

2023年8月25日 全12頁

グローバルリスクをどうみるか

世界の両雄、米国と中国に潜むリスク

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也
シニアエコノミスト 佐藤 光
エコノミスト 岸川 和馬
研究員 石川 清香

[要約]

- 世界経済の先行きについては、米国では、ソフトランディングへの期待が高まっているが、欧州においては、依然として高インフレに対する警戒感が根強い。一方、ロックダウン解除からの景気加速が期待された中国は、市場予想を下回り、回復には息切れの様相も見られる。
- このように世界経済の方向感が定まらない中、短期・中長期の景気循環を通じて見通すと、当面は緩やかな景気回復が想定されるものの、さまざまなリスクが払拭されないことから、不確実性が残るとみられる。
- リスクの1つが、米国と中国との間で厳しさが増す貿易摩擦の行方であり、中国と世界の貿易が完全に停止した場合、日本や欧州は実質 GDP の約1割、米国は5%弱、中国は約2割落ち込む可能性がある。

世界経済の先行きについては、米国では、ソフトランディングへの期待が高まっているが、欧州においては、依然として高インフレ、特にコアインフレの高止まりに対する警戒感が根強い。一方、ロックダウン解除からの景気加速が期待された中国は、市場予想を下回り、回復には息切れの様相も見られる。このように世界経済の方向感が定まらない中、短期・中長期の景気循環を通じて見通すと、当面は緩やかな景気回復が想定されるものの、さまざまなリスクが払拭されないことから、不確実性が残るとみられる。

多くのグローバルリスクが想定される中で、主要なリスクの1つが米国と中国の関係であり、特に厳しさが増す貿易摩擦は、二国間にとどまらず、世界の広範囲に影響を及ぼすだろう。仮に中国と世界の貿易が完全に停止した場合、日本や欧州は実質 GDP の約1割、米国は5%弱、中国は約2割落ち込む可能性がある。さらに、中国国内に目を転じれば、人口の高齢化という構造問題とともに、不動産危機や過剰債務等、一朝一夕には解決できない課題にも直面している。一方、米国にしても、インフレ率の鈍化や堅調な雇用環境を背景に楽観的なムードが強まるものの、金利上昇や信用収縮がもたらす下振れリスクには留意が必要だろう。

短期・中長期の景気循環から見た世界経済の行方

世界経済の現状を俯瞰すると、調整局面が続いていると評価

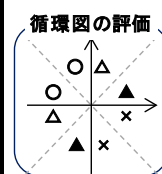
ここ3年ほどはコロナ禍やロシアによるウクライナ侵攻等で生じた大きな変動によって、世界経済の現状を把握することが難しくなっている。加えて、高インフレが企業のビジネスや家計の行動を圧迫し、世界各国の中央銀行（中銀）は急激かつ大幅な利上げを余儀なくされてきたことも世界経済には重しになっている。

さまざまなノイズがある中で、世界（日米欧中）の短期・中長期の景気循環を俯瞰して見ると、国・地域によって項目ごとにばらつきが見られる（**図表1**）。主要な耐久財である自動車のストック循環は、2023年に入って半導体不足の解消による挽回生産が世界的に見られ、日米欧では自動車販売が前年比で2ケタの伸びを記録するなど消費回復局面の初期段階にある。反動増という特殊要因による部分は割り引く必要はあるが、今般の多発する異常気象を受けて、環境面への配慮から、エンジン車から電気自動車（EV）への世界的なシフトは政策的にも促進されると予想される。もっとも、自動車の生産増だけでは製造業全体を押し上げる力は限定的である。それ以上に、企業、特に製造業の景況感の落ち込みも相まって、民間企業全体の設備投資の動きは鈍い。国別では、中国の弱さが世界全体の足を引っ張っていると考えられる。

日米の住宅ストック循環については、米国の住宅投資は2年以上にわたって前期比マイナスとなっており、2024年にかけても調整が続くとみられる。一方、日本の住宅投資は3四半期連続で前期比プラスと拡大し、対照的な動きとなっている。ただ、日本の場合、先行指標である新設住宅着工床面積は減少傾向にあり、投資回復局面の持続性の判断は慎重であるべきだろう。

図表1：世界の景気循環の総括表

	世界	日本	米国	欧州	中国
<在庫循環>（短期）					
製造業	△	▲	△	▲	△
<ストック循環>（中長期）					
設備	▲	△	▲	▲	×
自動車	○	○	○	○	▲
住宅	-	△	×	-	-



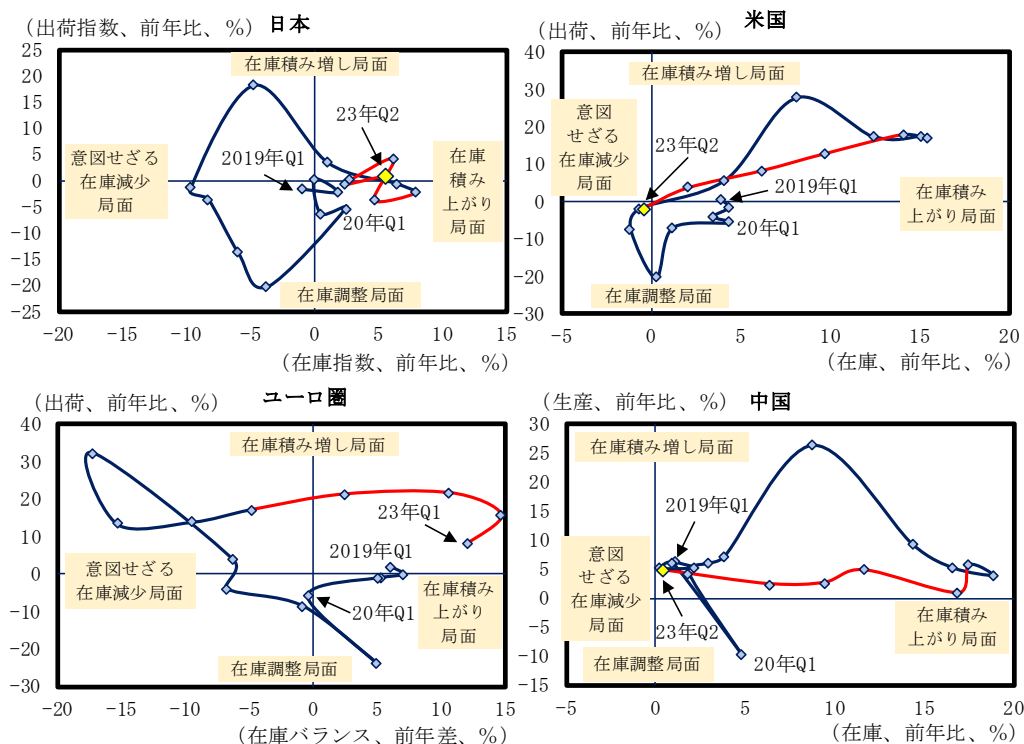
(注) ○、△、▲、×の評価は大和総研による。

(出所) 大和総研作成

短期的には、総じて調整局面に向かっているが、大幅な在庫調整は回避か

まず、比較的短期の景気変動を在庫循環によって確認する。企業は一定の在庫を保有しようとするが、実際の出荷（販売）と企業の生産計画に生じたギャップを調整するにはラグを伴うことから在庫循環が生まれる。2023年の在庫循環の状況は、「在庫積み上がり局面」から次のステップに移行しようとしている。ただ、その進捗度合いには差があり、最も先行する米国が「意図せざる在庫減少局面」に入っているのに対して、緩慢なユーロ圏の場合、「在庫調整局面」へ移行する可能性があり、それ故、主要な輸出相手国である中国経済の動向に神経質になっている。

図表 2 : 日米欧中の在庫循環



(注) 中国の出荷は生産で代替。赤線は2022年1-3月期以降。

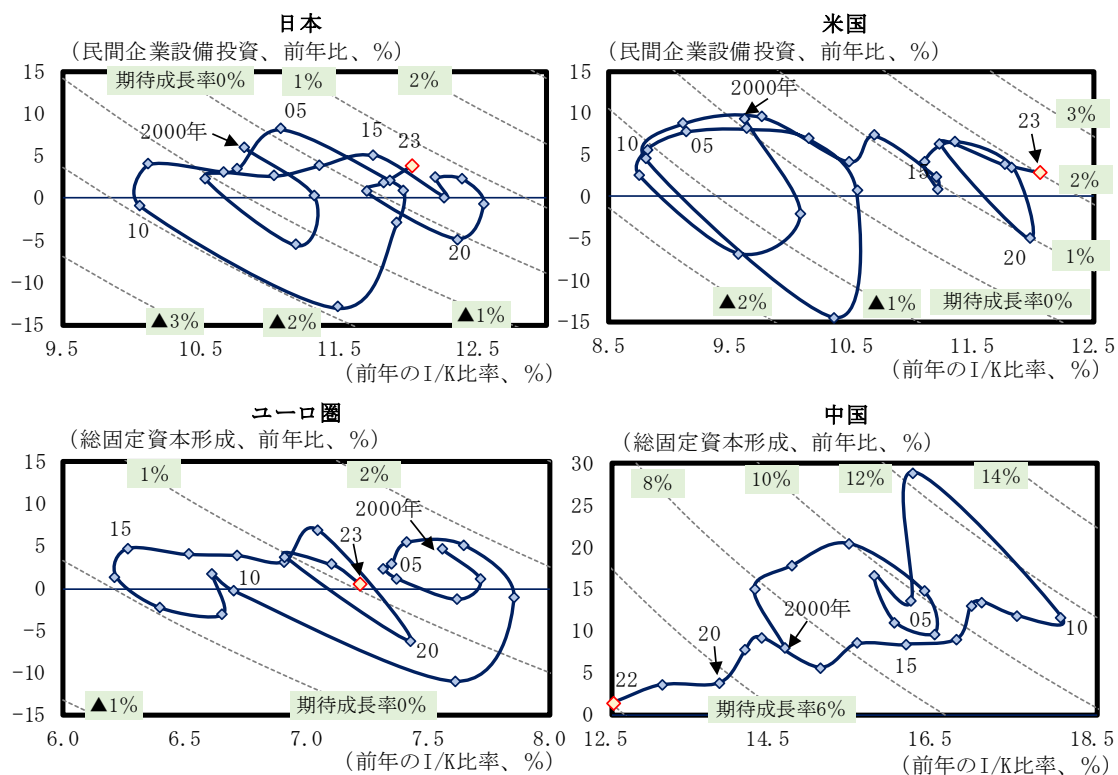
(出所) 内閣府、経済産業省、BEA、米国商務省センサス局、Eurostat、欧州委員会、中国国家統計局、Haver Analytics より大和総研作成

出荷在庫バランス上は調整局面にあることから、従来であれば政策的なサポート、具体的には金融緩和等が期待される場面だが、現状は欧米を中心に金融引き締め局面にあり、コアインフレ率高止まりに対する警戒感から利下げへの転換は時期尚早という見方が根強い。一部の新興国は2023年に入って利下げに転じているが、先進国よりも早く金融政策の転換を図れている背景にはインフレのピークアウト、対外的なリスクに対する耐性の改善、資本フローの安定といった固有の理由がある。8月に入って市場の想定外のタイミングで利下げに踏み切った中国は、やや事情が異なり、不動産不況や実体経済の弱さ等景気テコ入れの要素が強いとみられる。当社では、FRBが利下げに転じるのは2024年4-6月期と予想しており、欧州に関しては、米国よりも後ずれしてECB・BOEともに2024年10-12月期の利下げ開始を見込んでいる。従って、政策的なサポートが期待できない分、欧州の在庫調整にはより時間を要する可能性がある。

中長期的には、各国におけるばらつきが一段と顕著に

次に、中期の景気変動を資本ストック循環から見ると、2022-23年は、中国を除く各国は時計回りに循環が進んでいる(図表3)。欧米は、それぞれの潜在成長率(米国+2%弱、ユーロ圏+1%強)と同水準の期待成長率のライン上を動いてきたが、企業の設備投資意欲の低迷や高金利を背景に2024年にかけての設備投資は一段と鈍化すると予想される。中国では、設備投資の伸び率はプラスを維持しているものの、期待成長率の低下に伴って縮小傾向を辿っている。中国が過剰な資本ストックを抱えている現状を踏まえると、当面、世界経済の牽引役が見当たらない。世界景気に対して資本ストック循環面から下押し圧力が掛かるリスクには留意が必要だ。

図表3：日米欧中のストック循環



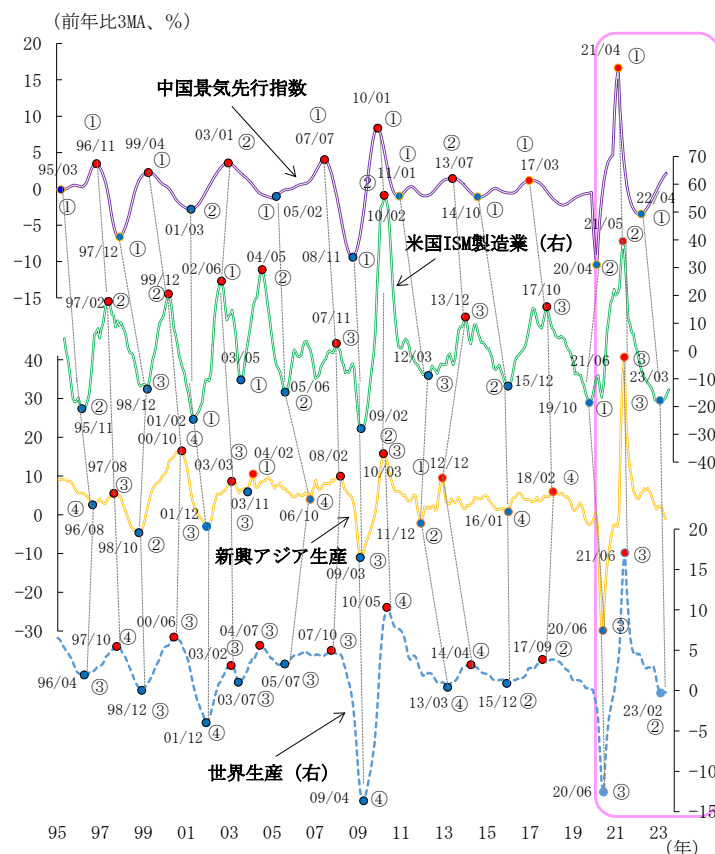
(注) 2023年は大和総研による見通し。ユーロ圏、中国は住宅投資、公共投資を含む。中国の資本減耗率は5%と仮定。
(出所) 内閣府、BEA、Eurostat、欧州委員会、中国国家统计局、CEIC、Haver Analytics より大和総研作成

世界経済のサイクルは、コロナ禍・ウクライナ侵攻によって更に変質するか

世界経済のサイクル（**図表 4**）を見ると、リーマン・ショック前までは中国経済の変化が米国の企業マインド（ISM 製造業景況感指数、以下 ISM）に波及し、それから新興アジア、そして世界全体に伝播するという関係がおおむね見られた。だが、リーマン・ショック後は ISM の先行性が失われるケースが増えた。その理由として、企業の意思決定のタイムラグ喪失や、従来の単純な雁行形態ではない、国際的なサプライチェーンの複雑化、米国の独自性の顕在化が挙げられる。米国の変化には、エネルギー輸入国からの脱却や米国第一主義の高まり等があり、他国から影響を受けにくくなった分、景気循環サイクルの長期化、つまり ISM の動きが緩慢になった。

では、2020 年以降に生じたコロナ禍・ウクライナ侵攻によって、更に変質しているだろうか。発生したショックが大きく、ほぼ同時に影響を受けたため、各サイクルのラグはないといつてよい。ただ、バイデン政権に代わっても自国優先主義の本質は変わっていない。むしろ、一連のショックを経て、食糧やエネルギーという必需品から医薬品や半導体等の重要な戦略物資まで、自国あるいは友好国間で確保する必要があるという経済安全保障の認識が世界的に広まっている。それが、経済の分断を意味するデカップリング、過度な依存を避けてリスクを軽減するというデリスキングと形は多少違えども、現在の西側と中国の厳しい関係を表している。この対立関係が長期化すれば世界経済のサイクルは一段と崩れ、サプライチェーンの再構築等、経済の効率性は低下し、高コストを甘受しなければならない世界になる可能性がある。

図表 4：世界経済のサイクル



(出所) OECD、ISM、オランダ経済分析局、Haver Analytics より大和総研作成

中国が直面する内憂外患のリスク

世界経済に先行するシリコンサイクルは底打ちか

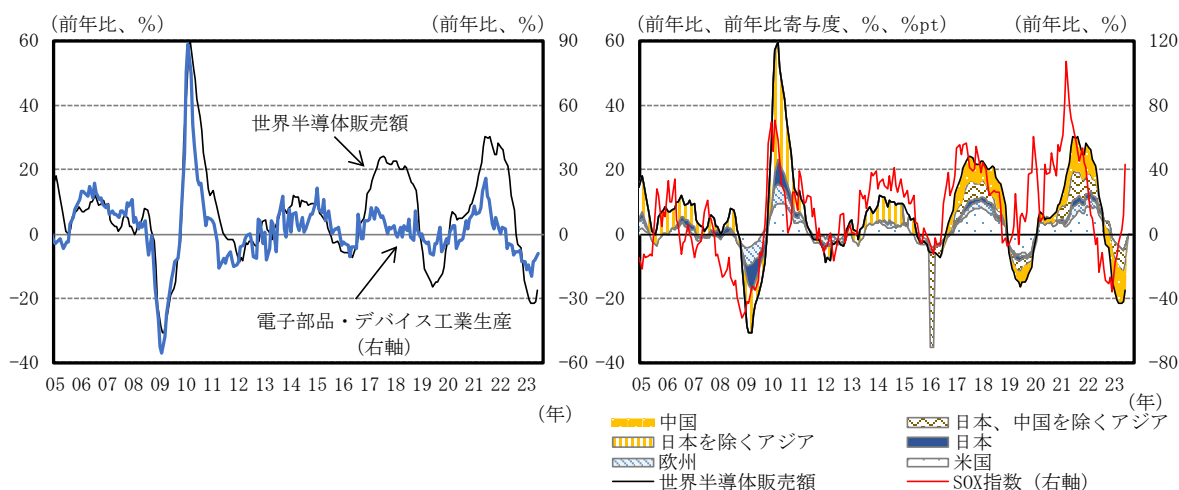
景気動向を捉える上で参考になるのが、4年程度の周期で循環する半導体市況（シリコンサイクル）だ。機械類など生産額の大きい最終製品に半導体が多用されることもあって、シリコンサイクルと世界経済の動向には一定の連動性が見られる。例えば、米国半導体工業会（SIA）が公表する世界半導体販売額（前年比）はOECDが公表するG20の景気先行指数（前年比）に1四半期程度先行しており、2000年以降の相関係数は0.7と比較的高い。

世界半導体販売額を見ると、コロナ禍でテレワークの普及や5G（第5世代移動通信システム）への対応を背景に半導体市況が改善した後、2022年央には調整局面に入り、足元では底打ちの兆しが見られる（**図表5左**）。シリコンサイクルに1~2四半期先行するフィラデルフィア半導体株指数（SOX指数）も明確な改善基調にあり、先行きのシリコンサイクルは回復局面への移行が期待される（**図表5右**）。また、これに対応して日本でも半導体を含む電子部品・デバイス工業の生産指数が底を打った。今後は、半導体市況の改善に伴って国内外の生産活動が押し上げられるかどうか注目される。

さらに、半導体販売額を地域別に見ると、2022年8月頃から押し下げ要因となってきた中国や米国、日中を除くアジアで前年比マイナス幅が縮小しつつある（**図表5右**）。半導体需要の持ち直しに追随する形で、各国の景気回復が進む可能性が示唆されていよう。

もっとも、上述の米中が内外に不安要素を抱えている点には注意が必要だ。米国では根強い高インフレや利上げ、中国では不動産不況や若年層の高失業率による消費低迷などが景気を下押ししている。また、コロナ禍で「水入り」となった米中対立がこのところ再燃しつつある点も懸念材料だ。そこで次節では、米中対立の再激化の可能性に焦点を当て、世界経済の下振れリスクを検証する。

図表5：シリコンサイクルと電子部品・デバイス工業生産（左）、SOX指数（右）



(出所) 経済産業省、SIA、Haver Analytics、Bloomberg より大和総研作成

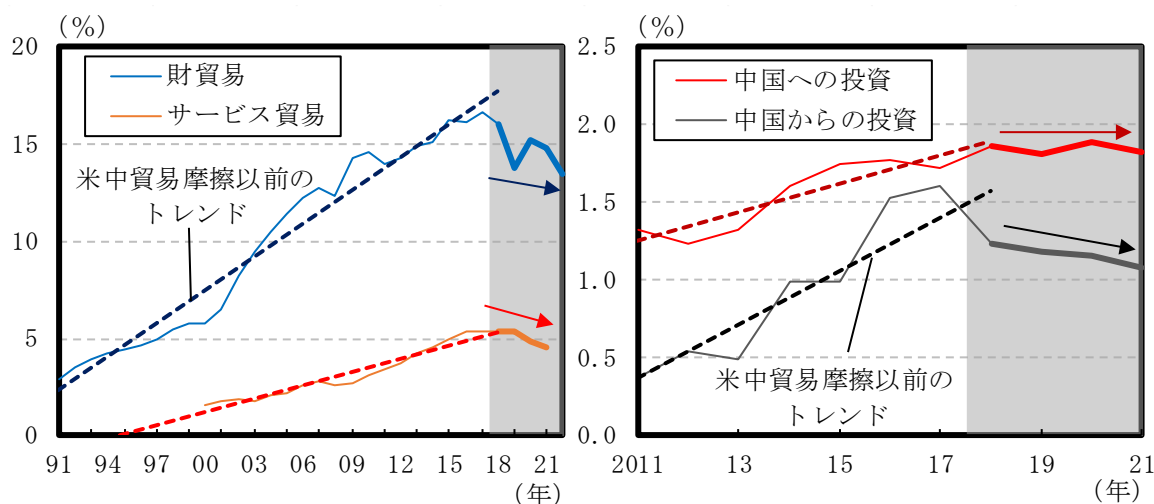
米中対立が周辺国を巻き込んで激化すれば日本経済への影響は甚大に

米中対立が世界経済に与える影響は大きい。2018 年後半から 2019 年にかけて対立が激化したことで世界の貿易総額は伸び悩み、IMF などが公表する 2018 年・2019 年の世界経済成長率は 2 年連続で鈍化した。コロナショック直後は米国が一部の中国企業に対する規制強化などを行ったが、米中それぞれにおいて国内の経済状況がより重要な課題となったこともあって、輸入関税の引き上げを巡る対立は事実上の停戦となった。

しかしながら、コロナ禍からの経済回復が進む中で、ハイテク分野を中心に再び対立が激化しつつある。米国は中国への技術流出を防止するために、2022 年 10 月に先端半導体製造装置の対中輸出を規制した。これに対して中国は、半導体などに用いられるレアメタルの輸出を 2023 年 8 月から規制するなど、米中対立によって再び貿易フローが停滞している。さらに、同月には、米国が先端半導体や人工知能 (AI) などの分野における対中投資の規制を発表しており、米中間のデカップリングはマネーフローにまで及んだ。米中貿易摩擦が本格化した 2018 年以降、両国間のデカップリングは貿易・投資の両面で進行してきたが (図表 6)、足元の応酬によってこうした動きが一段と加速している可能性は高い。

さらに、デカップリングの動きは米中間にとどまらない。先述の米国による半導体関連財の輸出規制は日本やオランダにも波及しており、日本は 2023 年 7 月に先端半導体製造装置の輸出管理を強化した。また、友好国間の供給網などの構築を目指す「インド太平洋経済枠組み (IPEF)」や日米韓台による半導体同盟「Chip4」など、事実上の対中包囲網の強化も進んでいる。仮に米中対立が周辺国を巻き込んでエスカレートを続ければ、いずれは世界経済のブロック化に発展する可能性も否定できない。最悪の場合、米国やその友好国と中国などとの経済的なつながりが遮断される事態も考えられる。

図表 6 : 米国の対世界貿易額と直接投資残高に占める中国の割合 (左 : 貿易、右 : 直接投資)



(注) シャドーは米中貿易摩擦 (2018 年以降) の期間。右図の「中国への投資」は米国からの直接投資総額に占める中国向け投資の割合、「中国からの投資」は米国向け直接投資総額に占める中国からの直接投資の割合で、数値はいずれも残高。

(出所) OECD 統計より大和総研作成

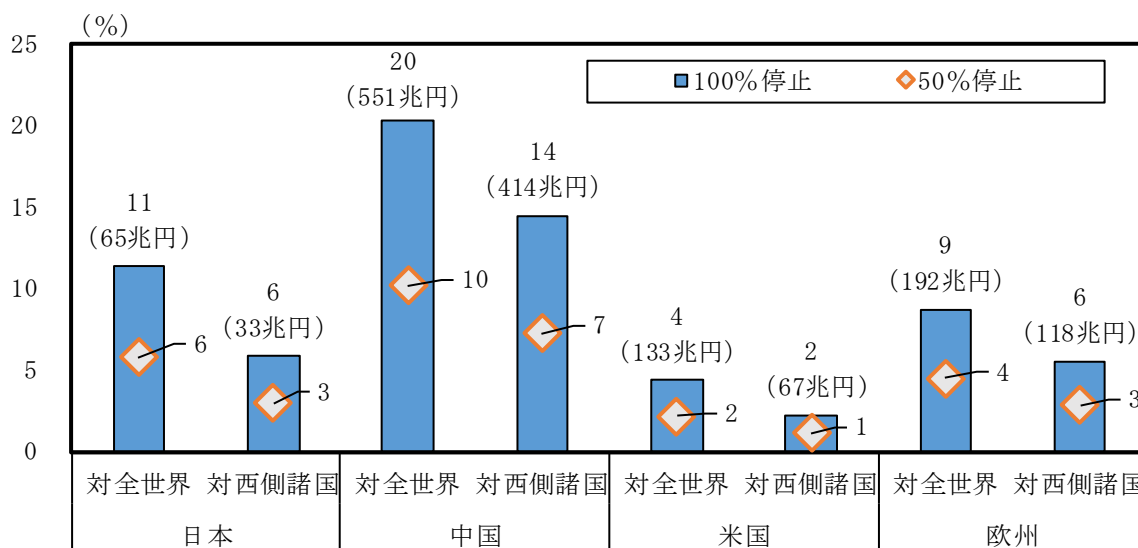
そこで**図表7**では思考実験として、2023年に全世界または西側諸国（日米欧およびIMF定義によるその他先進国）と中国との貿易が停止した場合の経済の下振れリスクを、マクロモデルによって試算した。マクロモデルは、各国で輸出が減少すると企業の設備投資が縮小するほか、所得の減少を通じて個人消費が押し下げられたり、輸入が減少したりするように設計した。

試算結果によれば、中国が全世界と貿易を停止した場合の日本の実質GDPは年率で約65兆円減少する。ベースライン（貿易が停止しないケース）と比較して実質GDPは11%程度小さく、米欧に比べて顕著に影響が表れる。コロナショックによる日本の実質GDPの毀損額¹が年率で約43兆円（実質GDP比8%程度）であったことに鑑みれば、中国が完全に貿易を停止するインパクトは相当に大きい。

他方、中国が西側諸国との貿易のみを停止するというより現実的なケースでは、日本の実質GDPの減少額は約33兆円（ベースライン比で6%程度）となる。前述のコロナショックには及ばないものの、コロナ禍からの回復途上における日本の実質成長率の水準（2021年：前年比+2.2%、2022年：同+1.0%）を踏まえれば、大幅なマイナス成長を避けられないほどのインパクトがあるといえる。

また、貿易停止によって最も大きな影響を受けるのは中国自身だ。実質GDPへの悪影響は、西側諸国と貿易を停止した場合はベースライン比約14%、全世界と貿易を停止した場合は約20%と、各国・地域の中でも突出している。悪影響の大きさに鑑みれば中国が貿易を完全に停止させる蓋然性は低い、万が一実現すれば各国・地域への影響が甚大となる点に注意が必要だ。

図表7：中国との貿易を停止した場合の実質GDPへの影響



(注) マクロモデルによる推計。中国との貿易停止は2023年を想定し、2023年の1年間での実質GDPの減少幅を、ベースライン（貿易が停止しないケース）との対比で示した。西側諸国は、日本、米国、欧州、その他先進国（IMFによる地域分類）とした。図表中の金額は直近の市場為替レートで換算。

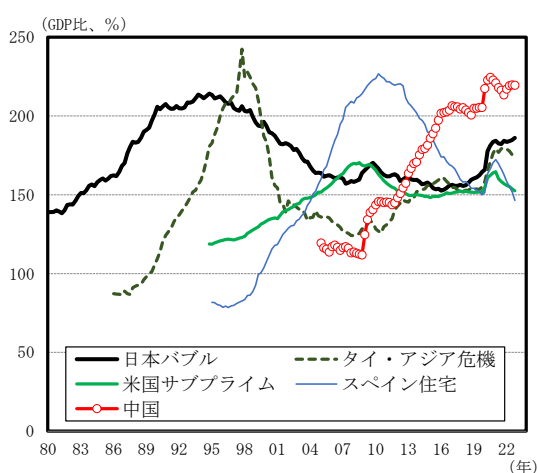
(出所) IMF、内閣府、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 2020年4-6月期の日本の実質GDPは前期差▲42兆7,416億円（季節調整値ベースの年率額）であった。

中国の債務負担の増加や過剰資本に注意

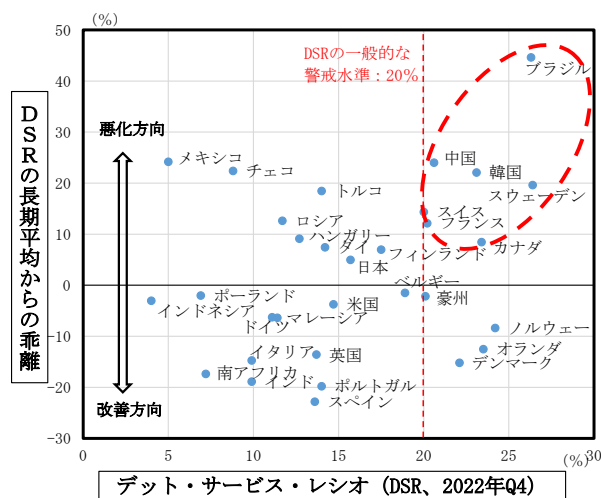
中国経済については、高まりつつある中国固有のリスクにも注意が必要だ。まず中長期的な課題としては、債務負担の増加が懸念される。中国の民間非金融部門の債務残高 GDP 比は極めて高水準に達しており、過去の他国での金融危機時に匹敵する（**図表 8**）。また、対外債務の返済額と輸出額を比較することで、カントリーリスクの指標となるデット・サービス・レシオ (DSR) を見ると、高水準かつ直近の悪化が目立つグループに位置している（**図表 9**）。これらは直ちに債務危機等に陥ることを意味しないものの、仮に金利上昇や通貨安などが進んだ場合の耐性には疑問符が付くことになる。

図表 8：民間非金融部門の債務残高



(出所) BIS より大和総研作成

図表 9：DSR の水準と長期平均からの乖離

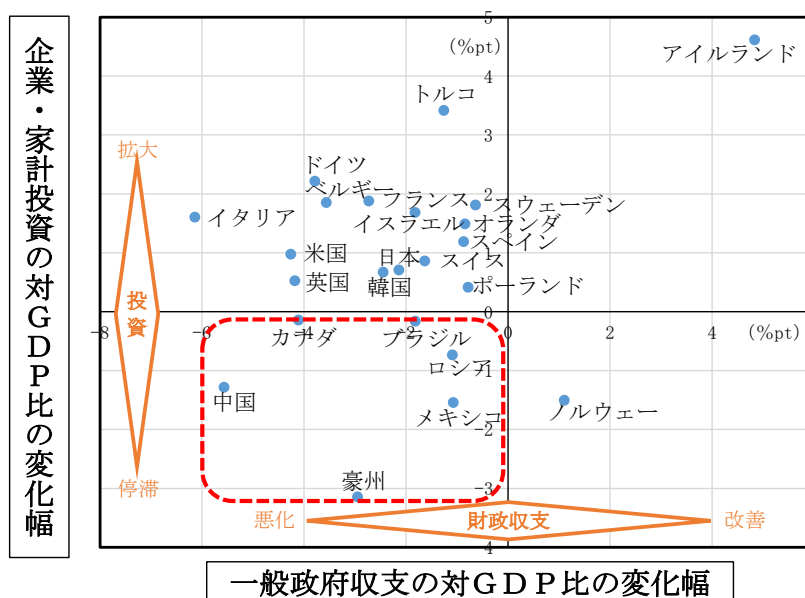


(注) 長期平均は過去 20 年間の平均値。

(出所) BIS より大和総研作成

より短期的には、中国は財政の悪化に対して投資の拡大が思わしくないグループに位置していることが指摘できる（**図表 10**、左下の赤点線囲み部分）。コロナ禍の下での経済活動の制限を受けた需要の急減に対して、多くの国では財政支出を短期的に急増させて対応した。しかし、コロナ禍前後での投資と財政収支の変化を比較すると、財政支出の企業・家計投資への波及については各国でまちまちであり、足元の中国は相対的に投資が低迷しているといえる。経済対策が投資の活性化につながらなければ、効果は一時的なものにとどまるだろう。

図表 10 : 投資と財政収支のコロナ禍前後での変化幅

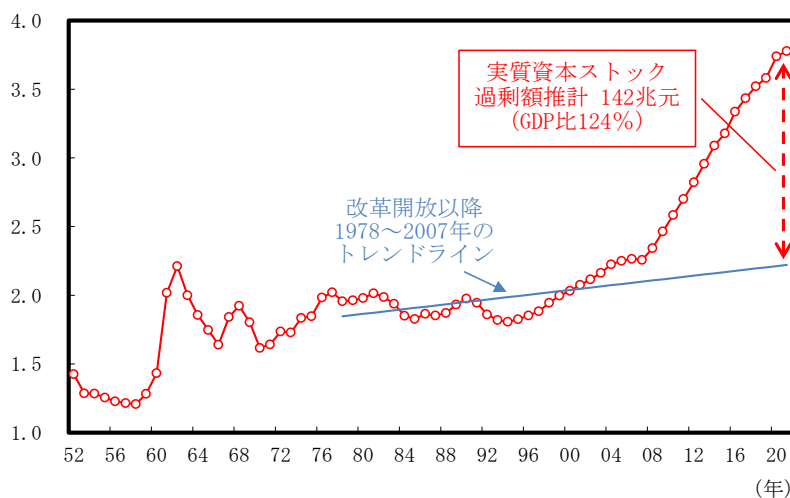


(注) 2020~22年平均の、2010~19年平均に対する変化幅。

(出所) IMF より大和総研作成

中国において投資が停滞している背景には、資本ストックがすでに過剰であることが挙げられる。リーマン・ショック時に講じられた大型経済対策以降、中国では大規模投資主導の経済運営が続いており、単位当たり GDP に要した資本ストックを示す資本係数は右肩上がり（効率は低下）となっている（図表 11）。仮に、改革開放路線の導入からリーマン・ショック前までの 30 年間の資本係数の伸びを基調的なトレンドとした場合、2021 年時点で 142 兆元 (GDP 比で 124%) もの超過ストックがある計算になる。仮定次第で様相が変わるため数字は幅を持って見る必要があるものの、足元の中国は資本ストックが過剰であるとの評価は避けられないだろう。

図表 11 : 中国の資本係数の推移



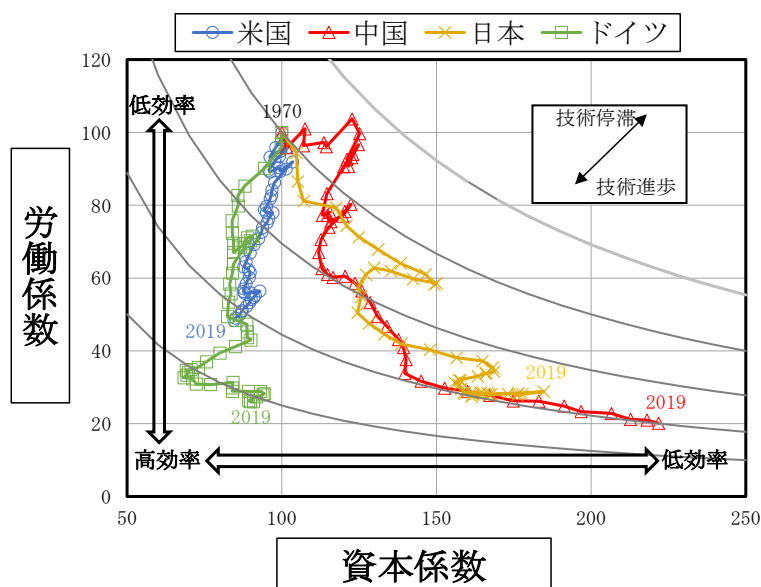
(注 1) 資本係数=実質資本ストック/実質 GDP。実質資本ストック、実質 GDP とともに 2020 年価格。

(注 2) 過剰額の推計は、2021 年時点の図中トレンドラインからの乖離幅。

(出所) 中国統計年報、CEIC、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

過剰な資本ストックは経済効率にも弊害をもたらしている恐れがある。単位あたり GDP に要した労働投入量を示す労働係数の推移と合わせてみると、近年の中国では技術進歩の停滞が示唆される状況だ（図表 12）。米国やドイツは資本係数・労働係数とも効率向上の方向にあり、技術進歩が経済効率を高めていることが示唆される。一方で、日本や中国は資本の効率悪化が目立ち、労働の効率上昇を相殺してしまう構図になっている。過剰資本の背景にある債務拡大には限度があることから、今後の成長のためには資本の効率向上が不可欠となろう。直近の中国で期待されている景気テコ入れ策についても、従来型の投資主導ではなく、構造改革を進める方向性が求められよう。

図表 12：日米独中の資本係数と労働係数の比較（1970 年以降）



（注）資本係数・労働係数とも、1970 年を 100 とした指数。直近値は 2019 年。

（出所）OECD、APO、CEIC、Haver Analytics、Penn World Table より大和総研作成

米国発のリスクは払拭されたか

銀行不安が加速させた信用収縮は、引き続き米国経済の下振れリスクのまま

2023 年 3 月から 5 月初めにかけて米国で複数の中堅銀行が破綻し、市場では銀行株が下落し銀行から多額の預金流出する等、銀行不安が高まった。ただ、当局が迅速な対応で事態の収拾を図ったこともあり、危機の伝播に歯止めがかかった。

「[第 217 回日本経済予測（改訂版）](#)」（論点③ 米国の銀行不安をどうみるか）で指摘したように、米国の金融環境は 2000 年代半ばほどには過熱しておらず、リーマン・ショック級の危機が発生する可能性は低いと考えられる。また、銀行経営の観点から警戒すべきポイントのうち、国内金融機関の資金流出は 4 月以降止まっており、融資状況にも大きな変化は見られない。他方で、FRB は高インフレや堅調な雇用環境を背景に 7 月に追加利上げに踏み切り、今後はデータ次第というスタンスである。銀行の保有証券の含み損は 3 月末にかけて縮小したものの、5 月から長期国債利回りが上昇に転じ、直近では 9 カ月ぶりの高水準に達していることから、含み損が

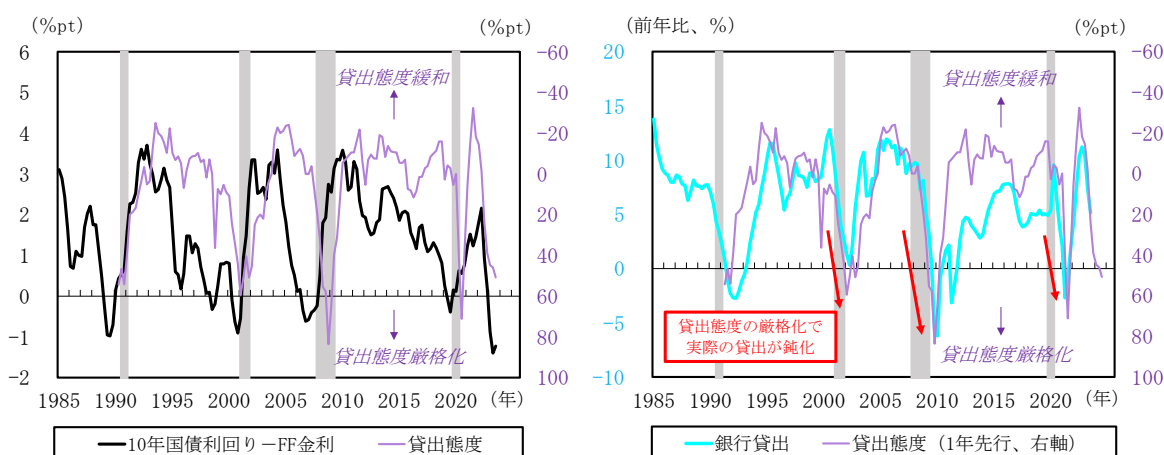
再び膨らんでいる可能性がある。そして、金利上昇に加えて、コロナ禍以降のテレワークの常態化もあって、オフィスビルを中心に商業用不動産を取り巻く環境は厳しいままだ。このように、注目ポイントのうち多くは引き続き不安要因である。

米国ではこれまで、短期金利の水準が長期金利を上回る逆イールドに続いて銀行の貸出態度が厳格化し、その後実際に貸出が低迷して景気後退に陥るパターンがしばしば見られた。銀行不安が小康状態になった現在でも貸出態度は厳格化し、銀行経営を圧迫する環境に大きな変化がない中、信用収縮につながるという景気下振れリスクは払拭されていない（図表 13）。

一方、米国経済は大幅かつ急速なペースの利上げ実施にもかかわらず、一定ペースで新規に雇用者が増加し失業率は低水準という、過去にあまり経験したことがない状態にあるのも事実だ。パウエル議長が7月のFOMC後の記者会見で、これまで景気後退の可能性を指摘してきたFRBスタッフも、足元までの景気の底堅さを踏まえて、もはや景気後退を予想しなくなったと発言する等、米国経済のソフトランディングの見方が強まっている。

米国経済の先行きに関しては、従来の経験則に基づく伝統的な警戒感と、未経験の新常態（ニューノーマル）への期待感がせめぎ合う局面がしばらく続くと思われる。

図表 13：長短金利差と貸出態度（左）、貸出態度と銀行貸出（右）



(注) 網掛けは景気後退期。貸出態度は米国の国内銀行（全規模）の商工業向け貸出について3カ月前からの変化を示したもので、直近値は2023年7月調査。長短金利差の直近値は7-8月前半までの平均。右図の銀行貸出はFRB調査より、直近値は2023年7月。

(出所) NBER、FRB、Haver Analytics より大和総研作成