

2015年8月24日 全15頁

# 日本経済見通し：中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？

日本経済は「踊り場」だが「景気後退」は回避される見通し

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  
エコノミスト 長内 智  
エコノミスト 岡本 佳佑  
エコノミスト 小林 俊介  
エコノミスト 久後 翔太郎  
永井 寛之  
山口 晃

## [要約]

- 日本経済は「踊り場」入り：2015年4-6月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+1.1%（前回：同+2.0%）、2016年度が同+1.9%（同：同+1.9%）である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、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、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第186回 日本経済予測」（2015年8月21日）参照）。
- 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？：今回のレポートでは、中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードについて、多面的に検証した。この部分は今回のレポートの目玉となる部分である。当社のメインシナリオでは、中国経済が当面危機的状況に陥る可能性は限定的だと考えている。仮に中国で銀行融資の焦げ付き額が急増した場合でも、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こそ否定し得ないものの、直ちに中国の財政危機が発生すると考えるのは早計である。ただし、本当に怖いのは、将来的に大規模な資本ストック調整が発生するリスクである。当社のシミュレーションによれば、資本ストック調整が発生した場合、中国の潜在成長率は「最善」でも4%程度まで低下し、実際の経済成長率はゼロ近傍で推移することになる。より一層深刻な「メルトダウン」シナリオでは、中国の潜在成長率は1.6%程度まで低下し、実際の経済成長率は大幅なマイナスが続くことが懸念される。なお、当社では、中国の「人民元切り下げ」は「焼け石に水」だと考えている。他方で、世界経済のドライバーは依然として米国であり、仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える悪影響は限定的とみられる。

## 1. 日本経済は「踊り場」入り

### 日本経済は「踊り場」入り

2015年4-6月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+1.1%（前回：同+2.0%）、2016年度が同+1.9%（同：同+1.9%）である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、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、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第186回 日本経済予測」（2015年8月21日）参照）。

### 2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）

2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）と、おおむね市場コンセンサス（前期比年率▲1.8%、前期比▲0.5%）に沿った結果となった。実質GDPのマイナス成長は3四半期ぶりのことである。輸出や個人消費が弱い結果になったことや実質GDP成長率のマイナス幅などを踏まえると、これまで緩やかに持ち直してきた日本経済は足踏みし、「踊り場」局面入りした可能性が高い。

### 先行きの日本経済は腰折れせずに徐々に持ち直すと予想

当社の基本シナリオとして、先行きの日本経済は腰折れせずに徐々に持ち直すと予想している。実質GDPは、個人消費と輸出が増加に転じ、ならしてみると設備投資も緩やかな持ち直しの動きが継続することで、2015年7-9月期にプラス成長に戻ると見込む。ただし、実質GDPの下振れリスクとして、今後の在庫調整の動向に注意する必要がある。2015年1-3月期の民間在庫の寄与増加は最終需要の増加を伴っていたが、今期は最終需要が弱い中で在庫が積み上がっている。最近の日本のGDP統計において、民間在庫が大きな変動要因となっていることから、在庫調整が急速に進むことになれば、実質GDP成長率を大きく下押しする要因となろう。

個人消費については、良好な雇用・所得環境を主因に、徐々に増加傾向へ復すると考えている。名目賃金・収入に関しては、①連合調査（最終集計結果）における今年のベースアップが前年比+0.69%、②2015年度の年金改定率が前年度比+0.9%とプラス転換（2014年度は同▲0.7%）、③企業業績の改善を背景に夏季賞与が3年連続で増加する見込みであること、などがプラス材料である。これらは家計可処分所得の増加に逐次反映されることから、その後の個人消費の押し上げ要因になることが期待される。また、2014年夏以降に大きく下落した原油価格は足下でも低水準で推移しており、それが時間的なラグを伴って消費者物価を押し下げ、家計の実質賃金を上昇させることも個人消費増加の追い風となろう。ただし、今期の個人消費の弱さに鑑みると、食料品などの値上げラッシュを背景に家計の節約志向が強まっている可能性や、最近の消費者マインドの弱さなどについては引き続き慎重に見極める必要があるだろう。

住宅投資は、消費税増税に伴う反動減の剥落や良好な雇用・所得環境などを背景に、先行指標である住宅着工が持ち直しの動きを続けていることを踏まえると、今後も緩やかな回復が続く公算が大きい。

輸出は、先進国を中心に経済成長率が徐々に高まる中で再び増加傾向に転じると見込むもの

の、米国企業部門や中国経済の先行き不透明感が依然として強く、輸出の回復がもたつくリスクがある点には注意が必要である。2015年1-3月期に特殊要因などで大きく減速した米国経済は4-6月期に持ち直しており、今後も堅調に推移すると想定している。米国景気の回復は米国向け輸出のみならず、米国を最終需要地とするアジア向け中間財輸出の増加にも寄与することになる。欧州経済については、欧州中央銀行（ECB）による追加金融緩和の効果などから持ち直しの動きが続いており、欧州向け輸出は今後も底堅く推移する見通しである。経済成長の減速傾向が続く中国に関しては、中国人民銀行（中央銀行）が金融緩和姿勢を強めていることなどから、景気は腰折れせずに緩やかながらも拡大基調を維持するとみている。ただし、企業収益の鈍化などを受けて米国の設備投資に下振れリスクが残っていること、中国の景気減速になかなか歯止めが掛からないこと、などは引き続き要注意である。

設備投資は、国内需要の回復を背景に振れを伴いながらも緩やかに持ち直すとみている。先行指標である機械受注の増加傾向が続いていることに加えて、日銀短観などのアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。従前より設備の不足感が高まっている非製造業に加えて、製造業でも設備過剰感の解消が続くと見込まれることもプラス材料である。加えて、これまでの円安進行に伴い、一部製造業において国内生産比率を高める動きが見られていることや、原油安に伴う企業収益の改善なども設備投資を後押しする材料となろう。ただし、上記の個人消費や輸出が大きく下振れする場合には、生産減少や設備稼働率の低下などを経由して設備投資の回復にも影を落とす可能性がある点には留意する必要がある。

## 2. 中国で「バブル」が崩壊すると何か起きるか？

中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードは？

今回のレポートでは、現在、グローバルな金融市場関係者にとって最大の関心事だと言っても過言ではない、中国経済の動向について考察する。主に中国経済の構造的側面に焦点を当て、中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードなどについて多面的に検証したい。

### 2.1 中国の不良債権問題の深刻度を検証する

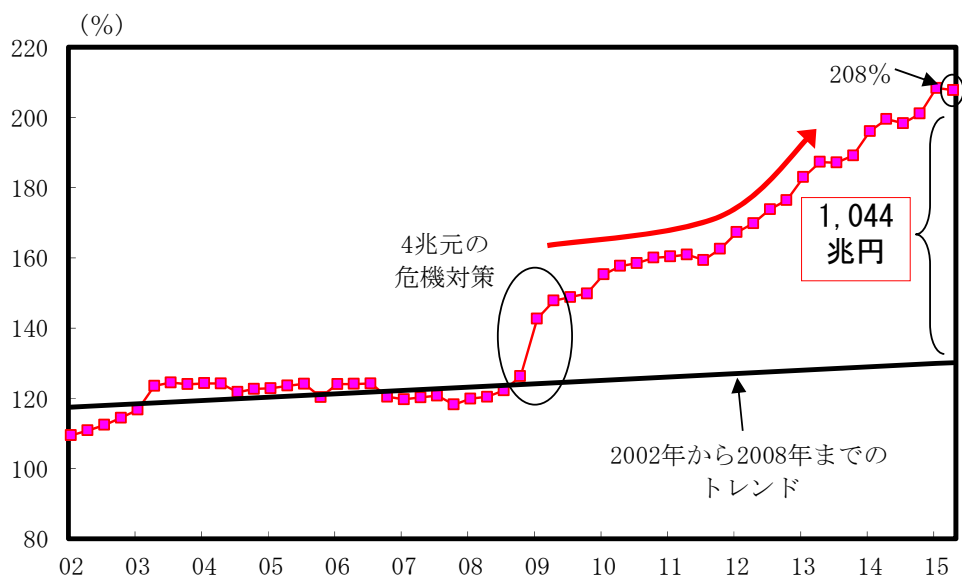
過去のトレンドと比較すると中国では 1,044 兆円程度の過剰融資が存在？

現在、中国ではリーマン・ショックへの危機対応以降、銀行の過剰融資や「シャドーバンキング（影の銀行）」の存在などが問題視されている。このため、世界経済や日本経済の最大のリスク要因として、中国の「バブル崩壊」に対する懸念が急速に高まっている。

**図表 1** は、中国における銀行融資および他の資金調達を包括的に示す「社会融資総量」のストック総額を試算して、その名目 GDP 比の推移を示したものである。2015 年 6 月末時点の社会融資総量対名目 GDP 比は 208% まで上昇しており、過去のトレンドと比較すると 1,044 兆円程度が過剰融資だと試算できる。

最近のグローバルな金融市場では、①中国政府が不良債権処理に充当する目的で 3.7 兆ドル（2015 年 6 月末時点）程度に達している外貨準備を取り崩す結果、米国の長期金利が急上昇、②「質への逃避」の動きによって急速な円高が進行、といったリスクシナリオを警戒する向きが少なくない。

図表 1：中国の社会融資総量対名目 GDP 比



(注) 2001年12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

(年)

## 中国で銀行融資が焦げ付いた場合の影響度は？

われわれは、中国における銀行融資の一定割合が焦げ付いた場合の影響度について、どのように捉えればよいのだろうか？ **図表 2** は、中国の銀行融資が、①5%、②10%、③20%、焦げ付くという3つのシナリオについて、その影響度を様々な指標と比較したものである<sup>1</sup>。

最初に、銀行融資焦げ付き額の対外貨準備高比や債務残高対名目 GDP 比の悪化幅を見ると、仮に銀行融資が大きく焦げ付いた場合でも、危機的な事態にまでは陥らないものと考えられる。具体的には、銀行融資の焦げ付きに対して、巨額な外貨準備の取り崩しや特別国債発行による資本注入、さらには不良債権の買い取り機構（かつての AMC）の設立などの方策によって対処することが十分可能であろう<sup>2</sup>。

次に、銀行融資の焦げ付いた分を5年で処理すると仮定したうえで、フロー面の影響を確認してみたい。仮に銀行融資の5%程度が焦げ付いた場合、焦げ付き額の政府歳出比、財政収支対名目 GDP 比の悪化幅のいずれを見ても、さほど深刻な問題にはならないとみられる。銀行融資の焦げ付き率が上昇するにつれて政府のフローベースの財政状況が急速に悪化する点には注意が必要であるが、その場合でも、財政収支対名目 GDP 比の悪化幅は▲5.5%pt 程度にとどまることから、政府のファイナンスに致命的な支障をきたす可能性は限定的とみられる。

以上のことから、中国で「バブル」が崩壊して銀行融資の焦げ付き額が急増すると、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こそ否定し得ないものの、直ちに中国の財政危機が発生すると考えるのは早計だと言えよう。

**図表 2：銀行融資の一定割合が焦げ付いた場合の影響**

焦げ付き率		5%	10%	20%
ストック	焦げ付き額（兆元）：総額	4.4	8.8	17.6
	焦げ付き額／外貨準備高（倍）	0.2	0.4	0.8
	債務残高対名目GDP比の悪化幅（%pt）	6.9%pt	13.8%pt	27.6%pt
上記の焦げ付き額を5年で処理するケース				
フロー	焦げ付き額（兆元）：年額	0.9	1.8	3.5
	焦げ付き額／政府歳出比（%）	4.7%	9.3%	18.7%
	財政収支対名目GDP比の悪化幅（%pt）	-1.4%pt	-2.8%pt	-5.5%pt

（注1）債務残高対名目GDP比の直近値は32.5%、財政収支対名目GDP比は▲1.8%の赤字。

（注2）銀行融資額は2015年第2四半期、外貨準備高は2015年6月、名目GDPと歳出・歳入額は2014年のデータ。

（注3）債務残高や財政収支への影響は、焦げ付き額を政府歳出によって手当てし、その結果、債務残高が増加すると仮定。また、分母の名目GDPは2014年で固定して計算。

（出所）IMF、中国人民銀行、中国国家统计局、中国国家外貨管理局統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 足下の中国の不良債権比率は1.5%程度（2015年第2四半期）であるが、「バブル」が崩壊すれば、不良債権比率は急上昇し、銀行融資の焦げ付き額も急増するリスクがある。過去に遡ると、中国の2000年代半ばの不良債権比率は10%前後で、1990年代後半～2000年代前半には20%超であった。また、ユーロ圏に目を転じると、ギリシャの2014年末時点の大手4行の不良債権比率は20%を超えていた。

<sup>2</sup> 過去の中国の不良債権処理方法としては、①中国財務部が長期特別国債の発行によって得た資金を銀行の資本金に充当、②政府出資で資産管理公司（AMC）を設立し、AMCが銀行の不良債権を買い取る、③外貨準備を取り崩して銀行に資本注入、などが挙げられる。

### 国際比較の観点からも中国政府の中長期的な財政出動余地は大きい

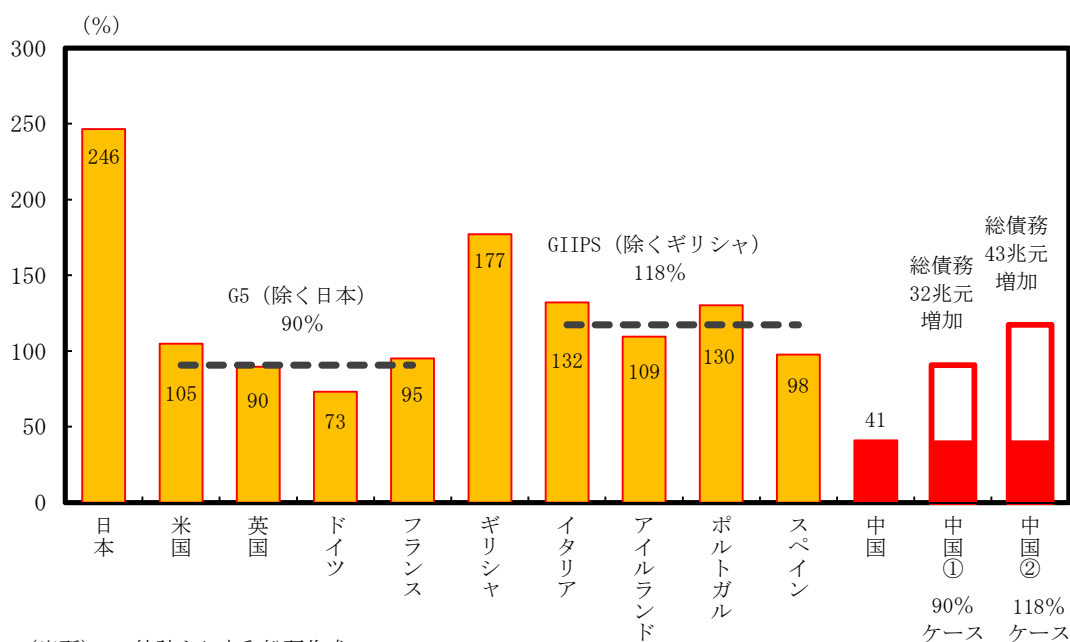
最後に、中国の債務状況を主要先進5ヶ国(G5)およびGIIPS諸国と比較することによって、中国政府の中長期的な財政出動の余地について検討しておこう<sup>3</sup>。

IMF(国際通貨基金)のデータを用いて2014年の一般政府債務残高対名目GDP比を確認すると、G5(除く日本)の平均値が90%、GIIPS(除くギリシャ)の平均値が118%であるのに対して、中国は41%と両者よりかなり低いことが分かる(図表3)。さらに、主要先進国において財政状況が最悪である日本(246%)と比べると、中国は6分の1程度にとどまっている。

中国の一般政府債務残高対名目GDP比がG5(除く日本)と同程度の90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は32兆元程度と試算される。これは、前述した銀行融資が20%焦げ付いたケースの焦げ付き額である17.6兆元(前掲図表2)を上回っており、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

当然、中国の「バブル」崩壊によって銀行融資の焦げ付き額が急増し、政府の債務残高が急速に拡大する場合には、一般政府債務残高対名目GDP比がG5(除く日本)平均の90%に達する前に、中国は財政破たんが懸念されるような状態に追い込まれる可能性もあるだろう。加えて、政府の財政出動に伴い発行される巨額の国債を消化するために、国債市場を整備することも重要な課題となる。とはいえ、中国政府が何とか「バブル」崩壊を食い止め、今後、中国経済の成長や金融市場の整備が着実に進めば、中長期的に政府の債務残高をG5(除く日本)程度まで拡大させることは十分現実的な想定だと言えよう。

図表3：一般政府債務残高対名目GDP比(2014年)



<sup>3</sup> ここでは、外貨準備の取り崩しや不良債権買い取り機構の設立などについて考慮していない点に留意が必要である。

## 2.2 中国の「人民元切り下げ」は「焼け石に水」？

### 「人民元切り下げ」の中国経済に対する刺激効果は限定的

2015年8月11日、中国人民銀行は突然「人民元切り下げ」に踏み切り、その後も12日、13日と3日連続で人民元を切り下げた。今回の人民元切り下げは輸出刺激策とみる向きが多く、中国経済が予想以上に悪化しているとの懸念を一層強めることとなった。

しかしながら、人民元切り下げの中国経済に対する刺激効果は限定的であり、今回の施策はいわば「焼け石に水」だとも言える。図表4に示した通り、仮に人民元が対ドルで5%切り下げられた場合、中国の実質GDPは0.4%ポイント弱押し上げられることになる。

### 「人民元切り下げ」のペースは漸進的なものとどまる見通し

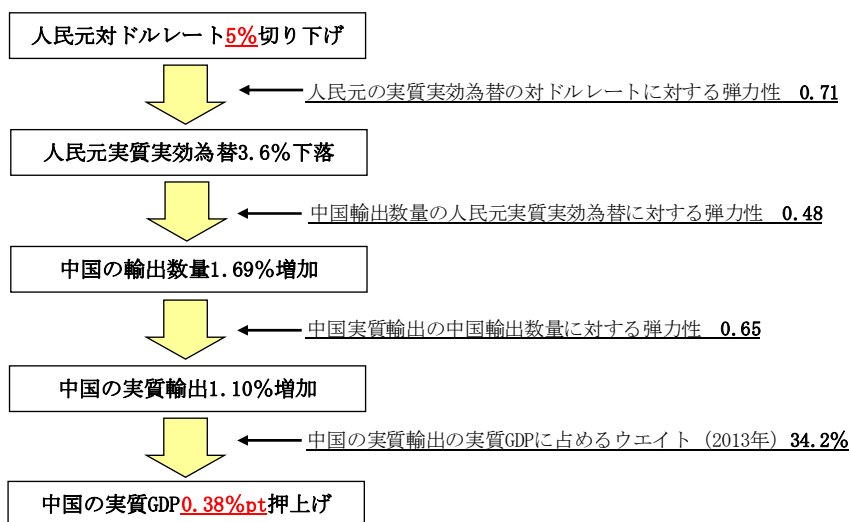
中国の「人民元切り下げ」のペースは漸進的なものとどまろう。これは、人民元切り下げが2つの副作用を伴う「劇薬」であるためだ。

第一の副作用として、中国から資本逃避が加速するリスクがある。2000年代半ば以降の人民元の上昇局面では、現地での投資収益などに加えて為替差益も見込めたため、中国から資本が「逃避」するような動きは起こらなかった。しかし、人民元が切り下げられ、今後も元安傾向が続くと見込まれる場合には、ホットマネーを中心に中国から資本を引き揚げる動きが加速し、最悪のケースでは、中国が通貨危機のような状況に陥る恐れがある。

第二の副作用は、米中両国間の摩擦激化である。米国議会は、これまでも人民元が実態よりも割安な水準に放置されているとの批判を繰り返してきた。このため、今後人民元の切り下げが続いた場合、米国議会は中国が人為的な元安誘導によって自国の輸出企業を不当に優遇しているとの批判をより一層強める公算が大きい。

以上の理由から、当社では、中国の「人民元切り下げ」ペースは漸進的なものとどまり、この結果、「人民元切り下げ」による中国経済への刺激効果は限定的だと想定している。

図表4：「人民元切り下げ」の中国経済に対する影響



(出所) Haver Analytics、BIS、OECD、中国税関総署、国際連合統計より大和総研作成

## 2.3 中国経済が抱える深刻な構造問題

### 中国経済の長期的な発展経路

ここで中国経済が抱える深刻な構造問題について考察しておきたい。

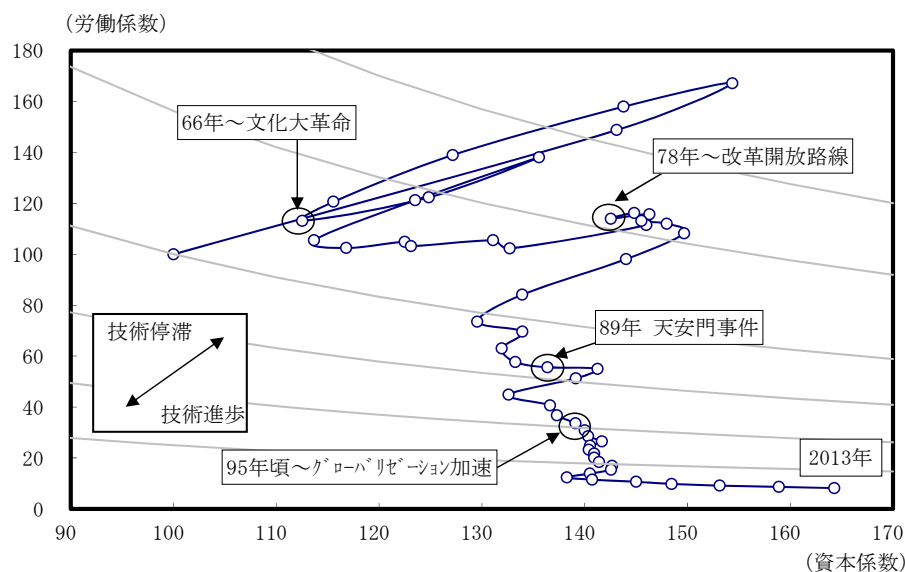
そもそも中国経済はマクロ的に見ると、どういった経済発展の経路をたどってきたのであろうか？ **図表 5** は、縦軸に「労働係数（＝労働投入量／実質 GDP）」を、横軸に「資本係数（＝実質資本ストック／実質 GDP）」をとり、1960 年以降の中国経済の発展経路を検証したものである。「労働係数」と「資本係数」は、経済成長の重要な要素である「資本（設備）」と「労働」の効率を測る尺度だ。「労働係数」は数値が増加してグラフが上方に動くほど、労働の効率が悪化するを意味する。また、「資本係数」は数値が増加してグラフが右方向に動くほど、資本の効率が悪化し、逆に数値が減少してグラフが左方向に動くほど、資本の効率が改善することとなる。

「資本」や「労働」の効率が改善することは、一国の経済で技術進歩が起きていることに他ならない。従って、「資本係数」や「労働係数」の動きを長期的に計測することによって、その国の発展経路を定量的に確認することができるのである。

図表中で左上から右下に何本も引かれた曲線は「単位等量曲線」と呼ばれるものだ。「単位等量曲線」は、①一本の曲線上であれば中国のマクロ的な技術レベルが同一、②曲線が左下にシフトし原点に近づくほど、中国の技術レベルが向上、③逆に、右上にシフトし原点から遠ざかるほど、技術レベルが後退、という意味を持っている。

この図表を見ると、中国経済は、1978 年の「改革開放路線」採用以降、労働係数の低下（＝労働の効率改善）を主因にマクロ的な技術レベルが向上してきたことが確認できる。しかし、近年中国ではマクロ的な技術レベルの停滞が鮮明化している点に細心の注意が必要だ。過剰な資本ストックが積み上がる中で、中国経済の先行きには暗雲が立ち込めている。

**図表 5：中国：労働係数と資本係数の推移**



(注) 労働係数＝労働／実質GDP。資本係数＝実質資本ストック／実質GDP。いずれも60年＝100として指数化。  
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成



### 将来的に中国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

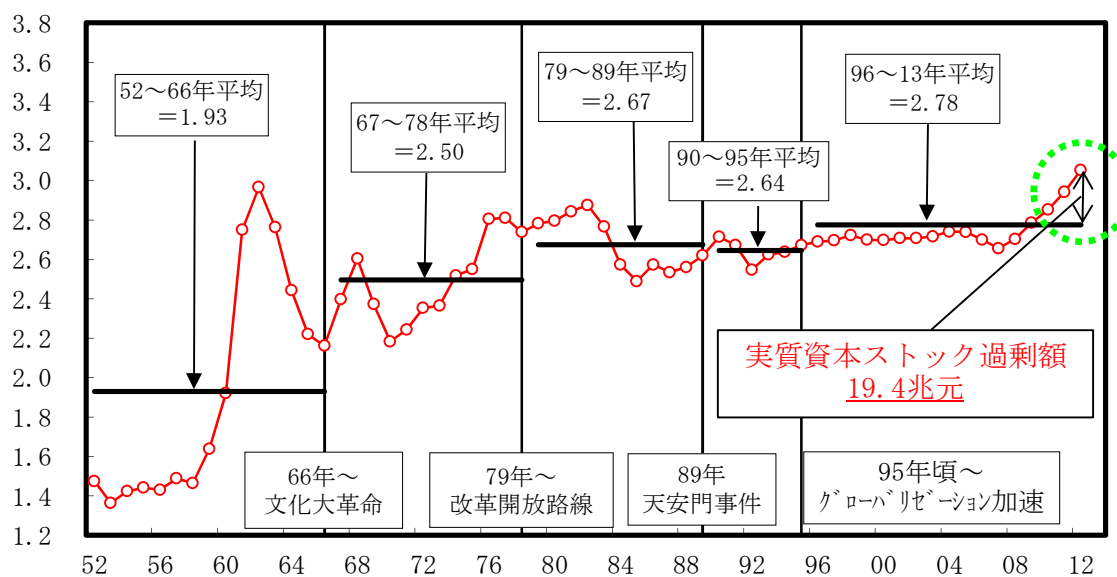
中国では供給能力の過剰感が指摘されており、将来的に大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきである。

**図表 6** は、中国における「資本係数（＝実質資本ストック／実質 GDP）」の長期的な推移を示したものである。この図表を見ると、中国では、リーマン・ショックに対する政策対応などを背景に、大規模な設備投資が行われ、近年資本係数が上昇傾向にあることが分かる。さらに、足下では、過去の 20 年程度のトレンドから上方に乖離しており、設備の過剰感が増している様子が窺える。

ここで、資本係数のトレンドからの乖離幅を用いて、実質資本ストックの過剰額を試算すると、中国では、2013 年時点で 19.4 兆元程度（実質資本ストックの 12%程度）の過剰な資本ストックが存在する可能性が示唆される。

中国は「社会主義・市場経済」であるため、少なくとも向こう 1～2 年程度は財政・金融政策によって過剰資本ストックの問題を先送りすることは十分可能である。しかし、3～5 年程度の中長期的なタイムスパンでは、中国で過剰資本ストックの大規模な調整が起こるリスクを警戒するべきであろう。

図表 6：中国：資本係数の推移



(注1) 資本係数＝実質資本ストック／実質GDP。

(注2) 実質資本ストック、実質GDPともに2010年価格。

(出所) 中国統計年報、CEIC、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

(年)

## 2.4 中国「バブル」崩壊の潜在的なマグニチュードは？

「最善」の「資本ストック調整」シナリオでも、中国の経済成長率はゼロ近傍に

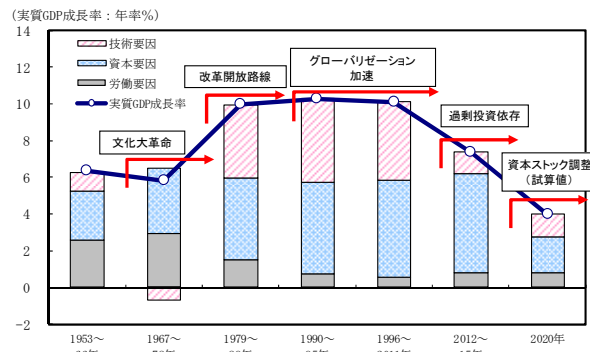
最後に、将来的な「リスクシナリオ」を明確にする目的で、中国で「バブル」が崩壊した場合の潜在的なマグニチュードについて定量化しておきたい。実際に過剰資本ストックの調整が発生してしまった場合、中国経済は一体どこまで落ち込むリスクを抱えているのだろうか？

**図表 7** 上図に示した、中国の潜在成長率の要因分解からは、①近年、中国経済が徐々に成熟化する中で技術進歩が滞ってきたこと、②それにもかかわらず公共投資を中心とする資本蓄積に依存して高い経済成長率が維持されたこと、③結果として、より一層技術進歩が阻害されてきたこと、などが示唆される。2012～15 年にかけて中国経済は、低下したとは言え 7%台と高水準の経済成長率を維持してきた。しかし、そのうち 5%pt 程度が資本ストックの増加によるものであり、労働投入量と全要素生産性の寄与度はわずか 2%pt 程度に過ぎない。特に全要素生産性の寄与度の低下は著しく、改革開放路線の採用やグローバル化の加速といった環境下で、30 年間続いた年率 5%程度から大きく減速した。

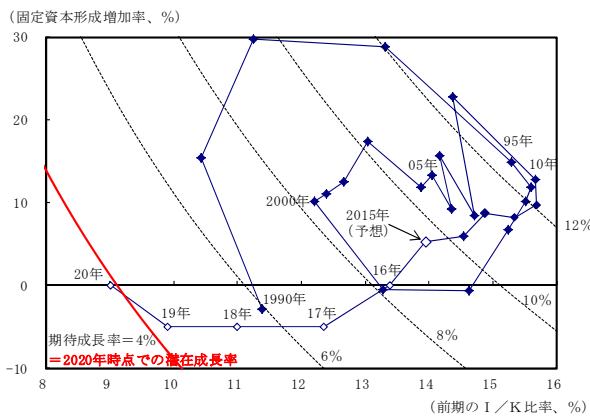
当社のシミュレーションによれば、かかる状況下で資本ストック調整が発生した場合、中国の潜在成長率は「最善」でも 4%程度まで低下する。その調整の経路を示したのが**図表 7** 左下図である。資本ストック循環図から判断する限り、2014 年実績の設備投資は期待成長率が 10%以上なければ許容されない水準にまで達している。ここで 4%の潜在成長率に見合う程度まで調整が進むとなれば、フローの設備投資は相当厳しい状況が続く。仮に調整が 2016 年から 2020 年にかけて発生した場合、フローの設備投資の水準は前年比で見てマイナスの推移が続く見通しである。このシナリオが現実化すると、**図表 7** 右下図に示した通り、実際の経済成長率はゼロ近傍で推移することになる。

図表7：中国経済に関するシミュレーション（「資本ストック調整」シナリオ）

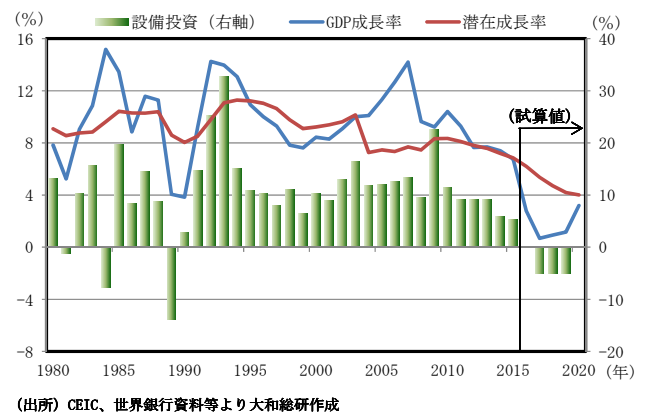
【潜在成長率の要因分解】



【資本ストック循環図】



【経済成長率】



## 世界経済を奈落の底に叩き落とす「メルトダウン」シナリオ

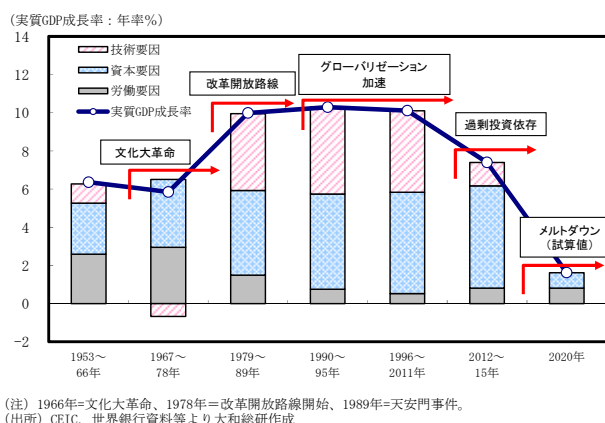
当社が強調しておきたいのは、ここまで述べてきたシナリオはあくまで「最善」シナリオに過ぎないという点である。期待成長率が低下し、資本ストック調整の進展が不良債権問題をより一層深刻化させた場合、スパイラル的に経済は「メルトダウン」に向かう。むしろ「リスクシナリオ」の中では、この「メルトダウン」シナリオこそが、前述の「資本ストック調整」シナリオよりも実現可能性が高い、より現実的なシナリオだと捉えるべきかも知れない。

「メルトダウン」シナリオが実現した場合、中国経済はどこまで落ち込む可能性があるのだろうか？ **図表 8** 上図に示すように、金融機能の麻痺により全要素生産性の成長率がゼロまで落ち込むと仮定すれば、中国の潜在成長率は1.6%程度まで低下する。

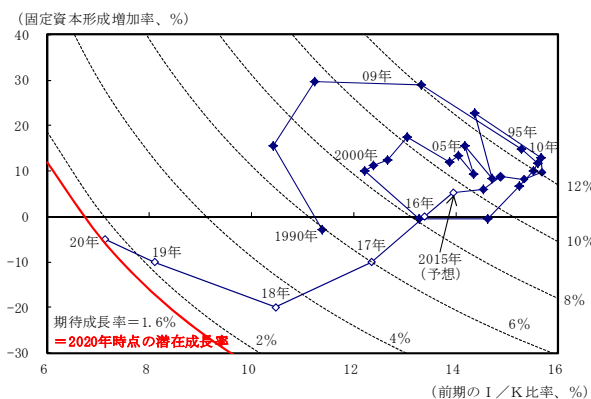
このシナリオにおけるストック調整の底は、**図表 8** 左下図で示すように、前述の「資本ストック調整」シナリオとは比べ物にならないほど深い。**図表 8** 右下図で示した実際の経済成長率は大幅なマイナスが続くこととなる。世界第2位、日本の2倍以上の経済規模を持つ中国がこのような「メルトダウン」に陥った場合、その影響は世界経済を奈落の底に叩き落とす、史上最悪レベルのインパクトを持つことになりかねない。

**図表 8：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）**

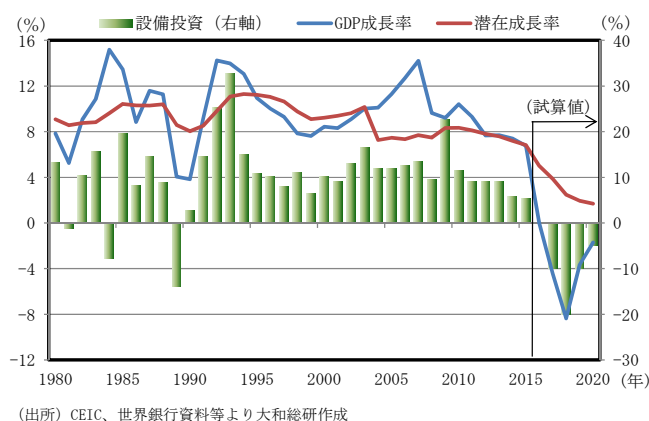
### 【潜在成長率の要因分解】



### 【資本ストック循環図】



### 【経済成長率】



## 2.5 中国経済減速が日本経済に与える影響は？

### 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

最後に、中国経済の減速が日本経済に与える影響について検証しよう。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。

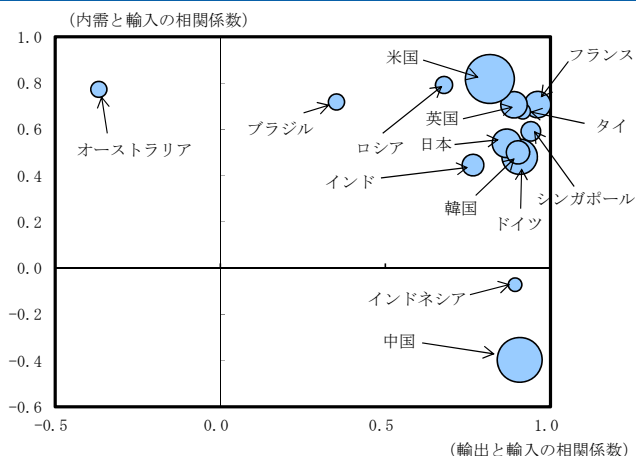
加えて重要なのは、輸入が何によって決定されているかである。輸入された物は、そのまま国内で需要（消費、投資）されるか、輸出されるか、生産要素として中間投入されるかのいずれかである。また、生産要素がどれだけ需要されるかは、結果として作り出された最終製品の需要次第であるから、単純化すれば、輸入は内需と輸出によって決定されるはずである。

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 9**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、仮に中国経済が少々悪化したとしても、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、中国の輸入一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。

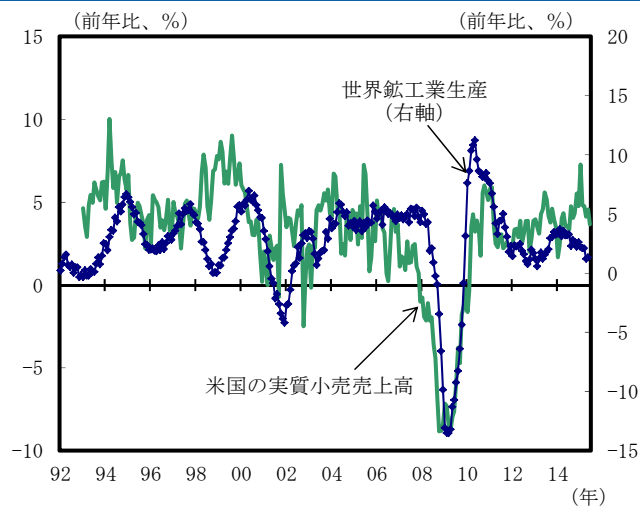
さらに、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。**図表 10**に示した通り、米国の小売売上高は世界の鉱工業生産に対する緩やかな先行性を有している。つまり、世界の最終需要地の中で主導的な地位を占めているのは、依然として米国なのである。

**図表 9：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～2013年。輸入シェアは2014年。  
 (出所) 国連、IMF統計より大和総研作成

**図表 10：世界鉱工業生産と米国小売売上高**



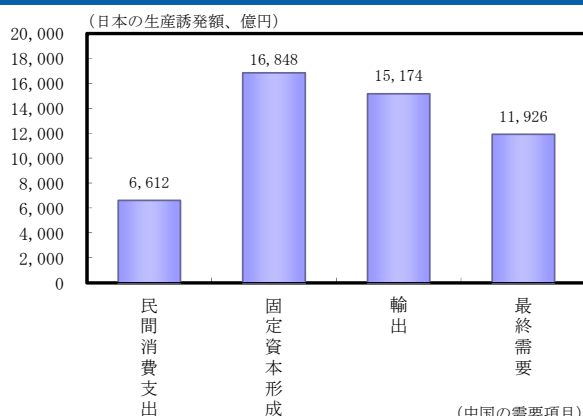
(出所) オランダ経済政策分析局、BEA統計より大和総研作成

## 中国経済減速が日本経済および国際貿易に与える影響は？

中国では景気減速が続く中で、経済対策発動に対する期待感が高まっている。そこで、中国の財政出動と消費刺激策が日本の国内生産に与える影響について、日中国際産業連関表を基に検証しよう<sup>4</sup>。図表 11・図表 12 に、中国の公共投資拡大や消費刺激策によって、中国の「固定資本形成」と「民間消費支出」が 1 兆円増加した場合の、日本の生産増加額を示した。主な結論は、①中国の固定資本形成と民間消費とが 1 兆円増えた場合、日本国内の生産はそれぞれ 6,612 億円、1 兆 6,848 億円増加する、②中国の固定資本形成が増加すると「一般機械」、「鉄鋼・非鉄・金属」、「化学」の生産が増加する傾向が強い、③日本の多くの業種が 45 度線よりも右下に位置しており、中国の消費刺激策よりも公共投資拡大の影響の方が大きい、という 3 点である。

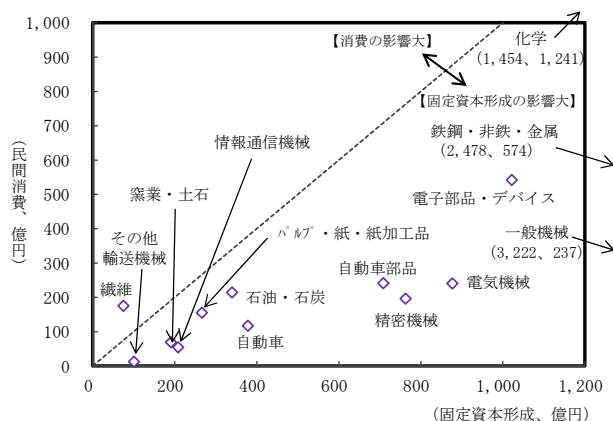
ただし、以前に比べて日本の「最終財」輸出の中国依存度が高まっており、中国の民間消費の影響が強くなっている可能性がある点には留意したい。図表 13・図表 14 は、「中間財」、「最終財」の米国と中国向け輸出比率の推移を示したものである。この図表を見ると、世界の工場である中国向けの「中間財」輸出の存在感が増していることは既知の事実だと思われるが、「最終財」についても着実に中国向け比率が上昇していることに留意する必要がある。

図表 11：中国の各種需要が 1 兆円増加した時の日本の生産へ与える影響



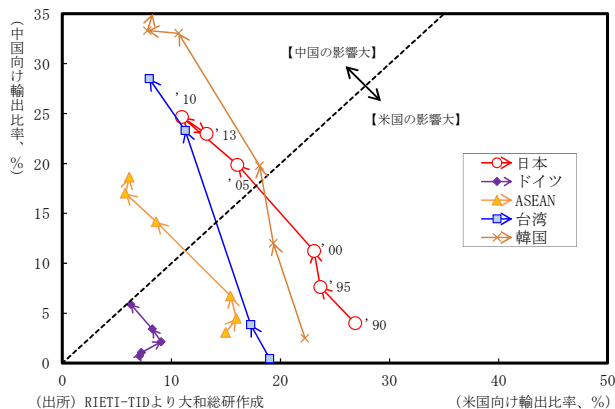
(注) 1人民元=20円で計算。  
(出所) 経済産業省「2007年日中国際産業連関表(30部門)」より大和総研作成

図表 12：中国の各種需要が 1 兆円増加した時の日本の業種別生産へ与える影響



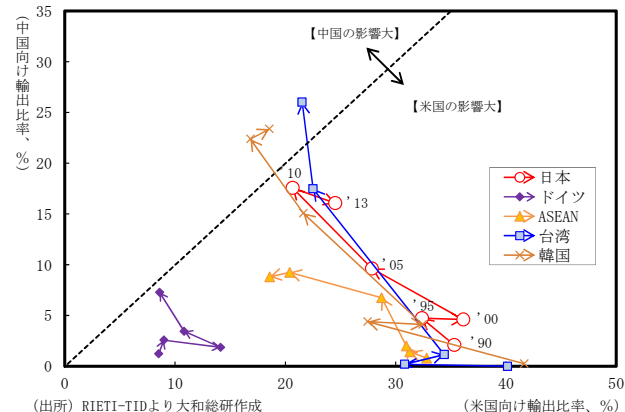
(注) 1人民元=20円で計算。  
(出所) 経済産業省「2007年日中国際産業連関表(30部門)」より大和総研作成

図表 13：各国中間財輸出額の対米、対中比率の変化



(出所) RIETI-TIDより大和総研作成

図表 14：各国最終財輸出額の対米、対中比率の変化



(出所) RIETI-TIDより大和総研作成

<sup>4</sup> 最新の日中国際産業連関表が 2007 年時点のものであるため、分析結果については幅を持って見る必要がある。

図表 15 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2014. 10-12	2015. 1-3	4-6	7-9	10-12	2016. 1-3	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.4 -1.0	4.5 -0.8	-1.6 0.7	1.5 1.5	1.9 1.6	1.7 0.8	2.1	-0.9	1.1	1.9
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	15.5	16.8	16.8	18.0	18.5	1.5	7.8	17.5	18.6
失業率 (%)	3.5	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.9	3.6	3.3	3.2
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.1	0.1	-0.2	-0.1	0.4	0.8	2.8	0.0	0.8
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、%)	0.40	0.34	0.40	0.40	0.45	0.50	0.46	0.37	0.44	0.65

(注) 予測値は原則として大和総研・第186回日本経済予測による。  
(出所) 各種統計より大和総研作成