



研究レポート

No.332 November 2008

調整期に入る中国経済

主席研究員 朱 炎

要 旨

米国発の金融危機、世界的な不況のなか、中国は経済成長を続けるのかが注目される。

中国経済は二桁成長が5年間も続いた結果、2007年から景気過熱、流動性過剰が生じ、資産価格の急騰、消費者物価の高騰などの問題が生じた。

景気過熱、インフレ高騰を抑えるため、中国政府は2007年半ばから引き締め政策を実施した。金融引き締め、とくに融資の総量規制が主な手段であり、株式市場と不動産市場の高騰を抑え、輸出抑制などの措置も実施された。2008年に入ってから、成長の減速、物価の安定などの効果が表れた。

しかし、引き締め政策の実施により、経済にさまざまなマイナス影響をもたらした。資産市場では下げ止まらず、輸出の伸びも減速した。中国政府は2008年7月から安定成長を維持するため、マクロ政策を修正し、米国で金融危機が発生後、追加的な緩和策も実施した。

中国経済の調整はすでに始まっている。引き締めがもたらした問題のほか、企業経営の困難、経済の構造調整の影響、そして米国発の金融危機の影響などにより、中国経済の減速が避けられない。ただし、消費は依然として堅調に伸びている。今後、追加的な景気刺激策の実施により、8~9%の成長を維持できるであろう。この調整は1~2年間続くと考えられる。

キーワード：経済成長、インフレ、引き締め、輸出、金融危機の影響

目 次

1. はじめに	1
2. 経済過熱とインフレの高まり	1
2.1 高成長と景気循環	1
2.2 外需、投資に依存する成長パターン	2
2.3 投資過熱と資産バブル	3
2.4 外貨流入と過剰流動性	5
2.5 インフレの高まりとその原因	7
3. 引き締め政策の実施と効果	9
3.1 引締め政策の狙い	9
3.2 引き絞めの実施	9
3.3 引き絞めの効果	10
4. 引締め政策のオーバーキルと政策転換	11
4.1 引締めがもたらしたマイナス影響	11
4.2 マクロ経済政策の転換	15
4.3 金融緩和と景気刺激策の実施	15
5. 始まる中国経済の調整	17
5.1 企業の経営困難	17
5.2 構造調整の影響	20
5.3 米国の金融危機の影響	21
5.4 依然として堅調な消費	22
5.5 経済の調整は何時まで続くか	25
参考文献	26

1. はじめに

中国は高成長が続いている。二桁成長が 2003 年から 5 年も連続し、07 年の成長率は 11.9%に達した。オリンピックの開催年としての 2008 年にも、中国経済の高成長が持続できるかどうか注目を集めている。

中国経済の持続的な高成長によって、2007 に入ると、景気過熱の問題が生じ、インフレも高まった。中国政府は 07 年から金融引締めを本格化した。08 年に入って、引締めの効果が徐々に現れ、経済成長も減速し始めた。7 月以降、中国政府はマクロ経済政策を転換し、引締めの緩和と景気刺激策を実施し始めた。

中国経済はこの 2 年の間に、大きな変化を経験した。オリンピック開催を境に始まった中国経済の減速は、政府の引締め政策で望んでいる水準で止めてくれるのか、中国経済は不況に突入する可能性はあるかなどに、世界中の関心が集まっている。また、米国のサブプライムローンを発端とする世界的金融危機と景気後退は、中国にも影響を与え、同様に、中国経済の減速は世界にも影響を与える。中国と世界経済の相互依存が深まるなか、中国経済は今後どう変化するかは、世界中から注目されている。

本稿は、まず、経済過熱とそれがもたらし問題点を検討し、次に引き締め政策の実施とその効果を確認し、さらに景気減速と政策転換の状況を分析し、最後に経済調整を展望する。

2. 経済過熱とインフレの高まり

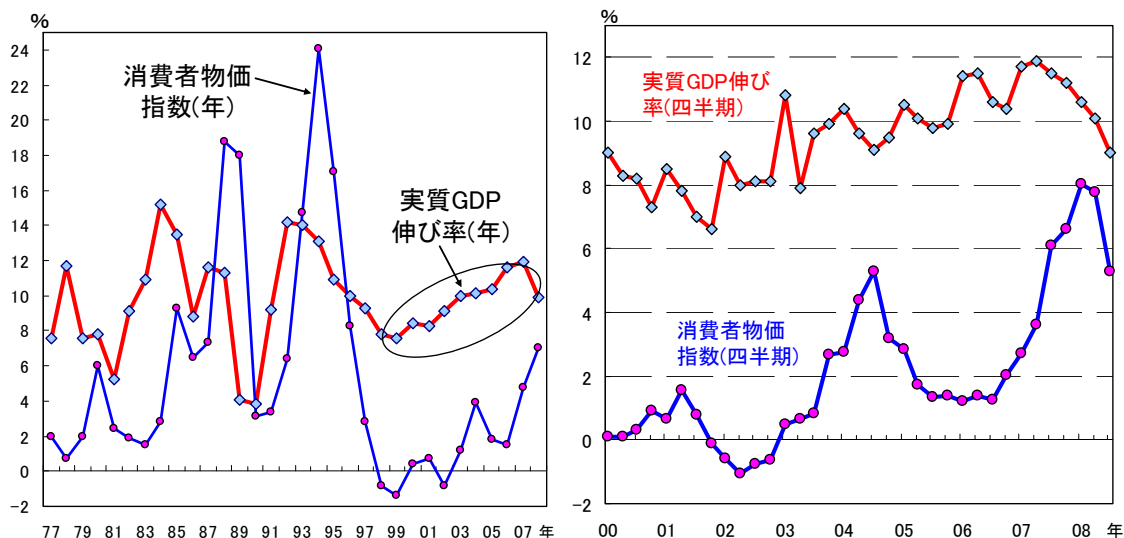
2 桁の高成長が 5 年間も続いた結果、経済過熱という問題が生じ、過剰流動性の拡大、資産価格の急騰、インフレの高まりの形で現れている。以下、具体的に検討したい。

2.1 高成長と景気循環

中国が改革開放を実施してから 30 年間、経済成長は 2 回の大きな変動を経験した。一回目は「天安門事件」の影響により、1989、90 年に成長率は 4%前後に下落した。二回目はアジア通貨危機などの影響により、98 年と 99 年の成長率は 8%を下回った。しかも、このような経済の調整はいずれも物価高騰の直後に現れた。

2000 年に中国経済は底から脱出し、03 年から本格的な経済成長がスタートし、07 年まで二桁成長は 5 年間も続き、07 年の成長率は 11.9%にも達した。高成長の影響で、消費者物価もじわじわと上昇し、08 年に入って 8%を上回った（図表 1）。

図表 1 中国経済の景気循環



(出所)中国国家统计局。

(注)物価は、84年までは小売物価指数、85年以降は消費者物価指数。四半期の消費者物価は月別の指数を単純平均で計算。08年は第1～3四半期。

高成長が長く持続すると、経済のバランスが崩れ、さまざまな問題が累積されてしまい、二桁成長の維持が難しく、経済調整を実施しなければならなくなった。すなわち、景気循環の観点から見ても、中国経済は2008年から調整期に入ることは避けられない。

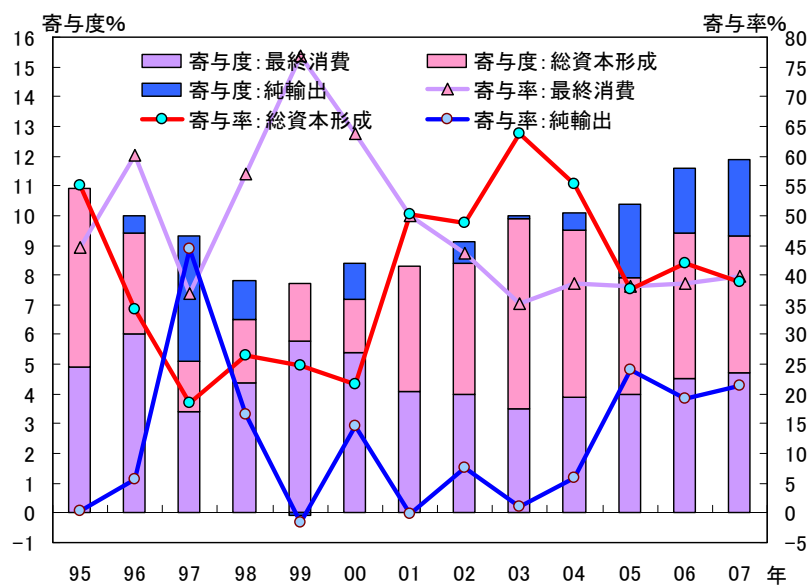
ちなみに、2004年に中国経済も引締めを実施した経緯があった。ただし、04年の引締めはおもに投資抑制であり、実際の効果も小さく、経済調整とは言えなかった。

2.2 外需、投資に依存する成長パターン

経済成長は一般的に、内需が外需より重要であり、内需のなかでは消費が投資より貢献が大きい。しかし、他国の経済に比べると、中国の経済発展において、外需の貢献はとくに大きい。一方、内需のなか、投資の貢献は消費より大きい。中国の経済成長は外需依存、投資牽引といっても過言ではない。

例えば、2007年の実質GDP成長率11.9%のうち、最終消費の寄与度は4.7%（寄与率は39.7%）、総資本形成は4.6%（同38.8%）、純輸出は2.6%（同21.5%）である。すなわち、需要の3項目の貢献比率は4:4:2であり、総資本形成の貢献は最終消費より大きいこともある（図表2）。比較すると、世界中のほとんどの国は、純輸出の貢献は小さく、最終消費は60～70%を占めるが、総資本形成は30～40%に過ぎない。

図表 2 中国の経済成長の需要項目別貢献



(出所)中国国家统计局。

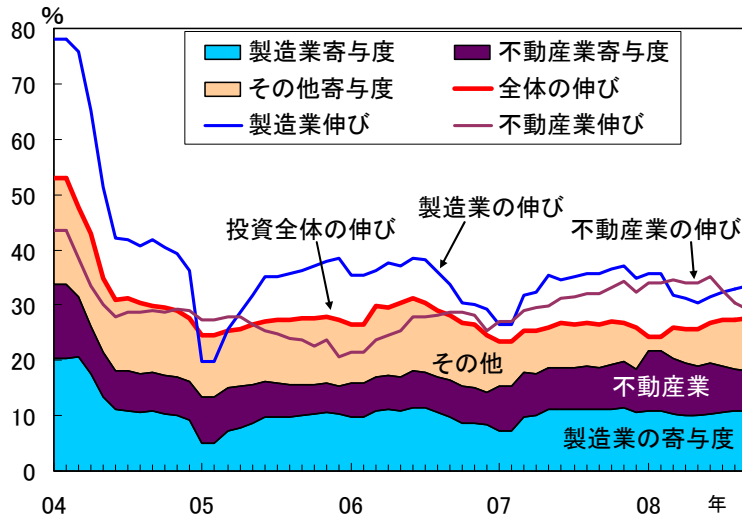
中国の経済成長パターンにおけるこのような特徴は、さまざまな問題をもたらした。投資が過熱し、経済全体の効率を低下させ、資源価格の急騰を引き起こし、資産価格も高騰し、バブルの懸念を高めた。一方、外需への依存のもとで、輸出の急増は貿易摩擦を激化させ、貿易黒字などの外貨流入の急増は、過剰流動性を拡大させ、インフレの遠因となった。

すなわち、経済成長を達成させた要因は、持続的高成長のもとで、更なる成長を妨げる要因となり、調整を必要とさせてしまった。

2.3 投資過熱と資産バブル

投資に関しては、「固定資産投資」は固定資本形成に相当する統計指標である。固定資産投資の前年同期比伸び率は、04年初に5割を超えたため、投資を抑制する引締めを招いた。05年初は、一時的に2割に低下したが、その後、3割弱で推移してきている。そのなか、製造業の投資（設備投資とみなす）と不動産業の投資（不動産開発とみなす）の伸び率は3割強と高い（図表3）。すなわち、投資の拡大は、おもに設備投資と不動産開発によって引っ張られた。

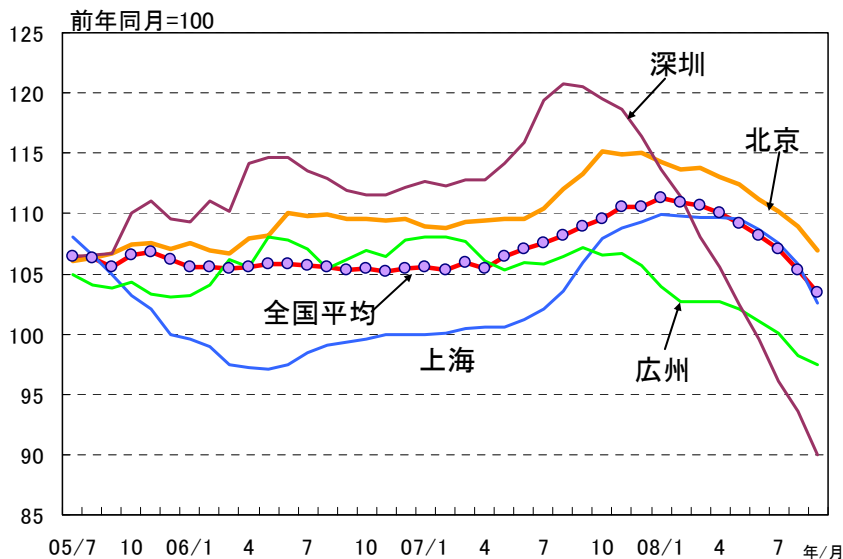
図表 3 投資の伸びと内訳



(出所)中国国家统计局データにより筆者計算。
 (注)伸び率は月別の累計額の前年同期比。08年は9月まで。

不動産開発への投資の拡大、消費者の住宅への巨大な需要、および不動産価格上昇への期待などによって、中国の不動産市場は 2005 年から空前の繁栄に恵まれ、不動産価格は急騰してきた。全国平均の不動産価格指数は、前年同期比 5%の上昇が続き、07 年末には二桁の上昇を記録した。各大都市の不動産価格も軒並み上昇し、07 年後半に深圳は 2 割以上、北京は 15%を超えた (図表 4)。すなわち、不動産市場にはバブルが進行していた。

図表 4 不動産販売価格指数の推移

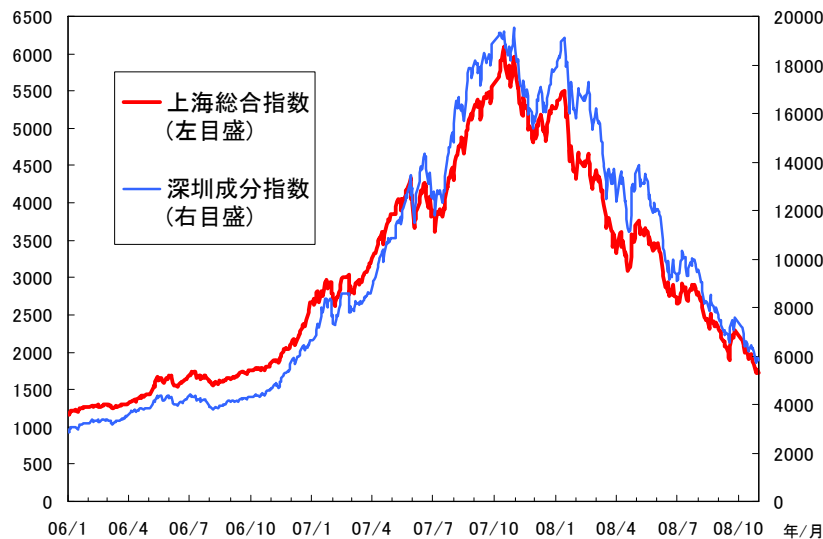


(出所)CEIC データベースにより筆者作成。

また、中国の株式市場も急騰していた。約 10 年の低迷を経て、株価指数は 2006 年から

上昇に転じた。上海株式市場の株価指数である上海総合指数は、06年初に1,200ポイントであったが、年末に2,600ポイントまで上昇し、2007年に入ってからさらに急上昇し、10月には史上最高値の6,000ポイント強を記録した。深圳市場も同様な傾向にある（図表5）。

図表5 株式市場で株価の推移



(出所)CEIC データベースにより筆者作成。

(注)上海の指数は90年12月19日=100、深圳は94年7月20日=1000。

不動産市場と株式市場の高騰は、資産バブルへの懸念を高めた。バブル崩壊を防ぐため、高騰した不動産価格と株価を安定させる必要がある。これも引締め政策実施の目的の1つである。ちなみに、08年以降の不動産市場と株式市場の調整に関しては、後述する。

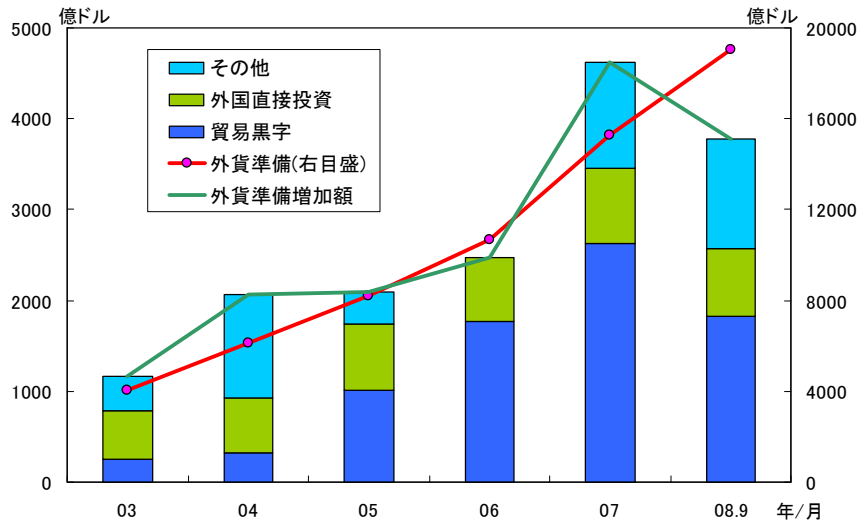
2.4 外貨流入と過剰流動性

経済過熱は、巨額の外貨流入にも関連している。

中国は輸出振興、外資導入の奨励、人民元レートを低く抑えた結果、貿易黒字と外国直接投資が大幅に拡大し、中国に流入する外貨も急増している。流入する外貨は、貿易黒字と外国直接投資だけではなく、由来の説明できない部分も存在する。これは短期利益を求めてさまざまな方法で中国に流入した投機資金（ホットマネー）とみなされる。

中国の外貨準備の増加分を新たに流入した外貨とすれば、07年の1年間に4,619億ドルにもものぼり、そのうち貿易黒字は2,622億ドル、外国直接投資は826億ドル、残り1,171億ドルは由来を説明できないものであり、ホットマネーと考えられる。このように計算すると08年の1～6月に流入したホットマネーはすでに昨年を上回って、1,292億ドルに達した（図表6）。

図表 6 外貨流入と外貨準備

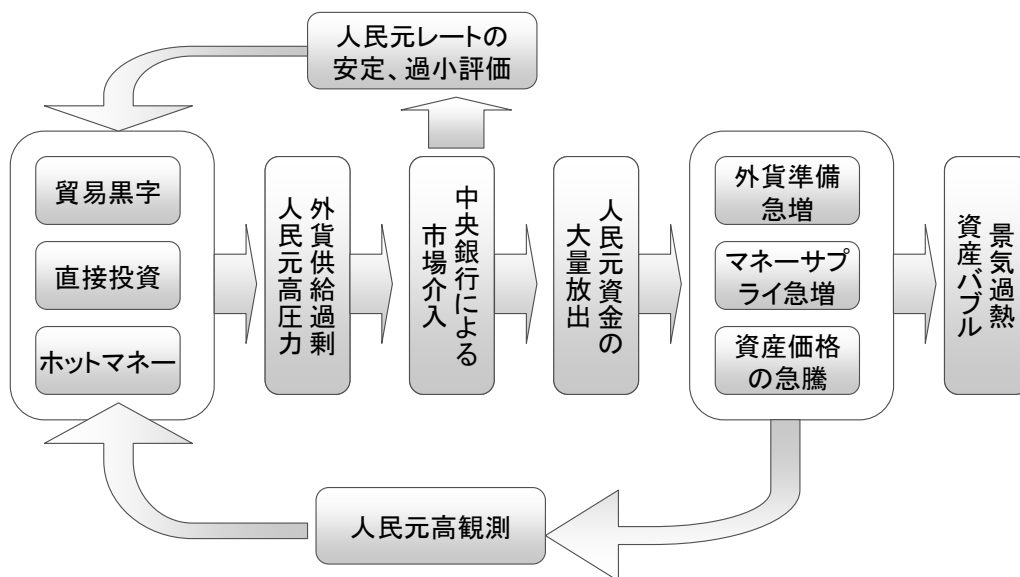


(出所)中国商務部、国家外貨管理局などにより筆者作成。

(注)外貨準備は期末値。2008年は1～9月。その他をホットマネー流入と見なす。

外貨が大量に流入すれば、外貨供給が過剰となり、人民元高への圧力となる。現行の為替管理制度の下で、中央銀行は流入する外貨を吸収し、人民元のレートを維持するため、人民元を大量に放出し、マネーサプライを拡大させてしまう。マネーサプライの拡大は、資産価格の急騰と景気過熱をもたらす一方、人民元レートの過小評価により輸出が拡大し、人民元高の観測により投機マネーもさらに流入するなど、更なる外貨流入を招く悪循環に陥った(図表7)。すなわち、外貨の大量流入は、過剰流動性をもたらし、景気過熱を招いた原因の1つである。また、ホットマネーの流入は、中国の過剰流動性を増幅するのみならず、元高のトレンドが変化する際に逃げ足も速いため、中国のマクロ経済運営に不確実性をもたらした。

図表 7 外貨流入と過剰流動性の悪循環



(出所)筆者作成

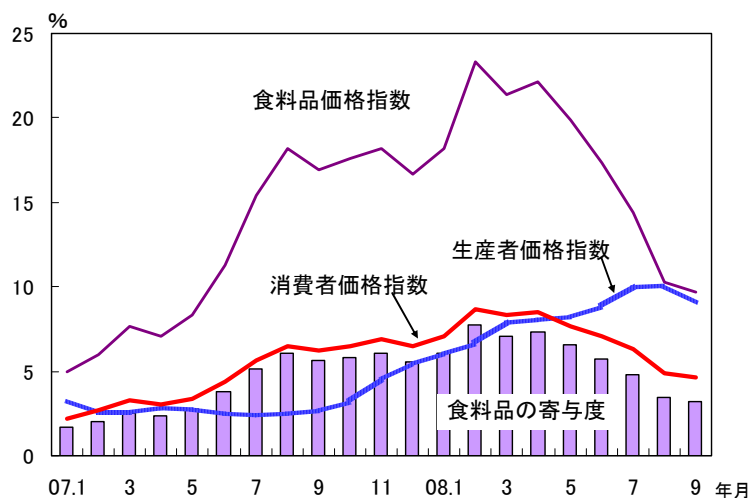
このように、外貨流入を減らさない限り、景気過熱を対処できない。このため、中国政府は外貨流入を減らすため、輸出を抑制する政策を実施し、ホットマネー流入に規制を加えた。これも、引締め政策実施の背景の1つである。

2.5 インフレとその原因

経済過熱の結果として、深刻なインフレ問題を引き起こした。

消費者物価は2007年央から上昇し始め、8月以降は6%を超え、08年に入ってからさらに上昇し、2~4月は8%台に達した(図表8)。消費者物価の上昇は、ほとんど食料品の上昇によってもたらされた。食料品の価格上昇は08年に20%も超え、消費者物価を押し上げる寄与率は8割も超えている。一方、食料品以外の分野の商品とサービスの価格はほぼ横ばい、ないしマイナスである。ただし、5月以降、食料品の価格上昇率が低下したため、消費者物価指数は低下し始め、9月には4.6%まで落ち着き始めた。消費者物価上昇率の低下は後述する。

図表 8 物価上昇の動き



(出所)中国国家统计局。

(注)月別の前年同月比。消費者価格指数における食料品のウェイトは33.2%。

一方、工業製品の価格は2008年に入ってから上昇に転じた。近年、国内外の原材料価格の上昇、とくに国際的な資源・エネルギー価格の急騰は、メーカーに大きなコスト圧力をかけた。いままで、中国のメーカーは、製品価格の引き上げなどによるコスト上昇の転嫁をほとんど行っていなかった。メーカーがコスト上昇に耐え切れなくなると、製品価格を引き上げざるを得なくなる。この6月に、中国政府は石油製品の価格を16~18%、電気価格を4.7%引き上げると発表した。これは、コスト高による価格転嫁の始まりとも言える。実際、工業製品の出荷価格の変化を示す生産者価格指数（PPI）は、今年入ってから徐々に上昇し始め、7月以降8%台に乗り、消費者物価指数を上回っている。

消費者物価の上昇は、単なる食料品の価格上昇のような技術的原因で引き起こされたのではなく、長期的高成長の持続、景気過熱と流動性過剰の結果である。インフレの高止まりが続くと、貧富の格差が拡大し、社会不安を引き起こしかねない。また、生産、流通、金融など、経済活動に混乱が生じる可能性も否定できない。さらに、インフレがさらに発展すれば、実質金利のマイナス幅が拡大し、人民元高のトレンドが止まってしまうと、投機目的で中国に流入するホットマネーが一斉に逃げ出し始めれば、資本市場と人民元レート of 暴落も引き起こしかねない。

インフレの高まりは、中国経済が抱える最大の問題となっていた。これは、政府は引締めを本格化させた最大の背景であった。

3. 引き締め政策の実施と効果

前述したマクロ経済のさまざまな問題に対処し、とくにインフレを抑えるため、引締め政策が実施された。ここでは、引締め政策の狙い、政策手段、効果と経済への影響などを検討する。

3.1 引締め政策の狙い

引締め政策の実施は、単なる物価上昇、景気過熱を抑制するなどの短期的な目標ではなく、構造調整など長期的な目標も含まれている。すなわち、引き締めを通じて、さまざまな政策目標を同時に達成することを図ろうとする。

第1に、インフレ対策である。社会の安定を維持するため、経済成長をスローダウンさせても、物価の安定化を達成する。

第2に、マクロ経済の安定である。過剰流動性の存在は経済過熱、インフレの原因の1つであるが、前述のとおり、過剰流動性を抑えるためには、外貨流入を抑制しなければならない。そのなか、輸出の急増を食い止める必要がある。そのため、輸出の抑制政策が実施され、為替管理の面では元高を加速する措置もとった。

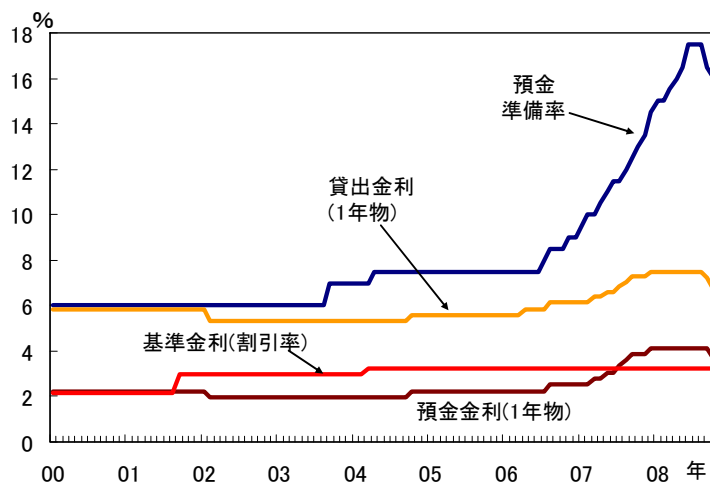
第3に、産業構造の調整である。引き締めによる景気減速は、産業高度化を促進する好機でもあり、経営困難に陥った労働集約・低付加価値的企業を淘汰させ、産業の構造転換を促す。そのなか、賃金上昇、原材料価格の上昇による企業の経営困難を機に、コスト上昇を政策手段で増幅させ、構造調整を迫る。賃金の上昇には、労働者保護とくに出稼ぎ労働者の権益の保護という目的もある。また、輸出の抑制、輸出産業の高度化のため、沿海部の加工貿易の輸出産業を内陸地域に移転させることには、地域の均衡的発展を促進するという狙いもある。

3.2 引き締めの実施

インフレの上昇に対して、中国政府は真剣に対応策を取り、引き締め策を07年半ばから本格化した。金融引き締めは主要な政策手段である。

一般的な金融引き締めの手段として、金利、公開市場操作、窓口指導を選択できる。しかし、中国ではさまざまな事情により、金利の引き上げは、米国などとの金利差、投機資金の流入を防ぐため実施できない。実際、預金と貸出金利を若干引き上げたが、基準金利は04年以来、3.24%で固定されてきた。代わりに選ばれた金融引き締めの手段として、金融機関の預金準備金率を大幅に引き上げた。預金準備金率は、07年に10回、08年に6回も引き上げを実施し、6月末には、史上最高水準の17.5%まで引き上げられた(図表9)。ちなみに、2008年9月以降の利下げは後述する。

図表9 金利・預金準備率の推移



(出所)中国人民銀行

しかし、預金準備率の引き上げは、実際の効果が小さい。そのため、中央銀行がとった厳しい措置、しかも効果的な措置は、貸出の総量規制（中国語では「控制信貸規模」という）という手段である。すなわち、各銀行と各地域に対して、貸出残高の伸び率を規制し、新規融資の抑制を図った。貸出残高の伸び率に関する規制規模が公表されていないが、前年比 15~19%と推測される。

また、不動産市場と株式市場の価格急騰、バブルの懸念に対しても金融的な措置をとった。不動産市場に対しては、2007年9月に中央銀行と銀行監督委員会は新しい不動産金融政策を発表し、不動産開発業者への融資を絞り、住宅ローンの頭金比率を引き上げ、とくに投機目的の住宅購入に融資の規制を加えた。一方、株式市場に関しては、政府が保有する上場企業の非流通株を放出し、供給を増やすと同時に、株式取引額に応じて徴収する印紙税の税率も引き上げた。

3.3 引き締め効果

金融政策を中心とする引締め政策の実施によって、2008年に入ってから効果が徐々に表れてきた。

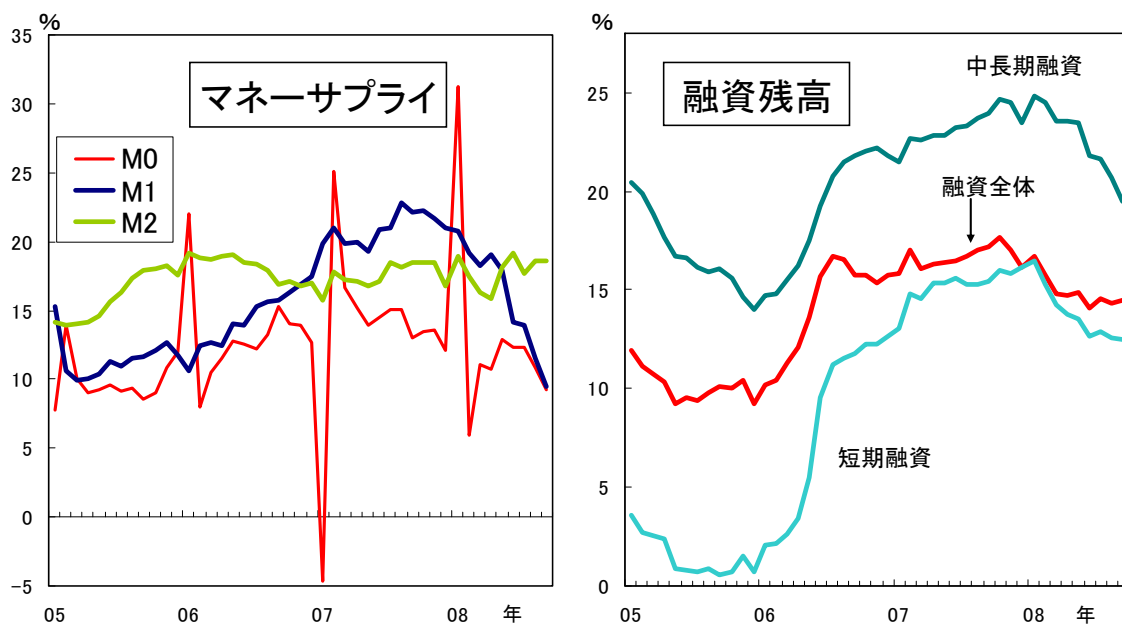
経済成長率は、2007年に11.9%であったが、08年の第1、2、3四半期の経済成長率はそれぞれ10.6%、10.1%と9%、昨年同期比1.1、1.8、2.5ポイントも低下した（図表1を参照）。

消費者物価は、食料品価格上昇が落ち着き始めたことにより、4月から上昇率が低下し、9月には4.6%まで下落した（図表8を参照）。

投資の伸び率は安定している。輸出は、2008年の伸び率が07年より低下し、黒字の幅も縮小した。また、株式市場と不動産市場の調整も引き締めの成果といえる。

金融引締め成果の1つとして、マネーサプライの増加をコントロールできた。2008年に入ってから、M1とM2の前年同期比伸び率はいずれも低下する傾向にある（図表10左）。これと関連して、金融機関の貸出残高の前年同期比伸び率も、08年に入ってから低下に転じ始めている（図表10右）。

図表10 マネーサプライの推移



(出所)中国人民銀行。

(注)月末残高の前年同月比伸び率。M0（現金）の伸び率は毎年1月と2月に大きく変動するが、お正月（春節）が年によって時期的に変化するためである。

以上の状況からみると、引締め政策はすでに大きな効果を果たし、経済過熱を食い止めることができたといえる。しかし一方では、引締め政策の実施により、経済の一部の分野には、オーバーキルの状況が生じ、経済は一気に冷え込んでしまう可能性も出てきており、政策転換が求められている。次章で検討する。

4. 引締め政策のオーバーキルと政策転換

引締め政策の実施により、中国経済は一部の分野にマイナス影響ももたらした。それに米国の金融危機など国際経済情勢の変化などの悪影響も加わり、中国経済にさまざまな困難をもたらしている。このような状況に対応して、中国政府は早くも引締めの緩和措置をとり始めた。

4.1 引締めがもたらしたマイナス影響

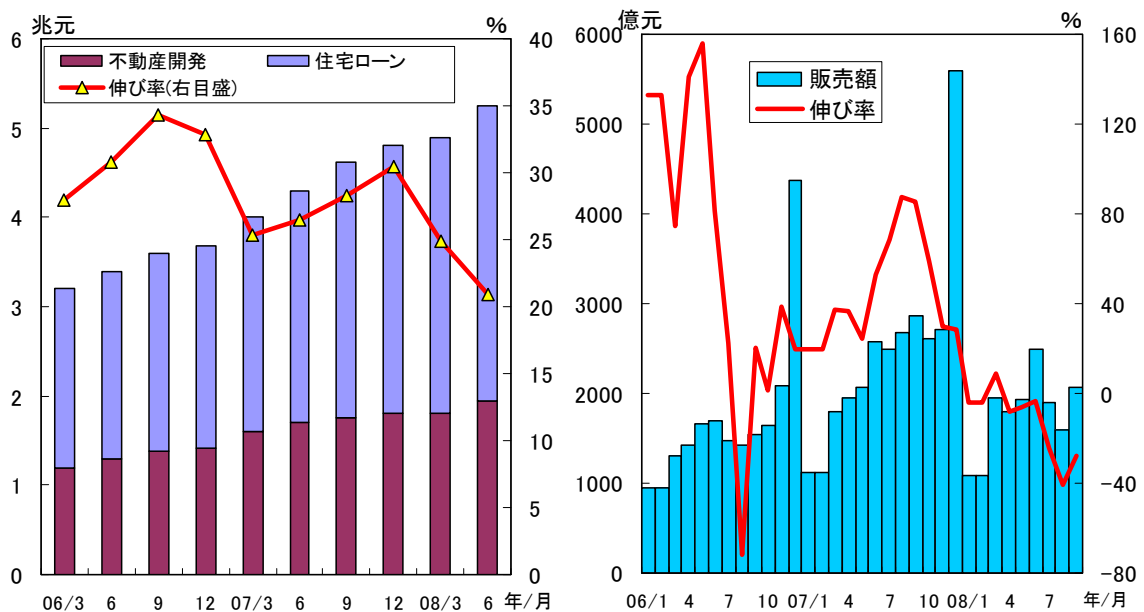
引締めによって、中国経済はさまざまな問題を引き起こしている。

第1に、企業の多くは資金難に見舞われ、コスト上昇とあいまって、経営難に陥っている。企業の倒産、とくに輸出型の中小企業は倒産が増加し、失業増加という社会問題も引き起こしかねない。

第2に、資本市場が低迷し、崩壊の懸念も高まっている。

不動産市場に関しては、前述の不動産市場への規制措置の結果、不動産開発向け融資と住宅ローンの伸びが2008年に低下し始めた(図表11左)。不動産価格の大幅下落(図表4を参照)のみならず、不動産の新規販売額も2008年に入って減少に転じた(図表11右)。

図表11 不動産向け融資と不動産販売の動き

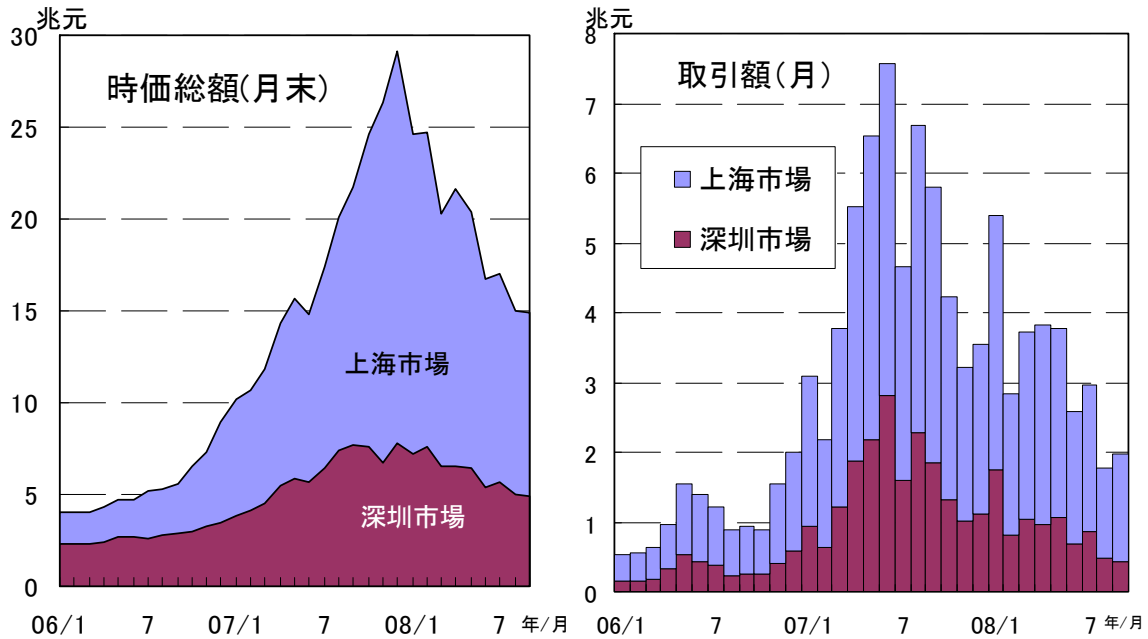


(出所)CEIC データベース。

(注)左の図は四半期末の不動産関連融資残高、伸び率は不動産開発向け融資と住宅ローンの残高合計の全年同期比。右の図は月別の不動産新規販売額、伸び率は前年同月比。

一方、株式市場は、引締めにより、株価は2007年10月にピークに達した後、大幅に下落している(図表4を参照)。上海と深圳両市場の時価総額(月末)は07年12月に36.9兆元もあったが、08年9月には16.8兆元に減少し、約20兆元の資産が蒸発した(図表12左)。両株式市場の取引額も大幅に減少し、2008年9月の取引額はピークの07年6月に比べると1/4以下となった(図表12右)。

図表 12 株式市場の取引状況



(出所)CEIC データベース。

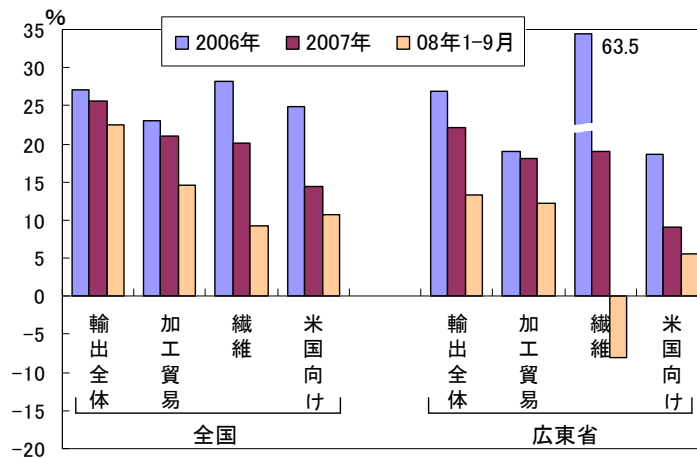
不動産市場と株式市場の低迷は、資産の目減りによる逆資産効果で消費にマイナス影響を及ぼすのみならず、低迷がコントロールできない、すなわち下落に歯止めが効かないことが懸念されている。

第3に、輸出の減速である。

2007年以降の輸出抑制策、賃金などのコスト上昇、さらに主要市場である米国の景気低迷などによって、2008年に入ってから輸出の減速傾向は鮮明になってきた。

輸出の伸び率は2006年に27.2%、07年に25.7%であったが、08年1~8月には22.5%に低下した。輸出のなか、半分を占める加工貿易の輸出、労働集約的産業の代表格である繊維の輸出、最大の輸出先の米国向け輸出の伸び率がいずれも低下している(図表13)。また、輸出全体の3割を占め、しかも労働集約型輸出産業が集中している広東省の輸出の伸び率も同じく低下傾向にある。中国经济成長は外需に対する依存が大きいいため、輸出の減速は景気変動に与える影響も大きい。

図表 13 輸出の伸びが減速



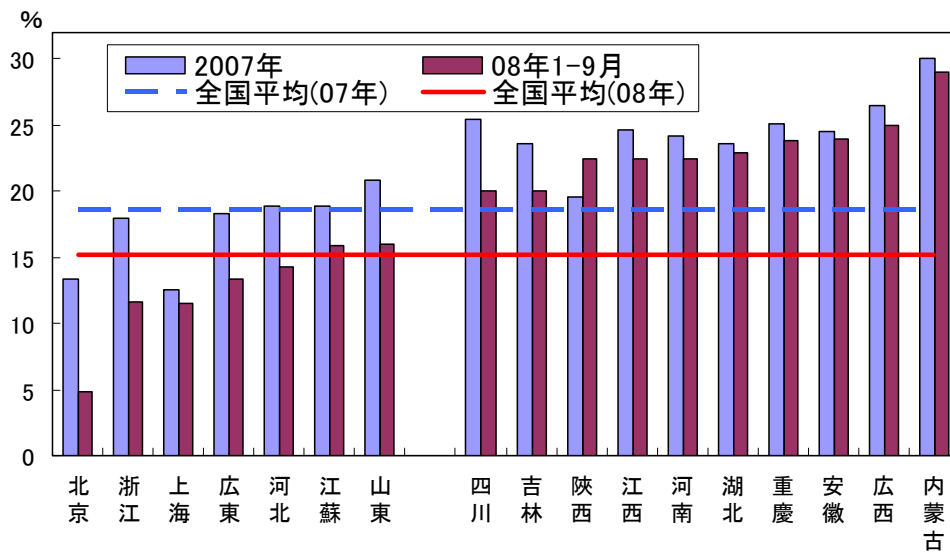
(出所)中国税関統計などにより筆者作成。

(注)輸出及びその主要構成部分の前年同期比伸び率。繊維はHS分類のX I類。2008年広東省の繊維輸出と対米輸出は1~6月。

第4に、沿海地域の成長が停滞している。

これまで、中国の経済成長はおもに沿海地域によって牽引されてきた。しかし、2007年と08年には、沿海地域の成長は内陸地域より低い現象、すなわち逆の地域格差が生じた。沿海地域の経済は、輸出への依存度が高く、しかも中小企業と民間企業が多いため引締めの影響を受けやすいこと、しかし内陸地域の経済は内需中心であり、国有企業が多いことが原因である。実際、2007年と2008年1~9月の省別の工業付加価値の伸び率をみると、沿海地域にある経済成長が進んでいる主要省・市は全国平均より低いのみならず、2007年と比較すると2008年の下落幅も全国平均より大きい。一方、内陸地域の各省・自治区の伸び率は、全国平均を大きく上回り、2008年の下落幅も小さい(図表14)。沿海地域の成長の停滞は、中国经济全体に与えるマイナス影響が大きいと考えられる。

図表 14 地域別の工業付加価値の伸び率



(出所)中国国家统计局。

(注)地域別の工業付加価値の伸び率。2007年は前年比、2008年1～9月は前年同期比。

4.2 マクロ経済政策の転換

物価の沈静化、引締めがもたらすマイナス影響、米国の景気後退など、国内外の経済情勢の変化などにより、引締め政策を継続する必要性が薄くなっている。中国政府はこのような変化に対応して、マクロ経済政策の舵を切り始めた。

2008年7月、中国の指導部は経済成長に問題が生じていた沿海地域を相次いで視察し、調査を行った。胡錦涛国家主席は山東省、温家宝首相は江蘇省、上海市、広東省、浙江省、習近平国家副主席は広東省、李克強副首相は浙江省、王岐山副首相は山東省を視察した。

その結果、7月下旬に開催された共産党政治局会議で政策調整を決定した。政策目標は、従来の「インフレ抑制」に「安定成長維持」も加えて2本立てとなった。すなわち、マクロ経済政策の基本方針を従来の「経済過熱を防ぐ」から「安定成長を維持する」へと転換し、引締め政策の緩和に踏み切った。

さらに、10月に開催された共産党三中全会では、経済の停滞に危機感を強め、さらなる経済刺激策を打ち出す姿勢を表明した。

4.3 金融緩和と景気刺激策の実施

上記のマクロ経済政策の転換により、7月以降、金融緩和と景気刺激策が相次いで発表され、実施された。

まず、金融面では緩和措置が実施され始めた。7月に、中小企業の資金難に対応して、中小企業融資の枠、すなわち融資残高を5%拡大した。9月には、米国の金融危機の最中に、リーマン・ブラザーズの破綻を受け、利下げに踏み切った。預金金利を0.27%引き下

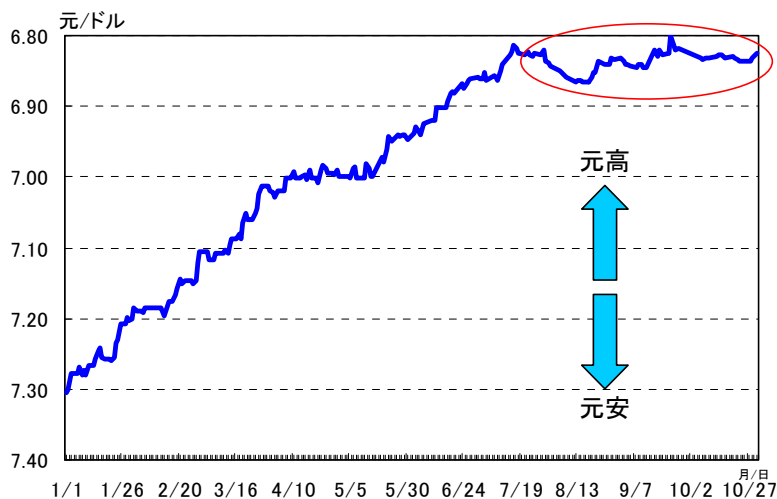
げ、中小金融機関の預金準備率を1%引き下げた。また、10月中旬に、世界主要国の中央銀行と協同で、同じタイミングで貸出と預金金利を0.27%引き下げ、預金準備率を0.5%引き下げると発表した。さらに、10月末には、0.27%の利下げをもう一回実施した。

次に、株式市場へのてこ入れ策も導入した。米国の金融危機の影響で一時期急落していた中国の株式市場を救済するため、9月19日から、取引額に応じて0.1%で売買双方から徴収する印紙税の徴収方法を一方の徴収に変更した、すなわち売り手からは徴収するが、買い手からは徴収しない。同時に、国有銀行の大株主で、国家投資ファンドである匯金公司是、株式市場を通じて、上場の国有銀行である建設銀行、中国銀行、中国工商銀行の株式を買い増した。また、中央レベルの国有企業（中央企業）を管轄する国有資産監督管理委員会も、傘下の上場企業に対して、自社株の購入を命じた。

さらに、輸出企業への支援策も実施した。8月から、繊維製品の輸出税還付の比率を従来の11%から13%に引き上げた。10月には、3,486品目（輸出商品全体の25.8%に相当）の税還付比率が引き上げられた。今回の還付率の調整は、2007年7月に引き下げた分をほぼ従来の水準に戻した。労働集約的、低付加価値産業は、コスト上昇、元高に苦しんでいるが、還付比率の引き上げはその輸出を維持することに役立つであろう。

また、輸出維持とホットマネーの流入を防ぐため、人民元高のスピードダウンという措置もとった。元高への人民元為替レート調整は2005年7月から始まって、07年以降は加速し、しかも元高の一本調子で、輸出企業に適応する時間もない。08年7月から、元レートは上下変動するようになり、輸出企業に調整の時間を与えた（図表15）。

図表15 人民元の対米ドルレートの推移（2008年）



(出所)中国人民銀行。

(注)日別人民元対米ドルレート。10月31日まで。

以上のように、中国政府は金融引締め緩和、景気刺激策をすでに取り始めているが、

今後、経済の減速がさらに進むと、より一層の景気対策を実施するであろう。

5. 始まる中国経済の調整

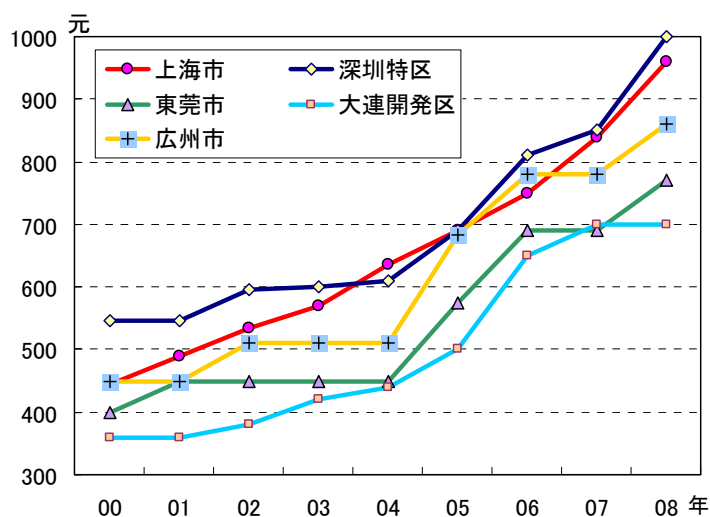
以上のように、引締めがもたらした問題のほかに、コストの上昇などによる企業の経営困難、産業構造の高度化への調整などの内的要因、そして米国の金融危機がもたらした世界的不況などの外的要因のもとで、中国経済が直面するさまざまな問題により、経済成長のスローダウンなど、調整が避けられない。

5.1 企業の経営困難

現段階において、企業経営はさまざまな困難に直面している。少なくとも、以下のような不利な要因が存在し、経営を圧迫している。

第1に、賃金コストが大幅に上昇した。持続的な高成長により、一部の沿海地域には人手不足、募集難の状況が生じ、賃金の上昇に拍車をかけた。例えば、各都市の最低賃金は大幅に上昇し、深圳経済特区の最低賃金は7月から17.6%引き上げられ、初めて月額1,000元に達した(図表16)。最低賃金の引き上げは、労働力の需給と賃金水準の実態を考慮して政府が決めるが、最低賃金の上昇は、企業の賃金水準全体もあわせて上昇させる。

図表16 主要都市の最低賃金(月額)の引き上げ



(出所)各都市の発表。

また、政府が賃金水準を高めを誘導する動きもある。例えば、広州市政府は産業高度化措置の一環として、職員の給与を5年間に倍増させる「賃金倍增計画」を今年から実施し、08年の昇給率を14%と決定した。

また、2008年から実施した新しい労働契約法は、辞退の際の補償、残業の規制、福利厚

生の充実などを新たに義務付けた。こうした規定をクリアする場合、企業は 2～3 割の人件費増加を強いられる。加えて、5 月から実施した労働争議仲裁法によって、賃金交渉において企業側は不利な立場に立たされている。

第 2 に、世界的な資源・エネルギー価格の高騰の影響で、中国国内でも原材料価格や、部品調達のコストも大幅に上昇した。

第 3 に、金融引き締めにより、企業の資金繰りが悪化し、資金不足に陥っている。さまざまな方法で資金を調達できるとしても、金利負担が増えてしまう。

第 4 に、電力不足である。近年、中国の沿海地域においては、電力不足は常態化している。休日操業で調整しても、週 3～4 日の操業しか確保できず、稼働率が低下してしまう。稼働率を維持するため、自家発電で対応する企業は、購入する電気より 2 倍以上のコストを強いられる。

第 5 に、環境保護の負担増がある。近年、中国は環境保護の強化により、企業は排出費用の増加、環境設備の導入など、より多くのコストを負担しなければならない。

以上の 5 項目は、一般企業が直面する経営困難であるが、輸出企業の場合、さらに下記の 3 項目にも対応しなければならない。

第 6 に、輸出優遇政策の見直しは輸出コストを増加させ、大きなマイナス影響をもたらした。低付加価値、資源多消費型の輸出製品に対して、税還付比率が引き下げられた。輸入した原材料・部品を用いて加工した製品を輸出する経営形態、加工貿易（委託加工ともいう）に対して、制限・禁止の範囲を拡大した。制限業種の場合、従来の原材料・部品の輸入免税措置が改められ、巨額の保証金（敷金、輸入額の半分に相当）を税関に納めることは新たな負担となる。

第 7 に、加速する元高は、輸出を困難とさせ、輸出企業が対応に追われている。

第 8 に、海外市場の低迷も輸出に影を落とす。米国の金融危機の影響で、世界の主要国の景気が後退し、海外需要が増えず、コスト上昇による輸出価格の引き上げ、すなわち価格の転嫁も困難となった。

上記の 8 項目による影響で、多くの企業は経営困難に陥っている。とくに労働集約的産業、低付加価値産業、輸出企業、中小企業と民間企業が受けるダメージが大きい。広東省、山東省、浙江省では、企業の倒産は増加している。なかでは、韓国企業、香港企業、台湾企業が倒産する例も少なくない。

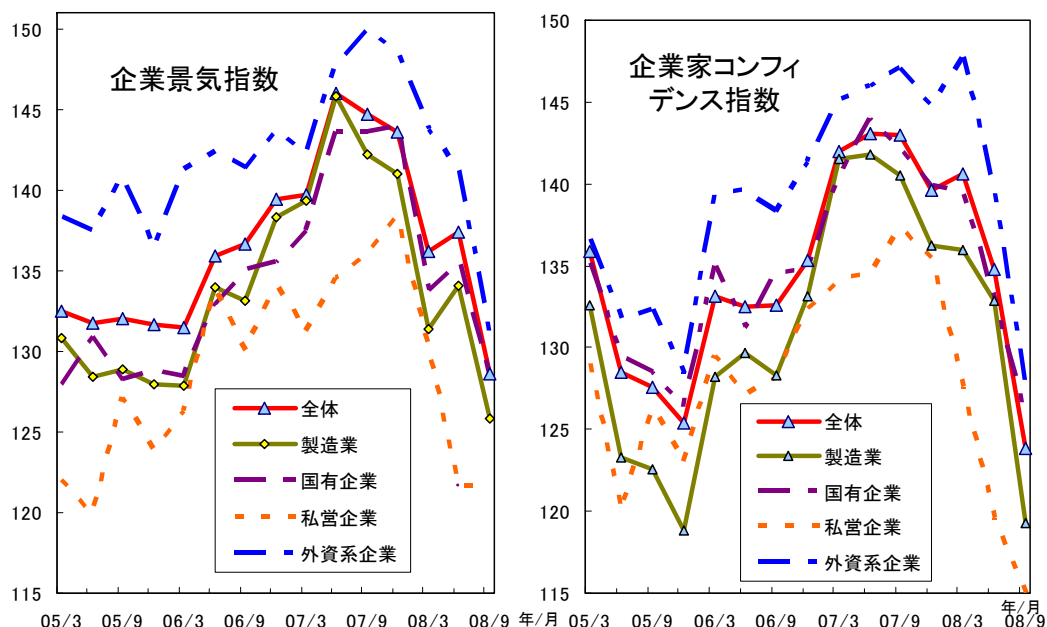
国家発展改革委員会の発表によると、08 年上半期には中小企業（年間売上げは 500 万元以上が統計の対象となり、3,000 万元未満の企業は中小企業と定義）の倒産は 6.7 万社にのぼり、そのうち、繊維産業の中小企業は 1 万社強が含まれる。繊維産業においては、2/3 の企業は再編に直面している。倒産の波は大企業、外資系企業も襲った。10 月初め、中国の繊維産業の集積地である浙江省紹興市にある中国最大の染色企業である江竜控股集团が倒産した。倒産理由は資金繰りの行き詰まりである。また、10 月中旬に、香港の上場企業であり、世界最大の玩具メーカーの合俊集団は破綻し、広東省東莞市にある 2 カ所の

工場を閉鎖し、6,000人の従業員は失業となった。その背景は米国市場の不振にある。

企業の経営困難、そして倒産の増加は、景気の減速、失業の増加など中国経済に深刻な影響をもたらしている。

実際、企業景気指数（Business Climate Index）、企業家コンフィデンス指数（Entrepreneur Expectation Indicator）は、2006年以降上昇したが、08年に入ると、大幅に下落した。まだ100を超えており、プラスの評価であるが、企業が経済への判断と企業業績の判断はやや悪化していると読み取れる。そのなか、私営企業（個人所有）の下落は著しい（図表17）。

図表17 企業景気指数と企業家コンフィデンス指数の推移

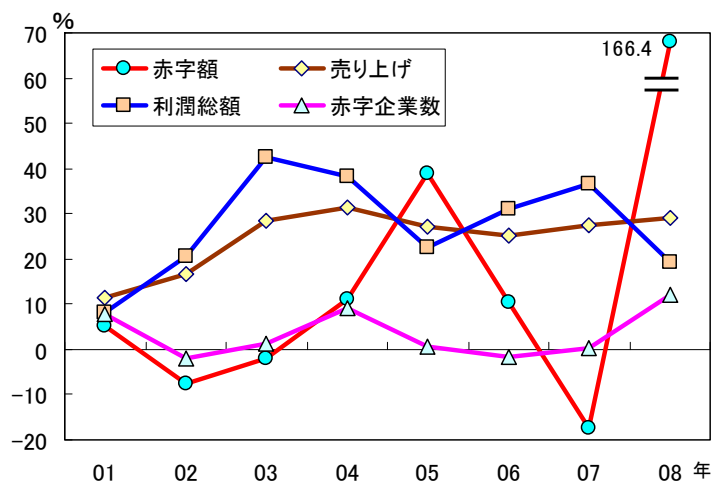


(出所)中国国家统计局。

(注)四半期ごとのアンケート調査。その値は100を超える場合、「好転」が「悪化」より多い。

また、企業の業績をみると、2001年以降堅調に伸びてきたが、2008年(1~8月)には、利益の伸びが低下し、赤字企業数と赤字額の伸び率は大幅に上昇している(図表18)。

図表 18 鋳工業企業の業績の変化



(出所)中国国家统计局。

(注)前年比伸び率、2008年は1～8月の前年同期比。

5.2 構造調整の影響

すでに述べたが、中国のこれまでの経済成長は、投資牽引、外需依存の経済成長であった。しかし、従来の成長パターンは限界に来ている。投資牽引の経済成長は非効率である。外需依存、労働集約的、低付加価値製品中心の輸出も持続できなくなっている。世界の分業体制において、中国はローエンドに止まっており、しかも低賃金、資源の低価格の時代がすでに終わった。また、世界的な景気後退で、国際市場も萎縮に転じていく。

したがって、中国経済の構造転換は不可欠である。内需、消費牽引への転換、労働集約・低付加価値産業からの高度化が必要である。実際、このような構造調整は、数年前からも始まり、現在の景気減速も構造転換の一環と考えてもよい。しかも、景気減速の時期にも構造調整がさらに強化される。これによって、景気減速と構造転換は経済成長に2つの影響をもたらす。

1つは、景気減速、とくに企業の経営困難を好機とみて、構造調整を強力に進める。

一部の地域、例えば広東省では、労働集約・低付加価値の企業、中小企業、輸出企業が経営困難に見舞われることをチャンスに、政策誘導やコスト上昇をさせることを通じて、その高度化、輸出から国内販売の転換を迫り、高度化と転換ができない企業は、倒産、コストの安い地域への移転を促す。倒産が続発しても、ハイテク・高付加価値産業の導入のため、必要な資源を最適利用するうえで不可欠だと考える。

このような政策のもとでは、企業の経営難、そして成長の減速は長引く可能性もある。

もう1つは、構造転換で産業空洞化が生じる可能性もある。産業高度化、そして輸出から国内販売への転換は時間かかる。労働集約・低付加価値の企業が制限され、代替するハイテク産業が十分に育っていなければ、また外需（輸出）から内需への振替が十分にでき

なければ、一時期に産業空洞化が避けられない。これにより生産と雇用の停滞は、経済成長にも悪影響を及ぼす。

このように、長期的な構造調整は、短期的な景気動向にマイナス影響を及ぼすであろう。

5.3 米国の金融危機の影響

米国で2007年に発生したサブプライムローン問題は、2008年9月以降、金融機関の破綻、株価急落と資金不足の金融危機に発展し、世界各国に波及し、世界的な不況を引き起こしている。

米国の金融危機は、当然、中国経済にも影響を与えている。中国経済の調整は以下の分野で影響を受けるであろう。

第1に、金融機関の損失である。中国の金融機関もサブプライムローンに汚染された債券をある程度保有し、米国の金融機関にある程度出資しているためである。しかしその規模が小さく、損失が比較的小さい。

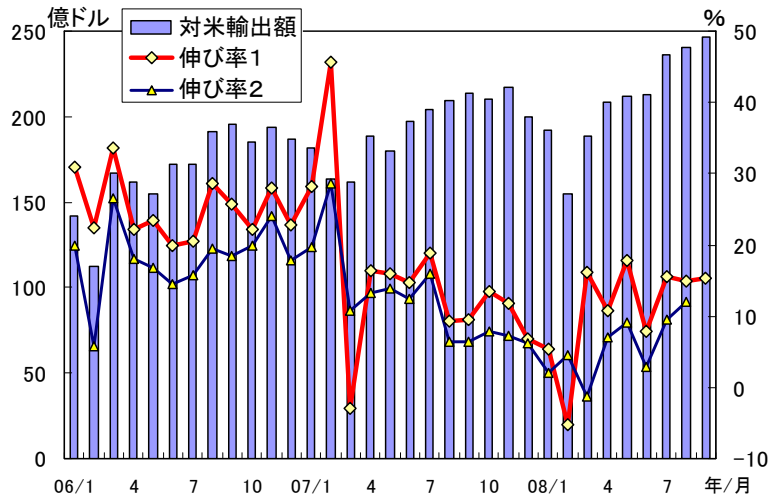
第2に、中国の金融システムは十分に開放しておらず、また、独自の金融政策を展開しているので、世界的な資金不足、貸し渋りから受ける影響は少ない。

第3に、米国の金融危機の影響で、世界の他の市場と同様に、中国の株式市場も長期的に低迷する可能性がある。これは、中国の経済成長に与えるマイナス影響が大きいであろう。

第4に、米欧などの金融機関の破綻や資金不足により、外資が中国から引き上げる動きもある。例えば、外国機関投資家による中国の人民元建て株式（A株）への投資（QFII、適格外国機関投資家）額が減少し、資金が引き上げられている。また、専門家の推計によると、08年6～9月の4ヶ月の間に、ホットマネーの国外への流出は800億ドルにのぼり、そのうち、9月だけでは約145億ドルである。資金の引き上げは、株価の下落、不動産価格の下落の一因と見られている。一方では、新たなホットマネーの流入が増えないことは、マクロ経済の安定にとってはプラスである。

第5に、中国の輸出に与える影響は比較的大きい。米国での不動産の暴落と金融危機の影響で、資産が目減りにより個人消費も減少せざるを得なくなる。今後、企業の資金繰りが悪化し、倒産、失業などによって、消費はさらに収縮してしまう。米国での消費の低迷は、中国からの輸入も減少する。実際、2007年半ば以降、すなわちサブプライムローンの問題が発生後、中国の対米輸出の伸び率はすでに低下している（図表19）。また、米国の輸入統計でも、中国からの輸入が同様に減速傾向にあると見て取れる。

図表 19 対米輸出が減速傾向



(出所)中国商務部、米国商務省。

(注)棒グラフは中国の対米輸出、伸び率1はその前年同月比。伸び率2は米国統計における中国からの輸入の前年同月比。

中国にとって、米国は最大の輸出先であり、対米輸出は中国の輸出の3割も占めているため、対米輸出の停滞ないし減少は、中国の経済成長に与える影響が大きい。しかも、米国の不況と消費の低迷は数年間も続き、中国からの輸入を減らすのみならず、輸入価格を低く抑えることも中国へのマイナス影響である。

ただし、中国の対米輸出は比較的ローエンドであり、所得弾力性や価格弾力性が比較的低い。米国に低所得層が多いこと、中間層も所得が減少するなどの事情を考えると、中国の対米輸出が大幅に減少することも考えにくい。

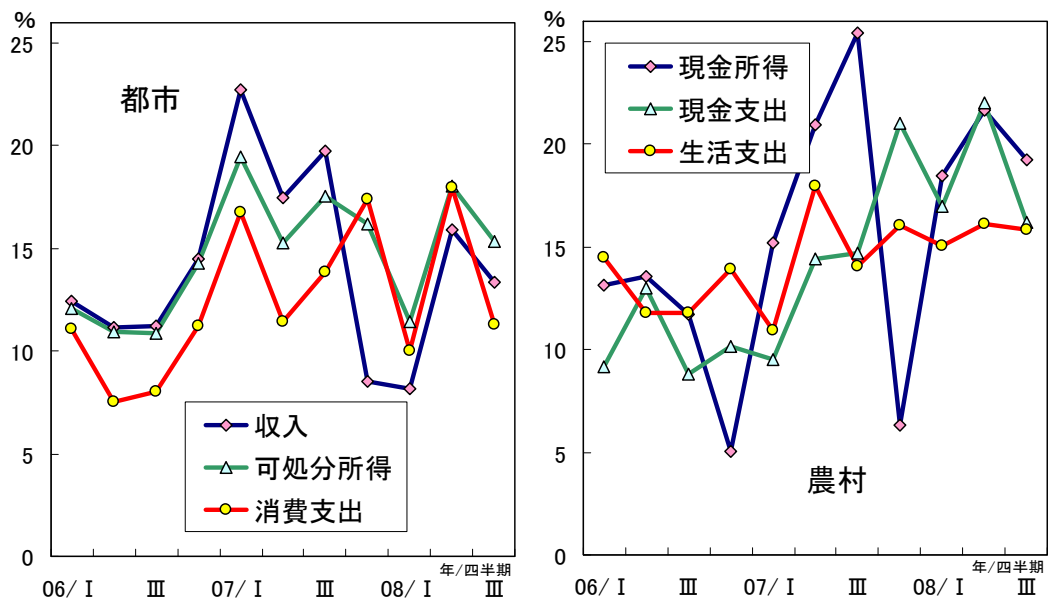
このように、米国発の金融危機は、中国経済にさまざまなマイナス影響を及ぼすことが避けられない。ただし、他の国に比べると、実体経済が受ける影響が比較的少ない。

5.4 依然として堅調な消費

中国の高成長に伴って、中国の消費も急拡大している。しかし、輸出と投資に比べると、いままで消費が果たした経済成長を牽引する役割は比較的小さい。中国経済の減速のなか、投資と輸出が増えず、資本市場も低迷しているため、消費が堅調に拡大すれば、経済成長を支える効果が大きくなるであろう。言い換えれば、消費が堅実に拡大すれば、中国経済は成長し続け、失速はないであろう。以下、消費の状況を確認しよう。

第1に、所得と消費支出は依然として増加している。経済の高成長や、賃金上昇などにより、所得の増加につれ、消費支出も拡大している。実際、経済成長率が低下するなか、都市部住民の1人当たり収入、可処分所得と消費支出、農村住民の1人当たり現金所得と生活支出はいずれも伸びている(図表20)。

図表 20 都市・農村の 1 人当たり所得と消費支出の増加

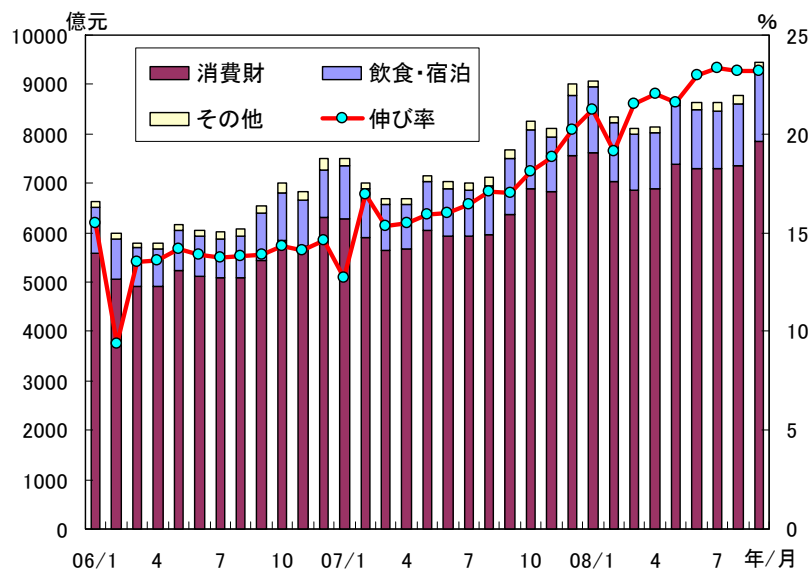


(出所)中国国家统计局。

(注)四半期別の所得、支出額の前年同期比伸び率。

第 2 に、小売総額は堅調に伸びている。小売総額は消費動向を計る重要な指標であり、近年、伸び続けてきた。2008 年に入っても、経済成長が減速するにもかかわらず、小売総額の前年比伸び率は、2 割超という高水準で推移し、06 年、07 年を大きく上回っている (図表 21)。

図表 21 小売総額の伸び

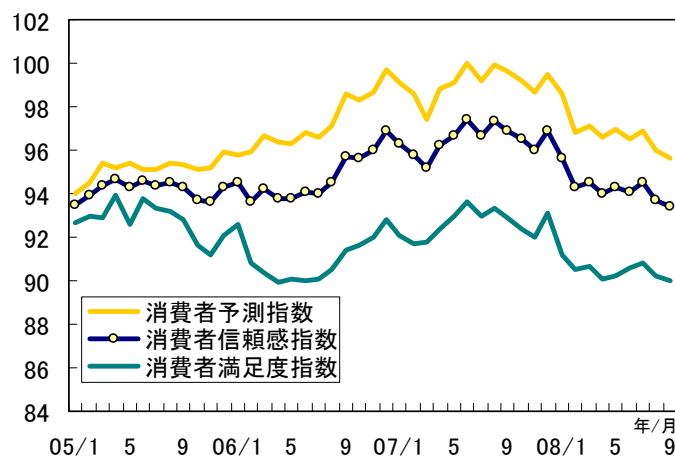


(出所)中国国家统计局。

(注)伸び率は合計額の前年同月比。

第3に、消費者信頼感指数 (Consumer Confidence Index) はやや低下する傾向にある。消費者信頼感指数は、2007年に上昇したが、08年に入ってから低下する傾向にある (図表22)。しかし、依然として高水準にある。しかも、消費者の予想が高く、満足度が低いことは、今後の消費を拡大させていくことを意味する。

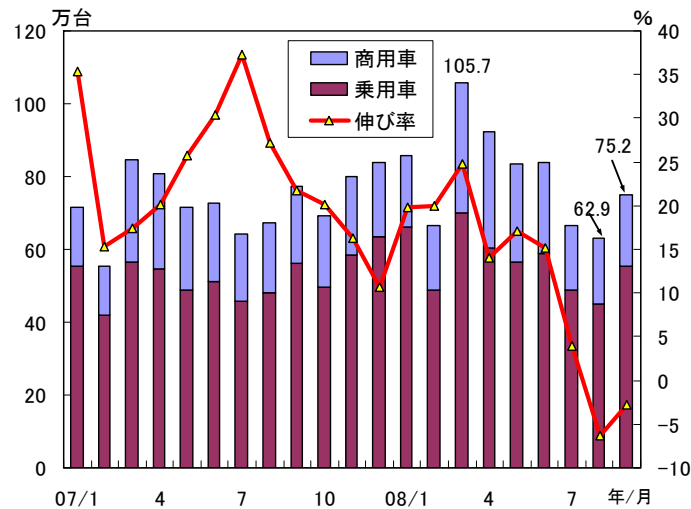
図表22 消費者信頼感指数の推移



(出所)中国国家统计局。
(注)月別アンケート調査。

第4に、自動車の販売量は減少傾向が表れている。消費に関連するさまざまな指標のなかでは、唯一マイナス傾向であるのは、自動車の販売量である。経済の発展や、個人所得の向上、そしてモータリゼーションの進展に伴って、自動車販売が急拡大してきた。しかし、08年3月に月別の販売量で史上最高の100万台超を達成した後、減少に転じ、8月と9月2ヶ月連続で前年同月比の減少を記録した (図表23)。自動車販売の減少は、ガソリンなど燃料高の影響もあるが、消費者の将来の収入減への不安も存在することは否定できない。したがって、自動車販売の減少は特殊要因によるものか、それとも不況の始まりを告げるかは、まだ断定できない。

図表 23 自動車販売量の伸び



(出所)中国自動車工業協会、商務部。
 (注)伸び率は乗用車と商用車合計の前年同月比。

このように、消費分野においては、景気減速の影響はまだ確認できない。消費が引き続き成長すれば、経済成長に大きな落ち込みも発生しない。消費は景気減速の歯止めにもなる。ただし、企業の経営悪化、輸出の伸び悩み、資本市場の低迷が長期化すれば、消費の上昇傾向が途切れる可能性も残っている。

5.5 経済の調整は何時まで続くか

今回の中国経済の調整、経済成長の減速は始まったばかりだが、何時まで、どの程度まで調整するのか。これは、政策の実施と国際経済環境の変化に左右されるであろう。

まず、経済政策の実施に関しては、過熱抑制から成長維持の政策転換は、経済成長の下落をある程度緩和することができる。経済がさらに悪化すれば、追加的な景気刺激策を実施するであろう。遅くても、2008年末の共産党中央工作会議では、大規模な景気浮揚策が決定されるであろう。

実施可能な政策としては、金融面ではさらなる緩和策、例えば利下げと預金準備率の引き下げ、貸出の総量規制の撤廃、とくに企業への融資枠の拡大、中小企業への金融支援などが考えられる。財政面では、公共投資、企業への減税などの措置がとられるであろう。資本市場に関しては、株価の下げを如何にして食い止めるかに、国有上場企業による自社株の購入、政府系ファンドの株式購入増など、さまざまな手段をとるであろう。不動産市場に関しては、2008年7月以降、各地方政府は救済措置をとり始め、10月下旬には中央政府も動き出し、住宅購入の減税、融資の緩和など、不動産取引を活発化させる対策を講じている。今後、不動産企業が大量に倒産すれば、また、建材、家具、家電など川上川下産業へのマイナス影響が拡大すれば、不動産企業への救済策を含む対策を追加的に取らざ

るを得なくなるであろう。

次に、世界経済の動向も中国経済に影響を与える。米国発の金融危機は、世界各国の金融機関の破綻、株式市場の急落をもたらした。今後、金融危機が実体経済に伝わると、世界的な不況に発展していく。世界的な不況は、当然中国の景気減速を増幅し、経済調整から高成長への復帰を遅らせる。しかし、これまで、中国経済の景気循環や金融政策、株式市場の騰落は、先進国と異なる動きがあった。金融危機の程度、そして世界各国の不況の程度も、中国の輸出を減らすことを通じて、中国経済の調整に影響を与えるであろう。

第3に、調整はどの程度まで、どのタイムスパンで進められるか。中国経済のこれまでの調整は、成長率が8%前後まで下がると底になる経緯がある。他の国と違って、中国の経済成長は8%を下回ると、景況感が大幅に悪化し、大不況が訪れる。雇用の確保、社会安定の維持を考慮すれば、中国政府は成長率が8%以下になることを看過できず、全力で支えるであろう。実際、政府は成長率を9%まで下げることを望んでいる。一方、経済の各分野におけるマイナス影響はまだ出尽くしておらず、経済事情に応じてとる景気刺激策も徐々に実施される。景気刺激策が経済の各分野に浸透し、効果が現れ、経済成長が再び上昇に転じるには、1~2年の時間がかかるであろう。

2008年第4四半期の経済成長率は9%を下回り、通年の成長率は10%を切り、2009年は9%前後と予測できる。高成長への復帰は2010になろう。

現在、米国発の金融危機は世界に広がり、世界的な不況が進行している。こうした状況の中、中国経済は成長が維持できれば、世界経済にとっては好影響を与える。言い換えれば、中国経済の調整は大きく落ち込まず、成長を維持することは、世界経済への貢献になる。この意味では、中国経済の調整の行方は、世界中の注目を集めることになる。

参考文献

- 朱炎 2008a 「中国の輸出抑制策はオーバーキルか」、霞山会『東亜』2008年7月号
- 朱炎 2008b 「インフレと輸出減速で調整は五輪後にやってくる」、『週刊エコノミスト』2008年7月22日号
- 朱炎 2008c 「論点 調整局面に入る中国経済」、東洋経済『経済倶楽部講演録』2008年8月号
- 朱炎 2008d 「広東省の輸出産業の経営難と産業高度化」、霞山会『東亜』2008年10月号

研究レポート一覧

No.332	調整期に入る中国経済	朱 炎 (2008年11月)
No.331	貨物ゲートウェイ空港の国内立地のための方策 ーアジアの活力を取り込んだ経済成長向上に向けてー	木村 達也 (2008年11月)
No.330	顧客経験に基づくサービスの知覚品質評価 ーITインターフェース・サービスを中心としてー	長島 直樹 (2008年11月)
No.329	地域医療提供体制改革(IHN化)の国際比較	松山 幸弘 (2008年11月)
No.328	工業系公設試験研究機関の現状に関する一考察	西尾 好司 (2008年10月)
No.327	未公開Web2.0企業の実態と成長に関する研究	湯川 抗 (2008年10月)
No.326	地方の自立性を高めるための地方への税配分	米山 秀隆 (2008年10月)
No.325	インドにおける研究開発戦略のあり方	金 堅敏 (2008年10月)
No.324	A Return of Protectionism? Internal Deregulation and External Investment Restrictions in the EU	Martin Schulz (2008年8月)
No.323	銀行の資産運用・収益構造と収益力強化のための基本戦略 ー収益源の多角化と規模の収益性を求めてー	南波駿太郎 (2008年6月)
No.322	地域間移動を考慮した将来人口の推計	戸田 淳仁 (2008年6月) 新堂 精士
No.321	中国経済のサステナビリティと環境公害問題	柯 隆 (2008年5月)
No.320	「革新創造国」造りに向かう中国のチャレンジ	金 堅敏 (2008年5月)
No.319	急拡大する中国の自動車市場と日系企業の対応	朱 炎 (2008年5月)
No.318	バリュー・プライシング実現に向けた一考察	長島 直樹 (2008年4月)
No.317	証券化の活用による賃貸住宅市場の革新	米山 秀隆 (2008年4月)
No.316	欧州との比較による日本の林業機械と作業システムの課題	梶山 恵司 (2008年4月)
No.315	中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド	金 堅敏 (2008年4月)
No.314	カテゴリーライゼーションの消費者行動における重要性 ーWillingness to payへの影響ー	新堂 精士 (2008年3月)
No.313	女性労働者の出生行動と金銭的インセンティブ ー健康保険組合データに基づくパネルデータより	河野 敏鑑 (2008年3月)
No.312	オープン・イノベーションと研究成果の無償公開	絹川 真哉 (2008年3月)
No.311	市民の資金拠出による社会変革活動	米山 秀隆 (2008年3月)
No.310	物流、卸売・小売のイノベーションにおける重要要因② ーケーススタディから導出された要因の検証ー	木村 達也 (2008年3月)
No.309	物流、卸売・小売のイノベーションにおける重要要因① ーヤマト運輸とセブン-イレブン・ジャパンのケーススタディー	木村 達也 (2008年2月)
No.308	グローバル市場における日本企業のCSRサプライチェーン	生田 孝史 (2008年1月)
No.307	外貨準備の本格的運用を始めた中国 ー中国投資設立の影響とビジネスチャンスー	朱 炎 (2008年1月)
No.306	企業の取引関係ネットワークと企業規模との関係	齊藤有希子 (2008年1月)

<http://jp.fujitsu.com/group/fri/report/research/>

研究レポートは上記URLからも検索できます



THE POSSIBILITIES ARE INFINITE

富士通総研 経済研究所

〒105-0022 東京都港区海岸1丁目16番1号 (ニューピア竹芝サウスタワー)
TEL.03-5401-8392 FAX.03-5401-8438
URL <http://jp.fujitsu.com/group/fri/>