

中国の景気減速の影響をどう見るか

<要旨>

中国の景気減速が続いている。工業生産や電力生産量の伸びは低下傾向にあり、中国人民銀行は貸出基準金利を3年半ぶりに引き下げ景気重視に舵を切った。

景気減速とともに中国の輸入が頭打ちになっているが、その動きには地域差が見られ、中部、西部、東北といった内陸部に比べて沿海部(東部)の落ち込みが大きい。全世界的な景気鈍化で中国の輸出基地である沿岸部からの輸出が伸び悩み、それに伴う中間財の輸入減少が背景にあると見られる。

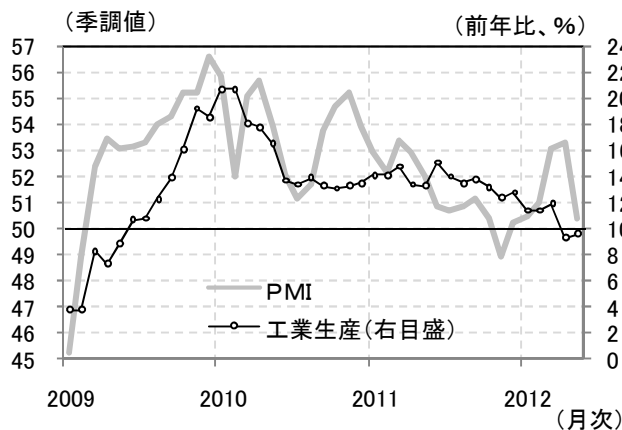
このような中国の輸入減少が他国に与える影響を、各国の中国向け輸出依存度から見ると、台湾、韓国、豪州、日本、シンガポール、マレーシア、ブラジルで大きくなる可能性が高い。とりわけ日韓台など中間財輸出の多い国では中国の輸出鈍化の影響をより受けやすいと考えられる。

幸いにもこれら国々の多くは足元のインフレ鈍化で、政策金利を引き下げやすい環境にあるが、国によっては自国通貨安による輸入物価上昇でインフレ圧力が再び強まるようであれば金融緩和の余地は狭まろう。

1. 足元で減速する中国景気

中国の景気減速が続いている。2012年1-3月期の実質GDPは、前年比8.1%増と3年ぶりの低い伸びを記録した。足元5月の中国製造業購買担当者景気指数(PMI)を見ても、前月より2.9ポイント低下の50.4と景況感の境目となる50割れ目前、工業生産も前年比9.6%増と2カ月連続で1桁台の伸びに留まっている(図表1)。実体経済の動きをより反映しているとみられる電力生産量も、5月は前年比3.3%と伸び率は低く中国景気の減速が改めて確認できる(図表2)。

図表1 工業生産とPMI (中国)



(注) 鉱工業生産の1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

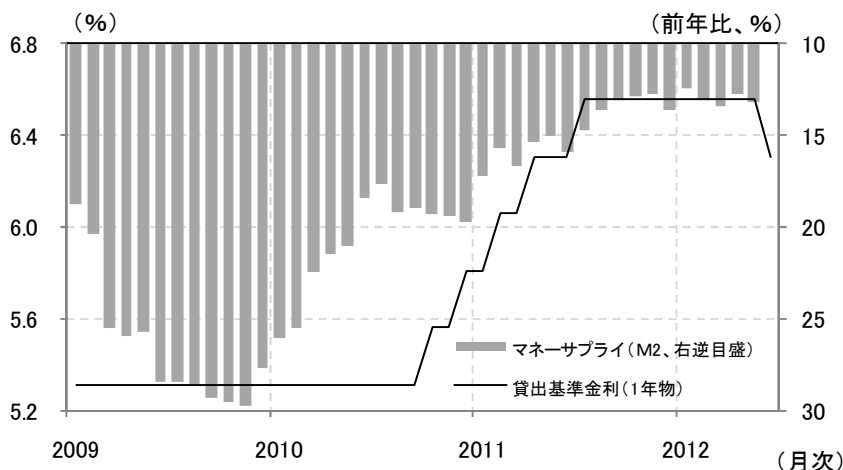
図表2 電力生産量 (中国)



(注) 1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

この中国景気の減速を受けて、中国人民銀行は6月に3年半ぶりの貸出基準金利(1年物)の引き下げを実施し景気重視に舵を切った(図表3)。これにより先行きマネーサプライ等の金融量的指標は貸出基準の緩和などを通じて、徐々に上向いていくと見られる。

図表3 貸出基準金利とマネーサプライ(中国)

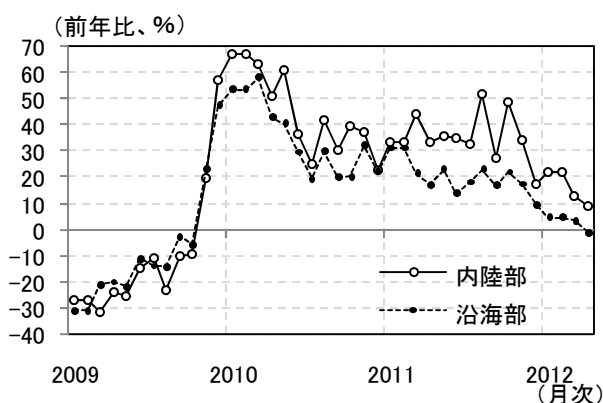


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2. 中国景気減速の地域間格差

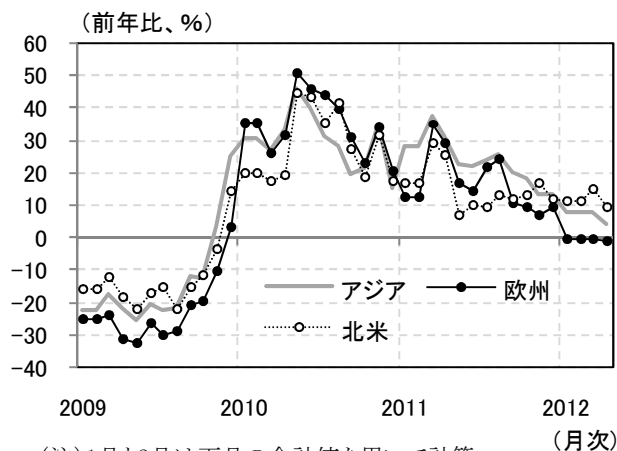
もっとも中国の景気減速には地域差が見られる。中部、西部、東北といった内陸部と沿海部の東部に分けて輸入の動きを見ると、内陸部は鈍化しているとはいえ依然として前年比10%近い伸び率を維持しているのに対し、沿海部は4月に前年比マイナス(▲0.9%)と落ち込みが大きい(図表4)。これは輸出向け生産の9割近くを担う沿海部において、世界経済減速の影響による最終製品の輸出鈍化で中間財の需要が減少し、在庫調整の影響もあって輸入の減少幅が大きくなっていく可能性がある(図表5)。

図表4 中国の輸入(地域別)



(注)1.1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
2.沿海部は東部、内陸部は中部、西部、東北を示す。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

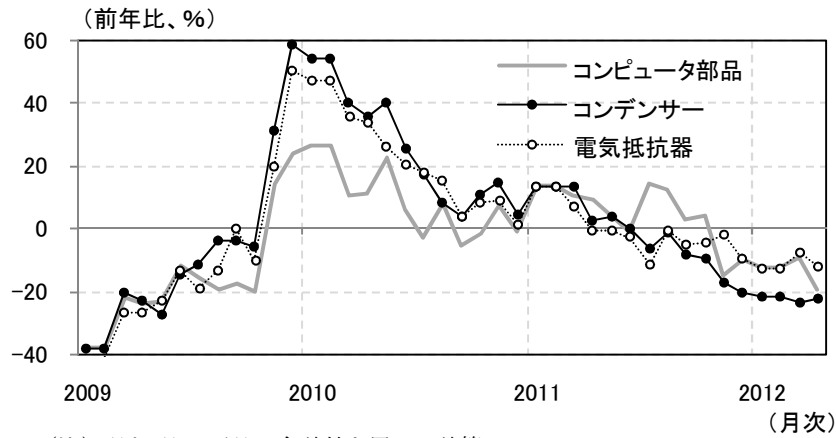
図表5 中国の輸出(輸出先別)



(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

実際、家電製品やパソコンなどの最終製品に使用されるコンピュータ部品、コンデンサー、電気抵抗器といった部品類の中国における輸入は、2011年後半頃から前年比マイナスに落ち込んでおり、足元4月も前年比▲10%超と減速幅も大きい(図表6)。

図表6 中国の部品輸入

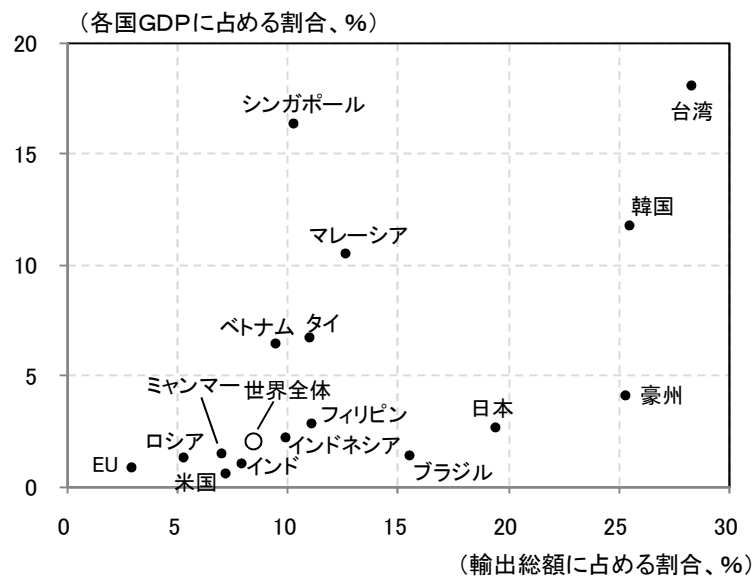


(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3. 中国景気減速の他国への影響

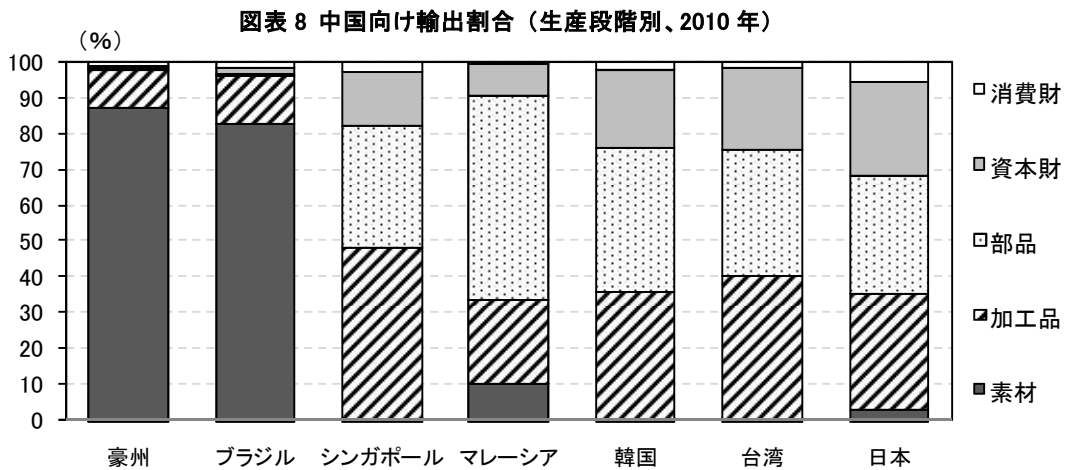
この中国景気減速の影響は、今後中国向けの輸出減少を通じて他国に波及することが考えられる。中国向け輸出依存度の観点からみた影響は、各国GDPに占める中国向け輸出割合が高い台湾、韓国、シンガポール、マレーシアで大きくなると考えられる(図表7)。また各国GDPに占める割合は低くても輸出が重要な景気ドライバーとなっている国では、輸出総額に占める中国向け割合が高いと影響を受けやすいとみられ、日本、豪州、ブラジルがこれに当たる。

図表7 中国向け輸出依存度 (2010年)



(資料)UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

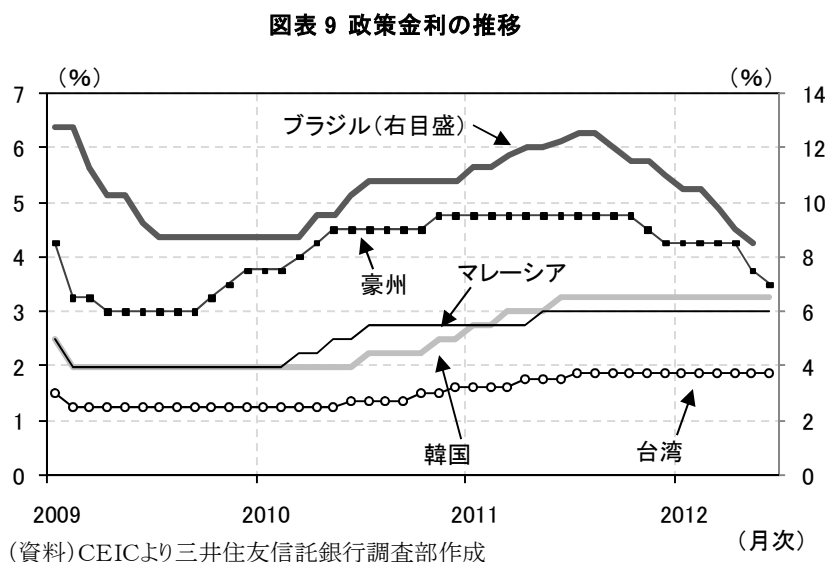
これらの国々の中国向け輸出を生産段階別にみると、豪州やブラジルは素材の割合が高く、日韓台、シンガポール、マレーシアでは部品や加工品といった中間財が大半を占めるといった特徴がみられる(図表8)。素材ウエイトが大きい国では中国のインフラ需要といった内需伸び悩みを受けやすいのに対し、部品や加工品といった中間財ウエイトが大きい国は、内需の伸び悩みのみならず中国の輸出減少を通じた影響も間接的に受けやすい。いずれにせよ中国経済の鈍化は異なるパターンで各国に波及しやすい構造になっている。



(資料) 経済産業研究所「RIETI-TID 2011」より三井住友信託銀行調査部作成

4. 各国の金融緩和余地

これら中国の景気減速の影響を受けやすい国々の足元の政策金利の動きをみると、豪州とブラジルが既に政策金利の引き下げ、金融緩和に踏み切っている(図表9)。

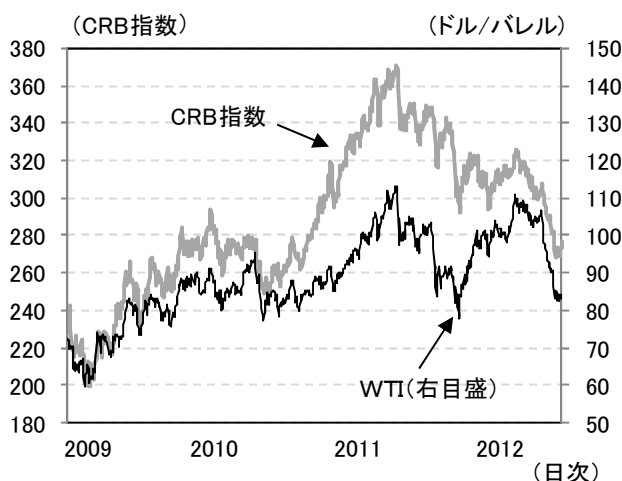


(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

これは2010年から2011年にかけて利上げを行ってきたことに加え、足元のインフレ率が鈍化したことで政策金利を引き下げやすくなったことが背景にある。インフレ率低下は足元の資源価格の

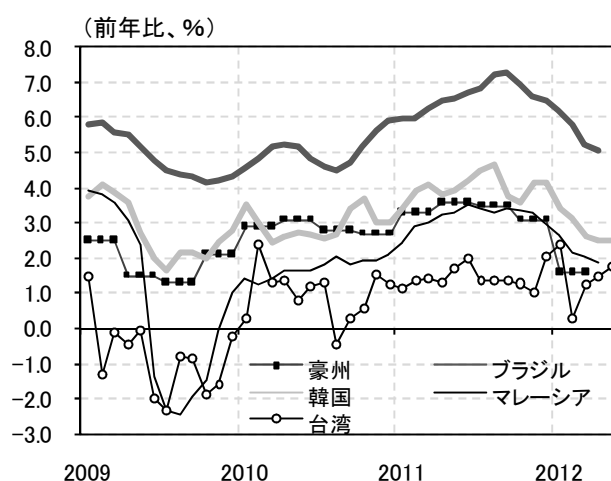
落ち着きによるところが大きく、WTI原油先物価格や商品の総合的な値動きを示すCRB指数の動きを見ても、2012年に入り下落傾向が続いている(図表10)。こうした動きは、豪州とブラジル以外の国の消費者物価指数(CPI)の伸び率低下にも寄与しており、他国でも金融緩和による景気刺激の余地がある点は、これらの国々の景気先行きを見る上で一つのポジティブな材料である(図表11)。但し、欧州債務問題の影響などで通貨安が進んで輸入物価が押し上げられた場合には、これら国々のインフレ率の上昇を招き、国によっては金融緩和の余地が狭まるリスクには注意が必要である(図表12)。

図表10 WTIとCRB 指数



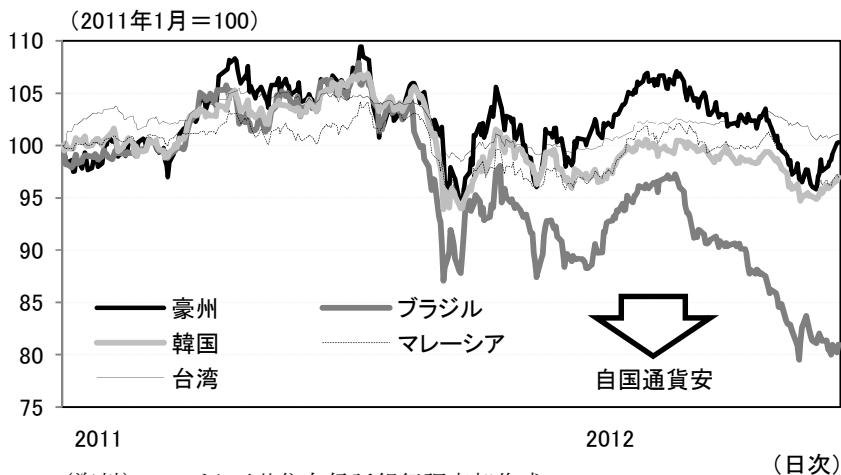
(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表11 各国のCPI 上昇率



(注) 1. 各国とも政策金利をCPIを用いて実質化。
2. 豪州のCPIは四半期データを使用。
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表12 各国の為替レート(対ドル)



(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

5. まとめ

以上見てきたように、中国では工業生産や電力生産量の伸び率が鈍化し景気の減速が続いており、中国人民銀行も貸出基準金利を3年半ぶりに引き下げるなど景気重視に舵を切っている。景気減速とともに中国の輸入も頭打ちになっているが、その動きには地域差が見られ中部、西部、

東北といった内陸部に比べ沿岸部(東部)の落ち込みが大きい。これは世界経済の鈍化により輸出基地でもある沿海部からの輸出が伸び悩み、それに伴う中間財の輸入減少が在庫調整の影響も受け増幅されていることが背景にあると見られる。

さらに中国の景気減速が進んだ場合には、中国向け輸出の減少を通じて各国に波及すると考えられ、とりわけ中国向け輸出依存度の観点からみた影響は台湾、韓国、豪州、日本、シンガポール、マレーシア、ブラジルで大きい。また素材の輸出割合が多い国に対して、日台韓など中間財の輸出割合が高い国では、中国の内需の伸び悩みのみならず世界経済減速の影響も中国の輸出減を通じて間接的に受けやすい構造にあるといえる。

これら国々の多くはこれまでの利上げや足元のインフレ鈍化で、政策金利を引き下げやすい環境にある。今後中国や豪州、ブラジルの利下げにこれら東アジア各国が追随する可能性は高いだろう。ただし、自国通貨安による輸入物価上昇でインフレ圧力が再び強まるようであれば、国によっては金融緩和の余地が狭まるリスクには留意すべきである。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)