

経済マンスリー

[論文]

2017 年海外経済の展望

【要旨】

- ◇ 11 月の米国大統領選挙でトランプ氏が勝利を収めると金融市場はリスクオンの“トランプラリー”で応え今に至っているが、来年の実体経済を展望するに際しては、景気展開の基調を形成する中長期的なトレンドをまず押さえた上で、短期的・循環的な視点を加味するプロセスを踏むことが肝要である。
- ◇ 中長期的なトレンドとして重要なのは、先進国の構造的な低成長化と金融政策の飽和、政府主導・投資主導で高成長を遂げてきた中国経済の調整局面入り、国際分業深化の一巡等を受けた新興国での貿易停滞、かつてに比べ低水準となった原油価格の常態化であろう。
- ◇ 足元の景気は世界的に持ち直し方向にあり、来年の海外経済も上向きの軌道を辿る展開が見込まれる。実質 GDP 成長率は米国や NIEs 諸国、資源国を中心に若干の加速を予想しているが、その水準は前年比+2.8%と、今年の着地見込みである同+2.5%からは改善するものの、リーマンショック前の好景気の頃（4%成長前後）と比べると低位に止まろう。先進国の低成長化、中国経済のストック調整圧力、資源価格の持ち直しの鈍さなどは一朝一夕に変わるものではない。
- ◇ 見通し上のリスク要因としては、トランプ米次期政権の通商政策が過度に保護主義的になった場合、世界経済、さらには米国経済自身を下振れさせる懸念がある。また、新興国通貨については、米国への資金還流を受けて国によっては大幅下落に見舞われるリスクは否定し得ない。欧米が移民流入を抑制し国民国家としての統合や安全保障の確保を重視する方向に舵を切った場合、経済成長に対して負の影響を及ぼす可能性にも注意が必要である。来年の大陸欧州における重要選挙の結果は、移民問題の先行きを占う試金石となる。

1. 2016 年末の金融市場は“トランプラリー”の様相

この1年の金融市場を振り返ると、まず年初の1月には、世界経済の先行き懸念の強まり等を背景に原油価格が1バレル30ドルを割り込み、リーマンショック後の最安値を更新した。そして年央の6月には、英国が国民投票で欧州連合（EU）からの離脱を選択し、先行き不透明感が強まったことで金融市場は再び大きく動揺した。ところが、年末になると様相が一変する。11月の米国大統領選挙でトランプ氏が大方の予想を覆す勝利を挙げると、金融市場は新政権による成長重視・財政拡張的政策の実現を見越してリスクオンの“トランプラリー”で応え、株高や、米国金利の上昇とそれに伴うドル高が一気に進展している。

金融市場の好転が示唆するこの先の経済の姿は“本物”なのであろうか。金融市場は市場参加者の先行き予想をベースに価格形成がなされるため、予想と現実に乖離が生じるのに応じて調整・巻き戻しの動きが絶えず現れるものであり、金融市場の動きが実体経済の先行きを正確に映しているとは限らない。実体経済の先行きを見通す上では、まずは金融市場の大きな変化の前後で変わることなく流れている通奏低音に耳を傾ける必要がある。経済の中長期的なトレンドは一朝一夕に変わるものではなく、この先の景気展開の基調を形成していくはずである。こうした中長期的なトレンドに循環的・短期的な視点を加味することで、2017年の世界経済の全体像を見通すことが可能となるだろう。

2. 押さえておくべき世界経済の中長期的なトレンド

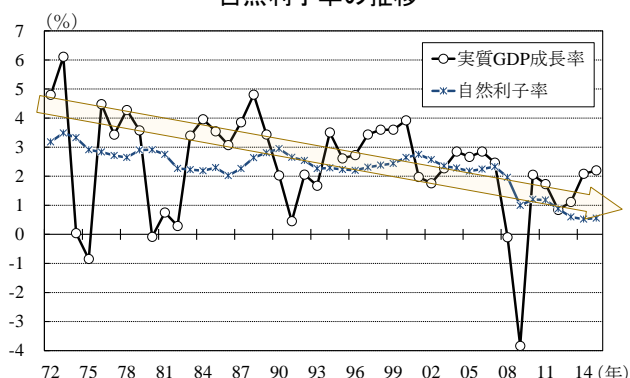
(1) 先進国のセキュラー・スタグネーションと金融政策の飽和

中長期のトレンドとしてまず押さえるべきは、先進国に共通するセキュラー・スタグネーション（構造的な停滞）であろう。リーマンショックの影響で先進国経済の成長率は切り下がったが、その後の回復ペースは緩やかなものに止まっている（第1図）。その背景には、少子高齢化を受けた労働投入及び資本蓄積の進展を受けた資本投入の伸び鈍化がある。更には、生活水準が相当程度高まる中でかつてのようなインパクトの大きい技術革新が生まれにくくなっており、生産性の伸び悩みも徐々に鮮明になってきている。

こうした潜在成長率の切り下がりに合わせ、先進国では自然利子率（物価に中立的で、望ましい資源配分を実現する実質金利）が低下傾向にあり、足元ではゼロ近傍となっている（第1図）。短期金利をプラスの領域で上げ下げする伝統的な金融政策はインフレ率の低下と相俟って発動余地がかなり小さくなっていると言えるが、金利の限界を打破すべく開始された量的緩和政策には、購入可能な金融資産には限りがあるという物理的な制約があるほか、そもそも中央銀行による大量の金融資産購入がいかなるルートで実体経済を刺激するのかについての不確実性もある。また、マイナス金利政策についても、現金への逃避という壁があるほか、家計のマインドに対する悪影響や、金融機関・年金基金の収益悪化への懸念拡大など弊害も目立つ。先進国の金融政策はいわば飽和状態にあり、現状以上

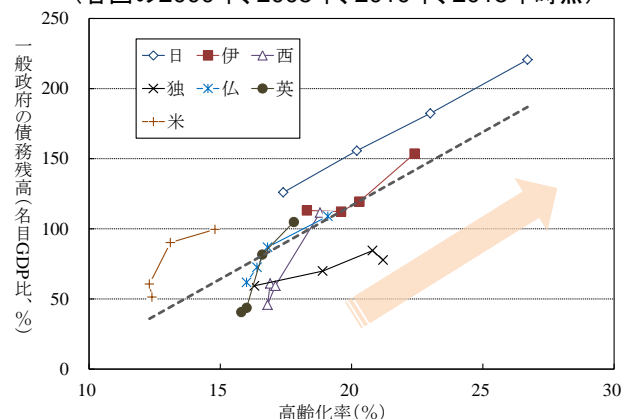
の大幅な緩和も、あるいは反対方向においてもかつての好景気時のような高水準への金利誘導も想定し難くなっているといえる。こうした中、マクロ経済政策の軸足を財政政策にシフトさせる動きもあるが、先進国では高齢化を反映して政府財政に歳出増大圧力が強まっており、財政規律を無視した大幅な財政赤字の拡大もまた困難である（第2図）。政府債務の積み上がりと中央銀行による国債保有の拡大は先進国で共通してみられる事象であるが、金融・財政政策への過度な期待がもたらした必然的な帰結と言えるのではないか。

第1図：米・英・ユーロ圏の実質GDP成長率（前年比）と自然利子率の推移



(注) 米国、英国、ユーロ圏の平均値。
 (資料) UNCTAD統計、サンフランシスコ連銀資料より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：主要先進国の一般政府債務残高と高齢化率
 (各国の2000年、2005年、2010年、2015年時点)



(資料) 世界銀行、BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 中国経済の調整局面入り

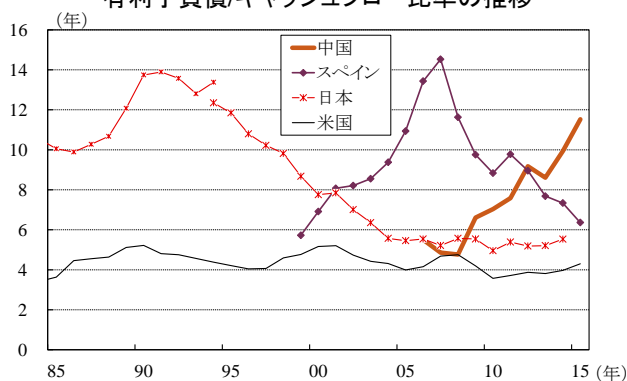
次に重要なのは中国経済が調整局面に入っていることである。中国では、これまで国有企業を中心に累積された過剰投資に起因するストック調整圧力が徐々に高まっている。企業の過剰投資の裏側にはそれを支えるファイナンスが存在するが、リーマンショックによる景気の落ち込みへの対応として政府主導で実施された「4兆元対策」の影響もあり、有利子負債／キャッシュフロー比率は急上昇している（第3図）。その水準は、経済バブルが発生していた、1980年代後半の日本やリーマンショック前のスペインに近づいており、調整圧力は相当に大きいと考えられる。実際、国有企業ではこれまでみられなかった負債規模の倒産や、取引金融機関との債務調整に着手する事例が今年に入って散見されるようになってきている。今後のストック調整は、まだ余裕のある政府資金を活用しながら時間を掛けて進められると考えられるため、景気の急減速に繋がるような事態は回避されると想定しているが、見方を変えれば、設備投資を始めとした国内需要に対して下押し圧力が掛かる展開はかなり長期化する公算が大きい。世界第二位の経済大国の調整長期化は、他の国や地域の景気回復の足取りを鈍らせる要因となり続けるだろう。

(3) 新興国を中心としたスロー・トレード化

貿易の伸び悩みも世界経済のトレンドとなりつつある。世界全体の工業生産量と貿易量（輸入量）の関係をリーマンショック前後で比較すると、リーマンショック前は工業生産

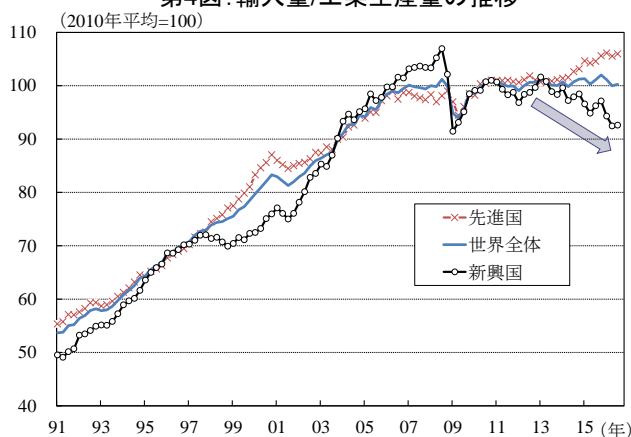
量の伸びよりも貿易量の伸びの方が高かったが、リーマンショック後にはほぼ同じ程度の伸びに止まるようになってきていることがわかる（第4図）。こうした“スロー・トレード化”は、アジアを中心とした新興国で特に目立つ。グローバル・バリュー・チェーンの拡大一服等を受けて新興国での設備投資の増勢が鈍化し、資本財や中間財の貿易量が低迷したこと、新興国の技術力向上で内製化が進展したことなどがその要因として指摘されている。一般に交易の活発化は、企業間競争や資本配分の効率化、技術移転の拡大等を促し、生産性の改善に寄与すると言われるが、新興国における“スロー・トレード化”は、こうしたルートでの生産性の改善が既にかかなりの程度行き渡り、追加的なプラスの効果が見込み難しくなっていることの裏返しであるとも考えられる。

第3図: 非金融企業部門の有利子負債/キャッシュフロー比率の推移



(注)『有利子負債/キャッシュフロー比率』は、有利子負債を総貯蓄で除したもの。
 (資料)内閣府、米国商務省、スペイン統計局、中国国家統計局統計より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

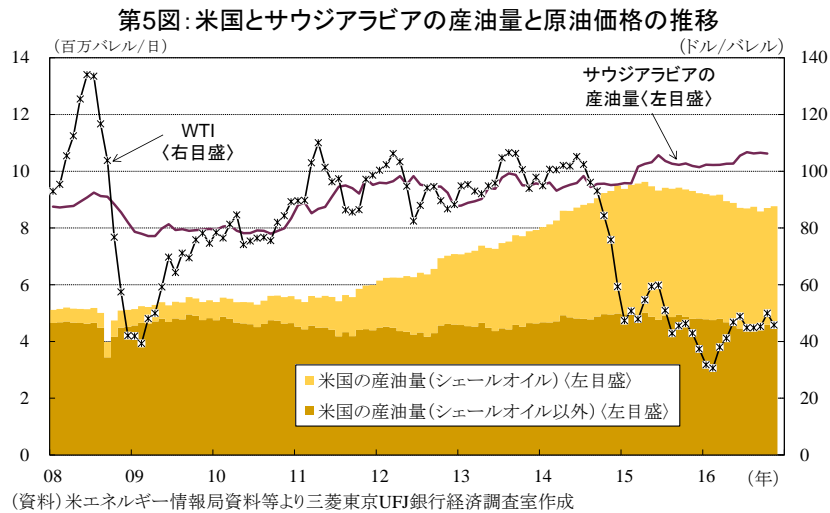
第4図: 輸入量/工業生産量の推移



(注)『輸入量/工業生産量』は、輸入量を工業生産量で除したもの。
 (資料)オランダ経済政策分析局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 逆オイルショックの常態化

原油価格は、リーマンショック後の急落から一旦は持ち直し1バレル100ドル近傍まで回復したが、2014年後半になって中国を中心とした新興国の景気減速が鮮明となってきたことを切っ掛けに再び大幅に下落し、足元では同50ドル前後で推移している（第5図）。この間、産油国としての米国の存在感は、シェールオイルの生産拡大を通じて急速に増しており、その産油量はサウジアラビアに匹敵するレベルに達した。米国のシェールオイル生産は、市場価格をシグナルに経済合理性に基づいて行動する民間事業者によるものであり、機動的に増減産を行う点に着目する必要がある。旧来の産油国による協調的な増減産の効果は、米国のシェールオイル生産者による逆方向の減増産が打ち消す格好となることで、原油価格は下値も限られる代わりに上値も重い展開が続くと考えられる。国際商品の代表である原油価格低迷の常態化は、中国を中心とした新興国経済に対する成長期待の弱まりと相俟って、他の資源価格の回復ペースに対しても少なからず影響を与えるとみられる。



3. 循環的・短期的な視点も踏まえた 2017 年の海外経済の姿

(1) 海外経済の足元の状況と 2017 年の見通し概観

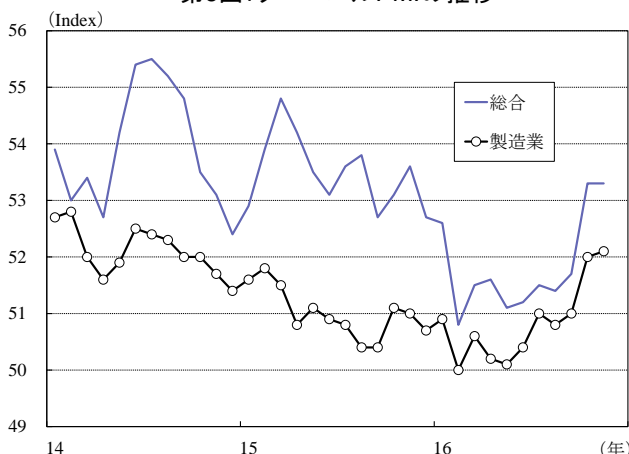
ここからは、世界経済の中長期的なトレンドが、①先進国のセク્યラー・スタグネーションと金融政策の飽和、②中国経済の調整局面入り、③新興国を中心としたスロー・トレード化、④逆オイルショックの常態化であることを踏まえたうえで、2017 年の海外経済を、循環的・短期的な要素も加味して展望していく。

まず、足元の景気状況を確認すると、世界的に持ち直し方向にあることを押さえておきたい。世界の景気動向と連動するグローバル購買担当者指数 (PMI) の推移を見ると、今年中頃をボトムにまず製造業が持ち直し方向に転じ、それにやや遅れて全体も上向いてきていることがわかる (第 6 図)。来年の実質 GDP 成長率は、景気がこうした上向きの軌道を辿ることで今年に比べ若干の加速を予想する (第 7 図)。もっとも、その水準 (当室が予測対象としている 42 カ国・地域の合計) は前年比+2.8%と、今年の着地見込みである同+2.5%からは改善するものの、リーマンショック前の好景気の頃 (4%成長前後) と比べると低位に止まり、景気回復に力強さは出てこないだろう^(注)。以下では先進国、新興国、資源国別の見通しを順に確認し、最後に見通し上のリスク要因についても触れていく。

(注) 2017 年の経済見通しについては、12 月 1 日公表の『内外経済の見通し』

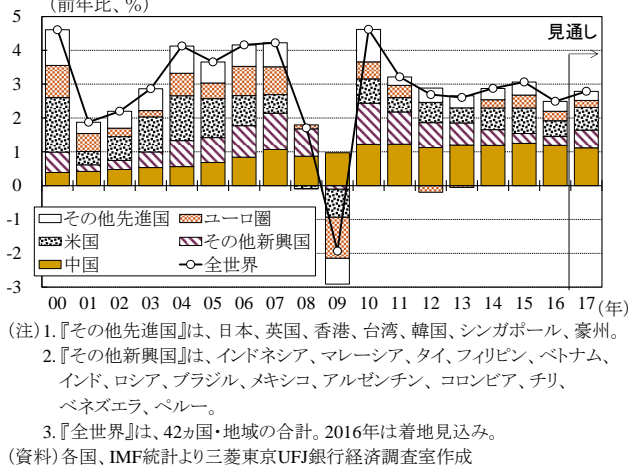
(http://www.bk.mufg.jp/report/ecolook2016/outlook_all20161201.pdf) も参照されたい。

第6図：グローバルPMIの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：世界主要国・地域の実質GDP成長率の推移 (前年比、%)



(注) 1. 『その他先進国』は、日本、英国、香港、台湾、韓国、シンガポール、豪州。
 2. 『その他新興国』は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、インド、ロシア、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、コロンビア、チリ、ペネズエラ、パルー。
 3. 『全世界』は、42カ国・地域の合計。2016年は着地見込み。
 (資料) 各国、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 先進国～米国は若干の加速を見込むも、欧州では不透明感が景気を冷やす要因に

来年の海外経済を見通す上で最大のポイントとなる米国経済についてみていくと、まず足元の景気は、トランプ新政権の誕生とは無関係に、既往のドル高、原油安の製造業、エネルギー関連セクターへのマイナス影響が一巡したことで、堅調さを増してきている。注目の新政権による経済政策については、トランプ氏の選挙期間中の発言や選挙公約を踏まえると、減税、インフラ投資、エネルギー関連規制緩和などの政策は、規模こそ議会共和党との調整を踏まえたものとなろうが、ある程度実現に向かうものと見込まれる。ただし、来年の米国経済が今年よりも成長率が高まる蓋然性は相応に高いと考えられるが、新政権の経済政策が実際に経済成長に寄与するのは早くて来年後半からである。また、足元で急速に進むドル高・金利高は期待先行の感が強く、このままでいくと、具体的な政策効果が実体経済に現れる前の米国経済に対してはむしろマイナスの影響を与える可能性が高い。来年の米国経済は、景気循環的な要因で成長率の若干の加速を見込むが、構造的な低成長から脱することは困難であり、その水準は2%台前半に止まるとみられる。

欧州については、英国のEU離脱を巡る不確実性は依然として強く、また、フランスやドイツ、場合によってはイタリアなど主要国における重要選挙が来年にかけて先行き不透明感を高める展開になる懸念は相応にあり、マインドの慎重化が実体経済を下押しする可能性については見通しに反映させるべきであろう。債務危機の影響で2012年から2013年にかけて景気が落ち込んだため、循環的には高めの成長となり易い局面にある欧州経済だが、来年は英国を中心に一旦減速する展開を見込む。

(3) 新興国～輸出は持ち直すも、中国のストック調整圧力が引き続き下押し要因に

アジアを中心とした新興国経済についてみていく。中国については、来年秋に予定されている5年に1度の党大会に向けて経済の不安定化は避けたい政府による様々な政策対応が予想されるものの、先述のストック調整・構造調整圧力から減速基調での推移は避けら

れまい。その他のアジアは、堅調な先進国向けを中心に輸出が持ち直すことや、これまで同様に個人消費を中心とした内需が緩やかに拡大することを背景に、景気は総じて回復基調で推移すると見込まれる。ただし、中国経済減速の影響は大きく、そのペースは今年と比べあまり速まらないだろう。

(4) 資源国～資源価格の底入れで最悪期は脱する見通し

最後にロシア、ブラジルなどの資源国についてだが、国際商品市況が底入れしたことは明らかに朗報である。ここ数年続いていた『原油価格を中心とした資源価格の下落とそれに伴う通貨安の進展⇒インフレ高進への対応としての断続的な金融引き締め⇒個人消費や設備投資を中心とした内需の低迷』という負の連鎖からはとりあえず抜け出すことが可能であろう。そのため、資源国経済はこれまでのマイナス成長からプラス成長へ復すると見込まれるが、それは資源価格の大幅下落という下押し圧力が縮減するという意味でのものに過ぎない。前述の通り資源価格の持ち直しが小幅に止まるとみられる中では、成長率としてはかつてに比べ低い水準に止まるだろう。

(5) 見通し上のリスク要因

① トランプ米次期政権の経済政策

最後に、見通し上のリスク要因について触れたい。まずはトランプ米次期政権の経済政策である。同政権の経済政策は様々な面で不透明であり、来年の経済見通しに対してアップサイド・ダウンサイド両面のリスクである。前述した減税、インフラ投資の拡大を含めメインシナリオでは総じて現実的な政策が採られると想定しているが、ダウンサイドのリスクで最も警戒すべきは通商政策の動向であろう。北米自由貿易協定（NAFTA）の大幅見直しや特定国に対する一律の輸入関税引き上げといった極端に保護主義的な通商政策が採られた場合には、米国以外の国・地域の実体経済を下押しする要因となるだけでなく、米国経済自身に対してもコスト高を通じて負の影響を及ぼし得る点に注意が必要である。

② 新興国から米国への資金還流

足元で起きている“トランプラリー”には、新興国から米国（及びその他の先進国）への資金還流の意味合いがあり、このところ新興国通貨の下落がやや目立つ。一般に、通貨安は、物価上昇による個人消費押し下げ効果よりも価格競争力向上による輸出数量押し上げ（純輸出改善）効果の方が大きく、また、足元の通貨下落は、過去の通貨危機時のように新興国自体に大きな問題があって通貨が売り浴びせられた局面とは本質的に異なることもあり、それ程懸念される事象ではないと考えられる。また、新興国の経常収支や対外債務残高、外貨準備高などをチェックすると、かつて通貨危機が発生した頃に比べリスク耐性は概ね強まっていると判断され、通貨暴落というテール・リスクが顕在化する可能性は低いと言える。もっとも、外貨準備高の水準が少なめであり、かつ政治情勢面などに個別

に不安定さを有する国、例えばトルコやメキシコ、マレーシアなどについては、急速な通貨下落に見舞われるリスクが相対的に高いと考えられる点には注意する必要がある（第1表）。

第1表: 主な新興国の外貨準備高と通貨騰落率

	①2015年末時点の外貨準備高(億ドル)	②必要とされる準備高(億ドル)	充足率(①÷②、%)	通貨騰落率(米大統領選から足元まで、%)
中国	34,061	28,455	120	▲ 2.3
韓国	3,680	2,974	124	▲ 5.2
インドネシア	1,059	866	122	▲ 2.9
マレーシア	953	1,150	83	▲ 6.6
タイ	1,633	758	216	▲ 3.0
フィリピン	807	352	229	▲ 2.6
ベトナム	369	-	-	▲ 1.9
インド	3,556	2,305	154	▲ 1.9
ブラジル	3,565	1,860	192	▲ 5.1
メキシコ	1,776	1,607	111	▲ 12.2
トルコ	1,105	1,209	91	▲ 11.2
ロシア	3,684	1,387	266	4.1

(注)『必要とされる準備高(ARA: Assessment of Reserve Adequacy Metric)』は、IMFによる推計値(推計式は下記)。ARAに対し100~150%の外貨準備高の保有(充足率)が適正とされる。

$$\text{【 } ARA = 5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{ブロード・マネー} + 30\% \times \text{短期対外債務残高} + 15\% \times \text{その他対外債務残高(中長期債務等)} \text{】}$$

(資料)IMF統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③欧米における反移民の動き

最後が欧米における移民問題である。移民流入の拡大は、欧米先進国の低成長化を緩和する一手段であるといえる（低成長に喘ぐ日本でも、現在僅かに止まる移民受け入れの拡大が成長戦略のひとつとして議論されることがある）。こうした中で、英国では反移民を掲げた EU 離脱派が国民投票で勝利し、米国でも反移民的な言動が目立つトランプ氏が次期大統領に当選したのに加え、大陸欧州でも、反移民・反 EU を掲げる政治勢力が勢いを増してきている。来年に予定されているフランス大統領選・総選挙やドイツの総選挙、場合によっては実施されるであろうイタリアでの総選挙の結果次第では、欧州が移民の流入を抑制する方向に舵を切る可能性も否定できない。移民流入による経済面のメリットを一部犠牲にしてでも、政府による財・サービスの提供を国民に限る国民国家としての統合や安全保障の確保を重視する方向に舵を切るのか、中長期的な観点で欧米諸国は重要な岐路に立っている。

以 上

(平成 28 年 12 月 27 日 鶴田 零 rei_tsuruta@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

【参考1】海外経済見通し総括表

■実質GDP成長率(%)		2015 (実績)	2016 (実績見込み)	2017 (見通し)
世界42カ国・地域		3.0	2.5	2.8
米国		2.6	1.6	2.4
ユーロ圏		2.0	1.5	1.1
	ドイツ	1.7	1.5	1.2
	フランス	1.3	1.2	1.1
	イタリア	0.7	0.7	0.8
英国		2.2	1.9	0.8
日本		1.2	1.0	1.2
アジア(11カ国・地域)		6.1	5.8	5.7
	中国	6.9	6.6	6.2
	インド	7.2	7.3	7.7
	NIEs(4カ国・地域)	2.1	2.0	2.3
	ASEAN(5カ国)	4.8	4.8	4.9
オーストラリア		2.4	2.8	2.9
ロシア		▲ 3.7	▲ 0.5	0.8
ブラジル		▲ 3.8	▲ 3.5	0.8

■金利・為替・原油価格		2015 (実績)	2016 (実績見込み)	2017 (見通し)
金利(%)	米国10Y	2.1	1.8	2.4
為替(円)	円/ドル	121	109	110
原油価格(ドル/バレル)	WTI	49	43	51

(注)『金利』、『為替』、『原油価格』は、各対象期間の平均値。
(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

【参考 2】2016 年の海外経済・政治・金融 10 大ニュース

上海株が急落、原油価格がリーマンショック後の最安値を更新(1 月)

上海株価指数は、中国経済の先行き懸念や後手に回る政府の政策対応への不安等から年初に急落。原油価格は、リスクオフの動き等を背景にリーマンショック後の最安値を下回る 1 バレル 20 ドル台に。

台湾総統選で野党・民進党の蔡英文主席が当選(1 月)

1 月 16 日の台湾総統選挙で、独立志向の強い民進党の蔡英文主席が圧勝。同日行われた立法委員選挙でも民進党が過半数を大きく上回る議席を獲得。

ベルギーの空港と地下鉄駅で連続テロが発生(3 月)

3 月 22 日、ベルギーのサベンテム国際空港と地下鉄マールベーク駅で相次いで爆発があり、300 名を越える死傷者。実行犯の一人はパリ同時テロの容疑者として指名手配されていた。

「パナマ文書」が流出、租税回避が問題化(4 月)

租税回避地の会社設立などを手がけるパナマの法律事務所の内部文書を、南ドイツ新聞と非営利報道機関「国際調査報道ジャーナリスト連合」が入手。4 月 4 日に各国メディアが一斉に報道。

米国オバマ大統領が、現職の大統領として初めて広島を訪問(5 月)

米国のオバマ大統領は 5 月 27 日、現職の大統領として初めて被爆地・広島を訪問。平和記念資料館を視察し、原爆死没者慰霊碑で献花。

英国が国民投票で EU からの離脱を選択(6 月)

6 月 23 日に実施された英国の EU 離脱の是非を問う国民投票で離脱支持票が全体の 51.9%となり、EU からの離脱が選択された。

トルコで軍によるクーデター未遂事件が発生(7 月)

7 月 15 日、トルコ軍の一部によるクーデター事件が発生。クーデターは結局未遂に終わり、エルドアン政権は、クーデター計画に関わったとして多数の軍人、裁判官等の身柄を拘束。

タイのプミポン国王が崩御(10 月)

10 月 13 日、タイの王室庁はタイのプミポン国王の崩御を発表。プミポン国王は 1946 年の即位から 70 年間に亘って国王を務め、国民からの信頼も厚かった。

米国大統領選挙でトランプ氏が勝利(11 月)

11 月 8 日に実施された米国大統領選挙で、共和党のトランプ氏が勝利。同時に行われた議会選挙でも共和党が両院で過半数の議席を獲得し、共和党による「統一政府」が誕生。

FRB が 1 年ぶりに利上げを実施(12 月)

FOMC は 12 月 14 日、政策金利の誘導目標レンジを 0.25%ポイント引き上げ、0.5%~0.75%とした。利上げの実施は約 1 年ぶり。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。