

# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済の見通し： 2012年は8.7%、2013年は9.2%

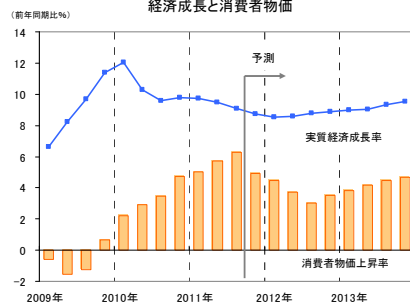
経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国の2011年1-9月期の経済成長率は実質で前年同期比9.4%増と、昨年通期の同10.4%増から1.0ポイント鈍化した。需要項目別の寄与度をみると、最終消費は前年の3.8ポイントから4.5ポイントへ上昇したものの、総資本形成が前年の5.6ポイントから5.0ポイントへ低下、純輸出は前年の1.0ポイントから-0.1ポイントへとマイナスに転じている。
2. 寄与度が上昇した最終消費は小売売上高の伸びが前年を下回るなど勢いが鈍く、投資は中低所得者向け住宅の建設ラッシュなどで高水準ながらも不動産業のマインドは低下、欧米景気の減速で純輸出の伸びにも陰りがみられることから、成長率の鈍化傾向は当面続きそうだ。
3. 食品の高騰が供給増などで一服、経済成長率が8-9%程度とみられる潜在成長率に近付いたことから、消費者物価は落ち着きを取り戻しつつあり、今後も欧州危機の影響などで成長鈍化が続くとみられることから、消費者物価上昇率は当面鈍化傾向を辿ると考えている。
4. 経営者の夜逃げ多発が話題となった温州市では住宅価格が急落した。住宅価格の下落は沿海部の中心都市に限られており、今のところバブル崩壊を懸念するほどではないが、内陸部や住宅以外の不動産にも波及すると実体経済への影響も大きくなるだけに、中国政府は不動産市況を見極めながらも、部分的な緩和措置をとる可能性が高まるとみている。
5. 経済成長率は鈍化したものの雇用情勢は良好であることから、財政政策の積極化は来年の新指導部スタート以降に温存するとみている。また、金融政策の緩和は、実質金利水準がマイナスであることから利下げは見送るものの、資金繰りに苦しむ中小企業や不動産市況下落で苦境に陥る不動産企業向けに「適時に適度な微調整」が実施されると思われる。但し、欧州危機や不動産市況の成り行き次第では、本格的な金融緩和に踏み切る可能性も残る。
6. 以上から、メインシナリオでは、2012年の成長率は8.7%、2013年は9.2%と予想する。

経済予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	10.4	9.2	8.7	9.2
最終消費	寄与度、%	3.8	4.2	4.4	4.5
総資本形成	寄与度、%	5.6	5.0	4.5	4.5
純輸出	寄与度、%	1.0	0.0	▲0.2	0.2
消費者物価	前年比、%	3.3	5.5	3.7	4.3

経済成長と消費者物価



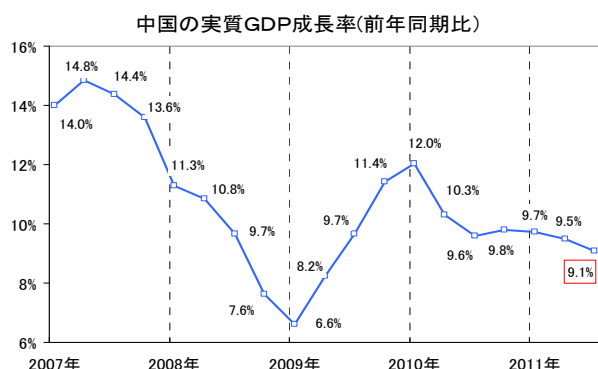
# 1. 景気

昨年1-3月期に前年同期比12.0%増でピークを付けた中国の経済成長率は、今年7-9月期には同9.1%増と3四半期連続で前四半期の成長率を下回り、緩やかな減速過程にある(図表-1)。また、今年1-9月期の経済成長率は前年同期比9.4%増、昨年の同10.4%増から1.0ポイントの鈍化となっている。需要項目別にみると(図表-2)、最終消費が4.5ポイント、総資本形成が5.0ポイント、純輸出が-0.1ポイントであり、純輸出が前年より1.1ポイント低下してマイナス寄与となったことが鈍化の主因となっている。最大のプラス寄与となったのは総資本形成(投資)で、中国経済は引き続き投資主導色が強いものの、前年との対比でみると0.6ポイント寄与度が低下した。また、最終消費の寄与度は昨年の3.8ポイントから4.5ポイントへ0.7ポイント寄与度を上げている。

## 【消費の勢いは鈍く、輸出は欧州経済減速で鈍化】

唯一、昨年より寄与度が上昇した消費の内訳をみると(図表-3)、一人あたり消費支出の伸びに貢献したのは高騰した食品の支出で、その他の支出は昨年並みの伸びに留まっており、また小売売上が前年通期の伸びを下回るなど消費は盛り上がりには欠ける。マイナス寄与となった純輸出は、リーマンショック後のような急減速には至っていないが、図表-4に示したように輸出の伸びは徐々に鈍化、特に欧州向け輸出には陰りがみられる。欧州危機の影響が本格化する今後は、更に輸出の伸びが鈍化しそうだ。

(図表-1)



(資料)CEIC

(図表-2)

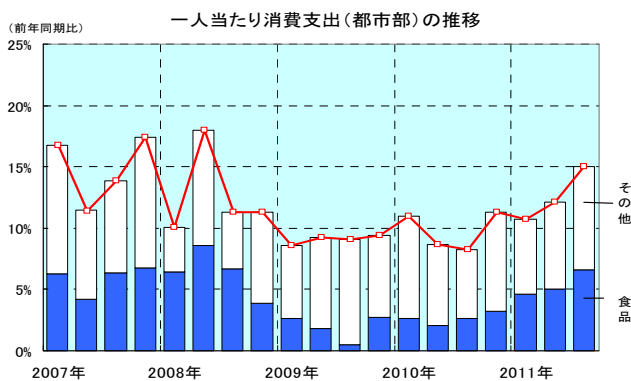
## 【需要項目別(寄与度)】

	実質GDP成長率			
	最終消費	総資本形成	純輸出	
2004年	10.1%	4.0%	5.5%	0.6%
2005年	11.3%	4.3%	4.4%	2.6%
2006年	12.7%	5.1%	5.6%	2.0%
2007年	14.2%	5.6%	6.1%	2.5%
2008年	9.6%	4.2%	4.6%	0.8%
2009年	9.2%	4.4%	8.4%	-3.6%
2010年	10.4%	3.8%	5.6%	1.0%
2011年	9.4%	4.5%	5.0%	-0.1%

(資料)中国国家統計局、CEIC

(注)2011年は1-9月期

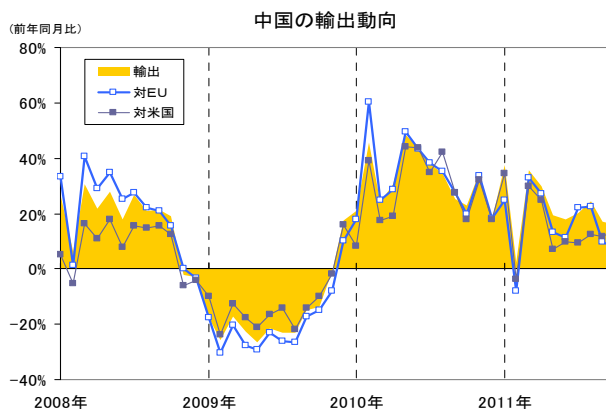
(図表-3)



(資料)CEIC

(注)一人当たり消費支出(都市部、品目別)より当研究所で作成

(図表-4)



(資料)CEIC

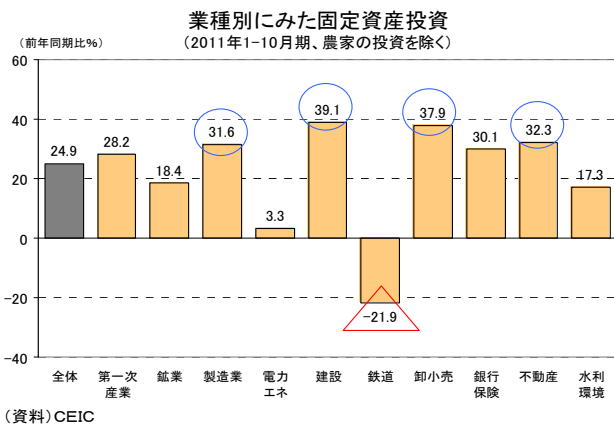
【投資の伸びは鈍化するも急減速に至らない】

他方、成長率への寄与率が依然として5割を超える総資本形成(投資)は、リーマンショック後の2009年は8.4ポイント、2010年は5.4ポイント、今年1-9月期は5.0ポイントと寄与度が低下傾向にある。今年1-10月期の業種別の固定資産投資をみると(図表-5)、全体の伸びを下回ったのは汚職や事故に揺れる鉄道業や電力不足に陥っている電力・エネルギー業で、そのマイナスを補って牽引役となっている業種は、中低所得者向け保障性住宅の建設ラッシュに沸く建設業、中国政府が消費主導の政策を推進する卸小売業、バブル懸念を抱える不動産業、世界の工場として躍進する製造業などとなっている。

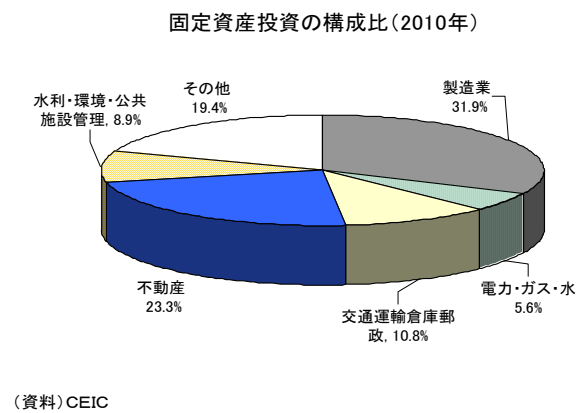
今後の投資動向を考えると、第12次5ヵ年計画で3600万戸の保障性住宅が建設される建設業は、今年目標の1000万戸を超過達成する見込みで、その分来年以降の伸びは鈍化しそうだ。固定資産投資の2割強を占める不動産業は、販売低迷で在庫が積み上がり企業家センチメントにも陰りがみられることから、今後も鈍化傾向を辿りそうだ(図表-7)。また、急回復した外資による投資は(図表-8)、欧州危機の深刻化で今後は伸び悩む可能性が高いことから、徐々に伸びが鈍化すると考えている。

一方、投資が大きく落ち込む可能性も低いだろう。今年急ブレーキが掛かった鉄道建設は、2020年に鉄道営業距離を12万kmとする目標は維持する見込みで、計画を下方修正した後も毎年5000億元程度の投資が期待できることから、混乱が収束すれば再び増加に転じる可能性が高い。また、今後10年間に4兆元の施設建設が計画される水利、第12次5ヵ年計画期に3兆元を超える投資が見込まれる環境保護、中国政府が消費主導への構造転換を推進する卸小売業は、今後とも政策的な後押しが期待できるため、増加ピッチの加速が期待できる。

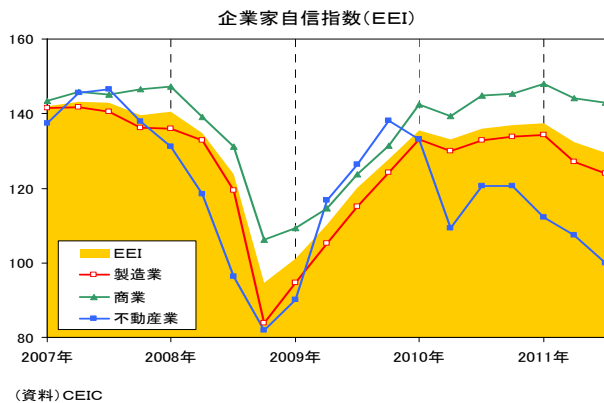
(図表-5)



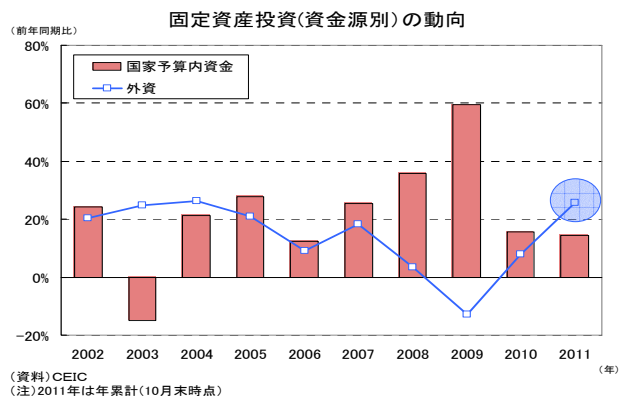
(図表-6)



(図表-7)



(図表-8)



## 2. 物価と不動産バブル

### 〔4%台への低下がみえてきた消費者物価〕

10月の消費者物価は前年同月比5.5%上昇と、7月の同6.5%上昇をピークとして3ヵ月連続で前月の上昇率を下回った(図表-9)。消費者物価上昇率が鈍化した背景には、昨年同時期に急上昇した反動という側面もあるが、経済成長率の鈍化や食品価格の落ち着き(生鮮野菜は前月比3.4%低下、豚肉は同1.8%低下)もある。

食品価格については、春節を控えた年初には急騰することが多いだけに、当面は落ち着いたか否かを慎重に見極める必要が残る。しかし、潜在成長率とみられる8-9%程度の成長率が暫く続くと、消費者物価上昇率は低下傾向を辿りそうだ。図表-10に示したように、潜在成長率並み(8%台後半)の経済成長率が続くことを前提とした当研究所の試算では、消費者物価上昇率が11月には4%台へ、2012年夏には3%台へ低下する。

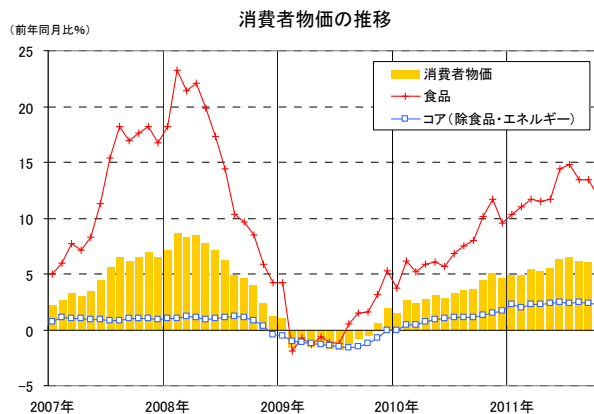
一方、預金基準金利(1年定期)の3.5%を消費者物価上昇率が安定的に下回ることも期待できない。中国政府は今後も労働者への所得分配を増やす方針であり、最低賃金の大幅引上げが続く可能性が高いだけに、コア部分の上昇率が下げ渋るとみられるためである。従って、基準金利を据え置いた場合には、引き続き実質金利はマイナスのままとなり、余剰資金が不動産に向かいやすい金融環境が続くそうだ。

### 〔沿海部で浮上したバブル崩壊懸念〕

11月18日に発表された10月の「70大中都市住宅販売価格変動状況」をみると、新築住宅販売価格が前月比で下落したのは33都市、上昇した都市数の14を上回った。これはリーマンショック後(2008年10月-2009年2月)以来、約3年ぶりのことである。

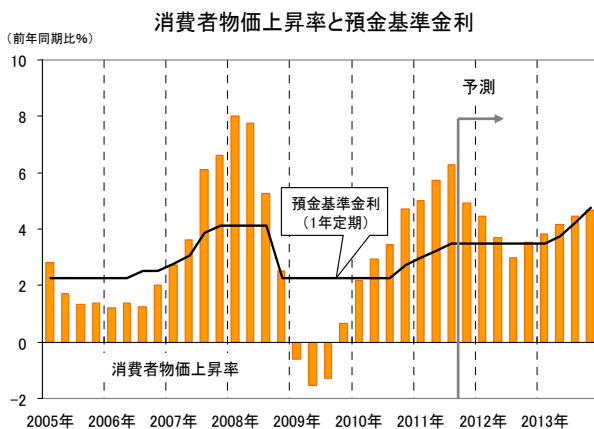
特に、温州市の新築住宅販売価格は前年同月比5.2%下落(前月比でも4.6%下落)と下げがきつい(図表-11)。温州市は2ヵ月ほど前に借金が返

(図表-9)



(資料)CEIC

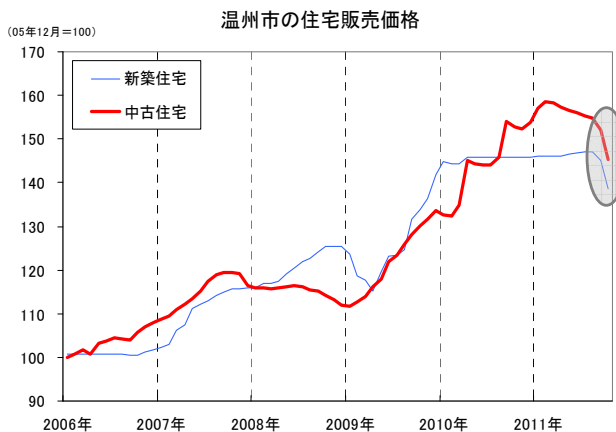
(図表-10)



(資料)CEIC

(注)予測はニッセイ基礎研究所で作成

(図表-11)

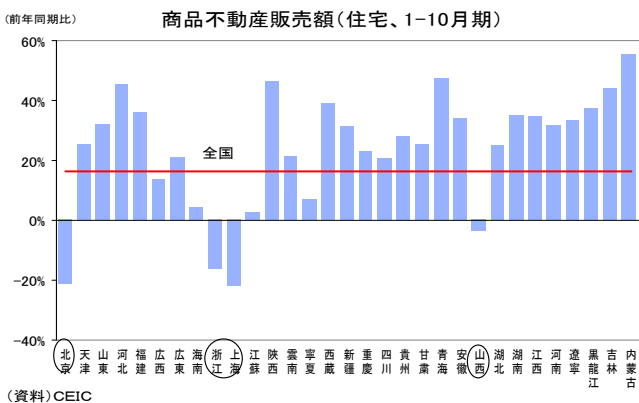


(資料)CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

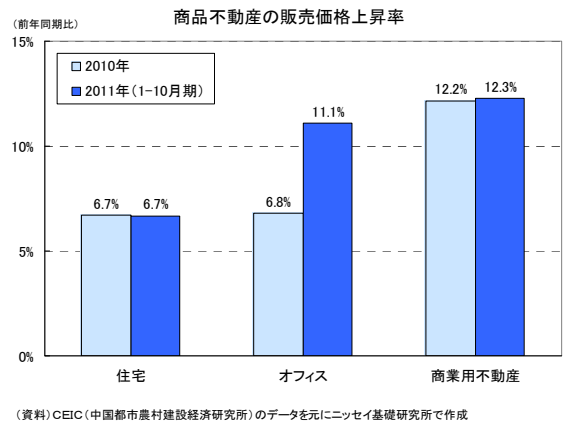
(注)住宅販売価格は2005年12月=100とした指数、昨年12月は旧方式その後は新方式

せず経営者が夜逃げする事件が多発したことで話題となった都市でもある。夜逃げの背景には、投資ブームに乗って高利で借りたお金を本業ではなく不動産に投入、価格の上昇が止まり、取引が減少したために売り抜けられず、借金が雪だるま式に膨らんで夜逃げに至ったケースも多いという。温州市を含む浙江省では、商品不動産販売額（住宅）が1-10月期に前年同期比16.2%減少、北京市や上海市でも同2割超減少するなど沿海部には販売が落ち込む地域が多い（図表-12）。上海市では、販売できない在庫を大幅値下げして販売し始めたことから、既購入者が反発、販売店を破壊するという事件も発生するなど、沿海部ではバブル崩壊の懸念が高まっている。

(図表-12)



(図表-13)



他方、西部地区や東北地区では、前出の商品不動産販売額（住宅）が前年同期比3-5割増加した行政区が多い。これらの地区では、新築住宅販売価格も最高値レベルを維持・更新する都市が多く、中国の住宅販売価格は地域別に二極化する様相を呈している（図表-14）。また、図表-13をみると、住宅の価格は前年同期比7%弱の上昇率に留まるものの、オフィスや商業不動産の価格は今年も2桁の上昇が続いている。この背景には、中国政府が中心都市の住宅価格抑制に乗り出したため、価格上昇が期待できなくなった規制の強い領域から内陸部や住宅以外の不動産そして海外不動産など相対的に規制の緩い領域へと、矛先を変えてより価格上昇が見込める不動産へ資金を移動させる「循環物色型」の動きがあると思われる。このようにバブル形成のマインドが残る中では、中国政府が不動産規制を本格的に緩めると、一気にバブルが再膨張しかねないので、緩和には慎重を要する。

但し、沿海部の中心都市でバブルが崩壊すれば、その影響は軽微に留まるとは限らない。バブル崩壊で銀行の不良債権が増えて実体経済に影響するリスクや、内陸部やその他の不動産に波及するリスクが高まるからだ。従って、今後の金融政策運営は、バブル膨張を助長する利下げを避け、沿海部の不動産市況の動きを慎重に見極めながら、必要に応じて部分的な緩和を実施する可能性が高まるだろう。

(図表-14)

地域別の新築住宅販売価格指数

地域	都市名 (省名)	最近の値動き(前月比、%)			備考
		2011年8月	2011年9月	2011年10月	
環渤海	北京 (北京)	0.0	0.0	0.0	最高値
	天津 (天津)	0.1	▲0.2	▲0.3	
	済南 (山東)	▲0.4	0.1	▲0.5	
	石家荘 (河北)	0.0	0.1	▲0.2	
珠江デルタ	福州 (福建)	0.1	0.1	0.0	
	南寧 (広西)	0.0	▲0.1	0.0	
	広州 (広東)	0.0	0.0	▲0.2	
	海口 (海南)	▲0.2	▲0.1	▲0.1	
長江デルタ	杭州 (浙江)	0.0	▲0.1	▲0.4	
	上海 (上海)	0.0	0.0	▲0.2	
	南京 (江蘇)	▲0.2	▲0.1	▲0.4	
西部	西安 (陝西)	0.0	0.2	0.0	最高値
	昆明 (雲南)	0.0	0.3	0.1	
	銀川 (寧夏)	0.0	0.3	0.1	
	烏魯木齊 (新疆)	0.2	0.2	0.2	
	重慶 (重慶)	▲0.4	▲0.4	▲0.2	
	成都 (四川)	0.1	0.0	0.0	
	貴陽 (貴州)	0.1	0.2	0.2	
	蘭州 (甘粛)	▲0.1	0.2	0.2	
西寧 (青海)	0.1	0.2	0.2		
中部	合肥 (安徽)	0.0	0.0	▲0.1	
	太原 (山西)	0.0	0.1	▲0.1	
	武漢 (湖北)	0.2	0.0	▲0.2	
	長沙 (湖南)	0.3	0.3	0.0	
	南昌 (江西)	0.0	▲0.1	▲0.3	
	鄭州 (河南)	0.3	0.2	0.0	
東北	沈陽 (遼寧)	0.3	0.1	0.0	最高値
	哈爾濱 (黒龍江)	0.0	0.1	0.0	
	長春 (吉林)	0.3	0.0	0.0	
	呼蘭 (内モンゴル)	0.1	0.0	▲0.1	

(資料) CEIC



### 3. 経済政策

約3年前の世界金融危機で中国経済は、投資促進、消費刺激、それを支援する銀行融資拡大の総合的な経済政策パッケージで景気失速を回避したが、今回の危機では前回ほどの対策は期待しにくい。

#### 〔2013年以降に温存する可能性が高い財政出動〕

今年6月27日に中国の国家審計署（日本の会計検査院に相当）が発表した「全国地方政府性債務監査結果」によると、2010年末の全国地方政府性債務の残高は10.7兆円で、日本円に換算すると約128兆円にも及ぶ。この「地方政府性債務」の償還は2011年と2012年の合計で4割超を占めており、現在債務返済が山場を迎えている。今後も1000万戸の中低所得者向け住宅の建設や環境保護など地方政府の果たすべき役割は大きく、地方政府の債務はある程度増加するだろうが、上限の目処とされるGDP比6割が近づいており、政府債務の伸びを経済成長率並みに抑制して財政の健全性を守ろうとする力が働くだろう。また、中国では2012年秋に中国共産党の新しい指導体制のスタートを控えており、新指導部が国民や軍部の信認を高めるためには高成長が必要であり、2013年には経済政策を総動員してスタートダッシュしたいところだろう。その前に政府債務残高がGDP比6割を超えてしまうと、新指導部が打ち出せる財政政策の裁量余地を狭めるため、2012年の財政出動に多くは期待できないだろう。但し、①欧州危機が第二のリーマンショックのような事態に発展、②不動産バブル崩壊、③資金繰りに苦しむ中小企業の連鎖倒産などにより、中国の街に大量の失業者が溢れるような事態になれば、2013年への温存を止めて前倒実行すると考えられるため、2012年中に景気失速する可能性も低いだろう。

#### 〔金融政策は「適時に適度な微調整」へ〕

一方、金融政策には緩和の余地がある。成長率が9%程度へ鈍化する下で、消費者物価上昇率も4%台への低下がみえてきたからだ。温家宝首相は、10月24-25日に天津市（滨海新区）を視察した際に、物価の安定を第一に重要な任務としつつも、経済情勢を正しく認識した上で「適時に適度な微調整」も必要との考えを示し、それ以降、中国人民銀行も同様の意向を示している。但し、前述のとおり実質金利がマイナスのままで安易に緩和すればバブルが再び膨張し兼ねないこともあり、温家宝首相は不動産市場のコントロールは「少しも揺るがしてはならない」とも表明している。

さて、「適時に適度な微調整」の中身だが、①欧州危機が第二のリーマンショックのような事態に至った場合、②不動産バブルが崩壊した場合、③資金繰りに苦しむ中小企業を支援に乗り出す場合で、それぞれ異なると思われる。①の場合は国際商品市況が急落してインフレ懸念は消滅、②の場合も国内経済は深刻な打撃を受けることから、「微調整」では済まず利下げを含む本格的な金融緩和が必要になるだろう。現時点で「微調整」が必要なのは③の場合だろう。中国では、質屋やヤミ金融などの高利貸しが隆盛、資金繰りに苦しむ中小企業が増えて実体経済にも影響し始めている。第12次5ヵ年計画で主軸に据えた経済発展パターンの転換加速では、付加価値の低い企業が退場し高い企業が生まれるなどの中小企業の開廃業が欠かせない。それを円滑に促進するためには、ヤミ金融への依存度が高かった中小企業を、中小企業向けの金融機関を育成して資金面から強力に支える必要があり、中小金融機関の預金準備率を引き下げるなどの措置も近々必要になりそうだ。民間活力の源泉ともいえる中小企業の健全な育成は、構造転換後の中国経済を牽引すると思われるだけに、ヤミ金融の規制強化を図ると共に、金融・財政の両面から中小企業の支援に乗り出す可能性が高いと思われる。

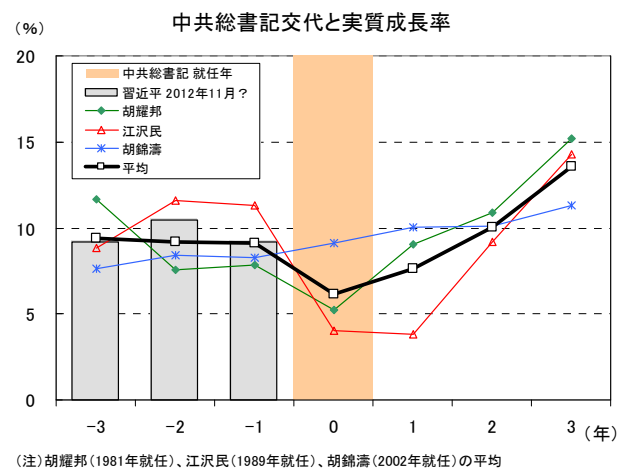
## 4. 今後の見通し

### [メインシナリオ] 2012年 8.7%成長、2013年 9.2%成長

欧州危機は第二のリーマンショックのような事態には至らないと前提するものの、信用不安が熾り財政健全化が加速することで消費需要は減退すると思われることから、中国の2012年の純輸出はマイナス寄与とみている。一方、中国国内では、不動産価格抑制策が継続されるため不動産開発の伸びは鈍化、リーマンショック後の景気刺激策で肥大化した地方財政の健全化も進むとみられることから、投資の寄与度も下がると予想する。但し、労働者への所得分配増加を背景に賃金上昇が続く、消費は寄与度を高めるとみているため、2012年の経済成長率は8.7%と予想している。

2013年には、新指導部による経済運営を円滑に軌道に乗せるため、研究開発、省エネ環境保護、水利建設など第12次5ヵ年計画に挙げられた投資案件を精力的に実行すると考えており、消費が堅調を維持するなかで欧米経済も最悪期を脱するとみていることから、2013年は9.2%へ成長率が加速すると予想している(1ページ図表、図表-16)。

(図表-15)



### [リスクシナリオ] 欧州危機の深刻化

一方、欧州危機が深刻化して第二のリーマンショックのような事態に至ると、国際的信用収縮が起きて中国経済への打撃も深刻化するリスクがある。この場合には、メインで織り込んだ欧州向け輸出の減少幅が大きくなるのに加えて、現在は好調を維持している外資による投資が減退すると思われる。但し、この場合は財政金融政策を本格的に景気刺激型に転換すると考えられるため、中国経済は失速には至らず、経済成長率が8%を割れる程度のインパクトに留まると予想している。

(図表-16) 経済予測表 (四半期毎)

	単位	2011年				2012年				2013年			
		1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (予)	1-3 (予)	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、%	9.7	9.5	9.1	8.7	8.6	8.6	8.8	8.9	9.0	9.0	9.3	9.5
消費者物価	前年同期比、%	5.0	5.7	6.3	4.9	4.5	3.7	3.0	3.5	3.8	4.2	4.5	4.7
預金金利(1年)	期末、%	3.0	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.8	4.3	4.8
貸出金利(1年)	期末、%	6.1	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.8	7.3	7.8
人民元(対USD)	期末、元	6.6	6.5	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.1	5.9	5.7

(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。