

G20終了、中国が抱える問題は解決に向かうか

～過剰問題や人民元相場、根本的問題解消の道筋は未だみえず～

発表日：2016年9月8日(木)

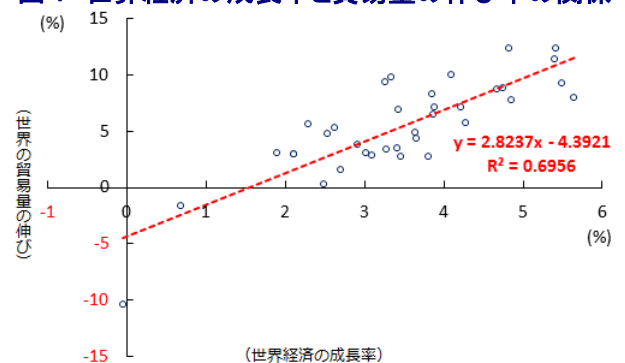
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は、先進国の堅調さや世界的なカネ余りを背景に新興国や資源国も底堅い動きをみせるが、世界的な貿易縮小が経済成長の足かせになっている。こうした状況は輸出をてこに経済成長を実現してきた中国経済の重石となってきた。ただし、8月の輸出は底入れが進んでいることを示唆しており、加工品のみならず通常の輸出財も堅調な推移をみせている。国際会議を前に生産抑制の動きが物流に影響した可能性には注意が必要であり、過剰問題が解消に向かっていると判断するのは些か早計と言えよう。
 - 一方の輸入は22ヶ月ぶりに前年を上回る伸びとなるなど底入れが進む。加工組み立てに必要な原材料のみならず、内需向けも堅調に推移するなど国内経済の底堅さもうかがえる。一時期懸念された「偽輸入」の影響もない点は評価出来る。他方、鉄鋼石や原油など過剰生産に絡む輸入は加速しており、過剰問題は依然残る。ただし、対応を誤ると国際金融市場に悪影響を及ぼすリスクもある。政治の季節が近づくなかで早期の事態改善も想定しにくく、中国経済はリスクを抱えながら前進する状況が続くとみられる。
 - 巨額の貿易黒字を抱えるにも拘らず、足下では再び外貨準備が減少基調を強めており、当局による為替介入が大きく影響している。閉鎖的且つ不透明な人民元相場を巡っては、引き続き金融市場のリスク要因となる可能性もあり、政府内での政策対立など予見性の低下を招く可能性にも注意が必要と言えよう。
- 足下の世界経済を巡っては、米国経済が依然として堅調な景気拡大を続けるなか、英国によるEU（欧州連合）離脱による悪影響が懸念された欧州経済においても、実体経済に具体的な下押し圧力が掛かる状況には至っておらず、先進国を中心に比較的底堅い推移が続いている。さらに、昨夏の国際金融市場においては中国金融市場における相次ぐドタバタをきっかけに混乱したものの、今夏については中国市場が比較的落ち着いた動きをみせているとともに、日本や欧州などによる量的金融緩和政策などを背景に世界的な「カネ余り」が続いていること、米国による利上げ実施を巡る思惑も影響して落ち着きを取り戻している。他方、先進国では軒並み低金利環境が常態化するなど投資収益の確保が難しくなるなか、利回りを求める投資資金が新興国に回帰する動きが強まっており、年明け以降の原油相場の上昇も相俟って資源国でも同様の動きがみられる。こうした新興国や資源国への資金流入の動きは、中国の景気減速を背景に下押し圧力が掛かったこれらの国々の景気を下支えしている。結果、足下の世界経済は力強さには乏しい一方、大きな落ち込みにも直面することなく安定した展開をみせている。ただし、世界経済がかつてのような勢いに乏しい状況にあることは、世界的に広がりを見せている「保護主義」の流れと相俟って世界的な貿易量の縮小を招いており、近年「世界の工場」として輸出を追い風に高い経済成長を実現してきた中国経済の足かせの一つとなっている。こうした事情もあって中国の輸出を巡っては過去1年以上に亘って基調と

図1 世界経済の成長率と貿易量の伸び率の関係



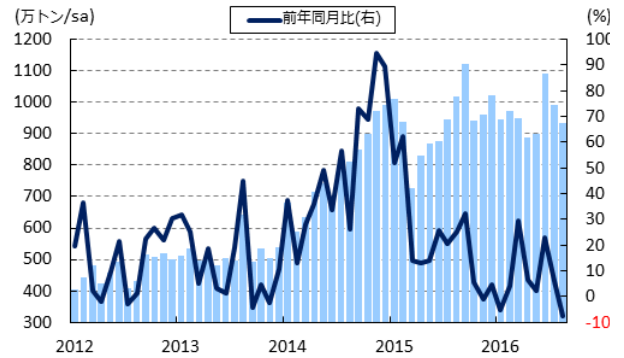
(出所)IMF WEO database April 2016 より作成 (1980年～2015年)

して前年割れとなる展開が続いており、8月の輸出額も前年同月比▲2.8%と依然前年割れではあるものの、前月（同▲5.4%）からマイナス幅は縮小するなど底入れが進みつつある様子が見え始める。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も2ヶ月ぶりに拡大に転じている上、基調としても緩やかに拡大ペースが加速する動きもみられるなど、最悪期を過ぎつつあると捉えることが出来る。内訳をみると、外資企業を中心に海外からの部材・部品を輸入した加工組み立て関連の輸出が堅調なほ

か、同国内で生産された一般的な輸出も拡大基調を強めており、全般的に輸出に底入れの動きが進んでいる様子が見え始める。加工組み立て関連で輸出が拡大している背景には、或るスマートフォンの発売が近づいていることや、その他のIT機器関連でも新製品の発売が相次いでいることが考えられ、輸出先についても米国やEU、日本など先進国向けの輸出額が軒並み拡大基調を強めていることにも現れている。その一方、過去数ヶ月に亘り増勢を強めてきた香港をはじめとする保税地域向けの輸出は一転して鈍化しており、輸出の堅調がいわゆる「水増し」に拠るものではないと判断出来る。また、ASEANをはじめとするアジア新興国向けも堅調な推移をみせているが、財別では同国内における過剰生産による影響が懸念される鉄鋼製品や石油製品などの輸出量は一転鈍化している。これは今月初めに同国杭州において開催されたG20において、同国で問題になっている過剰生産の解消に向けた国際フォーラムの設置で合意に至るなど、課題解決に向けた機運が高まりつつある可能性を示唆している。しかしながら、過去においても中国国内で国際会議などが開催される前後には環境改善を名目に生産抑制の動きが広がり、そのことが物流を滞らせるといった影響を及ぼしたこともあり、過剰問題の解消が進むと捉えるのは早計と言える。

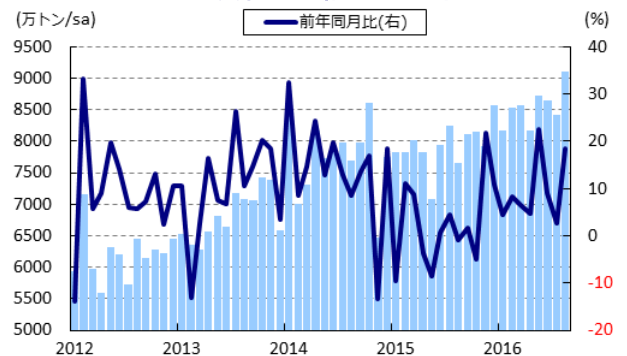
- 一方、8月の輸入額は前年同月比+1.5%と前月（同▲12.5%）から22ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じており、前月比も2ヶ月ぶりに拡大に転じている上、基調としても増加ペースが加速するなど底入れが進んでいる様子が見え始める。内訳をみると、輸出財の生産に必要な素材及び部材などの輸入額が拡大しているほか、国内需要向けの一般的な輸入額も拡大基調を強めており、内需が順調な拡大を続けていることを反映した動きと捉えられる。なお、輸出財の生産に必要な素材及び部材の動向については、足下においても関連輸出が堅調に推移していることを勘案すれば、先行きの輸出の押し上げに繋がると考えられ、輸出全体を後押しすることが期待される。また、内需向けの一般的な輸入額についても、例えば8月の自動車販売台数は前年同月比+24.5%と前月（同+23.0%）から一段と伸びが加速しており、その生産に必要な部材などを輸入に依存していることを勘案すれば、素直に堅調な内需を反映したものと判断出来る。さらに、一時は海外への資金逃避を図る隠れ蓑とされた香港をはじめとする保税地域からの輸入も大きく鈍化しており、いわゆる「偽輸入」が輸入額を水増ししている可能性は低いと考えられる。しかしながら、8月の輸入を巡っては鉄鋼石や石炭、銅、原油などの伸びが再び加速、ないし高止まりするなど同

図2 鉄鋼製品の輸出量の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 鉄鋼石の輸入量の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

国内での過剰生産に関連する原材料に対する需要が依然として旺盛に推移していることを物語る動きもみられる。共産党及び政府は、過剰生産の解消に向けて関連する国有企業を対象に合従連衡を進めているほか、生産設備の廃棄を求める動きを強めているものの、その動きに伴い国内の需給がタイト化して国内市場で市況が改善すると、民間の中小・零細企業を中心に生産を再開させており、全体的な生産量が大きく変化しない状況が続いているとされる。足下では政府による公共投資の促進や、一部の

大都市などで不動産投資が再び活発化したことで需要は底堅く推移しているものの、国内における供給は需要を相当程度大きく上回る水準に達しており、周辺のアジア新興国を中心に海外に流出することでディスインフレ圧力に繋がるリスクはくすぶる。他方、足下においては中国による旺盛な資源需要は国際商品市況の上昇をもたらしているなか、仮に過剰問題の解決に向けて性急な対応がなされれば、市況の急変をきっかけに国際金融市場が混乱に陥る可能性もある。中国が抱える過剰生産を巡る問題については、早期に解消に向けた道筋を付けることが必要になる一方、その方法及び時期を間違えると世界経済に甚大な悪影響を与えるリスクもある。また、共産党内では来月に開催予定の六中全会（共産党第18期中央委員会第6回全体会議）において来年以降の共産党首脳人事を巡る動きが活発化することで、人事を中心とした政治課題が前面に出ることが予想される。その意味においては、生産能力や在庫などの過剰状態を巡る問題の解決に向けた動きが前進することは考えにくく、中国経済はリスクを抱えながら前進する危うい展開が続くものと見込まれる。

- 8月の貿易収支は+520.49億ドルと前月（+502.27億ドル）から黒字幅が拡大しており、依然として大幅な貿易黒字を計上するなど、同国経済は堅固なファンダメンタルズを擁しているにも拘らず、8月末時点における外貨準備高は3兆1852億ドルと2011年12月末以来の低い水準となっており、8月だけでも▲158.90億ドル減少している。一昨年半ばをピークに外貨準備高は減少基調が続いており、昨年夏の人民元相場の設定を巡る実質的な切り下げ実施後は政策を巡る不透明感も相俟って減少ペースが一段と加速する事態に見舞われた。年明け直後に大きく減少した後、ここ数ヶ月は落ち着きを取り戻しているかにみえたものの、足下では再び減少ペースが加速しており、この背景には当局による人民元相場の安定に向けた為替介入が大きく影響していると考えられる。なお、足下においては人民元の対ドル相場を巡って、外国人投資家が自由に取引可能なオフショア相場と取引が国内投資家に限られる閉鎖的なオンショア相場との乖離は大きく縮小しているものの、外貨準備が大きく毀損されている状況を勘案すれば、こうした市場環境を創出しているのは当局による為替介入であると判断出来る。来月には国際通貨基金（IMF）が加盟国に配分する資金融通の権利及び単位であるSDR（特別引出権）の構成通貨に人民元が組み入れられることで、世界的にも人民元に対する需要が高まることが考えられるものの、人民元相場の閉鎖性及びその特殊性は先行きにおいても不透明要因としてくすぶることは避けられない。先月来、金融政策の方向性を巡り政府内で意見

図4 原油の輸入量の推移

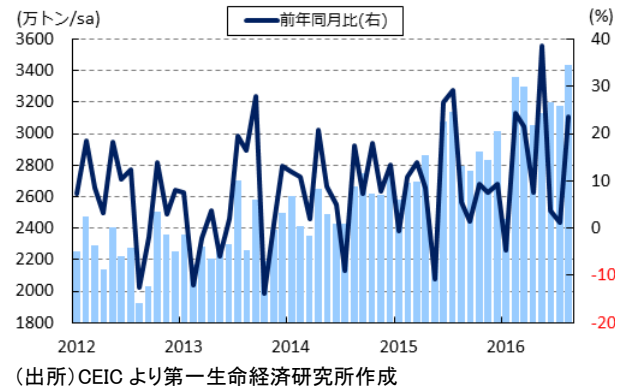
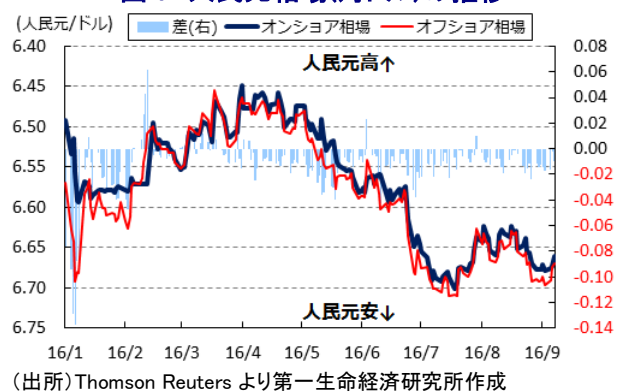


図5 人民元相場(対ドル)の推移



対立が表面化する様子が垣間見られるが、そうした政策の行方に対する不透明感が高まる事態となれば、そのことをきっかけに金融市場が混乱状態に陥ることも懸念される。人民元が早々に完全な変動相場制に移行する可能性は極めて低いと予想されるが、当局にはこれまで以上に政策の予見性を高める取り組みが求められる。

以 上