

ダウントレンドに入った中国の景気対策

大和総研 経済調査部長 小林 卓典

世界

2015年の中中国は25年ぶりの低い経済成長率に終わったが、主因は製造業の不振にある。製造業からサービス産業への構造転換が中国経済の安定化に寄与するバッファーになっているという見方も可能だが、サービス産業は雇用吸収能力があっても概して生産性は低い。またサービス産業の付加価値の少なからぬ部分が金融業と不動産業によって生み出されていることは、不動産市場の行方次第で中国の成長率が大きく低下する可能性があることを意味する。人民元の下落は製造業の競争力回復にとって好ましいことだが、許容可能な範囲の下落に留めるために人民銀行は大規模な人民買い・ドル売り介入を行っている。その結果、マネタリーベースは減少し続けており、これまでの数次にわたる金融緩和策にもかかわらず、量的には引き締め策と同様の効果がもたらされている。景気回復のために利下げを行えば資本流出が加速し、人民元の下落に対して市場介入を行えば利下げ効果を相殺してしまうというジレンマを政策当局は抱えている。

日本

2016年に入り、世界的な金融市場の混乱が続いている。メインシナリオでは、2016年の日本経済は、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、緩やかに回復する見通しであるが、世界的な金融市場の混乱を受けた、景気下振れリスクには警戒が必要となろう。日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動搖、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏経済の悪化、⑤財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、の5点に留意が必要である。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観、中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円以上の過剰融資」「400兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆～800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。

米国

2016年の初めからの世界同時株安では、MMF規制改革と2015年12月に始まった利上げに伴うオペレーションが過剰流動性の巻き戻しのペースを加速させ、市場の混乱に拍車を掛けた可能性を指摘できる。足下でも急速な資金シフトが起き、MMFの資金をFRB（連邦準備制度理事会）が吸収したこと、資金繩りが悪化した投資主体が運用資産を減らさざるを得なくなったと考えられる。次回の1月のFOMC（連邦公開市場委員会）は、利上げの影響を含む経済統計の発表が十分ではなく、2回目の利上げは見送られるだろう。声明文に次の利上げに向けたヒントが示されるかどうかがポイントとなる。暖冬が小売販売の下押し要因となつたが、個人消費を中心とした内需の拡大と、雇用者数増加の循環メカニズムが働いている。それはサービス部門にお

いて顕著であり、企業部門でも非製造業が底堅い一方で、製造業は停滞が続いている。住宅市場は特殊要因一巡後の回復が期待されるが、先行きはやや不透明である。

欧州

ユーロ圏では2015年末にかけて雇用の増加や銀行貸出の回復が確認され、内需を牽引役とする緩やかな景気回復が継続したと推測される。消費者と企業の景況感も2015年末まで改善傾向にある。ただし、年初から原油価格の一段の下落、人民元安、中国景気減速懸念などを材料に世界的な株安の連鎖が生じており、これがユーロ圏の景気見通しを不透明にしている。原油安が消費刺激に効果を発揮することはユーロ圏では2015年に証明済みだが、歯止めのかからない原油安による産油国の需要の落ち込み、資源関連会社の業績悪化などのマイナス効果が、このプラス効果を上回ってしまうことが懸念され始めている。また、ECB（欧州中央銀行）にとって原油安は物価下落要因という悩ましい側面がある。マーケットの調整が、ユーロ圏の景況感をどの程度悪化させる要因となるか、特にこれまで強気を維持してきた消費者マインドの行方が注目される。

中国

中国国家統計局によると、2015年の実質GDP成長率は前年比6.9%と、2014年の同7.3%から減速した。政府年間目標は、2014年は同7.5%前後、2015年は同7.0%前後であり、その中心値を2年連続で下回ったことになる。2016年3月5日に開幕する全人代では、2016年の政府成長率目標は2015年と同じ前年比7.0%前後に設定される可能性が高い。2015年の実績同6.9%を四半期毎に見ると、1-3月期以降、前年比7.0%、同7.0%、同6.9%、同6.8%と緩やかな成長率低下が続いた。容認できる下振れ余地は限定的であり、追加金融緩和やある程度の財政政策など景気下支え策が強化されるとみている。2015年12月の中央経済工作会议は「積極的財政政策を強化し、財政赤字のGDP比率(2015年予算では2.3%)を段階的に引き上げて、財政支出や政府投資を適切に増やす」とした。

大和総研は、2016年の実質GDP成長率を前年比6.8%と、2015年の同6.9%とほぼ変わらずと予想し、大きな下振れは回避されるとみている。中国の経済成長は長期的なダウントレンドに入ったと判断されるが、短期的循環的な成長率の底打ちやある程度の回復は想定される。鉄鋼、セメントなど裾野産業が広い不動産開発投資の底打ち・回復は、そのきっかけとなる可能性があろう。

主要国実質GDP見通し要約表

	(前期比年率%)				2015年				(前年比%)				
	2014年 1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	2012年 (日本は年度)	2013年	2014年	2015年	2016年 (予)
日本	5.0	-7.2	-2.8	1.8	4.4	-0.5	1.0	0.3	0.9	2.0	-1.0	1.0	1.5
米国	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	0.9	2.2	1.5	2.4	2.4	2.5
ユーロ圏	0.9	0.2	1.2	1.5	2.2	1.6	1.2	1.4	-0.9	-0.3	0.9	1.5	1.4
英国	2.6	3.2	2.6	2.7	1.5	2.2	1.8	2.1	1.2	2.2	2.9	2.2	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.	1.9	3.0	0.1	-3.4	-1.8
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	7.3	7.1
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	-4.0	-1.0

(注)2015年(前年比%)の「*」は実績値。

(出所)各種統計より大和総研作成