

# 世界経済のリスクと展望

小林 卓典

本号で特集テーマとして「世界経済のリスクと展望」を取り上げた背景について、特に中国を中心に触れてみたい。

現在、世界経済は金融危機のような差し迫ったリスクに直面しているわけではない。しかし、主要先進国は依然として低成長と低インフレからの脱却に苦慮している。デフレ回避のための非常手段であったはずの量的緩和策は長期化する見通しとなり、日本銀行とE C B（欧州中央銀行）は、一段と金融緩和に踏み込んでマイナス金利を導入するに至っている。こうした非伝統的金融政策の採用は、主要先進国では一般化し、今後の経済情勢次第では、金融政策への依存をいっそう強める事態も想定される。

問題は主要中央銀行がどれほど大胆な金融緩和を繰り出しても、世界経済は再加速する手掛かりをつかみかねていることである。I M Fなど国際機関の世界経済見通しは下方修正を繰り返し、事実上、世界的に長期停滞の様相が強まっている。また金融政策がいずれ限界に達するとすれば、深刻な世界不況が訪れた場合にどのような政策手段が残されているのか、という懸念もある。

昨年後半から今年初めにかけての金融市場の不安定化は、中国の想定以上の減速と米国の利上げ問題に起因している。リーマン・ショック後、世界経済の牽引役は米国から中国にバトンが渡されたが、中国が減速する中で、米国の利上げ継続に

よるショックを各国が吸収し得るかという漠とした不安が残っている。そして中国が台頭する時代が事実上終わりつつある中、中国に代わる牽引役は不在だ。

原油相場の大幅な下落に象徴されるように、中国の高成長を前提とした資源開発や投資プロジェクトは、中国経済の下方屈折によって修正を迫られている。中国が抱えるより深刻な問題は、デフレ傾向が徐々に強まり、特にリーマン・ショック以降、急速に積み上がった債務の実質返済負担が重くなっていることである。これには土地バブル崩壊後の日本の経験との類似性もあり、中国経済が日本化することは世界経済にとっての脅威となりつつある。特にデフレと強い通貨の組み合わせが経済の停滞を長引かせた日本の経験を、中国政府がどのように捉えているかが重要である。

2015年の名目成長率が実質成長率を下回り、デフレ状態にあることが明らかとなった中国では、2016～20年の第13次5カ年計画で、平均6.5%以上の経済成長を目標に掲げている。短期的には景気刺激策で成長目標を達成する余力が残されているとしても、6%超の成長を持続することは果たして可能であろうか。

中国が取り組むべき最大の課題は、限界に達しつつある投資主導の成長パターンを消費主導の成長に構造転換するかにあると言われ続けてきた。にもかかわらず、構造転換が先送りされてきた理

由は、結局のところ、投資を抑制すれば成長率が急激に低下しかねないということである。構造転換に伴う過剰生産能力の削減は、不採算企業の淘汰と大量の失業の発生を伴う。これは当然のことながら景気を悪化させ、成長率を低下させる。名目GDPの45%に達した投資比率を引き下げつつ成長率の低下を回避するには、個人消費を従来以上に拡大しなければならないが、投資減少は労働市場の悪化を通じて個人消費を減少させると考えるのが普通だ。

そのため中国政府が取り得る施策の一つは、投資主導型の成長パターンに大きな修正を加えず政策対応によって不動産市場の安定化に努め、金融緩和で投資環境の悪化を回避することである。これは短期的には無難なソフトランディングを可能とするだろう。しかし、その場合、企業債務は増え続け、将来的に中国が深刻な不況に直面する可能性を高める恐れがある。もう一つは、先送りされてきた構造転換に本格的に取り組むことである。これは中国にとって長期的に見れば望ましい結果を生むはずだが、構造転換に伴うおそらく数年越しとなる調整は、中国にとって痛みを伴うだけでなく、長期停滞の様相を強めている世界経済に打撃を与えるだろう。成長率が急速に低下した場合のショックを和らげる手段として、人民元の加速的な減価が容認されることも想定される。

中国経済の減速と不安定化を前提とした場合、世界経済が長期停滞の罠から抜け出すことは容易ではないが、主要中央銀行には、量的緩和の強化、マイナス金利幅の拡大といった政策オプションが残されている。ただ、これまでの各国の非伝統的金融政策の効果を振り返ると、株式など資産市場への影響力はあっても、实体经济を浮揚させる効果は予想を下回るという意味で、金融政策の手詰まり感が強まっているのも事実である。その

ため、財政政策の役割を改めて評価し、各国が協調的に財政出動することを求める動きが表れ始めている。

2月に上海で行われた20カ国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議の共同声明で、金融政策に加え財政政策の機動的な実施が明記されたことは、金融政策のみで経済成長を支え続けることの難しさを各国が共有したことの証左である。しかし、これまで緊縮財政を基本姿勢としてきた日本を含む主要先進国が、実際に協調的な財政出動を行い得るかという点で、具体策は今のところ見えていない。政府投資比率が低下し続ける米国や緊縮財政を堅持するユーロ圏が危機感を共有して政策協調に呼応するかどうかが問題である。中国さえ改革をすれば、あるいは景気対策を打てば事態は打開できるということではなくなっているのではないか。

[著者]

小林 卓典（こばやし たくのり）



リサーチ業務部長