

2016年1月21日 全12頁

日本経済見通し：景気下振れリスクが強まる

景気の緩やかな回復を予想するが、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

[要約]

- **景気下振れリスクが強まる**：2016年に入り、世界的な金融市場の混乱が続いている。当社のメインシナリオでは、2016年の日本経済は、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、緩やかに回復する見通しであるが、世界的な金融市場の混乱を受けた、景気下振れリスクには警戒が必要となろう。
- **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. 景気下振れリスクが強まる

2016年に入り、世界的な金融市場の混乱が続く

2016年に入り、世界的な金融市場の混乱が続いている。当社のメインシナリオでは、2016年の日本経済は、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、緩やかに回復する見通しであるが、世界的な金融市場の混乱を受けた、景気下振れリスクには警戒が必要となろう。

1.1 日本経済は「踊り場」局面入り

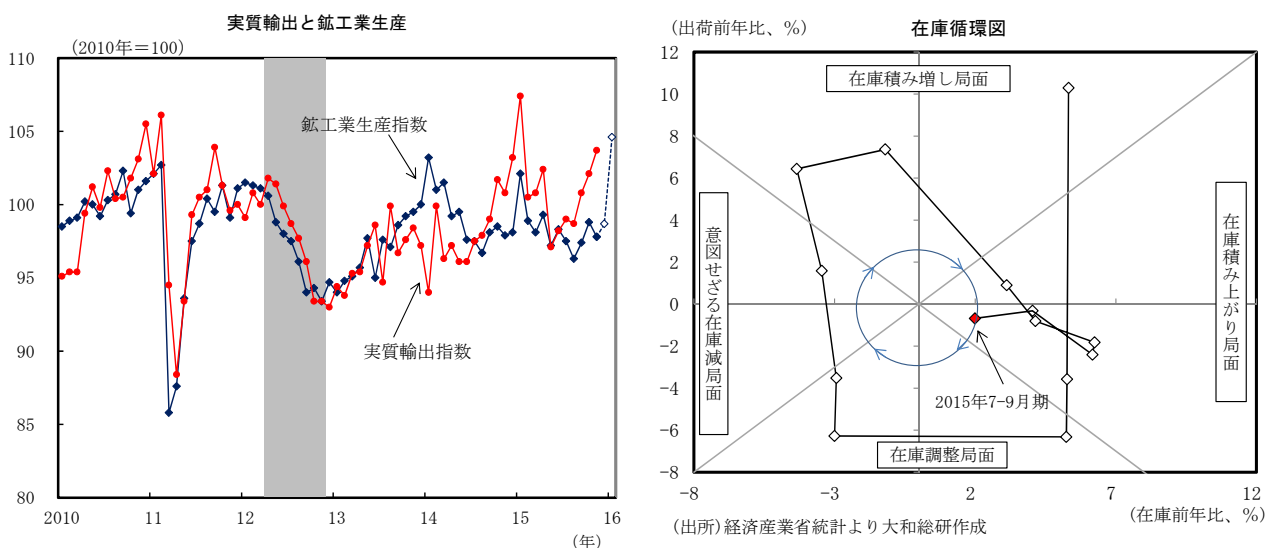
「踊り場」局面入りしたが、2016年にかけて日本経済は回復へ

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¹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



(注1) シャドローは景気後退期。

(注2) 鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

¹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

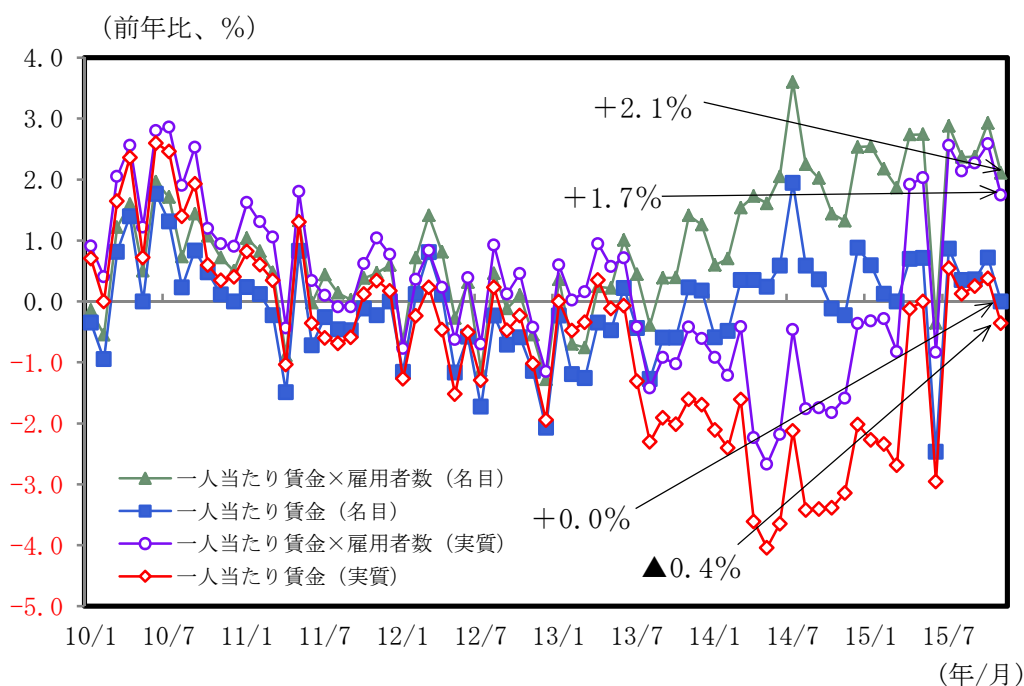
さらに、実質賃金が増加に転じたことも、個人消費の活性化を通じて日本経済を下支えするとみられる。

図表 2 を見ると、このところ足下で一人当たり賃金(実質)が前年を上回る推移が続い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)を均して見ると、前年比+2%台での推移となっている。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. 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。

2.1 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。

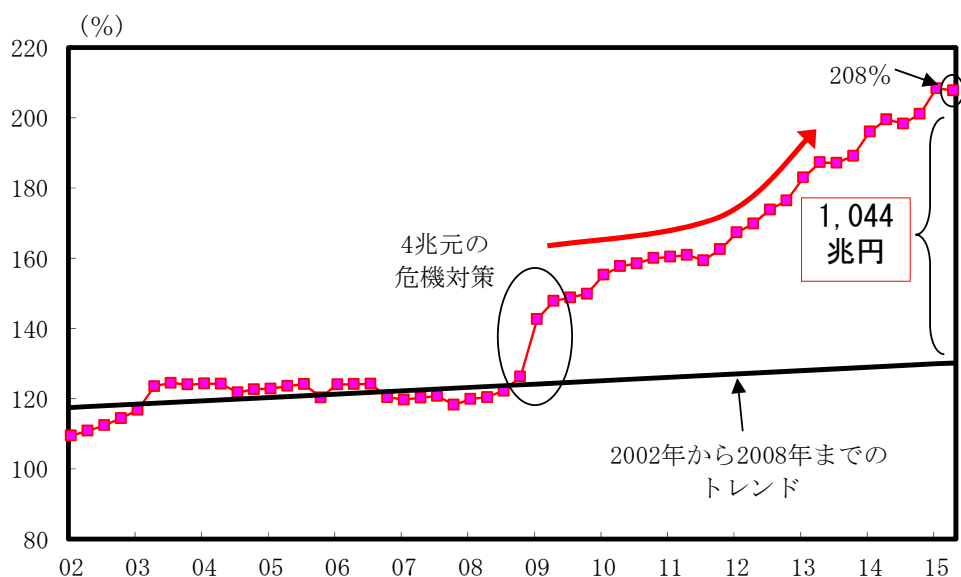
中国における過剰①：過剰融資＝1,000兆円以上

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3**）。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3：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

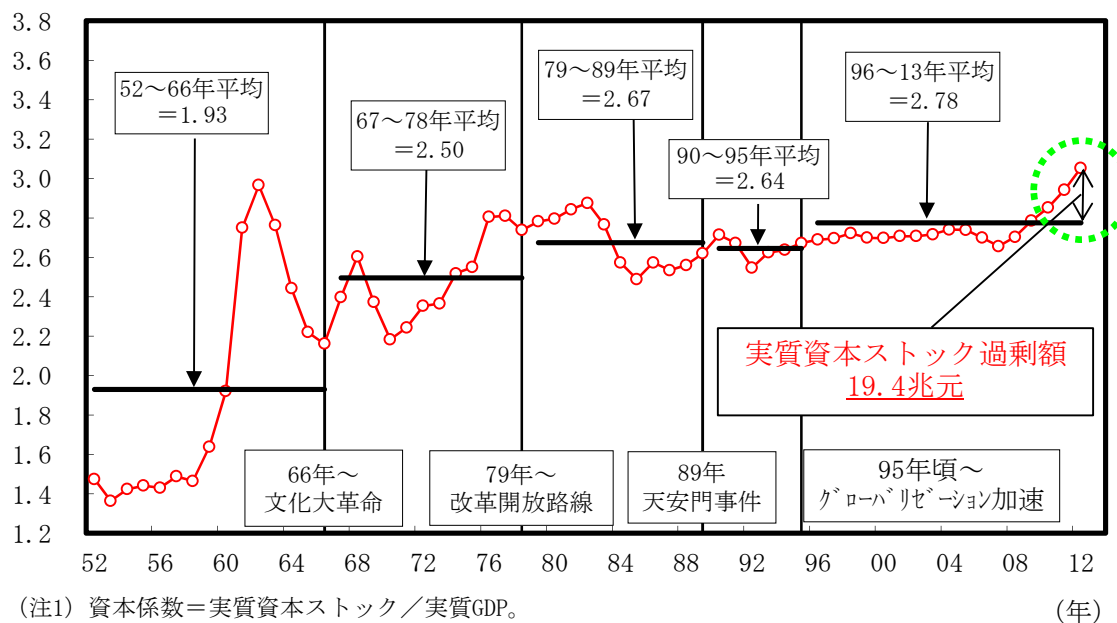
中国における過剰②：過剰資本ストック＝400兆円以上

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 4 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 4：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 5**）。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。

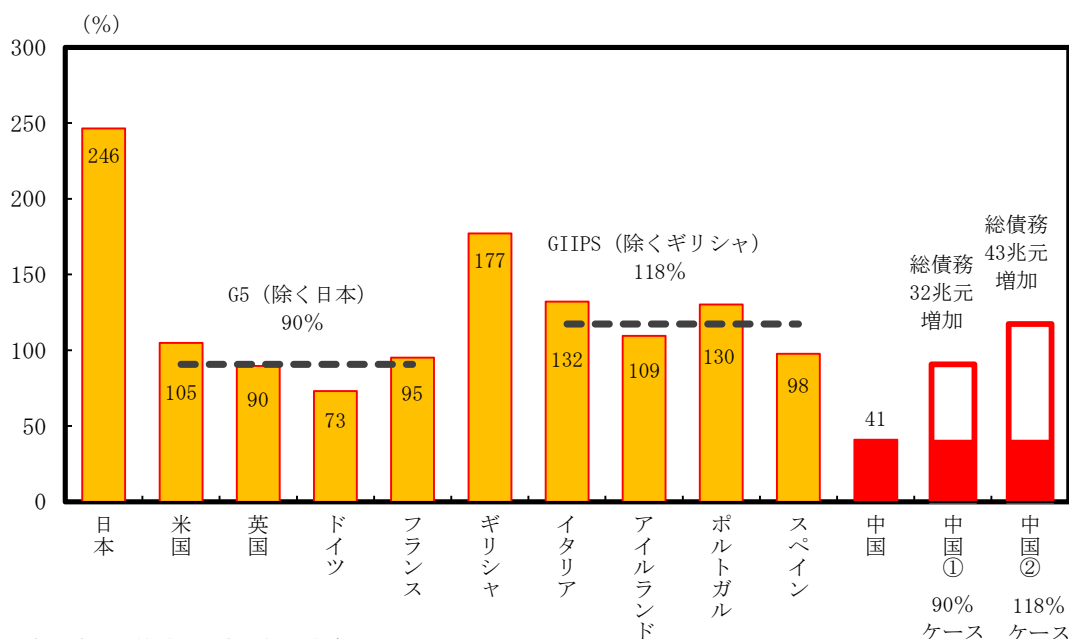
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5（除く日本）と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 32 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

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 5：一般政府債務残高対名目 GDP 比（2014 年）



(出所) IMF統計より大和総研作成

2.2 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6**）。

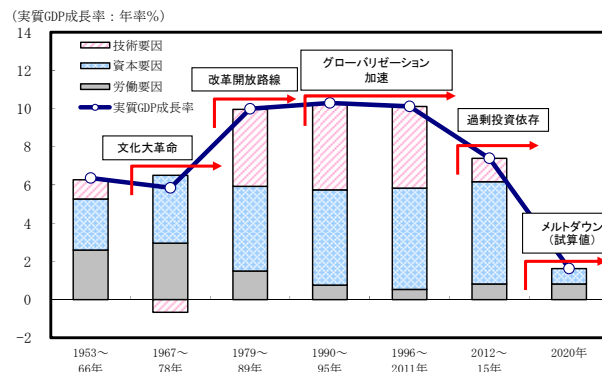
もちろん、一般論として言えば、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

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。

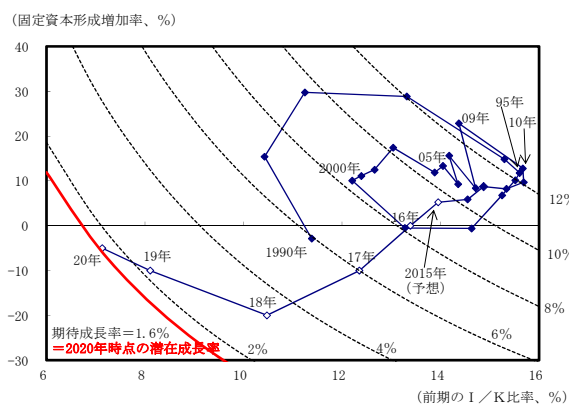
図表6：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）

【潜在成長率の要因分解】



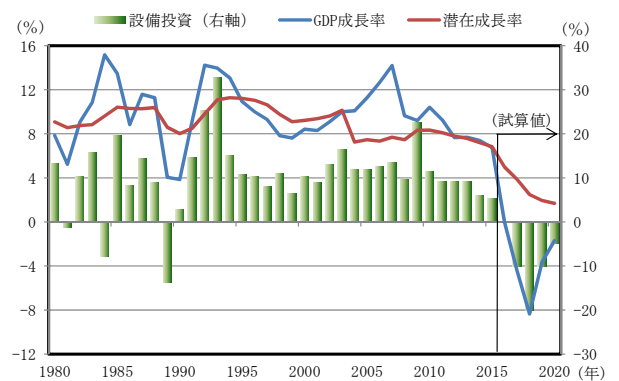
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

【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

2.3 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

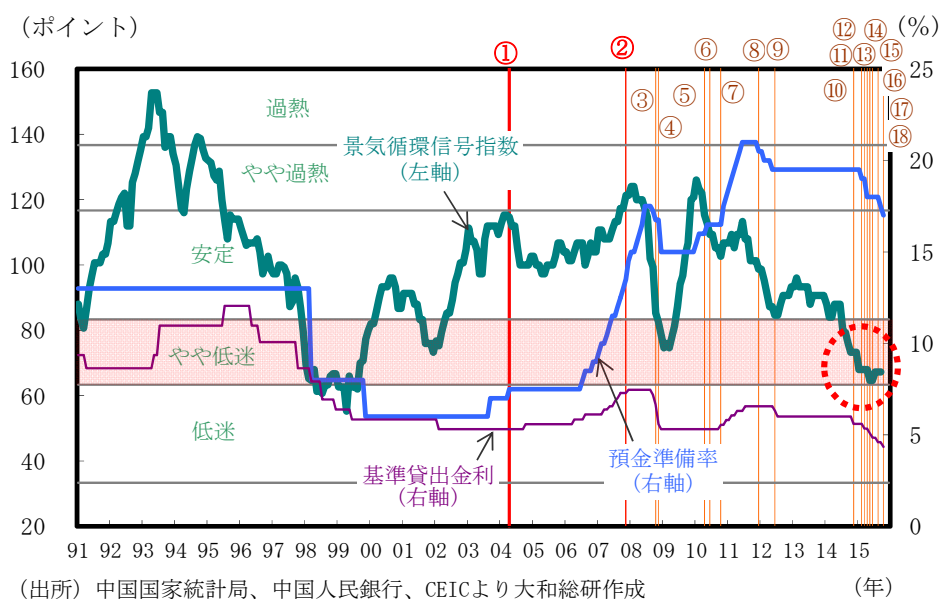
ただし、中国経済は向こう1~2年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

図表7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7：中国：景気循環信号指数



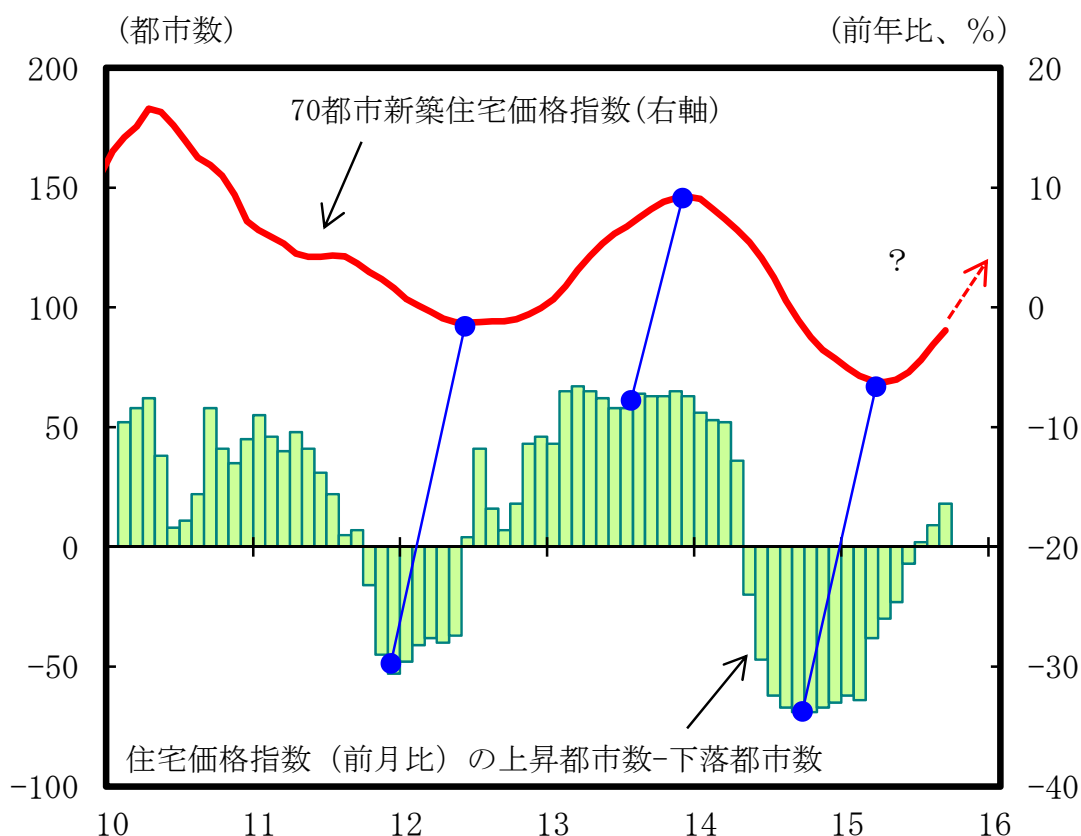
| | | | |
|-----------------|-------------|----------|-----------|
| ①2004/4 | 総量規制強化 | ⑪2015/2 | 預金準備率引き下げ |
| ②2007/10 | 総量規制強化 | ⑫2015/3 | 利下げ |
| ③2008/10 | 総量規制緩和 | ⑬2015/4 | 預金準備率引き下げ |
| ④2008/11 | 4兆元の財政政策を発表 | ⑭2015/5 | 利下げ |
| ⑤2010/4 | 不動産規制強化 | ⑮2015/6 | 利下げ |
| ⑥2010/6 | 人民元の弾力化 | | 預金準備率引き下げ |
| 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8**）。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8：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 9 : 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 | 0.29 | 0.25 | 0.69 | 0.46 | 0.33 | 0.35 |

(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