

## 第1章 中国経済の減速と世界経済

世界金融危機後の世界経済は、先進国経済が伸び悩む中、中国及び中国との結び付きの強い新興国経済の回復にけん引されてきた。しかし、15年には中国経済の減速がアジア新興国等を中心に景気の下押し要因となった。アメリカ及びヨーロッパ経済の回復に支えられ世界経済は全体としては緩やかに回復しているものの、中国を始めアジア新興国等の経済の先行きは依然として世界経済のリスク要因となっている。本章では、中国経済減速の世界経済に対するインパクトを概観した上で、中国経済減速の要因を分析する。また、中国経済が安定成長への移行を模索する中、消費主導経済への移行について分析するとともに、中国における内製化の進展とASEANへの投資シフトの動きを概観し、中国の中長期的な成長率を高める方策としてイノベーションの促進に向けた課題について考察する。

### 第1節 中国経済の減速と世界経済

#### 1. 下方修正の続く世界経済

世界の景気は、中国を始めとするアジア新興国等では弱さがみられるものの、全体としては緩やかに回復している。

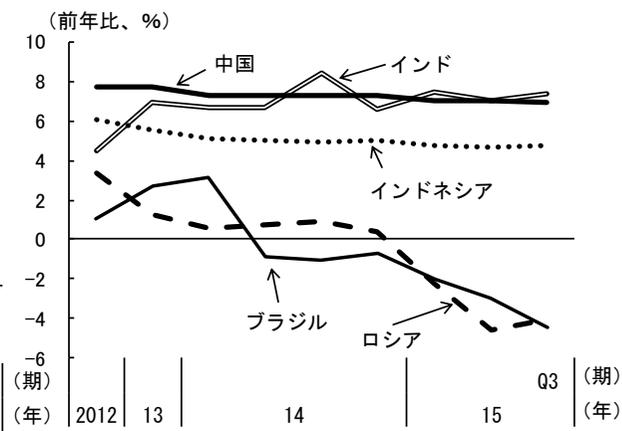
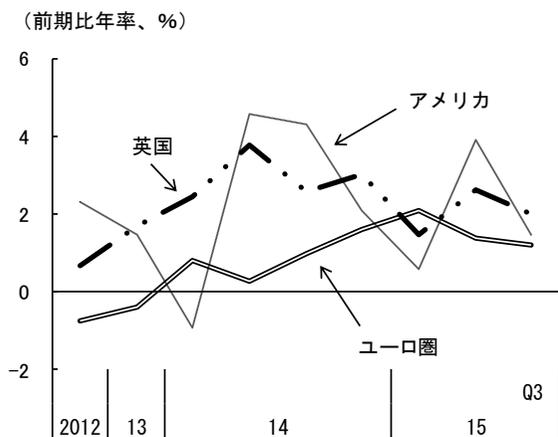
アメリカでは、15年1～3月期にはドル高や原油価格下落の企業部門へのマイナスの影響等もあって成長がやや減速したものの、雇用・所得環境の改善が続く中で個人消費が堅調に推移しており、景気は回復が続いている。ユーロ圏では、失業率が高水準ながら緩やかに低下する中で実質所得が増加することで個人消費が好調に推移し、景気は緩やかに回復している（第1-1-1図（1））。

一方、新興国に目を向けると、中国では、投資や輸出、生産が弱い動きとなるなど、景気は緩やかに減速している。中国経済減速の影響を受けて、アジア新興国の景気もやや減速している。ブラジルやロシアでは資源価格下落の影響に加えて、政治的な要因などもあってマイナス成長が続いており、景気は悪化している。一方、インドでは内需が好調であるため、景気は持ち直している（第1-1-1図（2））。

## 第1-1-1図 主要国の実質経済成長率—新興国は緩やかに減速

(1) 先進国

(2) 新興国



IMFは、15年の中国の成長率見通しを段階的に引き下げ、本年4月には前年比6.8%としたものの、その後は据え置いている。一方で世界全体の成長率見通しは、14年4月時点では3.9%だったが、その後公表のたびに下方修正され、15年10月時点の見通しでは3.1%となっている。(第1-1-2表)。その要因としては、韓国やASEANなどのアジア諸国に中国经济減速の影響が予想以上に及んだことや、商品価格の低下等を背景にブラジルやロシアの経済の落ち込みが想定よりも大きくなったことが挙げられる。

第1-1-2表：世界経済の見通し

(前年比、%)

	2014年	2015年				
	実績	14年4月時点	14年10月時点	15年4月時点	15年7月時点	15年10月時点
世界全体	3.4	3.9	3.8	3.5	3.3	3.1
アメリカ	2.4	3.0	3.1	3.1	2.5	2.6
中国	7.3	7.3	7.1	6.8	6.8	6.8
ユーロ圏	0.9	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
新興国	4.6	5.3	5.0	4.3	4.2	4.0

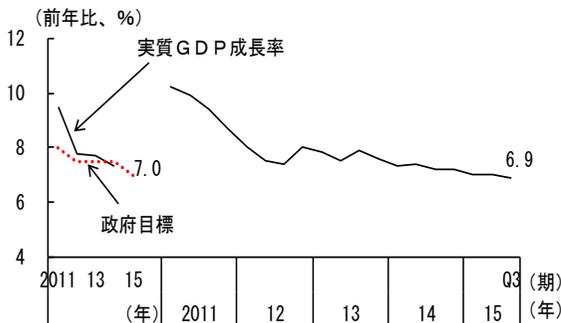
(備考) IMFより作成。

中国政府は15年の実質経済成長率の目標値を7%前後と定め、14年の目標である7.5%成長よりも低い目標を設定していた。実際の成長率は、15年1～3月期、4～6月期のいずれも前年同期比7.0%、7～9月期が同6.9%とおおむね政府目標に沿って推移している(第1-1-3図)。

個々の経済指標をみると、固定資産投資、生産はいずれも期を追うごとに前年比の伸

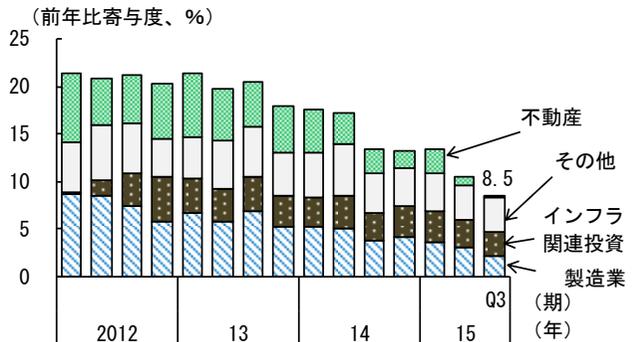
び率が低下している（第1-1-4図、第1-1-5図）。輸出金額は15年4～6月期、輸入金額は14年10～12月期から前年比でマイナスに転じている。輸入金額は15年に入って大きく減少しているが、内需が弱いことに加えて、原油価格下落に伴い鉱物性燃料の価格が低下していることも影響している（第1-1-6図）。

第1-1-3図 中国の実質経済成長率：  
緩やかに減速



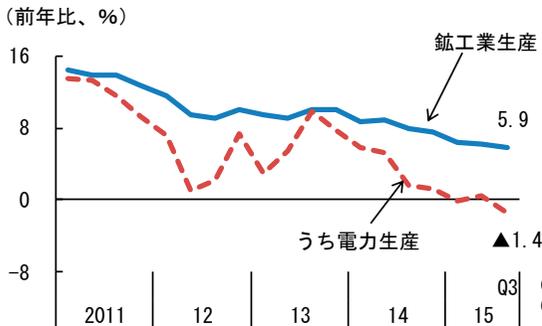
(備考) 中国国家统计局より作成。

第1-1-4図 中国の固定資産投資：  
弱い伸び



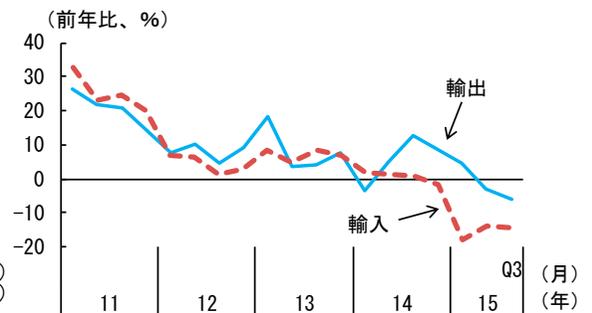
(備考) 1. 中国国家统计局より作成。伸び及び金額はすべて名目値。  
2. インフラ関連投資は、水利（ダム）・鉄道・道路等への投資額の合計。

第1-1-5図 中国の生産：  
伸びが鈍化



(備考) 中国国家统计局より作成。

第1-1-6図 中国の輸出入：  
輸出は弱い動き



(備考) 中国海関総署より作成。

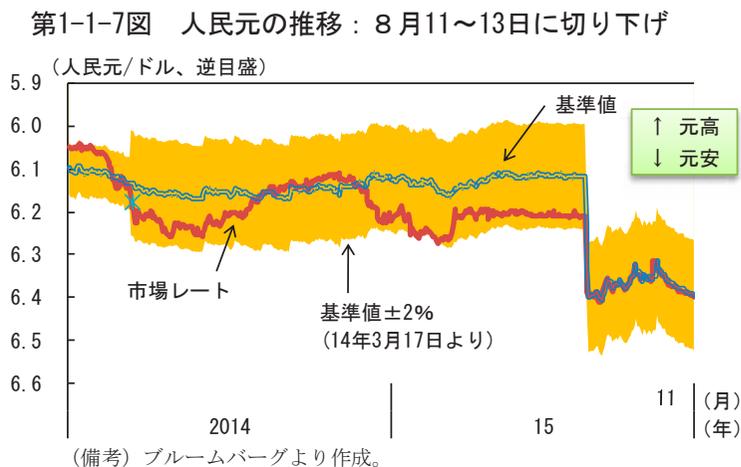
## 2. 意識される中国リスク

中国経済が実体面で緩やかに減速する中で、金融市場では急激な変動が生じた。

上海株価指数は14年10月頃から上昇し始め、15年6月12日に世界金融危機後の最高値（5,166ポイント）をつけた。その後株価は下落に転じ、8月26日（2,927ポイント）までに約43%の急落となった。このような状態について、周小川中国人民銀行総裁は、G20

財務相・中央銀行総裁会議（15年9月）において「6月中旬以前、中国の株式市場はバブルが絶え間なく蓄積していた<sup>1</sup>」と発言している。

この間、8月11日の人民元の切下げに端を発し、世界の金融市場は大きく動揺した（第1-1-7図）。人民元の切下げは対元の基準値のある11通貨に対して11、12、13日と3日連続で実施され、主要通貨に対する切下げ幅は対ドルで▲4.6%、対ユーロで▲5.6%、対円で▲3.7%となった。切下げの理由について、中国人民銀行は、基準値を市場実態に合わせた算出方法（市場の前日終値等を参考に決定）に変更するものであると説明したが、7月の輸出が前年比▲8.3%と大幅に減少したことに対する措置であるとの見方も多い。



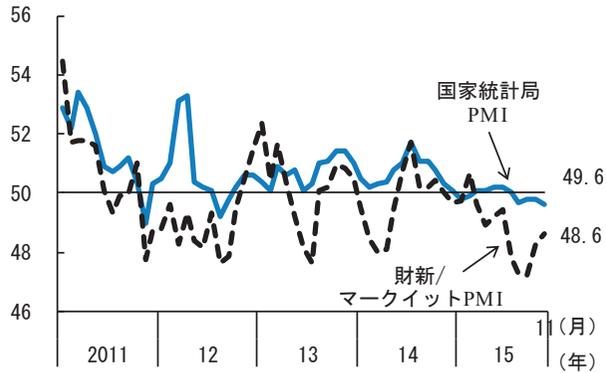
8月21日には、民間機関が実施するPMI（製造業購買担当者指数）の速報値が47.1と、09年3月以来の低水準になったことにより中国経済の減速が更に投資家に意識され、上海市場の大幅な下落が世界的な株安にまで波及した（第1-1-8図、1-1-9図）。投資家心理を反映するとされるVIX指数<sup>2</sup>は、不安心理が高まった状態の目安となる20を超え一時40台を付け、世界金融危機後最大の値を記録した（第1-1-10図）。

<sup>1</sup> 日本経済新聞（2015）

<sup>2</sup> アメリカの主要株価指数「S&P500」を対象とするオプション取引の値動きを元に算出・公表されている指数であり、将来の投資家心理を示す数値として利用されている。

第1-1-8図：中国PMI：低下傾向

(ポイント)

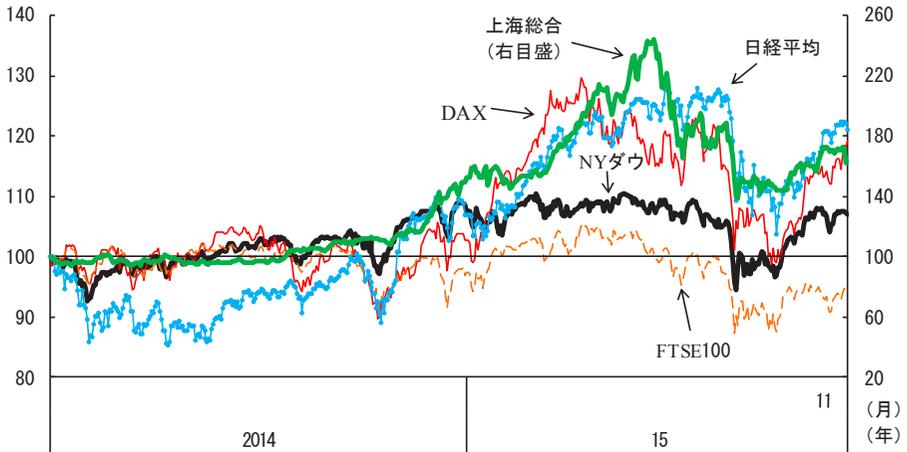


(備考) 中国国家统计局、財新/マークイットより作成。

第1-1-9図 主要国の株価：15年8月に世界同時株安

(14年1月1日=100)

(14年1月1日=100)



(備考) ブルームバーグより作成。

第1-1-10図 VIX指数：一時期40超え

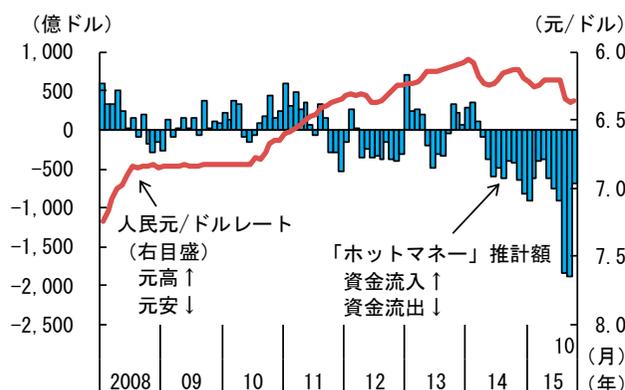
(ポイント)



(備考) ブルームバーグより作成。

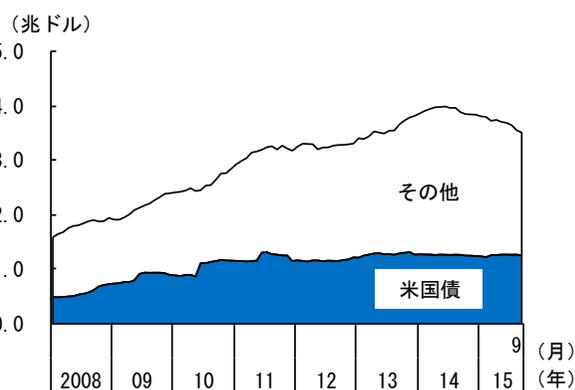
人民元切下げの背景には、短期的に素早く動く資金、いわゆるホットマネーの動きがある<sup>3</sup>。中国のホットマネーは14年後半頃から流出が続いており、内外の投資家が中国市場から資金を引き揚げていたことが分かる（第1-1-11図）。ホットマネーの流出は元安要因となるものであるが、中国人民銀行は資金流出を防ぐための元高誘導を行っていたと言われている。これは、中国の外貨準備が減少傾向となっていることからみとれる（第1-1-12図）。

第1-1-11図 ホットマネー：  
14年後半頃から流出が続く



(備考) 中国人民銀行より作成。

第1-1-12図 中国の外貨準備と米国債  
保有額：外貨準備は減少傾向



(備考) アメリカ財務省、中国人民銀行より作成。

いわゆる「国際金融のトリレンマ」によると、(1)独立した金融政策、(2)為替相場の安定（固定相場制）、(3)自由な資本移動の3つの目標を同時に全て満たすことは不可能であり、どれか1つの目標を放棄しなければならない。中国は後述するとおり資本移動の自由化を漸進的に進めてきている一方で、為替は管理フロート制を採っている。中国は14年11月以降6回にわたって利下げを行っているが、資本自由化を進める中、金融政策に効力を持たせるためには、為替相場を市場に委ねることは不可避であり、外貨準備を用いた元の買い支えには限界がある。

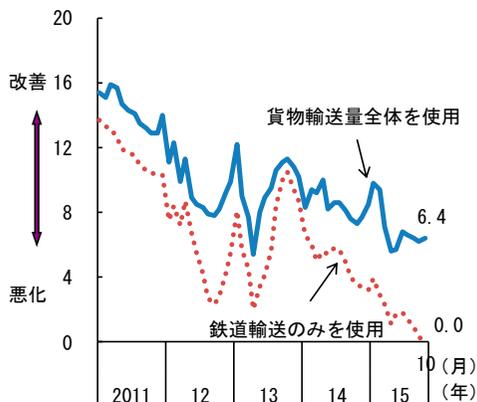
海外投資家が中国经济への懸念を強めた一因に、中国のGDP統計が経済の実体を正確に把握できていないといった統計の信頼の問題が指摘されている<sup>4</sup>。このため、GDP統計の代わりに、いわゆる「李克強指数」が用いられることがある。同指数は電力消費量、鉄道輸送量、中長期貸出残高の3指標から構成され、これらを合成した指数を作成すると、GDP成長率よりも急速に低下していることが見てとれる。一方、これらの3指標は製造

<sup>3</sup> ホットマネー＝外国為替資金増減－貿易収支－対中直接投資

<sup>4</sup> 例えば、丸川（2015）。

業の動向を把握することには適しているものの、サービス業等への移行が急速に進む中、経済全体の動向を把握するには適していないとの指摘もある。例えば、中国の物流の多くが陸上輸送に移行してきているため、鉄道輸送量を貨物輸送量全体に置き換えた試算値を作成すると、低下傾向に変わりはないものの、低下のペースは緩やかなものになる（第1-1-13図）。

第1-1-13図 李克強指数：低下傾向



- (備考) 1. 中国電力企業連合会、中国鉄道総公司、中国国家统计局、中国人民銀行より作成。  
 2. 点線は、鉄道輸送量のみの伸びを用いた指数、実線は鉄道輸送にトラック輸送、船舶輸送等を加えた貨物輸送量全体の伸びを用いて試算している。  
 3. 電力消費量、貨物(鉄道)輸送量、中長期貸出残高の3か月移動平均値の前年比を求めた上で、各項目を均等ウェイト(各33%)で平均した内閣府試算値。

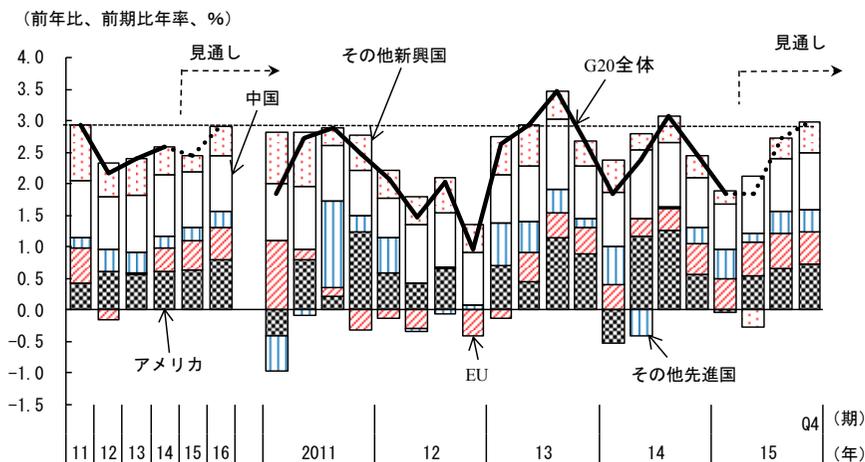
### 3. 中国経済下振れの影響

世界経済は、世界金融危機以降14年までは、先進国経済が伸び悩む中、中国及び新興国経済がけん引してきた（第1-1-14図）。しかし、15年はアメリカやヨーロッパ経済が回復する中で、中国経済の減速がアジア新興国等を中心に景気の下押し要因となった。アメリカ及びヨーロッパ経済の回復に支えられ世界経済は全体としては緩やかに回復しているものの、中国を始めアジア新興国等の経済の先行きは依然としてリスク要因となっている。

IMFの試算によると、中国経済が1%減速した場合、アジア地域及びアジア以外の地域の成長率はそれぞれ0.33%ポイント、0.17%ポイント程度押し下げられる。アジアの中でも、中国と関係の深いASEAN諸国へのマイナスの影響はアジア全体よりも若干大きく出ることが見込まれている。また、OECDは、中国の内需が2年にわたって2%ポイント低下し、世界の株価が10%下落するとともに株式のリスクプレミアムが0.2%ポイント上昇した場合、世界の実質経済成長率は初年度で0.4%ポイント、次年度は0.5%ポイント程度押し下げられ、日本については、初年度0.55%ポイント、次年度0.62%ポイント程

度押し下げられると試算している（第1-1-15表）。

第1-1-14図 新興国（及び中国）の世界経済の成長への寄与：  
新興国の寄与が低下



- (備考) 1. IMF、OECD、欧州委員会、各国統計、Oxford Economics、Consensus Economic、Fathom Financial Consulting Limited より作成。  
 2. 各国・各地域の実質経済成長率を前3年間の名目GDP（ドル・市場レート換算）のシェアで按分して積上げ。  
 3. その他先進国には、オーストラリア、カナダ、日本、韓国が、その他新興国には、アルゼンチン、ブラジル、インド、インドネシア、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、トルコが含まれる。  
 4. 四半期のグラフには、サウジアラビアは含まれていない。

第1-1-15表 中国経済減速の影響（国際機関の試算、まとめ）

		試算の前提	
IMF	アジア	▲ 0.33	
	ASEAN5	▲ 0.35	
	アジア以外	▲ 0.17	
OECD		16年	17年
	日本	▲ 0.55	▲ 0.62
	米国	▲ 0.30	▲ 0.31
	EU	▲ 0.24	▲ 0.31
	世界	▲ 0.41	▲ 0.51
ドイツ連邦銀行		1年目	2年目
	中国	▲ 2.3	▲ 4.1
	日本	▲ 0.5	▲ 0.8
	韓国	▲ 0.8	▲ 1.5
	米国	0.0	0.2
	EU	▲ 0.2	▲ 0.2

中国の経済成長率が1%ポイント低下した場合の1年後の経済成長率の平均的な変動幅。

(1) 中国の内需が2年間で2%ポイント低下、  
 (2) 世界の株価が10%低下、及び(3)全世界で株式のリスクプレミアムが0.2%ポイント上昇。

中国の内需（実質）が基準値から1年目に6%、2年目に9%低下。

(備考) IMF、OECD、ドイツ連邦銀行より作成。

### (1) 貿易面への影響

#### (アジア新興国・資源国等の中国依存の高まり)

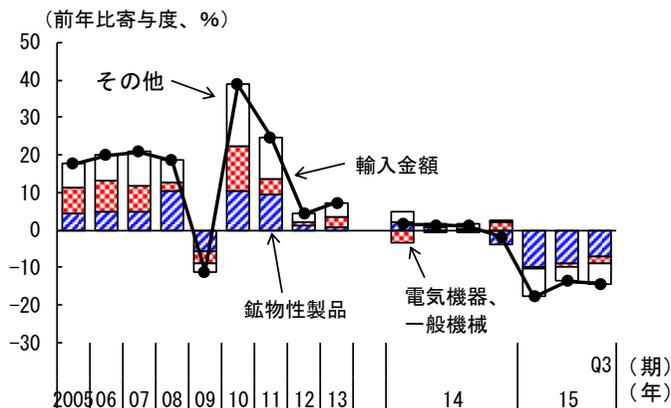
中国の貿易は輸出輸入ともに01年12月のWTO加盟以降加速度的に増加し、世界貿易の

中で大きな地位を占めるようになってきている。輸出は09年以降世界一を維持しており、輸入もアメリカに次ぐ第2位となっている。

中国の輸入は、2000年代には前年比20%近い勢いで増加を続け、世界金融危機の影響で一時的に減少したものの、11年まではこのペースを維持していた。品目別にみると、2000年代は中国内需の拡大と加工貿易用の輸入により、電気機器・一般機械が大きく寄与していた。その後、人民元の上昇、生産拠点の移転などにより、加工貿易用の輸入が減少したことに加えて、内需も伸びが鈍化したために、電気機器・一般機械の輸入は急速に鈍化した。

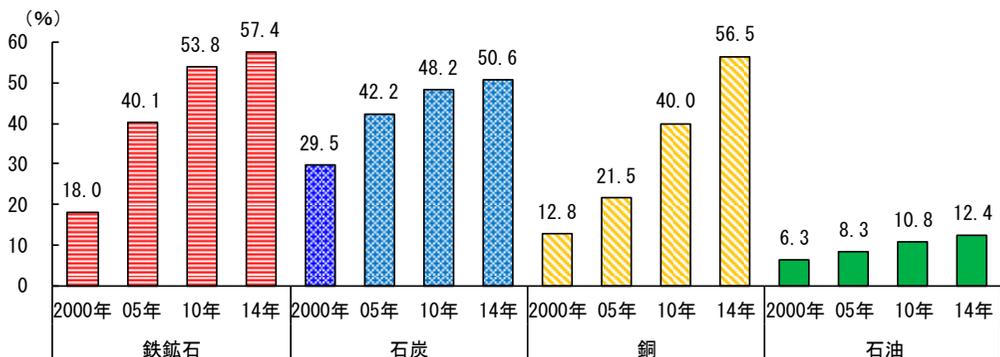
一方、鉱物性製品の輸入も10年、11年には高い伸びとなった（第1-1-16図）。鉱物性製品の輸入は中国の需要増加を反映して大幅に増加し、世界の資源消費に占める中国のシェアは年を追うごとに上昇した（第1-1-17図）。

第1-1-16図 中国の輸入：11年まで高い伸び



(備考) 1. 中国海関総署より作成。  
2. その他は化学製品、卑金属類、輸送機器類、光学機器、精密機器、宝石・貴金属類など。

第1-1-17図 世界の資源消費に占める中国のシェア：上昇傾向



(備考) WSA、BP、ブルームバーグより作成。