

下方修正続く世界経済成長率予想

～グローバル経済金融レビュー 2016年春～

<要旨>

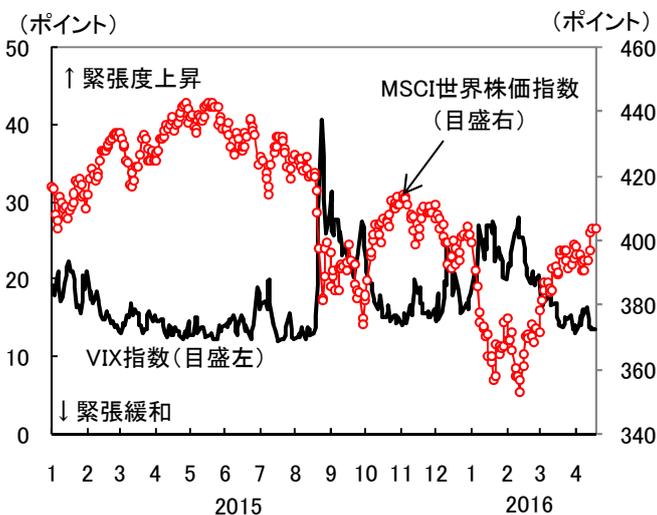
国際金融市場は、1～2月に緊張の度合いが高まった状態から落ち着きを取り戻す流れが続いており、米国経済が底堅い回復基調を維持していることもあって、世界経済全体ではこの先緩やかに成長率を戻していくというメインシナリオを描くことができる。

4月に公表されたIMFの世界経済見通しも同様の内容になっているが、この成長率予想は過去数年に亘って下方修正されてきた。下方修正幅は先進国よりも新興国、とりわけ中国で大きくなっており、これが他の多くの国の成長率予想下振れにも影響してきたと見られる。中国では実勢よりも楽観的な将来見通しが定着する中で過剰設備や過剰債務が膨れ上がってきた。こういった過剰の今後の調整ペースが、世界経済の成長率見通しが更に下方修正されるかどうかを大きく左右するだろう。

1. 落ち着いた状態が続く国際金融市場

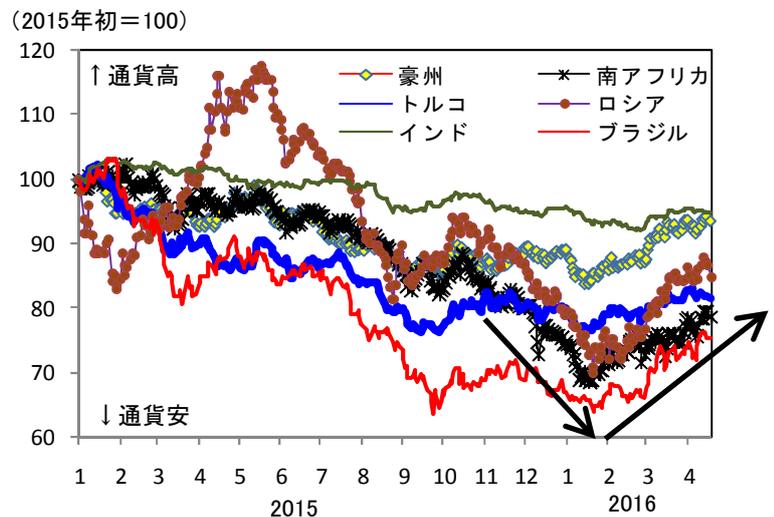
[3か月前に公表した前回のレポート](#)では、2016年に入ってから国際金融市場の緊張度合いが急激に高まったことに触れ、その要因として①資源価格下落が資源輸出国の経済に悪影響を及ぼす懸念、②それらの国で生じた政治不安定化・地政学的リスク、③中国経済の減速長期化、④FOMC参加者の利上げ予想ペースが市場予想より速いことへの懸念—という複数の要因が重なったことを挙げた。その後、2月上旬には欧州の一部金融機関の経営状況に対する懸念が高まったことで緊張の度合いを増す局面もあったが、同月中旬から4月にかけて落ち着きを取り戻す流れが続き、足元ではVIX指数の低下と株価回復、そして新興国通貨の対ドルレート上昇が確認できる(図表1、2)。

図表1 VIX指数と世界株価指数



(資料) Bloomberg

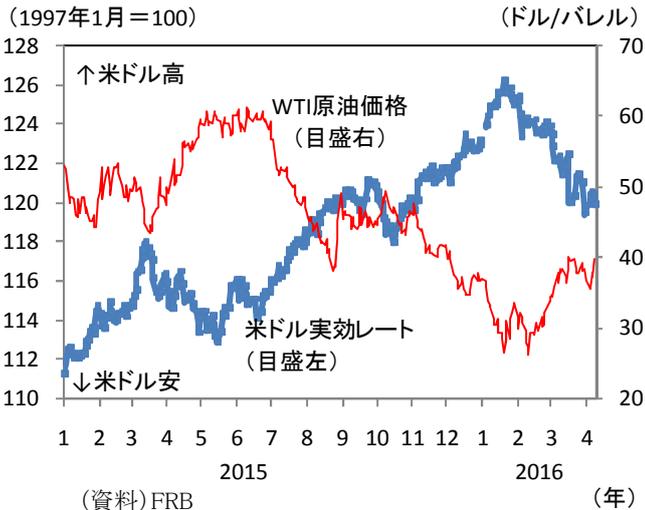
図表2 新興国通貨(対ドルレート)の動き



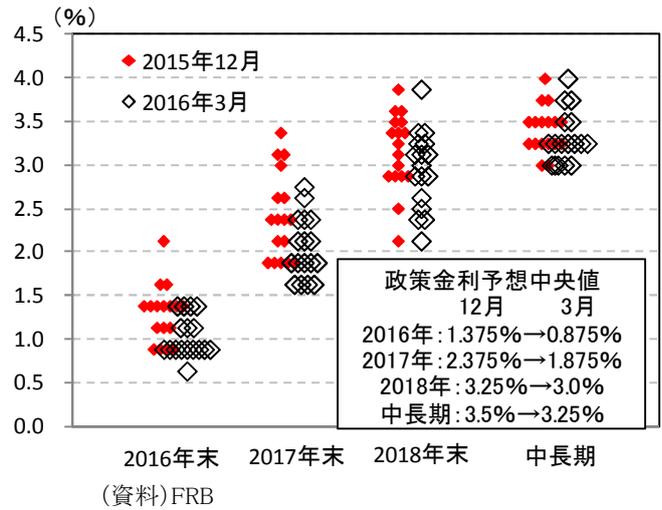
(資料) Bloomberg

先に挙げた4つの要因の現状を見ると、中東諸国やブラジルなどの政治的・地政学的リスクが解決を見たわけではなく、1-3月期の経済成長率が前年同期比6.7%まで低下した中国経済の減速は続くなど②と③はなお残っているものの、米ドルの上昇に歯止めがかかったのと時期を同じくして資源価格が下げ止まりから上昇に転じたことで資源価格下落に対する懸念が緩和されたことと(①の解消、図表1)、3月のFOMCで参加者の利上げペースが2016年内は0.5%ポイントまで下方修正されたことで市場予想に比べて速過ぎる利上げの懸念が後退した(④の解消、図表2)ことが、金融市場の緊張緩和につながったものと見られる。

図表3 米ドル実効レートと原油価格

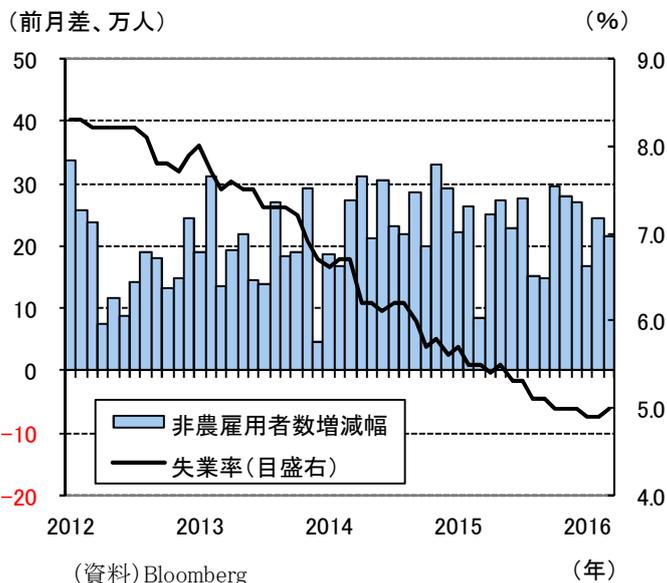


図表4 FOMC参加者の政策金利予想



世界経済の下支え役になっている米国経済は、毎月20万人前後の雇用者数増加ペースを維持するなど、依然として底堅い回復基調を維持しており、目先すぐにこの流れが反転する兆しもない(図表5)。このため、世界全体の景気は緩やかながらも回復基調を維持するという大方のコンセンサスを変更する必要はない。2016年4月にIMFが公表した世界経済見通しでも、2016年の成長率が+3.2%、2017年が+3.5%となっており、この先は米国が2%台半ばの成長率を維持する中、新興国を中心とする他経済圏の成長率も徐々に高まっていくシナリオになっている(図表6)。

図表5 米国雇用情勢の動き



図表6 IMF世界経済見通し(2016年4月)

	実績	(予測)		1月からの修正幅	
		2015	2016	2017	2015
世界	3.1	3.2	3.5	0.0	▲0.2
先進国	1.9	1.9	2.0	0.0	▲0.2
米国	2.4	2.4	2.5	▲0.1	▲0.2
ユーロ圏	1.6	1.5	1.6	0.1	▲0.2
日本	0.5	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.5
英国	2.2	1.9	2.2	▲0.3	▲0.3
新興国	4.0	4.1	4.6	0.0	▲0.2
ロシア	▲3.7	▲1.8	0.8	0.0	▲0.8
中国	6.9	6.5	6.2	0.0	0.2
インド	7.3	7.5	7.5	0.0	0.0
ASEAN5	4.7	4.8	5.1	0.0	0.0
ブラジル	▲3.8	▲3.8	0.0	0.0	▲0.3

(資料)IMF

2. 「先行き改善」のまま下方修正が続く成長率予想

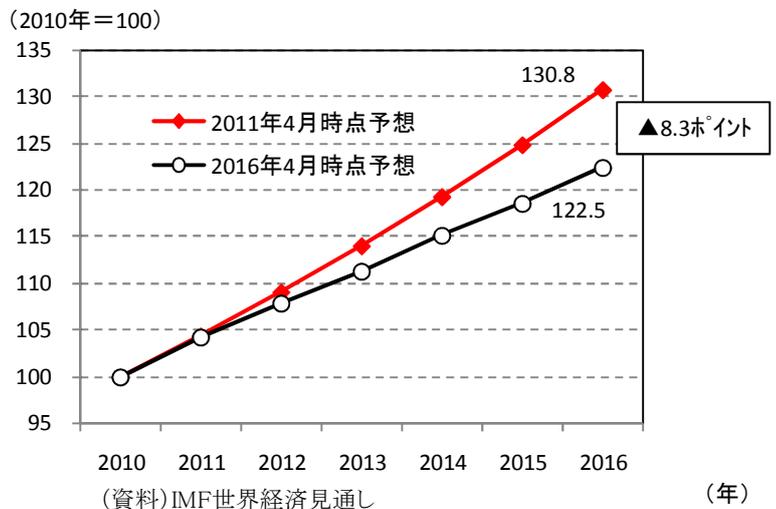
しかし IMF の経済成長率見通しは、ここ数年下方修正が続いており、「2015年から2016年にかけて成長率が高まっていく」という姿は維持しているが、2016年の成長率予想値は、5年前の予想である+4.7%から一貫して低下している(図表7)。この結果、2010年の実質 GDP 水準を100とした2016年の実質 GDP 水準は、5年前は130.8との予想であった(2011年4月時点では2010年から2016年までの6年間で世界経済全体が3割強拡大するという予想だった)が、今回公表された経済見通しの数値を基に計算すると122.5となり、この5年間で8.3ポイント下方修正されている(図表8)。

図表7 2015・2016年の成長率予想変遷

(%)		
予測時点	2015年	2016年
2011年4月	4.7	4.7
2012年4月	4.5	4.6
2013年4月	4.4	4.5
2014年4月	3.9	4.0
2015年4月	3.5	3.8
2016年4月	3.1	3.2

(資料)IMF世界経済見通し

図表8 世界経済規模拡大ペースの予想変化



図表8に示した過去5年間の修正幅を地域別に見たのが図表9である。この結果からは(1)先進国の下方修正幅▲5.6ポイントに対して、新興国は▲13.9ポイントと相対的に大幅な下方修正になっていること、(2)新興国の中でも下方修正幅が特に大きいのがロシア・ブラジルと中国であることが指摘できる。ロシアとブラジルの大幅な下方修正には、資源価格の下落や政治面での不安

図表9 2016年の世界実質 GDP 予想水準比較

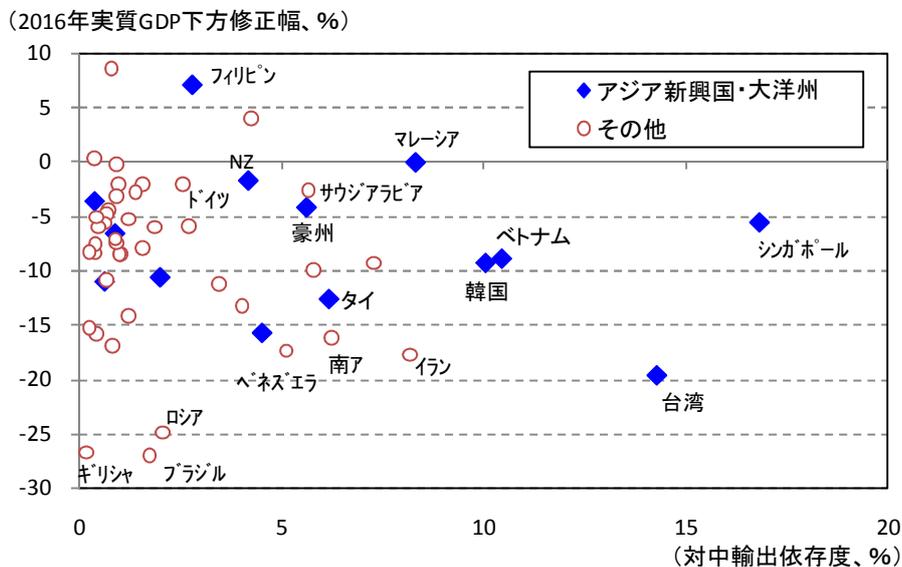
(2010年=100)			
	2011年4月時点の 予想水準	2016年4月時点の 予想水準	変化幅
世界	130.8	122.5	▲ 8.3
先進国	115.7	110.1	▲ 5.6
米国	117.7	113.2	▲ 4.4
日本	109.5	103.6	▲ 5.9
ユーロ圏	111.1	104.5	▲ 6.6
新興国	146.9	132.9	▲ 13.9
アジア	163.1	149.2	▲ 13.9
中国	172.5	155.1	▲ 17.5
ASEAN-5	140.8	134.1	▲ 6.7
欧州新興国・中東欧	125.7	120.8	▲ 4.8
CIS	130.7	107.6	▲ 23.1
ロシア	128.8	104.0	▲ 24.8
南米・カリブ	127.0	112.2	▲ 14.8
ブラジル	128.0	101.0	▲ 27.0

(資料)IMF世界経済見通し

定化に加えて、米国利上げによる資金流出懸念で金融情勢が悪化したことが影響している。そして中国は、5年前の2016年予想成長率は+9.5%から、+6.5%まで低下した結果、2016年水準は▲17.5ポイントの下方修正となった。リーマン・ショック直後に実行に移された大規模な経済政策(いわゆる「4兆元投資」)が、同国の過剰設備のみならずシャドウ・バンキング問題といった金融面での歪みをもたらし、その調整が必要になったことが明らかになる中で、高成長の維持期待が後退していったものと理解できる。

ブラジルとロシアの2015年名目GDPが2国合わせて3兆ドル程度であるのに対して、中国は単独で10兆ドルに達していることを踏まえると、中国の予想経済成長ペースが大幅に下方修正されたことで、他の国にも同様の影響を及ぼしている可能性が高い。そこで、2015年の名目GDPが1,000億米ドルを超える国を対象に、対中輸出依存度(GDPに占める対中輸出金額の比率)と、過去5年間における2016年の実質GDP水準下方修正幅の関係を見ると、対中輸出依存度が高い国ほどGDP水準の下方修正幅が大きくなっており、この傾向は中国に地理的に近いアジア新興国に限らず、他の地域でも確認できる(図表10)。政府債務問題で大幅に経済情勢が悪化したギリシャや、政治面の不安定要因が实体经济に影響したロシア・ブラジルなど、下振れ要因は一つだけではないとしても、中国经济成長ペースの下方修正が、貿易ルートを通じて広い範囲に影響を及ぼしていることが推察できる。また、対中輸出依存度が比較的高くても現時点で下方修正幅が小さいドイツやサウジアラビアなどは、今後下方修正される可能性がある。

図表10 対中輸出依存度と2016年GDP予想変化



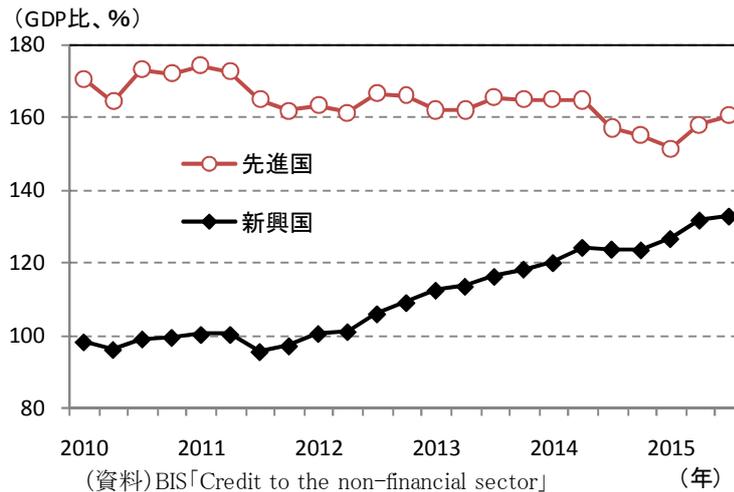
(注) 縦軸は2010年を100とした2016年の実質GDP予想水準が、2011年4月時点の予想水準から2016年4月までにどの程度修正されたかを示す。
 (資料) IMF世界経済見通し、UNCTAD

3. 更なる下方修正の可能性と分岐点

一般的に、実勢を上回る成長見通しがある程度の期間定着すると、その間に楽観的な見通しに基づく固定資産投資が大幅に増える。しかしこの状態が持続することはない、いずれは過剰設備と過剰債務の存在が認識されるに至り、その後はバランスシート調整が始まって投資が抑えられ、

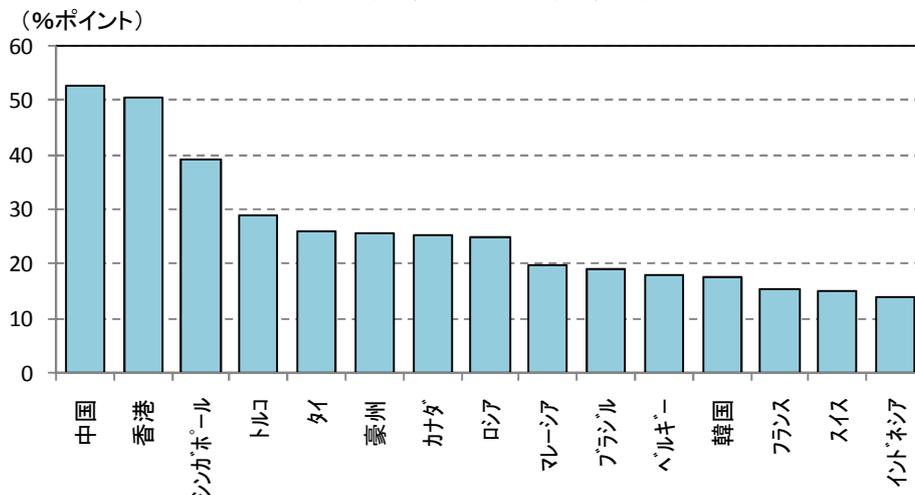
経済成長率に下押し圧力がかかり始める。国際決済銀行(BIS)のデータから民間部門信用残高 GDP 比率の動きを見ると、先進国で 2010 年以降横ばいから緩やかな低下基調にあるのに対して、新興国は明確に上昇している。リーマン・ショック以降の世界的な金融緩和も、新興国民間部門の負債増加を促す材料になっただろう。この動きと、前掲図表9で見た新興国の成長パスが先進国よりも大幅に下方修正されたという事実を合わせて考えると、新興国では過去数年で膨れ上がった債務残高の調整が、経済成長のパスを下振れさせ始めた可能性がある(図表 11)。

図表 11 先進国・新興国の民間部門債務 GDP 比率



その筆頭が中国である。2011 年から最近までの民間部門債務の GDP 比率を国別にみると、中国と香港が突出している(図表 12)。鉄鋼業などを中心に、既に過剰設備の存在が共通認識になっていることを踏まえると、正確な水準を特定することはできないが、過剰債務が存在すると判断するのが妥当だろう。この先バランスシート調整が進めば、固定資産投資を中心とする需要の減少を通じて、その悪影響は中国のみならず他の国にも波及していく。そして、その影響が大きくなれば、中国景気の下振れという外的要因で期待成長率が下振れ、その結果過去数年間に増加してきた債務が過剰となって、成長率予想が更に下方修正される可能性が高まる。

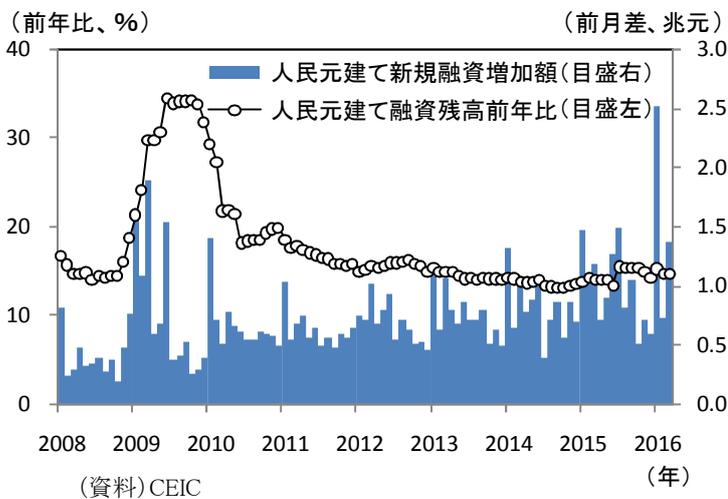
図表 12 国別に見た民間部門債務 GDP 比率の変化幅 (2011年3月末⇒2015年9月末)



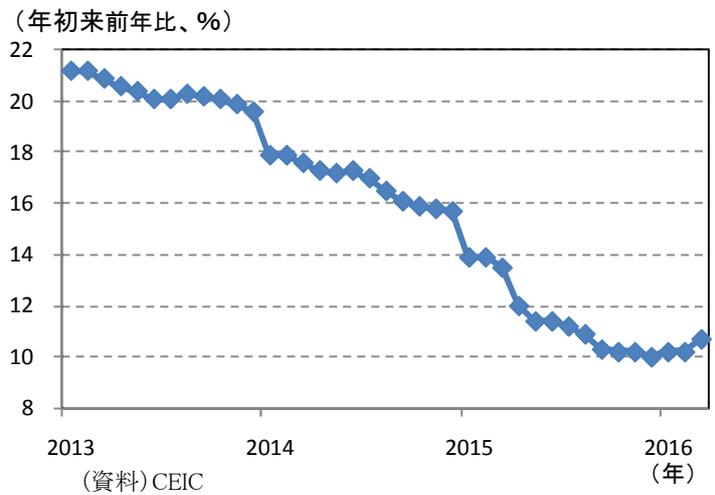
このように多くの国にとって中国経済の重要性は高くなった結果、中国民間部門のバランスシート調整の動きは、新興国と資源国の成長率予想の更なる下方修正がなされるかどうかを見る上で重要なポイントであり続けよう。

今のところ2016年に入ってからの新規融資額の増加は続いており、残高の伸びも維持されている(図表13)。そして過去数年に亘って低下し続けてきた固定資産投資額の伸び率はようやく底を打ち始めていることから、政策当局の意向としても景気重視のスタンスを取っているものと解釈できよう(図表14)。この状態が変わらなければ、周辺新興国の成長見通しがこの先大幅に下方修正される可能性は低いと見られる。この先、中国政策当局が財政支出を増やす姿勢をより明確にした場合は、より上振れやすくなるだろう。

図表13 中国における融資額の動き



図表14 中国固定資産投資伸び率の推移



但しその場合、中国における民間部門のバランスシート調整圧力が進むわけではなく、言い換えれば一時的に問題の先送りを図ったに過ぎない。このため、2015年8月や2016年初めに生じたような、中国要因で国際金融市場の緊張の高まりと世界経済の下振れ懸念が強まる可能性は残ることとなる。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。