

2015年7月2日

No.2015-015

中期的な低成長局面に入った世界経済

— 新興国は趨勢的な減速局面に入る一方、先進国の上振れ余地も限定的 —

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ 世界経済は、停滞感の強い状況が持続。先進国では底堅く推移しているものの、新興国では、緩やかな減速が続き、足許では減速ペース加速の可能性。一方、先進国も世界経済を牽引するには程遠い状況。そこで、新興国の景気下振れリスクと先進国の成長余力を、改めて考察。
- ◆ 中国の景気減速の背景は、「安価な労働力を梃子にした輸出・投資拡大」という成長モデルの行き詰まり。中国に先んじて中所得国となった国では、アジア諸国は輸出比率の高まりにより、その後も6%超の成長を維持。一方、アジア以外の新興国の多くは、通貨安・インフレ高進の連鎖が生じ4%を下回る低成長局面に移行。中国では、大幅な成長鈍化は回避される見込みながら、政府が掲げる「7%前後」の持続的な成長には不透明感。
- ◆ 中国経済への依存度が高い新興国は当面下振れリスクを抱えた状況。こうしたなか、インドは中国経済減速の影響を受けにくく、今後の牽引役として期待。ただし、経済規模や工業化の遅れなど中国の景気減速を補うには未だ力不足で、中国経済の減速に歯止めが掛かるまでは、新興国経済の趨勢的な成長鈍化が続く見通し。
- ◆ 米・英・ユーロ圏の経済成長を、過去バブル崩壊に見舞われた北欧2ヵ国および日本と比較すると、米英は投資比率が大幅に低下し、早期にストック調整が行われたものの、労働分配率の低下持続など投資や雇用に対する企業の慎重姿勢が残存。一方、ユーロ圏では、労働分配率、投資比率ともにバブル崩壊後調整が先送りされた日本と類似の歩み。
- ◆ 米英の高齢化も、成長抑制に作用。過去「人口オーナス期」に転じた先進国の一人当たり実質GDP成長率は、総じて従属人口比率がボトムの時に記録した成長率を下回って推移。米英でも今後3%を大幅に上回る持続的な成長は困難になる可能性。
- ◆ 以上を踏まえると、先進国は着実な景気回復が期待されるものの、上振れ余地は限定的。一方、新興国では、中国を中心に緩やかな減速が続き、世界全体では、2015年に+3.2%まで減速する見通し。持ち直しが期待される2016年も+3%台の成長にとどまる見通し。
- ◆ 先行きの下振れリスクとしては、①米利上げに伴う国際資金フローの変化、②中国経済の失速、③中東情勢緊迫化等に端を発する原油価格の急騰、を指摘可能。

< 目 次 >

1. 現状	1
世界経済は、新興国を中心に引き続き減速基調。 先進国も力強さを欠く展開が持続。	
2. 分析	3
(1) 中国の「7%前後」の持続的な成長達成には不透明感。 (2) 次の成長国インドに期待も、中国の減速を補うには力不足。 (3) バブル崩壊の履歴効果が米英景気を抑制、ユーロ圏は調整長期化。 (4) 高齢化も先進国の成長を抑制。	
3. 見通し	7
2015年は新興国中心に減速。2016年は緩やかに回復へ。	
4. リスク	8
米利上げ、中国での景気失速、原油価格高騰が下振れリスク。	

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・牧田健宛にお願いいたします。

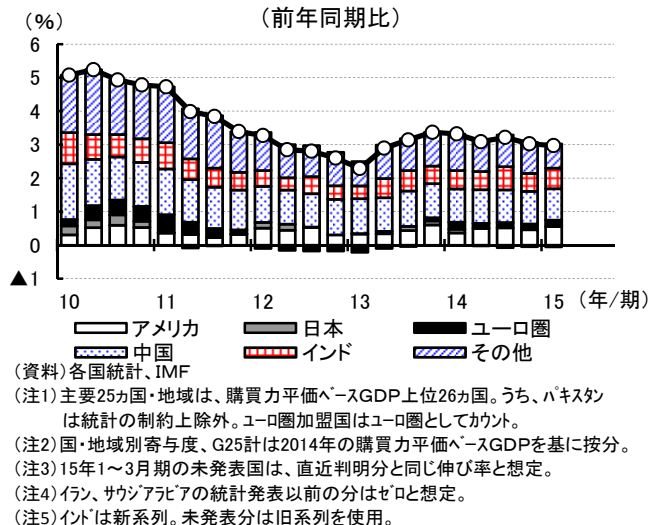
Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

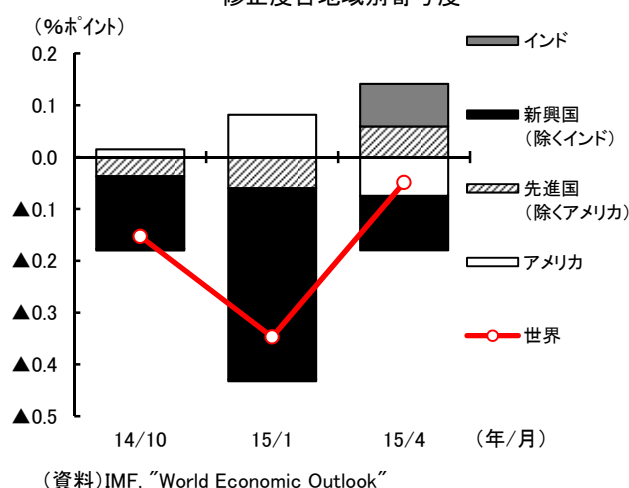
現状 世界経済は、新興国を中心に引き続き減速基調。

- (1) 2014年秋に持ち直しの兆しがみられた世界経済は、その後再び弱含むなど、停滞感の強い状況が持続。主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、米国で安定的な成長が続くなか、日本やユーロ圏も2015年1～3月期にかけて持ち直し傾向が強まり、先進国では底堅く推移。一方、新興国では、2015年に入り中国で小幅減速したほか、その影響を受け資源国やアジア各国でも成長ペースが鈍化。世界経済全体では、総じてみれば、2013年春以降3%前後で一進一退が続くなかで、2014年7～9月期の前年比+3.2%をピークに、2015年1～3月期には同+3.0%まで成長ペースが鈍化（図表1-1）。
- (2) 4月に公表されたIMFの世界経済見通しでも、新興国を中心とした緩やかな景気減速が続いていることが示唆。2015年の成長率は世界経済(+3.5%)、先進国(+2.4%)、新興国(+4.3%)といずれも1月改定値から変わっていないものの、同見通しの地域別寄与度をみると、世界経済全体の7%強のウエイトを占めるインドでの統計見直しを受けた成長率上振れが世界経済成長率を0.1%ポイント弱、新興国成長率を0.1%ポイント強押し上げ（図表1-2）。
- (3) むしろ新興国では足許で減速ペースが一段と強まっている可能性。世界輸出数量の推移をみると、先進国で底堅く推移する一方、新興国では2015年入り以降大幅に減少。中国では輸入の大幅な減少が続いており、新興国の輸出に悪影響を及ぼしている公算（図表1-3）。内需も足許で低迷が顕著に。主要新興国の自動車販売台数は、タイなどでの支援策打ち切りに伴う反動もあり、2014年半ば以降減少する国が散見（図表1-4）。

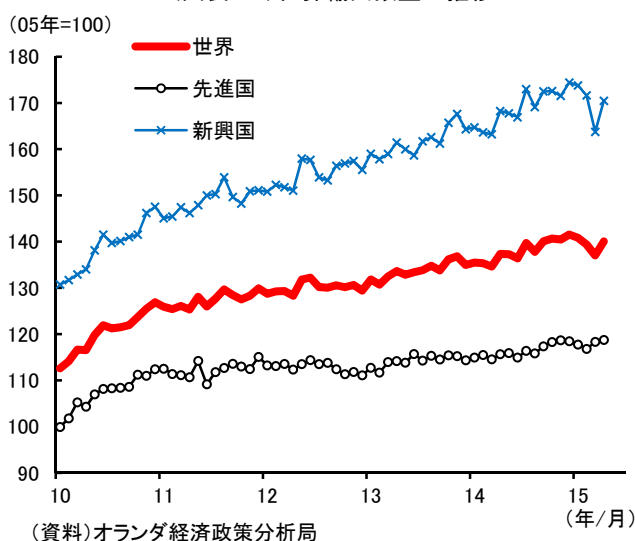
(図表1-1) 主要25カ国・地域の実質GDP成長率 (前年同期比)



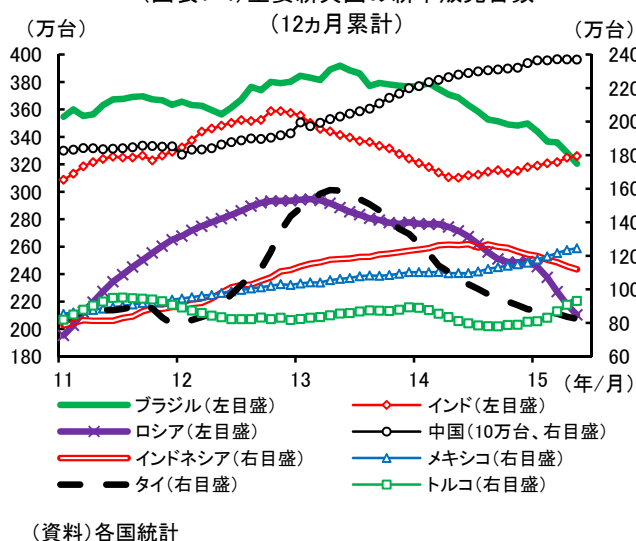
(図表1-2) 2015年IMF世界経済見通しの修正度合地域別寄与度



(図表1-3) 世界輸出数量の推移

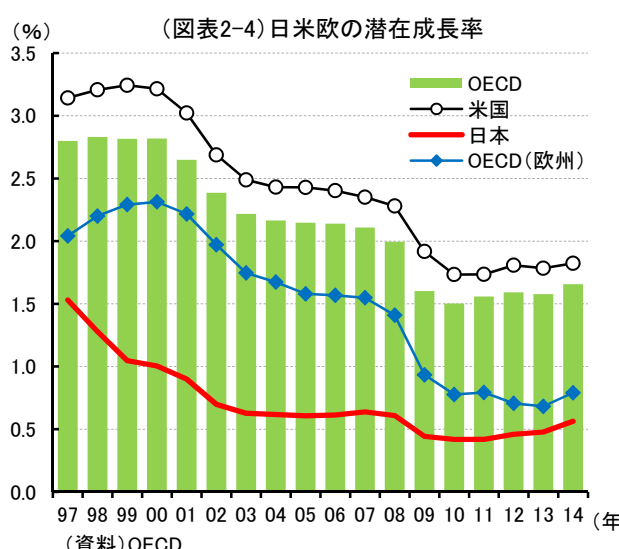
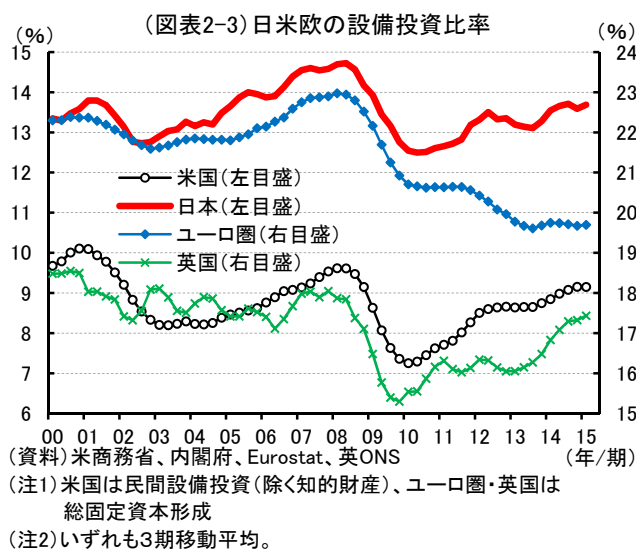
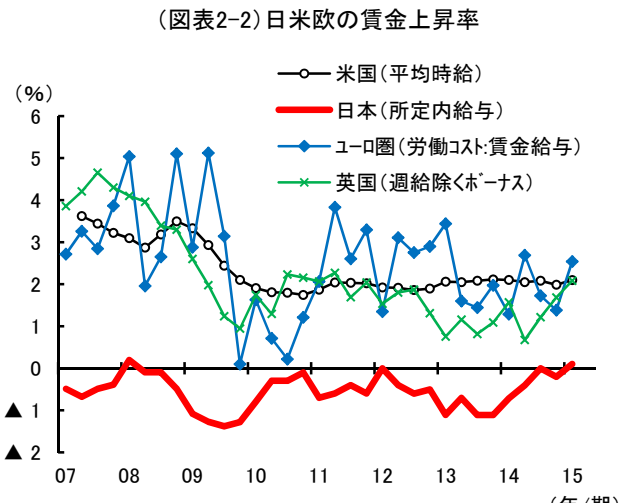
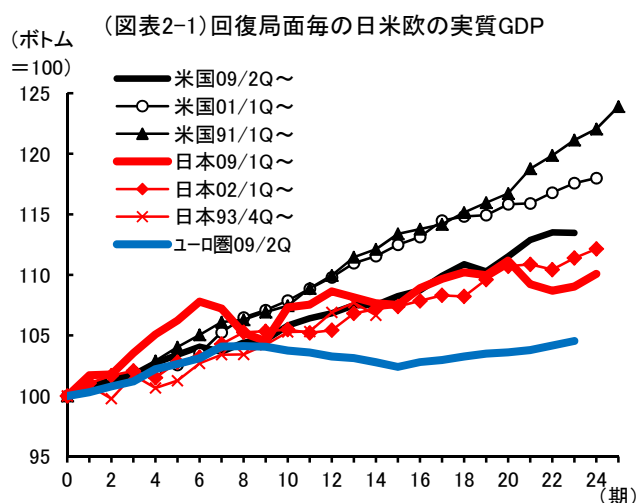


(図表1-4) 主要新興国の新車販売台数



現状 先進国も力強さを欠く展開が持続

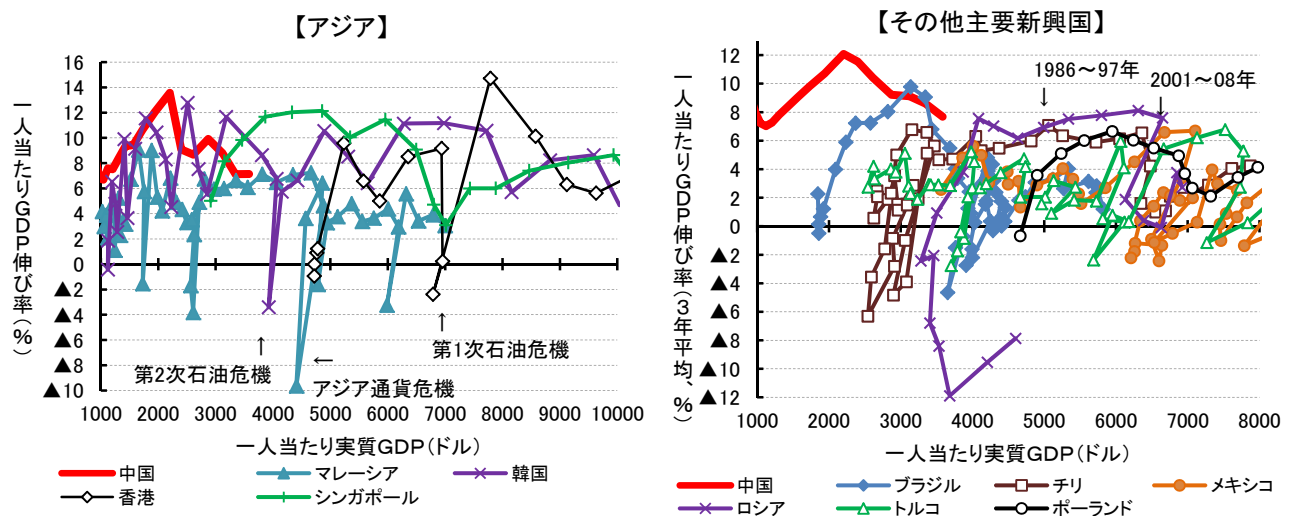
- (1) 一方、底堅い先進国も世界経済を牽引するには程遠い状況。日米欧の実質GDPをみると、米国の回復ペースは現状「失われた20年」とされる日本の90年代及び2000年代とほぼ同じ。わが国の景気も、振れを伴いつつも、当時と大きく変わらないペース。ユーロ圏に至っては、当時よりも低い成長にとどまっており、いずれも力強さを欠いた状況（図表2-1）。
- (2) この背景の一つに、賃金の伸びが過去の景気回復局面对比鈍いことを指摘可能。米欧の賃金上昇率は、リーマン・ショック前は前年比+3～4%台で推移していたものの、足許では同+2%前後に。わが国においても、ようやくマイナス圏から抜け出した段階で、個人消費の大幅な増加は期待薄（図表2-2）。また、設備投資の低迷も指摘可能。日米欧の設備投資比率をみると、米国では9%前後、日本は13%台で頭打ちとなっているほか、英国も従来対比1%程度低い水準。ユーロ圏に至ってはようやく下げ止まった程度（図表2-3）。
- (3) 米欧では、賃金増・投資増という「景気の自律拡大メカニズム」が従来のように作動しにくくなっており、この結果、米欧ともに潜在成長率が低下すると同時に、ディスインフレ傾向も明確化（図表2-4）。こうした潜在成長率の低下が、リーマン・ショック後の一時的な景気停滞を受けたものであれば、いずれ投資の活発化とともに、潜在成長力も再上昇する見込み。一方で、構造的なものであれば、今後も景気の大規模な上振れは期待できず、世界経済を牽引する力も極めて限定的なものになる恐れ。そこで、以下では、新興国の景気下振れリスクと先進国の成長余力を、改めて考察。



分析 中国の「7%前後」の持続的な成長達成には不透明感

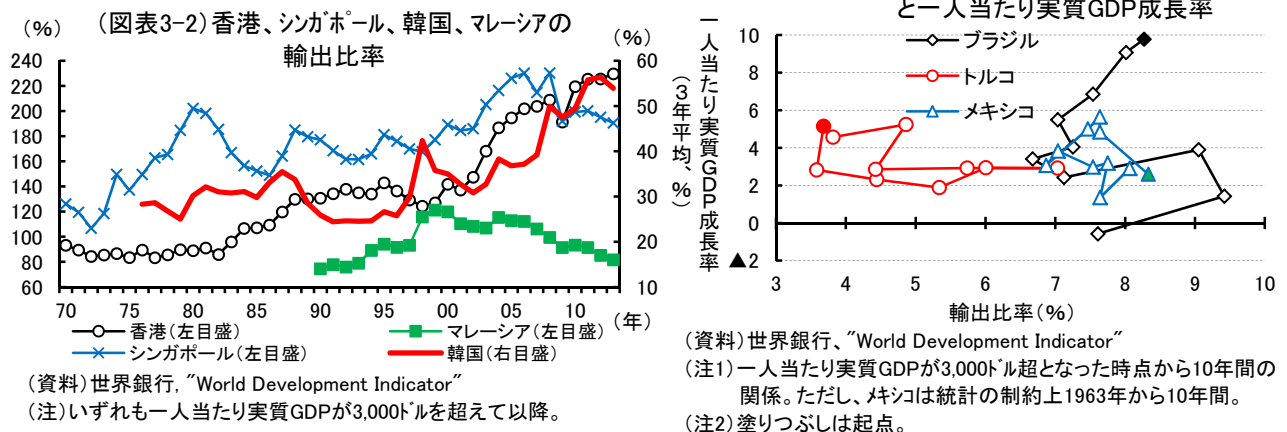
- (1) 新興国景気をけん引してきた中国の景気減速には、過剰投資など様々な要因が指摘されているものの、本質は所得水準の上昇による「安価な労働力を梃子にした輸出・投資拡大」という経済成長モデルの行き詰まり（中所得国の罫）。そこで、中国に先んじて中所得国となった他のアジア諸国の一人当たりGDPの水準と実質GDP成長率をみると、マレーシアでは明らかな成長率の下方シフトが生じたものの、その他の国では石油危機等の外的ショックを除けば、総じて6%超の成長を維持。一方で、アジア以外の主要新興国では、資源価格の高騰がみられたチリ（銅、80年代半ば～90年代後半）、ロシア（原油、2001年～08年）で6%を上回る成長が続いたものの、それ以外では、軒並み4%を下回る低成長局面に移行（図表3-1）。
- (2) 両者のパフォーマンスの違いの背景を探るため、アジア諸国の輸出比率をみると、高成長を記録したNIEs各国では輸出比率が上昇。一方で、成長率が下方にシフトしたマレーシアでは輸出比率が低下（図表3-2）。低成長に移行した新興国（メキシコ、ブラジル、トルコ）では、一時的な輸出比率の高まりはみられるものの、いずれも実質GDP成長率の高まりを伴わずに元に戻っており、当該国では通貨安とインフレ高進の連鎖が生じたことが示唆（図表3-3）。
- (3) これらを踏まえると、中国では、製造業の基盤が強固であり、通貨安を通じたインフレ高進というリスクが小さく、その他主要新興国のような低成長局面への移行は回避される見込み。一方で、経済規模等を踏まえると、他のアジア諸国のような輸出比率のさらなる上昇も期待しにくく、政府が「新常态」として掲げる「7%前後」の持続的な成長の達成には不透明感。

(図表3-1)一人当たりGDPの水準と成長率



(資料)世界銀行, "World Development Indicators"
(注)一人当たり実質GDPは2005年基準。

(図表3-3)ブラジル、トルコ、メキシコの輸出比率と一人当たり実質GDP成長率



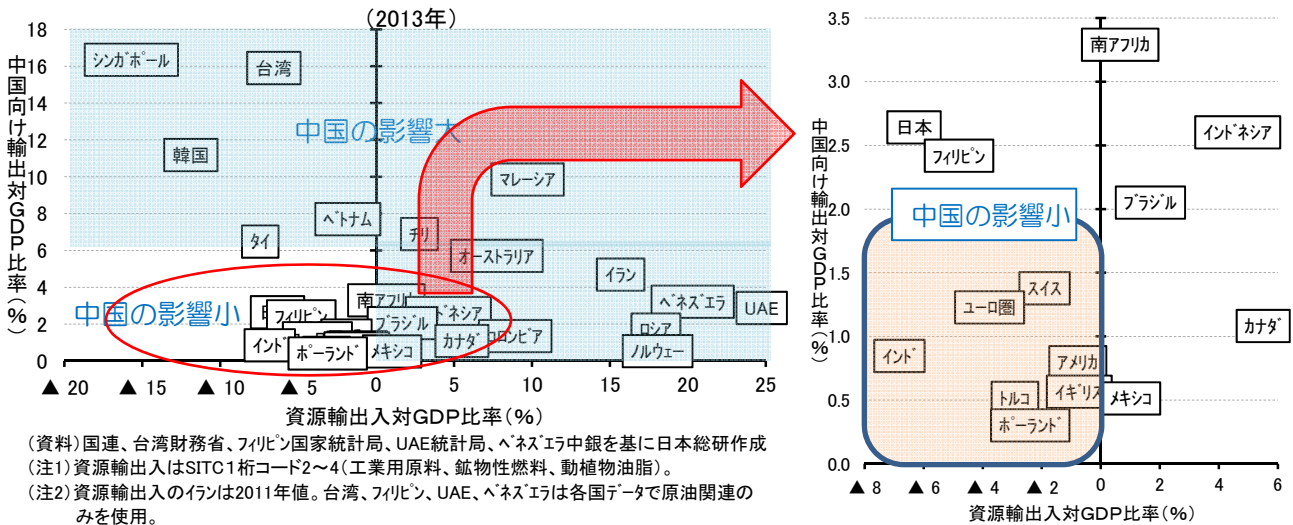
(資料)世界銀行, "World Development Indicator"
(注)いずれも一人当たり実質GDPが3,000ドルを超えて以降。

(資料)世界銀行, "World Development Indicator"
(注1)一人当たり実質GDPが3,000ドル超となった時点から10年間の関係。ただし、メキシコは統計の制約上1963年から10年間。
(注2)塗りつぶしは起点。

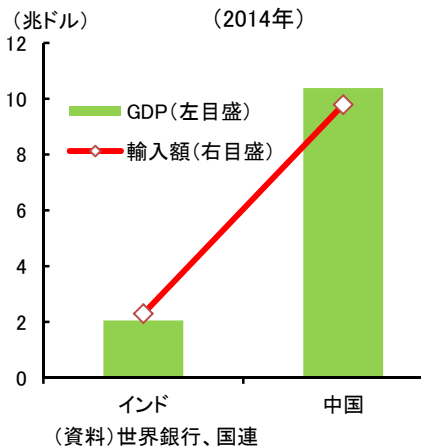
分析 次期の成長国インドに期待も、中国の減速を補うには力不足。

- (1) 中国経済が当面下振れリスクを抱えるなか、これまで中国の高成長の恩恵を受けてきたNIEsや資源国を中心とした新興国は当面下振れリスクを抱えた状況が続く見通し。一方、主要国の中国向け輸出比率と資源輸出入の対名目GDP比をみると、アメリカやユーロ圏、イギリスなどの先進国では、中国向け輸出比率が必ずしも大きくなく、かつ、資源輸入国で資源価格下落のメリットを享受。新興国でも、インド、トルコ、ポーランド等の中東欧諸国は、マイナス影響が少なく、プラスの影響を享受（図表4-1）。このうち、①トルコ経済がポピュリズムに陥り、厳しい状況に追い込まれていること、②中東欧諸国では経済規模が限られること、を踏まえると、中国に代わる成長国としてインドへの期待は増大。
- (2) 一方で、これまで新興国経済を牽引してきた中国の景気減速を補うにはインドはいまだ力不足な状況。経済規模はGDP、輸入額ともに中国の5分の1にすぎず、インド経済の1%ポイントの上振れでも、中国経済の0.2%ポイントの減速しか相殺できない状況（図表4-2）。また、輸入についても、鉱物性燃料等の輸入については中国の半分程度と比較的大きいものの、機械類および輸送用機器類は中国の10分の1、このうち電気機器・自動車関連は20分の1程度で、工業化が遅れるなかで、工業製品の輸出先としての受け皿とは到底なりえない状況（図表4-3）。
- (3) こうした状況を踏まえると、インドが中国に代わって新興国経済さらには世界経済の牽引役になるにはなお相当の時間を要するとみられ、中国経済の減速に歯止めがかかるまでは、新興国経済の趨勢的な成長鈍化が続く見通し。

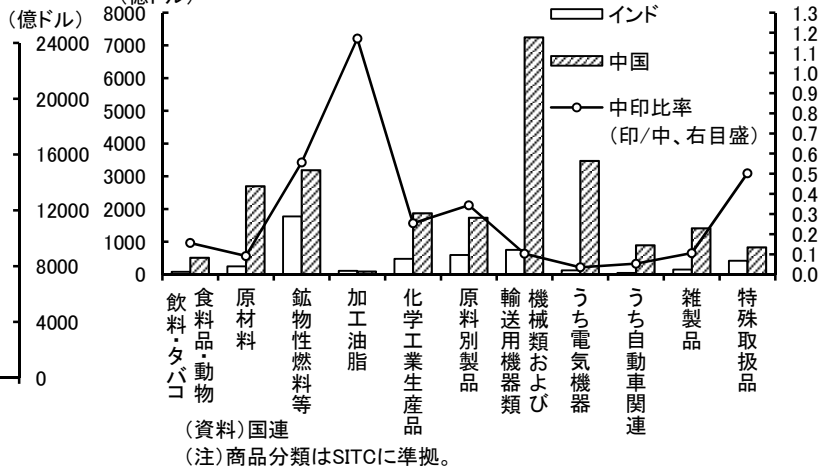
(図表4-1) 主要国の中国向け輸出と資源輸出入のGDP比



(図表4-2) 中印の経済規模比較



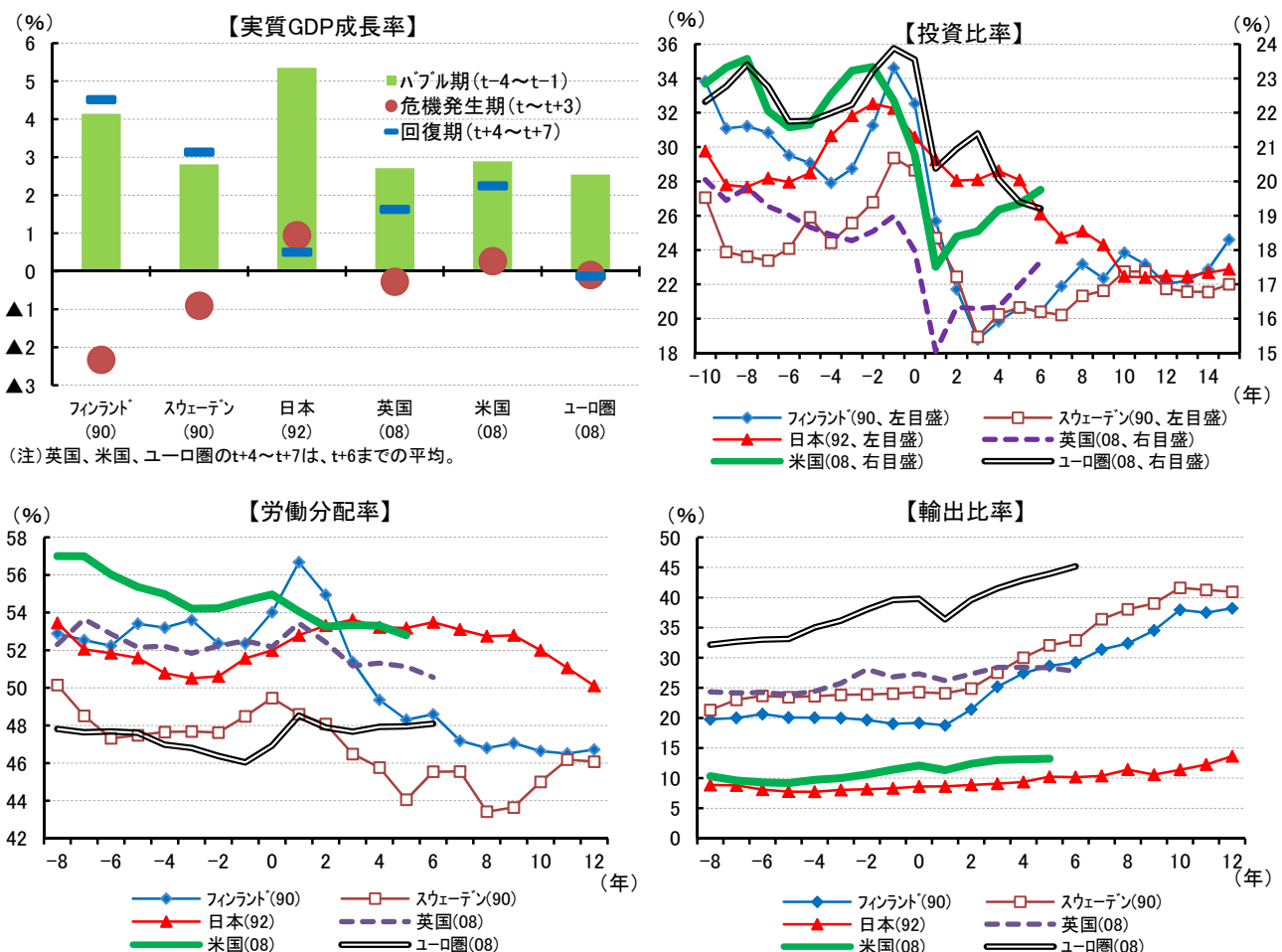
(図表4-3) 中印の商品別輸入額の比較(2014年)



分析 バブル崩壊の履歴効果が米英景気を抑制、ユーロ圏は調整長期化。

- (1) 一方、米国経済が90年代、2000年代の日本と同じ成長ペースにとどまっているということは、リーマン・ショックが日本のバブル崩壊に匹敵あるいは凌駕するほどの負のインパクトがあったことを示唆。そこで、80年代以降先進国でバブル崩壊に見舞われたフィンランド、スウェーデン、日本とリーマン・ショック以降の英国、米国、ユーロ圏の経済パフォーマンスを比較。
- (2) まず実質GDP成長率をみると、北欧2カ国はバブル崩壊直後こそ景気が大幅に落ち込んだものの、4年目以降バブル期を上回る高成長に復帰。一方、米、英、ユーロ圏ともに危機後3年間は日本同様ほぼゼロ成長となった後、米英はバブル期を1%程度下回る水準まで持ち直し。一方、ユーロ圏は現状日本同様低空飛行が持続(図表5)。そのパフォーマンスの違いを探るため、投資比率、労働分配率、輸出比率をみると、北欧2カ国は投資比率、労働分配率が低下するなか、輸出比率が大幅に上昇。大幅な通貨安を背景に輸出主導で高成長に復帰したことを示唆。米英は、バブル崩壊直後に投資比率が大幅に低下。その後持ち直しも、依然バブル期を下回る状況。一方、輸出比率に顕著な上昇はみられず、労働分配率は緩やかな低下が持続。これは、早期にストック調整が行われたものの、投資や雇用に対する企業の慎重姿勢が残存していることを示唆。これに対し、日本とユーロ圏では、労働分配率の低下はみられず、輸出比率が緩やかに上昇する一方、投資比率の低下ペースは米英対比緩やかながら長期化。バブル崩壊後の調整が先送りされてきたことを示唆。
- (3) これらを踏まえると、ユーロ圏の景気回復は90年代、2000年代の日本同様極めて緩慢なペースにとどまる公算大。一方、米英では、ストック調整が一巡するなか、企業の慎重姿勢が解消されれば、バブル期平均の2%台までの回復は期待可能。

(図表5) 先進国におけるバブル前後の経済パフォーマンス



(資料) 投資比率はIMF, "World Economic Outlook Database, April 2015", それ以外はOECD。
(注) 国名の後の()はバブル崩壊年。ここでは季調値でマイナス成長に陥った年とした。

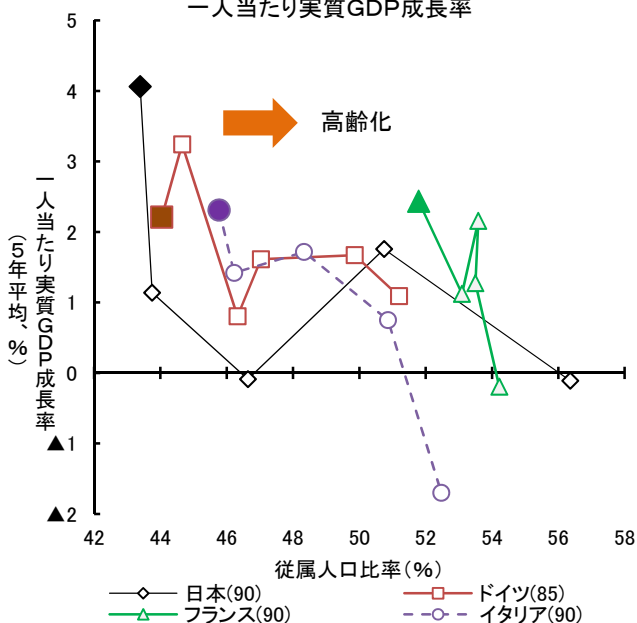
分析 高齢化も先進国の成長を抑制

(1) 一方、日本やドイツ・フランス・イタリアに続いて、米国や英国でも従属人口比率が上昇に転じ、「人口オーナス期」に突入したことも、先進国の成長抑制に作用している可能性。そこで、2000年までに「人口オーナス期」に転じた以上4カ国の従属人口比率と一人当たり実質GDP成長率の関係をみると、ドイツでこそ1985年にボトムアウトして5年後の1990年に東独統一に向けた投資ブーム等もあり高成長を記録したものの、それを除けば、いずれも従属人口比率がボトムの時に記録した成長率（5年中央移動平均値）を上回れない状況。高齢化は、生産性の低下等を通じて、成長率の鈍化を招くことを示唆（図表6-1）。

(2) こうした過去の関係を2005年に従属人口比率がボトムアウトした米国・英国・スペインに当てはめると、いずれも2005年に一人当たり実質GDP成長率が2%前後となっており、今後は同水準を持続的に上回る成長は困難になる可能性（図表6-2）。いずれの国も、日本やドイツなどと異なり、人口の増加（米国+0.8%、英国+0.6%、スペイン+0.3%、いずれも2015年の中位推計）が見込まれていることから、2%台前半から後半の安定成長持続は期待可能ながら、米英では3%を大幅に上回る持続的な成長は期待できなくなりつつある状況。

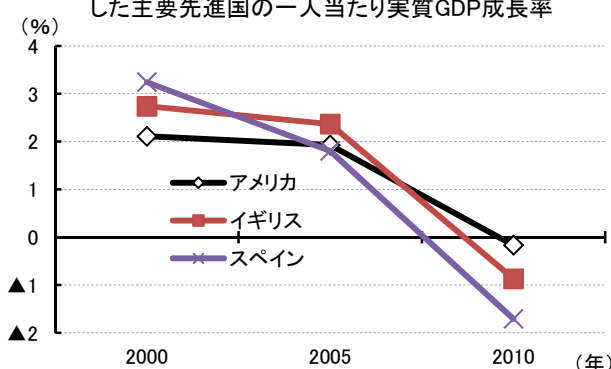
(3) ちなみに、2010年には、カナダ、オーストラリア、ロシア、韓国、ポーランドも従属人口比率がボトムアウト（図表6-3）。カナダ、オーストラリア、ロシア等の資源国では、先行き資源に対する需要が高まれば成長率の上振れは期待可能ながら、韓国やポーランドなどでは、高齢化が足かせとなり、成長率は中期的に低下していく可能性。なお、2015年には、中国やタイ等でもボトムアウトする見込み。

(図表6-1) 日独仏伊の従属人口比率と一人当たり実質GDP成長率



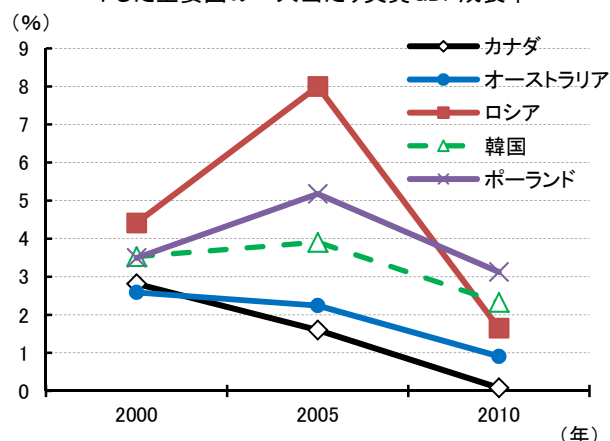
(資料)United Nations, "World Population Prospects: The 2012 Revision", World Bank "World Development Indicators"
 (注1)従属人口比率ボトムの年(マーカー塗りつぶし)を起点に5年毎。
 (注2)一人当たり実質GDPは当該年を含む5年中央移動平均。
 (注3)凡例の()は従属人口比率ボトムの年。

(図表6-2) 従属人口比率が2005年にボトムアウトした主要先進国の一人当たり実質GDP成長率



(資料)World Bank "World Development Indicators"
 (注)一人当たり実質GDPは当該年を含む5年中央移動平均。

(図表6-3) 従属人口比率が2010年にボトムアウトした主要国の一人当たり実質GDP成長率



(資料)World Bank "World Development Indicators"
 (注)一人当たり実質GDPは当該年を含む5年中央移動平均。

見通し 2015年は新興国中心に減速。2016年は緩やかに回復へ。

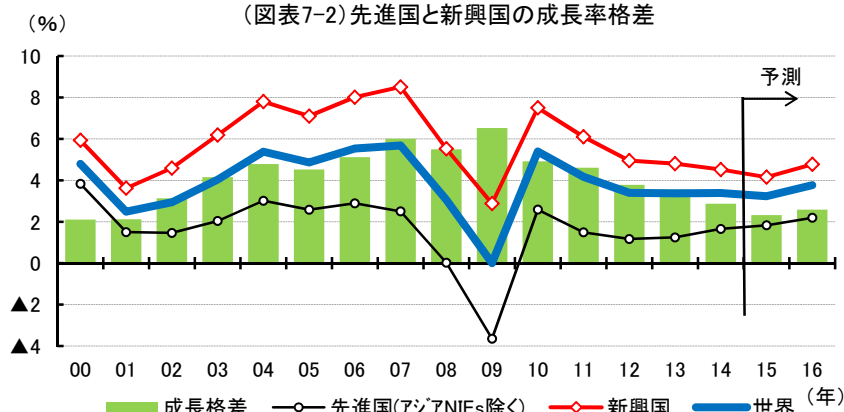
- (1) 以上を踏まえ、世界経済の先行きを展望すると、米国では1～3月期のマイナス成長により2015年こそ低成長にとどまるものの、賃金の緩やかな上昇を背景に今後は+2%台後半での安定的な成長が見込まれるほか、日本やユーロ圏でも、通貨安や低金利等を背景に総じて+1%台の成長が見込まれ、先進国全体では、緩やかな拡大が続き、2016年には2010年以来の+2%台の成長率を回復する見通し。もっとも、リーマン・ショックや高齢化等を受けて成長上振れ余地が限られるなか、2004～2007年にみられた+2%台後半～+3%の成長には至らない見通し。一方、これまで減速が続いていた新興国では、中国経済の緩やかな減速持続、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、2015年には2009年以来となる+4.2%まで成長率が鈍化する見通し。資源価格下落による悪影響一巡が期待される2016年には、持ち直しが期待されるものの、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、回復ペースは総じて緩慢にとどまる見通し。
- (2) この結果、世界の実質GDP成長率は、2015年に2012～14年（+3.4%）を小幅下回る+3.2%まで減速した後、2016年には持ち直す見通ししながら、2004～2007年にみられた+5%前後の成長には程遠い+3.8%にとどまる見通し（図表7-1、7-2）。

(図表7-1) 世界の実質GDP成長率見通し (暦年、%)

	2013年 (実績)	14年 (実績)	15年 (予測)	16年 (予測)
世界計	3.4	3.4	3.2	3.8
先進国	1.2	1.7	1.8	2.2
米国	2.2	2.4	2.3	2.8
ユーロ圏	▲0.4	0.8	1.3	1.6
日本	1.6	▲0.1	0.9	1.3
新興国	4.8	4.5	4.2	4.8
BRICs	6.1	5.8	5.1	5.6
中国	7.7	7.4	6.9	6.8
インド	6.4	7.1	7.4	7.6
NIEs	2.9	3.3	3.0	3.2
ASEAN5	5.1	4.6	4.8	5.3

(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、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。年度(当年4月～翌年3月)。

(図表7-2) 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 米利上げ、中国での景気失速、原油価格高騰が下振れリスク。

- (1) こうした見通しに対し、主要なリスクは、米国での利上げに伴う国際資金フローの変化。米国の大幅な需給ギャップ等を踏まえると、FRBの利上げは慎重なペースで行われ、長期金利の上昇余地も限られる見込みながら、リーマン・ショック以降世界経済を下支えしてきた先進国の大規模な金融緩和局面が終焉を迎えるなかで、国際資金フローに大きな変化が生じるリスク。なかでも、金融緩和局面下で資金の受け皿となっていた新興国から資金が流出すれば、通貨安によるインフレ高進・金利上昇等により、新興国景気が大きく下振れする恐れ（図表8-1）。また、先進国でも、大規模な金融緩和という下支え効果が消失していくなかで、株高基調に変調が生じれば、賃金の伸び鈍化で資産効果に依存している家計部門にマイナスの影響を及ぼす恐れ（図表8-2）。
- (2) 第二に、中国経済の失速。中国政府は、「消費主導型経済」への転換を目指し構造改革を進める意向を示しているものの、社会融資総量は引き続き増加しており、投資拡大や企業の過剰債務問題には何ら改善がみられていない状況（図表8-3）。当面金融・財政面からの下支えは可能ながら、経済構造が改まらなければ、政策対応余力が低下し、景気が失速する恐れも。その場合、中国経済への依存度が高い資源国やNIEs諸国にマイナス影響が広がる見込み。
- (3) 第三に、中東情勢緊迫化など地政学リスクに端を発する原油価格の急騰。先進国の持ち直し、及び、アジア諸国の景気失速回避は、昨年秋以降の原油価格の大幅な下落に伴う交易条件の改善やインフレ率鈍化を受けた金融緩和が大きく寄与。足もとで原油価格が再び高騰すれば、先進国での消費減退は避けられないほか、アジア諸国でもインフレ高進から金融引き締めを余儀なくされる恐れ。原油価格が高騰した場合、米国のシェールオイルの増産が見込まれるものの、中東での供給減少を即座に補完できるかは不透明（図表8-4）。

