

2014年7月18日 全9頁

日本経済見通し：順調な回復軌道へ

中国の「シャドーバンキング」問題などには、引き続き要注意

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- **日本経済は順調な回復軌道へ**：日本経済は順調な回復軌道を辿っている。当社の実質GDP予想は2014年度が前年度比+1.1%、2015年度が同+1.5%である（→詳細は、熊谷亮丸他「第181回 日本経済予測（改訂版）」（2014年6月9日）参照）。景気は、2014年4-6月期には消費税増税の影響で一時的に低迷したものの、7-9月期以降順調な回復軌道を辿る見通しである。①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。
- **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. 日本経済の現状と展望

日本経済のメインシナリオ

日本経済は順調な回復軌道を辿っている。当社の実質 GDP 予想は 2014 年度が前年度比+1.1%、2015 年度が同+1.5%である（→詳細は、熊谷亮丸他「第 181 回 日本経済予測（改訂版）」（2014 年 6 月 9 日）参照）。景気は、2014 年 4-6 月期には消費税増税の影響で一時的に低迷したものの、7-9 月期以降順調な回復軌道を辿る見通しである。①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。

実質 GDP 成長率は一次速報から上方修正

2014 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+6.7%（前期比+1.6%）と、一次速報（前期比年率+5.9%、前期比+1.5%）から上方修正されている。市場コンセンサス（前期比年率+5.6%、前期比+1.4%）からも大きく上振れしたが、これは設備投資が想定以上に上方修正されたことが主因であり、ポジティブな内容であった。

2014 年 7-9 月期には日本経済は成長経路へ

先行きの日本経済に関して、2014 年 4-6 月期は個人消費、住宅投資の反動減によって 7 四半期ぶりのマイナス成長となる可能性が高い。ただし、駆け込み需要の反動減は 4 月を底に緩和する見込みである。加えて、大企業を中心としたベースアップの動きや労働需給ひっ迫を背景とする賃金上昇が続くとみられ、7-9 月期には個人消費は前期比ベースでは増加に転じる可能性が高い。

また、企業部門の改善が景気拡大をけん引する見込みである。輸出は米国を中心とする海外経済の拡大と、円安による競争力の向上によって増加基調が続く見込みである。輸出の増加を起点とした生産の増加や収益の改善によって、今回加速が見られた設備投資についても増加が続く公算が大きい。結論として、日本経済は 2014 年 7-9 月期以降、成長経路に復するとみている。

日銀の金融政策

日銀による追加的な金融緩和は 2015 年 1-3 月期以降にずれ込む見通しである。日銀の物価目標達成の可能性は排除できないものの、当社の現時点におけるメインシナリオでは、消費者物価上昇率は 2%には届かないとみている。

世界経済のドライバーはあくまで米国であり、中国ではない

今後の日本経済を支える要因は、①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すこと、などである。

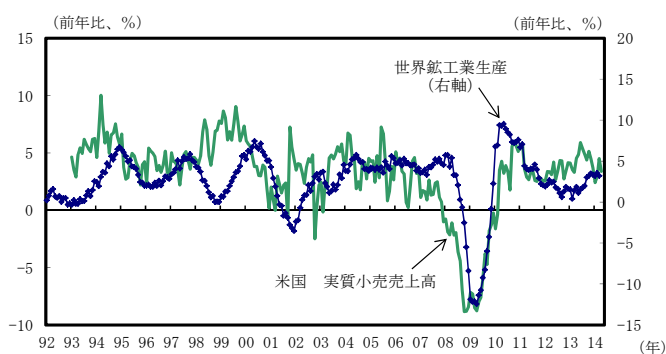
特に、②に関連して、当社は世界経済のドライバーは依然として米国であり、中国ではないと考えている点を強調しておきたい。

図表 1 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なかで主導的な地位を占めているのは、依然として米国なのだ。

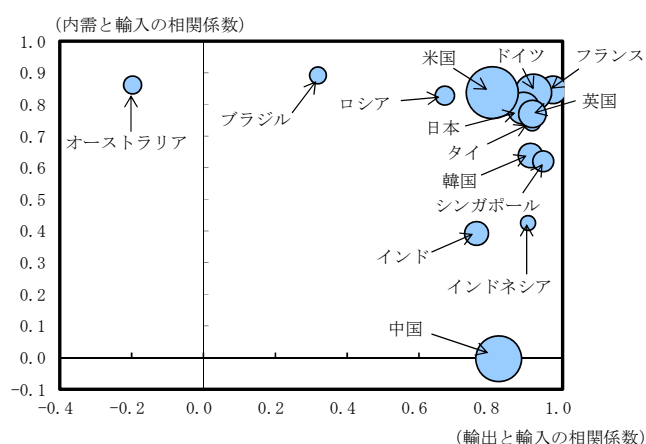
さらに、世界の主要国における輸入と内需の関係、および輸出と輸入の関係を示したのが**図表 2** である。

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。そのようななか、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 1：世界鉱工業生産と米國小売売上高



図表 2：主要国の内需、輸出と輸入の関係



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

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つのリスクのなかで、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なかで、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。

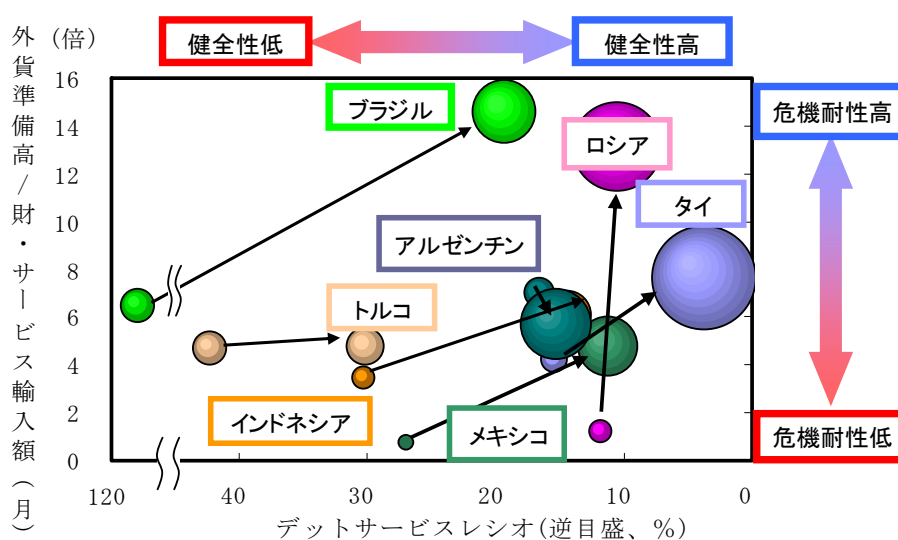
深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的

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 3 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はなく、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ついても、各国とも危機発生時からおおむね低下（改善）している。

この図表を見る限り、2014年1月以降の世界的な金融市場混乱の発火点となったアルゼンチンは、数少ない例外だと捉えるべきであろう。新興国全体で見れば、ファンダメンタルズは着実に改善しているのである。

図表 3：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

米国の出口戦略は、日本経済にとってプラス

2013年以降、グローバルな金融市場は、そもそも米国の出口戦略をどう評価するかという点を考えあぐねてきた。

当社は、米国が出口戦略を講じることは、日本経済にとってプラスとなる面の方が大きいと考えている。出口戦略が講じられれば、米国の長期金利は実体経済の回復を反映する形で緩やかに上昇していく可能性が高い。**図表4**は米国の長期金利とTOPIXの推移を見たものである。両者はおおむね連動する形で推移している。

それでは、なぜ米国の長期金利と日本株が連動するのであるだろうか？

これには2つの理由がある。

第一の理由は、米国の長期金利上昇に伴い日米金利差が拡大することが、円安・ドル高要因になるからである。円安の進行は、日本企業の輸出金額の増加を後押しすることとなる。

第二の理由は、そもそも米国で長期金利が上昇する背景として、米国経済が強いケースが多いことである。米国経済が堅調に推移することは、わが国からの輸出全般を下支えする効果がある。

さらに、FRBが米国の実体経済の回復に即した形で、慎重な出口戦略を講ずることも、心強い材料である。FRBのイエレン議長は、実体経済の回復を注意深く確認しながら、緩やかに出口戦略を進めていくと表明している。結論として、FRBが拙速な出口戦略を講じる結果、新興国市場を中心にグローバルな金融市場が大混乱に陥るリスクは限定的とみてよいだろう。

図表4：米国10年債利回りとTOPIXの推移



(出所) 東京証券取引所、FRBより大和総研作成

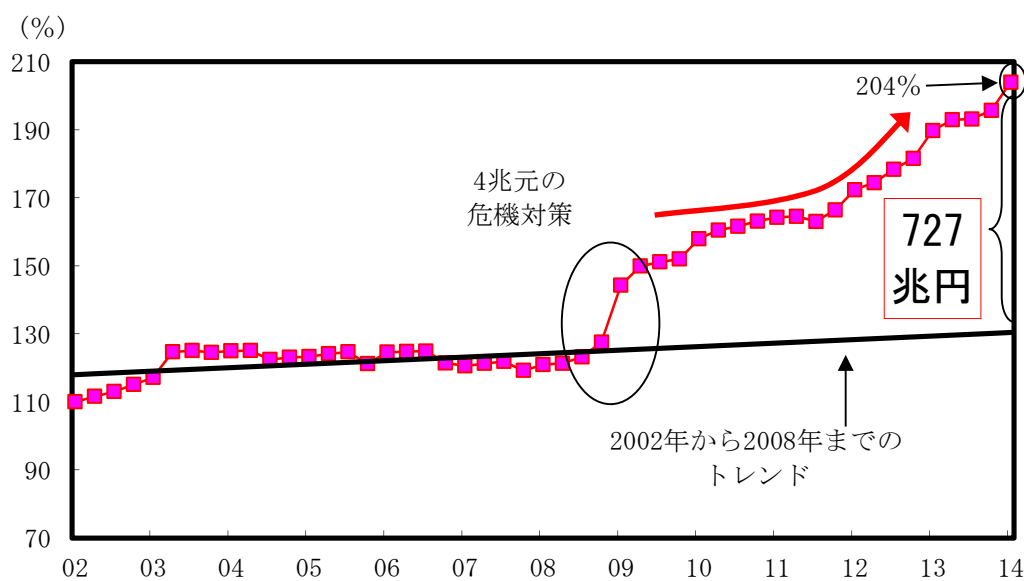
2.2 リスク要因②：中国の「シャドーバンキング」問題

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 5** 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、2014 年 3 月末時点で名目 GDP 比 204%まで増加した。

中国では、過去のトレンドと比較すると 727 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 5：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。

(年)

(出所) 中国人民銀行、中国国家統計局より大和総研作成

中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響は？

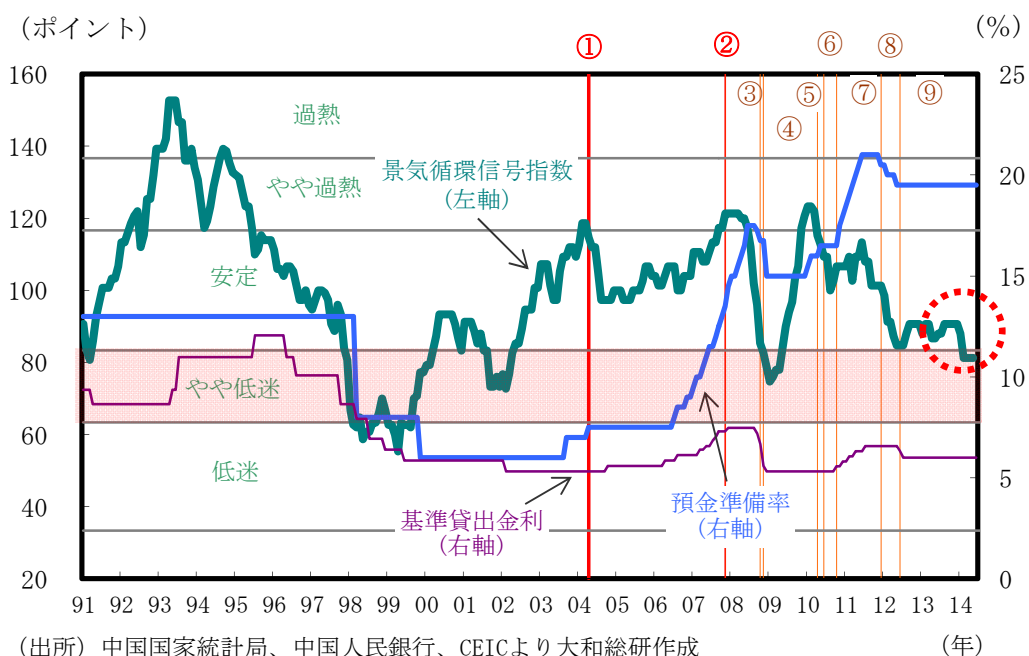
ただし、当社は、中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではないと考えている。

図表 6 で中国の「景気循環信号指数」を見ると、中国経済は下振れリスクが払拭できない状態が続いている。同指数は2010年2月の123.3をピークに低下し、足下では景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）を割り込んでいる。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、一定の景気下支え策が発動され、最終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かしても避けたいとの思惑が働くともみることが自然だ。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、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」とみる向きが増加している。

図表 6 : 中国 : 景気循環信号指数



図表7：日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2013.10-12	2014.1-3	4-6	7-9	10-12	2015.1-3	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.3 2.5	6.7 3.0	-4.2 1.0	2.5 1.3	2.1 1.7	2.1 0.5	0.7	2.3	1.1	1.5
経常収支 (季調済年率、兆円)	0.0	-5.6	-1.9	-0.5	0.8	1.9	4.2	0.8	0.1	3.4
失業率 (%)	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	4.3	3.9	3.6	3.5
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	1.1	1.3	3.3	3.1	3.0	3.0	-0.2	0.8	3.1	1.9
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、%)	0.64	0.61	0.59	0.60	0.65	0.70	0.76	0.66	0.63	0.80

(注) 予測値は原則として大和総研・第181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