

Weekly エコノミスト・ レター

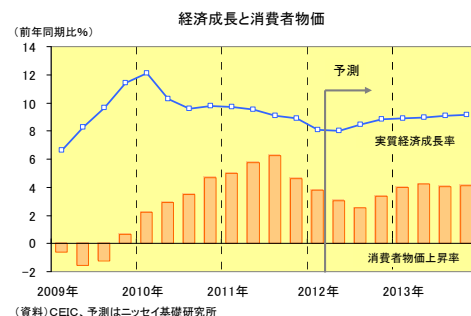
中国経済の見通し： 財政出動に加え、利下げに踏み切った中国経済 の行方

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. 前月発表された4月の景気指標では、これまで景気を牽引してきた投資・輸出・消費の3本柱が揃って減速したことで、景気減速が「緩やかでは済まないのではないか」との懸念が浮上、景気下ぶれリスクは一気に高まった。
2. 一方、4月の消費者物価は前年同月比3.4%上昇と抑制目標の4%前後を3ヵ月連続で下回り、最近では原油価格も急落したためインフレ懸念は大きく後退した。また、住宅価格が値下がりし、特にバブル度の高い一部都市では下落幅が大きくなったことから、厳しい住宅価格抑制策を緩和する動きもある。但し、バブル崩壊を防ぐには膨張を抑制することが肝要とする「マクロプルーデンス」を重視する中国政府が、調整途上の現段階で全面緩和に向かう可能性は低く、地域・対象限定の選択的緩和になると考えている。
3. 景気下ぶれリスクの高まり、インフレ懸念の後退と住宅価格下落を受けて、中国政府は「安定成長をより重要な位置に据える」との方向性を示した。今回の財政出動は小規模に留まるものの、鉄道建設の本格再開と時期を同じくすることから景気下支え効果は十分ある。また、今回の財政出動では第12次5ヵ年計画など長期計画との整合性を重視しているため、追加の財政出動は「戦略的新興産業」、「循環型経済」、「消費拡大」などの分野になる可能性が高い。
4. また、6月7日には貸出・預金基準金利の引き下げが発表された（実施は8日）。8月頃には追加の利下げが実施される可能性も高い。但し、貸出・預金の基準金利を引き下げても効果は限定的で、バブル再膨張のリスクを伴うため、利下げは2回で終了とみている。
5. 当面景気減速は続くものの、追加の景気テコ入れ策もあって緩やかな回復に転じ、2012年は8.4%成長、新最高指導部が本格稼働する2013年には9.0%成長を予想する。また、リスクとしては「欧州危機の深刻化」と「旧来型の景気テコ入れ策の復活」が挙げられる。特に後者のリスクは大きく、当面は高成長となるものの将来にバブル崩壊の巨大リスクを残す。

経済予測表

	単位	2011年	2012年	2013年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.2	8.4	9.0
最終消費	寄与度、%	4.8	4.5	4.5
総資本形成	寄与度、%	5.0	4.5	4.5
純輸出	寄与度、%	▲0.5	▲0.6	0.0
消費者物価	前年比、%	5.4	3.2	4.1



1. 景気の動向

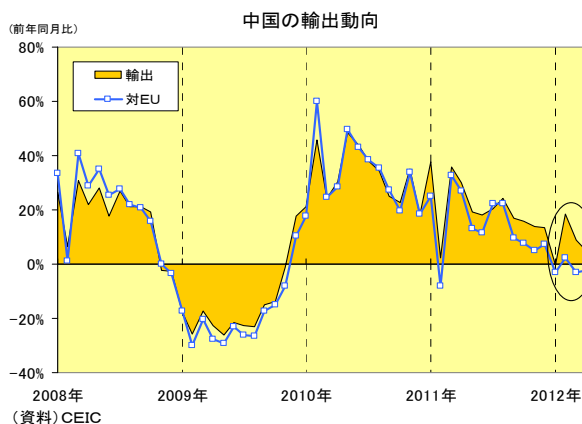
〔高まる景気下ぶれリスク〕

前月発表された4月の景気指標は市場の予想を大きく下回り、景気失速懸念を高める結果となった。中国の景気を牽引するひとつの柱だった輸出は、欧州危機の最中にある欧州向け輸出の不振が足を引っ張り、昨年後半から伸び率の鈍化傾向が顕著となっており、前月発表された4月の輸出金額は3月の前年同月比8.9%増から同4.9%増へと減速した(図表-1)。また、景気のもうひとつの柱である固定資産投資は、ここ数年前年同期比20%台半ばの高成長が続いていたが、前月発表された1-4月期の固定資産投資(除く農家の投資)は前年同期比20.2%増と20%割れが視野に入ってきた(図表-2)。今年1-4月期に足を引っ張ったのは、昨年7月の高速鉄道事故で汚職問題が浮上した鉄道運輸業を含む「交通・運輸・倉庫・郵政」や「水利・環境・公共施設管理」など、リーマンショック後の景気刺激策の中核を担った業種である。固定資産投資の2割強を占める不動産業は、この1-4月期も前年同期比23.2%と全体の伸びを上回っているものの、厳しい住宅価格抑制策の継続でセンチメントが低迷しており、不動産業の減速はこれから本番とみられただけに、固定資産投資の先行きには暗雲が立ち込めてきた。

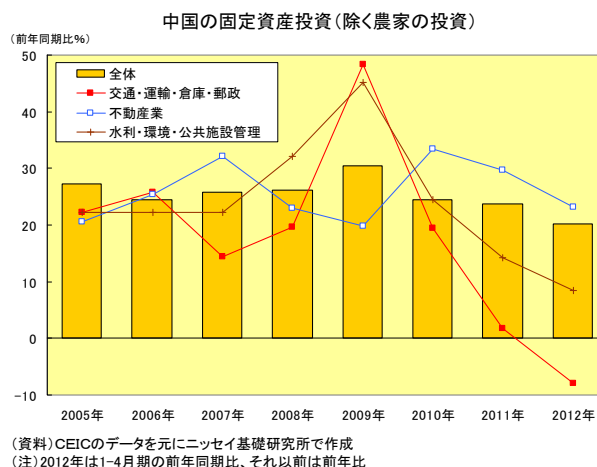
さらに、中国政府の消費拡大方針で第三の柱になるとの期待が高かった小売売上高も、前月発表された4月は前年同月比14.1%増と3月の同15.2%増を1.1ポイント下回り、春節(中国の旧正月)で振れた時期を除くと、リーマンショック後の2009年を下回る水準に落ちてきた(図表-3)。

このように、前月発表された4月の景気指標では、景気を牽引する投資・輸出・消費の3本柱が揃って減速したことで、景気減速が「緩やかでは済まないのではないか」との景気下ぶれリスクが一気に高まる結果となった。

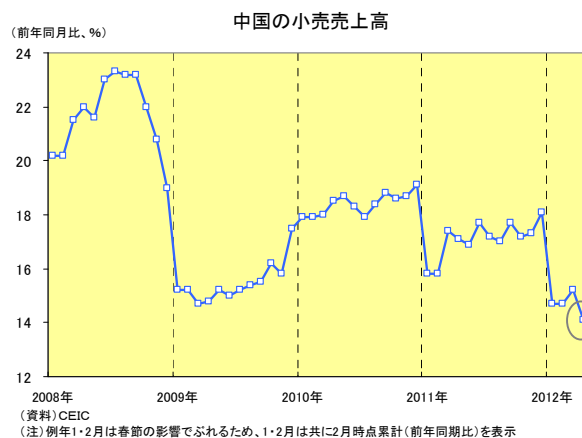
(図表-1)



(図表-2)



(図表-3)



2. インフレと住宅バブルの動向

〔後退したインフレ懸念〕

一方、インフレ懸念は後退してきた。前月発表された4月の消費者物価は前年同月比3.4%上昇と、前月の同3.6%上昇を下回り、3ヵ月連続で中国政府が抑制目標としている4%前後を下回ることとなった(図表-4)。

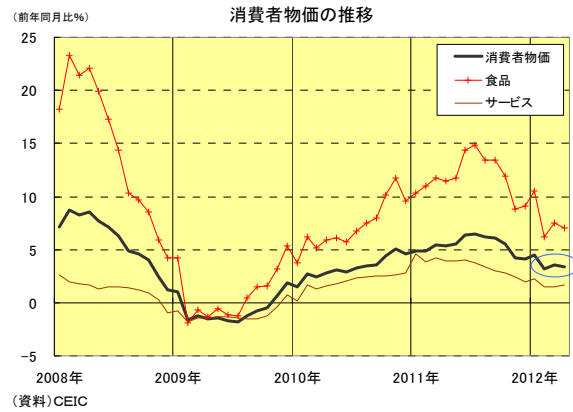
消費者物価の上昇率が下がってきた背景には、高騰していた食品価格が落ち着きを取り戻したのに加えて、原油の下落がある。図表-5に示したように原油の国際価格は最近も下落しており、中国国内では5月10日にガソリン・ディーゼル油を値下げしたのに続き、6月にも更なる値下げの可能性が高くなっている。また、今年1-3月期の経済成長率が前年同期比8.1%と、潜在成長率とみられる8-9%程度に納まってきたことで、需要減少が消費者物価の押し上げ圧力を減じた面もある。今後も夏場にかけては低下傾向を続ける可能性が高く、図表-6に示した当研究所の見通しでは2%台が暫く続く見通しとしている。

但し、中国人民銀行はインフレに対する警戒を解いてはいない。当研究所の見通しでも、2013年以降には再び4%台へ上昇率が高まるとみている。少子高齢化が進む中国では生産年齢人口の伸びが鈍化しており、労働需給は引き締め気味で賃金上昇が続いている。所得格差是正と消費拡大を目指す中国政府も最低賃金を毎年13%以上引き上げる方針を続けるとみられることから、今後も賃金上昇を背景とした賃金インフレの圧力は消えそうにない。景気が反転するとインフレ懸念の再燃も早そうだ。

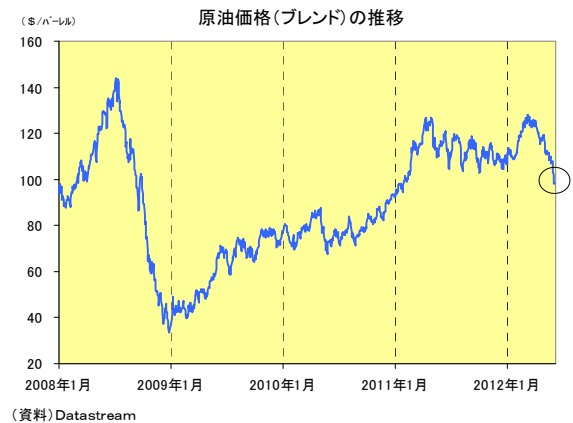
〔住宅価格抑制策は選択的に緩和〕

新築住宅販売価格の動きをみると、全国70都市中前年同月比で値上がりした都市が23、値下がりした都市が46となった。図表-7に示したように、値上がり上位5都市は、西寧市、ウルムチ市、韶関市、瀘州市、銀川市であり、広東省の韶関市を除くと西部地区が多く、しかもその上昇率は1%台に留まっている。

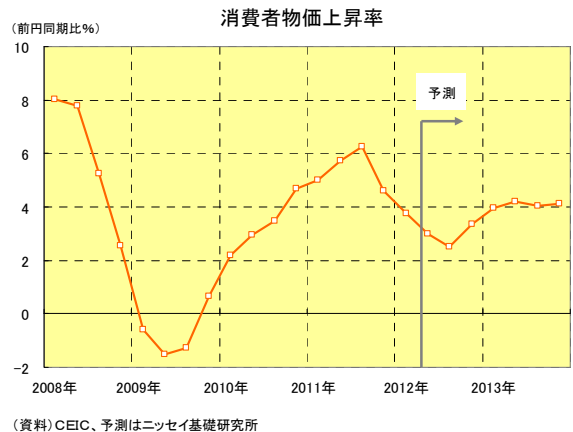
(図表-4)



(図表-5)



(図表-6)



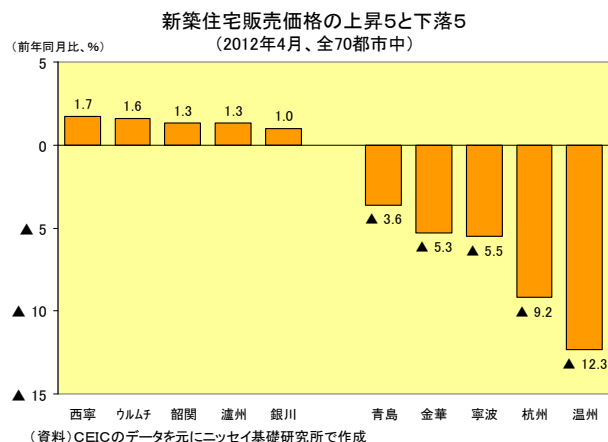
他方、値下がり下位 5 都市は、温州市、杭州市、寧波市、金華市、青島市と東部地区の有名都市が並び、山東省の青島市を除く 4 都市は浙江省に位置する。浙江省で住宅価格が下落した背景には、浙江省で特にバブル傾向が高まっていたことがある。図表-8 に示したのは、住宅価格が高騰する前の 2000 年を基準 (=100) として 2010 年時点の住宅価格と賃金水準の関係をみたグラフである。これを見ると浙江省の住宅価格は賃金水準を遥かに上回っており、その他の地域と比べてもバブル度が特に高かったことがわかる (注)。

ここ約 1 年の価格下落で温州市 (浙江省) の住宅販売価格は、新築住宅で高値から約 13% 下落、中古住宅で高値から約 18% 下落しており、リーマンショック後の大型景気対策で急騰した値上がり分を 6 割調整したレベルへ下落している (図表-9)。また、全国的にみるとバブル度が高い地域ばかりでもないことから (図表-8)、中国政府は厳しい住宅価格抑制策を少しずつだが緩和し始めており、1 件目の自家用普通分譲住宅の購入を支援する優遇策が徐々に地域的に広がりはじめ、省エネ住宅を購入する場合にはローン金利を引き下げる動きもでてきている。

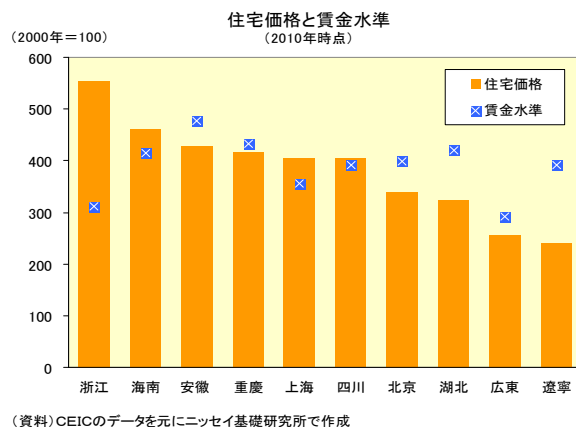
但し、中国政府は厳しい住宅価格抑制策を今後も堅持する方針を維持している。この背景にはバブル崩壊に対する強い危機意識がある。バブルは一度膨らませてしまうと潰すに潰せなくなるため、中国政府はバブル膨張を未然に抑制するのが肝要とする「マクロプルーデンス」の考え方を重視している。浙江省だけと言っても人口 5 千万人超、面積 10 万平方 k m 超と韓国の規模に匹敵する行政区で、バブル退治の痛みを甘受しているのもそのためだろう。

従って、安易に緩和すれば再びバブルを膨張させかねない現状の中で、住宅価格抑制策の緩和に踏み切る可能性は低く、今後もバブル度の低い地域やバブル膨張のリスクが低い分野を中心にした選択的な緩和を進めていくとみている。

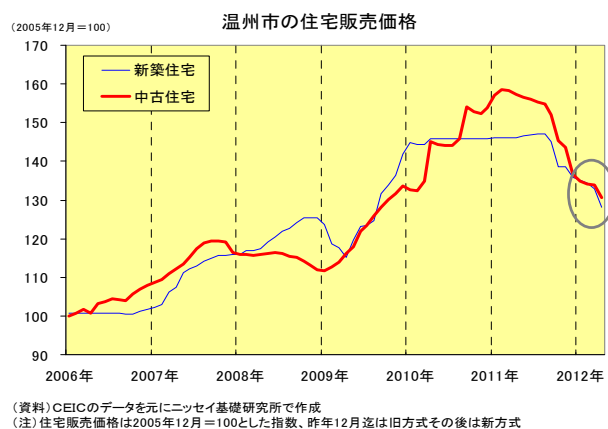
(図表-7)



(図表-8)



(図表-9)



(注) 詳細は [Weeklyエコノミスト・レター 2011/12/22号「中国の住宅バブルと金融政策」](#) を参照

3. 経済政策

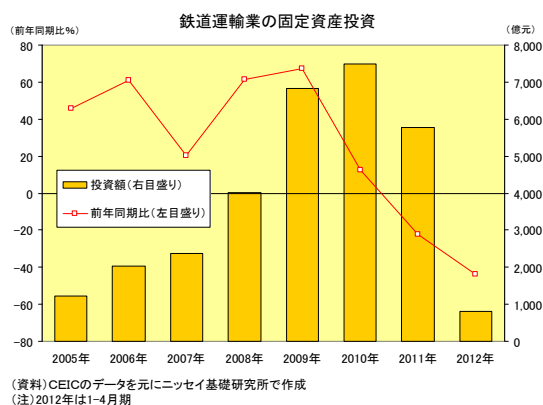
〔動き始めた財政政策〕

景気下ぶれリスクの高まりを受けて、5月18-20日に武漢市（湖北省）を視察していた温家宝首相が「安定成長をより重要な位置に据える」との方向性を示すとともに、財政政策を積極化しつつある。

5月16日の国务院常务会议では、省エネ家電などの消費を促す財政政策を検討し、エアコン、薄型テレビ、冷蔵庫、洗濯機、給湯器の普及に265億元、省エネ照明・LED電球に22億元、排気量1.6L以下の省エネ自動車に60億元、高性能モーターに16億元を計上する消費刺激策を決定した。

投資プロジェクトの動きも盛んになってきた。空港建設、水力発電所建設、地下鉄など都市交通システム建設、天然ガスや石油のパイプライン建設、製鉄所建設など幅広い分野で投資の承認が進んでいる。また、昨年7月の高速鉄道事故をきっかけに浮上した汚職問題で投資が停滞した鉄道建設は、劉志軍・前鉄道相の処分も決まり、懸案となっていた資金調達にもメドが立ち、入札方式の導入に向けて6月末に18鉄道局のプロジェクトが出揃う予定であることから、約1年間停滞した鉄道建設も下期は増加しそうだ（図表-10）。

（図表-10）



一方、今回打ち出された財政政策をみると、第12次5ヵ年計画など長期計画との整合性を重視する傾向がある。前倒しする公共投資や鉄道建設は長期計画の実現に向けての前倒しであり、省エネ家電・省エネ自動車の普及促進は「戦略的新興産業」の7大産業の内2つに呼応、「消費拡大」の方針とも一致する。従って、残る5つの「戦略的新興産業」での需要喚起策や第12次5ヵ年計画で示された「循環型経済」に関連する分野では、追加の財政出動が打ち出される可能性が高いだろう。

以上のように、今回の財政出動は小規模に留まるものの、即効性の高い公共投資の前倒しを含み、鉄道建設の本格再開と時期を同じくすることから、景気を支える効果は十分あるだろう。また、第12次5ヵ年計画と合致する「戦略的新興産業」、「循環型経済」、「消費拡大」などの分野では追加の財政出動も予想していることから、下支えするだけでなく回復に向かわせる力があると考えている。但し、リーマンショック後のような大型景気対策とは異なり、「投資対象は何でもOK」ではないことから、10%超の高成長へ押し上げる効果は期待できないだろう。

〔追加利下げの可能性は？〕

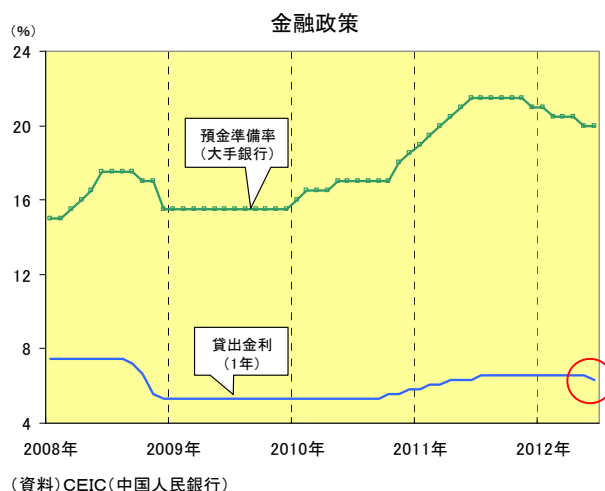
景気下ぶれリスクが高まりインフレ懸念も後退するなかで、中国人民銀行は6月7日、貸出・預金の基準金利を引き下げると発表した（実施は8日）。夏場にかけては消費者物価が2%台へ低下するとみられ、預金基準金利（1年定期、現在3.25%）を大きく下回る可能性が高いため、8月頃には追加の利下げが実施される可能性が高い。しかし、中国の貸出基準金利（1年、現在6.31%）は名目成長率（2012年1-3月期で前年同期比11.2%増）を遥かに下回るため、マクロ経済環境的にみれば利益を挙げられるチャンスは十分存在するはずである。投資マインドが盛り上がりえないのは、バブル懸念で不動産開発が厳しく制限され、過剰投資懸念で設備投資が厳しく制限され、頼みの消費関連投資も個人消費が不冴え

で盛り上がらないため、制限を受けずに投資できる対象が少ない、需要不足に原因がある。従って、低位にある基準金利を引き下げても効果は限定的で、安易な利下げはバブル再膨張を招くリスクも伴うため、利下げは2回で終了するとみている。

また、中国人民銀行は、昨年12月以降3度に渡り預金準備率の引き下げを実施、市中に出回る資金の拡大を図ってきたが、更なる引き下げが実施される可能性も十分あるだろう。預金準備率は極めて高いレベルにあり、リーマンショック前の高金利期を大幅に上回る水準にある(図表-11)。超過準備状態といわれる大手銀行が多い中では、その融資拡大効果には疑問もあるが、前述のようなプロジェクトの出動で、国有企業等の資金需要が増えれば、一定の効果は期待できるだろう。但

し、財政と同様に長期計画と整合性がある分野が中心となり、不動産開発や過剰投資領域への融資は制限するため、窓口指導により選択的な融資拡大が行われるだろう。

(図表-11)



〔融資を必要とする中小企業〕

また、特に金融緩和を急ぐべき企業群がある。それは中小企業である。中小企業の経営難は、輸出減少や人材不足・人件費上昇もあるが、融資難や実質高金利など金融面の問題もある。銀行が中小企業に融資する金利は基準金利の3-5割増が一般的で、また協力預金を求められたり、承諾費用・資金管理費用・財務顧問料・相談料などが上乗せされたりするため、実質的には基準金利の2倍超といわれる。さらに銀行から融資が受けられる中小企業は全体の1割にも満たないため、融資難に陥った中小企業は「迂回融資」や「高利貸し」を利用することとなり、経営を圧迫するとともに「ヤミ金融」の温床ともなる。

もちろん国有企業に比べれば中小企業の経営体力は脆弱で破綻リスクも高いので、相当のリスクプレミアム(金利上乗せ)は必要だろう。しかし、過度に高いリスクプレミアムは民間活力を阻害する要因ともなりかねない。中国政府も中小企業向け融資制度の整備を急いでいる。「ヤミ金融」の取締りを強化するとともに、不合理な費用徴収の制限・禁止で資金調達コストを引き下げ、銀行に中小企業向け融資を奨励し、成果が出た銀行には低めの預金準備率を適用したり預貸率(貸出金÷預金)の制限を緩和したりと監督面でも対応、中小企業の私募債発行解禁や中小企業が集積する温州市(浙江省)では金融総合改革実験を進め小額融資会社の発展を奨励するなど資金調達ルート拡大にも取り組んでおり、「ヤミ金融」を「陽光化(=合法化)」する動きは加速してきた。

今後、旧来型の経済発展パターン(住宅バブルや過剰投資を招いた国有企業中心の投資主導型)から脱却し、新しい経済発展パターンへ転換するためには民間活力が欠かせない。政府の意向に沿った投資を実行する国有企業ばかりではイノベーションの可能性は限られるからである。従って、中小企業向け融資制度が整備できるか否かは、最近急ピッチで検討が進む「新36条」(注)の実施細則で民間企業が参入できる領域が広がるか否かとともに、その重要性を十分認識しつつも既得権益層の反対で実現できなかった重要課題だけに、今後の動きが注目される。

(注) 「新36条」は2010年5月に発表された「民間投資の健全な発展の奨励・誘導に関する国务院の若干の意見」の通称

4. 今後の見通し

〔メインシナリオ〕2012年8.4%成長、2013年9.0%成長

投資・輸出・消費の3本柱が揃って減速しているため、今年4-6月期の経済成長率は引き続き減速傾向を示すとみられるものの、財政による景気テコ入れ策の効果が徐々に現れて、今年7-9月期以降は成長ピッチが高まっていくと予想する（1ページ図表、図表-12）。

今回の景気テコ入れ策は、一見すると旧来型の経済発展パターンへの後戻りのようにみえるが、鉄道建設では入札制度が導入され、製鉄所建設ではハイエンド鋼材の生産を目指し、原子力発電所建設では安全基準を充実、消費刺激策では省エネ関連を中心として戦略的新興産業の育成とマッチさせるなど、新しい経済発展パターンへの転換を加速する要素も多いため、中国経済の成長持続性を高める効果が期待できる。また、金融政策面でも「投資対象は何でもOK」というような旧来型の融資拡大は卒業、バブル懸念や過剰投資懸念のない、政府が注力する「戦略的新興産業」に重点を置いた融資拡大を目指すこととみられることから、成長持続性を高める効果が期待できる。

但し、旧来型の景気テコ入れ策に比べると財政政策・金融政策ともに景気刺激効果は低いと考えられるため、景気は回復に向かうものの回復ピッチは緩やかに留まり、2012年は8.4%成長を予想する。また、今秋に誕生する新最高指導部のスタートダッシュを支援するため、第12次5ヵ年計画と合致する「戦略的新興産業」、「循環型経済」、「消費拡大」などの分野で追加の財政出動があると予想することから、2013年は9.0%成長を予想する。

〔リスクシナリオ〕「欧州危機の深刻化」と「旧来型の景気テコ入れ策の復活」

また、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り、メインで織り込んだ欧州向け輸出の減少幅が大きくなり8%割れも考えられる。一方、既得権益層の圧力に屈し、リーマンショック後の4兆元の景気刺激策（銀行融資拡大策を含む）のような景気テコ入れ策に走った場合は、2013年の経済成長率は10%台の高成長が視野に入る。但し、バブル膨張を招くとともに財政状態も悪化するため、その後の2015年前後には、日米欧で経験したようなバブル崩壊が中国でも起こる巨大リスクを残すことになるとみている。

（図表-12） 経済予測表（四半期毎）

	単位	2011年				2012年				2013年			
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年同期比、%	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	8.0	8.4	8.8	8.9	9.0	9.1	9.1
消費者物価	前年同期比、%	5.0	5.7	6.3	4.6	3.8	3.0	2.5	3.4	4.0	4.2	4.0	4.1
預金金利(1年)	期末、%	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50
貸出金利(1年)	期末、%	6.06	6.31	6.56	6.56	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50
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	6.2	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。