

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング
調査部長
鈴木 明彦



1. リーマンショック後の世界経済の潮流

2016年は「想定外」という言葉を何度も耳にする年であった。たしかに、英国の国民投票におけるEU離脱派の勝利や米国のトランプ大統領の誕生は、これまでの常識から考えると「まさか」という出来事だったかもしれない。しかし、想定外と言われる出来事であっても、続けて起こるということは、実は想定していなければいけなかったということではないか。

これまでの常識の殻から抜け出さないと先の経済を見通すことは難しく、また想定外の出来事に当惑することになりそうだ。これまでの常識が通用しなくなる潮流の変化が起きているのではないか。もう過去のことと思われているリーマンショックが、さまざまな意味で世界経済の潮流の変化をもたらしているように思われる。その潮流の変化を理解することが、今後の経済を見通すために必要だ。

(1) 貿易の伸び悩みとともに減速する世界経済

リーマンショック直後にゼロ%にまで低下した世界経済の成長率は、その後回復してきたものの3%程度にとどまっており、リーマンショック前の5%成長からは減速したままだ。そして、世界経済の減速の背後で世界の貿易取引が伸び悩んでいる。リーマンショック前には7%程度で伸びていた世界の貿易取引は、リーマンショック後の変動を経て今では2%前後の伸びにとどまっており、経済成長率よりも減速の度合いが強い。

リーマンショック前は貿易取引が活発になることで世界経済の高成長が実現したが、リーマンショック後は貿易取引が伸び悩む中で世界経済の成長力が低下してきた。この潮流の変化はこれからも続く。世界経済がリーマンショック前の5%成長に戻るとするのは難しいだろう。また、主要な国や地域の経済を見てもリーマンショックを契機にした潮目の変化が起きている。

(2) 高齢化社会に転換してきた米国

過激な発言を繰り返すトランプ氏が米国の大統領に就任するなどとは、これまでの常識ではありえないことだろう。もっとも、トランプ大統領が大方の予想に反して共和党の候補者選手を制し、民主党のクリントン候補も合わせてどちらもTPPには反対という時点で、これまでの常識が通じなくなっていたとも言えよう。

貧富の差の広がりを背景にした貧しい人々の不満の拡大がトランプ候補への投票をもたらした、という指摘は間違いではない。2015年の家計の所得をリーマンショック前の2006年と比

べてみると、貧しい世帯では所得が減少してさらに貧しくなっているのに対して、豊かな世帯は所得が拡大している。海外からの安い輸入品の増加や米国への移民の拡大が、もともと住んでいる米国人の仕事と所得を奪っているという考えに立てば、保護主義的主張が力を増す。トランプ氏の過激な発言が支持を得たわけだ。貧しい人がさらに貧しくなるということは、所得格差の拡大として捉えることができるが、米国の成長力が低下して成長の果実が貧しい人にまで届かなくなっていると解釈することもできる。

リーマンショックと時を同じくして、米国の生産年齢人口比率（15～64歳人口が全人口に占める割合）が低下に転じている。一般に、生産年齢人口比率が上昇しているときは生産活動に従事する現役世代の割合が高まってくるので、その国の成長力は高まってくる。一方、少子高齢化の進展とともに同比率が低下してくると成長力が低下してくる。

米国ではリーマンショックと期を同じくして高齢化社会への転換という潮目の変化が生じたことになる。かつてのように、消費の拡大が輸入を拡大させて米国以外の国からの輸出を増加させるといった、世界経済の成長エンジンとしての役割を米国に期待するのは難しい。

(3) 統合から反統合へ逆回転する欧州

英国の国民投票でのEU離脱派の勝利、いわゆるブレグジットも想定外の出来事として驚きをもって受け止められている。もっとも、事前の世論調査などでは、離脱派が勝利してもおかしくない結果が出ていた。それにもかかわらず、メディアの報道や調査機関の見通しではEU残留派の勝利が見込まれていた。米国の大統領選の時も同様だが、「想定外」という言葉の裏には、これまでの常識からするとそれは誤った判断であり、「想定してはいけないこと」というニュアンスが隠れているのではないか。良い悪いという価値判断はさておき、欧州における潮流の変化を考えれば、想定しておかなければいけない出来事であった。

欧州でもリーマンショックを境に潮目の変化が生じている。リーマンショックまでは共通通貨ユーロの導入に象徴されるようにEUの統合を拡大し深めていくことで経済規模を拡大し、米国に匹敵する存在感を実現していくという流れがあった。しかし、リーマンショック後は統合に反対する勢力が力を増してきている。反統合の流れは、リーマンショックを経てEU参加国間の同質性が失われてきていることと関係する。EUのような結びつきの深い統合を推進するには、参加国の経済が同質であることが必須の条件だ。経済状況が異質な国同士で共通通貨を導入したり、共通の政策を導入したりしようとしても、混乱が起こり不満が拡大する結果に終わる。

ギリシャのように経済動向が思わしくない国は、EUにとどまるために緊縮財政を余儀なくされる。ギリシャ国民の間に不満が出てくることはもちろんだが、ギリシャ救済のためにお金を使うことには他の参加国からの不満が出てくる。また、英国はもともと独仏などと異なって、あとからEUに参加したメンバーであり、ユーロも導入していない。多額の拠出金に対する不満も強かった国だ。統合から反統合への潮目の変化が生じていることを認識していれば、国民投票で離脱派が勝利することはそれほど意外な結果ではなかった。

(4) 過剰供給力大国としての存在感が増す中国

中国経済の潮目の変化は経済成長率によく表れている。リーマンショックまでは中国の経済成長率は上昇していたが、リーマンショック後は低下傾向が続いている。4兆円対策の効果によって2009年から2010年にかけて一時的に成長率が高まったが、過剰供給力が拡大する中、再び成長率が低下するようになった。経済成長率に現れた変化は、投資主導の経済成長から、巨大な中国市場を背景にした消費主導への成長メカニズムの転換でもある。

もっとも、経済成長率が低下していると言っても、6～7%で成長を続けているので、中国経済の存在感はどんどん拡大している。2010年に日本を抜いて世界第2位の経済大国になった中国であるが、今や日本の2～3倍の経済規模となっており、米国やEUとの差を縮めている。同

時に、存在感の中身に変化が生じている。リーマンショック前は、安価な労働力を求めて海外企業が中国の生産拠点を増やしており、世界に向けて製品を輸出する世界の工場としての存在感であったが、リーマンショック後に世界需要が伸び悩むにつれて、過剰供給力大国としての存在感に変わってきている。

リーマンショックを境にした中国経済の減速という潮目の変化はしばらく認識されていなかったようだ。中国経済は「世界の工場として高成長を続ける国であり、成長率が低下してきても政府の大型の経済対策が実行されて成長率が高まってくる」という期待が強かった。実際、リーマンショック後に4兆円対策が実行されて一時的に成長率が高まったことも、そうした常識をサポートする要因になったかもしれない。

しかし、中国政府は4兆円対策が過剰供給力を拡大させてしまったことを大いに反省し、高成長ではないが安定的な成長を目指すようになってきている。2011年に胡錦濤主席(当時)は、2020年のGDPを2010年の2倍にすることを目標として掲げた。10年間でGDPを2倍にすると、日本の所得倍増計画を連想して高成長を目指すというイメージを抱いてしまうが、そうではない。10年の中国の実質経済成長率は10%台であるが、10年間でGDPを2倍にするためには年平均で7%程度の成長を続けなければよい。つまり、この目標を掲げたということは、経済成長率が5%程度まで低下していくことを想定していたと考えることもできる。

(5) 世界とともに成長できない日本

リーマンショックを境にした世界経済の減速と貿易取引の伸び悩みは、輸出の拡大を成長エンジンとしてきた日本経済にとっては大きな、そしてやっかいな環境変化である。さらに困ったことに、中国など新興国の競争力が質・量ともに高まる中で日本の競争力が相対的に低下しているようだ。世界の輸出に占める日本の輸出の割合をみるとリーマンショック前の数年間は上昇傾向にあったが、リーマンショック後は、変動はあるものの低下傾向が続いている。

世界の輸出市場の伸び悩みと日本の輸出競争力の低下が合わさって、輸出数量も鉱工業生産もリーマンショック前のピークに戻ることなく推移している。輸出競争力が低下している一因には国内での設備投資が抑制されていることがある。リーマンショック前は設備稼働率が90%を超えていたこともあり設備投資が拡大したが、リーマンショック後はそれが過剰な供給力となってしまった。

生産能力が過剰になったので設備投資を抑制するというのは合理的な判断である。減価償却費が減少することは目先の企業収益にはプラスに働く。しかし、保有している設備が老朽化していくことは避けられない。リーマンショック後の設備投資の抑制によって、日本企業の競争力が質・量ともに低下している。過剰設備を解消するために設備投資を抑制することが、競争力の低下をもたらす。その結果、設備稼働率が低下して設備がさらに過剰になり、設備投資意欲が減退する。リーマンショック後は、こうした負のスパイラルが働くようになってしまったようだ。

2. 2017年の世界経済

リーマンショックを境に世界経済の成長は減速している。もっとも、そうした潮流の変化を認識した上で2017年の世界経済を展望すると、底堅い動きが期待できそうだ。

(1) トランプ大統領誕生後も底堅い米国

米国では生産年齢人口比率が低下に転じていることを述べたが、低下ペースは日本や中国に比べると緩やかだ。人口はまだ増加しており、移民の流入も続いている。減速したとは言っても米国経済は底堅さを維持している。

底堅さの源泉は雇用の増加だ。リーマンショック後の不況で一時10%まで上昇していた失業率は4%台後半まで低下している。リーマンショック前後に合計900万人近く減少した雇用者数は、その後6年間も増加基調が続いており、合計すると1500万人以上の雇用が生まれている。良好な雇用環境に支えられて米国のGDPの7割を占める個人消費は堅調であり、米国景気の底堅さが維持されている。

トランプ大統領の下で予想される政策はさまざまある。法人税率の大幅な引き下げやインフラ投資の拡大といった景気刺激的な政策がある一方で、NAFTA（北米自由貿易協定）の見直しや中国からの輸入に対する大幅な関税の賦課といった貿易取引の抑制につながる政策もある。さらに、エネルギー・環境や金融分野での規制緩和も検討されそうだ。どの政策がどこまで実行に移されるのか、また実行されるとすればいつになるのか不確定要素が大きい。

その中では法人減税やインフラ投資の拡大といった景気刺激効果の高そうな政策が実現しやすいという思惑から、経済成長率の上振れが期待されている。高齢化の進展を背景に低下した潜在成長力を税制や財政政策で直接高めることは難しいが、規制緩和の効果も加わって経済活動が活性化されることにより、結果として成長力が押し上げられる可能性はある。保護主義的政策が貿易取引を低調にして経済成長率を低下させてしまうリスクには留意が必要だが、2017年も米国経済は底堅さを維持すると予想され、成長率が上振れる可能性もある。

底堅い経済状況を背景に、FRBは徐々に政策金利を上げていくことになるだろう。過去の利上げ局面に比べると極めてゆっくりしたペースにとどまり、政策金利の上昇目途も低い水準にとどまりそうだ。もっとも、トランプ大統領の大型減税やインフラ投資の拡大など景気刺激的な政策の効果が思った以上に出てくると、インフレ予想の高まりとともにFRBの利上げペースが速まるかもしれない。その場合、米国経済に与える影響とともに、新興国からの資金流出や新興国通貨の下落など世界経済に与える影響にも注意が必要になってくる。

(2) 不安材料を抱えながら緩やかに回復する欧州

すでに述べたように、リーマンショック後の欧州経済の変貌を考えれば、ギリシャ問題やブレグジットのような問題は起こるべくして起きたものだ。2017年は欧州各国でさまざまな選挙が予定されている。EUからの離脱を主張する勢力が支持を拡大する可能性は高い。選挙結果によっては金融市場に影響が出てくることは想定しておかなければいけない。

もっとも、ギリシャ問題のときの財政金融市場の混乱に比べると、ブレグジット問題が金融市場に与える影響は限定的であった。英国ポンドは大きく下落したが、ユーロは弱含みながらも安定的に推移している。国債市場にはブレグジット問題の影響はあまり現れておらず、株式市場は持ち直し気味に推移している。何か大きな出来事があっても、それが欧州全体の問題に広がらないようにする仕組みが整ってきたとも言えそうだ。

しかし、この他にも金融機関の経営不安の問題など欧州全体のリスクとして管理しなければならない問題があり、2017年も金融市場の波乱がいつ起きてもおかしくない状況が続くそう。そうしたリスクを抱えながらも、欧州経済は2016年もそうであったように緩やかな回復を続けると予想する。経済成長の強いけん引役がいるわけではないが、世界経済が底堅さを維持し、

徐々にではあるが雇用情勢が改善してきていることが、景気の下支え役となりそうだ。

(3) 経済成長率が下げ止まる中国

これまで経済成長率の低下が続いた中国であるが、2017年は6%台後半の成長を維持するだろう。理由は二つある。一つは政治的理由だ。胡錦濤前主席が示した2020年のGDPを2010年の2倍にするという約束はまだ生きている。一方、足元までの成長率の低下は想定されていたことではあるが、想定以上に低下してしまったことも事実だ。GDPの2倍の目標を達成するためには、6.5%~6.6%程度の成長を続ける必要がある。中国政府としては、ここから先の経済成長率の低下は簡単には容認できない。

二つ目の理由として、成長率の下げ止まりあるいは持ち直しを示唆する経済指標が出てきていることが挙げられる。景気全体の動きを示す指標として注目されている製造業購買担当者(PMI)指数は、2014年終わりから景気の拡大と縮小の分岐点である50を挟んだ推移が続いていたが、2016年の夏ごろから50をしっかりと上回るようになってきている。また、1年前までは景気減速を象徴する指標として注目されていた李克強指数(電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高の変化率を単純平均して算出)も2016年になって急速に持ち直してきている。

たしかに自動車販売のように政府の対策によって支えられている部分もある。16年末で期限を迎える予定であった自動車減税は、減税幅を半分に縮小して1年間延長されることになった。すでに打ち切りを見込んだ駆け込みが出ていたようであり、2017年は反動が出てくる可能性があるが、基調としての景気持ち直しの動きは続きそうだ。過剰供給力の問題が続いており、かつてのような投資の拡大を伴う大型の経済対策が打ち出されることはないが、景気が再び減速しそうなときには、景気を下支えするような消費喚起策が打たれることになるだろう。

3. 2017年の日本経済

世界経済が底堅く推移する中、2017年の日本経済も緩やかながら持ち直しが期待できる。

(1) 景気は回復へ

政府・日銀は、景気は「緩やかな回復」を続けていると判断しているが、生産や景気動向指数など経済指標の動きから判断すると、景気は2014年初めから緩やかな後退を続けていたと考えられる。輸出がかつてのような成長のけん引役になりにくくなっている中、円安による物価上昇に消費増税の影響も加わって消費が落ち込んだことが、景気後退の要因になったと考えられる。この間、原油価格が大幅に下落したことが物価の上昇を抑え、実質所得の減少に歯止めをかけたことが、景気が一段と悪化することを防いだと評価できる。

景気持ち直しの動きが出てきていることは鉱工業生産の推移から読み取れる。2014年に入って減少傾向が続いていた鉱工業生産は2016年になってしだいに下げ止まり、持ち直しへと転じてきている。一方、高止まりしていた在庫もようやく減少してきている。在庫調整が進んでいることがうかがえ、生産が今後も持ち直しを続けることが期待できる。2017年は、緩やかながらも景気は回復を続けるだろう。

もっとも、多少持ち直してもリーマンショック前の水準に比べるとかなり低い水準にとどまる。2010年以降の生産はレンジ内での上下を続けている状況であり、長期停滞、定常状態といった説明がふさわしい。景気は回復に転じてくるとして、その持続性や回復力の強さには不安が残る。

(2) トランプ相場では救われない

トランプ氏が大統領に選ばれて以降始まったトランプ相場、すなわち米株高とドル高、中でもドル高・円安の流れが、日本経済にプラスに働くのではないかという期待が広がっている。しかし、そもそもトランプ相場がいつまで続くのかという問題はさておき、仮に長く続いたとしても円安が日本経済を救うというシナリオは現実的ではない。

アベノミクス誕生後の円安で起きたことを振り返ってみると、円安が進むと円建ての輸出金額が拡大するが、輸出数量は増えない。輸出数量を増やすためには、円安に応じて現地での販売価格（現地通貨建て）を引き下げなければならない。しかし、価格を下げても販売数量がどの程度増えるかは定かでない。あまり増えなければ、価格を下げた分だけ販売金額が減少してしまうこともある。輸出企業にとっては、現地での販売価格を変えずに円安による差益をしっかりものにする方が賢い選択となる。

こうした企業行動を前提にすると、円安になれば輸出企業の収益が改善し、株価は上昇する。しかし、価格競争力が高まらないので、輸出数量は拡大しない。結果として生産が拡大しないので、賃金が増えて個人消費が増えることもなければ、設備投資が拡大することもない。企業収益は過去最高水準なのになぜ賃金や設備投資があまり増えないのか、という疑問をよく耳にするが、別に不思議なことではない。

(3) 原油価格下落のメリットがなくなる

一方、原油価格が下げ止まって上昇に転じていることには注意が必要だ。原油価格の大幅な下落は原燃料コストを削減し企業利益を拡大させた。また、円安や消費税率引き上げによって上昇していた物価を落ち着かせることで、実質所得の減少に歯止めをかけた。2014年以降の景気後退が緩やかなものにとどまったのも、原油価格の大幅下落という幸運にかなり助けられたことは間違いない。

上昇に転じたと言っても原油価格の水準はまだ低い。しかし、これまで享受できたプラス効果がなくなるだけでも大きな変化だ。円安が進んでいることも考えると、2017年は消費者物価が再び上昇してくるだろう。2%の物価上昇目標を達成することはないだろうが、名目賃金が増えていない中で、消費者物価が上がってくることには注意が必要だ。実質所得の減少をもたらす、消費にマイナスに作用するからだ。また、多少なりとも物価が上がってくると、金融緩和の出口の議論が出てくる。長期金利が上昇するリスクがさらに高まる。

4. 取り組むべき課題

2017年は、世界経済が底堅さを示す。日本経済も回復に転じてくるが、リーマンショック後の長期的な停滞状況から抜け出すのはまだ難しそうだ。少子高齢化が続き、人口も減少に転じている日本経済において定常状態が続くことは避けられない面もある。しかし、それでも日本の成長力を高めていくためにできることがあるはずだ。

(1) スリム化戦略からの脱却

まず、スリム化戦略からの脱却だ。リーマンショック前の投資の拡大が、リーマンショック後に過剰設備となってしまったことを考えれば、設備投資を抑制してスリムになっていく方針は間違いではない。しかし、結果として大型の設備投資を行って最新鋭の設備を導入している中国などの新興国との差は大きく開いてしまった。設備投資が抑えられている日本では設備の老朽化が進み競争力が低下していくからだ。

設備投資を行えば、中国のように過剰設備を抱えることになるかもしれない。しかし、スリム化戦略だけで競争力を高めることは難しい。リスクを回避するのではなく、コントロールしながら競争力を高めていく。そのために、研究開発を含めて戦略的な分野では積極的な設備投

資が必要となってこよう。

(2) 保護主義との戦い

次に、保護主義との戦いだ。トランプ大統領は TPP からの離脱や NAFTA の見直しを表明している。こうした保護主義的な動きは日本経済にとって大きな問題だ。NAFTA はすでに 10 年以上存在している自由貿易協定であり、メキシコに生産拠点を持って米国に輸出している企業は少なくない。NAFTA の見直しがどのような形で行われるかは不明であるが、すでに進出している日本企業にとっては死活問題となるかもしれない。

TPP はこれからの問題であり、発効しなくなったからといってすぐにマイナス効果が出てくるものではない。それでも、TPP 発効を見越してグローバルな生産拠点の構築を進めていた企業は計画の見直しを迫られることになる。また、日本は FTA（自由貿易協定）でカバーされる貿易の割合が 2 割程度と低い。これを TPP によって 4 割程度まで高めようという日本政府の目論見は頓挫してしまった。

しかし、世界的な保護主義の広がりには日本は流されてはいけない。TPP に代わるものとして中国やインドも含めた RCEP（東アジア地域包括的経済連携）の交渉を加速したり、TPP に参加していたカナダやニュージーランドとの間では TPP の合意内容をベースに FTA の交渉を進めたり、あるいは長く交渉が進んでいなかった EU との交渉を促進したり、戦略的な FTA の締結に向けて知恵を絞るときだろう。

執筆者略歴

1981 年 早稲田大学政治経済学部経済学科卒業。同年 株式会社日本長期信用銀行入行、調査、営業、証券業務等を経験。1985～87 年 ハーバード大学ケネディー行政大学院に留学、MPP（公共政策学修士）を取得。1997 年 4 月 株式会社長銀総合研究所 経済調査部勤務。1999 年 1 月 株式会社三和総合研究所 調査部勤務。2006 年 1 月 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 調査部勤務。

2009 年 8 月 内閣府 大臣官房審議官（経済財政分析担当）。2011 年 8 月 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 調査部勤務。2011 年 9 月 調査部長、現在に至る。

著書「デフレ脱却・円高阻止よりも大切なこと」中央経済社 2012 年