

Weekly エコノミスト・レター

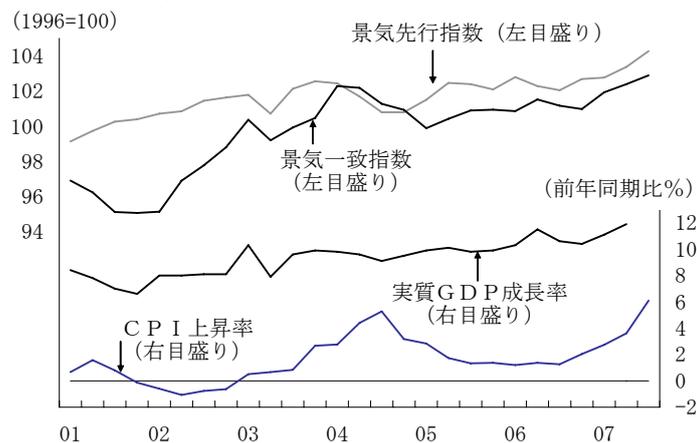
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

中国経済動向 ～米国とのデカップリングは続くのか～

- ・ 中国の 2007 年の成長率は 2006 年に続き 11% 台に乗る見通しだ。内需が前年を上回る勢いで伸びる一方、貿易黒字は 1～9 月期で過去最高となった 2006 年実績を上回った。
- ・ 変動相場制への移行は、中国が直面している過剰流動性、インフレ、対外的な不均衡の拡大という問題の解決策となりうるが、慎重な構えを崩す兆しは見られない。
- ・ サブプライム問題による米国経済減速の影響は、今のところ、中国を初めとする新興国経済がカバーするとの見方が支配的だ。中国の場合、市場を通じた調整の影響は受け難い一方、貿易を通じた影響は受けやすい構造となっているが、輸出先の多角化も進みつつあり、内需拡大の余地もある。
- ・ 過剰流動性、インフレに悩む中国にとって、外部環境が貿易不均衡の改善、外貨流入圧力を緩和する方向に動くことは、穏当なペースである限り、好ましい面もある。

続く二桁成長、上振れる物価

～ 中国の景気判断指数と GDP、CPI の推移 ～



(注) 景気一致指数、先行指数、消費者物価上昇率の直近は 7～8 月の平均

(資料) 中国国家统计局

主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 3F

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

＜ 中国経済動向～米国とのデカップリングは続くのか～ ＞

●高成長下で対外不均衡は拡大、過剰流動性とインフレ抑制に苦慮

(2007 年も内外需が共に高い伸びを維持、11%台の成長が持続)

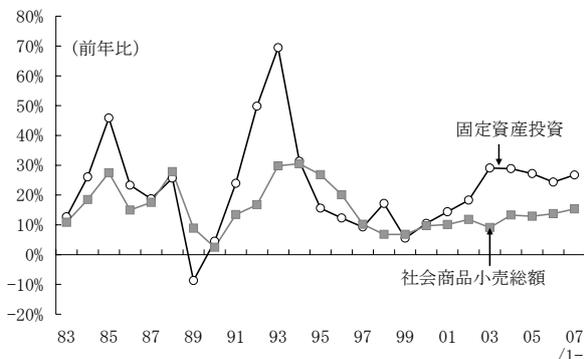
中国経済は 2007 年 1～3 月期は 11.1%、4～6 月期は 11.9%と加速、7～9 月期の成長率も高めの水準が見込まれ、2007 年通年の成長率は 2006 年の 11.1%に続いて、11%台に乗る見通しだ (表紙図表参照)。

内需は、投資の指標である固定資産投資が 1～8 月期で前年同期比 26.7%、消費の指標である社会商品小売総額が同 15.7%と、ともに前年を上回る勢いで伸びている (図表 1)。

輸出も、1～9 月期で前年同期比 27.1%と前年並みの高い伸びを維持し、景気の拡大を支えている (図表 2)。昨年来、産業構造の最適化と貿易摩擦の緩和の両面から、輸出抑制策^(注1)が強化されているが、貿易黒字は 1～9 月期の累計で 1856 億ドルとなり、例年、クリスマス商戦による黒字が拡大する 10～12 月期を待たずに、過去最高となった 2006 年の年間実績 (1775 億ドル) を上回った。

(注 1) エネルギーの大量消費や環境汚染につながる素材、労働集約的製品を対象とする付加価値税 (増値税) の還付税率の停止・引下げや輸出関税の付加、加工貿易の制限・禁止など。加工貿易の禁止は、保税扱いでの輸出入を禁止するもので、一般貿易として輸入関税と増値税が付加された形での貿易は可能

図表 1 中国の投資・消費指標の推移



(注) 固定資産投資は都市部、2007 年 1～8 月は全社会
(資料) 海関統計、CEIC

図表 2 中国の輸出入増加率と貿易収支



(注) 3 カ月移動平均
(資料) 海関統計

(輸出抑制措置にも関わらず貿易黒字は拡大)

貿易黒字拡大の底流には、生産能力の増強、輸入代替の進展などで産業基盤が強化されていることがある。さらに、人民元の緩やかな増加への期待や、輸出抑制策が、輸出の前倒しと輸入抑制という形で黒字を拡大させる方向に働いているようだ。

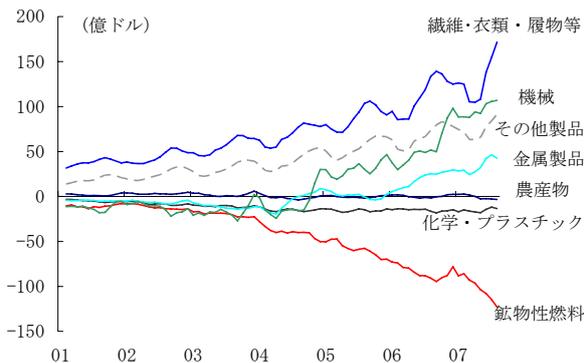
品目別に見ると、繊維・衣類・履物やその他製品など、早くから比較優位を發揮していた労働集約的製品の黒字が拡大していることに加え、2005 年を境に貿易収支が黒字に転化した機械と金

属製品の黒字幅が拡大しており、輸入代替の進展と比較優位の高まりが反映されている（図表3）。

相手地域別には、最終製品の需要地である米国、EUと、中国製品の再輸出の基地となっている香港向けに大幅な黒字を計上し、韓国、台湾、日本、ASEANなど輸出製品の組立てに必要な基幹部品、中間財の調達先となっている地域に赤字を計上する構造に変化は見られない。今年1～9月期の対米貿易黒字は、貿易黒字総額の6割強に相当する1187億ドルで前年同期比で16.1%と拡大しているが、対EUの貿易黒字は949億ドルで前年同期比52.5%と急増しており、実勢を反映しない人民元相場制度に対して、欧州で問題意識が高まっている背景が伺われる（図表4）。

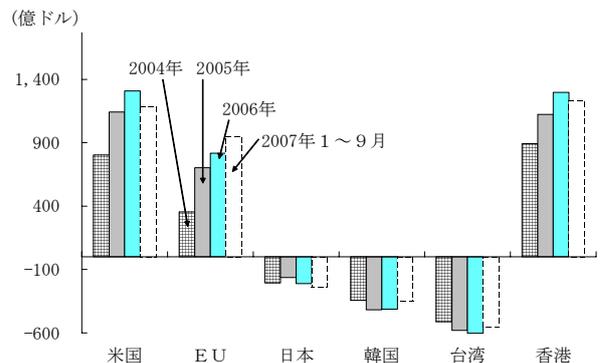
企業の所有形態別に見ると、非国有中国企業と外資系企業が2006年に続いて高水準の黒字を計上している（図表5）。中国企業の成長と外資系企業の生産の定着が、外貨獲得の両輪となっていることがわかる。貿易形態別には、黒字の源泉となってきた加工貿易の黒字が高止まる一方、一般の貿易の収支も改善している（図表6）。

図表3 品目別貿易収支



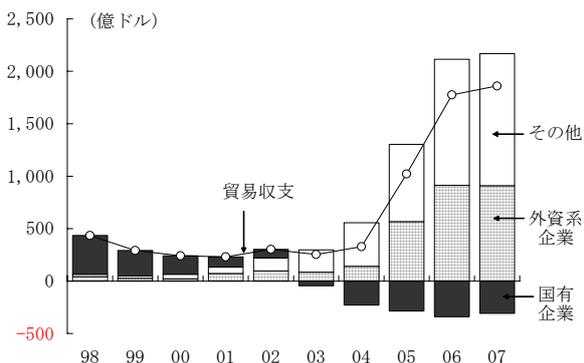
(資料) 海関統計、CEIC

図表4 相手地域別貿易収支



(資料) 海関統計、CEIC

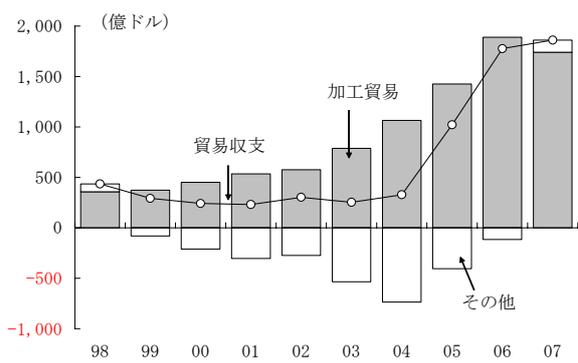
図表5 企業形態別貿易収支



(注) '07年は1～9月期実績

(資料) 海関統計、CEIC

図表6 形態別貿易収支



(注) '07年は1～9月期実績

(資料) 海関統計、CEIC

(外資政策も選別色を強めるが、直接投資の流入は増加)

中国では、貿易政策のみでなく、外資導入政策も、産業構造調整の最適化や地域格差是正という政策課題への取り組みとして、「全面的な優遇から選別へ」という方向転換が見られるようにな

っている。

しかし、対内直接投資の実行額は、1～9月期の累計で472.2億ドルと前年同期比12.2%と拡大基調が続いている。製造業に関しては、外資優遇税制の見直しのほか^(注2)、一部地域での出稼ぎ労働者の不足と労働コストの上昇、労働者の権利保護のための規制強化などで、生産コストの削減を目的とする投資はピークアウトしている。その一方、規制緩和が進むサービス業への投資は拡大していることが下支えとなっている。

(注2)08年1月1日から施行が予定されている企業所得税法では、内外資企業に適用する企業所得税率の一本化されるため、現在10%程度の外資系企業の法人税率は一部の優遇業種を除いて25%程度に引き上げられる。

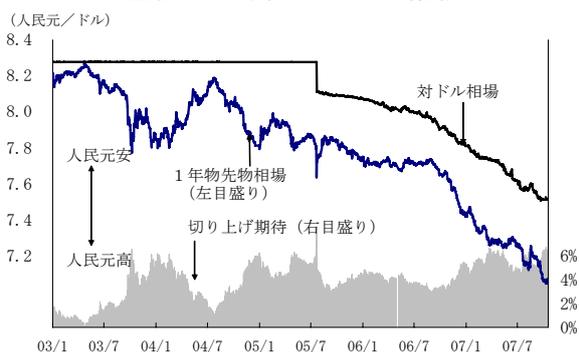
「二免三減（黒字化後、2年間は免除、3年間は半減）制度も撤廃される。

(安定重視の人民元政策は維持、外貨準備の増勢は加速)

高水準の外資流入による人民元高圧力の緩和のために、人民元の調整幅を拡大(図表7)する一方、対外証券投資に関わる規制を部分的に緩和し、対外直接投資を促進している。それでも貿易黒字や対内直接投資が増加しており、その他のルートを通じた中国への外貨の流入は続いている。人民元高圧力を緩和するための介入によって、9月末には外貨準備高が、前年同月末から4457億ドル増加し、1兆4336億ドルとなった(図表8)。

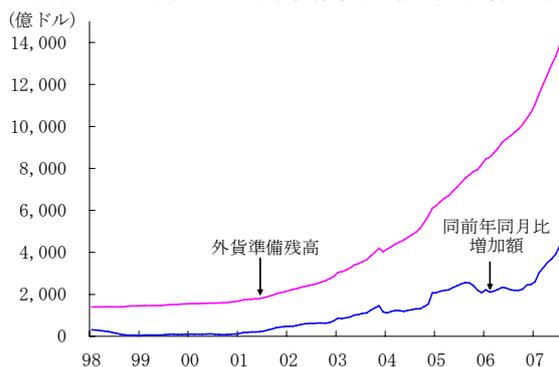
介入によって供給される人民元を吸収するために、公開市場操作を通じた不胎化が継続されているものの、巨大な外貨流入の規模に追いついていない。2007年に入ってから10月までに預金準備率の引き上げが8回、利上げが5回実施、金融引締めへのピッチは明らかに速められているが(図表9)、マネー・サプライ(M2)は9月には年間目標の16%を超える前年同月比18.5%、国内貸出は同17.1%と上振れ傾向に歯止めがかかっていない(図表10)。

図表7 中国の人民元の推移



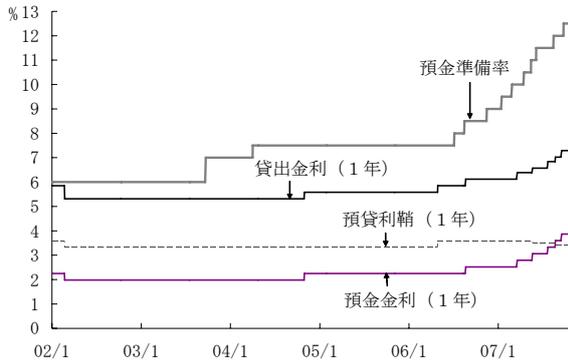
(注)先物相場は香港のNDF (Non Deliverable Forward、元本の受渡ししない先物取引)相場
(資料)Datastream

図表8 中国の外貨準備高と前年比増加額



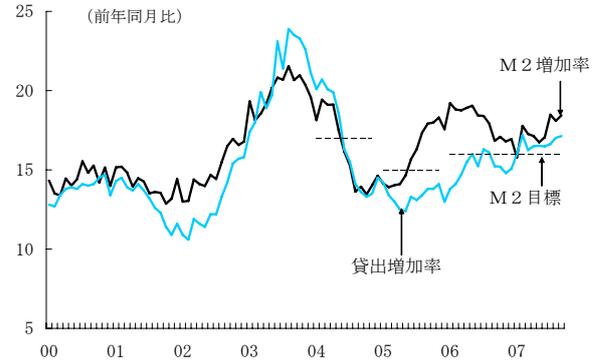
(資料) 中国人民銀行、CEIC

図表9 中国の金利と預金準備率



(資料) 中国人民銀行

図表10 中国のマネー・サプライと貸出増加率



(資料) 中国人民銀行、CEIC

(物価は食品価格の値上がりで目標を大きく超過)

2007年に入ってから、食品価格の値上がりによる、インフレの加速が明確になっている。2007年の年間目標の3%であるが、8月は前年同月比6.5%まで上昇、9月も同6.2%と上振れ傾向が続いている。

インフレ加速の主因は、CPIの約3分の1のウェイトを占める食品価格が、肉類を中心に前年同月比18.2%と大幅に値上がりしていることにある(図表11)。その他の価格は比較的落ち着いているが、住居費が2004年以来、高めの伸びが続いているほか、医療・保険や家具・日用品など、前回物価が上振れた2004年には下落していた品目も上昇に転じている。世界的な原材料価格の高騰、中国国内の高水準の流動性、従来低く抑えられてきた土地・労働コストの調整の動きなど、複合的な要因から価格の上昇圧力は強まっている。

目下、最大の懸案となっている肉類の価格上昇は、食肉総生産量の3分の2を占める豚肉価格が前年比で80.9%と急騰していることがある。2006年上半期の価格下落への対応として、母豚の屠畜や子豚の安売りが行われたことや、豚の疫病が発生した影響で供給が減少していることによる需給のタイト化と、飼料となるトウモロコシ価格の世界的な高騰、生産地と消費地の間の物流の整備の遅れによる輸送コストの増大など、コスト要因とが影響している。

(金融政策のピッチは速めたものの、基本スタンスは穏やかな引締め)

既述のとおり、ここにきて金融政策のピッチが速められているが、一回あたりの利上げ幅は依然として抑え、特定分野への投資の過剰や、資源の大量消費、環境汚染といった問題の解決のために、窓口指導や行政指導を強化するという政策の組み合わせが継続されている。

10月に開催された中国人民銀行の貨幣政策委員会^(注3)の第3四半期の会合の議事録では、「投資の高すぎる伸び、貿易黒字の過剰、適正水準を上回る信用の伸び」などの問題を指摘、第2四半期にはなかった「米国のサブプライム問題が国際金融市場との中国経済に及ぼす影響」、「インフレ圧力の積み上がりと資産価格の持続的な上昇」について更なる分析の必要性が強調されている。

ただ、経済の現状に対する基本認識は「安定的高成長を続けている」で変わらず、今後の政策

運営に関しても、「着実で穏やかな引締め継続」を基本スタンスとし、「よりフォワードルッキングで、科学的で効果的な金融政策の運営」や「金融改革」を進め、「人民元の管理フロート制度の改善」は、「自発的で、制御可能、かつ、漸進的という原則に即して」進めるという従来の方針が維持された。

外貨の需給を反映した人民元相場の決定を容認する変動相場制への移行は、過剰流動性、インフレ、対外的な不均衡の拡大という中国が直面している問題の解決策となりうるが、近い将来、現在の枠組みを大きく変えることはないと思われる。

(注3) 中国では、金融政策の決定権限は国務院(政府)にあるため、貨幣政策委員会には政策決定機能がないが、人民銀行行長を議長に国務院や経済・金融関係の官庁の高官、金融界の代表、経済学者を交えて、踏み込んだ議論が行われる。

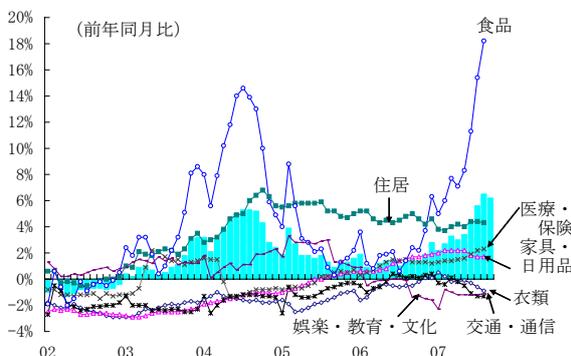
(インフレ対策として生産奨励、価格監視、補助金供与を実施)

インフレ対策においても、市場メカニズムを通じたコントロールと直接的手段が併用されており、行政措置としては、養豚業への補助の強化による生産奨励、食品価格を中心とする価格の監視、食品価格等の値上がりの打撃を受けやすい低所得者への補助金の供与などが行われている。

最大の押し上げ要因となっている食品価格は、豚肉の供給増とともに徐々に落ち着く見通しであり、物価の上振れにも一応の歯止めがかかるだろう。しかし、農業の基盤が脆弱であること、資材や人件費、物流などのコストが上昇していることから、食品価格が構造的に不安定化しやすい点には注意が必要であろう。

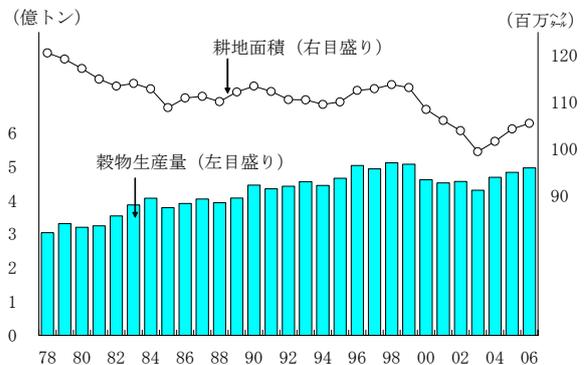
中国の農業セクターは、農民人口に対して土地面積が少ないため、労働生産性と投資収益率がともに低く、農民の収入が抑えられて、投資が不足してきた。2004年の物価上昇も、穀物価格の値上がりがかきかけであり、工業用地への転用などによる耕地面積の減少や農業従事者の減少という構造的な要因(図表12、図表13)に天候不良が重なり供給が抑えられる一方、中国の穀物輸入の増大が、国際市況を押し上げたことが原因となった。供給不足の前段階で、価格の下落による生産意欲の減退→減産というプロセスがあり、これに天候不良や病害といった特殊要因が加わって高騰するという構図は今回と共通である。

図表11 物価上昇率



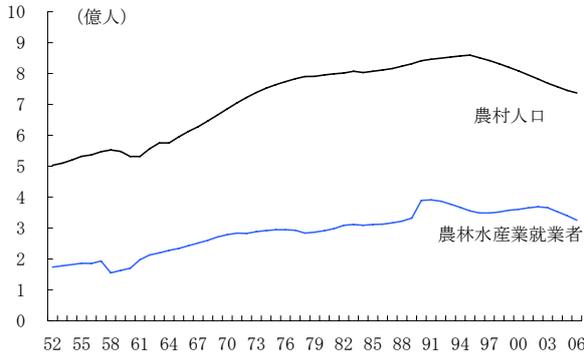
(資料) 国家統計局、CEIC

図表12 穀物生産と耕地面積



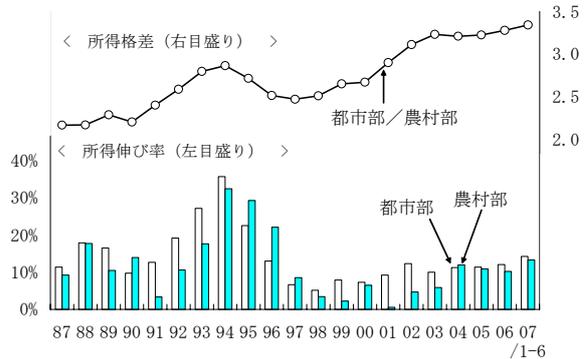
(資料) CEIC

図表 1 3 全就業者数と農村就業者数



(資料) 中国国家统计局、CEIC

図表 1 4 都市と農村の所得格差



(注) 都市：一人当たり可処分所得、農村部：一人当たり純収入

(資料) 中国国家统计局、CEIC

2003年に発足した現政権が「三農問題（農業の低収益性、農村の疲弊、農民の所得の低迷）」の解決を重要課題と位置づけて以来、農業税、牧畜業税、特産税の廃止による負担の軽減や農家への生産補助金の支払いという直接的な所得増強策などが行われている。耕地面積や穀物生産は増加に転じ、都市と農村間の所得格差の拡大に歯止めが掛かるなどの一定の成果が見られるが、三農問題は、引き続き持続的で安定的な成長を実現する上で優先度の高い課題と言えよう（図表 14）。

●米国経済減速の影響は輸出先の多角化と内需の拡大によって緩和

（米国経済が減速しても中国など新興国は好調を保つとの期待）

8月9日のパリバ・ショック^(注4)後、先進国経済の先行きには不透明感が強まっている。新興国は、本来、リスクの再評価という国際金融環境変化による悪影響を受けやすいと思われるものの、国際収支構造などファンダメンタルズの改善もあり、影響は軽微に留まっている。MSCI新興国株価指数は、すでにパリバ・ショック前の水準を回復、一時的に拡大した対米国債のスプレッドも、今年6月のボトムの水準よりは高いものの、長期の平均から見ればかなり低い水準での推移している。

2008年にかけて、サブプライム問題の影響による、米国経済の減速が見込まれているが、好調な新興国経済がカバーするという見方も今のところ支配的だ。16日に公表された国際通貨基金（IMF）の「世界経済見通し」のメイン・シナリオも、先進国経済の鈍化を新興国の成長がカバーし、2008年も世界経済は4.8%と高めの成長を実現するというものである。中でも、中国については、2008年も10%と二桁成長が予測されており、上振れのリスクについても言及されている。

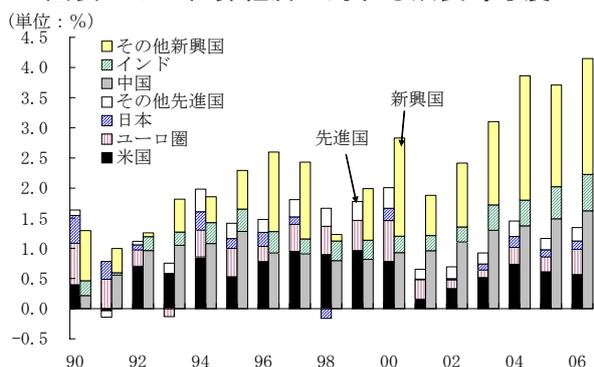
実際、2000年代に入ってから、購買力平価ベースで見ると、新興国の成長が先進国を凌ぐ構図が定着、2006年には、米国経済の成長が鈍化する一方、中国がリードする形で新興国の成長はむしろ加速、米国経済とのデカップリング（切り離し）が見られた（図表 15）。

ただ、この時期のデカップリングは、米景気の減速が住宅市場と自動車産業の調整に留まり、消費は堅調に推移したからこそ実現したと見ることもできる。米国経済の調整が、雇用の調整、

消費の落ち込みを伴うものとなれば、米国に消費財を供給している国々が輸出を通じて影響を受けることは避けられないと考えるのが自然だ。

(注4) フランスの大手銀行パリバが米国のサブプライム・ローンを含む資産担保証券化商品で運用していた傘下のファンドの一時凍結を発表したことをきっかけとする世界的な金融市場の動揺

図表 15 世界経済に対する成長寄与度



(注) 購買力平価ベース

(資料) IMF, "World Economic Outlook", October 2007

図表 16 上海総合指数と MSCI 新興国指数



(資料) Datastream

(中国は資本移動を通じた外部環境変化の影響は受けにくい構造)

中国の場合、内外の資本取引が規制されていることから、海外の株価との連動性は必ずしも高くはなく、2007年入り後も、特別国債の発行計画など、株価の需給に関わる政策変更が主たる変動要因となっている。パリバ・ショックによる株式市場の動揺は殆ど見られず、国内の過剰流動性、実質マイナス金利を背景とする株価上昇が続いている (図表 16)。

資本取引規制の下で、これまで主要な資本流入のルートとなってきた対内直接投資に関しても、対GDP比や固定資産投資の規模との対比で見た比率は90年代半ばをピークに低下しており、景気に及ぼす影響は一時期に比べ、小さくなっている (図表 17)。国連の統計によれば^(注5)、中国の場合、対内直接投資のストックの対GDP比は2006年で11.1%で、日本の2.5%に比べれば高いものの、東アジア全体の同29.1%や、世界経済全体の同24.8%に比べ低い。サブプライム問題の余波で、収縮が予想されるクロスボーダーM&A (国境を越えた企業の買収・合併) の金額は、世界全体では2006年に対内直接投資の67.4%に相当する規模となったが、中国では9.7%と低い点も特徴だ。

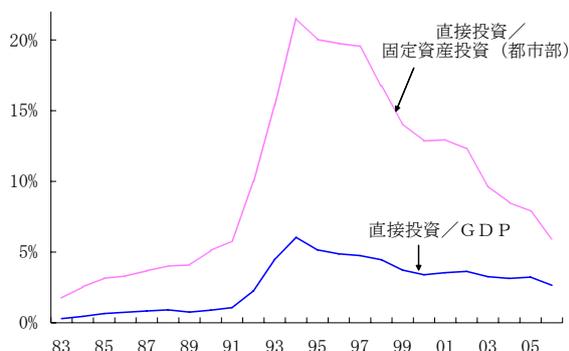
(注5) UNCTAD, "World Investment Report 2007"による

(中国は貿易を通じた影響を受けやすい構造)

このように、中国は市場を通じた影響は受け難いが、GDPに対する輸出の規模は2006年で36.9%と米国の7.9%と比べて非常に高いため、貿易を通じた影響を受けやすい構造にある (図表 18)。米国は、中国の輸出相手国の中で、およそ2割のシェアを占めており (図表 19)、対米貿易

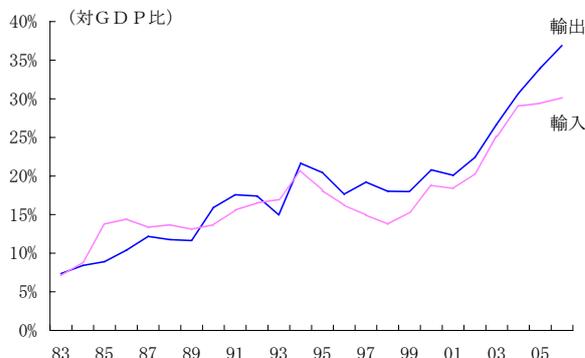
黒字の大きさは、中国製品の需要アブソーバーとしての米国の存在の大きさを示すものである(図表4)。

図表17 直接投資のウェイト



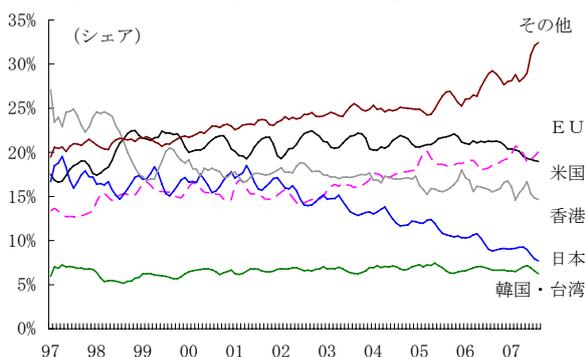
(資料) 商務省、CEIC

図表18 中国の貿易依存度



(資料) 中国国家統計局、CEIC

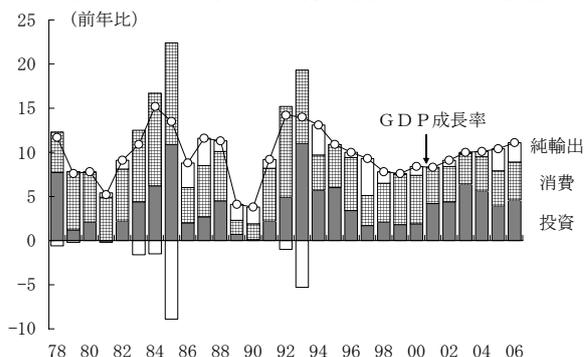
図表19 中国の輸出相手地域のシェア



(注) 3カ月移動平均

(資料) 海関統計、CEIC

図表20 需要項目別実質GDP寄与度



(資料) 中国国家統計局、CEIC

(輸出先の分散によって、対米輸出の伸び鈍化の影響が緩和される可能性)

その一方、米国の消費が明確に減速しても、中国経済への影響が軽微に留まる可能性もある。

米国市場において中国製品の競争力が高く、相対的に伸びの鈍化が小さく留まる場合や、米国向けの輸出が落ち込んでも、他国への輸出でカバーされる場合には、輸出全体の伸びは維持される。米国が中国にとって最大の輸出相手国であるとは言っても、2005年頃から、そのウェイトは徐々に低下しており、EUや新興国を中心とするその他地域の比率が高まっている(図表15)。資源等の価格の高止まりを背景に、新興国の高成長が続けば、米国向けの不振の影響はある程度カバーされるだろう。

(高い伸びが見込まれる内需)

また、輸出の伸びが鈍化しても、内需の伸びが成長を支えることも期待される。成長が加速した2005年~2006年には、GDP成長率に対する純輸出の寄与度の高まりが見られるものの、2005

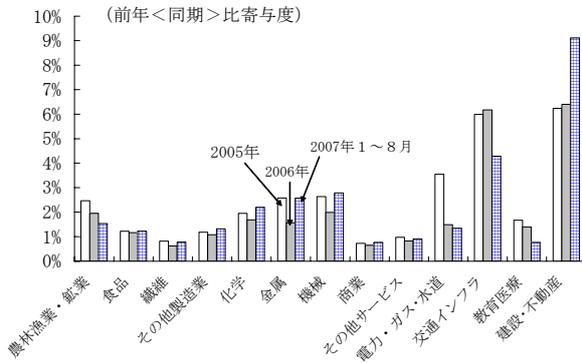
年 2.5%、2006 年 2.2%で、過半は内需が寄与したものだ（図表 20）。

投資については、不動産など過剰投資へのコントロールが必要であり、労働集約型の輸出指向の強い製造業に関しては、厚みのある集積がすでに形成される一方で、生産コストが上昇していることから、一時期の勢いを取り戻すことはないだろう。その一方、規制緩和が進む卸・小売業などサービス業への投資や、地方を中心とするインフラ投資や環境保護関連の投資の必要は高く、需要拡大の余地がある。実際、地域格差是正への取り組みを反映して、固定資産投資の地域分布も、依然として東部（沿海部）のウェイトが高いとはいえ、伸び率では中西部が上回り、今年 1～8 月期では中西部の寄与率が過半を占めるようになってきている（図表 22）。同期の都市部の固定資産投資に占める北京、上海の寄与はともに 0.5%と限られていることは、2008 年の北京五輪や 2010 年の上海万博のみが、投資の押し上げ要因となっている訳ではないことを示している。

個人消費については、農村部・都市低所得層の所得引き上げによる格差是正が進展すれば、裾野が拡大することになる。投資・輸出偏重の構造の修正に向かうことになる。

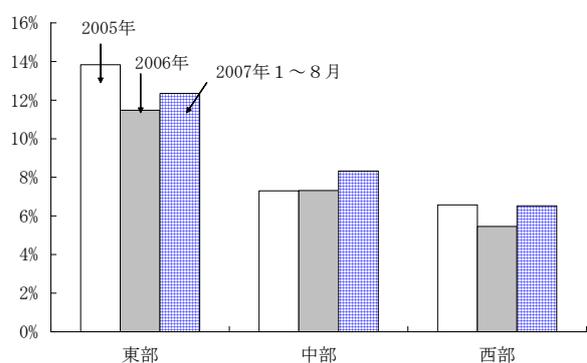
過剰流動性、インフレに悩む一方、内需の成長余力が大きい中国にとって、貿易不均衡改善、外貨流入圧力の緩和の方向へと外部環境が動くことは、穏当なペースである限り、好ましい面もある。

図表 2 1 固定資産投資の動向（業種別）



(資料) 中国国家统计局、CEIC

図表 2 2 固定資産投資の動向（地域別）



(資料) 中国国家统计局、CEIC