

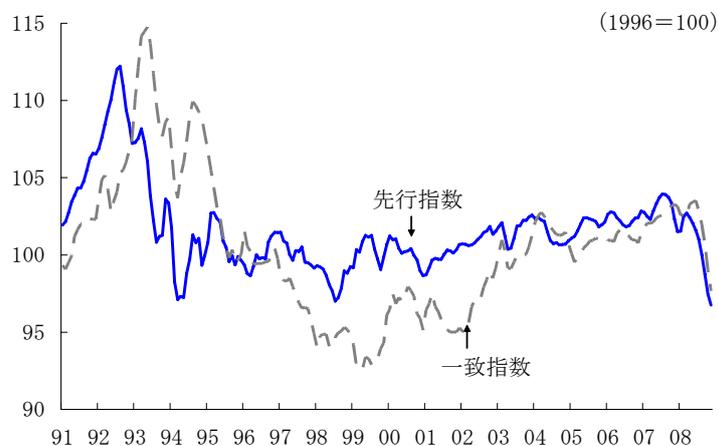
Weekly
エコノミスト・
レター

急減速する中国経済～政策効果で底割れは回避

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

1. 中国経済の昨年 10～12 月期の成長率は、雇用確保の観点から必要水準とされる 8% を割り込んだ模様である。このため、2008 年の年間の成長率も 9% 程度に鈍化、水準こそ高いが、2007 年の 13.0% から大きく低下しそうだ。
2. 景気の急減速に対応し、リーマン・ショック後、金融面では合計 5 回 216bp の利下げと預金準備率の引き下げ、貸出総量規制の撤廃、財政面では総額 4 兆元（56 兆円、対 GDP 比 16%）という大規模な景気対策と、政策フル動員で景気底割れ回避に動いている。
3. 2009 年の中国経済の成長テンポは、輸出環境悪化による下押し圧力を、政策の下支えによってどの程度緩和できるかにかかっている。輸出環境に関しては明るい材料は少なく、かなり厳しい調整圧力を想定せざるを得ないが、景気対策に一定の効果が期待され、追加的な政策対応の余地もある。
4. これらを勘案すると、2009 年の中国は、成長率が 8% を下回るものの、底割れは回避できるだろう。過度の輸出依存と貿易不均衡、地域格差の是正の半面、投資偏重は続く見通しだ。地域格差の是正や環境対策、民生向上に資する投資や中小企業に資金が配分されるよう十分に目を配ることが望まれよう。

中国でも景気動向指数は急速に低下



(資料) 中国経済景気観測中心

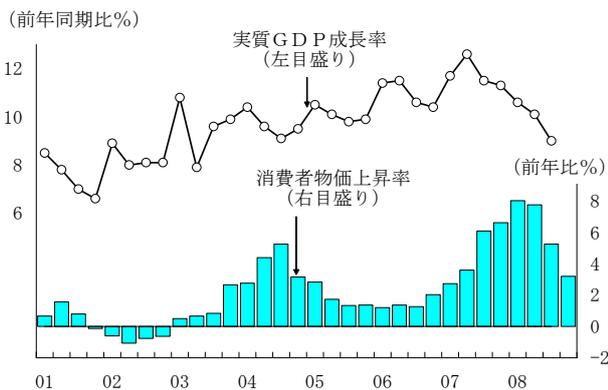
1. 中国経済の現状

(10~12 月期は生産・輸出が失速、年間成長率の二桁割れは確実に)

中国経済は 07 年 4~6 月期の前年同期比 12.6% をピークに減速に転じ、08 年 7~9 月期には同 9.0% に鈍化した (図表 1)。1~9 月期の成長率は 9.9% であったが、10 月以降、生産の伸びは一桁台に鈍化 (図表 2)、輸出は前年割れに転じた。例年、中国では年末にかけて輸出入の金額が膨らむ傾向があるが、2008 年についてはリーマン・ショック後の世界景気の急減速で中国の輸出も腰折れとなった (図表 3)。ただし、輸出を上回るペースで輸入が減少したことで、貿易黒字自体は史上最高水準にある (図表 4)。

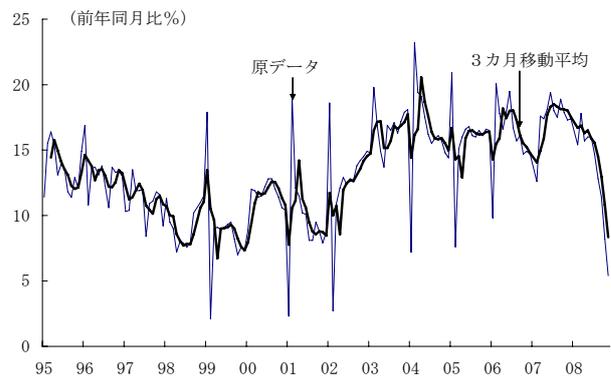
中国国家统计局の下部組織である中国経済景気観測中心 (CEMAC) が作成している景気動向指数 (表紙図表参照) は、アジア通貨・金融危機 (以下、アジア危機) と 3 大改革 (国有企業改革、行政改革、金融改革) によるデフレと成長鈍化に悩まされていた 1990 年代後半の水準まで下げている。今月 20 日頃、公表が予定されている 10~12 月期の成長率は雇用確保の観点から必要水準とされる 8% を割り込む可能性が濃厚になっており、1~9 月期は 9.9% であった成長率も年間で 9% 近くになりそうだ。国際比較で見れば中国の成長率はなおかなり高いとは言え、2007 年の 13.0% 成長からは大きな鈍化となる。

図表 1 中国の成長率とインフレ率



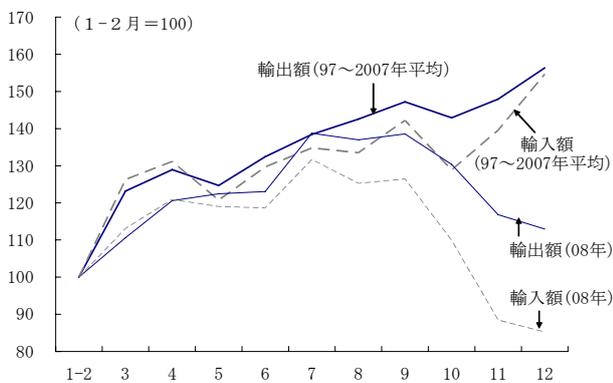
(資料) 中国国家统计局

図表 2 中国の生産



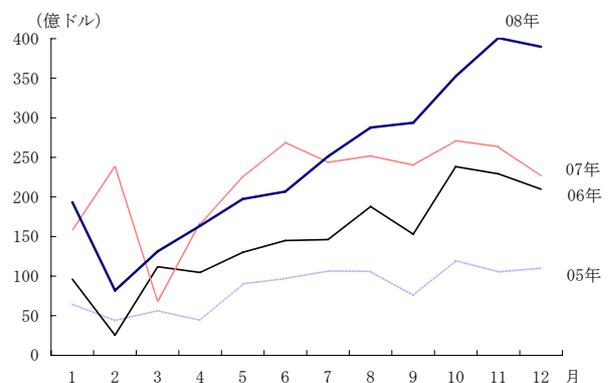
(資料) CEIC

図表 3 中国の月間輸出入額



(資料) 中国海関統計

図表 4 中国の月間貿易収支



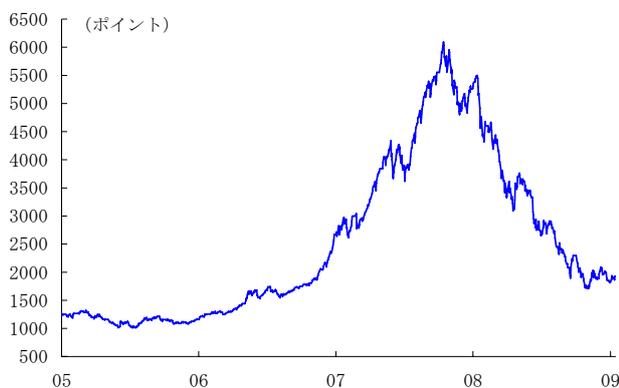
(資料) 中国海関統計

(懸念される逆資産効果)

一層の下振れのリスクも大きい。株価は 2007 年 10 月のピーク比から 1 年余りの間に 7 割強下落、世界的な株安の一服や景気対策への期待感から下げ止まったものの、反転には至っていない(図表 5)。不動産価格は、地域経済の悪化が目立つ広東省で下落幅が拡大、堅調に推移してきた上海でも 11 月以降、全国レベルでも 12 月以降、前年割れに転じた(図表 6)。

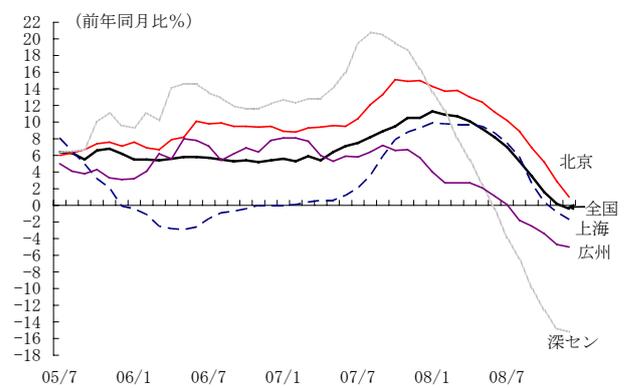
生産・輸出の減速ぶりに比べて、小売売上高や固定資産投資は堅調な推移が続いてきたが、先行きは逆資産効果と景況感の悪化を受けた消費の萎縮、不動産投資の減少による固定資産投資の失速も起こり得る状況にある。

図表 5 上海総合指数



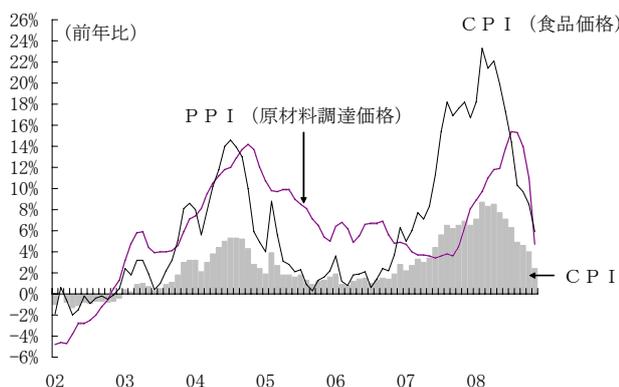
(資料) Datastream

図表 6 中国の不動産価格指数



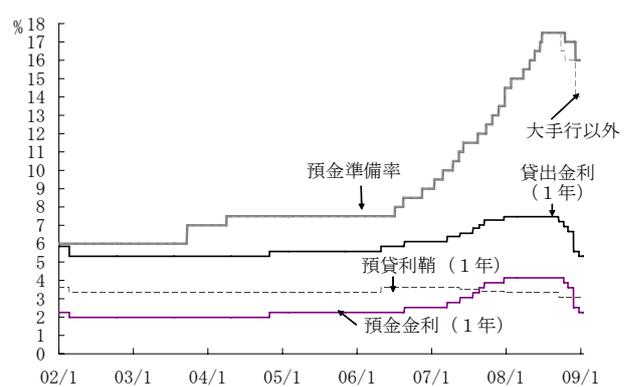
(資料)CEIC

図表 7 インフレ率



(資料) CEIC

図表 8 金融政策



(資料)CEIC

(金融政策は緩和に転換)

景気の急減速と下振れリスクの増大に対して、中国政府は、政策フル動員で景気底割れ回避に動いている。

金融政策は、08 年初時点ではインフレの抑制が最優先の政策課題とされ、上半期中は、引き締めスタンスで運営、特に預金準備率の引き上げによる過剰流動性の吸収を進めていた。しかし、2008

年2月には、前年同月比8.7%まで高進していた消費者物価上昇率は、11月には同2.4%まで急低下し、素原材料など川上からの物価上昇圧力も明確に緩和している（図表7）。

インフレ圧力の後退により、リーマン・ショック後の景気の急減速に対しては、利下げを合計5回216bp、預金準備率の引き下げを合計3回200bp（大手行の場合）実施（図表8）、貸出総量規制も撤廃するなど積極的に対応している。

（ 景気対策の規模は4兆元、対GDP比16% ）

財政面では、輸出挺入れ策として2008年8月以降、増値税の輸出還付率の引下げを3回にわたり実施、11月には2010年までの投資額が4兆元（56兆円、対GDP比16%）という大規模な景気対策が公表された。

景気対策は10項目からなり、農村インフラ、交通インフラ、公共住宅建設、震災地復興支援など、雇用や固定資産投資を直接押し上げるものが多く、農村対策のほか、環境対策の強化、サービス業・ハイテク業支援など従来からの政策路線と整合性が保たれている特徴がある。（図表9）。

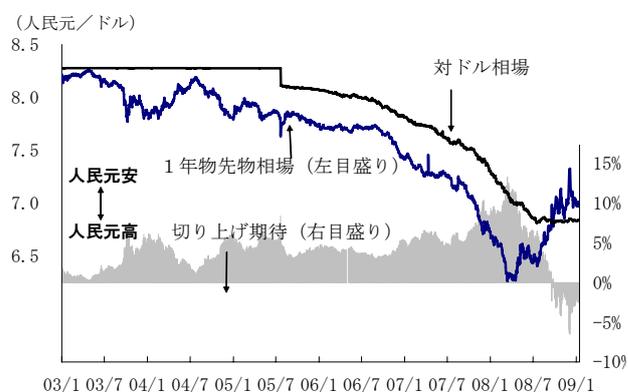
景気対策の総額4兆元のうち中央政府の拠出分は1.18兆元、残りは地方政府、国有企業、銀行ローンで調達するとされている。アジア開発銀行^(注)によれば、アジア危機時は98年8月公表の対策を皮切りに、2000年までにGDPの1.3%に相当する3600億元（対GDP比1.3%）の建設国債が発行、銀行融資や、地方政府、国有企業やその他の民間資金を合わせて1兆5100億元の固定資産投資が実行された。この間のGDP押し上げ効果は98年1.5%、99年2.0%、00年1.7%とされる。同レポートでは、今回の中央政府の拠出額はGDPとの対比で見てアジア危機当時の建設国債発行額とほぼ同じ規模であるが、政府がGDPの押し上げ効果を年1%程度と低めに見積もっている理由として、①先進国が揃って景気後退局面にあること、②不動産市場が調整局面に入っていること、③インフラの不足が当時ほどではないこと、④民間企業の姿勢がより慎重であることなどを指摘している。

（注）ADB, Asian Macroeconomic Developments, December 2008, pp.19-20

図表9 中国の景気対策

内容	資金配分 (億元)
①低所得者向け公共住宅建設	2,800
②農村部のインフラ整備	3,700
③鉄道、道路、空港等の建設加速	18,000
④農村部の教育、文化、医療整備	400
⑤都市部の環境対策強化	3,500
⑥サービス産業、ハイテク産業支援	1,600
⑦震災被災地の復興加速	10,000
⑧農産物買い付け価格引き上げ、補助金増大	-
⑨設備投資促進のための増値税減免(1200億元相当)	-
⑩貸出総量規制撤廃	-
景気対策総額	40,000

図表10 人民元相場と先物相場



（注）先物相場は香港のNDF（元本受け渡しのない先物取引）相場

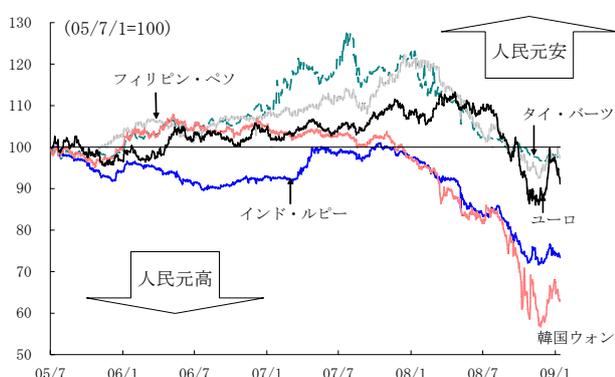
（資料）Datastream

(人民元高圧力は緩和)

リーマン・ショック後、人民元の対ドルでの増価に歯止めが掛かり、先物市場では、05年7月の制度変更前から続いていた切り上げ期待が一転、切り下げ期待が広がるようになった(図表10)。しかし、多くの欧州通貨やアジア通貨は、2008年末にかけて対ドルで減価したため、人民元の割高化は進んでおり、輸出の下押し圧力となることが懸念される状況にある(図表11)。

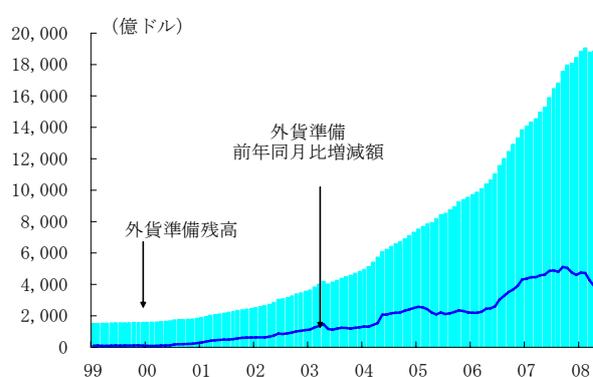
外貨準備高は、10月～11月には前月水準を下回ったものの、12月には回復し、年末の残高は1兆9500万ドルとなった。10～11月には、既述のとおり、貿易黒字は拡大したため、中国でも短期資本の流出などがあったと推察されるが、その度合いは相対的には軽微であったと言えよう(図表12)。

図表 1 1 中国の外貨準備



(資料)Datastream

図表 1 2 中国の外貨準備



(資料)Datastream

2. 中国経済の見通し

(相対的には大きく、速いと見られる中国の景気対策の効果の発現)

中国経済は、輸出金額がGDPの4割を占める輸出依存度の高い経済であるため、先進国経済が揃って大きく落ち込む2009年初頭にかけて、輸出失速による成長の下押し圧力を強く受ける見込みだ。

このため、成長のテンポは、輸出環境悪化による下押し圧力を、政策の下支えによってどの程度緩和できるかにかかってくる。輸出環境に関しては明るい材料は少なく、かなり厳しい調整圧力を想定せざるを得ず、ADBなどの見立てのとおり、政策による民間需要喚起の効果も限られそうだ。

しかし、①サブプライム損失の問題が根深い欧米市場と異なり、金融政策の波及経路となる金融機関の経営状況が金融緩和効果を阻害する状況にはなく、実際、M2や貸出には、すでに金融緩和、貸出総量規制撤廃の効果と見られる伸びの加速が見られること(図表13)、②景気対策の規模は大きく、しかも、成長指向の強い地方政府が投資の拡大には積極的に取り組むと見られる。

大きく悪化する世界経済の中では、相対的に見れば、中国では速やかで大きい政策効果が期待できよう。

(追加的な政策対応の余地も)

また、一層の外部環境の悪化に対する金融・財政両面で追加的な政策対応の余地も相対的に大きいと考えられる。

法定金利は、12月の利下げ後の1年物の貸出金利が5.31%、同預金金利が2.25%となっているが、急テンポのインフレ率の鈍化により実質金利はむしろ上昇しており、利下げの余地は拡大している。一部の新興国のように、資本の流出と通貨下落のスパイラルから、金融緩和自体が難しいという状況にもない。

預金準備率も大手行で15.5%と引き締め局面入り前の水準よりも遥かに高い水準にある(図表8)。2006年～2008年にかけて実施された預金準備率引上げの目的は、大量の外貨流入に対する人民元売り介入によって生じる過剰流動性を吸収することにあった。外資流入の圧力が緩和に転じたことで、追加的な引き下げ余地は広がっていると見えよう。

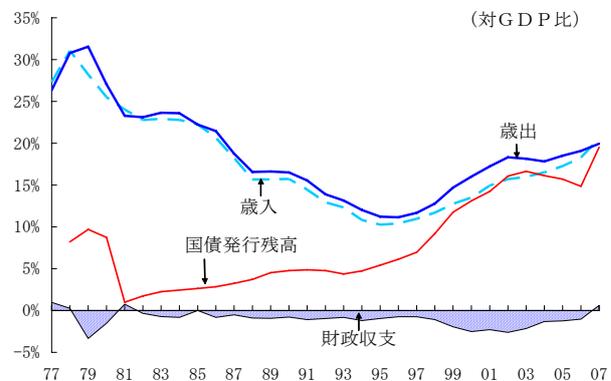
中国の財政収支は、アジア危機時の景気対策で赤字が拡大したが、近年の好景気で2007年には収支が黒字化、歳入の基盤も広がっている(図表14)。アジア危機時に比べて財政面での対応力は拡大していると考えられる。2009年の経済政策運営を決める「中央工作会議(12月8日から10日)」では内需拡大のための公共支出の増額と減税の方針が確認された。追加策としては10項目の対策がカバーしていない個人消費の喚起策として、個人所得税減税、社会保障制度の拡充などの対策の積み増しが期待される。

図表13 中国のマネーサプライ、貸出増加率



(資料)CEIC

図表14 中国の財政



(資料)CEIC

(2009年の成長は8%を割り込むが底割れは回避、貿易不均衡と地域格差は是正、投資偏重は続く)

これらを勘案すると、世界同時不況が進む2009年半ばまでは、中国でも成長率が8%を下回る状態が続き、2009年の成長率は7.6%と99年以来の低水準となるが、底割れは回避できるだろう。

現政権の政策課題の観点から2009年～2010年を展望すると、成長の牽引力として内需の比重が高まらざるを得ず、過度の輸出依存と貿易不均衡の是正は進むだろう。

地域格差の是正も期待される。中西部、東北地方は、30年にわたる改革開放の過程で立ち遅れが目立ってきたが、逆に輸出や直接投資への依存度は低く、外部環境悪化の直接的な影響は受け難い。インフラ整備や農村支援では重点地域となるため減速の度合いが小さい一方、輸出依存度の高

い沿海部、特にコスト競争力の低下による影響が深刻な華南経済の停滞感が強まると想定される。

他方、大型景気対策の重点が、そもそもインフラ等の投資に置かれているため、投資偏重の傾向は続きそうだ。政策当局は、非効率な投資を排して、地域格差の是正や環境対策、民生向上に資する資金配分がなされるよう十分に目を配ることが望まれる。

中国の金融システムでは、旧国有の4大商業銀行の貸出は非国有部門に流れ難くなっている。銀行が政府プロジェクトへの融資に積極的になるあまり、輸出不振が直撃する中小企業に一層資金が流れ難くなり、産業の基盤が損なわれることのないよう配慮が望まれよう。

(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。