



2017-2018年の世界経済情勢と展望

1. 2017年の世界経済の現状
2. 注目すべきいくつかの問題
3. 2018年の世界経済に対する見方

2017年11月11日



➤ 1.1 世界の経済成長率が顕著に回復・上昇

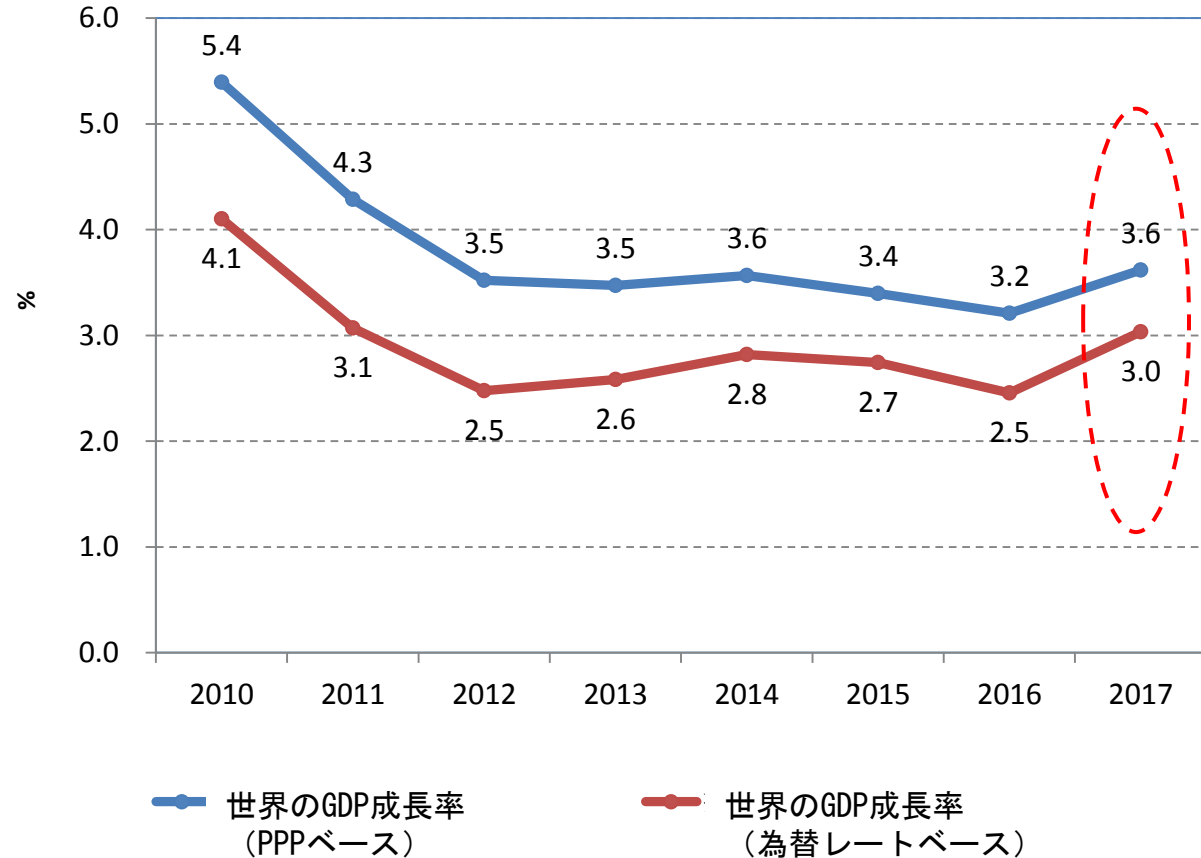


図1 : 世界のGDP成長率

出所 : IMF



➤1.1 世界経済の成長率：グループ分け

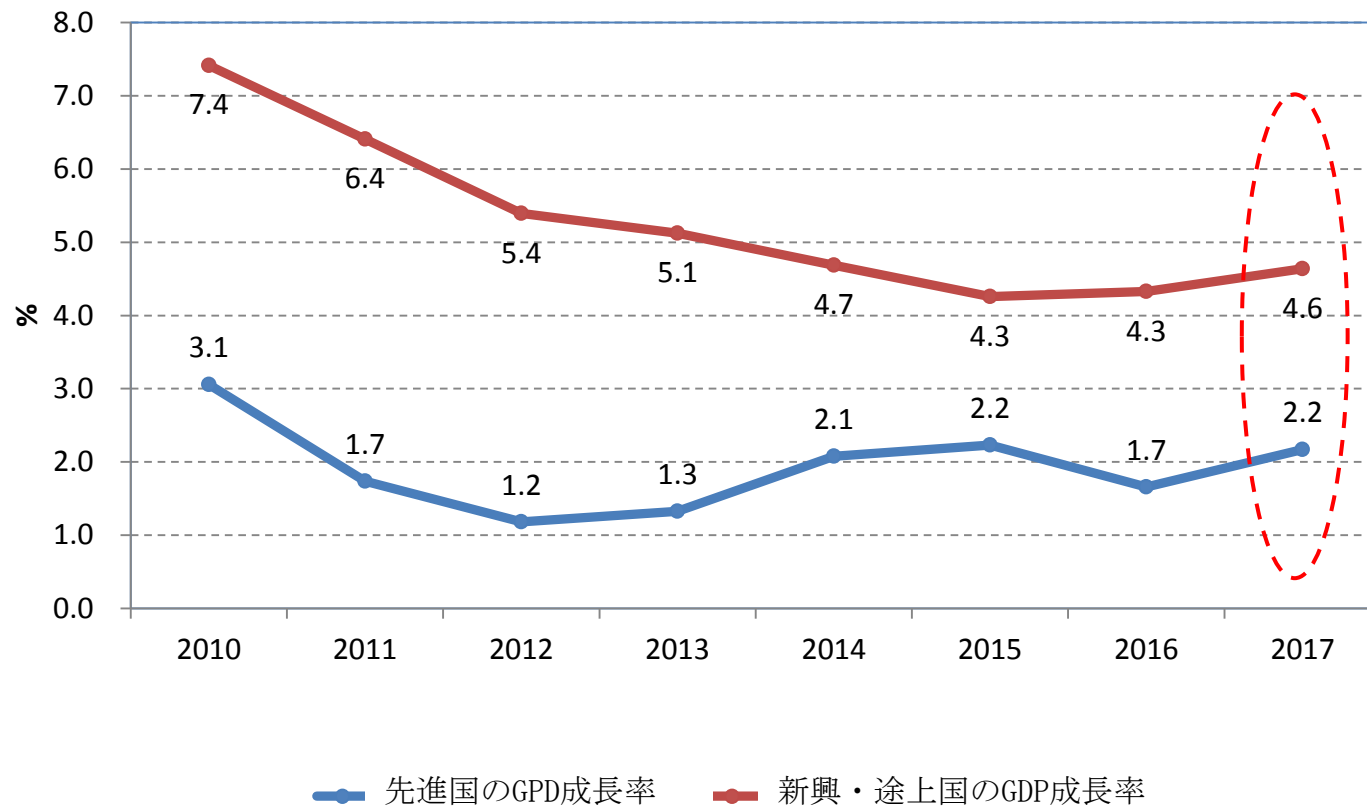
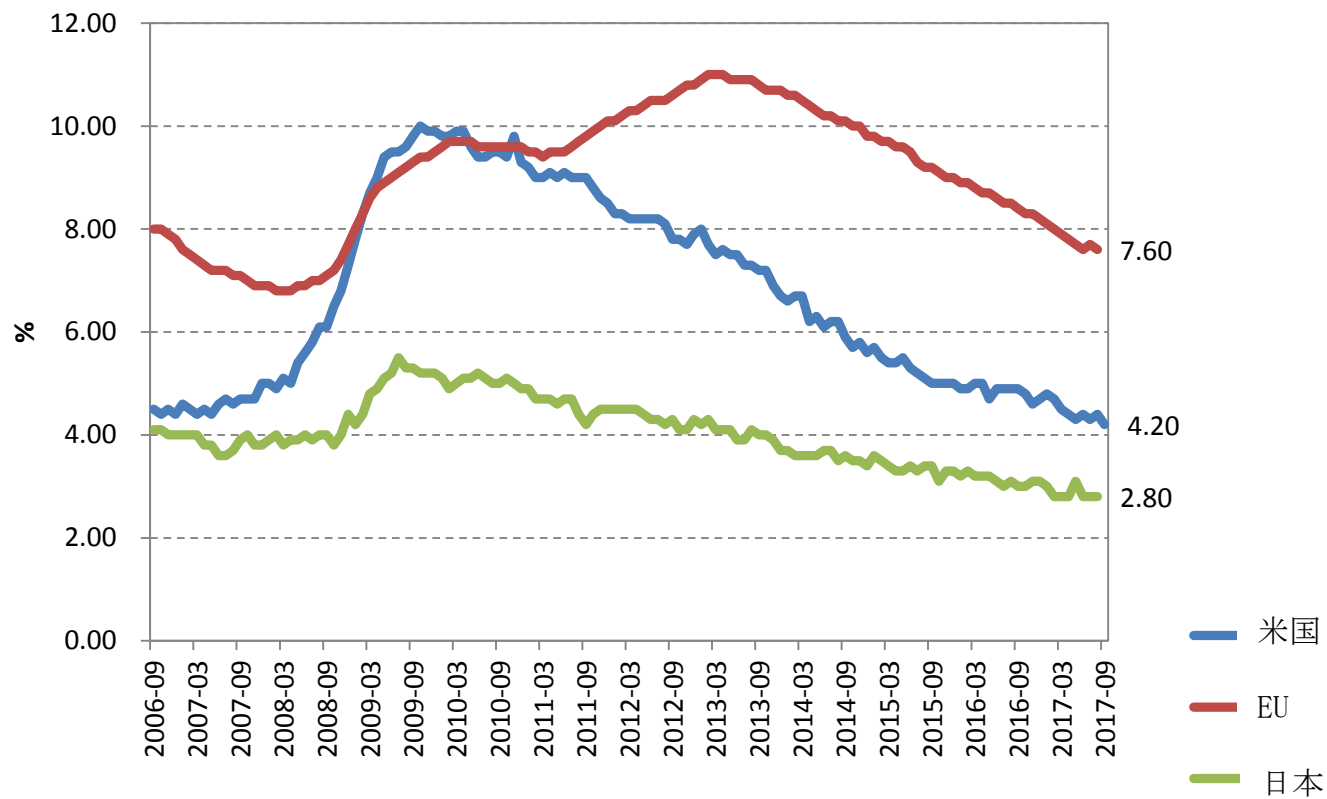


図2：先進国と途上国のGDP成長率

出所：IMF



➤ 1.2 改善傾向が続く労働市場



出所：Wind

図3 米・EU・日本の失業率



➤1.2 改善傾向が続く雇用市場：疑問

米国の失業率は果たして通貨政策を決定する上での適切な参考指標なのか

——失業率は4.3%と16年間の最低水準

——求人率は高い

——市場参加率は歴史的低水準に（25-54歳の年齢層で、就職しない人の比率は50年前では6%だったが、2015年では15%）

——雇用の拡大が力強さに欠けるのは低水準の経済回復に起因

——雇用の拡大が力強さに欠ける理由：社会保障の給付を申請する人が多い。価値観の変化によりブルーカラーが勤労意欲を失う。男性を中心に62歳の定年退職者が多い

Gerald P. O’Driscoll, Jr., June 2017, “The Jobs Conundrum”, CATO.



➤ 1.3 物価水準は幾分上昇

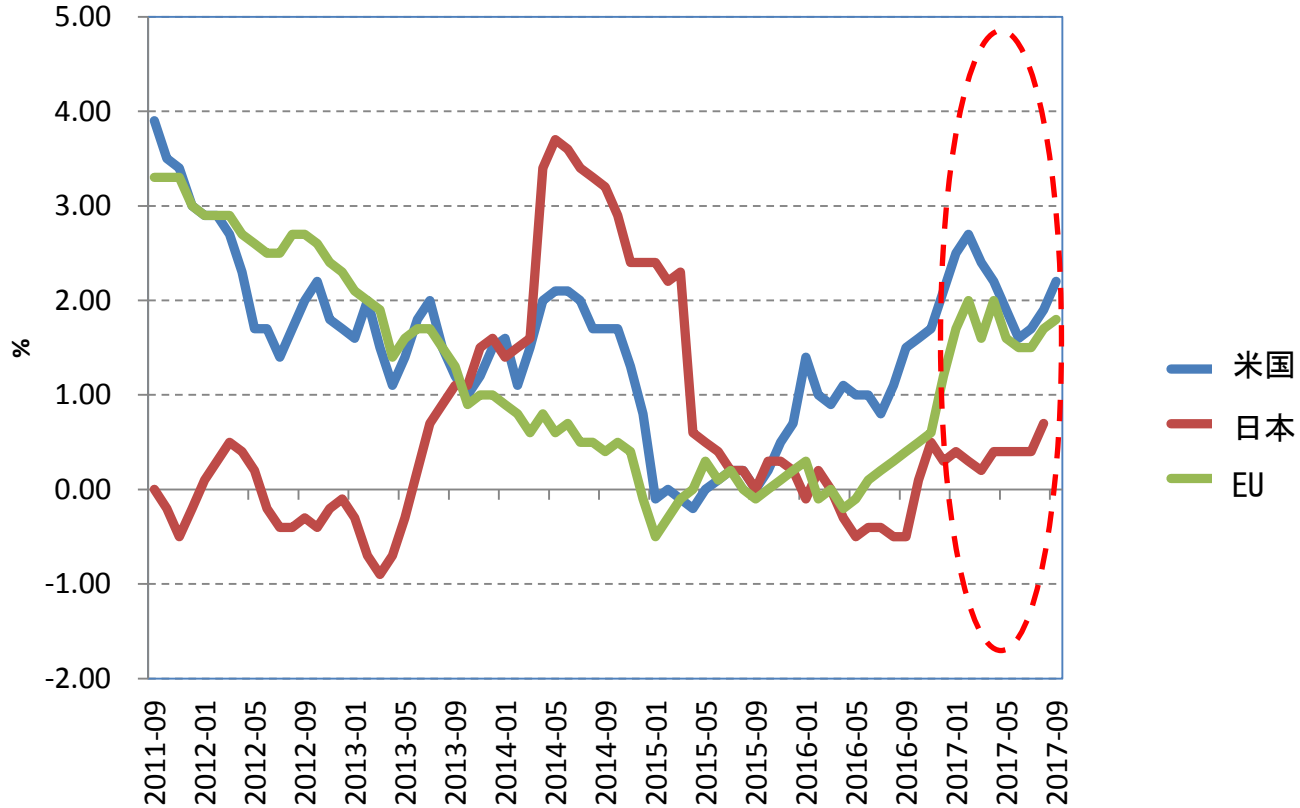


図4 米国・EU・日本の月次CPI(前年同月比)

出所: Wind



➤ 1.4 国際貿易は活発化

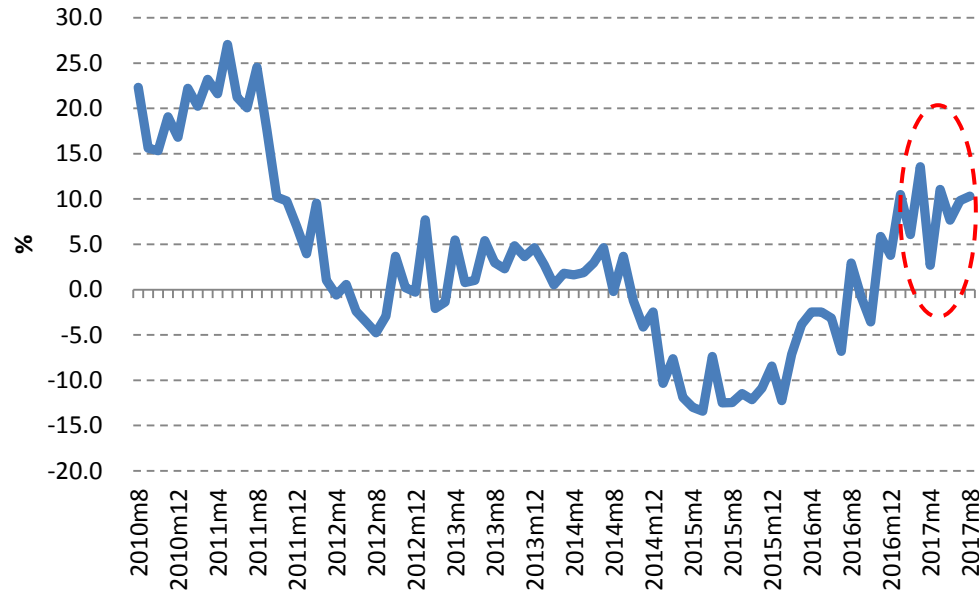


図5 世界の月次輸出額成長率(前年同月比)

出所：WTO



➤ 1.5 直接投資活動が鈍化

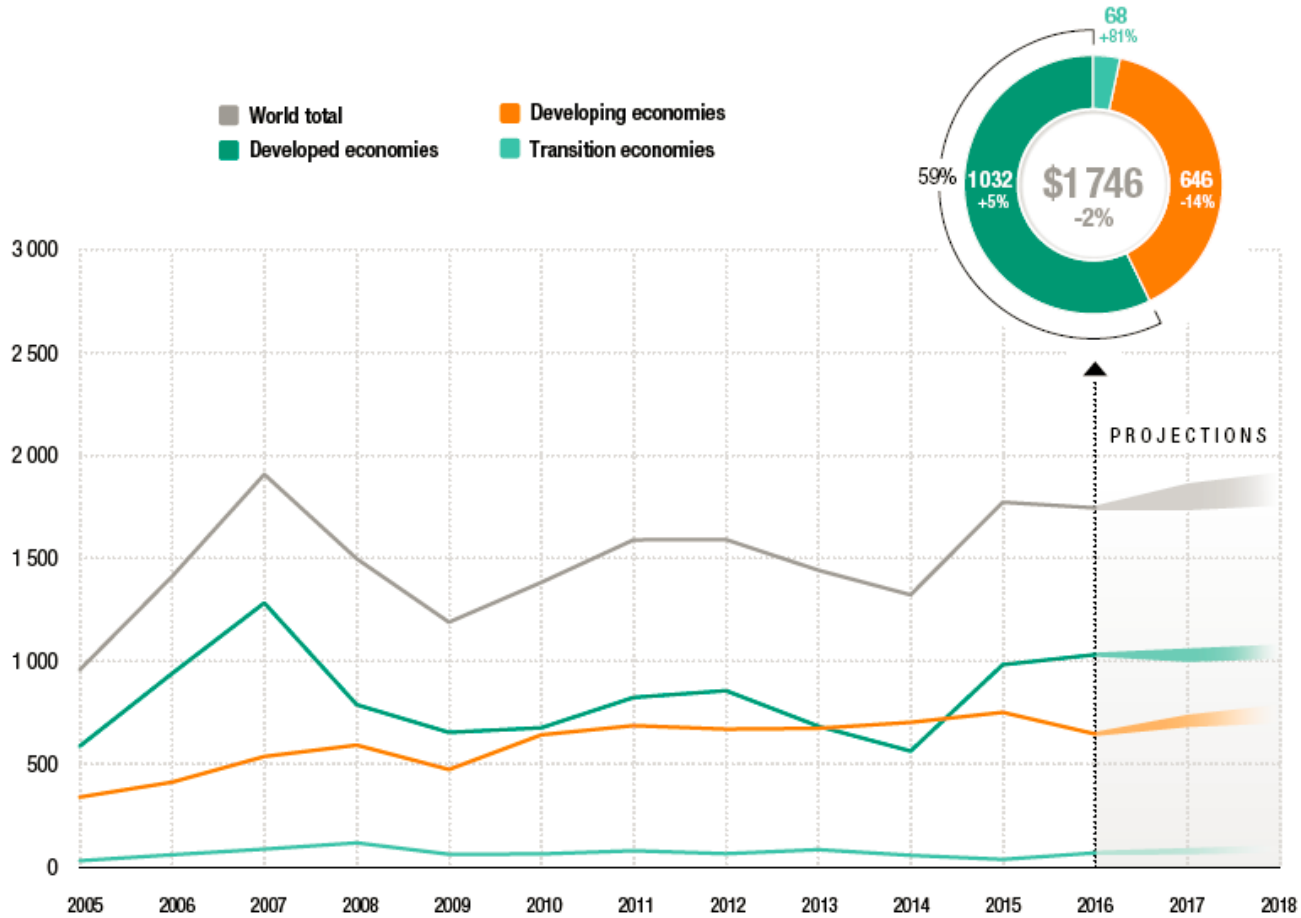


図6 世界のFDI流入額

出所：WIR2017



➤1.6 債務リスクは蓄積し続ける

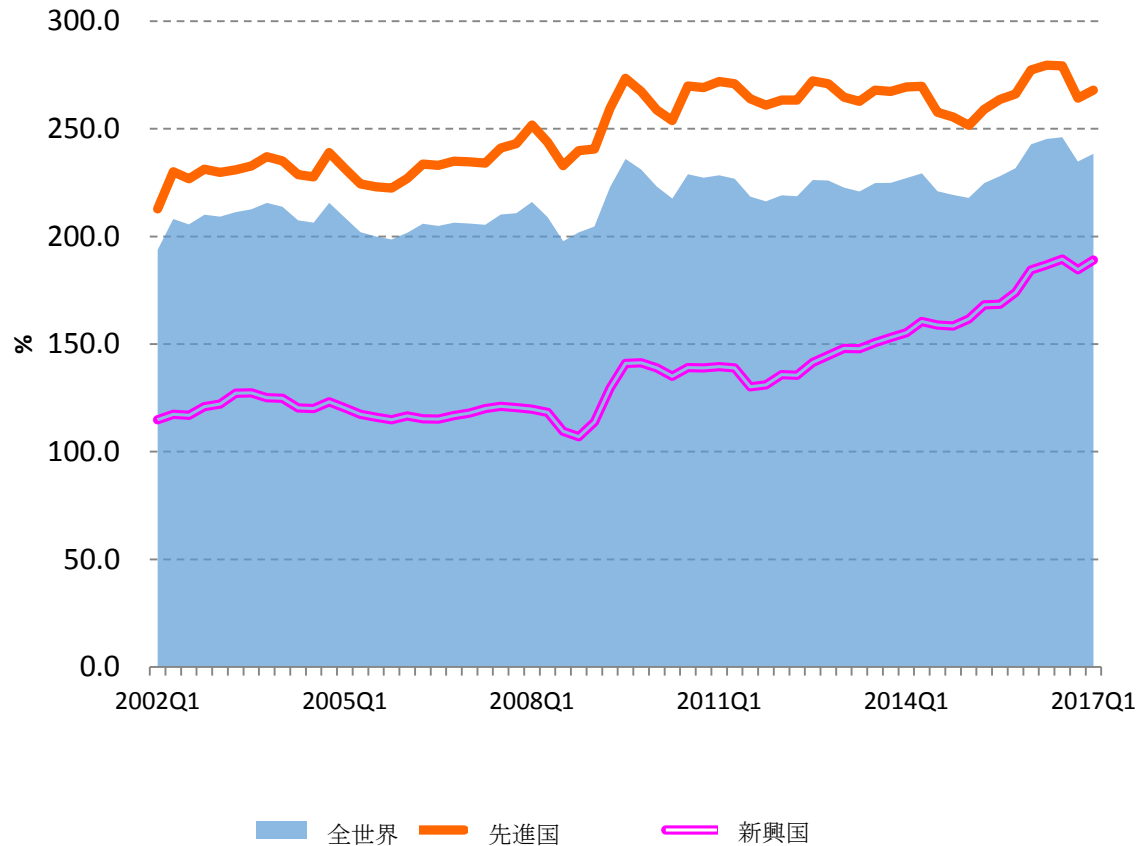


図7 非金融部門の債務残高の対GDP比

出所：BIS



➤1.7 国際金融市場：ドル安傾向

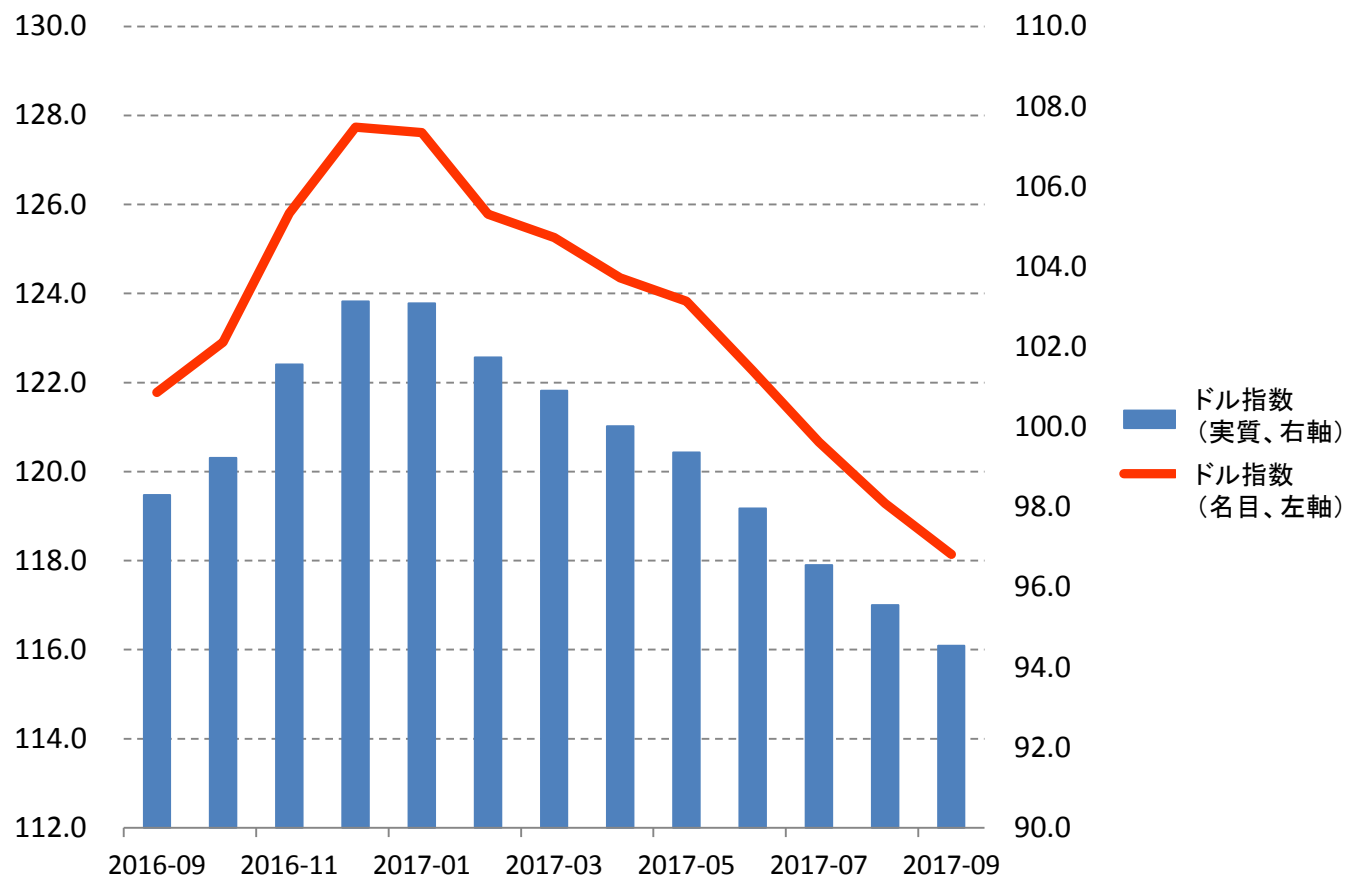


図8 広義のドル指数

出所: Wind



➤ 1.8 コモディティ市場は中低価格帯で推移

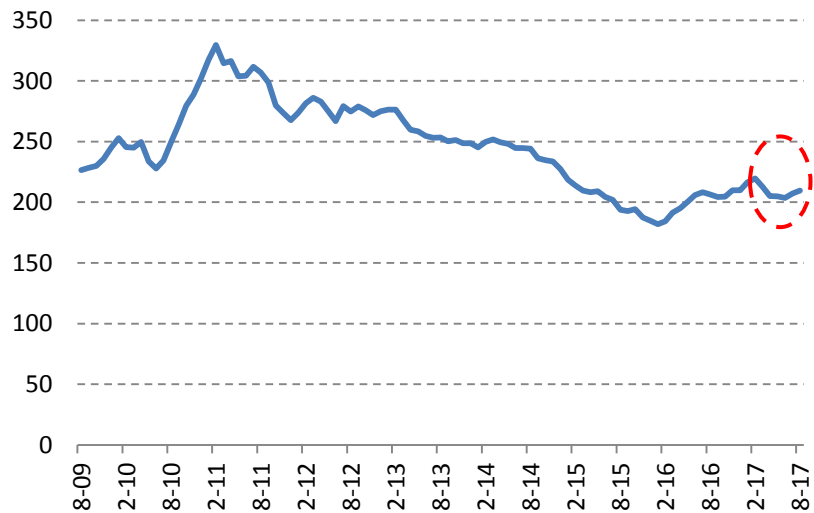


図9 国際コモディティ価格指数

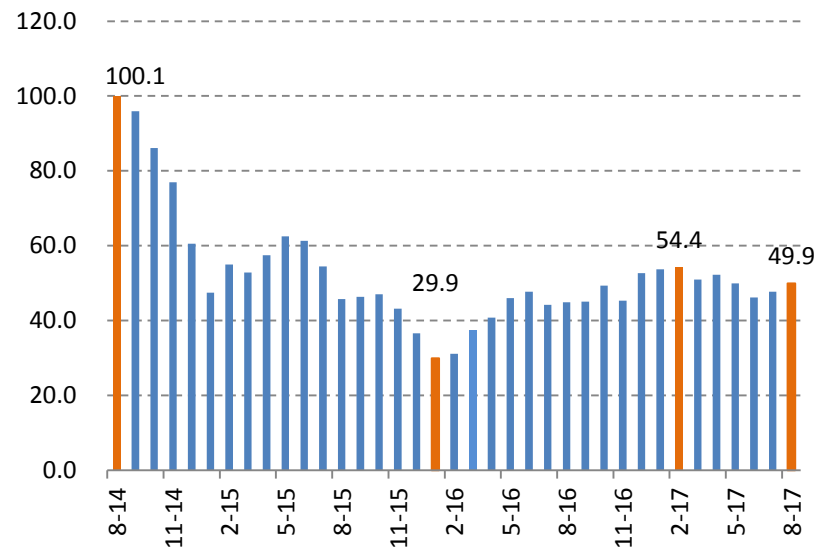


図10 原油平均価格（ドル/バレル）

出所：UNCTAD



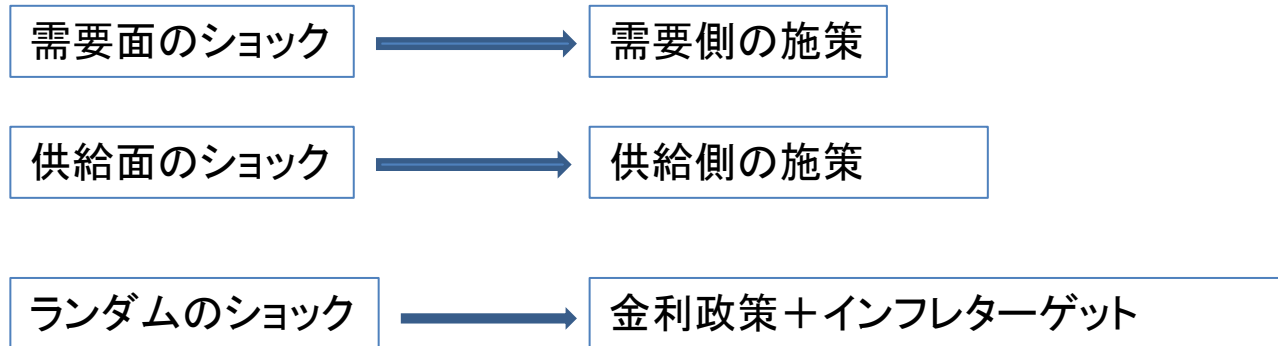
➤2. 回答が求められるいくつかの重要問題

- 2.1 世界経済回復の基礎は？
- 2.2 国際貿易成長率の回復・上昇は持続可能か
- 2.3 脱グローバル化はどう進むのか
- 2.4 世界範囲の債務拡大をどう捉えるべきか
- 2.5 資産バブルはあるのかないのか
- 2.6 トランプ政権の内政外交政策のスピルオーバー効果はどれぐらいあるか



➤2.1 世界経済回復の基礎 —経済変動の性質

“ショックー伝達”モデル



世界経済の平均景気循環期間：7年
ショック後長期成長軌道に戻る時間：3.5年



➤ 2.1 世界経済回復の基礎 —金融危機の結末

Descriptive Statistics for 100 Financial Crises, 1857-2013: Percent Decline in Per Capita GDP, Duration of Contraction, Years to Full Recovery, and Severity Index

Descriptive statistic	% change		Number of years		Severity index
	Peak to trough	Peak to trough	Peak to recovery	Peak to recovery	
<i>100 Crises: Full sample</i>					
Mean	-11.5	3.2	8.3	19.8	
Median	-8.8	2.0	6.5	15.8	
Share of episodes with double dip					45.0
<i>63 Crises: Advanced economies</i>					
Mean	-9.6	2.9	7.3	16.9	
Median	-7.1	2.0	6.0	13.0	
Share of episodes with double dip					42.9
<i>37 Crises: Emerging markets</i>					
Mean	-14.8	3.7	10.0	24.8	
Median	-13.6	3.0	8.0	22.4	
Share of episodes with double dip					48.6
<i>Kolmogorov–Smirnov (K-S) test for difference between advanced and emerging economies</i>					
Maximum difference	0.302	0.119	0.245	0.298	

Note: Italics denote significant differences in the K-S test at the 10% level.

Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, 2014. "[Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes](#)," American Economic Review, American Economic Association, vol. 104(5), pages 50-55, May



➤ 2.1 世界経済回復の基礎 —金融危機後の回復

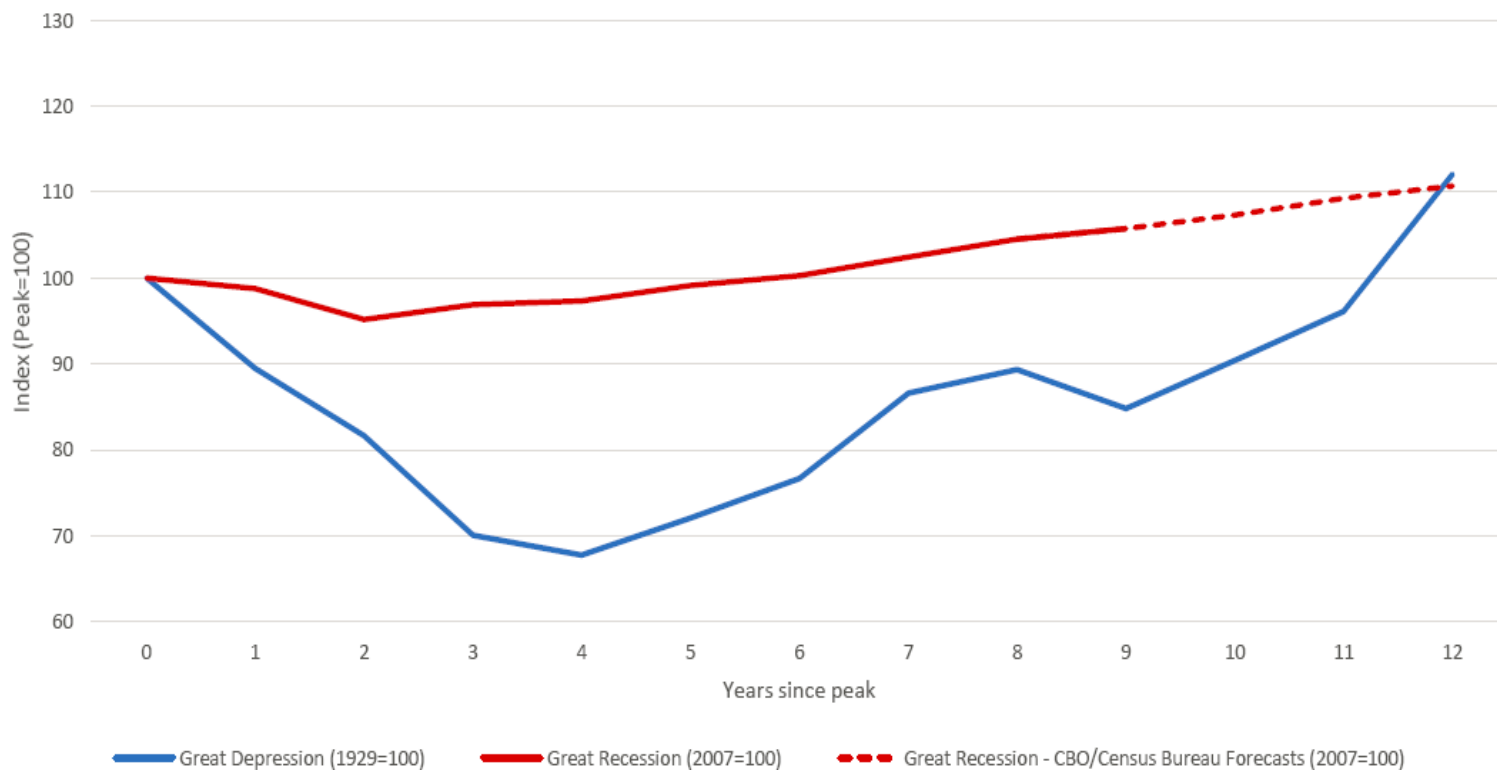


図11 二回にわたる金融危機後の米国生産年齢人口の一人当たり実質GDPの推移

Olivier Blanchard and Lawrence Summers, Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future. PIIE. October 8, 2017



➤ 2.1 世界経済回復の基礎 —金融危機後の回復

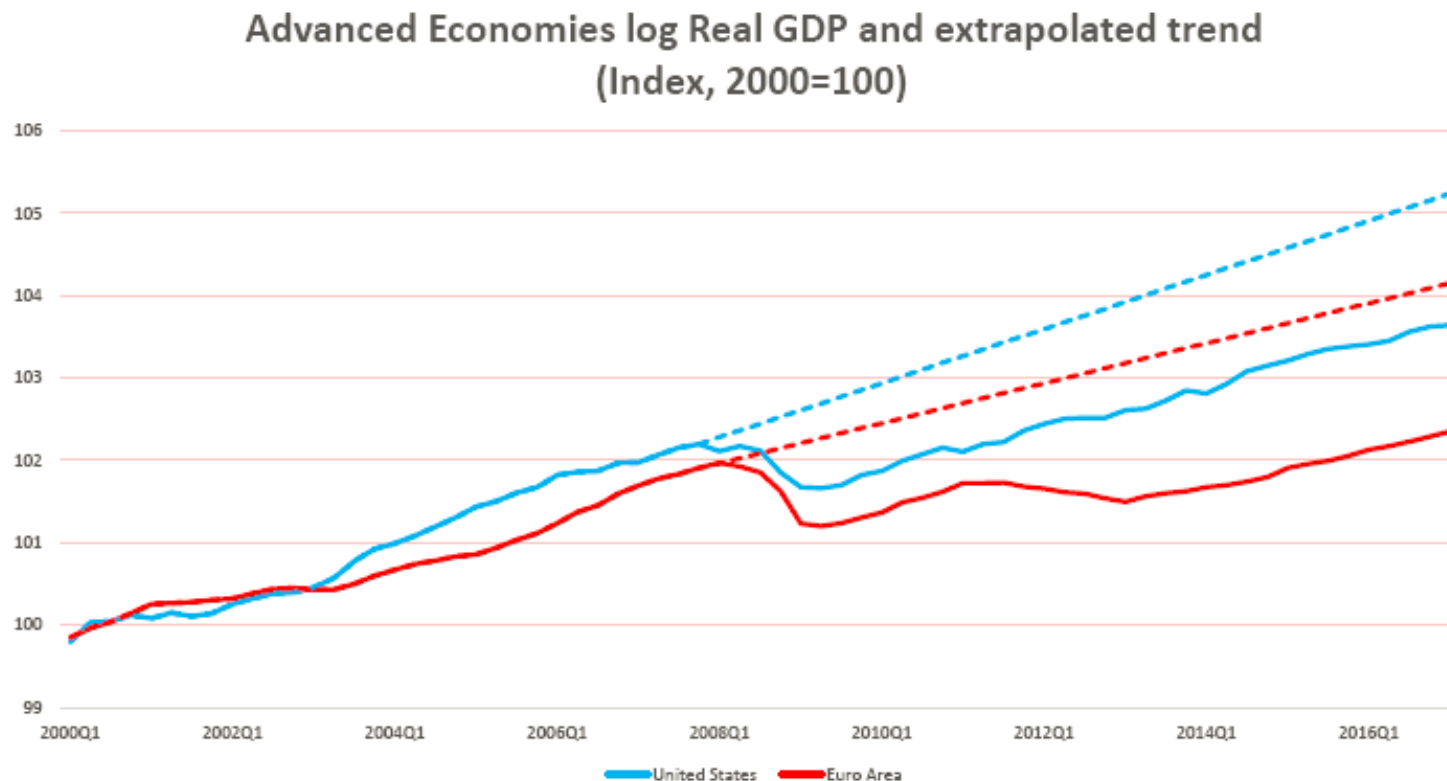


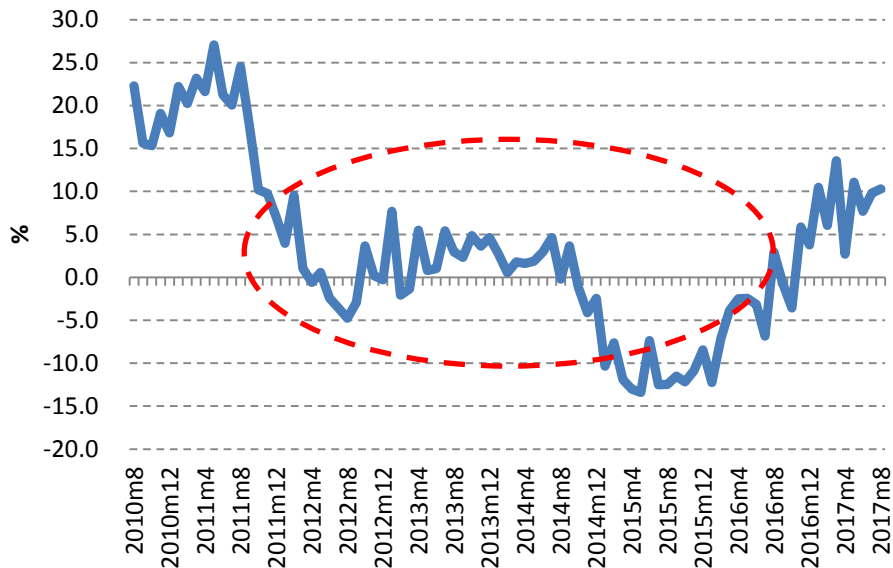
図12 リーマン・ショック発生前後の米国とEUの実質GDPの推移

Olivier Blanchard and Lawrence Summers, Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future. PIIE. October 8, 2017



➤ 2.2 国際貿易成長率の回復・上昇

2012-2016年の貿易低成長の原因



- 1. 需要不振（原因と結果？）
- 2. 商品価格の下落
- 3. 金融挺入れの弱体化
- 4. 貿易自由化のボーナスが消失（？）
- 5. 世界経済の成長エンジンはサービス業
- 6. バリューチェーンの分散化は鈍化

図5 世界輸出額の月次成長率(前年同月比)



➤2.2 国際貿易成長率の回復・上昇

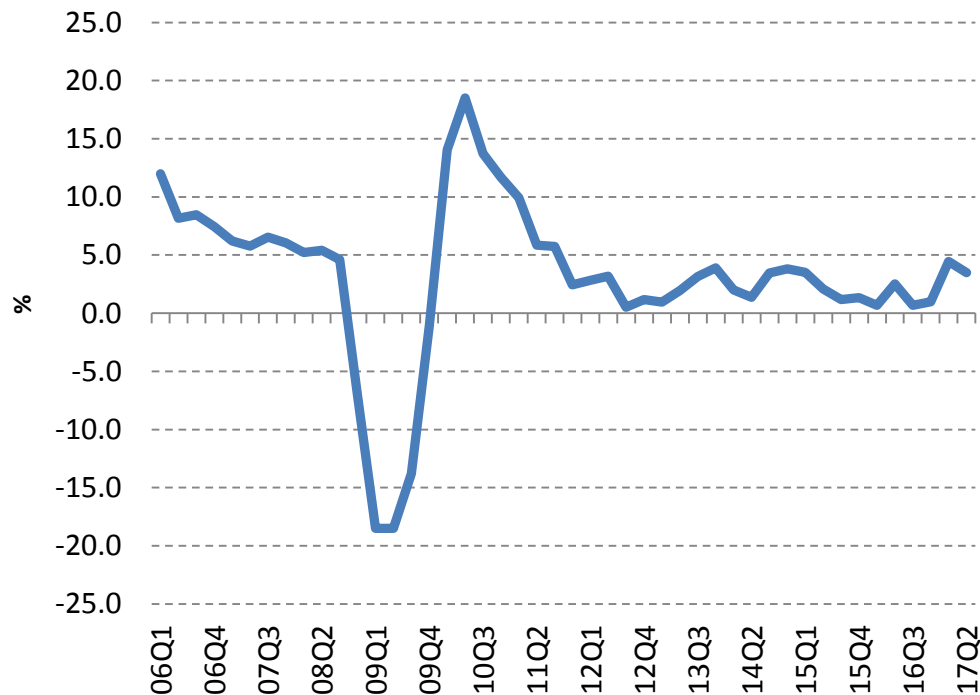


図13 世界実質輸出の四半期別成長率(前年同期比)

2017年国際貿易が活発になった理由

- 1. 世界経済の需要 (△)
- 2. 商品価格 (△)
- 3. 金融の挺入れ (△)
- 4. 貿易自由化のボーナス
- 5. 世界経済の成長エンジンはサービス業
- 6. バリューチェーン



➤2.3 脱グローバル化：ファクト

定義：

グローバル化—相互依存度の上昇+貿易・投資面の規制緩和
脱グローバル化—相互依存度の低下+保護貿易主義

ファクト1：

グローバル化が猛進する時代に一旦終止符：グ
ローバル化のパラドックス（中国の事例）

米国

- TPPからの脱退
- パリ協定からの脱退
- 移民制限
- NAFTAの再交渉
- 301条調査の再発動

ファクト2：

グローバル化に対する疑念が深まる

英国

- EU離脱

ファクト3：

脱グローバル化の勢力は途上国から先進国へ移行



➤2.3 脱グローバル化：原因

原因その一：不均衡

原因その二：不平等

不平等が拡大する原因：

➤資本主義制度は必ず不平等を増幅させる？

ピケティ: $r > g$

➤グローバル化と技術進歩は必ず不平等を増幅させる？

⊕ “労働に取って代わる技術+貿易” は先進国の不平等を増幅させ、途上国の不平等を緩和する

⊕ 技術進歩により資本品が更に廉価になり、所得分配における資本の役割を強化する

⊕ 技術進歩は独占をもたらす

⊕ グローバル化と技術進歩は障壁と情報コストを引き下げる

⊕ グローバル化は規制と再分配政策の競争を促す



➤2.3 脱グローバル化：原因

国際収支の調整メカニズムの欠乏

変動相場制は経常部門の不均衡を是正できない

損失を被る生産要素に対する補償メカニズムの運用が機能不全

- 二つのルート：1、損失を被った生産要素が利益を享受する部門へ流れる
2、損失を被った生産要素への利益移転



➤2.4 世界範囲の債務拡大をどう捉えるべきか：公的債務

公的債務の原因

- 戦費の調達
- 安定維持のための調達
- 流動性維持のための調達
- 福祉のための調達

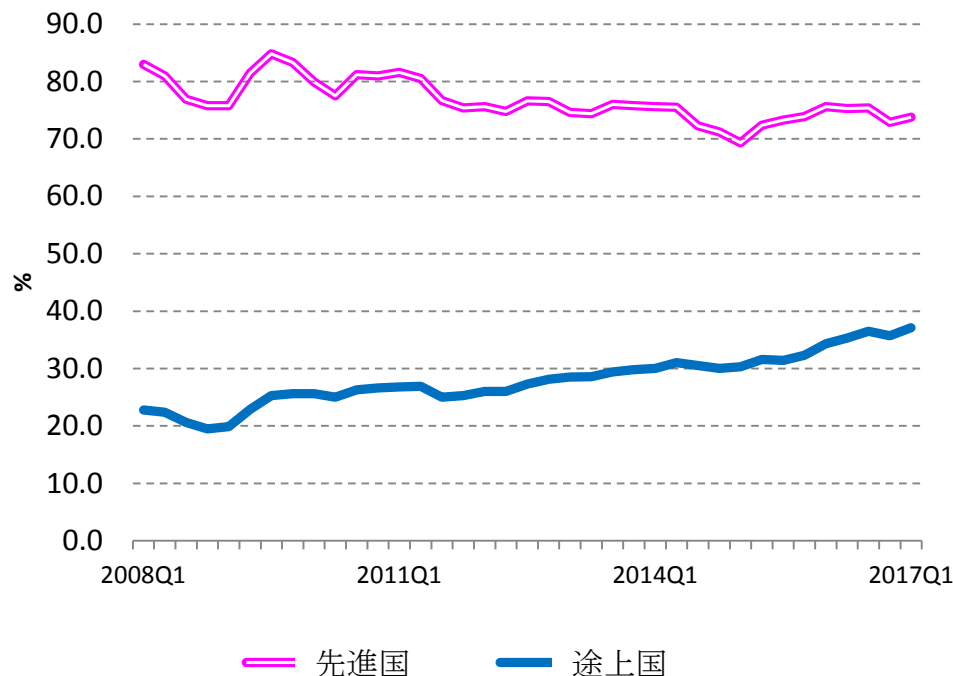
公的債務膨張のメカニズム —制約メカニズムの機能不全

- 債務と償還原資との連動
- 予算の均衡化
- 固定相場制

低金利と公的債務の膨張



➤2.4 世界範囲の債務拡大をどう捉えるべきか：家計の債務



主な問題点

- 異時点間の配置：現在の消費を増やし、将来の消費を減らす
- 地域間の配置：誰が資金の提供者なのか
- 資産バブル

図14 家計の債務残高の対GDP比

出所：BIS



➤2.4 世界範囲の債務拡大をどう捉えるべきか： 非金融企業の債務

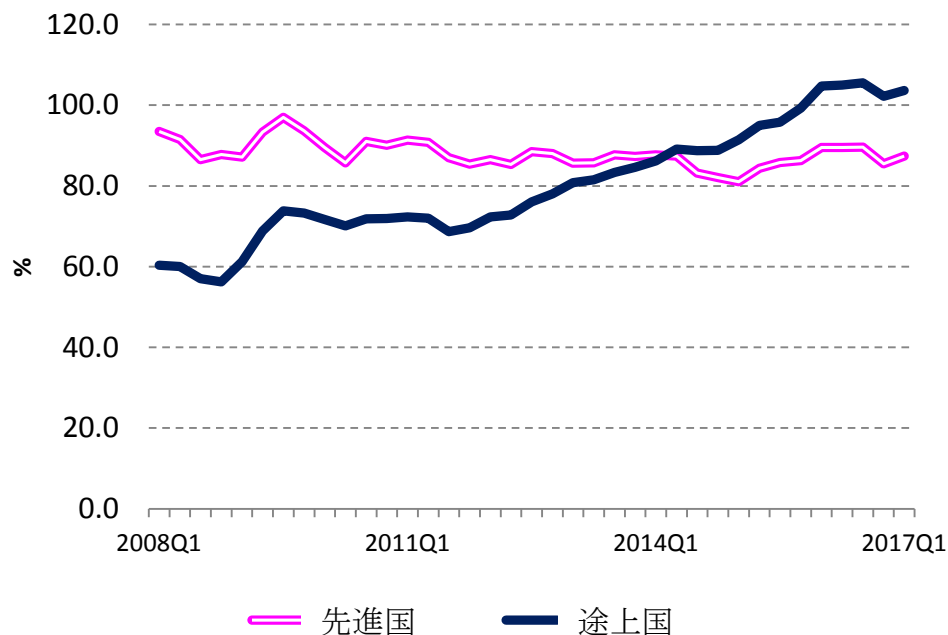


図15 非金融企業の債務残高の対GDP比

主な問題点

➤ 繁栄時の膨張カリセクション時の膨張か

➤ 直接金融の発展と資本市場バブル

➤ 規制面の制約：高負債企業への貸し出し時の資本金規制と引当規制の強化

出所：BIS



➤2.5 資産バブルの存在と深刻さ

先進国の株価と不動産価格は最高値を更新し続ける

——2016年12月31日に比べて、2017年10月11日時点のダウ平均とナスダック総合指数の上昇率は15.7%、22.7%であり、米ドル換算でのFT100指数、日経平均指数と新興市場指数（MSCI）はそれぞれ12.6%、13.5%、29%上昇した。

——2009年以降ダウ平均は3倍、ナスダック指数は5倍になった。

——米国株式市場の時価総額はGDPの2倍以上に達した（過去このようなレベルになった時はいずれも暴落した。2001年と2008年）

——米国全銘柄のPERは22倍前後（そのうちナスダックは33倍）

——Uberの時価総額は概ね米国三大航空会社の合計に匹敵。

——不動産価格は2007年の最高値を大幅に上回った。



➤2.5 資産バブルの存在と深刻さ

リスクを増幅させる5大要因

- 一、パフォーマンスを追求する投信のファンド・マネージャー。JPモルガンによると、市場の高騰はパッシブ型ファンドの投資増（本年は2008年並みの2540億ドルに達する見込み）を引き起こし、アクティブ型ファンドも業績追求の大きなプレッシャーに直面している。
- 二、クレージーのレベルまではまだ程遠い。投資家達は夏場に利上げリスクを織り込み、ヘッジを増やした。株価は幾分支えられる可能性がある。
- 三、債券の供給は遅い。今年グローバル債券ファンドに流入する新発債の規模は限定的。債券供給が季節的に低水準に止まっているのは、グローバルのマクロ情勢が現状維持であることと関係がある。
- 四、新経済の後押し。数年前と比べて、世界各国の成長はより速く、強くなり、かつ同期性が高まっている。現状ではこのような成長は構造的なものではなく、経済循環的なものであるように見える。先進国の経済成長率が軒並み上方修正され、インフレ見通しが下方修正されていることから、世界的に生産性が向上し、中期にわたる成長に繋がることが期待される。
- 五、税制改革が好材料。トランプ大統領の税制改革は当面打ち出せないものの、マーケットは幾分楽観的である。海外環流利益に課す税率引き下げは社債の供給を抑制し、手持ち現金を増やす結果をもたらす。また、税制改革の好材料は米国の更なる金融引き締め政策をある程度相殺する。



➤2.6 トランプ政権の内政・外交政策及びそのスピルオーバー効果

トランプのニューディール政策

——経済民族主義：海外資金の還流と製造業の米国回帰の促進、減税、規制緩和、保護貿易主義の実施、強制的技術移転の反対

——“義務の縮減”：国際政治の各種制度・枠組みにおける米国の責任と義務を見直し、公共財の必要性と権利義務の均衡を再評価。

——実力政治の信奉：二国間交渉に主眼を置き、多国間制度を補助とし、世界範囲における米国パワーを維持

——大統領選でのコミットメントの実行：大規模な違法移民の阻止、適法移民の入国審査の厳格化と制限、オバマケアの廃止を目指す



➤2.6 トランプ政権の内政・外交政策及びそのスピルオーバー効果

スピルオーバー効果

——貿易戦争と貿易摩擦

——節税を目指す資金移動

——財政赤字の推移とドル

——グローバル・ガバナンスの有効性と合法性

——地政学



➤3. 2018年世界経済の展望

➤ 2018年世界のGDP成長率

IMF予測 : 3.7%

WB予測 : 3.7%

OECD予測 : 3.6%

➤ 2018年の原油価格 :

IMF予測 : 2017年50.3ドル/バレル
2018年50.2ドル/バレル

WB予測 : 2018年上昇率8.4%



中国社会科学院 世界經濟・政治研究所
Institute of World Economics and Politics(IWEP)
Chinese Academy of Social Sciences(CASS)

ご清聴有難うございました！