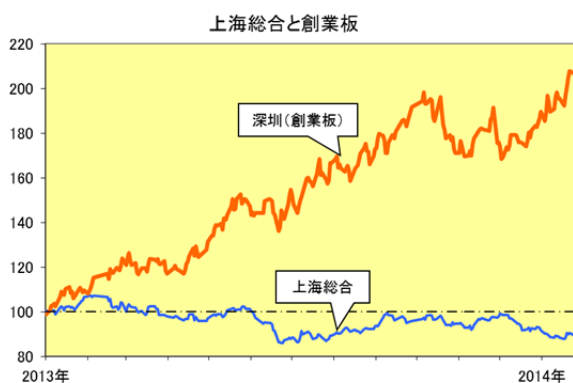


Weekly エコノミスト・ レター

中国経済は良いのか悪いのか？

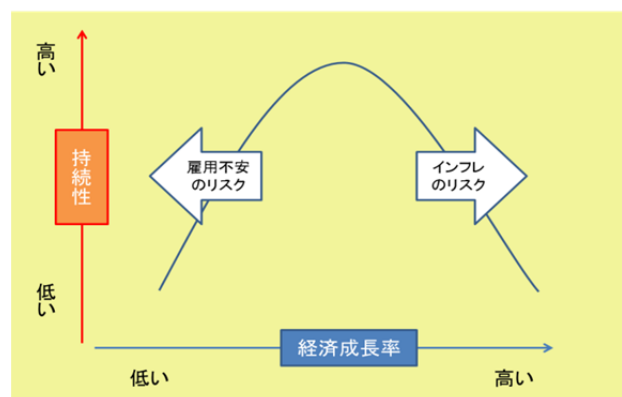
経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国では、経済成長率の鈍化や金融市場の混乱で株価が低迷しているにもかかわらず、国際資金は中国へ流入して人民元は最高値圏にあり、中国経済は良いのか悪いのか判断が難しいところにある。
2. 国際的に見ると、中国の経済規模は世界第2位で日本の1.8倍に達しており、一人あたりGDPではロシアやアルゼンチンの半分前後である。経済発展度を表す一人あたりGDPや都市化率がまだ低いことなどを勘案すると、現在の潜在成長率は7-8%程度と思われる。
3. 2013年の経済成長率は実質で前年比7.7%増と2年連続の8%割れとなった。過去10年平均の約10%を大きく下回っているものの、中国政府はリーマンショック後のような大型景気対策を打ち出すことはせず、経済成長率の鈍化を許容しているようだ。但し、国際的に見るとG20諸国の中で最も高く、人民元高の背景ともなっている。
4. また、経済成長の持続性はむしろ高まっている。経済成長率は高いほど良いと思われがちだが、雇用不安もインフレ懸念も小さい潜在成長率並みの方が長続きする。株式市場を見ても、深圳創業板（ChiNext）が最高値圏にあるなど、新興企業への成長期待は高い。
5. 現在のところ中国経済は雇用不安もインフレ懸念も小さい良好な状態にあると評価できる。但し、去年は経済のディレバレッジが十分に進まず今年はディレバレッジが正念場を迎えることから、成長率が潜在成長率を下回って雇用不安に陥るリスクは残っており、ディレバレッジにメドがつくまでは景気失速懸念が熾り続けることになると思っている。



(資料) CEIC (上海証券取引所、深圳証券取引所)
(注) 2012年12月31日 = 100として指数化

経済成長率と持続性の関係(イメージ図)



(資料) ニッセイ基礎研究所で作成

1. 中国経済は良いのか悪いのか？

「中国経済って良いの？それとも悪いの？」と聞かれることが多くなってきた。経済成長率の鈍化や金融市場の混乱で株価が低迷しているにもかかわらず、国際資金は中国へ流入して人民元は最高値圏^①にあり、中国経済の現状が判断しづらくなっているからなのだろう。

中国の代表的な株価指数である上海総合の値動きは冴えない。1990年12月19日を100とした指数は、2007年に6,000を超えた後、リーマンショック後には2,000を割り込み、その後は少し戻したものの冴えない値動きで、最近では2,000を挟んで一進一退の動きとなっている（図表-1）。

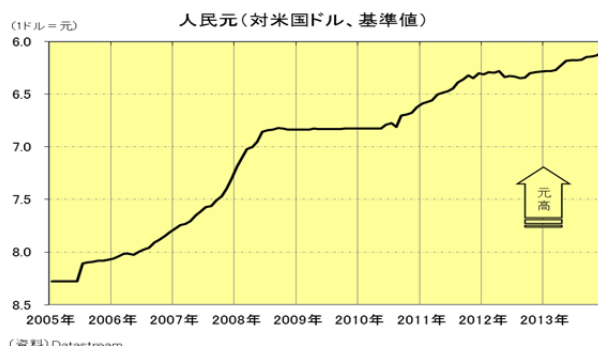
一方、中国の通貨（人民元）はじりじりと上昇している（図表-2）。リーマンショック後の主要通貨の動きを見ると、インド、インドネシア、ブラジル、ロシアといった主要新興国の通貨が軒並み2割超安いレベルにある一方、人民元は1割超高いレベルにある（図表-3）。中国は大幅な経常黒字国で、人民元は割安に放置されているのだから下落しないと思うかも知れないが、中国が金融危機に陥るリスクが高いのであれば資金は逃げ出すだろう。また、経済発展が遅れている（＝一人あたりGDPが低い）新興国の通貨はどれも割安なレベルにあり人民元だけが割安な訳ではない。むしろ一人あたりGDPとの対比で見ると、韓国ウォンやアルゼンチンペソより割高なくらいであり^②、人民元が高いのは中国のファンダメンタルズが良好と判断されている証しだろう（図表-4）。

そこで、本稿では中国経済は良いのか悪いのか筆者の考え方をご紹介しますこととしたい。

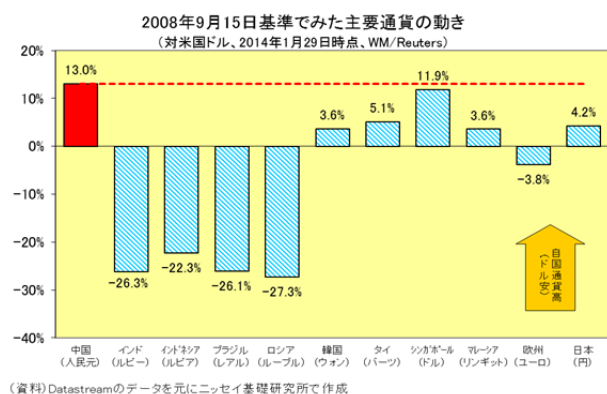
（図表-1）



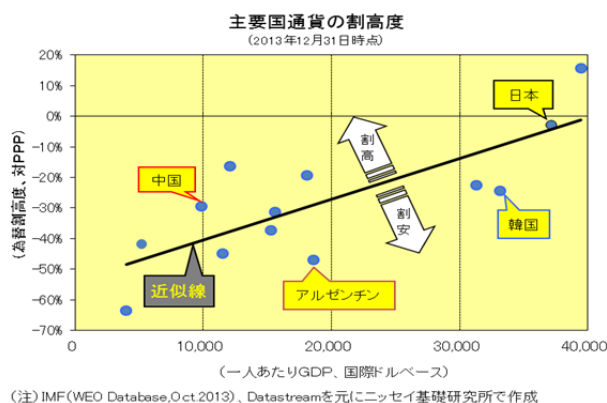
（図表-2）



（図表-3）



（図表-4）



① 基軸通貨である米国ドルに対する人民元の相場で見ると、2005年7月の人民元切り上げ後の最高値レベルにある。

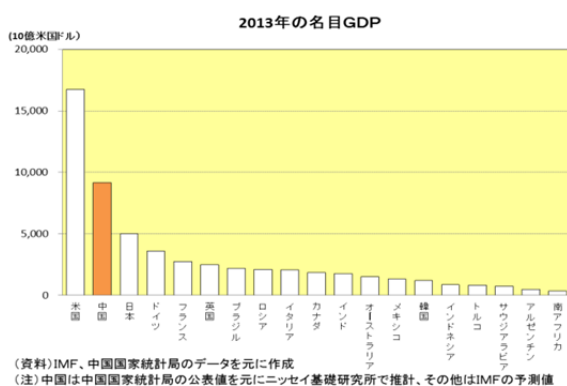
② 購買力平価 (Implied PPP conversion rate) を基準に、実際の為替レートとの対比で割高割安を計算している。

2. 国際的に見た中国経済の位置

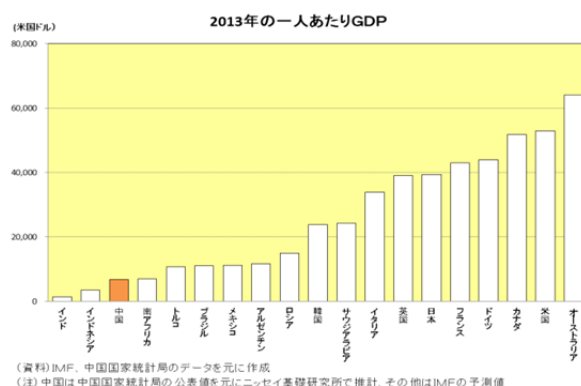
1月20日に中国国家统计局が発表した2013年の国内総生産（GDP）は、56兆8,845億元（日本円に換算すると約895兆円^③、米国ドルに換算すると約9.2兆ドル^④）となった。これを国際比較して見ると、中国の名目GDPは世界第2位で、米国の半分を超え、日本の1.8倍に達し、ドイツ、フランス、英国など主要先進国を大きく上回る見込みとなっている（図表-5）。

それと同時に発表された人口統計を元に、当研究所で一人あたりGDPを計算したところ、41,908元^⑤（日本円で約66万円、米国ドルで約6,764ドル）程度となった。この経済発展度を表す一人あたりGDPを国際比較すると、インドの約5倍に達するものの、韓国と比べるとまだ3分の1に満たず、ロシアやアルゼンチンの半分前後のレベルに留まる見込みである（図表-6）。

（図表-5）

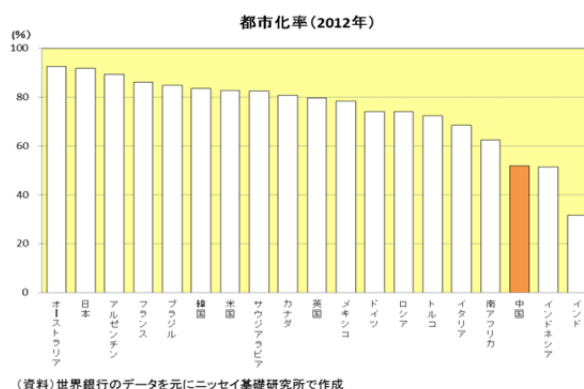


（図表-6）



特に重要なのは一人あたりGDPのレベルがまだ低いという点で、中国経済が発展途上にあることを意味している。例えば、中国の都市化率（全人口に占める都市人口の割合）は国際的に見ても低位に留まっており（図表-7）、農村から都市や町へ労働力が移る可能性が高く、都市や町でより付加価値の高い生産活動に従事するようになれば、経済成長の原動力となる。人口が増える都市や町では新たな住宅の建設や都市インフラの整備も必要になってくるからである。そして、中国政府は現在の潜在成長率を7-8%程度と想定しようである^⑥。ちなみに、13億人を超える巨大な人口を抱える中国で、一人あたりGDPがロシアやアルゼンチン並みのレベルになると、現在の米国経済とほぼ同じ規模になる。

（図表-7）



③ 1元＝15.73円で換算（中国国家外貨管理局が発表した月平均を元に2013年の年平均を当研究所で推計）

④ 1ドル＝6.1956円で換算（中国国家外貨管理局が発表した月平均を元に2013年の年平均を当研究所で推計）

⑤ 2012年末の人口（1354.04百万人）と2013年末の人口（1360.72百万人）の和半を用いて計算

⑥ 「[中国経済：潜在成長率の低下と今後の経済運営](#)」基礎研レター2013年5月8日号を参照

3. 2013年の経済成長率

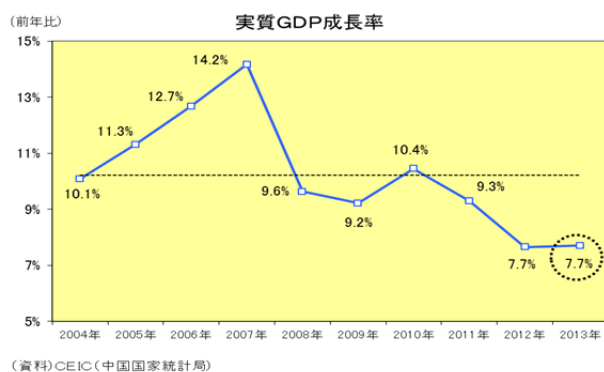
2013年の経済成長率は実質で前年比7.7%増と2年連続の8%割れとなった。過去10年平均の約10%を大きく下回っているものの、中国政府はリーマンショック後のような大型景気対策を打ち出すことはせず、経済成長率の鈍化を許容しているようだ（図表-8）。

産業別に見ると、第一次産業が前年比4.0%増、第二次産業が同7.8%増、第三次産業が同8.3%増となった。リーマンショック前（2004-2007年）と比べると3つの産業分野ともに成長率が落ち込んでいる。特に、第二次産業の落ち込みが厳しく、第一次産業と第三次産業の落ち込みは比較的小幅に留まっている（図表-9）。

また、需要別に見ると、最終消費が3.9%ポイント、総資本形成（投資）が4.2%ポイントのプラス寄与、純輸出は0.3%ポイントのマイナス寄与となった。純輸出はリーマンショック前には大きくプラス寄与することが多かったが、ここ数年は小幅なマイナス寄与となっている。また、2009年に8.1%ポイントの大幅プラス寄与となった総資本形成（投資）は徐々に寄与度を下げており、投資に代わり次の牽引役と期待される最終消費も今のところ改善していない（図表-10）。

一方、国際的に見ると中国の経済成長率はG20諸国の中で最も高い（図表-11）。中国の成長率が低下したので、乗り換えようと思っても、中国より高い国が見当たらないというところだろう。中国に国際資金が向かっている背景にはこうした国際的に見た経済成長率の高さがある。

（図表-8）



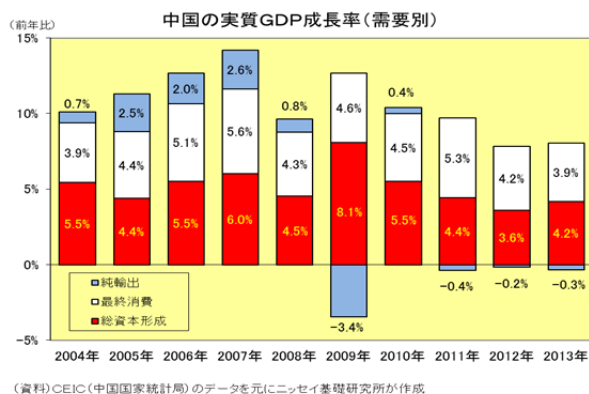
（図表-9）

【産業別】

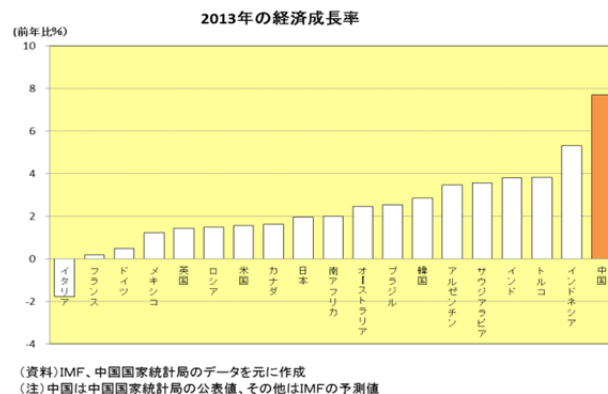
	実質GDP成長率（内訳は各々の成長率）			
		第一次産業	第二次産業	第三次産業
2004年	10.1%	6.3%	11.1%	10.1%
2005年	11.3%	5.2%	12.1%	12.2%
2006年	12.7%	5.0%	13.4%	14.1%
2007年	14.2%	3.7%	15.1%	16.0%
2008年	9.6%	5.4%	9.9%	10.4%
2009年	9.2%	4.2%	9.9%	9.6%
2010年	10.4%	4.3%	12.3%	9.8%
2011年	9.3%	4.3%	10.3%	9.4%
2012年	7.7%	4.5%	7.9%	8.1%
2013年	7.7%	4.0%	7.8%	8.3%

（資料）CEIC（中国国家統計局）

（図表-10）



（図表-11）



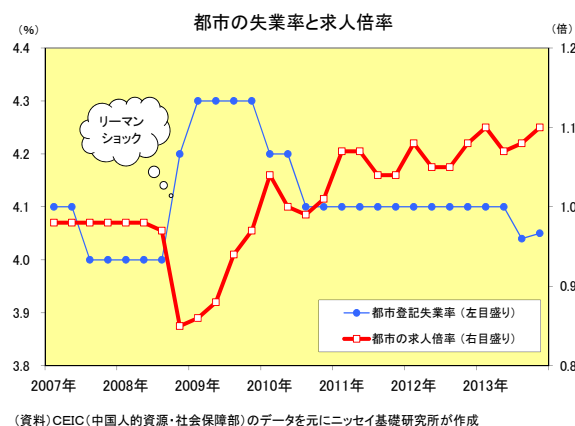
4. 経済成長の持続性はむしろ高まった

また、経済成長率は落ちたものの、中国経済は比較的落ち着いた状態にある。国民の生活を脅かす雇用不安やインフレ懸念が小さいからである。図表-12に示した雇用情勢を見ると、都市部の失業率は2013年末に4.05%と前年末より若干改善しており、求人倍率（求人数÷求職数）も1.10倍と求人数が求職数を上回っており、リーマンショック後の2009年のような雇用不安には陥っていない。また、消費者物価上昇率も2013年は前年比2.6%上昇と、中国政府の物価抑制目標を下回っており、インフレ懸念も小さい。

このように雇用不安もインフレ懸念も小さい安定的な状態にあるのは、成長率が低下したといっても潜在成長率（7-8%程度）並みを保っているからだと思われる。成長率は高いほど良いと思われがちだが、潜在成長率と比べて高くも低くもないのが最良とする考え方もある。図表-13に示したイメージ図のように、過度に高い経済成長はインフレのリスクを高め、過度に低い経済成長は雇用不安のリスクを高めることから、ともに不安定で長続きしないからである。例えば、巡航速度で航行する飛行機が最も効率よく遠くまで飛べるように、経済も身の丈に合った速度で成長するのが最も安定しており、長く持続できるのである。

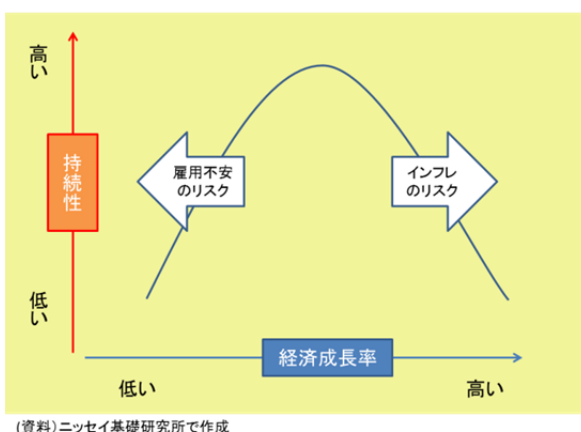
潜在成長率並みが最良ならば、株価は低迷するどころか上昇しても良いはずである。中国の株式市場を見ると、上海総合は低迷しているものの、新興企業の多い深圳創業板（ChiNext）は最高値圏にあることに気付く（図表-14）。2007年にバブルが崩壊した上海総合には、デッドストック（しこり玉）が残っており、第18期3中全会で打ち出された構造改革も国有企業の多い上海総合にはアゲインストの風になる。一方、深圳創業板は2009年に開始したばかりでデッドストックがなく、構造改革がフォローの風になるため上昇している。従って、上海総合の低迷の背景には構造改革による国有企業の業績悪化懸念があり、新興企業への成長期待は高い。

（図表-12）

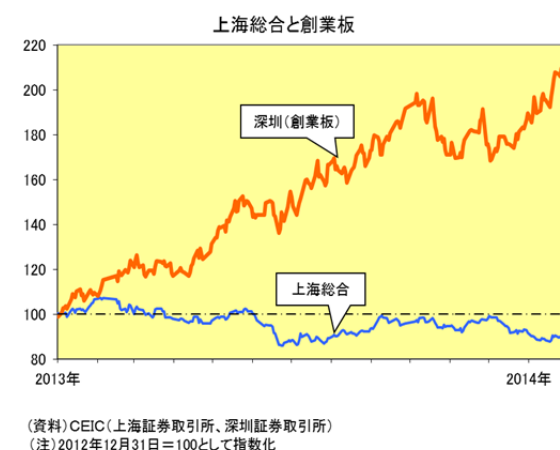


（図表-13）

経済成長率と持続性の関係（イメージ図）



（図表-14）



5. 但し、景気失速懸念は燻り続ける

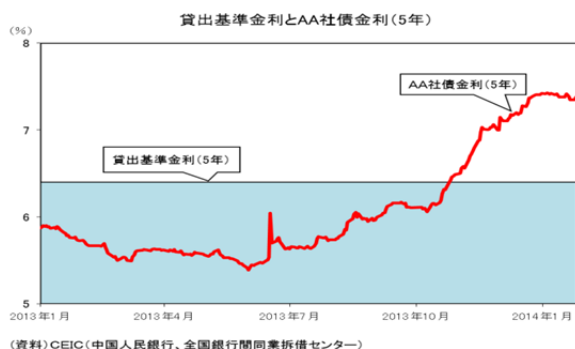
一方、中国では、製造業が過剰生産能力を抱えており、地方政府債務が巨大化しており、理財商品（シャドーバンキングの一種）の中には不健全な商品も少なからず含まれているようで、中国政府は経済のディレバレッジ（過剰投資・過剰債務の縮小）を進める方針だと見られる。2014年の経済政策運営を決める中央経済工作会议（昨年12月開催）では、「生産能力過剰の解消」や「地方政府の債務リスク抑制・解消」を挙げており、今年1月には「シャドーバンキング業務強化の若干の問題に関する通知（107号文書）」を機密扱いで通達したと伝えられるからである。

経済のディレバレッジを進めると金融市場が混乱するリスクがある。理財商品の「調達は短期、運用は長期」という不健全なALM構造を健全化する過程では、短期金利が不安定になりやすいたとも、1月に債務不履行（デフォルト）懸念が高まったように不健全な理財商品が次々に焙り出されるからである。特に、短期金利が不安定になると長期金利が必要以上に上昇する可能性がある。短期金利が落ち着いていれば、市場は期待成長率や期待インフレ率を勘案して合理的な長期金利水準を模索するだろうが、足元の短期金利が不安定だと合理的な期待形成が難しくなり、市場は多めのリスクプレミアムを要求するからである。そして、過度な長期金利の上昇は企業の資金調達コストを押し上げ、実体経済にも悪影響が及びかねない（図表-15）。

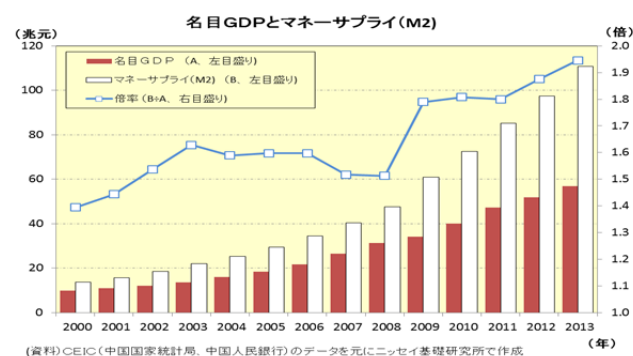
もし2013年の前年比7.7%増という経済成長がディレバレッジを進めた結果ならば、“中国経済は良いので心配御無用”と自信を持って言えるだろう。しかし、2013年の金融動向を見ると、シャドーバンキングを含めた金融規模は正確にはわからないものの、金融機関融資残高の伸びは前年末比14.1%増、マネーサプライ（M2）の伸びは同13.6%増と、2012年よりは伸びが若干鈍ったものの、名目成長率（前年比9.5%増）を大きく上回っており、2013年にディレバレッジが十分に進んだとは思えない（図表-16）。

従って、現在のところ中国経済は雇用不安もインフレ懸念も小さい良好な状態にあると評価できるものの、昨年はディレバレッジが十分に進まず今年はディレバレッジが正念場を迎えることから、成長率が潜在成長率を下回って雇用不安に陥るリスクは残っており、ディレバレッジにメドがつくまでは景気失速懸念が燻り続けることになると見ている。

（図表-15）



（図表-16）



（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。