

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

要旨

1. 08年入り後の中国の成長率は1～3月期の前年同期比10.6%から4～6月期は同10.1%に減速しており、07年4～6月期をピークとする成長の鈍化傾向が明確になった。成長鈍化の主因は、06～07年の成長加速を支えてきた純輸出の寄与の低下にある。
2. 成長鈍化、貿易黒字の減少、インフレの長期化は、過去5年に亘り続いた中国の高成長・低インフレの基調が変化していることを示すものだが、これまでのところ、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は小さい。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ことが、環境変化への対応力の高さを支えている。一方で、近年の高成長の結果、財政事情が好転しており、景気悪化に対する財政面からの対応力が高いという安心材料もある。
3. それでも外部環境はなお厳しく、中国の先行きも楽観はできない。今後、輸出の減速基調はさらに強まる見通しで、堅調が期待されてきた内需にも、資産価格の調整による下押し圧力が加わるおそれが出ている。
4. 今年上半期は金融引き締めが強化されたが、7月以降、中国の政策当局は金融引き締めのトーンを徐々に弱めるようになっている。今後は、ソフトランディングを実現すべく、内外の経済・金融動向や資産価格の動向を睨みながら、金融引き締めの度合い、人民元調整のテンポ、財政によるサポートの組み合わせ方を変えて行くことになるだろう。

1、中国経済の基調変化

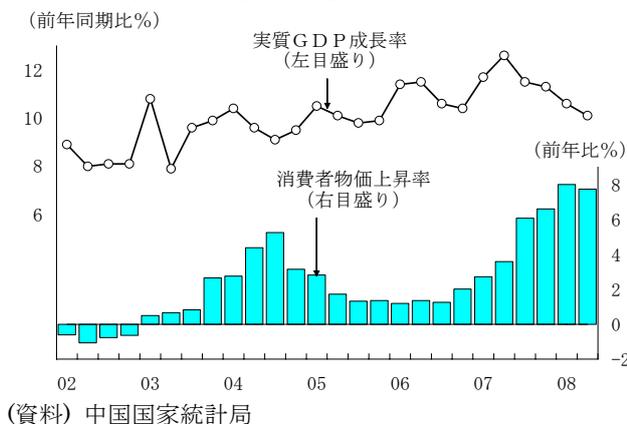
(1) 鈍化した成長のテンポ

08年入り後の中国の成長率は1～3月期の前年同期比10.6%から4～6月期は同10.1%に減速しており、07年4～6月期をピークとする成長の鈍化傾向が明確になった。

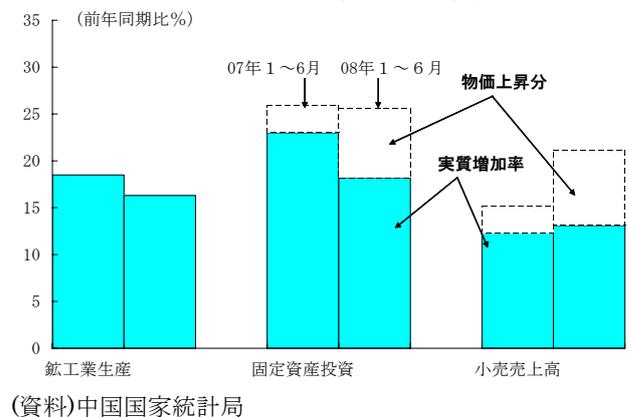
中国のGDP統計では四半期ベースでの需要項目別の内訳が公表されていないが、成長鈍化の主因は、06～07年の成長加速を支えてきた純輸出の寄与の低下にあるようだ。

その他の上半期の主要指標を見ると、鉱工業生産が前年同期比16.3%、固定資産投資（都市部、以下同じ）は同26.8%、小売売上高は同21.4%となっている。鉱工業生産は、輸出に連動する形で前年同期の同18.5%から減速が目立ったが、固定資産投資は前年同期の同26.7%からほぼ横這い、小売売上高は同15.8%から大幅に加速した格好だ。固定資産投資は、農業の伸びが製造業を、内陸部の伸びが沿岸部を上回るなど、産業や地域の偏りは改まりつつある。小売統計の強さも投資への過度の依存が改められつつあることを示すものだ。ただ、小売統計の伸びのかなりの部分は物価の上昇によって押し上げられており、実質ベースでは僅かな加速に留まる点に注意が必要だろう（図表2）。

図表1 中国の成長率とインフレ率



図表2 中国の生産、投資、消費の伸び率



(2) 減少に転じた貿易黒字

06～07年に急拡大した貿易黒字は08年に入ってから減少に転じており、今年1～6月期は前年同期比マイナス11.8%となった（図表3）。

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4）。

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

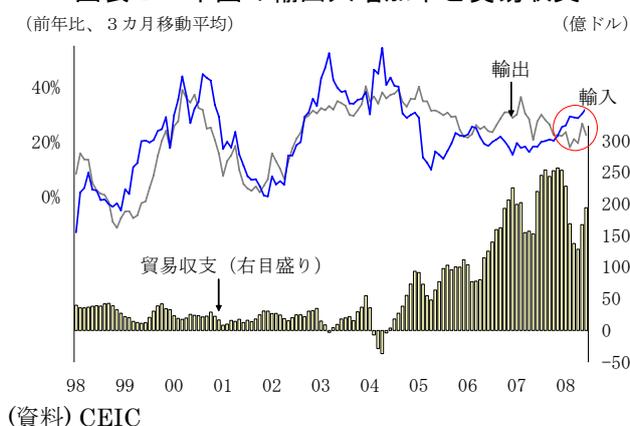
を強化したことも影響していると思われる。

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。

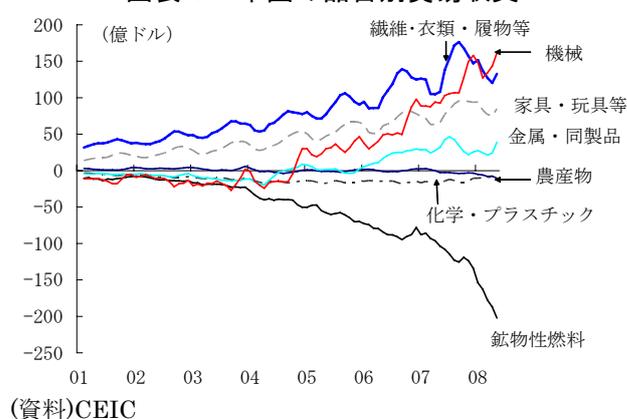
金属・同製品の黒字拡大ペースの鈍化は、輸出数量が前年比で4割近く減少していることによるもので、鉄鋼製品やレアメタルなどへの輸出規制の影響と考えられよう。

(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3 中国の輸出入増加率と貿易収支



図表4 中国の品目別貿易収支



中国の純輸出の寄与の低下、貿易黒字の減少は、世界景気の減速ばかりでなく、輸出規制、税率引き上げといった貿易政策の転換、05年7月の制度変更後の累計増価率が2割に達した人民元の上昇、さらに賃上げや労働契約法施行による労働コスト上昇などの複合的な影響によるものと考えられよう。

(3)長期化の様相を呈するインフレ

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1~6月期で7.9%と年間目標(=07年実績)の4.8%を大きく上回る水準で推移している。

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。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。

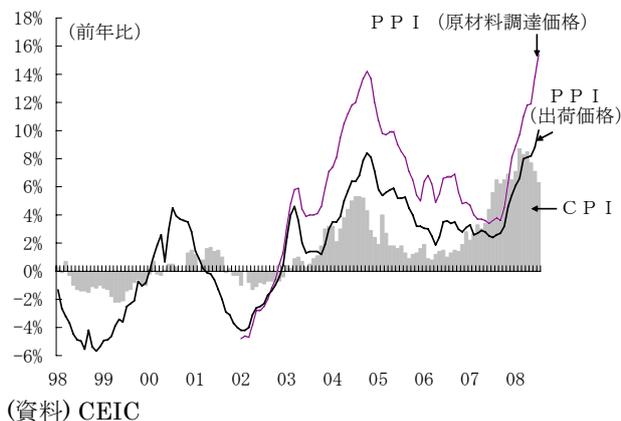
年後半には食品価格の急騰から1年を経過するため、食品からの物価押し上げ圧力は、一旦、緩和する見通しだ。

他方、物価上昇がより広い範囲に広がる兆候も見られるようになっており、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。生産者物価の高い伸びが続

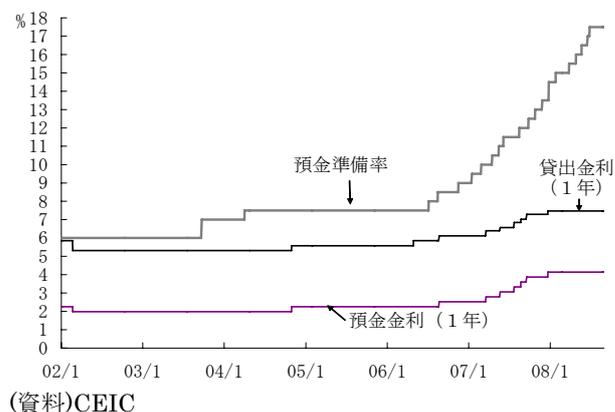
いている上に、労働力不足や、所得格差への取り組みとしての最低賃金の引き上げなどにより、賃金も上昇している。価格統制の対象であるガソリンなどの石油製品の基準価格も、6月20日から、電力料金は7月1日から引き上げられた。割安な価格を維持するための補助金負担の軽減ばかりでなく、省エネルギーへのインセンティブを高める効果が期待される措置として前向きに評価できる動きだが、新たな物価の押し上げ要因となることも事実だ。

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も必要とされている。

図表5 インフレ率



図表6 金利、預金準備率



2、困難さを増す政策の舵取り

(1) 外部環境の急変ぶりに比べて小さい変調の度合い

成長鈍化、貿易黒字の減少、インフレの長期化は、過去5年に亘り続いた中国の高成長・低インフレの基調変化していることを示すものだ。ただ、これまでのところ、外部環境の急変ぶりに比べれば、変調の度合いは小さく、先行きの下振れのリスクも、相対的に言えば低いと考えて良いだろう。

変調の度合いが小さい理由の1つは、中国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、電子電機などの分野では、なお高い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ことだ。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、景気悪化に対する財政面からの対応力が高いという安心材料もある。

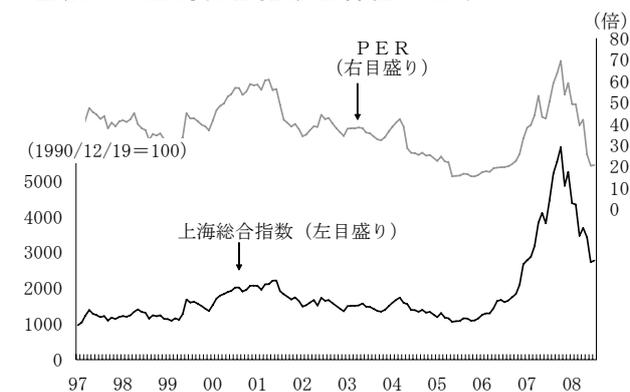
(2) 当局はソフトランディングを実現すべく、政策を調整する見込み

それでも外部環境はなお厳しく、中国の先行きも楽観できない。米国経済の低迷が続く一方、国際商品の高騰で、新興国でも非資源国の内需拡大にはブレーキが掛かりつつあり、相手先の分散によって持ちこたえてきた輸出の減速基調はさらに強まる見通しとなっている。

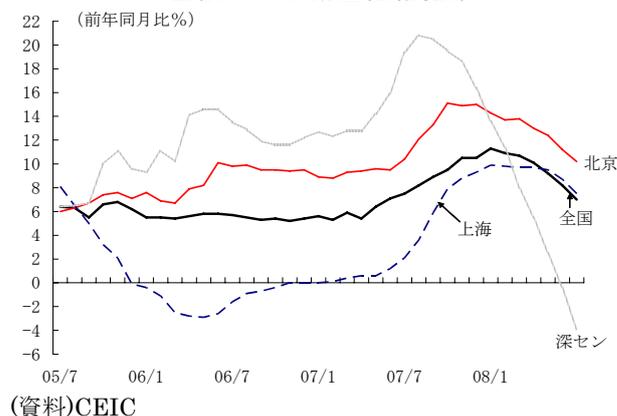
内需は、地域間格差是正のための投資や、所得の伸びに支えられた消費の堅調である程度の底堅さが期待されてきた。しかし、引き締め策の影響で、株価は昨年10月のピーク比で6割超下落（図表7）、深センなど一部の地域では不動産が値崩れし始めており（図表8）、内需を下押しするおそれが出てきた。引き締めの度合いやピッチ、構造改革とのバランスを間違えば、オーバー・キル（過剰な引き締め）となるリスクは強まったと言えよう。

今年上半期の金融政策は、インフレ圧力への対応のため、10年振りの「引締め」スタンスで運営、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、米中金利差の一層の拡大を回避するため利上げこそ見送られたものの、預金準備率は合計6回300bp引上げられた（図表6）。しかし、7月以降、中国の政策当局は、金融引き締めのトーンを徐々に弱めるようになっている。

図表7 上海総合指数と株価収益率（PER）



図表8 不動産価格指数



今後は、ソフトランディングを実現すべく、内外の経済・金融動向や資産価格の動向を睨み、状況に応じて、金融引き締めの度合い、人民元調整のテンポ、財政によるサポートの組み合わせ方を変えて行くことになるだろう。