

2017年12月28日
 三井住友アセットマネジメント
 シニアエコノミスト 渡邊 誠
 シニアエコノミスト 山下節子

エコノミスト便り

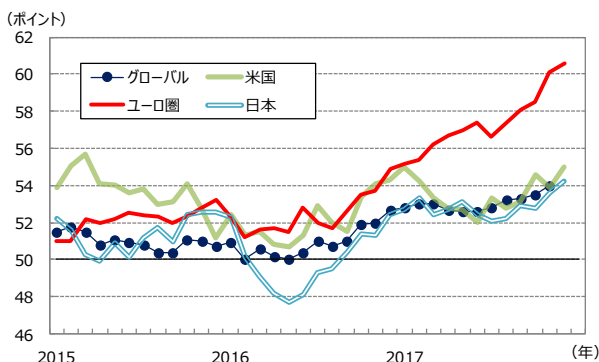
【世界経済】「スロー・トレード」は終わったか？

～世界貿易にはアップサイドのポテンシャル～

- 世界経済の回復を背景に世界的に貿易活動が活発化している。2012年～2016年は、世界経済の成長ペースに比べて貿易が低迷したが、世界は「スロー・トレード＝貿易の停滞」を脱したのか。
- 日銀の分析によれば、スロー・トレードをもたらしたのは、①潜在成長率の低下、②投資から消費へのシフトや、耐久消費財から非耐久消費財やサービスへの需要のシフトなどによる貿易の所得係数の低下などの構造要因、③負のGDPギャップや他の短期ショックに起因する循環要因に分けられる。
- 足元、先進国の潜在成長率の低下は一服、GDPギャップも改善している。先進国中心に投資需要も回復、ITやAIを社会実装する動きも貿易を活性化しており、「スロー・トレード」に変化が生じている。

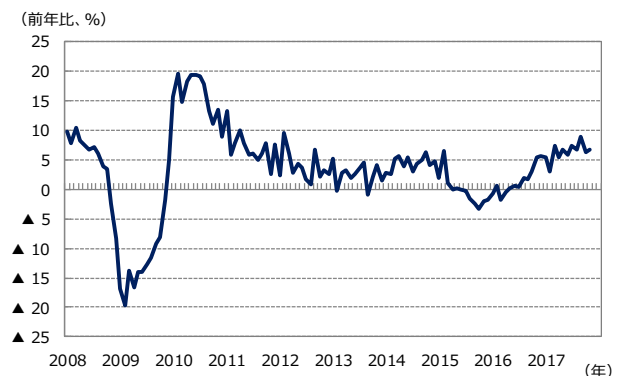
世界的に製造業が好調である。11月のグローバル製造業PMIは54.0と5か月連続で改善、2011年3月以来、6年8か月ぶりの高水準となった（図表1）。地域別に製造業PMIを見ると、先進国が特に好調で、ユーロ圏では、ドイツが欧州債務危機が本格化する前の2011年2月以来、6年9か月ぶりの高水準、フランスも2010年11月以来、7年ぶりの高水準である。米国、日本も改善傾向にあり、12月についても、現時点までに公表されている米、欧、日の速報値を見る限り、製造業セクターの好況は続いている。その背景にあるのは世界経済の回復だが、足元で特徴的なのは、貿易量の拡大を伴っていることである。ドイツのライプニッツ経済研究所（RWI）と海運経済研究所（ISL）が世界のコンテナ港の活動を集計したRWI/ISL Container Throughput Indexは、足元、2011年以來の拡大ペースで（図表2）、オランダの経済企画庁（CPB）の作成する世界貿易統計でも、世界の貿易量（実

【図表1】製造業PMI



（注）データは、2015年1月～2017年12月。グローバルは11月まで、それ以外の地域の12月は速報値。
 指数が50を超えれば全体的な改善を、50未満なら全体的な悪化を表す。
 （出所）IHS Markit、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

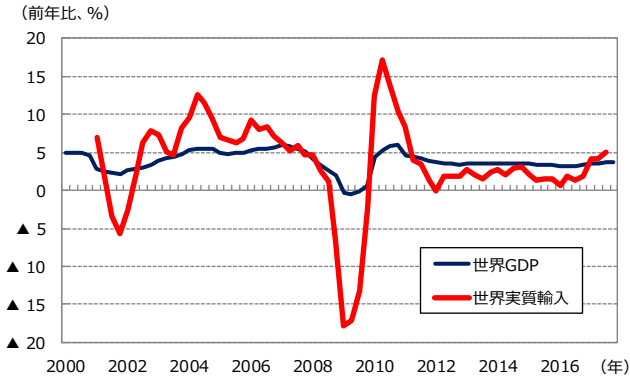
【図表2】RWI/ISL Container Throughput Index



（注）データは、2008年1月～2017年11月。
 （出所）Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

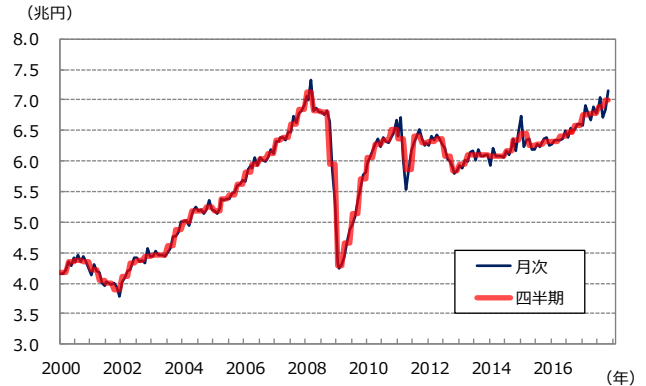
質輸入) は 2011 年 以 来 の 拡 大 ペ ー ス と な っ て い る 。 日 本 の 輸 出 に も 、 足 元 、 勢 い が で て き て い る (図 表 3 、 4) 。

【図表3】世界の貿易量（輸入）とGDP



(注) データは、世界GDPが2000年第1四半期～2017年第4四半期、輸入は2001年第1四半期～2017年第3四半期。世界GDPはIMFの年次データを四半期に分割。

【図表4】日本の実質輸出

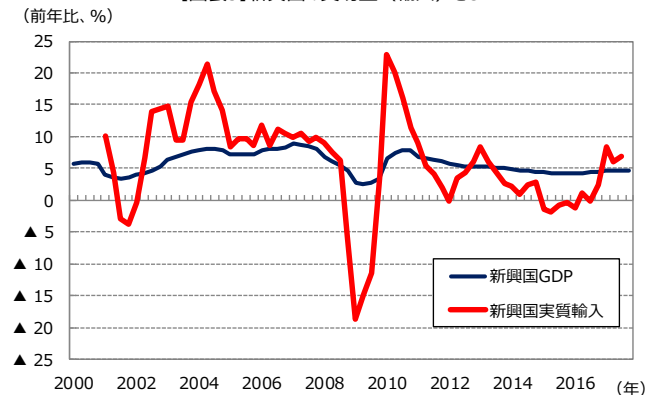


(注) データは、2000年1月～2017年11月。輸出物価で実質化の上、当社で季節調整を実施。(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

2012～2016 年 は 、 世 界 的 に 貿 易 活 動 が 低 迷 、 日 本 の 輸 出 も 冴 え ない 動 き と な り 、 「スロー・トレード＝貿易停滞」という言葉が盛んに使われた。足元、貿易が再び勢いを取り戻しているのは、「スロー・トレード」の終焉を意味しているのだろうか。本稿では、CPB の世界貿易統計、国連の Comtrade、日本の通関統計などの各種データから、足元の世界貿易の好調の背景を探るとともに、今後の世界貿易を展望したい。結論を先に述べておくと、「スロー・トレード」が完全に終焉を迎えたかどうかの判定は難しいが、足元の活発な貿易活動はそれなりに持続性で、一旦は収束したのではないか、というのが現時点での筆者らの見立てである。今後も世界的に活発な貿易活動が続けば、日本の輸出ならびに景気の回復をサポートする要因となる。

まず、「スロー・トレード」について、日本銀行のリーサーペーパー（『スロー・トレード：世界貿易量の伸びの鈍化』）などを参考に振り返る。2003 年 から 2007 年 までのいわゆるリーマン危機以前、世界の貿易量（実質輸入）の伸びは世界の実質 GDP 成長率を上回っていたが、2010 年代には、貿易量の伸びは鈍化し、世界 GDP 成長率を下回る状況が続いた。この状況を指して、「スロー・トレード＝貿易の停滞」と言われた。この「スロー・トレード」の動きが顕著だったのは新興国で、2003 年～2007 年の同地域の成長率が平均 7.9%、貿易の伸びが平均 11.8%であったのに対し、2012 年～2016 年の同地域の成長率は平均 4.8%、貿易の伸びは平均 2.0%にとどまった（図表 5）。前述の日銀のリーサーペーパーによれば、2003～2006 年と比較した 2013～2015 年の貿易の伸びの鈍化のうち、7 割程度が潜在成長率の低下や貿易の所得係数の低下などの構造要因、残る 3 割程度が負の GDP ギャップや他の短期ショックに起因する循環要因によりもたらされたとのことである。このうち、貿易の所得係数の低下をもたらした要因として、①シェール革命による米国の原油輸入の

【図表5】新興国の貿易量（輸入）とGDP

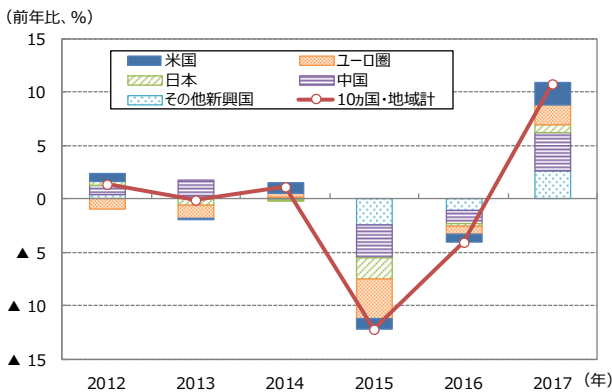


(注) データは、新興国GDPは2000年第1四半期～2017年第4四半期、輸入は2001年第1四半期～2017年第3四半期。新興国GDPはIMFの年次データを四半期に分割。(出所) IMF、CPBのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

減少、②先進国を中心とした投資から消費へのシフト、消費の中で耐久消費財から非耐久消費財・サービスへの需要のシフト、③現地生産比率の上昇、といった先進国側の事由、④国際的な分業体制の広がりの一服に伴うアジアを中心とした設備投資の増勢鈍化と、それに付随した資本財やその川上の中間財の需要の鈍化、⑤中国を中心とした中間財や資本財の内製化の進展、などの新興国側の事由、⑥保護主義的な動きの強まり、などが挙げられている。

国連の Comtrade で 2012 年～2016 年の世界輸入の動きを確認すると、2012 年から先進国の輸入が減少、その後、2014 年からは新興国の輸入が低迷し、2015 年、2016 年には幅広い地域で輸入の減少が観測されるようになっていく。財別には、この間、設備投資に関連する機械類の輸入の減少が目立つが、2015 年、2016 年は電気機器類や輸送機器類など広範な財の輸入の低迷が確認できる（図表 6、7）。

【図表6】主要国・地域の輸入の推移



(注) データは2012年～2017年。2017年は1～6月の前年比。
 その他新興国はインド、インドネシア、ブラジル、メキシコ、ポーランド、トルコの合計。
 (出所) UN Comtrade、各国統計、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表7】輸入の地域別、品目別動向

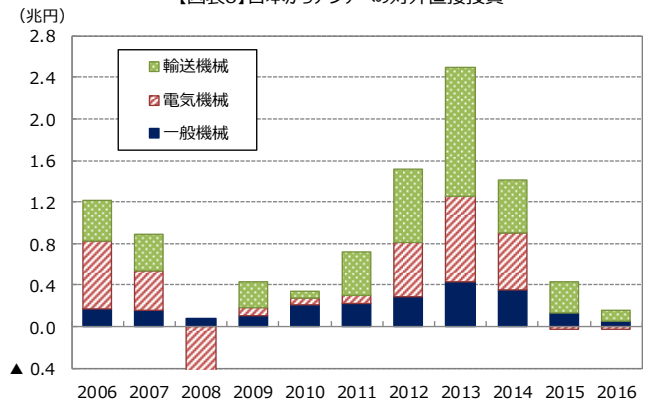
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
全体						
輸入 (除く鉱物性製品)	0.7	1.2	2.5	▲ 3.0	▲ 1.3	5.7
機械	0.1	▲ 0.1	0.4	▲ 0.6	▲ 0.4	0.8
電気機器	0.2	0.8	0.2	0.1	▲ 0.2	1.6
輸送機器	0.6	0.3	0.4	▲ 0.0	0.1	0.4
化学+貴金属	▲ 0.4	▲ 0.4	0.6	▲ 1.0	▲ 0.7	1.6
先進国						
輸入 (除く鉱物性製品)	0.1	▲ 0.4	2.2	▲ 0.8	0.1	2.0
機械	0.1	▲ 0.0	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5
電気機器	▲ 0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.6
輸送機器	0.5	0.1	0.3	0.3	0.1	0.2
化学+貴金属	▲ 0.4	▲ 0.4	0.5	▲ 0.4	▲ 0.3	0.7
新興国						
輸入 (除く鉱物性製品)	0.6	1.6	0.3	▲ 2.2	▲ 1.4	3.7
機械	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3
電気機器	0.3	0.8	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	1.0
輸送機器	0.1	0.1	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2
化学+貴金属	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.6	▲ 0.4	0.9

(注) データは2012年～2017年。2017年は1～6月の前年比または前年比寄与。
 輸入全体は前年比、それ以外は輸入前年比に対する寄与度を示す。
 (出所) UN Comtrade、各国統計、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

また、日本の直接投資の動きを見ると、2012 年～2013 年に、加工組立型の製造業を中心に、アジアへの直接投資が活発化した（図表 7）。大幅な円高による輸出採算の悪化が後押しした側面が非常に大きかったのだが、同時にアジア新興国の最終需要地としての重要度が高まる中で、地産地消の動きが広がり、また部品などに関しても現地調達比率が高まった。リーマン危機を挟み、世界経済に貿易を抑制する様々な複合的な変化が生じる中で、負の貿易乗数が働き、世界的なスロー・トレードの状況が作り出されたということであろう。

2017 年に入り、世界の貿易量の伸びが GDP 成長率を再び上回ってきた（前出図表 3）。程度の差はあれ、欧米を中心とした先進国、アジアや中東欧などの新興国のいずれにおいてもこうした動きが確認される。国連の Comtrade で国別、財別の輸入の動きを見ると、2017 年は、先進国、新興国を問わず幅広い国で輸入は高い伸びとなり、財別では、卑金属（鉄鋼など）の素材関連や、機械類、電気機器類と言った加工関連な

【図表8】日本からアジアへの対外直接投資



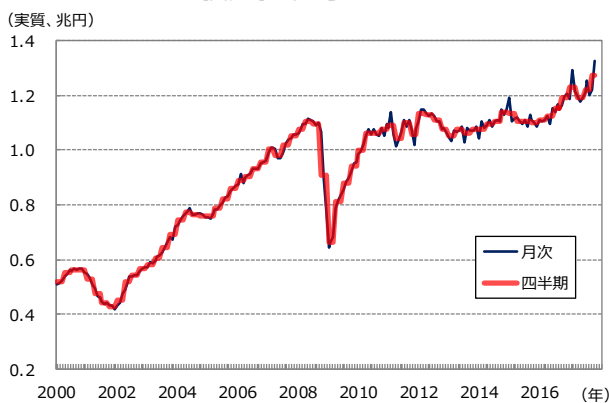
(注) データは、2006年～2016年。各セクターにおける各年末の直接投資残高と前年末の残高の差を計算。
 (出所) 日本銀行、財務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ど幅広い財で輸入が増加し、2012年～2016年の「スロー・トレード」の時期と対照的な動きとなっている（前出図表6、7）。

日本の輸出も回復傾向にあり、財別に見ると、素材関連では化学、加工組立では半導体製造装置などの一般機械、半導体等電子部品などの電気機器の輸出が堅調に増加しているほか、自動車などの輸送用機器の輸出も緩やかに増加しており、回復の裾野は幅広い。地域別に見ても、中国、ASEAN などアジア向けの輸出の増加が特に顕著ではあるが、米国、EU 向けの輸出も増加基調で、広範に回復している（図表9、10）。

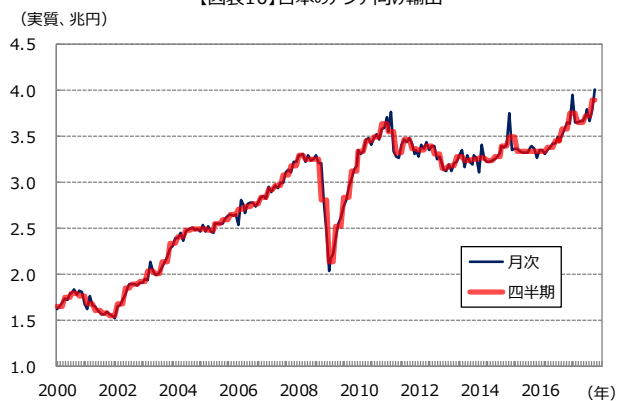
グローバルの景気が回復しているから、貿易量も増えていると言ってもしまえばそれまでだが、背後にあるグローバル経済の動向をもう少し俯瞰して見ると、まず、構造的に「スロー・トレード」をもたらしていた潜在成長率の低下は、先進国では一服し、むしろ足元は持ち直してきているようである（図表11）。潜在成長率は、あくまで推計値であり、幅をもって解釈する必要はあるが、リーマン危機や欧州債務危機後の様々な調整圧力が和らいでいることは確かであろう。後述する先進国の設備投資の持ち直しの動きも、自然利子率（≒潜在成長率）の回復の裏付けではないか。中国については、潜在成長率のデータはないのだが、2000年代の10%を超える高成長からの成長ペースの急低下に、足元で

【図表9】日本の電気機器輸出



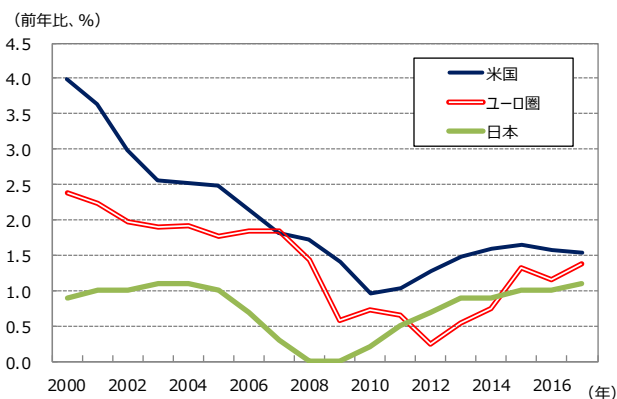
(注) データは、2000年1月～2017年11月。輸出物価で実質化の上、当社で季節調整を実施。
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表10】日本のアジア向け輸出



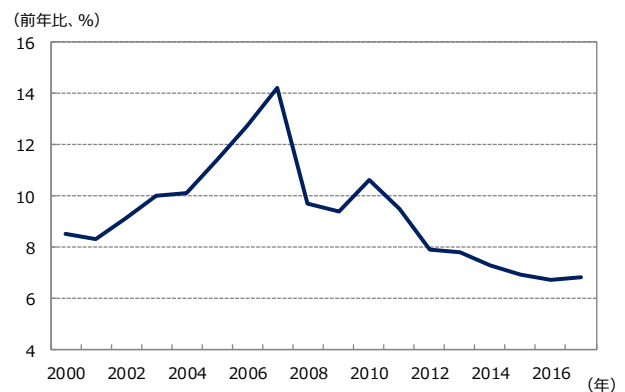
(注) データは、2000年1月～2017年11月。輸出物価で実質化の上、当社で季節調整を実施。
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表11】主要国・地域の潜在成長率



(注) データは、2000年～2017年。日本の2017年は第1四半期～第3四半期の平均。
(出所) セントルイス連銀、欧州委員会、内閣府のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表12】中国の成長率



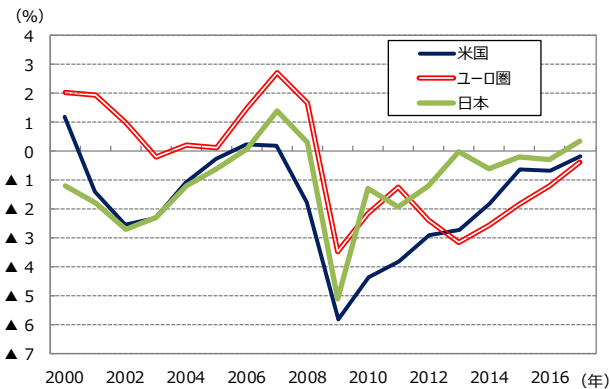
(注) データは、2000年～2017年。2017年は第1四半期～第3四半期実績を踏まえた当社見通し。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

歯止めが掛かってきているように見える（図表 12）。また、景気の循環的な側面に焦点を当てて見ても、日米欧で景気の回復傾向が続き、日本、米国は GDP ギャップがプラスとなり、ユーロ圏についても、負の GDP ギャップが急速に縮小、2018 年にはプラスに転じる見込みである（図表 13、米国については暦年で見ると 2017 年の GDP ギャップはマイナスだが、四半期で見ると 2017 年 3Q にプラスに転じた）。中国についても、2017 年の成長率は 2016 年から若干だが上向いた。潜在成長率の低下に伴う構造面からの貿易活動への下押しが和らぎ、先進国で GDP ギャップの改善傾向が続くなど、循環要因も上向く中、貿易乗数もポジティブに働き始めたということではないだろうか。

緩和的な金融政策が続く下、欧州では自動車販売が好調、世界最大の自動車需要地である中国の自動車販売も増加基調にある。また、日米欧の設備投資関連指標にもポジティブな動きが観測されるようになってきた（図表 14、15）。そして最近、筆者がもっとも驚いたのが、世界の半導体の売上の動向である（図表 16）。2017 年以降、中国、中国・日本を除くアジア、米国で売上が急増している。iPhoneX に関連した需要もあると思われるが、それ以外でも、欧米におけるコネクテッドカーの販売や、AI スピーカーの登場、企業側でも IoT に対応するためのデータセンターやコールセンターにおける AI による自動応答の導入など、IT や AI を社会に実装する動きが広がり始めているように見える。

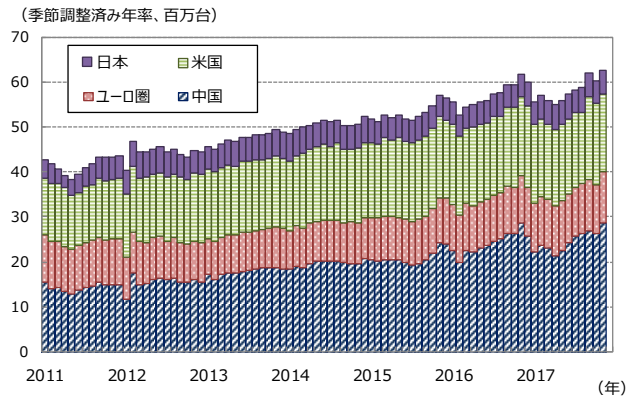
「スロー・トレード」は終わりを迎えたのだろうか。米国第一を掲げるトランプ政権が、保護主義的な政策を推し進めれば、

【図表13】主要国・地域のGDPギャップ



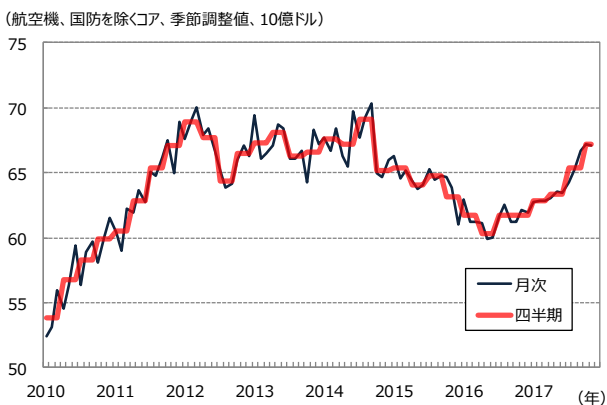
(注) データは、2000年～2017年。日本の2017年は第1四半期～第3四半期の平均。
(出所) セントルイス連銀、欧州委員会、内閣府のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表14】主要国・地域の自動車販売



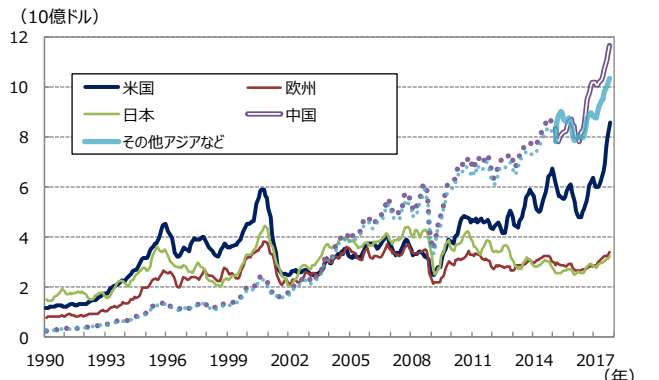
(注) データは2011年1月～2017年11月。日本、中国については当社で季節調整を実施。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表15】米国の資本財受注



(注) データは、2010年1月～2017年11月。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表16】世界の半導体売上



(注) データは1990年1月～2017年10月。中国、その他アジアなどは2015年1月以前のデータがないため、世界売上から日米欧を控除した残差を基に筆者が補完して遡及。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

国際的な分業体制に逆向きの影響を与えることなどを通じ、貿易活動を抑制する要因となる可能性がある。しかし一方で、日欧 EPA の交渉妥結や米国抜き TPP の大枠合意、今後も RCEP（東アジア地域包括的経済連携）の交渉進展などが見込まれ、自由貿易を推進する流れは続いている。上述の通り、潜在成長率の低下に歯止めが掛かり、GDP ギャップも改善、グローバルで資本財に対する需要の高まりが観測されるなど、貿易活動への様々な調整圧力が和らいていることも事実であり、また IT や AI を社会に実装する機運がグローバルで強まっている可能性も踏まえると、世界貿易のアップサイドのポテンシャルは小さくないように思われる。IT や AI の分野では、変化が非常に早く、かつ急激で、持続性が読みにくいというのは事実だが、社会実装の動きはまだ緒についた段階と見られ、「スロー・トレード」が終わったかどうかの判断は難しいが、少なくともしばらくは貿易の活発な動きが続くのではないかと見られる。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。当資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員