

2015年12月18日 全17頁

# 2016年の日本経済見通し

景気は緩やかな回復軌道を辿る見通しだが、5つのリスクに要注意

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]

- **経済見通しを改訂**：2015年7-9月期 GDP 二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+1.0%（前回：同+0.8%）、2016年度が同+1.5%（同：同+1.5%）である。日本経済は2015年にいったん「踊り場」局面入りしたものの、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、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第187回 日本経済予測（改訂版）」（2015年12月8日）参照）。
- **日本経済のメインシナリオ**：日本経済は、GDP 統計の需要項目別動向からは正式に「景気後退」局面入りと判定される可能性がある一方で、重要な3つのメルクマールは「踊り場」局面を示唆するなど、両者で明暗が分かれる結果となっている。いずれにしても、日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまり、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しである。
- **日本経済のリスク要因**：日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興市場の動揺、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、の5点に留意が必要である。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円以上の過剰融資」「400兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆～800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパン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であろう。

## 1. 経済見通しを改訂

### 日本経済は緩やかな回復軌道へ

2015年7-9月期GDP二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+1.0%（前回：同+0.8%）、2016年度が同+1.5%（同：同+1.5%）である。日本経済は2015年にいったん「踊り場」局面入りしたものの、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、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第187回 日本経済予測（改訂版）」（2015年12月8日）参照）。

### 2015年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）

2015年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率▲0.8%、前期比▲0.2%）から大幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+0.1%、前期比+0.0%）も上回った。今回の結果が市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、一次速報から横ばいと予想されていた在庫投資が上方修正されたことによる。ただし、4-6月期と均してみると、今回の7-9月期の二次速報は、日本経済が「踊り場」局面にあるという当社のこれまでの見方を再確認させる結果だと言えよう。また、改訂の内容については、設備投資が大幅に上方修正された点をポジティブに評価している。

### 先行きの日本経済は徐々に持ち直すと予想

当社のメインシナリオに特段の修正はない。先行きの日本経済は海外経済減速の影響が緩和する中で、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などを受けて、「踊り場」局面から徐々に持ち直すと予想している。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、振れを伴いながらも持ち直しの動きが続くと見込む。現在、毎月勤労統計でみる名目賃金は、統計のサンプル替えの影響などで冴えない動きが続く。しかし、今年の春闘におけるベースアップの動向や他のボーナス調査（夏季）の動向を踏まえると、賃金の実態はこの統計で見ると以上に底堅いと考えている。また、良好な雇用環境や最低賃金の引き上げなどによって、パート・アルバイトの賃金上昇が続いており、年金改定率の上昇を受けて年金受給世帯の可処分所得も一定程度増加している。さらには、消費者物価上昇率の低下を通じた実質賃金の押し上げ効果が続くことや、雇用者数の増加傾向が続いていることも、個人消費を下支えする要因になるとみている。

住宅投資は、雇用・所得環境の改善と低い住宅ローン金利に下支えされ、底堅い動きが続くと予想している。加えて、2016年に入ると、消費税の再増税を見据えて住宅購入を検討する世帯が徐々に増加し始めることもプラスに作用しよう。ただし、先行指標である住宅着工戸数の増勢が鈍化していることを踏まえると、しばらく増加テンポは緩やかなものに留まると想定している。なお、最近発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題の行方には若干注意したい。この問題が長期化することになれば、新築マンションの安全性への不信感が高まり、消費者が購入を先送りする可能性がある。過去を振り返ると、2005年に発覚した耐震強度偽装事件を受けて2007年に建築基準法が改正され、それによって住宅投資が大きく落ち込んだことは記

憶に新しいところである。

公共投資は、過去の経済対策による下支え効果が徐々にはく落する中で、減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負や受注状況の頭打ち傾向が強まっており、基調としては、それに沿って推移すると考えている。

輸出は、海外経済減速の影響が緩和する中で、強弱入り混じりながらも緩やかな回復基調が続くと考えている。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いており、耐久財を中心に輸出の増勢回復が見込まれる。欧州経済については、原油価格下落や ECB（欧州中央銀行）による量的緩和政策の効果などから緩やかに持ち直している。このため、夏場に弱さの見られた欧州向け輸出も徐々に増加基調へ復するだろう。アジア経済に関しては、中国の預金準備率引き下げや利下げなどによる実体経済の底上げ効果が個人消費などで確認され始めており、消費財等を中心として一段の需要減少は回避される公算が大きい。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加するとみている。日銀短観などの設備投資計画調査では、設備投資に対して前向きな姿勢が示されており、更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。ただし、現在の企業マインドは実態よりやや強気であるとみており、今後の下振れリスクに注意する必要がある。これは、中国をはじめとする新興国経済の減速や海外の企業部門の弱さなどを受けて輸出が停滞し、個人消費の回復ペースも冴えない中で、製造業を中心に設備投資を先送りする企業が増える可能性が高まっているためである。加えて、先行指標である機械受注に弱さが見られる点にも留意したい。

#### 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

日本経済のリスク要因としては、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、の5点に留意が必要である。

今回のレポートでは、これらのリスクの中で、中国経済の動向に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円以上の過剰融資」「400兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆～800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパン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であろう。

#### 日銀の金融政策

日銀の追加金融緩和は、2016年春以降にずれ込むと予想している。日銀は、世界経済の動向やわが国の政治日程などを睨みつつ、慎重に金融緩和の時期を探るとみられる。

## 2. 日本経済のメインシナリオ：2016年にかけて緩やかな回復軌道へ

### 2.1 日本経済は「踊り場」局面入り

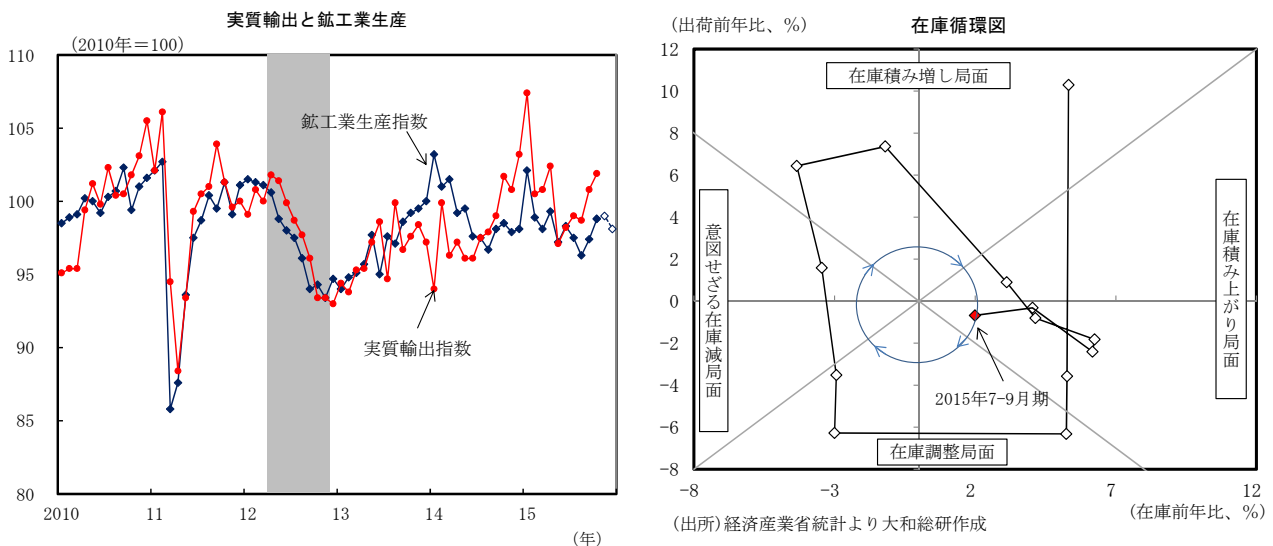
「踊り場」局面入りしたが、2016年にかけて日本経済は回復へ

足下の日本経済は、景気回復ペースが大幅に鈍化して「踊り場」局面入りしたが、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、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ。

本章では、足下の経済状況を概観したうえで、日本経済が正式に「景気後退」局面<sup>1</sup>と判定される可能性、および、その後の景気動向について検証する。あらかじめ結論を述べれば、日本経済は、GDP統計の需要項目別動向からは正式に「景気後退」局面入りと判定される可能性がある一方で、重要な3つのメルクマールは「踊り場」局面を示唆するなど、両者で明暗が分かれる結果となっている。いずれにしても、日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまり、2016年にかけて緩やかな回復局面に復する見通しである。海外経済は大きなリスク要因であるものの、米国向け輸出の持ち直しなどにより、輸出は底割れを回避するだろう。ただし、次章で考察する通り、足下で中国経済の下振れ懸念が残存している点には、細心の注意が必要である。

**図表1**は、わが国の実質輸出、鉱工業生産、在庫循環の動きを示したものである。生産は一進一退ながらも底打ちしており、実質輸出に持ち直しの動きが見られる。加えて、在庫調整が着実に進展している点にも注目したい。

**図表1：日本の実質輸出、鉱工業生産、在庫循環**



<sup>1</sup>日本の「景気拡張・後退局面」は、景気動向指数研究会での議論を経て経済社会総合研究所長が設定する。

### 実質賃金の増加が個人消費を下支え

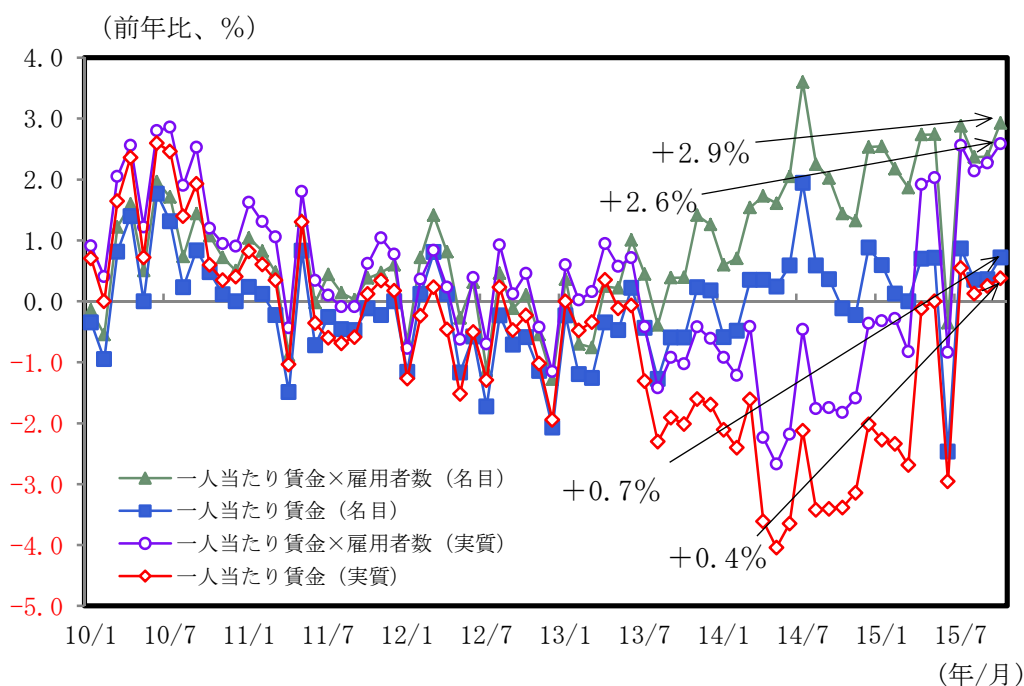
さらに、実質賃金が増加に転じたことも、個人消費の活性化を通じて日本経済を下支えするとみられる。

**図表 2** を見ると、足下で一人当たり賃金(実質)が前年を上回る推移が続けていることが分かる。消費税率引き上げの影響により 2014 年度は大幅な減少が続いたものの、増税による物価押し上げの影響が剥落したことに加え、原油価格の下落が物価に対して大きな下押し圧力として作用していることが、実質賃金の押し上げに寄与している。このような物価面での押し上げに加え、労働需給のタイト化やベースアップを背景に名目賃金も上向きの動きが続いており、良好な所得環境が継続している。

さらに、マクロの賃金(一人当たり賃金×雇用者数)を見ると、前年比+2%台後半での推移が定着している。雇用者数が持続的に増加しており、マクロの賃金を押し上げる構図が続いているのだ。

過去のデータを検証すると、定期給与の増加は、特に耐久財やサービスへの支出を拡大させる度合いが大きい。また、雇用者数の増加はサービス消費を誘発する傾向がある。これらの推計結果を勘案すると、先行きの個人消費は、サービス消費にけん引役としての期待が高まるだけでなく、消費税率引き上げ後、低調な推移の続く耐久財消費も増加傾向へと復することが期待される。

図表 2 : 一人当たり賃金とマクロの賃金



## 2.2 日本経済は正式に「景気後退」局面入りと判定されるのか？

### 2.2.1 過去の GDP 統計の動きに照らすと「景気後退」局面入りの可能性が否定できず

#### GDP 統計の需要項目別動向は「景気後退」局面入りの可能性を示唆

今後の日本経済を巡る焦点は、「踊り場」局面入りした日本経済が、正式に「景気後退」局面入りと判定されるか否か、という点である。

**図表 3** は、1980 年代以降の景気の「踊り場」局面と、正式に「景気後退」に陥った局面の平均的な実質 GDP の動きを比較した図表である。ここでは 2 つのポイントを指摘しておきたい。

まず第一に、「景気のドライバー」という観点から見ると、「踊り場」局面は、消費者マインドの悪化などを背景とする個人消費の一時的な調整によってもたらされることが多い。さらに、「踊り場」の場合には、輸出が減速傾向にあるものの基本的にプラスを維持している点が注目に値する。これに対して、「景気後退」のケースでは、輸出がマイナスに転換している。

第二に、民間在庫の動きにも、「踊り場」と「景気後退」の違いを見いだすことができる。過去の平均的な動きからは、「踊り場」へ突入する 1 四半期前には民間在庫がマイナスに寄与する一方で、「踊り場」に突入すると大幅なプラス寄与に転換している。これに対して、「景気後退」に入る 1 四半期前には民間在庫が大きくプラスに寄与する一方で、「景気後退」に突入すると寄与は大幅に縮小している。

こうした GDP 統計の需要項目別動向に見られる 2 つの特徴と、足下の実績値から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく、正式に「景気後退」局面に入ったと判定される可能性が存在することは、紛れもない事実であろう。

第一に、景気の弱さが確認された 2015 年 4-6 月期の GDP の需要項目別動向を確認すると、アジア向けや米国向けを中心に輸出が急減したことが大きな下押し要因として働いている。この背景には、世界的に景気の「成熟化」が進行し、グローバルに貿易数量が伸び悩んだことがある。

第二に、在庫の動きを確認すると、高成長を記録した 1-3 月期に民間在庫が大幅なプラスに寄与した後、4-6 月期に関しては経済成長に対するプラス寄与が小幅ながらも縮小した。

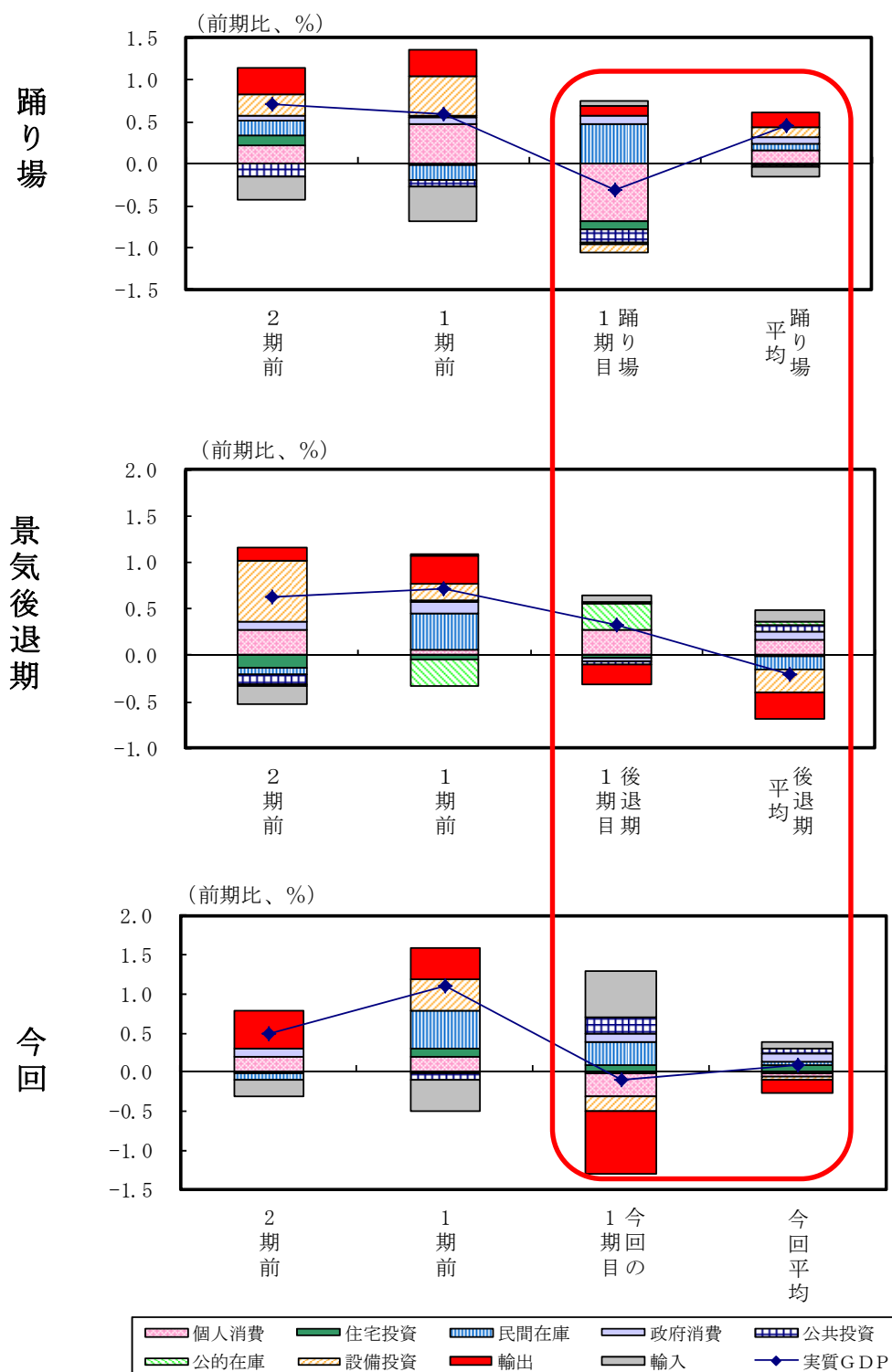
これら 2 つの動きはいずれも正式に「景気後退」局面入りしたと判定される可能性を示唆しており、特に前者の輸出の急減について注意する必要がある。

#### 海外経済の動向が最大のカギ

なお、**図表 3** で、先行きの日本経済を展望するうえで、「踊り場」と「景気後退」のそれぞれの期間の平均的な GDP の推移も確認しておきたい。両者の決定的な違いとして、①輸出、②設備投資、③民間在庫、という 3 つの需要項目に注目する必要がある。「景気後退」期にはこれらがいずれも減少傾向で推移する一方で、「踊り場」局面では小幅ながらプラスとなっている。

こうした観点から「今回平均」を観察すると、特に、輸出の減少が注目に値する。以上の状況に鑑みると、正式に「景気後退」局面入りしたと判定される可能性が生じている。

図表3：景気の踊り場・後退期と足下の比較（四半期ベース）



(注1) 1980年以降の踊り場の平均。踊り場の時期は大和総研で設定。

(注2) 1980年1-3月期から1994年4-6月期は2000年基準、  
1994年7-9月期から2005年基準。

(注3) 今回の1期目は2015年4-6月期。今回平均は2015年の4-6月期と7-9月期の平均。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

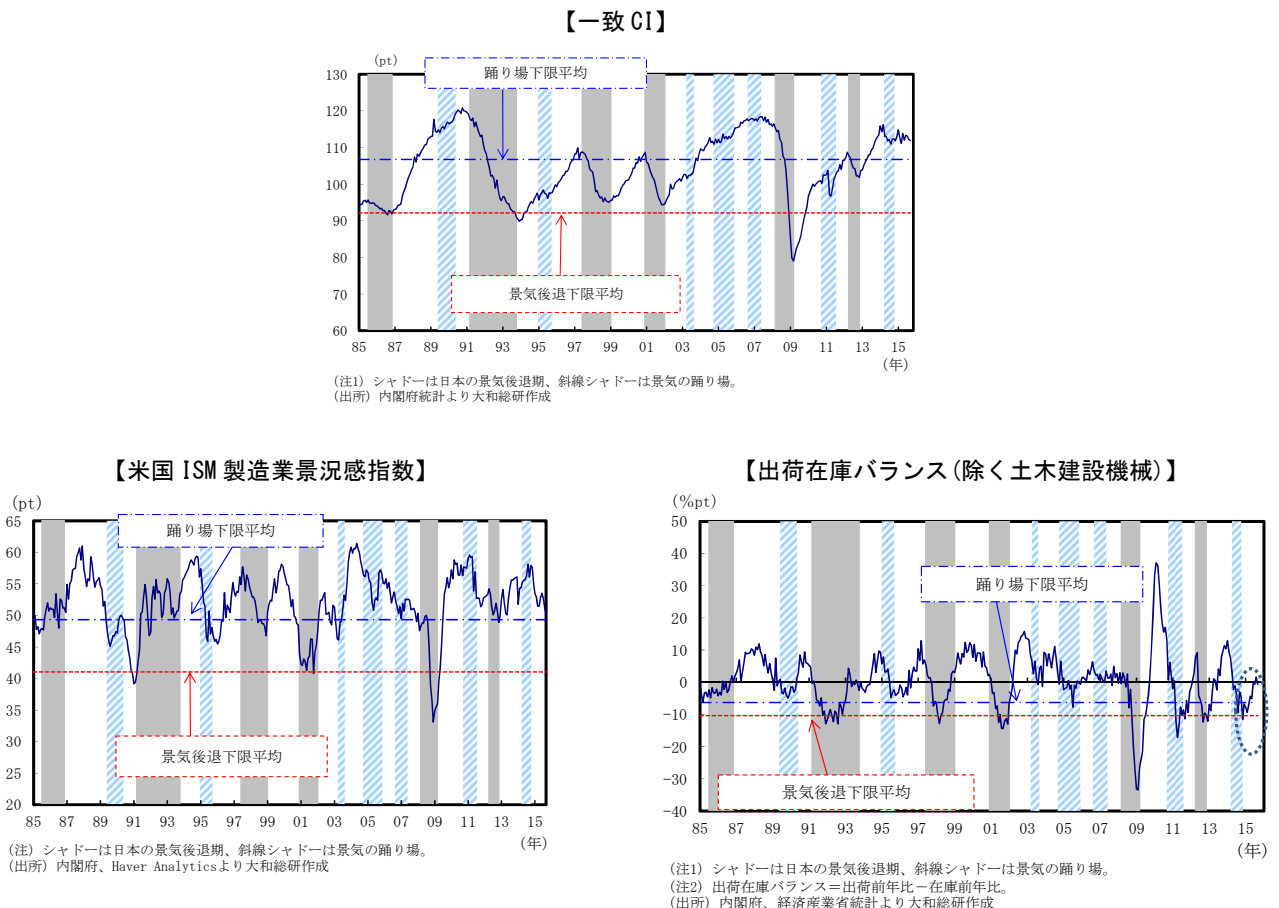
## 2.2.2 日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまる

「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）は、「踊り場」局面を示唆

次に、足下の景気動向をより正確に捉えるために、月次統計の動向から日本経済の現状について考察したい。当社は、日本経済の「踊り場」局面と「景気後退」局面における様々な経済指標・金融データを比較・対照した結果、両者を分けるメルクマール（判断基準）として、①一致CI、②米国ISM製造業景況感指数、③出荷在庫バランス、という3指標に注目している。

**図表4** 上図は一致CIの動きを見たものである。足下で同指標の水準は、過去の「踊り場」局面の下限平均よりも高いレベルで推移しており、足下の景気に対する過度の悲観は無用であることが分かる。**図表4** 左下図に示した米国ISM製造業景況感指数の推移を見ても、同様の結論が得られる。すなわち、日本経済に大きな影響を与える海外経済の動向にも、わが国を「景気後退」に突入させるほどの弱さは見られない。さらに、**図表4** 右下図に示した、生産の先行指標とされる出荷在庫バランスについても、足下で「踊り場」の下限平均を上回る位置を保っている。なお、足下で鉱工業在庫は増加傾向をたどっているが、『オフロード法』関連省令・告示改正に伴い一部の機械を作りだめする動き」という特殊要因が大きく作用している。この結果、在庫水準は押し上げられているが、その中身は決して“意図せざる在庫増加”ではない。現状では、上記の特殊要因を除いた在庫水準がすでに低下し始めていることなどを勘案すると、在庫調整に対する過度の不安は無用であろう。

図表4：「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）





結論：仮に正式に「景気後退」入りと判定されても、日本経済の調整は短期かつ軽微なものに

ここまでの議論を総括すると、日本経済は、GDP 統計の需要項目別動向からは正式に「景気後退」局面入りと判定される可能性がある一方で、重要な 3 つのメルクマールは「踊り場」局面を示唆するなど、両者で明暗が分かれる結果となった。ただし、仮に正式に「景気後退」局面入りと判定された場合でも、①実質輸出の持ち直し、②生産の底入れ、③在庫調整の進展、④実質賃金の増加などが好材料となり、日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまろう。当社のメインシナリオでは、2016 年にかけて日本経済は緩やかな回復軌道に復すると予想する。

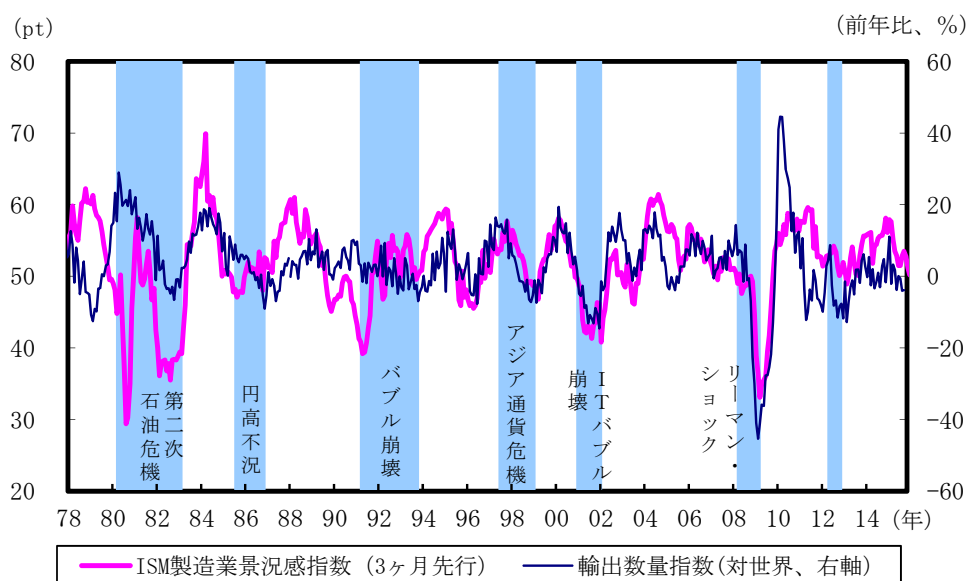
### 米国経済の動向がポイント

最後に、先行きの日本経済を展望するうえで、米国経済の動向がポイントになることを再度強調しておきたい。わが国の輸出動向は米国の企業部門のマインドと非常に高い連動性を有している。

図表 5 は米国製造業の景況感を示す ISM 製造業景況感指数と日本の輸出数量指数の推移を示したものである。両者は極めて高い連動性を有しており、米国製造業の立ち上がりが先行きの輸出増加のカギになることが確認できる。米国は日本にとって長らく最大の輸出相手国であり、米国経済の動向が輸出を通じて、日本経済に大きな影響を与えてきたことは言うまでもない。さらに、米国経済の影響はこうした直接的な経路だけにとどまらず、日本から米国以外の国への中間財輸出にも大きな影響を与える。これらの理由から、日本の対世界向け輸出数量は米国の企業マインドに遅行する傾向があるのだ。

ISM 製造業景況感指数は 2014 年後半から急速に低下しており、これに若干遅れる形で日本の輸出も急減することとなった。ただし、足下では ISM 製造業景況感指数は底入れの動きを示しており、過去の関係性に照らすと、日本の輸出数量が底割れする事態は回避される公算である。

図表 5：ISM 製造業景況感指数と輸出数量指数の関係



(注1) 87年以前は実質輸出（輸出金額／輸出物価）の前年比。

(注2) シャドローは景気後退期。

(出所) ISM、財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

### 3. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

#### 日本経済が抱える5つのリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、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ユーロ圏の動向、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、の5点に留意が必要である。

本章では、これらのリスク要因の中で、現在、金融市場関係者にとって最大の関心事項である、中国経済の動向に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。結論をあらかじめ述べれば、当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円以上の過剰融資」「400兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆～800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパン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であろう。

### 3.1 中国経済が抱える問題の全体像

#### 「短期＝楽観。中長期＝悲観」

2015年の夏場以降、中国における「バブル」崩壊の懸念が急速に強まっている。中国が突如として、人民元の切り下げに踏み切ったことをきっかけに、グローバルな金融市場は激震に見舞われた。われわれは、中国経済が抱えるリスクをどのように捉えればよいのだろうか？（→詳細は、熊谷亮丸他「第186回 日本経済予測（改訂版）」（2015年9月8日）参照）

当社の中国に対する見方を一言で述べれば「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国は所詮「社会主義」の国なので、公共投資を中心とするカンフル剤を打てば、問題を1～2年程度先送りすることは可能である。しかし、向こう3～5年程度の時間軸で見れば、中国では「バブル」崩壊のリスクが高まるとみている。

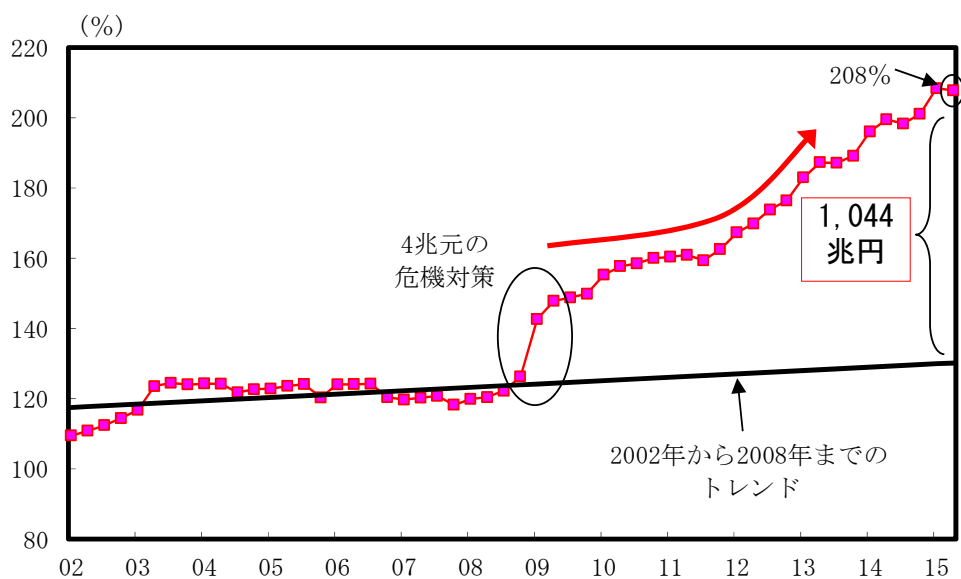
#### 中国における過剰①：過剰融資＝1,000兆円以上

最初に現在、中国には膨大な2つの過剰が存在することを指摘しておきたい。

第一の過剰は金融面での過剰融資である。中国における過剰融資の総額は1,000兆円以上と推定される（**図表6**）。将来的にこのうち何割かが焦げ付く場合、数百兆円規模の不良債権が発生することが懸念される。わが国の「バブル」崩壊に伴う不良債権額が100兆円規模であったことを勘案すると、文字通り「人類史上最大のバブル」といっても過言ではない。

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3.5兆ドル（2015年10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6：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。（年）  
（出所）中国人民銀行、中国国家统计局より大和総研作成

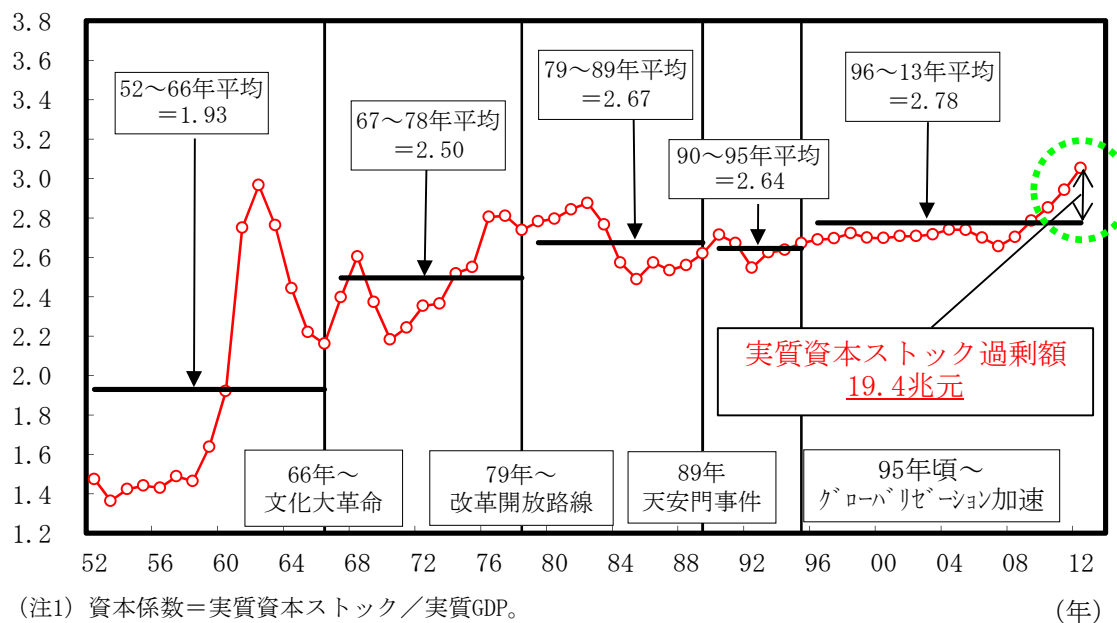
## 中国における過剰②：過剰資本ストック=400兆円以上

第二の過剰は、工場や機械といった、いわゆる「資本ストック」の過剰である。その総額は400兆円以上と推定される。外資を自転車操業的に呼び込んで、資本ストックを増やすことによって成長する、中国の経済成長モデルは大きな曲がり角に差し掛かっている。

**図表7**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うかがえる。

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）の過剰な実質資本ストックが存在する可能性が示唆される。

図表7：中国：資本係数の推移



## 財政出動余地は 600 兆～800 兆円程度

これに対して、中国の財政出動余地はどの程度か？中国が、諸外国並みにストックベースの債務残高を拡大するという前提の下では、600 兆～800 兆円規模の財政出動が可能だと推定される。

すなわち、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 8**）。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。

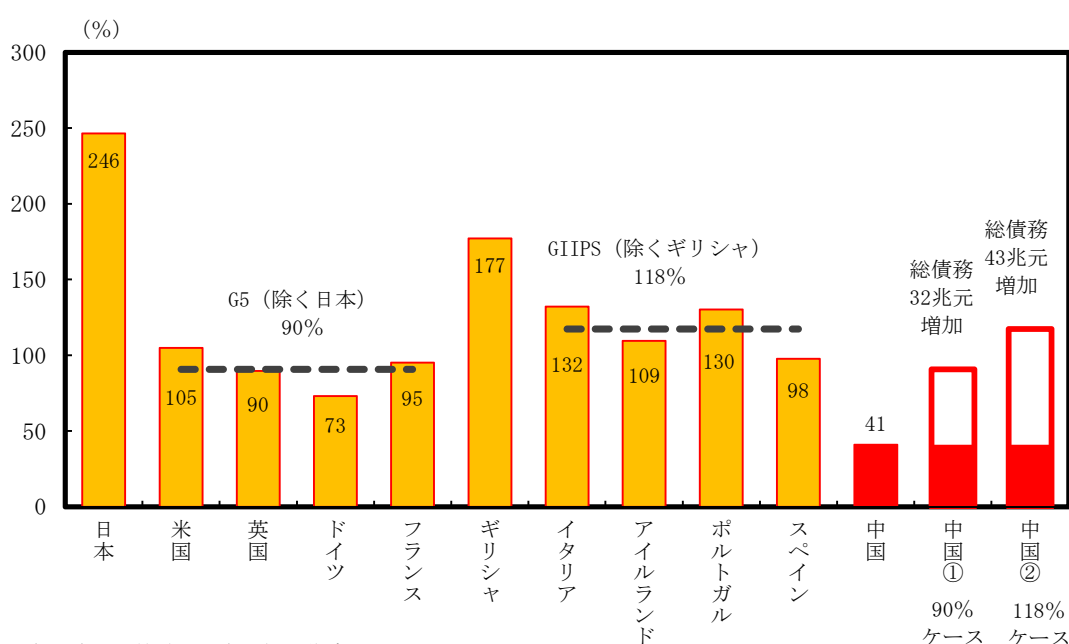
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5（除く日本）と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 32 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

### まとめ：中国経済が抱える問題の全体像

すなわち、現在の中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000 兆円以上の過剰融資」「400 兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が 600 兆～800 兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図なのである。

やはり、中長期的にみると中国経済は決して楽観視できない。仮に中国政府が大型の財政出動を行ったとしても、中国が抱える本質的な構造問題は解決しないからだ。国有企業などが抱える様々な問題を根本的に解決しない限り、中国がどれだけ公共投資などのカンフル剤を打っても、それは問題の先送りにすぎない。将来的には、より一層膨張した「バブル」がはじけるという最悪のシナリオが不可避となるだろう。

図表 8：一般政府債務残高対名目 GDP 比（2014 年）



### 3.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？

#### 中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードは？

ここで、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を定量化しておきたい。当社のシミュレーションによれば、資本ストック調整が本格化する「メルトダウンシナリオ」では、中国の潜在成長率は1.6%まで低下し、実際の経済成長率は大幅なマイナスに陥る（**図表9**）。

もちろん、一般論として言えば、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。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

しかしながら、中国経済が「メルトダウン」する場合には、全く別次元の話となる。その影響は世界経済を奈落の底に叩き落とすほどの強烈なインパクトを持つことになりかねない。

中国の政策当局には、自らが置かれた状況を的確に認識したうえで、中長期的な構造改革と、短期的なカンフル剤による景気刺激策をバランスよく講じて、何とか中国経済を「ソフトランディング」に導くことを切に期待したい。

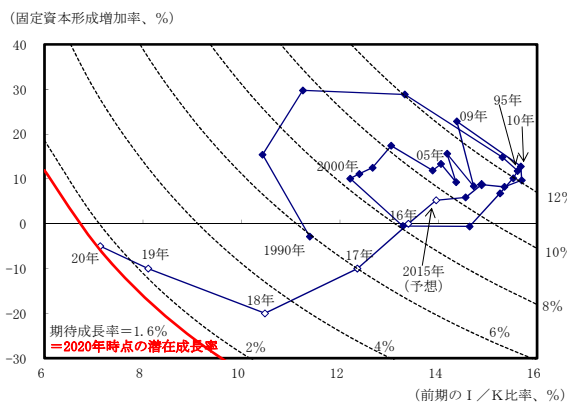
**図表9：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）**

#### 【潜在成長率の要因分解】



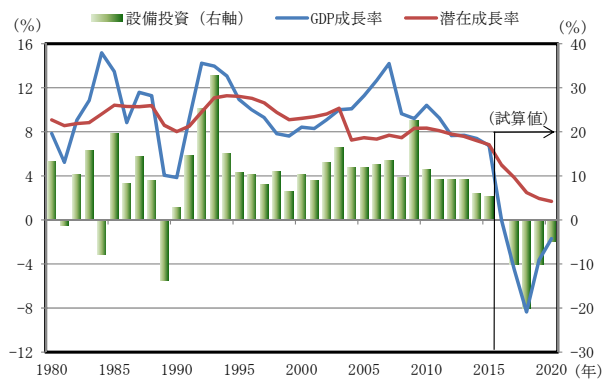
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。  
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

#### 【資本ストック循環図】



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

#### 【経済成長率】



(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

### 3.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し

#### 景気循環信号指数には下げ止まりの兆し

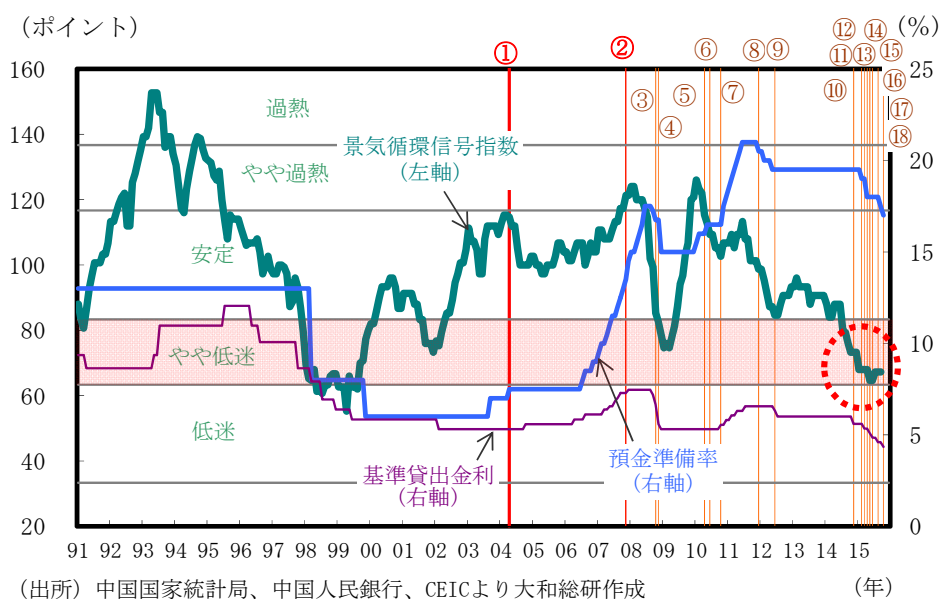
ただし、中国経済は向こう1~2年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

**図表10**で中国の「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、現在、「やや低迷」を示すゾーン（63.33~83.33）で推移している。しかし、足下では、財政・金融政策の発動を受け、同指数には下げ止まりの兆しが生じている。

#### 「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10：中国：景気循環信号指数



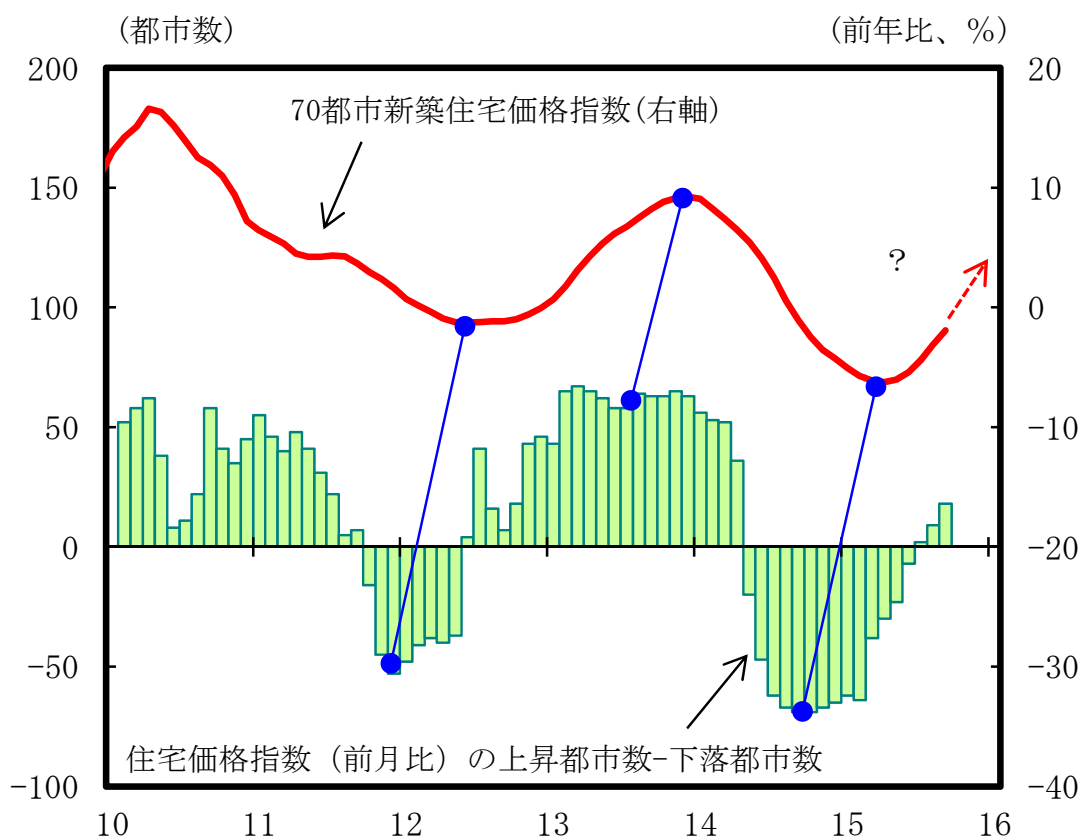
①2004/4	総量規制強化	⑪2015/2	預金準備率引き下げ
②2007/10	総量規制強化	⑫2015/3	利下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑭2015/5	利下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑮2015/6	利下げ
⑥2010/6	人民元の弾力化		預金準備率引き下げ
⑦2010/10~2011/7	利上げ	⑯2015/7	株価維持策実施
⑧2011/12	預金準備率引き下げ	⑰2015/8	預金準備率引き下げ
⑨2012/6	利下げ		利下げ
⑩2014/11	利下げ	⑱2015/10	預金準備率引き下げ
			利下げ

### 個人消費との連動性を有する、中国の不動産価格に下げ止まりの兆し

当社は、とりわけ足下の中国の経済データの中で70都市新築住宅価格指数（前年比）の先行指標が上向いている点に注目している（**図表 11**）。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がある。「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、上昇ペースが加速している。70都市新築住宅価格指数は先行指標である「上昇都市数－下落都市数」に遅れること7ヶ月、2015年4月に底を打ち、上昇基調に転じた。足下でも「上昇都市数－下落都市数」は上昇基調が継続していることから、70都市新築住宅価格指数についても当面上昇傾向が続く可能性が高いと考えられる。

なお、当社の定量分析によれば、中国の個人消費は、株価ではなく不動産価格の動向によって規定されている部分が多い。この点を踏まえると、不動産価格の上昇傾向が当面続く可能性が高いことは、中国経済全体にとって、非常に好ましい材料であるといえよう。

図表 11：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。

(年)

(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成



図表 12：日本経済・金利見通し

	2014. 10-12	2015. 1-3	4-6	7-9	(予) → 10-12	2016. 1-3	2013年度	2014年度	(予) → 2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.8 -1.0	4.4 -1.1	-0.5 0.7	1.0 1.6	0.3 1.3	1.2 0.5	2.0	-1.0	1.0	1.5
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	15.5	16.9	17.6	17.9	18.0	1.5	7.9	17.8	18.4
失業率 (%)	3.5	3.5	3.3	3.4	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	-0.1	0.1	0.6	0.8	2.8	0.2	1.0
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187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