

2014年12月1日

No.2014-41

新興国がもたつき、緩慢な回復にとどまる世界経済

— 貿易取引の停滞が新興国の成長を抑制 —

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ 世界経済は、2014年入り以降緩やかな減速が持続。地域別では、米国だけが堅調さを維持しており、「米国独り勝ち」の様相。また、新興国(除く中国)の伸び悩みが顕著。新興国伸び悩みの背景には貿易取引の停滞があるとみられ、今後の世界経済の行方を占ううえでは、貿易取引停滞の背景を探るとともに、その景気への影響を検討する必要。
- ◆ 貿易取引の停滞は、米国と中国で顕著。この背景として、①シェール革命を受けた米国での原油生産増と輸入減、②中国での投資抑制を受けた資源需要の増勢鈍化、を指摘可能。ただし、米中以外の国においても、リーマンショック以降輸入比率の上昇ペースが鈍化しており、サプライチェーンの再構築一巡等により、世界的に輸入抑制の動きが広がっている可能性。
- ◆ これらを受けた原油をはじめとした資源価格の下落は、資源を輸入する先進国・NIEsには景気押し上げ要因となる一方、資源輸出国の景気にはマイナスに作用。一方、アジア新興国では政策発動余地が大きく、輸出の低迷が続いても景気的大幅下振れは回避可能。
- ◆ 米国経済持ち直しに伴い、2015年中にも米FRBによる金融政策正常化の動きが予想されるものの、日欧の追加金融緩和もあり、緩和的な市場環境は維持される見込み。一方、金融政策の方向性の違いからドル高基調が明確化するとみられ、資源価格下押しを通じて資源国経済の下押し、先進国経済の押し上げに作用する見込み。
- ◆ 以上を踏まえると、先進国は緩やかながらも着実な景気回復が期待される一方、新興国では、先行き持ち直しが期待されるものの、輸出の伸び悩みからペースは緩慢にとどまり、2015年の世界実質GDP成長率は+3.6%にとどまる見通し。
- ◆ 先行きの下振れリスクとしては、①米国の長期金利上昇を受けた新興国からの資金流出、②中国での不動産バブルの崩壊、短期的な上振れ要因としては世界的な金融バブルを指摘可能。

＜ 目 次 ＞

1. 現状	1
世界経済は、米国は堅調ながら総じて減速基調。	
2. 分析	2
(1) 貿易取引の停滞が新興国経済の下押しに作用。	
(2) 貿易取引停滞の背景は、シェール革命・資源需要減退・FDI減速等。	
(3) 資源価格下落は新興国にマイナス、先進国にプラスに作用。	
(4) ドル高は資源価格下落・先進国経済底上げに作用。	
3. 見通し	6
世界経済は持ち直しも、ペースは緩慢。	
4. リスク	7
米長期金利上昇、中国での不動産価格下落が下振れリスク。	

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。

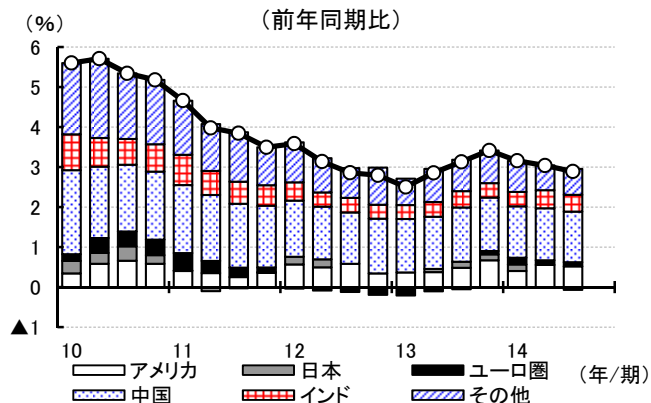
Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

現状 世界経済は、米国は堅調ながら総じて減速基調。

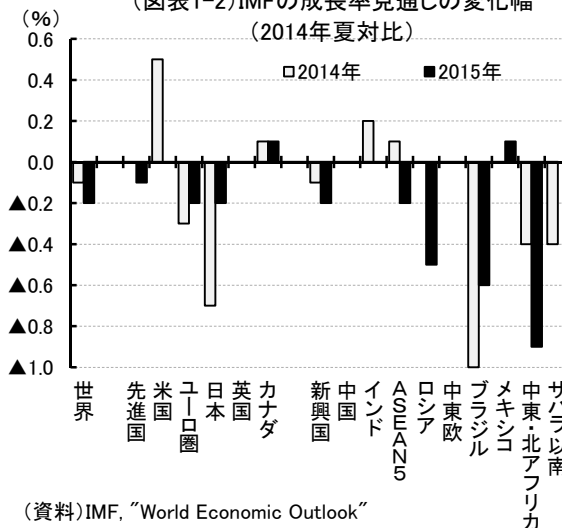
- (1) 世界経済は、2014年入り以降緩やかな減速が持続。主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、年初に米国で寒波の影響から増勢が鈍化したほか、春以降は、日本では消費増税により、ユーロ圏ではウクライナ情勢緊迫化等を背景に減速。新興国でも、中国が投資抑制姿勢を強めるなか、昨年末以降減速基調が持続。この結果、世界経済全体では7～9月期に2013年4～6月期以来の前年比+3%割れまで増勢が鈍化した公算（図表1-1）。
- (2) 地域別にみると、従来の「先進国堅調・新興国低迷」の構図から、日本・ユーロ圏が脱落し、「米国独り勝ち」の様相に。IMFの世界経済見通しによると、秋の改定見通しでは、夏の見通しと比べ、大半の国・地域で成長率が下方修正されるなか、2014年は米国・カナダ・インド・ASEAN5が上方修正されたほか、2015年は、カナダ・メキシコが上方修正されるなど、米国内の経済に対する評価の高まりが顕著（図表1-2）。
- (3) OECD景気先行指数をみても、同様の構図。先進国では、米国が長期平均を上回る水準で堅調に推移し、当面の安定成長が示唆される一方、日本では年明け以降、ユーロ圏では春以降下向きに転じており、当面の景気減速が示唆される状況。主要新興国においても、低下傾向に歯止めは掛かったものの、依然長期平均を下回る水準にとどまっており、長期平均を超えているのはメキシコに限定（図表1-3）。

(図表1-1) 主要20カ国・地域の実質GDP成長率 (前年同期比)



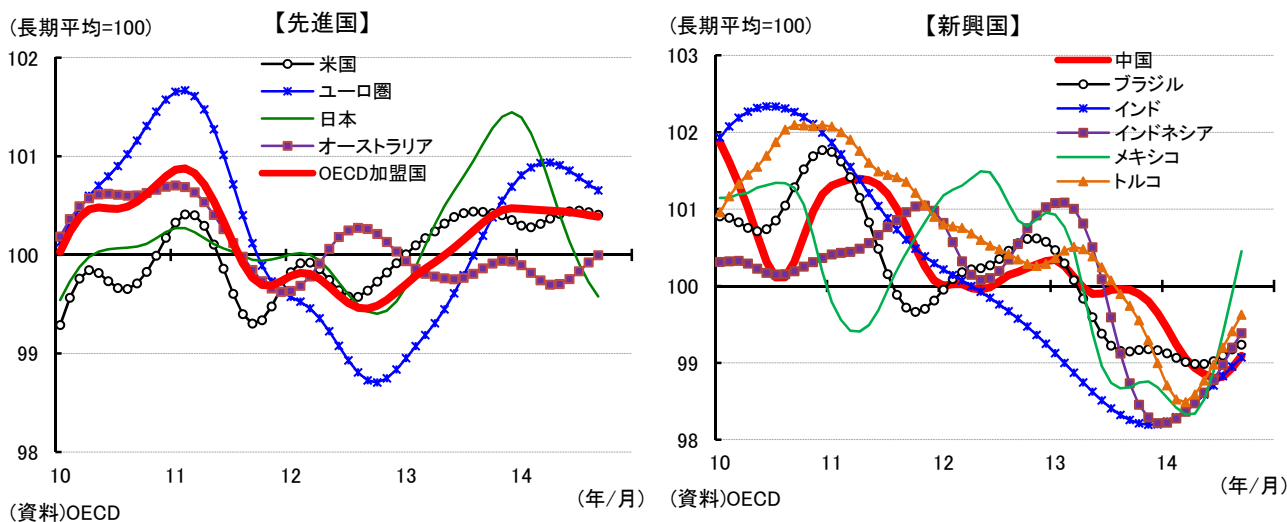
(資料) 各国統計、IMF
 (注1) 主要20カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位22カ国。うち、イランとサウジアラビアは統計の制約上除外。ユーロ圏加盟国はユーロ圏としてカウント。
 (注2) 国・地域別寄与度、G20計は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。
 (注3) 14年7～9月期は、未公表の国は4～6月の前年同期比と同じと仮置き。

(図表1-2) IMFの成長率見通しの変化幅 (2014年夏対比)



(資料) IMF, "World Economic Outlook"

(図表1-3) OECD景気先行指数の推移

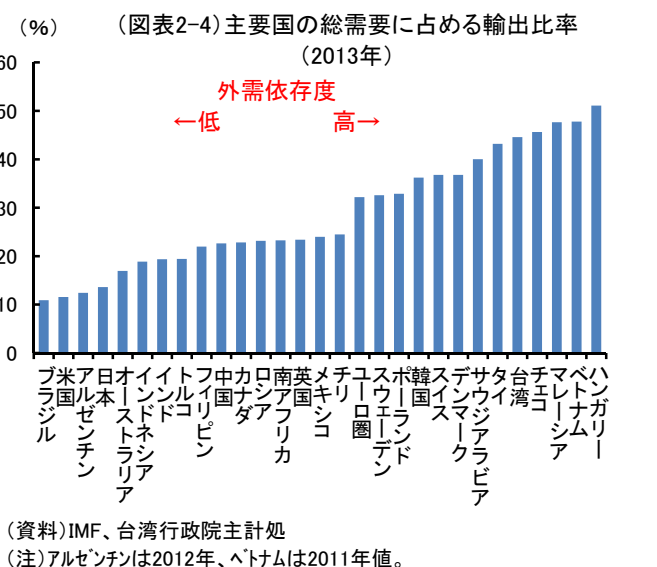
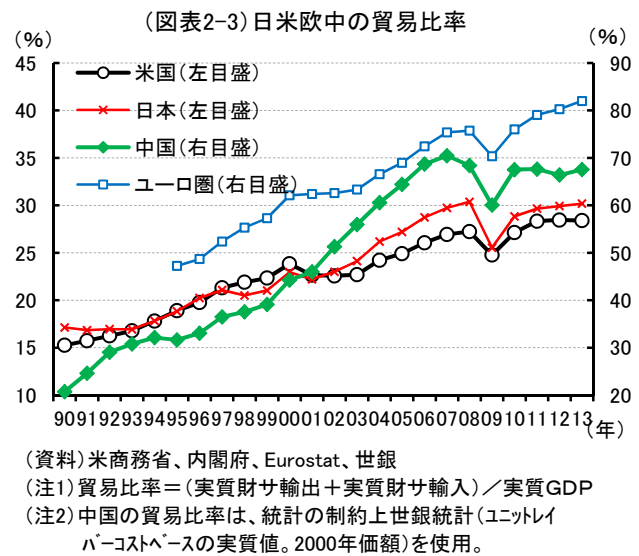
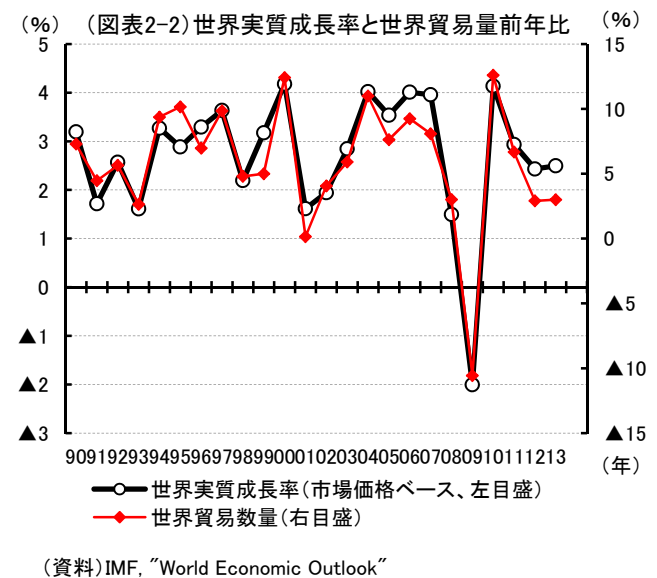
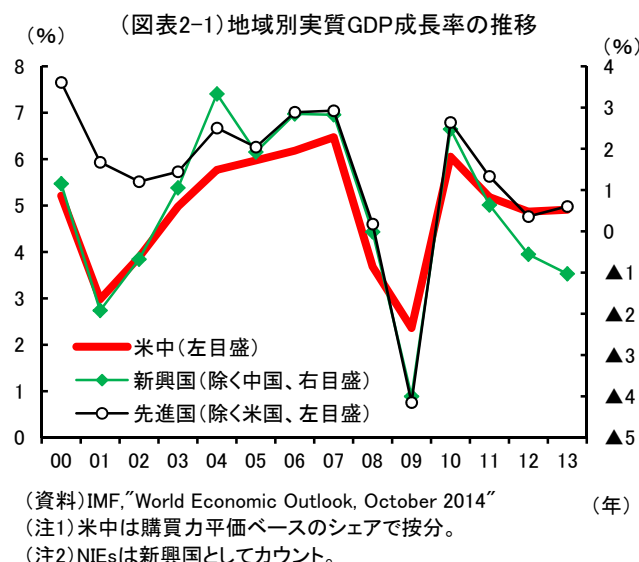


(資料) OECD

(資料) OECD

分析 貿易取引の停滞が新興国経済の下押しに作用。

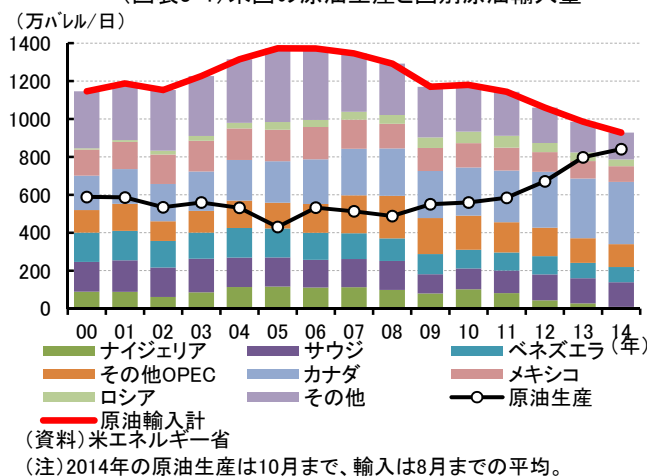
- (1) こうした状況下、2000年代入り以降の米国・中国・先進国(除く米国)・新興国(除く中国)の成長率をみると、世界経済は米国および中国が牽引役となっており、その他の国・地域の成長率は、概ね両国の成長率と連動。もっとも、足許では、新興国(除く中国)が中国経済の減速が示唆する以上に伸び悩み(図表2-1)。
- (2) この背景としては、近年の貿易取引の停滞を指摘可能。90年以降の世界実質成長率(市場価格ベース)と世界貿易量前年比の推移をみると、2011年までは両者はほぼ連動していたものの、2012年以降は、成長率が示唆する以上に貿易量の伸びが鈍化しており、貿易取引の停滞を示唆(図表2-2)。世界貿易に占めるウエイトが大きい米国・ユーロ圏・中国・日本の貿易額対GDP比率((実質財サ輸出+実質財サ輸入)/実質GDP)をみると、ユーロ圏では90年代半ば以降一貫して上昇しており、必ずしも貿易取引停滞の様相は窺えないものの、米国では、2011年以降ほぼ横ばいに転じているほか、中国では2007年がピークで、足許ではそれを下回る水準で横這う展開(図表2-3)。
- (3) こうした貿易取引の停滞は、内需に厚みがある先進国には必ずしもな大幅な成長抑制要因とはならないものの、輸出依存度が高い新興国には大幅なマイナス影響を及ぼしている公算大(図表2-4)。そこで、新興国経済の先行きを展望するうえで、足許の貿易取引停滞の背景を探り、その持続性をみていく必要。



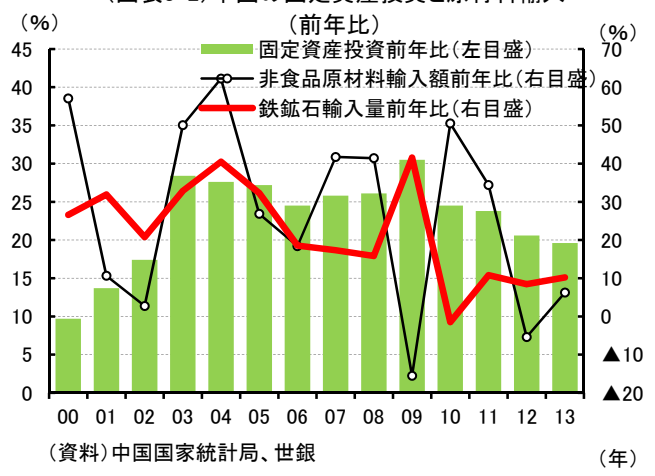
分析 貿易停滞の背景は、シェール革命・資源需要減退・FDI減速等

- (1) こうした貿易取引停滞の背景には、以下の2点が指摘可能。第1が、米国でのシェール革命。これにより、米国では原油生産が拡大する一方、原油輸入が大幅に減少（図表3-1）。この分だけ、貿易取引は縮小。原油価格の大幅な値崩れ等により米国での原油生産が採算割れという事態に陥らない限り、米国での原油生産増加・輸入減少は続く見込みで、当面米国経済の押し上げに寄与。
- (2) 第2が、中国経済、とりわけ固定資産投資の減速。中国では、リーマンショック以降過剰設備投資や不動産投資の過熱が深刻化するなか、投資主導の経済構造から消費主導の経済構造への転換を推進中。この結果、非食品原材料輸入額が大幅に減速。なかでも鉄鉱石の輸入量は、2000年代の前年比20~40%の伸びから足許では同10%前後の伸びに鈍化（図表3-2）。中国の構造調整は途半ばであり、今後中国の経済成長率が長期にわたって低下していくことを踏まえると、資源輸入が趨勢的に鈍化していくことは避けられない見通し。
- (3) ただし、主要国の輸入比率（実質財サ輸入/実質GDP）は、総じて上昇傾向が続いているとはいえ、リーマンショック後（2010~13年）はリーマンショック前（2001~08年）と比べ、上昇ペースに鈍化がみられており（例外は原発稼働停止があった日本やブラジル）、貿易取引の停滞は上記の問題だけにとどまらない可能性（図表3-3）。このうち、対内直接投資が盛り上がり経済成長ペース以上に貿易取引が拡大し、直接投資が縮小すると逆に貿易取引の拡大ペースが鈍化する傾向があることから、世界的にサプライチェーン再構築の動きが一巡し、直接投資の増勢が鈍ってきたことが貿易取引停滞を招いている可能性（図表3-4）。

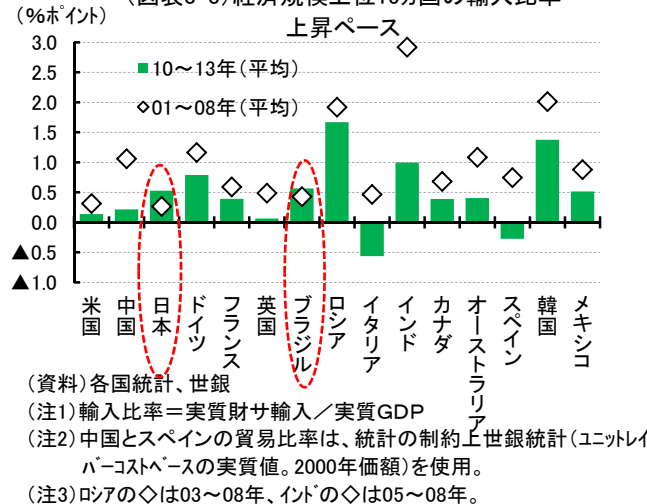
(図表3-1) 米国の原油生産と国別原油輸入量



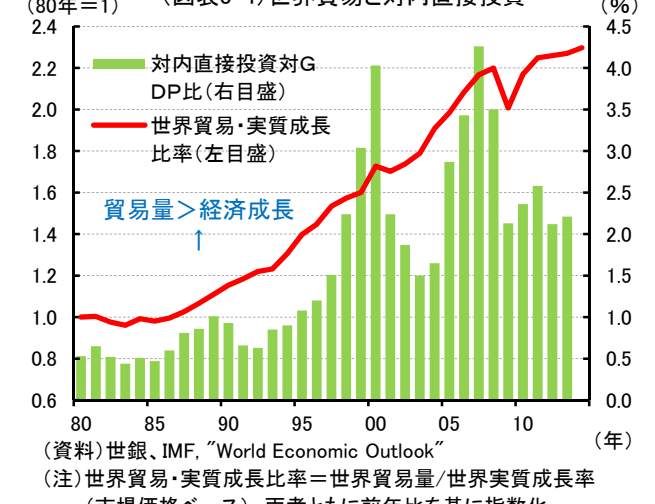
(図表3-2) 中国の固定資産投資と原材料輸入



(図表3-3) 経済規模上位15カ国の輸入比率

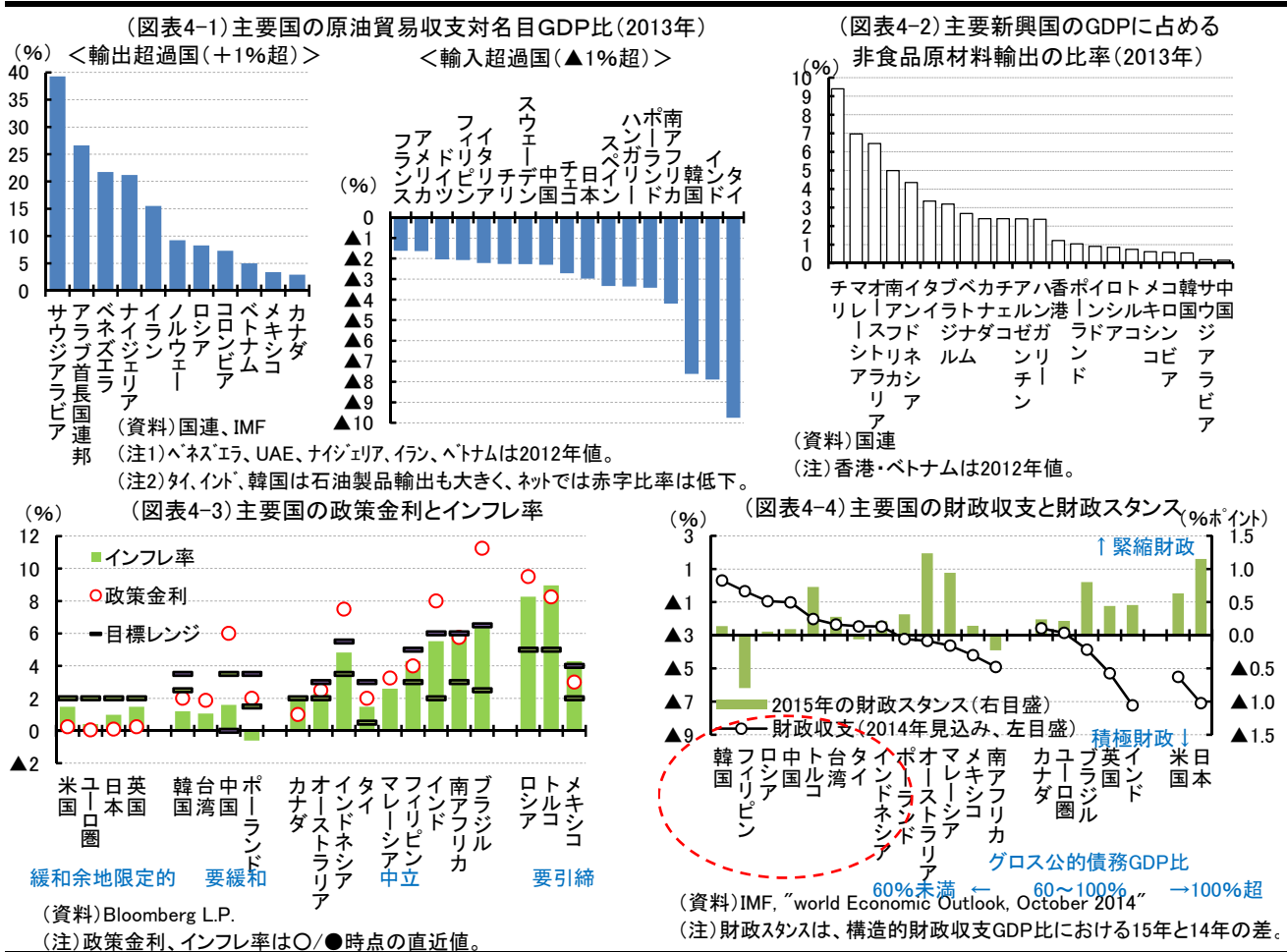


(図表3-4) 世界貿易と対内直接投資



分析 資源価格下落は新興国にマイナスも、先進国にはプラスに作用。

- (1) 以上を踏まえると、新産業の勃興や新たな成長国の離陸等の構造的な変化が生じない限り、貿易取引の停滞は長期化する恐れ。そこで、貿易取引停滞の主な要因が世界経済に及ぼす影響について検討。
- (2) まず、シェール革命については、米国での原油生産増加によって世界的に需給バランスが失調しており、当面原油価格は低位安定ないしは下落が続く可能性。原油価格の下落は、産油国の成長率を押し下げ一方、原油輸入国の成長率を押し上げる方向に作用。輸出比率の高い国では、産油国向け輸出の減少によってプラス効果が一部減殺されるものの、総じてみれば先進国景気にはプラスに働く公算（図表4-1）。
- (3) 一方、中国の資源輸入の増勢鈍化については、輸出伸び悩みや鉱山開発投資の減少等を通じて、資源輸出依存度の高い国の成長率を押し下げの見込み（図表4-2）。一方、資源輸入国においては、原油同様交易条件の改善により景気押し上げ要因となるとみられ、日本や欧州諸国には追い風に。
- (4) 足許で広がる世界的な輸入比率の上昇ペース鈍化については、世界的な成長鈍化とあわせ、各国ともに輸出による景気浮揚が従来に比べ困難になっていることを示唆。その意味で、今後の成長は内需の成長力及び政策発動余力がカギ。政策発動余地が大きい国では、輸出が低迷しても、内需拡大に注力すれば大幅な景気下振れは回避可能。一方、発動余地の乏しい国では、経済体質の改善を進めていかないと景気の上振れは期待薄。こうした視点で主要国の金融政策や財政状況をみると、アジア新興国は総じて政策発動余地大きく、底堅い成長が期待可能。逆に、日本や米国をはじめとする先進国は政策発動余地が限られており、景気押し上げには、規制緩和等を通じて内需の成長力を高めていく必要（図表4-3、4-4）。

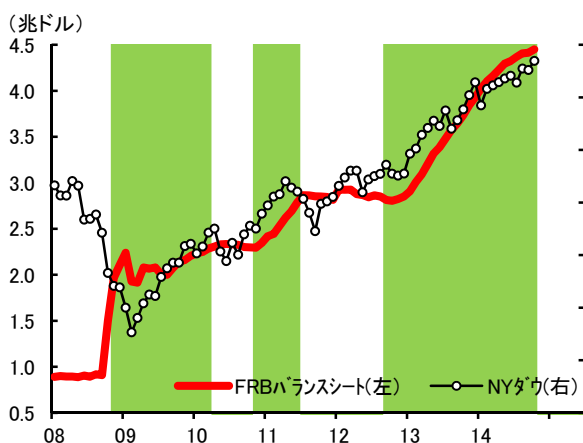


分析 | ドル高は資源価格下落・先進国経済底上げに作用。

(1) 一方、ユーロ圏や日本の景気減速をよそに、米国では着実な景気回復が進み、FRBは10月に量的緩和の拡大を終了。景気が順調な回復軌道を迎れば、2015年中の利上げも視野に。これまで米FRBの量的緩和拡大が投資家のリスク選好を喚起し株価上昇の一翼を担ってきただけに、量的緩和拡大の終了によって、これまでのような一本調子の株高は期待できなくなる可能性(図表5-1)。もっとも、米国でデフインフレ傾向が続くなか、先行き大幅な利上げは見込み難いほか、米国以外でも、10月末に日銀が2%の物価目標達成に向け質的量的緩和を一段と拡大したほか、ECBも12年3月の水準までバランスシートを拡大させたい意向を表明しており、先進国での超緩和的な金融環境は当面維持される見込み(図表5-2)。こうした状況下、世界的な株高・債券高止まり・リスク資産投資増加の流れが大きく転換する公算は小。米国の長期金利の上昇余地が限られれば、資金フローの変化が世界経済に及ぼす影響も基本的には軽微にとどまる見込み。

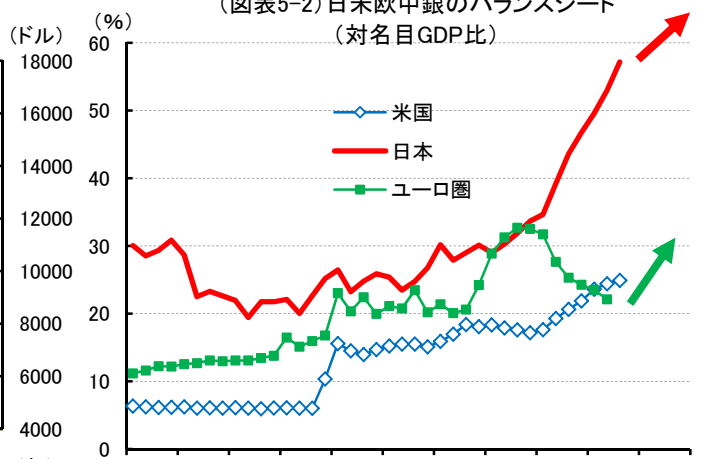
(2) 一方で、利上げが視野に入る米国と追加金融緩和を余儀なくされる日欧という金融政策の方向性の違い、シェール革命を受けた米国での貿易収支改善などを背景に、今後ドル高傾向が一段と明確化していく見込み。ドル高は、ドル建の資源価格の押し下げ圧力となるため、資源国経済の低迷を一段と助長すると同時に、交易条件改善を通じて米国や資源輸入国の経済にプラスに作用(図表5-3)。また、ドル高局面では、①対米輸出増加、②金融資本市場の活況、③資源価格低下等の恩恵を受けやすい先進国経済が比較的堅調に推移することから、先進国(除く米国)と新興国(含むNIEs)の成長率格差は縮小する傾向(図表5-4)。

(図表5-1)FRBバランスシートとNYダウ



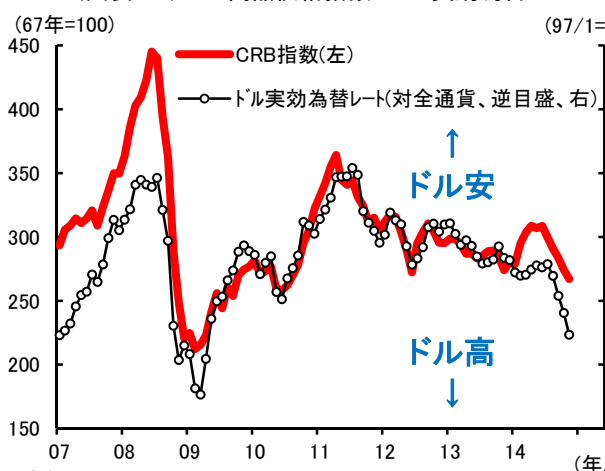
(資料)Bloomberg L.P., FRB
(注)ダーク部は、米FRB量的緩和実施期。

(図表5-2)日米欧中銀のバランスシート
(対名目GDP比)



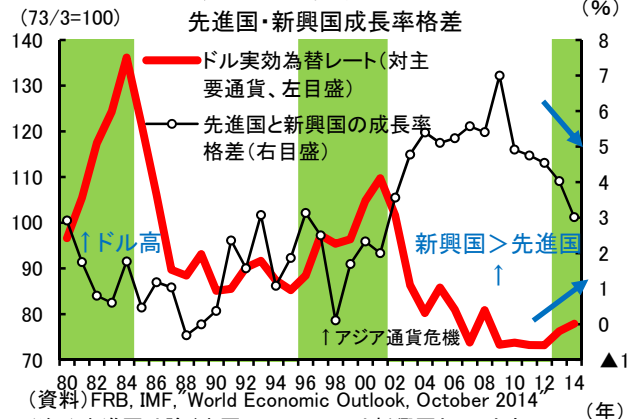
(資料)米商務省、FRB、内閣府、日銀、Eurostat、ECB

(図表5-3)CRB商品価格指数とドル実効為替レート



(資料)Bloomberg L.P., FRB

(図表5-4)ドル実効為替レートと
先進国・新興国成長率格差



(資料)FRB, IMF, "World Economic Outlook, October 2014"
(注1)先進国は除く米国、NIEs。NIEsは新興国としてカウント。
(注2)2014年のドル実効為替レートは1~11月値。
(注3)ダーク部はドル高局面。

見通し 世界経済は持ち直しも、ペースは緩慢。

- (1) 以上を踏まえ、世界経済の先行きを展望すると、米国では賃金の伸び悩みで過去の回復局面ほどの力強さは欠くものの、ガソリン価格下落等が追い風となり、引き続き+3%前後の安定的な成長が見込まれるほか、足許悪化している日本では、2015年春以降消費増税影響の剥落を受けた実質所得の改善が、停滞が続くユーロ圏では、2014年央以降のユーロ安を受けた輸出回復が期待され、2015年には先進国全体で2010年以来の+2%台の成長率を回復する見通し。一方、これまで減速が続いていた新興国では、米国経済の持ち直しを受けた輸出増加等を受け、早晚持ち直しに転じると見込まれるものの、先進国の緩慢な景気回復を受け輸出の大幅増加が期待し難いほか、中国での緩やかな減速、それに伴う中国向け輸出の伸び悩みや資源価格下落などを背景に、回復ペースは総じて緩慢にとどまる見通し。この結果、世界の実質GDP成長率は、2014年に2013年を小幅下回る+3.2%まで減速した後、2015年は+3.6%と小幅持ち直し見通し（図表6-1）。
- (2) 先進国・新興国別の成長率格差は、先進国では緩やかながらも着実な景気回復が見込まれる一方、中国での趨勢的な成長ペース鈍化、資源価格下落などを背景に新興国景気の持ち直しペースが緩慢にとどまる結果、2010年以来続く「先進国と新興国の成長率格差縮小」という潮流が2015年にかけても継続する見通し（図表6-2）。

(図表6-1) 世界の実質GDP成長率見通し (暦年、%)

	2012年 (実績)	2013年 (実績)	14年 (予測)	15年 (予測)
世界計	3.4	3.3	3.2	3.6
先進国	1.2	1.3	1.7	2.1
米国	2.3	2.2	2.3	3.1
ユーロ圏	▲0.7	▲0.4	0.8	0.9
日本	1.5	1.5	0.3	0.8
新興国	4.9	4.6	4.3	4.6
BRICs	5.8	5.7	5.4	5.4
中国	7.7	7.7	7.4	7.2
インド	4.9	4.7	5.5	5.6
NIEs	2.0	2.8	3.3	3.4
ASEAN5	6.2	5.2	4.5	5.4

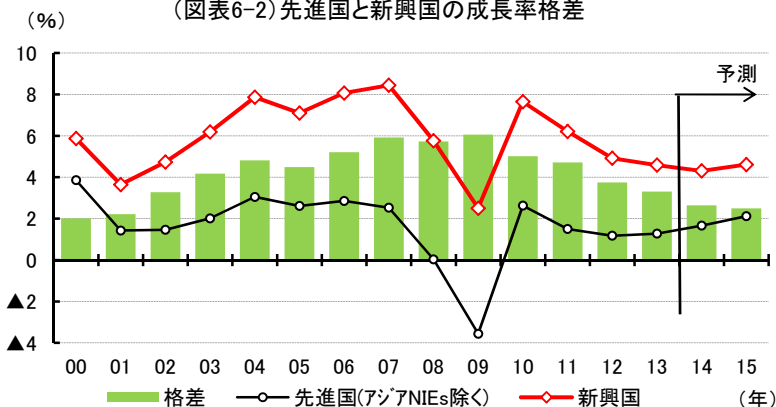
(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

(注1) 「世界」189カ国。「先進国」は、日・米・ユーロ圏(18カ国)のほか、英・豪・加など32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6-2) 先進国と新興国の成長率格差

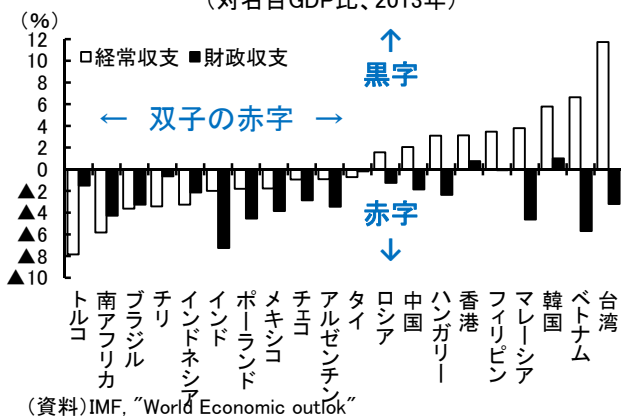


(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

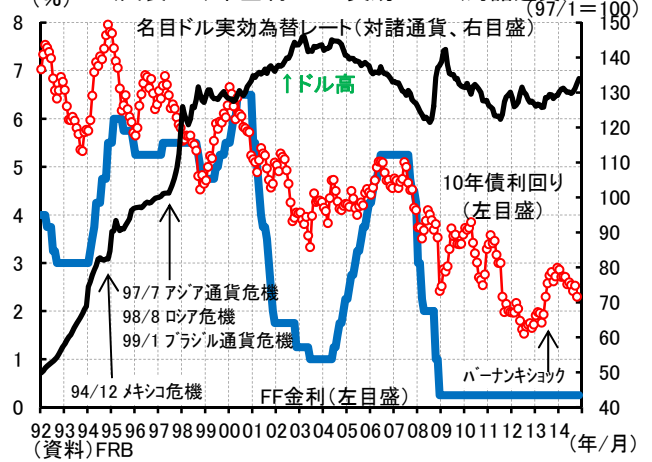
リスク 米長期金利上昇、中国での不動産価格下落が下振れリスク。

- (1) こうした見通しに対し、主要なリスクは、米国での利上げを受けた長期金利の上昇。FRBのバランスシート据置方針、米国の大幅な需給ギャップ等を踏まえると、金利上昇余地は限られる見込みながら、長期金利が大幅に上昇すれば、世界の金融資本市場に大きなインパクトを与える恐れ。とりわけ、新興国では、自国の金融市場が未発達な状況下、海外からの資金流入に依存している国も多く、「双子の赤字」を抱える国では、2013年央のように資金流出に見舞われるリスク(図表7-1)。ちなみに、過去の新興国における通貨危機(94年末のメキシコ、97年央のアジア)は米FRBの利上げを受けた長期金利の上昇がトリガーに(図表7-2)。当時と比べ、外貨準備をはじめ新興国のファンダメンタルズは格段に強化されていることから通貨危機が発生するリスクは小ながら、景気的大幅な減速は免れない見込み。
- (2) 第二に、中国での不動産バブル崩壊。不動産価格の下落によって景気が大幅に悪化すれば、雇用の安定を最重要視する中国政府による景気下支えが見込まれるものの、不動産価格の先高期待が後退し始めるなか、需要の減退から不動産価格の下落が一段と加速する可能性も。その場合、資産効果の剥落・逆資産効果により消費の大幅な冷え込みは不可避で、中国経済への依存度を強める資源国やNIEs諸国にもマイナス影響が広がる見込み(図表7-3)。
- (3) 一方、日銀やECBによる積極的な金融緩和が呼び水となり、世界的にバブル的な色彩が強まる可能性も。足許、円資金を調達し海外資産に投資する円キャリー取引が拡大し始めている兆候。足許の金融環境を踏まえると、円キャリー取引は今後も拡大傾向をたどるのは必至で、その規模次第では2005~07年にかけてみられたような大規模な金融バブルが発生するリスクも(図表7-4)。その場合、当面の世界経済は上振れる見込みながら、バブルが崩壊した場合には、成長余力や政策対応余力が乏しい先進国経済には致命的な打撃となる恐れ。

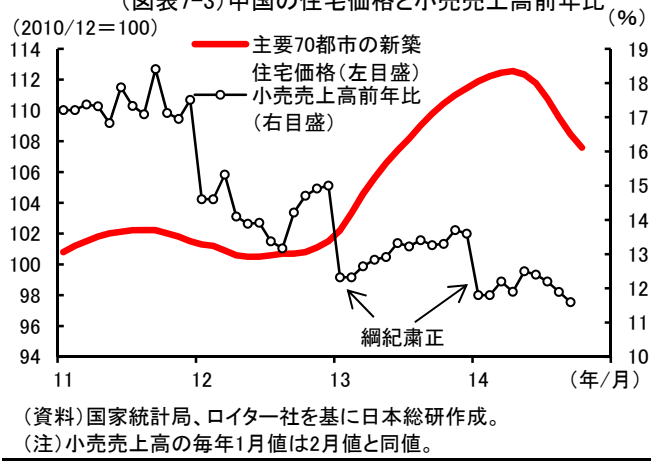
(図表7-1) 主要新興国の経常収支と財政収支
(対名目GDP比、2013年)



(図表7-2) 米金利とドル実効レート(対諸通貨)



(図表7-3) 中国の住宅価格と小売売上高前年比



(図表7-4) 在日外銀本支店勘定(資産)と世界の金融資産対名目GDP比

