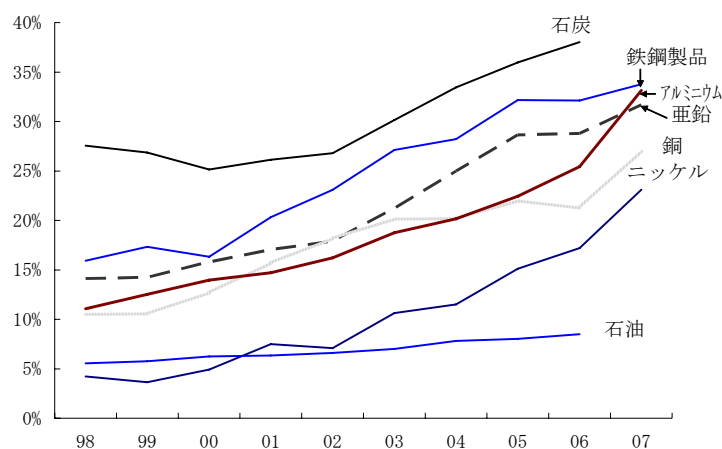


Weekly
エコノミスト・
レター中国経済の変調～環境変化への
対応力高いが楽観はできない

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

- 08年入り後も中国経済の成長のテンポは速いが、以前に比べると鈍化しており、エネルギー・食糧の価格上昇と輸出規制の影響で貿易黒字は縮小に転じている。インフレ率は食品価格の押し上げにより目標を上回る水準での推移が続いている。
- 当局は、インフレの抑制に政策をフル動員しているが、外貨流入圧力の増大と株価の不安定化を背景に08年入り後は利上げを見送っている。人民元相場は、人為的なコントロールを継続しながらも、従来よりも速いテンポで調整するようになっている。
- 外部環境の急変振りに比べると、中国経済の変調の度合いが小さいのは、エネルギー・食糧の輸入依存度が抑えられている一方で、製品輸出分野でなお高い競争力を有しているからだ。
- それでも、インフレが長期化の様相を呈する一方、資産価格の不安定化、輸出環境の一段の悪化が見込まれ、環境は厳しさを増している。今後の引き締めやピッチ、構造改革とのバランスを間違えば、オーバーキルを招くリスクもある。政策当局は、内外の経済・金融動向や資産価格の動向を睨みながら、細心の注意を払いつつ、統制価格、法定金利、人民元相場の調整を進め、安定的高成長の持続を図ることになるだろう。

高まる中国の存在感～原油、鉄鋼、主要非鉄金属、石炭の世界需要に占める中国のウェイト～



(資料) International Iron and Steel Institute, World Bureau of Metal Statistics, Energy Information Administration

1. 中国経済の基調変化

(国際商品高騰の需要面での主役・中国)

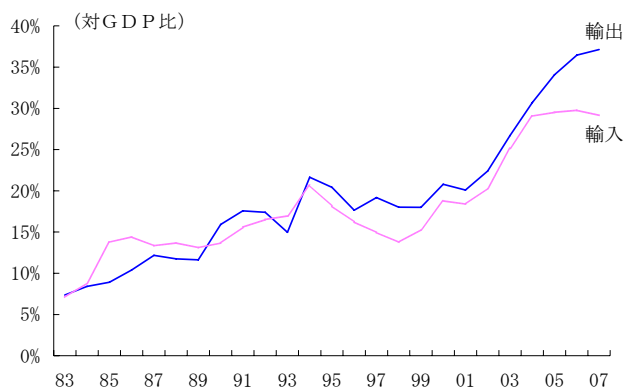
世界最大の経済である米国経済の調整が深まる一方、エネルギー・食糧の値上がりによるインフレ懸念が高まっており、景気の先行きに不安を抱えながらも、金融引き締めへ転換せざるを得ない国が増えている。各国の物価を直接押し上げる要因となっている国際商品価格の行方は世界経済の先行きの鍵を握るようになっている。

国際商品価格の高騰は需給要因と金融要因の相乗効果によってもたらされている。新興国の旺盛な需要に供給が追いつかないという需給要因がベースにあり、サブプライム問題をきっかけとする証券化商品市場の混乱、米国の金融緩和、株安、さらに国際商品の建値通貨であるドル安などを背景とする投資資金の流入加速という金融要因が価格の高騰に拍車をかけている格好だ。

価格高騰のベースにある需要増では、新興国の中でも中国の存在感が際立っている(表紙図表)。中国は世界最大の人口を擁するだけでなく、特に2000年代に入って「世界の工場」として輸出依存の度合いを高めながら(図表1)、二桁ペースで拡大してきたことの反映である。

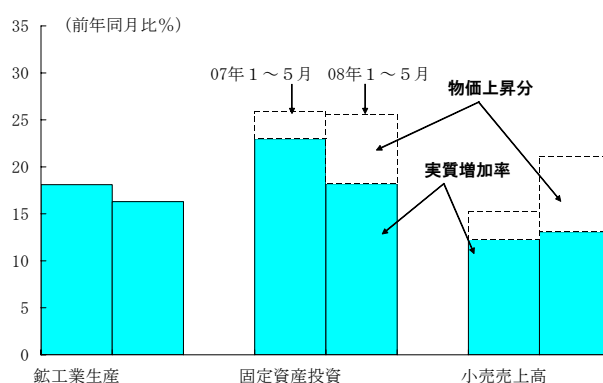
2008年に入ってから、中国経済の高成長は続いているが、この1年余りでの内外環境の大きな変化と、不均衡の是正を狙いとする政策効果の発現による基調変化も観察されるようになっている。雇用の安定確保に必要な水準の成長を続けながら、投資偏重、製造業中心、資源多消費型の成長パターンの転換や格差の是正は進んでいるのか、インフレのコントロールにどのような手段で対応し、成果を収めつつあるのかは、世界的な関心事と言っても過言ではないだろう。

図表1 中国の輸出入依存度



(資料) 中国国家统计局、CEIC

図表2 中国の生産、投資、消費伸び率と物価上昇率



(注) 固定資産投資はPPI、小売売上高はCPIで実質化

(資料) 中国国家统计局

(成長テンポは高水準で減速、消費の伸びは高まるが、物価押し上げによる影響も)

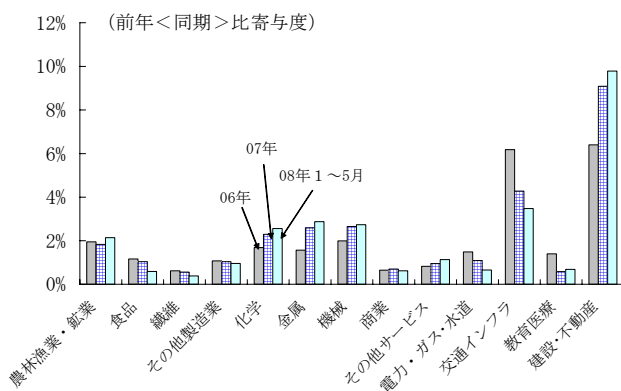
まず成長のスピードとその内容を確認しておこう。08年1~5月期の鉱工業生産は前年同期比16.3%、固定資産投資(以下、投資)は同25.6%、小売売上高(以下、消費)は同21.1%であった。前年同期の伸び率(それぞれ18.1%、同25.9%、同15.2%)と比べると、なお成長のテンポは速いもの

の、以前に比べると鈍化している。うち、消費の伸びの加速が目立つ点は、投資偏重が改められつつある兆しともとれる。

但し、投資と消費の指標はともにインフレによって押し上げられている点に注意が必要だ。小売統計に対応する同期間の消費者物価（C P I）上昇率は前年同月比 8.0%で、前年同期の同 2.9%を 5%余り上回っている。固定資産投資に対応する生産者物価（P P I）の上昇率も前年同月比 7.4%でやはり前年同期の同 2.9%を大きく上回っている。物価上昇率を引いて実質化すると、投資の伸びは高水準ながらも鈍化、消費はより緩やかなペースで拡大しているという姿になる（図表 2）。

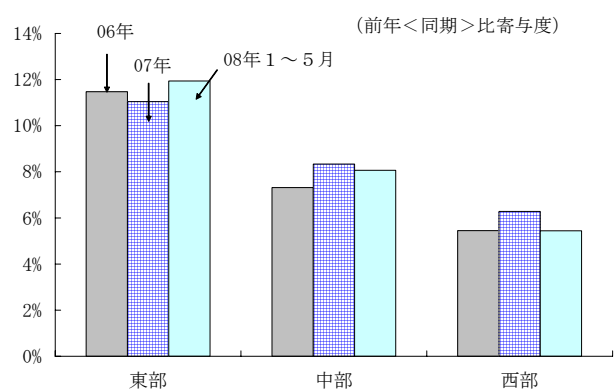
固定資産投資は、業種別に見ると、建設・不動産、化学、金属、機械などの寄与が依然大きい。交通インフラや電力・ガス・水道などの公共投資の伸びはピーク・アウトしている。また、輸出税率の引上げ、労働コストの上昇で経営環境が厳しくなっている繊維、食品等の労働集約的分野の投資が鈍化する一方で、規制緩和が進むサービス業や、梃入れが図られている農業分野の投資の寄与が拡大するなど、製造業への過度の傾斜は改められつつある（図表 3）。地域別では固定資産投資全体の過半の比重を占める東部（沿海部）の寄与が大きい。伸び率は中部、西部が東部を上回っており、投資配分の面では地域間の格差の是正も進展している。

図表 3 中国の固定資産投資増加寄与度（業種別）



（資料）中国国家统计局、CEIC

図表 4 中国の固定資産投資増加寄与度（地域別）



（資料）中国国家统计局、CEIC

（貿易黒字減少はエネルギー・食糧の価格上昇に加え、貿易政策見直しも影響）

08年に入ってから基調変化としては、もう一つ、06~07年に急拡大した貿易黒字額が今年1~6月期は前年同期比マイナス 11.8%と減少に転じていることが挙げられよう。輸入の伸びが輸出を上回る状態が続くようになったことが原因だ（図表 5）。

品目別に見ると、貿易黒字減少の原因は、①鉱物性燃料の赤字が大幅に拡大、均衡していた農産物の収支も赤字に転じたこと、②これまで黒字の稼ぎ頭であった繊維・衣類・履物等や家具・玩具等のいわゆる労働集約的製品の黒字拡大ペースが鈍っていること、③06年以降の金属・同製品の黒字の急拡大に歯止めが掛かったことがある（図表 6）。

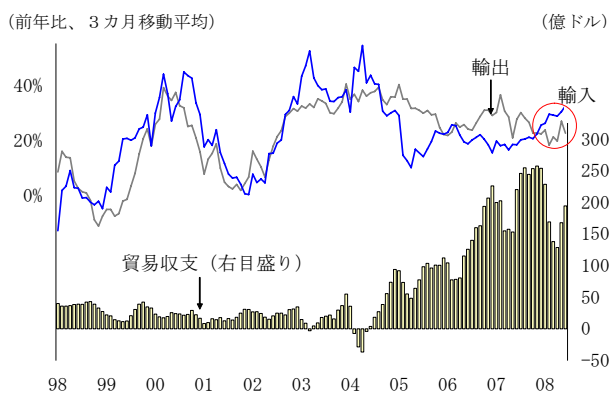
うち、鉱物性燃料や農産物の赤字拡大は、国際価格の上昇による輸入価格の押し上げが主因だが、輸出数量も減少していることから、国内の安定供給確保のために輸出規制を強化したことも影響していると思われる。

労働集約的製品の黒字拡大ペースの鈍化は、世界需要の減速、労働コストの上昇と人民元高による価格競争力の低下に加えて、貿易摩擦の緩和と産業構造適正化を目的とする加工貿易への規制強化^(注)も影響していると思われる。加工貿易への規制強化の影響は、一般輸入と輸出製品の組み立てのための輸入（図表7では加工輸入）の伸びの乖離が広がっていることにも表れている。

金属・同製品の黒字拡大ペースの鈍化は、輸出数量が前年比で4割近く減少していることによるもので、鉄鋼製品やレアメタルなどへの輸出規制の影響と考えられよう。

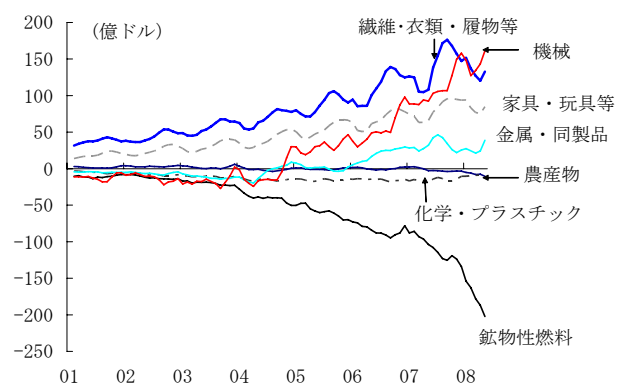
(注) エネルギーの大量消費や環境負荷の大きい素材、労働集約的製品を対象とする税率の引き上げや加工貿易の禁止・制限など

図表5 中国の輸出入増加率と貿易収支



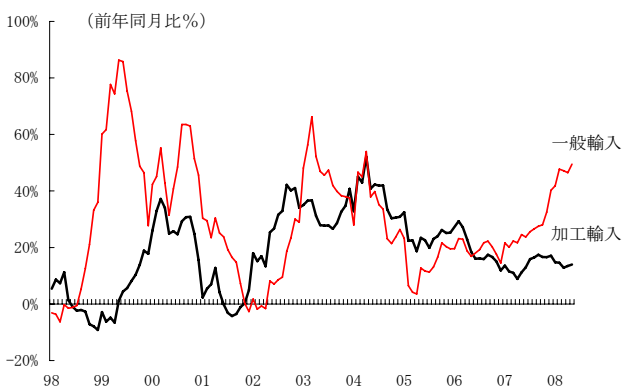
(資料) CEIC

図表6 中国の品目別貿易収支



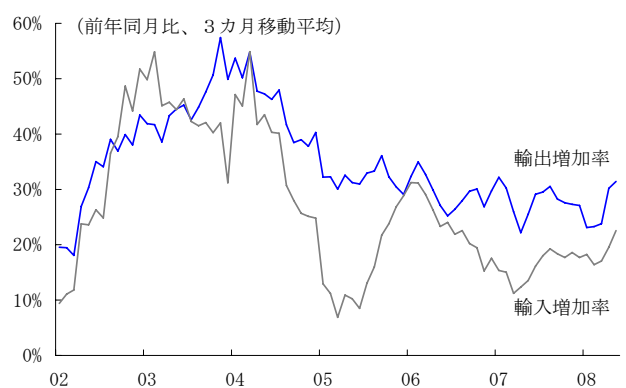
(資料)CEIC

図表7 中国の輸出入増加率と貿易収支



(資料) CEIC

図表8 中国の機械輸出入増加率



(資料)CEIC

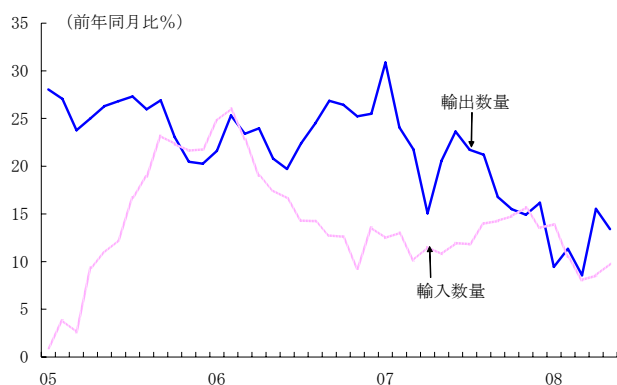
(機械機器貿易には変調は見られず、欧米の景気減速の影響は新興国によりカバー)

貿易不均衡の是正、高付加価値化、資源や環境への負荷を軽減する方向への産業構造の転換という政策課題に照らし合わせると、貿易黒字の緩やかな減少自体は必ずしもマイナスの材料ではない。規制を強めた労働集約的分野や金属・同製品の輸出数量が減少する一方で、戦略分野として重視している機械機器では輸出の伸びを維持、黒字が拡大していることは明るい材料だ（図表8）。また、価格要因を除

いた数量ベースで見た伸び率では、輸入が輸出を下回っている（図表9）。純輸出の成長への牽引力は明らかに低下しているが、なお成長に寄与していると考えられる。

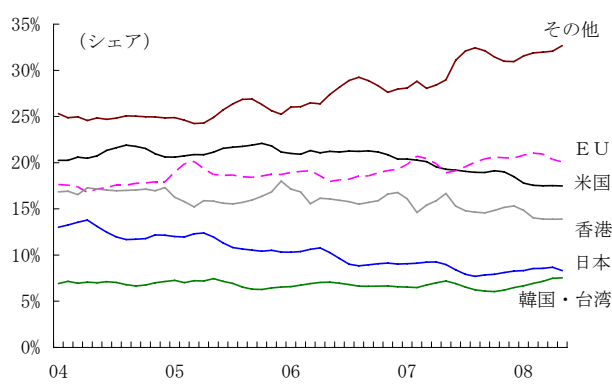
輸出が減速しながらも持ちこたえているのは、欧米の景気減速の影響が、主要貿易相手国以外への輸出先の多角化で緩和されていることによる（図表10）。但し、貿易収支の地域別の内訳では、対米黒字の削減幅は僅かで、対EUでは黒字が拡大するなど地域間での貿易不均衡の構図には大きな変化はない（図表11）。

図表9 中国の輸出入数量増加率



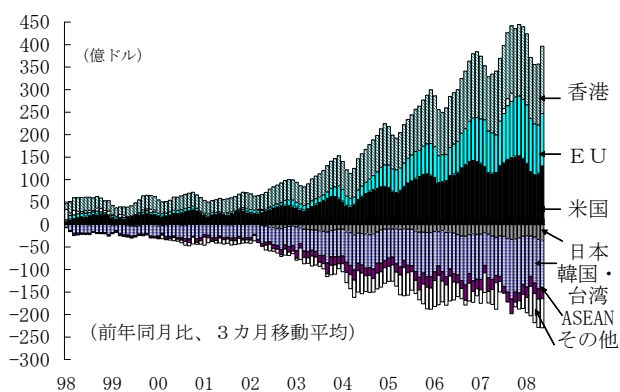
(資料) CEIC

図表10 中国の輸出相手国構成比



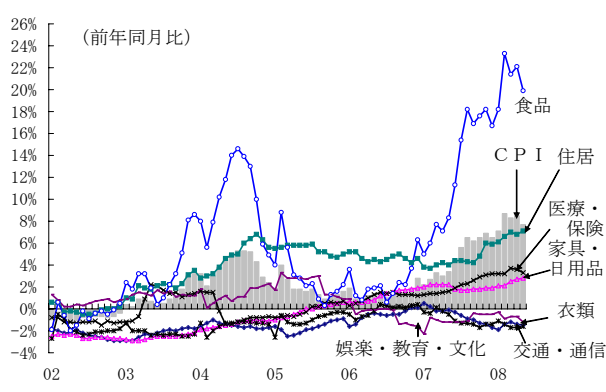
(資料)CEIC

図表11 中国の地域別貿易収支



(資料) CEIC

図表12 中国のインフレ率



(資料)中国国家統計局、CEIC

(インフレは食品価格主導で高進)

エネルギー・食糧価格の高騰によるインフレが世界的に広がる中、中国でも消費者物価(CPI)上昇率が1~5月期で8.0%と年間目標(=07年実績)の4.8%を大きく上回る水準での推移が続いている。

中国の場合、CPIの上昇は指数の3割を占める食品価格の高騰が主導し、07年半ばから騰勢が加速した(図表12)。食糧自給率は品目毎のばらつきがあるが、中国全体としては食糧の需給はほぼ均衡しており、輸入インフレの色彩は薄い。食品価格高騰の主因となった豚肉は、疫病などの

影響による供給減と需要構造の変化による需給バランスのタイト化、飼料価格や輸送費などのコスト上昇の相乗効果で押し上げられたものだ。

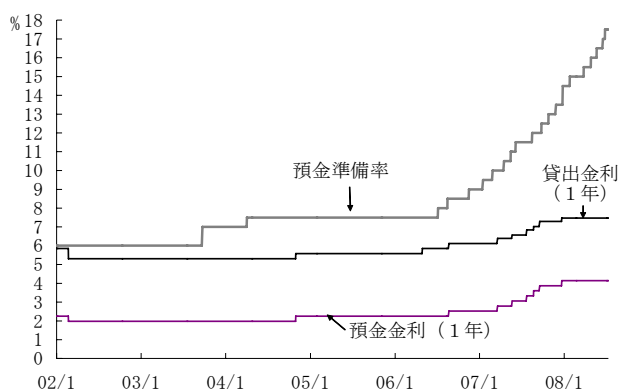
他方、石油製品や電力料金は統制されているため、世界的なエネルギー価格高騰の影響は抑えられてきた。逆に言えば、価格のシグナルによる需要抑制効果が働き難い構造にあったことが、中国の需要の拡大が続いた背景にある。

(インフレ抑制に政策をフル動員、ただし利上げは見送り)

当局は、昨年来、インフレ鎮静化のために、預金準備率の引上げや窓口指導を通じた金融引き締め強化のほか、食品の増産支援や輸出規制、輸入関税引き下げ、国家備蓄放出、価格監視の強化などの政策をフル動員してきた。

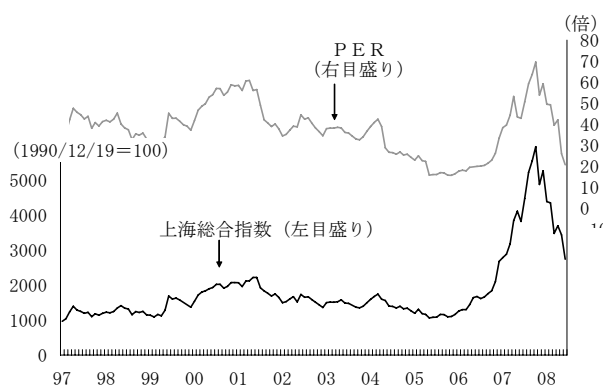
2008年の金融政策は10年振りに「穏健(中立)」から「引締め」に転換しており、今年上半期に預金準備率は合計6回300bp引上げられた。しかし、07年に6回行われた法定金利の引き上げは見送られ(図表13)、1年物預金金利4.14%、貸出金利は7.47%で実質金利はマイナスという状態にある。

図表13 金利、預金準備率



(資料) 中国人民銀行

図表14 上海総合株価指数と株価収益率(PER)



(資料) CEIC

(利上げを難しくする根強い外貨流入圧力の増大)

半年あまりの間、利上げが見送られてきた理由の1つは、サブプライム問題を抱える米国が連続利下げの局面にあったため、利上げが米中金利差の一層の拡大をもたらし、外貨の流入にさらに拍車がかかって、人民元の安定維持と過剰流動性のジレンマを深めるおそれがあったからだろう。中国の貿易黒字は前年に比べて減少しているとは言っても、上半期だけで995億ドルとなお巨額であり、1~5月期の外国からの直接投資の実行額は427.8億ドルで、前年同期比で5割以上増えた。外貨準備高も年初から4月までの間におよそ2300億ドルの増加と過去最高のペースで増えている。後述のとおり、人民元の調整テンポは速められているが、なお多額の元売りドル買い介入で調整のペースをコントロールしてきた実態がうかがわれる。

（引き締め強化で株価は大幅に調整、不動産市場には変調の兆し）

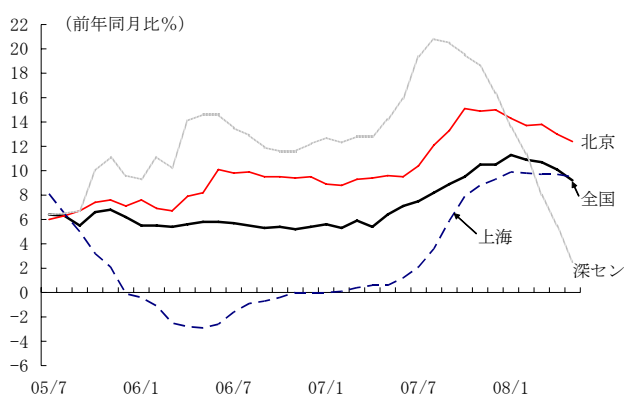
株価が大幅な下落に転じたことも利上げの判断を難しくしている。代表的な株価指数である上海総合指数は、昨年10月のピーク比50%超の下落しており、ピーク時には70倍近くに上昇していた株価収益率は20倍まで低下した（図表14）。

株式市場の健全な発展は、銀行借入への偏重を改め、安定した資本調達ルートを整備すること、さらに市場の監視機能を活用したコーポレート・ガバナンスの改善を図る観点からも重要性が増している。しかし、依然として中国国内の株式市場のボラティリティーは大きい。

最大の理由は、株式保有比率の51.3%（2007年末）を占める個人投資家の短期利益追求型の投資行動にある。中国国内の株式市場では、外国人の株式投資も適格外国機関投資家（QFII）制度の導入により可能になったが、株式保有比率は1.65%に過ぎない。他方、株価の急騰を背景に、証券投資口座数は06年末の7,854万口座から07年末には1億3,887万口座まで増加、個人投資家の裾野が広がった。中国の個人投資家の70%近くは中・低所得層という調査結果（中国证券业协会）もあり、株価の大幅な調整が逆資産効果を通じて消費を下押しするばかりでなく、社会の安定を損なうおそれもある。

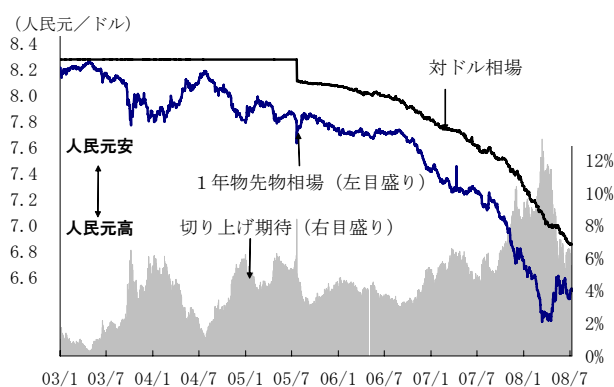
過熱が懸念されていた不動産市場でも、土地取得や住宅ローンに対する規制が強化されたことで需要の減退が目立ち始め、住宅価格の伸びは鈍化している（図表15）。ただ、不動産価格の動きには調査対象となっている70都市でもばらつきがある。全国でも値上がりの目だった深センでは価格が6カ月連続で前月を下回るようになっており、前年比の上昇率も2.5%まで失速している。北京、上海などでも鈍化は見られるが、ペースはまだマイルドであり、ウルムチ（新疆ウイグル自治区）では上昇率が20%超、銀川市（寧夏回族自治区）では上昇率の加速が続くなど都市間ではばらつきがある。不動産市場の調整が、全国的な広がりを持つものになるのか、注視される状況だ。

図表15 不動産価格指数



（資料）中国国家统计局、CEIC

図表16 人民元対ドル相場と先物相場



（注）先物相場は香港のNDF（元本を受け渡さない先物取引）相場

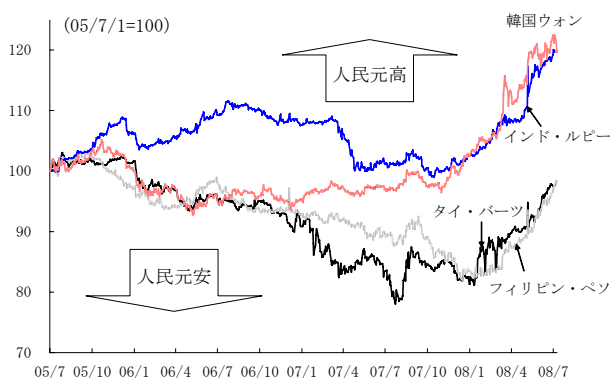
（資料）Datastream

（人民元高調整ピッチは加速）

人民元政策では、昨年末頃から対ドルでの調整ピッチが加速、足もとの増価率は前年比で11%程度となっており、2005年7月の制度変更後の累計増加率は2割に達した（図表16）。07年までは対ドルで

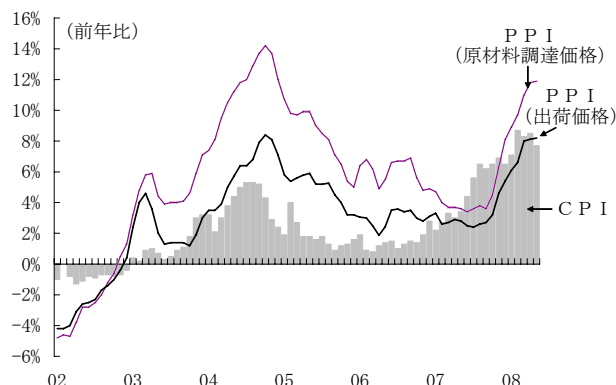
の増価のペースは、欧州通貨やアジア通貨に遅れをとっていたため、貿易相手地域の通貨でウェイト付けした実効ベースでは必ずしも人民元高は進んでいなかった。しかし、08年に入ってから、韓国ウォン、タイ・バーツ、フィリピン・ペソなどの一部のアジア通貨がインフレの加速、国際収支の悪化を背景に対ドルで減価に転じたことで、対アジア通貨でも人民元高に転じている（図表 17）。アジア諸国とは貿易面で結びつきが強いだけに、これまでの人民元高局面よりもその影響は大きくなると見るべきだろう。

図表 17 人民元の対アジア通貨相場



(資料) CEIC

図表 18 中国の生産者物価と消費者物価



(資料)CEIC

2. 困難さ増す政策の舵取り

(インフレは長期化の様相)

年後半には食品価格の急騰から1年を経過するため、食品からの物価押し上げ圧力は、一旦、緩和する見通しだ。07年9月のピークには前年同月比で90%値上がりしていた豚肉価格も5月には55.5%まで鈍化してきた。

他方、今後、物価上昇がより広い範囲に広がるおそれがあり、当初の想定よりも物価の高い伸びが長期化する様相を呈しつつある。生産者のレベルでは、国際商品の値上がりを背景に、原材料調達価格が5月は前年同月比11.9%、出荷価格は同8.2%と3年振りの水準に上昇している（図表 18）。労働力不足や、所得格差への取り組みとしての最低賃金の引き上げなどにより、賃金も上昇している。価格統制の対象であるガソリンなどの石油製品の基準価格が6月20日から、電力料金が7月1日から引き上げられた。割安な価格を維持するための補助金負担の軽減ばかりでなく、省エネルギーへのインセンティブを高める効果が期待される措置として前向きに評価できる動きだが、新たな物価の押し上げ要因となるものだ。

食品価格でも価格統制の対象である穀物の内外価格差の拡大が目立つようになっている。国内価格の引上げは、食品価格の沈静化を妨げるものの、農村部の所得拡大、増産のインセンティブを高める効果もある。石油製品、電力料金の引き上げ時と同様、影響を受けやすい都市低所得者層への補助金の支給など、影響を緩和する措置と合わせて、価格の調整を進めることが必要だろう。

(外部環境の急変ぶりに比べて小さい変動の度合い)

米国経済の失速、ドル安、国際商品の高騰という外部環境の急変の中でも、中国は高めの成長を維持しているが、貿易黒字は減少に転じ、インフレ長期化と資産価格下落のリスクが同時に高まるなど、ここ数年間の基調には変化が生じている。

それでも、これまでのところ、外部環境の急変ぶりに比べて、変動の度合いは小さいし、下振れのリスクは相対的には低いと考えて良いだろう。

変動の度合いが小さい理由の1つは、食糧自給率が高く、エネルギー分野でも輸入依存度が抑えられていることにある。中国のエネルギー源は6割超が石炭であり、石炭の貿易バランスはかろうじて輸出超となっている。2割弱を占める石油では、およそ50%が国内生産でカバーされている。もう1つの理由は、賃金と人民元高があってもなお輸出競争力を維持しており、製品輸出で大幅な貿易黒字を獲得しているために、輸入価格の上昇による収支の悪化を吸収する余地が大きいことだ。

構造調整のための政策効果が現れている点も成長の持続可能性を高める好材料だ。スピードに関しては評価が分かれようが、経済データは投資や製造業への偏重や、格差の是正への動きを裏付けている。労働集約的分野や金属関連の輸出の鈍化や不動産市場の調整も、そもそもは政策的に意図したものである。

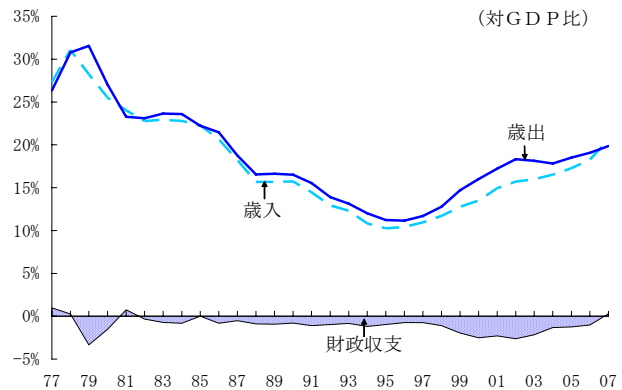
さらに、近年の高成長の結果、財政事情が好転しており（図表20）、景気悪化に対する財政面からの対応力が高い点も安心材料と言えるだろう。

(当局は細心の注意を払いながら統制価格、法定金利、人民元相場の調整を進める見込み)

それでも、インフレが長期化の様相を呈する一方、資産価格の不安定化、輸出環境の一段の悪化が見込まれ、環境は厳しさを増している。今後の引き締めの変換いやピッチ、構造改革とのバランスを間違えば、オーバー・キル（過剰な引き締め）を招くリスクもあり、楽観は禁物だ。引き締め策の影響は株価や不動産市場に強く表れるようになってきているが、資産価格の不安定化は、堅調な内需の下振れリスクとなる。人民元高が対アジア通貨でも進行するようになり、輸出先として重要性を増している新興国の一部が景気失速の兆候を示し始めたことで、輸出の牽引力は一段と低下するおそれが出てきた。

政策当局は、内外の経済・金融動向や資産価格の動向を睨みながら、細心の注意を払いつつ、統制価格、法定金利、人民元相場の調整を進め、安定的高成長の持続を図ることになるだろう。

図表 19 中国の歳出・歳入と財政収支



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。