

第2章 世界経済が直面する主なリスク

2015年半ば以降、世界的に金融資本市場が大きく変動する局面が繰り返しみられた。その要因として、中国経済に対する懸念、原油を始めとする資源価格の低下、そして直近では英国における EU 残留・離脱を問う国民投票といったことが指摘されてきた。金融資本市場は実体経済の変化を反映する鏡であると同時に、それとはかい離した動きをみせる時もある。不確実性の高まりを反映し、投資家がリスク回避姿勢を強めることで市場が変動し、そのことが実体経済に影響を及ぼすケースもある。

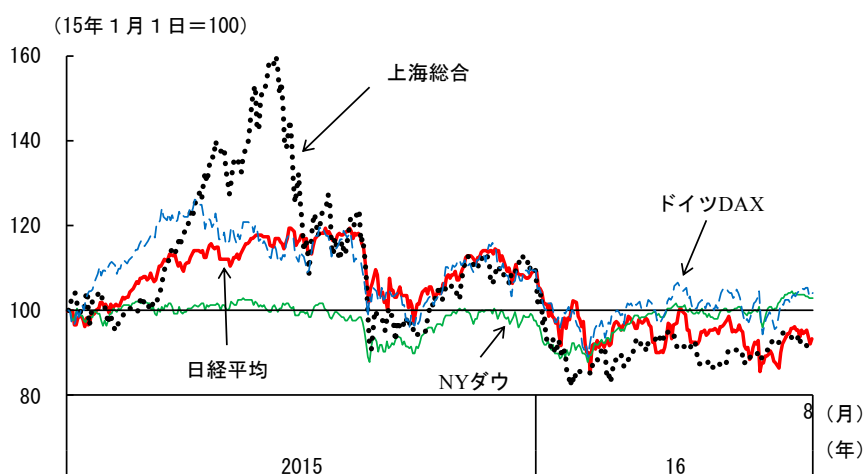
本章では、15年来の世界の金融資本市場の変動について振り返るとともに、世界経済の主要なリスクである中国経済の先行き、原油価格の変動、英国の EU 離脱問題について検討を行う。

第1節 中国経済の減速と金融市場の変動

1. 15年来の市場の変動

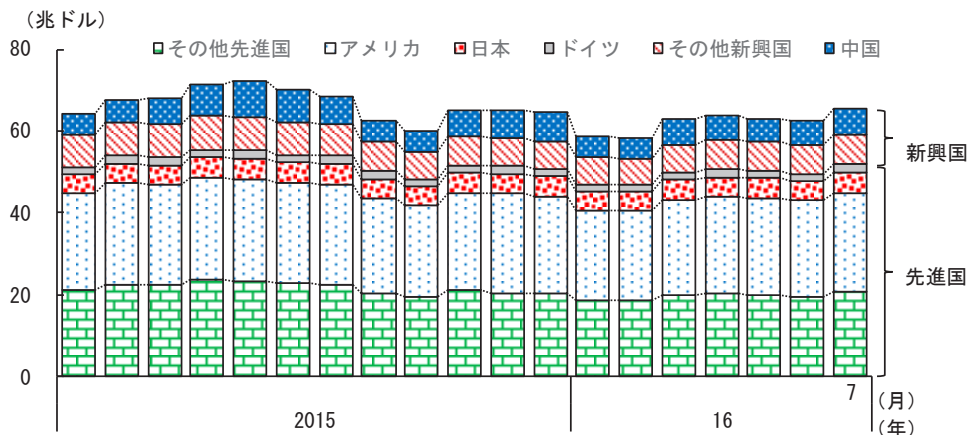
15年以降の世界の株式市場を振り返ると、とりわけ上海総合株価指数の変動が大きかったことがわかる（第2-1-1図）。同指数は15年初から同年6月中旬にかけて約50%上昇した後下落に転じ、16年1月下旬までに約50%下落した。日々の株価もしばしば大きく変動し、主要先進国の株価指数が影響を受ける局面も繰り返しみられた。

第2-1-1図 15年以降の世界の株式市場：上海総合株価指数の変動が大きい



この間、世界の株価の時価総額は、15年5月のピーク時から16年6月までの間に12.5%縮小した（第2-1-2図）。国・地域別にみると、先進国の時価総額が10.4%縮小したのに対し、中国市場の時価総額は31.4%縮小した。

第2-1-2図 世界の株価の時価総額：15年5月をピークに縮小



（備考）1. ブルームバーグより作成。

2. 先進国及び新興国の分類は、IMF"World Economic Outlook Database April 2016"を参考。

15年8月の人民元の切り下げ¹直後には、上海株式市場だけでなく、先進国の主要市場も大幅な下落となった。人民元レートの基準値設定方法の唐突な変更と急激な元安を受け、中国経済に対する不透明感が一気に高まったことがその要因として指摘されている（第2-1-3図）。一方で、内外の投資家が中国市場から資金を引き上げる動きに対抗して中国人民銀行が元高誘導を行っているとの見方もあり、15年後半から16年前半にかけて中国の外貨準備高の減少ペースに市場の注目が集まった。

このような世界的な株価の変動と金融市場のストレスの高まりの関係をみるため、まず、シカゴ・オプション取引所のVIX指数²の推移をみると、15年8月には不安心理の高まりの目安となる20ポイントを大きく上回り、世界金融危機後最大の値を記録した。一方、金融市場の緊張状態をより包括的に反映するセントルイス連銀金融ストレス指数³は緩やかな上昇にとどまっていた（第2-1-4図）。中国発のショックにより投資家の不

¹ 対元の基準値のある11通貨に対して、8月11、12、13日の3日間連続で切り下げが実施され、累計の切り下げ率は対ドルで▲4.6%、対ユーロで▲5.6%、対円で▲3.7%となった。切り下げの理由について、中国人民銀行は、基準値を市場の前日終値等を参考に決定する方式に変更するものであるとした。人民元をIMFのSDR構成通貨入りを目指すための措置であるとの指摘もあった。

² アメリカの株価指数であるS&P500を対象とするオプション取引のボラティリティをもとに算出されるもので、数値が大きいほど投資家の不安心理の高まりを示すと言われる。

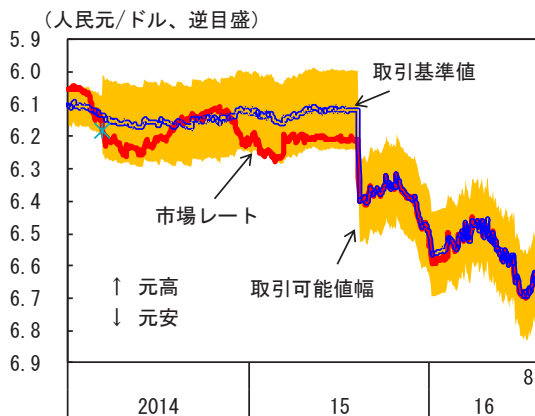
³ 国債や社債の金利、各種債券利回りや銀行間取引金利と国債金利のスプレッド、新興国の債券市場、VIX指数、期待物価上昇率、株価等を合成して作成されている。

安心理は一時的に高まったものの、アメリカの金融市場全体への波及は限定的であったとみることができる。

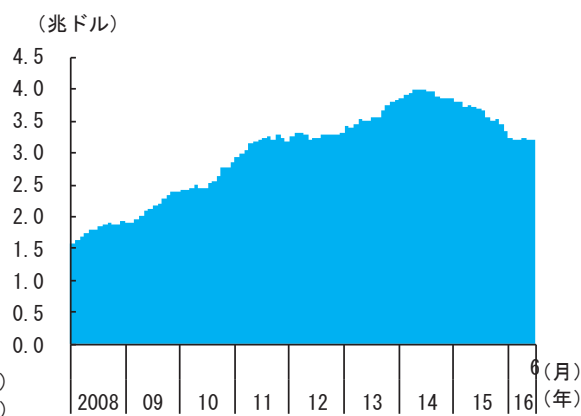
第 2-1-3 図 人民元レートと外貨準備高

(1) 人民元レート

(2) 外貨準備高



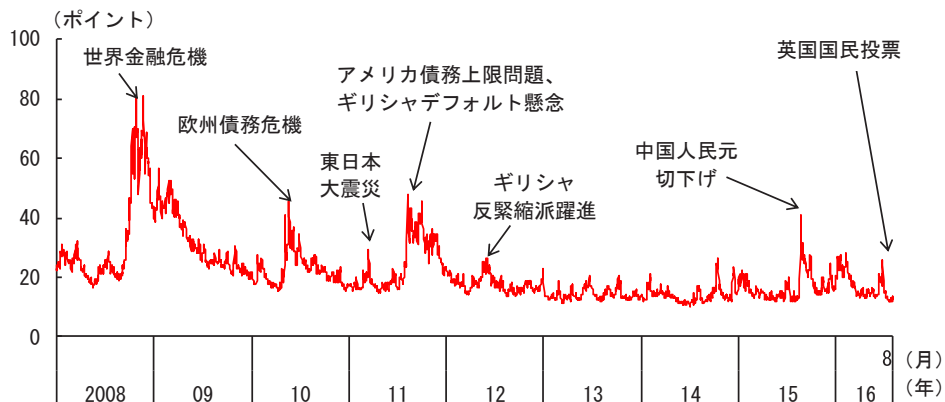
(備考) 中国外貨管理局より作成。



(備考) 中国外貨管理局より作成。

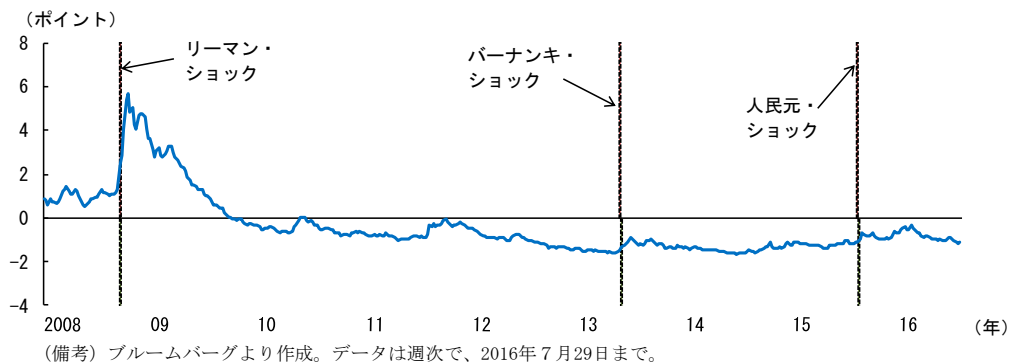
第 2-1-4 図 金融市場のストレス指数

(1) VIX 指数



(備考) ブルームバーグより作成。

(2) セントルイス連銀金融ストレス指数



この間の世界経済の動向を振り返ると、全体としては緩やかな回復が続いていたものの、中国経済の緩やかな減速に加え、アメリカやユーロ圏でも弱めの動きがみられるようになった。加えて、アメリカの金融政策正常化の影響、中国を始めアジア新興国等の経済の先行き、原油価格の下落等の景気下振れリスクが意識されるようになった。このような状況の下、中国を始めとする各国経済の弱さを示す景気指標の発表や、そうした動きを反映した政策対応の公表に際し、市場参加者が過度にリスク回避的な行動を取ったことで、株価の下落や、安全資産とみられている通貨の増価等が起こったと考えられる⁴。

以下では、まず、15年来市場が大きく変動する要因として度々指摘されてきた中国政府の発表する統計や政策に対する懸念と、過剰生産設備や過剰債務等の中国経済の抱える構造問題について検討を行う。

2. 中国の統計や政策と市場の変動

(1) 中国の経済統計と市場の変動

中国政府の公表する四半期別の GDP 統計は、当該四半期終了後約半月後という極めて短い集計期間で公表されている。また、他の主要国では1次速報値公表の翌月、翌々月等に改定が行われることが一般的だが、中国ではそのような改定がない⁵。さらに、公表される成長率は多くの先進国等と比較して毎四半期の変動が小さく、かつ、政府の目標値に沿って推移する傾向がみられる。政府の公表する GDP 以外の個別統計について

⁴ G20 財務大臣・中央銀行総裁は2月下旬、最近の市場の変動の規模は世界経済のファンダメンタルズを反映したものではないとするとともに、引き続き世界の経済・金融動向を注視するとの声明を発表した。

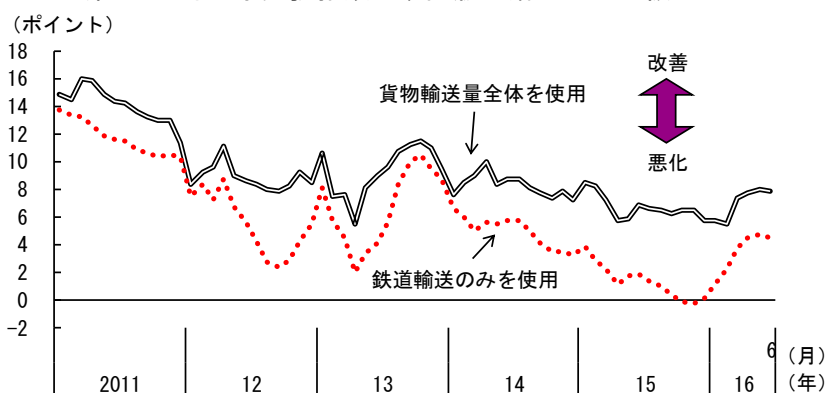
⁵ 翌年9月、翌々年1月には修正値が公表されている。

も比較的変動の小さいものがみられる。そのため、例えば、15年8月には、国家統計局の公表する製造業PMI（製造業購買担当者指数）が安定的に推移する中、中国のメディアグループである財新と英国の金融情報・調査会社のマークイットが公表する製造業PMIが急落し、後者の方が実体経済をより正確に反映しているとの見方から上海株価が大幅に下落し、世界同時株安にまで発展する局面があった。

一部の専門家の間では、中国経済の実態をより正確に把握するためには電力消費量、鉄道輸送量、中長期貸出残高の3指標から構成される、いわゆる「李克強指数」に着目すべきとの指摘が行われてきた。この指数によれば、中国経済は14年から15年にかけて急減速しており、中国経済はゼロ成長に陥っているといった主張の根拠にもされてきた。しかしながら、これらの3指標のうち、鉄道輸送量の貨物輸送量全体に占めるシェアは低下傾向にあり、14年にはトラック（76.0%）、船（13.6%）を大きく下回る8.7%にまで低下している。また、鉄道輸送量の7割以上が石炭、金属鉱石、鋼鉄及び非鉄金属で占められており、これらの品目の輸送量は近年大幅に減少しているという構造的な問題がある。

そこで、李克強指数の構成要素の1つを鉄道輸送量から貨物輸送量全体に置き換えた試算値を作成すると、鉄道輸送量を使用した指数と比較して落ち込みは緩やかなものとなる（第2-1-5図）。このことは、中国経済の実態をより正確に把握するためには、産業構造の変化を踏まえた多角的な分析を行うことが重要であることを示すものである。また、中国政府においては、同国の経済統計に対する見方がしばしば世界の金融資本市場の変動要因になっていることを踏まえ、経済実態のより正確な把握と各種統計の改善に向けた取組を進めることが期待される。

第2-1-5図 李克強指数—改訂版：落ち込みは緩やかに



- (備考) 1. 中国電力企業連合会、中国鉄道総公司、中国国家統計局、中国人民銀行より作成。
 2. 電力消費量、貨物(鉄道)輸送量、中長期貸出残高の3か月移動平均値の前年比を求めた上で、各項目を均等ウェイト(各33%)で平均した内閣府試算値。