

2015年10月1日
No.2015-030

不透明感高まる景気と2015年度下期の経済政策運営 ～中国減速のインパクトと「民間支出喚起型経済対策」～

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

《要 点》

- ◆ わが国景気の先行きに対し俄かに不透明感が高まっている。景気変調の兆しが出てきた直接的な契機は、今夏に台頭した中国経済の失速懸念とそれに伴う国際金融市場の不安定化である。これまでも中国経済の失速観測は浮上しては消えることを繰り返してきたが、今回こそはこれまでとは異なるとの見方が強まっている。
- ◆ 中国政府は、雇用安定のためにあらゆる手を尽くすはずであり、債務残高のGDP比からみてそのための十分な財政的な余裕もある。加えて、「一带一路構想」を打ち出し、アジアインフラ投資銀行の創設によって世界から資金を集め、中国以外のアジア諸国も含めてインフラ整備を大規模に行って、中国国内の過剰生産能力のほけ口を作ろうともしている。こうしたことから、中国経済がこのまま失速する可能性は低いと判断される。その一方で、中国経済の成長率が大きく回復するとみるのも難しく、わが国の90年代でみられたように、中国でも企業部門の投資活動は停滞し、それによる景気下振れ圧力を相殺すべく、政府による国内インフラ投資が継続的に行われていくであろう。その過程で、中国の公的債務残高は実態的に累増していくことになるが、経済の崩壊は避けることができよう。
- ◆ 中国経済のハードランディングは避けられると予想されるものの、中国減速の世界経済への影響は大きい。資源の「爆買い」が消失することにより、一次産品価格は弱含みとなり、資源国経済に下押し圧力がかかることになる。また、過去中国国内では重化学工業が生産能力を大幅に高めているだけに、国内景気減速による需要の低下はグローバル市場における重化学工業製品の深刻な供給過剰をもたらす。一方、依然として世界最大の経済大国である米国経済は、少なくともなおしばらくは家計部門主導の成長が期待できる状況にある。米国の金融引き締めの影響が懸念されているが、Fedは米国金融政策が新興国経済に及ぶ影響を気にしており、利上げのペースは極めて緩慢なものにとどまるであろう。向こう数年、グローバル経済は低成長を余儀なくされ、国際金融市場も乱高下がみられるが、世界同時不況突入は何とか避けられると判断される。
- ◆ 中国経済の下振れは直接・間接に日本企業の業績にマイナスに影響し、その景気下押しインパクトは無視できない。もっとも、最大の輸入市場である米国が堅調を維持するため、世界同時不況は避けられると予想される。ならば、当面国内経済に弱さは残るにしても、景気の後退局面入りは回避可能であろう。しかし、今回注視が必要なのは、マインド面を通じた影響である。現時点では、日本企業の業績状況は極めて良好であるが、問題は景気の自律回復メカニズムの作動が弱いことである。

実体経済はそれほど悪くなくとも、マインド面から実際に実体が悪化する恐れがある。そうした状況で中国経済の一段の下振れなど景気に下押し圧力が増した場合、スパイラル的な不況に入らないにしても、国内景気が後退局面入りし、漸く脱出の兆しが見えていたデフレが再燃するリスクを排除できない。

- ◆ 以上のようにみれば、政策当局は行動を求められる局面にある。とはいえ、昨年と同じパターンで財政金融政策面での追加対策を講じればよいというわけではない。いま打ち出すべきは、従来型の公共投資追加を軸とした「公的需要追加型経済対策」ではなく、①省力化投資を喚起する投資減税や助成措置、②中期的な最低賃金の引き上げ方針と生産性向上支援策の一体的推進、③同一労働同一賃金原則の推進・賃金助成・実務能力育成をセットにした非正規労働者の処遇改善策、④インバウンド観光を挺子にした「グローバルな生産・消費連関の中での産業投資・サービス輸出立国」という成長ビジョン提示とその為の施策、をパッケージにした『民間支出喚起型経済対策』であろう。

本件に関するご照会は、調査部・山田 久宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0930

Mail: yamada.hisashi@jri.co.jp

わが国景気の先行きに対し俄かに不透明感が高まっている。日銀短観9月調査では、大企業製造業の業況判断DI（「良い」－「悪い」）が3四半期ぶりに3ポイント悪化（15→12）し、全産業・全規模では小幅改善（7→8）となったものの、先行きは3ポイントの悪化（8→5）となっている。景気に連動して敏感に動く鉱工業生産指数は、7月・8月と2カ連続で前月比マイナスとなり、予測指数で延長すれば7～9月期の前期比は1%前後の減少となる見込みである。そうなれば2四半期連続のマイナスということになり、景気後退局面入りの可能性も出てくる。需要面をみても、輸出は弱含みが続き、個人消費の回復力も弱めである。春ごろ以降に動意が窺われた設備投資も、先行指標である機械受注が7月に前月比落ち込むなど、夏場以降先送りの動きがみられている。

こうした景気変動の兆しが出てきた直接的な契機は、今夏に台頭した中国経済の失速懸念とそれに伴う国際金融市場の不安定化である。これまでも中国経済の失速観測は浮上しては消えることを繰り返してきたが、今回こそはこれまでとは異なるとの見方が強まっている。このまま中国発で世界同時不況に陥り、日本経済は後退局面入りを余儀なくされるのか。それを踏まえて、政府はどのような経済政策運営が求められるのか、以下で展望する。

1 中国発の世界同時不況はあるか

まず、中国経済の状況からみていこう。習近平政権は、「新常态」をキーワードに従来の投資偏重の高度経済成長パターンを修正し、消費主導のバランスのとれた経済成長パターンへの移行を目指してきた。産業構造としては、重工業・不動産開発主導から高付加価値製造業・サービス産業主導への転換を目指し、低めの成長率でも雇用を維持できる状況が想定されてきた。そうしたなか、過剰投資構造の元凶である地方政府の安易な資金調達あり方にメスを入れ、中国版第三セクター（地方融資平台）の活動を制約し、シャドバンキングへの規制を強めてきた。この結果として、不動産投資の増勢は急速に抑制され、固定資産投資の伸びもここ数年で伸び率が半減した。

当局としては、財政金融政策を適切に実施することで、経済成長ペースをコントロールできるとの思惑があったのであろう。しかし、累積された過剰投資の調整圧力は大きく、小幅の政策調整では景気減速に歯止めが掛からなかった。しかも、サービス産業で雇用が確保されるという思惑が外れ、2015年に入ってから都市部の雇用情勢の悪化が目立ってきた。当局は構造改革の旗は掲げつつも、今春以降は実態的には景気優先の政策運営スタンスに転換し、次々に金融緩和策を実施し、住宅投資やインフラ投資の喚起策を講じてきた。さらには最近、過剰投資抑制に向けて絞ってきた地方政府の資金調達ルートも広げる対応をとった。

習国家主席は中国経済の持続的成長を可能にするために過剰投資・過剰信用の構造調整を進めるとともに、儉約令や腐敗摘発による厳しい政治改革を進めてきたが、そこには腐敗した政治を正すことで庶民の強い支持を獲得しようという意図があるとみられる。ならば、経済が失速して雇用が悪化した結果、現政権から人心が離れることは最も恐れる事態であろう。とりわけ、大規模な腐敗摘発は政権内部での軋轢を引き起こしているとされ、世論の支持を失えば政権の足元が一気に危うくなる。そう考えれば、雇用の安定のために当局はあらゆる手を尽くすはずであり、債務残高のGDP比からみて中国政府にはそのために財政出動を行う余地も十分残されている。加えて、中国政府は「一帯一路構想」（新シルクロード構想）を打ち出し、アジアインフラ投資銀行（AIIB）の創設によって世界から資金を集め、中国以外のアジア諸国も含めて大規模なインフラ整備を推進し、

中国国内の過剰生産能力のはけ口を作ろうともしている。

このように考えれば、中国経済がこのまま失速する可能性は低いと判断される。その一方で、中国経済の成長率が大きく回復するとみるのも難しい。当局としても過剰投資問題を一層悪化させるほどの成長は望んでいないし、企業部門の債務調整圧力が相当な規模に達しているからである。中国の企業部門の債務残高のGDP比は日本のバブル期のピークを上回っており、そこには不採算事業の増加や財テクによるバランスシート悪化がうかがわれる¹。今後、わが国の90年代でみられたように、中国も企業部門の投資活動は停滞し、それによる景気下振れ圧力を相殺すべく、政府による国内インフラ投資が継続的に行われていくであろう。「一带一路構想」を受けたアジア各国でのインフラ需要創出による輸出増効果も景気を下支えする。その過程で、中国の公的債務残高は（公表されるかどうかは別にして）実態的に累増していくことになるが、経済の崩壊は避けることができよう。

このように中国経済のハードランディングは避けられると予想されるものの、中国減速の世界経済への影響は大きいであろう。まず、資源の「爆買い」が消失することにより、一次産品価格は弱含みとなり、資源国経済に下押し圧力がかかることになる。2000年代以降、中国は先進国への輸出を増やす一方、アジア諸国をはじめとして新興国からの輸入を増やしてきた分、その減速は輸入を減らして新興国景気にマイナスに作用する。影響はそれにとどまらない。過去、中国国内では重化学工業が生産能力を大幅に高めているだけに、国内景気減速による需要の低下はグローバル市場における重化学工業製品の深刻な供給過剰をもたらす。

このようにみれば、中国経済はハードランディングを避けるにしても、「新常态」への移行が新興国経済に及ぼすマイナス・インパクトは大きい。折しも米国は長きにわたる量的緩和政策に終止符を打ち、利上げに踏み切ろうというタイミングである。Fedは9月利上げを見送ったが、米国経済自体は堅調であり、基本的には年内、遅くとも来年春までには利上げに踏み切るであろう。投資家はリスクに過敏になり、新興国経済の選別が進むことになろう。国際金融市場の不安定な状態が長期化することは覚悟しなければなるまい。

しかし、依然として世界最大の経済大国である米国経済は、少なくともなおしばらくは家計部門主導の成長が期待できる状況にある。米国の金融引き締めの影響が懸念されているが、Fedは米国金融政策が新興国に及ぶ影響を気にしており、利上げのペースはいわばストップ・アンド・ゴーの、状況を注視しながらの極めて緩慢なものにとどまるであろう。向こう数年、グローバル経済は低成長を余儀なくされ、国際金融市場も乱高下がみられるが、世界同時不況の突入は何とか避けられるのではないかと。

2 国内景気の後退局面入りはないか

以上のような世界経済情勢のもとで、わが国景気の先行きはどうか。

まず、中国経済減速の影響からみてみよう。中国経済の下振れの影響はすでに輸出面で顕在化しており、8月の中国向け輸出数量は前年同月比▲9.2%となった。2000年代に入って中国との関係を深めたアジア向け輸出も同▲3.3%と、影響が始まっている。中国向け輸出額の対GDP比率は

¹ 詳しくは、関辰一「限界に向かう中国の企業債務拡大」『日本総研 環太平洋ビジネス情報 Vol.15, No.57』2015年、収載。

3.6%と大きくはないが、アジア全体では8.2%あり、輸出減少への影響はマクロ的には過度に悲観視する必要はないにしても無視はできないスケールである（図表1）。

さらに、個別産業分野ではインパクトが大きい部門もある。とりわけ、鉄鋼などの素材分野では、中国の過剰設備を抱えるもとでの景気下振れで素材デフレを世界に輸出しはじめている。数量・価格の両面で素材産業の収益にマイナス影響を及ぼし始めているのである。そのほか、自動車などの加工業種では、中国への直接輸出は必ずしも多くはないものの、中国現地法人の利益はそれなりの規模があり、アジア地域全体ではかなりの利益を上げている。具体的には、輸送機械産業の場合、2013年度における中国現地法人の経常利益は国内経常利益の13.7%に相当し、アジア全体では33.4%の規模がある。中国景気減速とそのアジア景気下押し作用も含めれば、連結ベースの日本企業の業績下押し影響は無視できず、直接投資収益や特許権等使用料の減少は国内利益を減らす要因になる。

（図表1）わが国企業の中国ビジネスの規模感

【輸出】			
	輸出額 (兆円)	輸出シェア (%)	対GDP比 (%)
中国向け輸出	17.6	23.6	3.6
アジア向け輸出	40.3	54.0	8.2

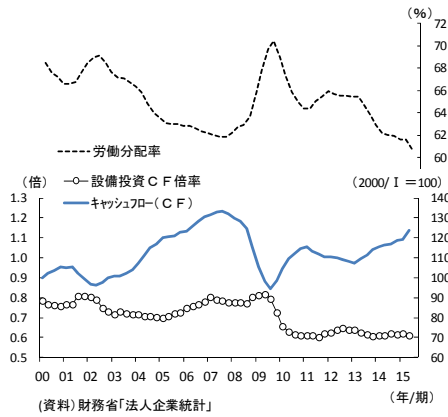
【現地法人経常利益】			【現地法人日本側出資者向け支払】		
	経常利益 (兆円)	対国内経常利益比率 (%)		経常利益 (兆円)	対国内経常利益比率 (%)
中国	2.1	3.6	中国	0.7	1.1
アジア	5.0	8.4	アジア	1.6	2.7
(輸送機械)			(輸送機械)		
中国	0.8	13.7	中国	0.2	3.8
アジア	1.9	33.4	アジア	0.7	11.5

（資料）財務省「貿易統計」「法人企業統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」
 （注）輸出は2014年度、現地法人関連は2013年度の値。

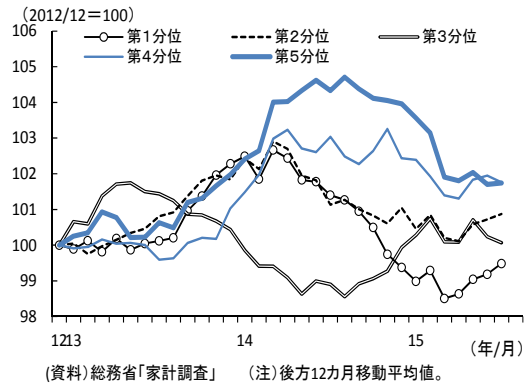
このように、中国経済の下振れは直接・間接に日本企業の業績にマイナスに影響し、その景気下押しインパクトは無視できない。もともと、年内には中国経済の減速に歯止めがかかり、最大の輸入市場である米国が堅調を維持するため、世界同時不況は避けられると予想される。ならば、当面国内経済に弱さは残るにしても、景気の後退局面入りはなんとか回避できるのではないか。

しかし、今回注視が必要なのは、マインド面を通じた影響である。現時点では、日本企業の業績状況は極めて良好であるが、問題は景気の自律回復メカニズムの作動が弱いことである。設備投資は回復基調にあるとはいえ、キャッシュフロー・設備投資倍率は低く、企業の投資スタンスは慎重である（図表2）。個人消費も持ち直してきているものの、収入が伸び悩む中・低所得層の購買意欲は低調であり、これまでリードしてきた高所得層の消費はそもそも変動が大きい面がある（図表3）。先行き不透明感が強まれば、企業は設備投資を先送りし、高所得層の消費も抑制される。つまり、实体经济はそれほど悪くなくとも、マインド面から実際に実体が悪化する恐れがある。そうした状況で中国経済の一段の下振れなど景気に下押し圧力が増した場合、スパイラル的な不況に入らないにしても国内景気が後退局面入りし、漸く脱却の兆しが見えていたデフレが再燃するリスクを排除できない。そうした意味では、すでに足元で投資の先送りの動きがみられることが懸念材料である。

(図表2)設備投資キャッシュフロー倍率、労働分配率



(図表3)所得階層別消費支出の推移



3 2015年度下期の経済政策運営の在り方

以上のようにみれば、わが国の政策当局は行動を求められる局面にある。とはいえ、昨年と同じパターンで財政金融政策面での追加対策を講じればよいというわけではない。コアCPIは8月にマイナスに陥ったものの、食品・エネルギーを除くベースではむしろ伸びが高まっている。国債市場の流動性低下が懸念される状況にあることに加え、財政再建の道筋が不透明ななか、急激な円高が進んでデフレ再燃の可能性が高まるほどのことがない限り、追加緩和は行うべきではない。労働需給のひっ迫から見て日本は需要不足の状態よりも供給力不足の状態にあり、加えて、未曾有の国家債務の累増という事実を直視すれば、需要喚起のための財政政策はもはや安易に実施すべきではない。とりわけ、従来型の公共投資の追加は、建設業の人手不足で有効性が大きく低下している。

すでにみたように、企業部門には十分な富があり、いま求められているのはこれをいかに成長力強化に資する「支出」につなげるかということである。端的にはそれは設備投資という「支出」を喚起することであり、個人消費の拡大を促す賃金の底上げという形で「支出」が行われることも重要であろう。以下、設備投資喚起策、および、賃金底上げ促進策について敷衍しよう。

まず、設備投資についてはその中身が重要である。持続的な人口減少に直面するわが国では、単なる能力増強投資では将来に禍根を残す恐れがある。深刻化する労働力不足をクリアするための省力化投資、具体的には、ロボット開発のための投資や工場の省力化・無人化を進めるIoT投資、人の作業を自動化するIT投資などが望まれよう。そうした内容にフォーカスした投資減税や助成措置が求められる。

一方、個人消費の拡大を促す賃金の底上げ支援策としては、最低賃金の引き上げや非正規労働者の処遇改善が有効である。消費性向は低所得層ほど高い傾向があるが、現状食料品など生活必需品の値上がりが多いこともあり、低所得層の消費活動に弱さがみられる。それゆえ低所得層の賃金を増やす施策が求められているのである。最低賃金の引き上げについては、雇用へのマイナス影響を指摘する声があるが、人口減少ではその影響は顕在化しにくい。体力のない企業を淘汰する圧力となるが、再就職支援をしっかりと行うことで収益性の高い企業に労働力をシフトさせ、生産性向上を実現するべきである。非正規労働者の処遇改善には、①同一労働同一賃金原則の適用を進めつつ、②賃金助成で企業にそのインセンティブを与えたり、③非正規労働者の実務能力育成の仕組みを強

化することが考えられる。

こうした企業の支出行動を促す個別政策に加え、そもそも企業の成長期待を高める施策を講じることが不可欠である。先行きに対するビジョンがなければ企業は設備投資にも賃金支払いにも前向きにはなれないからだ。その点、幸運にも、新たな成長のビジョンが見え始めてきているように思われる。それは、インバウンド観光を梃子にした「グローバルな生産・消費連関の中での産業投資・サービス輸出立国」というビジョンである。訪日観光客が増え、日本ファンになった観光客が帰国して現地日系企業が提供する製品・サービスをますます買うようになり、そうしてあがった海外事業利益を国内に還流させる。さらに、増えた利益を新たな商品・サービスの開発に投入する。とりわけ、環境保全や高齢化の分野での「ウォンツ（未実現欲求）」はまだ多く、総人口が減っても成長できる分野である。日本は「課題先進国」であり、これらの分野での課題解決につながる商品・サービスが開発されれば、とりわけ後を追うアジアで潜在需要は今後大きく拡大する。日本へのあこがれが強まれば、この潜在需要が顕在化するにつれ、日本の先端商品・サービスを多く買ってくれるという、好循環が形成されていくであろう²。

中国株の急落で懸念されていた8月の中国人・訪日外客数は、前年同月比+133.1%増と絶好調を維持した。さすがに今後はハイペースの増加に歯止めが掛かる可能性はあるが、所得水準の向上やLCCの普及などを背景に、中国をはじめ各国からの訪日観光客が高水準を維持できる環境にある（中国は投資は大きく減速しても消費は堅調が予想される）。豊かな自然、おいしい食事、ユニークな現代文化など、世界有数の観光資源を有するわが国のインバウンド観光の可能性は高く、その魅力をきちんと海外に伝えていくことができれば、上記のシナリオ実現の可能性は十分ある³。具体策としては、総花的で印象が薄いとの評がある、今年6月策定の政府成長戦略（「日本再興戦略・改訂2015」）の「追加補正版」を策定することである。成長戦略の重要な使命は、多くが納得し共感できる成長ビジョンを提示することであり、その意味で、ここで示した「インバウンド観光を梃子にした『グローバルな生産・消費連関の中での産業投資・サービス輸出立国』という成長ビジョンを打ち出し、それに必要な施策を優先的に実施する形で、成長戦略の「追加補正版」を示すことが求められよう。

以上を要すれば、政府は新たな経済対策を早急に検討すべきであるが、それは従来型の公共投資追加を軸とした「公的需要追加型経済対策」ではない。いま打ち出すべきは①省力化投資を喚起する投資減税や助成措置、②中期的な最低賃金の引き上げ方針と生産性向上支援策の一体的推進、③同一労働同一賃金原則の推進・賃金助成・実務能力育成をセットにした非正規労働者の処遇改善策、④インバウンド観光を梃子にした「グローバルな生産・消費連関の中での産業投資・サービス輸出立国」という成長ビジョン提示とその為の施策、をパッケージにした『民間支出喚起型経済対策』であろう。

以 上

² 拙稿「異見達見 訪日体験の還流 成長モデルに」『日経ヴェリタス』2015.4.12。

³ デービッド・アトキンソン『新・観光立国論』東洋経済新報社、2015年 が参考になる。

