

2013年10月18日 全17頁

日本経済見通し：日本経済のリスク要因を検証する

景気は「アベノミクス」の効果で着実に回復。4つのリスクに要注意

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- メインシナリオ：日本経済は着実な回復軌道へ：日本経済は2012年11月を底に回復局面に入ったが、今後も着実な景気拡大が続くとみられる（→詳細は、熊谷亮丸他「第178回 日本経済予測（改訂版）」（2013年9月9日）参照）。安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）は日本経済再生の起爆剤となり得る適切な経済政策であり、とりわけ金融政策は着実に成果を上げている。なお、当社は、①長期金利が上昇すると「アベノミクス」は全体としてマイナスの効果をもたらす、②インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、「アベノミクス」で国民の生活は苦しくなる、という「アベノミクス」に対する2つの批判は根拠が薄いと考えている。今後の課題として、安倍政権は、①社会保障制度の抜本的な改革などを通じて財政規律を維持すること、②規制緩和、法人実効税率の引き下げを断行し本格的な成長戦略を強化すること、などに積極的に取り組むべきであろう。
- 日本経済が抱える4つのリスク要因：今回のレポートでは、日本経済が抱えるリスク要因について検証した。今後の日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の4点に留意が必要だ。特に、当社は、上記①が、②・③と密接な関連を有している点を強調したい。本レポートでは、「世界景気サイクル」を検証した。世界の景気サイクルを見ると、過去の局面では米国を中心とする先進国経済が、新興国経済変動の原動力となってきたが、足下では、「先進国＝好調。新興国＝不調」という形で、両者の間で「デカップリング」が生じている。今回の「デカップリング」発生の原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念、の3点である。米国経済の拡大が続く中で、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要だ。

1. メインシナリオ：日本経済は着実な回復軌道へ

「アベノミクス」は国際標準に合致した適切な経済政策

安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）の効果もあり、日本経済は回復軌道をたどっている。日本経済は2012年11月を底に回復局面に入ったが、今後も着実な景気拡大が続くとみられる。今後の日本経済は、①米国経済の拡大、②復興需要の継続と大型補正予算の編成、③日銀の大胆な金融緩和を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しだ。

「アベノミクス」は国際標準に合致した適切な経済政策である。

「アベノミクス」は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」から構成される。当社は、安倍政権発足当初から、「アベノミクス」は日本経済復活の起爆剤となり得る経済政策であり、その基本的な方向性は極めて適切であると主張してきた。

特に「大胆な金融政策」の滑り出しは好調

「三本の矢」の中で、特に滑り出しが好調なのは、第一の矢である「大胆な金融政策」だ。

昨年の11月半ばに、衆議院の解散が事実上決まってから、わが国の株式時価総額は160兆円程度増加している。驚くべきことに、1年間の国家予算（当初予算ベースで90兆円程度）を大幅に上回る富が、政権交代に伴い創出されたのである。この間、ドル円相場は18円程度、円安になっている。大和総研短期マクロモデルを用いた試算によれば、10円の円安・ドル高は、わが国の実質GDP（国内総生産）を0.3%～0.5%（1.5兆～2.5兆円）程度増加させる。従って、単純計算では、政権交代に伴う円安は、わが国の実質GDPを3兆～5兆円程度押し上げる効果を持つのだ。

今後の課題として、安倍政権は、①社会保障制度の抜本的な改革などを通じて財政規律を維持すること、②規制緩和、法人実効税率の引き下げを断行し本格的な成長戦略を強化すること、などに積極的に取り組むべきであるが、現時点での「アベノミクス」の「中間評価」は極めて高いものであるといえよう。

①大胆な金融政策：◎

②機動的な財政政策：△

【課題】

・財政規律の維持

- 「国土強靱化」：「国民の生命・財産保護」の美名の下に、公共投資が肥大化？

- 「財政赤字拡大→国債暴落（長期金利上昇）→円安・株安」のリスク（＝「トリプル安」）

③民間投資を喚起する成長戦略：△

【課題】

・中長期的な経済体質の改善・構造改革

- 規制緩和、法人税の実効税率引き下げ等への取り組みが必要

2. 日本経済が抱える 4 つのリスク要因：「世界景気サイクル」を検証する

日本経済が抱える 4 つのリスク要因

今回のレポートでは、日本経済が抱える 4 つのリスク要因について考察した。

今後の日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要だ。特に当社は、上記①が、②・③と密接な関連を有している点を強調したい。

以下では、上記の 4 つのリスクの中で、特に重要度が高い「①新興国市場の動揺」「②中国の『シャドーバンキング』問題」についてのみ、より一層掘り下げた分析を行っていこう。

2.1 リスク要因①：新興国市場の動揺

最初に、「新興国市場の動揺」について検証するために、「世界景気サイクル」をお示ししたい。当社の分析結果をあらかじめ述べれば、以下の通りである。

世界の景気サイクルを見ると、過去の局面では米国を中心とする先進国経済が、新興国経済変動の原動力となってきたが、足下では、「先進国＝好調。新興国＝不調」という形で、両者の中で「デカップリング」が生じている。当社は、今回の「デカップリング」発生の原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念、の 3 点だと考えている。最終的に、米国経済の拡大が続く中で、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要であると言えよう。

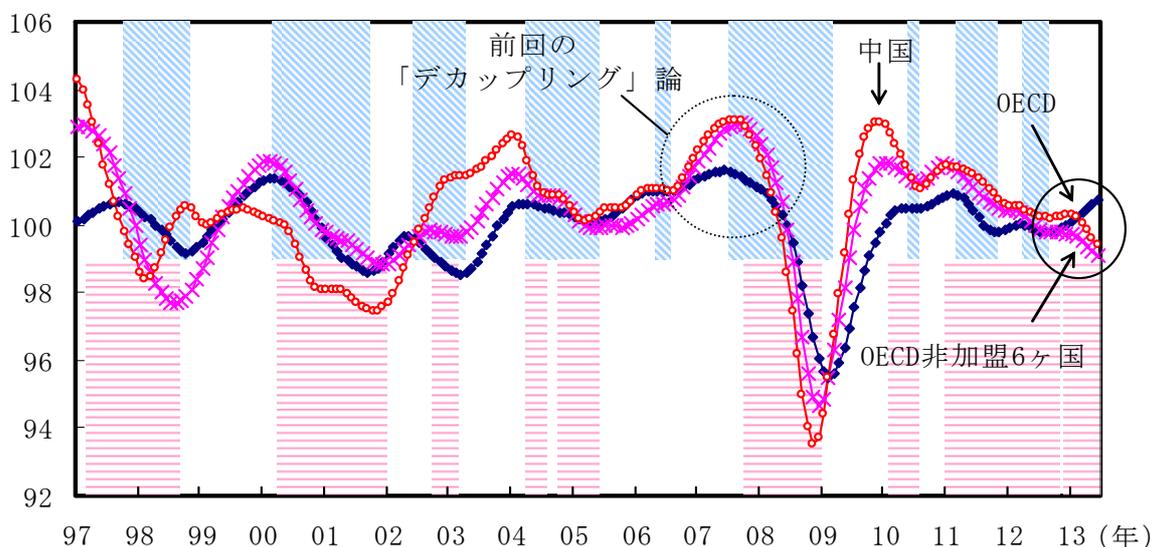
世界景気の現状：新たな「デカップリング」が発生？

図表 1 は OECD と、OECD 非加盟 6 ヶ国（ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ）の景気先行指数（Composite Leading Indicator、CLI）の推移を見たものである。その対象国から、前者は先進国、後者は新興国の景気動向を表している。

この図表を見ると、先進国景気と新興国景気は過去、概ね連動してきたことが分かる。上半分のシャドーは OECD の CLI が前月比で低下している時期、下半分は非加盟 6 ヶ国の CLI が低下している時期を示しているが、先進国、新興国の片方の景気だけが悪化している時期はほとんどない。しかし、足下の状況を見ると、先進国の景気が上向く一方で、新興国の景気は 2011 年初から悪化傾向が続いている。新興国ブームが起こった 2000 年代半ばには、先進国の景気が悪化する中でも、新興国では景気拡大が続くという「デカップリング」論が喧伝されたが、足下では、先進国の景気が改善する中で、新興国の景気が悪化するという、2000 年代とは逆の意味での「デカップリング」が起きている。

また、その中でも特筆すべき点は、中国経済の減速傾向が鮮明であるという点だ。中国の CLI を見ると、2009 年をピークに一貫して減速傾向が続いている。中国経済は新興国経済の中でも経済規模が大きいため、CLI で見た新興国経済の減速のうち、相当程度が中国経済の減速に起因するものであると考えられる。

図表 1：OECD と OECD 非加盟 6 ヶ国の CLI の推移



- (注1) OECD非加盟6ヶ国は、ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ。
 (注2) 上半分のシャドーはOECD、下半分はOECD非加盟6ヶ国のCLIが前月比で低下している時期。
 (出所) OECD統計より大和総研作成

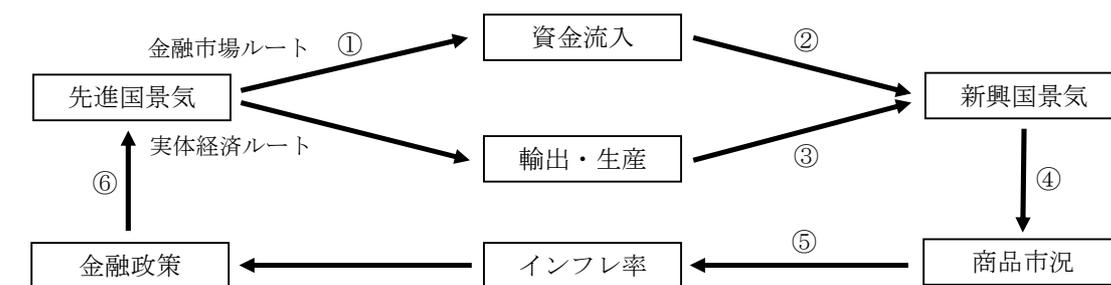
世界経済のサイクル

世界経済を先進国、新興国に二分し、その構造を極めて単純化すると、**図表 2** に描いたようなサイクルが存在している。

まず、先進国の景気を起点にすると、先進国の景気は金融市場と、実体経済という 2 つのルートを通じて、新興国の経済に影響を与える。そして、新興国の経済は商品市場に影響を与え、それが世界各国のインフレ率を左右することになる。各国の中央銀行は物価安定の責務を負っているため、インフレ率の変動は世界各国の金融政策に影響を与える。金融政策は様々な波及経路を通じてその国の景気を動かし、スタート地点とした先進国の景気に戻ってくるのである。

上記の枠組みの下、**図表 1** で確認した、先進国、新興国の「デカップリング」がどのような要因によって引き起こされているかを、以下で確認していく。当然、世界経済は非常に複雑に関連しており、上記の経路以外にも様々なルートを通じて互いに影響し合っているため、ここでの議論はあくまで世界経済における一側面である点にはご留意いただきたい。

図表 2：世界経済のサイクル



(出所) 大和総研作成

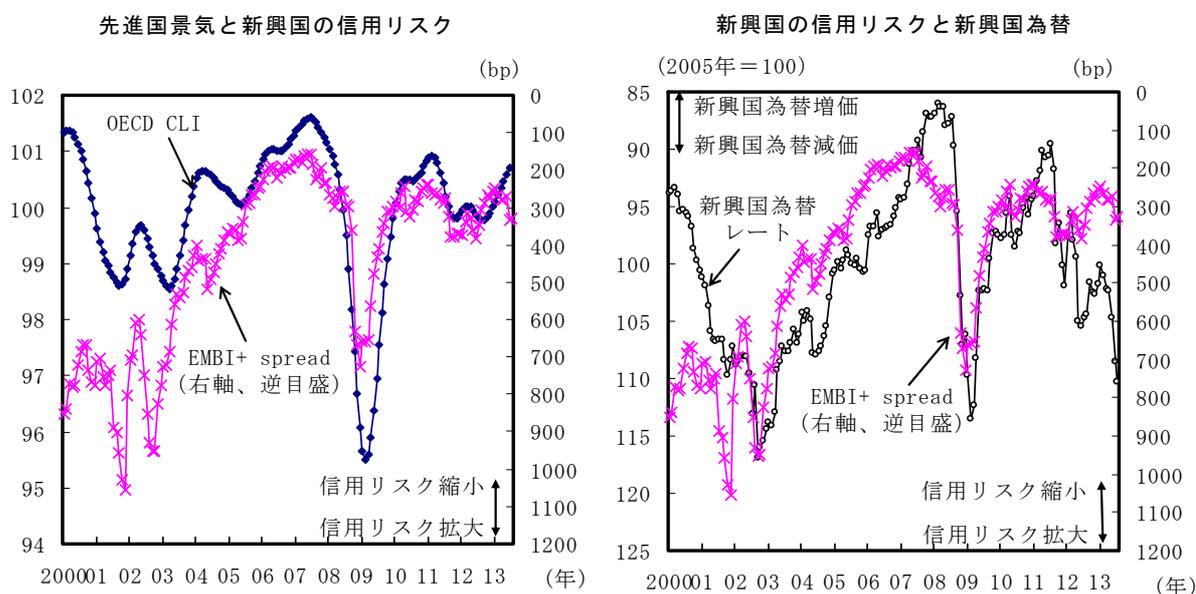
先進国景気→新興国への資金流入

最初に、先進国景気から金融市場を通じた新興国への影響を確認する（**図表 2** 矢印①）。

図表 3 の左図は、先進国景気を表す OECD CLI と新興国の国債利回り（EMBI）を並べたものである。新興国の国債利回りは米国国債利回りとのスプレッドをとっており、新興国の信用リスクを表しているが、両者の動きは概ね連動している。新興国の信用リスクは、基本的には新興国の経済状況によって決まるが、それに加えて、資金の出し手である先進国の景気およびリスク許容度によっても規定されるからである。足下の動きを見ると、直近数カ月はスプレッドが僅かに拡大（信用リスクが拡大）しているものの、大局的には先進国景気の改善に沿う形でスプレッドは縮小傾向にある。

新興国の信用リスクが縮小し、新興国への資金流入が増加すれば、新興国の為替レートは増価することとなる。過去の EMBI と新興国の為替レートの推移を実際に確認すると、EMBI スプレッドが縮小する場面では、傾向的に新興国の為替レートは増価している。しかし、2011 年頃からは、新興国の信用リスクが縮小する中、為替レートの減価が続いていた。世界的にリスク許容度が高まる中、新興国への資金流入が滞っていた可能性が示唆される。

図表 3：先進国景気→新興国への資金流入



(注) 新興国の為替レートは、ブラジル、インド、インドネシア、香港、韓国、マレーシア、フィリピン、ロシア、シンガポール、台湾、タイの対ドルレートをGDPウェイトで加重平均したもの。

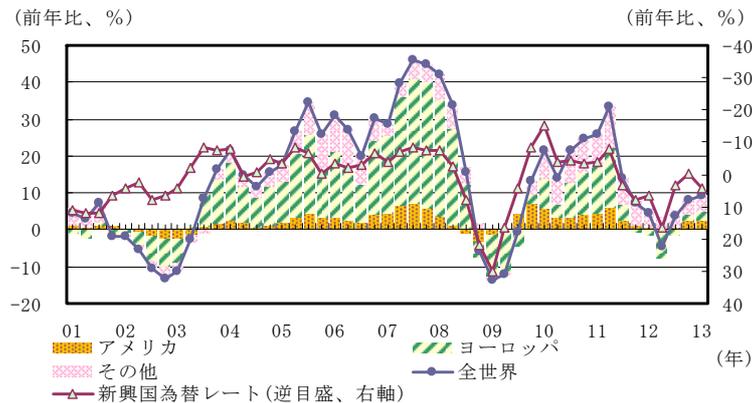
(出所) OECD、IMF、JP Morgan、Haver Analyticsより大和総研作成

新興国への資金流入停滞の背景に、欧州のソブリン危機

こうした新興国の為替レートの減価、すなわち新興国への資金流入の停滞は、新興国向け与信の停滞が背景にあると考えられる。図表4で、新興国向け与信の推移を確認してみると、2011年をピークに増加幅が縮小、2012年には一時前年割れとなった。与信の縮小に概ね連動する形で新興国の為替レートは減価している。

さらに、新興国向け与信を資金の出し手別に見ると、欧州銀行からの割合が大半を占めているが、欧州からの与信が減少したことが、新興国向けの与信減少の主因となっている。欧州ではギリシャなどの周縁国の財政問題から、数年間にわたり金融システムの動揺が続いているが、こうした欧州での問題を背景に、与信を通じた新興国への資金流入が滞っているとみられる。結論として、ここ数年間続いている、新興国の信用リスクと為替レートの乖離は、「欧州ソブリン危機」発生を受けた、欧州からの資金流入の停滞に相当程度起因するものだと考えてよいだろう。

図表4：対新興国向け与信と新興国為替レートの推移



(注) 対新興国向け与信の対象はブラジル、インド、インドネシア、マレーシア、ロシア、タイ、ベトナム。

(出所) BIS、Haver Analyticsより大和総研作成

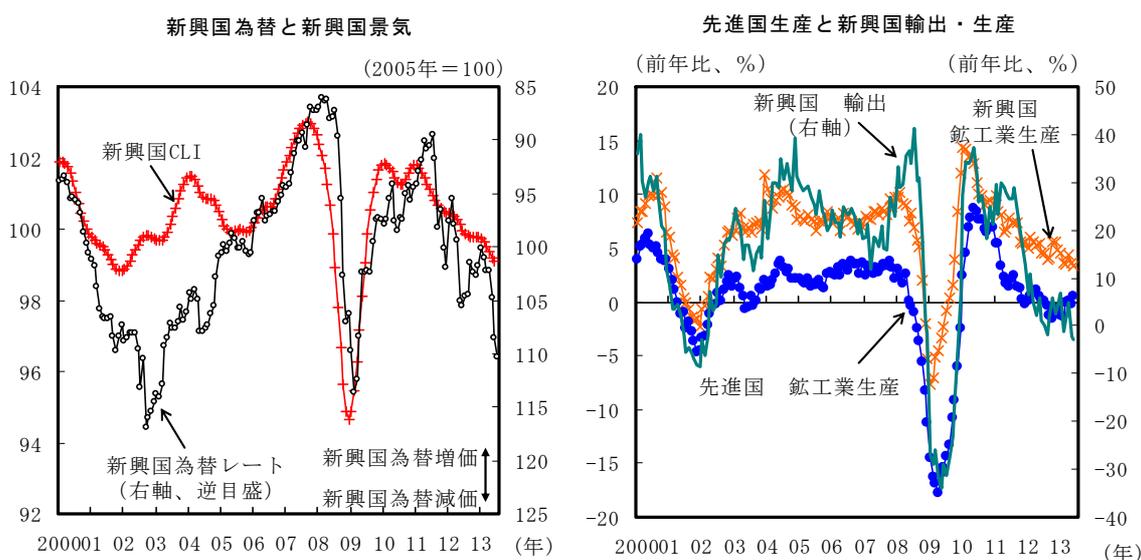
新興国へ資金流入、輸出・生産→新興国景気

新興国にとっては、先進国からの資金流入が成長の源泉となっているため、資金流入の停滞は新興国の景気を悪化させる（**図表 2** 矢印②）。**図表 5** の左図は、新興国への資金流入の代理変数としての為替レートと、新興国景気を表す CLI の推移を見たものである。この図表を見ると、過去新興国景気と為替レートは概ね連動している。先進国の景気が底堅く推移する中、新興国景気の悪化傾向が続いている点は既に指摘した通りだが、新興国への資金流入の減少がその大きな原因となっている可能性が示唆される。

また、新興国の為替レートが減価すれば、輸入物価が上昇しインフレ懸念が生じるため、金融政策面で利上げ圧力が高まる。さらに、一般的に対外債務を抱える新興国にとっては、為替の減価は実質的な債務の増加につながるケースが多く、通貨防衛面からの利上げ圧力も高まり、結果として景気の悪化を招いている可能性がある。他方で、新興国の景気が良い時ほど、新興国に投資する魅力が高まり、通貨も強くなるという関係もあるため、新興国の為替レート（＝資金流入）が景気を決めるという一方向の関係ではない点には留意が必要であるが、結果として「新興国の景気動向と為替レートが強い連動性を有している」ことは厳然たる事実である。

ここまで、金融市場を通じた先進国と新興国の関係に注目してきたが、当然、実体経済面でのつながりも重要である（**図表 2** 矢印③）。**図表 5** の右図は先進国の鉱工業生産および、新興国の輸出と鉱工業生産の推移を見たものである。新興国の輸出・生産は先進国の鉱工業生産と概ね連動している。グローバル化が進展する中、新興国もサプライチェーンの一部を担っているため、必然的に生産活動は世界的な連動性が高い。また、東アジアを中心に、新興国で生産された物の相当程度が、米国、欧州などの先進国を最終需要地としているケースが多いため、実体経済面でも、新興国経済はかなりの程度、先進国経済に依存しているという関係がある。

図表 5：資金流入→新興国景気、輸出・生産→新興国景気



(注) 新興国の為替レートは、ブラジル、インド、インドネシア、香港、韓国、マレーシア、フィリピン、ロシア、シンガポール、台湾、タイの対ドルレートをGDPウエイトで加重平均したもの。

(出所) OECD、IMF、オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

新興国景気→商品市況→インフレ率

新興国の景気は結局のところ、先進国の景気によって基本的な方向性が決まっているというのは、ここまで見てきた通りだが、逆に新興国経済は世界経済にとってどのような影響力を有するのだろうか。

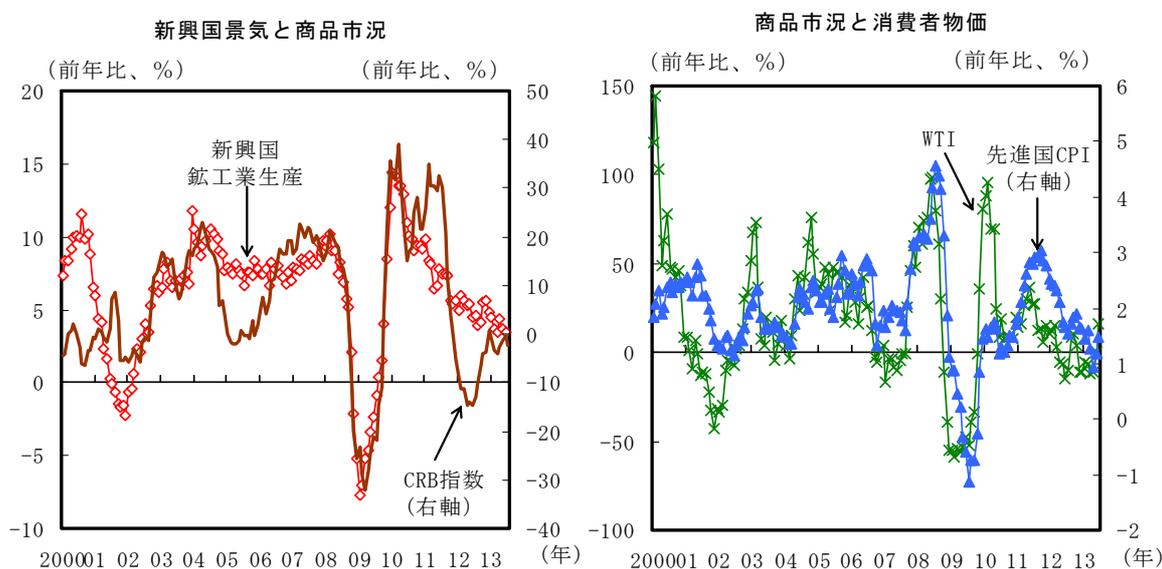
最大の影響は商品市況を通じて発現する（**図表 2** 矢印④）。

新興国では、先進国に比べ相対的に経済成長率が高いことに加えて、旺盛なインフラ投資需要を背景に素材需要の伸びが大きい。このため、グローバルな商品市況は新興国景気との連動性が高く、新興国の景気が過熱すれば商品市況に上昇圧力がかかりやすくなる（**図表 6** 左図）。

足下までの状況を確認すると、2010 年をピークに新興国の景気が減速する中、商品市況に関しても上昇速度が緩やかになっている。なお、商品自体が投機対象となっているため、商品市況は必ずしも実需のみによって決定されるわけではない。しかし、世界的にリスク許容度が低下する局面では、新興国への資金流入が減少するため、新興国の景気は減速しやすく、リスク資産としての商品も下落しやすいという関係性がある。

商品市況が、各国の物価動向に影響を与えることは言うまでもないだろう（**図表 2** 矢印⑤）。商品市況が安定的に推移する中、消費者物価に関しても、足下ではマイルドなインフレに留まっていることが確認できる（**図表 6** 右図）。

図表 6 : 新興国景気→商品市況、商品市況→インフレ率



(出所) CRB、オランダ経済政策分析局、NIMEX、IMF、Haver Analyticsより大和総研作成

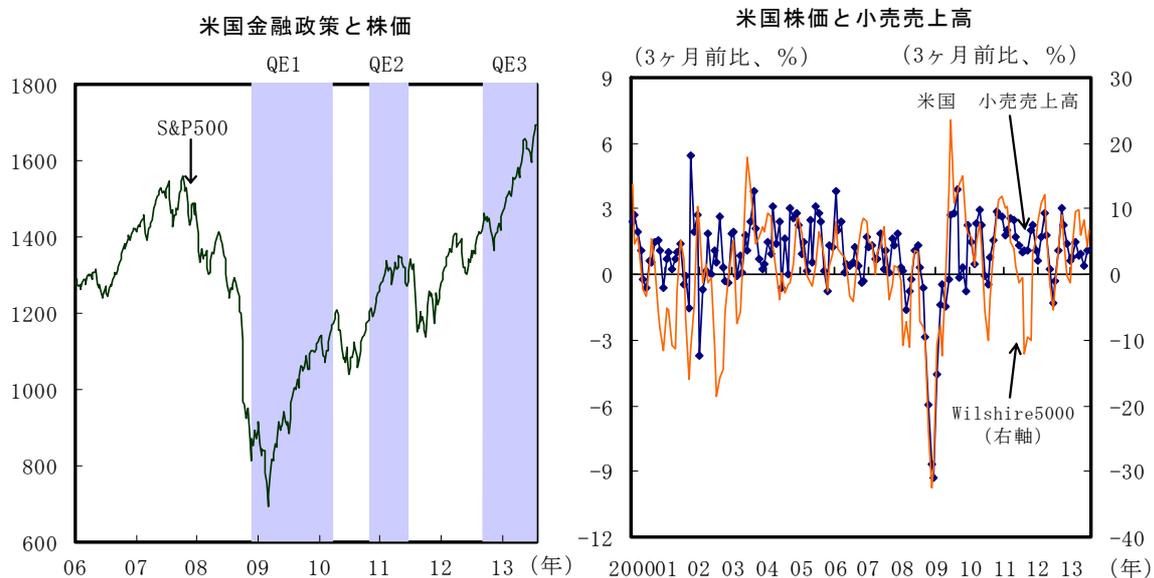
金融政策→先進国景気

各国中央銀行は物価安定に対する責務を負っているため、仮にインフレ圧力が生じれば、金融引き締め圧力が高まることになる。金融政策はそれ自身が、物価および経済を安定化させるためのものであることから、インフレ率が上昇して、金融が引き締められることになれば、景気に対する下押し圧力が生じる（**図表 2** 矢印⑥）。

インフレ動向を見ると、足下で物価は安定的に推移しており、現時点で世界的に金融引き締め圧力が急速に高まるような状況ではなく、世界的に金融は緩和的な状況が続いている。特に先進国では、政策金利の低下余地が少なくなる中、「量」の拡大による金融緩和を行ってきた。米国に関して見れば、QE（量的金融緩和）が行われた時期に株価は上昇する傾向があった（**図表 7** 左図）。また、こうした株価の上昇は、資産効果を通じて個人消費に影響を与え（**図表 7** 右図）、景気全体を押し上げてきた。

このところ、景気が順調に拡大する中、米国では出口戦略に関する議論が高まりつつある。当初想定されるのは、引き締めではなく、あくまで緩和の縮小であるため、即座に景気を悪化させるものではないと考えられる。しかし、拙速な出口戦略によって米国経済が減速することになれば、金融市場、実体経済の両面から世界的な景気悪化を招くリスクがある点には留意が必要であろう。

図表 7：金融政策→先進国景気



(出所) S&P、Census、Dow Jones、Haver Analyticsより大和総研作成

まとめ：新たな「デカップリング」を引き起こした3つの要因

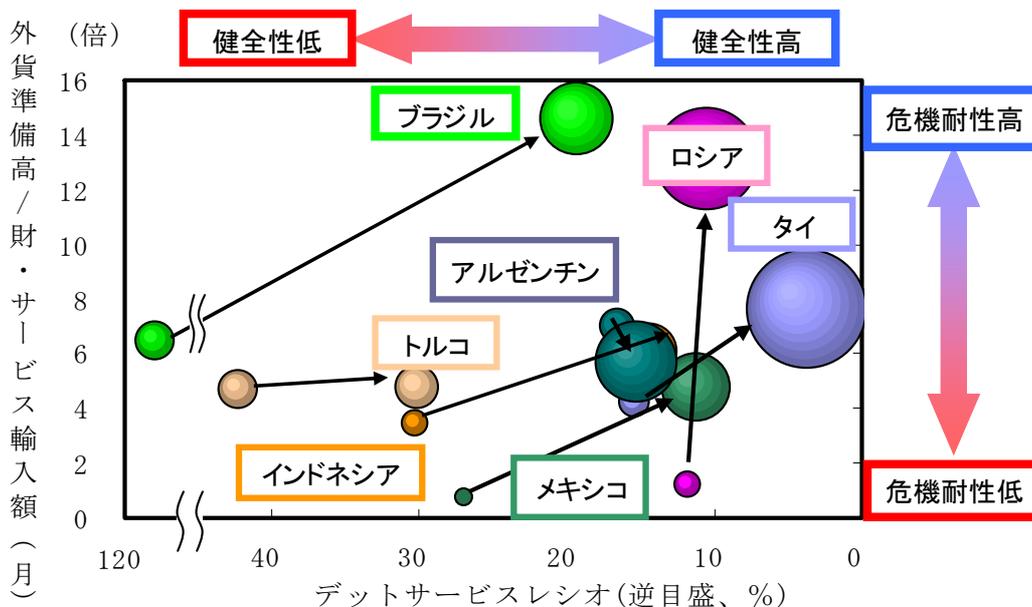
ここまでの議論をまとめると、当社は、今回の新たな「デカップリング」発生の原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念、の3点だと考えている。最終的に、米国経済の拡大が続く中で、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要であると言えよう。

深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的

なお、当社は、1997年に発生した「アジア通貨危機」のような、深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的とみている。

図表8は、金融危機発生時からの新興国の危機耐性の変化を示したものである。各国とも過去の金融危機の教訓から、外貨準備を大幅に積み増している。絶対額が増加しているだけでなく、外貨準備の財・サービス輸入額(図表中の縦軸)や短期資本(図表中の丸の大きさ)に対する比率を見ても、各国とも概ね改善していることが分かる。さらに、財・サービス輸出金額に占める対外債務への元利払い費の割合として定義され、カントリーリスクを判断するための代表的な指標であるデットサービスレシオに関して、各国とも危機発生時から概ね低下(改善)している。

図表8：新興国の危機耐性



(注1) 矢印は危機発生時から2012年への変化を示す。

(注2) 危機発生時は、メキシコは1994年、タイおよびインドネシアは1997年、ロシアは1998年、ブラジルは1999年、トルコは2001年、アルゼンチンは2002年とした。

(注3) 丸の大きさは、外貨準備/満期1年以内対外借入残高。

(丸が大きいかほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

2.2 リスク要因②：中国の「シャドーバンキング」問題

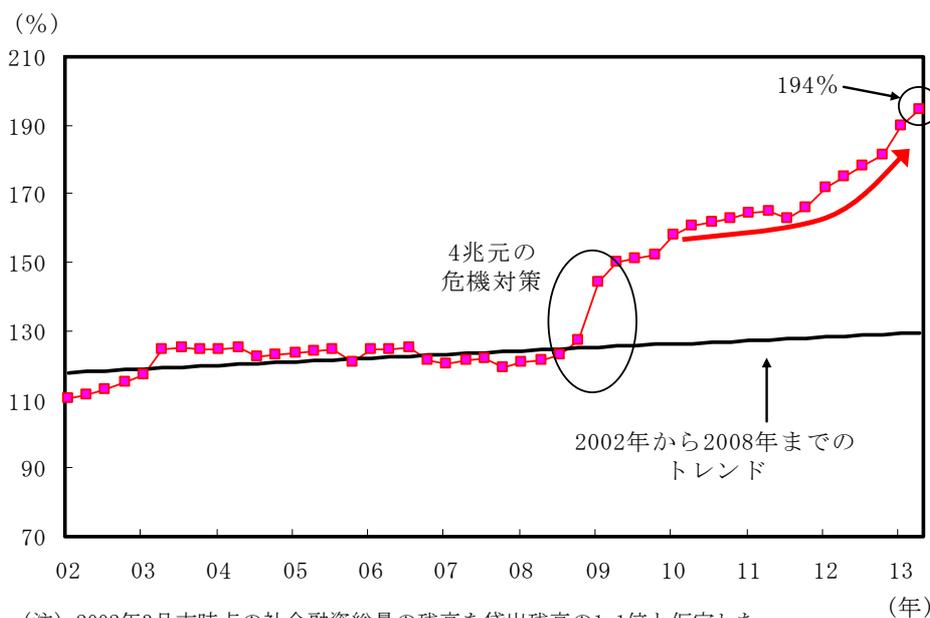
2.2.1 中国の「シャドーバンキング」問題は極めて深刻

最後に、中国における「シャドーバンキング」問題について検証しておこう。

中国では、リーマン・ショックへの危機対応以降、過剰融資が問題になっている。**図表 9** は中国の社会融資総量のストック総額を試算したものである。2009 年以降、それまでのトレンドから大きく上振れした融資総量は拡大を続けており、2013 年 6 月末時点で名目 GDP 比 194%まで増加した。

中国では、過去のトレンドと比較すると 580 兆円程度が過剰融資と考えることもできるが、このうちの何割かが不良債権となって焦げ付く場合、将来的に中国経済やグローバルな金融市場が大きく動揺する可能性がある。とりわけ、①中国政府が不良債権処理に充当する目的で 3.5 兆ドル程度に達している外貨準備を取り崩す結果、米国で長期金利が急上昇、②「質への逃避」の動きから円高が進行、といったリスクシナリオには要注意であろう。

図表 9：中国の社会融資総量対名目 GDP 比



(注) 2002年3月末時点の社会融資総量の残高を貸出残高の1.1倍と仮定した。

(出所) 中国人民銀行、中国国家統計局より大和総研作成

2.2.2 中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではない

中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響は？

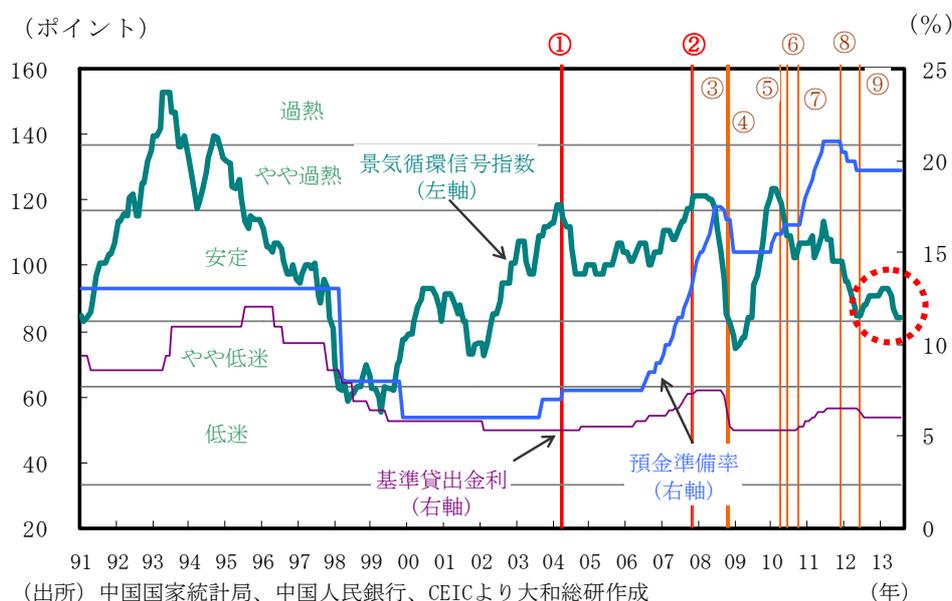
ただし、当社は、中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではないと考えている。

図表 10 で中国の「景気循環信号指数」を見ると、中国経済は大幅に減速している。同指数は2010年2月の123.3をピークに低下し、景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）の下限レベルにまで低下している。とはいえ、今後は、過去にこの水準まで景気が減速した時と同様、一定の景気刺激策が発動され、結果的に景気の底割れは何とか回避される可能性が高いだろう。

「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

中国経済が純粋な「資本主義」ではなく「社会主義・市場経済」であることも、当面景気を下支えする要因となり得る。10年に一度の政治指導者交代の局面で、景気の底割れだけでは何としても避けたいとの思惑が働くとみるのが自然だ。中国は純粋な「資本主義」ではないので、少なくとも向こう1～2年程度、いかようにでも問題を先送りすることは可能である。政治的に「集団指導体制」が定着し「漸進主義」がとられていることも、中国経済の短期的な底割れを防ぐ要因となるだろう。実際、グローバルな金融市場では、最近の李克強首相の発言などを材料に、「当面中国の実質GDP成長率の下限は+7%程度」と見る向きが増加している。

図表 10：中国 景気循環信号指数



①2004/4	総量規制強化	⑥2010/6	人民元の弾力化
②2007/10	総量規制強化	⑦2010/10～2011/7	利上げ
③2008/10	総量規制緩和	⑧2011/12～	預金準備率引き下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑨2012/6～	利下げ
⑤2010/4	不動産規制強化		

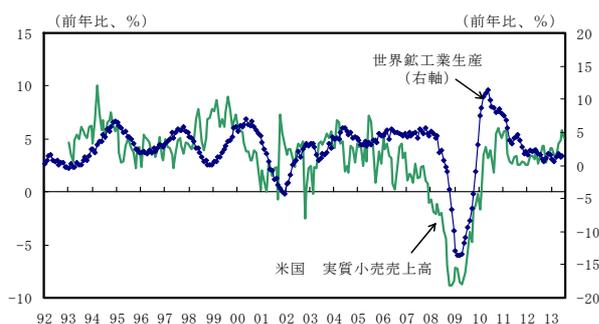
世界経済における米国の重要性は不変

さらに、当社は、世界経済のドライバーは依然として米国だと考えている点を強調しておきたい。

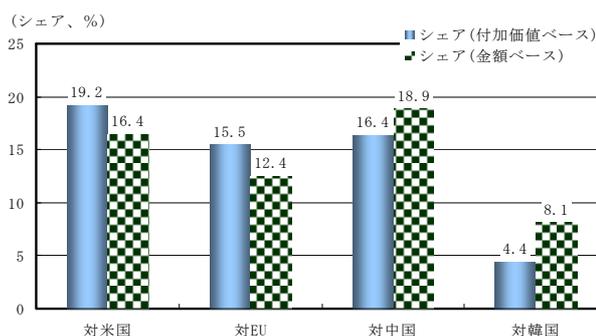
図表 11 に示した通り、米国の小売売上高は世界の鉱工業生産に対する緩やかな先行性を有している。つまり、世界の最終需要地の中で主導的な地位を占めているのは、依然として米国なのである。

図表 12 は、日本からの輸出に占める各国のシェアを付加価値ベースと金額ベースで比較したものである。米国と中国を比べると、金額ベースでのシェアは中国の方が大きく、付加価値ベースでは米国の方が大きい。日本が中国などのアジア諸国に中間財を輸出し、それをもとに完成した最終財をアジア諸国が最終需要地である欧米諸国に輸出するという貿易構造の存在を示唆するもので、極めて興味深い。

図表 11：世界鉱工業生産と米國小売売上高 **図表 12：付加価値ベース及び金額ベースの財輸出シェア（日本）**



(出所) オランダ経済政策分析局、BEA統計より大和総研作成



(注) 2009年の財輸出ベース。

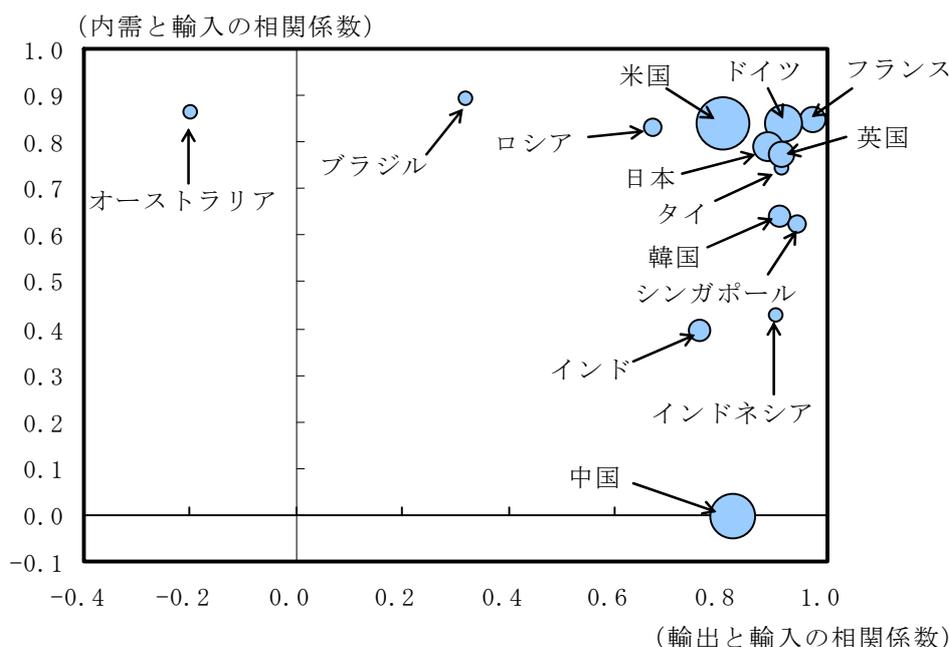
(出所) OECD、Haver Analyticsより大和総研作成

中国減速による世界経済への影響は軽微

ある国の経済が他国の経済に影響を与える主な経路としては、貿易を通じた関係が最も分かりやすい。ある国の輸入が増えれば、それは他の国の輸出が増えることを意味する。つまり、ある国が実体経済面で世界経済にどれだけ影響を与えるかは、輸入によって決まると言える。加えて重要なのは、輸入が何によって決定されているかである。輸入された物は、そのまま国内で需要（消費、投資）されるか、輸出されるか、生産要素として中間投入されるかのいずれかである。また、生産要素がどれだけ需要されるかは、結果として作り出された最終製品の需要次第であるから、単純化すれば、輸入は内需と輸出によって決定されるはずである。

そこで、世界の主要国における輸入と内需の関係、および輸入と輸出の関係を示したものが**図表 13**である。横軸は輸出と輸入の相関係数であり、右に位置するほど輸出と輸入の連動性が高いことを表す。縦軸は内需と輸入の相関係数であり、上に位置するほど内需と輸入の連動性が高いことになる。また、各プロットの大きさは世界全体の輸入に占める、当該国の輸入のシェアを表している。この図表を見ると、大半の主要国は、図中の右上に位置しており、輸入が輸出と内需の双方と相当程度の連動性を持っていることが確認できる。そのような中、特徴的な位置にあるのが中国である。中国は図中の右下に位置しており、輸入と輸出は連動しているが、内需と輸入にはほとんど関係性がないことを示唆している。このところ中国では「シャドーバンキング」などの問題が顕在化し、景気悪化に対する懸念が高まっているが、仮に中国経済が急激に悪化したとしても、それが個人消費や投資といった内需の減少に起因するものであれば、中国の輸入——すなわち世界経済に与える影響は軽微なものに留まるとみられる。

図表 13：主要国の内需、輸出と輸入の関係



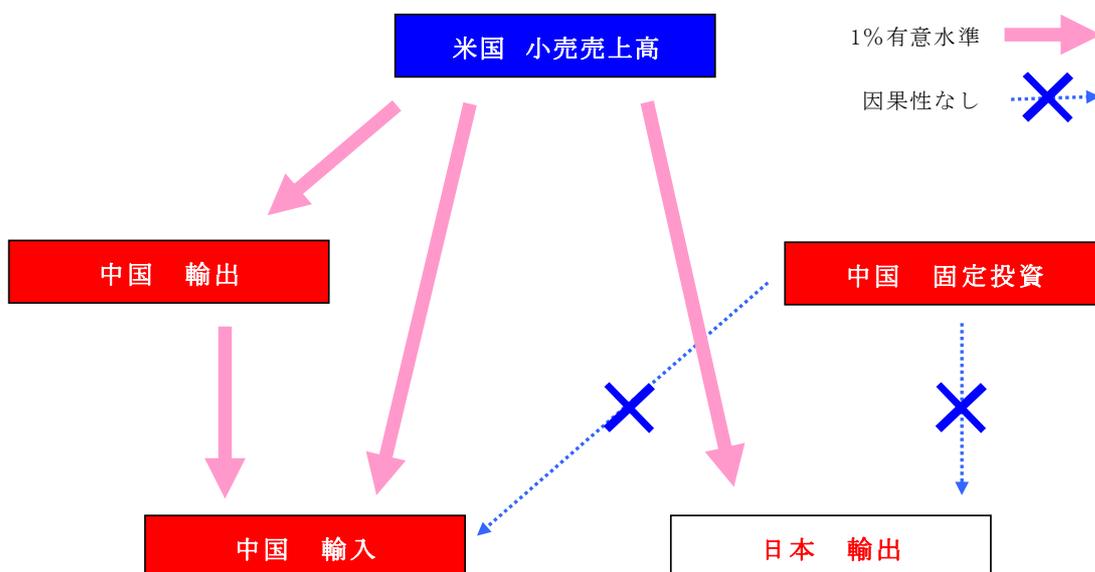
- (注1) プロットの大きさは輸入の世界シェアを表す。
 (注2) 相関係数は2000年～2011年。輸入シェアは2012年。
 (出所) 国連、IMF統計より大和総研作成

「米小売売上高」から「中国の輸出」「中国の輸入」「日本の輸出」への因果性が認められる

図表 14 は、上記の議論を補完する意味で、①米国の小売売上高、②中国の輸出、③中国の輸入、④中国の固定投資、⑤日本の輸出、という 5 変数からなる「VAR（ベクトル自己回帰）モデル」を作成し、「グレンジャーの意味での因果性テスト」を行ったものである。なお、「グレンジャーの意味での因果性」とは、「変数 X に関する過去の情報が、変数 Y の予測の改善に役立つ場合には、変数 X から変数 Y に対して『グレンジャーの意味での因果性』がある」と定義付けられる。

図表 14 に示した通り、グローバル経済を大局的に見ると、「米国の小売売上高」から「中国の輸出」「中国の輸入」「日本の輸出」への因果性が認められる。これに対して、「中国の固定投資」から「中国の輸入」や「日本の輸出」に対する因果性は統計上確認できなかった。

図表 14 : 米・中・日の因果性



(注) 推計期間は2001年7月から2013年5月。
(出所) Haver Analytics、財務省統計より大和総研作成

本章のまとめ

最後に、本章の結論をまとめておこう。

当社は、今後の日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要だと考えている。特に、上記①が、②・③と密接な関連を有している点を強調したい。最終的に、米国経済の拡大が続く中で、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要であろう。

図表 15 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2012. 10-12	2013. 1-3	4-6	7-9	10-12	2014. 1-3	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.1 0.4	4.1 0.3	3.8 1.2	3.2 3.0	4.2 3.8	5.4 4.0	0.3	1.2	3.0	1.2
経常収支 (季調済年率、兆円)	4.3	3.1	8.5	8.6	9.2	9.5	7.6	4.4	8.9	14.3
失業率 (%)	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	3.9	4.5	4.3	4.0	3.9
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.1	-0.3	0.0	0.6	0.7	0.9	-0.0	-0.2	0.6	2.9
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.76	0.66	0.77	0.73	0.80	0.85	1.05	0.76	0.79	1.00

(注) 予測値は原則として大和総研・第178回日本経済予測(改訂版)による。

(出所) 各種統計より大和総研作成