

堅調さが続く世界経済に現われた「ジョーカー」

～中国発の不安は後退も、トランプ政権の姿勢が混乱要因を招く可能性～

発表日：2017年2月1日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は先進国を中心に製造業の景況感が改善するなど、実体経済の堅調さが続いている。過去数年は年初の中国の変調が世界経済の足を引っ張る展開が続いたが、足下では中国の製造業も好調を維持する。その背景には公共投資の拡充に伴う「オールドエコノミー」による景気下支えがある。今秋の共産党大会を控えて当局は景気安定を重視しており、中国発での世界経済の懸念は起こりにくい状況にある。
 - 他方、先月誕生した米国トランプ政権の動向は世界経済を巡る不透明感に繋がっている。同政権は保護主義を志向し、貿易戦争をも辞さない強硬姿勢をみせる。世界的な貿易低迷は世界経済の足かせとなる懸念もあるなか、中国との対立は中国依存度を高める世界経済そのものを下押ししかねない。独善的な政策が予想外の金融引き締めにつながるリスクもあり、堅調な実体経済の背後で不安は増大していると言えよう。
- 足下の世界経済においては、米国やEU、日本といった先進国において製造業の景況感が改善する動きが続いており、年明け以降もそうした傾向が一段と強まるなど、先進国を中心とする世界経済の底入れが進んでいる様子がうかがえる。過去数年の世界経済を巡っては、年明け直後に製造業の景況感が急速に悪化する展開が続いており、そのきっかけとして中国の製造業における景況感の悪化が引き金となる傾向が強まってきた。中国はすでに世界第2位のGDP（国内総生産）の規模を有するが、IMF（国際通貨基金）の試算によると昨年中国のGDPは米ドルベースで世界経済全体の15%強を占めるなか、世界経済の成長率に対する寄与度は3割超に達するなど世界経済の動向を大きく左右する存在となっている。過去数年については、中国国内における労働コストの上昇なども相俟ってアジアを中心とする新興国に生産の一部が移管されるなど、中国経済との連動性が高まる動きがみられるほか、中国の旺盛な資源需要は市況の動向に加え、資源国経済を左右する状況となっている。こうしたなか、2000年代以降には世界経済における新興国や資源国の存在感が高まる動きが続いてきたことも重なり、中国経済の動きが新興国や資源国を通じて先進国経済にも影響を与え、その結果として世界経済全体にも影響する展開が続いてきた。昨年末にかけても中国の景況感が大きく悪化するという兆候がうかがえないなか、1日に国家統計局が発表した1月の製造業景況感も51.3と前月(51.4)から▲0.1ptしたものの、好不況の分かれ目となる50を上回る展開が続くなど、引き続き堅調な景

図1 先進諸国の製造業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成, 17年1月は速報値

図2 中国の製造業 PMI の推移



(出所)中国国家統計局, Markit より第一生命経済研究所作成

気拡大が続いていることを示唆する内容となったことは世界経済にとってプラスの効果を与えていると評価出来る。こうした動きは先行性が高く、世界経済との連動性が高いとみられる韓国の1月の輸出額が前年同月比+11.2%と引き続き高い伸びを続けていることにも現われており、足下の世界経済が堅調な拡大を続けていることを裏付けるものと捉えられよう。なお、昨年来の中国経済は通貨人民元の対ドル相場の調整にも拘らず労働コストの上昇などが重石となる形で輸出は伸び悩む展開が続くなか、インフラを中心とする公共投資の促進を通じて景気下支えの動きを活発化させたことが足下の堅調な景気拡大を促す動きとなるなど「公共投資頼み」の様相を呈している。足下の中国では、世界金融危機後に実施した巨額のインフラ投資が地方政府の過剰債務問題の原因となっていることに鑑み、官民連携（PPP）によるインフラ投資を積極化させており、鈍化基調が続いてきた銀行融資残高の伸びが底入れするなどの動きがみられる。こうした展開は中国経済が高い経済成長を実現してきた際に注目を集めた「李克強指数」が一昨年後半を底に急激に回復していることにも現われており、あくまで足下における中国経済の底堅さが「オールドエコノミー」の押し上げに大きく依存している様子がうかがえる。このことは、共産党及び政府が国内外において声高に構造改革の必要性に加え、その意欲を喧伝する動きをみせているものの、実態としては大幅な景気下振れを招きかねない構造改革に「及び腰」になる一方、あくまで景気下支えに奔走している姿勢も垣間見える。この背景には、今年秋には5年に一度の共産党大会の開催が予定されるなど共産党内の「第6世代」人事に伴う「ポスト習近平」体制に向けた動きが活発化するなかで、経済の「安定」が現政権の至上命題となっていることも影響しているとみられる。不動産バブルなど様々な課題を抱える中国だが、当面は当局の「安定」を重視する姿勢を反映して下支えが続くとみられ、結果として中国発の材料で世界経済に下振れ圧力が高まる懸念は後退していると捉えられよう。

- 上述のように、足下の世界経済にとっては「中国発」の材料が景気下振れを招く可能性は短期的に後退しているとみられるものの、先行きの世界経済に対する不透明感は今以上に高まっている可能性には注意が必要である。その鍵を握っているのは、先月末に米国の第45代大統領に就任したドナルド・トランプ氏とその政権による政策の行方ということは間違いなくであろう。トランプ政権は発足から10日余りにも拘らず、歴代政権と比較して大量の大統領令を連発して政権公約の実現にまい進する姿勢をみせているほか、政権内部のみならず、大統領自身がSNS（ソーシャル・ネットワーキング・システム）を通じて様々な「発信」を行っては国内外に物議を醸し出す展開をみせている。トランプ氏は大統領選を通じて「アメリカを再び偉大な国に」というスローガンを掲げるとともに、その具体的な手段として不法移民に対する規制強化の動きや海外に奪われた雇用機会を米国内に奪還するといった保護主義的な政策を志向する考えを示してきた。具体的には、隣国メキシコのほか、中国やわが国などを念頭に米国が貿易赤字を計上している国々を標的として、メキシコに対しては「壁」を作ることで移民の流入そのものを阻止するほか、「国境税」を課すことで輸入に制限を加えるほか、「為替操作国」の認定を通商交渉の材料とする方針を示している。また、通商政策自体についてもTPP（環太平洋パートナーシップ協定）から脱退したほか、NAFTA（北米自由貿易協定）の再交渉を求めるなど「メガFTA」の枠組から離脱する一方、二国間交渉を軸に通商政策を再構築する考えをみせている。仮

図3 李克強指数の推移



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

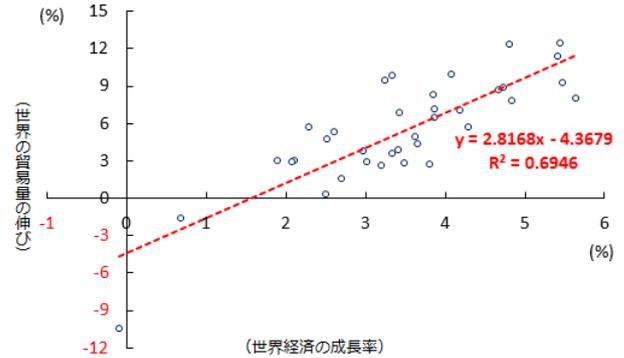
に米国の「国境税」がWTO（世界貿易機関）が想定する以上の税率となることで「貿易戦争」の様相を呈する事態となれば、メキシコをはじめとする中南米諸国のみならず、米国経済への依存度が相対的に高いアジアの新興国などにも少なからず悪影響が出る可能性は否定出来ない。それ以上に懸念されるのは、米国の中国に対する「為替操作国」認定と引き換えに強硬に通商交渉を行うことで、結果的に中国の輸出が打撃を受ける事態となることや、人民元相場が不安定になることの影響であろう。上述したように足下の世界経済にとっては中国経済の影響力が極めて大きいなか、中国経済に対して衝撃的な影響を与えかねない事象は、そのこと自体

が世界経済に衝撃を与えることに繋がり得ると判断出来る。仮に米中間での対立が激化する事態になった場合においても、上述のように今年の世界経済にとっては「安定」が至上命題であることを勘案すれば、安定維持に向けてなりふり構わぬ対応をみせる余地は充分にあるものの、「オールドエコノミー」頼みの景気下支えは問題の先送りに過ぎない点には注意が必要である。さらに、世界的な貿易量の伸びと世界経済の成長との関係には正の相関があることをみても、保護主義

的な動きが世界的に伝播するなかで世界の貿易が抑制される事態となれば、そのことが世界経済の成長抑制に繋がることも懸念される。トランプ政権が保護主義的な色合いを強めるなか、中国の習近平国家主席は先月開催された世界経済フォーラム（ダボス会議）において、自由貿易の重要性に言及するなど保護主義姿勢をけん制する姿勢を示し、会場に集まった欧州などの指導者や経営者などを中心に一定の支持を集めた模様である。共産主義国家のトップが自由貿易の重要性を語る不自然さに加え、中国市場そのものが公平・中立性といった観点で疑問符が付く状況にあることを勘案すれば違和感が多いものの、中国が存在感を高めることに繋がったことは、世界経済における米国の存在感の低下を招き、結果的に世界経済の成長の原動力を失わせるリスクもある。他方、トランプ政権は米国内で減税やインフラ投資の拡充などを図る方針を示しており、これらの実現は米国経済の押し上げに繋がると見込まれるものの、足下の米国の雇用環境はすでに完全雇用間近の状態にあるなどタイト化していることを勘案すれば、これらの政策はインフレ圧力に繋がることが予想されることでFed（連邦準備制度理事会）は想定以上のペースで利上げを行う必要に迫られる可能性もあり、トランプ政権の意図に反して米ドル高が進む可能性もある。また、先進国を中心とする量的金融緩和と政策の影響や技術発展に伴う世界的な信用創造機能の拡充により、足下における世界的なマネーの供給量はかつてない水準となっていることを勘案すれば、その源泉であるベースマネーの縮小にも繋がりがかねない金融引き締め動きの加速化が国際金融市場におけるマネーの動きに大きな影響を与えることも予想される。現時点においてこれらは「杞憂」の域を抜けられないものではあるものの、足下の実体経済は世界的に堅調を維持するなど金融市場にとっても「快適」な状況が続いているだけに、先行きに対する不透明感をきっかけにこうした環境が一変するリスクが高まる可能性にはこれまで以上に注意が必要と言えよう。

以上

図4 世界の貿易量の伸びと経済成長率の関係



(出所)IMF “WEO Oct 2016 database”より第一生命経済研究所作成