

世界経済の好循環の終わり方

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

欧米の金融政策の転換と関連して指摘されることの多いリスクに、ドル金利の上昇などに伴う新興国からの資本流出がある。当然、それが顕在化する際のマグニチュードは、どの程度の資本が前もって新興国に流入していたかに依存する。世界経済が安泰で、しかもそれが先進国の低インフレと併存する中では、リスク許容度、金利差（新興国－先進国）の双方から新興国への資本流入が促される。現在進行中のこうした局面が長期化すれば、外部環境が変調を来した際に起こり得る反動の潜在的な規模が増幅する。もっとも、もう一つのリスクにも目配りが必要であろう。それは資本流入が新興国の景気を刺激し、インフレ率を抑制しながら、新興国の金融緩和を促すことで引き起こされる、世界経済の好循環そのものをもたらすリスクである。ここに通貨上昇の抑制を目的とした為替介入が加わると、過度の資産価格の上昇を伴う新興国バブル発生蓋然性が高まる。差し迫ったリスクではなかろうが、世界経済の好循環の終わり方の一つとして、新興国バブルの生成と破裂は有力な候補と捉える必要があるように思える。

日本

2017年4-6月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2017年度が前年度比+1.7%（前回：同+1.9%）、2018年度が同+1.3%（同：同+1.2%）である。米国向け輸出を中心に外需拡大はいったん足踏みするものの、①雇用環境の改善に伴う消費の拡大や②生産性向上投資を牽引役として、内需牽引型の成長が続く見通しだ。世界経済および日本からの輸出は、①米国を中心とした在庫の回復・積み増し、②欧州を中心とした財政拡張（緊縮ペースの鈍化）、③共産党大会を控えた中国経済の加速、といった短期循環要因に支えられて当面は堅調な推移を続けてきた。しかし、これらの好材料は総じて、2018年以降剥落に向かう可能性を排除できない。資本ストック循環図を用いた主要各国・地域および世界経済全体の循環局面の分析に基づけば、「米国経済は成熟化の局面」、「中国経済は調整の局面」、「欧州経済は伸びしろが残る」が、世界経済全体では成熟化の局面に入っている公算が大きいとの示唆が得られる。

米国

8月25日にテキサス州に上陸したハリケーン・ハービー、および9月10日にフロリダ州に上陸したハリケーン・イルマは米国に多大なる被害をもたらしている。現時点で確認できる8月や9月前半までの経済統計を見ると、鉱工業生産や消費者マインドなどではハリケーンによる下押しが確認されている。ハービーの上陸が8月下旬、イルマの上陸が9月であったことを踏まえると、ハリケーンによる悪影響は9月分の経済指標にも相当程度残る公算が大きい。一方で、ハリケーンによる消費や投資の先送りや、被害を受けたストック、例えば住宅や自動車の復旧・復興需要の顕在化が、先行きは経済を押し上げる要因になるとみられる。米国経済は底堅い成長が続いており、そうした基調は今後も変わらないとみられるが、ハリケーンの影響に

よって当面の間、経済指標の振れが大きくなると考えられる。ハリケーンによる被害の拡大を受け、3ヵ月間の連邦債務上限の適用停止と、ハリケーン被害に対する約150億ドルの救済措置を含む暫定予算を一体化した法案が9月8日に成立した。これによって9月末が期限とされていた債務上限問題、予算不成立による政府機関閉鎖のリスクは12月8日まで先送りされることになった。ハリケーンの副次的な影響として、当面の財政危機は回避されたことになる。

欧州

4-6月期のユーロ圏経済は前期比+0.6%、前年比+2.3%成長となった。雇用者所得の増加を追い風に個人消費が強い。4-6月期の就業者数は前年比+1.6%と9年ぶりの高い伸びとなり、賃金上昇率も同+2.2%に加速した。ユーロ高による輸出抑制効果が今後予想されるものの、消費者と企業の景況感が高水準を維持しており、内需主導の景気拡大が継続すると見込まれる。ユーロ圏の成長率は2017年+2.2%、2018年は+1.8%と予想する。4-6月期の英国経済は前期比+0.3%、前年比+1.7%と低成長だった。特に個人消費が前期比+0.1%と減速したことが目を引く。失業率は1975年以来の水準に低下しているが、4月の自動車税増税に伴う新車販売の落ち込みに加え、Brexitを巡る先行き不透明感が影を落としたとみられる。消費者信頼感はいじわじわ悪化し、中でも景気見通しの悪化が顕著である。英国の成長率は2017年+1.5%、2018年+1.3%と減速を見込む。

中国

中国では、「5年に1度の党大会が開催される年は、成長率が高くなる」と言われる。しかし、前回の第18回党大会が開催された2012年にはこうした動きは観察されず、今回は、1月~6月の実質GDP成長率は前年同期比6.9%と、2016年の同6.7%からは0.2%ポイントの加速にとどまっている。党大会が開催される翌年の成長率はその反動で大きく減速する、という話もよく聞く。しかし、政治サイクル的な景気の加速や減速は、かつてのイメージに引きずられた感があり、巷間で意識されているほどのものではない。実際、党大会を目前に控えた足元でも固定資産投資はむしろ減速が続いている。相対的に堅調なのは消費であり、これは政治サイクルとはあまり関係がない。10月18日に開幕する予定の党大会の終了が、中国の景気を大きく減速させるきっかけとなることは考え難い。8月の主要経済統計を見ると、鉱工業生産、小売売上(名目)輸出、固定資産投資など、軒並み伸び率が縮小した。こうした傾向は、7月以降続いており、中国経済は1月~6月の実質GDP成長率6.9%をピークに、緩やかに減速している可能性が高い。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)				(前年比%)								
	2016年		2017年		2017年		2014年 2015年 2016年 2017年 2018年						
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9 (予)	(日本は年度)				(予)	(予)
日本	2.1	2.0	0.9	1.6	1.2	2.5	1.8	-0.5	1.3	1.3	1.7	1.3	
米国	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	3.0	2.3	2.6	2.9	1.5	2.1	2.3	
ユーロ圏	2.1	1.2	1.9	2.5	2.2	2.6	1.9	1.3	2.0	1.8	2.2	1.8	
英国	0.6	2.4	2.0	2.7	0.9	1.2	1.1	3.1	2.2	1.8	1.5	1.3	
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.3	6.9	6.7	6.8	6.3	
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.5	-3.8	-3.6	0.5	1.8	
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.0	7.5	7.9	5.8	6.3	
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.7	-2.8	-0.2	1.5	1.5	

(出所)各種統計より大和総研作成