

影響が大きい中国問題

発表日: 2015年8月19日 (水)

～天津爆発事故はタイミングが悪い～

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

4～6月の成長率はマイナスに転じたが、7～9月は大きくリバウンドするという強気論が根強い。しかし、8月12日深夜に起こった中国・天津の爆発事故は、今後の日本経済にも悪影響を与える可能性がある。まだ不確実な部分が多いが、企業のサプライチェーンに打撃を与え、世界の生産活動に障害を及ぼすリスクが警戒される。2011年の東日本大震災と2015年初の米港湾ストの打撃は記憶に新しい。

グローバルなネットワークのシステム障害

8月上旬は、ひとつの節目になるかもしれない。人民元の切り下げと天津市の爆発事故が、それぞれ8月11～13日、8月12日に重なって起こっている。いずれも中国経済の動向に深く絡んでおり、景気動向に大きな影響力を及ぼす。

とりわけ、不確実性が大きいのは、天津市の事故である。そこにはグローバルなサプライチェーンを混乱させるリスクである。頭をよぎるのは、2011年の東日本大震災の教訓である。特定企業しか供給できない部品の生産停止が、幅広く海外生産の停滞に発展した。ほかにも、同年7～11月に、タイの大洪水で、自動車・電子部品の供給網が寸断された。最近では、米国の港湾ストの影響が、2015年1～3月の米国の実質成長率をマイナスの表示に変えるインパクトを与えたこともあった。

生産活動がグローバルに連結されることは、効率化を進めるとともに裏腹の関係で、リスクを高める。すなわち、どこかで事故見舞われると、一転してネットワークの末端まで機能障害に巻き込まれるというリスクだ。経済学でネットワークの外部性という概念が使われるが、グローバルなサプライチェーンには、負の外部性として、参加者全員をシステム障害に巻き込んで、そこから逃れにくくするというマイナスの側面がある。インダストリー4.0とか、インダストリアル・インターネットという新機軸も、またネットワークの外部性を極端に追求するものであるから、一層システム障害に脆弱な点は心得おくべきだろう。

天津は世界4位の貿易港

中国の天津港は、世界第4位の巨大な港と言われる。国土交通省が作成した資料によると、世界の港湾取扱量のランキング(2012年)では、中国で上海に次いで天津が2位である。日本では、15位名古屋、23位千葉、31位横浜となる。天津港の取扱量は、名古屋、千葉、横浜の3港の取扱量を合計した数字にほぼ匹敵する。そこが機能不全になれば、悪影響が計り知れないはずだ。

爆発事故が起こったのは、臨海部の天津滨海新区である。この地域は、環渤海湾経済圏の中核として、2006年からの第11次5か年計画で開発が推進された。上海を中心とする長江デルタ、香港・広州周辺で深圳を含んだ珠江デルタに次ぐ、三つ目の経済圏として、天津・北京の京津経済圏の経済発展が進められてきた。爆発事故は、まさにその先端開発地域の中核で起こった。

この地域には、日系企業だけではなく、欧米企業も多数進出している。港湾や他の物流システムが復

元するのに時間がかかれば、日米欧やアジアにおける供給網にも打撃が及ぶことになるだろう。ただし、この地域での復元が困難になると予想されるのは、爆発によって拡散した物質に危険な化学物質が含まれている可能性がある点である。現時点では、そうしたサプライチェーンへの障害がどの程度深刻なのかは依然として定かではない。その深刻さが明らかになっていない時点から、警戒感を緩めてはいけな

日本経済への影響

日本の生産活動は2015年に入って、ピークアウト感が強まっている。鉱工業生産指数は、2015年1月にピークをつけて、その後に漸減している。背景にあるのは、輸出減である。中国を含めてアジア向けの輸出が鈍化し、欧米も不振である。生産に関しては、予測指数が7・8月と持ち直すことが見込まれているので、景気後退への警戒感は支配的とまでは言えない(図表1)。ただし、予測指数のリバウンドは、天津の事故を織り込んではいない。

8月以降に、情報通信機械や電子部品デバイスといった中国との関係の深い分野において、生産の大幅な下振れが起こると、事情は変わってくるだろう。

筆者が警戒しているのは、たとえ日本企業への影響が限定的であっても、欧米企業などのダメージが跳ね返ってきて、結果的に日本企業の生産活動に悪影響を与えることである。欧米現地企業の中には、大きな損失を出して収益が悪化することで、中国などへの投資抑制を決める企業が現れる可能性もある。

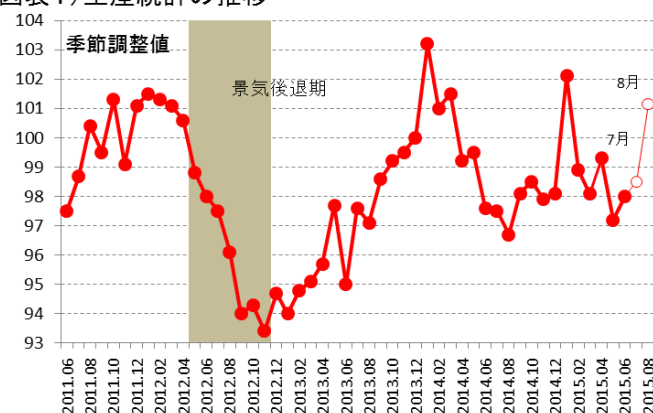
7月の貿易統計に基づく、季節調整値のみで輸出金額は前月比▲0.2%だった(図表2)。日本銀行の実質輸出の試算値では、前月比0.5%とプラスであったものの、4~6月の水準と7月は▲0.5%であり、今後、7~9月の実質輸出がプラス転化できない可能性がある。外需は7~9月の実質GDPの伸びを考える上では、足を引っ張る材料になると考えられる。

おそらく、生産統計へのダメージが深いとすれば、それは景気動向指数CIにも表れるだろう。

そうすると、2015年1月(もしくは2014年4月)を山にして景気後退に判定される可能性も浮上してくる。2015年後半は、中国経済の悪化に加え、米利上げ観測の強まりという2つの脅威によって、ダウンサイドリスクが高まる。

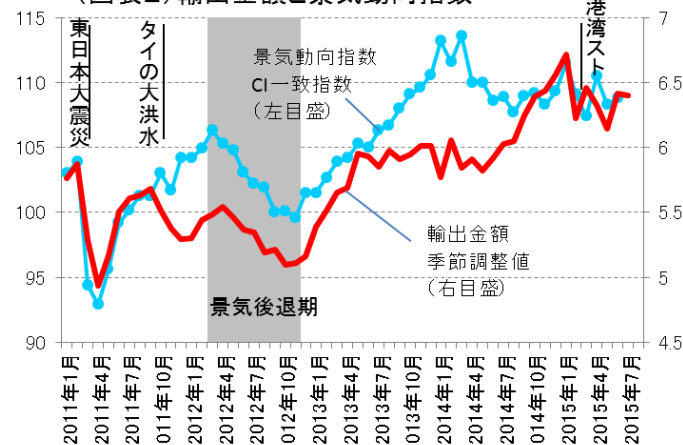
(参考) 天津の爆発事故が、サプライチェーンを脅かすときには、そこで供給される部材が他地域で代替できないものであるか、また航空機や鉄道ではなく、船やコンテナで輸送せざるを得ない品目であるかなどの条件があると考えられる。そうした詳細な事情は現時点ではわからない。

(図表1) 生産統計の推移



出所: 経済産業省

(図表2) 輸出金額と景気動向指数

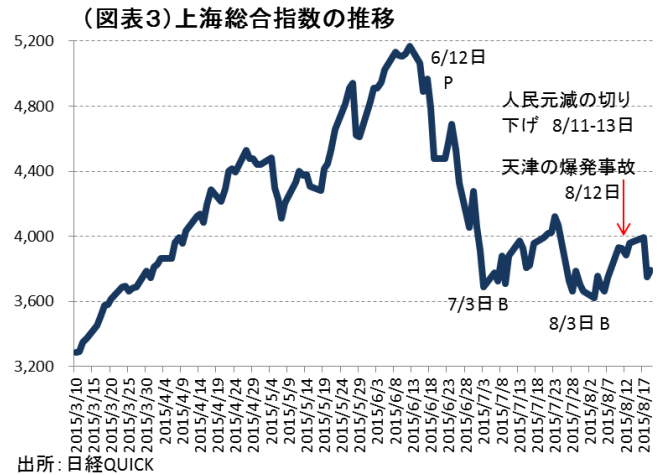


出所: 財務省、内閣府

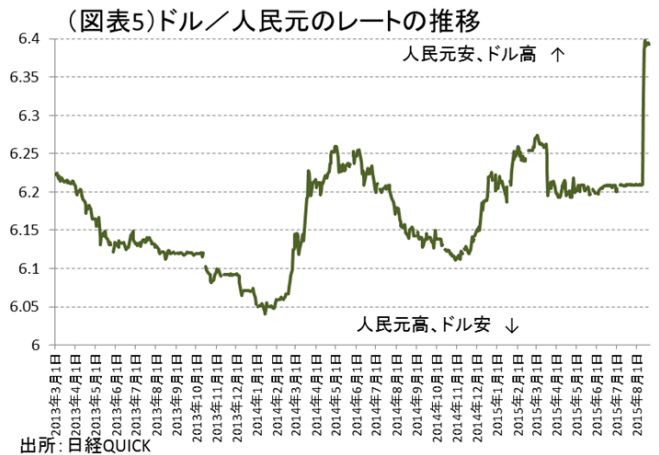
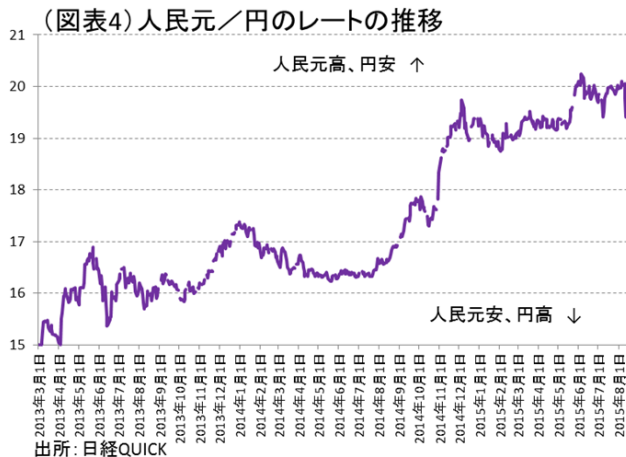
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

タイミングが悪かった天津事故

天津の爆発事故は、極めて悪いタイミングで起こった。上海株価は6月12日にピークをつけて一時は暴落の様相を呈していた。それが8月初には一旦リバウンドする動きになっていた。8月11～13日の人民元の切り下げもそれを間接的にサポートする作用を及ぼしていただろう（図表3）。ところが、そうした下げ止まりの兆しが見えていたときに、事故が起こった。中国企業の収益に、事故は大きなマイナスであろうし、それにつれて株価が下落することは中国経済の悪化を助長する。



人民元の切り下げも、その幅自体は大きくない。対ドルではなく、対円の人民元レートの推移をみると、これまでの円安方向への動きに比べて、8月11～13日の円高・人民元安の振れ幅は小さいことがわかる（図表4）。通常、対ドルでみるから、その切り下げ幅は大きくみえる（図表5）。



人民元の切り下げに関しては、それが中国の景気対策だという見方も根強いが、これは人民元の柔軟性を高めて、SDRへの採用を促すための布石である。ならば、柔軟性が増しているという印象を強めるために、今後も切り下げが行われる可能性はある。人民元の実効レートはドル高に引っ張られて、各国通貨よりも割高になっているので、仮に中国経済の悪化が認められるのなら、今後の切り下げの可能性は必ずしも否定できない。

人民元の切り下げに反応して、アジア通貨の中には対ドルで通貨安に振れるものもあった。今後の米利上げと相まって、新興国通貨が売られる傾向は強まり、対円でも為替変動の影響をこれまでよりも受ける可能性がある。

懸念される資源安の長期化

7～9月の景気情勢を考えると、プラス材料として挙げられるのは原油安である。原油市況は一旦4月に底入れして上がって来そうであった。しかし、原油価格はその後下落して、8月には3月の安値を更新している（図表6）。原油価格は、現在は二番底のかたちになっている。

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。

この原油安も、それを外生的要因と捉えれば、企業収益にプラスであると理解できるが、その原因が中国経済などの悪化による内生的要因だと解釈すると、素直には喜べない。原油需要は、需要の増加率に対して、その約半分*が中国需要の押し上げである。だから、中国経済の減速は、原油など資源需要に大きなインパクトを持つ。

※BP 統計で、2014 年の原油需要の増加分に占める中国分の割合を計算すると 46.5%になる。

資源価格が長期低迷になっていけば、中国をはじめ資源開発に熱心な国々は、採算が悪化して、投資を手控える可能性もある。また、一部の資源開発案件では、不採算が進んだ結果、それが不良債権化してしまい、その償却負担が企業活動を停滞させることも心配させる。

原油安はフロー部分では、北米の自動車販売などを促進し、日本から米国への自動車輸出を活発化させるプラス効果はあろうが、全体でみると中国経済の停滞などによって効果は減殺されることになろう。

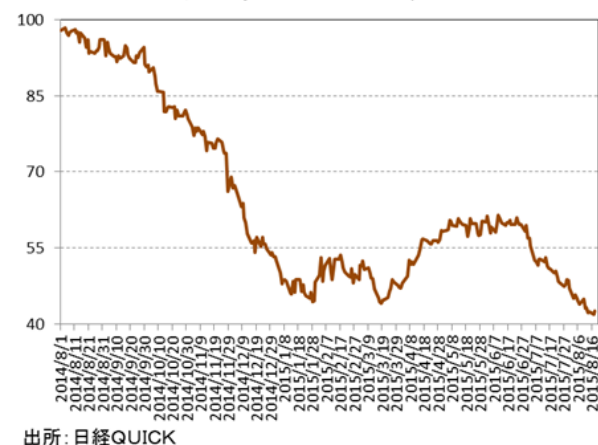
2015 年後半以降の展開

中国経済の悪化に対して、プラスの材料は安倍首相が 9 月に中国を訪問して、経済交流が深まることである。過去にも首脳会談に続いて、投資を活発化させる活動が行われている。

おそらく、日本へのインバウンド消費も、上海株価の下落や人民元の切り下げが徐々に重石になって、マイナス作用を蓄積しているだろうから、変化を先読みして、日中政府が渡航手続きの簡素化やビザ緩和に柔軟に取り組めば、これまでの訪日観光客の増加の流れを延長することもできるだろう。

マクロ経済の観点から言えば、2015 年後半に景気後退リスクが顕著になれば、そこで日銀の追加緩和の期待が高まることになる。政府は、財政状況が改善しているので、歳出拡大に対して緩んでくると考えられる。仮に、政府が経済対策として、補正予算を組もうという話が浮上してくれば、それに歩調を合わせて日銀への要請が強まることは必至だろう。これまでの安倍政権は、円安による物価上昇が家計から嫌がられたために、日銀の追加緩和に寛容ではなかったが、もしも景気悪化が鮮明になると優先順位が変わって、追加緩和を歓迎するようになるかもしれない。2016 年夏に参議院選を控えて、政府・日銀は景気情勢の成り行きをみながら、必要な政策出動を検討するようになる展開であろう。

ドル/バレル (図表6) 原油価格WTIの推移 (日次)



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。