したものの、その後は横ばいで推移するなど、従来の景気回復パターンとは異なる動き（図表2-1）。
- (2) そこで、米国の景気回復局面毎のGDP・輸入・総需要をみると、今局面ではすべての項目において伸びが鈍化。なかでも、財政面からの景気下支えが一巡した2010年末以降は、それぞれ2%前後まで伸びが鈍化しており、逆に外需寄与度がプラスに転化（図表2-2）。GDP・総需要の伸び鈍化の背景には、ベビーブーマー世代の引退という人口動態面に加え、バブル崩壊に伴う企業・家計のマインド慎重化等が指摘可能。家計のバランスシート調整一巡を背景に、今後は持ち直しが期待されるものの、所得が伸び悩むなか、高成長は期待し難い状況。一方、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、輸入代替の動きが一巡した可能性（図表2-3）。
- (3) このように、リーマン・ショックを契機に米国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な世界経済をけん引していく力は減衰。1990年代後半以降、米国を除く世界実質GDPは、米国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おり、米国に代わる新たなけん引役が現れない限り、米国経常赤字の縮小・拡大一服は米国以外の地域の成長率伸び悩みにつながる公算大（図表2-4）。



(図表2-2) 90年代以降の米国景気回復局面における成長率

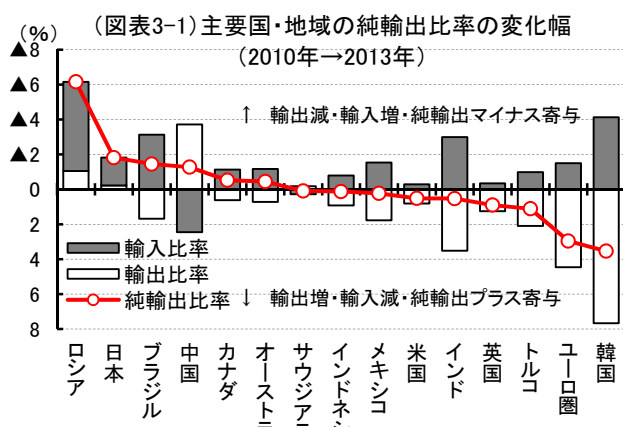
	平均成長率			同寄与度	
	GDP	輸入	総需要	外需	内需
91/2Q~	3.6	9.9	4.2	▲0.4	4.0
02/1Q~	2.8	6.0	3.2	▲0.1	2.9
09/3Q~	2.1	5.8	2.5	▲0.1	2.2
~10/3Q	2.7	16.3	4.3	▲0.8	3.5
10/4Q~	1.9	2.1	1.9	0.1	1.7

(資料)米商務省、NABE  
(注) 景気日付はNABEに準拠。

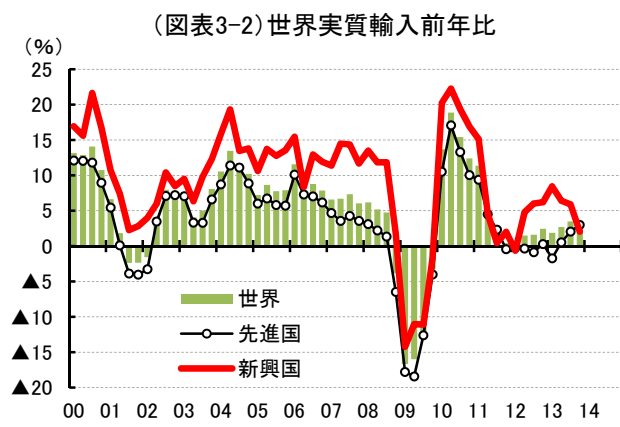


# 分析 新興国の輸入に期待も、当面拡大余地は限定的。

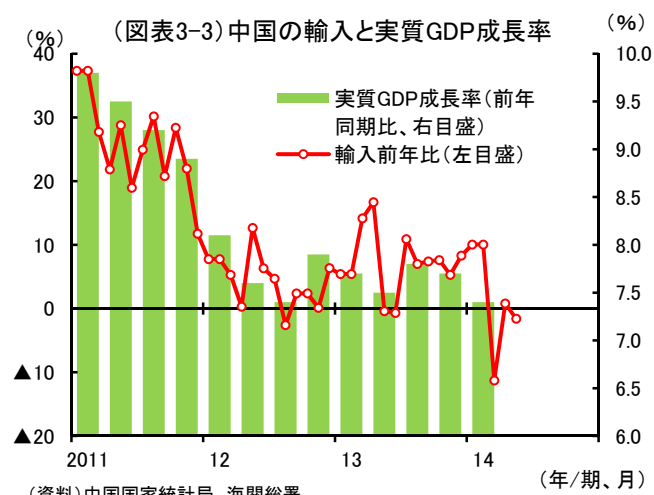
- (1) そこで、米国に代わって世界の買い手となった国を探すべく、主要国・地域の輸出入比率の変化幅をみると、米国の輸入が頭打ちとなった2011年以降、輸入比率が上昇し、かつ、純輸出の黒字が縮小あるいは赤字が拡大したのは、日本やロシア・ブラジル等に限定(図表3-1)。このうち、日本は東日本大震災を受けた原発稼働停止の影響が色濃く、ロシア等も需要拡大より供給制約の強まりという側面が強く、米国に代わる買い手は不在。
- (2) 下支え役を期待される新興国は、2013年入り以降むしろ実質輸入の増勢が大きく鈍化しており、足許では先進国にも遅れをとる状況(図表3-2)。この背景が、これまで輸入の牽引役となってきた中国での過剰投資問題の顕在化と米国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。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、これに伴い輸入の増勢も大きく鈍化(図表3-3)。また、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やインドネシア等では、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、輸入の増勢が大きく鈍化(図表3-4)。
- (3) これらは、新興国は、高成長を実現するにあたり様々な歪みを抱えており、また、米国のような基軸通貨の特権がないなかでは、世界経済をけん引していくだけの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。中国では景気下振れ回避に向けた景気対策の発動、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。



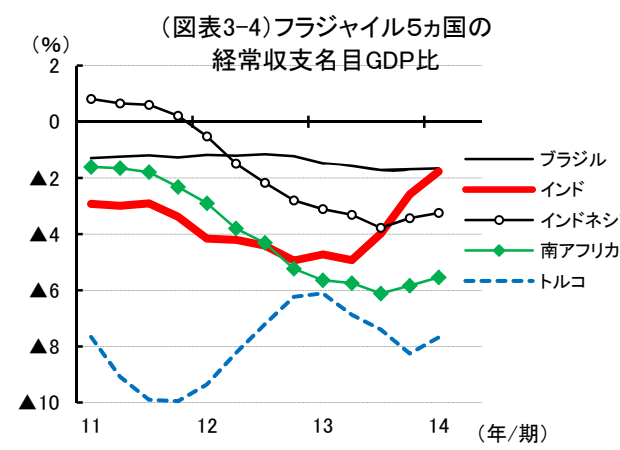
(資料) 各国統計  
(注1) 中国、ブラジル、サウジアラビアは名目。  
(注2) サウジアラビアは2012年と2010年の比較。



(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



(資料) 中国国家统计局、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。

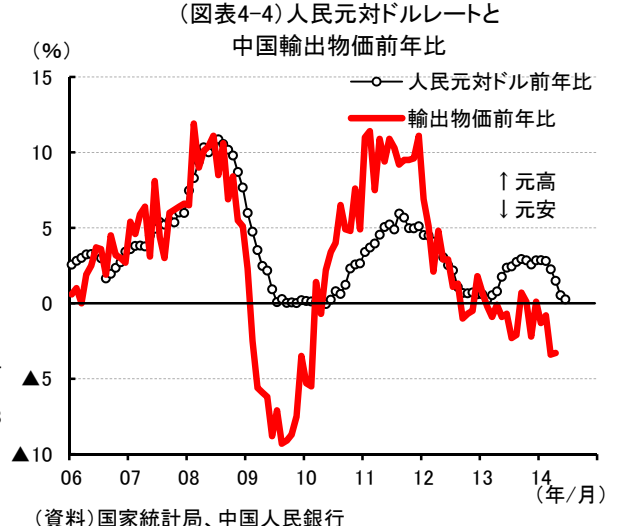
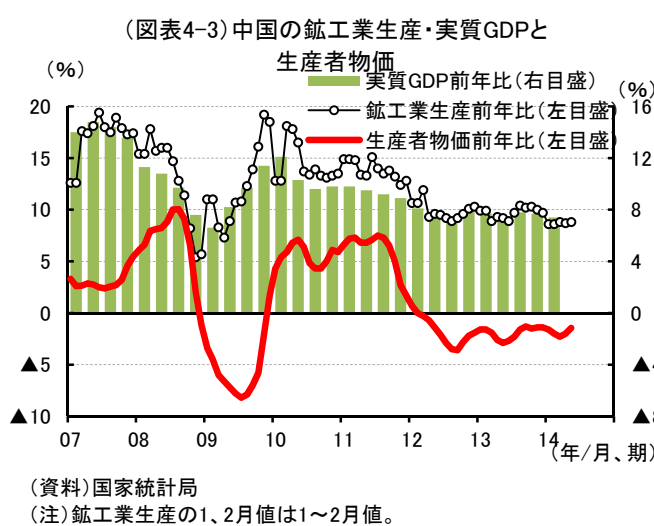
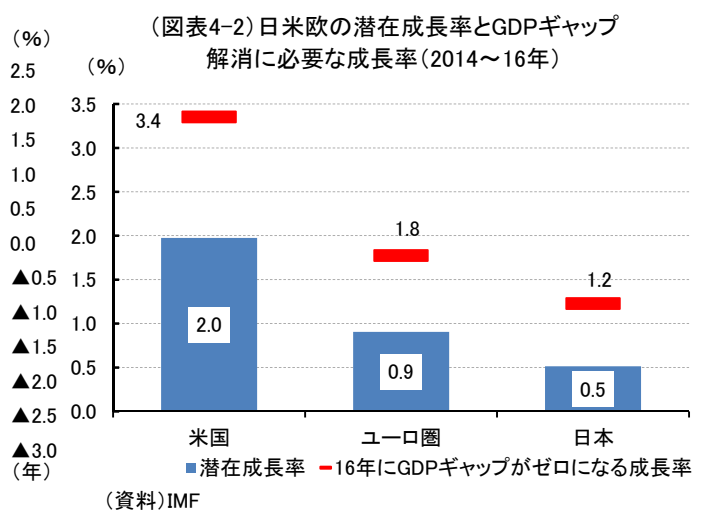
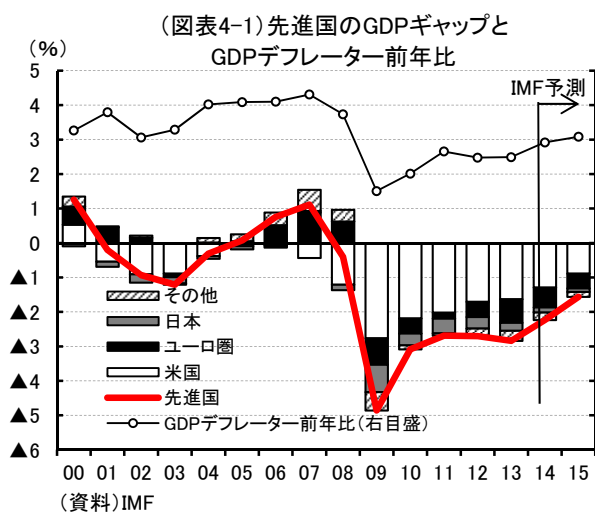


(資料) 各国統計  
(注) いずれも原数値の4半期移動平均値。



# 分析 世界的なデスインフレ傾向が長期化

- (1) 以上のように、けん引役が不在のなか、先進国では、大幅なGDPギャップを抱えた状況が続き、デスインフレ傾向が長期化する見通し（図表4-1）。ちなみに、IMFが算出する2014～2016年にかけての潜在成長率は、米国2.0%、ユーロ圏0.9%、日本0.5%。各国でGDPギャップが向こう3年で解消されるには、それぞれ平均3.4%、1.8%、1.2%の成長が必要で、日本を除けば実現困難（図表4-2）。したがって、GDPギャップの解消にはさらに数年かかると思われる、デスインフレの解消は早くとも2016年入り以降となる見込み。
- (2) 世界的なデスインフレは、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)のマイナスが持続。+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、財価格のデフレが進行（図表4-3）。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。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状況（図表4-4）。
- (3) 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を継続していく必要。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。一方、中国での財デフレ解消には、需要面よりも過剰投資の圧縮という供給面からの改革が必要不可欠。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。



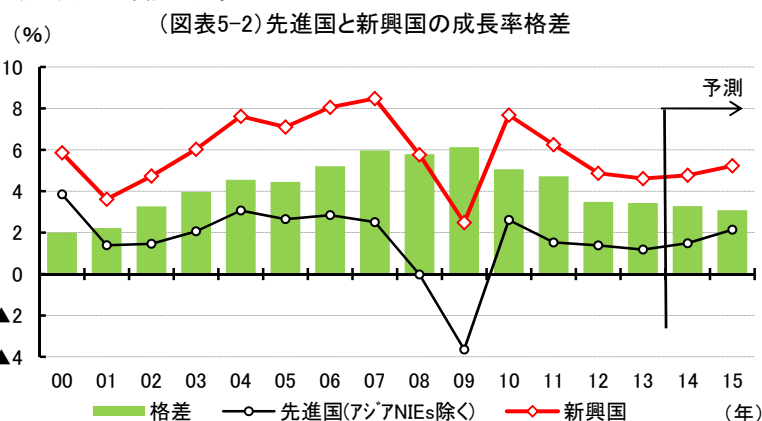
**見通し 世界経済は回復傾向が続くものの、ペースは緩慢。**

- (1) 以上を踏まえ、世界経済の先行きを展望すると、米国では寒波、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、米国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。もっとも、米欧でマインドの慎重化がみられるなか、そのペースは緩慢にとどまる見込み。一方、これまで減速が続いていた新興国では、中国での小規模な景気対策、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見込み。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い状況下、停滞色の強い状況からは抜け出せない見通し。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（図表5-1）。
- (2) 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（図表5-2）。

(図表5-1) 世界の実質GDP成長率見通し (暦年、%)

	2012年 (実績)	2013年 (実績)	14年 (予測)	15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
米国	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・米・ユーロ圏(18カ国)のほか、英・豪・加など32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) インドは支出サイド。



(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

# リスク 中国での不動産バブル崩壊、原油価格高騰がリスク要因。

- (1) こうした見通しに対し、主要なリスクは、中国での不動産バブル崩壊。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。もっとも、中国ではシャドバンキングを含めた貸出残高が対名目GDP比200%を超えているほか、不動産開発投資が対名目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のが実態（図表6-1）。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れば、中国景気の大規模な悪化は不可避で、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は、景気の下振れ圧力が強まる見込み（図表6-2）。
- (2) 第二に、地政学的要因による原油価格高騰。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、状況次第では原油価格が高騰するリスク。先進国では、所得環境が厳しい状況にあり、原油価格が一段と上昇した場合、個人消費が腰折れする恐れ。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、日米欧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（図表6-3）。
- (3) 第三に、新興国での資金流出懸念再燃。昨年夏に厳しい資金流出に見舞われたインド・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、本年春以降資金流出に歯止め。もっとも、「双子の赤字」縮小に向けて大幅な改善がみられたのはインドに限られ、市場の安定は米国での金利先高観の後退によるところが大（図表6-4）。米国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、上記国々からの資金流出が再燃し、景気が大きく下押しされる恐れ。

