



# ソフトランディングに向かう中国経済

## —限定的にとどまる米国発金融危機の影響—

関 志雄\*

### 要約

1. 中国では、内外の経済情勢の悪化を受けて、景気が減速しており、これに対して、政府のマクロ経済政策のスタンスはインフレ抑制から成長維持に移ってきた。特に、米国発金融危機が勃発した 2008 年 9 月以降、金融政策と財政政策を中心に景気対策が本格化している。その目玉として、11 月 9 日に総額 4 兆元（約 57 兆円）に上る 10 項目の景気刺激策が発表され、その支援の対象は、民生関連プロジェクトやインフラ建設、生態環境の整備、国民生活の向上など、広範囲にわたる。これらに伴う内需の拡大は、予想される外需の落ち込みをある程度相殺し、中国経済は、2009 年も 8%を上回る成長率を達成できるものと見られる。
2. IMF によると、2009 年の日米欧は軒並みマイナス成長になり、世界経済成長率も 2008 年の 3.7%から 2.2%に低下するが、中国は減速基調が続くものの、2009 年も 8.5%という比較的高成長を維持できると予想される。中国の GDP 規模（購買力平価ベース）が世界の 12.0%に当たることを合わせて考えれば、中国による世界経済成長への寄与度は、全体（2.2%）の半分近くに相当する 1.02%（8.5%×12.0%）に上ることになる。このように、今回の米国発金融危機は、中国がグローバル大国として台頭することを象徴する出来事になりそうである。

## I、内外環境の悪化で減速する中国経済

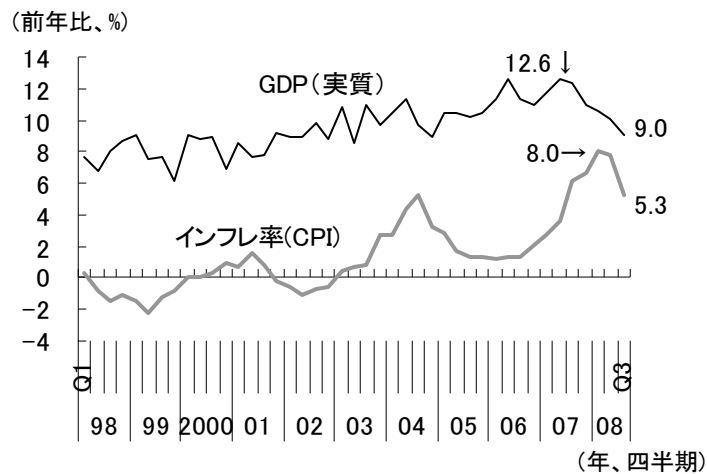
中国経済は 2003 年以来 5 年連続の二桁成長を経て、緩やかな調整局面に入っている。それでも、深刻な金融危機に見舞われている米国やその影響を強く受けている日本とヨーロッパ諸国に比べ、むしろ好調さが目立っている。

### 1. 強まる景気の調整色

中国の 2008 年の第 3 四半期の成長率は 9.0%と、水準そのものは依然として高いものの、外需と内需がともに減速していることを反映して、ピークであった 2007 年の第 2 四半期の 12.6%と比べて 3.6 ポイント低下している（図表 1）。その後には発表された経済指標は、11 月の工業生産

\* 関 志雄（榊野村資本市場研究所 シニアフェロー）

図表1 GDP成長率とインフレ率の推移



(出所) 中国国家統計局データより野村資本市場研究所作成

(付加価値ベース、実質)の前年比の伸びが5.4%と、1994年の統計開始以来、最も低い水準となるなど、景気の更なる減速を示している。

まず、外需の面では、ドル・ベースで見て、2008年の1~11月期の輸出の伸びは、前年比19.3%にとどまっており、2007年通年の25.7%を下回っている。特に、11月の伸び率は-2.2%とさえない。一方、2008年1~11月期の輸入の伸びは22.8%と、輸出の伸びを上回るようになった。これは内需拡大による輸入の増加というよりも、石油をはじめとする一次産品の価格の上昇分を反映したものである。

また、内需に関しては、投資の伸びが鈍化している一方で、消費が伸び続けているものの、その持続性に疑問が生じている。景気の減速に、これまでの金融引き締めの影響も加わり、企業の収益は伸び悩んできている。これを背景に、投資の一層の減速は避けられない。こうした中で、投資の代わりに消費が内需拡大のエンジンになると期待する声も一部では聞こえるが、景気が減速し、株をはじめとする資産価格が低下している中で、その実現は困難であると言わざるを得ない。現に、これまで消費を牽引してきた自動車の販売台数は、2008年の3月をピークに減少傾向に転じている。

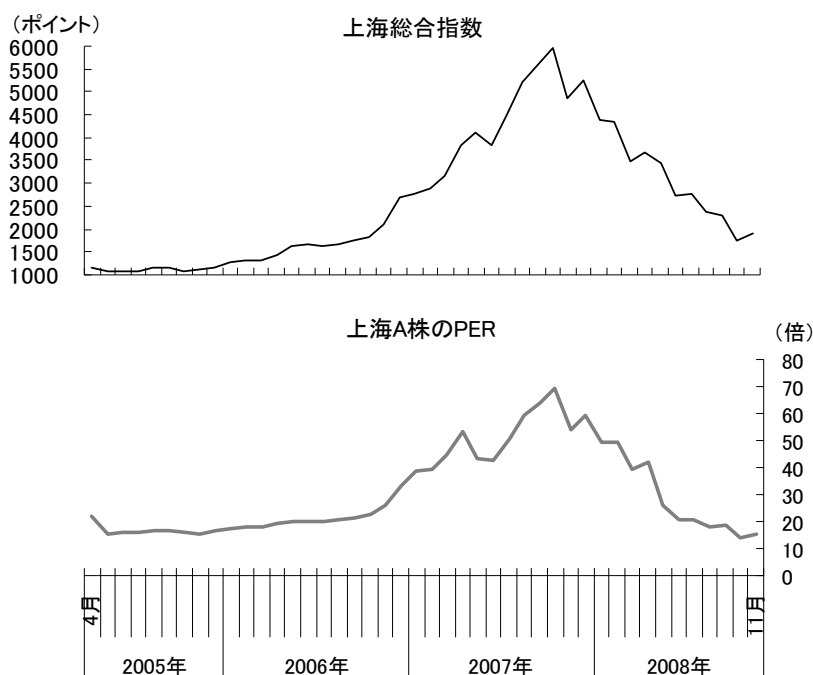
これまでの好景気と人民元の上昇圧力をかわすための外為市場への(ドル買い・人民元売り)介入に伴う流動性の膨張を背景に、インフレは高騰していた。消費者物価(CPI)で見たインフレ率は、2008年2月には8.7%と、12年ぶりの高水準となった。インフレを抑えるために、当局は利上げをはじめとする金融引き締め政策を採り、また人民元の切り上げを容認するようになった。その結果、景気が減速しており、インフレ率も、2008年11月には2.4%まで低下している。

## 2. 急落した資産価格

内外の経済情勢の悪化を受けて、2007年10月以降、それまで急騰してきた株価は一転急落した(図表2)。

流動性の膨張や05年春から始まった非流通株改革の進展などを背景に、株価が急騰し、中国共産党第17回全国代表大会が開催された07年10月中旬には一時6000ポイントを超えた。05年

図表 2 株価バブルの膨張と崩壊



(出所) 上海証券取引所

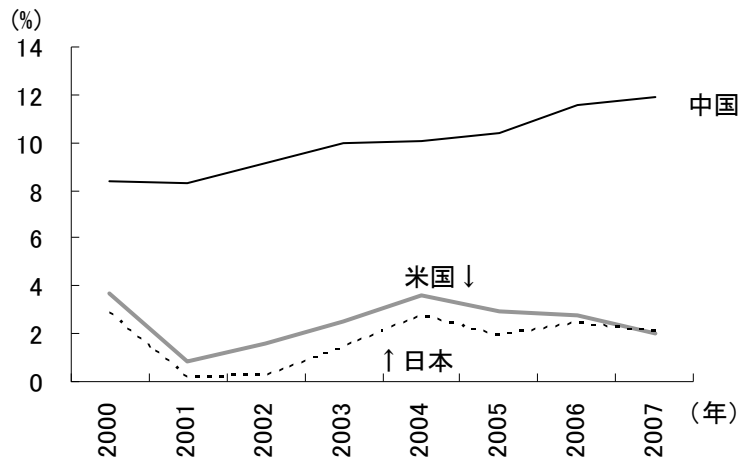
6月頃は 1000 ポイントであったから、2年4ヵ月で 6 倍になったことになる。しかし、その頃から、米国のサブプライム問題をきっかけに、世界の主要市場で株価が急落しはじめた。当初、中国の株価の調整は小幅にとどまっており、高成長を背景に中国が海外の影響をそれほど受けないという、いわゆる「デカップリング（非連動）」現象が注目された。しかし、サブプライム問題の影響が、世界の金融市場にとどまらず、実体経済に広がるにつれ、世界同時株安の波はついに中国市場に及ぶようになった。特に、2008 年 1 月中旬以降、上海総合指数の下げ幅は世界の主要市場の中で最も大きくなった。上海総合指数は、8月の北京オリンピック開催期間中も 10%ほど急落し、さらに 9 月にはリーマン・ブラザーズの破綻を契機に一段と下がり、9 月 18 日には 1900 ポイントを割り、6000 ポイントを超えた 2007 年 10 月に記録した高値と比べて、70%ほど低下した。

金融引き締めと株価の急落を背景に、これまで一本調子で上がってきた不動産価格も転換点を迎えている。全国 70 大中都市不動産価格指数は、2008 年 11 月には前年比 0.2%とピーク時（2008 年 1 月）の 11.3%から伸びが大幅に鈍化しており、前月比ではマイナス 0.5%と、調整色がいっそう鮮明になっている。その上、北京、上海、深圳など主要都市では、分譲住宅の成約件数が急速に落ち込んできており、このことは、不動産価格への下落圧力が高まっていることを示唆している。

### 3. 連動性が薄い中国と米国の経済成長率

海外に目を転じると、サブプライム問題を契機に、米国経済が急速に冷え込んできており、その中国経済への悪影響が懸念されるが、過度に悲観する必要はない。IMF の推計によると、米国の成長率に対する中国の成長率の弾性値はアジア各国・地域の中で最も低い 0.1%にとどまり、

図表3 日米中の GDP 成長率の推移



(出所) IMF, *World Economic Outlook*, Oct. 2008 より野村資本市場研究所作成

日本の 0.3%よりも小さくなっている。これは、米国の成長率が 1%下がれば、日本の成長率が 0.3%押し下げられることになるが、中国の成長率は 0.1%しか下がらないことを意味する。

中国の対米輸出依存度（対米輸出の対 GDP 比）は日本のそれを大幅に上回っているにもかかわらず、次の理由から、GDP 成長率（実質）で見た米国経済との連動性は日本より低くなっている（図表 3）。

まず、中国の対米輸出依存度は、見かけほど高くない。中国では、貿易財（輸出入）は国際価格で取引されているが、非貿易財（サービス）の価格が日本など先進国よりはるかに低くなっている。購買力平価（PPP）を考慮した GDP をベースに計算すれば、中国と日本の対米輸出依存度の差は大幅に縮まる。その上、中国の対外貿易の半分は加工貿易であり、輸出される製品の中には、国内でつけた付加価値よりも、海外から輸入される部品や中間財が多く含まれているのに対して、日本の場合、輸出に含まれている「輸入コンテンツ」の比率が比較的低い。これを考慮すると、中国の対米依存度は、日本を大幅に下回るはずである。

また、中国は資本取引に対して厳しい規制が敷かれており、貿易と比べて、資本移動の規模が小さくなっている。特に、中国の証券市場は対外開放度が低く、株価は海外要因よりも主に国内要因に左右され、海外との連動性は必ずしも高くない。IMFによると、日本と米国の株価の相関係数は 0.52 に達するのに対して、中国と米国の株価の相関係数は 0.08 にとどまっていると推計される（対象期間はいずれも 2000 年－2007 年）。また、中国の金融機関は保有している外貨資産が少なく、今回のサブプライムローンの不良債権化による直接的影響も小さい。

## Ⅱ、動き出した景気対策

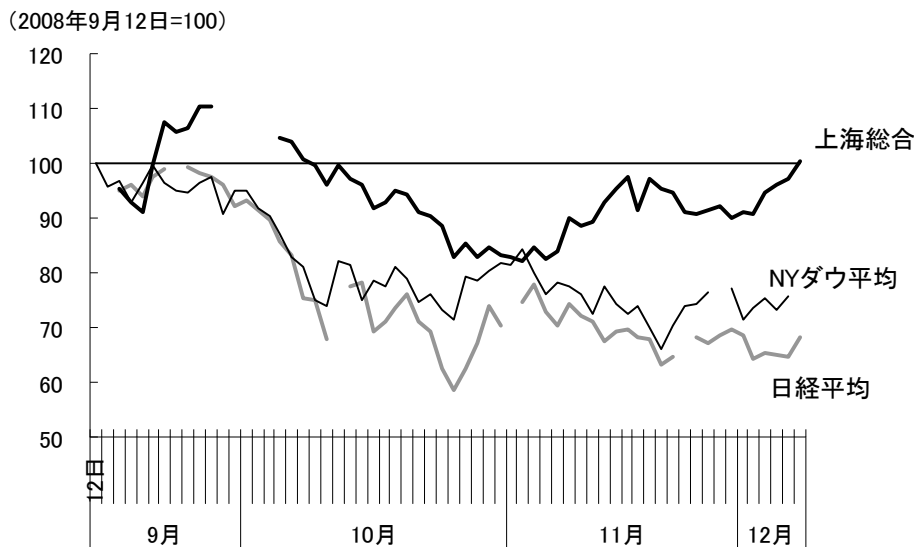
内外の経済情勢の悪化を受けて、中国政府のマクロ経済政策のスタンスはインフレ抑制から成長維持に移ってきた（図表 4）。特に、米国発金融危機が勃発した 2008 年 9 月以降、金融政策や株価挺入れ策、そして財政政策を中心に景気対策が相次いで打ち出されている。これらの政策が好感され、主要市場において株価が急落する中で、中国の市場は底堅い展開を示している（図表 5）。

図表 4 最近の中国政府のマクロ経済政策のスタンスの変化

二つの防止(「両防」)
<p>■ 2007年12月3日～5日に開催された中央経済工作会議</p> <p>急速な経済成長が過熱に転じるのを防ぎ、物価の部分的な上昇から全面的なインフレへの移行を防ぐことを、当面のマクロコントロールの第一の重要な任務とする。来年(2008年)は穏健な財政政策ときつめの金融政策を実施すべきである。</p>
一つの維持、一つのコントロール(「一保一控」)
<p>■ 2008年7月25日に開催された中央政治局会議</p> <p>経済の安定した速い発展の維持と物価の急激な上昇の抑制をマクロコントロールの最優先任務とする。</p>
成長維持(「保増長」)
<p>■ 2008年10月17日に開催された国務院常務会議</p> <p>柔軟かつ慎重なマクロ経済政策を採用し、財政・税制・貸出・貿易等の政策措置を早急に打ち出し、経済の平穏で比較的速い成長を引き続き維持しなければならない。</p> <p>■ 2008年11月5日に開催された国務院常務会議</p> <p>当面は積極的な財政政策とゆとりのある金融政策を実施し、さらに強力な内需拡大策を打ち出して、民生関連プロジェクトやインフラ建設、生態環境の整備、国民生活、特に低収入層の所得水準を高め、経済の安定成長を促進しなければならない。そのために、2010年までに、総額4兆元に上る内需拡大策を実施する。</p>

(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

図表 5 リーマン・ショック以降の中国・米国・日本の株価の推移



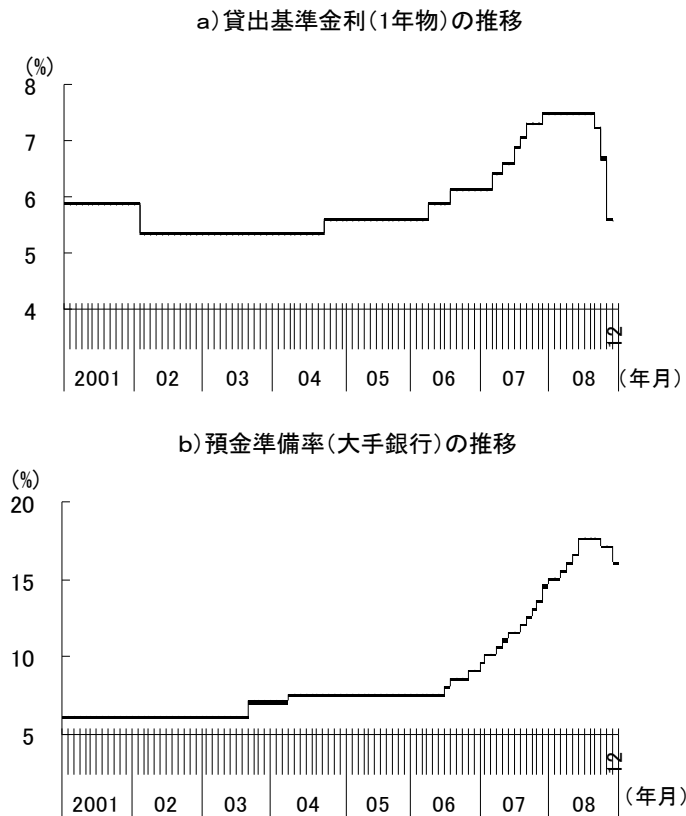
(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

## 1. 本格化する金融緩和と株価挺入れ策

中国当局は、国際金融市場の混乱による国内経済への影響を抑えようと、金融政策のスタンスを引き締めから緩和へと方向転換した(図表6)。

まず、中国人民銀行は2008年9月15日に利下げを発表し、翌日に実施した。それにより、1

図表 6 引き締めから緩和へ転換する金融政策



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

年物の貸出基準金利が 7.47%から 7.20%へと、0.27 ポイント引き下げられた。その他の期間の各種貸付金の基準金利も、短期のものほど下げ幅が大きく、長期のものほど下げ幅は小さいという原則に合わせて調整されたが、預金の基準金利は据え置きとなった。この利下げは、2002 年 2 月以来 6 年 7 ヶ月ぶりのもので、2004 年 10 月から始まった利上げサイクルの終焉を意味する。

利下げと同時に、人民銀行は、中小銀行を対象に、預金準備率を 17.5%から 16.5%に引き下げると発表した（9 月 25 日に実施）。預金準備率は、2004 年 4 月から 2008 年 6 月の間に 19 回にわたって、計 10.5 ポイント引き上げられたが、この預金準備率の調整は、1999 年 11 月以来、約 9 年ぶりの引き下げとなった。

その後、預金と貸出金利が 10 月 9 日、10 月 30 日、そして 11 月 27 日の三回にわたって引き下げられ、中でも 11 月 27 日に実施された基準金利 1.08%の利下げは市場の予想を上回るものであった。また、預金準備比率も、大手を含むすべての銀行を対象に 10 月 15 日と 12 月 5 日の二回にわたって引き下げられた。

また、不動産市場の活性化を目指すべく、人民銀行は 10 月 22 日に、個人住宅ローンの金利の下限を従来の貸出基準金利の 85%から 70%に引き下げると同時に、最低頭金を従来の住宅価格の 30%から 20%に調整すると発表した（10 月 27 日に実施）。

金融緩和に加えて、金融市場を安定化させるために、当局は、株価挺入れ策を相次いで打ち出した。

まず、9 月 18 日に、財政部と国家税務総局は、株式の取引にかかわる印紙税の徴収の対象を

当事者双方から譲渡者のみに改めると発表し、翌日に実施した。今回の調整は、去る 4 月 24 日に印紙税率が 0.3% から 0.1% に下げられたことに続く税率の調整となる。その狙いは、株式売買にかかわるコストを下げることを通じて、低迷している株式市場を活性化させることである。

また、同日、国有資産監督管理委員会（国資委）は、中央企業（国資委直属の国有企業）の株式買い増し・買い戻しを支持し、国有系投資会社である中央匯金投資有限責任公司も、すでに保有している中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行の株式を、買い増すと発表した。2005 年から始まった非流通株改革を経て、これまで時価総額の 3 の 2 を占める非流通株（国有株、法人株）が一定のロックアップ期間（最長 3 年）を過ぎると売却可能になることは、需給関係の悪化懸念を招き、株価を押し下げてきた。これに対して、国有企業と投資会社による株買い増しは、需給関係の改善、ひいては株価の上昇につながると期待されている。

さらに中国証券監督管理委員会（証監会）は 10 月 5 日、近く証券会社の証券信用取引業務を試験的にスタートすると発表した。証券信用取引は、市場の取引量を増加させて、証券市場の流動性を高める効果がある。

## 2. 4 兆元に上る財政拡大を中心とする景気刺激策

一方、財政政策のスタンスもこれまでの「穏健的」から「積極的」に転じており、中でも、2008 年 11 月 5 日の國務院常務会議において決定された 10 項目の内需拡大策（11 月 9 日に発表）が内外の注目を集めている。その支援の対象は、低所得者層向けの住宅や、インフラ建設、生態環境の整備、国民生活の向上など、広範囲にわたる。

①低所得者層の住宅問題を解決するための「安居プロジェクト」の実施を加速させる。

住房・城郷（住宅・都市農村）建設部によると、2009 年から 2011 年までの間に、低賃貸料住宅約 2 百万戸と分譲用の「経済適用住宅」約 4 百万戸の新規建設と林業・農業開墾・鉱山区のバラック地区住宅約 220 万戸の改造を実施する予定である。これに対する投資総額は 9 千億元に達すると見積もられ、年平均 3 千億元あまりの投入が必要となる。川上・川下産業も視野に入れた場合、低所得者層を対象とするこのような住宅建設に対する投資は、年間約 6 千億元に達するという。

②農村のインフラ建設を加速する。

メタンガスや飲用水の安全プロジェクト、道路の建設に一層力を入れ、電力網を完備させる。「南水北調（南部の水を北部に導水する）」プロジェクトなどの重要な水利プロジェクトや、危険ダムの強化工事を加速し、大規模灌漑区の節水プロジェクトを推進し、貧困扶助関連の開発にいっそう力を入れる。

③鉄道、道路、空港など重要なインフラ施設の建設を加速させる。

旅客輸送専用線や石炭輸送ルート、西部幹線鉄道を重点的に建設し、高速道路網を完備させる。中西部における空港の建設に力を入れ、都市電力網の改造を加速する。中でも、鉄道への投資は巨額に上る。鉄道部によれば、2009 年には、2008 年の当初計画の倍に当たる 6000 億元の投資を計画し、約 70 のプロジェクトに新規着工する。これにより、600 万人の雇用、2000 万トンの鋼材需要、1 億 2000 万トンのセメント需要をもたらし、GDP が 1.5% 引き上げられるという。

④医療衛生、文化教育事業の発展を加速させる。

末端医療の衛生サービス体制の整備を強化し、中西部における農村部の中学校舎の改造を加速

して、中西部地域の特殊教育学校や郷・鎮の総合文化娯楽施設の建設を推し進める。

⑤生態環境の整備を強化する。

都市の汚水、ゴミ処理施設の整備、重点流域の水質汚染の防止と処理を強化し、重点防護林と天然林に関する保護プロジェクトに一層力を入れる。重点の省エネや汚染物質排出削減プロジェクトへの支援を強化する。

⑥自主的革新と構造調整を加速させる。

ハイテク産業化の建設や産業技術の進歩をサポートし、サービス業の発展を支援する。

⑦四川大地震被災地域の災害復興関連プロジェクトの作業を加速させる。

⑧都市部と農村部住民の所得の向上を図る。

2008年の食糧最低買い取り価格を引き上げ、農業用物資関連の補助金、優良品種関連の補助金、農業機械関連の補助金などの基準を引き上げ、農民の収入を増やす。低収入層の社会保障給付水準を高め、都市部と農村部の最低生活保障関連の補助金の金額を増やす。定年退職者などの基本養老年金水準と、生活補助基準を引き上げる。

⑨2009年から増徴税（付加価値税）を生産型から消費型に転換する。

現行の生産型の増徴税の下では、企業が購入した物品について納税した増徴税分の内、原材料分については仕入れ増徴税額を控除できるが、固定資産については控除できない。転換後の消費型の増徴税では、固定資産についても課税対象から控除されるようになるため、企業にとって、実質的に減税となる。これによる減税の規模は年間 1,200 億元に上ると見込まれる。今回の税制の変更は、一回限りの臨時減税ではなく、恒久減税という性格を持つ。

⑩金融による経済成長へのサポートをさらに強化する。

商業銀行貸付規模への制限を撤廃し、貸付規模を合理的に拡大させ、重点プロジェクトの「三農（農業、農村、農民）」、中小企業と技術改造、企業再編などへの貸付面の支援を強化し、消費者への貸付の成長分野を重点的に支援する。

上記のプロジェクトの実施には、2010 年末までに中央財政による 1.18 兆元を含む約 4 兆元（約 57 兆円、2007 年の GDP の 16%相当）が必要となる。そのうち、住宅保障プロジェクトには 2800 億元、農村民生プロジェクトと農村インフラには 3700 億元、鉄道・道路・空港・都市農村送電網には 1 兆 8000 億元、医療衛生・文化教育事業には 400 億元、生態環境保護には 3500 億元、自主革新・産業構造調整には 1600 億元、災害復興再建と重大被災地には 1 兆元が割り当てられる。これらに伴う内需拡大効果に、金融緩和の効果も加わり、中国は、2009 年も 8%を上回る成長率を達成できるものと見られる。

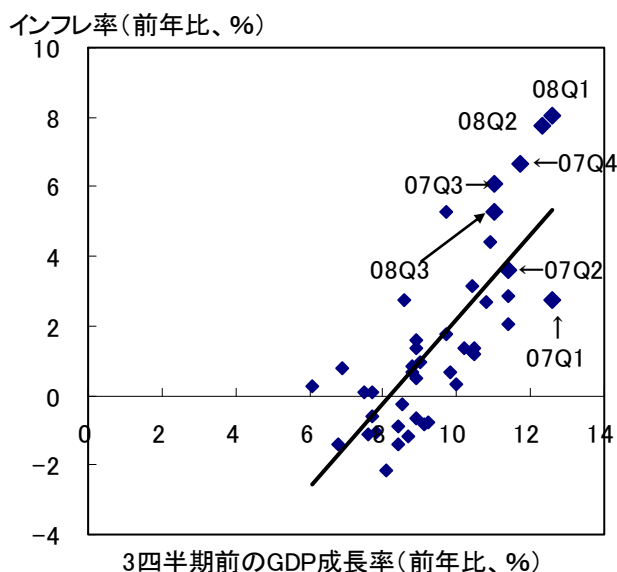
### 3. なお高い政策対応の自由度

万が一、景気が予想以上に悪化しても、当局は、さらなる金融政策や財政政策などを発動する自由度を十分確保している。

まず、インフレが沈静化に向かいつつある。中国では、これまで、インフレ率（CPI、前年比）が、約 3 四半期遅れて経済成長率（前年比）の動きに追随するという傾向が見られる。1998 年以降のデータに基づいて推計すると、成長率が 1%上昇（低下）すれば、3 四半期後のインフレ率が 1.21%上昇（低下）するという結果が得られた（図表 7）。2007 年第 2 四半期に GDP がピークを打ち低下傾向に転じたことを受けて、インフレ率も 2008 年の第 1 四半期をピークに低



図表 7 GDP 成長率とインフレ率の相関関係



(注) 推計結果  

$$\text{インフレ率} = -9.92 + 1.21 \times \text{3四半期前のGDP成長率}$$
 (7.57)  
 ( ) は t-値  $\bar{R}^2 = 0.57$   
 推計期間 1998年Q1~2008年Q3  
 (出所) 中国国家统计局データに基づいて野村資本市場研究所作成・推計

下傾向に転じている。景気の減速に加え、最近の原油価格の反落も、インフレ圧力の低下につながっている。これにより、さらなる利下げの余地が広がっている。

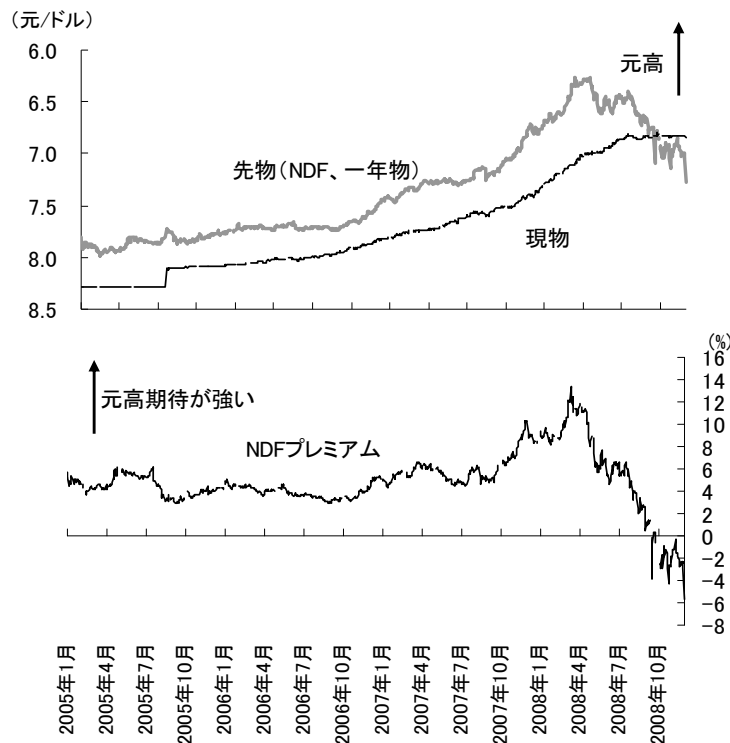
第二に、人民元の切り上げ圧力が収まりつつある。人民元の切り上げは 2007 年以来加速していたが、2008 年 7 月中旬以降は一段落している。海外で取引されている人民元の先物（NDF、一年物）に至っては急落しており、現物に対するプレミアムも 2008 年春に記録した 10% を超えた水準から、若干のマイナスに転じている（図表 8）。このような変化は、ホットマネーの流入を誘発することを通じてインフレに拍車をかけた人民元の切り上げ期待が収まっていることを意味する。その結果、金融政策だけでなく、為替政策の自由度も高まっている。

第三に、中国は財政面においても、減税や支出拡大を通じて景気を刺激する余裕を持っている。2007 年の中国における中央政府の財政黒字の対 GDP 比が 1.1% に達する一方で、国債残高の対 GDP 比は 21.1% にとどまっている。これに対して、日本における中央政府の財政赤字と国債残高の対 GDP 比はそれぞれ 2.5% と 164.1% に上っている（いずれも IMF 調べ）。中国では必要に応じた所得税減税の実施も可能である。

第四に、中国は、1.9 兆ドルに上る外貨準備を保有しているため、拡張的金融・財政政策を採って内需の拡大を図った結果、経常収支が大幅に悪化しても、直ちに外貨不足に陥ることはない。また、1997 年～1998 年のアジア金融危機当時のタイや、韓国、インドネシアのように、通貨の投機に遭い、大幅な切り下げを余儀なくされる心配もない。

第五に、株価挺入れ策において、多くの対策が提案されている。その中には、供給面ではロックアップ期間を過ぎた非流通株の売却に新たな制約を加えること、また需要面では政府が株式市

図表 8 人民元の対ドルレート  
— 現物 Vs.先物 (NDF) —



(注) 人民元の現物レートは介入など中国当局の政策の影響を直接受けるが、海外で取引されている先物 (NDF) レートはより市場の需給関係を反映している。

(出所) Bloomberg、中国国家外匯管理局より野村資本市場研究所作成

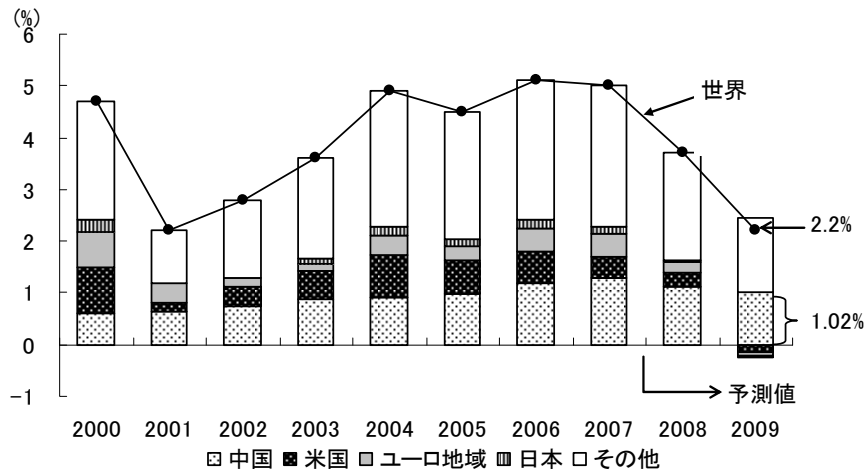
場安定化基金を設立し株を買い支えることなどが含まれている。

最後に、危機に直面した時、コンセンサスの形成にかかる民主主義体制下の先進諸国より集権体制を採っている中国の方が素早く対応できる。9月29日に、米国において、最大7000億ドルの公的資金を投入して金融機関から不良資産を買い取る「金融安定化法案」が下院で否決されたことを受けて、世界の金融市場が大混乱に陥ったが、このような事態は、中国では起こりえない。

### Ⅲ、減速しながらも一人勝ちの様相を呈する中国

米国発の金融危機の影響を受けて、世界経済は、2008年に続いて2009年も更なる景気の減速が避けられないと見られる。11月に発表されたIMFの*World Economic Outlook* (改訂見通し)によると、2009年の日米欧は軒並みマイナス成長になり、世界経済成長率も2008年の3.7%から2.2%に低下するが、中国は減速基調が続くものの、2009年も8.5%という比較的高成長を維持できると予想される。中国のGDP規模(購買力平価ベース)が世界の12.0%に当たることを合わせて考えれば、中国による世界経済成長への寄与度は、全体(2.2%)の半分近くに相当する1.02% (8.5%×12.0%)に上ることになる(図表9)。このように、今回の米国発金融危機は、中国がグローバル大国として台頭することを象徴する出来事になりそうである。

図表9 主要国・地域の世界経済成長率への寄与度



(出所) IMF, *World Economic Outlook Update*, November 6, 2008 より野村資本市場研究所作成

著者紹介

関 志雄 (かん しゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』（第3回樫山純三賞）などがある。



Chinese Capital Markets Research