

海外ショック下の米国経済分析

中国の構造調整と中南米のストック調整を踏まえて

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

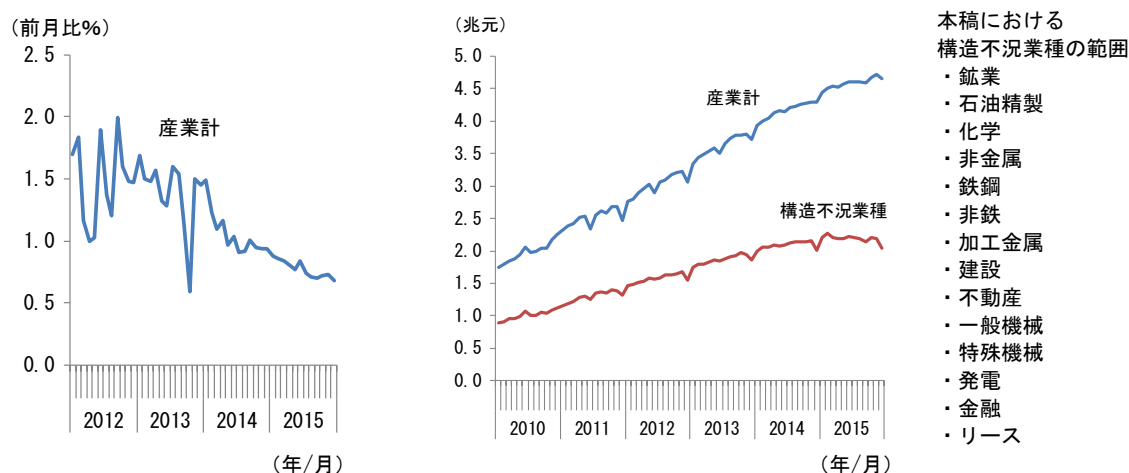
- 中国・資源ブームの終焉に世界経済が揺れている。中国の構造調整は、資源輸入量の減少ではなく、資源価格の変化を通じた交易条件ショックを資源輸出国に与えている。
- 資源輸出国であるカナダ・中南米がストック調整を迫られることで、米国の輸出が悪化し、米国経済を下押ししている。
- こうした点を踏まえた計量モデルを構築し、原油安等のプラス効果を排除した保守的なシミュレーションを実施すると、米国がゼロ成長に陥る可能性は無視できないことが示唆される。

1. 構造調整下でも拡大が続く中国の資源輸入

中国・資源ブームの終焉に世界経済が揺れている。中国では一部産業でストック調整が進んでいるが、他の産業へのシフトが同国経済全体への悪影響を緩和しているようだ。さらに興味深いことに、中国の資源輸入は数量ベースでみると拡大の一途を辿っている。中国の構造調整が世界の資源輸出国に与える影響は、数量ベースではなく、資源安という交易条件ショックを通じたものと言える。

中国の固定資産投資は全体として緩やかな減速が続いている（図表1、左グラフ）。公表されている季節調整後の固定資産投資の前月比伸び率は、2015年下期の平均が+0.71%で、上期平均の+0.83%

図表1 中国の固定資産投資



（注）前月比は公表値、水準値は筆者による季節調整。後者には季節性の残余が認められる。

（資料）中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

から低下している。ただ、図表1の左グラフから明らかなように、2015年下期は一段の減速が回避されている。

産業別にみても、鉱業等の構造不況業種ではストック調整圧力から固定資産投資の拡大が止まっている様子が確認できる。一方、他の産業が固定資産投資の伸びを加速させることで、固定資産投資全体としての伸びが維持されている。さらに、図表1が名目値であることに注意が必要であり、建設費その他の価格下落を踏まえると、実質ベースでみた固定資産投資の伸びは産業全体として加速している可能性すらある。

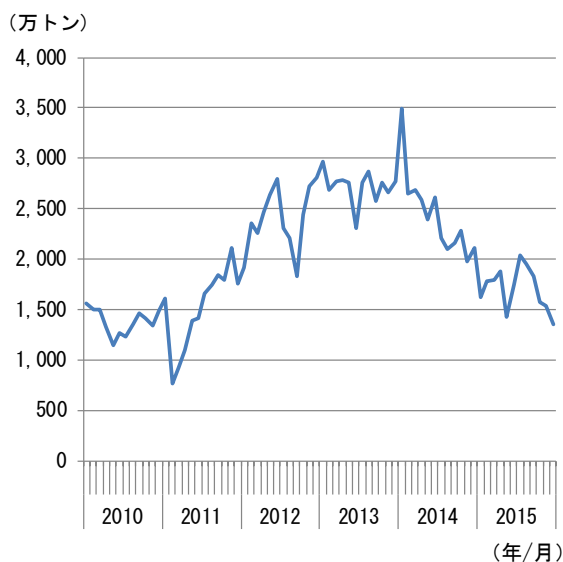
重厚長大産業を中心に進む構造調整の影響が限定的であることは、中国の資源輸入でも確認できる。主要な資源のうち、石炭の輸入数量は明らかに減少している（図表2）。しかし、石油製品を含む主要資源12品目全体でみると、その輸入数量（季節調整後の重量ベースの品目別輸入変化率（前月比）を2010年の輸入額をウェイトとして合成。筆者試算）は堅調な伸びが続いている（図表3）。2014年後半以降、中国では輸入資源価格（単位重量当たり輸入額の品目別変化率（前月比、原数値）を2010年輸入額をウェイトとして合成。筆者試算）が大きく下落する中で、輸入数量の伸びはむしろ加速している様子すらうかがえる。

2. 「裏庭」のストック調整

米国経済は、資源安による交易条件ショックがカナダや中南米といった「裏庭」でのストック調整を促すという経路を通じて、中国経済の構造調整の影響を間接的に受けている。

図表4はブラジルとカナダの固定資産投資（実質ベース、以下同じ）の推移を原油価格と共にみたも

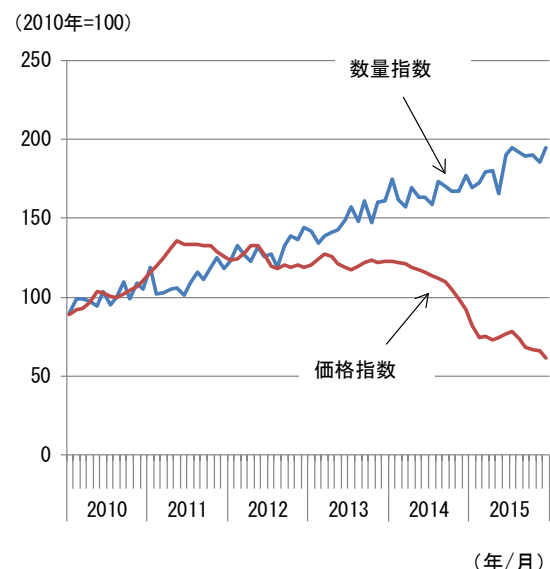
図表2 中国の石炭輸入数量



(注) 筆者による季節調整値。

(資料) 中国税関総署より、みずほ総合研究所作成

図表3 中国の資源輸入指数



(注) 2010年の輸入額ウェイトを使用。対象は大豆、植物性油脂、鉄鉱石、銅鉱石、原油、石油製品、石炭、アルミ鉱石、クロム鉱石、マンガン鉱石、石油ガス、プラスチック原料。数量指数は筆者による季節調整値。

(資料) 中国税関総署より、みずほ総合研究所作成

のである。程度の差こそあれ、両国の固定資産投資は原油価格に象徴される資源価格と共に変化している様子がうかがえる。

足元で特に深刻な状況にあるのはブラジルである。ブラジルの固定資産投資は、ピーク時の2013年には2005年時点の水準を8割以上上回った。しかし、資源安の進行と共に、固定資産投資は大幅に減少するようになり、ピークから2015年半ばまでの間の減少率は2割に達するようになった。ブラジルでは2015年後半も厳しいストック調整が続いたとみられる。

一方、カナダのストック調整はブラジルと比べれば軽微であるが、2015年半ばの固定資産投資は前年比4%減少している。

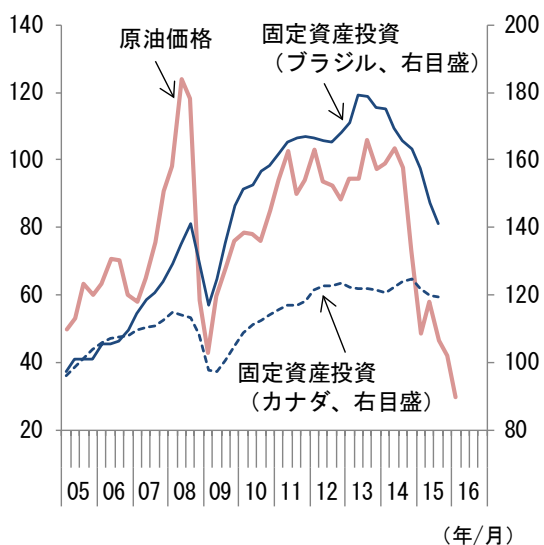
資源国であるカナダやブラジル経済の悪化は、米国からの米州向け輸出の悪化につながっている。図表5は米国の名目輸出額を輸出先別にみたものであり、米州向けの悪化が他の国・地域に比べて顕著であることが分かる。もっとも、2015年終盤にかけては中国・日本以外の太平洋地域向けの輸出悪化も無視できない大きさとなっており、米国の輸出悪化は「裏庭」だけの問題ではなくなっている可能性がある。

3. 米国経済に対する海外リスクのシミュレーション

以上の分析を踏まえ、原油安等のショックが、「裏庭」から米国経済に負の影響を及ぼす様子をシミュレーションした。原油安による家計の実質購買力の上昇というプラス面を除外した保守的なシミュレーションによれば、米国経済は5%の確率でほぼゼロ成長に陥る。

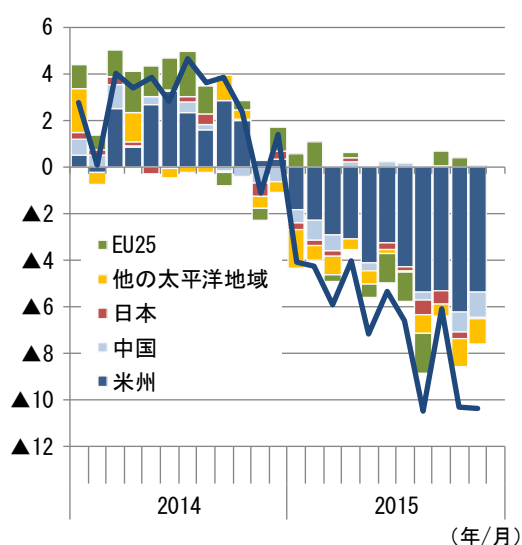
シミュレーションに使用したモデルの概念図を図表6に示した。モデルの核を成す原油価格は、新興国全体の生産指数と原油生産量によって決定される。原油価格はカナダ、メキシコ、ブラジルの固定資産投資に影響を与え、それが3か国の輸入を左右する。米国の輸出はこれら3か国の輸入とドルの実

図表4 カナダとブラジルの固定資産投資
(ドル/バレル) (2005年=100)



(資料) 各国統計等より、みずほ総合研究所作成

図表5 米国の名目輸出と国・地域別内訳
(前年比寄与度%)



(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

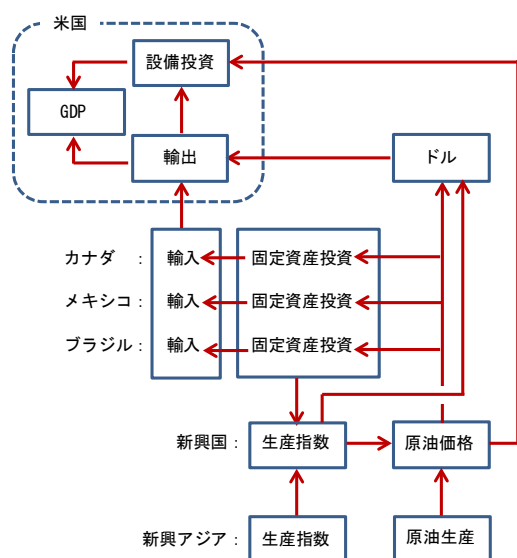
質実効レートによって決定づけられる。なお、ドルは原油価格と新興国全体の景気動向（新興国不安の代理変数）によって決まる。米国の設備投資は、輸出と原油価格によって決まり、輸出と共に米国のGDPを決定づける。前述したように、原油安やドル高が個人消費にプラスの影響を与える経路があるが、保守的な結果を得るためモデルではこの経路を除外している。

シミュレーションでは、原油価格、ドル、新興国生産指数、原油生産の4変数を決定する推計式にランダムショックを与えることで、米国のGDPがどのように推移するのかをみた。1000回のシミュレーション結果を元に、上位と下位それぞれ5%と25%（つまり上位・下位それぞれで5%、25%の確率で実現する成長率）とメディアン（中央値）をプロットしたものが図表7である。

メディ안의推移をみると、米国経済の実質GDP成長率の持ち直しが緩やかであることが分かる。さらに下位5%の推移をみると、2016年1～3月期以降、成長率はほぼゼロである。つまり、原油安等の恩恵が現れない場合（ガソリン価格が安くなって家計に余裕が出来ても、他の消費に回さない場合）、ショックの大きさ次第では世界経済が米国というけん引役を失いかねないことを示唆している。

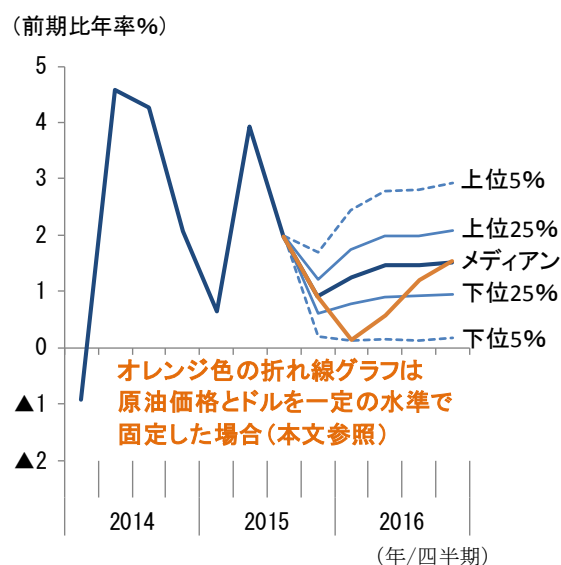
図表7のオレンジ色の折れ線グラフは、原油価格とドルの実質実効レートを外生化し、一定の水準で推移すると仮定した場合のシミュレーション結果である。具体的には、原油価格は2016年1～3月期以降1バレル30ドルで横ばい、ドルの実質実効レートは2016年1～3月期に前期比5%上昇し、その後横ばいと仮定したものである。シミュレーションによれば、米国の実質GDP成長率は2016年1～3月期にほぼゼロとなり、その後の成長率は上記のメディアンと比べて一段と弱い。

図表6 モデルの概念図



（資料）みずほ総合研究所作成

図表7 米国の実質GDP成長率



（注）シミュレーションは筆者。
（資料）みずほ総合研究所作成

5. 米金融政策は再び雇用・物価の両にらみへ

連邦公開市場委員会（FOMC）は、インフレの下振れリスクを重視しているが、原油安などの海外リスクの大きさ次第では、これまで堅調だった雇用情勢が悪化しかねない。雇用・物価の両にらみで、利上げペースはこれまでのFOMCの想定よりも緩やかなものにならざるを得ないと考えられる。

1月26・27日に開催される次回FOMCでは、金融政策が据え置かれるとみられ、声明文でも大きなサプライズはないだろう。昨年12月の声明文にあった雇用の堅調さや外需の軟調さなど、セクター別の明暗に大きな変化ない。インフレ期待の低下への警戒や、国際金融市場や海外動向に対するFOMCの監視姿勢にも声明文上で目立った変化はないだろう。そうした変化があるとすれば、後に公表される議事録で明らかになるものとみられる。

12月FOMCや最近の高官発言では、インフレ率の下振れリスクへの警戒姿勢が明らかではあるが、1月FOMC後の金融政策では再び雇用にも関心が向かうとみられる。前節のシミュレーションが示唆するように、海外発のショックによって米国経済そのものが無視しえない影響を受ける可能性があるためであり、米国の雇用は景気動向に敏感なためだ（非農業部門雇用者数は景気一致指数）。

昨年終盤の雇用は、VIX指数（恐怖指数）で示されるボラティリティの高まりの中で、むしろ加速感を示した。そのため、2月以降発表される雇用統計でも大幅な下振れはないと思われるが、楽観はできない。FOMCは、デュアルマンドートのうち完全雇用への道筋がついたとして利上げに踏み切ったが、今後は雇用・物価を両にらみしなければならない状況となり、利上げペースの見直しを迫られるのではないかと考えられる。