

リサーチ TODAY

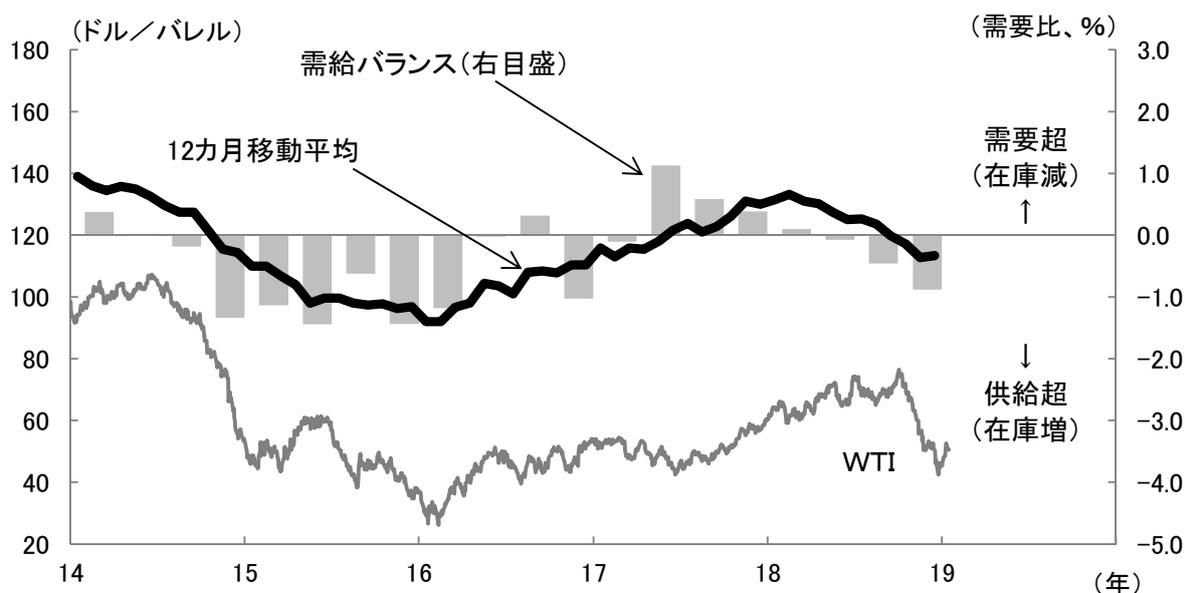
2019年1月16日

『原油安経済』、『中国発世界連鎖不況』再来

専務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

昨年11月のみずほ総合研究所の『内外経済見通し』¹以降、TODAYではストーリーラインとして2016年リスクの再来不安を論じてきた。昨年後半以降の下方屈折は、世界的な回復をけん引してきた中国サイクルとITサイクルが下方に転じたことに加え、原油価格が大幅に低下した点が引き金になった。振り返れば、当社では2015年から2016年にかけて2冊の本を刊行し、当時の経済環境を分析していた。2015年に日本経済新聞出版社から『激震 原油安経済』²を刊行し、新興国を中心としたバランスシート調整の結果として、原油安経済という世界経済が対処しなくてはならない、新たな環境が到来したことのメッセージを発した。その後、2016年に同じ日本経済新聞出版社から『中国発 世界連鎖不況』³を刊行し、中国発の調整が連鎖するドミノ的不安を示した。この2冊は結局、同一の事象をコインの表と裏から見たようなものだった。今回も既に、中国経済が減速局面に突入したなか、世界的な製造業の需要減少に沿って、原油価格も下方に転じている。先述の2冊の書での環境が繰り返される状況が生じつつある。下記の図表は原油相場とその需給バランスの推移であり、原油価格は昨年秋に80ドルに近づいたが、年初一時その半値近くまで低下した。

■図表：原油相場と需給バランスの推移



(注) 需給バランス(棒グラフ)は、3カ月平均。

(資料) Refinitiv、EIA よりみずほ総合研究所作成

原油価格の予想に当たっては一般的に供給要因が語られやすい。例えば、OPEC減産や中東の政治

状況等であり、こうした事象は明示的に挙げられやすいため、一般的に供給要因が重視されやすいのだ。一方で需要要因は、特に原油相場の場合、世界全体の経済状況に依存するため、その予想は容易でない。ただし、筆者は、原油市場を1970年代から半世紀近く見てきた実感として、結局、大きな潮流は需要サイドで決まると認識している。すなわち、今日の原油相場は、昨今の状況から中国主導の世界の製造業の業況に左右されやすいとの認識している。先述の当社が出版した2冊の著作をコインの表裏としたのは、こうした問題意識からであり、今日の認識もその延長線上にある。同様に、コモディティ市場で製造業需要を反映しやすい銅の市況は、既に中国の景気減速に沿って2018年前半から下落基調に転じていたことも改めて認識しておく必要がある。

下記の図表は、2015年から2016年にかけての景気状況と今日を比較したもので、TODAYでは昨年11月以降、下記の共通項を指摘してきた。その後2カ月が経過し、昨年末から為替の円高が進むなか、結局5つの要因すべてが一致する状況に至っており、昨年来の不安が現実化しつつある。今日の実体経済は、堅調な米国を除きソフトパッチの様相を呈し、今後2015～2016年のような世界的減速に至る不安がある。2016年は中国を中心とした新興国経済の減速が、米国やユーロ圏など先進国経済にも波及した。今日も中国経済の減速やITサイクルのピークアウトなど当時と似た状況にある。

■図表：2015～2016年の景気減速要因と現状

景気減速要因	現状
中国経済停滞	中国経済は減速(停滞局面入り)
ITサイクル悪化	半導体売上高の伸びは減速基調に転化
原油価格急落	原油価格は足元急落
2016年は対円ではドル安	2018年12月以降、ドル安進行
欧州政治不安(Brexit 決定)	英国、イタリア、ドイツなどで不安材料

(資料) みずほ総合研究所作成

2015年・2016年の中国発連鎖不況、原油安経済のパッケージがもたらしたものは、新興国経済の停滞だった。事実、新興国の雄であるロシアとブラジルがマイナス成長に陥った年だった。ロシアは産油国として大きなマイナス影響を受け、ブラジルはコモディティ安の影響を受けた。昨年も一部の新興国で不安が生じたが、これには米国の利上げ発の通貨安といった金融要因が大きく、その波及(感染)は限られた。一方で今後生じうる不安は、資源価格安や中国を中心とした世界貿易の低下に伴うファンダメンタル要因の押し下げによる不安である。この場合、不安を抱えた国々の広がり新興国全般に一気に増すことには留意が必要だ。またその場合、ネガティブ・フィードバックとして先進国にもその影響が跳ね返るリスクが生じうる。今年は昨年以上に新興国不安の広がり留意する必要があるだろう。

¹ 「2018・19年度内外経済見通し」(みずほ総合研究所『内外経済見通し』2018年11月15日)

² 『激震 原油安経済』(みずほ総合研究所編著 日本経済新聞出版社 2015年5月)
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/book/150501.html>

³ 『中国発 世界連鎖不況』(みずほ総合研究所編著 日本経済新聞出版社 2016年5月)
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/book/160518.html>

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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。