

世界経済見通し

—不安定な市場環境のもと、緩やかな回復が続く世界経済—

調査部 マクロ経済研究センター所長 牧田 健

目 次

1. 世界経済回復の足かせとなる新興国の低迷
2. 2014年のカギを握る新興国経済の行方
 - (1) アメリカの金融政策の行方
 - (2) 持ち直しがみられる中国経済の行方
 - (3) 新興国の経済基盤強化の進展度合い
3. 2014年の世界経済
4. リスク要因

要 約

1. 減速が続いてきた世界経済は、2013年春以降持ち直しの動きがみられている。ただし、新興国の景気減速を受け、世界経済全体では引き続き力強さを欠いた状況にある。新興国での大幅な景気減速の主因として、①アメリカでの量的緩和縮小観測を受けた資金流出、②中国の景気減速を受けた資源国を中心とした輸出・国内投資減少、③規制緩和の遅れ、財政赤字拡大など新興国の経済ファンダメンタルズの悪化、を指摘することができる。世界経済がこのまま順調に回復軌道を辿っていくうえで、これらの行方が大きな焦点になる。
2. アメリカでは、量的緩和は縮小に向かっているものの、利上げには程遠い状況にある。低金利が維持されるもと、対外投資の過度な圧縮は見通せず、新興国からの深刻な資金流出は回避される見通しである。
3. 一方、中国においては、足許構造改革に逆行する形の景気回復となっていることから、政府は早晩景気抑制に舵を切るとみられる。ただし、潜在成長率が7%台半ばとみられるなか、7%割れ回避に向けマクロコントロールを強化すると予想されることから、景気が大幅に下振れするリスクは小さいだろう。こうしたなか、中国での製品輸入やサービス輸入の増加により、中国高成長の恩恵は次第に資源国から製品・サービス輸出国にシフトしていくとみられる。
4. その他新興国では、インドなど「双子の赤字」を抱える国では早急な体質改善が不可欠となっている。一方で、通貨安が進みやすい地合いのなかで、一部ASEAN諸国では、製造業の集積が進んでおり、通貨安への耐久力が増す方向にある。これに対し、資源国では輸出競争力が大きく低下しており、資源依存を脱しないと景気低迷が長期化する恐れがある。
5. こうした要因を踏まえると、世界経済の足許の回復基調が損なわれるリスクは小さいと判断される。この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年に+2.9%に減速した後、2014年は+3.6%、2015年は+3.9%と成長ペースが高まっていく見通しである。ただし、①アメリカでの賃金上昇が限られるほか、②ユーロ圏での不良債権問題、③中国での投資偏重の経済構造の見直し、等が景気抑制に作用し、2014年は全般的に力強さを欠いた成長が続く見通しである。
6. これに対し、リスクは、先進国での大幅金融緩和を背景とした資産価格高騰と、それに伴う景気の振幅増大である。さらに、下向きリスクとして、構造改革の遅れを受けた新興国からの資金流出加速、ユーロ圏のデフレ化などを指摘することができる。

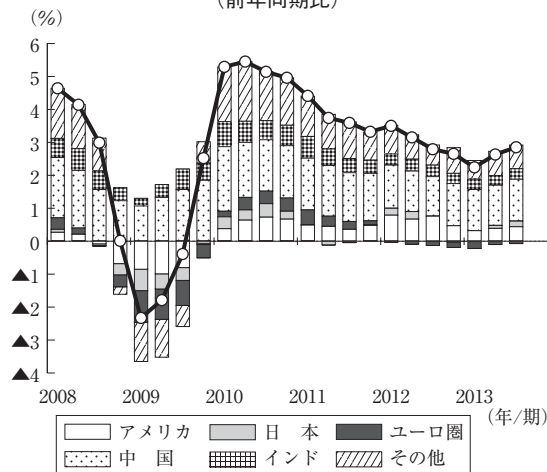
1. 世界経済回復の足かせとなる新興国の低迷

減速が続いてきた世界経済は、2013年春以降持ち直しの動きがみられている。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、先進国では、アメリカや日本、ユーロ圏など軒並み成長率が上向いたほか、新興国でも、7～9月期に中国が上向きに転じるなど、下げ止まりの様相を呈している（図表1）。

もっとも、世界経済全体では引き続き前年比で+3%を下回るなど、力強さを欠いた状況にある。とりわけ、新興国の弱さが顕著になっている。ちなみに、IMF（国際通貨基金）による2013年の世界経済見通しは、2012年秋から2013年秋にかけて各国・地域で軒並み下方修正されている。このうち、先進国では春以降下方修正に歯止めがかかったものの、新興国では大幅下方修正が続いている（図表2）。

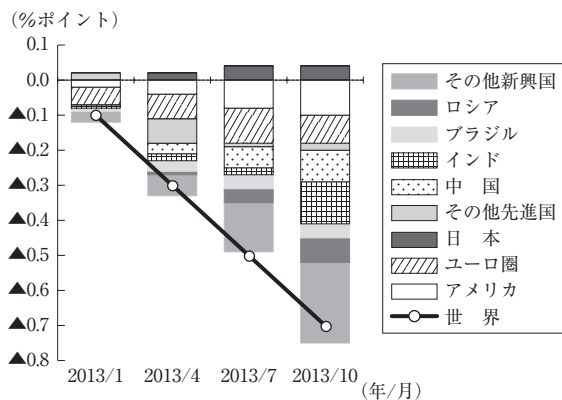
新興国での大幅な景気減速の主因として、第1に新興国からの資金流出が挙げられる。量的緩和の早期縮小の可能性を示唆したバーナンキ米FRB（連邦準備制度理事会）議長発言をきっかけに、アメリカ金利が大幅に上昇し、これに伴い新興国通貨は大幅に下落した（図表3）。このため、経常赤字国を中心に「通貨安→インフレ高進→金融引き締め」の悪循環が生じ、景気は大幅に下振れた。第2に中国の景気減速がある。中国では、景気減速により輸入の増勢が鈍化したほか、資源需要減退を受けて資源価格が下落したことから、中国经济への依存度が高い資源国を中心に景気が大幅に減速している（図表4）。加えて、規制緩和の遅れ、財政赤字拡大など新興国の経済環境の悪化も、景気下振れを増幅して

（図表1）主要20カ国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）



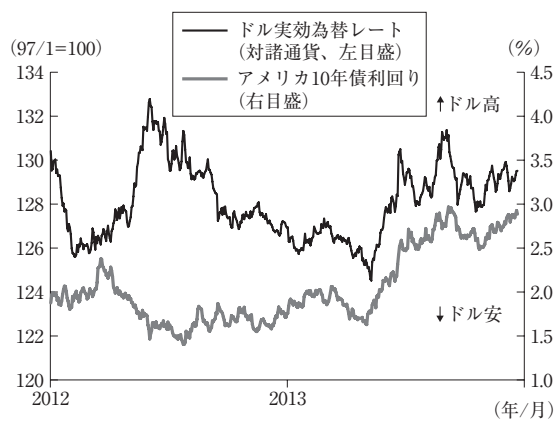
（資料）各国統計、IMF
 （注1）主要20カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位22カ国。うち、イランとサウジアラビアは統計の制約上除外。ユーロ圏加盟国はユーロ圏としてカウント。
 （注2）国・地域別寄与度、G20計は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。
 （注3）7～9月期の未発表国は、4～6月期と同じ伸び率と想定。

（図表2）2013年IMF世界経済見通しの修正度合い地域別寄与度



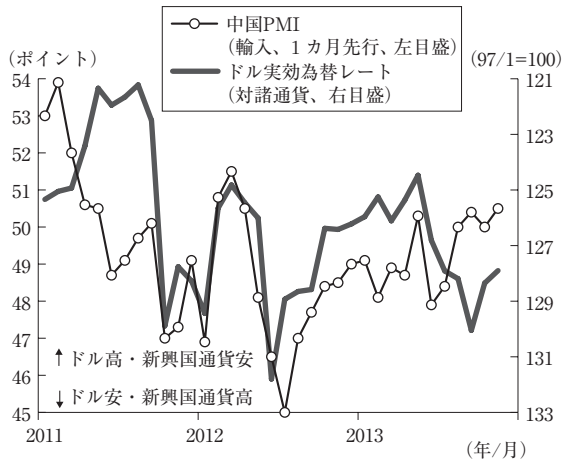
（資料）IMF, "World Economic Outlook"

（図表3）新興国通貨とアメリカ10年債利回り



（資料）FRB, Bloomberg L.P.

(図表4) 中国PMI(輸入)とドル実効為替レート(対諸通貨)



(資料) 中国国家统计局、FRB

いる。これまでは、先進国が積極的な金融緩和を行うもとの、投資資金は高成長が期待される新興国に流入していたものの、こうした環境に変化が生じるなか、新興国が抱える構造的な問題に対し無関心ではいられなくなっている。

これらを踏まえると、持ち直しに転じ始めた世界経済がこのまま順調に回復軌道を辿っていくうえで、上記三つの要因、すなわち、①アメリカの金融政策の行方、②足許で持ち直しがみられる中国経済の行方、③その他新興国における経済基盤強化の進展度合い、が大きな焦点になるだろう。

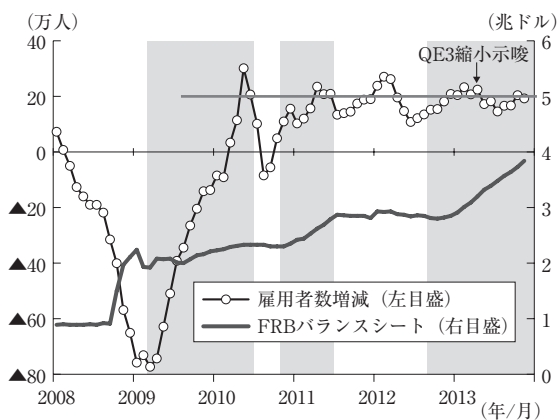
そこで、以下ではこれらについて検討していく。

2. 2014年のカギを握る新興国経済の行方

(1) アメリカの金融政策の行方

アメリカでは、景気が緩やかながらも回復基調を続けるなか、FRBが12月のFOMC(連邦公開市場委員会)で量的緩和の縮小を決定した。過去の量的緩和と雇用者数増減の関係をみると、過去2回の局面では、月20万人の雇用増加が実現されるタイミングで量的緩和が終了している。逆に、雇用の増勢が同水準を下回ると量的緩和を再開している(図表5)。今回の量的緩和は、過去2回と異なり期限を設けていないものの、月20万人超の雇用増加が続いた5月に、バーナンキ米FRB議長が早期縮小の可能性に言及したことも合わせ、FRBは月20万人前後の雇用増加の定着を量的緩和縮小の目途としていると推察される。先行き、債務上限を巡る混乱などの懸念材料はあるものの、月20万人前後の雇用増加が続けば、量的緩和は順調に縮小・停止に向かう公算が大きいといえるだろう。

(図表5) アメリカ雇用者数増減とFRBバランスシート

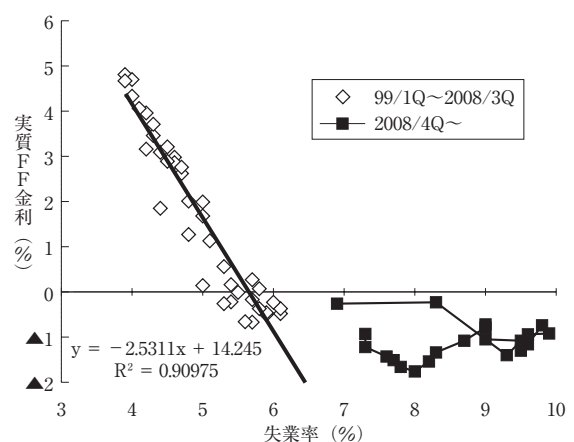


(資料) 米労働省、FRB

(注1) ダーク部は、量的緩和実施期。

(注2) 雇用者数増減は3カ月平均。

(図表6) アメリカ失業率と実質FF金利



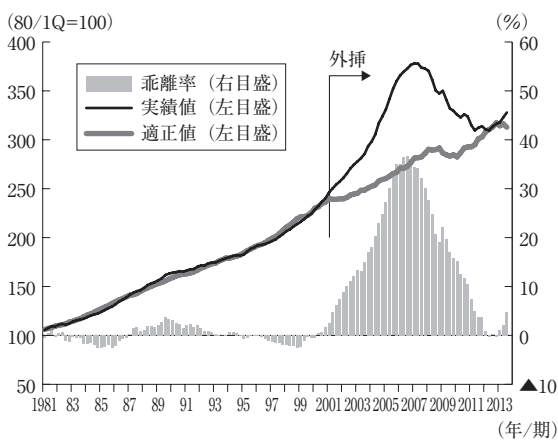
(注) 実質FF金利はコア個人消費デフレーター前年比で実質化。

一方、量的緩和は縮小に向かっているものの、利上げを展望できる状況には至っていない。失業率は低下傾向にあるとはいえ、依然7%台と過去の景気後退局面よりも高い水準にとどまっている。1999年以降の失業率と実質政策金利（コア個人消費デフレーター前年比で実質化）との関係を踏まえると、失業率が6%を超えている限り、実質マイナス金利を継続する必要があるといえ、利上げが視野に入ってくるのは、順調な景気拡大を想定しても、2015年半ば以降となるだろう（図表6）。

現状では、実質マイナス金利の弊害も小さい。住宅価格は2012年入り以降上昇傾向が明確化しているものの、所得や金利差、物価動向からみてほぼ適正水準にあり、現状緩和的な金融環境を早急に見直す必要はないのが実情である（図表7）。

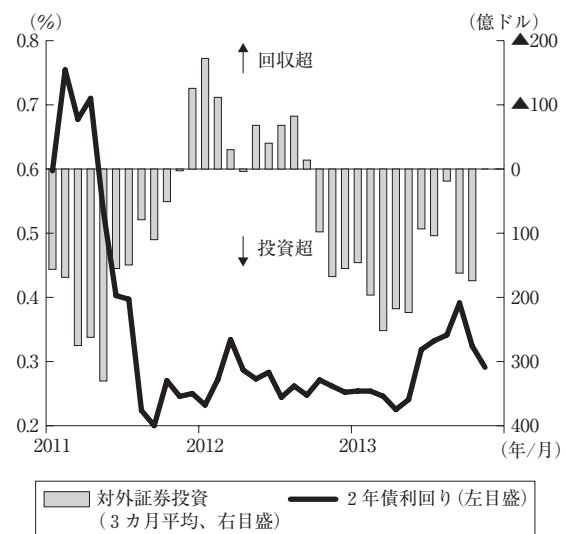
こうした状況下、少なくとも2014年の終盤まではFRBのバランスシートの拡大が続くと見込まれる。5月のバーナンキFRB議長発言直後のように、量的緩和縮小観測から一時的に金利が上昇する可能性はあるものの、FRBの国債買入が続くなか、利上げが視野に入らない限り、大幅かつ持続的な金利上昇には至らない見通しである。この結果、一時的に对外投资の圧縮が生じる可能性はあるものの、FRBの積極的な流動性供給から株高地合いが維持されるとみられるなか、新興国からの大規模かつ持続的な資金流出は回避される見通しである（図表8）。

（図表7）アメリカ住宅価格の適正水準



（資料）FHFA、BEA、Bureau of Labor Statistics、Bloomberg L.P.
 （注）乖離率 = 実績値/適正值 × 100 - 100
 <推計式>
 $\ln(\text{住宅価格}) = 0.20 + 0.60 \times \ln(\text{雇業者所得}) + 0.05 \times \ln(\text{CPI家賃}/10\text{年債利回り})$
 (1.71) (31.1) (3.64)
 $R^2 = 0.9952$ 推計期間：1981Q1～2000年Q4 ()内は t 値

（図表8）アメリカの2年債利回りと対外証券投資

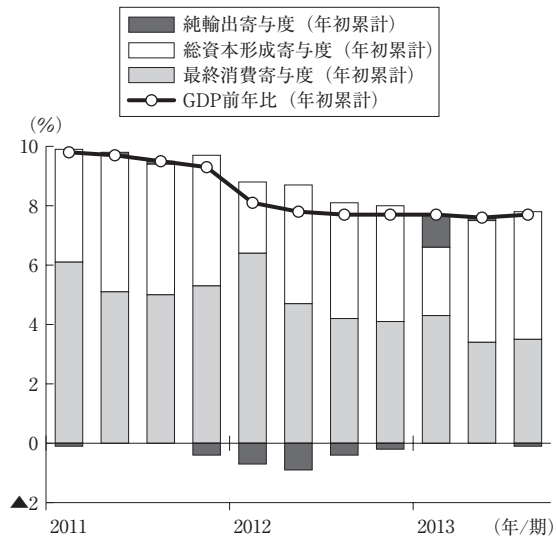


（資料）米財務省、FRB

（2）持ち直しがみられる中国経済の行方

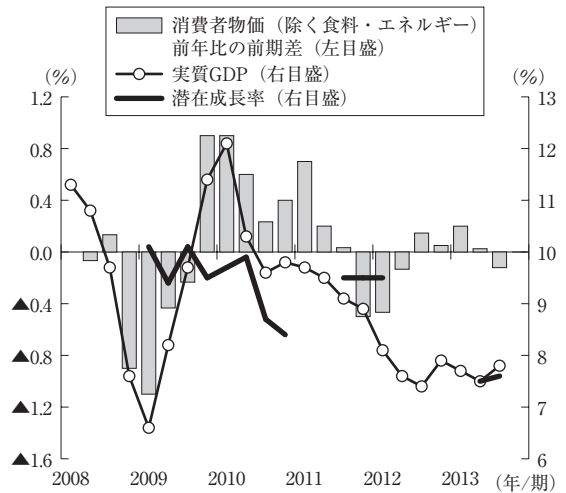
一方、中国に目を転じると、7～9月期の実質GDP成長率が再び上向き、先行き下振れリスクは大きく後退している。もっとも、足許までの成長は、消費の寄与度が横這いとどまる一方、投資の寄与度が高まるなど、政府が目標とする「投資主導から消費主導への転換」に逆行する内容となっている（図表9）。さらに、大半の都市で住宅価格が高騰するなど、2012年入り以降鎮静化していた住宅バブル

(図表9) 中国実質GDP成長率の内訳



(資料) 国家統計局

(図表10) コアインフレ率からみた中国の潜在成長率



(資料) 国家統計局

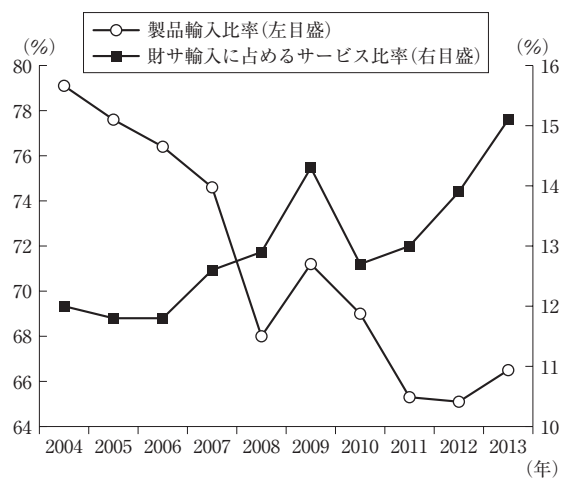
(注) 潜在成長率は、インフレ安定を実現する成長率としてコアインフレ率の前期差と実質GDP成長率の関係の1年相関を基に試算。統計上有意味な局面のみ掲載。なお、2010年までは同期、それ以降は実質GDPが1四半期先行。

が再燃する兆しがみられている。こうした成長が続けば、中期的な経済の健全性を損ないかねないだけに、政策当局は早晚再び景気抑制に動き出す公算が大きいだろう。

一方で、格差拡大などさまざまな歪みを抱えるなかで、政府当局としては、社会不安の抑制等に向けて、一定の成長率を維持していく必要もあるだろう。政策当局は、①10年間での所得倍増目標（実現には年平均7.2%の成長が必要）、②成長率とインフレ率の関係からは、インフレ安定に必要な成長率が足許7%台半ばにあること、等を踏まえ、景気の下振れに対しては経済対策などで下支えを行い、当面7%を下回るような景気下振れは許容しないとみられる（図表10）。

なお、消費主導型経済への転換が図られるなか、中国の輸入構造にも変化の兆しがみられている。中国の製品輸入比率は、資源需要の高まり、資源価格高騰を受け2000年代に入って以降一貫して低下が続いてきたものの、足許では上昇に転じている。また、海外旅行者の増加等から、財・サービス輸入に占めるサービスの比率が顕著に上昇している（図表11）。こうした状況下、資源国では中国での資源需要の増勢鈍化などを背景に景気低迷が続くとみられる一方で、今後は、中国高成長の恩恵が製品・サービス輸出に移っていくと見込まれる。

(図表11) 中国の製品輸入比率とサービス輸入比率



(資料) 中国海関総署、外為管理局

(注) 2013年は1～9月値。

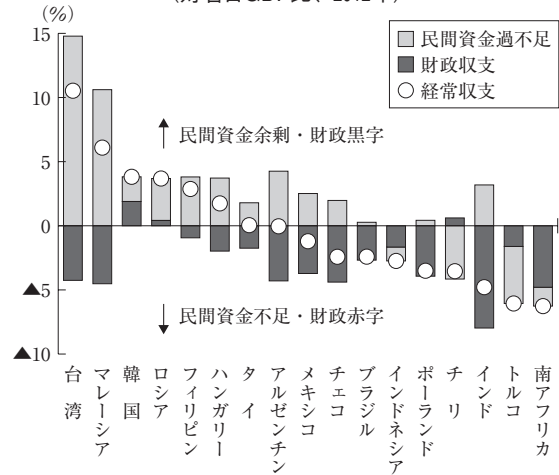
(3) 新興国の経済基盤強化の進展度合い

このように、アメリカや中国サイドの要因から、夏場にかけて生じた新興国からの大幅な資金流出が再現される可能性は小さいとみられる。もっとも夏場にかけての新興国通貨安の背景には、一部の国での経済ファンダメンタルズの悪化という面も否めないだけに、先行き予断を許さない。なかでも、厳しい売り圧力にさらされたインド・インドネシア・ブラジル・トルコ・南アフリカは、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱え、海外投資マネーに翻弄されやすい構造に陥っている(図表12)。高い成長期待による海外マネーの大量流入が赤字拡大を可能にしてきたものの、今春以降はその歯車が逆回転しており、逆に資金制約が強まる事態となっている。アメリカが量的緩和の縮小に向かうなか、こうした「双子の赤字」を生み出す経済体質を是正していかないと、再び大規模な資金流出に見舞われるリスクがあるだろう。具体的には、大幅な財政赤字を抱えるインド等では財政赤字の削減が不可欠である。また、民間部門で大幅な資金不足に陥っているトルコ等では、貯蓄増強・投資抑制に向けた施策が求められる。

ただし、①アジア通貨危機が生じた1990年代後半と比べ潤沢な外貨準備を抱えていること、②チェンマイ・イニシアティブなど、政府間外貨融通制度が構築されていること、③ドルペッグから変動相場制へ移行していること、等を踏まえると、新興国からの資金流出が深刻な通貨危機につながるリスクは小さく、世界経済を大きく下振れさせる要因にはならないと見込まれる(図表13)。

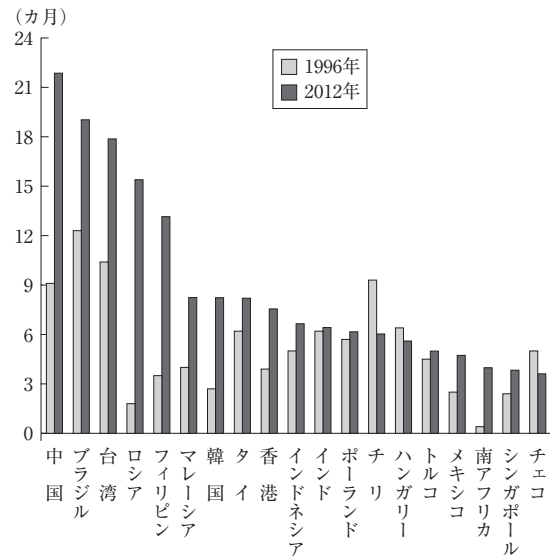
一方、通貨安には輸出競争力を高める側面もある。ASEAN諸国のなかでは、ベトナムやミャンマーで大規模な製造業の対内直接投資が行われているほか、インドネシアでも対内直接投資が増加している。製造業の集積が進むこれらの国では、輸出競争力の向上により、通貨安による景気下振れリスクは限られてくると見込まれる(図表14)。これに対し、中南米を中心とした資源国では、2000年代半ば以降資源輸出への依存度が高まった結果、輸出競争力が低下している。これらの国では、資源依存からの脱却を図らないと、「通貨安→インフレ高進→利上げ→成長鈍化」という悪循環から容易には抜け出せない

(図表12) 主要新興国の経常収支と財政収支
(対名目GDP比、2012年)



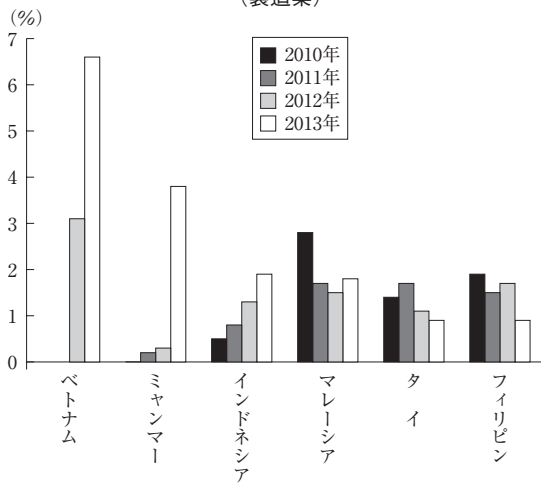
(資料) IMF, "World Economic Outlook"
(注) 民間資金過不足 = 経常収支 - 財政収支

(図表13) 主要新興国の外貨準備対輸入月額



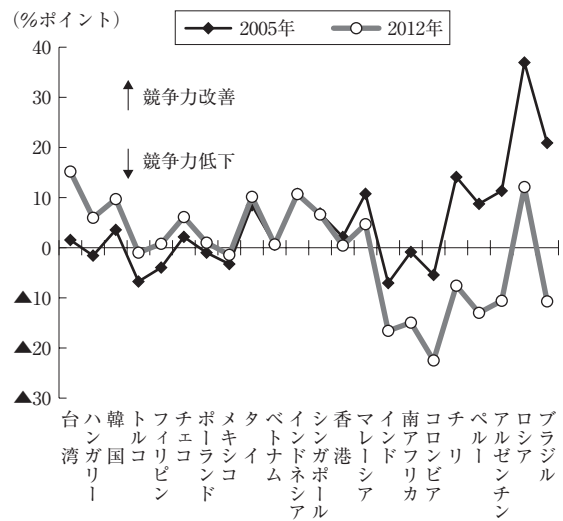
(資料) IMF

(図表14) 主要ASEAN諸国の対内直接投資対名目GDP比 (製造業)



(資料) 各国統計、IMF
 (注1) 2013年は直近値までの年率換算値。
 (注2) ベトナムの2010、2011年、ミャンマーは未発表。

(図表15) 主要新興国の貿易特化係数



(資料) IMF
 (注) 貿易特化係数 = (輸出 - 輸入) / (輸出 + 輸入)

可能性があるだろう (図表15)。

3. 2014年の世界経済

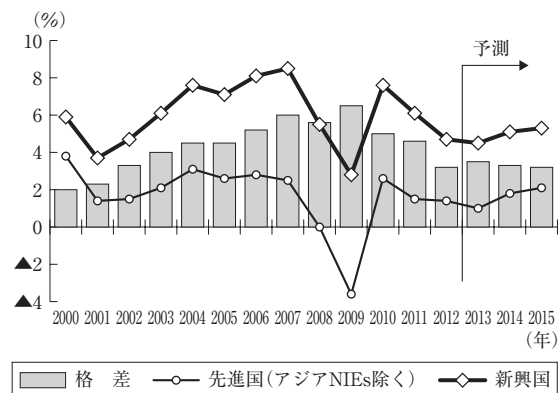
以上のように、①アメリカでは量的緩和は縮小するものの、金融引き締めは未だ見通せず、大幅な金利上昇が生じる可能性は小さいこと、②中国では資源需要の盛り上がりは見込めないものの、景気下振れリスクが限られること、③「双子の赤字」を抱える一部新興国では当面景気下振れリスクが残るものの、ASEAN諸国では製造業の集積が進んでおり、通貨安によるマイナス影響が総じて小さくなる方向にあること、等を踏まえると、世界経済の足許の回復基調が損なわれるリスクは小さいと判断されよう。この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年に+2.9%に減速した後、2014年は+3.6%、2015年は+3.9

(図表16) 世界の実質GDP成長率見通し

	(暦年、%)			
	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
世界計	3.2	2.9	3.6	3.9
先進国	1.4	1.1	1.9	2.1
アメリカ	2.8	1.8	2.7	3.0
ユーロ圏	▲0.7	▲0.5	0.7	1.0
日本	1.4	1.7	1.6	1.1
新興国	4.8	4.5	5.1	5.3
BRICs	5.7	5.6	6.1	6.2
中国	7.7	7.7	7.7	7.5
インド	3.8	3.6	4.7	5.3
NIEs	1.7	2.7	3.5	3.7
ASEAN5	6.3	5.3	5.7	5.4

(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) 地域は購買力平価ベース。
 (注3) インドは支出サイド。

(図表17) 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

%と成長ペースが高まっていく見通しである。

ただし、①アメリカでは、高水準の失業率を背景に賃金上昇に限られるなか、個人消費の力強い拡大は2015年以降に先送りされること、②ユーロ圏では、南欧諸国を中心とした労働コスト削減の動き、不良債権問題等が足かせとなり続けること、③中国では、投資偏重の経済構造の見直しが進展していること、④インドなど経常赤字国では資金流出への対応から、マクロ経済政策は当面抑制的にならざるを得ないこと、等から2014年は全般的に力強さを欠いた成長が続く見通しである（図表16）。

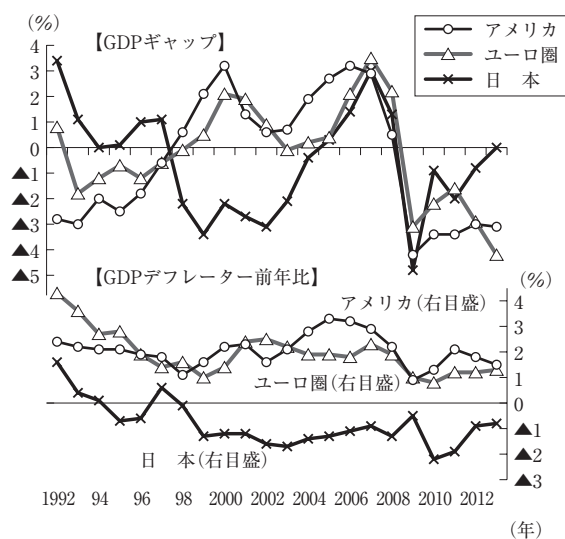
先進国・新興国別にみると、その成長率格差は、2015年にかけて緩やかに縮小していく見通しである。アメリカ景気の回復基調の強まりに伴い日本などの先進国でも輸出主導で比較的高めの成長が期待されるのに対し、中国での構造調整の進展から、資源国では引き続き弱めの成長となるとみられ、「先進国堅調」「新興国足踏み」という潮流が続く見通しである（図表17）。

4. リスク要因

こうした見通しに対し、主要なリスクは、過剰流動性を受けた資産価格高騰と、それに伴い景気の振れ幅が増大することである。米欧では景気回復傾向が強まるとはいえ、金融危機後の日本に匹敵するほどの大幅なGDPギャップを抱え、デフレーション傾向が長期化するとみられる（図表18）。こうしたなか、アメリカでの量的緩和長期化、欧州での追加金融緩和等から、投資家によるリスク資産投資がさらに活発化する可能性も否定できない。その場合、世界的な株高や新興国向け投資の再拡大により、短期的には成長ペースが高まる可能性がある。しかしながら、資産価格が実体経済対比大幅に上振れれば、いずれその反動が生じるのは避けられず、最終的には実体経済に深刻な悪影響を及ぼす恐れがある。資産価格高騰による成長の上振れを楽観視することはできない。

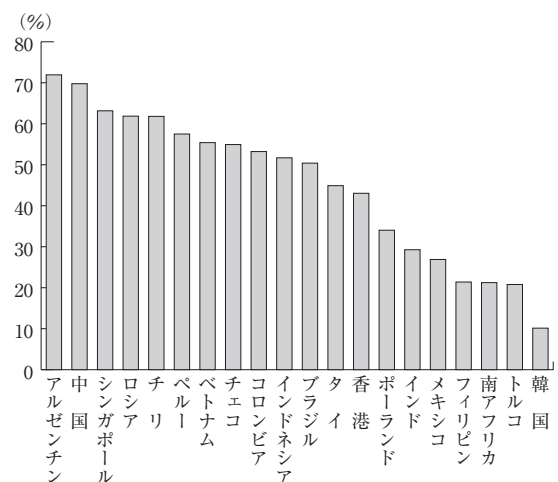
このほか、下振れリスクとしては、第1に新興国での政策対応の遅れを指摘することができる。アメリカ金利の大幅かつ持続的な上昇は回避されるとみられるものの、インド、インドネシア、ブラジルな

（図表18）日米欧のGDPギャップとGDPデフレーター前年比



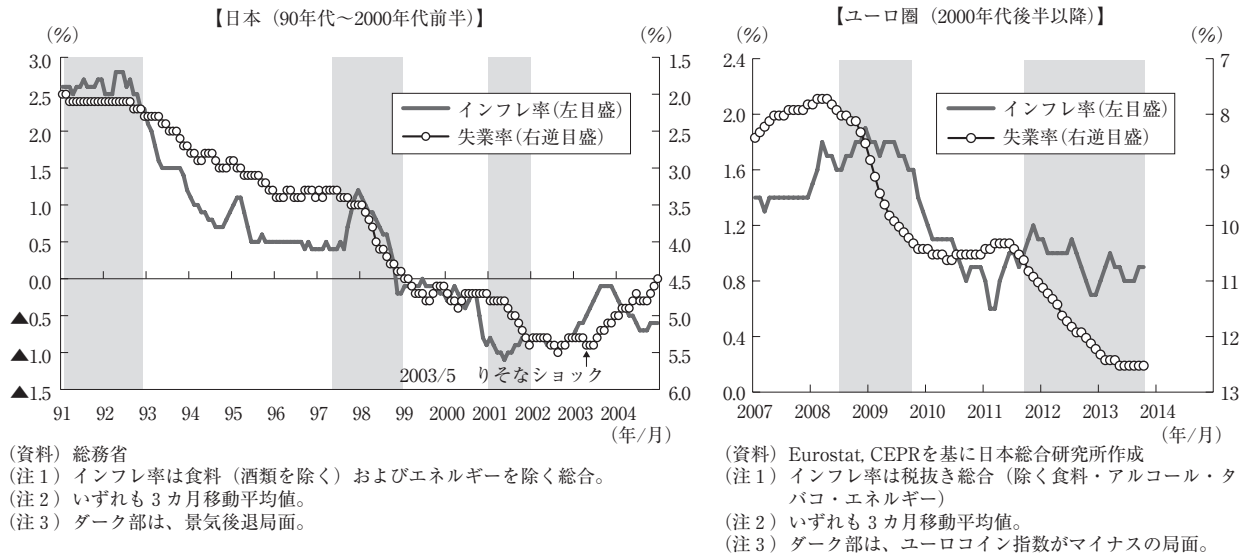
（資料）OECD, "OECD Economic Outlook"

（図表19）主要新興国の資本流入における直接投資の比率（2010～2012年の平均）



（資料）IMF

(図表20) バブル崩壊以降の日本とユーロ圏のインフレ率と失業率



どで選挙を控えるなか、経常赤字縮小に向けた政策対応が十分に取られず、足の速い証券投資や短期貸付の資金回帰を招くリスクも残存している(図表19)。こうした資金への依存度が高いインドやトルコ等では十分な警戒が必要だろう。

第2に、ユーロ圏でのデフレリスクが挙げられる。バブル崩壊以降の日本を振り返ると、2003年に不良債権問題の抜本的な解決が図られるまで、循環的な景気回復局面においても失業率の改善、インフレ率の上昇はみられず、景気後退局面になると失業率の上昇、インフレ率の低下が生じるというパターンが続いた。欧州でも、失業率の改善がみられていないほか、不良債権問題から貸出の減少が続くなど、前向きな景気メカニズムが働き難くなっており、先行きデフレに陥るリスクも否定できない(図表20)。その場合、欧州での金融システム不安の増大、対欧州向け輸出の低迷等を通じて、世界経済にマイナス影響が及ぶ恐れがある。とりわけ資金・実物両面で打撃を受ける新興国経済には深刻な悪影響となるだろう。

(2013. 12. 26)