

世界経済拡大も低インフレ継続 金融市場はゴルディロックス相場が続きやすい

市場調査部首席エコノミスト

武内浩二

03-3591-1244

koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

- 足元までのグローバル経済は良好である。今後については、中国経済の減速やITサイクルの一巡の影響から景気回復のモメンタムは徐々に鈍化するものの、拡大基調は続くと予想している。
- 世界的な景気回復にもかかわらず、インフレ圧力は高まっていない。背景には技術革新、グローバル化、制度要因による労働分配率の低下があり、中期的に低インフレの状況は続きやすい。
- 景気拡大の一方でインフレ圧力が抑制された状況が続くことから、金融市場の基調としては、株式市場、債券市場とも底堅いゴルディロックス相場が続きやすいとみられる。

1. はじめに

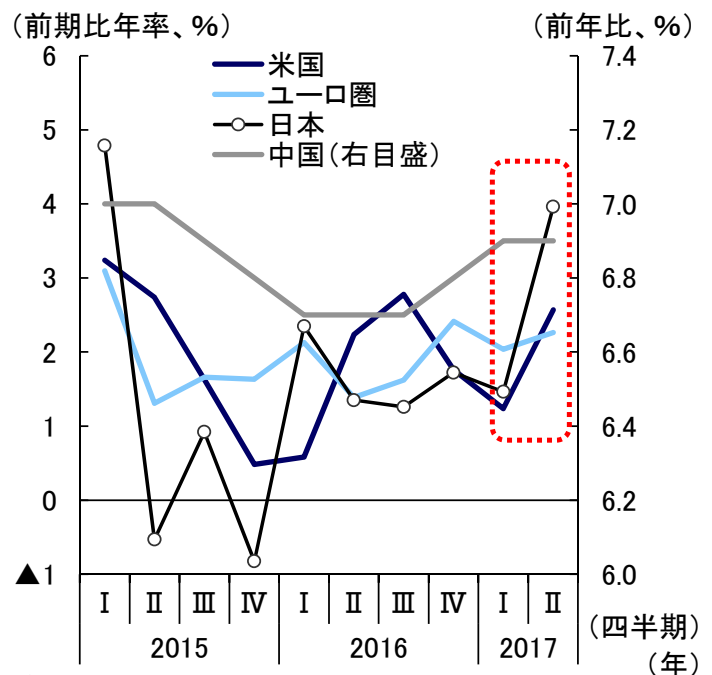
みずほ総合研究所は8月15日に内外経済見通しの改訂（予測値に関してはP7の図表11参照）を公表した。本稿は、見通しの全体概要に関するポイントを解説したものである。各国経済・金融市場見通しの詳細については、脚注のレポートを参照されたい。

2. 足元までのグローバル経済は良好

2017年4～6月期のグローバル経済は、主要国のGDP成長率でみると総じて良好であったといえる。日米ユーロ圏はそろって前期の成長率を上回り、減速が予想されていた中国も前年比で前期並みの成長率を維持した（図表1）。

米国は個人消費の改善や設備投資の回復基調維持を背景に1～3月期のソフトパッチ（一時的な経済成長の鈍化）から持ち直し、ユーロ圏は在庫出荷バランスの改善などから2%を上回る高水準の成長を維持した。日本については、個人消費や設備投資の回復に経済対策の進捗による公需のプラス幅拡大も加わって、前期比年率+4.0%と2015年1～3月期以来の高成長を記録し、6四半期連続のプラス成長となった。また、中国は前期と同水準の高めの成長率を維持し、

図表1 主要国の四半期GDP成長率推移



(資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

2016年後半以降の回復が継続した。ただし、固定資産投資の伸びは低下し、在庫の増加が成長率の押し上げに少なからず寄与したとみられることから、先行きの減速を示唆する内容とも受け取れる。

7月までのグローバル製造業PMIも上昇に歯止めは掛りつつも、先進国、新興国ともに改善と悪化の分岐点とされる50を上回っており、昨年後半以降のグローバル経済の循環的な回復基調は足元まで継続しているとみられる（図表2）。グローバル経済の回復を映じて、低迷していた世界貿易も改善傾向がみられる。中国経済の持ち直しやITサイクルの改善に伴って、アジアを中心に輸出の伸びが高まっており、世界の貿易量を示す輸入数量の増加ペースも加速している（図表3）。

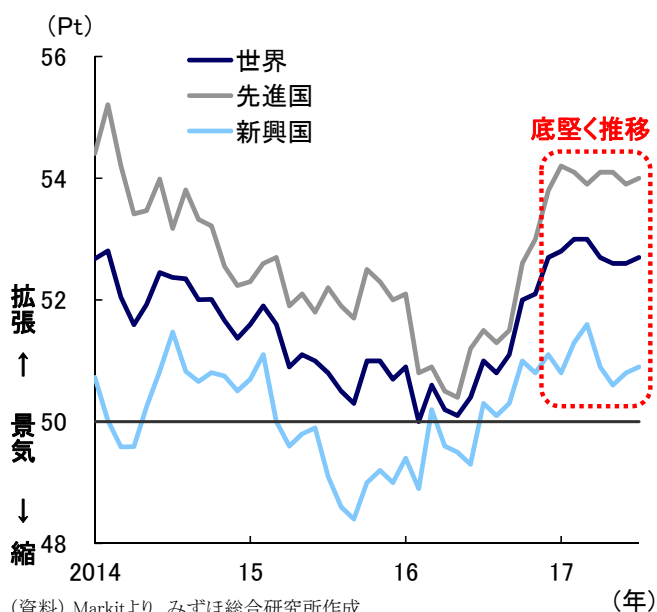
今後についても、6カ月程度先の景気動向を示す景気先行指数が6月までOECD全体で小幅ながら上昇基調を維持しており、当面景気回復が続くことを示唆している。みずほ総合研究所における2017・2018年の世界経済見通しも先進国の回復や資源国の持ち直しから緩やかに拡大するというものである。ただし、2018年にかけて中国経済の減速やITサイクル一巡の影響から回復モメンタムは徐々に鈍化すると予想している。

3. 2018年にかけて、世界経済の回復モメンタムは徐々に鈍化

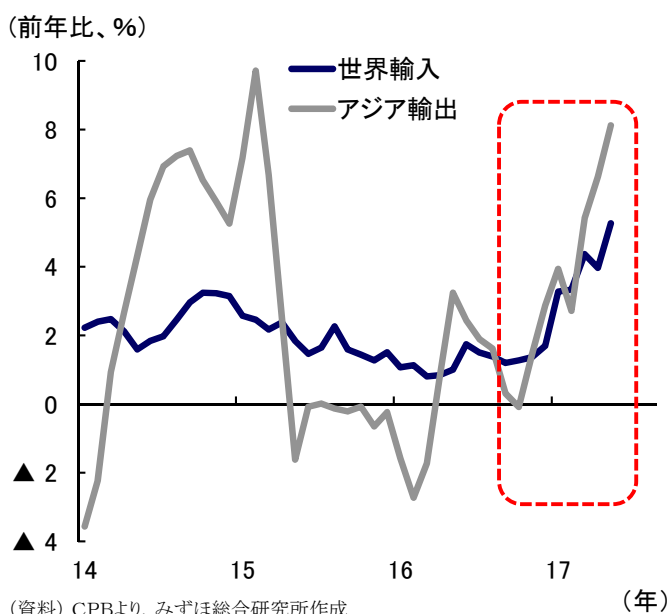
みずほ総合研究所では、従来より2016年後半以降の世界経済の回復の背景には、ITサイクルの改善や中国経済の持ち直し、資源価格の上昇などがあると指摘してきたが、これらの押し上げ効果のうち、ITサイクルや中国経済については徐々にピークアウトしていくことになるだろう。

まず、ITサイクルに関しては、韓国や台湾においてIT製品の輸出数量指数やIT危機の出荷在庫バランスといったIT関連指標が頭打ちとなっており、既にピークアウトの兆しが見え始めている。かつては、半導体を中心としたIT関連製品のサイクルを決めていたのはパソコンであったが、近年はスマートフォンの影響が大きくなっている。韓国や台湾におけるIT関連指標の頭打ちの要因としても、中国のスマートフォンブームの一服や新モデル発売を控えたiPhone現行モデルの販売伸び悩み

図表2 グローバル製造業PMI



図表3 世界の貿易量とアジア輸出の変化

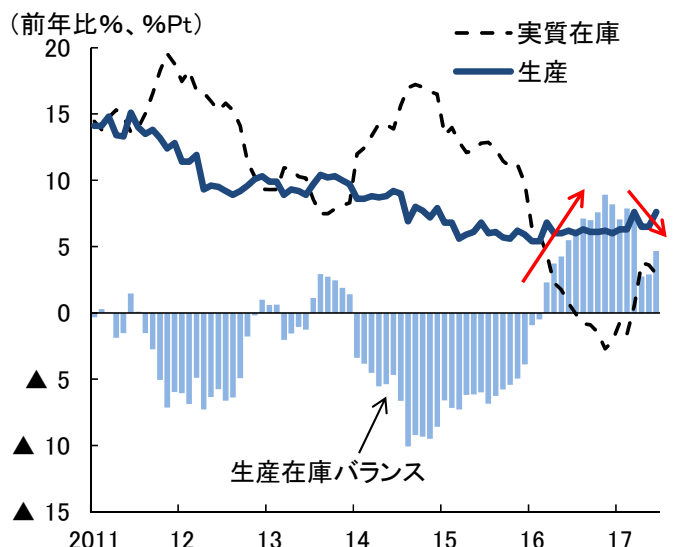
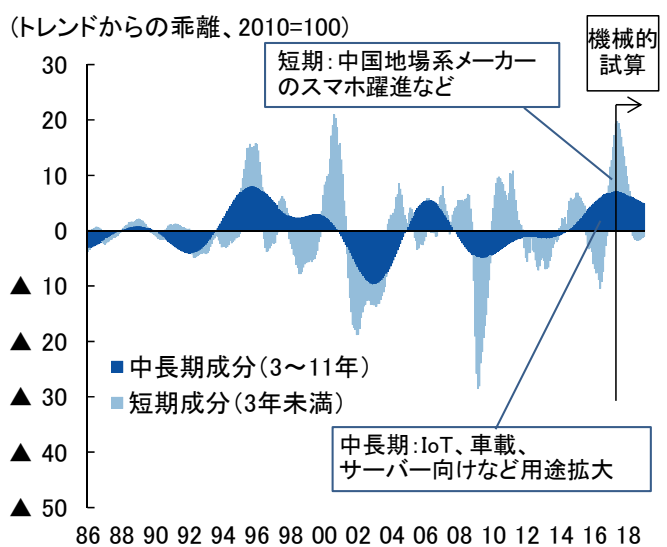


があるとみられる。一方、世界半導体売上高をみると、増加ペースはやや鈍化しているが、引き続き増加傾向を維持している。今後を占うため、世界半導体売上高のサイクルをウェーブレット周波数分析によって短期成分と中長期成分に分解したものが図表4である。足元の短期成分については、中国地場系メーカーのスマホ躍進などが影響しているとみられ、中長期成分に関してはIoT、車載、サーバー向けなどの用途拡大が寄与していると考えられる。この分析においても、短期成分については今後のピークアウトが示唆されている。ただし、今秋に発売予定のiPhone8の発売が下支え要因となり、減速は緩やかなものにとどまる見通しである。また、中期成分の押し上げ効果は当面続く見通しであることから、ITサイクルの減速による世界経済への影響を過度に懸念する必要はないであろう。

次に、中国経済については2016年後半以降持ち直し傾向にある。ただし、前述の通り2017年4～6月期に高めの成長を維持できたのは、在庫増による影響が大きいと推察される。また、市況回復を受け鉱物資源や素材分野の生産調整がやや緩んだこともあり、製造業全体の生産在庫バランスはプラス幅が急速に縮小している（図表5）。こうした状況から判断して、今後は在庫調整による国内需要の下押しが予想される。さらに、循環的な動きを除けば、中国経済は過剰生産能力や中小都市における住宅在庫の積み上がり、過剰債務問題といった構造調整圧力にさらされており、それが成長の下押し圧力として働いている。加えて昨年末に金融政策が「穏健」から「穏健中立」に変更されて以降、市場金利の高め誘導が続いているほか、金融規制の強化などにより金融環境がタイト化していることも、今後の投資抑制要因となるとみられる。もっとも、政府はデレバレッジ、住宅バブル抑制を図りつつも、急速な引き締めにより実体経済や金融システムに悪影響を及ぼすことにも警戒的である。引き続き過剰投資・過剰債務セクターへの貸出を抑制する一方で、新産業育成など必要な分野への資金供給を強化することで、景気下押し圧力を緩和する方針である。こうした政府の方針を踏まえると、投資と在庫の調整を主因に、今後の景気は緩やかに減速するとみられる。中国経済の減速は世界経済の下押し圧力とはなるものの、減速が緩やかであることから、景気腰折れにはつながらないであろう。

図表4 世界半導体売上高の周期別寄与度分解

図表5 中国の生産在庫バランス



(注) みずほ総合研究所による実質化、および季節調整値を用いて分析。
(資料) CEIC Data、Datastreamより、みずほ総合研究所作成

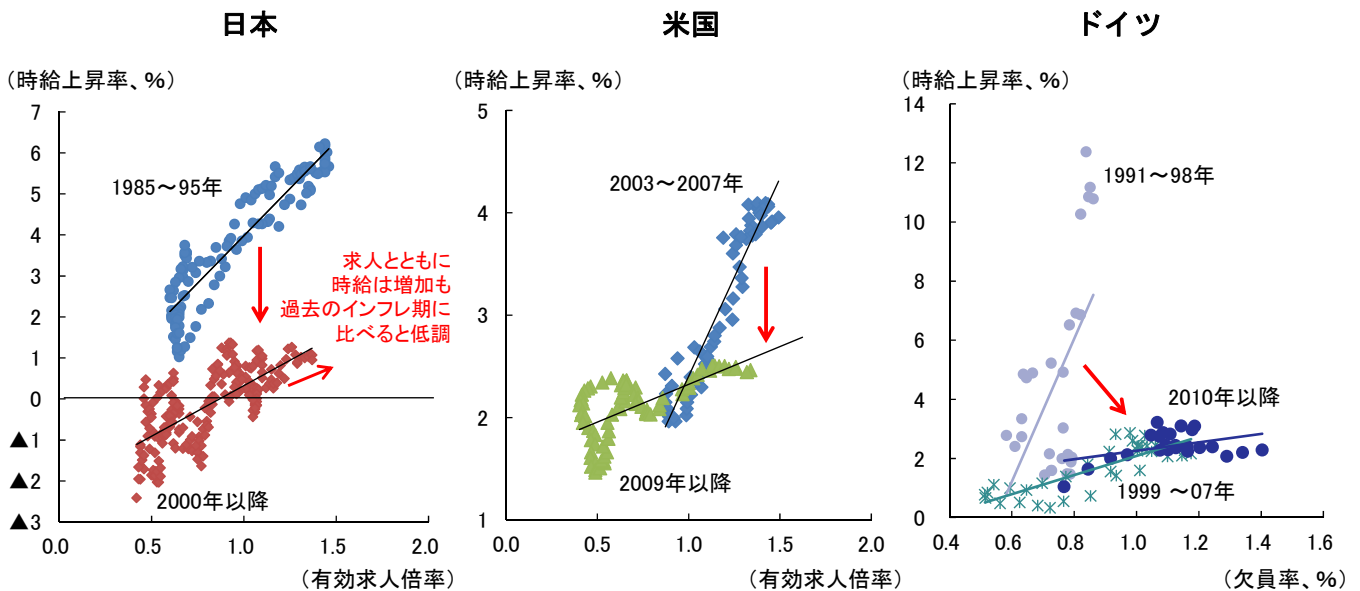
(注) 生産在庫バランス=生産前年比-在庫前年比。在庫はPPIで実質化。
(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

4. 世界的な景気回復にも関わらず、インフレ圧力は高まらず

以上のように、世界経済については、今後回復モメンタムは徐々に鈍化するものの、拡大基調が続く見通しである。しかし、こうした状況にもかかわらず、世界的にインフレ率はむしろ低下地合い、もしくは上昇圧力の弱さが目立っている。低インフレの背景には、金融危機後に広がったマイナスの需給ギャップの残存や原油を中心としたコモディティ価格下落の波及効果、投資不足による成長期待の低下など、複数の要因が複合的に影響していると考えられる。中でも、特に先進国において構造的にインフレ率が上昇しにくくなっている要因として、景気回復によって雇用がひっ迫しても賃金が上がりづらくなっていることが挙げられる。図表6は日米独の賃金上昇率と有効求人倍率（ドイツについては欠員率）の関係を示したものである。傾きが急であるほど、雇用のひっ迫に対して賃金上昇圧力が高まり易いことを示唆しているが、各国とも過去に比べてフラット化しており、雇用が改善しても賃金上昇につながりにくくなっていることが分かる。特に日本では人手不足がバブル期並みになっているにもかかわらず、賃金上昇ペースは緩慢である。現状程度の賃金上昇率は生産性の向上や交易条件の改善で吸収できる範囲内であることから、物価への転嫁も進まず、結果として物価の上昇も抑制された状況が続いている。

こうした賃金が上がりにくい構造変化をもたらしている要因として、長期的にみた世界的な労働分配率の低下傾向がある（図表7）。労働分配率の低下の背景には、技術革新、グローバル化、制度的要因といった様々な要素が影響していると考えられる（図表8）。IMFの分析では、資本による労働代替（技術革新に伴う投資財の相対価格低下）が、先進国の労働分配率低下の約半分を説明できるとしており、新興国については、国際分業に伴う資本集約型産業の拡大が、労働分配率低下の主因とされ

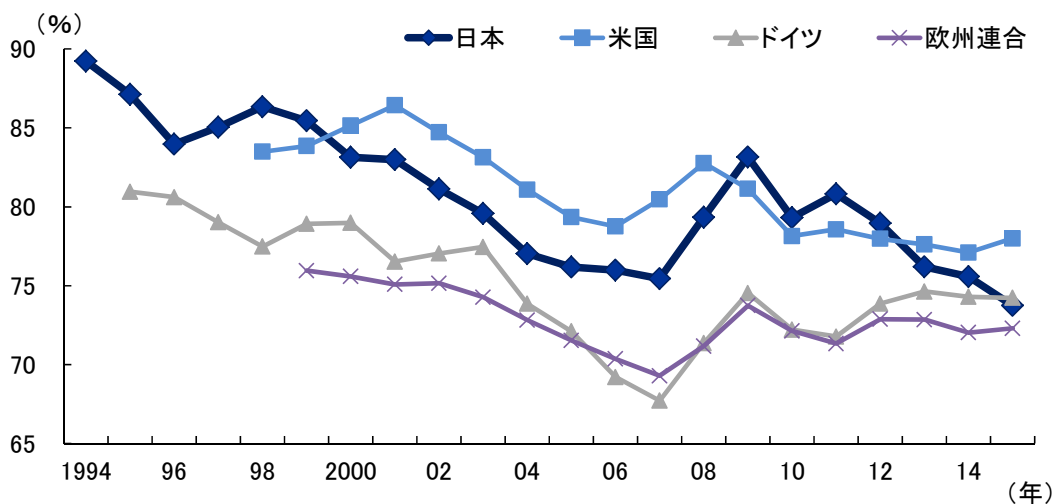
図表6 有効求人倍率型フィリップス曲線



(注) 日本: 時給は総労働者の現金給与総額/総労働時間(30人以上)前年比の12カ月移動平均。有効求人倍率から時給へは9カ月程度のラグを設定(ラグ時数をもっとも相関の高い値を設定)。
 米国: 時間当たり賃金は生産・被管理労働者。前年比上昇率の後方12カ月移動平均を基準として、2003-2007は12カ月ラグ、2009-直近は24カ月のラグをプロット。有効求人倍率はみずほ総合研究所の試算値で当月値(ラグ、リードなし)をプロット。
 ドイツ: 時給は、諸手当を除く基本給ベース、欠員率に対して4四半期運行。
 (資料) 日本厚生労働省、米国労働省、ドイツ連銀より、みずほ総合研究所作成

ている。技術革新については、近年では、産業集積やエコシステム構築を主導した一部企業への付加価値の集中といった「一人勝ち」の市場構造化やインターネットを通じて単発の仕事を受注するような働き方を指すいわゆる「ギグ・エコノミー」の進展、第4次産業革命が指摘される中でのR&Dの不確実性への対応などが、労働分配率低下（資本への分配増加）を促している可能性がある。また、制度的要因としては、株主重視や労働組合の組織率低下といったコーポレート・ガバナンスの変化によって労働者の交渉力が低下傾向をたどっていること、欧州における米大手企業の訴訟問題などで高まったソフトウェア分野での独禁法に関する不確実性が内部留保の蓄積を促進していることなどが挙げられる。以上のように、労働分配率の低下は構造的な要因によるものであり、インフレ率や賃金が上がりにくい状況は中期的に続きやすいといえるであろう。

図表7 労働分配率の国際比較



(注) 労働分配率は個人企業を除くベース(雇用者報酬/(雇用者報酬+法人企業所得))。
(資料) OECDより、みずほ総合研究所作成

図表8 世界的な労働分配率の低下要因

技術革新に関連する要因	備考
資本による労働の代替	・単純業務の機械化など ・IMFによれば先進国の労働分配率低下の半分を説明
「一人勝ち」の市場構造の進展	産業集積やエコシステム構築を主導した一部企業への付加価値の集中により、資本への分配が増加
ギグ・エコノミーの進展	インターネットを通じて単発の仕事を受注する労働者が増加することで、労働者の交渉力が低下(労働法制による保護を受けにくく、労働組合も結成されにくい)
R&Dに備えた自己資本増強	R&Dの重要性向上が、その不確実性に対応するための内部留保の蓄積を促進
グローバル化に関連する要因	備考
国際分業に伴う資本集約型産業の拡大	IMFによれば新興国の労働分配率低下の主因
グローバル化による労働者の交渉力低下	
制度的要因	備考
ガバナンス変化による労働者の交渉力低下	株主重視、労働組合の組織率低下といったコーポレート・ガバナンスの変化によって、労働者の交渉力が低下
独禁法の不確実性に備えた自己資本増強	ソフトウェア分野での独禁法に関する不確実性が内部留保の蓄積を促進

(資料) みずほ総合研究所作成

5. インフレなき景気拡大を背景としたゴルディロックス相場

2017年の金融市場を振り返ると、長期金利はグローバルに上昇が抑制され（図表9）、株価は米国を中心に複数の国で最高値を更新するなど、株式市場、債券市場とも底堅いいわゆるゴルディロックス相場が続いている。こうした金融市場の動きの背景にあるのは、世界経済が回復基調にある中でインフレ圧力が高まらないといった状況である。

景気の回復と雇用の改善を背景に米F R Bは出口戦略を進めており、すでに4回の利上げを実施しているが、インフレ圧力の弱さを背景に今後の利上げに対する市場参加者の見方はかなり慎重である。FOMC参加者の予想中央値が2017年内に1回、2018年に3回の利上げを想定しているのに対し、先物市場で観察される年内の利上げ確率は4割を切っており、来年にかけても1回あるかないかといった見方が示唆されている。みずほ総合研究所では、2017年内は1回、2018年は2回の利上げを想定しているが、インフレ圧力が高まりにくい中、利上げが先送りされる可能性も相応にあるとともに、利上げが実施されたとしても、その後の利上げに対する市場の慎重な見方は維持されるとみられることから、米長期金利の予想中央値は2.5%程度までの緩やかな上昇にとどまると予想している。したがって、日米金利差の拡大と金融政策スタンスの違いから2018年半ばにかけて円安を予想しているが、予想中央値は1ドル=115円程度までと円安のペースも緩やかなものにとどまるとみている。

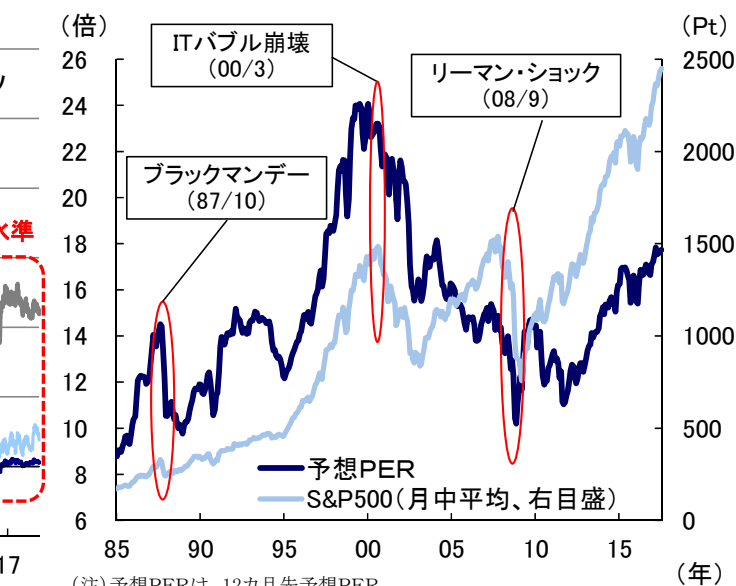
一方、世界経済の拡大基調と長期金利の抑制された状況から株価は緩やかな上昇基調を辿ると予想している。ただし、米国株式市場においては、これまでの上昇で予想P E Rが18倍程度と過去平均の14～15倍を上回っており、国際比較においても割高感が目立っている。したがって、米国株については高値警戒感から金融政策を巡る思惑や政治動向を材料に2017年内にかけて短期的な調整を挟む可能性が高いであろう。しかし、景気回復と企業業績の改善が続く中、大幅な下落は回避され、2018年央にかけて再び上昇基調に回帰するというのがメインシナリオである。以上のように、金融市場では基調としてのゴルディロックス相場が続きやすいとみている。

図表9 日米独の長期金利



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表10 S&P500指数の予想P E Rの推移



(注) 予想P E Rは、12カ月先予想P E R。

(資料) Datastreamより、みずほ総合研究所作成

6. おわりに

本稿では、足元のグローバル経済は良好で、2018年にかけては景気回復のモメンタムは徐々に鈍化するものの拡大基調は続くこと、一方で構造的にインフレ圧力は抑制された状況が続き、金融市場では基調としてゴルディロックス相場が続きやすいことを示した。

以上はあくまでメインシナリオであり、グローバル経済にとっての様々なリスクについては留意が必要である。中国経済は緩やかな減速を予想しているが、党大会後に引き締め効果が効きすぎて想定以上に経済が下振れする可能性も否定はできない。政治面では、欧州のリスクがやや後退する一方、米国における債務上限問題などの議会動向やロシアゲート問題の帰趨が波乱材料となりうる。また、北朝鮮情勢など地政学的リスクも残存しており、警戒は怠れない。

図表 11 世界経済見通し総括表

暦年	(前年比、%)				(ポイント)	
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2017年 (6月予測からの修正幅)	2018年
予測対象地域計	3.5	3.4	3.8	3.8	0.1	-
日米ユーロ圏	2.3	1.5	2.0	1.9	0.1	-
米国	2.9	1.5	2.1	2.2	▲ 0.1	-
ユーロ圏	2.0	1.8	2.0	1.8	0.3	0.1
日本	1.1	1.0	1.7	1.2	0.4	▲ 0.2
アジア	6.2	6.2	6.1	6.1	-	-
中国	6.9	6.7	6.8	6.4	0.2	-
NIEs	2.0	2.3	2.6	2.4	0.1	▲ 0.1
ASEAN5	4.8	4.9	5.0	5.1	-	-
インド	7.5	7.9	7.1	7.5	-	-
オーストラリア	2.4	2.4	2.2	2.8	-	-
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	0.5	1.9	▲ 0.1	▲ 0.1
メキシコ	2.6	2.3	1.9	2.1	-	-
ロシア	▲ 2.8	▲ 0.2	1.0	1.5	-	-
日本(年度)	1.3	1.3	1.7	1.2	0.3	▲ 0.1
原油価格(WTI,\$/bbl)	49	43	50	52	▲ 1	▲ 1

(注)予測対象地域計はIMFによる2015年GDPシェア(PPP)により計算。

(資料)IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

¹ 「2017・18年度内外経済見通し～世界経済拡大基調続くも、低インフレ・低金利の新常態～」
(みずほ総合研究所 『内外経済見通し』 2017年8月15日)
https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/forecast/outlook_170815.pdf

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。