

懸念される中国経済の日本化

大和総研 経済調査部長 小林 卓典

世界

減速が続く中国経済は、安定性のある程度取り戻したように見える。過去1年間で3270億ドル減少した外貨準備は、10月は前月比で6か月ぶりの増加に転じた。人民銀行が8月に人民元の対ドルレートを切り下げたため、追加切り下げへの憶測から資本流出が加速したが、その動きはいったん収まったようだ。不動産価格は一進一退ながら大都市を中心に底入れし、全面的な不動産市場の調整は回避されている。ただし、中国経済が回復するには、金融緩和とともに人民元の切り下げを行い、製造業の生産を挺入れする必要があるだろう。低下する製造業の名目付加価値（GDPベース）の伸びは、7-9月期はついに前年比マイナス0.2%と、二桁成長が当たり前だった数年前とは様変わりの状況となっている。これは生産活動の停滞により過剰生産能力が顕在化し、製品価格の下落が加速しているためである。強い人民元とデフレの組み合わせは、中国の景気回復を阻害すると同時に、土地バブル崩壊後の日本の経験とも重なる点があり、中国経済の日本化が懸念される。

日本

2015年7-9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+0.8%（前回：同+1.0%）、2016年度が同+1.5%（同：同+1.7%）である。足下の日本経済は「景気後退」局面入りの可能性があるが、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、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ。

現在、中国をはじめとする新興国経済の減速などを背景に、グローバル経済は深刻な「世界株安・世界生産減」の局面に突入する可能性が生じている。今回のレポートでは、米国が早晩「出口戦略」を講じる可能性が高まっていることを踏まえて、過去にグローバル経済が「世界株安・世界生産減」に陥った局面の特徴を概観すると同時に、今後の動向を占ううえで重要な先行指標および深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマール（判断基準）について詳細な分析を行った。

米国

FRBは利上げを12月のFOMCで検討することを明示し、12月の利上げ開始が妥当だと予想するFOMC参加者の発言も相次いだ。利上げ開始の可能性が高まり、議論は2回目以降の利上げなどに移り始めていると考えられる。減速が懸念された労働市場が力強い改善を示し、個人消費や住宅投資といった家計需要は、一時的要因を除けば改善傾向が続いている。企業活動は生産部門で引き続き冴えないが、内需の底堅さを背景に底打ちしつつある。内需の底堅さは物価にも波及し、サービス価格およびサービス部門の賃金上昇加速の兆しが見られ、インフレ加速の可能性は高まりつつある。ただし、金融政策の変更に向けて、やや気がかりなのは期待インフレ率の低下となる。鉱業関連投資の下振れや、製造業の伸び悩みにより、当面は設備投資が上

振れするシナリオは描きづらい。米国経済の先行きに関しては、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の増加を牽引役にして、内需主導の景気拡大が続く見通しである。

欧州

ユーロ圏の7-9月期のGDP成長率は前期比+0.3%と発表され、10四半期連続のプラス成長となった。主要4カ国の成長率はドイツが同+0.3%、フランスが同+0.3%、イタリアが同+0.2%、スペインが同+0.8%とそろってプラス成長である。新興国の景気回復が遅れている中で、ユーロ圏は内需への依存が高い状況が今後も継続しよう。ただし、難民急増問題、フォルクスワーゲンの排ガス不正問題が雇用不安を想起させていたところに、11月13日のパリ連続テロ事件が起き、さらなる消費者マインドの悪化要因となることが懸念される。また、ユーロ圏の10月の消費者物価上昇率は前年比+0.1%と引き続き低水準で、原油など商品価格が低迷していることを勘案すると、年末から緩やかに上昇するというECBのシナリオの実現性はますます低下している。ECBは次の12月3日の金融政策理事会で追加緩和に踏み切ると予想される。その内容は、中央銀行預金金利の引き下げに加えて、資産買取プログラムの期間延長となると予想される。

中国

中国経済の消費堅調、投資減速、相対的に大きな輸入減少（貿易黒字拡大）という基本的な構図に変化はない。ただし、2015年10月の実質小売売上は前年比11.0%増と2ヵ月連続で伸びが加速し、1月～10月の固定資産投資は前年比10.2%増と1月～9月の同10.3%増からは0.1%ポイントの鈍化にとどまるなど、景気下げ止まりの兆しも見えてきた。

2016年に始まる第13次5ヵ年計画期間中は平均6.5%以上の経済成長が強く意識されている。ニューノーマル（新常态）における高速成長から中高速成長への移行とは、かつての10%成長から6%～7%程度へ成長率が低下することであり、ヒアリング先の政府系シンクタンクには、足元の成長率（2015年1月～9月は前年同期比6.9%）が低いとの認識はなかった。今後の経済政策運営については、「高度成長期のマイナス点（環境汚染、投資過剰・融資過剰など）を最小限にとどめることが重要」、「景気減速のスピードをより緩やかにしていくこと、イノベーションによって経済を活性化させていくこと、社会安定化のためのセーフティネットを構築していくことの3つが鍵となる」との指摘があった。彼らは、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策のような大規模な政策発動の必要性を全く感じていなかった。

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		2015年		2012年		2013年		2014年		2015年		2016年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(日本は年度)				
					(予)								
日本	4.7	-7.7	-1.1	1.2	4.6	-0.7	-0.8	0.7	1.0	2.1	-0.9	0.8	1.5
米国	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	1.5	2.8	2.2	1.5	2.4	2.5	2.7
ユーロ圏	0.8	0.3	1.0	1.6	2.1	1.4	1.2	1.0	-0.9	-0.3	0.9	1.4	1.4
英国	2.5	3.8	2.6	3.0	1.5	2.6	2.0	2.5	1.2	2.2	2.9	2.4	2.3
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	7.7	7.3	6.9	6.8
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.8	2.7	0.1	-2.6	-0.9
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.3	6.4	7.1	7.2	6.8
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	1.3	0.6	-3.8	-0.5

(出所)各種統計より大和総研作成