

2013年7月2日

No.2013-10

「先進国堅調」「新興国足踏み」の潮流が強まる世界経済

— 米国が力強さを増す一方、中国は低迷が長期化 —

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ 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、減速が持続。
- ◆ 中国では、人件費上昇などを受け輸出の大幅な伸びは期待薄なほか、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欠如。一方、ユーロ圏では、財政緊縮一辺倒の姿勢を見直すなか、景気の大幅下振れリスクは後退へ。米国では、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大。
- ◆ 世界第1位の経済大国である米国と第2位の中国で、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、総じて中国よりも米国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、米国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。もっとも、先進国では米国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」の構図が一段と強まる見込み。この背景には、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米国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、等を指摘可能。
- ◆ この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年は+3.1%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。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、米国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。
- ◆ これに対し、下向きのリスクが山積。米FRBによる拙速なQE3縮小は、米国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。また、投資マネーの変調を通じて、新興国経済にもマイナス影響。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に。

— < 目 次 > —

1. 現状 1
日米景気が堅調な一方、新興国景気は足踏み	
2. 分析 2
(1) 中国・欧州・米国経済の行方	
(2) 米中景気が世界経済に与える影響とその背景	
3. 見通し 5
「先進国堅調」「新興国足踏み」の潮流は持続	
4. リスク 6
米QE3早期縮小による内外景気への悪影響	
中国での金融システム不安	

本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0928

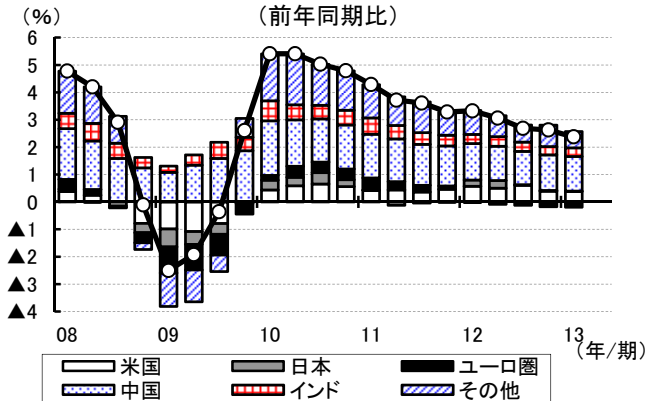
Mail: makita.takeshi@jri.co.jp



現状 世界経済は依然回復がみられず。新興国の停滞が顕著。

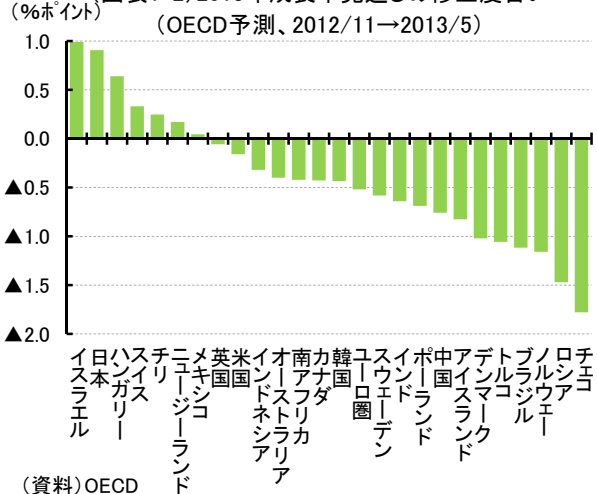
- (1) 2010年以降減速が続いてきた世界経済は、いまだ明確な持ち直しがみられず。2013年1～3月期の主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）を地域別にみると、米国をはじめとする先進国では、わずかながらも成長率が上向いたものの、新興国では、中国やタイなどで再び減速（図表1-1）。
- (2) こうしたなか、OECDは本年5月に、2013年の世界経済見通しを昨年11月の3.4%から3.1%に下方修正。内訳をみると、日本が+0.9%ポイント上方修正される一方、中国で▲0.7%ポイント下方修正されたほか、ロシア・ブラジルでも大幅に下方修正されるなど、新興国で軒並み大幅下方修正。このほか、欧州でも、ユーロ圏の▲0.5%ポイントをはじめ軒並み大幅下方修正。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状況（図表1-2）。
- (3) 上記3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。これに対し、中国および資源国の景気減速には改善の兆しがみられず。OECD景気先行指数は、米国や日本で昨年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。これに対し、オーストラリアは2009年秋以来の水準まで低下（図表1-3）。新興国も、BRICs諸国はいずれも長期平均を下回り、低下傾向が持続（図表1-4）。これらを踏まえ、中国での景気の方行、欧州での景気回復の持続性、米国経済復活による世界経済への影響、をどうみるかが、今後の大きな焦点に。

(図表1-1) 主要20カ国・地域の実質GDP成長率
(前年同期比)



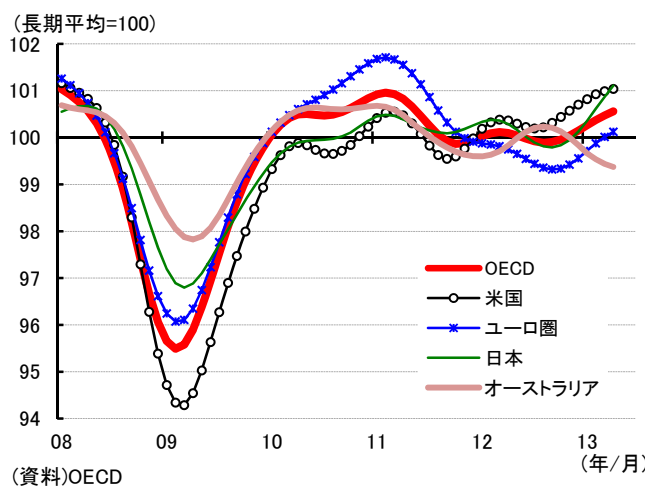
(資料) 各国統計、IMF
 (注1) 主要20カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位22カ国。うち、イランとサウジアラビアは統計の制約上除外。ユーロ圏加盟国はユーロ圏としてカウント。
 (注2) 国・地域別寄与度、G20計は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。

(図表1-2) 2013年成長率見通しの修正度合い
(OECD予測、2012/11→2013/5)



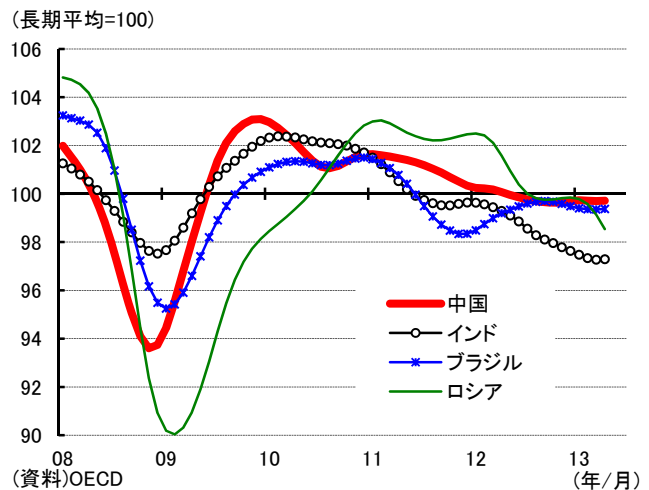
(資料) OECD

(図表1-3) OECD景気先行指数(先進国)



(資料) OECD

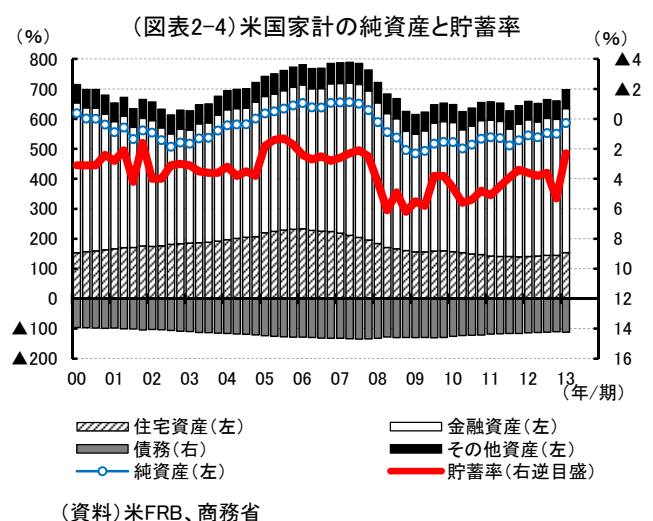
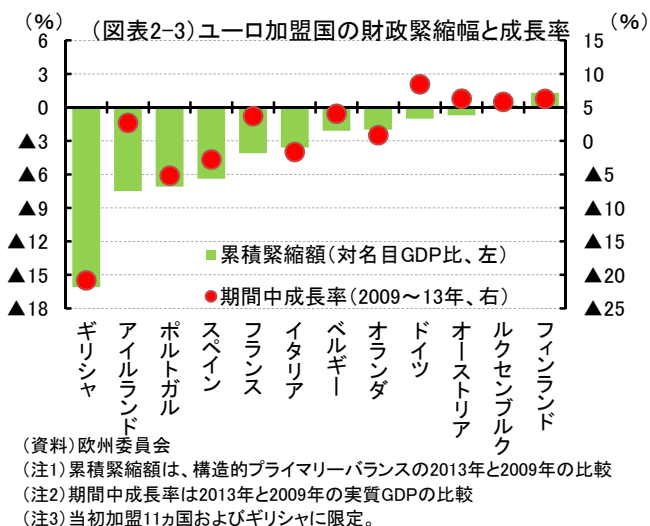
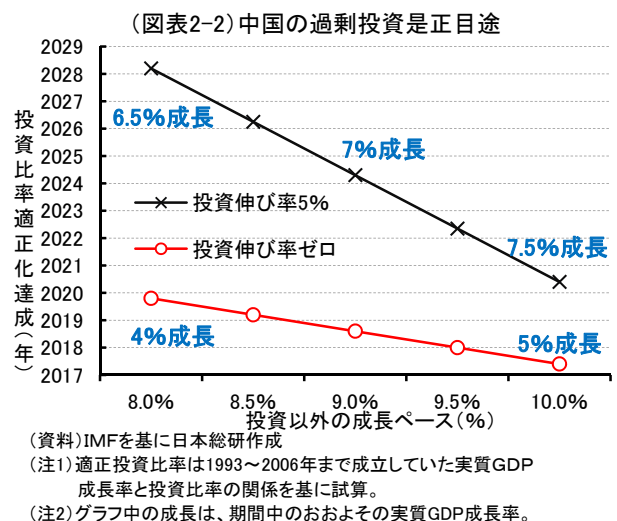
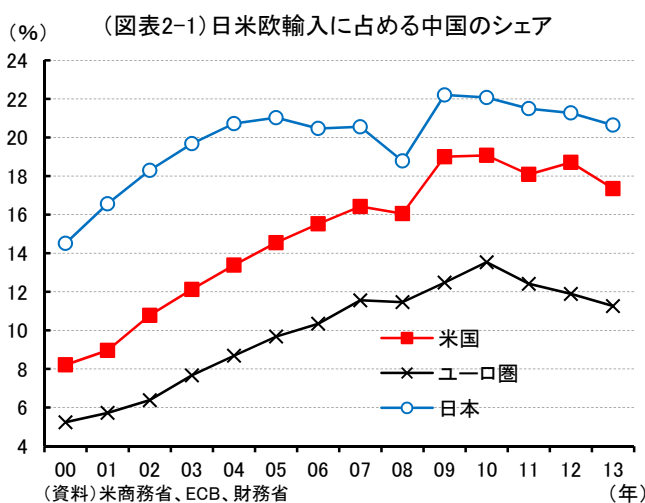
(図表1-4) OECD景気先行指数(BRICs)



(資料) OECD

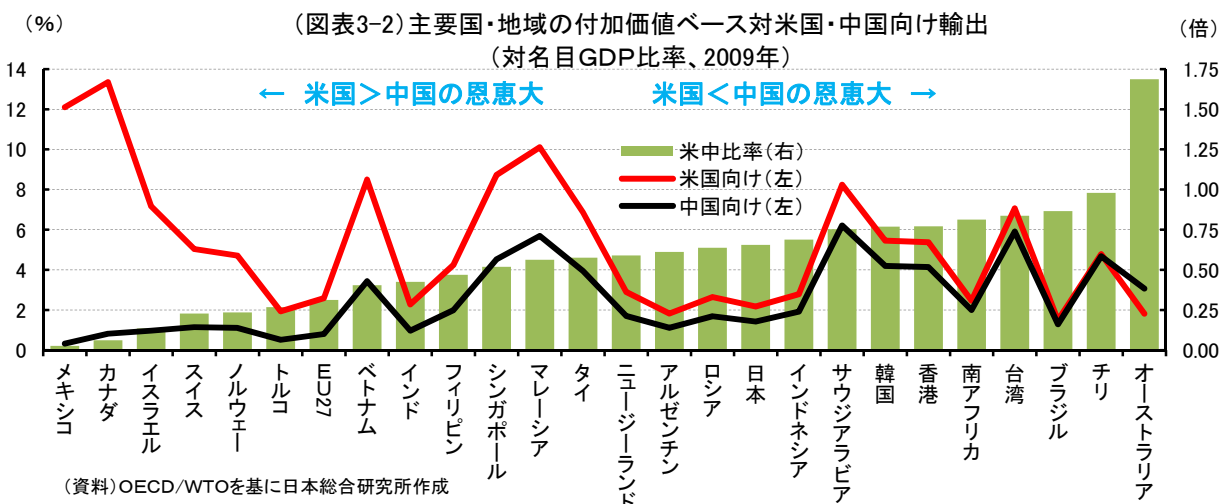
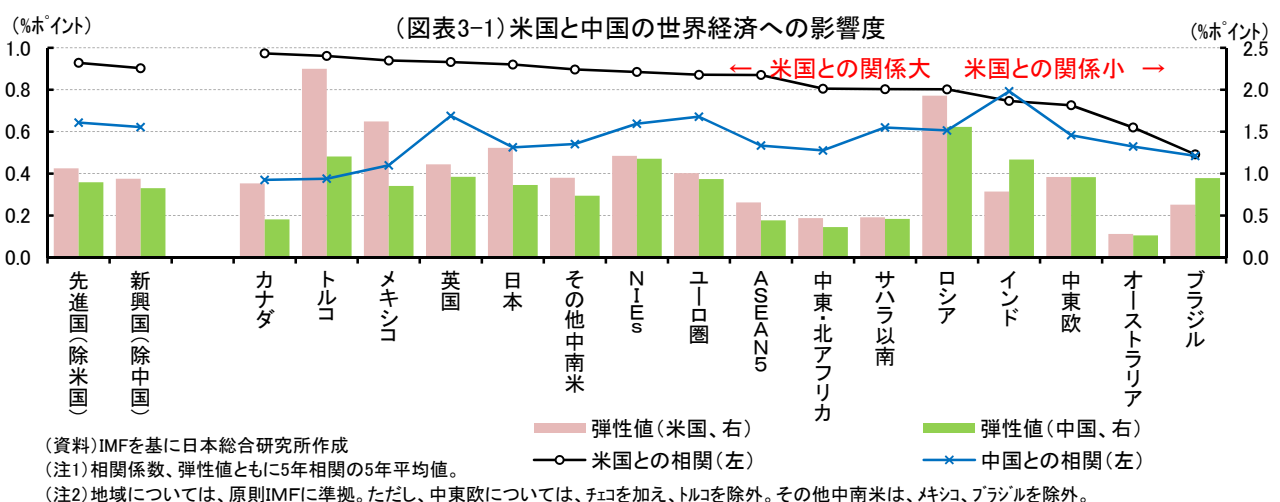
分析 中国は上向く材料に欠如。欧州は政策面からの悪化に歯止め。

- (1) 中国では、景気の牽引役の一つであった輸出の伸び悩みが持続。この背景の一つに、人件費上昇を受けた競争力低下を指摘可能。2000年入り以降一貫して上昇してきた日米欧の輸入に占める中国のシェアは、2009～2010年をピークに頭打ち・低下へ（図表2-1）。新興国でシェア拡大の余地はあるものの、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薄。もう一つの牽引役であった投資も、政策対応により一時的な持ち直しはあっても、減速基調に変化はない見通し。中国の投資比率が成長ペースに見合う水準まで調整されるには、今後投資の伸び率がゼロと想定しても4～7年程度、緩やかな調整にとどまればあと10年前後かかる見通し（図表2-2）。今後牽引役として期待される個人消費も、節約令により勢いを欠いており、当面中国経済が上向く材料は乏しいのが実情。
- (2) これに対し、ユーロ圏では、ECBの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見直し。これまで、民間部門がバランスシート調整を余儀なくされるなかでの緊縮財政が欧州各国の景気悪化を招いてきただけに、財政緊縮が緩和されれば、景気が大きく下振れするリスクは後退へ（図表2-3）。
- (3) 米国でも、家計部門において、債務圧縮が進む一方、住宅価格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（図表2-4）。財政緊縮によるマイナス影響が薄らいでいくのに伴い、景気は徐々に力強さを増していく公算大。



分析 米国経済回復で、先進国>新興国の構図が一段と強まる公算。

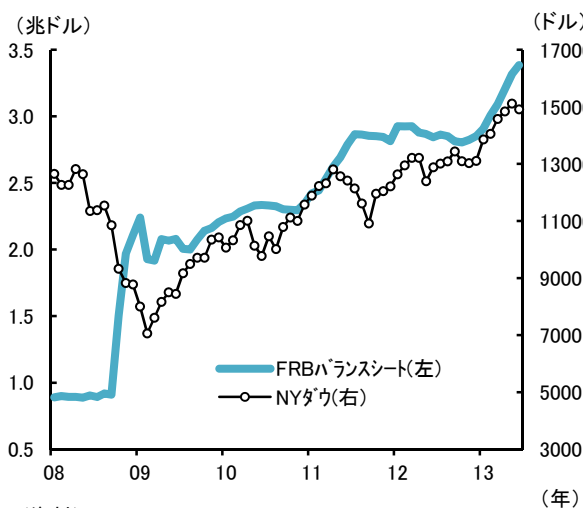
- (1) 以上のように、ユーロ圏景気が世界経済の足を引っ張るリスクが後退し始めるなか、米国では景気が一段と力強さを増していくのに対し、中国では景気低迷が続くなど、世界第1位と第2位の経済大国の間で、景気の方角性に違い。その世界経済への影響度合いを探るため、主要国・地域の成長率における米国経済と中国経済との関係性をみると、ほぼ全地域にわたって中国よりも米国との相関が強く、弾性値も米国の方が大(図表3-1)。したがって、米国経済の回復力が強まっていけば、中国経済の減速が緩やかにとどまる限り、世界経済は全体として回復基調が損なわれることはない見通し。もっとも、国・地域別にみると、米国経済の影響を受けやすい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、成長率の上振れが期待されるのに対し、あまり米国経済の影響を受けないブラジルをはじめとする新興国では、上振れは期待できず、「先進国堅調」「新興国足踏み」の構図が一段と強まる見込み。
- (2) 上記構図が強まる背景として、以下の3点を指摘可能。第一が、最終需要地としての米国の存在感の大きさ。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、米国向け輸出が中国向け輸出を凌駕(図表3-2)。各国ともに対中国向け輸出は大幅に増加しているものの、加工組立拠点としての側面が強く、最終需要地は、米国あるいは欧州という先進国となっていることを示唆。付加価値ベースの米国向け輸出と中国向け輸出の割合をみると、資源国・NIEsほど中国向けの割合が大きく、これらの国では米国経済回復の恩恵よりも、中国経済低迷が重石に。



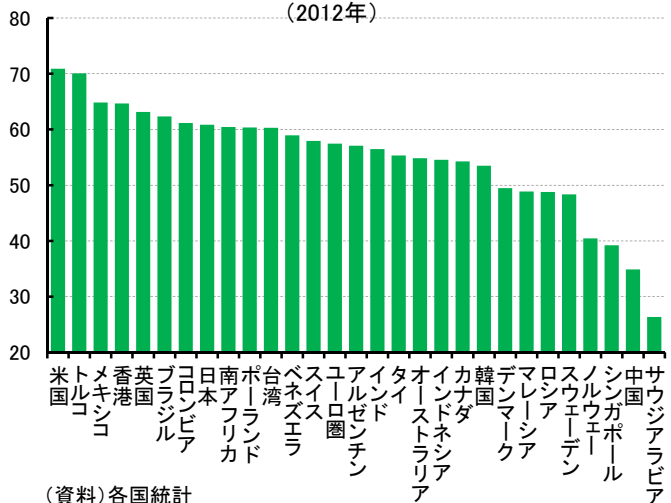
分析 先進国には資産価格上昇や資源価格高騰一服の恩恵。

- (1) 第2が、資産価格の上昇。米国での景気回復およびFRBによる積極的な金融緩和により、世界的に株高が進行（図表4-1）。株高は、資産効果等を通じて各国の個人消費を刺激。GDPに占める消費のウェイトが大きく、かつ、金融資産の蓄積により株高のメリットを享受しやすい先進国では、株高の成長率押し上げ効果が大。一方、中国や資源国では消費のウェイトは小さく、株高による景気押し上げ効果は限定的（図表4-2）。
- (2) 第3が、資源価格の高騰一服。米国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。中国での投資主導型成長の行き詰まりにより、当面資源需要の増勢鈍化が不可避なことも加わり、今後国際商品市況は、安定ないしは低下基調で推移する公算大（図表4-3）。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流出を通じて、景気下押しに作用してきただけに、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（図表4-4）。

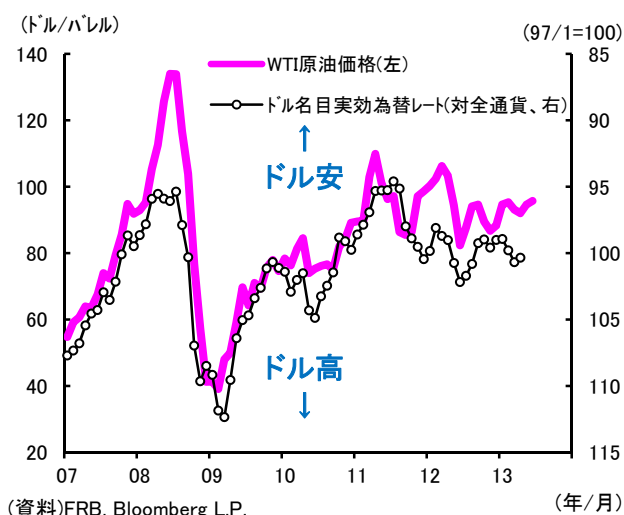
(図表4-1) NYダウとFRBバランスシート



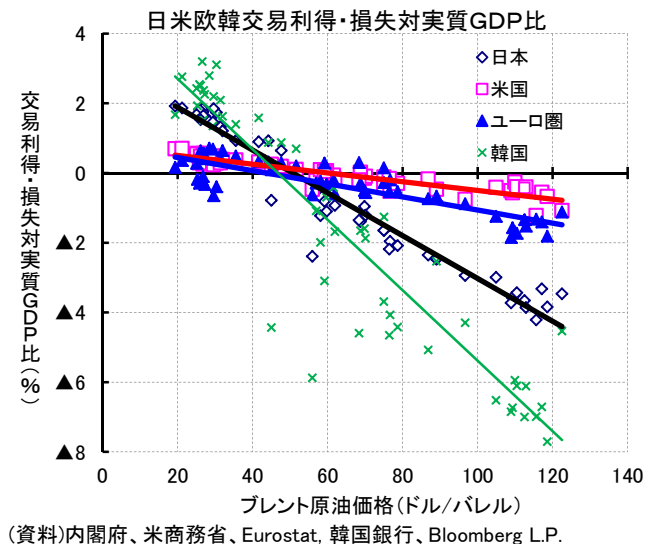
(図表4-2) 主要国・地域の消費比率 (2012年)



(図表4-3) 原油価格とドル実効為替レートの推移



(図表4-4) 原油価格と



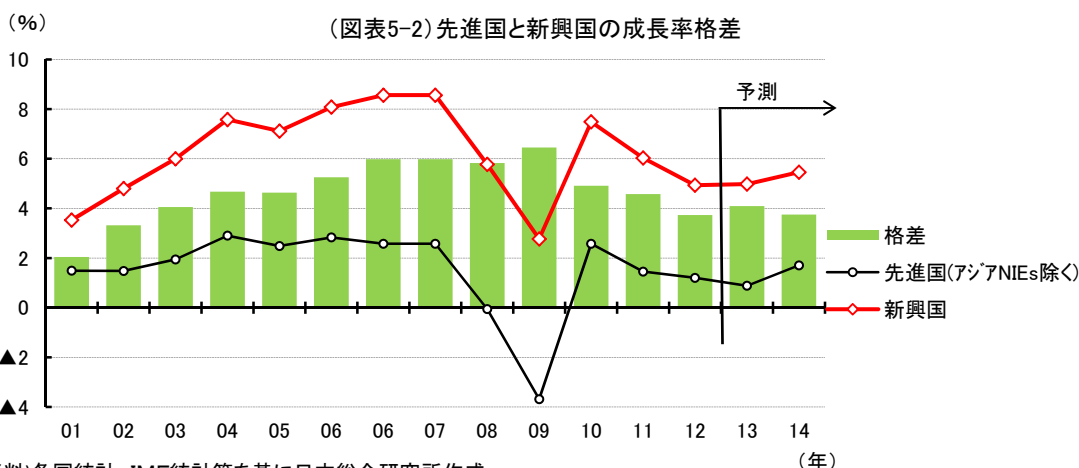
見通し 先進国と新興国の成長率格差は縮小へ。

- (1) 以上を踏まえ、2013～2014年の世界経済を地域別に展望すると、米国では、年初の強制歳出削減の影響が残るなか、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。ユーロ圏では、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見通し。こうした米欧での景気持ち直しを受け、新興国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。もっとも、新興国の牽引役である中国では、政策対応により一時的な景気浮揚があっても、基調として景気減速が続くとみられるほか、NIEsや資源国では中国経済減速の影響を免れないため、新興国は総じて緩やかな回復にとどまる見通し。この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年は+3.1%と2012年対比(+3.2%)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(図表5-1)。
- (2) 先進国・新興国別の成長率格差は、欧州での景気悪化の影響が残存する2013年こそ小幅拡大するものの、米国景気の本格回復が視野に入る2014年には再び縮小し、成長率自体は新興国の方が高いものの、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(図表5-2)。

(図表5-1) 世界の実質GDP成長率見通し (暦年、%)

	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	14年 (予測)
世界計	3.9	3.2	3.1	3.8
先進国	1.5	1.2	0.9	1.7
米国	1.8	2.2	1.8	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・米・ユーロ圏(17カ国)のほか、英・豪・加など27カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。
 (注2)米国、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。



(資料)各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

リスク 米QE3早期縮小は内外に悪影響の恐れ。中国金融不安も。

- (1) こうした見通しに対し、下向きのリスクが山積。第1が米FRBによるQE3早期縮小。バーナンキ米FRB議長は、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」すると表明。これを受け、米国長期金利は大幅に上昇。米国経済は中期的に改善の方向にあるものの、GDPギャップは依然大きく、デフインフレの傾向が続いている状況下での拙速な緩和縮小は景気の順調な持ち直しを阻害する恐れ(図表6-1)。
- (2) 第2が米QE3早期縮小に伴う投資マネーの変調。米FRBのQE1実施時には資源国に、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(図表6-2)。今後、米国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恐れ。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、90年代のような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も(図表6-3)。
- (3) 第3が、中国での金融システム不安。中国では、不動産バブルに伴い銀行貸出が急増。これ以外にも、「影の銀行」を通じた多額の融資の存在が指摘されており、今後貸出資産の不良化による金融機関の財務体質悪化が表面化する恐れ。政府の強い管理の下、金融システム不安は回避される見込みながら、融資抑制により景気が一段と下振れするリスクも。

