

## 中国リスクが意識される背景

発表日：2015年7月31日（金）

～好調の影に隠れるリスクと中長期展望への問題～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

現在、中国経済に対するリスクが今まで以上に高まっている。多くの人がリスクを感じる背景には、4つの要因があると考えられる。すでに、ここ1～2年の間に顕在化しているのは、（1）輸出減少や（2）現地法人の売上高低迷である。そして（3）インバウンド消費の好調さが継続できないのではないという危惧もある。さらに、（4）中長期的リスクとして、2020年にかけて東京五輪後に日本経済が成長していけるのかという将来展望において、中国低迷が成長ビジョンを変えてしまう問題がある。

### なぜ、中国リスクへの急に高まっているのか

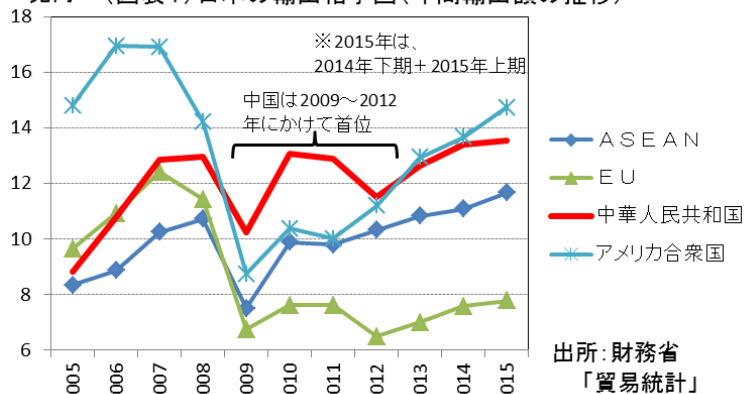
6月に上海株価が急落したことを契機に、中国経済に対する潜在的不安に関心が集まっている。本稿では、日本経済への影響を軸にして、その関心の背景を考えてみたい。無論、中国リスクが強く意識される背景には、日本経済に与えるインパクトが大きいからであるが、その影響については、いくつかのセグメントに分けて考えなくてはならない。以下では、筆者なりにリスクを4つに分けて考えていくことにする。

#### （1）貿易取引

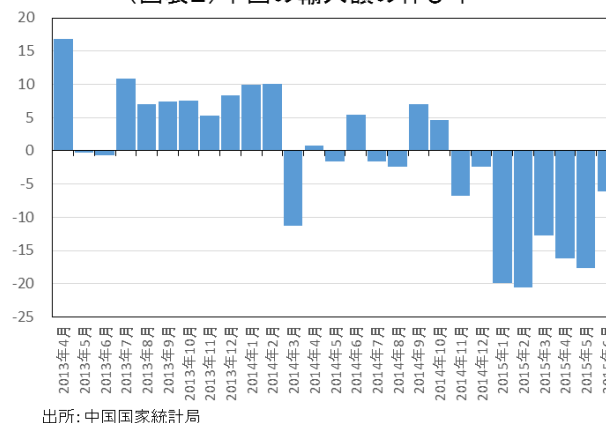
まず、第一のリスクは、中国経済が悪化する影響が、貿易取引を減らす可能性である。日本にとって、中国は、米国に匹敵する輸出規模になっている（図表1）。つまり、日本にとって、中国は1位、2位を争うような主要輸出先であるから、そのダメージの大きさも警戒される。

2015年に入ってから中国経済の成長力は、1～3月の前年比7.0%、4～6月同7.0%とまだ十分に高いように思える。しかし、中国の輸入金額は、すでに半年以上もマイナスの伸び率を記録している（図表2）。中国の輸入減はそのまま輸出相手国の輸出減になる。もともと、そうした悪影響は、すでに随分と以前から表れているのが実情だ（図表3）。中国減速の悪影響は、すでに相当に顕在化しているので、ある程度は織り込まれているダメージとも言える。

兆円（図表1）日本の輸出相手国（年間輸出額の推移）



前年比%（図表2）中国の輸入額の伸び率

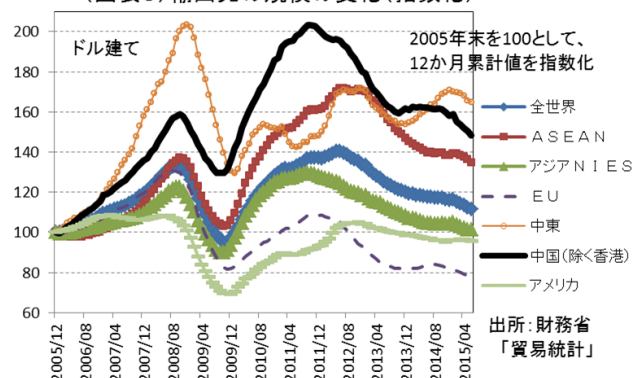


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

輸出の悪化は、為替円安の影響を受けにくいドル建てでみると一段と鮮明である。輸出はリーマンショック前後から 2011 年までは急激に中国向けが他地域の輸出を凌駕するかたちで伸びたが、2012 年以降はより落ち込み方が目立っている。これは円建てであると、為替レートの変化によって金額が嵩上げされるので見えにくい、ドル建てでみると、停滞ははっきりする。

※輸出の取引通貨は、ドルの割合が 53.9%、円が 35.4%、ユーロが 5.5%の構成になっている（2015 年上期）。

(図表3) 輸出先の規模の変化(指数化)



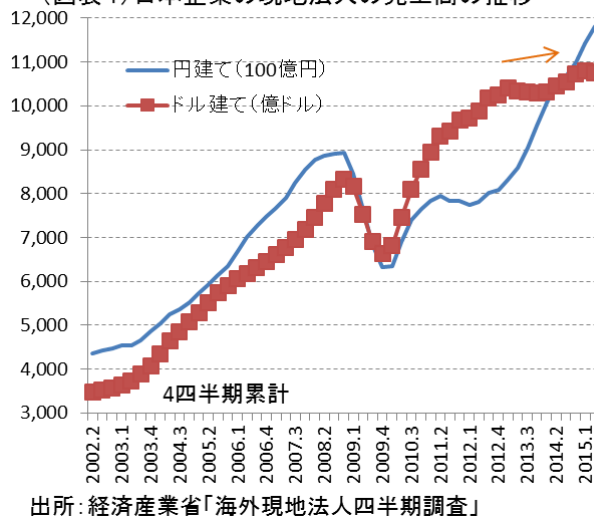
日本の貿易相手国では、欧州と中国の輸出が低調で、米国向けは相対的に堅調である。中国向けがさらに一段と悪化するのならば、その分を米国向けや他のアジア向けでカバーしなくてはならない。今の TPP 交渉は、米国、日本、ASEAN 諸国、カナダ、豪州などが参加している。今後、中国・欧州向けが低迷をし続けるリスクを考えると、日本だけではなく ASEAN 諸国でも TPP 参加国との間でお互いに輸出を増やすことを活路にしようという気運を高めるだろう。米経済を中心に成長の果実を共有できる体制を築くことは、日本を低めた東アジア諸国に利益が大きい。

## (2) 現地法人

2 番目のリスクは、中国の現地法人である。現地法人数でみると、中国に進出した現地法人は、経済産業省「海外事業活動基本調査」（2013 年度）によると、7,807 社である。全体の海外現地法人の 32.6%（2013 年度）の割合になる。業種で最も多いのは製造業（53%）であるが、次いで多いのは、卸売（商社等、27%）である。卸売が多いのは、中国製品を日本に販売することで商機を見出そうという企業が多いことを反映している。

海外現地法人の売上高の推移も、ドル建てでみると、2012 年頃から頭打ちになっている（図表 4）。内訳では、電気機械と一般機械の売上高が低迷しており、ウエイトは小さいが非鉄金属は売上減となっている。

(図表4) 日本企業の現地法人の売上高の推移



上場企業の決算は、中国に進出した現地法人を含めた連結決算で行われているので、中国の現地法人の売上減少は痛手になる。実際、中国の現地法人のうち、建設機械や工作機械などを販売している先は、これまでも大きな売上減少に苦しんでいる。非製造業では、全体的な成長鈍化もあるが、2013 年 3 月に、習近平政権が成立して、始まった腐敗防止・不正摘発の流れが、個人消費を抑制させているマイナス効果が追い討ちをかけている。日本製品は、富裕層や中間層にも人気のある消費財が少なくないので、中国の家計が質素儉約すると、打撃を受けやすいのだろう。

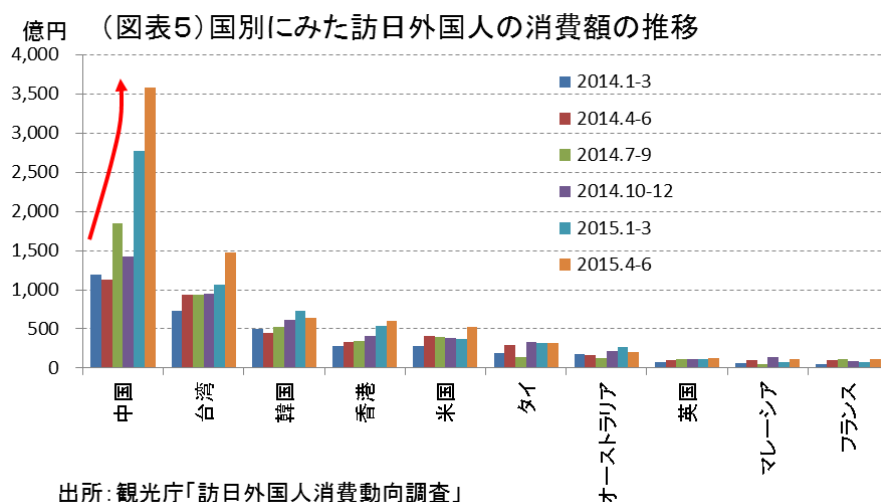
企業にとって現地法人の業績不振が、輸出不振と異なるのは、現地法人の不採算が最悪の場合にはサンクコスト（埋没費用）になるからだ。現地法人の設立や販路開拓のために払った投資・支出額は、事

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

業が失敗すると回収できないコストになる。だから、フローの悪化のみならず、事業展開に関わる投資判断は企業経営により大きなダメージとして意識される。統計データでは、最近の中国現地法人の撤退・解散の状況は把握できないが、今後も中国経済の不振が長期化すると、中国へ進出している日本企業はより強く投資リスクを警戒するだろう。

### (3) 訪日外国人消費

三番目のリスクは、訪日中国人観光客の消費が減少するリスクである。このリスクは、前述の2つのリスクがすでに顕在化しているのに比べて、未だ現実化していない点で異なる。国土交通省の「訪日外国人消費動向調査」でみる限り、2015年4～6月までは絶好調である(図表5)。中国人観光客の消費の伸び率は今のところ突出している。それだけに、この悪化要因が現実になれば、多くの事業者はその変化に驚くであろう。現場の感覚では、訪日中国人観光客の消費は、上海株価の下落などは無関係に伸び続けるという見方が強いように感じられる。しかし、足元の好調さが継続すると人々が確信を抱いているからこそ、リスクとして警戒すべきなのではあるまいか。「爆買い」と持てはやされている状況が変化すると、家電販売、ドラッグストアなどの分野では特に従来の強みが一転して弱みに変わるようになるだろう。



誤解のないように言っておくと、中国人以外の観光客も多いので、中国人観光客数の伸びが鈍化しても、訪日外国人の消費が「なくなる」ということにはならない。ここは、冷静な分析が必要になる。そもそもインバウンド消費が日本でこれだけ拡大した背景には、世界の経済成長による国際観光需要の高まりもある。国連世界観光機関のデータによると、国際観光客の増加率は2012 暦年・前年比 4.2%、2013 年 4.6%、2014 年 4.3%と安定的に伸びてきた。世界的な観光需要の中では、北東アジアは、欧州・北米に並ぶ、第三の需要地域になっている。また、中国人観光客が増えた背景には、日本と中国の観光政策の変化がある。中国では、長く海外旅行が制限されてきた。それが、1997 年に団体旅行が緩和され、日本でも2000 年から団体旅行が解禁された。個人旅行では、2009 年7 月には十分な経済力を有する個人に限って認められ、2010 年7 月には富裕層から中間層へと対象が広がった(年収基準は25 万円<500 万円>から10 万円<200 万円>に引き下げ)。日本政府もビザを緩和するなどして、中国人観光客を取り込んでいく努力を重ねている。そうした効果は、今後も中国人観光客の増加に寄与するだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

反対に、注意しておくべき前例があることも事実だ。その前例はマカオとシンガポールにある。カジノ産業で潤ってきた両地域は、中国人観光客の減少によって、マカオが 2014 年前半から、シンガポールは 2014 年後半から不振が目立つようになった。いずれも習近平政権に 2013 年 3 月が成立して、腐敗撲滅・綱紀粛正の路線が強化されるとともに、中国国内での派手な消費が手控えられたことが影響した。マカオは、中国で唯一例外的に賭博が合法で、マカオに足を踏み入れると観光客は活発に消費を楽しんでいた。それが綱紀粛正によって変わった。シンガポールも当初は影響は感じられなかったが、時間の経過とともに中国人観光客が少なくなり、観光産業に悪影響が広がった。時間において日本に悪影響が及んでもおかしくはない。日本ではカジノは合法化されていないので、マカオやシンガポールとは異なる。それでも、中国国内で消費を抑制していた個人が、日本に観光に来たときだけは派手に消費を楽しむという図式は、両地域とよく似ている点で要注意である。

#### (4) 2020 年の東京五輪の展望

筆者が最も警戒するのは、中長期的な日本の成長展望に関して、悪影響を及ぶことである。わかりやすい例として、東京五輪を取り上げてみよう。目下、新国立競技場の建設費に関して、計画を白紙撤回して費用を絞り込もうという話になっている。しかし、大所高所からこの問題を考えると、日本政府が東京五輪のためのインフラ整備に多額の投資資金をかけることが無駄かどうかは、五輪を契機に日本経済がさらなる発展を遂げるかどうかにかかっている。五輪を機に、2020 年以降も東京が国際都市、あるいは国際観光都市として、海外からの訪日外国人を増やしていくことができれば、東京五輪のための投資は決して無駄にはならない。

逆に、東京五輪が一過性のブームに終わって、その後は人口減少で衰退すると予想すれば、五輪のための投資は過大なものに映るだろう。おそらく、そうならないためには、中国をはじめとするアジア諸国が経済発展を続けて、そこで日本への訪日外国人が増えることが前提になる。

筆者が警戒するのは、中国経済が今後予想外に停滞することで、アジア全体の成長力を鈍化させ、それが東京五輪を機に日本がアジア需要を取り込めるという思惑を挫折させることである。日本の中長期的な経済展望に、中国経済の悪化が影を落とさないことを切に願いたい。

一方、日本の中長期的な経済展望は、中国経済などの外部環境だけで決まる訳ではない。日本の人口減少に端を発する経済衰退の悲観的展望に対しては、アベノミクスの成長戦略がひとつの対案になっているはずだ。しかし、残念なのは、成長戦略自体がエコノミストの間ですら話題になりにくくなっていることだ。筆者は、新国立競技場の問題が不安視されることの伏線として、先行きの経済成長を楽観的にみている雰囲気への警鐘があると考え。2013 年 9 月に東京開催が決まったときは、アベノミクスの成長戦略への期待感は今よりも強かった。それが最近、極端なほどに聞かれなくなった。改めて問いたいのは、仮に中国経済が 2020 年にもっと停滞色を強めていたとき、東京五輪後の日本経済はそのまま成長していけそうかという問題点である。

ひとつ、対案として思いつくのは、TPP をはじめとする経済連携である。TPP 参加国、欧州・韓国との間の経済連携を深めて、中国経済だけを牽引役にしなくても成長する構想の強化である。そして、イノベーションを促進するための規制緩和である。人口知能を使ったロボットや無人操作機の普及による国内生産性革命について現実味を向上させる。さらには、社会保障をコストセンターにせず、医療産業に民間活力を導入して、経済成長の一翼を担う分野に衣替えすることである。やるべきことは数多くある。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。