

I-4. アジア・中国経済

【要約】

- ◆ バランスシート調整がもたらす景気下押し圧力に直面する中国は、改革による生産性向上を通じたソフトランディングを目指している。しかし、生産性向上には時間がかかるため、財政政策に依存してソフトランディングを図る不安定な状況が続くと予想される。
- ◆ インドとインドネシアは、製造業の振興を通じて成長を促す改革に取り組んでいる。もともと、政治的な要因からインド、インドネシアとも改革の進展には時間を要すると想定されることから、両国の成長率は中期的に緩やかに上向くと見込まれる。
- ◆ 今後 10 年のアジア経済を展望すると、中国にインドとインドネシアを加えたメガ市場の多極化や、インフラ整備や広域経済連携を通じた連結性強化による域内サプライチェーンの最適化といった構造変化が緩やかに進んでいくと考えられる。
- ◆ 中期的なリスクファクターは、中国の抱える成長と健全性のジレンマである。持続的な成長のためにはバランスシート調整など改革を進める必要があるが、急激な改革を行うと景気が腰折れするリスクがある。他方で、景気でこ入れを強めると、バランスシートがいつそう悪化して経済は深い谷に落ちることになりかねない。中国政府の政策のかじ取りが巧いかず、中国経済がハードランディングすることになれば、対中輸出や資源への依存が高いアジア・新興国にも大きな影響が及ぶと懸念される。

1. アジア経済の現状と中期的な方向性

中国を中心とする新興国ブームの終焉

リーマン・ショック以降の世界経済を支えてきた新興国では、景気の停滞感が強まっている。リーマン・ショック後に中国は大規模な景気対策で経済を刺激し、それがNIEsやASEANの対中輸出を盛り上げる結果となり、中国を中心とする新興国ブームが生じた。ブームに沸くNIEsやASEANには外国からの投資が集まり、それが各国の景気を押し上げる好循環もみられた。しかし、その中国では刺激策の副作用として景気下押し圧力が生じ、2015年以降に成長率の減速が鮮明になると、NIEsやASEANでも対中輸出にブレーキが掛かって経済に負の影響が及んでいる。

今後の方向性は、中国市場の一極構造から、メガ市場が分散する多極化構造へ

こうした中で、今後の中期的なアジア経済発展の方向性と考えられるのは、メガ市場の分散化である。中国経済が減速していることから、アジア新興国の中では経済規模の大きいインドとインドネシアの成長が期待される。中国がアジアをけん引してきた一極構造から、インドとインドネシアも経済成長・人口増加により一定のプレゼンスを発揮する多極的な構造への転換である。

域内の連結性強化も重要

メガ市場の分散化と並行して、アジア域内の連結性強化の動きも進むことになろう。2015年10月にはTPP(環太平洋パートナーシップ)協定がアジア新興国を含む12カ国によって大筋合意され、12月末にはAEC(ASEAN経済共同体)が発足した。これらの動きは、ASEAN、中国、インド、日本、韓国、オーストラリア、ニュージーランドによるRCEP(東アジア地域包括的経済連携)の交渉にも弾みをつけると期待される。

アジアの連結性強化には、広域経済連携による制度的な取り組みだけでなく、インフラ建設による物理的な取り組みも求められる。アジア開発銀行によれば、道路や鉄道など域内の国同士をつなぐインフラ整備（国をまたがないインフラ投資は含まない）のため、2010～2020年に3200億ドルの需要が創出されると試算されている。アジアが制度的、物理的に連結されることで、域内サプライチェーンの最適化が進むと期待される。

以下では、メガ市場の分散化が実現するポイントとして、中国経済の減速はソフトランディングするのか、インドとインドネシアが産業の振興を通じて成長を続けるのかといった論点を掘り下げる。

2. 中国経済

(1) 現状 ～経済下押し圧力に直面する中国～

過剰資本ストック、過剰債務が経済の下押し圧力に

中国政府は、リーマン・ショックに始まる世界金融危機を大規模景気対策で乗り切り、2010年には2桁成長にまで経済を持ち直させた。しかし、その過程で金融緩和などを通じて投資の加速を図るよう企業や地方政府に促す施策をとったため、中国は過剰資本ストック、過剰債務を抱えることになった。それが今の中国経済に強い下押し圧力となって、のしかかっている状況にある。

長引く過剰生産能力問題

過剰投資の端的な表れが、過剰生産能力だ。中国国内のアンケート調査¹によると、製造業の設備稼働率は2007年8～9月時点の79%から2015年8～9月には67%にまで低下している。鉄鋼、セメントなどの素材産業が生産能力過剰業種の典型例である。また、石炭に代表される鉱業も過剰生産能力に苦しんでいる。

住宅在庫の過剰感も残存

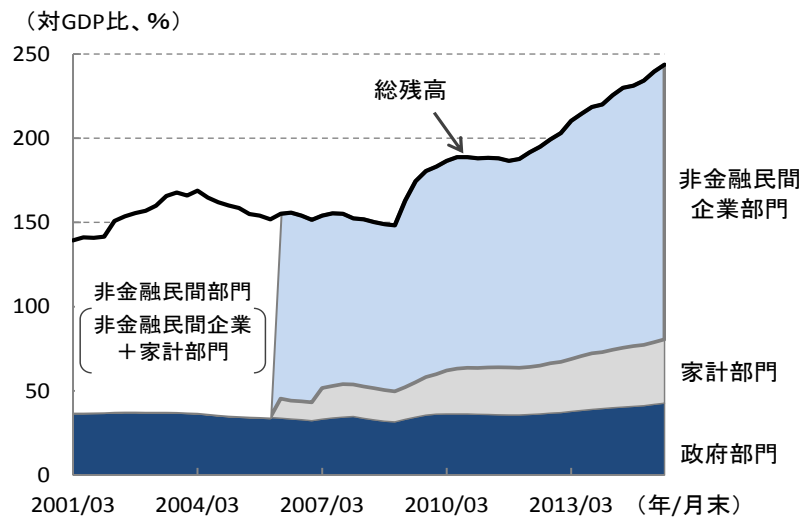
過剰投資のもう一つの表れが、過剰な住宅在庫である。北京・上海・広州・深圳といった大都市では、政府の住宅購入規制の緩和や金融緩和により、在庫水準の低下と価格の急速な回復がみられるが、人口流入の少ない地方都市では、在庫水準が依然高水準にとどまっており、価格の戻りも遅い。中国政府はこれらの都市の過剰住宅在庫を問題視しており、その解消を2016年の主要経済任務に掲げている状況にある。

債務規模の拡大と不良債権比率の上昇

過剰投資の裏には、過剰債務がある。中国の債務残高の対GDP比率はリーマン・ショック後の大規模景気対策を契機に上昇に転じ、2008年末の148.3%から2015年6月末には243.7%に拡大している（【図表1】）。とりわけ、非金融民間企業の債務残高が膨らんでおり、2015年6月末時点で対GDP比163.1%に達している。株式市場を通じた資金調達の場合に中国は相対的に低いといった特徴があるため、単純に比較はできないが、この値は日本の過去最高値（1994年末の149.2%）よりも高い。急激な債務拡大の綻びが不良債権比率の上昇となって表れており、2015年末現在、要注意債権まで含めた不良債権比率は5.5%にまで上昇している。

¹ 中国企业家调查系统「企业经营者对宏观形势及企业经营状况的判断、问题和建议—2015·中国企业家经营者问卷跟踪调查报告」『管理世界』2015年12月。

【図表 1】 中国の債務残高の対 GDP 比率



(出所) BIS Statistics Warehouse よりみずほ総合研究所作成

(2) 課題 ～生産性向上を通じたソフトランディングの実現～

今後 5 年の年平均成長率+6.5%以上が必達目標

このように過剰資本ストック、過剰債務を抱えているため、投資を中心に中国経済には強い減速圧力がかかっている。また、生産年齢人口の減少が 2012 年から始まっており(15～59 歳ベース)、その傾向が今後も続く。これも経済の減速要因となる。しかし、中国政府は 2010～2020 年の間に GDP を倍増させ、中国共産党建党 100 年にあたる 2021 年までに「小康(安定し、やや余裕のある経済水準)社会の全面的完成」を実現することを「中国の夢」と位置づけている。この数値目標を達成するには、2016～2020 年の年平均実質 GDP 成長率を+6.5%以上にする必要がある。

生産性の向上を通じた成長率の底上げが課題

経済の自律的な回復力が弱いため、この目標を自然体で達成することは難しい。しかし、大量の労働投入による成長加速は困難である。生産年齢人口の減少傾向が今後も続くからである。資本投入を積み増し、成長を加速させることはできるが、度が過ぎれば、過剰資本ストック、過剰債務の問題が更に深刻化しかねない。それゆえ、国有企業改革、金融改革、参入規制の削減・撤廃、教育・職業訓練の充実などの改革を推進し、生産性の向上を通じて成長率を底上げすることが、以前にも増して重要な課題となっている。

RCEP 等の地域経済統合への参加加速も重要

また、投資への減速圧力、生産年齢人口の減少を背景とした賃金上昇による輸出競争力への悪化圧力が今後もかかるため、地域経済統合への参加を通じて、輸出環境を改善する必要がある。なかでも、2015 年 10 月に大筋合意に達した TPP(環太平洋パートナーシップ)協定が発効した場合には、非加盟国である中国の輸出環境が相対的に悪化することになる。その悪影響を緩和するため、中国政府は RCEP(東アジア地域包括的経済連携)の交渉を加速させようとしている。その実現も中国にとって大きな課題の一つである。

(3) 展望 ～財政政策等により景気腰折れは回避するも、経済は不安定さを内包～

資本ストック、債務の過剰感は今後も残存

生産年齢人口の減少を背景とした賃金上昇を追い風に、個人消費が底堅く推移しやすい状況が今後も続くと思われるが、上記のように資本ストック、債務の過剰感はまだ強く、投資を中心に、経済は減速傾向をたどると予想される。腰折れ懸念が早期に晴れることは想定しづらい。

改革による成長率の底上げにも時間を要す見込み

経済の腰折れを防ぎ、持続的成長の基盤を築くため、中国政府は改革を加速させ、生産性向上を通じた成長の底上げを図る構えだが、新たな成長のけん引役となる企業、産業の生起には時間がかかる。また、改革を急ぎすぎれば、国有企業の倒産多発などを招き、かえって経済を不安定化させかねないため、改革を急ぐにしても限度がある(リスクシナリオの詳細は後述)。

財政政策の力を借りつつ、経済のソフトランディングを目指す不安定な構図が持続

経常黒字が常態化しており、国内に余剰資金を抱えている中国では、かつての日本同様、国債の発行余地があるため、積極的な財政政策を継続させやすい状況にある。そのため、財政政策による景気下支えの力も借りながら、経済のソフトランディングを模索するという構図の下、2020年にかけて中国経済は、不安定さを内包しつつも、緩やかな減速基調をたどることになるだろう。

中長期的に成長鈍化傾向は持続、ただし腰折れリスクはゆっくりと低下

10年先を見据えると、経済成長率は低下傾向をたどるだろう。生産年齢人口の減少が続き、労働投入の制約が強まるからである。また、資本蓄積に伴う限界生産性の低下も想定される。ただし、過剰投資・過剰債務問題は漸進的ながらもこの頃には改善に向かい、腰折れ懸念はゆっくりと弱まっていくだろう。また、生産年齢人口の減少が続くため、雇用確保のために成長率を高め誘導する必要性は低下していくことにもなる。

むしろ改革を通じた生産性の向上は依然として重要な課題に

むしろ、こうしたシナリオが成立するには、国有企業改革や金融改革などが着実に進むことが前提となる。2010年代後半の過剰投資・過剰債務問題を処理しつつのソフトランディング追求に伴い、財政に負荷がかかっている可能性は高いだけに、改革を通じた生産性の向上は10年後においても中国政府の重要課題であり続けるだろう。

3. インド経済**(1) 現状 ～景気は回復しているが、先行きは不透明～**

景気回復の持続性は不透明な状況

2010年に2桁だったインド経済の成長率は、2012年に+5%台まで低下し²、その後は2015年にかけて+7.3%まで回復した。もともと、現状は都市部の消費と政府支出に依存した成長である。農村や企業活動にも回復の動きが広がり、更に成長率が高まるかは不透明な状況にある。

2010年以降に資本投入と生産性が停滞

成長会計の観点から2010年以降の成長率低下を分析すると、資本投入と全要素生産性(TFP)の寄与が停滞したことがうかがわれる。一方で、労働投入については、生産年齢人口の増加を背景に一定の成長率寄与度を維持していたとみられる。

² インドのGDP統計は、2015年1月に基準年改定が行われ、現行の2011年度基準の成長率は暦年ベースで2013年までしか遡れない。このため、それ以前の成長率については、IMFによる推計値を基にした。

政策の迷走を背景に産業構造の転換が進まず

資本投入の伸びが低下した背景には、企業の設備投資が失速したことがある。製造業の設備稼働率は2010年以降に低下を続けており、鉄鋼など既存産業の資本ストックには過剰感がうかがわれる。一方で、2009～2014年の前政権は多党による連立政権であり、政府はリーダーシップを発揮できずに政策を迷走させ、新たな産業を振興して投資を活性化することにも失敗した。産業構造の転換が進まなかったことは、TFPにも影響したと考えられる。

(2) 課題 ～産業構造を転換する改革～

人口ボーナスを成長につなげることが重要

生産年齢人口が今後も一定の伸びを維持することは、中国とは対照的にインドの強みである。人口ボーナスは労働投入を増やすだけでなく、貯蓄増加の要素にもなるため、貯蓄を効率の高い投資につなげることが重要となる。

政策を立て直しして産業構造を転換することが課題

投資効率を高めるには、迷走していた政策の立て直しが課題である。政府がリーダーシップを発揮し、過剰資本ストックを抱えた既存産業の淘汰を進めると共に、インフラ整備や規制緩和によって新たな産業を振興することが重要となる。インドは中国に比べると産業の発展段階が未成熟であるため、新たな産業を興して投資を拡大させる余地は大きいと考えられる。新たな産業が発展すれば、TFPも向上するだろう。

(3) 展望 ～2020年代に入り、徐々に改革の成果が現れる～

モディ首相はモディノミクスの改革を表明

2014年の下院総選挙で、インド人民党(BJP)が単独政党として30年ぶりに過半数を獲得し、モディ政権が成立した。モディ首相はモディノミスと呼ばれる経済政策を打ち出し、その柱に「Make in India」の方針を掲げる。規制緩和やインフラ整備を行って投資環境を改善し、自動車や電気機械、航空など25のセクターを重点的に振興するものである。また、破産法改正を準備するなど、産業の整理に道筋をつける動きも示している。モディノミスは、インド経済の課題に合致した改革と評価される。

「ねじれ国会」のハードルに直面

もともと、モディ政権は下院の過半数を確保して前政権より安定的だが、上院では過半数割れの「ねじれ国会」となっている。モディノミスを実行するために必要な法改正には手間取っているのが現状だ。

改革のスピードが上がるのは2020年代の想定

高支持率を保つモディ政権が上院選挙に順当に勝ち続けても過半数確保は2018～2020年頃となりそうで、その間の2019年頃には次の下院選挙も見込まれる。このような政治情勢の中、ようやく改革のスピードが上がるのは、「ねじれ国会」が解消してモディ政権は2期目に入っている2020年代と想定される。

改革の成果が少しずつ現れ、国際的には高めの成長率が続く

10年先を見据えると、2020年代に入って改革のスピードが上がることに伴い、勢いは力強さに欠けるものの、成長率は徐々に上向くだろう。中国の成長鈍化が続くなか、インドは中国に比べて資本の限界生産性が高いこともあり、国際的にみて相対的に高い成長を維持することになるだろう。

4. インドネシア経済

(1) 現状 ～成長率が減速～

新興国ブーム終焉の影響が鮮明

インドネシア経済の成長率は、2010年の+6.2%から2015年は+4.8%に減速した。中国を中心とする新興国ブームの終焉で、資源輸出と対内直接投資が失

速したことによる。対内直接投資が失速した結果、生産能力のボトルネックが中期的な成長制約として表面化している。人口増加を一因とする内需の増加に見合った生産能力の拡大が行われないため、輸入が増加して経常赤字が生じている。

(2) 課題 ～製造業を振興する改革～

インフラ建設や制度見直しの改革が求められる

資源ブームが終わり、脱資源依存化を図るためには、製造業の振興が課題である。具体的には、インフラ建設や制度の見直しで事業環境を整備し、外国からの投資を取り込むことが求められる。対外的には TPP 交渉参加の意欲を表明しており、そのためにも法制度や規制を国際標準に合わせるなど、事業環境の整備は必要だ。

(3) 展望 ～改革が緩やかに進み、成長率は徐々に上向く展開～

ジョコ大統領は改革に取り組む方針

2014 年に就任したジョコ大統領は、投資環境の改善や生産性の向上につながるインフラ建設や制度見直しの改革方針を打ち出している。2015 年 1 月には 2019 年までの国家中期開発計画を発表し、エネルギー不足の解消や輸送コストの引き下げを狙い、発電と交通分野に重点を置くインフラ整備目標を示した。実際に、2015 年度予算では、燃料補助金の削減によってインフラ整備費の拡充が行われている。また、同年 9 月以降は毎月のように経済対策パッケージが発表されており、規制緩和や手続き簡素化などの措置が盛り込まれている。

大統領のリーダーシップに強い制約

しかし、改革の実行に向けた大統領のリーダーシップは強い制約を受けている。インドネシアでは、1998 年まで続いた権威主義体制の再来を防ぐため、大統領の権限縮小と多党化が進められた。ジョコ大統領の闘争民主党 (PDI-P) は、国会の議席を 20% しか保有しておらず、連立与党全体でかろうじて過半数を占めている状況だ。大統領自身は PDI-P の党首ではなく、与党、連立政権、議会の各段階で政策調整を強いられている。

改革の足取りは緩やかで、成長率は中期的に徐々に上向く展開

こうした政治環境の中で、2019 年までのインフラ整備計画に向けて、予算配分の既得権益を切り崩してインフラにシフトし続けることは容易でないだろう。同様に制度の見直しについても、連立与党や野党の保守層からの抵抗が懸念される。ジョコ大統領が 2019 年の任期満了を経て 2 期目を迎えるか現時点で見通すことは困難であるものの、いずれの政権であっても現在の政治制度の下ではリーダーシップが制約を受ける状況に変わりはない。調整に時間をかけながら改革を進展させる展開が続き、インフラ整備や制度の見直しは、緩やかなペースで進むと予想される。その効果が徐々に投資の押し上げや生産性の向上につながることで、成長率は今後 10 年間で緩やかに上向くことになろう。

5. 中期予測～アジアは、分散化が進むメガ市場を取り込みつつ経済圏を形成へ～

メガ市場の分散化は進展

今後 10 年を展望すると、中国経済は、その規模の大きさから、引き続きアジアのメガ市場として存在感は維持しよう。ただし、中国の成長率は低下傾向をたどる一方、インドは中国を上回る成長率を維持し、インドネシアの成長率も 10 年の間には中国を上回ることになろう。メガ市場分散化の傾向は明確になっていくとみられる。

NIESs や ASEAN
も含めたサプライ
チェーンの最適
化が継続へ

アジアを総じてみると、連結性強化により域内サプライチェーンの最適化を促進する動きは一定の進捗が予想される。その一環として、中国、インド、インドネシアのほか、NIESs や ASEAN の国と地域は、既に広域経済連携に取り組んでいる。また、インドシナ半島で国境をまたぐ交通インフラ整備の具体化が進むなど、アジア域内で物理的な連結も動きつつある。これらの結果、各国が産業発展段階や生産要素の賦存状況に応じ、サプライチェーンの中で新たな役割を担うと見込まれる。

6. リスク～中国経済のハードランディングと新興国経済への影響～

(1) 中国経済が抱えるジレンマとハードランディングリスク

マクロ経済運営
上のジレンマと政
策ミスによる景気
腰折れリスク

財政余力を背景に、経済のソフトランディングを図る余地を中国は備えている。ただし、マクロ経済運営の難度は高く、政策ミスにより経済がハードランディングしてしまうリスクがあることも確かである。

中国政府はマクロ経済運営上、経済成長の維持と経済の健全性維持の間でジレンマを抱えている。持続的な成長への道筋をつけるためには、過剰資本ストックや過剰債務の温存ないし深刻化につながる景気でこ入れを控え、国有企業改革など、生産性向上のための改革を進める必要がある。しかし、あまりに性急な改革を行えば、急激なバランスシート調整が誘発され、景気が腰折れしてしまう恐れがある。他方で、経済・社会の不安定化を恐れて景気でこ入れを強めた場合には、資本ストックや債務の過剰感がいっそう増すことになる。その結果、後に政府債務の増大により財政余力が低下、不良債権の急増により金融システムが不安化し、経済がより深い谷に落ちることになりかねない。いずれのリスクシナリオが現実化するにせよ、すでに過剰感のある投資を中心に腰折れが生じることになるだろう。

(2) 中国経済ハードランディングの新興国経済への影響

中国経済の減速
が新興国に波及
する3つのチャ
ネル

中国経済の減速は、3つのチャネルを通じて既に他の新興国に対して影響を及ぼしている(【図表2】)。第1は貿易チャネルで、中国向けの輸出の停滞が新興国経済を下押ししている。第2は資源チャネルで、中国の資源需要が低下することで資源価格が下落し、資源を輸出する新興国経済に悪影響を及ぼしている。第3は金融チャネルで、人民元や中国株の下落が他の新興国市場に波及し、通貨安に伴うインフレ圧力や対外債務返済負担の増加、株安に伴うマインドの悪化をもたらしている。

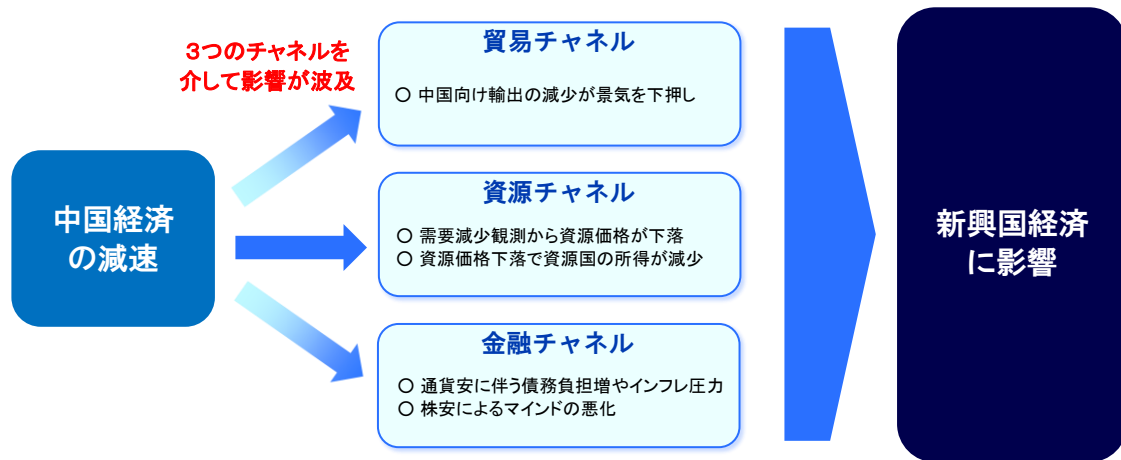
中国経済の減速
が各国経済に及
ぼす影響を定量
的に分析

そこで、中国経済が一段と減速した際に、どの国がその影響を受けやすいかを定量的に分析した。中国経済の減速が新興国経済に影響を与える経路としては、前述した3つのチャネルが考えられることから、各国の実質GDPならびに主要需要項目、原油価格などの商品市況、為替レート、物価を変数とするグローバルVARモデル(GVARモデル)を推計し、中国経済の減速が各国に与える影響を試算した。

一部の国では震
源地の中国以上
に成長率が減速

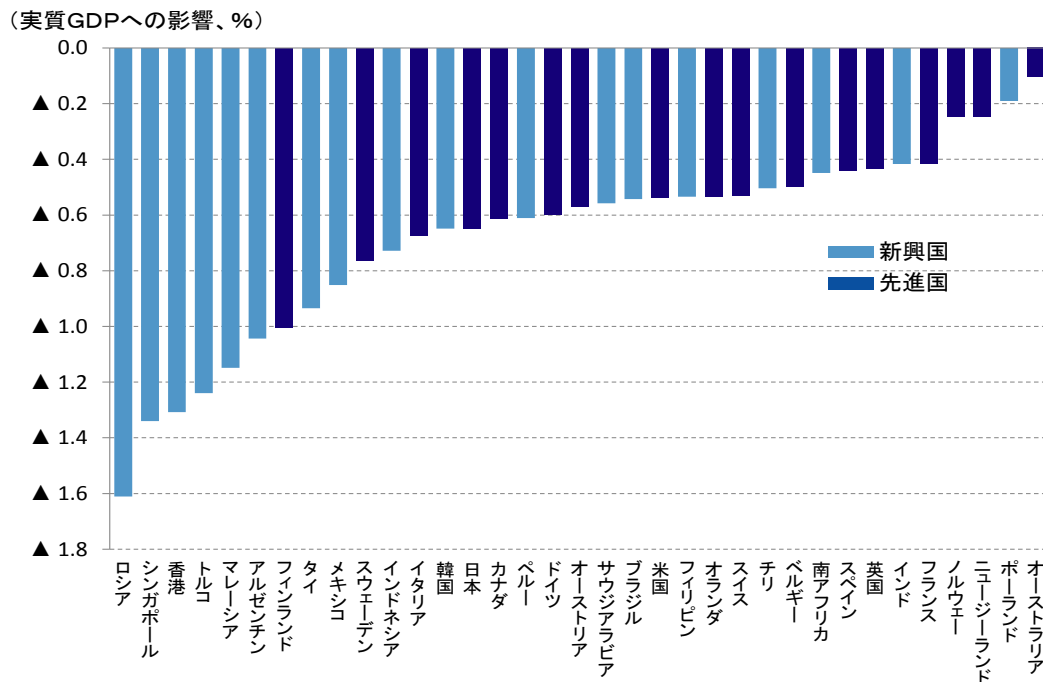
具体的には、中国経済の成長率が1%PT程度下振れすると前提し、各国の成長率がどれだけ下振れするかを計測した。その結果、各国の成長率が下振れする中で、新興国の中には成長率の下振れが1%PTを越えて、ショックの震源となる中国よりも悪化が想定される国があることは注目される(【図表3】)。

【図表 2】 中国経済減速の影響が波及するチャネル



(出所) みずほ総合研究所作成

【図表 3】 中国経済減速のインパクト試算(中国減速から1年後の実質 GDP への影響)



(出所) Smith, L.V. and A. Galesi (2014) などよりみずほ総合研究所作成

(注) 中国ショックから1年後の累積の影響。中国ショックの大きさは、中国のGDPに1標準偏差の負のショックが生じたと想定(中国のGDPが1年後に約1%程度下振れ)。

資源や対中輸出
依存の高い国で
特に影響が大き
い

各国が中国経済の下振れの影響を受ける場合、前述の金融チャネルを通じて各国の通貨が売られて下落することにより、輸出の価格競争力は改善し、実質 GDP の下押し圧力を緩和するポジティブな効果もあると考えられる。しかし、一部の新興国では、そうした効果をうかがいにくい試算結果となった。たとえば、原油相場が経済に大きく影響するロシアの場合、中国経済減速の影響が貿易だけでなく資源チャネルを通じて増幅されると考えられる。また、経済の対中輸出依存度が高いアジア諸国でも、中国経済減速の影響が大きく現れる。

リスクシナリオが
実現しないか注
視が必要

中国経済は財政政策の力を借りながらソフトランディングするというのが基本シナリオであるが、ハードランディングするリスクシナリオが実現する場合には、他の新興国への影響が懸念される。このため、中国経済の動向については、注意深くモニタリングしていくことが必要である。

みずほ総合研究所
中国室長 伊藤 信悟
上席主任研究員 小林 公司
koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp

© 2016 株式会社みずほ銀行・みずほ情報総研株式会社・みずほ総合研究所株式会社

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。