

中国リスクで新興国の動揺が続く

大和総研 経済調査部長 小林卓典

世界

中国は人民元を安定させ、元安はとりあえず一服した。中国が資本流出に対してドル売り介入を行い、人民元相場をコントロールすることは今後も可能だ。しかし、8月に突如行った人民元切り下げは、低迷する輸出をテコ入れするという意味では小幅すぎて効果は薄いだろう。一部の経済指標は中国経済の減速に歯止めがかかりつつあることを示唆している。しかし、景気刺激には預金準備率引き下げなど、もう一段の金融緩和が必要であるとすると、資本流出から人民元相場に下落圧力がかかる状況は続くだろう。その際、市場介入によって人民元を管理することを止め、元安の流れを放置した方が、金融緩和の効果は大きくなる。中国が過剰生産能力を解消するため、輸出に活路を見出すのは自然なことであり、現在のように世界貿易が停滞している状況では、なおさら人民元をより大幅に減価させて輸出拡大を図る誘因が強まることになるだろう。資本流出に見舞われている他の新興国にとって、自国通貨の下落は過去の通貨危機の経験に学び、為替管理を柔軟に変えたことによる自然な成り行きとは言え、中国経済の減速の影響をしばらく受けざるを得ない。

日本

4-6月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2015年度が前年度比+1.1%（前回：同+2.0%）、2016年度が同+1.9%（同：同+1.9%）である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ。今回のレポートでは、中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードについて、多面的に検証した。当社のメインシナリオでは、中国経済が当面危機的状況に陥る可能性は限定的だと考えている。ただし、本当に怖いのは、将来的に大規模な資本ストック調整が発生するリスクである。資本ストック調整が発生した場合、中国の潜在成長率は「最善」でも4%程度まで低下し、実際の経済成長率はゼロ近傍で推移することになる。より一層深刻な「メルトダウン」シナリオでは、中国の潜在成長率は1.6%程度まで低下し、実際の経済成長率は大幅なマイナスが続くことが懸念される。

米国

9月は連邦政府の会計年度末で、10月から始まる2016年度予算を成立させなければならない。暫定的であっても予算が成立しなければ、政府機関が閉鎖される可能性がある。FOMC（連邦公開市場委員会）が予定される9月16日までの予算審議の時間は限られる。連邦政府の債務上限にかかるやり繰りは11月の初めころまで可能とされている。その時期にかけて債券市場の流動性が低下し、金利が急変動するリスクがある。市場参加者が警戒を強め、利上げのタイミングにも影響する可能性がある。4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.3%と、持ち直しを示す結果であった。緩やかな雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費、住宅投資の家計部門を中心とした底堅い拡大が続いている。企業部門については、非製造業が堅調を維持する一方、製造業は依然冴えない。ドル高の継続や海外経済など、外部要因に対

する懸念は残るが、先行きについても米国経済は内需を中心とした底堅い拡大基調が続くとの見方に変更はない。

欧州

ユーロ圏の年 4-6 月期の GDP 成長率（速報値）は前期比+0.3%となり、1-3 月期からは若干減速したが、9 四半期連続のプラス成長となった。需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、ユーロ圏を追い風に輸出が持ち直したと推測される。また、個人消費は減速しつつも、引き続きプラス成長に寄与したと見込まれる。ユーロ圏の輸出は米・英という先進国向けに加えて、中東欧、インドなど一部の新興国向けも堅調だが、他方で中国向けは伸び悩み、ロシア向けは大幅減と明暗がわかれた。中国景気の大幅減速は、中国政府の景気下支え策により回避されようが、ユーロ圏の年後半の外需拡大は力強さに欠けたものになる可能性が高い。一方、ギリシャ懸念がいったん後退し、原油価格が再び低下していることを背景に、ユーロ圏の内需はやや持ち直す見込まれる。緩やかな景気回復は、消費者物価上昇率の加速にはつながらず、ECBは現在の資産買取プログラムを計画通り遂行することに注力しよう。

中国

中国人民銀行は 8 月 11 日以降の 3 日間で、人民元の対米ドル中間レートを 4.7%切り下げた。中国人民銀行による記者会見では、「従来、人民元の中間レートと市場レートには 3%程度の乖離があった」旨が述べられたが、この乖離は既に解消されている。元安進展は、とりあえずは一服したと見てよいだろう。この程度の元安では輸出改善効果は極めて限定的である。持続的な元安が回避されれば、訪日中国人の「爆買い」への悪影響も杞憂となろう。今回の措置は、政策を総動員して「7%前後」の成長を維持しようとする中国政府の姿勢を示す狙いがあったのであろう。中国は春先以降、投資・投機を助長しかねない住宅市場刺激策の発表や、地方政府融資プラットフォームのプロジェクト継続、今年返済期限を迎える 2 兆元の地方政府債務の地方債への置き換えなど、なりふり構わない景気下支え策を講じている。1~7 月も固定資産投資は減速が続いたが、その内訳からはダウンサイド・リスクの低下を示す変化を見出すことができる。鉱業投資は前年比 6.5%減となったが、1~5 月の同 9.1%減を底にマイナス幅が縮小するなど、最悪期を脱した可能性がある。住宅販売金額は、1~2 月の同 16.7%減をボトムに 1~7 月には同 16.8%増へ回復。不動産開発投資は近いうちに底打ちして、その後は回復していく可能性が高い。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)				(前年比%)			(前年比%)				
	2014年 1-3	4-6	7-9	10-12	2015年 1-3	4-6	7-9 (予)	2012年 (日本は年度)	2013年	2014年	2015年 (予)	2016年 (予)
日本	4.5	-7.5	-1.3	1.4	4.5	-1.6	1.5	1.0	2.1	-0.9	1.1	1.9
米国	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	2.3	2.7	2.2	1.5	2.4	2.3	2.8
ユーロ圏	0.9	0.4	0.7	1.4	1.5	1.3	1.4	-0.8	-0.4	0.8	1.3	1.5
英国	3.6	3.7	2.9	3.4	1.5	2.8	2.4	0.7	1.7	3.0	2.6	2.3
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	7.7	7.4	7.0	6.8
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.8	2.7	0.1	-1.9	0.7
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.4	6.4	7.1	7.0	6.7
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	1.3	0.6	-4.0	-1.0

(出所)各種統計より大和総研作成