

2019. 6 No.86

三井住友信託銀行

調査月報



時論

日本のキャッシュレス化に欠けているもの……………1

経済の動き

2019・2020年度の経済見通し

～海外情勢悪化リスクを引きずるぜい弱な成長～……………3

終焉を迎えるオーストラリアの長期景気拡大……………12

国際収支の変遷が映し出す中国のジレンマ

～経済の高度化に伴う対外規制の限界～……………19

時論

日本のキャッシュレス化に欠けているもの

先の新天皇即位に伴う10連休は、金融機関にとっても「未知の領域」であった。これまでは年末年始の6連休が最長であり、ATMの現金切れや夜間金庫の混雑などへの対策が周知された。幸い重大な問題は生じなかったが、現金の重要性を再認識した。実際、京都の有名な神社は訪日客を中心に大変賑わっていた。参道の食堂でも多国語対応のメニューが用意され、店主も流暢な英語で切り盛りしていたが、支払いには現金のみしか通用せず、キャッシュレス化の遅れを実体験する結果となった。

こうした状況を打開すべく、業界横断的に産学官が連携するキャッシュレス推進協議会が4月に「キャッシュレス・ロードマップ2019」を公表している。これは経済産業省が2018年の「キャッシュレス・ビジョン」で掲げた目標、大阪万博が開催される2025年までにキャッシュレス決済比率を40%、その後将来的には世界最高水準の80%を目指すための活動の方向性とその時間軸を明示したものである。

政府も10月の消費税率引き上げを睨んで、プレミアム商品券の配布などに加えて、中小店舗でのキャッシュレス決済へのポイント還元を実施する。今回の対応は時限措置であるものの、その狙いは増税後の買い控え対策と共に、来年の東京オリンピック・パラリンピックに向けたキャッシュレス決済の普及促進という「一石二鳥」にある。キャッシュレス化は「令和」時代の重要課題の一つであることは間違いない。

確かに、日本は現金流通量が多く、キャッシュレス決済比率は低い。2017年の国際決済銀行の統計によれば、名目GDP対比で日本は20.4%と、主要20か国の中でトップである。その理由として、偽造や盗難などの犯罪が少なく、現金がきれいに使われ、低金利のため保有コストも低いことが挙げられる。次に、「非現金手段(各種カード+電子マネー)支払額÷家計最終消費支出」で狭義のキャッシュレス決済比率(≒カード決済比率)を試算すると、2016年に日本は19.8%と、ドイツの15.6%に次いで2番目に低い。最高は韓国の96.4%、その他の欧米主要国も軒並み60~40%に達している。

一方で、カード保有枚数は多く、キャッシュレス決済手段を使い分けている。日本の個人保有カード(クレジット、デビット、電子マネー)枚数は2016年に8.2枚と、シンガポールの10.6枚に次ぐ水準である。キャッシュレス先進国であるスウェーデンやオランダなどの2枚以下とは対照的である。しかも、全国銀行協会の「決済手段・サービスに係る意識に関するレポート」では、主な決済手段として、3千円未満は電子マネーに加えて現金、3千円前後からクレジットカードが使われ始め、1万円を超えるとクレジットカードと銀行振込み・口座引落しを併用、5万円以上は銀行振込みになるとのアンケート結果が報告されている。

それを裏付けるように、日本銀行のアンケート調査にも、現金以外の決済手段を選択する際に「ポイントや割引などの便益面」や「支払金額の大きさ」を最も重視すること、日常生活で現金決済を使う理由として「その場で支払いが完結する」の次に「多くの場所で利用できる」との回答が多数寄せられている。

これらの事実を繋ぎ合わせると、日本の消費者も平均的にはキャッシュレス決済手段を便益面や支払金額に応じて複数使いこなしているが、現金ほどには幅広く、いつでもどこでも使えるキャッシュレス決済手段がないため、総量としてみると現金決済の割合が多くなっているという構図が浮かび上がってくる。

日本のキャッシュレス化に欠けているものの第一は、現金に代わって、普遍的に使えるキャッシュレス決済手段が育っていないことである。決済システムなどの多数の人が共用するインフラ基盤などでは、経

経済で言うところの「ネットワーク外部性」が働き、利用者が多くなるほど個々の利用者の利便性も増すという性質がある。従って、各種決済手段の共同運用を可能にしていくことは、よりストレスフリーな状況を創出し、利用者の顧客満足度をさらに高めていくという社会的な要請に沿ったものであり、業界内外を問わず、新たな技術革新や協調活動、積極的なイニシアチブによって乗り越えていくべき課題である。

その上でさらに、日本のキャッシュレス化に欠けているものがある。それは、脱税・強盗行為や地下経済の封じ込め、テロ活動の防止など、犯罪・不正対策としての現金利用の積極抑制という観点である。

カード決済比率が96.4%に達する韓国では、通貨危機後の消費拡大と小規模事業者の所得捕捉・脱税防止を目的に、1999年からクレジットカード決済の所得控除、カード決済領収書による宝くじ制度導入、店舗のカード決済義務化を断行した。その結果、カード利用額が2002年までに約7倍に急拡大した。

現金流通量のGDP比率が1.3%にまで低下したスウェーデンでは、2000年代半ばに頻発した銀行強盗対策でキャッシュレス化が加速した。2012年には銀行業界横断で個人送金可能なスマホアプリ「Swish」をリリースし、現在では同国民の約60%が利用している。スウェーデン国立銀行も犯罪・不正防止を狙って、2013年末に最高額紙幣1千クローナ(11,400円相当)を一旦廃止した。

この他、特に欧州諸国ではマネーロンダリング防止のために、現金による高額取引を禁止する例が多い。ベルギーでは一般商品の現金支払いは3千ユーロまで、不動産は現金決済を禁止している。フランスもテロ事件を受け、2015年に上限を1千ユーロに引き下げた。加えて、欧州中央銀行も2016年に最高額紙幣5百ユーロ(61,500円相当)の発行停止を決定、今年4月までに加盟各国が印刷を終了した。

このように、キャッシュレス先進国では、現金利用の積極抑制に踏み込んだ結果が極めて高いキャッシュレス決済比率の数字となって現れている。日本は犯罪や不正が少ない国という定評はあるものの、例えば1万円札の流通量は2018年末で100兆円を超え、ラフな概算ながら、家計のいわゆる「タンス預金」は約40兆円規模に達している可能性も示唆される。著名な米ハーバード大学ケネス・ロゴフ教授は2017年の著書「現金の呪いー紙幣をいつ廃止するか?」の中で、経済弱者への配慮やプライバシーの保護など一定の条件付きながら、脱税など地下経済対策として、日本にも1万円札廃止を提言している。

当然ながら、低金利という環境もあり、より慎重な検証作業が必要であり、かつ災害時を含め、受け皿となる代替決済手段が普及していない中での高額紙幣廃止や現金使用抑制はナンセンスであるが、世界的な流れとして、今後マネーロンダリング防止やテロ封じ込めの国際協調を求められる可能性は高い。

世界最高水準のキャッシュレス決済比率を目標に掲げるに当たっては、決済利用者の利便性や経済効率性で議論できる「現金代替決済の利用促進」に止めるのか、国としての法令遵守や犯罪対策を睨んだ「現金利用の積極抑制」にまで踏み込むのか、政策的かつ国民的な合意形成が必要となろう。日本のキャッシュレス化に欠けている最大のポイントは、こうした政策議論ではあるまいか。

政府・日銀は2024年度からの新紙幣導入を発表した。今回1万円札廃止は見送られたが、今後キャッシュレス化が加速し、真新しい渋沢栄一の肖像を見る機会が殆どなくなるのか、それとも現金とカードで一杯の財布を持ち続けているのか。日本のキャッシュレス化は重要な転換点に差し掛かっている。

(フェロー役員 調査部長 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

2019・2020 年度の経済見通し

～海外情勢悪化リスクを引きずるぜい弱な成長～

<要旨>

2019年1～3月期の実質 GDP 成長率はプラスになったが、在庫積み上がりで輸入減少が主因であり、内需と輸出の合計が大幅に減少するなど、景気の実態は厳しい。中国景気の減速を背景に、製造業の輸出・生産活動が低迷し、景気動向指数の基調判断も2013年1月以来の「悪化」に引き下げられるなど、ここ数ヶ月で日本経済の悪材料が増えた。

一方で、①非製造業の事業活動は底堅く推移していること、②人手不足の下で家計所得の増加が個人消費を下支えることに加え、③中国の経済政策効果の発現により外需も2019年後半から持ち直すと見ることから、予測期間である2020年度までは日本経済のプラス成長が続く見通しである。

但し、想定通りに外需が回復しないリスクは高まっている。足元、米中貿易摩擦問題が深刻化しており、海外景気悪化などの外的ショックで、今後も景気後退局面に陥る可能性を抱えたぜい弱な成長が続く。

1. 2019年1～3月期 GDP —内需低迷が顕著

日本の2019年1～3月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+2.1%と2四半期連続のプラス成長となった(図表1)。内需は、個人消費が前期比年率▲0.3%、設備投資が同▲1.2%で主要項目は何れもマイナス、後ろ向きと見られる民間在庫の積み上がりにより全体で辛うじてプラスとなった。一方で、外需は、輸出は大幅なマイナスであるが、控除項目の輸入が同▲17.2%と輸出以上に減少したことで、プラスになったに過ぎない。内需と輸出の合計は、大幅なマイナス寄与であった。GDPはプラスを確保したが、内容的には厳しい結果であった。

図表1 過去1年の実質 GDP と需要項目別伸び率

(前期比年率、%ポイント)

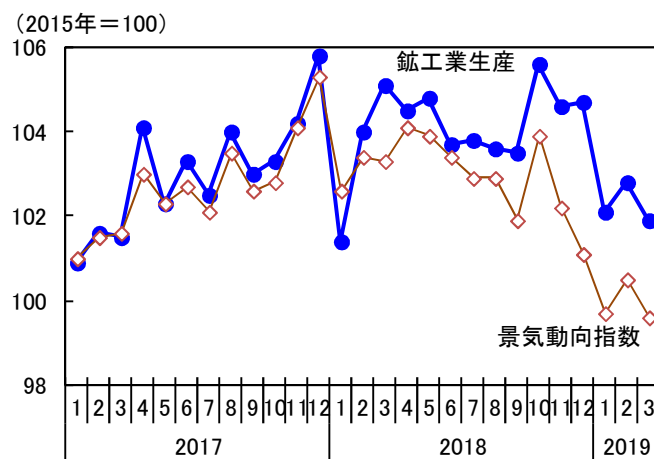
	2017	2018					2019	2019/1Q
	IV	I	II	III	IV	I		寄与度
実質GDP	+ 1.3	▲ 0.3	+ 2.2	▲ 2.5	+ 1.6	+ 2.1		+ 2.1
個人消費	+ 1.7	▲ 0.5	+ 2.4	▲ 1.1	+ 0.9	▲ 0.3		▲ 0.2
民間住宅投資	▲ 11.5	▲ 9.3	▲ 8.1	+ 3.4	+ 5.9	+ 4.5		+ 0.1
設備投資	+ 2.3	+ 5.1	+ 9.8	▲ 9.7	+ 10.3	▲ 1.2		▲ 0.2
民間在庫増減	—	—	—	—	—	—		+ 0.5
政府消費	+ 0.0	+ 1.1	+ 0.4	+ 0.9	+ 2.6	▲ 0.7		▲ 0.1
公共投資	+ 0.1	▲ 5.0	▲ 2.6	▲ 7.3	▲ 5.6	+ 6.2		+ 0.3
輸出	+ 8.1	+ 3.9	+ 2.8	▲ 7.9	+ 4.8	▲ 9.4		▲ 1.8
(▲輸入)	+ 9.0	+ 3.0	+ 4.2	▲ 4.1	+ 12.7	▲ 17.2		+ 3.4
内需+輸出	—	—	—	—	—	—		▲ 1.4

(資料) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

GDP より先に発表された景気動向指数は、年明け以降の輸出と生産の減少を受けて低下した。基調判断は、2018年12月までの「足踏み」から2019年1月に「下方への局面変化」、そして3月には2013年1月以来の「悪化」に下方修正され(図表2)、戦後最長景気に黄信号が点灯している。

[前回の経済見通し](#)作成(調査月報2019年3月号)以降の3ヶ月間は、日本経済に関する悪材料が増えた期間であった。

図表2 鉱工業生産と景気動向指数(一致指数)



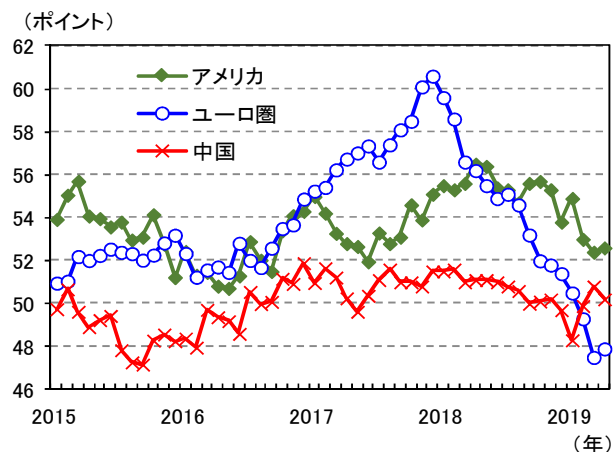
(資料)経済産業省、内閣府

2. 外需環境の現状と見通し —海外景気悪化には歯止め、外需は緩やかに持ち直しへ

GDP の厳しい内容と景気動向指数の「悪化」判定は、いずれも海外景気悪化による輸出の減少とそれを受けた鉱工業生産の伸び悩みを反映している。

但し、今後を見通すと、海外景気悪化には歯止めがかかると見る。製造業 PMI 指数を見ると、欧米及び中国の主要地域は何れも前年は低下トレンドが目立ったが、米国はなお 50 を上回っており、中国も足元では 50 を若干上回る水準まで回復している(図表3)。中国製造業 PMI(完成品在庫)についても、18 年末の上昇から低下に向かっている(図表4)。

図表3 主要経済圏の製造業 PMI 指数



(資料)QuickFactset

図表4 中国製造業 PMI 指数(完成品在庫)



(資料)CEIC

中国経済は、輸出と生産が一進一退の動きを見せるが、個人向け・法人向け双方の減税、地方債の発行枠拡大とそれを通じたインフラ投資の後押し、中小企業向け貸出の促進など、矢継ぎ早に打ち出された経済政策の効果で徐々に持ち直していくと見込む。債務問題への気配りは残しているが、成長率6%割れを回避する政府の姿勢は明確であり、今後も景気の下振れリスクには、公表済み経済政策の実行ペースを速めるか、追加政策で臨むと見る。

米国経済は、2019年1～3月期の成長率が前期比年率+3.2%の高い伸びを示し、今後も堅調を維持する見通しである。減税など政策効果の剥落のため、2020年には+1.9%まで拡大ペースは鈍化するものの、製造業の景況感が底堅い上に、雇用情勢が依然良好であるため、個人消費の拡大基調も維持されよう。

ユーロ圏経済は、製造業 PMI 指数が急落し、景気後退色が強まっている。中国景気減速の影響に加えて、ドイツの自動車の環境規制対応の遅れ、フランスの対政府デモ、イタリアの財政問題と金利上昇など各国固有のマイナス要因も重なった。更に英国の EU 離脱といったリスク要因も抱えている。今後も他経済圏より弱い動きを予想するが、中国景気が下げ止まればマイナス要因の一部は緩和に向かい、グローバル景気を大きく押し下げる材料にはならないだろう。

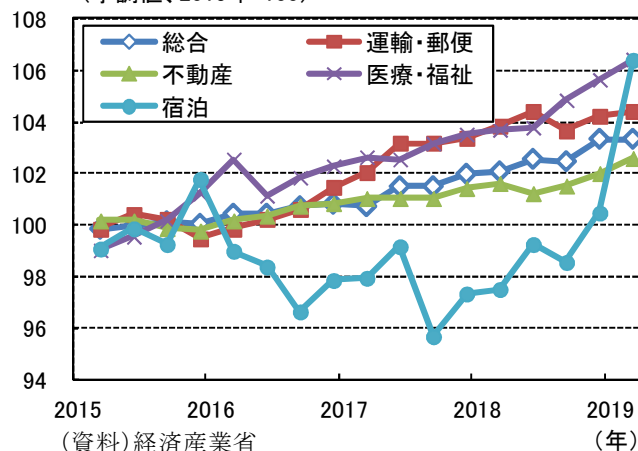
以上の外需環境から、日本の輸出は 2019 年度半ばから緩やかな回復に向かい、年度平均で見た財・サービスの輸出の伸び率は 2019 年度の前年比▲1.1%から 2020 年度は+2.8%とプラスに転じると予想する。

3. 内需を巡る環境と見通し ―非製造業は堅調維持、外需に合わせて製造業も持ち直しへ

国内では、非製造業が堅調を維持している。第3次産業活動指数を見ると、運輸・郵便はeコマース拡大への対応、不動産は主に東京オリンピックに向けた開発や堅調なオフィス賃貸市況の恩恵、宿泊はインバウンド需要増加への対応、医療・福祉は高齢化の進展などプラス要因も複数あり、底堅く推移している(図表5)。オリンピック効果を除いても、プラス効果が持続しそうである。

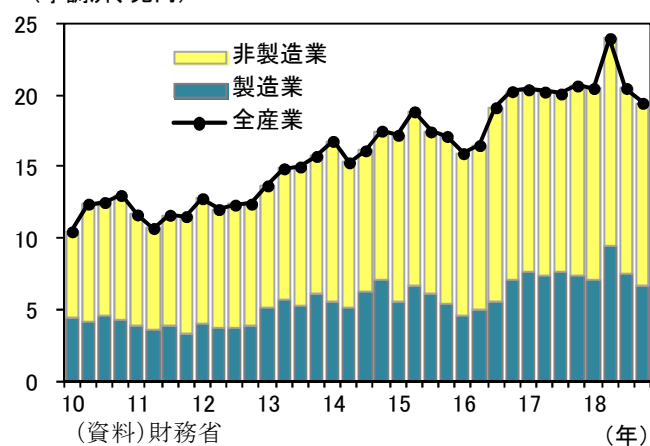
図表5 第3次産業活動指数

(季調値、2015年=100)



図表6 企業収益

(季調済、兆円)

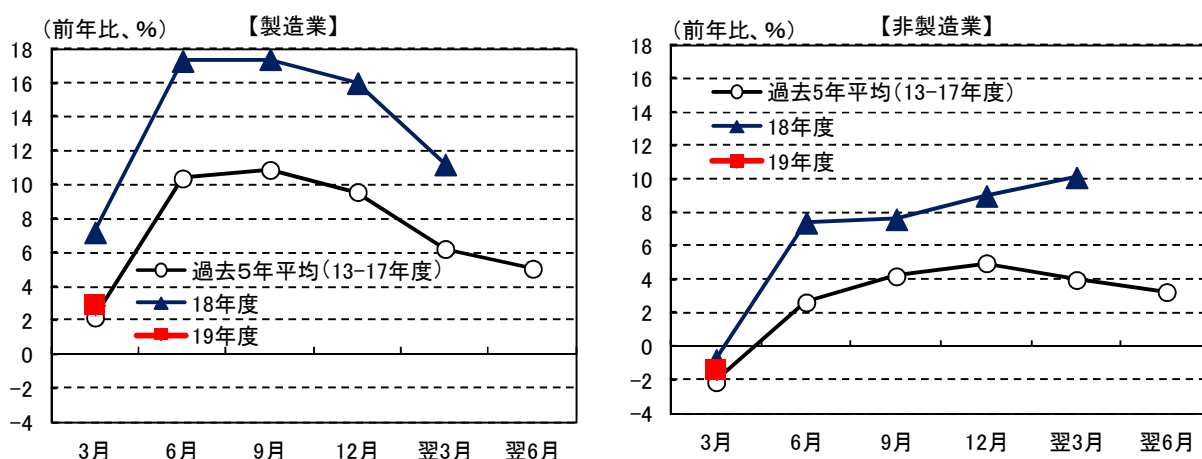


企業収益も、製造業の悪化を非製造業の好調が下支えし全体では小幅な悪化に留まっている(図表6)。先述の通り、引き続き非製造業が好調を維持し、外需の回復により製造業の輸出と生

産が持ち直すことで、今後も企業収益は大きくは落ち込まず、設備投資の増勢は維持されよう。

日銀短観の設備投資計画(全規模)を見ても、非製造業は、2018年度計画が期中に上方修正された上に、伸び率は過去5年平均を大きく上回り、2019年度も過去5年平均を上回っている(図表7)。製造業は、2018年度計画が年後半に下方修正されたが、それでも過去5年平均の伸び率を上回り、2019年度も過去平均並みの伸び率を維持している。企業は不確実性が高まる中で慎重姿勢を示しながらも、設備投資計画を縮小させるまでには至っていない。2019年後半以降、輸出・生産が持ち直すのに伴い製造業を含めて設備投資は持ち直し、年度平均では、2019年度+0.9%、2020年度+1.1%と僅かながら伸び率が高まると予想する。

図表7 設備投資計画修正パターン(全規模)

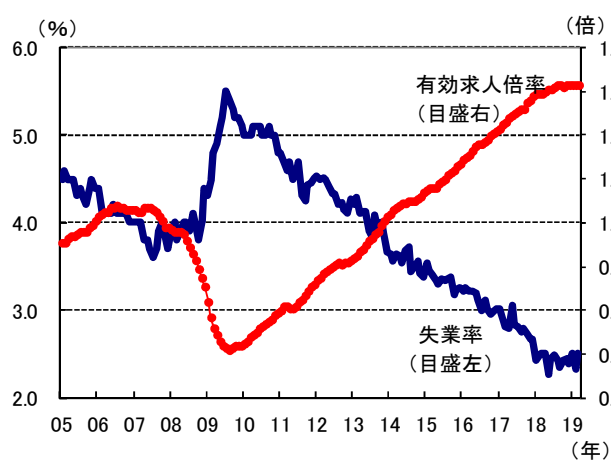


(注)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)。翌6月は実績。

(資料)日本銀行

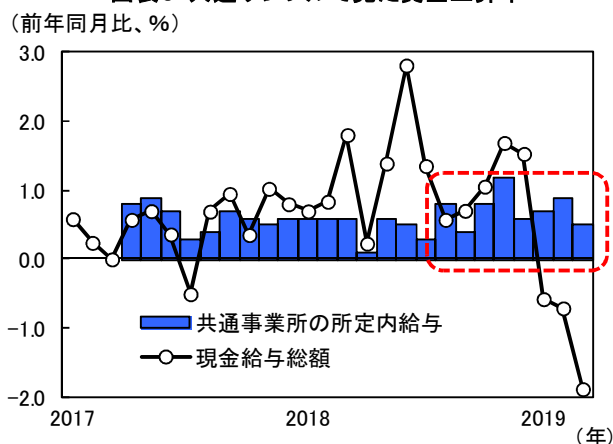
また、家計所得は緩やかに増加し、個人消費も堅調を維持すると見る。2019年4月の失業率は2.5%、有効求人倍率は1.63倍と、労働需給は依然タイトである(図表8)。毎月勤労統計の一人当たり現金給与総額が2019年以降マイナス基調となったのは、サンプル事業所入れ替えの影響や前年同月の特別給与支給の反動など一時的要因に因る(図表9)。入れ替え前後で共通の事業所サンプルで計算された所定内給与伸び率は概ね堅調であり、賃金の上昇基調は続いていると判断している。

図表8 失業率と有効求人倍率



(資料)総務省、厚生労働省

図表9 共通サンプルで見た賃金上昇率



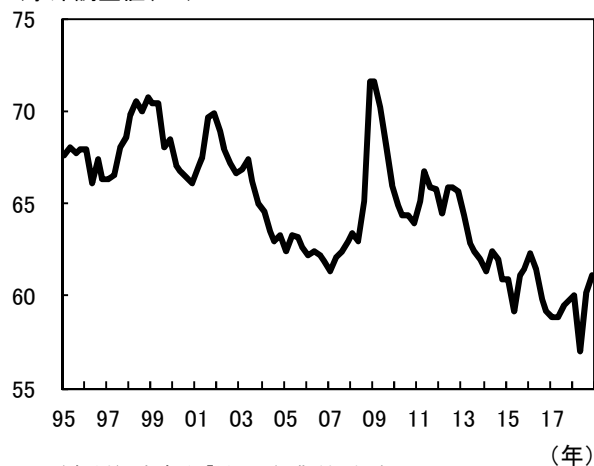
(注)「共通事業所の所定内給与」はサンプル入れ替え前後で共通の事業所のみで計算した値。「現金給与総額」は入れ替え影響込みの値。

(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

企業の人件費負担を測る目安となる労働分配率は、直近 60%強である(図表 10)。労働分配率と日銀短観の雇用判断DIの関係から、雇用の過不足感ゼロに見合う労働分配率は 64～65%となる(図表 11)。足元ではその水準を相当程度下回ることから、企業は人件費を増加させる余地を残しており、この点からも賃金上昇の流れは続くと予想する。

図表 10 労働分配率

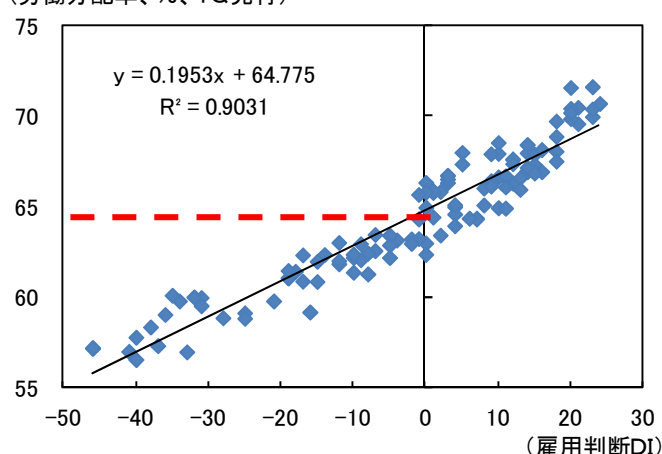
(季節調整値、%)



(資料)財務省「法人企業統計季報」

図表 11 労働分配率と雇用判断 DI の関係

(労働分配率、%、1Q先行)

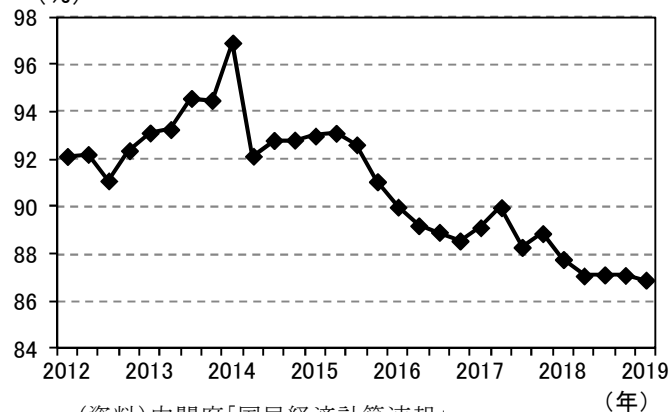


(資料)財務省、日本銀行

今回の経済見通しでは、2019年10月の消費税率引き上げを前提としている。2014年4月の前回引き上げ時と比べて、①引き上げ幅は2%と小さく、②軽減税率など十分すぎる程の経済政策が用意されており、③家計消費と雇用者報酬の比率で見た消費性向は、前回2014年4月の引き上げ前に上昇したが、今回は足元まで消費性向は横ばいで水準も低い(図表 12)。これらの材料を踏まえると、消費税増税前後の駆け込みと反動減は小さく短いものに終わると見る。この先の個人消費は、2019年度+0.1%、2020年度+0.5%と小幅なプラスを予想する。

図表 12 家計消費と雇用者報酬の比率

(%)



(資料)内閣府「国民経済計算速報」

4. 経済見通しのまとめ、物価・金利の見通し 一低成長下で物価は小幅上昇、金融政策は不変

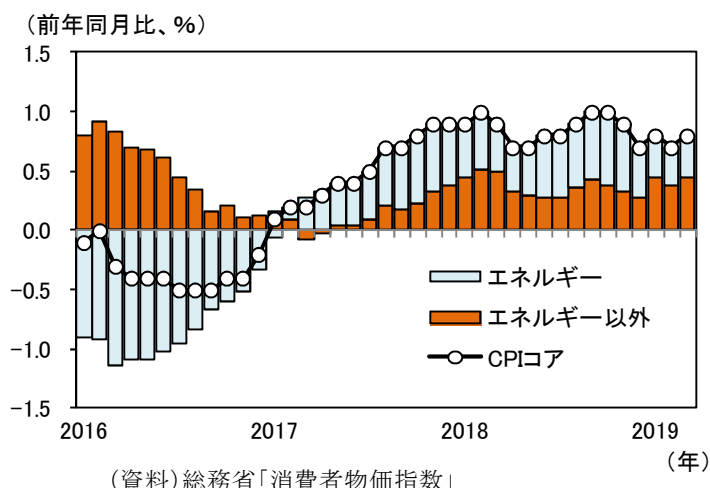
以上、2020年度までの日本経済見通しをまとめると、輸出は2019年度半ばから中国景気下げ止まりなどで緩やかな回復に転じ、設備投資と個人消費はプラスの伸びを続けよう。但し、米中貿易摩擦を中心とする海外要因に加えて、国内では2019年10月の消費税率引き上げの影響や

2020年東京オリンピック・パラリンピック終了後の景気に対する慎重な見方が残るため、内需の伸びは緩やかなものに留まるだろう。この他の需要項目は、足元で消費税率引き上げ前の駆け込みで増えている住宅投資はこの先減少に転じ、少子高齢化が進む中で2020年度まで減少基調が続くと見る。また公共投資は、東京オリンピック・パラリンピック関連の投資もあって2019年度は+1.2%となるものの、2020年度は投資一巡により▲0.2%となる。結果として日本の経済成長率は、2019年度は+0.6%、2020年度は+0.7%とプラスではあるが、0.5～1%程度とされる潜在成長率レンジの下限に近い、弱い成長ペースになると予想する。

この経済情勢下、物価上昇圧力は高まらず、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は、2019年3月の前年同月比+0.8%から、2020年度も+1%を下回る水準で推移する見通し(図表13)。

また、この物価情勢では、日銀は金融政策の正常化を進められず、一方で、多少景気が下振れても、地銀収益へのマイナス影響など弊害の深刻化が危惧され追加緩和にも動けないだろう。結果として、10年国債利回りのゼロ%程度という誘導水準と、±0.2%という変動許容幅も2020年度末まで変わらず、実際の10年国債利回りは変動許容幅を出ずに推移すると予想する。

図表13 消費者物価(生鮮食品除く総合)上昇率の内訳



5. リスク要因 —外需環境が改善する想定が崩れる虞

以上の通り、基本的な日本経済のシナリオは、2019年半ば頃から外需環境が改善することを想定している。ここ数ヶ月は、米中貿易摩擦問題があっても、中国政府による経済対策により、成長率の急低下は回避されるという当部の見通しに沿って推移していた。

しかしながら、2019年5月上旬に、米国が追加関税率引き上げと対象拡大の方針を示したことで、中国の景気が失速して他地域にも伝播し、外需環境の改善という想定が崩れるリスクが高まった。2019年1～3月期における米国の輸入を品目別で見ると、電気機械をはじめとして追加関税の対象となった品目の中国からの輸入額が顕著に減少した(次頁図表14)。このことは、米国の追加関税率引き上げや対象拡大が中国の輸出に更なる下振れ圧力になることを示唆している。情勢次第で中国政府は追加経済対策も講じるであろうが、それでも下支えし切れない虞も出てきた。

図表 14 が示すように、中国からの輸入減少品目で他国からの輸入が増加していることは、米中貿易摩擦が日本にとってメリットにもなることを示している。しかし、2019年1～3月期の日本の輸出が減少したように、中国向け輸出の減少を米国向けの中国代替輸出増加でカバーしきれない。加えて、周辺のアジア新興国の景気にも悪影響が及べば、日本からそれらの国への輸出も下振れる他、米中関係の悪化が内外金融市場の緊張を高めることを通じて世界各地の経済活動を萎縮させるなど、複数の波及ルートがあるため、悪影響の方が大きい。

加えて追加関税は米国景気の下振れ要因にもなり得る。2018年9月に2,000億ドルの輸入に対して10%の追加関税をかけた際、600億ドル強の輸入消費財も対象になった(図表 15)。2,000億ドルの輸入に対する関税率が10%から25%に引き上げられると、その影響は約2.5倍になる。更に、残り全ての輸入が追加関税の対象になると、対象の消費財は新たに1,200億ドル以上増える。中国からの消費財輸入全てに25%の追加関税がかかっても、関税コストは消費全体の0.3%に過ぎないが、家電をはじめとする特定の品目に集中して影響が現れる可能性が高く、当該品目の価格上昇や消費マインド悪化を招き、米国景気の下押し圧力になる可能性もある(図表 16)。

図表 14 米国の輸入の動き(2019年1～3月期)

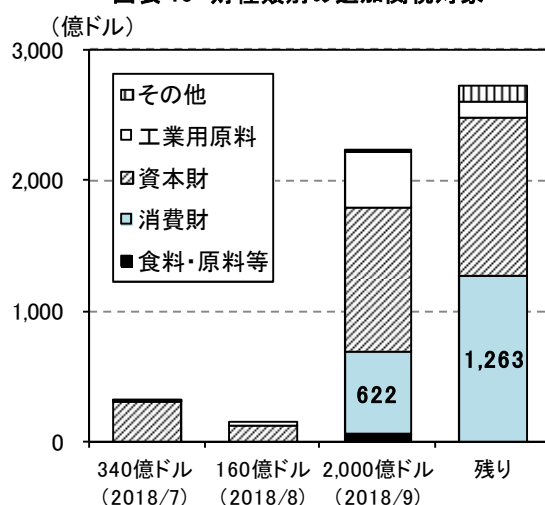
品 目 名	輸入額伸び率(前年同期比、%)					2018年 中国からの 輸入金額 (億ドル)
	中国からの輸入伸び率			他からの 輸入 伸び率		
		追加関税 対象	非対象			
合計	▲ 0.1	▲ 13.9	▲ 24.2	▲ 3.0	3.5	5,395
電気機械、テレビ等	▲ 2.0	▲ 19.0	▲ 25.5	▲ 13.4	10.0	1,519
原子炉、ボイラー等	2.0	▲ 20.1	▲ 36.5	2.6	11.8	1,166
家具、寝具等	▲ 3.9	▲ 12.9	▲ 15.4	14.3	5.5	348
がん具、運動用具	▲ 9.0	▲ 13.0	—	▲ 13.0	4.7	267
プラスチック及びその製品	3.5	▲ 0.7	▲ 16.5	18.3	5.5	192
鉄道以外の車両	2.7	▲ 4.9	▲ 6.0	12.3	3.2	169
衣類(メリヤス編み)	6.2	1.4	—	1.4	8.0	148
履物等	4.6	▲ 1.8	—	▲ 1.8	12.4	141

(注) HTSコード上2桁で分類。内訳は輸入に占める上位品目。

シャドウのセルは追加関税対象となった品目を含む部門

(資料) 米国国際貿易委員会

図表 15 財種類別の追加関税対象



(資料) 米国国際貿易委員会

図表 16 消費主要項目別に見た消費財輸入の関税コスト

(億ドル/2018年)					
個人消費支出 の項目	中国からの 輸入額	個人消費 支出額	現在の 関税コスト 比率(注)	25%に 引上げ後の コスト比率	輸入全額 追加関税後 コスト比率
家電	244	573	2.6%	6.6%	10.7%
旅行用品等	72	319	2.0%	5.0%	5.6%
家具類	388	1,998	1.3%	3.2%	4.9%
住宅用雑貨	43	322	0.8%	2.0%	3.3%
服飾用材料等	175	868	0.2%	0.6%	5.0%
娯楽品	145	670	0.3%	0.9%	5.4%
その他	840	134,734	0.01%	0.02%	0.2%
合計	1,907	139,485	0.05%	0.1%	0.3%

(注) 関税コスト比率は、2018年輸入額に関税率を乗じた値を消費支出額で除した値

(資料) 米国国際貿易委員会

米中貿易摩擦が米国公表の最悪の方針で進むと、中国景気の想定以上の下振れ、その影響の拡大、更には米国景気の失速など外需が回復できず、国内景気が後退局面入りする可能性が高まる。

米中間の問題以外にも、Brexit が「合意なき離脱」となるリスクや、米国の経済制裁が完全実施されたイランを中心とする中東情勢など、ここしばらく沈静化していた事象が再び懸念材料となる可能性がある。こうしたリスクの顕在化によって、先行きの不確実性が高まったまま解消されなければ、企業は投資、家計は消費に対する姿勢を弱め、内需低迷が長期化することになる。2020 年度までは、弱いペースの成長しか望めない中で、下振れリスクも高いというぜい弱な期間を過ごすことになるだろう。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

(経済調査チーム 岩橋 淳樹 : Iwahashi_Junki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

総括表 2019・2020年度の経済見通し

(作成日: 2019年5月24日)

	2019年度		2020年度		2019上	2019下	2020上	2020下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質・2011年基準＞								
国内総支出	538.6	0.6	542.3	0.7	0.6 0.9	-0.4 0.3	0.6 0.2	0.6 1.2
民間最終消費	300.5	0.1	301.9	0.5	0.8 0.9	-1.4 -0.6	0.9 -0.5	0.6 1.4
民間住宅投資	15.2	-1.0	14.7	-3.4	-0.6 1.8	-3.1 -3.7	-1.7 -4.6	-0.5 -2.2
民間設備投資	87.9	0.9	88.9	1.1	0.1 1.2	0.7 0.7	0.4 1.1	0.8 1.2
民間在庫品増加(実額)	1.8	寄与度 0.0	-0.4	寄与度 0.0	-0.3	0.0	0.0	0.4
政府最終消費	108.0	0.7	108.9	0.8	0.1 0.8	0.4 0.5	0.4 0.8	0.4 0.8
公的固定資本形成	25.3	1.2	25.2	-0.2	1.3 0.1	1.1 2.1	-0.2 1.3	-1.0 -1.4
財貨・サービス輸出	91.6	-1.1	94.1	2.8	-1.1 -2.2	1.0 -0.1	1.6 2.5	1.4 3.0
財貨・サービス輸入	90.0	-4.8	91.7	1.8	-4.6 -4.5	-0.6 -5.1	1.5 0.8	1.2 2.7
内需寄与度	0.0	民需 -0.2	0.5	民需 0.4				
外需寄与度	0.7	公需 0.2	0.2	公需 0.1				
＜名目＞								
国内総支出	555.0	0.9	559.8	0.9	0.7 1.3	-0.1 0.6	0.6 0.5	0.6 1.2
GDPデフレーター	103.1	0.2	103.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1
企業物価*(15年=100)	102.5	1.0	104.0	1.5	0.1	1.9	2.2	0.8
輸出物価*(15年=100)	94.6	-2.0	96.1	1.6	-2.9	-1.0	1.5	1.8
輸入物価*(15年=100)	93.7	-6.1	96.9	3.5	-7.3	-4.8	2.7	4.3
消費者物価*(15年=100)	102.0	0.7	102.6	0.6	0.6	0.9	0.8	0.3
鉱工業生産*(15年=100)	102.4	-1.3	103.4	1.0	-1.6	-0.9	0.9	1.1
失業率(%)	2.4	0.0	2.5	0.1	2.4	2.5	2.5	2.6
雇用者数*(万人)	6,018	1.0	6,073	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.4	—	0.5	—	0.2	0.5	0.5	0.6
新設住宅着工戸数(万戸)	90.2	-5.4	88.5	-1.9	95.8	84.5	88.0	89.2
貿易収支(10億円)	3,563	—	2,586	—	2,563	1,000	2,239	348
輸出*(10億円)	79,688	-0.8	82,694	3.8	-1.7	0.1	3.1	4.4
輸入*(10億円)	76,125	-4.4	80,108	5.2	-5.4	-3.4	4.2	6.2
第一次所得収支(10億円)	21,852	—	22,746	—	11,559	10,294	12,076	10,671
経常収支(10億円)	22,941	—	23,405	—	12,733	10,208	13,241	10,165
マネーサプライ*(M2,兆円)	1031.4	2.3	1054.5	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2
ドル/円レート(円、期中平均)	111.3	—	112.1	—	111.1	111.5	111.9	112.3
輸入原油価格(ドル/バレル)	69.0	—	70.0	—	67.9	70.0	70.0	70.0
米国実質GDP(10億ドル)	19,054	2.6	19,423	1.9	2.6	2.0	1.9	1.9

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。2019年10月に消費増税を見込む。

米国の暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	2019/4-6	7-9	10-12	2020/1-3	4-6	7-9	10-12	2021/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
10年国債利回り	-0.06	-0.03	-0.01	0.01	0.03	0.05	0.07	0.09
ドル/円レート	111.0	111.2	111.4	111.6	111.8	112.0	112.2	112.4



終焉を迎えるオーストラリアの長期景気拡大

<要旨>

オーストラリアでは1991年第3四半期以来、27年間にわたり景気拡大が続いている。しかし、長期成長を支えてきた輸出と住宅投資がともに落ち込み、その勢いには陰りがみられ、景気後退のリスクが高まっている。

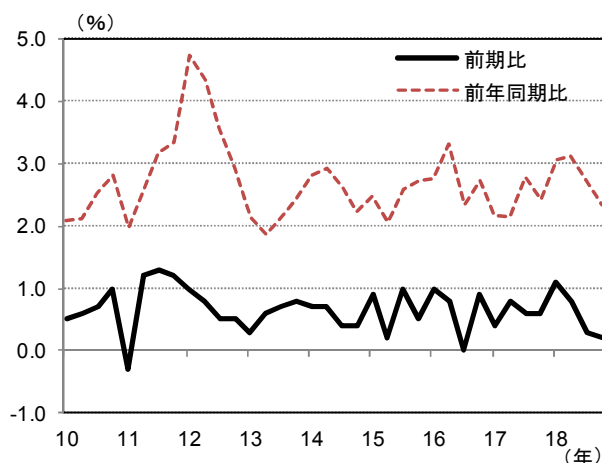
輸出は、最大の輸出先である中国で鉱工業生産が伸び悩み、資源需要が減少することから、さらに下押しされていく公算が大きい。住宅投資は、同国の非居住者向け不動産投資規制と中国の資金流出規制により、中国からの資金流入が細ったことで鈍化傾向にあるが、これらの規制が短中期的に緩和されることは想定しづらく、回復の見込みは薄い。家計債務が高水準に達しているため、金融緩和による需要喚起も期待しにくい。加えて、移民流入に伴う人口増加が長期にわたり内需の拡大を支えてきたことを勘案すると、近年強まる移民規制は、同国の経済成長にとってマイナス要因である。

オーストラリア経済は、鉱業中心・外需主導の「資源国」型経済とサービス業中心・内需主導の「先進国」型経済で構成される「ハイブリッド性」を特徴とする。内需が弱い局面では中国を筆頭とする新興国の資源需要が内需不足を埋め、逆に外需が弱い局面では住宅投資や個人消費などの内需が輸出の低迷をカバーすることで、四半世紀以上におよぶ先進国では例を見ない長期の景気拡大を実現してきた。しかし、中国の資源需要減少や住宅ブームの終焉などを背景に内外需ともに下振れ、ハイブリッド性が機能しなくなる中、オーストラリア経済が今後1年以内に景気後退に陥る可能性は高いと予想する。

1. 減速基調にあるオーストラリア経済

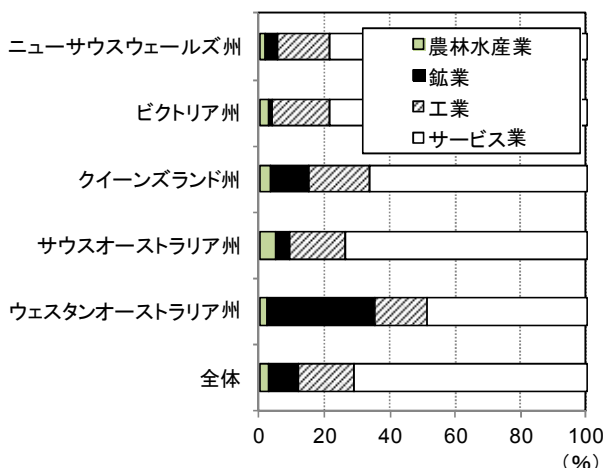
オーストラリアでは1991年第3四半期以来、27年間にわたり景気の拡大が続いている。しかし、その勢いには陰りがみられる。直近2018年第4四半期の実質GDP成長率をみると、前期比は+0.2%と3四半期連続での減速となり、前年同期比は+2.3%と2017年第2四半期以来最低の水準に落ち込んでいる(図表1)。長期成長を支えてきた民間住宅投資と輸出が低迷し、ともに前期比でマイナス成長に陥ったことが成長率低下の主な要因である。

図表1 実質 GDP 成長率(四半期)



(資料) オーストラリア統計局 (ABS)

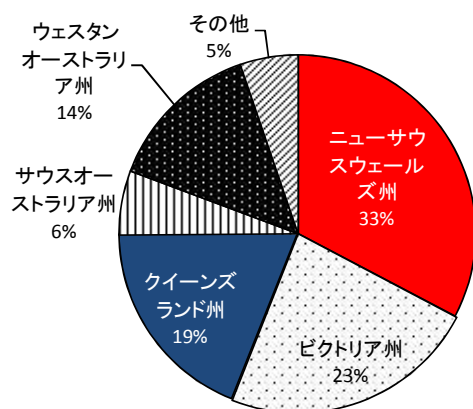
図表2 主要5州の産業別粗付加価値構成比(2018年度)



(資料) ABS

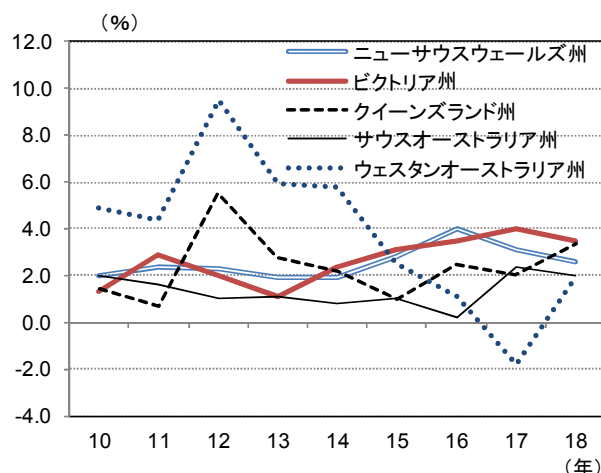
オーストラリアは「資源国」のイメージで語られることが多いが、[調査月報 2017 年 8 月号「豪州の長期成長を支える産業構造の二面性」](#)で指摘したように、同国経済の最大の特徴は、鉱業に牽引され外需主導の「資源国」型経済と、金融・保険業などサービス業を中心とし内需が主導する「先進国」型経済で構成される「ハイブリッド性」にある。「資源国」型経済の典型は、鉄鉱石や原油・天然ガス、ニッケルをはじめ豊富な天然資源を抱え、鉱業が粗付加価値(GVA)の約3分の1を占めるウェスタンオーストラリア州である。鉛や銀、亜鉛に恵まれるクイーンズランド州も同様の傾向がある。一方、「先進国」型経済の典型は、全国の GDP の過半を占めるニューサウスウェールズ州とビクトリア州で、両州では金融・保険業を中心とするサービス業が経済を牽引している(前頁図表2、当頁図表3)。

図表3 州別 GDP 構成比(2018 年度)



(資料) ABS

図表4 主要 5 州の実質 GSP 成長率(年間)



(資料) ABS

2010 年代半ばにおける資源ブームの終焉にもかかわらずオーストラリア経済の拡大が止まらなかったのは、同国の中の「先進国」型経済、すなわちニューサウスウェールズ州やビクトリア州の経済が個人消費や住宅投資の拡大などを通じ、「資源国」型経済の失速をカバーしたことが要因である。逆に、「先進国」型経済のニューサウスウェールズ州とビクトリア州の実質州内総生産(GSP)成長率が低下する中で、2018 年度(2017 年7月～18 年6月)の実質 GDP 成長率が前年度比+2.8%と前年度の+2.3%を上回ったのは、世界経済の回復に伴う資源価格の反転上昇を背景に、資源輸出を担うウェスタンオーストラリア州やクイーンズランド州の景気が上向いたこと、換言すると「先進国」型経済の減速を「資源国」型経済が補ったことが寄与している(図表4)。

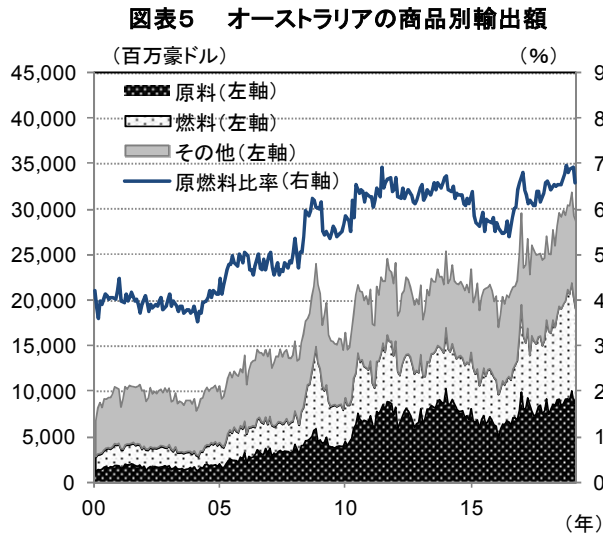
しかし足元において内需・外需がともに落ち込み、「ハイブリッド性」が機能しなくなる中、オーストラリア経済は減速が鮮明となり、「2四半期連続のマイナス成長」と定義される景気後退のリスクに直面している。

2. 高まる景気後退リスク

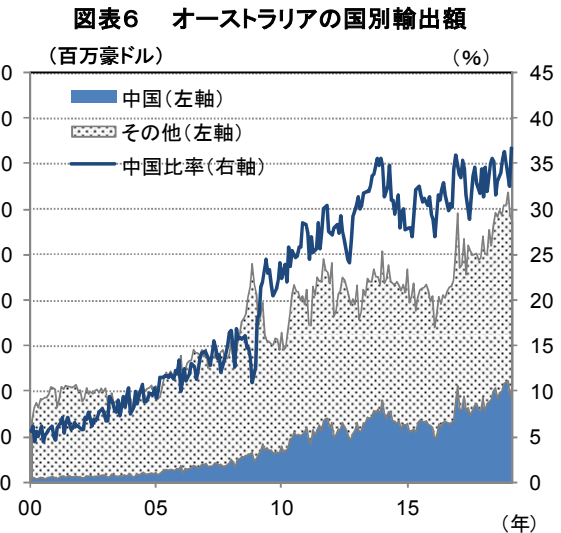
景気拡大を阻むリスク要因の中でも特に懸念されるのは、(1) 中国の資源需要減少、(2) 住宅ブームの終焉、(3) 家計債務の膨張、(4) 移民規制の強化という四点である。うち(1)と(2)については中国の影響拡大に伴うリスクの顕在化であり、また(4)についても部分的には中国が影響している。

(1) 中国の資源需要減少

オーストラリアの輸出総額に占める原燃料の比率は約3分の2におよんでおり(2018年通年)、そのため同国経済はグローバルな資源需要動向に大きく左右される(図表5)。中でも重要なのは輸出総額の約3分の1(同)を占める中国の需要であり(図表6)、中国経済の減速はとりわけオーストラリアの中の「資源国」型経済への直接的な打撃となる。



(資料) ABS



(資料) ABS

中国の実質 GDP 成長率は 2017 年第2四半期の前年同期比+6.9%をピークに低下が続き、2018 年第4四半期には同+6.4%と6%前半にまで落ち込んだ。財政支出拡大や減税といった景気刺激策が奏功し、2019 年第1四半期の成長率は同+6.4%と下げ止まったものの、4月の鉱工業生産伸び率は前年同月比+5.4%と約 16 年ぶりの低水準となっている。こうした基調を踏まえると、オーストラリアの主要輸出品目である亜鉛やニッケルなど非鉄金属に対する需要回復は当面期待できない。そのうえ、米中貿易摩擦の激化もさらなる下押し要因となる可能性が高い。

加えて、対中関係の悪化も悪材料となる。2018 年6月、国内で対中警戒感が高まる中¹、連邦議会は中国を念頭に外国によるスパイ活動や内政干渉の阻止を目的とした法案を可決、続いて同8月、オーストラリア政府は第5世代移動通信ネットワークに中国・華為技術(ファーウェイ)製機器を採用しないことを決定した。こうした一連の動きに対し、2019年1月、中国政府は報復措置としてオーストラリア産石炭の輸入抑制措置を導入した。中国による政治的報復はオーストラリアの資源輸出に不透明感をもたらしている。

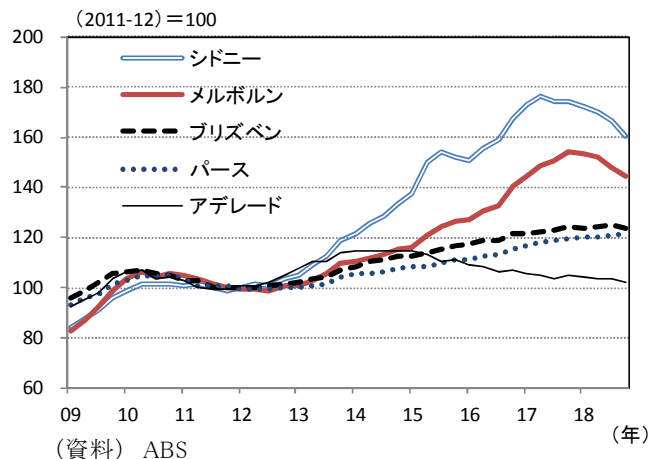
(2) 住宅ブームの終焉

歴史的な低金利や大都市部における人口急増に加え、中国マネーの大規模な流入を背景に、ニューサウスウェールズ州シドニーおよびビクトリア州メルボルンの二大都市では 2011 年末から 12 年初を底として住宅価格の上昇が始まった。しかし、居住用不動産価格指数(2011-12 年の平均値=100)は、シドニーでは 2017 年第2四半期に 177、メルボルンでは同年第4四半期に 154 とそれぞれピークを記録した後、いずれも下落傾向が鮮明になっている(次頁図表7)。

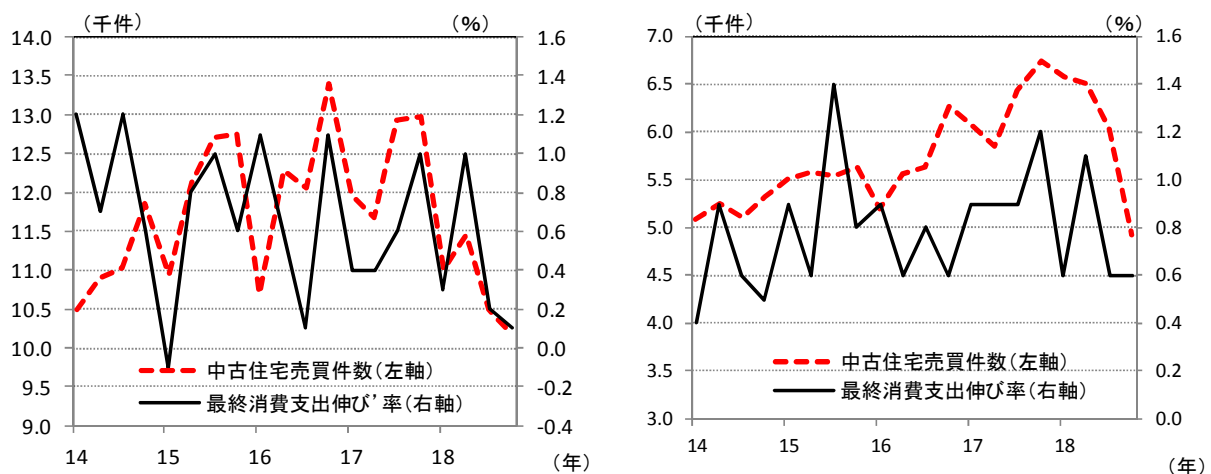
¹ 中国軍と近い中国企業と北部準州との間のダーウィン港の長期貸与契約問題や、中国政府につながる在豪中国人実業家による野党・労働党議員への政治献金問題などがその契機である。

住宅価格の下落は、①銀行が住宅ローンの審査基準を厳格化したこと、②オーストラリア政府が印紙税の上乗せを通じ中国人など非居住者による不動産投資に対する規制を強化したこと、③中国政府が資本流出抑制策を強めたことなどに起因する。住宅価格のさらなる上昇が抑制されたという意味では、価格調整は健全な動きといえるが、住宅価格の過度の調整は住宅購入意欲を減退させるばかりではなく、広範な分野で消費者心理の悪化を招き、家計支出を抑制させるリスクをも孕む。

図表7 州都別居住用不動産価格指数



図表8 中古住宅売買件数・家計最終消費支出前年同期比伸び率(左:ニューサウスウェールズ州、右:ビクトリア州)



そのリスクは既に顕在化しつつある。2017年以降、ニューサウスウェールズ州とビクトリア州では、住宅価格が下落し中古住宅売買件数が減少するのと歩調を合わせる形で、家計最終支出の前年同期比伸び率が顕著に縮小している(図表8)。このことは、住宅市況の悪化が続いた場合、家計支出がさらに下押しする可能性が高いことを示している。

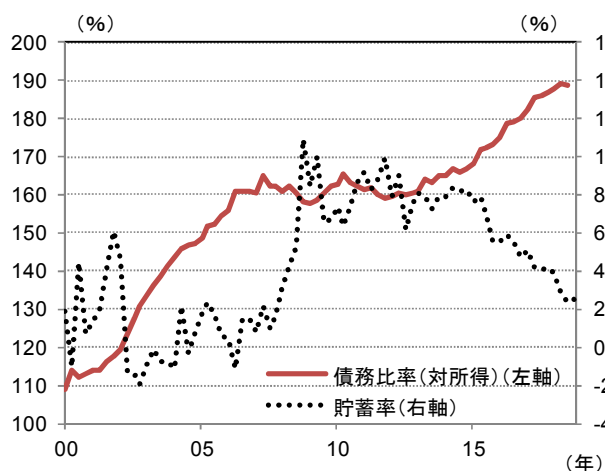
オーストラリア準備銀行(RBA、中銀)は5月に公表された「四半期金融政策報告」の中で、住宅市況の低迷が家計消費に与える影響について懸念を示すとともに、将来的な利下げの可能性を示唆した。しかし、以下で言及するように、家計債務が既に高水準に達していることを勘案すると、金融緩和が住宅需要を喚起する効果は限定的とみられる。

(3) 家計債務の膨張

2012年以降、金利低下を背景として、オーストラリアでは住宅ローンの借り入れを中心に家計債務が拡大を続けてきた。家計所得に対する家計債務の比率は、2012年末の161%から2018年9月末時点には189%に上昇している。一方で、家計部門の貯蓄率は2008年末をピークに低下し続け、2018年末には2%台まで落ち込んでいる(図表9)。同国の家計債務は国際的にみても高水準で、GDP比は2018年9月末時点で121%と他の主要国を大きく上回る(図表10)。

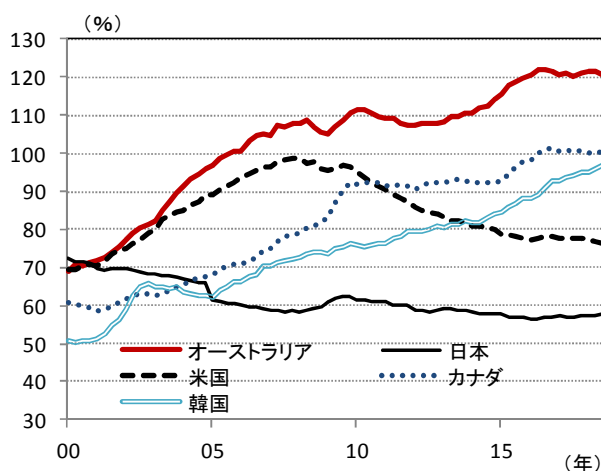
家計の債務負担の増大および返済余力の低下は、経済全体の約6割を占める個人消費を圧迫する。この点に関し、RBAはこれまで繰り返し懸念や警戒を表明してきたが、状況は悪化の一途を辿っている。

図表9 オーストラリアの家計債務比率・貯蓄率



(資料) オーストラリア連邦議会

図表10 家計債務対 GDP 比率



(資料) 国際決済銀行(BIS)

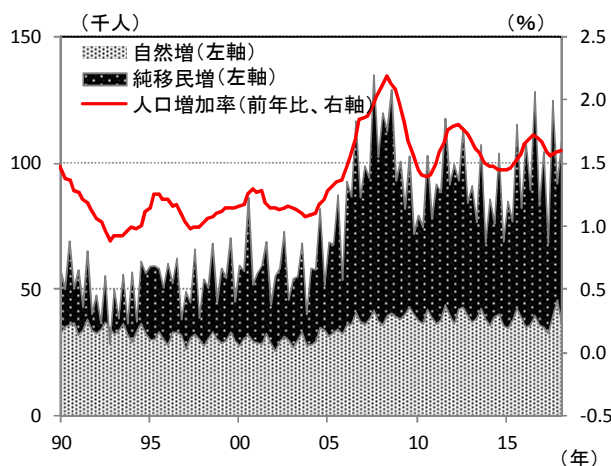
他方、家計向け与信は金融部門が抱える総与信全体の約3分の2を構成していることから、仮に家計向け貸出が今後不良債権化していった場合、銀行貸出態度の硬化が住宅投資に対しさらなる下方圧力を加えることが懸念される。

(4) 移民規制の強化

2000年時点で2千万人に満たなかったオーストラリアの総人口は、2018年央に2,500万人を突破した。同国経済が長期にわたり成長を続けてきた要因の一つとして、先進国では稀な高い人口増加率、それに伴う市場規模の拡大や労働人口の増大が挙げられるが、これは主に持続的な移民流入に起因するものである(次頁図表11)²。

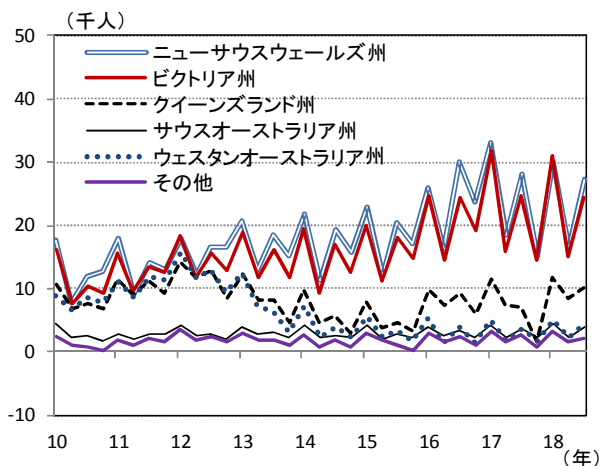
² たとえば、IMF, “Australia: 2018 Article IV Consultation”, p.9 参照。

図表 11 オーストラリアの人口増減（四半期）



(資料) ABS

図表 12 主要州別純移民流入数（四半期）

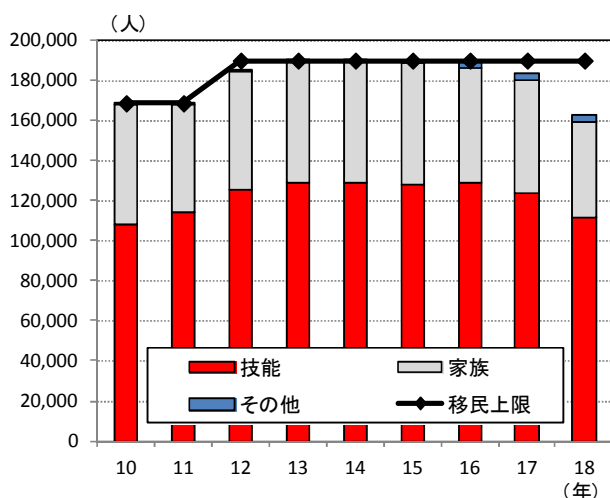


(資料) ABS

2010年代後半の純移民流入数を州別にみると、ニューサウスウェールズ州とビクトリア州に集中していることがみてとれる（図表 12）。このことは、移民流入に伴う内需拡大効果は両州で特に大きかったこと、また前掲図表 4 とあわせてみると、それがこの間における両州の相対的高成長につながっていることを示唆している。

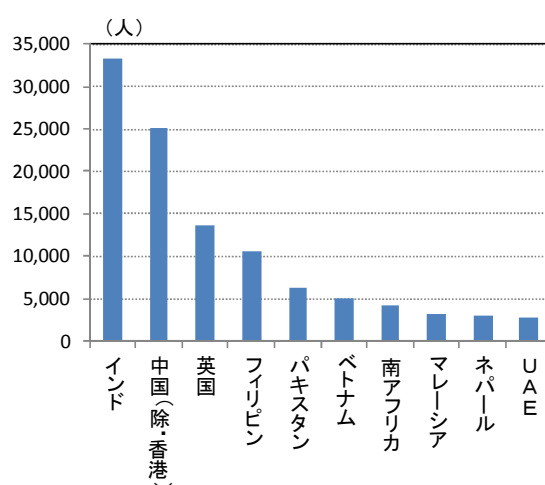
1973 年、オーストラリアはそれまでの白豪主義を撤廃し、多文化主義を打ち出すとともに、労働力不足を補うための経済成長戦略の一環として世界中から移民を積極的に受け入れることを決めた。2010 年代以降の動きをみると、政府は 2012 年度に永住権取得者数の年間上限を従前の 16.9 万人から 19 万人に引き上げ、高い技能をもった移民、すなわち「技能移民」とその家族に対する永住権付与を加速させている（図表 13）。その大宗はインド人と中国人である（図表 14）。技能移民は同国への技術移転を推し進め、家族移民は住宅や教育をはじめ多方面で需要の拡大に寄与してきた一方で、移民の急増は大都市部における住宅価格の急騰や公共インフラの逼迫などといった副作用を伴ったため、国民の不満を高めたところとなった。

図表 13 移民カテゴリー別永住権取得者数および移民上限



(資料) オーストラリア内務省

図表 14 出身国別移民数（2018 年度）



(資料) オーストラリア内務省

2017 年4月、こうした不満を受け、ターンブル保守連合政権(当時)は長期就労ビザ発給の厳格化を発表し、移民規制の強化に乗り出した。その結果、同国への移民数は 2016 年度をピークに減少に転じた。さらに、2019 年5月の連邦議会選挙が意識される中、2019 年3月、モリソン政権は移民の年間上限をこれまでの 19 万人から 16 万人に削減するとともに、一部の移民については永住権取得の条件として三大都市での居住を認めないとする方針を提示した。

人口増加が長期にわたる経済成長を支えてきたことを勘案すると、それを阻む移民規制の強化は、オーストラリア経済、とりわけ移民の主な流入先であるニューサウスウェールズ州とビクトリア州の経済にとって明らかにネガティブである。移民の流入減少は短中期的には住宅需要の縮小、より長期的には労働力人口の伸びを抑制することで潜在成長率の低下をもたらす可能性が高いと考える。

3. まとめと見通し

今後1年程度のスパンでオーストラリア経済を見通すと、内外需とも減速基調の継続は免れず、景気後退、つまり2四半期連続のマイナス成長に陥る可能性は高いと予想する。

需要項目別にみると、輸出は最大の輸出先である中国の資源需要次第であるが、鉱工業生産の伸び悩みや米中貿易摩擦の激化を踏まえると、むしろ今後さらに下押しされていくものと想定される。オーストラリア産石炭の輸入抑制にまで進展した対中関係の悪化については、5月18日に投開票された総選挙において「親中の」とされる野党・労働党が予想外にも敗れ、与党・保守連合(自由党・国民党)による政権維持が決まったことで、改善の可能性は一層遠のいた。モリソン政権の続投は対中輸出という点で少なくともプラスにはならないだろう。

住宅投資については、オーストラリア政府による非居住者向け不動産投資規制や中国政府による資本流出規制などにより中国からの資金流入が細ったことが低迷の一因となっているが、これらの規制が緩和に転じることは短中期的に想定しづらく、したがって回復の見込みは薄い。住宅市場への資金流入が細る中、二大都市の住宅価格は当面下げ止まることはなく、それは住宅市場の縮小のみならず、広範な分野で消費者心理を悪化させ、個人消費の低迷を引き起こす可能性が高い。また、家計債務が既に高水準におよんでいることを勘案すると、金融緩和により住宅需要や家計支出の拡大を喚起することも期待できない。

中国を筆頭とした新興国経済の成長などを背景に、オーストラリアは「資源国」であり「先進国」でもあるという「ハイブリッド性」を活かすことで四半世紀以上にわたる景気拡大を実現してきた。近年についてみると、資源ブームが終焉した 2010 年代半ばには個人消費と住宅投資を中心とした内需の拡大が資源輸出の急減をカバーし、資源価格が回復に向かった 2018 年前半には外需の伸びが内需の鈍化を埋めることで景気後退を回避した。しかし、内外需がともに下振れ、ハイブリッド性が機能しなくなる中、景気拡大には終焉が迫っている。

より長期的なスパンでみると、本稿で取り上げた四つのリスク要因のうち、移民規制の強化が最も懸念される。総選挙で勝利したモリソン首相率いる与党・保守連合は、永住権付与の上限引き下げなど、移民に対し引き続き厳しい姿勢で臨むものとみられる。移民規制の強化は、労働投入量の減少や技術移転の停滞を通じ、オーストラリアの潜在成長率を引き下げるリスクを孕む。

(シンガポール分駐 村上 和也 : Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

国際収支の変遷が映し出す中国のジレンマ

～経済の高度化に伴う対外規制の限界～

<要旨>

足元の米中摩擦の激化により、中国の対外収支が注目されているが、経常黒字はかなり前から縮小傾向にある。経常黒字の縮小は、輸入増加による貿易黒字の減少や海外旅行者急増によるサービス収支の赤字拡大など、同国の経済発展に伴うものである。他方、為替コントロールをはじめ独自の対外規制を維持するため、巨額な対外純資産を抱えながらも所得収支が赤字であるなど、同国は国際収支構造に大きな歪みがある。

貿易・サービス収支の黒字縮小が見込まれる中で、所得収支の黒字転換がなければ、遠くない将来に、中国が経常赤字国に転落する懸念がある。そのため、当局は海外へのマネー流出を抑制しつつ、海外からのマネー流入を促すため、国内証券市場を開放するという「出口を絞りながら、入口を広げる」対策を採っているが、出口が不自由な市場への持続的かつ本格的なマネー流入は見込み難い。

国際収支の悪化を抜本的に食い止めるためには、殆どの先進国が辿ってきた道である、為替・資本規制の完全自由化が避けられない。この先の米中協議においては、貿易不均衡や自国企業を過度に優遇する産業政策、不透明な規制ルールにとどまらず、中長期的には中国の資本取引の自由化や人民元為替の変動相場制への移行問題が採り上げられる可能性もあり、今後の行方を注視していく必要がある。

2019 年 5 月に入り事態が急変し、再び激化した米中摩擦を背景に、中国が抱える巨額の対米貿易黒字に注目が集まっている。もともと、モノの取引を通じ大規模の貿易黒字を計上してきた中国の国際収支は、近年、大きく変貌している。本稿では、「国際収支発展段階説」の経済理論に照らし合わせながら、中国の国際収支に関する特殊事情を考察する。

1. 中国の国際収支状況

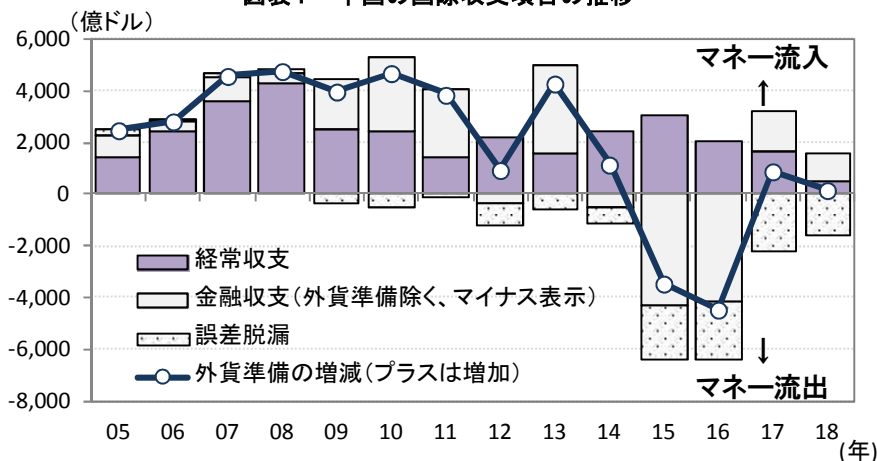
一国の国境を跨ぐマネーフローは、「経常収支」や「金融収支」などの勘定に分類され、国際収支表に計上される。経常収支は、モノの輸出入を表す「貿易収支」、旅行などサービス取引を表す「サービス収支」、そして海外投資収益の受け払い等を表す「所得収支」¹などで構成される。他方、金融収支には、企業の海外進出や海外企業の買収などの「直接投資」や、株式・債券の売買といった「証券投資」などが含まれる。

また、経常収支や金融収支に伴うマネーの流出入の結果、「外貨準備」が蓄積・消耗される。なお、アンダーグラウンドマネーを含め、公式統計上に捉えることが出来ないマネーの流出入は、「誤差脱漏」の項目に計上される。

¹ 所得収支は、海外投資に伴う利息・配当の受け払いを表す「第一次所得収支」と、政府間の無償援助を表す「第二次所得収支」に細分される。本稿では便宜上、両方を合わせて所得収支として考える。

近年における中国の国際収支状況は、図表1の通り、2015年から16年にかけて大規模なマネー流出が発生したことが見て取れる。2015年8月には、いわゆる「チャイナ・ショック」²が発生し、金融収支や誤差脱漏を通じマネーが急激に流出した。その後、当局による資本流出規制や為替コントロールの効果などから、2017年からは金融収支が流入超に転じ、誤差脱漏のマイナスも縮小するなど、急激なマネー流出は食い止められた。但し、誤差脱漏のマイナスが続いていることから、海外へのマネー流出圧力は依然として残存している可能性がある。

図表1 中国の国際収支項目の推移

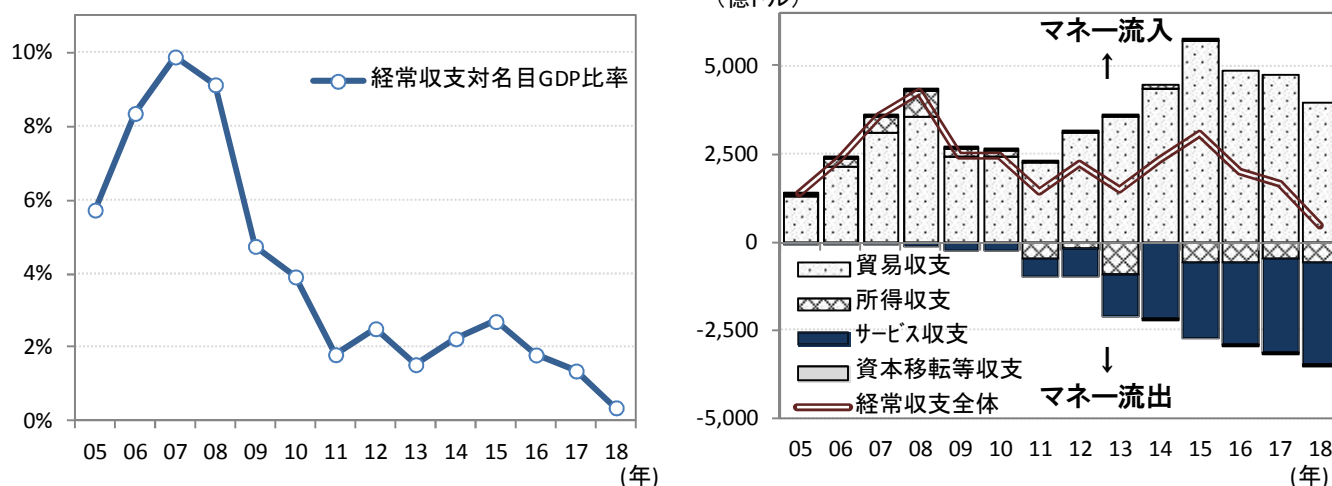


（資料）CEIC データより、三井住友信託銀行作成。

他方、黒字基調を維持してきた経常収支は、近年大きく縮小し、経常黒字対名目 GDP の比率は2007年の10%から18年の0.4%に急低下している（図表2左図）。この経常収支の変調は、米中摩擦が勃発する前から始まっており、その原因は、中国自身の経済発展にあると考える。

経常収支の各細目の推移を確認すると、貿易収支は依然として大幅な黒字であるものの、徐々に減少しているとともに、所得水準の向上を背景に海外に向かう旅行者の急増を受け、サービス収支の赤字が拡大している。また、所得収支は2010年以降、概ね赤字で推移していることが見て取れる³（図表2右図）。

図表2 中国の経常収支対名目 GDP 比率、経常収支の各細目の推移 (億ドル)



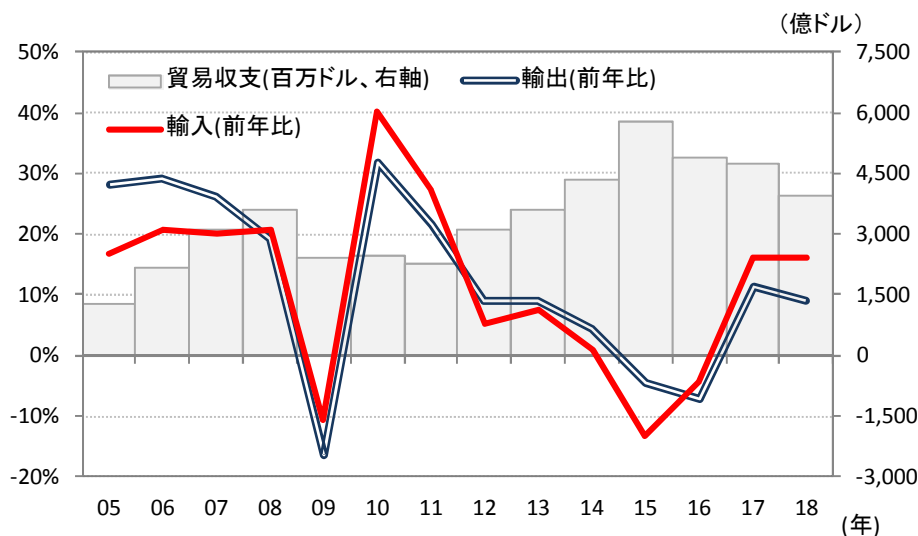
（資料）IMF データ、CEIC データより、三井住友信託銀行作成。

² 2015年8月に行われた人民元の切り下げをきっかけに、中国経済に対する悲観的な見方が台頭し、人民元をはじめ新興国通貨が大きく売られ、世界の株式相場が連鎖的に急落する事態が発生した。

³ 2010年以前、中国の所得収支がプラスとなっていたが、その主因は第2次所得収支のプラス、つまり他国からの政府援助受け入れなどによるものである。

黒字を維持している貿易収支について確認すると、近年では国民所得の向上に伴う民間消費の増加等を背景に、輸入が輸出以上に拡大し、貿易黒字の規模は縮小してきている(図表3)。

図表3 中国の貿易収支各項目の推移



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成。

2. クローサーによる「国際収支発展段階説」

イギリス経済学者クローサーが提唱した「国際収支発展段階説」は、国際収支と対外純資産の構造的変遷に基づき、一国の経済発展過程を6段階に分け、経常収支、貿易収支、所得収支、そして対外純資産は、それぞれの段階において、マイナスからプラス、プラスからマイナスに変化する、という経済理論である(図表4)。

図表4 国際収支発展段階説

	I 未成熟債務国	II 成熟債務国	III 債務返済国	IV 未成熟債権国	V 成熟債権国	VI 債権取崩国
貿易・サービス収支	—	+	++	★ +	—	—
所得収支	—	—	★ —	+	++	+
経常収支	—	—	+	++	★ +	—
対外純資産	—	—	—	+	★ ++	+
所得水準	低 ←————→ 高					

(注)「★」は中国の現状を示す。

(資料)各種資料より、三井住友信託銀行作成。

この理論に基づくと、日本は現在、第V段階の「成熟債権国」に該当し、米国は既に第VI段階の「債権取崩国」になっているというのが一般的な見方である。

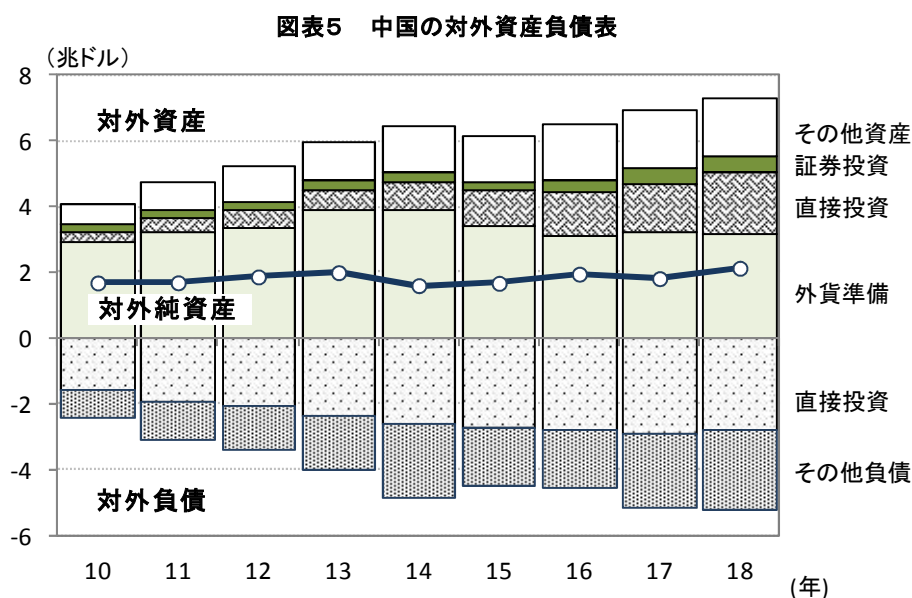
では、中国は現在、どの段階に当たるのだろうか。まず、貿易・サービス収支については、黒字幅が縮小しはじめていることから、第IV段階に入っていると言える。また、依然として赤字の状態

推移する所得収支は、第Ⅲ段階からは抜け出せていない。そして、黒字幅が縮小する経常収支、巨額に積み上がっている対外純資産は、第Ⅴ段階に該当すると考えられる。

このように、中国の国際収支状況は、国際収支発展段階説の第Ⅲ段階「債務返済国」から、第Ⅴ段階「成熟債権国」に跨っており、全体としてどの段階に当て嵌まるのか、判断は難しいと言わざるを得ない。

3. 特殊な国際収支状況の背景

「世界の工場」と称される中国は長年、貿易黒字を計上し、2018年末時点で2.1兆ドルの対外純資産を蓄積し、その規模は日本・ドイツに続く世界第3位に上る。図表5を用いて、中国の対外資産・負債の状況を確認すると、米国債中心で運用される外貨準備⁴が対外資産の最大項目である一方、対外負債の大半は海外企業の対中直接投資が占めている。これは、民間による直接投資や証券投資が対外資産の大半を占める日本を始めとする先進国の状況と対照的である。



その結果、中国は、米国債などの比較的低い利回りの投資収益を受け取る一方、外資企業に対し中国の成長に見合った高利回りの投資収益を支払ってきた。これが、巨額の対外純資産を保有しながらも、所得収支が赤字のままで、前掲図表4の第Ⅲ段階から抜け出せないでいることの大きな理由である。

なぜ、中国は巨額の外貨準備を維持し、その大半を利回りの低い米国債に投資してきたのか、その背景には、為替を始めとする中国独自の対外規制がある。中国は管理フロート相場制を採っており、人民元為替レートは毎朝発表される基準レートの上下一定のレンジ内で変動しているが、当局は自らの意思をその基準レートに反映していると言われている。当局は、輸出産業に打撃を及ぼしかねない急激な元高も、金融不安につながりかねない急激なマネー流出による元安のいずれをも回避すべく、人民元相場が大きく動揺する(動揺しそうな)場合、市場介入を行ってきた。人

⁴ 同国の外貨準備の詳細は非公開であるが、これまでの高官発言等から、大半は米国債で運用していると推測される。

民元相場に対するコントロール能力を保持するため、民間セクターによる海外へのマネー流出を規制する必要があり、結果として巨額な外貨準備が蓄積され、その大半を流動性の高い米国債に投資してきたわけである。

対外資産の内、より高収益が期待される対外直接投資は、中国企業による海外進出の拡大を背景に、これまで順調に拡大しているように見える。しかし、近年におけるマネー流出圧力の高まりを受け、当局は2017年以降、対外直接投資を含め海外に向かう中国資本に対し厳格な規制を導入しているため、対外直接投資残高は今後、伸び悩む虞がある。

このように、中国当局は独自の対外規制により、人民元相場や国境を跨ぐマネーフローの安定を維持してきた。しかし、その代償として、所得収支の赤字を許容した。

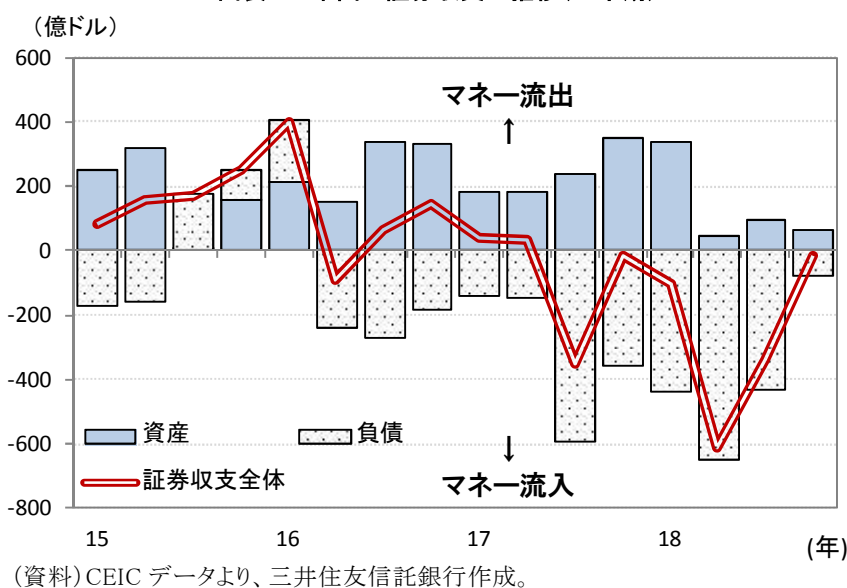
日本はかつて、貿易・サービス黒字の縮小(マイナス転換)を所得収支の黒字で補うことで、「成熟債権国」への変身を果たしたが、中国は独自の対外規制を諦めなければ、所得収支のプラス転換は難しいと言わざるを得ない。

4. 今後の見通し、留意点

所得収支のプラス転換が果たせないまま、今後予想される貿易・サービス収支の赤字転換局面に突入すると、中国の経常収支全体が赤字に転落することも現実的になってくる。

かかる状況に備えるべく、中国当局は、経常黒字の縮小に伴うマネー流入の減少を金融収支に伴うマネー流入の拡大で補う対策に乗り出している。企業の海外投資や個人の外貨転換に対する規制強化を行い、中国から出て行くマネーを抑制しながら、海外投資家に対し国内証券市場の開放を行い、中国へのマネー流入を促した。その結果、2017年後半より対中証券投資が拡大し、一連の施策はある程度奏功したように見える(図表6)。

図表6 中国の証券収支の推移(四半期)



但し、直近2018年10～12月期の証券収支に伴うマネー流入が再び縮小したことから、この「出口を絞りながら、入口を広げる」ような施策は、短期的に一定の効果はあったものの、持続可能性

には疑問が残る。海外投資家にとって、中国に投じた資金は、当局の規制次第では即時の回収が出来なくなるという懸念が払拭されない限り、海外からの本格的且つ持続的な証券投資拡大は期待できないと考える。

海外からの証券投資が今後、当局の狙い通り拡大しない場合、経常収支の悪化に伴うマネーの流入減少(或いは流出)を、金融収支に伴うマネー流入で補い切れない虞がある。その状況が長期化すれば、外貨準備の減少や対外純資産の縮小・消滅につながり、最悪の場合、貿易・サービス収支、所得収支、経常収支、それに対外純資産のいずれもマイナスに転落し、前掲図表4の第Ⅰ段階「未成熟債務国」に逆戻りしかねない。

この先の国際収支状況の悪化を抜本的に食い止めるためには、殆どの先進国が辿ってきた道として、為替・資本規制の完全自由化に踏み切ることは避けられないと考える。しかし、現時点では完全自由化に移行する目処は立っておらず、当面、「規制がもたらす弊害に対し、別の規制を導入し補おうとする」ような対応が続く可能性が高いといわざるを得ない。今後、国際収支状況の悪化に伴うマネー流出を食い止めるべく、当局は自国民の海外旅行を抑制するような対策に踏み切るリスクすらも排除できず、その場合、インバウンド需要の低下により日本経済に悪影響を及ぼす懸念もある。

足元で激化している米中摩擦においては、既に俎上に上がっているような貿易を通じたモノの取引に加え、自国企業を過度に優遇する中国の産業政策、不透明な規制ルールにとどまらず、中長期的には、中国の資本取引の自由化や人民元為替の変動相場制への移行問題が採り上げられる可能性もあり、今後の行方を注視していく必要がある。

シェン ショウイー

(海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。