

## 中国の景気減速とアジア新興国の行方

～輸出のみならず、為替を通じた悪影響にも注意が必要～

発表日：2015年7月15日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

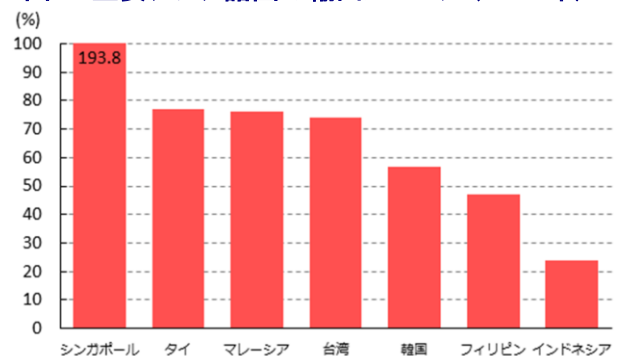
## (要旨)

- 国際金融市場では中国株暴落の行方に注目が集まる一方、実体経済の減速は中国への依存度を高めてきたアジア新興国に影響を及ぼすと懸念される。アジア新興国には相対的に輸出依存度の高い国が多く、ここ数年は輸出に占める中国向けの割合が向上してきた。中国が模索する「新常态」とそれによる景気減速は、アジア新興国にとって「世界の工場」としての中国を前提とした成長モデルの転換の必要性を促すものであり、成長センターとして期待が高いアジアは難しい事態に直面していると考えられよう。
- 中国による株価対策で短期的にはさらなる株価暴落のリスクは後退したが、本質的な問題解決には着手していない。他方、不動産と株式のふたつのバブル崩壊を経て実体経済への注目が高まるが、様々な過剰状態を抱える中国ではインフラ投資など「自己実現的」な景気下支え策しか打ち出せない可能性がある。そうなれば、アジア新興国にとっては中国の景気底入れの波に乗れない状況もあり、アジアの減速が中国自体の景気の足を引っ張るリスクもある。また、アジア新興国にとっては年内の米利上げも控えるなか、自国通貨安がインフレ圧力を高める可能性もあるなど、リスクが増幅する可能性にも注意が必要になる。

## 《中国の動向は輸出のみならず、為替を通じて物価に影響を与えることでアジア新興国経済を大きく左右しつつある》

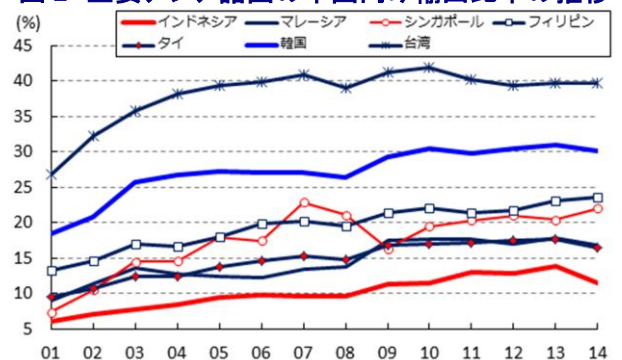
- 国際金融市場においてはこの1ヶ月ほど、中国株の暴落による中国経済への影響及び世界経済への波及について関心が高まっているが、主要国のなかでその余波を受けやすいのはアジア新興国であろうと考えられる。2000年代を通じてアジア新興国経済は高い成長を実現しており、世界の「成長センター」としての存在感を急速に高めるとともに、今後もその地位を維持するとの見方が強い。しかし、アジア新興国の経済成長の中心には高成長を実現してきた中国の存在があり、アジア新興国は中国経済の高成長に「おんぶに抱っこ」の状態での恩恵に浴することが出来たと判断出来る。事実、アジア新興国のなかには経済規模に対する輸出の割合が高い、いわゆる輸出依存度の高い国が少なくない上、ここ数年は輸出全体に占める中国向けの割合を高める傾向が強まっており、そうした傾向は依然として止まっていない。こうした動きは、中国経済が低廉で豊富な労働力を背景に「世界の工場」として存在感を高めてきた動きに呼応してきたと考えられる。さらに、足下では中国国内における人件費上昇や通貨人民元の上昇によって生産コストが上昇するなか、特に、中国に比べて人件費などが低く相対的に生産コストが低いASEAN諸国など

図1 主要アジア諸国の輸出/GDP比(2014年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成、実質ベース

図2 主要アジア諸国の中国向け輸出比率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成、含、香港及びマカオ

では川上における生産過程の移管先として生産工程に組み込まれたことが影響している。他方、N I E S 諸国については電子部品をはじめとする素材や部材などの産業集積が進んでおり、1990年代までは先進国向け輸出に大きく依存してきた。しかし、ここ数年は中国国内における加工・組み立て型生産の動きが大きく拡大してきたことに伴い、徐々に中国向けの輸出比率を高めるとともに、そうした動きを通じて新興国向け輸出を拡大させる動きを強めてきた。一連の中国を中心とする生産システムが内包する問題は中国経済が高成長を実現しているうちは表出しなかったものの、習近平政権の発足を経て同政権が経済成長のけん引役の交代を通じた「新常态」の道を模索するなかで徐々に露呈するようになった。2000年代を通じて中国は輸出をけん引役に高成長を実現したが、世界金融危機を経て一旦は手仕舞いを余儀なくされるも、その後は政府主導による大規模景気対策を背景に固定資本投資の勃興を通じて高成長を維持することに成功した。しかし、上述の大規模景気対策は同国内に生産設備や在庫などの余剰を招いたほか、過剰債務に依存した開発投資は不動産市場のバブル発生及びその後のバブル崩壊に繋がっており、これらの清算を余儀なくされている。こうしたなか、習政権は同国内に抱える様々な過剰状態の清算に加え、経済成長モデルの転換を図る一方、一定程度の景気減速を容認する姿勢をみせている。他方で、中国のこうした取り組みは中国の高成長を前提に経済成長を実現してきたアジア新興国にとっても、既存の経済成長モデルからの転換が必要になる新たな問題を突きつけている。しかしながら、中国自体も改革を通じた経済構造の転換が容易に進んでおらず、中国に比べて経済発展段階が遅れている国が多いアジアにとってはそうした取り組みはさらに容易ではないため、アジア全体にとって難しい事態に直面していると考えることが出来る。

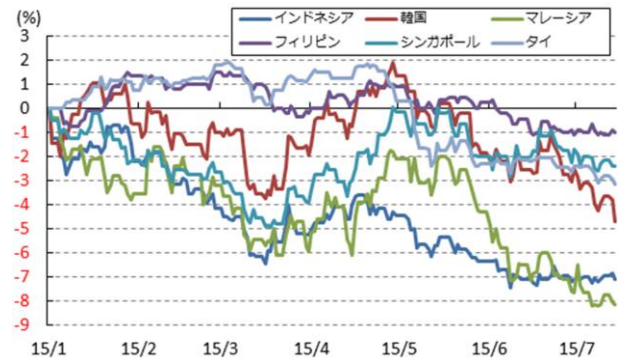
- 先行きのアジア経済を占うにおいては、上述の通り中国経済の影響力が大きくなっていることを勘案すれば、その行方に左右されやすい展開になることは避けられない。特に、足下においては実体経済の減速基調が強まるなかで、先月半ば以降の中国株の暴落が景気の腰折れをもたらすか否かに注目が集まっている。今月に入って以降、中国政府はなり振り構わぬ形で株価維持策（P K O）を打ち出したことで、足下の株式市場は小康状態を取り戻していることもあり、短期的には一段の株価暴落が実体経済を下押しするリスクは後退しているように思われる（詳細は 13 日付レポート「[中国金融市場と実体経済の矛盾と不透明さ](#)」をご参照ください）。ただし、一連の金融市場における自律的な動きを無視した対応は、中国経済の抱える問題にまったく手を付けていないのみならず、反って公的部門の肥大化が様々なモラルハザードを引き起こすリスクを増大させる可能性に注意が必要である。この点は、上述の政府主導による大規模景気対策が不動産をはじめとするバブルのほか、設備投資や公共投資の野放図な拡大による投資過剰状態を招いたことと同根であり、問題の根深さがあらためて認識されている。他方、これまでの中国は景気維持の観点から通貨人民元相場の誘導を通じた輸出振興のほか、不動産投資をはじめとする固定資本投資の拡充などを図る姿勢をみせることが多かったが、こうした対応は中国経済が直面する課題の根本的原因であり、習政権が目指してきた姿勢とは真逆の方向にあることを勘案すれば、これらの手を打ち出すことは難しいと考えられる。しかしながら、中国景気が今後も減速基調を歩むことになれば、不動産、株式市場と相次いで資産市場でバブルが崩壊しているなか、中国経済自体が浮揚するきっかけを失わせることにもなりかねない。その意味では、政府は先週に成長分野に対して総額 2500 億元規模の資金を配分するほか、インフラ関連を中心に公共投資を前倒しで進捗させることで景気を下支えする方針を発表しており、現時点において即効性を求めるためにはこれくらいの方策しか採ることが出来ないのも致し方ない。先行きについては、米国を中心に先進国主導によって世界経済の底離れが進むと期待されるものの、中国国内では人件費の上昇が続いている上、人民元相場も依然として高止まりしていることから、輸出主

導によって中国経済の回復が促される動きは期待しにくい。そうなれば、近年は中国向け輸出の増加が景気拡大を大きく促す一因となってきたアジア新興国にとっては、景気回復の足かせとなる可能性が考えられる。さらに、中国は当面の景気下支え策としてインフラを中心とする公共投資の拡充や前倒し実施などを打ち出しているが、これらに必要となる鉄鋼やセメントなどの資材は中国国内で調達可能な上、中国国内には過剰在庫を抱えていることを勘案すれば、アジア新興国にとっては中国向け輸出の押し上げも期待しにくい。また、中国は主要な鉱物資源の世界需要の多くを占めているため、この減速は鉱物資源を中心とする

商品市況の下落を誘発すると見込まれ、域内資源国であるインドネシアやマレーシアにとっては輸出量及び価格の両面で悪影響が出ると懸念される。こうしたことから、足下のアジア新興国通貨を巡ってはインドネシアルピア及びマレーシアリングの下落が突出する状況にはあるものの、押し並べて下押し圧力が掛かりやすい状況となっており、今後の行方は中国経済の動向が大きく左右する展開が続くと予想される。翻って、アジア新興国にとって自国通貨安は価格競争力の向上による輸出増をもたらす期待がある一方、年後半には昨年の原油安による影響の反動でインフレ率の上昇が見込まれるなか、輸入物価の上昇がインフレ圧力を増幅させることで国内景気にとって新たな重石となるリスクもある。年内にも予定される米国の利上げの影響もさながら、当面のアジア新興国景気にとっては中国経済の動向にはこれまで以上に注意が必要になっていると言えよう。

以上

図3 アジア新興国通貨の対ドル騰落動向の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、対昨年末比の推移