

スローダウンするも高成長が続く中国

【ポイント】

1. 日本にとって存在感を増している中国経済は、投資を中心に内需は好調さを維持しているものの、米国経済の減速を受けて、輸出が鈍化している。
2. その状況下、インフレ懸念、株価の下落、北京オリンピック後の反動減と様々な懸念材料を指摘する声が高まっている。
3. リスク要因はあるものの、社会の安定、高成長の維持が大命題となる中国政府は、投資を中心とした財政による押し上げを図り、中国経済は10%前後の実質成長率が維持されると見込まれる。

米国経済の減速により世界経済のスローダウンが見込まれる中、わが国が輸出依存度を高めている中国経済が高成長を辿るかが、日本経済にとって重要なファクターとなっている。そこで現地でのヒアリングを踏まえ、今後の見通しについて検討したい。

1. 内需の好調が続く一方で、減速する輸出

中国経済は、2007年の実質GDP成長率が+11.9%と5年連続で10%を上回る高成長が続いている。中国の主要な経済指標をみると(図表1)、消費財小売総額は、物価高の影響もあるが、前年比20%増前後の伸びが続き、固定資産完成額も同20%台半ばと活発な投資が行われている。政府が金融を引き締める中でも、このように内需は好調さを維持している。

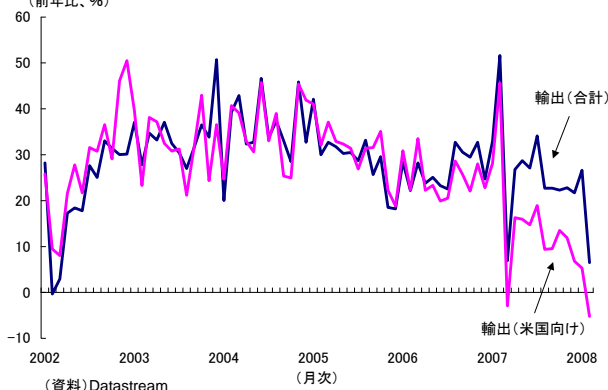
一方、輸出は2月が前年比6.5%増と低い伸びにとどまり、春節(旧正月)の影響を除くため、1、2月平均でも1、同16.8%増と12月の同21.7%増から鈍化した。1月中下旬の大雪で生産、物流が混乱したことや前年の大幅増(同51.7%増)の反動もあるが、米国向けが同5.2%減とマイナスに転じ、米国経済の減速が中国の輸出に与えるインパクトを懸念する声が強まっている(図表2)。中国の輸出は、新興国向けが下支えとなることから前年割れに陥ることはないものの、足元では人民元高が加速し、また、外資企業の優遇税制の縮小などもあって、今後、前年比20%台の伸びを維持していくことは難しいと考えている。

図表1. 主要経済指標一覧

	鉱工業生産付加価値額	消費財小売総額	固定資産完成額	うち住宅投資	直接投資		輸出額		輸入額		消費者物価指数	マネーM2
					実行額							
	(%)	(%)	(%)	(%)	億ドル	(前年比)	億ドル	(前年比)	億ドル	(前年比)	(%)	(%)
2005年	16.4	12.9	27.2	19.6	603	-0.5	7620	28.4	6600	17.6	1.8	17.6
2006年	16.6	13.7	24.5	26.8	658	9.1	9691	27.2	7916	20.0	1.5	16.9
2007年	18.5	16.8	25.8	30.3	748	13.6	12180	25.7	9563	20.8	4.8	17.5
2007年	(一月からの累計)											
2	12.6	16.9	23.4	29.8	45.3	12.1	821	51.7	583	13.1	2.7	17.8
3	17.6	15.3	25.3	29.7	61.8	9.3	834	6.9	766	14.5	3.3	17.3
4	17.4	15.5	25.5	28.2	44.7	5.5	975	26.8	806	21.3	3.0	17.1
5	18.1	15.9	25.9	28.6	49.0	8.6	941	28.7	716	19.1	3.4	16.7
6	19.4	16.0	26.7	29.8	66.3	21.9	1,033	27.1	764	14.2	4.4	17.1
7	18.0	16.4	26.6	29.6	50.4	17.8	1,077	34.2	834	26.9	5.6	18.5
8	17.5	17.1	26.7	29.8	50.2	11.8	1,114	22.7	864	20.1	6.5	18.1
9	18.9	17.0	26.4	30.1	52.7	-2.4	1,124	22.7	886	16.1	6.2	18.5
10	17.9	18.1	26.9	31.3	67.8	13.1	1,077	22.3	807	25.5	6.5	18.5
11	17.3	18.8	26.8	31.6	76.8	35.0	1,176	22.8	913	25.3	6.9	18.5
12	17.4	20.2	25.8	30.3	131.0	13.4	1,144	21.7	917	25.7	6.5	16.7
2008年												
1	-	21.2	-	-	112.0	109.8	1,097	26.7	902	27.6	7.1	18.9
2	15.4	19.1	24.3	30.9	69.3	38.3	874	6.5	788	35.1	8.7	17.5

(資料) Datastream

図表2. 輸出(前年比伸び率)の推移
(前年比、%)



(資料) Datastream

¹ 中国は新暦の正月より春節(旧正月)の方が重要な祝祭日であり、日程は年によって時期が異なる。2006年が1月29日、2007年が2月18日、2008年が2月7日となっている。

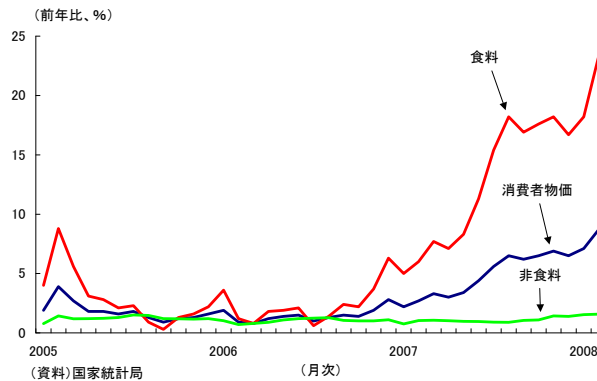
2. 懸念材料が散見される中国経済

このように輸出の鈍化が見込まれる中、それ以外にも様々なリスク要因が散見される。足元の状況をみると、食料品を中心とした物価上昇が顕著となってインフレ懸念が高まり、また、2007年10月には6,000台まで上昇していた上海株価指数は、足元では3,000台半ばにほぼ半減するなど低迷している。さらに、今夏の北京オリンピックを契機に減速するとの見方も根強い。こうした懸念材料について考察してみる。

(1) インフレは食料品に集中

日本でみるよりも物価上昇に対する現地の懸念は強いようだ。消費者物価の推移をみると、2月は前年比+8.7%上昇と11年9ヵ月振りの上昇率となった(図表3)。これによりインフレ懸念が高まっているが、ガソリンなどの価格統制を行っている中国にとっては、物価の高騰は局所的となっている。消費者物価を食料と非食料に分けてみると、前者が同+

図表3. 消費者物価指数の推移



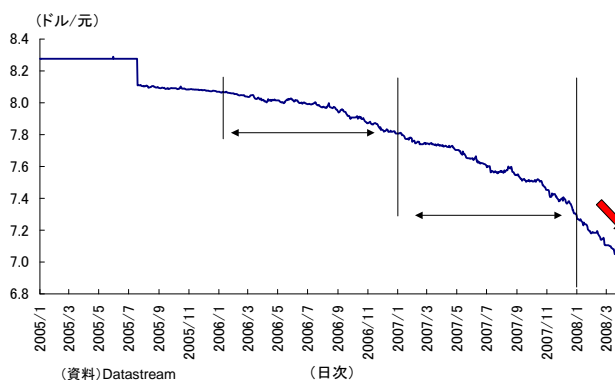
23.3%と大幅に上昇する一方で、後者は同+1.6%と、物価の上昇は食料品が中心であり、この動向の物価全体に与える影響が大きいことが確認できる。世界的な需要拡大を受けて穀物や食用油が高騰していることに加えて、肉類(同+45.3%上昇)、特に、豚肉が同+63.4%上昇と際立っている。2007年の上昇率4.8%のうち1.5ポイントが豚肉と試算され、世界の豚肉の半分を消費している中国において、それが物価上昇の元凶と言われている。養豚業者が減少する中、疫病が広がったことで需給のバランスが崩れて値上がりしたようだが、これに対応すべく、政府は養豚業者に対して補助金を支払うなど奨励策を実施している。豚肉の出荷まで6ヵ月程度であることを勘案すると、2008年半ば以降には供給が拡大し、価格上昇に歯止めが掛かると見込まれる。また、豚肉以外にも政府は対策を講じており、2008年1月には臨時価格関与措置を導入して、一定規模の業者が食料品などの出荷価格を引き上げる場合、政府への申告が必要になった。さらに、全国人民代表大会(全人代)の政府活動報告では、「食糧、食用植物油、肉類など生活必需品の生産増加」「工業用穀物と食糧の輸出抑制」など、具体策を次々と打ち出している。

また、足元の人民元高も輸入物価の上昇に歯止めを掛ける働きがある。図表4は対ドルの人民元の推移であるが、人民元を切り上げた2005年7月以降、緩やかな人民元高が進行していたが、2008年になってそのテンポが加速している。これまで輸出企業に配慮するために政府は「元売りドル買い」

介入で調整していたが、穀物を中心に世界的に食糧価格が上昇する中、人民元高を容認することで、輸入物価の上昇に歯止めを掛けようとしている。

物価上昇が食品に限定され、しかも当局の対応が迅速であることから、年後半には豚肉などの上昇に歯止めが掛かり、それに人民元高の効果も加わって、消費者物価は徐々に沈静化するだろう。

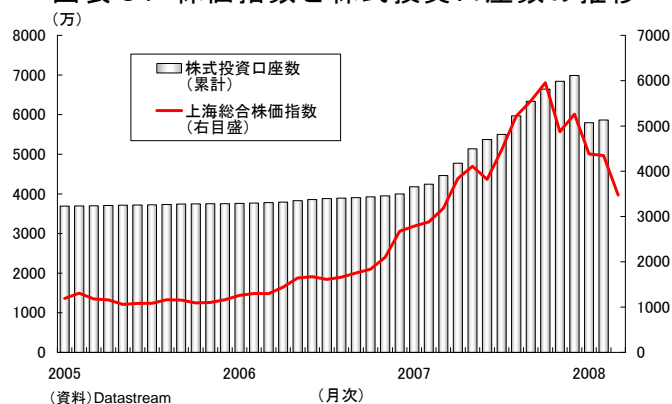
図表4. 人民元の推移



(2) 株安の影響も限定的との見方が優勢

上海総合株価指数は、2007年10月につけた6,000台をピークとして低下に転じており、足元ではピーク比4割強下落している(図表5)。それを受けて、株価下落による逆資産効果や株の売買で得た利益を計上している企業の業績悪化を懸念する声が高まっている。株価と株式投資口座数(上海証券取引所)の推移をみると、株価が4,000前後でもみあっていた頃から口座数が急増しており、それ以降、新規に株式投資に参加した個人投資家は、株式の売買で損失を被ったか、含み損を抱えているケースが多いとみられる。ただし、口座数で見れば、株価急騰後に増加した約4割、2,000～

図表5. 株価指数と株式投資口座数の推移



2,500万口座に該当するとみられるが、13億人の人口を考慮すると2%にも満たず、影響を受けた層は限定的と考えられる。また、株価上昇局面における小売売上高と株価指数の推移にはあまり関係がみられないことから、もともと株価の資産効果は確認できず、逆資産効果も限定的と指摘する声もあった。さらに、日本のバブル崩壊後とは、中国は高度成長期にあるという点で大きく異なっている。経済規模の拡大につれて企業業績も伸び、「株価は暫く低迷したとしても、いずれ値上がりする」との見方が根強く、もし株価下落の影響が大きくなれば「株式取引税を減税するのではないか」という思惑が浮上するなど、未成熟な金融市場を映して、政府が株価対策に動くという期待も大きい。こうした期待感の継続も消費意欲の減退につながり難い。

リスク要因として、キャピタルゲインの減少が企業の業績を悪化させる可能性があるものの、株価下落が個人消費へ与える影響は小さいだろう。また、GDPに占める個人消費の割合をみると、米国が7割、日本が6割弱であるのに対して、中国は4割弱と小さいことも株安の影響をより希薄化する要因になると見込まれる。

(3) 北京オリンピックの影響は限定的

結果として東京オリンピック後に成長率が低下した日本に倣い、今夏の北京オリンピック後に、投資の反動減などから中国も成長が鈍化するという見方があるが、果たしてそれは正しい見方なのであろうか？これが妥当であるには、オリンピック関連投資の規模が甚大であることやこれを契機に消費が急増するといった開催前の押し上げ効果が大きくなければならない。その点について、現地でヒアリングしたところ、それは期待外れに終わるといった見方が大半であった。北京オリンピック施設の建設費は130億元以下に抑えられており、また、地下鉄・高速道路などのインフラ建設や環境対策を含めたオリンピック関連費と対象を広げてみても、2001年の国家統計局の発表数字によれば、2002年から7年間で累計2,800億元、単純平均で年間400億元程度である。2007年の都市部の固定資産投資額(11.7兆元)と比較すると0.34%の規模にすぎない。開催地である北京については、波及効果を含めるとそれ以上の押し上げ効果はあるだろうが、北京の域内GDPは中国全体の3.4%(地域別GDP合計に対する比率)で、東京オリンピック当時の東京の域内総生産が、日本のGDPの18.4%を占めていたことと比較すれば規模は小さく、中国の国土・人口の規模を考えると、全体へ与える影響は軽微であろう。

また、消費ブームの点でも過度な期待はできない。一人あたり GDP は、中国が約 2,000 ドルと、当時の日本（1964 年度、約 3,000 ドル）を下回り成長段階は遅れているが、耐久消費財の普及は都市部を中心にすすんでいる。オリンピック開催時がカラーテレビの普及前であった日本と異なり、中国の都市部では既に 137.4 台（百戸当たり）と 100 を上回り、農村部でも同 89.4 台とほぼ行き渡っている。オリンピックを契機に、映像のきれいな薄型テレビなどの需要増が見込まれる程度であろう。総じてみれば、オリンピック開催前の押し上げ効果は乏しく、そのため反動減も大きくないと見込んでいる。

3. 高成長路線を堅持している政府

3 月には第 11 期全人代が開催されて、2008 年の政府目標が示された。実質 GDP 成長率は 8% 前後と、2007 年が 11.9% で着地したことを考慮すると低い伸びに抑えられた一方で、都市新規就業者増加数を前年目標の 900 万人から 1,000 万人へ引き上げられた。過去の経験則によれば、100 万人の雇用を創出するためには、GDP 成長率 1% が必要であることを考慮すると、雇用目標を達成するためには、10% 前後の成長が求められる。雇用増は社会の安定の最低条件であり、政府はインフレへの警戒感から金融を引き締めながらも、高成長路線を維持せざるを得ない状況である。

また、このように計画経済の側面が色濃く残っていることから、輸出や個人消費が大きく落ち込む局面では、財政による押し上げや政府の行政指導を強めることになる。税金をみると、企業収益の高い伸びに加えて、株式市場を通じた税金増もあって、2007 年は前年比 31.4% 増の約 5 兆元となっている（図表 7）。これに伴って財政赤字のマイナス幅は縮小し、短期的には財政出動が十分可能である。中国国内のインフラ整備はまだ遅れており、第 11 次 5 カ年計画においても、鉄道・道路の交通網や地方開発プロジェクトなど、引き続き高水準の投資が予定されており、これが景気の牽引役を担うことが見込まれる。

2003 年以降の中国経済は、人民元の切り上げ、SARS（重症急性呼吸器症候群）、政府の引き締め策の強化等、景気抑制要因が浮上する度に成長鈍化が危惧されながらも、固定資産投資が高い伸びを続け、結果として 10% を上回る高成長を遂げてきた。今後も、北京オリンピック、2010 年の上海万博と国際的なイベントを控え、最近ではチベット騒乱もあって、中国政府にとって社会の安定、高成長の維持が大命題となっている。とかく言われる北京オリンピック後に対する懸念は杞憂に終るだろうが、輸出減、株安、インフレ懸念等と課題が多い。政府としては難しい舵取りを迫られるだろうが、手厚い財政支出が下支えすることで、中国経済は 10% 前後の高成長を続けると見込んでいる。

（財務企画部 森実 潤也）

図表 6. 2008 年主要経済目標

	07年実績	07年目標値	08年目標値
経済成長率	11.9%	8%前後	8%前後
消費者物価上昇率	4.8%	3%以内	4.8%前後
都市新規就業者増加数	1,204万人	900万人以上	1,000万人
都市部 失業率	4.0%	4.6%以内	4.5%前後
M2増加率	16.7%	16%	16%前後

図表 7. 税金の推移

