

2015年11月30日

No.2015-039

小幅持ち直しもけん引役が不在の世界経済

— 先進国で緩やかな拡大が続くなか、新興国も政策対応等により持ち直しへ —

調査部 マクロ経済研究センター

《要点》

- ◆ 世界経済は、2010年以降拡大が続いているものの、力強さに欠けており、足許ではむしろ新興国での輸出の伸び悩み等を背景に減速色が強まっている状況。
- ◆ 先進国・新興国の輸出減速の背景には、アメリカ・中国での輸入の伸び鈍化。1990年代以降、アメリカ・中国の輸入増加が世界経済を牽引してきただけに、今後の世界経済は、アメリカをはじめとした先進国や中国が世界の買い手を担い続けることができるかが焦点。以下ではその可否を検討。
- ◆ アメリカでは、先行き個人消費が底堅さを増していく見込みながら、家計には慎重姿勢が残っており、輸入比率の大幅上昇は期待薄。ユーロ圏でも、個人消費が堅調ながら、デフレ回避に向けたECBによる積極的な金融緩和がユーロ安を通じて輸入を抑制。
- ◆ 中国では、過剰生産設備と過剰債務を抱えるなかで、バランスシート調整が本格化。「生産減→デフレ→企業収益悪化→投資減」の悪循環に陥るなかで、成長ペースの大幅鈍化は不可避。経常黒字を抱えるなか、通貨危機のようなハード・ランディングは回避される見込みながら、日本型の低成長が長期にわたって続く公算大。
- ◆ こうしたなか、中国政府は雇用の安定を目指し、政策を総動員しており、景気の大幅な失速は回避される見込み。もっとも、バランスシート調整下、政府の対策が呼び水となって持続的な景気拡大につながる可能性は小さく、政策効果が一巡すると再び減速懸念が強まる見込み。当面、世界経済を牽引するだけの需要増・輸入増は期待できず。
- ◆ 新興国・資源国は、中国経済の影響を受けやすく中期的な成長鈍化は避けられないものの、インフラ投資を中心とした財政支出が景気を下支えする見込み。懸念される資源価格の下落、アメリカ利上げの影響についても、資源価格・新興国通貨が既に歴史的な安値圏まで下落するなか、追加の悪影響は限られる見通し。
- ◆ 以上を踏まえると、先進国で緩やかな景気回復が続くなか、新興国では、中国経済の大幅な下振れ回避と資源価格下落による悪影響一巡を受け、持ち直しへ。この結果、世界全体では、2015年に+3.1%まで減速した後、2016年には+3.6%に小幅持ち直し見通し。
- ◆ 先行きの下振れリスクは中国経済の失速。輸出や外貨準備取り崩し、通貨切り下げ等を通じて、世界経済を下押しする恐れ。米利上げに伴う資金フローの変化も注視が必要。

— < 目 次 > —

1. 現状	1
新興国を中心に景気後退の瀬戸際にある世界経済。	
2. 潮流	2
世界的に買い手不在のなか、経済成長ペースは鈍化。	
3. 分析	3
(1) 先進国：アメリカ・ユーロ圏ともに回復持続も、上振れ余地限定的。	
(2) 中国①：過剰生産設備・過剰債務を抱え、中期的な成長鈍化は不可避。	
(3) 中国②：政策総動員で当面持ち直しも、持続的な回復には至らず。	
(4) 新興国：低成長局面が持続も、インフラ投資等により底堅さを維持。	
3. 見通し	7
新興国を中心に緩やかに持ち直しも、平均以下の成長が持続。	
4. リスク	8
中国経済失速が最大のリスク。資金フローの変化も要警戒。	

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・牧田健宛にお願いいたします。

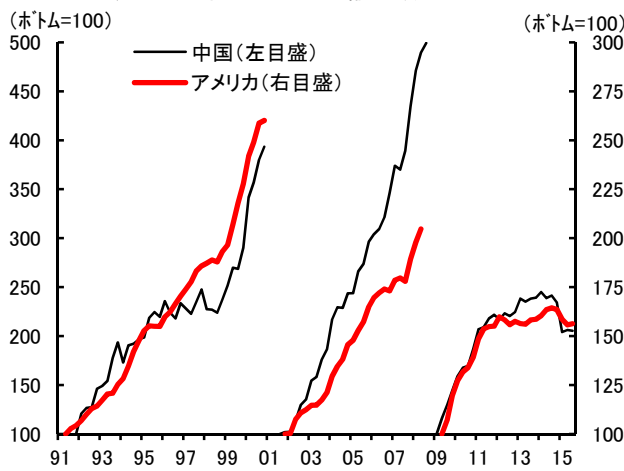
Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

潮流 世界的に買い手不在のなか、経済成長ペースは鈍化。

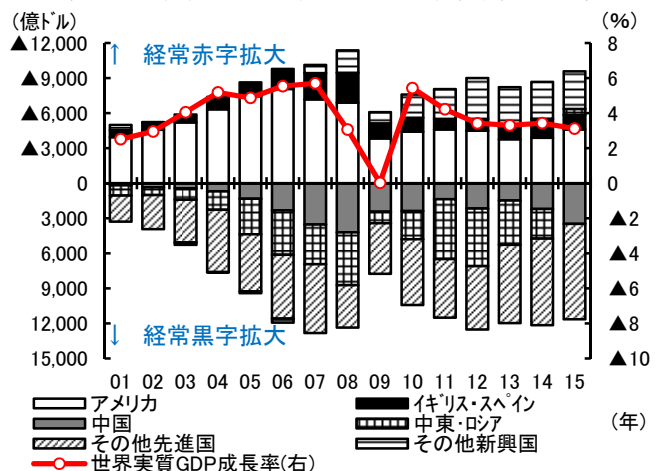
- (1) 2012年以降の先進国・新興国の輸出減速の背景には、アメリカ・中国での輸入の伸び鈍化が指摘。1990年代以降の景気拡大局面におけるアメリカ・中国の輸入額をみると、1990年代は主にアメリカで輸入が急増、2000年代は主に中国で輸入が増加。一方、今次景気回復局面では、アメリカ・中国ともに2012年入り以降輸入が伸び悩み（図表2-1）。
- (2) これまではアメリカと中国の輸入増加が世界経済を牽引。主要国・地域別の経常収支と世界実質GDP成長率をみると、2006年まではアメリカの経常赤字拡大に伴って成長ペースが加速。2009年から2011年にかけては中国での経常黒字縮小が成長を下支え。一方、2012年以降は、アメリカの経常赤字が拡大せず、中国では逆に経常黒字が小幅拡大するなかで、成長率の伸び悩みが持続（図表2-2）。
- (3) 実際に、アメリカで輸入比率の上昇がみられなかった1980年代半ばから1990年代初頭にかけては、新興国を中心に世界経済の成長ペースは緩やかに鈍化。今回も、2011年以降輸入比率の上昇がみられておらず、新興国を中心に世界の成長ペースは鈍化（図表2-3）。同様に、中国の実質輸入の増勢加速は、とりわけ新興国を中心に世界経済成長ペース加速に作用する一方、2015年入り後の中国輸入の急減が新興国（除く中国）景気の下押しに作用（図表2-4）。
- (4) 以上を踏まえると、今後の世界経済の行方は、アメリカをはじめとした先進国や中国が世界の買い手を担い続けることができるかがカギ。そこで、次頁以降でその可能性を検討。

(図表2-1) 中国・アメリカの輸入額(ドルベース)



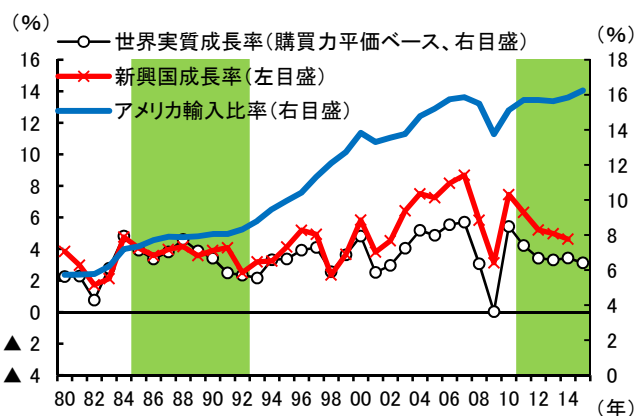
(資料)IMF
(注)輸入額の季節調整は日本総研。
(年/期)

(図表2-2) 主要国・地域の経常収支と世界実質GDP成長率



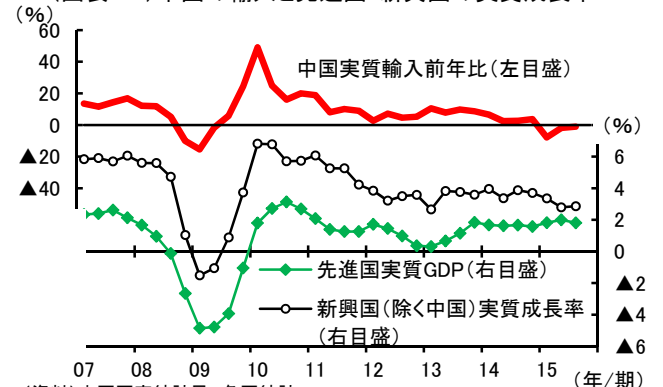
(資料)IMF, "World Economic Outlook, October 2015"
(注)2015年はIMF実績見込み。
(年)

(図表2-3) 先進国・新興国の成長率とアメリカの輸入比率



(資料)IMF, "World Economic Outlook, October 2015", 米商務省
(注1)先進国、新興国はIMFに準拠。
(注2)2015年の米輸入比率は1~9月期の実績。
(注3)緑は、米輸入比率上昇鈍化局面。
(年)

(図表2-4) 中国の輸入と先進国・新興国の実質成長率



(資料)中国国家統計局、各国統計
(注1)先進国は米、ユーロ圏、日本、イギリス、カナダ、豪。新興国(除く中国)はインド、ロシア、ブラジル、インドネシア、メキシコ、韓国、イラン、サウジアラビア、トルコ、台湾、タイ、エジプト、ナイジェリア、ポーランド、アルゼンチン、南アフリカ、マレーシア、フィリピン。
(注2)先進国・新興国は、2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。
(注3)中国の実質輸入は輸入物価で実質化。
(年/期)

先進国 アメリカ・ユーロ圏ともに回復持続も、上振れ余地限定的。

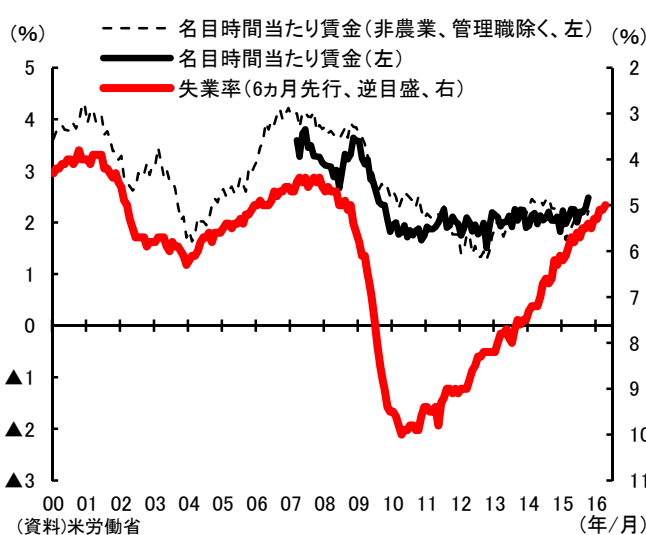
(1) アメリカでは、景気が回復に転じて以降、雇用が増加するなかでも賃金の伸び悩みが続き、個人消費が力強さを欠く状況が持続。もっとも、失業率がFRBが「自然失業率」とみなす5%前後まで低下するなか、足許で時間当たり賃金の上昇ペースが加速する兆し(図表3-1)。原油安を受けた実質購買力の上昇もあり、今後個人消費は一段と底堅さを増していく見通し。

一方で、株高・住宅価格上昇等により家計の純資産が増大するなかにあっても、貯蓄率が5%前後で横這うなど、2000年代と比べ家計には慎重姿勢が残存(図表3-2)。当面、住宅バブル崩壊により厳しい調整を余儀なくされた経験を有する家計が、資産価格の上昇に伴い貯蓄率を引き下げ、消費を積極化させていく公算は小さく、今後アメリカの輸入比率が上昇に転じても、そのペースは緩慢にとどまる見込み。

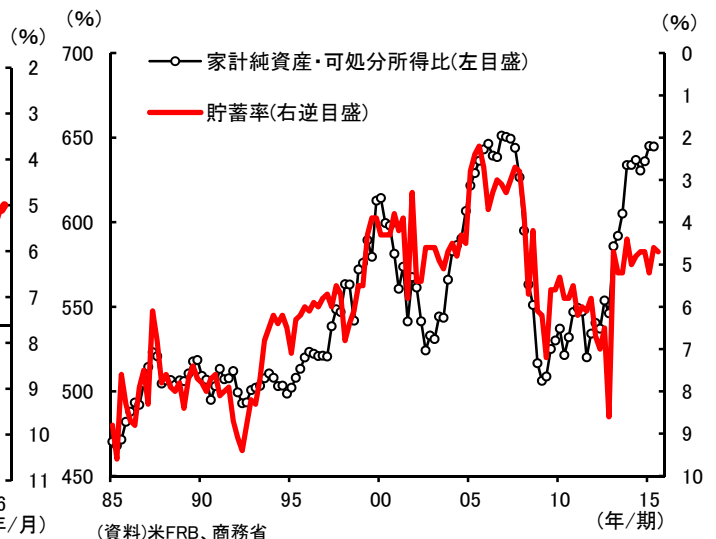
(2) ユーロ圏でも、緩やかながらも雇用の改善が続くなか、ECBの金融緩和を受けた株高や原油価格下落等の追い風もあり、個人消費が堅調に推移(図表3-3)。

一方で、デフレリスクが煽り続けるなか、ECBは景気下支えも兼ねてユーロ安を志向し、積極的な金融緩和を推進。大幅なユーロ安は当面輸入抑制に作用するとみられ、ユーロ圏が世界経済における新たな買い手となる公算も小(図表3-4)。

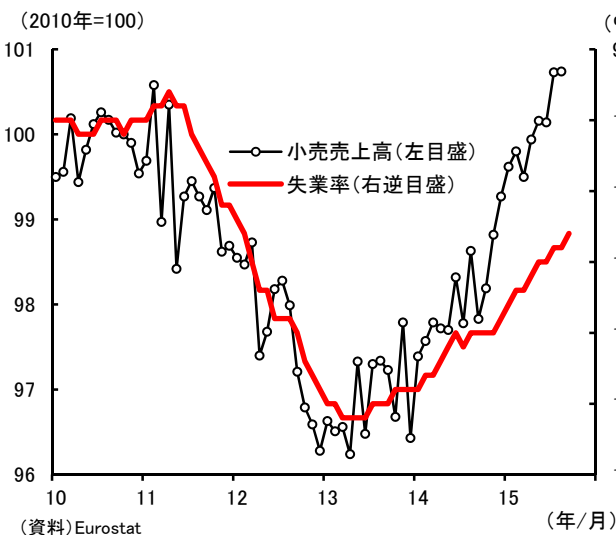
(図表3-1) アメリカの失業率と時間当たり賃金



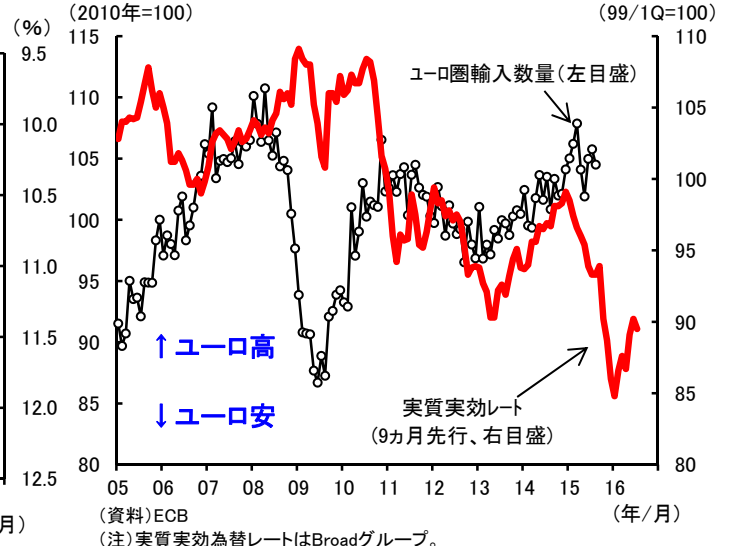
(図表3-2) アメリカの家計純資産可処分所得比と貯蓄率



(図表3-3) ユーロ圏の小売売上高と失業率



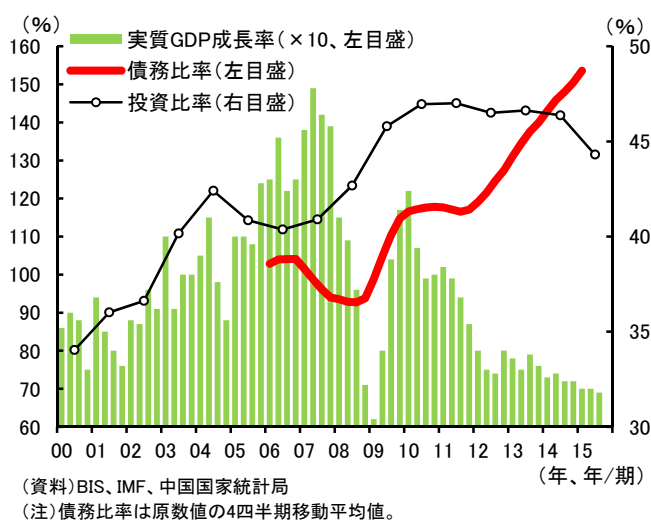
(図表3-4) ユーロ圏実質実効レートとユーロ圏の輸入数量



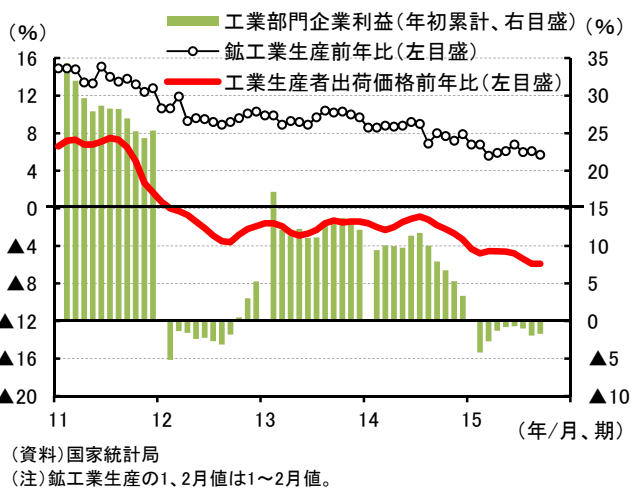
中国① 過剰生産設備・過剰債務を抱え、中期的な成長鈍化は不可避。

- (1) 一方、中国での輸入減少は、中国が過剰生産設備と過剰債務を抱えるなかで、バランスシート調整が本格化し始めた可能性を示唆。中国では、リーマン・ショック、その後の4兆元の景気対策を契機に、成長ペースを大幅に上回るペースで投資が拡大し、成長率と投資比率の関係が大幅に乖離。こうした状況下、政府は投資抑制に踏み出したものの、成長ペースの鈍化による企業の資金繰り悪化や金融資産投資の拡大などを背景に、企業の借入は増加し、非金融企業の債務は対名目GDP比で150%超まで上昇（図表4-1）。
- (2) こうした状況下、中国では、「生産減→デフレ→企業収益悪化→投資減」の悪循環に。すなわち、①高成長を前提とした生産設備を有するなか、景気の減速により安値受注が横行し、2012年以降工業生産者出荷価格は前年比マイナスが常態化、②こうしたなか、企業の売上は低迷し、2015年入り以降企業利益は前年比マイナスに、③厳しいキャッシュフローの下、企業は投資活動を抑制へ（図表4-2）。
- (3) 過剰生産設備を抱えた経済では、その調整が本格化するなかで、成長ペースが大幅に鈍化する傾向。ちなみに、経常赤字を抱えていたタイや韓国では、成長率が低下傾向を辿った後、最終的には通貨危機が発生し、それをきっかけに大幅なマイナス成長に。一方、経常黒字であった日本では、通貨危機は発生しなかったものの、慢性的な低成長により断続的なストック調整（投資比率のさらなる引き下げ）を余儀なくされ、低成長・デフレが長期化する事象に（図表4-3）。中国が大規模な経常黒字を抱えるなか、通貨危機のようなハード・ランディングは回避されるとみられるものの、日本型の低成長が長期にわたって続く公算大。

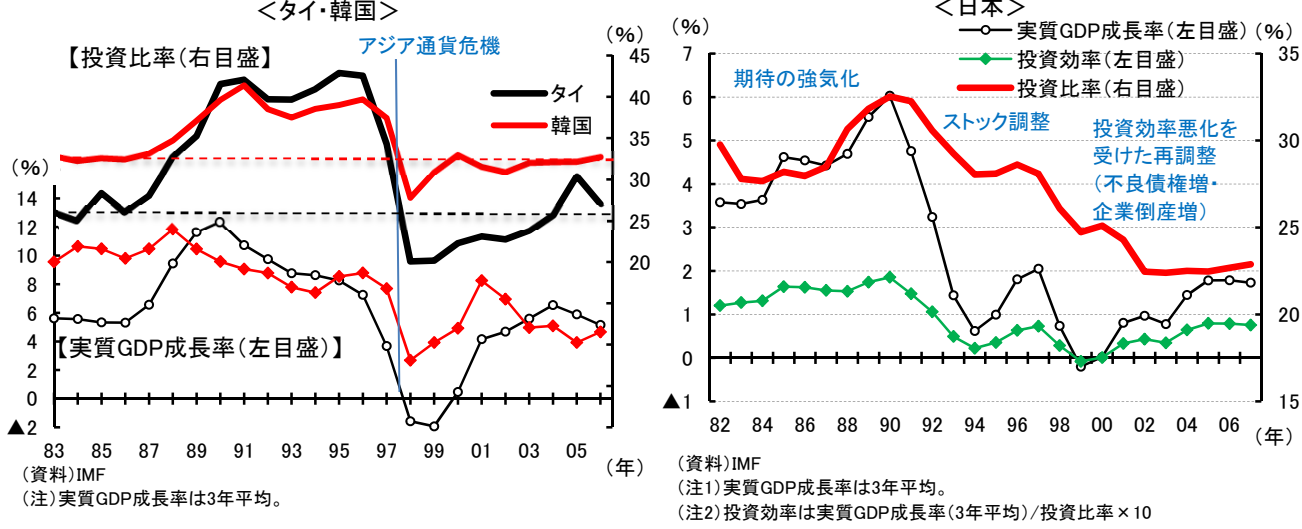
(図表4-1) 中国の非金融企業債務対名目GDP比と投資比率



(図表4-2) 中国の鉱工業生産・工業生産者出荷価格と工業部門企業利益

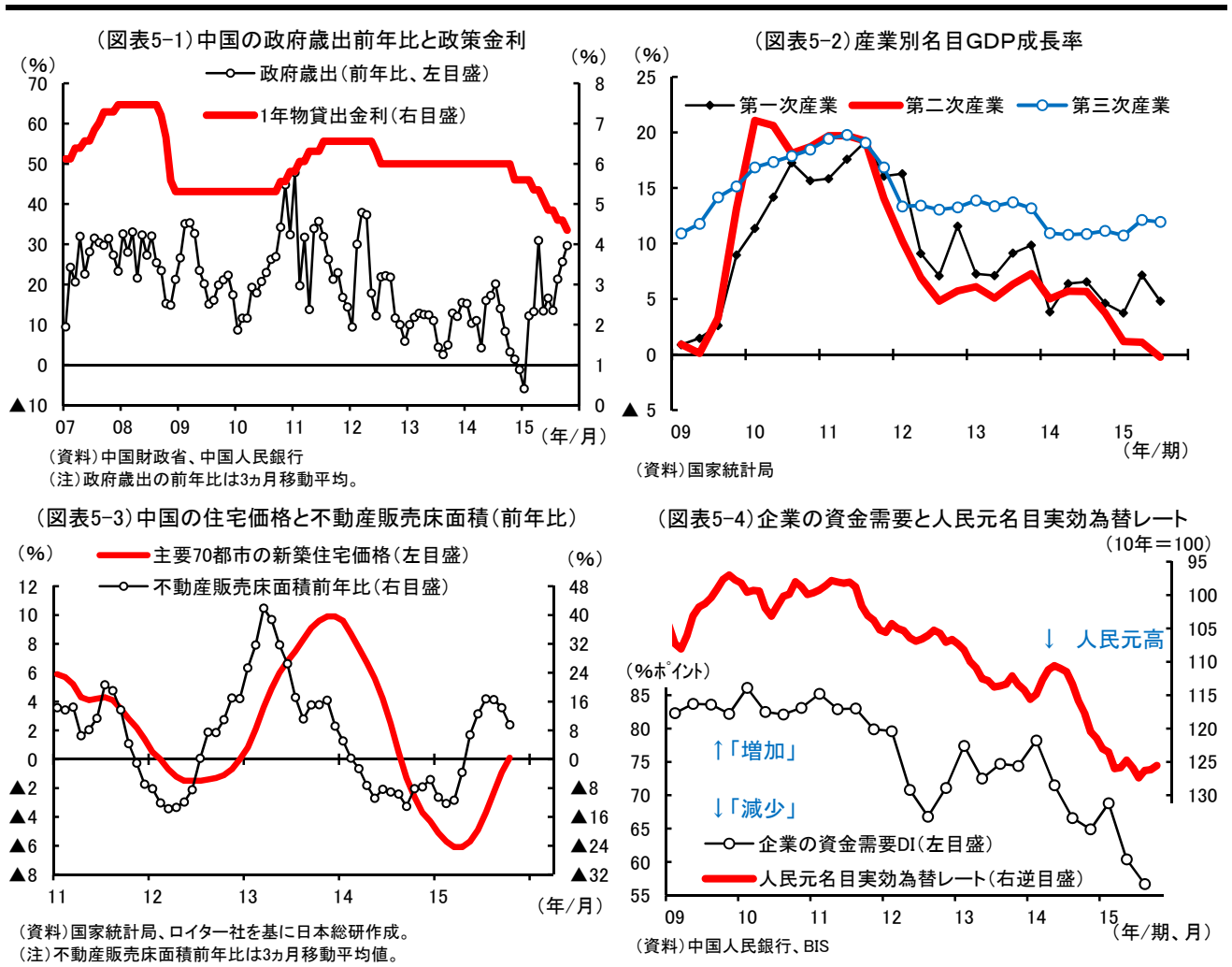


(図表4-3) タイ・韓国・日本の資本ストック調整と成長率の推移



中国② 政策総動員で当面持ち直しも、持続的な回復には至らず。

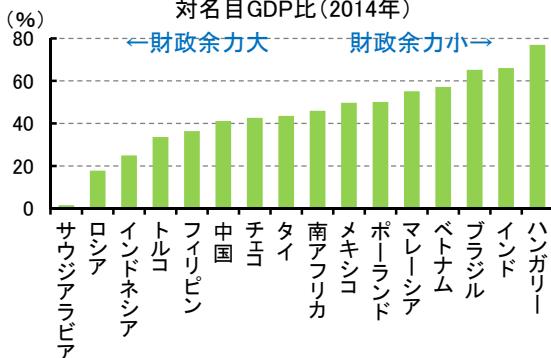
- (1) このようにバランスシート調整圧力が強まるなか、中国政府は雇用ならびに景気の安定を目指し、2015年以降財政支出を拡大しているほか、2014年11月以降5度に亘る利下げを実施するなど、**政策を総動員**（図表5-1）。一方、政府が消費主導型経済への転換を目指すなか、所得水準向上などを受けたサービスへの需要拡大もあり、第三次産業は底堅く推移（図表5-2）。こうした政策効果と第三次産業の拡大等を踏まえると、**景気の大規模な失速は回避される見込み**。
- (2) 一方で、政府の対策が呼び水となって、持続的な景気拡大につながる可能性も小。1990年代の日本同様、企業のバランスシート調整本格化により、需要刺激が投資増・雇用増につながる**景気拡大メカニズムは働き難く**なっており、実際、各種テコ入れ策により、2015年春以降前年比増加に転じた不動産販売床面積は早くも頭打ちの様相。それに遅れて連動する住宅価格も、早晩頭打ち感が強まり、個人消費の抑制要因に転化する可能性（図表5-3）。
- (3) そもそも、財政支出を除けば**政策効果も限られる見込み**。これまで断続的に利下げが行われているものの、企業がバランスシート調整を余儀なくされるなか、いまだ資金需要の増加はみられず。また、実質的なドルペッグを続けるなか、利下げを行っても、アメリカの利上げ観測を背景とするドル高に連動する形で実効レートベースで大幅な人民元高が進行（図表5-4）。今後、人民元の切り下げに踏み切ったとしても、今夏にみられたようにその他新興国通貨の一段の下落を誘発しかねず、為替面からの景気押し上げは限られる見込み。
- (4) 以上を踏まえると、中国では、政府の政策総動員により、景気の大規模失速は回避される見込みながら、バランスシート調整下、政策効果は限られ、効果が一巡すると再び減速懸念が強まるという展開が繰り返される見通し。この結果、当面**世界経済を牽引するだけの需要増加・輸入増加は期待できず**。



新興国 低成長局面が持続も、インフラ投資等により底堅さを維持。

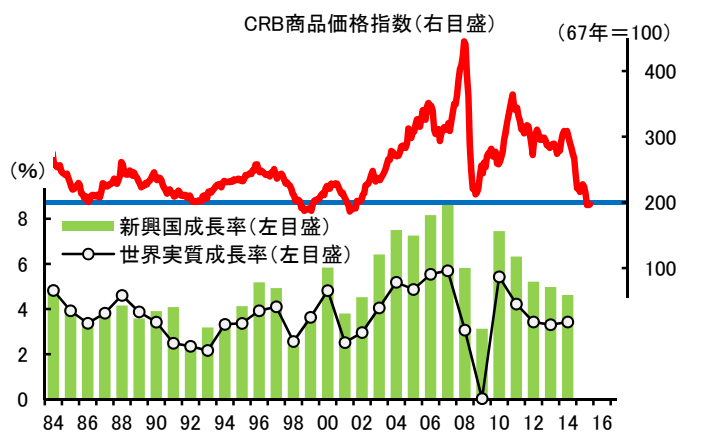
- (1) 中国が中期的な成長鈍化局面に入るなか、輸出および資源価格を通じて中国経済の影響を受けやすい新興国（除く中国）・資源国でも、中期的な成長鈍化は避けられない見通し。一方で、短期的には政策対応により中国経済が下支えされるなか、新興国（除く中国）・資源国の下振れリスクも限られる見通し。さらに、新興国には財政面で政策対応余力の大きい国が多く、**財政支出が景気を下支えする見込み**（図表6-1）。なかでも、ASEAN諸国やインドでは、インフラの未整備が国際競争力の低下を招いており、**インフラ投資が活発化すれば**、中期的に成長率の高まり・景気の底上げが期待可能（図表6-2）。
- (2) 一方、中国経済の減速基調を背景に、当面資源価格の下落基調が続くとみられるものの、代表的なCRB商品価格指数は既に歴史的な安値圏まで下落しており、**追加の下落余地は限られる見込み**（図表6-3）。貿易依存度が高く、資源価格に左右されやすい新興国の実質成長率は、これまでCRB商品価格指数と強い相関を有しており、CRB商品指数が下げ止まりの様相を呈してくれば、成長率鈍化にも歯止めが掛かると期待。
- (3) なお、米FRBが早晚利上げに着手するとみられるなか、アメリカ金利上昇に伴う資金流出が懸念されるものの、①ブラジルやインドネシアなど、既に過去の通貨危機に匹敵する水準まで通貨安が進行していること（図表6-4）、②アメリカでのデスインフレ傾向を踏まえると、利上げペースは緩慢にとどまるとみられること、③アメリカからみても、対諸通貨でのドル実質実効為替レートが、ドルペッグをしている人民元を除けば、すでに歴史的なドル高水準となっており、一段のドル高進行は利上げ打ち止めにつながりやすいこと（図表6-5）、等を踏まえると、**通貨安進行余地は限られる見込み**。

(図表6-1) 主要新興国の公的財務残高対名目GDP比(2014年)



(資料) IMF, "World Economic Outlook, October 2015"

(図表6-3) 世界・新興国の実質成長率とCRB商品価格指数



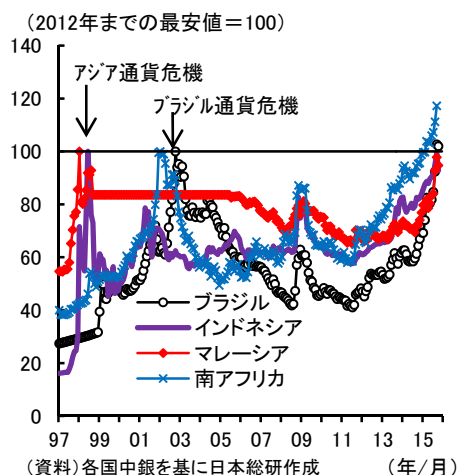
(資料) IMF, "World Economic Outlook, October 2015", Bloomberg L.P.

(図表6-2) 主要新興国の競争力ランキング(世界経済フォーラム) (位)

国	総合	うちインフラ
マレーシア	18	24
中国	28	39
チェコ	31	41
タイ	32	44
チリ	35	45
インドネシア	37	62
ポーランド	41	56
ロシア	45	35
フィリピン	47	90
南アフリカ	49	68
トルコ	51	53
インド	55	81
ベトナム	56	76
メキシコ	57	59
ブラジル	75	74

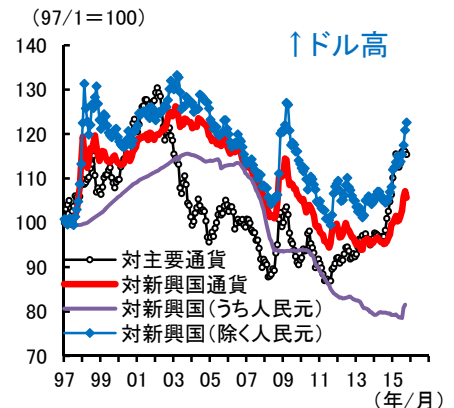
(資料) World Economic Forum, "The Global Competitiveness Report 2015-2016"
(注) 網掛けは総合ランキングとインフラが20位以上離れている国。

(図表6-4) 主要新興国の対ドル相場推移



(資料) 各国中銀を基に日本総研作成

(図表6-5) ドル実質実効為替レート



(資料) FRB, 米労働省, 中国国家统计局を基に日本総研作成

(注) 人民元と新興国(除く人民元)は2015年のウエイト

見通し 新興国を中心に緩やかに持ち直しも、平均以下の成長が持続。

(1) 以上を踏まえ、世界経済の先行きを展望すると、**先進国**では、潜在成長率が低下している日本でこそたつきがみられるものの、アメリカでは雇用所得環境の改善が続くなか、引き続き+2%台後半での安定的な成長が見込まれるほか、ユーロ圏でも、雇用の改善や低金利等を背景に総じて+1%台半ばの成長が見込まれ、**2016年には2010年以来の+2%台の成長率を回復する見通し**。もっとも、リーマン・ショックの後遺症や高齢化等を受けて成長上振れ余地が限られるなか、2004~2007年にみられた+2%を大きく上回る成長は期待薄。一方、**新興国**では、中国経済の減速を受けた中国向け輸出の伸び悩みや資源価格下落などを背景に、2015年には2009年以来となる+3.8%まで成長率が鈍化する見通し。2016年は、政策総動員を受け**中国経済の大幅な下振れが回避されるもと**、それに伴う資源価格下落による悪影響一巡も期待され、**景気は持ち直しに転じる見込み**。もっとも、中国のすう勢的な成長鈍化、さらには力強さを欠く先進国経済を背景に輸出の大幅増加が期待し難いなか、回復ペースは2014年と同じ+4.5%にとどまる見通し。

(2) この結果、**世界の実質GDP成長率は、2015年に「景気後退の瀬戸際」といえる+3.1%まで低下した後、2016年には上昇に転じるものの、+3.6%と過去の景気拡大局面の平均である4%前後には至らない見通し**（図表7-1、7-2、7-3）。

(図表7-1) 世界の实質GDP成長率見通し (暦年、%)

	2013年 (実績)	14年 (実績)	15年 (予測)	16年 (予測)
世界計	3.3	3.4	3.1	3.6
先進国	1.0	1.7	1.9	2.1
アメリカ	1.5	2.4	2.5	2.7
ユーロ圏	▲0.4	0.9	1.5	1.6
日本	1.6	▲0.1	0.5	0.8
新興国	4.9	4.5	3.8	4.5
BRICs	6.2	5.8	4.9	5.5
中国	7.7	7.3	6.9	6.8
インド	6.9	7.3	7.2	7.4
NIEs	2.9	3.3	2.1	2.8
韓国	2.9	3.3	2.6	3.0
台湾	2.2	3.8	1.2	2.5
香港	3.1	2.5	2.5	2.6
ASEAN5	5.1	4.6	4.6	4.9
インドネシア	5.6	5.0	4.7	5.1
タイ	2.8	0.9	2.5	3.0
マレーシア	4.7	6.0	4.7	4.5
フィリピン	7.1	6.1	5.8	6.5
ベトナム	5.4	6.0	6.6	6.3

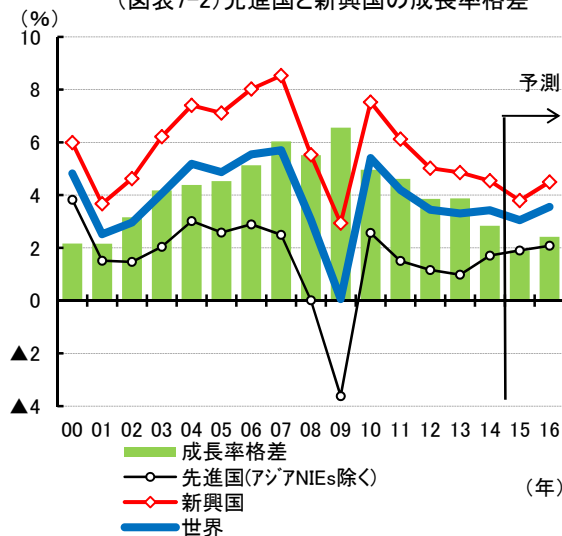
(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

(注1) 「世界」189カ国。「先進国」は、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33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。

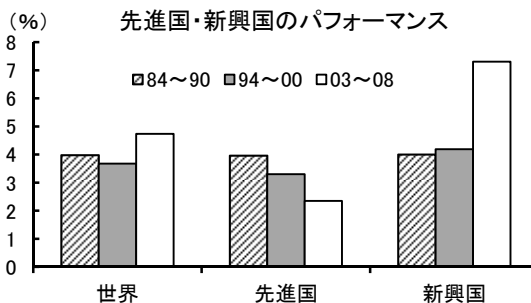
(注3) インドは支出サイド。年度(当年4月~翌年3月)。

(図表7-2) 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。

(図表7-3) 景気回復局面毎の先進国・新興国のパフォーマンス



(資料) IMF

(注1) 実質成長率は購買力平価ベース。

(注2) 世界計で2年連続3%未満、あるいは、マイナス成長となった局面を景気後退局面としている。

リスク 中国経済失速が最大のリスク。資金フローの変化も要警戒。

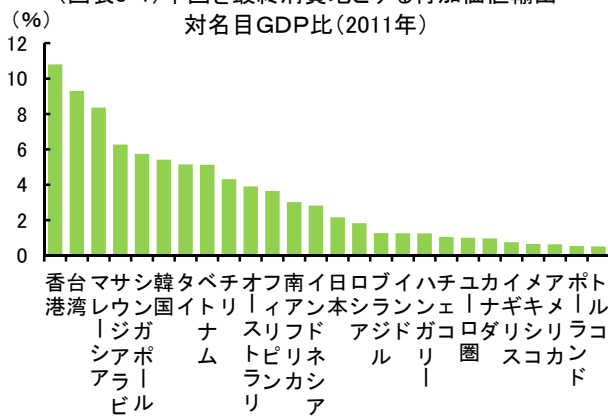
(1) こうした見通しに対し、主要なリスクは、中国経済の失速。中国の低水準の公的債務残高を踏まえると、景気悪化に対しては大胆な財政支出を行うとみられるものの、財政支出拡大は産業構造の転換を遅らせるリスクがあるだけに、大型の景気対策実施に踏み切れない可能性も。その場合、中国経済が大きく下振れすると同時に、中国を最終消費地とする付加価値輸出額の対名目GDP比が2011年時点で軒並み5%を超えているNIEsやASEAN諸国を中心に、景気的大幅な下振れが避けられない見通し（図表8-1）。

先進国においても、日本やオーストラリアでは輸出の下振れが避けられないほか、株価の下落や、中国からの資金流出に伴う外貨準備の取り崩しを通じたアメリカ国債利回りの上昇が、アメリカ景気の下振れや金融市場の混乱を招く恐れ（図表8-2）。

中国経済の失速に関連して、人民元切り下げも新興国を中心に景気の下振れを招く恐れ。主要国の名目実効為替レートをみると、バーナンキ・ショック（2013年5月）以降、アメリカでの量的緩和終了・利上げ観測や日銀による追加金融緩和等を受け、新興国・資源国・日本で通貨安が進行する一方、これまでは相対的に景気が堅調なアメリカ・イギリスと中国をはじめとするドルペッグ採用国が自国通貨高を甘受（図表8-3）。今後中国が自国通貨高に耐えかね通貨安政策に踏み込めば、これまで通貨安による恩恵を受けてきた国では景気・物価の両面からデフレ圧力が高まるのは不可避で、景気の下振れや通貨安競争の一段の激化を招く恐れ。

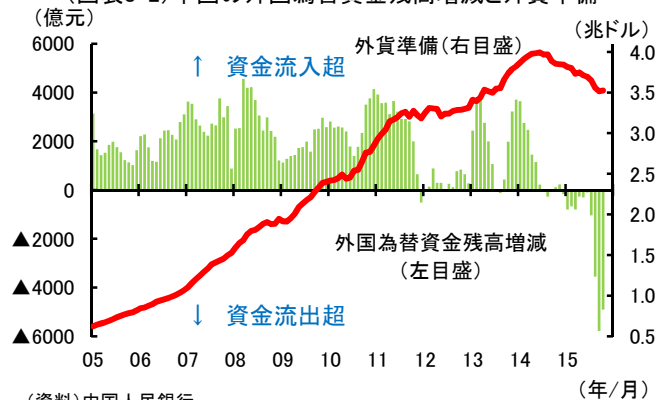
(2) このほか、アメリカ利上げに伴う資金流出も懸念材料。新興国では、①事実上ドルペッグを行っている中国・ベトナムを除き、既に大幅な通貨安が進行していること、②多くの国で、經常収支は改善傾向にあること、等を踏まえると、仮にアメリカが利上げをしても、通貨安進行余地、さらには景気への下押し圧力は限られる見込みながら、トルコ・マレーシア・南アフリカ・ベトナムなど一部の国では、対外債務や輸入額対比外貨準備の厚みが乏しいだけに、不測の事態が生じる可能性も否定できず（図表8-4）。

(図表8-1) 中国を最終消費地とする付加価値輸出 対名目GDP比(2011年)



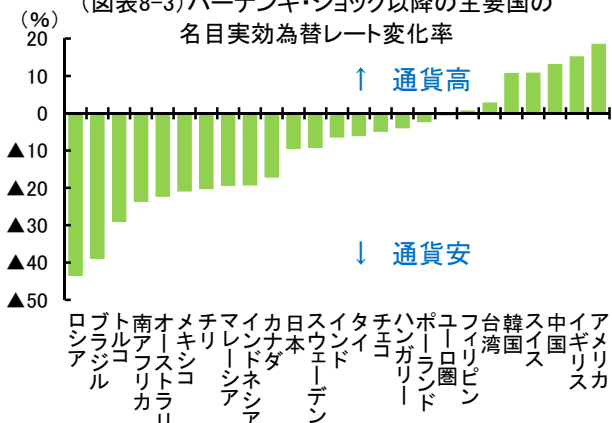
(資料) OECD-WTO, "Trade in Value Added"

(図表8-2) 中国の外国為替資金残高増減と外貨準備



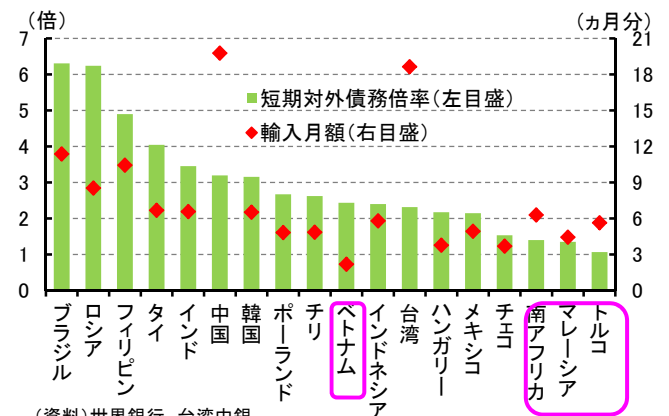
(資料) 中国人民銀行
(注1) 外国為替資金残高は国内金融機関が国内で人民元に両替した外貨量。
(注2) 外国為替資金残高増減は3ヵ月移動平均。

(図表8-3) バーナンキ・ショック以降の主要国の名目実効為替レート変化率



(資料) BIS
(注) 変化率 = (直近 / (バーナンキショック直前2013/4値) - 1) × 100

(図表8-4) 主要新興国の外貨準備の健全性(2014年末)



(資料) 世界銀行、台湾中銀
(注) 中国、ポーランド、ベトナム、マレーシアの輸入月額は2013年末値。