

チャイナリスクの再浮上

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

米中摩擦再開は、ほぼ一夜にして中国経済底入れ期待を霧散させてしまった。更にそれは、2018年に顕在化した世界経済の成長鈍化が、米FRBの引き締め解除、インフラ投資など中国の景気対策の効果顕在化によって終止符が打たれる、というシナリオの蓋然性を著しく低めることにもなった。世界の工場としての中国の優位性がますます失われる中で、ASEAN諸国などは製造業の生産拠点を中国から受け継ぐチャンスが生まれているとみることもできなくはない。しかし、短期的にはグローバルな景況感の悪化が金融市場をリスク回避的とし、ASEANを含む新興国からの資本流出圧力が高じる可能性がある。むしろ、中国が座して再度の景気悪化を許容するとは考えられない。しかし、例えばインフラ投資を一段と加速させれば、かねての同国の弱点である過重債務問題がより深刻化することは避けられない。それは「人民元ショック」再現の可能性を高め、やはり金融市場をよりリスク回避的とすることになる。投資の中身が製造業等からインフラにシフトすればするほど、「要らぬハコモノ」が増える懸念が増すという問題もある。それは投資のリターンの低下を通じて、債務問題を更に深刻化させてしまう。米中摩擦は米国経済にも負荷をかけるが、その波及効果を考慮したとき、中国経済にいかなるインパクトが及ぶかが最大の懸念材料ということになる。

日本

1-3月期のGDP一次速報を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2019年度が前年度比+0.5%、2020年度が同+0.5%である。先行きの日本経済は、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続ける公算が大きい。日本経済が再び本格的な（潜在成長率を上回る）成長軌道に回帰するためには、結局のところ外需が底入れ・反転する必要がある。しかし外需底入れの期待を「米中冷戦」の再開が台無しにしてしまった。付加価値輸出の概念をモデルに組み込んだ試算によれば、既に決定されている米中双方の追加関税により日本の輸出金額は約0.7兆円減少することになる。また、仮に米国が、ほぼ全ての品目に25%の追加関税を賦課した場合、日本の輸出は約1.3兆円押し下げられる。もっとも、米中摩擦が日本経済に与える影響は悪いものばかりとは言い切れない。まず、関税の賦課は歳入の増加要因である。新たに発生した財政収入を米中政府が歳出拡大に転用すれば、経済的な打撃は概ね相殺される可能性もある。また、米中が関税を相互に賦課することで東南アジア等の新興国で代替生産が増加すれば、日本企業にも、こうした国々への販路拡大の機会が発生する。

米国

米中間の通商協議は深刻化、長期化の様相を呈している。トランプ政権は、昨年12月から延期されてきた2,000億ドル規模の輸入品に対する追加関税率の引き上げ（10%→25%）を5月10日から実施し、さらに現在中国に対して追加関税を課していない輸入品、およそ3,000億ドル規模に対する追加関税第4弾実施に向けた手続きを開始した。5月10日からの追加関税率が

引き上げられた中国製品の輸入金額が米国全体の輸入金額に占める割合は8.4%であり、15%ptの関税率の引き上げを単純に計算すれば輸入コストを1.3%程度押し上げることになる。また、仮に追加関税第4弾が実施されれば、輸入コストはそこからさらに2.6%程度押し上げられると試算される。ただし、中国への追加関税が導入された2018年以降、中国からの主力輸入品であるコンピューター・電子部品の輸入が減少する一方、ベトナム、台湾からの輸入が急増している。また、2018年以降、輸入浸透度も低下傾向にあり、企業はサプライチェーンの再編によって、追加関税によるコスト増を軽減していることが示唆される。今回の追加関税率の引き上げは、こうした企業によるサプライチェーン再編の動きを一層加速させる可能性が高い。

欧州

ユーロ圏の1-3月期の成長率は前期比+0.4%と予想外に高い伸びとなったが、これは英国のEU離脱に備えた在庫積み増しがかさ上げした側面があると推測される。4-6月期はその反動に加え、米中貿易摩擦の激化などに伴う外需の不透明感が企業の投資判断を慎重にすることが懸念される。一方で、消費は底堅い推移が見込まれる。就業者数の増加が継続し、消費者マインドが改善に転じていることは、今後も個人消費が景気の下支え役を果たすことを示唆している。英国ではメイ首相とEUが合意した離脱協定案が議会で可決されないまま、メイ首相の退陣が決まった。後任の首相となる保守党の新党首選出には1カ月以上かかる可能性がある。英国でも1-3月期の成長率は前期比+0.5%と加速したが、「合意なしの離脱」に備えた在庫積み増しの影響が大きい。4月以降はその反動が起きるだけでなく、英国がいつ、どのようにEU離脱を実現するのか、そのリーダーシップを誰がとるのか一段と不透明になったことが、企業投資や不動産投資などをさらに委縮させるのではないかと懸念される。

中国

米中摩擦が再び激化し、中国の株式市場や為替市場は大きく動揺した。景気の先行き不透明感が強い中で元安加速は、元安→資本逃避→景気悪化→一段の元安、という2015年夏や2016年1月のような人民元ショックの再演を招きかねない。それを阻止することが目下の重要任務となっている。4月の主要経済統計の多くは減速したが、米中摩擦再激化による高関税率の掛け合いの影響は5月以降、顕在化する。景気底入れ期待は遠のいた。大和総研は2019年の実質GDP成長率を6.5%程度、2020年は6.3%程度と予想していたが、それぞれ6.3%程度、6.2%程度に引き下げる。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

| | (%) | | | | (前年比%) | | | | (前年比%) | | | |
|------|-------|-----|------|-------|--------|------|------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | 2018年 | | | | 2019年 | | | | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
| | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | (日本は年度) | | | |
| 日本 | -0.3 | 2.2 | -2.5 | 1.6 | 2.1 | -0.7 | 1.3 | -0.2 | 1.9 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 米国 | 2.2 | 4.2 | 3.4 | 2.2 | 3.2 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 2.9 | 2.6 | 1.9 |
| ユーロ圏 | 1.5 | 1.7 | 0.6 | 0.9 | 1.6 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 2.4 | 1.9 | 1.2 | 1.3 |
| 英国 | 0.2 | 1.6 | 2.8 | 0.9 | 2.0 | 0.2 | 0.9 | 1.1 | 1.8 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 中国 | 6.8 | 6.7 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | N.A. | N.A. | N.A. | 6.8 | 6.6 | 6.3 | 6.2 |
| ブラジル | 1.2 | 0.9 | 1.3 | 1.1 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| インド | 8.1 | 8.0 | 7.0 | 6.6 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | 6.9 | 7.4 | 7.3 | 7.2 |
| ロシア | 1.9 | 2.2 | 2.2 | 2.7 | 0.5 | N.A. | N.A. | N.A. | 1.6 | 2.3 | 1.0 | 1.6 |

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率

(出所) 各種統計より大和総研作成