

## 《中国の「新常态」への移行とアジア②》

2016年2月5日  
No.2015-47

# アジアに及ぶチャイナショック —ショックへの対応と域内協力が課題に—

調査部 上席主任研究員 向山英彦

### 《要 点》

- ◆ 中国の成長の減速はアジア各国にチャイナショックをもたらしている。本稿は、その影響が広がっていることを指摘するとともに、今後の課題について検討する。
- ◆ チャイナショックは実体経済と金融資本市場を通じた影響に大別でき、前者には、①中国経済の減速に伴う対中輸出の減速、②中国の高成長時期に形成された好循環メカニズムの逆転、③中国の過剰生産の影響、④新興国経済の減速などがある。
- ◆ 各国が受ける影響には、中国の成長減速が直接・間接に及ぼす影響（一次ショック）と、そのショックを受けて実施した政策の影響（二次ショック）がある。後者の典型的なプロセスは、輸出の減少→貿易・財政収支の悪化→通貨安→金融引き締め・緊縮財政→景気の悪化である。
- ◆ 韓国では対中輸出依存度が高いため一次ショックを強く受けているが、景気対策によってそのショックを一部減殺している。他方、資源国であるインドネシアとマレーシアでは二次ショックにより内需が減速し、成長率が低下した。
- ◆ 各国政府にはショックへの対応とともに、持続的発展に向けてインフラの整備や格差の是正、イノベーションの強化が求められている。この点で、ASEAN 経済共同体ならびに域内経済協力を推進していくことが今後ますます重要となろう。

本件に関するご照会は、調査部・向山英彦宛にお願いいたします。

Tel:03-6833-2461

Mail:mukoyama.hidehiko@jri.co.jp

## 1. 広がるチャイナショック

チャイナショックが世界経済を揺るがしている。アジア地域でも、対中輸出依存度の高い国・地域で成長率が低下している。

### (1) 実体経済への影響

中国の新常態への移行は中国の持続的発展にとって望ましい半面、成長の減速は他国にチャイナショックをもたらしている。チャイナショックは実体経済を通じた影響と金融資本市場を通じた影響とに大別でき、実体経済を通じた影響としては以下のものが指摘できる。

第1は、中国経済の減速に伴う対中輸出の減速である。

中国では2011年まで9%以上の成長が続いた後、12年～14年は7%台で推移し、15年に6.9%へ低下した。今後しばらくの間は6%台の成長が続くと予想されている。

基本的に対中輸出額の対GDP比が高い国・地域ほど中国経済の減速の影響を受けると考えられる。アジア地域において、同比率は台湾が一位で、韓国が二位である(図表1-1)。他方、インドネシア、フィリピン、インドなどでは低く、貿易面からの影響は相対的に小さいといえる。

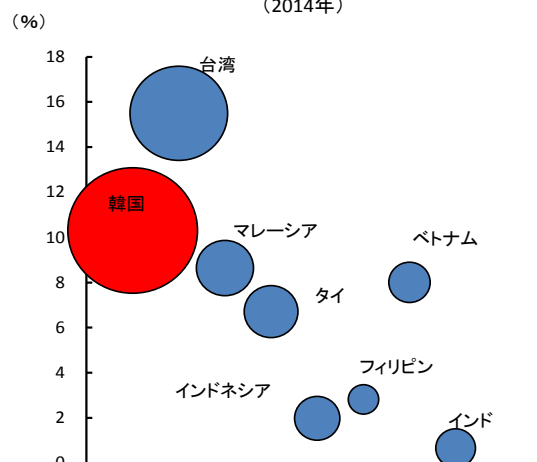
中国の減速が各国経済にどう影響しているのかを確認するために、中国の成長が加速し9%以上の成長を続けた2003～11年の年平均成長率と7%台へ低下した12～15年の年平均成長率の差異を縦軸に、各国の対中輸出額(通関ベース)の対GDP比を横軸にとると、総じて対中輸出額の対GDP比が高い国・地域ほど、影響を強く受けていることが明らかになった(図表1-2)。

成長率に影響を与える要因には多くのものがあるが、対中輸出の急減が影響を及ぼしているのは間違いのないであろう。なお、インドの差異が大きいのはインフレが高止まりしていた12～14年に金融引き締め政策がとられた影響によるものである。

第2は、中国の高成長時期に形成された好循環メカニズムの逆転である。

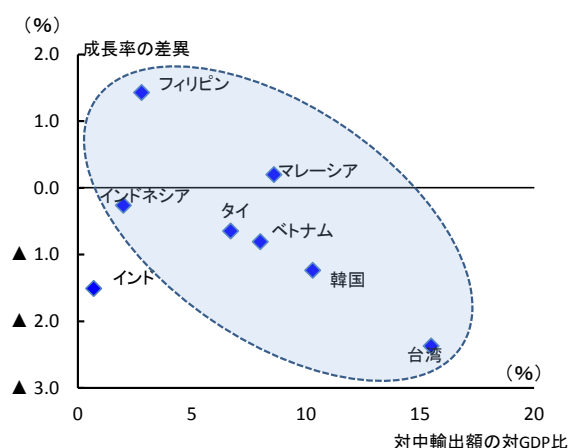
中国で高成長が続いていた時期に資源需要が急拡大した。例えば、鉄鋼生産の拡大に伴い鉄鉱石や石炭の輸入が増加した。主要輸入先(14年)をみると、鉄鉱石は①豪州(548百万MT)、②ブラジル(171)、③南アフリカ(44)、石炭は①豪州(92百万MT)、②インドネシア(48)、③ロシア

図表1-1 対中輸出額と対GDP比 (2014年)



(注)バブルの面積は対中輸出額  
(資料)世界銀行、World Development Indicators、各国統計

図表1-2 対中輸出依存度と成長率



(注)成長率は2003～11年の年平均成長率と12～15年の年平均成長率の差異、15年は見込みを含む  
(資料)世界銀行、World Development Indicatorsなど

ア(21)などである。

資源国では、今後も需要の拡大が続くとの見通しの下で開発が進められた。これにより掘削機械(油圧ショベルやホイールローダーなど)や掘削船に対する需要が伸び、これらの産業では設備投資が増加した。また、所得の増加を背景に家電や自動車など消費財の需要が拡大し、このことが設備投資を誘発した。

新興国市場の世界でのプレゼンスが増大したのがこの時期である。自動車販売台数は95年には日米欧の先進国が全体の8割近くを占めていたが、2010年に新興国が5割を超えた。中国での自動車販売台数は05年の580万台から14年に2,300万台、15年には2,400万台へ増加した。

中国の自動車生産拡大に伴い、タイやマレーシアなどでは天然ゴムの生産が拡大した。ちなみに、天然ゴムの生産量(2013年)は、①タイ、②インドネシア、③ベトナム、④インド、⑤中国、⑥マレーシアの順で、東南アジアが8割近くを占める。

資源需要の拡大により海運需要が急増した。とくに粗鋼生産拡大に伴い鉄鉱石や石炭の輸入が急増したため、ケープサイズ船(ばら積み大型貨物船)を中心に造船業界では受注が急増した(図表1-3)。

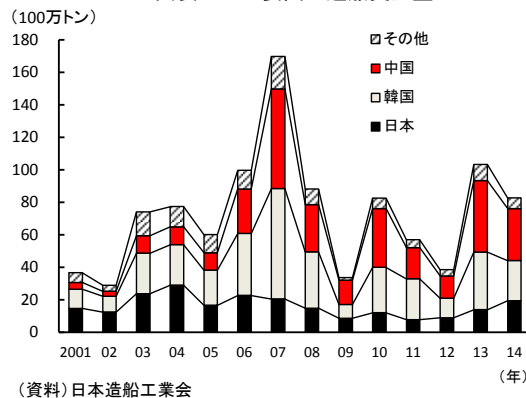
このように中国の高成長は世界的規模でプラス効果を及ぼしたが、中国経済の減速によりこの好循環メカニズムが逆転した。その象徴が海運需要の急減である。新造船の就航によってケープサイズ船の供給が増加した一方、需要が急速に鈍化したことにより、バルチック海運指数(バルチック海運取引所が発表する外航不定期船の運賃指数)は11年以降2,000を下回り、最近では500を下回っている(図表1-4)。16年2月4日には指数集計開始以来初めて300を割った。

### 第3は、中国における過剰生産の影響である。

中国ではリーマンショック(08年9月)後に景気対策の一環として大規模な公共投資が実施された。鉄鋼、石油化学など素材産業では積極的な増産が図られたが、その後の需要鈍化によって過剰な生産能力を抱えることになったのである。

2000年代以降の粗鋼生産量の推移をみると(図表1-5)、07年まで2桁の伸びを続けた。リーマンショックの影響で08年に前年比+4.6%へ低下したが、09年、10年は再び2桁の伸びになった。その後経済成長率が低下したにもかかわらず、生産量は増え続け(13年は前年比+12.4%増)、14年になりようやくブレーキがかかった。ブレーキがかからなかった要因に

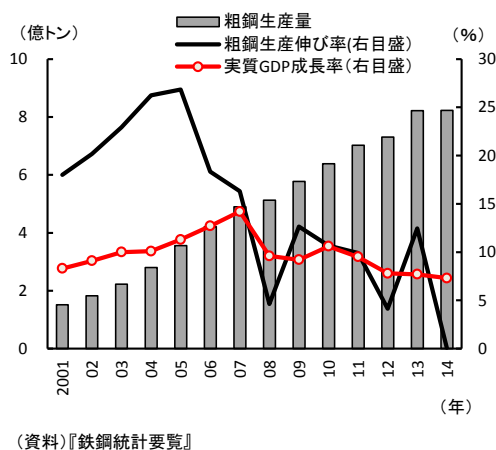
図表1-3 主要国の造船受注量



図表1-4 バルチック海運指数  
(外航不定期船の運賃指数)



図表1-5 中国の粗鋼生産量など



は、企業のほとんどが国有企業であったこと（経営が悪化しても支援を受けやすい）、地方政府が雇用への影響を懸念して過剰設備の廃棄に消極的なことがあった。

過剰生産に伴い在庫が増加した結果、安価な中国製品が海外市場に溢れ出し、市況が悪化した。中国の鉄鋼製品輸出は10年から14年にかけて倍増し、15年は1億MT（メタリックトン）に達した模様である。伸び率はASEAN10向けが最も高く、14年には同地域が全体の3割近くを占めた（図表1-6）。

厳しい環境が続くなかでタイのサハウィリヤスチー

ルが経営破綻したほか、韓国のPOSCOは15年に創業以来初の最終赤字となった。日本でも新日鉄住金による日新製鋼買収が発表されたように、設備集約の動きが始まった。

#### 第4は、チャイナショックによる新興国経済の減速である。

かつてBRICsの一員として注目されたブラジル、ロシアでは15年に続き、16年もマイナス成長になる見通しである。南アフリカでも、経済の先行きと財政悪化に対する懸念から通貨安に歯止めがかかっていない。資源国に共通してみられるのは以下の悪循環である<sup>1</sup>。

輸出の減少→貿易・財政収支の悪化→通貨安→金融引き締め・緊縮財政→景気の悪化

IMFは16年1月、中国経済の減速による世界の貿易の減少や資源価格下落リスクを指摘し、16年の成長率見通しを昨年10月時点より0.2%ポイント下方修正した<sup>2</sup>。新興国経済が失速すれば、新興国向け事業を拡大させてきた先進国企業の業績が悪化し、先進国経済にも影響を及ぼしていく。

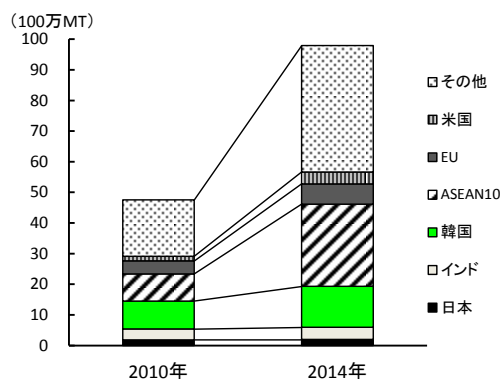
アジア諸国の輸出に占める新興国向けの割合をみると（14年）、韓国が58.8%と最も高い（図表1-7）。これは、2000年代に財閥を中心に大企業が需要の拡大が見込める新興国市場を積極的に開拓したことによる。

他方、フィリピンやベトナムでは米国を含む先進国の割合が高く、新興国経済の減速の影響を比較的受けにくくなっている。

## （2）金融資本市場を通じた影響

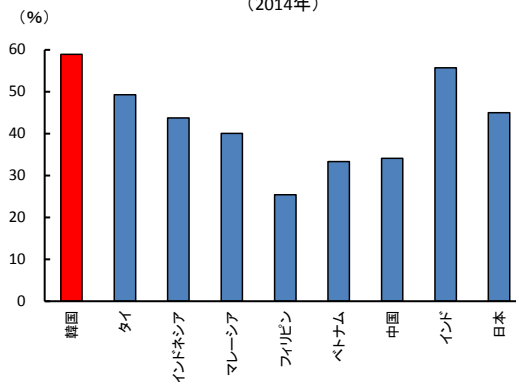
チャイナショックには金融資本市場を通じた影響もある。実際、2016年に入って中国の株価下落と人民元安が世界の金融資本市場を揺るがしている。

図表1-6 中国の鉄鋼製品輸出先



(資料)日本鉄鋼連盟『鉄鋼統計要覧2015』

図表1-7 輸出全体に占める新興国の割合 (2014年)

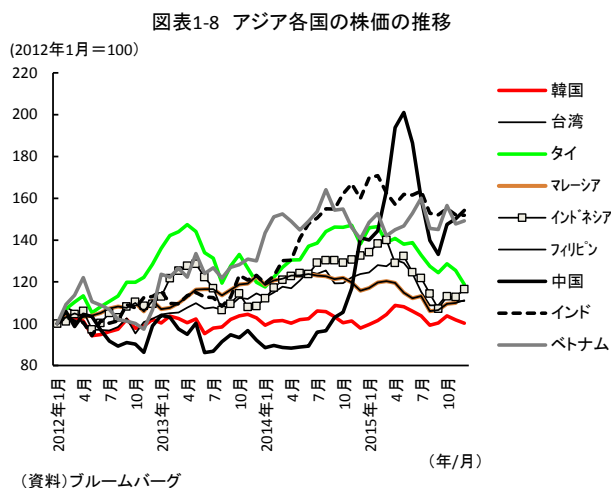


(注)新興国、先進国の分類はIMFによるもの  
(資料)IMF, Direction of Trade Statistics (DOTS)

<sup>1</sup> 注意したいのは、①通貨安によりドル建て債務の返済負担が増加するため企業収益が悪化し、信用格付けの低下で資金調達が難しくなる、②債務返済不履行が増加すれば、国際的な金融不安につながりかねない、③緊縮政策の長期化による国民生活の悪化に伴い社会が不安定化していく危険性が高くなることである。

<sup>2</sup> IMF, World Economic Outlook Update, January 19, 2016.

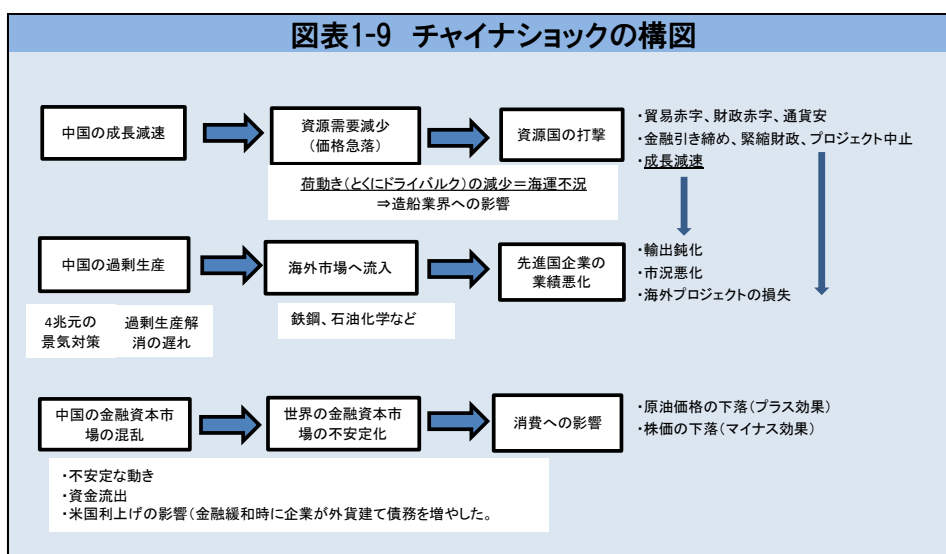
中国で高成長が続き新興国の成長が加速していた時期には、先進国から新興国への資金流入が進み、これが投資の拡大につながった。中国では資本取引規制が多く残されているが、人民元の先高感から、規制をかいくぐる形でホットマネーの流入が進んだ（典型的なのが中国への輸出金額の水増し）。貿易・経常収支の黒字拡大を背景に元高圧力が強まったため、中国人民銀行は元売り・ドル買いの為替介入を行ったが、十分に不胎化ができずマネーサプライが増加した。これにリーマンショック後の金融緩和が重なり、余剰資金がまず不動産市場に流入し、その後株式市場に流入していった。



アジア各国の株価の推移をみると、中国の株価の変動が激しいことがわかる（図表 1-8）。とくに不動産価格の下落を契機に余剰資金が株式市場に流入したため、14年秋口から15年半ば近くにかけて急騰した。ファンダメンタルズと大きく乖離していたため、その後に大幅な調整局面を迎えることになった。最近では、中国経済の先行きに対する懸念の高まりから資金流出が進み<sup>3</sup>、株安、人民元安につながっている。中国で発表される経済指標が世界の株価を大きく変動させるようになったことは、中国が世界第二の経済大国として注目を集めるようになっただけでなく、チャイナショックが世界経済を大きく揺るがし始めたことを示している。

資金流出の動きは新興国でも生じており、ブラジルやロシア、南アフリカでは通貨安に歯止めがかかっていない。米国で利上げが開始されたことも資金流出圧力を強めている。

以上のように、今日のアジア経済は程度の違いはあれ、チャイナショックの影響を受けている。チャイナショックはサプライチェーンを通じて連鎖的に、また実体経済と金融資本市場の両面を通じて各国経済に影響を及ぼしている（図表 1-9）。



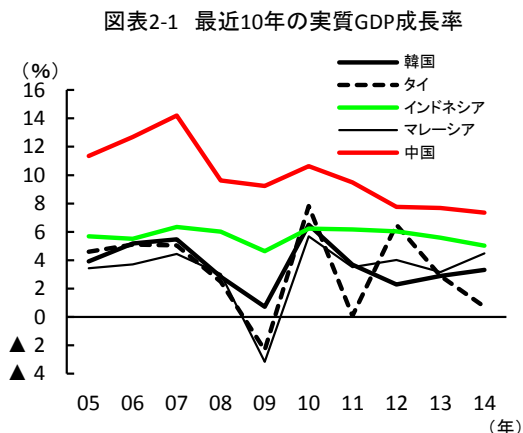
<sup>3</sup> Institute of International Finance は 16 年の中国からの資金純流出は 15 年を上回る 5,520 億ドルと予想する。

## 2. 一次ショックと二次ショック

つぎに、チャイナショックがアジア各国でどのような形で表れているのかをみていこう。

まず、最近10年間のアジア諸国の成長率の推移をみると（図表2-1）、軍事クーデターが生じたタイを除き、総じて中国経済と連動していることが確認できる。成長率の相関係数は韓国が0.65と最も高く、台湾が0.51とつぐ。韓国と台湾が中国経済の変動に比較的左右されやすいのは、前述した対中輸出額の対GDP比の高さが関係している。

チャイナショックによる経済への影響は、以下のように、中国の成長減速が直接・間接に及ぼす影響（一次ショック）とファンダメンタルズの悪化を受けて実施した政策の影響とに分けて考える必要がある。



### a. 中国の成長減速による影響

中国の成長減速が直接・間接に及ぼす影響（一次ショック）である。

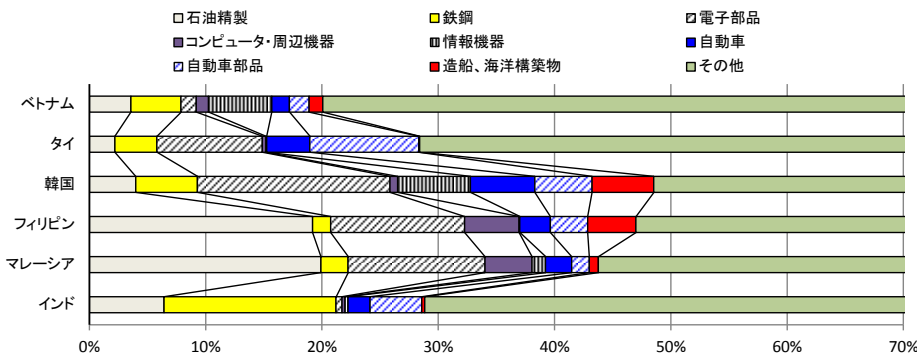
一つは、対中貿易を通じた直接的な影響で、これには中国の輸出鈍化に伴う影響と中国の内需減速に伴う影響がある（中国の過剰生産に伴う安価な中国製品の流入は対中輸入を通じた影響）。

もう一つは、中国の成長減速により間接的に受ける影響で、①荷動きの鈍化→海運→造船→鉄鋼のように需要の減少が連鎖することで受けるマイナス効果、②新興国（資源国が中心）の成長鈍化に伴う新興国向け輸出の減少（もしくは鈍化）などである。

各国の受ける影響は輸出品目構成や産業構造によって異なる。アジアでは電子機器産業を中心に、中国を最終組立拠点とするサプライチェーンが形成されており、これに組み込まれている韓国、台湾、マレーシア、タイなどがより強い影響を受ける。製造業に占める鉄鋼産業のウエートの高いインド、ベトナムなどでは（図表2-2）、需要減少とともに安価な中国製品流入の影響を受ける。また、韓国や台湾からは中国に資本財が輸出されているため、投資抑制の影響もある。他方、インドネシア、タイ、マレーシアは資源を輸出しているため、資源価格急落の影響を強く受ける。

韓国がチャイナショック（一次ショック）の影響を強く受けるといわれるのは、対中輸出依存度の高さに加えて、海運、電子部品、造船、鉄鋼など影響を受ける産業が多く、これらが主要な輸出産業になっていることによる。

図表2-2 各国製造業の産業別構成比(付加価値基準)



(注)マレーシアとベトナムは2012年、フィリピンは10年、残りの国は11年  
(資料)UNIDO, International Yearbook of Industrial Statistics 2015

## b. 政策による影響

チャイナショックは一次ショックだけではなく、ファンダメンタルズの悪化を受けて実施した政策の影響（二次ショック）もある。その典型的な例が、前述した資源国で見られる悪循環である。

アジアでこうした二次ショックの影響が表れたのはインドネシアとマレーシアである。これに対して、韓国では一次ショックは大きいですが、金融緩和や財政支出拡大などの景気対策により一次ショックの影響を一部減殺している。

少し詳しくみていこう。インドネシアでは石炭、石油ガス、原油、天然ゴムなどが主要輸出品目になっているため、資源価格急落の影響を強く受けた。当初は、対中輸出の急減にもかかわらず（図表 2-3）、経済全体への影響は限定的であった。

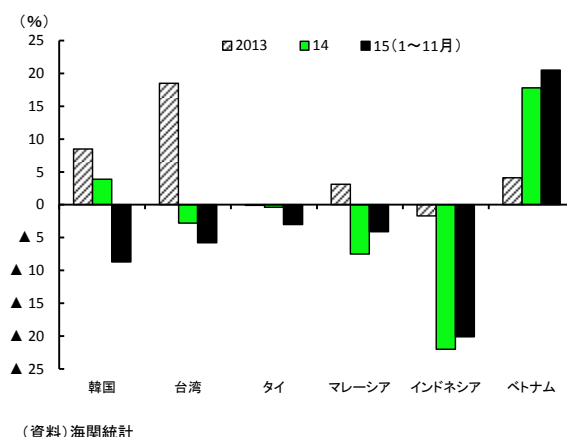
韓国の成長率が 10 年の 6.5%から 12 年に 2.3%へ低下したのに対して、インドネシアは内需の拡大に支えられて 6%台の成長を続けた（図表 2-1）。

しかし、次第にチャイナショックが広がった。輸出が資源に大きく依存していたため、貿易・経常収支の赤字が拡大し、通貨安が進んだ。インフレの加速を受けて<sup>4</sup>、13 年から 14 年にかけて相次いで利上げが実施された。こうしたインフレと金利上昇の影響で内需が減速し、15 年入り後 4%台後半にまで成長率が低下したのである。

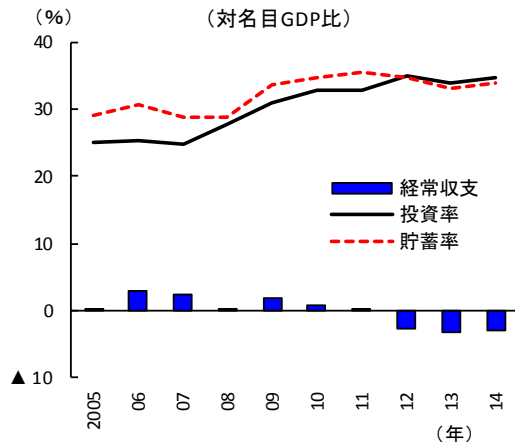
経常収支の悪化には、持続的な成長（および今後の成長期待）を背景に投資が拡大し、国内貯蓄を上回っていたことも関係している（図表 2-4）。対照的に、韓国では投資が貯蓄を大幅に下回る状態が続き、これが経常収支の黒字拡大につながった（図表 2-5）。ウォンがアジア通貨のなかで相対的に安定度の高い通貨になっている一因である<sup>5</sup>。

通貨安はマレーシアでも生じた。ただしインドネシアと異なり、通貨安に拍車がかかったのは経済が減速し始めた 14 年半ば以降である（図表 2-6）。四半期ベースでは、実質 14 年 4~6 月期を直近のピークに低下し、15 年 7~9 月期は 4.7%（前年同期比）になった。

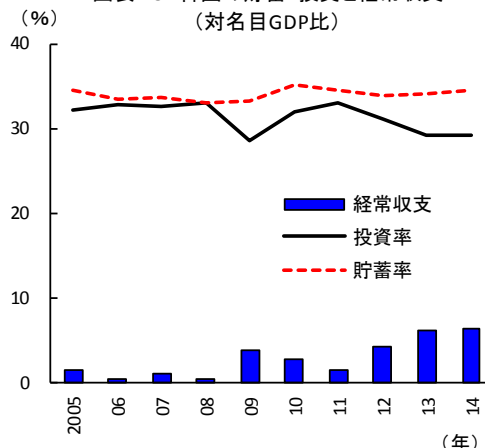
図表2-3 中国の対アジア諸国輸入額(前年比)



図表2-4 インドネシアの貯蓄・投資と経常収支 (対名目GDP比)



図表2-5 韓国の貯蓄・投資と経常収支 (対名目GDP比)



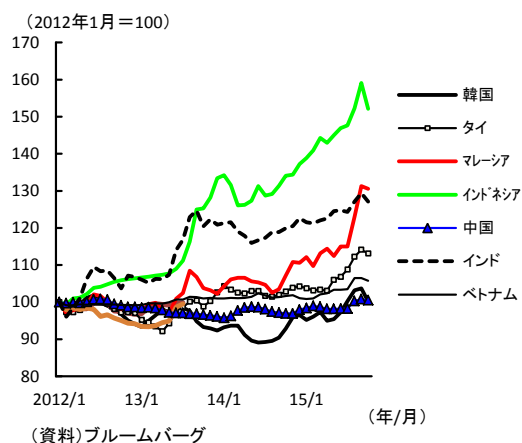
<sup>4</sup> インドネシアの場合、歳出削減を目的に燃料補助金を削減したこともインフレの加速につながった。

<sup>5</sup> リーマンショック前後にウォンが急落した時期には、経常収支が悪化していた。



マレーシアの輸出品目構成は電気・電子製品が全体の3分の1を占める一方、石油製品・原油(12.3%)、パーム油・同製品(8.6%)、液化天然ガス(8.4%)など資源関連も3割程度を占めている。問題は歳入の約3割を原油関連産業(とくに国営石油大手であるペトロナスからの税収、配当金など)に依存しているため、原油安が歳入の大幅不足に直結することである。同国ではリーマンショック後に大規模な景気対策を講じた結果、政府債務残高の対GDP比が55%とASEAN諸国のなかで最も高く、財政悪化への懸念が通貨安を引き起こしている。

図表2-6 対米ドルレートの推移



財政赤字の削減を目的に、政府は歳出抑制に乗り出し始めた。燃料補助金の削減に続き、15年4月、従来の売上税・サービス税に代わるGST(物品・サービス税)を導入した。財政の健全化に寄与する一方、消費の増勢鈍化の一因になっている。16年予算で歳出の削減が示されたほか、ペトロナスが業績悪化から設備投資を縮小する可能性があるため、経済の先行きについては楽観できない。

### 3. 求められる今後の対応

以上のことから導き出されるように、各国政府にはショックへの適切な対応とともに、持続的発展に向けた取り組みを強化することが求められている。

第1は、「過度な」中国依存を是正することである。このことが特にあてはまるのは韓国、台湾である。中国市場の重要性は今後も変わらないであろうが、生産拠点の分散化や輸出先の多様化を進めて、中国经济から受ける影響度を小さくしていくことが望まれる<sup>6</sup>。

第2は、インドネシアやマレーシアのように資源への依存度が高い国では、産業構造の多角化や歳入構造の見直しが必要である。インドネシアのジョコ政権はインフラを整備し製造業の成長を推進する計画である。円滑な予算執行と海外の民間資本の活用による進展が期待される。

第3は、内需の拡大を図ることである。アジアでは中国のほかに、インドやASEAN諸国で中間層の増加に伴う消費の拡大が成長の原動力として期待される。アジア開発銀行は<sup>7</sup>、「中進国の罅」に陥らなければ、中間層は2030年にインドで約12億人、インドネシアで2.2億人、ベトナムで0.8億人に達すると予想している。このシナリオが実現するためにも、インフラの整備や格差の是正、イノベーション力の強化を通じた成長の持続が必要である。この点で、ASEAN経済共同体ならびに域内経済協力を推進していくことが今後ますます重要となろう。

#### ◆Research Focus《中国の「新常态」への移行とアジア》シリーズ

①佐野淳也「新常态下で積極化する中国の対外経済戦略— 一带一路を中心に」2015年12月18日 No. 2015-42

<sup>6</sup> 韓国に関しては、向山英彦「韓国にとって存在感を増すベトナム」『アジアマンズリー』16年3月号を参照。

<sup>7</sup> Asia Development Bank, Asia 2050: Realizing the Asian Century, 2011年。