

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) 原油価格は低価格時代に
 - (2) 先進国はアメリカが先導
 - (3) 新興国は堅調な成長
 - (4) 2017～2018年の世界経済見通し
3. 内需の弱さが抑制要因
4. リスク要因は余剰マネー

要 約

1. 世界経済を見渡すと、政治・政策面に先行き不透明感が残っているものの、全地域にわたって回復傾向。国際間のマネーフローも落ち着いた動き。
2. 先行きを展望すると、世界経済に大きな影響を及ぼす原油価格は、需給要因から再び低価格時代に入った可能性。原油消費国では低インフレが続く一方、産油国の景気低迷は長期化する見込み。
3. 先進国は、内外需要の持ち直しに支えられて回復傾向が持続する見通し。もっとも、バラツキは拡大。個人消費の回復力が強く、財政支出増も見込まれるアメリカは成長率が加速。日欧も潜在成長率を上回る成長ペース。一方、ブレイクアウトのマイナス影響が強まるイギリスでは低めの成長。金融政策ではアメリカの正常化が先行するため、当面はドル高基調に。
4. 新興国も堅調に回復。家計の購買力向上、旺盛なインフラ需要により、内需が牽引役。景気減速が懸念される中国も、当局にコントロールされた安定成長が続く見通し。ただし、足元で拡大傾向にあるIT需要は、いったんピークアウトする可能性。
5. 先進国・新興国ともに回復に向かうため、世界経済の成長率は高まる方向。ただし、前回（2016年12月）の予測値と比べると、トランプ政策の進捗が遅れている分、若干の下方修正。
6. また、各国の内需の回復力が脆弱なため、2000年代と比べても成長ペースは緩やか。サービス業など低賃金の雇用増加、労働生産性の低下などにより、所得環境の改善が遅れることが背景。先行き不透明感、期待収益率の低下などにより、設備投資意欲も総じて低調。中国の過剰投資の調整圧力も、中長期的に世界経済の重石。
7. リスク要因は、先進国を中心に積み上がっている過剰マネー。資金運用難から不動産市場に資金が流れ込みやすく、一部の国では住宅価格にバブルの兆し。さらに、国際的なマネーフローの攪乱要因となる可能性も。

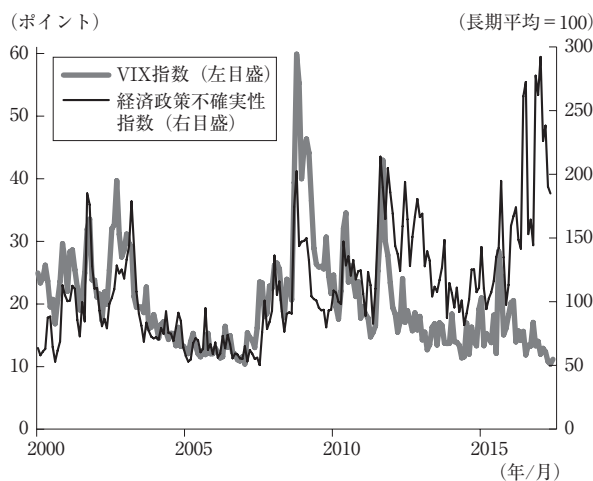
1. 世界経済の現状

世界経済は全地域にわたって回復傾向をたどっている。しかし、不安材料が全く見あたらないわけではない。政治・政策面の先行き不透明感を表す経済政策不確実性指数は、歴史的にみて最も高い水準に達している（図表1）。それにもかかわらず、実体経済や金融資本市場は着実に改善している。投資家の先行き不透明感を表すVIX指数、いわゆる恐怖指数は、経済政策不確実性指数とは逆に過去最低水準で推移している。かつて両者はほぼ連動していたが、ここ数年は大きく乖離するようになった。政策面では先行きが極めて不透明な状況にもかかわらず、マーケットは奇妙に落ち着き払っている。いわば「居心地の悪い楽観ムード」が世界全体に広がっている状況といえる。

国別に足元の状況をみると、まず先進国は、各地域ともおおむね潜在成長率を上回る成長ペースが続いている（図表2）。アメリカでは、2017年4～6月期の実質GDPが前期比年率2.6%となり、1～3月期の同+1.2%から伸びが加速した。実体経済の持ち直しを受けて、FRBも2016年12月から利上げを再開した。今後も金融政策の正常化に向けて、段階的に利上げを実施する方針を明確にしている。輸出環境が改善したユーロ圏・日本でも、企業部門に支えられて回復傾向が明確化している。とりわけユーロ圏では、成長率が徐々に高まってきており、政治不安が広がるなかでも実体経済の底堅さがむしろ強まっている状況である。ブレグジットのマイナス影響が懸念されたイギリスも、2016年末までは予想以上に高めの成長を続けてきた。しかし、2017年前半の成長率は前期比年率1%前後にまで鈍化している。ブレグジットに起因する下振れ圧力が徐々に強まり出した可能性がある。

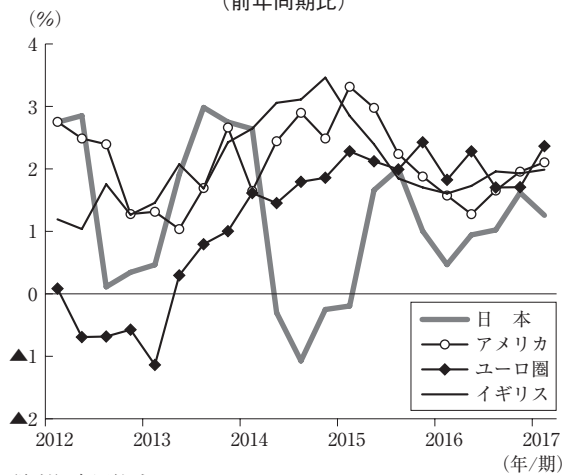
一方、新興国も、成長率は各国でまちまちであるが、総じて回復傾向にある（図表3）。世界経済への影響力が大きい中国では、2015年までの減速傾向に歯止めがかかり、2016年後半から成長ペースがやや加速している。これは、2016年に公共投資の拡大や金融緩和などの各種政策支援が講じられたことに加えて、そのタイミングで内外需要も回復に転じたことが背景にある。世界第2位の人口規模を持つイ

（図表1）先行き不確実性と恐怖指数



（資料）Economic Policy Uncertainty, CBOE

（図表2）先進国の実質GDP成長率
（前年同期比）



（資料）各国統計

インドでも、2016年11月の高額紙幣廃止の影響で成長率が下振れたものの、足元ではそのマイナス影響が剥落しつつある。とくに大きく落ち込んでいた二輪車販売は、再び前年を上回るようになっており、成長ペースは徐々に戻りつつあると判断できる。2年にわたりマイナス成長が続いているブラジルでも、資源価格の底打ちや低インフレを背景とした金融緩和効果などにより、ようやくプラス成長への転換が視野に入ってきた。

こうした実体経済面の回復だけでなく、国際間のマネーフローも落ち着いた動きになっている。アメリカ大統領選挙後に新興国を襲った通貨安は一段落しており、資金流出に伴う景気下振れ懸念は大きく後退した。とりわけ、アメリカから関税引き上げの対象国に名指しされたメキシコでは、一時、対米ドル相場が15%も減価したが、足元では大統領選挙前の水準に戻している。また中国でも、国外への資金逃避の影響で外貨準備と人民元相場の急落が懸念されてきたが、2017年に入ってから、外貨準備・人民元相場ともに下落に歯止めがかかっている（図表4）。

以上のように、世界経済は先行き不透明感を抱えつつも、景気の足取りは比較的しっかりしている状態といえよう。

2. 世界経済の展望

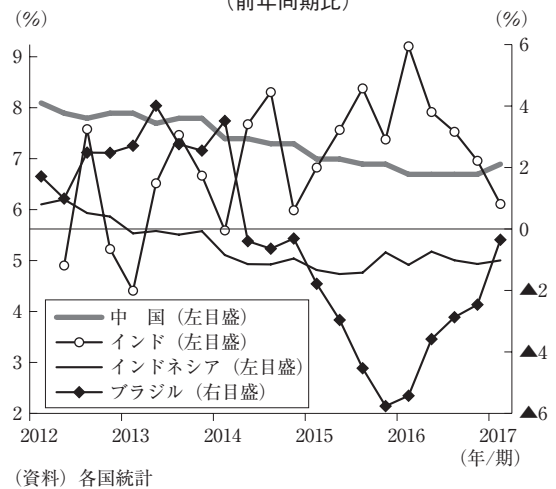
先行きを展望しても、緩やかな景気回復が続くと予想される。もちろん、国・地域によって回復ペースに差はあるものの、当面、とりたてて大きな下振れ要因がないというのが各地域の共通項である。

(1) 原油価格は低価格時代に

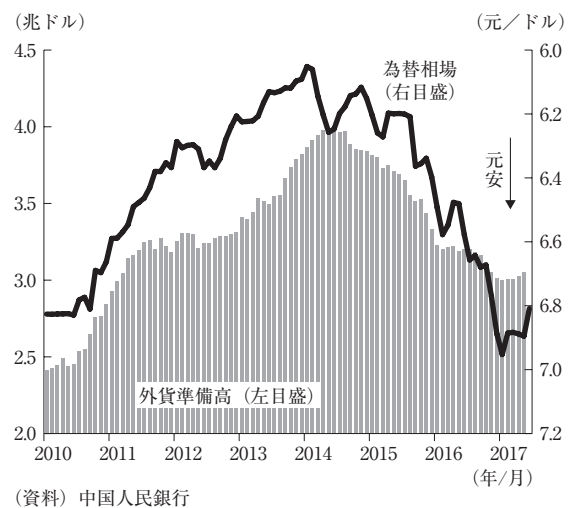
まず、各国の物価に大きな影響を及ぼす原油価格をみておきたい。

原油市場は、短期と長期でマーケットが動く仕組みが異なるという特徴を持っている。需要・供給における価格弾性値が、短期的には小さいものの、長期的には大きくなるからである。まず、短期的な世界では、原油価格が上昇したからといって、ガソリン車に乗らないわけにはいかず、石油火力発電を止めるわけにもいかない。そのため、原油価格が上昇しても、需要量がそれほど減少することはない。供給側をみても、原油価格が高騰して期待収益率が高まったからといって、すぐに油田を掘り当てること

(図表3) 新興国の実質GDP成長率
(前年同期比)



(図表4) 中国の外貨準備と為替相場



はできない。これらの結果、何らかの要因で需要が急増したり、供給がストップしたりすると、価格が急上昇することになる。

しかし、長期にわたり原油価格が高値を維持することはない。長期の世界では、需要・供給の両面において対応策がとられるからである。需要面では、原油使用量を減らし、より低価格のエネルギーに代替する工夫がなされる。供給面では、原油価格の上昇によって採算が合うようになった油田の開発が進むため、次第に供給力が拡大する。

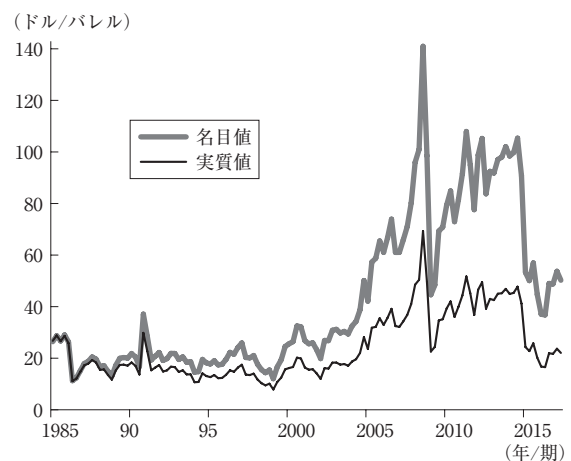
こうした観点から振り返ってみると、2005～2014年の価格上昇局面は、価格弾性値が小さい状態であった可能性が高い。すなわち、供給余力が乏しいなかで、中国をはじめとする新興国需要の急増や地政学リスク面からの供給減少懸念から、原油価格が高騰したといえる（図表5）。

一方、2015年以降の価格下落は、需給両面で長期的な対応がとられたことにより、価格弾性値が上昇した可能性が高い。需要面では、ハイブリッド車や電気自動車の普及、風力・太陽光など再生可能エネルギーの利用拡大といった省エネ技術の進展により、原油依存度が低下した。供給面では、アメリカでのシェールオイルの開発が大きく進展した。世界の原油生産量をみると、趨勢的に増加を続けるOPECの生産に加えて、アメリカの生産量も2010年ごろから急増してきたことが読み取れる（図表6）。

このように、原油市場の需給構造が、価格弾性値が低く需給が硬直的な世界から、価格弾性値が高く需給が弾力的な世界に変化したのであれば、原油価格の低位安定は中長期的に続くという見方が妥当である。ちなみに、実質ベースの原油価格は、石油危機後から2005年ごろまで1バレル＝20ドル前後で推移してきた。2015年以降の実質原油価格も、ちょうど20ドル前後まで下がってきている。こうした点からも、足元の原油価格は長期均衡状態に戻ったことが示唆される。

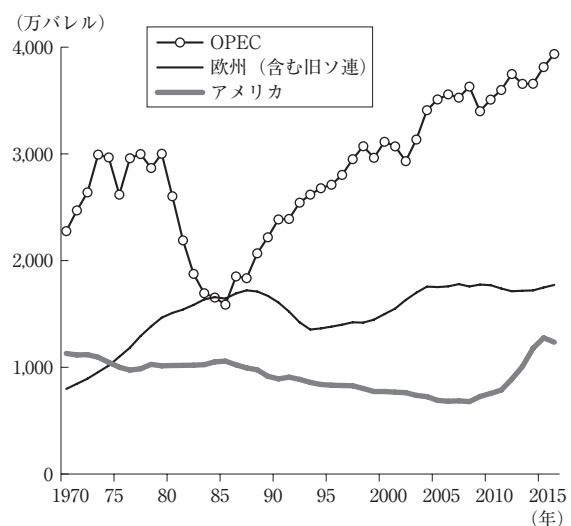
原油価格の低下は、原油生産国から原油消費国に対して所得を移転することになる。そのため、消費国と産油国のそれぞれに大きな経済的影響をもたらす。まず、消費国ではエネルギー価格が低位で安定するため、落ち着いたインフレ率が続くことになる（図表7）。これは、消費者の購買力を向上させる

（図表5）WTI原油価格



（資料）New York Mercantile Exchange
（注）実質値はアメリカのCPIで実質化。1985年基準。

（図表6）1日当たりの原油生産量

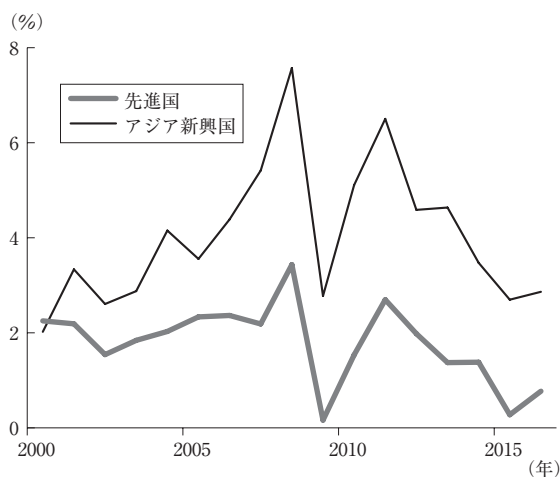


（資料）BP “Statistical Review of World Energy”

効果だけでなく、中央銀行の金融引き締め材料を減らすという効果も期待できる。

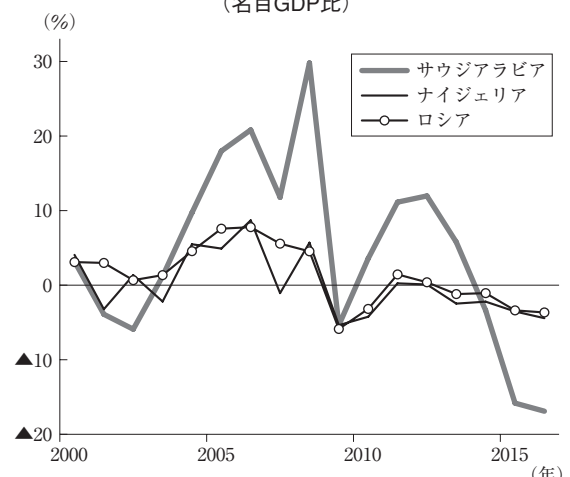
逆に、原油収入に依存する産油国の景気低迷は長期化する。2015年以降の原油価格の下落により、すでに産油国では財政収支が大幅に悪化している（図表8）。これは一過性のものではなく、長期に継続するものと考えておく必要がある。産油国はいずれも政治・経済基盤に脆弱さを持っている。そのため、原油価格の長期低迷は、新たな地政学リスクを生み出す要因として働く恐れがある。

（図表7）消費者物価上昇率



（資料）IMF “World Economic Outlook”

（図表8）産油国の財政収支
（名目GDP比）



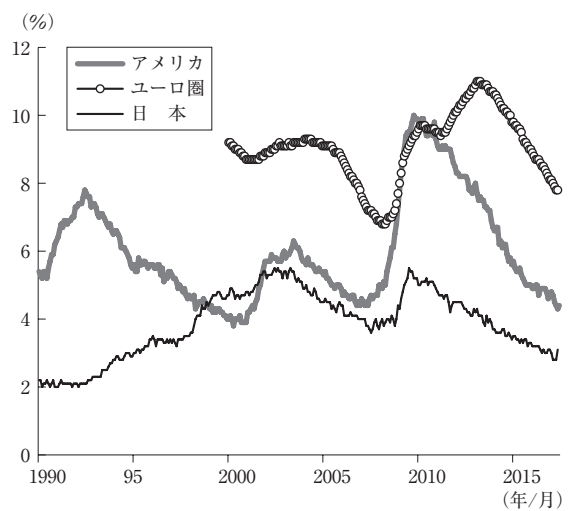
（資料）IMF “World Economic Outlook”

（2）先進国はアメリカが先導

次に、実体経済に目を転じたい。まず先進国についてみると、内外需要の持ち直しに支えられて、回復傾向が持続する見通しである。

内需については、家計関連の回復が下支えになりそうである。その背景にあるのが、日米欧ともに雇用環境が着実に改善していることである。最も雇用改善が進んでいるアメリカでは、2017年7月の失業率が4.3%にまで低下した（図表9）。これは、過去25年で最も低かった2000年4月の3.8%には及ばないものの、それでもほぼ完全雇用に達していると判断してよいだろう。失業率の低下によって、賃金にも上昇圧力が生じてくると見込まれる。直近7月の時間当たり賃金は前年比2.5%と伸び悩みが続いているものの、今後は3%に向けて次第に高まっていくと予想される。日本とユーロ圏でも、アメリカと同様に失業率は低下傾向にある。もっとも、両地域とも、まだ過去最低水準には到達していない。そのため、賃金は今後上昇してい

（図表9）日米欧の失業率



（資料）総務省、米労働省、Eurostat

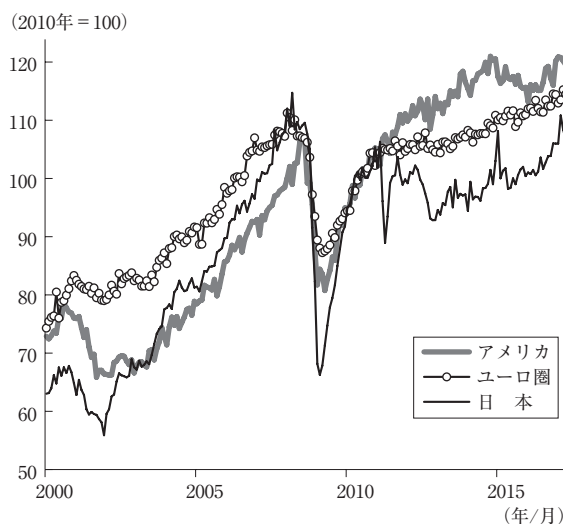
くものの、緩やかなペースにとどまることになろう。とはいえ、雇用が増加し、賃金も上昇するため、家計の所得環境が改善することには変わらない。日米欧とも、堅調な所得環境を受けて、個人消費が景気を押し上げることが期待できる。

さらに、輸出も景気拡大の牽引役になる。前回（2016年12月）の見通しでは、先進国がスロートレードに悩まされ、貿易取引と鉱工業生産が低迷していることを紹介した。しかし、過去半年間でこれまでとは違った動きがみられるようになった。とくに、日本とアメリカで輸出の増勢が高まっていることが注目される（図表10）。例えば、日本の輸出をみると、アジア地域向けの電子部品・デバイスや資本財が増加している。これは、世界のIT需要の回復、アジア地域における投資需要の盛り上がりといった変化が生じたことが背景にある。この点では、従来のスロートレードを打ち破る動きが一部で顕在化してきたとみることができるとも考えられる。足元の輸出の高い伸びがこのまま継続するとは考えにくいものの、世界需要の回復に連動して、輸出が緩やかに増えていくというシナリオは想定可能である。

このように、日米欧とも回復が続くと予想されるものの、成長ペースは多少のバラツキが出てくる可能性が高い。もともと個人消費の牽引力が強く、人口増加の寄与もあって成長率が高かったアメリカは、2%台の成長が続く見通しである（図表11）。人口増加率が低い日本やユーロ圏でも、一人当たり成長率でみると潜在成長率を上回るペースを確保できると予想される。1%台の成長が続く日本では「緩やかな回復」という表現が使われることが多いが、一人当たり成長率をみる限り、決してアメリカやユーロ圏に劣っていないことが分かる。一方、イギリスでは、人口がアメリカ並みに増加するにもかかわらず、一人当たり成長率が低めになるため、全体の成長率も1%台前半にとどまる。いうまでもなく、これはブレグジットによるマイナス影響が顕在化し、内需に下振れ圧力が強まることを反映したものである。

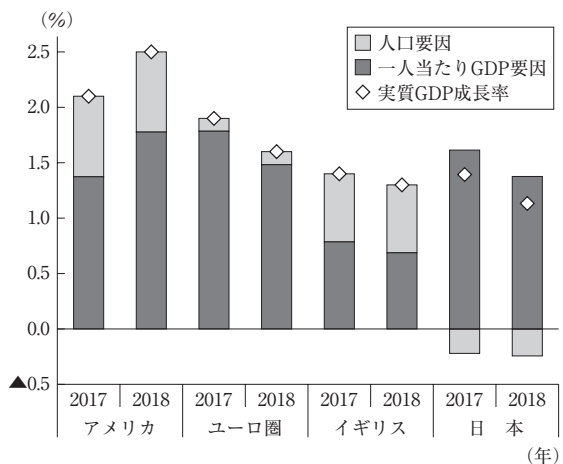
景気回復ペースの違いは、金融政策にも違いをもたらす。アメリカでは、すでに金融政策の正常化に向けて利上げを進めているが、今後はバランスシートの縮小にも着手すると予想され

（図表10）日米欧の輸出数量



（資料）Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

（図表11）日米欧の成長率見通し

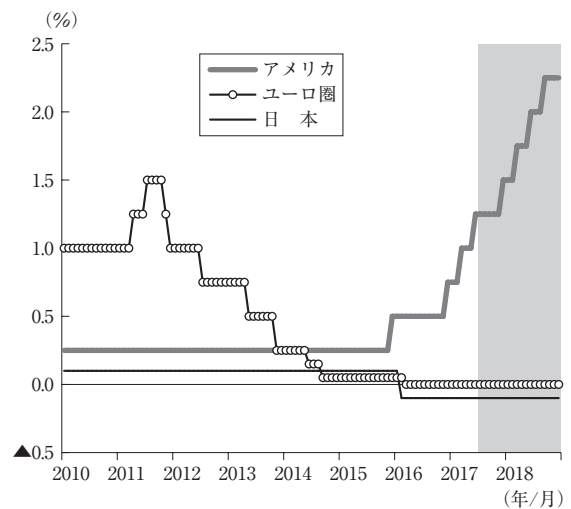


（資料）各国統計、国連をもとに日本総合研究所作成

る。一方、物価上昇を意識し始めたECBも、2018年には量的金融緩和の縮小（テーパリング）を開始すると予想される。これにより、アメリカとユーロ圏では金利に上昇圧力がかかることが予想される。これに対し日本では、日本銀行のイールドカーブコントロール政策の下で、金利はゼロ近辺に固定化された状態が続く公算が大きい。最近も、米欧から波及した金利上昇圧力に対して、日本銀行は10年国債金利0.11%を指定した指し値オペを実施した。これは、長期金利の上昇は決して認めないという強い意思表示と解釈できる。こうした日本銀行の超緩和政策の継続姿勢は、少なくとも2018年末までは続く可能性が高い。

この結果、日米間で金利差が拡大することになるため（図表12）、当面は円安基調をたどる見通しである。もっとも、アメリカでもインフレが加速していく可能性は低いため、今後の利上げペースも過去の局面に比べると緩やかにとどまると予想される。また為替市場も、今後の日米金利差の拡大がある程度は織り込んでいた。したがって、一方的に円安が進行する展開にはならないと思われる。

（図表12）日米欧の政策金利見通し



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

（3）新興国は堅調な成長

新興国も堅調に回復すると見込まれる。牽引役は、先進国と同様に内需と外需である。

まず内需は、個人消費が牽引役になる。企業業績の回復とともに、所得環境が引き続き改善すると予想される。それに加えて、物価動向も個人消費の追い風になる。新興国では、所得環境が改善しても、高インフレにより個人消費が抑制されやすいという問題点があった。しかし、資源価格と為替相場が安定して推移すると予想されるなか、当面はインフレ圧力が高まる公算は小さくなった。そのため、所得環境の改善に連動して、個人消費が景気を下支えることになるだろう。

また、物価と通貨の安定は、金融政策の自由度も高めることになる。新興国では高金利が個人消費や設備投資を抑制することが多かった。しかし、インフレが落ち着きを保ち、景気過熱感も高まらないなかで、当面は金融を引き締める必要性が薄れる。そのため、金融面からも内需を下支えすると予想される。ブラジルのように、積極的に利下げを行う国も出てくる可能性がある。

さらに、固定資本形成も中長期的に新興国経済を下支えすることになる。アジア開発銀行の分析によれば、アジア新興国が必要としているインフラ投資額は、実際の投資額を大きく上回っている（図表13）。この乖離分は、財政支出の拡大、国際機関からの借り入れ、PPP（官民連携）など民間資金の導入などを通じて、必要額まで埋め合わせていくと予想される。すでに高水準にある中国のインフラ投資に加え、インドや東南アジアのインフラ投資も今後拡大していくことが期待できる。

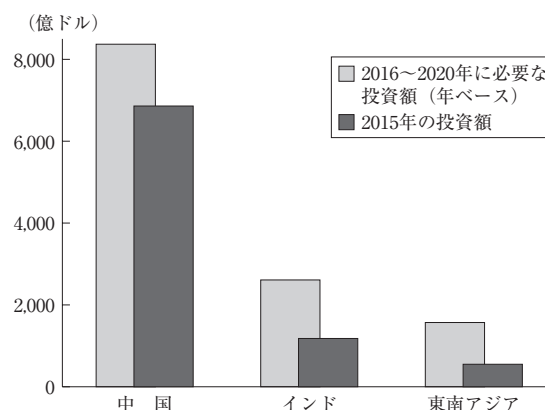
一方、輸出も先進国向けを中心に増加が続く見通しである。新興国の輸出数量をみると、各地域とも

昨年末から増勢が明確化している（図表14）。アジア諸国からの輸出が回復しているだけでなく、中南米や中東欧からの輸出も増加していることが目を引く。これは、アメリカ・欧州の景気拡大が、周辺国に波及したものと見えよう。さすがにこれまでの高い増加ペースが維持できるとは考えにくい。先進国景気の回復が波及するかたちで、今後も新興国の輸出は増勢が続くと予想される。

新興国のなかでとくに注目されるのが、中国の動向である。国別にみて世界第2位の規模を持つだけに、中国景気の動向は新興国のみならず先進国に及ぼす影響も大きい。これまで中国経済に対する注目点は、景気が失速しないかどうかという点であった。中国は、過剰生産体質、企業の過剰債務、金融機関の不良債権、不動産バブルなど、様々な問題を抱えており、経済運営の失敗で景気が急激に悪化するリスクが意識されてきた。しかし、当面を展望すると、当局のコントロール下で安定した成長が続くと予想される。実際、民間需要が減速した2016年には、政府が緩和的な財政・金融政策を打ち出して景気を下支えした（図表15）。こうした公的支援の効果に加え、2016年末から民間需要が持ち直してくると、成長率が予想外に加速することになった。その動きをみた当局は、2017年に入って引き締め気味の財政・金融政策スタンスに転換するようになった。このように、今後も、景気過熱の抑制と景気失速の回避を両立させながら、経済の軟着陸に向けて財政・金融政策を微調整させていくと予想される。さすがにこれまでの成長ペースが高すぎたため、景気は減速傾向に転じていくとみられるものの、成長率が大幅に低下する事態は回避されると考えられる。

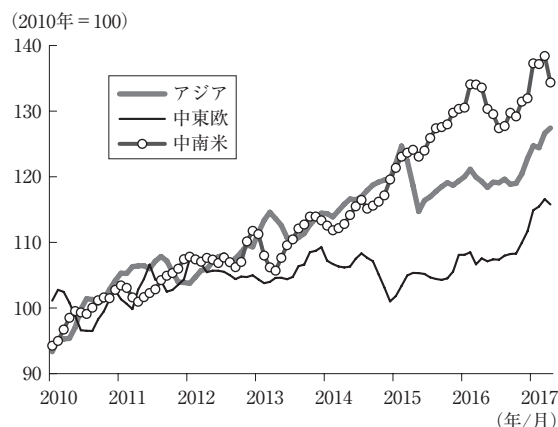
業種別にみてアジア新興国の景気に大きな影響を与えそうなのは、IT需要の動向である。2016年以降、韓国・台湾を中心にアジア新興国景気が持ち直したのは、世界的なIT需要の回復が一つ

（図表13）アジア諸国のインフラ需要



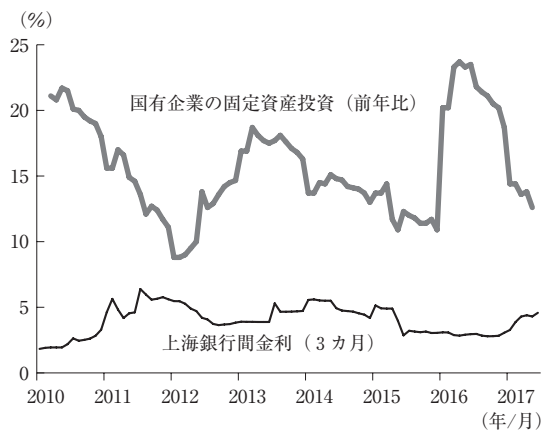
（資料）アジア開発銀行 “Meeting Asia’s Infrastructure Needs”

（図表14）新興国の輸出数量
（後方3カ月移動平均）



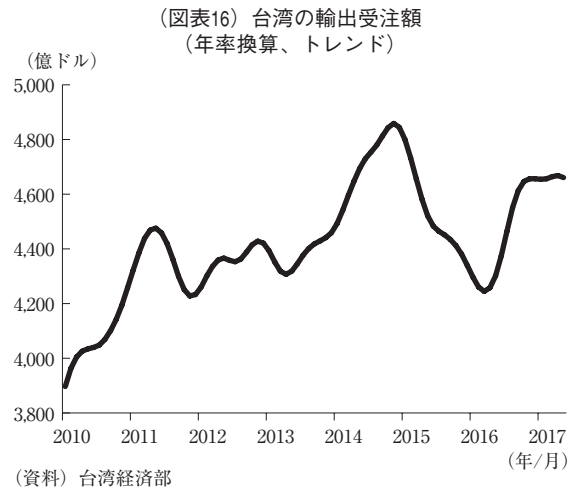
（資料）Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

（図表15）中国の金融・財政政策スタンス



（資料）中国国家統計局

の要因であった。しかし、これまで急回復をたどってきたIT需要は、いったんピークアウトする可能性がある。実際、世界のIT需要の動きを先取りするといわれる台湾の輸出受注額は頭打ち状態に変わっている（図表16）。この動きには注意が必要である。今後の展開として考えられるのは、このままシリコンサイクルの下降局面に移行していくというのが一つのシナリオである。アジア新興国が生産するIT部品は、製品サイクルにより需要の波が大きくなるうえ、大量生産のための仮需も発生しやすいため、下振れ圧力も大きくなりがちである。もう一つのシナリオは、IoTや自動車など用途が多様化し、IT需要の裾野が広がっているため、再び増加トレンドに戻るといえる。どちらのシナリオが実現するかは現時点では見通しにくい。本レポートでは、一時的な調整局面は表れるとしても、その後は緩やかに回復していくという展開を想定している。しかし、増加するにせよ、減少するにせよ、アジア新興国に与える影響は大きいと見られ、当面の動きを注視していく必要がある。



(4) 2017～2018年の世界経済見通し

以上の分析をもとに、先行きの成長率を予測してみたい。世界経済の実質GDP成長率（購買力平価ベース）は、2016年は+3.2%まで減速したものの、2017年は+3.4%、2018年は+3.6%と、徐々に高まっていくと予想される（図表17）。前回（2016年12月）の予測値と比べると、2017年、2018年ともに▲0.1%ポイントの下方修正となった。これは、トランプ政権の政策進捗が遅れているため、前回想定していた財政押し上げ効果が表れず、アメリカの成長率を下方修正したことが主因である。もっとも、アメリカ以外では上方修正された国の方が多い。

先進国は、2016年は1.6%という低い成長率になったものの、2017年は2.0%、2018年は1.9%と、巡航速度に持ち直していく姿を描いている。とりわけ、前回から大幅に下方修正したとはいえ、アメリカ経済が持ち直す影響が大きい。ユーロ圏と日本も堅調な成長が持続すると見込

(図表17) 世界の実質GDP成長率見通し

(暦年、%)

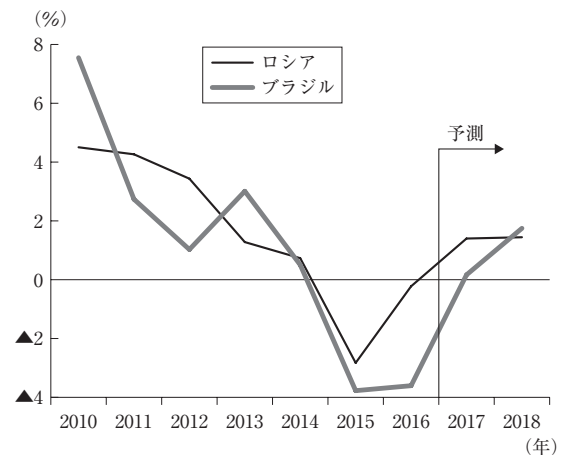
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
世界計	3.3	3.2	3.4	3.6
先進国	2.1	1.6	2.0	1.9
アメリカ	2.6	1.6	2.1	2.2
ユーロ圏	2.0	1.7	1.9	1.6
イギリス	2.2	1.8	1.5	1.3
日本	1.0	1.2	1.4	1.1
新興国	4.1	4.1	4.4	4.6
BRICs	5.1	5.1	5.8	5.7
中国	6.9	6.7	6.8	6.4
インド	8.0	7.1	7.2	7.2
NIEs	2.0	2.3	2.3	2.5
韓国	2.8	2.8	2.6	2.8
台湾	0.7	1.5	1.9	2.1
香港	2.4	2.0	2.1	2.2
ASEAN5	4.9	4.9	5.1	5.1
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.3
タイ	2.9	3.2	3.2	3.2
マレーシア	5.0	4.2	5.1	4.5
フィリピン	6.1	6.9	6.7	6.7
ベトナム	6.7	6.2	6.3	6.3

(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成
 (注1) 世界192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) 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）。

んでいる。いずれも、企業部門の回復力が強まる2017年の方が成長率が高くなるとみている。堅調な成長を続けるこの3地域とは逆に、ブレグジットのマイナス影響が顕在化するイギリスは、減速傾向が一段と明確になるだろう。

新興国は、先進国以上に成長率が加速する見通しである。2016年の成長率も4.1%とそれほど落ち込まなかったが、2017年は4.4%、2018年は4.6%と、成長ペースが高まっていくと予想している。新興国では、これまで低迷していた国にも回復色が広がるのが特徴である。まず、資源価格の急落で景気後退が続いたロシア・ブラジルがマイナス成長から脱することになる(図表18)。高額紙幣廃止のマイナス影響が剥落するインドでも、再び成長が加速するだろう。中国の成長率が6%台にとどまる一方、インドの成長率が7%台に回復するため、当面はインドの成長率が中国を上回る時期が続くと予想される。IT需要の持ち直しを受けて、台湾の成長率も持ち直し傾向をたどる。

(図表18) 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

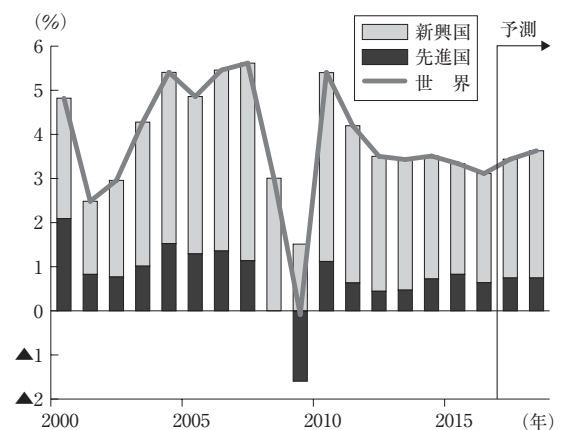
3. 内需の弱さが抑制要因

以上のように、世界経済は回復傾向を強めるとみられるものの、成長ペースは2000年代と比べると緩やかにとどまる(図表19)。この原因の一つとして、先進国を中心に、内需の牽引力が高まりにくいことを指摘できる。

とくに大きな変化は、賃金が上がりにくくなったことである。2000年代の景気回復局面と比較すると、今回の景気回復局面では所得環境の改善に遅れがみられる。例えば、アメリカと日本をみると、雇用者報酬の増加率は前回とほとんど変わらない(図表20)。しかし、その内訳が大きく変化している。雇用者数は、金融危機後の大幅な落ち込みから復元する動きが生じたこともあって、伸び率は前回よりも高くなっている。しかし、一人当たり給与の伸びが前回よりも低下している。アメリカは前回の増加率の6割、日本では5割にすぎない。これは、サービス業など低賃金の雇用者が増加しているため、全体の賃金が上昇しにくくなっていることが背景にあると考えられる。結果的に、マクロの所得環境は大きく改善したようにみえても、世帯単位では所得の改善を実感しにくくなっている。

こうした所得環境の改善の遅れは、企業側に原因があるのではない。労働分配率はここ数年緩やかに

(図表19) 世界の実質GDP成長率の寄与度

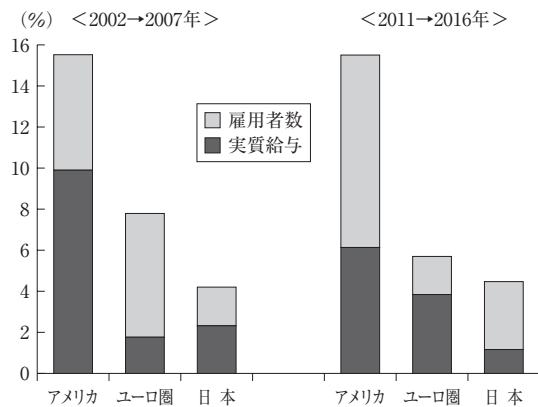


(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総合研究所作成

上昇している（図表21）。これは、決して企業が雇用者への配分を抑制しているわけではないことを意味する。むしろ、雇用者への分配余地はそれほど大きくないと解釈すべきである。低い賃金の伸びと、適正な労働分配の2点から考えると、労働生産性が低下し、雇用者所得の原資となる付加価値の創出力が低下したと考える方が自然である。いずれにせよ、雇用環境は確実に改善しているものの、賃金の伸びが加速してこないため、個人消費の回復力にも弾みがつきにくくなっている。

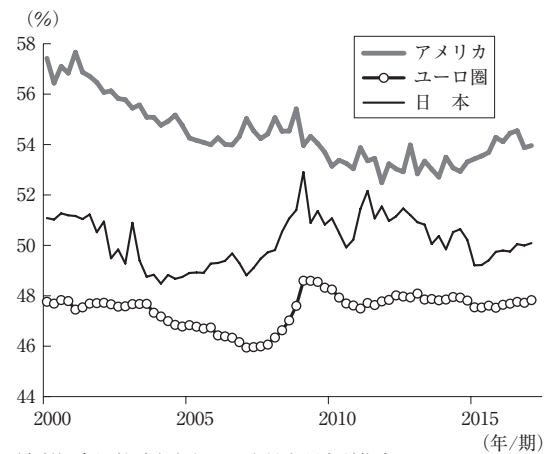
慎重姿勢が残っているのは、設備投資に関しても同様である。先進国の企業業績は改善傾向にあるものの、設備投資は盛り上がり欠く状態が続いている。これだけ収益・金融環境に恵まれているにもかかわらず、企業の投資意欲が高まらないのは、政策面での先行き不透明感、期待収益率の趨勢的な低下などがネックになっていると考えられる。

（図表20） 景気回復局面における実質雇用者報酬の増加寄与



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

（図表21） 日米欧の労働分配率

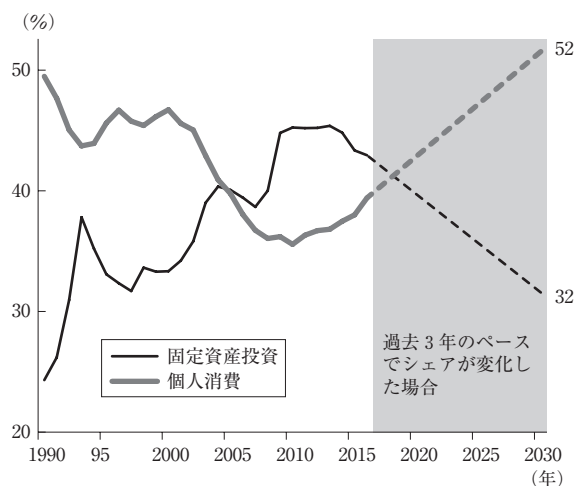


（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成
（注）雇用者報酬／名目GDP。

内需という点では、先進国だけでなく、中国についても注意が必要である。中国の固定資産投資はこれまで急拡大してきており、投資主導型成長の実現を担ってきた。しかし、この戦略は転換点を迎えている。GDPに占めるシェアをみると、固定資産投資が43%、個人消費が39%といびつな構造を抱え込んでいる（図表22）。発展途上の新興国であれば、固定資産投資比率は30%程度、個人消費比率は50%台が望ましい姿である。

そのため中国当局も、低すぎる個人消費比率の引き上げ、高すぎる固定資産投資比率の引き下げを経済構造改革の大きな目標に掲げている。

（図表22） 中国の内需がGDPに占めるシェア

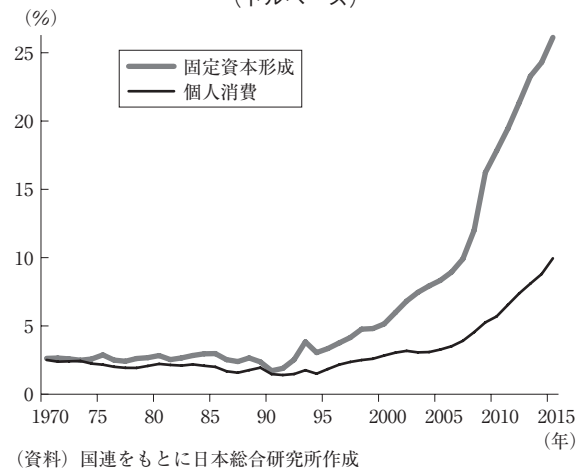


（資料）中国国家統計局をもとに日本総合研究所作成

実際、過去3年間、この方向に沿って中国のGDP構成は変化し始めている。今後もこの傾向が続き、個人消費は堅調に拡大していくものの、固定資産投資は長期にわたり伸びが抑制される公算が大きい。ちなみに、過去3年間のペースでGDP構成比を変化させていった場合、固定資産投資率が3割まで低下するのは2030年ごろになる。この期間、固定資産投資はGDPの伸び率を下回るペースに抑えられることになる。

長期にわたり中国の固定資産投資が抑制されると、世界経済に及ぼす影響も無視できなくなる。2000年以降に投資主導型成長を進めた結果、世界の固定資本形成に占める中国のシェアは、2000年の5%から2015年には26%に急上昇した(図表23)。世界の固定資本形成の4分の1を占める中国の投資抑制は、世界の投資需要の伸びも減速させることになるだろう。

(図表23) 中国の内需が世界に占めるシェア (ドルベース)

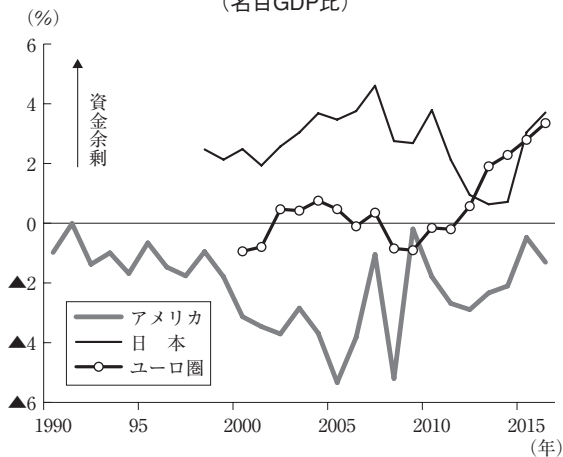


4. リスク要因は余剰マネー

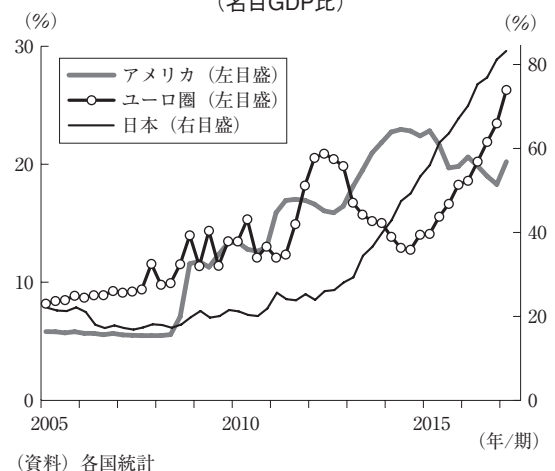
成長ペースが緩やかにとどまる「低温経済」であれば、景気循環の波が小さくなり、結果的に景気回復が長続きするという見方もできる。しかし、すべてが平穏なまま景気回復が続くという保証はない。実際、いくつかリスクの芽も台頭してきている。

とりわけ懸念されるのが、先進国に積み上がっている余剰マネーである。貯蓄投資バランスでみると、日本とユーロ圏で国内の資金余剰幅が拡大しているほか、アメリカでも国内の資金不足幅が縮小している(図表24)。この背景として、次の3点を指摘できる。第1に、長期にわたる金融緩和である。なかでも、量的金融緩和を導入して、中央銀行の資産規模を大幅に拡大させた影響が大きい(図表25)。第

(図表24) 国内の資金過不足 (名目GDP比)



(図表25) 日米欧のマネタリーベース (名目GDP比)

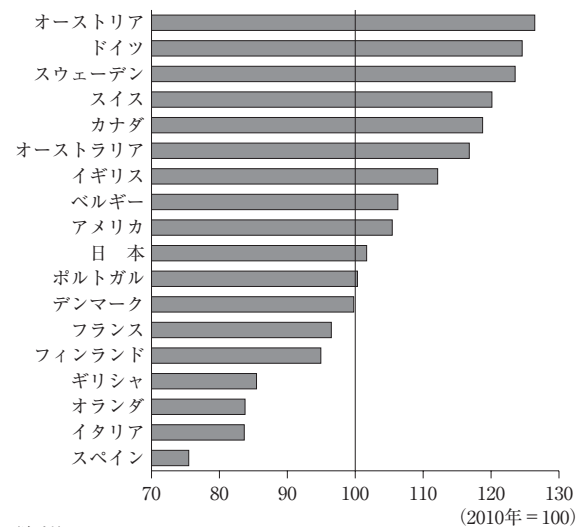


2に、弱い民間需要である。設備投資の慎重化を受けて、民間非金融法人企業の貯蓄投資バランスは、日本・ユーロ圏だけでなく、アメリカでも資金余剰になっている。第3に、資源価格の下落を受けて、資源国から先進国への所得移転が生じたことである。

先進国でカネ余り状態が強まるなか、資金運用難から様々な市場に余剰マネーが流れ込みやすくなっている。とりわけ足元では、不動産市場に資金が流れ込んでいる様子が窺える。家計所得と比べた住宅価格水準は、オーストリア、ドイツ、スウェーデンといった国で2010年よりも2割以上上昇している(図表26)。また、アメリカで問題視されているサブプライム自動車ローンの拡大も、一部はカネ余りが遠因とみられる。現在のところ、2000年代半ばのサブプライム住宅ローン問題のときのように、極端にリスクテイク姿勢が強まる兆しはみられない。しかし、日本とユーロ圏における資金余剰だけでも、2016年単年で60兆円という巨額に達している。余剰マネーの規模が大きいだけに、世界各地で起きるミニバブルには注意が必要である。

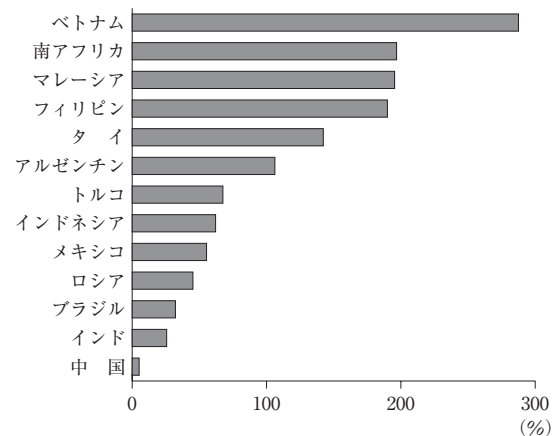
こうした余剰マネーは、国際的なマネーフローにも影響を及ぼす可能性がある。先進国の余剰マネーの一部が新興国に流れるだけでも、新興国通貨を大きく変動させる恐れがある。中国ほどの経済規模があれば、先進国のマネーが流れ込んでも、それほど大きな影響は受けない(図表27)。しかし、ベトナム、南アフリカ、マレーシア、フィリピンといった経済規模が小さく、経済構造に脆弱性を抱える国は、資金流入に翻弄されやすい。行き場を失ったマネーの流れには要注意である。

(図表26) 直近の住宅価格(所得比)



(資料) IMF

(図表27) 日ユーロの資金余剰額の規模感 (2016年、名目GDP比)



(資料) 各国統計をもとに日本総合研究所作成

(2017. 8. 14)