

中国経済が直面する二つのリスク

理事 兼 日総（上海）投資諮詢有限公司 董事長 吳 軍華

世界経済が大きな変動期に入ろうとしている。信用度の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン）問題に端を発してアメリカ経済の先行きに対する懸念が高まっているなか、中国経済にも変動の兆しが現れている。過去数年来の世界経済の好調な拡大がアメリカと中国に大きく支えられてきただけに、両国経済の成り行き次第で、日本を含む世界経済に大きな波乱が生じかねない。

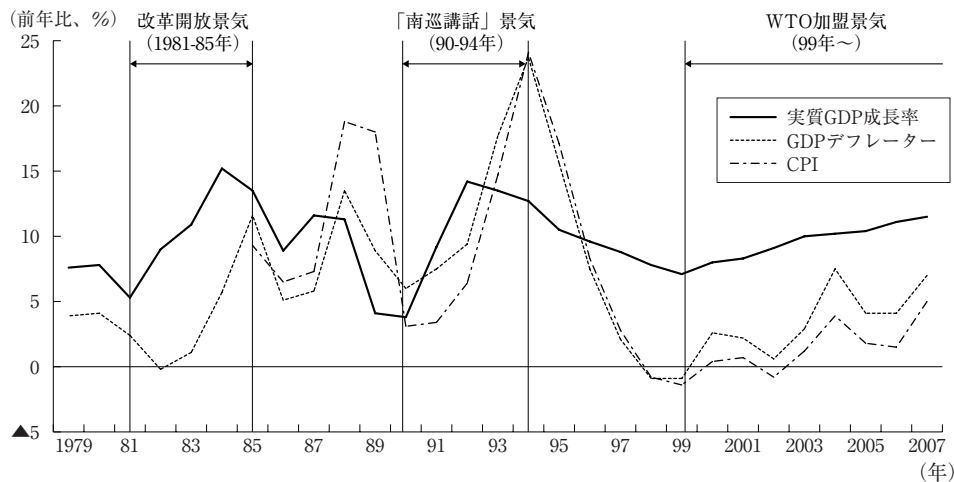
2003年以降、二桁成長を続けてきた中国経済に一体、どのような変動が生じているのか。そして、こうした変動は今後、中国経済、ひいては世界経済にどのような影響を及ぼすことになるのか。本稿では、この2点を中心に考えてみたい。

高まるインフレリスク

変動しつつある中国経済の実態を把握するために、まず、1999年をボトムに拡大してきた今回の景気サイクルの特徴を明らかにする必要がある。このためにまず、改革開放路線の導入によって本格的な成長期に入った中国経済のこれまでの流れを振り返ってみる。

図表1に示す通り、改革開放以降、中国は大きく三つの景気拡大期を経験してきた。すなわち、①改革開放路線の始動を契機とした81年から85年までの「改革開放景気」、②鄧小平氏が92年の初めに深圳や上海などの南部地方都市で発した市場経済化の加速に向けての号令（いわゆる『南巡講話』）に刺激されて90年から94年まで続いた『「南巡講話」景気』、③99年から始まって2007年現在まで続いている「WTO加盟景気」で

（図表1）中国経済の推移



（資料）2006年までの実質GDP成長率とCPIは中国国家統計局発表、2007年は筆者予測
（注）GDPデフレーターは日本総合研究所試算。

ある。

期中の平均成長率がいずれも高いレベルに達していたことをはじめ、三つの景気拡大期は多くの共通点を持っている。しかしその一方で、「WTO加盟景気」は「改革開放景気」と『南巡講話』景気』にみられなかった特徴を持っていることも明らかである。なかでも重要なのは、これまでの「WTO加盟景気」において、中国が初めてボラティリティーの低い右肩上がりの経済成長を遂げることができたことである。近年、中国経済の成長力の持続に対する懸念がかなり高まってきているにもかかわらずである。

なぜ、このような成長が実現できたのであろうか。最大の要因は、景気が拡大しても、ないしは、景気が過熱の状態になっても、GDPデフレーターや消費者物価といった指標でみる限り、物価水準が安定していることである。80年代から90年代を通じて、景気が拡大期に入ってからしばらく経つと、必ずといっていいほど、経済過熱と物価の上昇が問題となり、そして、こうした問題を解決すべく引き締め政策が導入されると、成長ペースがピークアウトするというパターンが続いていた。その背景には各々の特殊要因があったものの、「改革開放景気」と『南巡講話』景気』は結果的に、いずれも経済過熱・インフレの高進によって終幕を迎えざるを得なかったのである。ちなみに、80年代後半に進んだインフレは景気拡大の勢いを頓挫させただけでなく、「天安門事件（89年6月）」の遠因として、政治的にも中国に大きな変動をもたらした。

こうした流れと対照的に、今回は景気が99年をボトムに拡大し始めてから2006年までの7年間にわたって、これといったインフレ圧力が生じてこなかった。これもあって、2002年以降、不動産バブルや投資過熱に対する懸念が常にあったものの（注1）、中国経済は好調な拡大を維持し、いわゆる「インフレなき高成長」を達成してきた。

しかし、こうした理想的ともいえる景気拡大をこれ以上維持するのが難しい状態になってきた。インフレ圧力が急速に上昇したためである。中国国家統計局の発表によると、2007年8月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比6.5%上昇し、過去11年来の最高の伸びを記録し、4カ月連続で当局の警戒ラインである3%を上回った。

消費者物価の上昇ペースが加速するにつれて、中国社会において、物価と景気の先行きをめぐって、激しい論争が繰り広げられている。最大の焦点は、消費者物価の上昇ペースの加速を本格的なインフレに繋がりにかねない深刻な問題として捉えるべきか、それとも、食品価格の上昇に起因する一時的な現象として考えるべきかという判断に集約される。前者の代表は中国人民銀行（中央銀行）である。8月8日に公表された『2007年第2四半期貨幣政策執行報告』において、同行は「最近の消費者物価の上昇は単なる偶発的、または、一時的な要因によってもたらされたものではない」との判断を明らかにするとともに、「（食品から他の品目への）価格上昇の伝播を注意深く見守る必要があり、物価の全面的上昇を防ぐように努めるべきだ」と主張した。実際、

8月21日、中国人民銀行は大方の予想より早いタイミングで、今年に入ってから4回めの利上げに踏み切ったのに続き、9月15日、さらに利上げを実施した。こうした中央銀行の判断を裏付けるかのように、中国の人々、とりわけ80年代後半と90年代前半のインフレを経験した一部の市民が早くも食用油やインスタントラーメン、米などの買いだめに走り出しているといわれている（注2）。

ただし、インフレ懸念が一様に高まっているわけでもない。実際、中国人民銀行を除く政府の関係機関やエコノミストのほとんどはむしろ後者の見方をとっている。すなわち、消費者物価の上昇ペースが加速しているのは、あくまでも2006年にトウモロコシや大豆、小麦を中心とする食糧価格が世界的に上昇したことに加え、疫病の蔓延と価格の下落によって中国での豚の飼育量が減少したことといった特殊要因に起因する食品価格の急騰によってもたらされたものであり、「消費者物価が一時的に急騰しても、そのまま本格的なインフレに繋がっていく可能性は低い」との見方である。なかには、「食品価格の上昇は長年の政策課題である農民の所得向上に資するものだ」と積極的に評価する声すらある（注3）。

（注1）日本で、中国の不動産市場のバブル化と経済過熱に対する懸念が高まったのは2005年以降であったが、実は中国では早くも2002年末の時点ですでに関連する動きがあった。例えば、2002年11月3日、訪問先のカンボジアで、朱熔基首相（当時）が一部の都市における不動産バブル化の進展に警鐘を鳴らした。

（注2）「漲価記憶」第一財經新聞、2007年8月14日。

（注3）國務院發展研究中心經濟形勢分析課題組「正確認識当前經濟生活中的突出問題」「当前農副產品價格上漲：我們要冷靜看、弁証看」人民日報、2007年8月14日。

資産バブルから全面的インフレへ

一体、中国の物価情勢をどのように判断すればよいのであろうか。

筆者は前者の見方に賛同する。むしろ、中国の直面しているインフレ圧力と今後の景気に及ぼす影響についての中国人民銀行の認識ですら、必ずしも十分とは思っていない。消費者物価の上昇ペースの加速は中国にとって、これから本格的なインフレに直面する可能性を示しているというよりも、インフレ圧力がすでに社会全般に浸透していることを示唆していると判断しているからである。

こうした判断の主たる根拠として、次の二つを取り上げることができる。

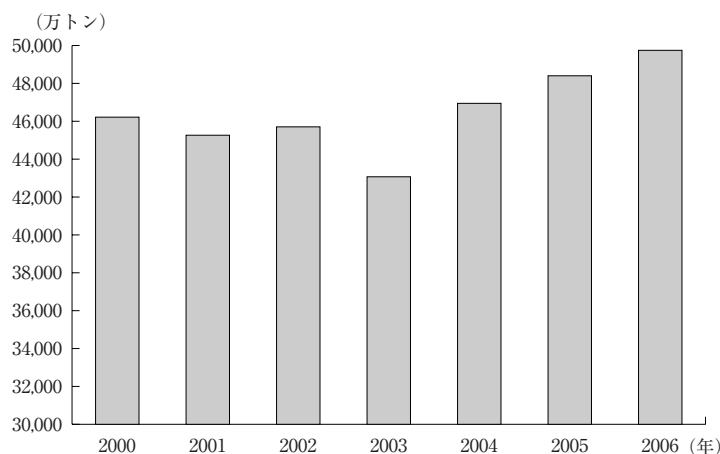
まず第1は、消費者物価の上昇を主導した食品価格の急騰が一時的な要因によってもたらされたのではなく、中長期的にも続いていく可能性が高いことである。確かに、世界的な食糧価格の上昇が中国の食品価格の変動にある程度のインパクトを与えているかもしれない。しかし、かつてに比べれば、大豆や小麦といった農産物の輸入が増えているものの、中国の食品価格に最も大きなインパクトを与える穀物の自給率が未だに90%以上を維持していることを踏まえると、中国の食品価格に対する世界市場の影響はなお限定的である。ちなみに、2005年の時点において、中国の食糧の自給率は

96%であり、このうち、穀物の自給率は101%であったという（注4）。したがって、中国の食品価格の動向を見極めるに当たっては、結局、国内的ファクターが最も重要なポイントになる。

こうした観点から具体的にみると、つい最近までは、中国国内の農作物の生産、とりわけ食糧生産が食品価格に最も大きな影響を与えてきたと指摘できる。2003年から2004年にかけての食糧生産の出来具合と食品価格ならびに消費者物価の動きをみると、こうした関係がリアルに描かれている。図表2と図表3に示す通り、2003年の食糧生産の減少を受けて、食品価格は2003年10月以降急騰したものの、2004年には食糧生産の回復に伴って、安定に向かった。

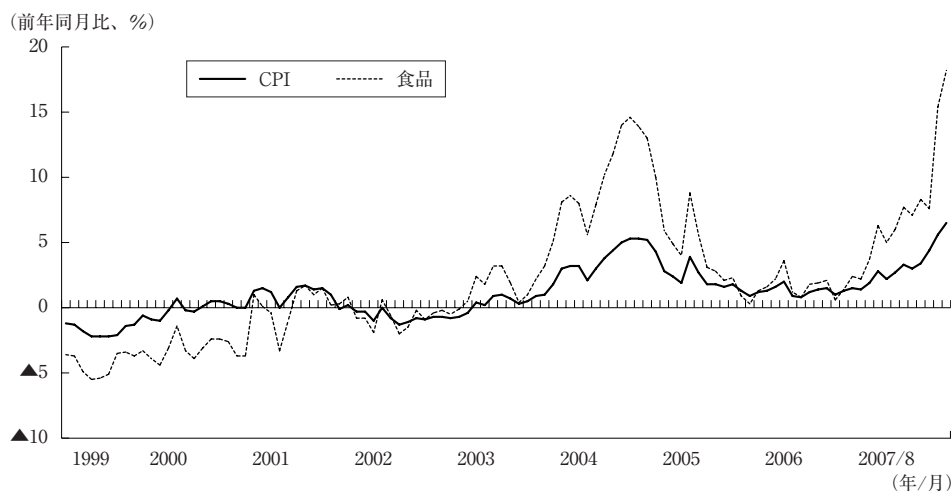
過去にこうしたパターンが続いていたために、消費者物価の上昇ペースが食品価格

（図表2）食糧生産の推移



（資料）中国国家統計局発表

（図表3）食品価格と消費者物価指数の推移



（資料）中国国家統計局発表

の急騰に起因して一時的に加速しても、やがて落ち着いていくとの見方が根強く存在するわけである。しかし、今回は実はこれまでにないような様相を呈している。食糧生産が安定的に拡大する過程において、食品価格が2006年秋以降上昇の一途を辿っている。しかも、こうした価格上昇の波が当初の米、食用油、豚肉といった基礎的な食品からインスタントラーメン、乳製品、菓子を含む加工食品全般に広がりつつある。

こうした事実を勘案する限り、食品価格の急騰に起因する消費者物価の上昇の勢いが短期的に収斂する可能性は極めて低いといえよう（注5）。

第2は、消費者物価の上昇ペースの加速によって、インフレ懸念が高まったのは最近のことであるが、中国社会の実態をみると、インフレ圧力は実はすでに相当のレベルに浸透している。換言すれば、消費者物価指数の上昇はインフレを予兆しているというよりも、物価上昇の波がついに食品を含む社会全般に広がってきたことを示唆している。

周知の通り、2003年以降、石油をはじめとする資源価格が世界的に急上昇した。これを背景に、中国の生産財出荷価格（PPI）と原材料・エネルギー購入価格は2004年から2005年にかけて急騰した（図表4）。本来ならば、こうした価格急騰の波が2005年にも消費財部門に広がり、消費者物価の上昇をもたらすはずであった。しかし、前掲図表3に示す通り、こうした状況は起きなかった。日本やアメリカなどと比較して、中国の消費者物価指数に占める食品の割合が34%と圧倒的に高く、石油などの原材料・エネルギー価格の上昇が消費者物価に波及するのに相対的に時間がかかるからである（図表5）。しかし、当然のことながら、その間に、生産財や原材料・エネルギー部門発のインフレ圧力はどこかに消えたわけではない。不動産部門はその最も主要な受け皿になったと思われる。2003年以降、中央政府が不動産バブルの発生を抑制すべく、度重ねていろいろな引き締め政策を打ち出してきたにもかかわらず、不動産価格は上昇の一途を辿ってきた（注6）。消費者物価指数に占める住宅関連項目（「居住」）の比率がわずか13%と低いことに加え、その中身も家賃や生活用の水、電力によって構成されているために、消費者物価指数はほとんどと言っていいほど不動産部門の価格変動を反映できない。

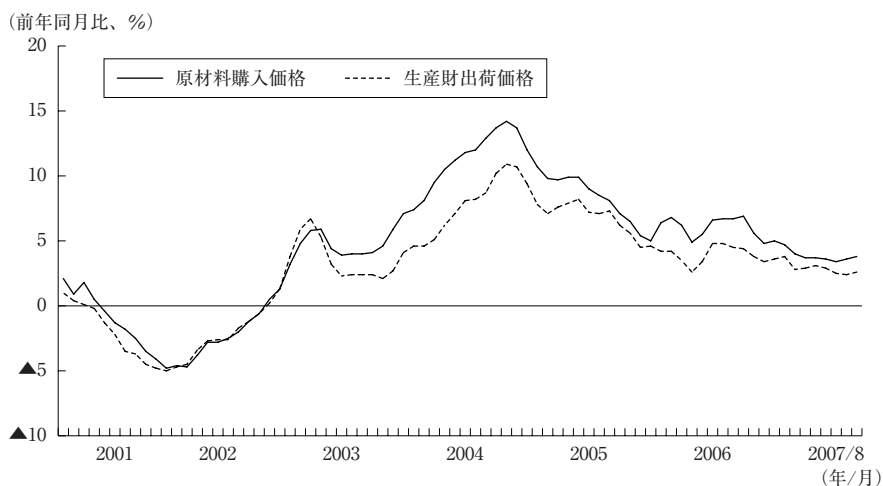
無論、原材料・生産財部門や不動産部門の価格の上昇はすぐにインフレ圧力として顕在化しなくても、一定のタイムラグをおいて、食品を含む一般商品の価格に伝播し、社会全体のインフレリスクを高めていく。今の中国は正しくこの段階に差し掛かっているといえよう。

（注4） 柯炳生「我国糧食自由率與糧食貿易」『中国農墾』2006年第12期

（注5） もっとも、8月以降、食品価格の上昇ペースを抑えるために、政府が一連の行政手段を導入してきたために、2007年末から2008年初めにかけて、消費者物価指数が表面的に安定化する可能性はある。

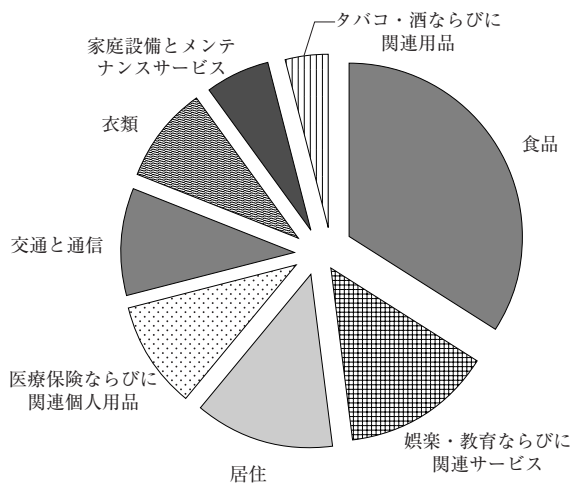
（注6） 詳細は拙稿「不動産バブルと中国的改革」『Business and Economic Review』2005年8月号を参照されたい。

(図表4) 原材料・生産財部門価格の推移



(資料) 中国国家统计局発表

(図表5) 中国のCPI構成



(資料) 「東方早報」2007年8月14日

過剰生産能力の顕在化に伴うリスク

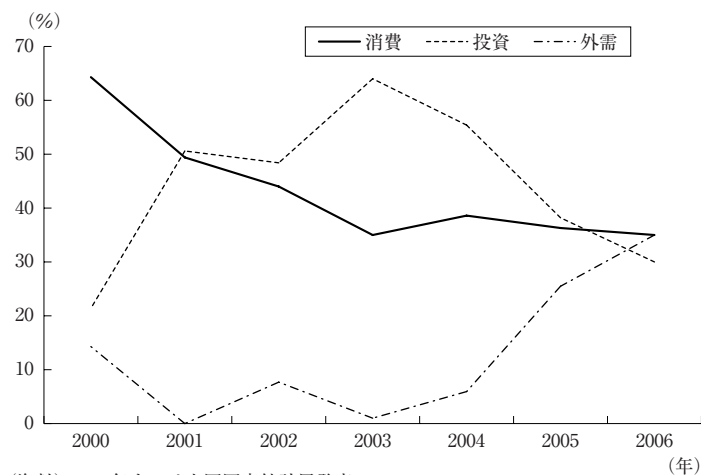
「インフレなき高成長」の維持が危うくなっているなかで、中国経済は中期的にもう一つのリスクにも直面している。工業部門の過剰生産能力の顕在化に伴うリスクである。

現在の中国経済においては、景気過熱を沈静化させようとして中央政府が多くの政策的努力をしてきたにもかかわらず、株価も不動産価格も史上最高値を次々と更新してきている。こうした現象を生み出した中国の政治・経済的枠組みを改めることが当面見込めないことを前提に考えると、インフレ圧力が多少高まっても、ハイペースの景気拡大の勢いと株価・不動産価格の急騰が組み合わされることによって形成された

バブルの饗宴は今後しばらく続いていくと予想される。問題はその饗宴がどのようにして終幕を迎えるかである。予想しうる多くのシナリオのなかで、最も懸念すべきは工業部門の過剰生産能力が行き場を失い、それに起因して本格的な投資調整が起こり、中国経済が失速するというシナリオである。

図表6に示す通り、中国経済の成長を支える主役は2005年以降、固定資本形成から外需へと大きくシフトしてきた。こうしたシフトを起こした最大の要因はこれまでの投資ブームによって増大した生産能力が国内で消化しきれず、輸出に向かったことにあると思われる。ちなみに、輸入価格上昇と輸出価格の下落が進んでいるにもかかわらず、中国は2006年において初めて鉄鋼の純輸出国になった。

(図表6) 需要項目別GDP成長率への寄与率



(資料) 2005年までは中国国家统计局発表

(注) 2006年は日本総合研究所推定。

中国では、一つの投資サイクルの完成に大体5年かかる。このため、2002年頃から始まった投資ブームによって形成された生産能力の拡大は2007年後半から2009年にかけてピークを迎える。貿易不均衡の問題に加え、中国製品の安全性に対する疑念が高まり、また、サブプライムローン問題で中国の最大の輸出市場であるアメリカ経済の先行きも楽観視できないなかで、中国の輸出がこれまで以上のペースで拡大していくのは極めて難しい。そこで、生産過剰の問題が顕在化し、中国経済が大きな転換点を迎える可能性が高い。日本を含む世界経済に対するチャイナインパクトが急上昇してきたことを考えれば、中国経済のリスクはある意味では世界経済にとってのリスクでもある。もし、中国が以上のような経済の変調に歯止めをかけることができないならば、世界経済にとって成長エンジンの一つを失うことを意味し、また、インフレ圧力が世界的に高まってくる恐れもあろう。

(2007. 9. 13)