

# Weekly エコノミスト・ レター

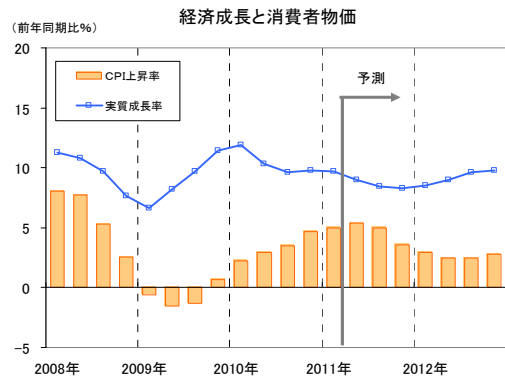
## 中国経済の見通し： 電力不足に揺れる中国経済の行方

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

1. 中国では前年同期比 9%台後半の高成長が続いている。高成長を支えるのは投資で、特に不動産開発が高い伸びを示す。自動車販売の鈍化で心配される消費だが、労働報酬が高い増加率を示していることから消費全体が大幅に減速する可能性は低いと予想する。
2. 景気を生産面からみると、4月の工業生産（付加価値ベース）の伸びが3月までと比べて大きく鈍化した。この背景には、東日本大震災による部品供給減少もあるとみられるが、影響範囲の広さを考えると中国で深刻化した電力不足の影響が大きいとみられる。
3. 高成長持続とともにインフレ懸念も高まっている。消費者物価の上昇は、食品価格の上昇に始まり、エネルギー価格の上昇、更には食品やエネルギーを除くコア部分へも波及、価格統制は限界に近付いている。他方、住宅価格の上昇も続くが、上昇率は緩やかで価格統制の想定範囲内とみられる。
4. 深刻化した電力不足問題の背景には、消費者物価を抑制するための価格統制があり、原料価格の上昇を電力料金に価格転嫁できない発電会社が稼働率を引き下げたことが直接的な原因となった。価格統制を続ければ電力不足、価格統制を緩めればインフレ懸念という状況の中で、「経済発展パターンの転換加速」を巡る問題も絡み、中国は「インフレなき持続的成長」か「高成長維持」かの重要な岐路に立たされている。
5. 今後の見通しは、総合的に進められてきた金融引締めの一時的な効果と不動産開発の鈍化を受けて、経済成長率は2011年8.8%増、2012年9.3%増と予想している。

予測表(年次)

	単位	2010年	2011年	2012年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	10.3	8.8	9.3
最終消費	寄与度、%	3.8	4.0	4.4
総資本形成	寄与度、%	5.6	4.7	4.5
純輸出	寄与度、%	0.9	0.1	0.4
消費者物価	前年比、%	3.3	4.8	2.7



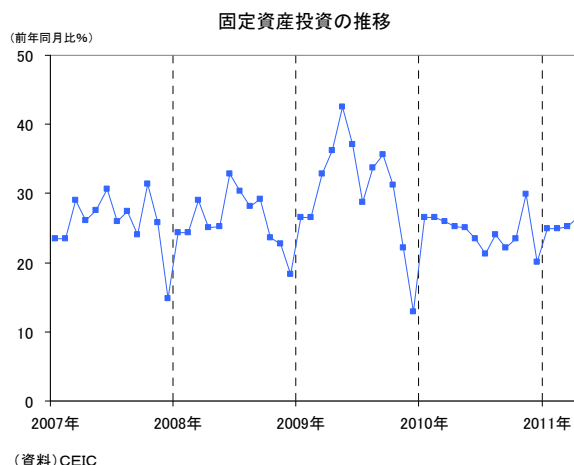
# 1. 景気動向

中国経済は、昨年1-3月期の前年同期比11.9%増をピークにやや減速したものの、依然として9%台後半の高成長を続けている（図表-1）。高成長の担い手は引き続き投資で、投資動向を示す固定資産投資の推移をみると（図表-2）、1-4月期に前年同期比25.4%増の高い伸びを続けており、特に約24%を占める不動産開発が32.4%増で牽引役を果たした（図表-3）。個人消費も高い伸び率を示しているが、1-4月期の小売売上高は前年同期比16.5%増と高位ながらもやや減速気味となった（図表-4）。昨年末に政府が販売支援策の一部を打ち切る前に、乗用車販売が駆け込み的に増えた反動で、1-4月期は前年同期比7.6%増の低い伸びに留まったことが影響したとみられる。乗用車販売台数は2009年に前年比約5割増、2010年にも同約3割増と急激な増加が続いたことから、乗用車需要が前倒しで実現した面もあり、乗用車の急激な普及で道路や駐車場などインフラ整備が間に合わず渋滞や騒音などの問題を引き起こし一部の都市では購入制限が実施されたことから、反動減によるスピード調整は長期化する可能性があるだろう（図表-5）。但し、高成長を背景に1-3月期の労働報酬は前年同期比2割弱の伸びを示すなど所得が高い伸びが続いていることから、インフレの加速で実質的に所得が大きく減少するような事態に至らなければ、乗用車販売の伸びが鈍化しても、個人消費全体が大幅に減速する可能性は低いだろう。

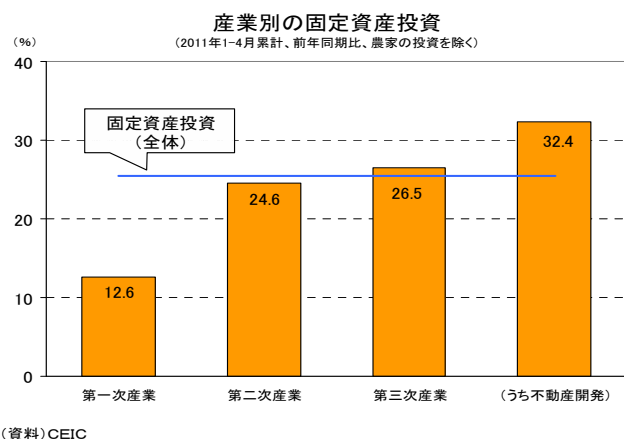
(図表-1)



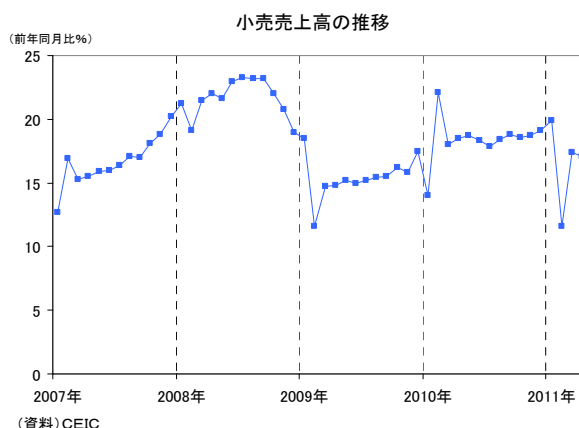
(図表-2)



(図表-3)



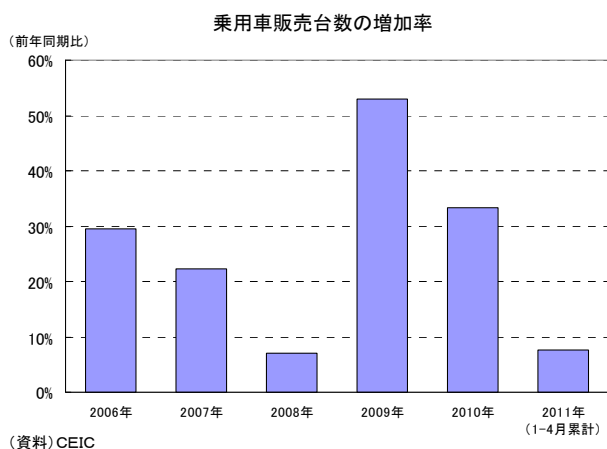
(図表-4)



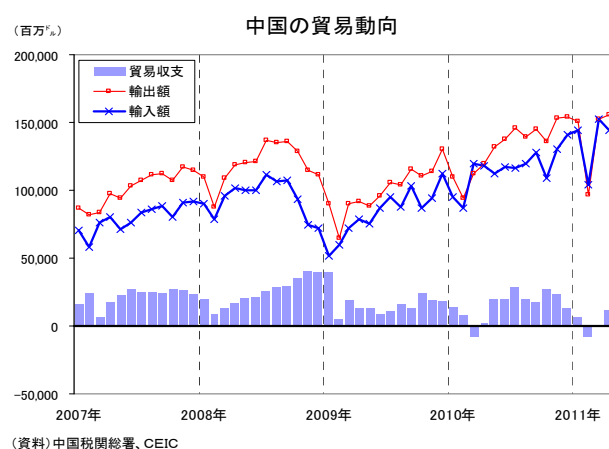
また、貿易は輸出・輸入ともに前年同期比で30%弱の伸びを示しており、ブレはあるものの順調に増加傾向を辿っている(図表-6)。他方、貿易黒字はリーマンショック以前のレベルよりも低位で推移している。図表-7に示した品目別のネット輸出(輸出額-輸入額)の推移をみると、輸出超過の製造製品のネット輸出額はリーマンショック以前のレベル近辺で推移しているが、輸入超過の原材料や化石燃料など一次製品のネット輸出はリーマンショック以前のレベルを超えてマイナス幅が拡大してきた。この背景には、原材料や化石燃料の価格上昇があると共に、石油の輸入依存度が5割を超えるなど中国経済が資源・エネルギーを輸入に依存する傾向が強まっていることがある。中国の貿易は、製造製品の輸出が減れば必要になる一次製品の輸入も減るという加工貿易型の構造であり、製造製品の輸出が国際競争力を保って伸びている限り貿易黒字が急減するリスクは低いが、一次製品の輸入は国内需要で増加傾向を維持する可能性が高く、貿易黒字は緩やかな減少トレンドにあると考えている。

一方、景気を生産面からみると、今年1-4月期の工業生産(付加価値ベース)は前年同期比14.2%増と高水準ながらも、3月の前年同期比14.8%増から4月には同13.4%増へと1.4ポイント低下した(図表-8)。業種別にみると交通輸送設備製造が3月の前年同月比13.7%増から4月は同9.7%増へ減速しており、日本の大震災による部品の供給減で自動車生産が停滞した影響もでたと考えられるが、金属製品、食品製造、家具製造などその他多くの業種で減速したことを勘案すると、浙江省、江蘇省、湖南省、重慶市など中国全土で幅広く発生した電力不足の影響が大きいと思われる。夏場にかけて深刻化が懸念される電力不足の動向が注目される(参照5P)。

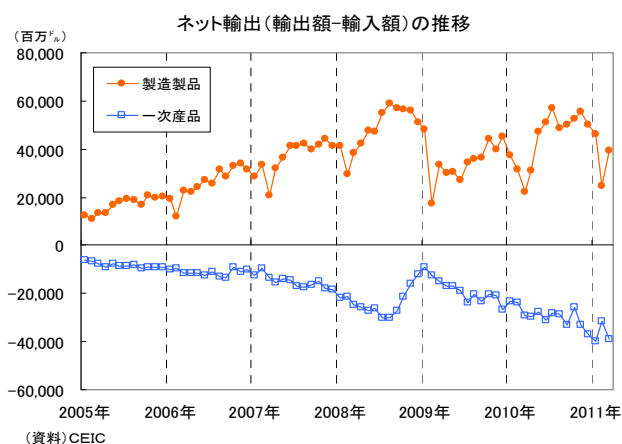
(図表-5)



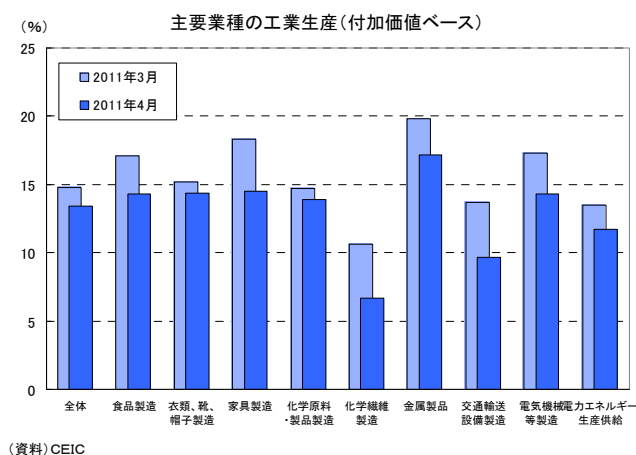
(図表-6)



(図表-7)



(図表-8)



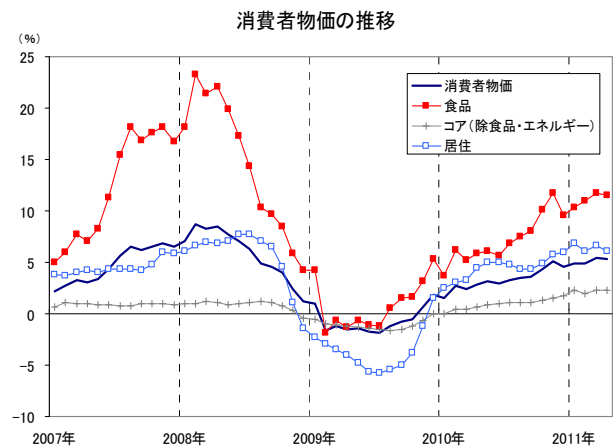
## 2. 消費者物価と住宅バブル

高成長が続くなかでインフレ懸念も高まってきた。国家統計局が発表した4月の消費者物価指数は前年同月比で5.3%上昇、3月の同5.4%上昇からは0.1ポイント低下したものの、今年度の抑制目標である4%を依然として大きく上回る上昇率を示している(図表-9)。消費者物価の上昇は、まず世界的な食品価格の上昇を受けて食品費が上昇、続いて原油価格の上昇を受けた居住費が上昇、そして最近では、食品やエネルギーを除くコア部分へも影響が及び始めた。

消費者物価が上昇ピッチを高めた背景には、食品や原油等の国際商品市況の上昇に加えて賃金上昇がある。図表-10は各地方の最低賃金標準の伸びを示したもののだが、各地でバラツキはあるものの2年連続で2割前後の高い上昇率を示した。賃金上昇は消費需要を増やして需要牽引型の物価上昇圧力を高めると共に、製造コストが上昇するため製品の物価上昇圧力も高まり始めている。

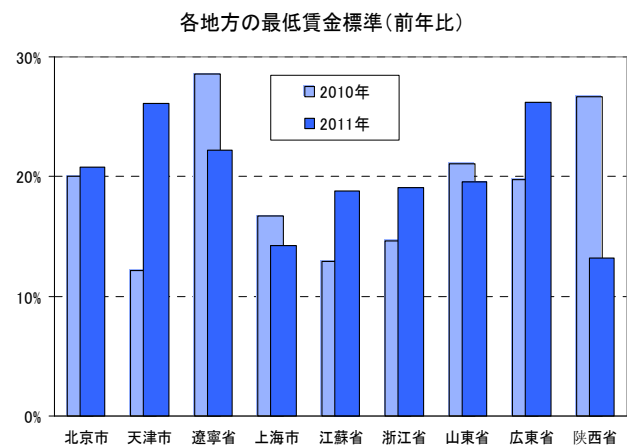
一方、中国主要都市の住宅価格動向をみると、過去最高値を毎月のように更新する都市が多く、住宅バブル膨張を懸念する向きも多い。しかし、中国政府は昨年4月の「一部都市の住宅価格急騰断固抑制に関する通知」に続き、今年1月にも地方政府の責任を徹底させる等を定めた8項目の追加措置を発表、住宅に対する価格統制を強化した。これを受けて、住宅価格が下落に転じた訳ではないが、商品住宅販売額の伸びは4月に前年同月比マイナスに転じた。図表-11に示した過去の販売量と販売価格の関係をみると、販売量がマイナスに転じると販売価格も下落することが多い。従って、現在の住宅価格は名目成長率をやや下回るピッチで緩やかに上昇する「スピード調整」局面にあり、販売量の減少に伴う下値不安を抱えた状況といえるだろう。

(図表-9)



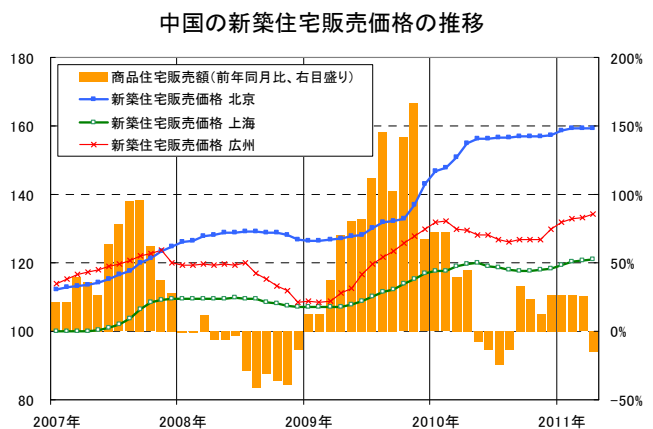
(資料) CEIC

(図表-10)



(資料) CEIC

(図表-11)



(注) 新築住宅販売価格はCEICのデータを元に当研究所が推定。  
2005年12月=100とした指数で、昨年12月迄は旧方式その後は新方式を用いて計算。

### 3. 電力不足の背景と行方

中国では、電力不足問題が最近深刻化してきた。地方毎に対応は様々だが、「計画停電」、「輪番停電」、「三日通電、一日停電」等の電力供給の制限措置も始まっている。

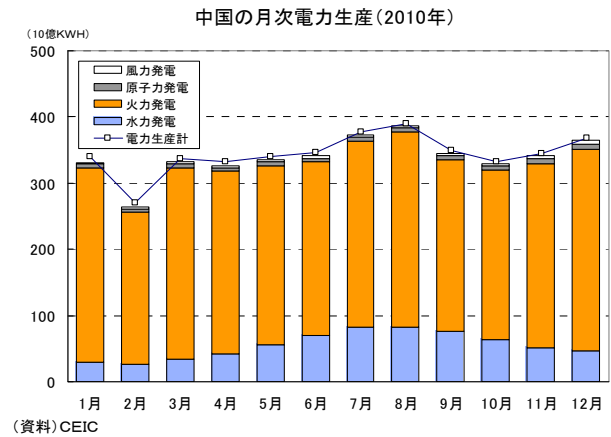
中国電力企業連合会は夏場にかけて 3000 万キロワットの電力不足に陥るとの見通しを示した。例年中国では夏場にかけて降雨量が増えて水力発電も増えるが（図表-12）、今年4月の水力発電は低調であり、長江流域の干害が長期化すると、夏場の電力不足は 4000 万キロワットに達する可能性もあると指摘される。日本で懸念されている電力不足が 1000-1500 万キロワットであるのと比べると、中国で予想される電力不足はその 2 倍～3 倍と規模が大きい。

この電力不足は価格統制と関係が深い。生活に必要な不可欠な電力料金の引上げは、特に低所得者層への打撃が大きく、物価全体への波及効果も高いことから、中国政府は電力料金の引上げを小幅に統制してきた（図表-13）。一方、電力生産に必要な石炭などの価格は容赦なく上昇、発電会社の収支は悪化して 5 大発電会社の火力発電業務の赤字は 105.7 億元（約 1300 億円）にのぼり、原料の石炭購入量を減らして稼働率を下げたため電力不足問題が深刻化した。

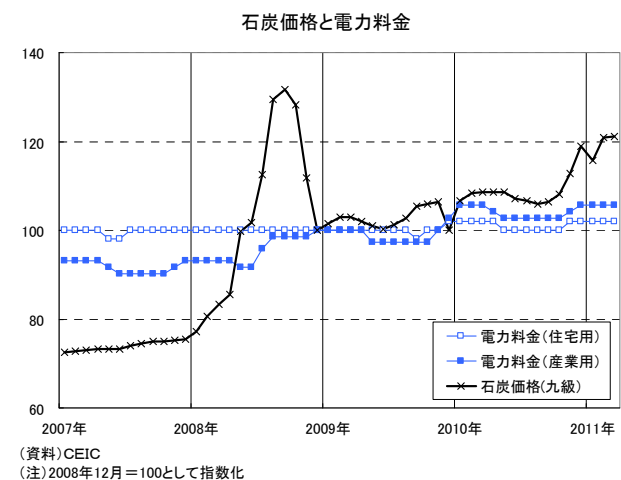
中国政府がこのまま電力料金の価格統制を続けると、夏場にかけての電力不足が生産活動を制約、経済成長を抑制し兼ねない。他方、電力料金の価格統制を緩めれば、電力供給は増えて生産は回復するだろうが、電力料金の引上げは広範な物価に影響するためインフレを加速し兼ねない。即ち、電力料金の価格統制を緩めて「高成長持続」を目指すのか、それとも「インフレなき持続的成長」を目指すのか、中国は重要な岐路に立たされたといえるだろう。

現時点で電力料金の価格統制を緩めると、増やせる電力生産設備は資源多消費型で公害問題を抱える小型火力発電ユニット等ということになり、淘汰すべきとした生産設備の復活にも繋がり兼ねない。リーマンショック後には淘汰すべき生産設備の推進を一時凍結したことを重視すれば、中国は前者の「高成長維持」を選択するという見通しになる。しかし、今年 3 月に採択した第 12 次 5 年計画では、経済成長の達成目標を年平均 7% へ引き下げ、「経済発展パターンへの転換加速」を推進することに決定している（エコノミスト・レター 2011/04/28 号「新 5 年計画で中国が目指すものとは？」を参照）。従って、今回は後者の「インフレなき持続的成長」を選択する可能性が高いと思われ、当面は生産活動を制約することを覚悟の上で、価格統制によるインフレ抑制と淘汰すべき生産設備の推進を継続するとみている。

（図表-12）



（図表-13）





## 4. 金融政策と今後の見通し

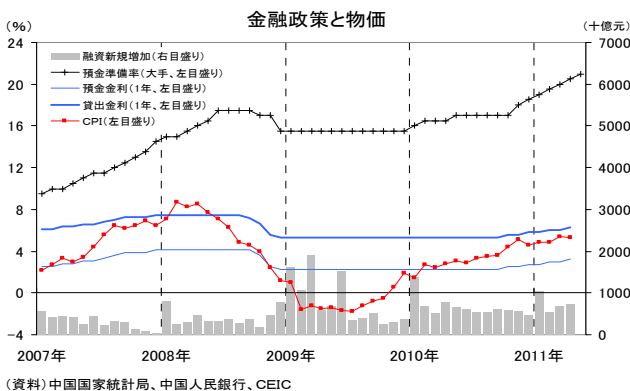
昨年10月以降、中国は政策金利を4回に渡り累計1%引き上げ、預金準備率も連続的に引き上げてきた(図表-14)。貸出金利の引上げで企業の資金コストを高めると共に預金準備率の引き上げや窓口指導で銀行融資の過度な増加を抑制、預金金利の引き上げで貯蓄の魅力を高めると共に価格統制で住宅バブルを抑制、対米ドル人民元レートの上昇を許容することで輸入インフレの加速を抑制に取り組む等、中国では政策金利や預金準備率に加え、対米ドル人民元レート上昇許容や行政指導による価格統制も組み合わせることで総合的に金融引締めを進めてきた。

これを受けて住宅価格の騰勢はやや落ち着き始めたが、消費者物価は抑制できる見通しが立たない。現行の政策金利は、預金金利が消費者物価上昇率を差し引いた実質で約2%のマイナス金利、預金して利息を得るよりも不動産にお金を振り向けた方が有利な状況にあり、貸出金利は名目成長率を10%程度下回り、お金を借りて投資すれば利益が得易い状況で、依然として景気刺激的水準といえる。

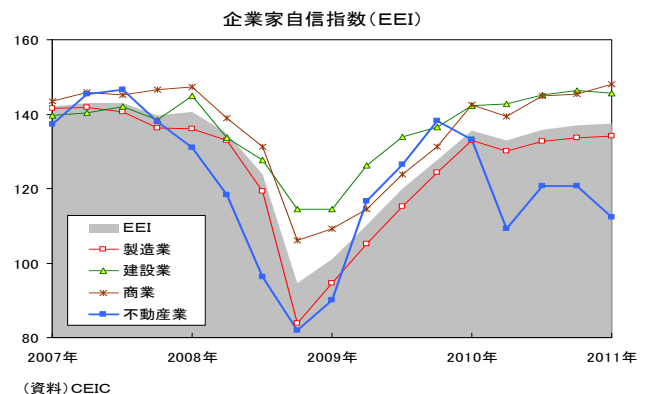
生産面からは、前述の通り電力料金の価格統制が景気過熱を抑制する可能性もでてきたが、過熱する投資需要を放置したままだと、旺盛な需要を賄いきれずインフレが加速するリスクがある。また、国内での生産が不足すると輸入に置き換わる可能性もあり、純輸出が減少して成長率を落とす可能性もでてくる。従って、投資需要の過熱を防ぐため政策金利と預金準備率の引き上げを今後も継続するだろう。

これまでに実施されてきた総合的な金融引締め策の累積的な効果に加え、今年秋には四川大震災の復興需要が一服する。不動産業の企業家自信指数も低下しており、不動産開発の伸びは徐々に鈍化するとみている(図表-15)。高すぎる不動産開発の伸びが鈍化することで、2011年の経済成長率は8.8%程度に低下、景気過熱感が薄れて年末にはインフレも収束に向かうと予想する(図表-16)。

(図表-14)



(図表-15)



(図表-16)

	単位	2010年	2011年	2012年	2011年				2012年			
		(実績)	(予測)	(予測)	1-3 (実績)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年同期比、%	10.3	8.8	9.3	9.7	9.0	8.5	8.3	8.5	9.0	9.7	9.8
消費者物価	前年同期比、%	3.3	4.8	2.7	5.0	5.4	5.0	3.6	2.9	2.4	2.5	2.8
預金金利(1年)	期末、%	2.8	3.8	4.0	3.0	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0	4.0
貸出金利(1年)	期末、%	5.8	6.8	7.0	6.0	6.6	6.8	6.8	6.8	6.8	7.0	7.0
人民元(対USD)	期末、元	6.6	6.2	6.0	6.6	6.4	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1	6.0

(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證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。