

米国は中国発の世界経済の減速を乗り越えられるのか

欧米調査部主任エコノミスト

風間春香

03-3591-1418

haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp

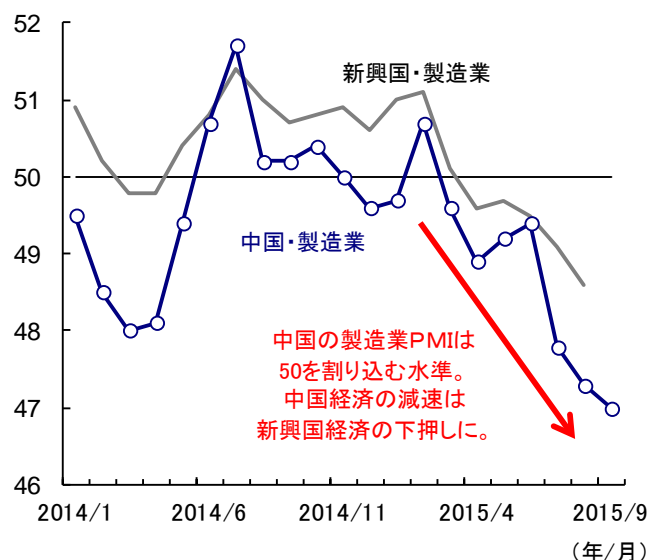
- 中国経済の先行き不透明感が強まるなか、中国を含む新興国経済の動向が米国にどう波及するかに注目が集まっている。
- 輸出への直接的な悪影響は小さいとみられるが、中国経済の減速が資源国や同国との経済的繋がりが強い国々にまで波及することで、間接的に影響が大きくなる可能性がある。
- 米国経済は個人消費をメインドライバーとして今後も堅調さを保つとみられる。ただし、中国経済が予想外に失速するなど、波乱要因には注意が必要だ。

1. 利上げ見送りの一因となった中国経済減速への懸念

金融政策の据え置きが決定された9月FOMC後の記者会見で、イエレン議長は、中国を含む新興国経済の状況が米国にどう波及するかに注目していると発言した。9月の声明文では、「最近の海外経済と金融市場の動向は、経済活動やインフレ率の下押し圧力になる可能性がある」「海外経済の動向を注視していく」との文言が追加されており、FOMC参加者の間で中国経済の減速とその影響の広がりについて警戒感が高まっていたことを示唆している。

中国の景気実態は、7%程度とされるGDP成長率でみるよりも悪化している可能性が高い。中国の製造業購買担当者景気指数（PMI）は景況感の境目である50の水準を下回っており（図表1）、リーマン・ショック後に実施した大規模景気対策の後遺症や、「新状態（ニューノーマル）」と呼ばれる安定成長に向けた構造改革の推進が、製造業活動を悪化させる要因となっている模様である。こうしたなか、8月中旬に中国政府が突如人民元の切り下げを行ったことで、市場では「輸出促進のため元安誘導を迫られるほど、中国経済は悪化しているのではないか」との懸念が強まった（玉井（2015））。

図表1 中国・新興国の製造業PMI



（資料）Markit社より、みずほ総合研究所作成

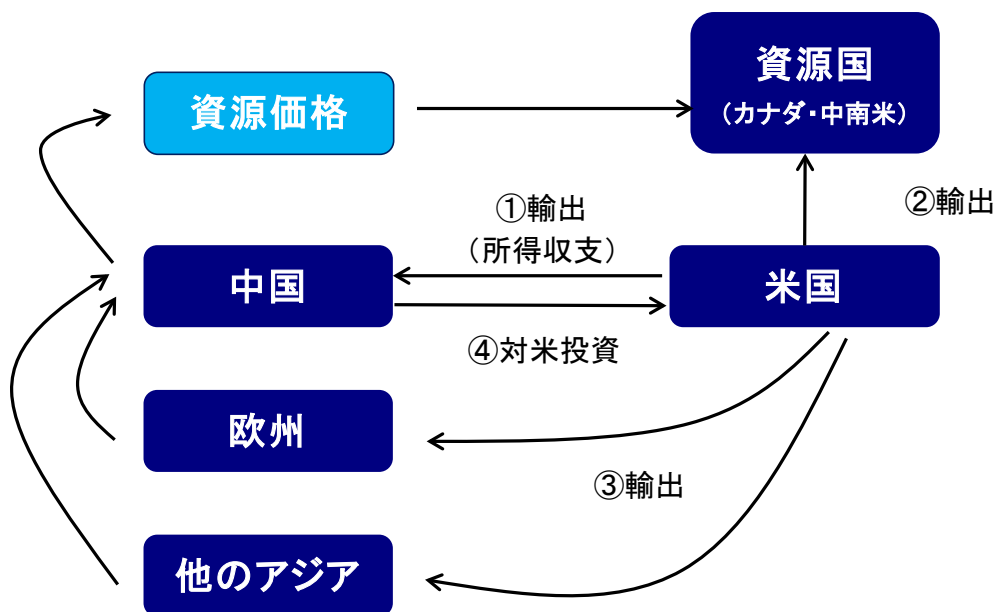
世界第2位の規模を誇る中国経済が減速すれば、その悪影響が様々な国と地域に波及することは疑いの余地がない。米国もその例外ではないだろう。

もともと、直接的なパスとして考えられる、中国向け輸出の減少や中国進出企業の収益悪化による影響は限定的とみられる。前者について、米輸出の仕向地別シェアをみると、中国向けは8%弱にとどまり、近隣のカナダや中南米向けなどに比べれば小さい。中国への輸出依存度が高い他のアジア諸国や中東・アフリカ地域、対中輸出額が大きい欧州など（井上（2015））に比べれば、米国は中国経済の影響を受けにくい貿易構造とも言える。後者については、そもそも、米企業の中国進出が過去劇的に増えてきたといった様子は伺えない。直接投資残高に占める中国の割合は、わずか1%程度にとどまる。もちろん、ミクロ的な動きをみれば、現地法人の収益悪化に伴う本社のロイヤルティ収入（特許等使用料）の減少や配当金の減少によって個別企業に大きな影響が及ぶ可能性はあるが、マクロ的なインパクトはそれほど大きくないだろう。

2. 中国経済減速の間接的な波及に要注意

しかし、中国経済減速による米国への影響は、輸出を通じた直接的な影響（波及経路①）にとどまらない（図表2）。「資源消費大国」である中国経済の減速は、資源価格への下落圧力となり、資源国の景気を悪化させる。とりわけ、カナダや中南米など近隣地域の景気悪化に伴う輸出下押しが懸念される（波及経路②）。また、中国経済の影響を受けやすい貿易構造となっているアジアや欧州向け輸出を通じた2次的な波及効果や（波及経路③）、中国人によるグローバルなマネーの変化が起こりうる点も注目すべきである（波及経路④）。

図表2 中国経済減速による米国への波及経路



(資料) みずほ総合研究所作成

(1) 資源安による世界的所得移転は1.8兆ドル、負の効果が顕在化している恐れ

まずは、資源安を通じた波及（経路②）について検討してみよう。一般的に資源安は、資源輸出国から資源輸入国への所得移転を意味する。つまり、資源の輸入国は、生産コストの低下や家計の実質購買力の改善によって内需が支えられる一方で、資源の輸出国では、資源価格の低下が政府の歳入や企業の売上を直撃する。ここで注意しておく必要があるのは、プラス面の効果は顕在化するまでに時間がかかるが、マイナス面の効果は比較的すぐに現れ、かつ効果も見えやすいことである。この点は、IMF（2015）も、昨年以降の原油安により期待されたプラスの効果は「未だ目に見える形で現れていない」と認めている。

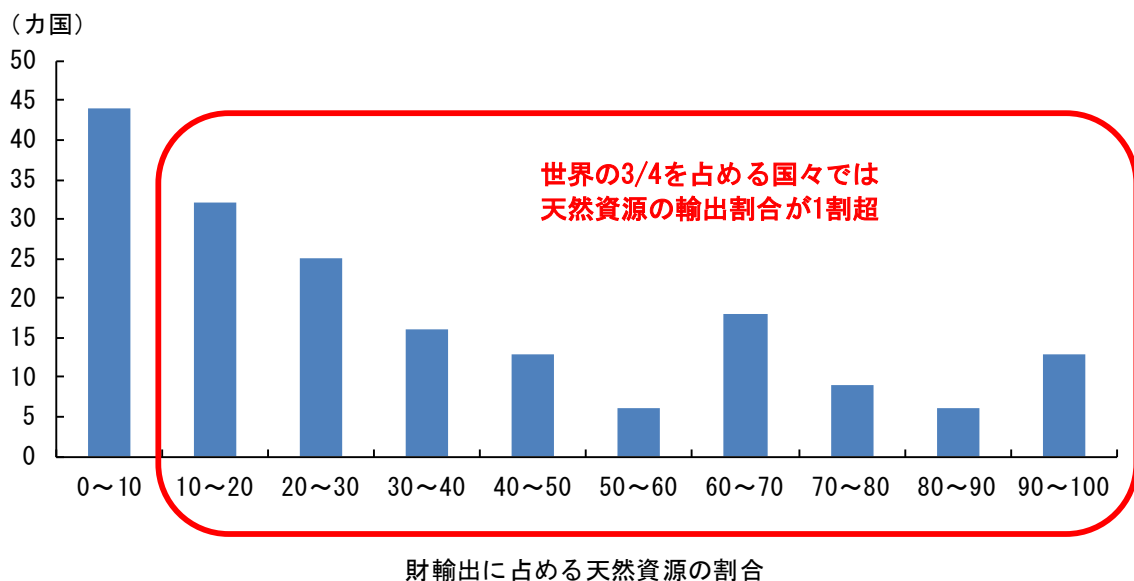
では、資源安でダメージを受けるのはどういった国々なのか。「資源国」という言葉に明確な定義があるわけではないが、UNCTADによれば、世界の4分の3を占める国々では財輸出に占める天然資源の割合が1割超にのぼる（図表3）。世界のほとんどの国が資源の輸出国と言っても過言ではないだろう。マイナス成長に陥っているカナダやブラジルをはじめ、資源安が短期的には世界の広い範囲にわたって景気の足かせとなることが示唆される。

短期的とはいえ、その影響は甚大だ。世界の資源輸出額は約4兆ドルである。IMFの商品価格指数は足元で直近ピーク比44%程度低下しており、単純計算では輸出額が約1.8兆ドル減少していることになる。これは世界のGDP（約77兆ドル）が2.3%押し下げられていることに相当する規模だ。カナダや中南米を中心に、米国にとっての主要な貿易相手国の経済が悪化すれば、米輸出全体として停滞が免れない。

(2) 間接的ながらも、米輸出に無視し得ない悪影響を及ぼす可能性

次に、中国经济減速による米輸出への影響を定量的に分析してみたい。ここでは、中国を震源とす

図表3 「財輸出に占める天然資源の割合」別にみた国と地域の数(2014年)



(資料) UNCTADより、みずほ総合研究所作成

る各地域の生産ショックが米輸出をどの程度押し下げるかを試算する。具体的には、①中国と欧州、中南米、新興国アジアの生産変動の相関関係を用いるとともに、②米輸出と上述した3地域の生産の4変数からなるVARモデルを構築することで、中国の生産変動が各地域の生産変動を介して、米輸出にどの程度マイナスのインパクトを与えるかを調べる。ここでの試算方法は、一義的に図表1の波及経路③を想定したものであるが、現実的には波及経路②と③の影響を区別することは困難である。したがって、試算によって得られる結果は、波及経路②と③を含めた米輸出への影響を示すものと考えている。VARモデルの推計期間は、2000年1～3月期から2015年4～6月期までとし、全ての変数は対数前期差をとっている。ADF検定による単位根検定の結果、各変数は1階差で概ね定常であることを確認した。ラグの次数については、赤池情報基準に基づき、3次のラグを設定している。

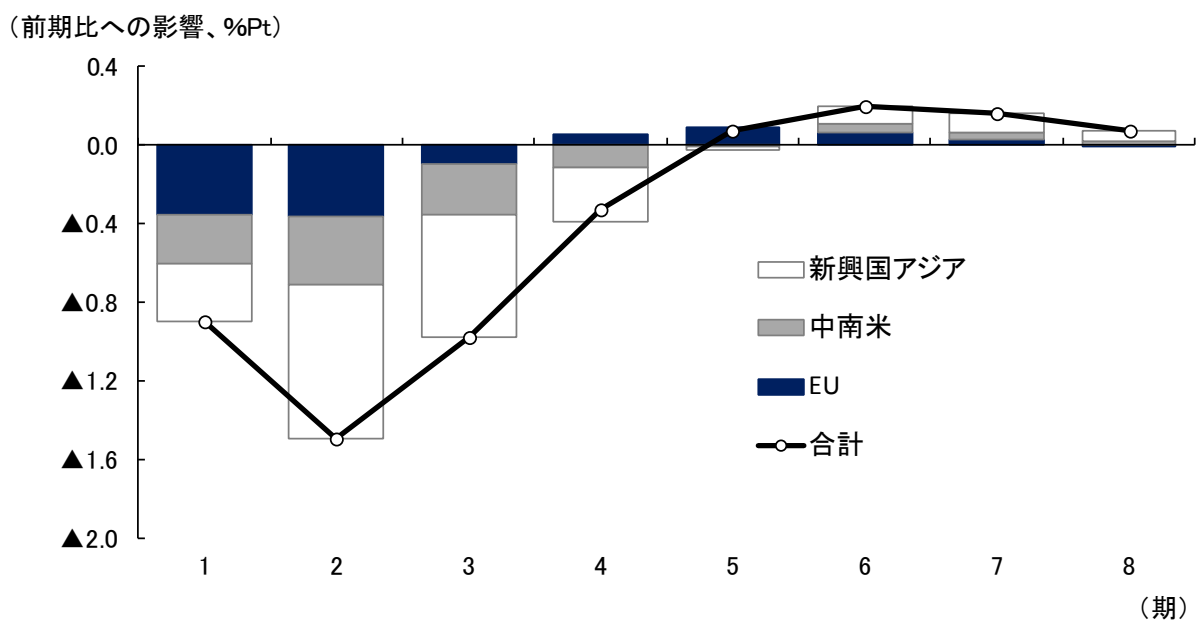
中国の生産が1%変化した場合、欧州、中南米、新興国アジアの生産はそれぞれ、0.58%、0.65%、0.95%変化する関係にある。これを3地域の生産ショックとした、米輸出に対するインパルス応答関数の推計結果をみると、新興国アジアを中心に2四半期目に影響が最も大きく現れ、押し下げ幅は前期比で1.5%Pt程度になると試算される(図表4)。米輸出へのインパクト(▲1.5%Pt)が中国の生産減少幅(▲1%)よりも大きいのは、中国における生産の減少が、中国との経済的結びつきが強い国や地域の生産減少を通じて、米輸出を下押しすることを意味している。

(3) 中国人によるグローバルなマネーの変化として現れ得る点も注目

実需面の変化に加えて、中国人によるマネーの変化も見逃せない(波及経路④)。

米商務省によると、中国から米国への直接投資額は、2012年以降流入超の傾向を示している。こうした中国マネーの行く先の一つとなっていたのは、住宅市場である。米国では外国人による住宅購入

図表4 中国の生産が1%減少した場合の米輸出(前期比)への影響



(注) 推計方法は本文をご参照。

(資料) オランダ経済政策分析局「CPB World Trade Monitor」、中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

額が増加傾向にあり、とりわけ中国人の住宅購入額が目立って増加している。全米不動産協会によれば、中国人による住宅購入額は2014年度（前年比+71.9%）、2015年度（前年比+30.0%）と2年連続で大幅に増加している。住宅市場全体に占める規模は数%にとどまるが、中国人の購入はカリフォルニア州など一部の地域に集中する傾向がみられ、そうした地域においては住宅価格を押し上げる要因となっていたようだ（服部（2015））。

中国経済の減速によって資産価格が低迷し、中国で資産を保有するインセンティブが失われれば、米国への資金流入が一段と増加する可能性がある。他方、中国当局による資本規制が、米国への資金流入にマイナスに働く可能性もあるだろう。ここで思い出されるのは、日本において1990年初頭に導入された、不動産向け融資残高を規制する「総量規制」である。日本では総量規制の結果、資産価格が大幅に下落し、バブル崩壊の引き金となった。資本規制によって中国から米住宅市場への資金流入が細れば、西海岸などの地域において住宅価格が調整されるリスクがある。

3. 米国経済は堅調さを保つとみられるが、予想外の波乱要因に留意が必要

以上をまとめると、中国経済減速による米国への影響は、対中輸出などを通じた直接的な悪影響は小さいとみられるものの、近隣の資源国であるカナダや中南米、さらには、中国との経済的繋がりが強い国々にまで波及することで、間接的な影響が大きくなる可能性がある。

一方で、イエレン議長が9月FOMC後の記者会見で発言したように、景気拡大のメインドライバーである個人消費は堅調だ。個人消費の行方を占う上で重要な労働市場の動きをみると、非農業部門雇用者数は月平均+20万人を上回る着実な増加を示している。失業率は5%台前半と、FOMC参加者が見込む長期水準（4.9~5.0%）にほぼ並ぶ水準である。労働需給のタイト化が進むなか、今後の賃金上昇率は緩やかに拡大していく見通しである。外需などへの下押し圧力が生じて、消費の源泉である雇用所得の改善が続く限り、米国経済の拡大基調は途切れないだろう。ただし、中国経済が予想外に失速し、中国発の「新興国危機」に発展するような事態となれば、米国の景気を腰折れさせるほどの影響が及ぶとみられ、留意が必要だ。

<参考文献>

- 井上淳（2015）「新興国懸念を高める中国リスク」、みずほインサイト、みずほ総合研究所、8月27日
玉井芳野（2015）「中国の追加金融緩和とその効果」、みずほインサイト、みずほ総合研究所、8月28日
服部直樹（2015）「米住宅市場に流入する中国マネー」、みずほインサイト、みずほ総合研究所、7月29日
IMF（2015）, IMF Note on Global Prospects and Policy Challenges, September 2015

●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。