

2015年10月21日 全11頁

日本経済見通し：景気下振れリスクが強まる

日本経済が抱える5つのリスク要因に要注意

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
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]

- 日本経済の下振れリスクが強まる：日本経済の下振れリスクが強まっている。政府は10月の月例経済報告（10月14日発表）において、景気の現状判断を1年振りに引き下げた。仮に2015年7-9月期の実質GDP成長率がマイナスだと、2四半期連続のマイナス成長となり、日本経済が「景気後退」に陥ったと認定される可能性も生じてくる。
- 日本経済が抱える5つのリスク要因：日本経済は、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏経済の悪化、⑤財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、という5つのリスク要因を抱えている。今回のレポートでは、これらのリスクの中で、現在、金融市場関係者にとって最大の関心事である、中国経済の循環的側面に焦点を当て、掘り下げた分析を行った。当社は、中国経済の底割れは当面回避されるとみている。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。また、中国の個人消費は主として株価ではなく、不動産価格によって規定されるが、足下では不動産価格が底入れした模様である。さらに、世界経済のドライバーは依然として米国であり、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. 日本経済の下振れリスクが強まる

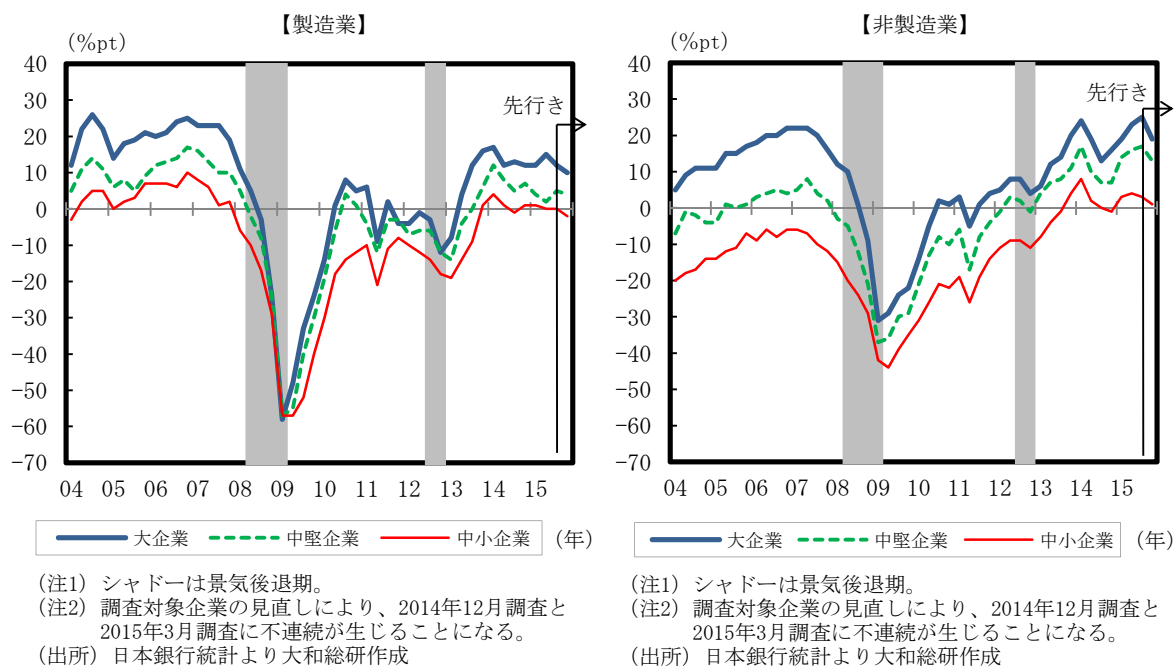
日本経済の下振れリスクが強まる

日本経済の下振れリスクが強まっている。政府は10月の月例経済報告（10月14日発表）において、景気の現状判断を1年振りに引き下げた。仮に2015年7-9月期の実質GDP成長率がマイナスだと、2四半期連続のマイナス成長となり、日本経済が「景気後退」に陥ったと認定される可能性も生じてくる。

日銀短観では、大企業製造業の業況感が世界経済の減速懸念などを背景に悪化

日銀短観（2015年9月調査）では、大企業製造業の業況感が悪化するとともに、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが明らかになった。この背景としては、中国をはじめとする世界経済の減速懸念、輸出と生産の停滞や個人消費の足踏みに加え、円高・株安の動きなどが考えられる。大企業非製造業の業況感は、好調なインバウンド消費などを背景に堅調な結果となったものの、先行きについては、ほぼ全ての業種が悪化を見込んでいる。当社は、日本経済がすでに「踊り場」局面入りしたと考えており、9月日銀短観も総じて見ると、国内景気が踊り場的な状況にあることを示唆する内容だと評価できる。他方、非製造業を中心に、2015年度の設備投資計画の上方修正幅が例年より大きくなるなど、企業の設備投資意欲は依然として前向きであることが示された。

図表1：日銀短観 業況判断DI



2. 日本経済のリスク要因：中国の循環的側面を中心に

日本経済が抱える5つのリスク要因

日本経済は、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏経済の悪化、⑤財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、という5つのリスク要因を抱えている。

今回のレポートでは、これらのリスクの中で、現在、金融市場関係者にとって最大の関心事である、中国経済の循環的側面に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。当社は、中国経済の底割れは当面回避されるとみている。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。また、中国の個人消費は主として株価ではなく、不動産価格によって規定されるが、足下では不動産価格に底入れの兆しが生じている。さらに、世界経済のドライバーは依然として米国であり、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。

2.1 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し

中国経済減速の背景は？

中国経済の減速が止まらない。中国の「景気循環信号指数」を見ると、2014年に入ってから低下傾向を強め、2015年6月は60.7と景気の「低迷」を示すゾーン（33.33~63.33）に突入した（**図表2**）。いわゆる「李克強指数」も総じて低迷した状態が続いている¹。中国では、人民銀行（中央銀行）が金融緩和姿勢を強めるなど、過去にこの水準まで景気が減速した時と同様に景気下支え策が発動されているが、中国経済が浮揚することを示す確たる動きはいまだ見られない（**図表3**）。

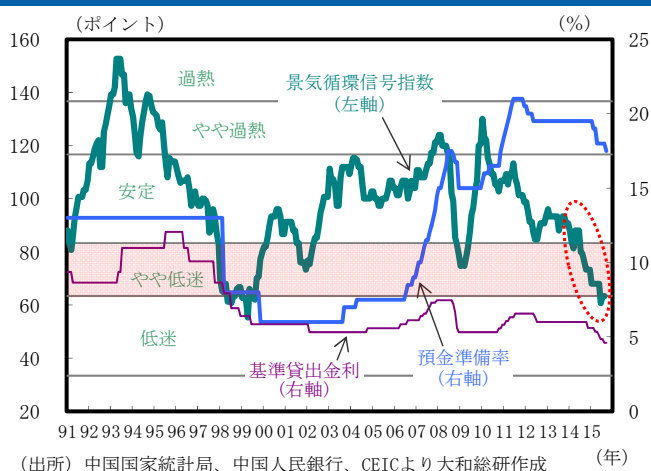
こうした中国の景気減速の背景を、両指数の寄与度分解によって考察しよう（**図表4~図表7**）。まず、いずれの指数においても企業活動の弱さが目立っている。リーマン・ショック後の景気循環信号指数の変動要因を踏まえると、今後、企業活動の弱さが賃金の押し下げ要因となるリスクに注意する必要がある。また、リーマン・ショック後の持ち直し局面においては、「金融関連」（景気循環信号指数）や、「中長期貸出」（李克強指数）が大きくプラスに寄与していたことが分かる。これらは中国人民銀行による積極的な金融緩和や中国政府の大規模な景気刺激策によるものだと考えられる。以上のことから、先行きの中国経済を占ううえで重要なカギとなるのは、中国の景気下支え策が今後どの程度発動されるかという点であるといえよう。

¹ 李克強指数は、中国の李克強首相が「遼寧省」の書記時代に重視していたと言われる3つの経済指標（電力消費量、鉄道貨物輸送量、中長期貸出）から構成される。このため、中国経済全体について同指数を援用する際には幅を持って見る必要があること、構成指標が企業部門に偏っている点などに注意が必要である。

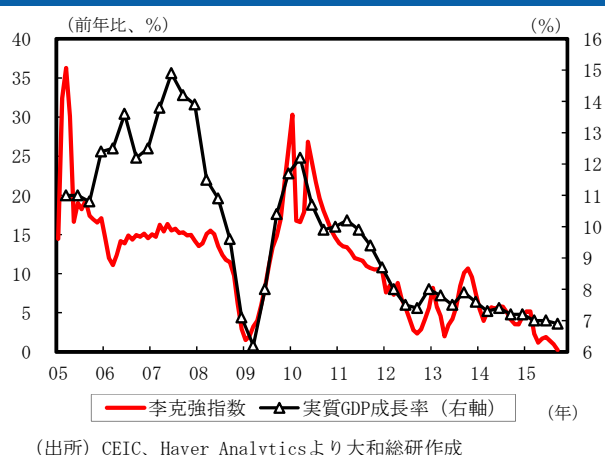
「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

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。中国の政治指導者にとっては、政治不安の引き金になりかねない、景気の底割れだけは何としても避けたいところだろう。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。

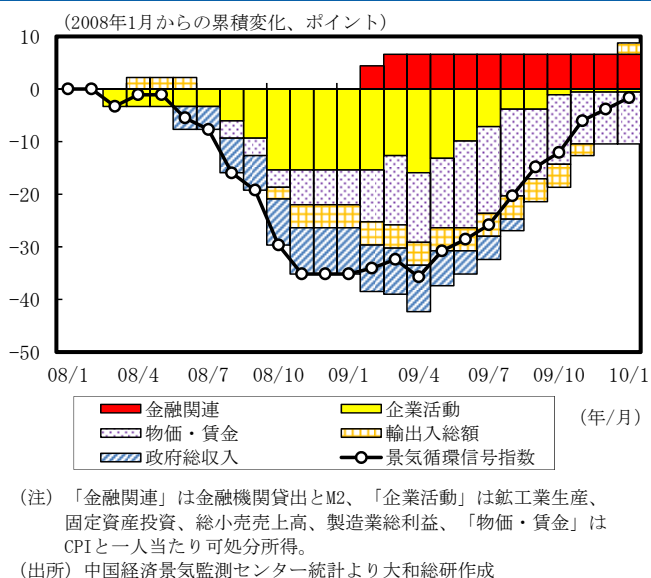
図表 2 : 中国の景気循環信号指数



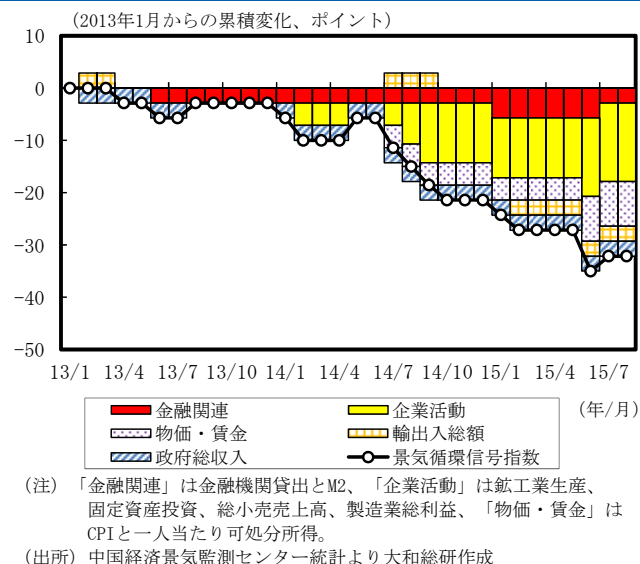
図表 3 : 李克強指数と実質 GDP 成長率



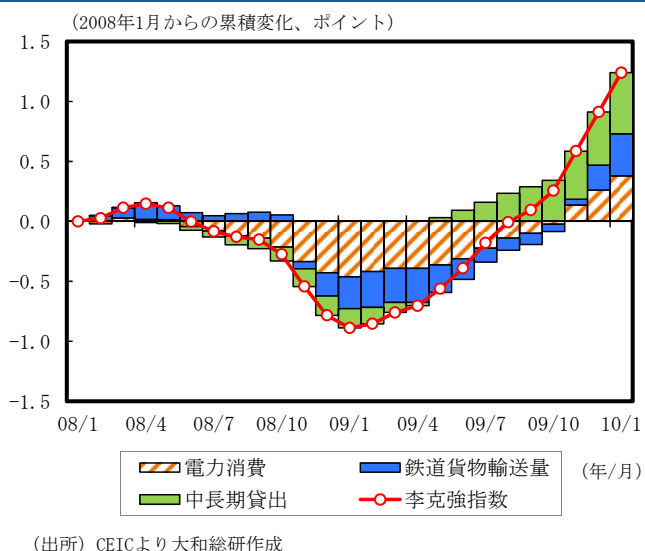
図表 4 : 景気循環信号指数の寄与度分解 (リーマン・ショック後)



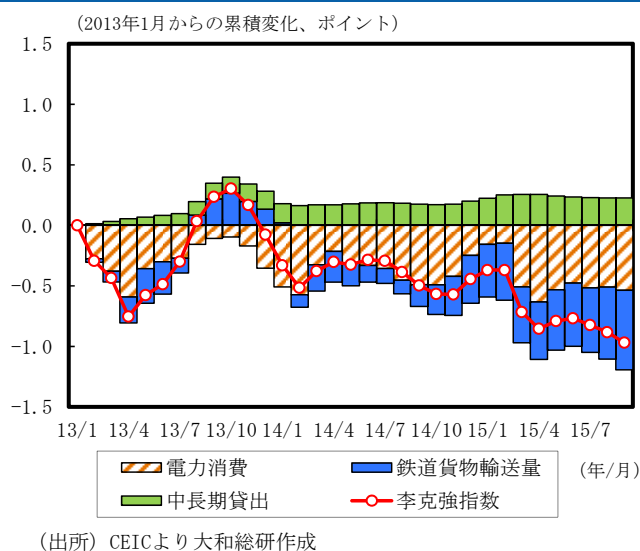
図表 5 : 景気循環信号指数の寄与度分解 (今回の景気減速局面)



図表 6 : 李克強指数の寄与度分解 (リーマン・ショック後)



図表 7 : 李克強指数の寄与度分解 (今回の景気減速局面)



2.2 中国における株価・不動産価格変動の影響をどうみるか？

中国人観光客の“爆買い” VS 日本の対中輸出

日本政府の掲げる「2020年に2,000万人の外国人観光客を誘致する」という目標の下、日本を訪れる外国人観光客が年々増加している。2000年に476万人だった外国人観光客数は2014年には1,341万人と大幅に増加した。2015年1-8月累計は、前年同期比+49.1%の1,288万人に達しており、2020年の政府目標の前倒しでの達成も視野に入ってきた。

外国人観光客数増加の主因は中国人観光客数の急増である。1-8月累計の中国人観光客数は前年同期比2.2倍の335万人となり、外国人観光客数全体に占める比率は26%に達する。中国人観光客の一人当たり消費額は他国を大きく上回っており、その旺盛な消費活動は“爆買い”としてメディアで注目されている。他方、最近是中国本土での株価急落や人民元の切り下げなどを背景に、中国人観光客の減少が懸念されている。そこで、以下では中国人観光客の“爆買い”の影響度について、対中輸出との比較などを通じて検討することとしたい。

図表8は日本の輸出額と外国人観光客の消費額を示したものである。2015年4-6月期の外国人観光客の消費額は8,887億円であり、このうち中国人観光客の消費額は3,581億円（全体の40%）であった。他方、同年4-6月期の日本の対中輸出額は3.3兆円であり、これは中国人観光客の消費額の9.3倍に相当する。このため、日本の中国向け輸出が1割減少するだけで、中国人観光客による“爆買い”をほとんど帳消しにするインパクトがある。つまり、日本経済に与える影響は、中国人観光客の消費よりも日本の対中輸出の方が圧倒的に大きいのだ。

図表9は、中国経済の減速が、①対中輸出、②中国人観光客、③中国現地法人売上高の減少を通じて日本経済に与える影響を定量的に試算したものである²。対中国輸出が半年間低迷（1割減少）する場合、日本の名目GDPは5,220億円減少する。他方、中国人観光客数が1年間で3割減少（東日本大震災が起きた2011年は前年比26%減）すると、名目GDPは663億円減少することになるが、対中輸出が低迷した場合に比べて影響はかなり小さい。上記の分析からも、日本経済にとって、中国人観光客よりも対中輸出の影響の方がはるかに大きいことが推察される。

図表8：日本の輸出額と訪日外国人の消費額

日本の輸出額	2015年 4-6月期		2014年 暦年	
	全世界	中国	全世界	中国
A	18,796,233	3,341,520	73,093,028	13,381,487
訪日外国人消費額	2015年 4-6月期		2014年 暦年	
	全体	中国	全体	中国
B	888,682	358,125	2,027,788	558,339
A/B【倍】	21.2	9.3	36.0	24.0

(注) 輸出額、消費額の単位は百万円。
(出所) 財務省、観光庁統計より大和総研作成

図表9：中国経済の減速が日本経済に与える影響

対中国輸出	訪日中国人観光客	(参考) 中国現地法人
年間輸出額 約13兆円	年間訪日者数 約141万人	年間売上高 約44兆円
→半年 低迷 国内生産 -1.5兆円 GDP -5,220億円	→1年間 3割減 国内生産 -1,300億円 GDP -663億円	→1年間 1割減取 売上高 -4.4兆円 経常利益 -2,137億円

(注) 輸出の影響は中国向け輸出が2015年7月から6ヶ月間1割下振れしたと仮定したもの。
中国現地法人は全産業計（2014年3月期）。現地向け以外の売上高も含む。
(出所) 財務省、総務省、経済産業省、日本政府観光局統計等より大和総研作成

² 試算結果は前提条件等の影響を受けるため、幅を持って見る必要がある。

中国の個人消費を決めるのは株価？それとも住宅価格？

そもそも、中国における株価や不動産価格の変動は、実体経済にどのような影響を及ぼすのだろうか？一般に家計が保有する株や不動産などの資産価格が上昇すると、個人消費が活発化するという「資産効果」が期待できる。ただ、最近の上海総合指数の動きを見ると、2015年6月に年初来高値をつけた後、約1ヶ月という短い期間で高値から一時35%も急落する事態となった。中国株の急落はいわゆる「逆資産効果」を通じて中国の個人消費を減少させるとの懸念が広がり、世界の金融市場が大きく動揺したことは記憶に新しいところだ。中国の名目GDPに占める個人消費の比率はおおむね4割弱（2014年）である。米国の約7割や日本の約6割より水準は低いものの、総固定資本形成に次ぐ第二の需要項目であり、経済全体に与える影響は大きい。このため、家計の消費支出が落ち込めば、中国经济も一段と減速することになるだろう。

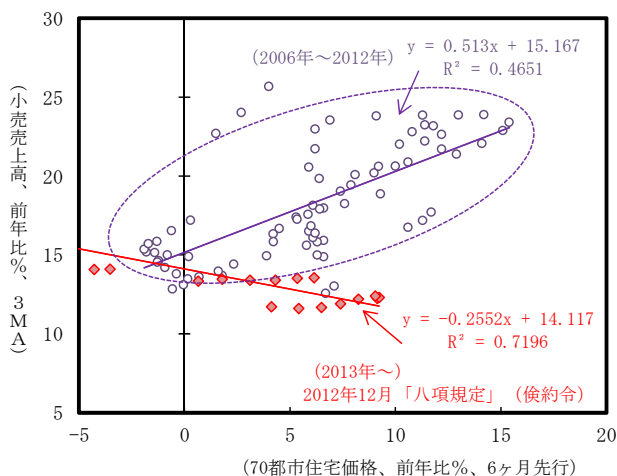
それでは、実際に中国の株価や不動産価格と個人消費に有意な相関は見られるのだろうか？

図表10・図表11は、中国の70都市住宅価格指数および上海総合指数と、小売売上高の前年比を散布図に示したものである。なお、中国では2012年末に「八項規定」（儉約令）が発令され、2013年以降個人消費が大きく下振れしていることから、今回は、①2006年～2012年、②2013年以降、という2つの期間に分けて分析を行った。

住宅価格に関しては、儉約令が発令される以前の2006年～2012年において、小売売上高との間に正の相関が存在することが確認できる。つまり、住宅価格が上昇（下落）すれば小売売上高が増加（減少）することになる。これと対照的に、株価と小売売上高に関しては、明確な相関が認められない。以上の分析から、中国において個人消費を規定するのは株価よりも、むしろ住宅価格である可能性が高いものとみられる。

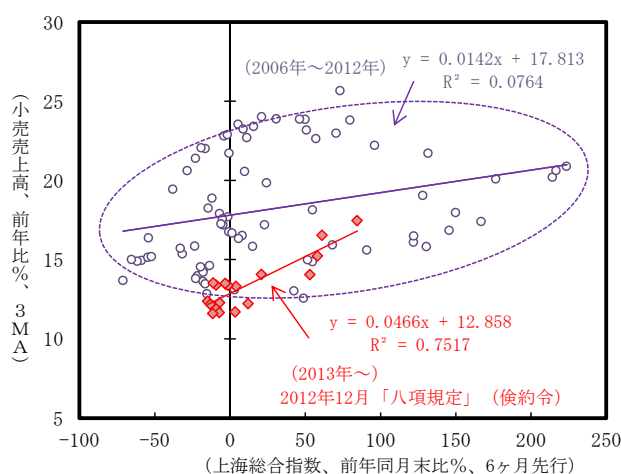
もちろん、中国株の急落が消費者マインドの悪化などを通じて、中国の個人消費にマイナスの影響を与えることには一定の留意が必要だ。しかし、仮に中国株が一段と下落せず、住宅価格が堅調であれば、実体経済に対する悪影響は限定的なものにとどまると考えられる。

図表10：中国の70都市住宅価格と小売売上高



(出所) 各種資料より大和総研作成

図表11：中国の上海総合指数と小売売上高



(出所) 各種資料より大和総研作成

中国の住宅価格は上昇に転じた。ただし、中長期的には大きな調整余地が残る

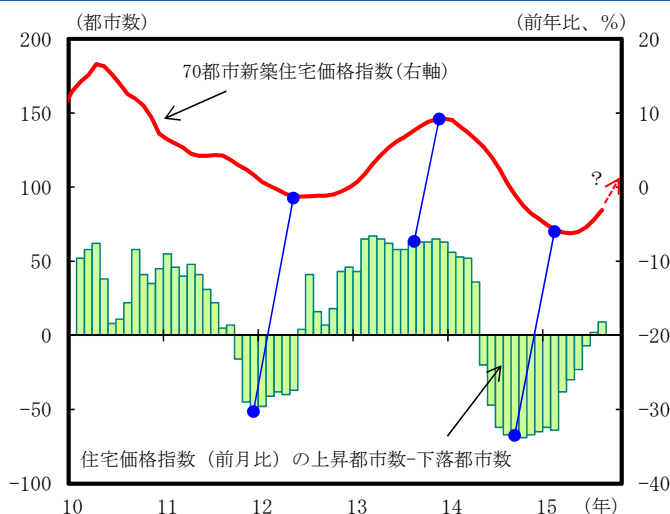
ここまで見てきたように、住宅価格の下落は株価の下落以上に中国の個人消費を押し下げることから、中国经济全体を下押しするリスク要因として注視する必要がある。中国の代表的な住宅価格指数である70都市新築住宅価格指数について、各都市の住宅価格指数の騰落状況（前月比）を確認すると、2014年に入ってから下落都市数が増加傾向となり、2014年9月には70都市中69都市で住宅価格が下落した（図表12）。しかし、不動産市場の冷え込みを懸念した中国政府は2014年9月、10月と続けて住宅ローンの貸出基準を緩和したことに加え、11月には2年4ヶ月ぶりの利下げを実施するなど、住宅需要の喚起策を立て続けに実行した。この結果、中国の住宅価格指数は春先に底打ちした模様である。

さらに、70都市新築住宅価格指数（前年比）の先行指標が上昇傾向を維持している点にも注目したい。中国の70都市新築住宅価格指数の各都市価格指数（前月比）の「上昇都市数－下落都市数」は、70都市新築住宅価格指数（前年比）に対して6ヶ月程度先行する傾向にある。「上昇都市数－下落都市数」の推移を確認すると、2014年9月に底打ちした後は緩やかな上昇傾向に転じ、2015年3月以降、増加ペースが加速している。このため、春先に底打ちした70都市新築住宅価格指数は、当面上昇基調をたどる可能性が高いと考えられる。

他方で、中国の住宅価格は家計の年収対比での割高感が残っており、中長期的には住宅価格が大きく調整するリスクに要注意である。図表13は、日中の住宅価格年収倍率の推移を比較したものである。この図表を見ると、①中国の住宅価格年収倍率は日本よりも高く相対的に割高であること、②中国の住宅価格の調整は不十分で依然として高止まりしていること、が分かる。

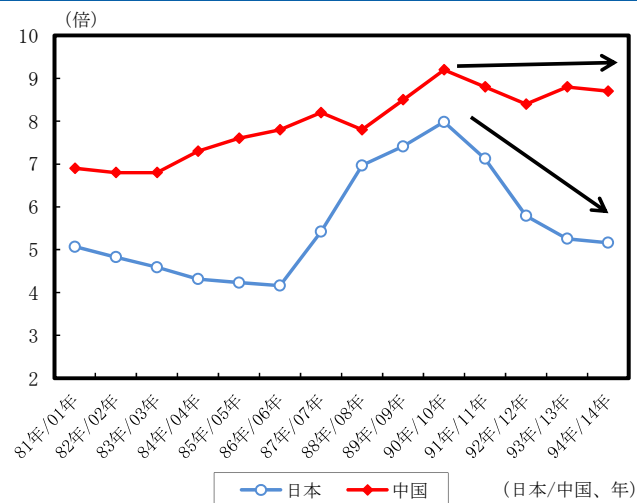
以上を総括すれば、中国の個人消費は主として株価ではなく、不動産価格によって規定されるが、不動産価格は回復し始めている。ただし、中国の不動産価格は、短期的には政策対応の効果などから持ち直すことが期待されるが、中長期的に見ると住宅価格の割高感や在庫の積み上がりなどを背景に、大幅な調整を余儀なくされるリスクが残存している。

図表12：中国の70都市新築住宅価格指数



(注) 70都市新築住宅価格指数は、各70都市の単純平均値。
(出所) 中国国家統計局統計より大和総研作成

図表13：日中の住宅価格年収倍率の推移



(注1) 年収住宅倍率＝住宅価格/年収。
(注2) 日本の住宅価格は首都圏マンション価格、中国は都市部の住宅価格。
(出所) 国土交通省、上海易居房地產研究院統計より大和総研作成

2.3 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。

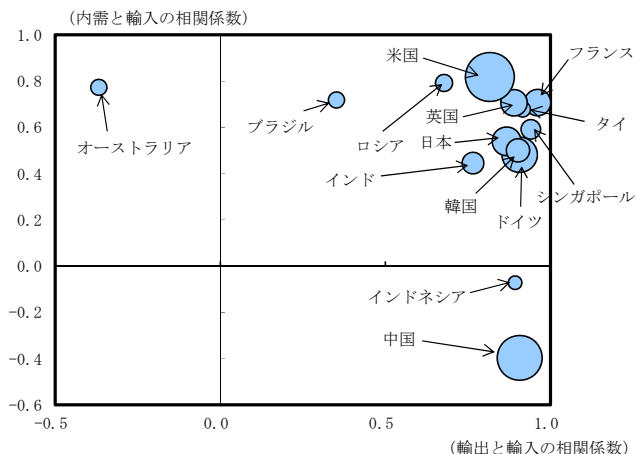
加えて重要なのは、輸入が何によって決定されているかである。輸入された物は、そのまま国内で需要（消費、投資）されるか、輸出されるか、生産要素として中間投入されるかのいずれかである。また、生産要素がどれだけ需要されるかは、結果として作り出された最終製品の需要次第であるから、単純化すれば、輸入は内需と輸出によって決定されるはずである。

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 14**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。

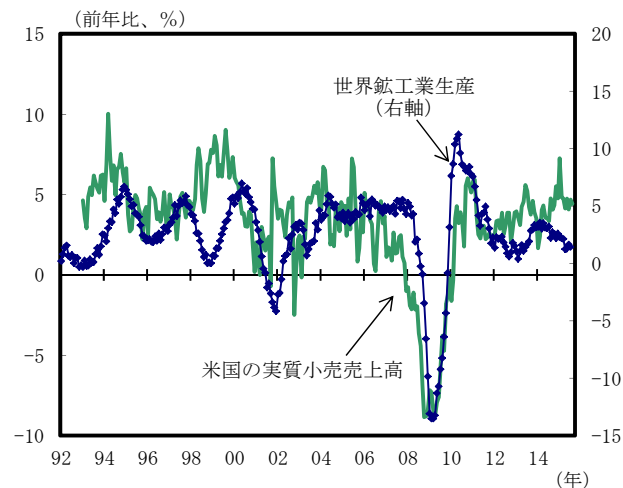
さらに、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。**図表 15**に示した通り、米国の小売売上高は世界の鉱工業生産に対する緩やかな先行性を有している。つまり、世界の最終需要地の中で主導的な地位を占めているのは、依然として米国なのである。

図表 14：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 15：世界鉱工業生産と米国小売売上高



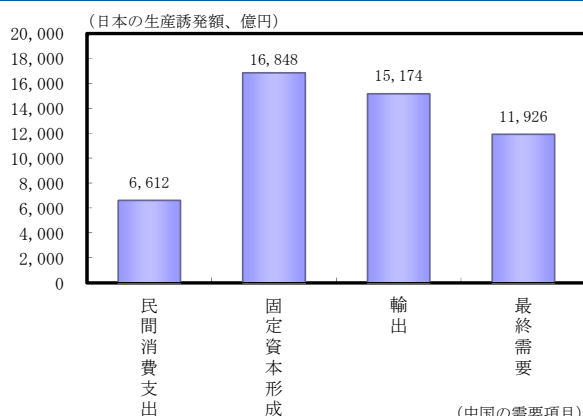
(出所) オランダ経済政策分析局、BEA統計より大和総研作成

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³。図表 16・図表 17 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。

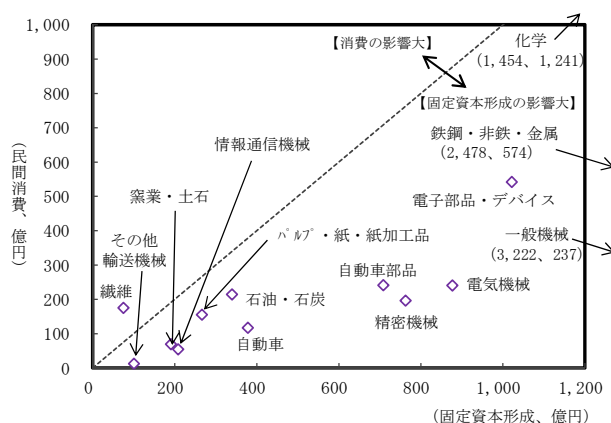
ただし、以前に比べて日本の「最終財」輸出の中国依存度が高まっており、中国の民間消費の影響が強くなっている可能性がある点には留意したい。図表 18・図表 19 は、「中間財」、「最終財」の米国と中国向け輸出比率の推移を示したものである。この図表を見ると、世界の工場である中国向けの「中間財」輸出の存在感が増していることは既知の事実だと思われるが、「最終財」についても着実に中国向け比率が上昇していることに留意する必要がある。

図表 16：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



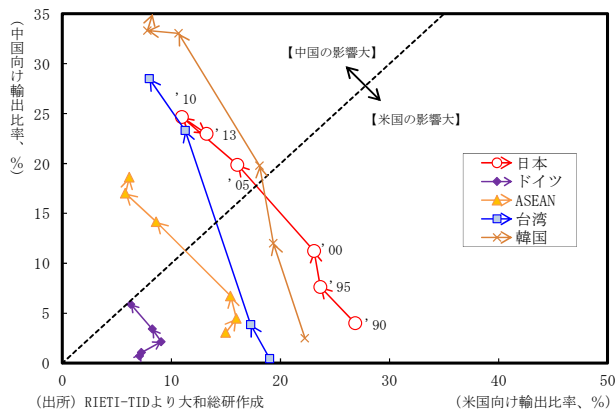
(注) 1人民元=20円で計算。
(出所) 経済産業省「2007年日中国際産業連関表(30部門)」より大和総研作成

図表 17：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



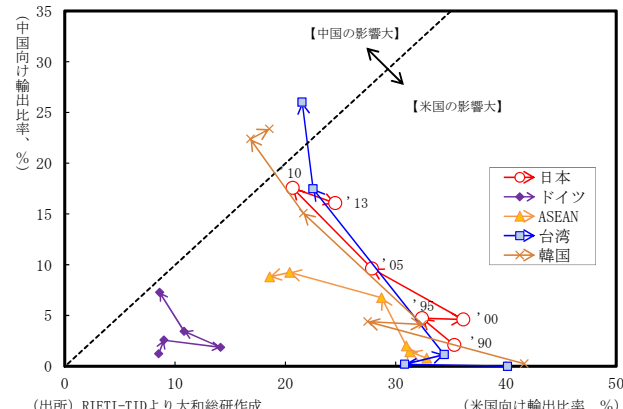
(注) 1人民元=20円で計算。
(出所) 経済産業省「2007年日中国際産業連関表(30部門)」より大和総研作成

図表 18：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 19：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

³ 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 20 : 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%]	1.3 -1.0	4.5 -0.8	-1.2 0.8	0.4 1.3	1.2 1.3	1.7 0.5	2.1	-0.9	1.0	1.7
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	15.5	16.8	17.1	17.4	17.9	1.5	7.8	17.3	18.1
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	0.38	0.35	0.40	0.46	0.37	0.38	0.55

(注) 予測値は原則として大和総研・第186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