

主要国は不況の連鎖を阻む「協調姿勢」を示せ

みずほ総合研究所 市場調査部 首席エコノミスト

武内浩二

年初来の金融市場の混乱は一服しているが、中国の経済減速は予断を許さず、世界経済の先行き不透明感は容易に払拭できない。こうした不透明感が「世界連鎖不況」につながるリスクは残存している。金融政策の限界が指摘される一方、主要各国が財政出動に消極的な中、実効的な政策協調の重要性が高まっている。

中国発「世界的な連鎖不況への警戒」がリスクオフ相場の元凶

2016年の金融市場は大荒れの展開で始まった。人民元安や原油安などを契機に新興国経済に対する不安感が高まり、投資家がリスク回避的な行動を強めた結果、金融市場は「世界同時株安」の様相を呈するとともに、安全資産である円や国債に資金が集中した。リスクオフ相場に転じた材料として、米国や中国の経済指標の下振れや中国株の下落に加え、サウジアラビアとイランの外交関係悪化といった地政学的リスクの高まりなどが挙げられる。こうした悪材料が重なったことで投資家心理が急速に悪化したのは確かだろう。しかし、これほどまでに相場が大きく動揺した背景には、中国経済への警戒感や原油安による新興国・資源国経済全体に対する不安が意識され続けてきたことがある。

中国経済への懸念をきっかけとした世界同時株安は、今回が初めてではない。前回2015年8月のときは、人民元の実質的な切り下げが中国株の下落につながり、中国経済に対する減速懸念が強まった。当時と今回のリスクオフ相場の違いを挙げるとすれば、今回は先進国経済への不安が加わったことであろう。新興国・資源国の減速は貿易を介して先進国に悪影響を及ぼすが、こうした影響は2015年のときにすでに認識されていた。今回は、これに加えて、新興国不安による金融市場の混乱がマインドを悪化させ、それが先進国経済の下振れ要素となりうるものが改めて意識されたとみられる。新興国と先進国が同時に減速基調を強めれば、リスクシナリオではあるが世界的な不況に至りうる。つまり、2016年初の金融市場に広がった不安心理の中には、中国に端を発した「世界的な連鎖不況への警戒」があったと考えられる。こうした不安心理の連鎖は、各国の政策対応期待や原油価格の反発などを背景に、小康状態となっているが、これまで何度もリスクオフ相場が繰り返されてきたように、中国経済の減速基調が続く限り、容易には払拭できないであろう。

「世界連鎖不況」が起これば、日本の輸出に打撃

世界経済は、主要国を中心に2015年10～12月期と2016年1～3月の2四半期連続で減速した。日本や米国など先進国の成長率低下が目立ったが、要因としては、新興国経済減速の影響が先進国経済の下押し圧力につながり始めたことが挙げられる。特に2016年に入ってから景況感の落ち込みは、中国を中心とした新興国経済への不安や原油安を受けた金融市場の混乱が影響しているとみられる。足元では、金融市場の落ち着きを受けてこうした景況感も改善しつつあるが、今後中国を中心とした新興国の減速が続き、金融市場の混乱が繰り返されるようであれば、企業や家計のマインド悪化はさらに深刻なものとなる可能性がある。こうした「不安心理の連鎖」「景気減速の連鎖」が、世界連鎖不況につながっていくリスクは確実に高まっているように思われる。

一方、日本に目を向けると、2015年の日本経済はプラス成長とマイナス成長を繰り返す状況が続いた。こうした背景には、日本の潜在成長率の低下がある。潜在成長率とは、「資本」「生産性」「労働力」という生産活動に必要な3つの要素をフルに利用した場合に達成される成長率で、平たく言えば、中期的に持続可能なその国の持つ実力ベースの成長力といえる。日本の潜在成長率は、1990年代前半には2%程度であったが、バブル崩壊後のバランスシート調整や労働力人口の減少が下押し圧力となり、足元では0.5%程度まで低下していると試算される。つまり、安倍政権発足以降、日本の景気は回復基調をたどっているが、実力ベースの成長力は依然として弱く、ちょっとした経済の下押し要因があればすぐにマイナス成長に転じてしまう脆弱さを残している、といえる。2015年について言えば、天候要因などの影響もあったが、新興国経済の減速という下押し圧力が掛かり続けたことがマイナス成長頻発の要因になったと考えられる。

さらに2016年は、円高・株安の下押し圧力が加わっている。円高・株安は輸出や個人消費を減少させ、設備投資を先送りさせることなどによって景気を下押しする。みずほ総合研究所のマクロモデルでは、10%の円高はGDPを0.3%ポイント程度押し下げ、10%の株安は同様に0.4%ポイント押し下げるとの試算結果が得られた。これだけで、日本経済の潜在成長率を上回ってしまう。日本経済は、いつ景気後退に陥ってもおかしくない状況に追い込まれているといえるのだ。

仮に、こうした状況で中国発の世界連鎖不況が起これば、アベノミクスでデフレ脱却がようやく視野に入ってきた日本経済にとって、新たなデフレ不況の引き金となることは想像に難くない。日本の輸出は中国経済、とりわけ製造業と密接に結びついており、中国経済の減速圧力が強まれば、日本の輸出にはかなりの影響が出ると考えられる。そこで、グローバルマクロモデルを用いて、中国経済に対して1標準偏差分の負のショックが生じた場合、つまり中国の成長率が1年後に0.7%下振れたと想定し、主要国の実質輸出がどれだけ下押しされるか、中国経済減速の影響を試算した。すると、日本の輸出への下押し圧力は主要国の中で最も大きいという結果が得られた。米国やドイツなどの主要先進国はもとより、韓国やインドネシア、香港といった日本よりも中国との結びつきが強いと思われるアジアの国々をも上回ったのである。これは、日本の輸出が質・量の両面で中国への依存度を高めていることが一因だが、それに加えて中国経済の変調が他のアジア諸国に波及する結果、第三国向け輸出も大きく落ち込むことが影響している。実際、輸出下押しの内訳をみると、中国向け輸出の減少分は全体の2割程度にすぎない。「中国経済減速の影響」といった場合、中国向け輸出の減少に注目しがちだが、日本については、第三国向け輸出を通じた二次的な下押し圧力が思いのほか大きい点には注意が必要であろう。

金融・財政の政策期待は薄れ、国際協調に期待高まる

世界連鎖不況というリスクシナリオを回避するためには、金融・財政の両面から各国が協調して世界経済を支える姿勢を示す必要がある。2月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議では、年初来の金融市場の混乱を受けて、金融市場安定に向けて「すべての政策手段を用いる」姿勢が示された。しかし、「金融政策のみでは、均衡ある成長につながらない」との指摘や、通貨安競争の回避に向けて「為替市場に関して緊密に協議する」との文言を受けて、金融政策の限界を意識させるものでもあった。

実際、1月の日銀や3月のECBによる追加緩和に対する金融市場の反応は必ずしも好意的とはいえず、景気押し上げ効果についても懐疑的な見方が多いように思われる。こうした中、各国の財政政策への関心も高まっている。中国については相応の財政出動が予想されるものの、前述のようにストック調整が進む中、緩やかな景気減速基調を止めるほど大規模な景気対策は期待できない。米国は大統領選挙中であり、現時点で目立った財政政策の変更は期待しづらい。また、ドイツはそもそも財政出動に否定的であり、景気はかなり落ち込まなければ、積極的な財政出動は行わないであろう。一方、日本については、安倍首相がG7伊勢志摩サミットを控え、議長国として各国に財政政策を中心とした政策協調の働きかけをしており、消費増税の先送りや景気対策の策定の可能性が相応に高まっている。ただし、世界経済の落ち込みを防げるほどのインパクトはないであろう。

結論としては、金融、財政政策とも大きな期待はできない。しかし、各国が下表のような協調的な姿勢を示すことで、不安心理の醸成を抑え、世界経済が連鎖的な悪化に陥るリスクを回避することは可能だ。緩やかな減速を経て回復に向かうか、それとも世界連鎖不況というリスクシナリオに向かっていくか、世界経済は分岐点に立たされているといえよう。(了)

表「世界連鎖不況」を回避するために求められる対応

- | |
|---|
| <p>① 不安の震源である中国の「人民元切り下げ」不安と米国「利上げ」不安の除去</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中国が、資本規制も含めた人民元切り下げ回避と景気重視の政策運営を表明すること ・ 米国が、利上げ停止と景気重視姿勢を表明すること <p>② 景気底入れのための世界各国の協調姿勢</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ G20、G7での景気底上げ姿勢の明示 <p>③ 金融による近隣窮乏化策だけに依存しない各国の内需拡大策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 各国の財政拡大、成長戦略の明示 <p>④ 日本は国際貢献の観点からも、政府と日銀が一体となった金融緩和策、景気対策を遂行</p> |
|---|

(資料) みずほ総合研究所作成

■『中国発 世界連鎖不況 ～ 危機のリスクシナリオ』発刊のお知らせ■

本書では、中国・新興国の経済危機が米国や日本などの先進国に波及し、世界連鎖不況に陥るメカニズムを分析し、こうした事態を回避するための処方箋について解説しています。

[みずほ総合研究所編著 日本経済新聞出版社 2016年5月18日 定価：1,700円＋税]

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。