

世界経済見通し

—「先進国堅調」「新興国足踏み」の潮流が強まる世界経済—

調査部 マクロ経済研究センター所長 牧田 健

目 次

1. 中国・資源国を中心に減速が続く世界経済
2. 2013～2014年のアメリカ・欧州・中国経済の行方
 - (1) 上向く材料に乏しい中国経済
 - (2) 下押し材料が弱まる先進国経済
3. 「先進国堅調」「新興国足踏み」の潮流の行方
 - (1) アメリカ経済と中国経済の影響度合い
 - (2) 「先進国堅調」「新興国足踏み」の背景
4. 2013～2014年の世界経済
5. 山積する下振れリスク

要 約

1. 世界経済は、①中国での景気減速、②ユーロ圏での景気後退長期化が、下押し要因となり、減速が続いている。
2. このうち、中国では、人件費上昇などを受け輸出の大幅な伸びが期待できなくなっているほか、投資も過剰投資是正圧力から当面減速基調が続くとみられ、景気が上向く材料が見当たらない。これに対し、ユーロ圏では、欧州委員会および欧州各国が財政緊縮一辺倒の姿勢を見直すなか、景気が大幅に下振れするリスクは後退している。一方、アメリカでは、家計のバランスシートが顕著に改善するなか、景気は徐々に力強さを増していく公算が大きい。
3. 世界第1位の経済大国であるアメリカと第2位の中国の間で、景気の方角性に違いが生じるものの、主要国・地域の成長率は、総じて中国よりもアメリカの影響を受けやすく、中国経済の減速が緩やかにとどまる限り、アメリカ経済の回復力の強まりを背景に、世界経済の回復基調は維持される見通しである。もっとも、先進国ではアメリカ経済の影響を受けやすく、逆に新興国では中国の影響が相対的に大きいため、「先進国堅調」「新興国足踏み」の構図が強まる見込みである。
4. アメリカ景気堅調・中国景気低迷によってこうした構図が強まる背景には、①資源国を除くあらゆる国において、最終需要地としてのアメリカの存在感が大きいこと、②先進国では、資産価格の上昇による成長率押し上げ効果が大きいこと、③ドル高・中国経済減速を受けた資源価格の高騰一服は、資源の海外依存が高い先進国、NIEsには有利に働くこと、等を指摘することができる。
5. この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年は+3.0%と2012年対比ほぼ横ばいにとどまった後、2014年には先進国主導で+3.8%まで持ち直す見込みである。先進国と新興国の成長率格差は、2013年こそ小幅拡大するものの、アメリカ景気の本格回復が視野に入る2014年には再び縮小し、「先進国堅調」「新興国足踏み」という潮流が続く見通しである。
6. こうした見通しに対しては、下向きのリスクが山積している。米FRBが拙速にQE3縮小を行った場合、アメリカ景気の下振れや資産価格下落を通じて先進国経済にマイナスに作用する恐れがある。また、QE3の縮小は、投資マネーの変調を通じて、新興国経済にマイナスの影響を及ぼしかねない。このほか、中国での金融システム不安も資源国中心に景気下振れ要因となるだろう。

1. 中国・資源国を中心に減速が続く世界経済

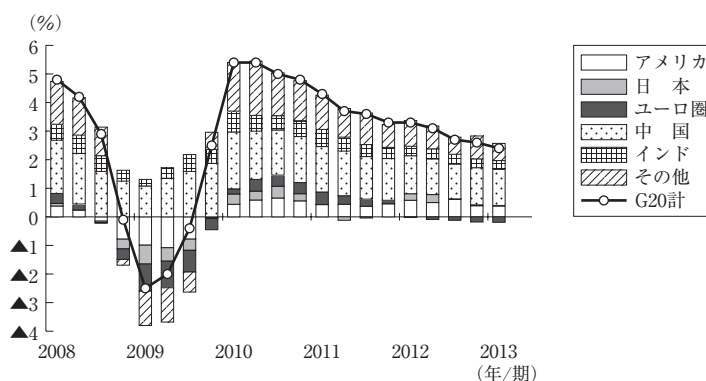
2010年央以降減速が続いてきた世界経済は、いまだ明確な持ち直しがみられていない。2013年1～3月期の主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）を地域別にみると、アメリカをはじめとする先進国では、わずかながらも成長率が上向いたものの、新興国では、中国やタイなどでの減速により再び下向いた（図表1）。

こうしたなか、OECDは本年5月に、2013年の世界経済見通しを昨年11月の3.4%から3.1%に下方修正した。国・地域別にみると、日本が+0.9%ポイント上方修正される一方、中国で▲0.7%ポイント下方修正されたほか、ロシア・ブラジルでも大幅に下方修正されるなど、新興国で軒並み大幅下方修正された。このほか、欧州でも、ユーロ圏の▲0.5%

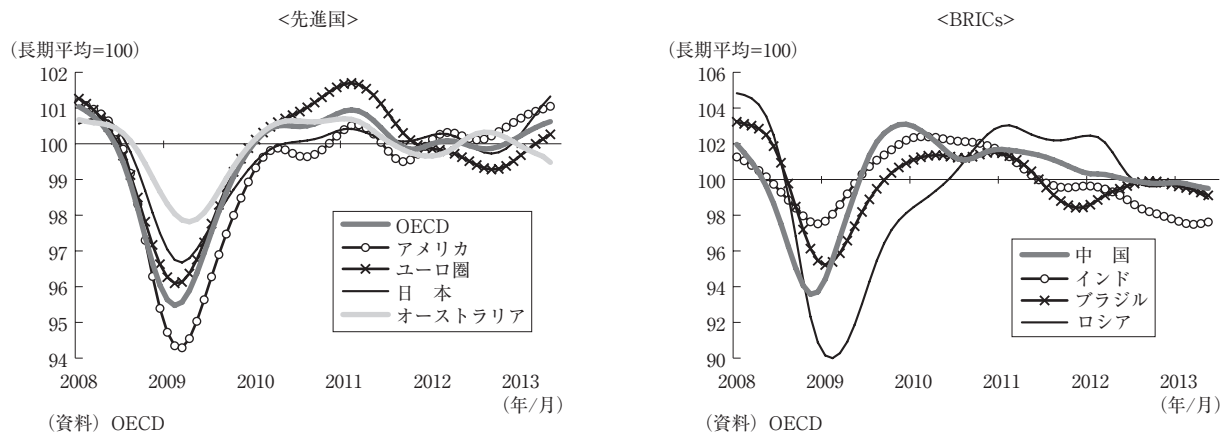
ポイントをはじめ軒並み大幅下方修正されている。これらを踏まえると、①中国での景気減速、②それに伴う資源需要の減退、③ユーロ圏での景気後退長期化が、世界経済の下押し要因として引き続き作用し続けていると判断される。

これら三つの下押し要因のうち、足許ではユーロ圏景気に持ち直しの兆しが出始めている。これに対し、中国および資源国の景気減速にはいまだ改善の兆しがみられていない。OECD景気先行指数は、アメリカや日本で昨年央以降持ち直しが続いているほか、出遅れていたユーロ圏でも本年春以降長期平均を上回る水準を回復している。これに対して、オーストラリアは2009年秋以来の水準まで低下している。新興国も、BRICs諸国はいずれも長期平均を下回り、かつ、低下傾向が続いている（図表2）。

（図表1）主要20カ国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）



（図表2）OECD景気先行指数



これらを踏まえると、中国景気の行方、欧州での景気回復の持続性、さらに、アメリカ経済本格回復による世界経済への影響、をどうみるかが、今後の大きな焦点となるだろう。

2. 2013～2014年のアメリカ・欧州・中国経済の行方

(1) 上向く材料に乏しい中国経済

まず、中国経済の先行きを展望すると、景気の牽引役の一つであった輸出の伸び悩みに歯止めがかかっていない。この背景の一つとして、人件費上昇を受けた競争力の低下が指摘できる。日米欧の輸入に占める中国のシェアは、2000年入り以降一貫して上昇してきた。しかしながら、人件費高騰等を受け生産拠点のシフトが一巡し始めるなか、同シェアは2009～2010年をピークに頭打ち・低下に転じている（図表3）。輸出先としてウエイトが大きくなっている新興国で、先行きシェアを拡大していく余地はあるものの、もはや世界輸入の増加ペースを大きく上回る輸出の伸びは期待できなくなっている。

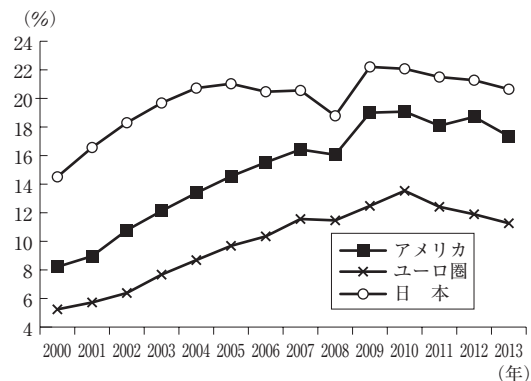
もう一つの牽引役であった投資についても、習新政権はこれまでの「投資主導型経済」から「消費主導型経済」への転換を進める意向を示し、過剰投資や不動産バブルに対する抑制姿勢を強めている。先行き、過度な景気失速を回避するため、政府当局が一時的に手綱を緩め、その結果投資が持ち直す局面はあるものの、基本的に減速基調が続く見通しである。

ちなみに、中国の過剰投資が是正される（投資比率が成長率と見合う水準にまで低下）用途を試算すると、消費など投資以外の部分でどこまで成長ペースを高めることができるのかに依存するものの、今後実質投資の伸び率がゼロというかなりハードな調整を想定しても4～7年程度はかかる見込みである。

実質投資の伸び率が前年比+5%という比較のマイルドな調整であれば、少なくとも10年かかると思われる、減速の長期化は避けられない（図表4）。

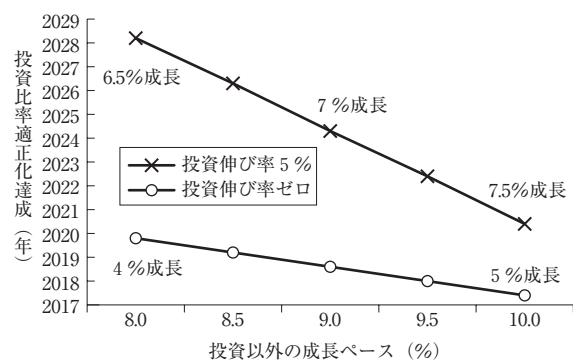
一方、個人消費については、今後牽引役として期待されるものの、足許では儉約令によりむしろ増勢が鈍化している。儉約令によるマイナス影響が一巡すれば、堅調さを取り戻していくとみられるものの、投資抑制による成長鈍化を補えるほどの強さは期待できない。これらを踏まえると、当面中国経済が上向く材料は乏しいのが実情である。

（図表3）日米欧輸入に占める中国のシェア



（資料）米商務省、ECB、財務省
（注）2013年は1～4月まで。

（図表4）中国の過剰投資是正用途



（資料）IMFを基に日本総合研究所作成
（注1）適正投資比率は1993～2006年まで成立していた実質GDP成長率と投資比率の関係を基に試算。
（注2）グラフ中の成長は、期間中のおおよその実質GDP成長率。

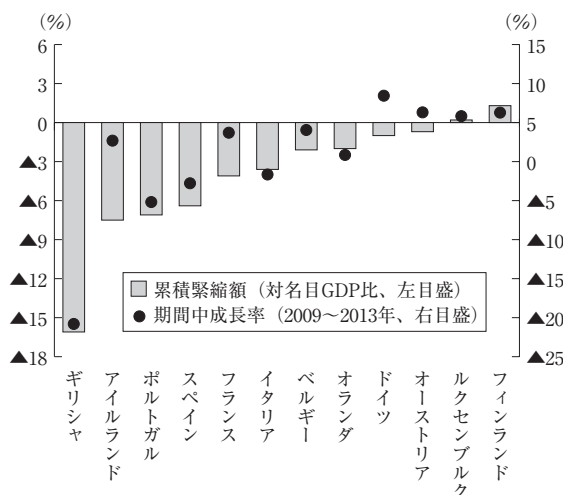
(2) 下押し材料が弱まる先進国経済

これに対し、先進国では、景気の下押し材料が着実に減じている。

ユーロ圏では、ECBによる国債購入表明以降金融市場の混乱が沈静化するなか、欧州委員会および各国政府は、従来の財政緊縮一辺倒の姿勢を改めている。5月末の欧州委員会では、フランスやスペインなど6カ国で、財政赤字目標の達成時期の先延ばしが決定された。これまで欧州各国では、バランスシート調整などにより民間部門が悪化を余儀なくされるなかで、大幅な緊縮財政が必要以上の景気悪化を招いてきた。実際、ユーロ加盟各国では、2009～2013年にかけての財政緊縮額と期間中の実質成長率はほぼ連動している（図表5）。今回の措置は、あくまで財政赤字削減ペースを緩和するだけで、引き続き財政面からの景気押し上げは期待できないものの、少なくとも財政緊縮が緩和されることによって、景気が大きく下振れるリスクは後退したといえるだろう。

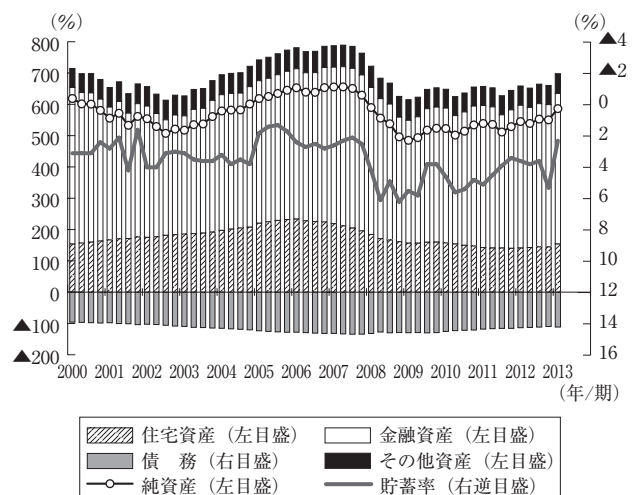
アメリカでも、住宅価格が底打ち・反転したことで、これまでの景気下押し要因が消失し、むしろ景気押し上げ要因に転化している。家計部門において、債務圧縮が進む一方、住宅価格や株価の上昇により資産価値が大幅に増加に転じるなど、バランスシートは顕著に改善している（図表6）。この結果、所得環境は必ずしも良好とはいえないものの、消費が安定的な伸びを確保している。加えて、2013年前半に景気の足かせとなった給与減税打ち切りや強制歳出削減などの財政緊縮によるマイナス影響も、今秋までには薄らいでいく。「雇用増→消費増→雇用増→……」という景気の自律回復メカニズムが作動し始めるなか、先行き景気は徐々に力強さを増していく公算が大きい。

（図表5）ユーロ加盟国の財政緊縮幅と成長率



（資料）欧州委員会
 （注1）累積緊縮額は、構造的プライマリーバランスの2013年と2009年の比較。
 （注2）期間中成長率は2013年と2009年の実質GDPの比較。
 （注3）当初加盟11カ国およびギリシャに限定。

（図表6）アメリカ家計の純資産と貯蓄率



（資料）米FRB、商務省

3. 「先進国堅調」「新興国足踏み」の潮流の行方

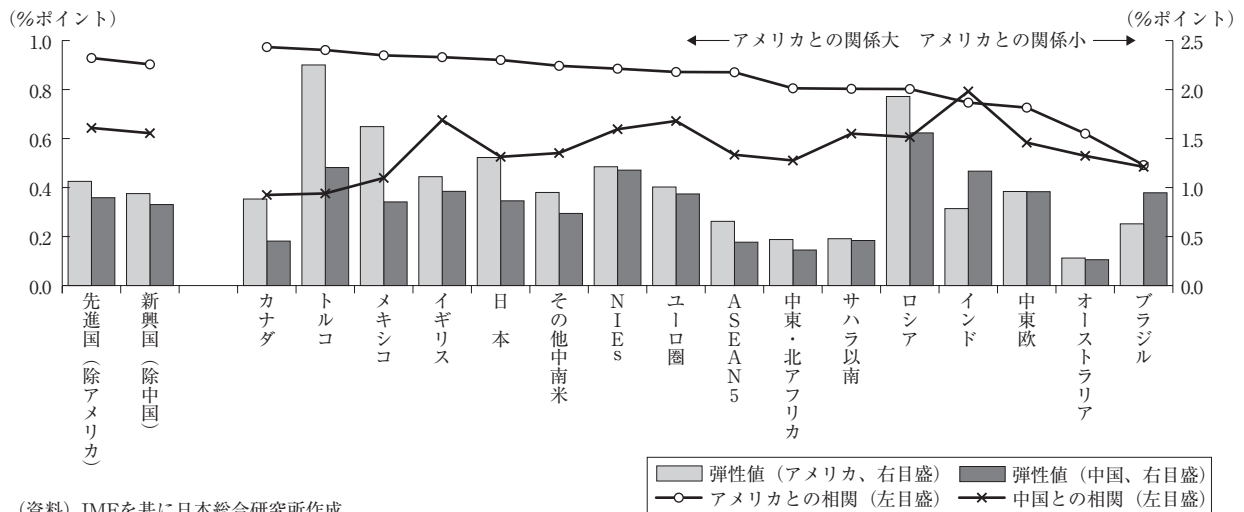
(1) アメリカ経済と中国経済の影響度合い

以上のように、ユーロ圏景気が世界経済の足を引っ張るリスクが後退し始めるなか、アメリカでは景

気が一段と力強さを増していくとみられるのに対し、中国では引き続き景気低迷が見込まれるなど、世界第1位と第2位の経済大国の間で、景気の方角性に大きな違いが生じることになる。

堅調に推移するアメリカ経済と減速する中国経済は、世界経済にどのような影響を及ぼすのであろうか。それを探るため、主要国・地域の成長率におけるアメリカ経済と中国経済との関係をみてみると、ほぼ全地域にわたって中国よりもアメリカとの相関が強く、弾性値もアメリカの方が大きくなっている(図表7)。したがって、アメリカ経済の回復力が強まっていけば、中国経済の減速が緩やかにとどまる限り、世界経済は全体として回復基調が損なわれることはないと見込まれる。もっとも、その影響は、国・地域によって一律ではない。国・地域別に相関・弾性値をみると、メキシコ等の北中米地域や日本をはじめとする先進国では、アメリカ経済の影響を受けやすく(相関が大)、アメリカと中国の弾性値に比較的大きな開きがある(アメリカ>中国)。したがって、アメリカでの本格回復に伴い経済成長率の上振れが期待される。これに対し、ブラジルをはじめとする新興国、とりわけ資源国では、アメリカ経済の影響を受けにくく(相関が小)、弾性値もアメリカと中国との間で大きな開きがみられておらず、経済成長率の上振れはあまり期待できない。したがって、アメリカ経済の堅調、中国経済の低迷長期化によって、総じてみれば「先進国堅調」「新興国足踏み」という足許をみられている構図が一段と強まると見込まれる。

(図表7) アメリカと中国の世界経済への影響度



(資料) IMFを基に日本総合研究所作成

(注1) 相関係数、弾性値ともに5年相関の5年平均値。

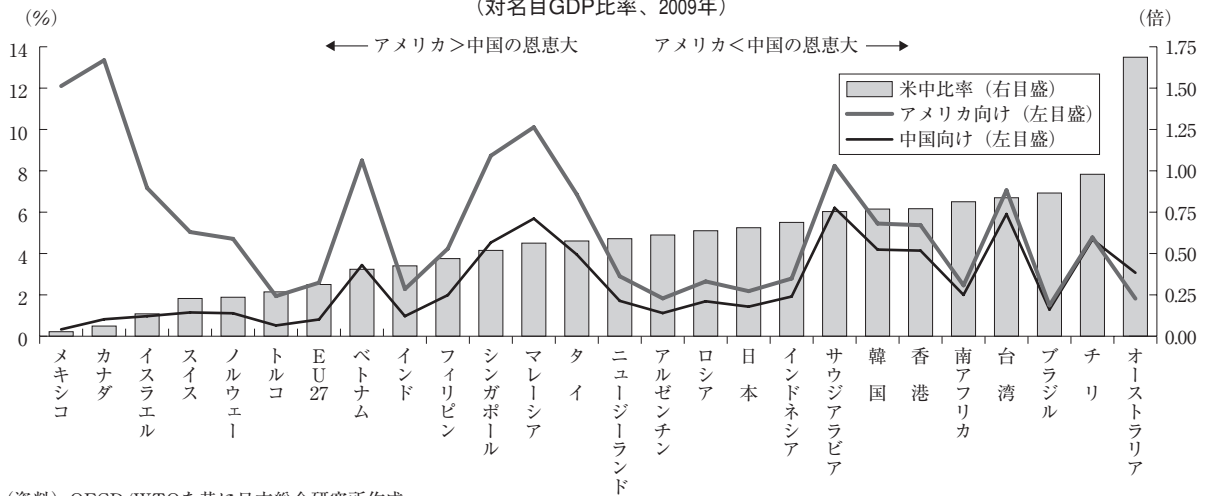
(注2) 地域については、原則IMFに準拠。ただし、中東欧については、チェコを加え、トルコを除外。その他中南米は、メキシコ、ブラジルを除外。

(2) 「先進国堅調」「新興国足踏み」の背景

上記構図が強まる背景として、以下の3点が指摘できる。

第1が、最終需要地としてのアメリカの存在感の大きさである。OECD/WTOが公表した2009年における付加価値ベースの輸出をみると、資源輸出が大半のオーストラリアを除くすべての国で、アメリカ向け輸出が中国向け輸出を凌駕している(図表8)。これは、各国ともに対中国向け輸出は大幅に増

(図表8) 主要国・地域の付加価値ベース対アメリカ・中国向け輸出
(対名目GDP比率、2009年)



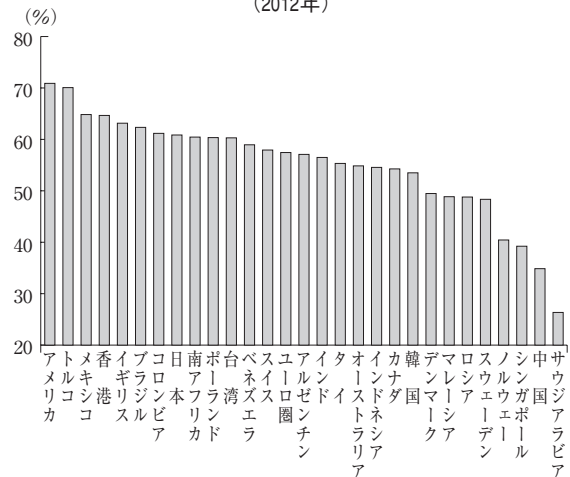
(資料) OECD/WTOを基に日本総合研究所作成
(注) 米中比率=中国向け/アメリカ向け

加しているものの、加工組立拠点としての側面が強く、最終需要地は、アメリカあるいは欧州という先進国となっていることを示唆している。

付加価値ベースのアメリカ向け輸出と中国向け輸出の割合を国・地域別にみると、資源国・NIEsほど中国向けの割合が大きくなっている。これらの国々では、アメリカ経済回復の恩恵を享受しつつも、中国经济低迷によるマイナス影響も大きく、成長率が伸び悩む可能性が高い。

第2が、資産価格上昇の影響である。アメリカでの景気回復および米FRBによる積極的な金融緩和により、世界的に株価が上昇している。株価上昇は、資産効果等を通じて各国の個人消費を刺激する。なかでも、GDPに占める消費のウエイトが大きく、かつ、金融資産の蓄積が進んでいる先進国では、株価上昇による成長率押し上げ効果が大きくなる。これに対し、中国や資源国では総じて消費のウエイトは小さい。新興国でも、金融資産の蓄積があまり進んでおらず、株価上昇による景気押し上げ効果は限られることになる(図表9)。

(図表9) 主要国・地域の消費比率
(2012年)

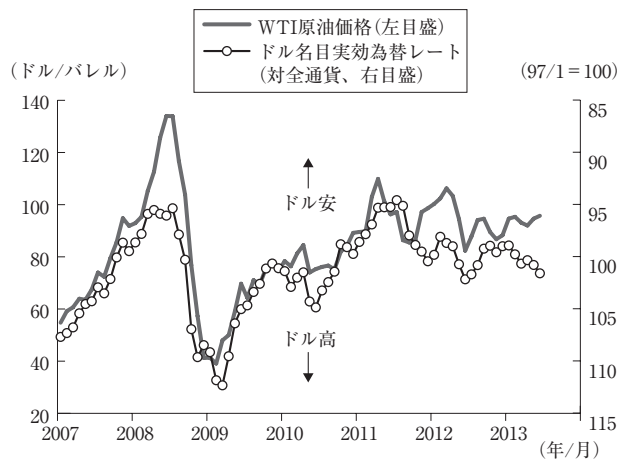


(資料) 各国統計
(注) 中国は2011年値。

第3が、資源価格の高騰一服の影響である。アメリカの相対的な成長率の高まりは、シェール革命による貿易赤字の縮小と相まって、中長期的なドル高につながる可能性が高い。過去のドル実効為替レートと原油をはじめとした国際商品市況の推移をみると、ドル高は、国際商品市況の安定ないしは低下をもたらす公算が大きい(図表10)。需給面をみても、中国での投資主導型成長の行き詰まりにより、今後資源需要の増勢鈍化は避けられないとみられ、国際商品市況の高騰一服の一因となるだろう。

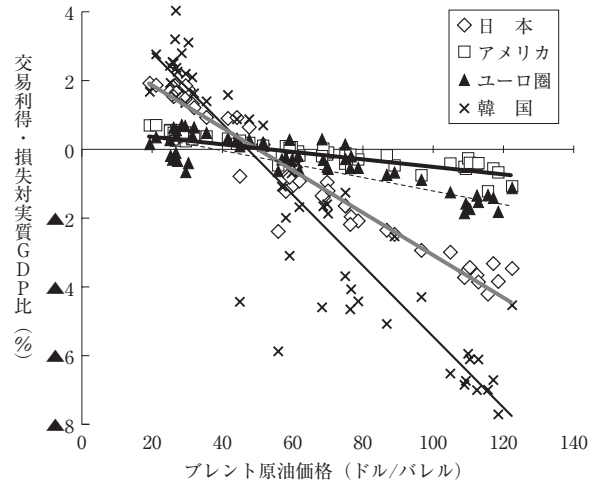
エネルギーをはじめ資源を海外からの輸入に依存する日本や欧州などの先進国、NIEsなどでは、これまで資源価格の高騰が実質購買力の低下を通じて、景気下押しに作用してきた。今後資源価格が下落に転じれば、実質購買力の増大を通じて、景気が押し上げられる見込みである（図表11）。逆に、資源国では、交易条件の悪化が景気の下押しに作用することになる。

(図表10) 原油価格とドル実効為替レートの推移



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

(図表11) 原油価格と日米欧韓交易利得・損失対実質GDP比



(資料) 内閣府、米商務省、Eurostat、韓国銀行、Bloomberg L.P.

4. 2013～2014年の世界経済

以上を踏まえ、2013～2014年の世界経済を地域別に展望すると、アメリカでは、年初の強制歳出削減の影響から、短期的には強弱区々の状況が続く可能性があるものの、家計部門が底堅さを増すなか、成長率は徐々に高まっていく見通しである。日本では、緊急経済対策や消費税率引き上げ前の駆け込みにより、2014年1～3月期までは高成長が続く見通しである。同年4～6月期には、消費税率引き上げの影響を受け大幅なマイナスとなるものの、アメリカ向け輸出の増加を背景に景気後退は回避される見通しである。ユーロ圏でも、民間部門の回復力は脆弱なもの、財政緊縮一辺倒の姿勢を見直し、政策面からの景気下押し圧力が弱まるなか、年後半以降はマイナス成長から脱すると期待される。こうした先進国、とりわけアメリカでの景気持ち直しを受けて、新興国でも緩やかながらも景気は持ち直し傾向が明確化する見通しである。もっとも、新興国の牽引役である中国では、政策対応により2013年後半以降一時的な景気持ち直しが期待されるものの、基調として景気減速が続く見込みである。NIEsや資源国でも、中国経済減速のマイナス影響は避けられず、新興国は総じて緩やかな回

(図表12) 世界の実質GDP成長率見通し

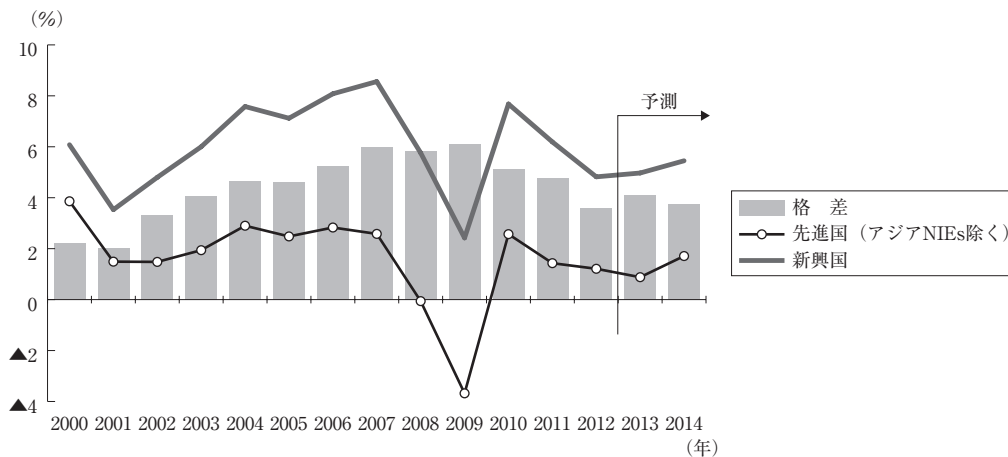
	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
世界計	3.9	3.3	3.0	3.8
先進国	1.5	1.2	0.9	1.7
アメリカ	1.8	2.8	1.5	2.6
ユーロ圏	1.5	▲0.6	▲1.1	0.5
日本	▲0.5	1.9	1.9	1.2
新興国	6.0	4.9	5.0	5.5
BRICs	7.3	6.0	6.2	6.7
中国	9.3	7.8	7.6	7.8
インド	6.2	5.0	5.6	6.5
NIEs	4.1	1.7	2.6	3.5
ASEAN4	4.3	6.3	5.9	5.6

(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」188カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏(17カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど27カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。
 (注2) アメリカ、ユーロ圏、日本、中国は現地通貨ベース。その他は購買力平価ベース。

復にとどまる見通しである。この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年は+3.0%と2012年対比(+3.3%)とほぼ横ばいにとどまった後、2014年は先進国主導で+3.8%まで持ち直す見込みである(図表12)。

ちなみに、先進国・新興国別の成長率格差をみると、欧州での景気悪化の影響が残存する2013年こそ2012年対比小幅拡大するものの、アメリカ景気の本格回復が視野に入る2014年には再び縮小する見込みである。成長率自体は新興国の方が高い状況に変わりはないものの、相対的にみれば「先進国堅調」「新興国足踏み」という潮流が続く見通しである(図表13)。

(図表13) 先進国と新興国の成長率格差



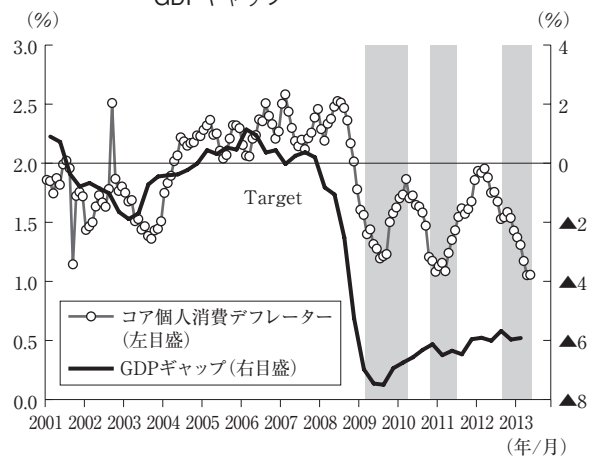
(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成

5. 山積する下振れリスク

上記見通しに対しては、下向きのリスクが山積している。

第1が米FRBによるQE3(量的緩和第3弾)の早期縮小である。バーナンキ米FRB議長は、6月19日のFOMC(連邦公開市場委員会)後の記者会見で、経済が予想通り推移すれば「年内に資産買入ペースを縮小」、「来年半ばまでに資産買入を終了」と表明した。これを受け、アメリカ長期金利は大幅に上昇している。アメリカ経済が力強さを増す方向にあるのは間違いなく、また、過度な金融緩和は資産バブルなどの副作用を招きかねないことから、QE3を将来的に縮小・停止していくのは当然の政策対応といえるだろう。しかしながら、GDPギャップは依然大きく、FRBが注目しているコア個人消費デフレーターが前年同月比で+1.1%と歴史的な低水準となるなど、デイスインフレの傾向が続いていることを踏まえると、QE3の縮小は時期尚早な感否めない(図表14)。拙速にQE3が縮小され

(図表14) アメリカのコア個人消費デフレーターとGDPギャップ



(資料) 商務省、CBO
 (注1) GDPギャップはCBOに依拠。
 (注2) ダーク部分は、QE実施期。

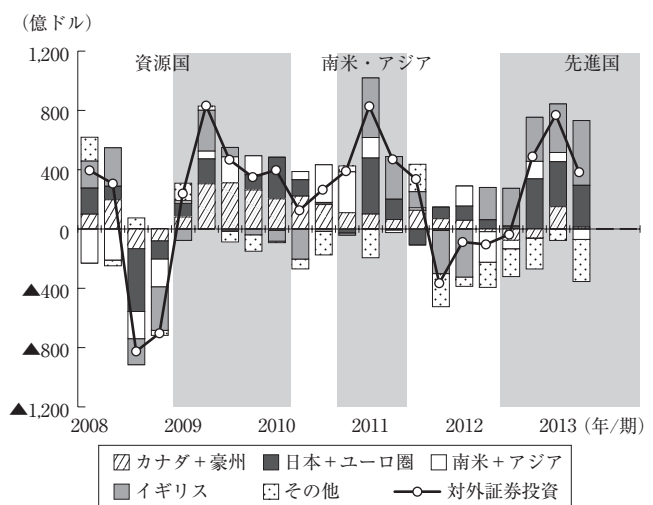
た場合には、住宅ローン金利の上昇などにより、景気の順調な持ち直しが阻害される恐れがあるだろう。

第2が米QE3早期縮小に伴う投資マネーの変調である。米FRBの量的緩和政策は、投資家に対外投資の積極化を促し、世界規模で株高や金利低下をもたらしてきた。アメリカの対外証券投資動向をみると、QE1実施時にはオーストラリアやカナダなどの資源国に、QE2実施時には南米やアジア新興国に、QE3実施時には先進国の株式に大量の資金が流入している（図表15）。今後、アメリカでの金融政策正常化に伴い、こうした資金が逆流すれば、先進国での株高効果が消失するほか、海外からの資金流入に依存している経常赤字国の経済に深刻なマイナス影響が及ぶ可能性がある。

大半の新興国が柔軟な為替制度に移行し、かつ、潤沢な外貨準備を有するなかで、メキシコ危機やアジア通貨危機など1990年代に頻発した通貨危機が再発する公算は小さいものの、トルコやインドなどの高インフレ国では、「通貨安→インフレ高進→利上げ」という経路で、景気が大きく下振れする恐れがある（図表16）。

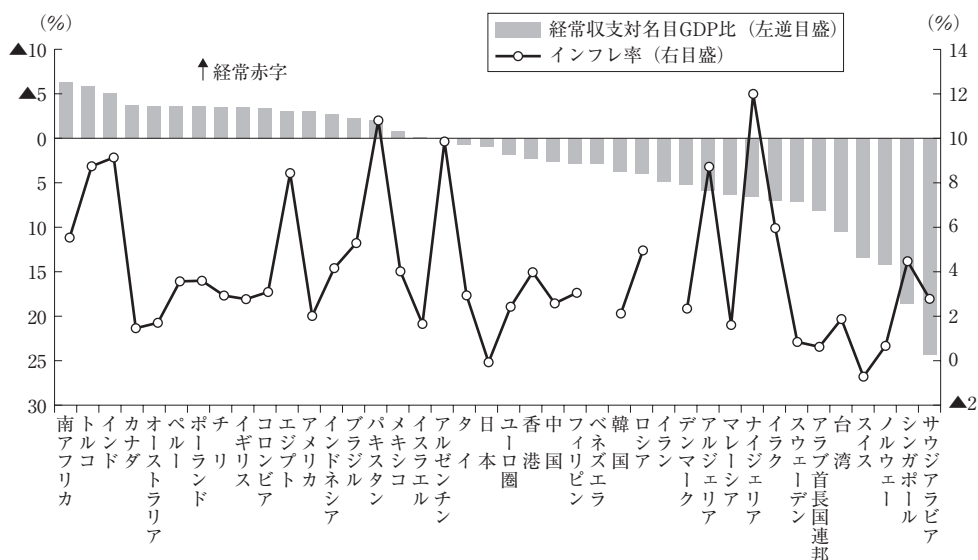
第3が、中国での金融システム不安である。中国では、不動産バブルに伴い銀行貸出が急増しているほか、当局の規制を逃れる、いわゆる「影の銀行」を通じて多額の融資が行われていると指摘されている。

（図表15）アメリカの地域別対外長期有価証券投資



（資料）米財務省
 （注1）2013年4～6月期は4月値の四半期換算値。
 （注2）ダーク部分は、QE実施期。

（図表16）上位40カ国の経常収支対名目GDP比とインフレ率（2012年）



（資料）IMF
 （注1）上位40カ国のうち、ユーロ加盟国はユーロ圏としてカウント。
 （注2）ベネズエラ、イランのインフレ率は各21.1%、30.6%。

政府当局が投資抑制策を強化し、不動産価格が下落に転じた場合には、貸出資産が不良化し、金融機関の財務体質悪化が表面化しかねない。政府の強い管理の下、金融システム危機は水際で回避されるとみられるものの、金融機関が軒並み融資を抑制することで景気が緩やかな減速の範疇を超えて下振れするリスクも否定できないだろう。

(2013. 7. 8)