

世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 牧田 健

目 次

1. 新興国を中心に景気後退の瀬戸際にある世界経済
 - (1) 現 状
 - (2) 世界的な買い手不在

2. これまで世界経済をけん引してきた先進国と中国の行方
 - (1) 回復持続も、上振れ余地が限られるアメリカ・ユーロ圏経済
 - (2) 当面持ち直しも、中期的な成長鈍化が不可避な中国経済
 - (3) 低成長ながら、インフラ投資等により底堅さを維持する新興国経済

3. 2016年の世界経済見通し

4. リスク要因

要 約

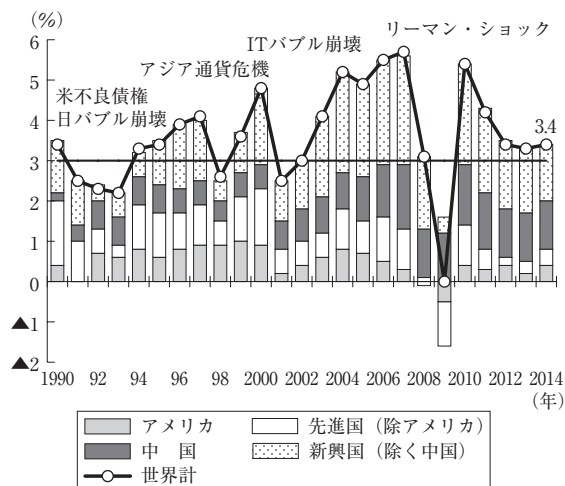
1. 世界経済は、2010年以降拡大が続いているものの、力強さに欠けており、足許ではむしろ新興国での輸出の伸び悩み等を背景に減速色が強まっている。先進国・新興国の輸出減速の背景には、アメリカ・中国での輸入の伸び鈍化が指摘できる。1990年代以降、アメリカ・中国の輸入増加が世界経済を牽引してきただけに、今後の世界経済は、アメリカをはじめとした先進国や中国が世界の買い手を担い続けることができるかが焦点となる。そこで、以下ではその可否を検討していく。
2. アメリカでは、先行き個人消費が底堅さを増していく見込みながら、家計には慎重姿勢が残っており、輸入比率の大幅上昇は期待しにくい。ユーロ圏でも、個人消費が堅調ながら、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しており、牽引役は期待できない。
3. 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している。すでに、「生産減→デフレ→企業収益悪化→投資減」の悪循環に陥っており、成長ベースの大幅鈍化は避けられない見通しである。経常黒字を抱えるなか、1990年代にアジア各国でみられた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が大きくなっている。
4. 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、景気的大幅な失速は回避される見通しである。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懸念がある。当面、世界経済を牽引するだけの需要増・輸入増は期待できないだろう。
5. 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と見込まれる。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・新興国通貨がすで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と期待される。
6. 以上を踏まえると、先進国で緩慢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、持ち直しに転じると見込まれる。この結果、世界の実質GDP成長率は、2015年に+3.1%まで減速した後、2016年には+3.6%となる見通しである。
7. 先行きの下振れリスクは中国経済の失速である。これにより、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がある。また、米利上げに伴う資金フローの変化にも注視していく必要がある。

1. 新興国を中心に景気後退の瀬戸際にある世界経済

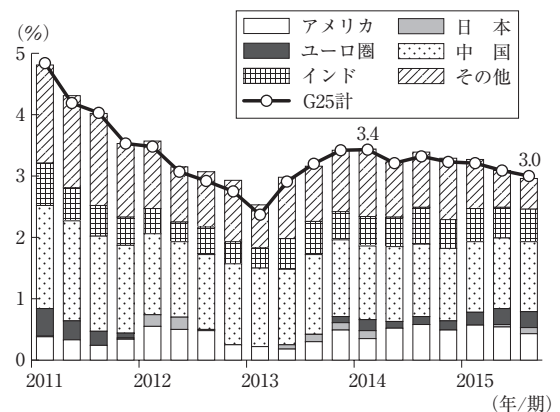
(1) 現 状

世界経済は、2010年以降拡大が続いている。もっとも、年を追うごとに成長率が高まっていったこれまでの景気拡大局面とは異なり、2012年以降「景気後退の分かれ目」とされる+3%を小幅上回る成長にとどまっており、力強さに欠ける状況となっている（図表1）。むしろ、足許では、「景気後退の瀬戸際」まで景気が減速している公算が大きい。主要25カ国・地域の実質GDP成長率をみると、ギリシャ危機が深刻化した2012年半ばに一旦3%を割り込んだ後持ち直しに転じたものの、2014年1～3月期の同+3.4%をピークに再び減速し始め、2015年7～9月期には同+3.0%まで低下している（図表2）。

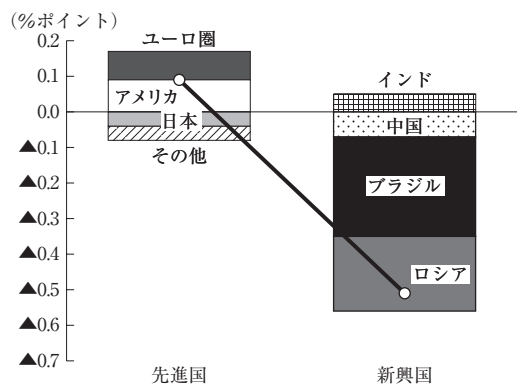
（図表1）世界実質GDP成長率の地域別寄与度



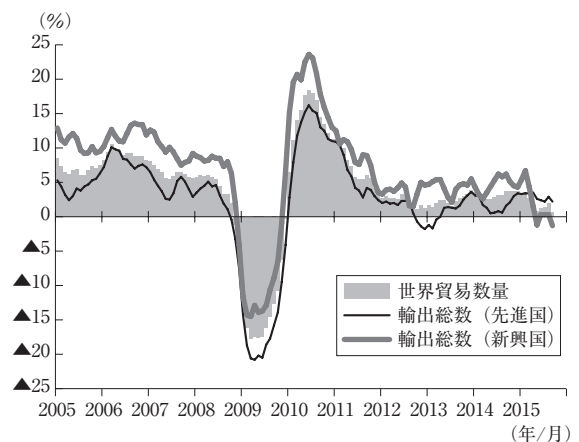
（図表2）主要25カ国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）



（図表3）実質GDP成長率変化の国・地域別寄与度（2014年1～3月期から2015年7～9月期）



（図表4）世界の貿易数量・輸出数量前年比



2014年1～3月期からの成長率鈍化について、国・地域別の寄与度をみると、順調な景気持ち直しが進むアメリカや量的緩和を実施したユーロ圏を中心に先進国が上振れる一方、新興国では、原油安により景気が大幅に悪化したロシアをはじめ軒並み減速しており、「先進国堅調・新興国停滞」の構図が改めて確認された形となっている（図表3）。

新興国の景気減速の背景には、輸出の伸び鈍化が指摘できる。輸出の伸びは、先進国・新興国ともに2012年以降大きく鈍化しており、とりわけ、2015年入り以降は、新興国で一段と減速している（図表4）。2015年春以降は先進国を下回る伸びとなっており、これが先進国と新興国の経済パフォーマンスの違いの一因となっている。

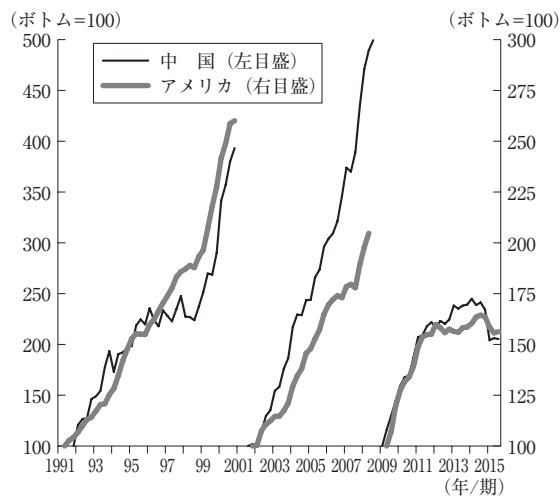
(2) 世界的な買い手不在

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できる。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したほか、2000年代は主に中国で輸入が増加した。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んでいる（図表5）。

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してきた。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ベースが加速したほか、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してきた。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続いている（図表6）。

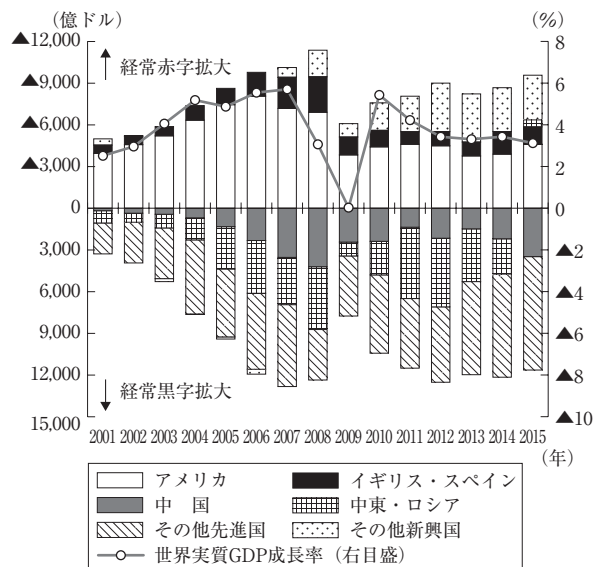
実際に、アメリカで輸入比率の上昇がみられなかった1980年代半ばから1990年代初頭にかけては、新

(図表5) 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合研究所。

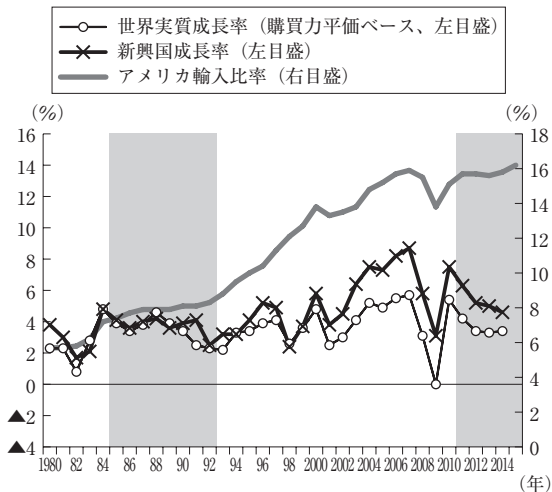
(図表6) 主要国・地域の経常収支と世界実質GDP成長率



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

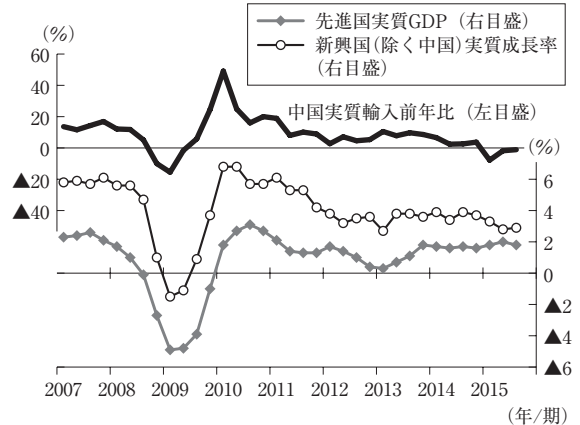
興国を中心に世界経済の成長ペースは緩やかに鈍化した。今回も、2011年以降輸入比率に顕著な上昇がみられておらず、新興国を中心に世界の成長ペースは鈍化している（図表7）。同様に、中国の実質輸入の増勢が加速した局面では、とりわけ新興国を中心に世界経済の成長ペースが加速した一方、2015年入り後は、中国輸入の急激な減少が新興国（除く中国）景気の下押しに作用している（図表8）。

（図表7）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年のアメリカ輸入比率は1～9月期の実績。
 （注3）ダーク部分は、アメリカ輸入比率上昇鈍化局面。

（図表8）中国の輸入と先進国・新興国の実質成長率



（資料）中国国家统计局、各国統計
 （注1）先進国はアメリカ、ユーロ圏、日本、イギリス、カナダ、オーストラリア。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。

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を握っているといえるだろう。そこで、2016年の世界経済を見通すにあたり、以下では、先進国と中国が世界の買い手を担い続けることができるかどうかについて検討していく。

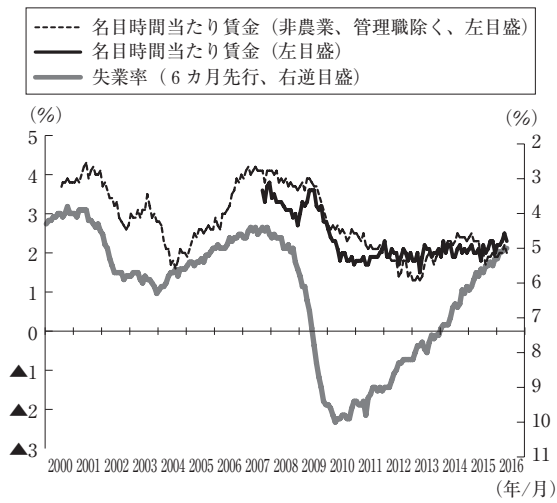
2. これまで世界経済をけん引してきた先進国と中国の行方

(1) 回復持続も、上振れ余地が限られるアメリカ・ユーロ圏経済

アメリカでは、2009年に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、個人消費に力強さを欠く状況が続いている。もっとも、FRBが「自然失業率」とみなす5%前後まで失業率が低下するなかで、足許ではこれまで伸び悩んでいた時間当たり賃金の上昇ペースが加速する兆しがみられている（図表9）。加えて、原油安を受けて実質購買力が大幅に上昇していることから、今後個人消費は一段と底堅さを増していくとみられる。

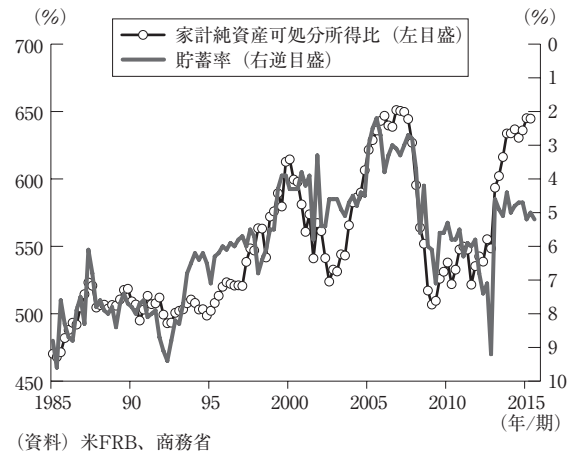
一方で、株価や住宅価格の上昇等により家計の純資産が増大するなかであっても、貯蓄率は5%前後で横這うなど、純資産の増大に伴って貯蓄率が低下した2000年代と比べ家計には慎重姿勢が残っている（図表10）。多くの家計が、住宅バブル崩壊により厳しい調整を余儀なくされた経験を有する、あるいは、

(図表9) アメリカの失業率と時間当たり賃金



(資料) 米労働省

(図表10) アメリカの家計純資産可処分所得比と貯蓄率

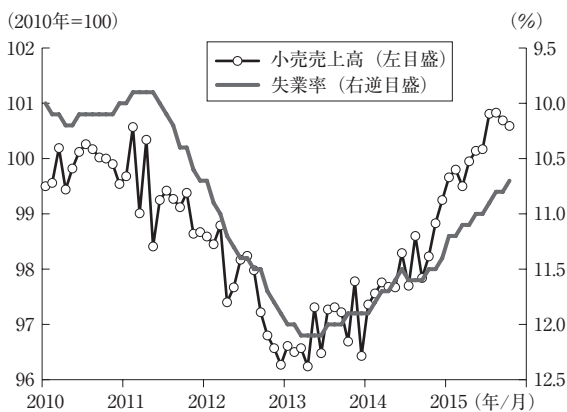


(資料) 米FRB、商務省

そうした事例を目の当たりにしていることから、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にはさらなる時間の経過が必要とみられ、個人消費の拡大ペースは雇用所得環境の改善ペースに見合った程度にとどまると見込まれる。こうした状況下、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と見込まれる。

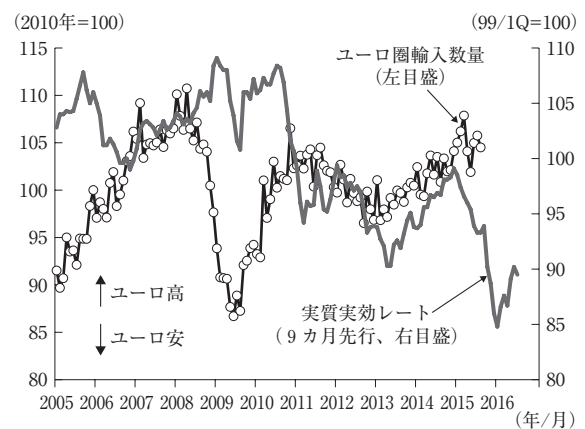
ユーロ圏でも、緩やかながらも雇用の改善が続くなか、ECBの金融緩和を受けた株価上昇や原油価格下落等の追い風もあり、個人消費が堅調に推移している(図表11)。一方で、デフレリスクが燃り続けるなか、ECBは景気下支えも兼ねてユーロ安を志向し、国債買入やマイナスの預金金利導入など、積極的な金融緩和を行っている。これに伴い、2015年春にかけて大幅なユーロ安が進行し、その後も安値圏での推移が続いていることから、これまでのユーロ実質実効為替レートと輸入数量の関係を踏まえると、当面輸入は減少傾向が続くと見込まれる(図表12)。こうした状況下、ユーロ圏が世界経済における新たな買い手となる公算は小さいだろう。

(図表11) ユーロ圏の小売売上高と失業率



(資料) Eurostat

(図表12) ユーロ圏実質実効レートとユーロ圏の輸入数量



(資料) ECB

(注) 実質実効為替レートはBroadグループ。

(2) 当面持ち直しも、中期的な成長鈍化が不可避な中国経済

A. バランスシート調整

一方、2015年に入って以降の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している。

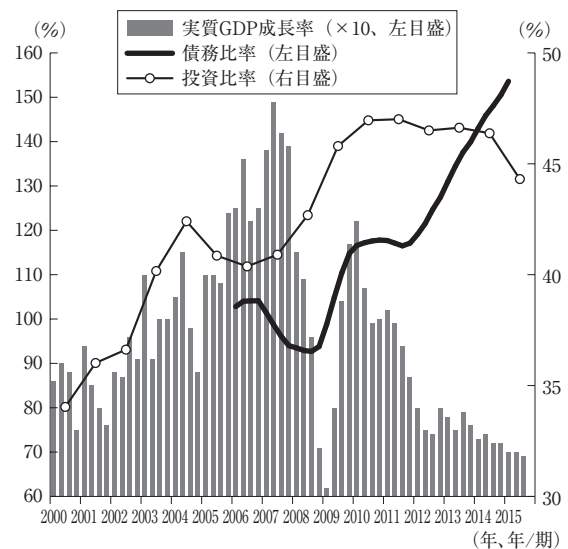
中国では、リーマン・ショック、その後の4兆元の景気対策を契機に、成長ペースを大幅に上回るペースで投資が拡大し、その結果、成長率と投資比率の関係が大幅に乖離した。両者の乖離は、投資効率の低下を意味しており、企業は利益を生み出し難い状況、金融機関は潜在的な不良債権を抱え込んだ状況に陥っているといえる。こうした状況下、習近平政権は投資抑制に踏み出したものの、成長率も同時に低下しており、現状投資効率の悪化には歯止めがかかっていない。一方で、实体经济対比過度に低い金利水準が維持されたことから、借入により、実物資産投資ではなく、委託融資等の金融資産投資を拡大する動きも広がり、結果として、非金融企業の債務は対名目GDP比で150%超まで上昇している(図表13)。

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」の悪循環に陥り始めている(図表14)。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している。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転じている。③過剰債務を抱える一方で、キャッシュフローが厳しくなっていることから、企業は債務返済を優先し、投資活動を抑制する動きを強めている。このように、いったん歯車が逆回転し始めていることから、過剰生産設備や過剰債務の圧縮に目途がつくまでは、企業活動の委縮が続くと見込まれる。

そこで、過去に成長ペースに比べ投資比率の恒常的な高まりがみられた国、すなわち過剰生産設備を抱えた国をみると、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が看取される。

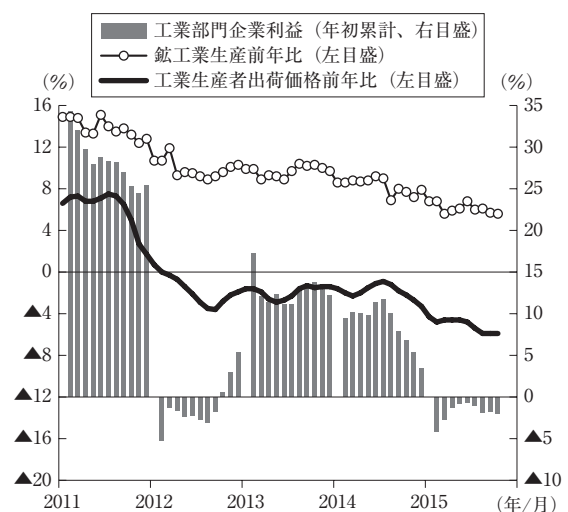
1980年代後半から1990年代初頭にかけて投資比

(図表13) 中国の非金融企業債務対名目GDP比と投資比率



(資料) BIS, IMF、中国国家統計局
(注) 債務比率は原数値の4四半期移動平均値。

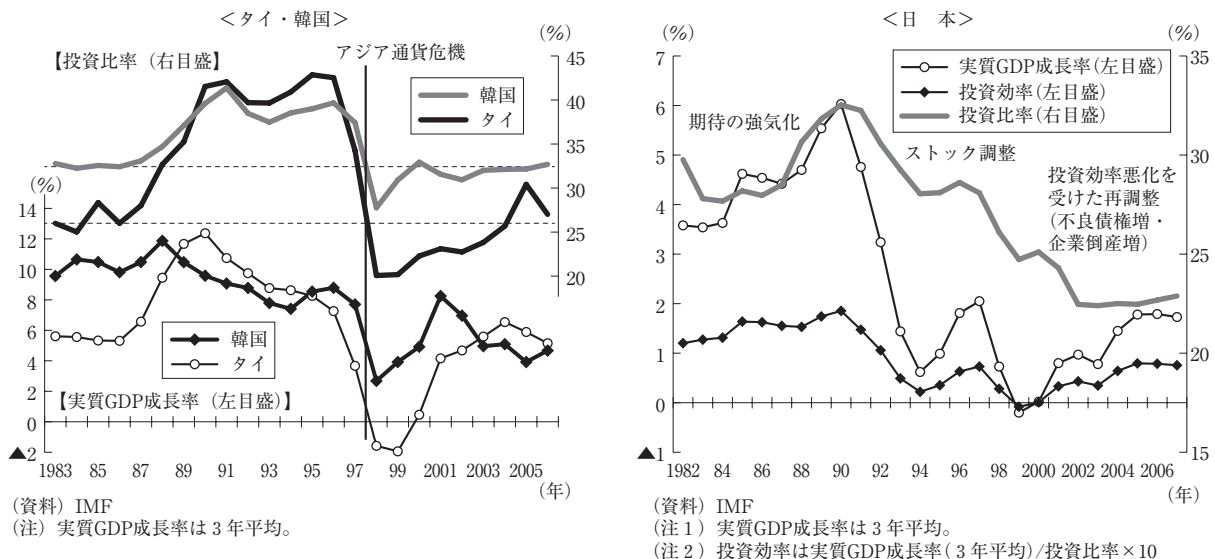
(図表14) 中国の鉱工業生産・工業生産者出荷価格と工業部門企業利益



(資料) 国家統計局
(注) 鉱工業生産の1、2月値は1～2月値。

率の大幅な上振れが生じたタイや韓国では、上振れ始めると早期に成長率が低下し始め、最終的には経常赤字のファイナンスが難航する形で通貨危機が発生した。この結果、大幅なマイナス成長に陥る一方で、投資比率も上振れ前の水準に急低下した。一方、同時期に投資比率が上昇した日本では、投資比率がピークアウトすると同時に成長率が急低下し、90年代半ばには投資比率が80年代半ばの水準まで低下した。もっとも、成長期待が大きく低下するなかで、投資効率の悪化を背景に不良債権問題や企業倒産などが一気に表面化していく事態となり、断続的なストック調整（投資比率のさらなる引き下げ）を余儀なくされた。わが国では、タイや韓国と異なり、経常黒字を有しファイナンス面で大きな制約がなかったことから、通貨危機は発生しなかったものの、結果として低成長・デフレが長期化する事態となった（図表15）。

（図表15） タイ・韓国・日本の資本ストック調整と成長率の推移

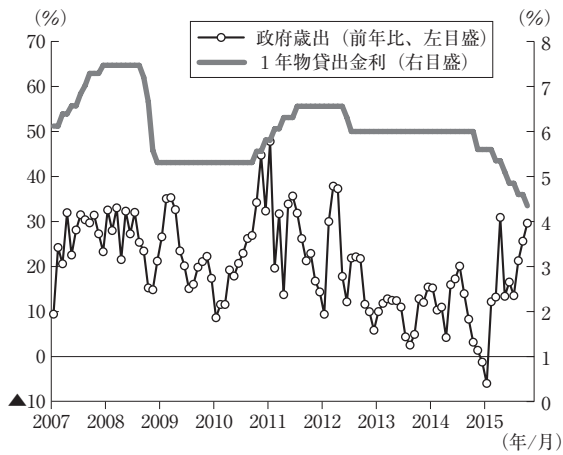


1980年代後半の日本とアジア各国の経験を踏まえると、中国のバランスシート調整に当たっては、大規模な経常黒字を抱えるなかで、通貨危機のようなハード・ランディングは回避されるとみられるものの、日本型の低成長が長期にわたって続く可能性が高いといえるだろう。

B. 当面の中国景気動向

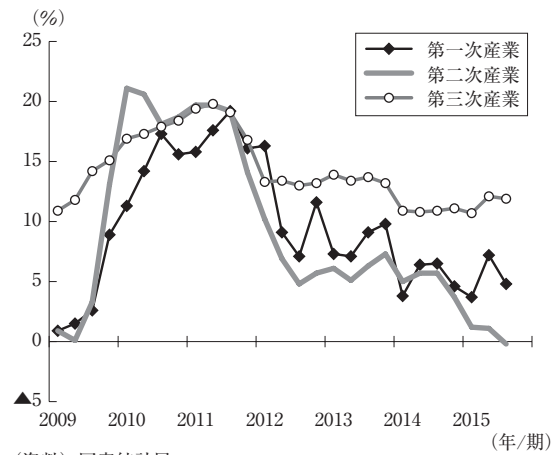
以上のように、バランスシート調整圧力が強まるなか、中国政府は雇用ならびに景気の安定を目指して、2015年以降財政支出を拡大しているほか、2014年11月以降6度にわたる利下げを実施するなど、政策を総動員している（図表16）。一方、政府が輸出・投資主導型経済から消費主導型経済への転換を目指すなか、所得水準向上などを受けたサービス消費への需要拡大もあり、第三次産業は底堅く推移している。産業別の名目GDPをみると、第二次産業で足許は小幅ながらも前年比マイナスに転じる一方、第三次産業では同+10%超の成長が続いている（図表17）。こうした政策効果と第三次産業の拡大等を踏まえると、景気的大幅な失速は回避されると見込まれる。

(図表16) 中国の政府歳出前年比と政策金利



(資料) 中国財政省、中国人民銀行
 (注) 政府歳出の前年比は3カ月移動平均。

(図表17) 中国の産業別名目GDP成長率

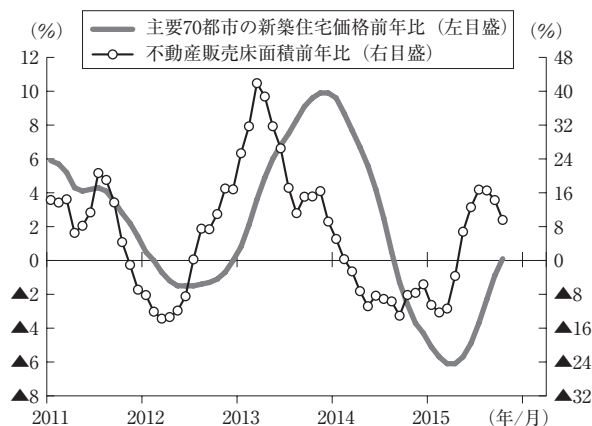


(資料) 国家統計局

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さいだろう。1990年代の日本でみられた通り、企業のバランスシート調整が本格化すれば、調整が一巡するまでは、需要が追加されても投資増加や雇用増加といった前向きな動きにつながりにくくなる。実際に、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を呈している。不動産販売床面積に遅れて連動する傾向がみられる住宅価格も、足許で前年比上昇に転じているものの、早晚頭打ち感が強まり、先行き個人消費の抑制要因に転化する可能性があるだろう(図表18)。

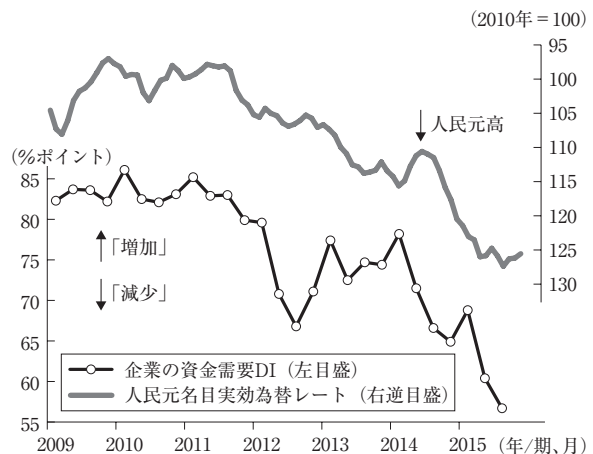
そもそも、経済対策による景気押し上げ効果は、直接需要の押し上げにつながる財政支出を除けば、従来と比べ限られていると判断される。実際に、これまで断続的に利下げが行われているものの、企業がバランスシート調整を余儀なくされるなか、2008年や2012年の利下げ局面でみられたような資金需要の増加はいまだみられていない。また、金融緩和が通貨安を促し景気を刺激していくというルートも遮

(図表18) 中国の住宅価格と不動産販売床面積(前年比)



(資料) 国家統計局、ロイター社を基に日本総合研究所作成
 (注) 不動産販売床面積前年比は3カ月移動平均値。

(図表19) 企業の資金需要と人民元名目実効為替レート



(資料) 中国人民銀行、BIS

断されている。人民元の実質的なドルペッグ制が続くなか、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むしろ大幅な人民元高が進行している（図表19）。今後、輸出支援に向け、人民元の切り下げに踏み切ったとしても、2015年夏にみられたようにそのほか新興国通貨の一段の下落を誘発する可能性が高く、為替面からの景気押し上げ効果は限られるだろう。

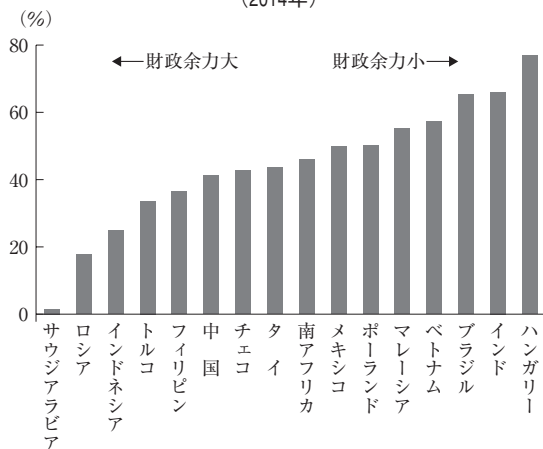
以上を踏まえると、中国では、政府の政策総動員により、景気的大幅失速は回避されるとみられるものの、バランスシート調整を余儀なくされるなか、政策効果は限られ、効果が一巡すると再び減速懸念が強まるという展開が繰り返されると見込まれる。このため、当面世界経済を牽引するだけの需要の増加や輸入の増加は期待できないだろう。

(3) 低成長ながら、インフラ投資等により底堅さを維持する新興国経済

これまでみてきたように、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である。同時に、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だろう。

加えて、新興国には政策で景気が押し上げられる余地が大きい。新興国の公的債務残高対名目GDP比は、ハンガリー、インド、ブラジルなど一部の国を除けば軒並み財政健全化の目安とされる60%を下回っており、財政面での政策対応余力が大きく、財政支出による景気下支えが可能である（図表20）。この点で注目されるのが、ASEAN諸国である。世界経済フォーラムの競争力ランキングでは、ASEAN諸国やインドはインフラの未整備が足を引っ張り、いずれも中位にとどまっている（図表21）。インドでは、財政面にやや問題を抱えているものの、ASEAN諸国は財政面での制約が大きいだけ

(図表20) 主要新興国の公的債務残高対名目GDP比 (2014年)



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

(図表21) 主要新興国の競争力ランキング (世界経済フォーラム)

国	競争力ランキング (位)	
	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

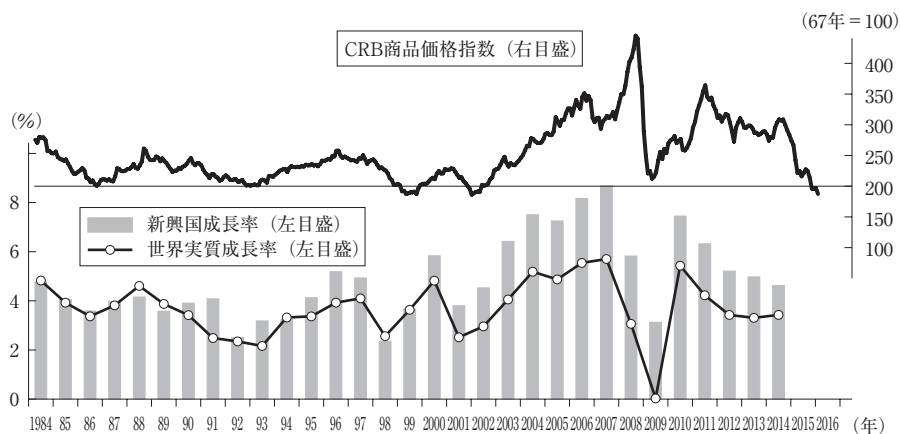
(資料) World Economic Forum, "The Global Competitiveness Report 2015-2016"

(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。

に、インフラ投資の積極化が期待される。インフラ投資が、生産性の向上などを通じて家計の所得水準の底上げにつながれば、中国経済が減速するなかにあっても、内需がより厚みを増すことで、比較的高めの成長路線に復帰することが可能であろう。

また、資源価格下落による悪影響も今後は減衰していく可能性が高い。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商品価格指数はすでに歴史的な安値圏まで下落している（図表22）。1980年代半ば以降、CRB商品価格指数は、200ポイント（1967年＝100）を下回ると、下げ止まり反転している。中国での需要鈍化により当面供給過剰の状態が続くとみられるものの、採算悪化等により新規の投資が細るなかで、需給緩和の度合いは徐々に和らぎ、CRB商品指数の下落余地も徐々に限られてくると見込まれる。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きたことから、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かかると期待される。

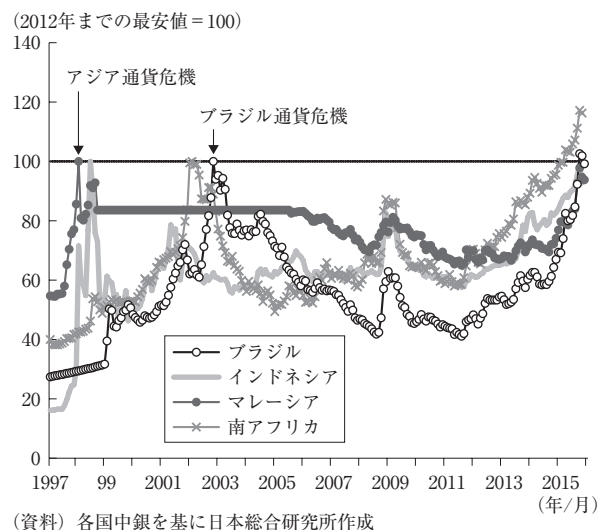
（図表22）世界・新興国の実質成長率とCRB商品価格指数



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

米FRBの利上げに伴い懸念されている新興国からの資金流出についても、以下の3点を踏まえると、自国通貨の下落余地は限られ、それに伴うマイナス影響も徐々に減衰していくと期待される。第1に、ブラジル・リアルやインドネシア・ルピアなど、多くの新興国通貨ですでに1990年代後半から2000年代初頭に生じた通貨危機に匹敵する水準まで通貨安が進行している（図表23）。通貨安の背景には、輸出の低迷等ファンダメンタルズが悪化していることが指摘できるとはいえ、通貨危機時に匹敵するほどのファンダメンタルズの悪化が生じているとは思え

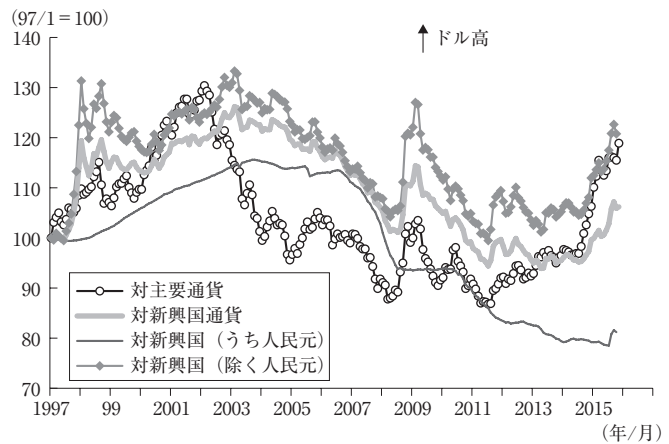
（図表23）主要新興国の対ドル相場推移



（資料）各国中銀を基に日本総合研究所作成

ない。第2に、アメリカでのディスインフレ傾向を踏まえると、アメリカの利上げペースは緩慢にとどまり、アメリカの金利上昇余地は限られるとみられる。金利差の観点からは新興国通貨の下落余地は限られるだろう。第3に、アメリカ自身早晚ドル高に寛容でいられなくなってくるとみられる。ドルの実質実効為替レートをみると、対主要通貨で2003年以降のドル高水準となっている。それに比べ、対諸通貨では必ずしもドル高水準とはいえないものの、ウエートの高い人民元が実質的にドルベッグをしていることが、実勢以上にドル高抑制に作用しており、人民元を除けば、すでに歴史的なドル高水準となっている（図表24）。2000年代までとは異なり、個人消費が力強さを欠くなか、一段のドル高進行は景気の下押しやディスインフレ長期化を招く恐れがあり、利上げ打ち止め、あるいは、アメリカ政府のドル高けん制姿勢の強まりにつながるだろう。

(図表24) ドル実質実効為替レート



(資料) FRB、米労働省、中国国家統計局を基に日本総合研究所作成
(注) 人民元と新興国 (除く人民元) は2015年のウエイト。

3. 2016年の世界経済見通し

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も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る。この結果、先進国全体では、2016年に2010年以降の+2%台の成長率を回復する見通しである。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潜在成長率が大きく低下しているなか、2004~2007年にみられた+2%を大きく上回る成長は期待できないだろう。

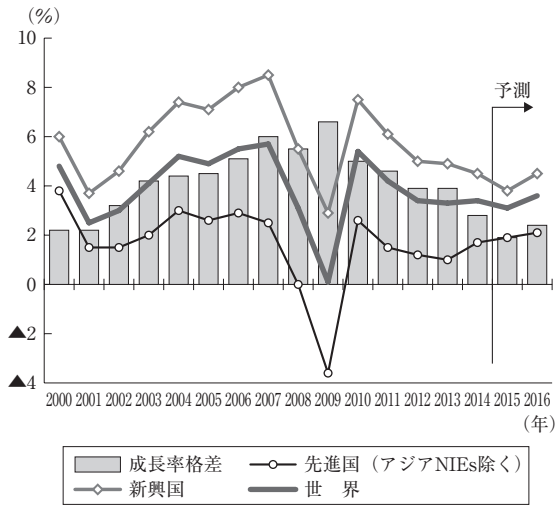
一方、新興国では、中国経済の減速や、それを受けた中国向け輸出の伸び悩みや資源価格下落などを背景に、2015年には2009年以来となる+3.8%まで成長率が鈍化する見通しである。

(図表25) 世界の実質GDP成長率見通し

	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016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	4.5	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

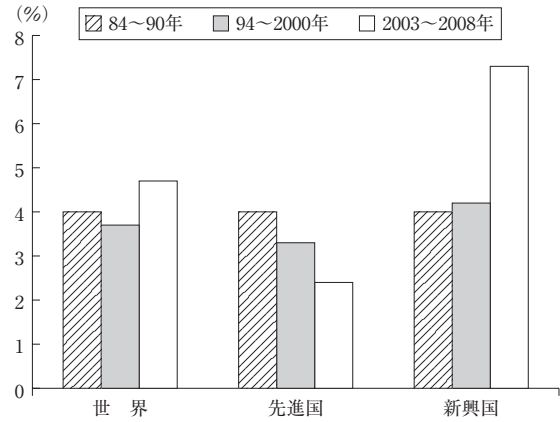
(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成
(注1) 「世界」189カ国。「先進国」は、IMFの分類から「NIEs」を除く。具体的には、アメリカ・日本・ユーロ圏 (19カ国) のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど33カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。
(注2) 地域は購買力平価ベース。
(注3) インドは支出サイド。年度 (当年4月~翌年3月)。

(図表26) 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27) 景気回復局面毎の先進国・新興国のパフォーマンス (実質成長率)



(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、それ以外を回復局面としている。

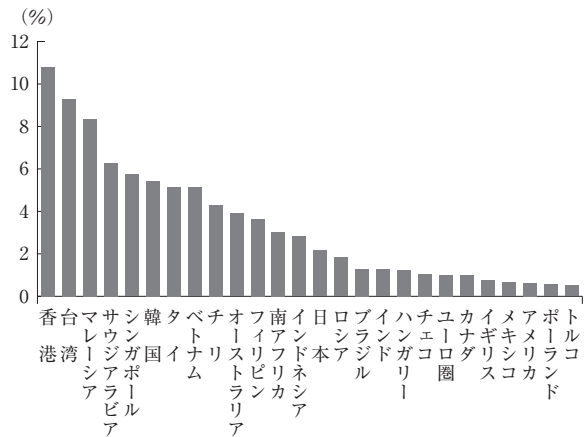
2016年は、政策総動員を受け中国経済の大幅な下振れが回避されるもと、それに伴う資源価格下落による悪影響一巡も期待され、景気は持ち直しに転じると見込まれる。もっとも、中国のすう勢的な成長鈍化、さらには力強さを欠く先進国経済を背景に輸出の大幅増加が期待し難いなか、回復ペースは2014年と同じ+4.5%にとどまる見通しである。

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%前後にはとどかない見通しである(図表25、26、27)。

4. リスク要因

こうした見通しに対し、主要なリスクは、中国経済の失速である。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否定できない。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が2011年時点において対名目GDP比で軒並み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だろう(図表28)。先進国においても、対中向け輸出の比率が高い日本やオース

(図表28) 中国を最終消費地とする付加価値輸出対名目GDP比 (2011年)



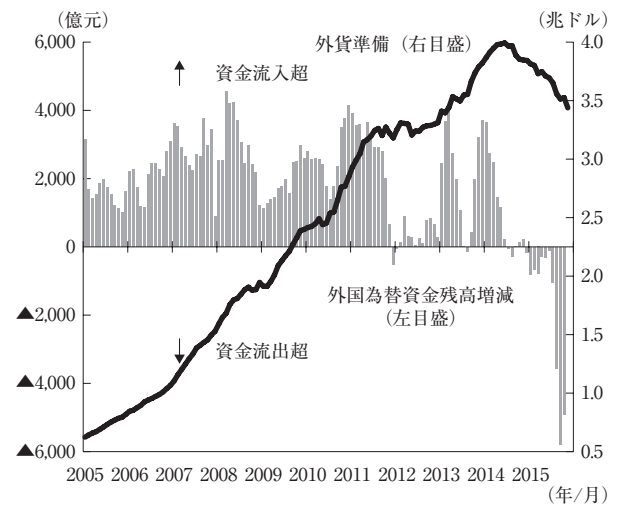
(資料) OECD-WTO, "Trade in Value Added"

トラリアでは輸出の下振れが避けられないほか、金融面から景気が下押しされるリスクがある。すなわち、株価の下落が予想されるほか、中国から資金が流出すれば、中国政府は通貨の安定に向け外貨準備の取り崩しを余儀なくされるとみられ、その結果、アメリカ国債利回りが上昇し、アメリカ景気の下振れや国際金融市場の混乱を招く恐れがあるだろう(図表29)。

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経済の下振れを招く恐れがある。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・利上げ観測の高まりを受け、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ベッグ採用国が自国通貨高を甘受してきた(図表30)。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避けられず、景気の下振れや通貨安競争の一段の激化を招きかねない。

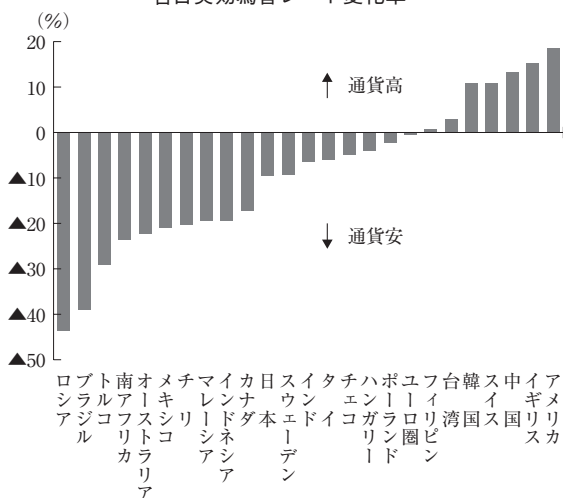
このほか、アメリカの利上げに伴う新興国からの資金流出懸念もいまだ払拭されていない。新興国では、①事実上ドルベッグを行っている中国・ベトナムを除き、すでに大幅な通貨安が進行していること、②多くの国で、経常収支は改善傾向にあること、等を踏まえると、仮にアメリカが利上げをしても、通

(図表29) 中国の外国為替資金残高増減と外貨準備



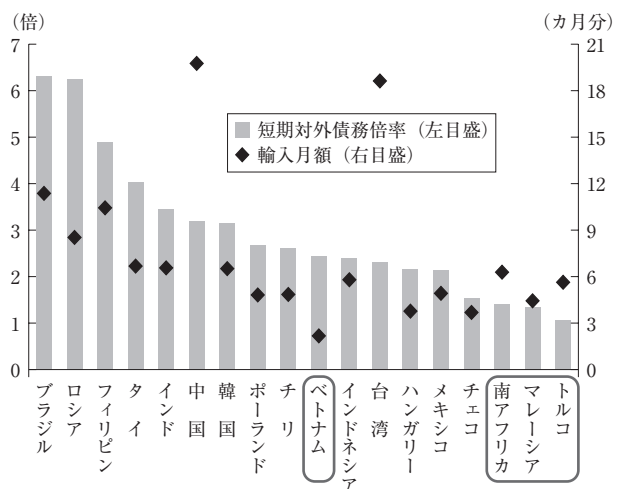
(資料) 中国人民銀行
 (注1) 外国為替資金残高は国内金融機関が国内で人民元に両替した外貨量。
 (注2) 外国為替資金残高増減は3カ月移動平均。

(図表30) 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31) 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。

貨安進行余地、さらには景気への下押し圧力は限られるとみられる。もっとも、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、短期対外債務や輸入額対比外貨準備の厚みが乏しくなっており、何らかのきっかけにより資金流出が加速する事態となれば、不測の事態が生じる可能性も否定できないといえる（図表31）。

(2015. 12. 7)