

# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済の見通し：

### ソフトランディングに向かう中国経済、「出口戦略」 実施後の新たな経済政策は？

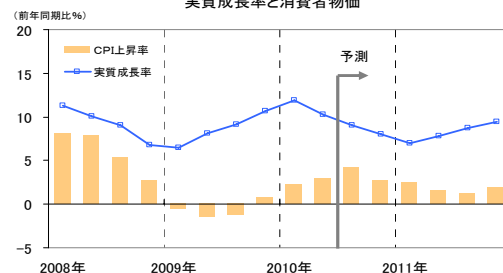
経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

- 中国経済は、昨年 1-3 月期を底としてV字回復し、今年第 1-3 月期には実質で前年同期比 11.9%増の高成長となったが、4-6 月期は同 10.3%増と 5 四半期ぶりに減速した。中国政府が 4 月に打ち出した不動産価格抑制策は、予想以上に企業マインドに悪影響、在庫の過剰感も高まっており、投資需要の伸びは当面鈍化傾向を示すと見られる。
- 他方、6 月の消費者物価指数は前年同月比 2.9%上昇となり、5 月の同 3.1%上昇と比べると 0.2%ポイントの低下となった。賃上げ要求の高まりや物価の遅行性から、当面物価は上昇傾向で推移すると見られるが、景気減速で年末頃にはインフレ懸念も収束する可能性が高い。
- 不動産価格は下落に転じバブル崩壊を懸念する声が高まってきた。中国政府の不動産価格抑制策を受けて調整局面が続くと見られるが、中国のバブル度は低く、農村から都市への人口流入で実需も増えることから、調整は小幅に留まり、銀行の不良債権問題には波及しないと見られる。
- 今後の経済見通しは、物価上昇による実質減価や投資の伸び率鈍化から景気は減速傾向を続け、年末頃にはインフレ懸念も収束、中国経済はソフトランディングに向かう。2011 年に入ると、第 12 次 5 ヵ年計画の具体化により「出口戦略」後の主役と見られる民間投資が勢いを取り戻し、中国経済は内需主導の新たな成長軌道を歩み始めると見ている。
- また、リスクシナリオとしては、欧州問題の深刻化と不動産価格の大幅下落が挙げられる。欧州経済が失速した場合には、中国経済にも影響が及ぶが、中国には財政出動で景気を支える余力があることから失速は避けられるとの見方。一方、不動産価格が想定以上に下落した場合は、銀行の不良債権問題に直結する可能性があり、深刻な不況に至るリスクがある。

予測表(年次)

	単位	2009年	2010年	2011年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.1	9.8	8.2
最終消費	寄与度、%	4.6	4.8	4.7
総資本形成	寄与度、%	8.2	4.8	4.0
純輸出	寄与度、%	-4.2	0.2	-0.5
消費者物価	前年比、%	-0.7	3.0	1.7

実質成長率と消費者物価



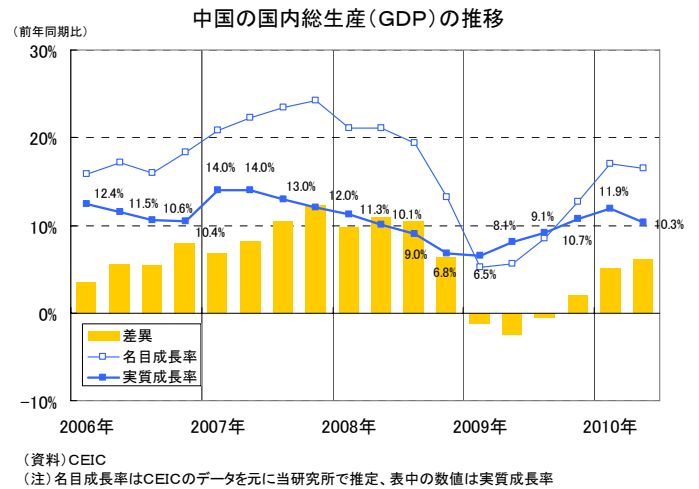
# 1. 景気動向

7月15日、中国国家统计局が発表した2010年第2四半期（4-6月期）の実質GDP成長率は前年同期比10.3%増と、引き続き10%を超える高成長となったものの、第1四半期の同11.9%と比べて1.6%ポイントの減速となった。

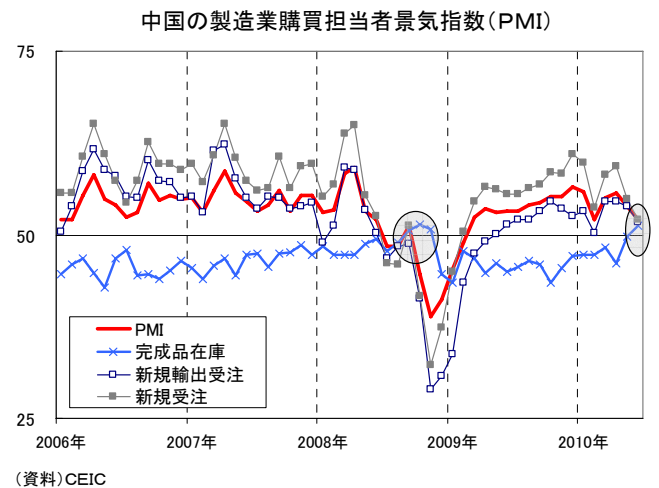
今回の景気減速は、物価上昇による実質減価と投資の減速によるものと見られる。図表-1に示した名目成長率（当研究所の推定値）を見ると、第2四半期は前年同期比16.5%増と第1四半期の17.0%増から0.5%ポイント低下したものの実質成長率の低下幅よりも小さく、物価上昇による減価が実質成長率を押し下げたひとつの要因と見られる。また、図表-4、5、6に示した需要動向（名目ベース）を見ると、個人消費の動向を示す小売売上高は順調に伸び、貿易黒字も第1四半期の前年同期比大幅減から第2四半期は増加に転じたが、固定資産投資は増加ペースが鈍化しており、投資需要の伸びの鈍化が名目成長率減速のもうひとつの要因となったと見られる。

このような物価上昇による実質減価と投資需要の伸びの鈍化は予想通りでサプライズではないが、前年同期比10.3%増という実質成長率は、当研究所の事前予測（10.6%増）を0.3%ポイント下回り、予想したよりも減速のペースが速い。図表-2に示した製造業購買担当者景気指数の動きを見ると、第2四半期に急低下、完成品在庫の判断がリーマンショック時の水準まで上昇した。また、リーマンショック時には新規輸出受注が大きく落ち込んだが、今回は新規輸出受注よりも新規受注全体の低下の方が顕著で、図表-3に示した景況感指数（BCI）を見ても、不動産業の悪化が著しい。これは中国政府が4月に打ち出した不動産価格抑制策が予想以上に企業マインドに影響したものと見ている。

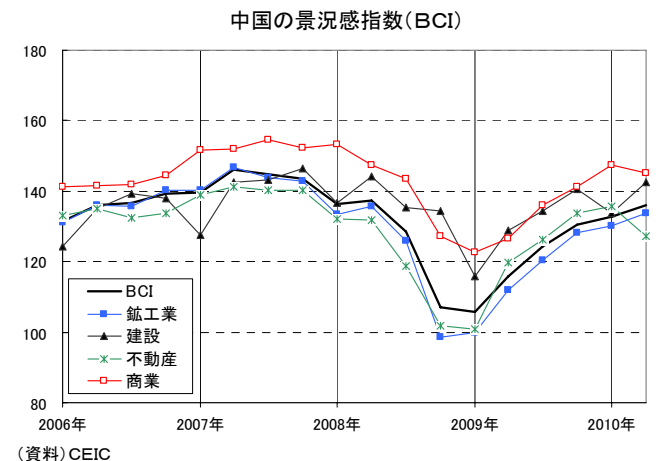
(図表-1)



(図表-2)



(図表-3)



### 〔投資需要の伸びは鈍化〕

このように中国政府の不動産価格抑制策が予想以上に企業マインドに影響、在庫にも過剰感が高まったことから、当面は投資需要の伸びが鈍化する可能性が高い。しかし、企業収益の改善（企業収益と連動傾向がある名目成長率はこの上半期に 16.7%増）や消費拡大を期待した外資系企業による投資は予想以上に好調で、年末に向けては第 12 次 5 ヵ年計画の具体化（後述）により投資マインドが改善すると見ていることから、2010 年通期の投資の寄与度は 4.8%ポイントのまま据え置く。また、2011 年は第 12 次 5 ヵ年計画の具体化により内外の投資需要が伸び始め、政府主導から民間主導へのバトンタッチは順調に進むが、4 兆元の景気刺激策が期限を迎えることがマイナス要因となり、投資の寄与度は 4.0%ポイント程度との見方に変更はない。

### 〔消費需要は順調に伸びる〕

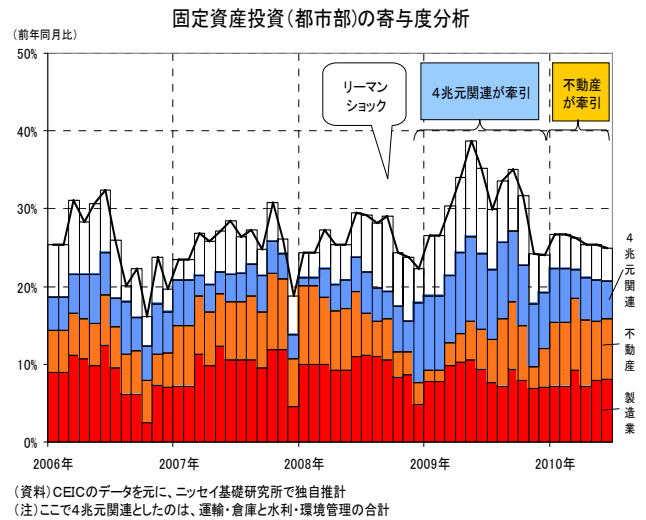
個人消費は、予想通り緩やかな伸びを続けており、今後も消費需要は順調に伸びるとの見方に変更はない。2010 年通期の消費は、①企業収益の改善（賃金の上昇）、②財政による消費刺激策の追加（今年度予算案では商業サービス等関係支出が 38%増）、③政府指導による労働分配率改善の 3 点から増加ペースは前年より加速。2011 年には消費刺激策の一部が期限切れとなる見込みだが、本格化する所得分配制度の改革や社会保障制度整備等が消費を側面支援することから、消費は順調に伸びると見ている。

### 〔純輸出の影響は小幅〕

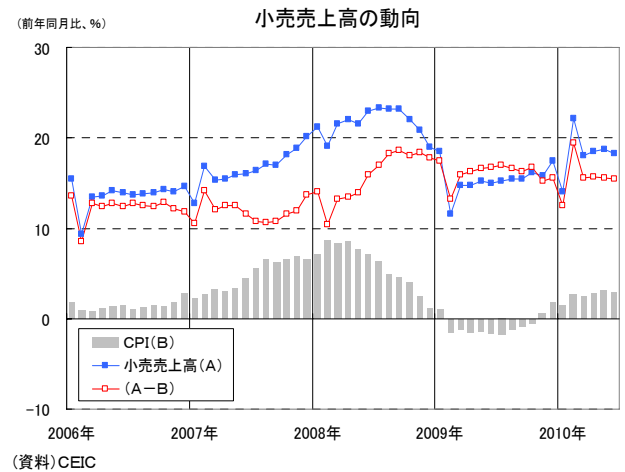
純輸出は、予想通り緩やかな回復に留まっており、今後も GDP に大きく影響する要因にはならないとの見方に変更はない。2010、2011 年の世界経済は緩やかな回復傾向を続けるが、内需が好調な中国との成長格差は高位で推移することから、2010 年は昨年の反動増で若干プラス寄与、2011 年は若干のマイナス寄与に戻るとの見方に変更はない。

但し、財政問題に揺れる欧州経済が失速すると、約 2 割を占める EU 向け輸出が急減する可能性もあるため、欧州経済の動向には当面注意を要する。

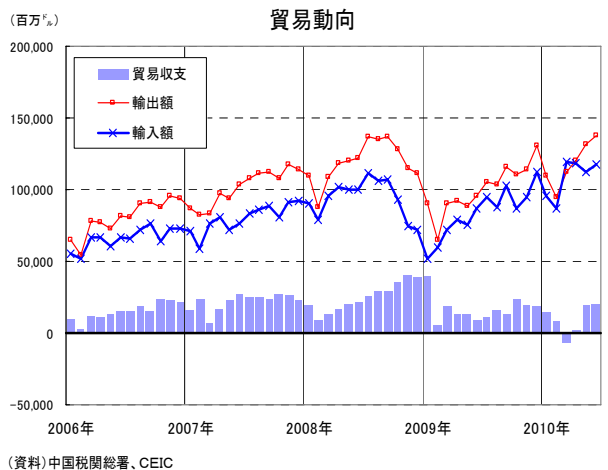
(図表-4)



(図表-5)



(図表-6)



## 2. 物価動向

7月15日、中国国家統計局が発表した6月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.9%上昇となり、5月の同3.1%上昇と比べると0.2%ポイントの低下となった。また、前月比で見ても6月の低下は-0.6%と大幅であり、例年6月は季節的に前月比で低下する傾向があるが、過去7年間の平均-0.5%と比べても低下幅が大きく、消費者物価は一旦落ち着いたと見られる（図表-7）。

しかし、第1四半期の労働報酬が前年同期比17.1%増と上昇傾向を示す中で、その後も賃上げ要求の動きは沿岸部から内陸部へと広がりを見せており、今後は労働報酬の引き上げが消費者物価を押し上げる要因になる可能性がでてきている。また、消費者物価の変動を分解して、景気変動と物価の関係を観察してみると（図表-8）、消費者物価は景気変動に半年程度遅れて反映する傾向があり、11.9%の高成長となった第1四半期の景気過熱が第3四半期も消費者物価を押し上げる要因となる可能性がある。図表-7に示した食品とエネルギーを除いたコア部分の消費者物価指数は6月も前年同月比1.0%と5月の0.9%から上昇幅を高め、第3四半期も消費者物価の上昇傾向が続く可能性が高いと思われる。

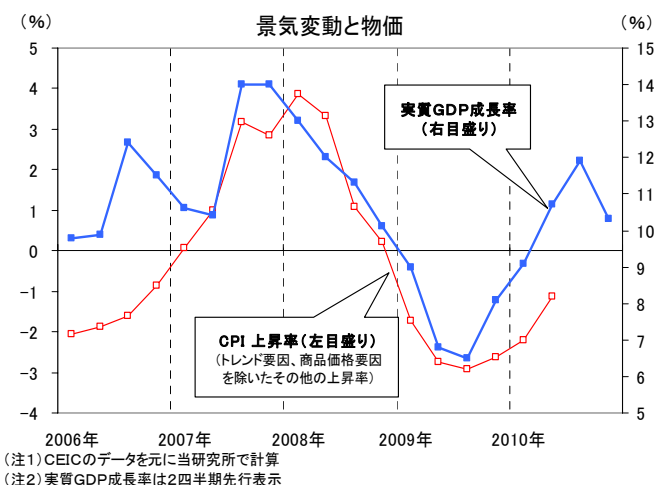
他方、工業品出荷価格指数（PPI）は前年同月比6.4%上昇と、5月の同7.1%上昇と比べると0.7%ポイントの大幅低下となった。図表-9に示した商品価格とPPIの関係を見ると、原油価格（WTI）や商品指数（CRB）の動きに3ヵ月程度遅れて連動する傾向があることから、商品価格が現状レベルで推移すると、今秋以降にはマイナスに転じる可能性がある。

従って、消費者物価は当面上昇傾向が続くと見られるが、景気減速と共に年末頃には消費者物価上昇が鈍化、インフレ懸念は収束に向かい中国経済はソフトランディングに向かうと見られる。

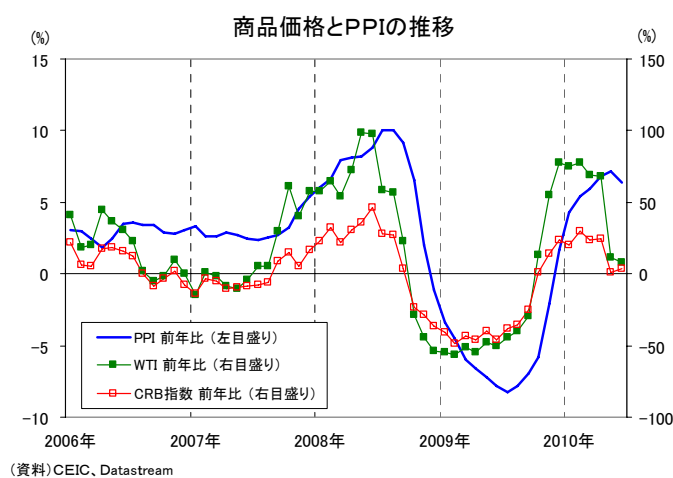
（図表-7）



（図表-8）



（図表-9）



### 3. 不動産バブルは崩壊？

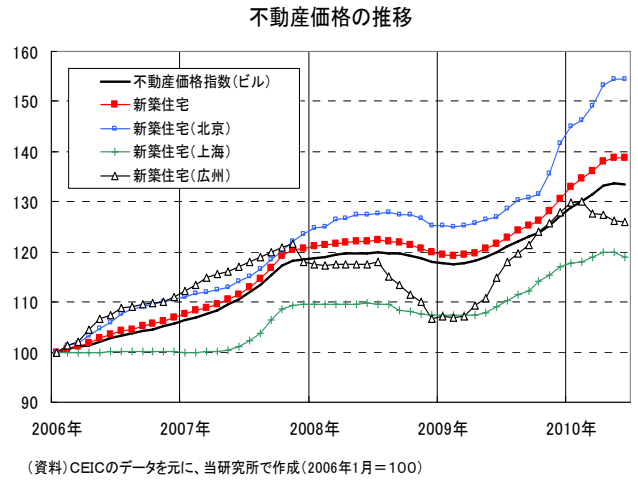
図表-10 に示した不動産価格指数の推移を見ると、昨年急上昇した不動産価格（ビル）は、6月に前月比-0.1%と1年4ヵ月ぶりに下落に転じた。新規住宅価格を見ても、広州市では4ヵ月連続で下落している。今回の中国の不動産価格の下落は、今のところ小幅だが、日本のバブル崩壊との類似点もあり、中国でバブル崩壊が始まったのではないかと懸念が高まっている。

図表-11 は、日本の地価の推移に、参考指標として名目GDP、消費者物価指数、株価の推移を加えたグラフである。これを見ると、1957年から1980年代後半のバブル絶頂期に至るまで長期的に見ると、地価は概ね名目GDP成長率並みのペースで上昇していた。地価が名目GDP成長率並みのペースで上昇する合理性は薄いため、日本の地価が名目GDP成長率並みの高スピードで上昇したことがバブルを膨張させた原因と考えられる。

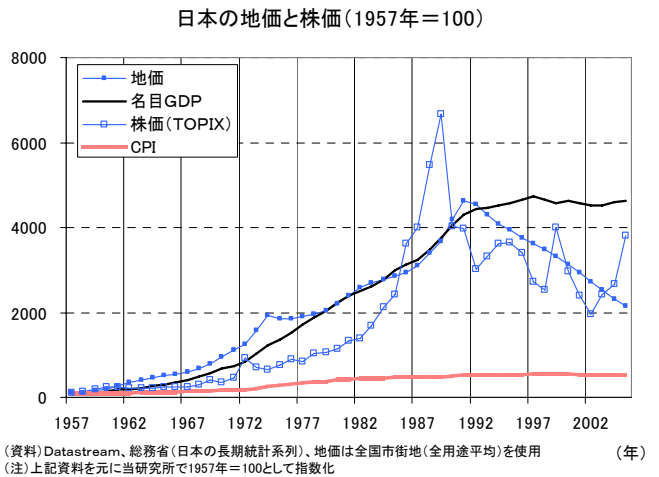
一方、中国でほぼ同様のグラフを作成して見たのが図表-12 である。入手できたデータの制約もあり正確な比較は出来ないが、スタート点とした1997年は中国経済がアジア通貨危機と不良債権問題に揺れた年であり、バブルが完全に萎んだ時期であると考えられる。不動産価格は消費者物価の上昇率を大きく上回るペースで上昇しており、日本でもそうだったように生活者にとって割高感が高いだろう。但し、中国の不動産価格上昇は名目GDP成長率ほどの急上昇ではなかった。

中国政府の不動産価格抑制策を受けて、不動産価格はピークアウトしており、当面不動産価格は調整すると見られるが、中国のバブル度が日本の場合より低く、中国では農村から都市への人口流入が当面続き実需を支えることを勘案すれば、調整幅は小幅（ピークから見て1~2割程度）に留まり、銀行の不良債権問題に直結するとされる3割超の下落には至らないと考えている。

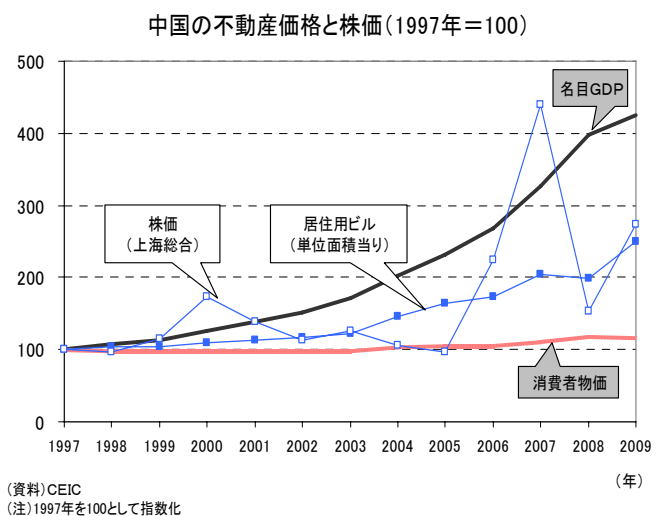
(図表-10)



(図表-11)



(図表-12)



## 4. 今後の経済政策の行方

経済成長率が第2四半期に減速し、不動産価格も調整、インフレ懸念にも目処が立ち、中国経済がソフトランディングに向かい始めた背景には、中国政府の経済政策の転換がある。

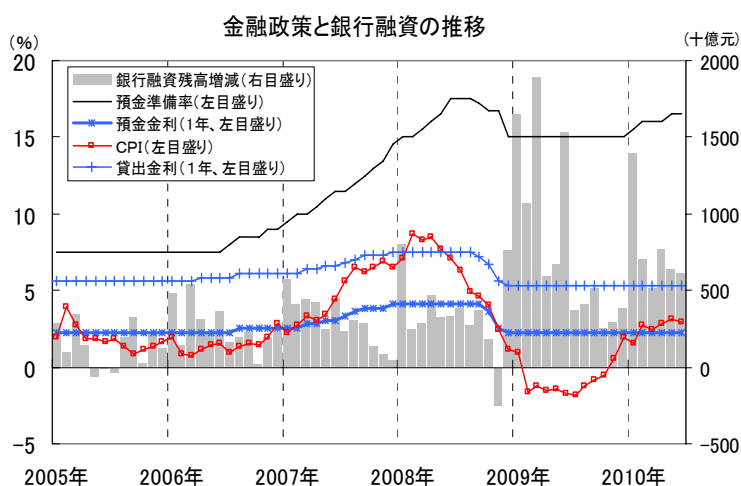
2008年夏、米国の住宅価格下落でサブプライムローン問題が深刻化、リーマンショックで国際金融システムが動揺し、米国の過剰債務・過剰消費の構造が崩壊して消費需要が急減すると、中国政府は、対米ドルでの割安修正を行っていた人民元レートを1ドル=6.8元台で事実上固定、輸出増値税還付率を順次引き上げて、大打撃を受けた輸出産業の実質的な下支えが行われた。また、利下げや預金準備率の引下げで金融緩和環境を整えると共に、11月には4兆元の景気刺激策と銀行融資拡大の方針を打ち出し、自動車や家電を対象とした消費刺激策も追加し、内需拡大を図った。一方、この景気優先の異常時対応モードの経済政策の中で、遅れた生産能力の淘汰は停滞した。

その後、景気が回復に転じ過度な緩和の副作用が目立ち始めると、昨年7月頃には銀行に対する窓口指導を強化して融資の増加ペースを抑制、10月には遅れた生産能力の淘汰を推進、今年1月には預金準備率の引上げを開始、4月には「遅れた生産能力淘汰作業の一層の強化に関する国务院通知」や「一部都市の住宅価格急騰断固抑制に関する通知」を発表、6月には人民元相場の弾力化を決定、7月には輸出増値税還付率を引き下げた。

このように、中国政府が経済政策を転換し、異常時対応の経済政策を平時に戻す「出口戦略」を進めた結果、中国経済はソフトランディングに向かい始めており、「金融引締めが遅れて、景気過熱（資産バブル深刻化）⇒急激な金融引締め⇒資産価格下落⇒銀行の不良債権増大⇒景気失速」というリスクシナリオの示現確率は低下した。従って、当面の金融政策は現状を維持し、これまでに実施した「出口戦略」の効果を見極める時期に入ると見られ、元相場弾力化と緩やかなペースでの元高は許容するものの、今秋に想定していた利上げの可能性は低下したと考えている。

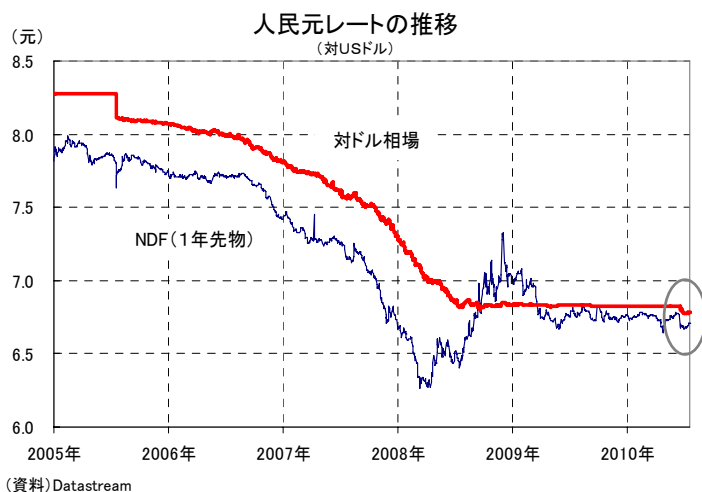
一方、全ての経済政策を平時に戻すとすれば、今年末には4兆元の景気刺激策や一部の消費刺激策が期限を迎えることになる。しか

(図表-13)



(資料) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEIC

(図表-14)



(資料) Datastream

し、現在の消費動向や投資動向を勘案すると「出口戦略」後の主役である民間の経済活動は鈍く、不動産開発以外の分野には波及していないため、政府主導の異常時対応を平時に戻すと、ソフトランディングではなく景気が失速するリスクが高い。従って、「出口戦略」後の主役を育てる新たな経済政策が必要な状況と思われる。

最近中国政府は「外需依存から内需へ」、「投資から消費へ」、「資源多消費型から省エネ・環境保護型へ」等の経済構造改革と発展方式の転換を進めている。その中で、経済成長を促すと見られる経済政策構想は、現在のところ①内需分野での民間投資の促進②消費拡大と消費関連投資の促進③省エネ・環境保全の投資促進の3つである。

①内需分野での民間投資の促進については、中国政府が5月13日に発表した「民間投資の健全な発展の奨励・指導に関する国务院の若干の意見」に注目している。これは、2005年2月に発表された「個人・私営経済など非公有制経済発展の奨励・支持と指導に関する若干の意見（略称「非公36条」）」で認めた民間資本の参入分野を5年ぶりに拡大するもので「新36条」と呼ばれる（「非公36条」が発表されたのは人民元改革が始まった2005年7月の5ヵ月前）。この「新36条」は、基幹産業とインフラ、都市公共事業と政策的住宅建設、社会事業、金融サービス、商業貿易流通、国防科学技術工業の6分野への民間企業の参入を認め、これまで国有企業が独占してきた閉鎖的な分野への民間企業の進出を奨励しており、中国の産業界の期待は高く、2010年末に期限を迎える4兆元の景気刺激策を受け継ぐのは「新36条」だとする見方がある。他方、見えない参入障壁「ガラスドア問題」、資金調達の問題、政府調達への参加資格問題等、細則がだされ実際の行政指導のあり方が明らかにならないと、本当にワークするか分からないとの見方もある。国営企業が国有民営企業に変貌する中でガバナンスが改善したとはいえ、国有企業だけの力では限界があり、民間企業の創意工夫を生かすことができれば、効率改善やイノベーションのスピードアップが期待できる。しかし、民間企業の創意工夫を引き出すシステムを構築するには、諸外国の事例を見ても時間がかかると思われ、政策効果が現出するのは再来年以降と見ている。

②消費拡大と消費関連投資の促進については、中国版「所得倍増計画」に注目している。中国では、現在策定中の第12次5ヵ年計画（2011～2015年）に中国版「所得倍増計画」が盛り込まれる可能性が浮上している。これは、労働者の所得水準を現在の2倍に増やすことにより所得格差の是正を図ることを目的とするもので、日本の「所得倍増計画」に発想の原点があるとされる。労働者の所得向上を図り、所得向上で増える消費需要を動力源とし、関連する消費・サービス関連企業による積極的な設備投資を促し、経済成長のドライバーに育成しようとする政策と見られ、所得分配制度の改革の一部に位置付けられる可能性がある。また、既に進行中の社会保障制度の整備や補助金・減税による消費刺激策とのシナジー効果も期待できる。

③省エネ・環境保全の投資促進については、現在策定中とされる「省エネ環境保護産業発展計画」に注目している。近年、中国政府は省エネ・環境保全への取り組みを積極化しており、4兆元の景気刺激策の中でも全体の5.25%に相当する2,100億元が配分され、今年予算でも環境保護支出は大幅増となっている。中国は2020年に単位GDP当たりCO<sub>2</sub>排出量を2005年より40%～45%減らす目標を掲げており、第12次5ヵ年計画でも、新たな指標として採用される可能性が指摘される。この「省エネ環境保護産業発展計画」の中身は今後具体化すると見られるが、省エネ、資源循環利用、環境保護を含み、スマートグリッドの開発にも及ぶと見られ、低炭素経済の発展を図ると

ともに、内需拡大による新たな経済成長のドライバーに育成しようとする政策と見られる。

以上3つの経済政策構想は、10月開催予定の中国共産党第17期中央委員会第5回全体会議（5中全会）に向けた検討の中で軌道修正の可能性もあるが、来年の中国経済を見通す上では想定を置く必要があるため、この3つの政策構想が全て実現に向けて具体化することを前提に予想することとしたい。

## 5. 今後の経済見通し

以上のような、景気動向、物価動向、不動産価格動向、経済政策を前提に中国の経済見通しを作成した結果が図表-15である。2010年第3四半期は、物価上昇による実質減価と投資の伸び鈍化で減速が続き、その後も減速傾向が継続することからインフレ懸念は沈静化、中国経済はソフトランディングに向かう。2011年第2四半期前後になると、中国版「所得倍增計画」に象徴される所得分配制度の改革、社会保障制度の充実等で消費は緩やかに増加ペースを高める。また、投資については、2010年末に4兆元の景気刺激策が期限を迎えるが、第12次5ヵ年計画の具体化により、消費需要の拡大が加速、民間企業や外資系企業の内需関連投資が増え、政府主導から民間主導へのバトタッチが進む形で、中国経済は内需主導の新たな成長軌道に乗り始めると想定している。

リスクシナリオとしては、欧州問題の深刻化と不動産価格の大幅下落が挙げられる。財政問題に揺れる欧州経済が失速すると、中国政府は人民元相場の実質的なドルペッグ化、輸出増値税還付率の引き上げによる輸出産業支援、財政出動による景気下支えの可能性が高まると見られる。この場合は中国の政府債務残高は低位で財政出動の余力は十分なため景気の失速は避けられるが、政府主導から民間主導へのバトタッチは停滞すると見ている。一方、不動産価格が想定以上の下落（ピークと比べて3割超）になった場合は、銀行の不良債権問題に直結する可能性が高まり、中国経済の不況は深刻化すると見ている。但し、前述の通り、この示現確率は低いと考えている。

(図表-15)

2

予測表(年次)

	単位	2009年	2010年	2011年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	9.1	9.8	8.2
最終消費	寄与度、%	4.6	4.8	4.7
総資本形成	寄与度、%	8.2	4.8	4.0
純輸出	寄与度、%	-4.2	0.2	-0.5
消費者物価	前年同期比、%	-0.7	3.0	1.7

予測表(四半期毎)

	単位	2010年				2011年			
		1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	11.9	10.3	9.0	8.0	7.0	7.8	8.7	9.4
消費者物価	前年同期比、%	2.2	2.9	4.1	2.6	2.3	1.4	1.1	1.8
貸出金利(1年)	期末、%	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
人民元(対USD)	期末、元	6.8	6.8	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。