

2019年10月4日 全4頁

新興国経済ニュースレター（2019年10月）

製造業と非製造業のデカップリングが世界を救う？

経済調査部長
児玉 卓

[要約]

- 世界的に製造業の景況感が悪化している。この状況が早期に収束することは期待しがたいが、先進国においては製造業と非製造業とのデカップリングにより、極端な景気悪化は回避されると思われる。もっとも、この構図は製造業を成長のドライバーとしている新興国には当てはまらない。貿易停滞が長期化すればするほど新興国の不利が明確化しよう。
- このところ新興国でも広くインフレ率が低下している。これが利下げモードを継続させる一つの背景になっているが、新興国の金融政策は外部環境次第の面がある。世界的な景況感が悪化するなどして為替防衛の必要から金利引き下げが困難になった時、新興国におけるディスインフレは実質金利を引き上げるという副作用をもたらす可能性がある。

先進国における製造業と非製造業のデカップリング

米国のISM・製造業景況感指数が9月におよそ10年ぶりの低水準に落ち込み、ユーロ圏でも同月にかけて製造業景況感の悪化が続いている。特に輸出立国のドイツの悪化が顕著である。グローバルレベルでも製造業の生産活動と貿易数量の停滞が継続している。オランダ経済政策分析局によれば、世界の貿易数量は昨年12月に前年比マイナスとなった後、プラスマイナス・ゼロ近傍の動きが続いている。世界の鉱工業生産の停滞は徐々に明確化し、6月には前年比0.2%にまで落ち込んだ。米欧の製造業関連統計を見る限り7月以降も悪化継続が必至の状況である。

生産と貿易は相互に影響を与え合うが、現在の両者の足の引っ張り合いがトランプ流保護主義に端を発する貿易の停滞に一因があるとすれば、しばらくは底が見えない状況が続く可能性がある。貿易の縮小は意図せざる在庫を増加させ、生産減少をもたらす。そして、貿易環境の悪化が長期化すると見込んだ企業は、設備投資を先送りにする。トランプ氏の保護主義的姿勢は硬化と軟化を繰り返してはいるものの、同氏の政権が続く限り貿易環境にかかわる不確実性が払しょくされるとは考えにくく、総じて製造業の活動にはブレーキがかかり続けると予想されるからだ。

図表 1 世界の鉱工業生産と貿易数量

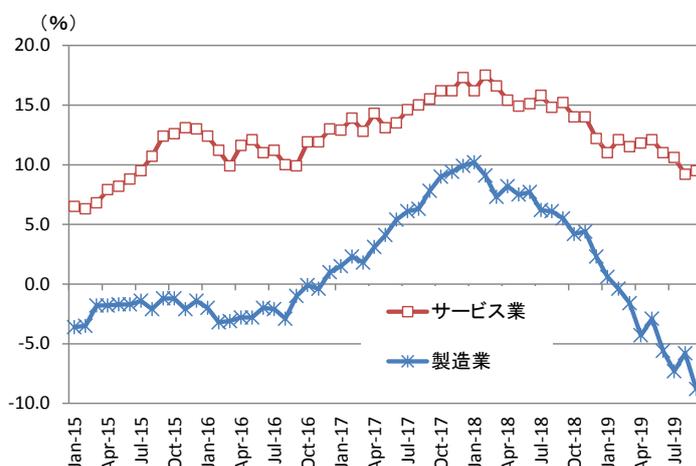


(出所) オランダ経済政策分析局より大和総研作成

もともと、このことは世界経済が想定以上の悪化に見舞われることを必ずしも意味しない。かつてほどのけん引力は失いながらも、米国が世界経済の下支え役を演じるというシナリオを捨て去るには尚早であるように思われる。それは、先進国においては製造業の業況悪化を製造業部門にとどめ置くことが可能であると考えられるからだ。

ユーロ圏では米中摩擦が本格化する以前から景気に変調が見られ始めたが、やはりそれは製造業主導のものであった。しかし図が示すように、製造業景況感の急速な悪化が進む中、サービス業の悪化の程度は極めて穏やかなものに留まっている。もちろん、両者の完全なデカップリングはあり得ない。例えば、製造業の雇用が減少すればサービスへの需要も減退する。しかし、経済全体に占める製造業のシェアの小ささが悪化の波及の程度を緩和し得る。ユーロ圏全体の製造業のシェアはおよそ 17%であり、サービス産業の層の厚さと、国によって程度は異なるが公共サービスの充実・公共セクターにおける雇用の提供が、短期循環的な製造業の経済全体への波及を緩和させているとみなせよう。

図表 2 ユーロ圏の企業景況感



(出所) 欧州委員会、Haver Analytics より大和総研作成

ユーロ圏に遅れて製造業の景況感悪化に見舞われている米国では、製造業の経済全体に占めるシェアは 11%程度にすぎない。米国の製造業の苦境が経済全体に波及する度合いは、ユーロ圏以上に軽微に留まるとみるのが妥当であろう。他にも気を付けておくべき点があるのは無論だが、貿易縮小に伴う製造業の景況悪化のインパクトについて、過大評価する必要はないということだ。

新興国はそうはいかない

もともと、こうしたデカップリングの図式は、製造業を成長のドライバーとしている多くの新興国には当てはまらない。ブラジルやロシアなどの資源依存国へのインパクトは間接的だが、やはり資源価格は中国をはじめとした資源利用効率の低い途上国、新興国の成長率の影響を、相対的には強く受けやすい。総じていえば、米国発の保護主義、米中摩擦、世界貿易と製造業の景況の停滞が長期化すればするほど、先進国に比して新興国の被害が拡大してくる可能性が高い。

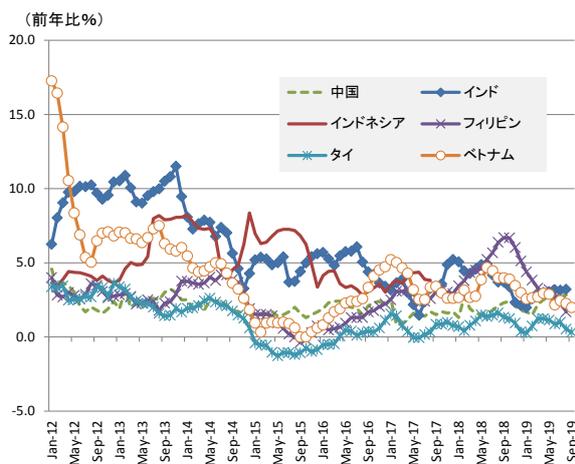
ちなみに製造業のシェアにのみ注目すれば、インドは 17%、フィリピンは 19%であり、ユーロ圏と大きな違いはない。製造業の景況悪化が結果として大きな波及効果を持たないということは、これら新興国に関してもあり得よう。ただし、ユーロ圏や米国が、工業化のフェーズを経た後に経済のサービス化が進み、分厚いサービス産業を蓄積しているのとは異なり、インド等の製造業比率の低さは工業化が十分に進展していない結果である。これらの国にとっては、貿易の収縮と製造業の世界的な不調は、工業化の進捗を妨げるという別種の問題を引き起こす。また、外部環境の影響を受けにくいサービス産業の蓄積、それを支える中間層の存在も不十分である。製造業のシェアに大きな差はなくとも、経済の内実は全く異なっている。

新興国におけるディスインフレ

(かつての新興国) 韓国の消費者物価上昇率が 9 月に前年比マイナスとなった。このところ多くの新興国が利下げに動いているが、それは FRB の金融緩和への転換を受けたものであると同時に、先進国同様に新興国においてもインフレ率が総じて低下していることを背景としている。各国のインフレ率が趨勢的に低下しているとは必ずしも言えないものの、図表で示す主要新興国の CPI はいずれも前年比 5%の範囲内に収まっている。これはかなり珍しい現象といえよう。

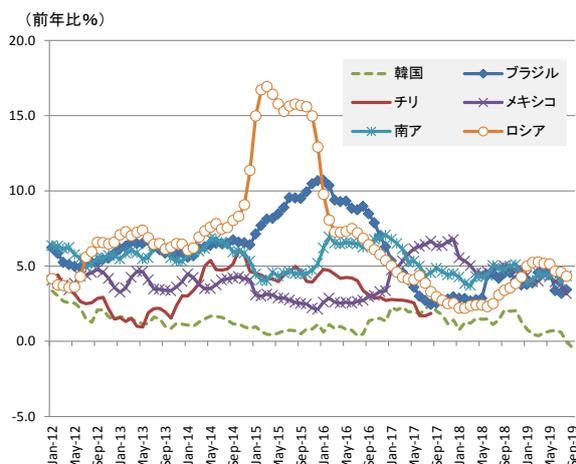
もちろんアルゼンチン (8 月の消費者物価上昇率: 前年比 54.5%) やトルコ (9 月: 同 9.3%) のような例外もあるが、両国の高インフレの背景には為替レートの暴落という共通点がある。つまり現在のグローバルな環境の中では、為替管理を失敗しなければインフレ率を低位に保つことがかつてより容易になっているといえるかもしれない。同時に、為替レートの安定は引き続き新興国にとって重要な命題であり続けているということだ。ここをクリアできれば、各国中央銀行は景気重視の金融政策を遂行しやすくなる。

図表3 新興国の消費者物価上昇率①



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表4 新興国の消費者物価上昇率②



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

ただし新興国に広くデシインフレが定着し、インフレ率がさらに低下する一方、外部環境の変調などから金利引き下げが困難になった場合、実質金利が上昇してしまう可能性があることには注意しておくべきかもしれない。これまで多くの新興国が利下げモードを継続できているのは、FRBの緩和への転換に加えて、グローバル金融市場が比較的安定しており、新興国からの資本流出圧力が高じることがないためでもある。こうした環境が持続するには、グローバルな景況感が極端に悪化しないことが必要である。その意味で既述の先進国における製造業と非製造業とのデカップリングは好材料といえるが、例えば巨大化した中国の想定以上の景気悪化が生じるなどすれば、上記のデカップリングが成立したまま世界景況感が底割れすることはあり得る。米中摩擦の行方と中国経済には引き続き注意しておかなければならない。

またこれも既述のように、米国の世界経済下支え機能への期待を放棄するのは尚早と考えるが、同国にしてもいずれ景気後退は経験せざるを得ない。その時、新興国のデシインフレは景気悪化を加速させてしまう足枷になる可能性がある。