

2014年1月20日 全14頁

日本経済見通し：景気回復傾向が強まる

ただし、中国経済の下振れリスクには要注意

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- 景気回復傾向が強まる：日本経済の回復傾向が強まっている。政府は1月17日に発表した月例経済報告において、景気が「緩やかに回復している」との表現を8年振りに使用した。当社も、今後の日本経済は、①米国経済回復による輸出の持ち直し、②日銀の金融緩和を受けた円安・株高の進行、③消費税増税に伴う経済対策の効果などから、引き続き拡大するとみている。実質GDP成長率に関しては、2013年度が前年度比+2.5%、2014年度が同+1.0%と予想している（→詳細は、熊谷亮丸他「第179回 日本経済予測（改訂版）」（2013年12月9日）参照）。
- 日本経済が抱える4つのリスク要因：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点に留意が必要となろう。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。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。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ろう。

1. 日本経済のメインシナリオ

「アベノミクス」は国際標準に合致した適切な経済政策

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。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。今後の日本経済は、①米国経済回復による輸出の持ち直し、②日銀の金融緩和を受けた円安・株高の進行、③消費税増税に伴う経済対策の効果などから、引き続き拡大する見通しである。

企業部門は好転

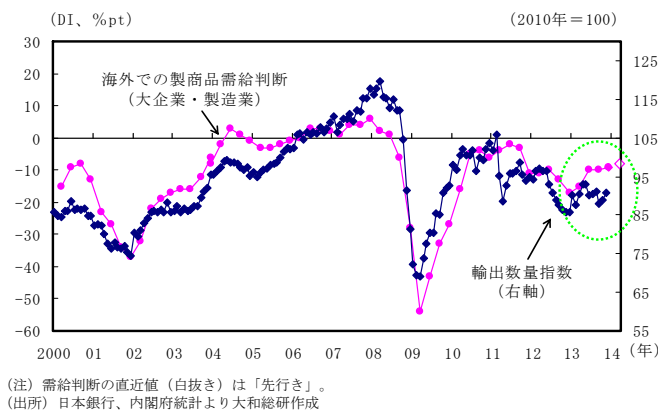
「アベノミクス」の効果もあり、日本経済は回復軌道をたどっている。足下の経済環境を検証すると、企業部門の主要経済指標は着実に好転している。

第一に、**図表 1**を見ると、わが国の「輸出数量指数」との連動性が高い、日銀短観における「海外での製商品需給判断 DI（大企業・製造業）」が改善傾向にある。

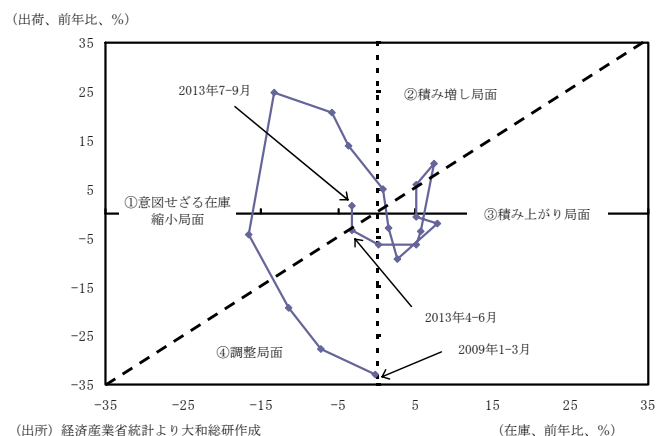
第二に、在庫循環という面からも、日本経済は大幅に好転した。**図表 2**に示した通り、縦軸に出荷、横軸に在庫の伸びをとり「在庫・出荷循環図」を描くと、縦軸に示した出荷の前年比伸び率がプラスに転換している。

これらのデータは、いずれもわが国の企業部門を取り巻く環境が着実に改善していることを示すものであるといえよう。

図表 1：海外需給と輸出数量



図表 2：在庫・出荷循環図



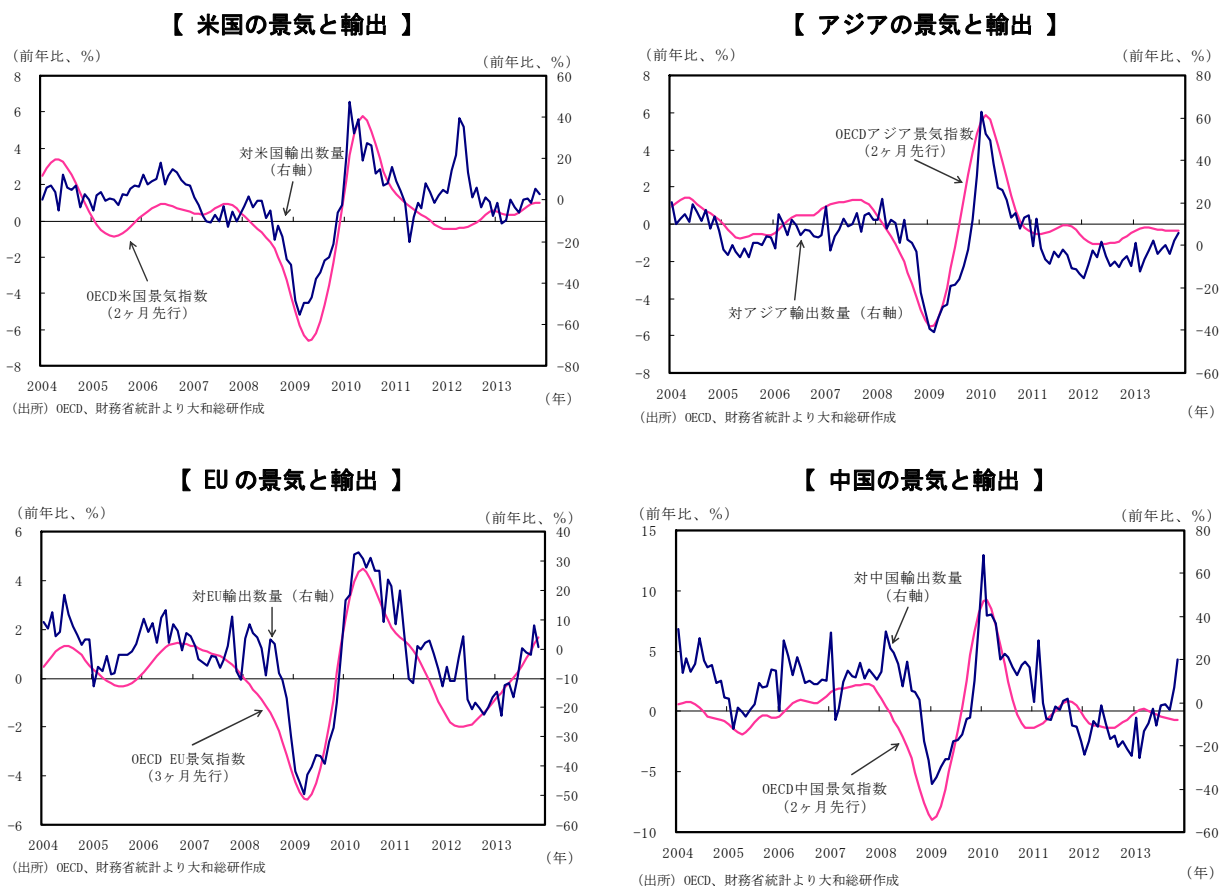
海外経済は米国を中心に回復

今後の日本経済を支える最大の要因は、米国を中心とする海外経済の持ち直しが見込まれることである。

図表 3 に、わが国の地域別輸出動向を示した。各地域の OECD 景気指数は、わが国から当該地域向けの輸出数量に対して 2、3 ヶ月程度先行する傾向がある。足下で米国や欧州の OECD 景気指数が底入れしている点は、好材料であるといえよう。

当社は、今回の予測の前提条件となるグローバル経済の動向に関して、①米国経済は着実に回復し世界経済のけん引役となる、②ユーロ圏の景気は「欧州ソブリン危機」の影響などから低迷するものの、最悪期は脱出、③中国経済は当面、財政・金融政策発動の効果などから底割れを回避、と想定している。

図表 3：わが国の地域別輸出動向



個人消費は減速するも総じて底堅く推移

次に、個人部門に目を転じよう。2013年7-9月期のGDPベースの実質個人消費は前期比+0.2%と4四半期連続の増加であった。

内訳を見ると、耐久財、半耐久財の消費が増加する一方で、非耐久財、サービスの消費が減少したため、全体としては緩やかな増加にとどまった。これまで個人消費を押し上げてきた消費者マインドも悪化する中で、個人消費全体としてはプラスを維持したことから、おおむね底堅い結果であったと評価できよう。

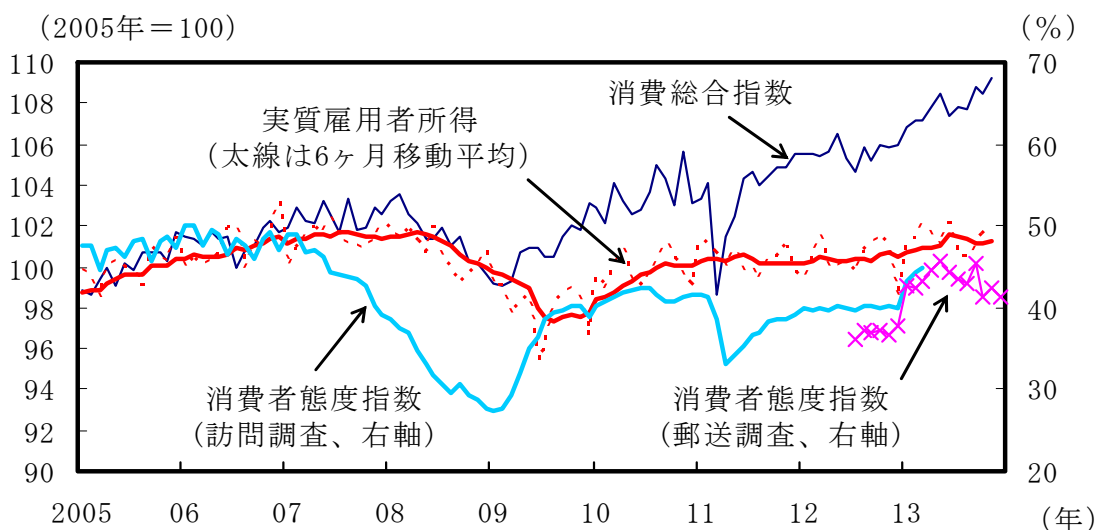
足下では、自動車販売が堅調に推移しており、個人消費を押し上げている。自動車については、耐用年数が長く単価も高いため、2013年度末にかけて消費税増税前の駆け込み需要が発生する見通しである。一方、株高が一服したことで、金融サービスは減少したもようである。

先行きは所得の増加が消費を下支え

2013年7-9月期のGDPベースの実質雇用者報酬は前期比▲0.6%と3四半期ぶりに減少した。雇用者数の増加がプラスに寄与したものの、一人当たり賃金の減少がマイナス寄与となった。

今後は景気回復に伴い、雇用者数の増加が継続する見通しである。また、一人当たり賃金についても、労働需給の引き締めを受け、緩やかな増加に転じるとみている。このため、所得環境の改善が個人消費を下支えすることとなろう。加えて、個人消費は2014年4月に実施される消費税増税を控えた駆け込み需要によって、2013年度末に向けて加速する公算が大きく、成長率を大幅に押し上げる見込みである。

図表4：個人消費は持ち直し



(注) 実質雇用者所得は雇用者数(非農林業)×現金給与総額÷個人消費デフレーター。

個人消費デフレーターは消費者物価(帰属家賃を除く総合)で月次化した。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

消費税増税の影響を見極めることが重要

なお、今後の日本経済を見通す上では、消費税増税の影響を見極めることが極めて重要である。当社では、2014年4月に8%へ、2015年10月に10%への消費税率引き上げが予定通り行われると想定している。

個人消費への影響

消費税増税は、①駆け込み需要とその反動減、②実質所得の減少、という2つの側面から個人消費に影響を与える。実質所得の減少による個人消費の悪化は避けられないものの、激変緩和措置が導入された影響などから、消費税増税に伴う駆け込み需要と反動減は一定程度抑えられる可能性が高い。

特に、自動車に関しては、①2014年4月以降のエコカー補助金の拡充や、自動車取得税引き下げなどの施策が検討されていること、②前回のエコカー補助金の対象期間中に、駆け込みの自動車購入が相当程度出てしまっていることなどから、過去と比べても駆け込み需要の規模は小さなものととどまるだろう。

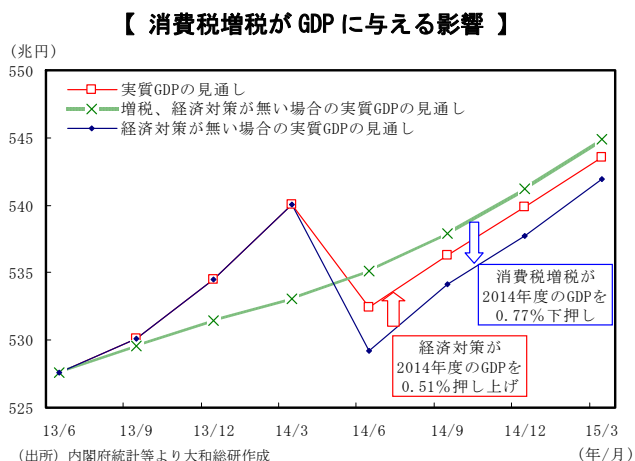
住宅投資への影響

住宅投資は、1997年4月の増税時には、過剰ともいえる駆け込み需要と、急激な反動減が生じた。こうした急激な変動を抑えるために、今回の増税に際しては、住宅ローン減税の拡充や、すまい給付金の創設など、様々な激変緩和策が講じられる予定だ。これらの激変緩和策は、1997年の増税時と比べて、駆け込み需要の規模を大きく抑える効果があるだろう。貸家については、こうした緩和策の効果が及ばないことなどから、一定程度の駆け込み需要が生じているとみられる。

消費税増税は2014年度のGDPを0.77%押し下げ。ただし、経済対策の効果が影響を緩和する見込み

消費税増税は、以上の経路やそれに伴う波及効果によって、2014年度のGDPを0.77%押し下げる見込みである。ただし、大和総研では、2013年12月に閣議決定された「好循環実現のための経済対策」が2014年度のGDPを0.51%押し上げることで、消費税増税の影響を一定程度緩和するとみている。結論として、2014年度のGDPの押し下げ幅は、0.26%まで縮小するだろう。

図表5：消費税増税の影響



【 消費税増税が経済に与える影響 】

	増税が無いケースからの乖離率 (%)			
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP	0.51	-0.77	-0.76	-0.98
実質個人消費	0.54	-1.41	-1.28	-1.38
実質住宅投資	5.03	1.77	-5.88	-9.12
	成長率に与える影響 (%pt)			
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP	0.55	-1.29	0.01	-0.22
実質個人消費	0.55	-1.95	0.13	-0.10
実質住宅投資	5.25	-3.19	-7.54	-3.47

(注) 大和総研短期マクロモデルを用いた試算値。
(出所) 大和総研作成

2. 日本経済が抱える 4 つのリスク要因

日本経済が抱える 4 つのリスク要因

本章では、日本経済が抱える 4 つのリスク要因について考察する。

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」について検証したい。

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。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。

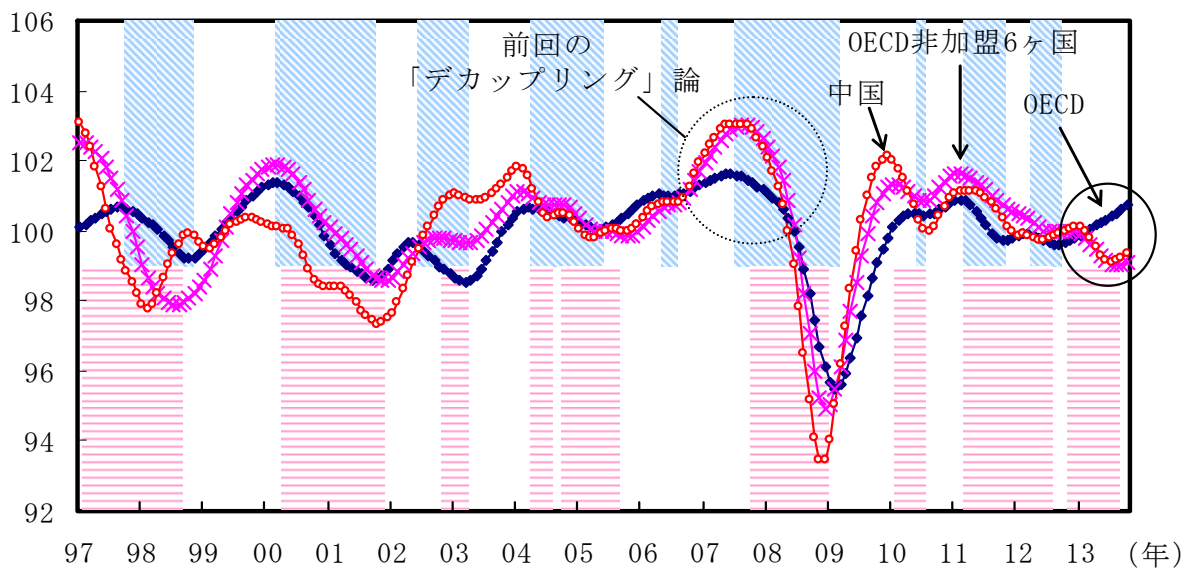
世界景気の現状：新たな「デカップリング」が発生？

図表 6 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、おおむ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 6：OECD と OECD 非加盟 6 ヶ国の CLI の推移



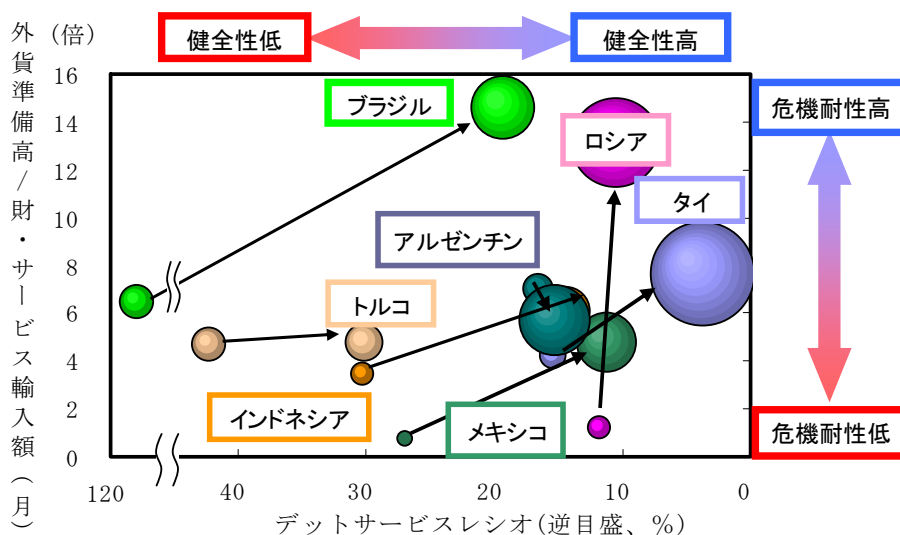
(注1) OECD非加盟6ヶ国は、ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ。
 (注2) 上半分のシャドーはOECD、下半分はOECD非加盟6ヶ国のCLIが前月比で低下している時期。
 (出所) OECD統計より大和総研作成

深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的

しかしながら、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 7 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、各国ともおおむ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おおむね低下（改善）している。

図表 7：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

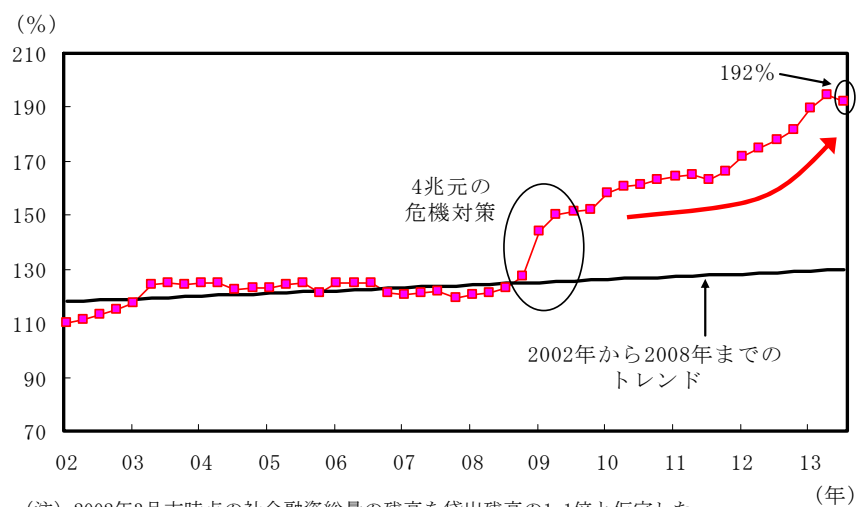
2.2.1 中国の「シャドーバンキング」問題は極めて深刻

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 8** 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 9 月末時点で名目 GDP 比 192%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 8：中国の社会融資総量残高 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？

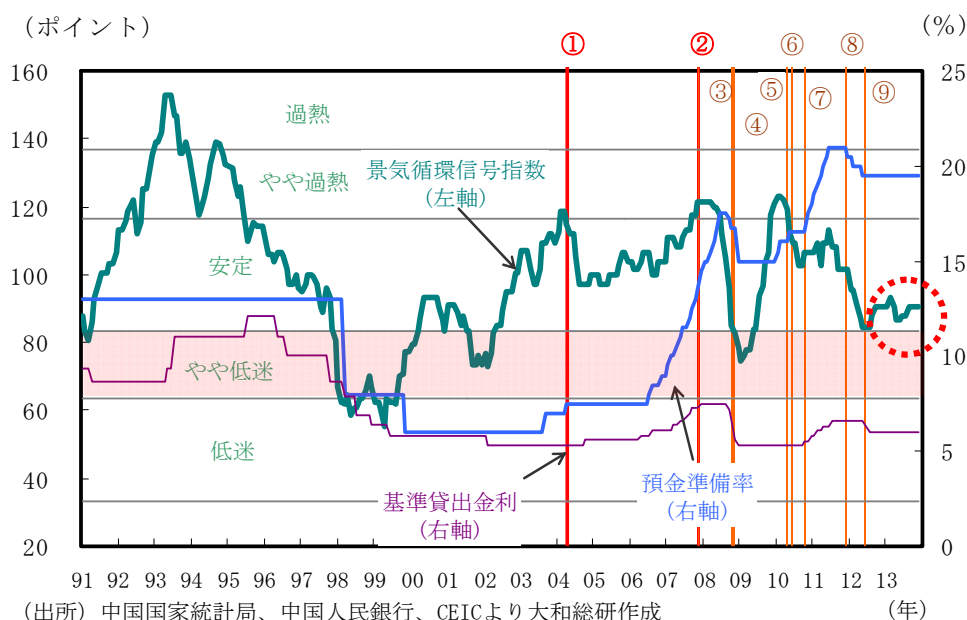
ただし、当社は、中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではないと考えている。

図表 9 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 9：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		

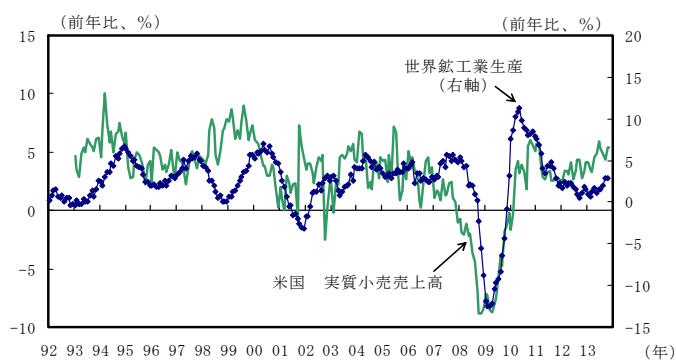
世界経済における米国の重要性は不変

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

図表 10 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。

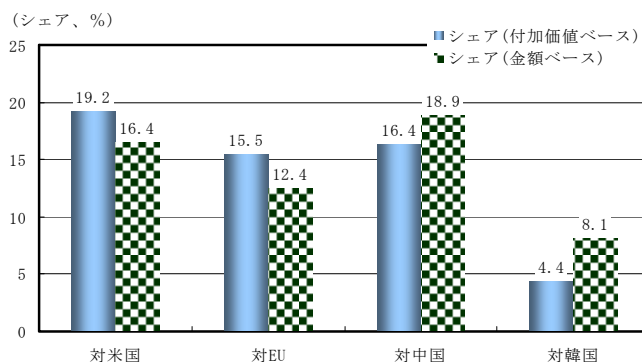
図表 11 は、日本からの輸出に占める各国のシェアを付加価値ベースと金額ベースで比較したものである。米国と中国を比べると、金額ベースでのシェアは中国の方が高く、付加価値ベースでは米国の方が高い。日本が中国などのアジア諸国に中間財を輸出し、それをもとに完成した最終財をアジア諸国が最終需要地である欧米諸国に輸出するという貿易構造の存在を示唆するもので、極めて興味深い。

図表 10：世界鉱工業生産と米国小売売上高



(出所) オランダ経済政策分析局、BEA統計より大和総研作成

図表 11：付加価値ベースおよび金額ベースの財輸出シェア (日本)



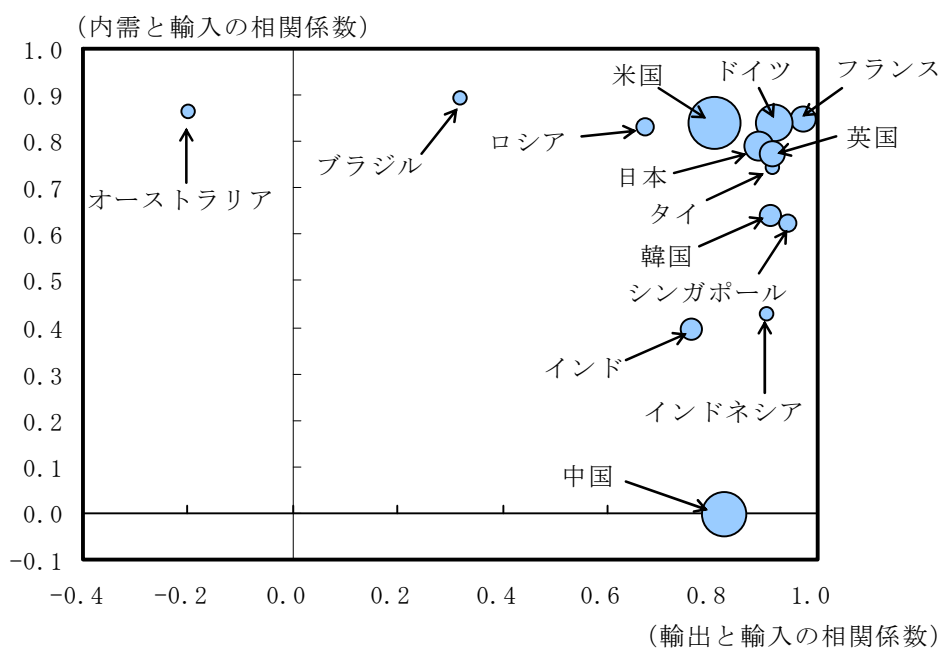
(注) 2009年の財輸出ベース。
(出所) OECD、Haver Analyticsより大和総研作成

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 12**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、図表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。中国は図表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とどまるとみられる。

図表 12：主要国の内需、輸出と輸入の関係



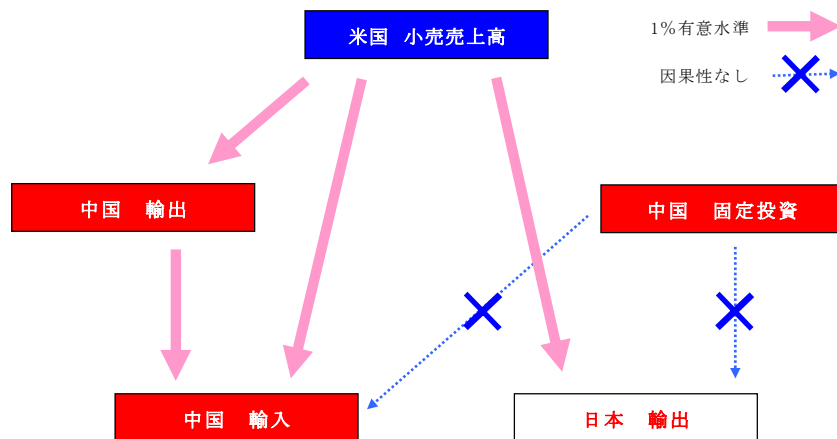
- (注1) プロットの大きさは輸入の世界シェアを表す。
(注2) 相関係数は2000年～2011年。輸入シェアは2012年。
(出所) 国連、IMF統計より大和総研作成

「米小売売上高」から「中国の輸出」「中国の輸入」「日本の輸出」への因果性を確認

図表 13 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 13 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 13 : 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

図表 14 : 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%]	0.6 -0.3	4.5 0.1	3.6 1.2	1.1 2.4	3.6 3.1	4.2 3.0	0.3	0.7	2.5	1.0
経常収支 (季調済年率、兆円)	4.3	3.1	8.9	2.2	2.6	3.1	7.6	4.4	4.2	8.0
失業率 (%)	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	3.9	4.5	4.3	4.0	3.8
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	0.7	0.8	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	0.70	0.75	1.05	0.76	0.74	0.85

(注) 予測値は原則として大和総研・第179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