

Weekly エコノミスト・ レター

中国経済の見通し

メインは8%台の持続的成長、リスクは景気過熱

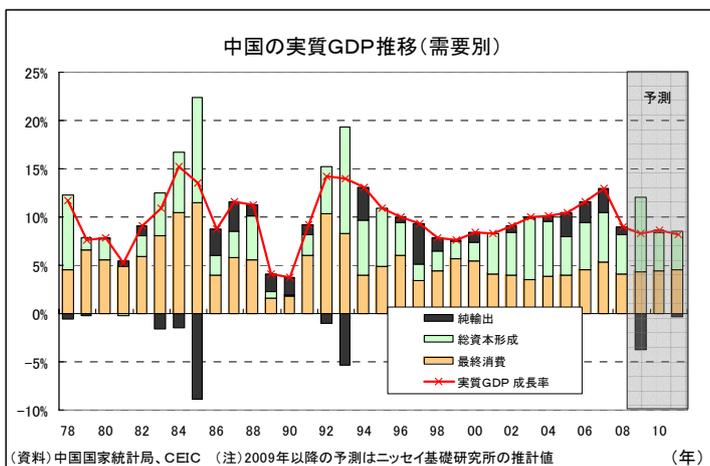
経済調査部門 主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 2009年の見通しは8.3%へ上方修正

- 輸出急減速に伴う企業収益低迷や雇用不安から減速と見ていた消費は予想以上に好調。景気刺激策の一部が年末に期限を迎える自動車販売も年末に向けては駆け込み需要が期待できることから上方修正。また、4兆元の景気刺激策の効果から7%のプラス寄与と強気で見えていた固定資産投資も予想を超える加速が続いたことから上方修正。

2. 2010年は8.6%、2011年は8.2%成長と持続的な経済成長へ

- 最終消費は、消費刺激策の一部が順次期限切れとなるが、潜在する消費需要のレベルは高く、追加の消費刺激策も期待できるため、やや加速し4%ポイント前半のプラス寄与。
- 総資本形成は、4兆元の景気刺激策が2010年末まで続くことから堅調を維持するが、政府主導による投資の増加ペースは前年比で見ると鈍化。また、これまでの公需を目当てにした投資の加速で一部の産業には過剰生産設備の懸念が生じており調整が必要。国内消費需要を目当てにした投資のペースも緩やかなため民間主導の投資へのバトンタッチはゆっくり進展すると見込み、若干減速の4%ポイントのプラス寄与を見込む。
- 2009年に大幅マイナス寄与の純輸出は、2010年には反動増も見込まれるが、欧米の景気回復テンポは緩慢で内外成長格差は依然大きく、寄与度は小幅に留まる。



【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	
2002年	9.1%	4.0%	4.4%	0.7%
2003年	10.0%	3.5%	6.4%	0.1%
2004年	10.1%	3.9%	5.6%	0.6%
2005年	10.4%	4.0%	3.9%	2.5%
2006年	11.6%	4.5%	4.9%	2.2%
2007年	13.0%	5.3%	5.1%	2.6%
2008年	9.0%	4.1%	4.1%	0.8%
2009年(予測)	8.3%	4.3%	7.8%	-3.8%
2010年(予測)	8.6%	4.4%	4.0%	0.2%
2011年(予測)	8.2%	4.5%	4.0%	-0.3%
過去平均 (02-08年)	10.5%	4.2%	4.9%	1.4%

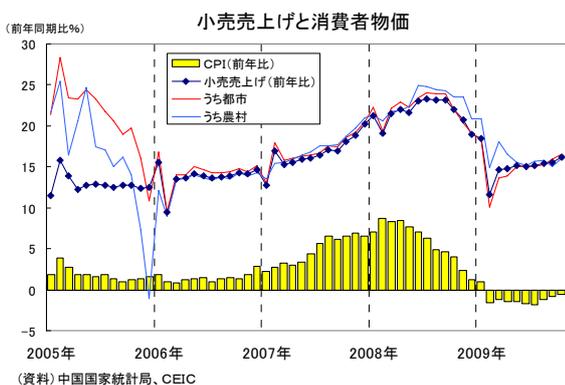
1. 今年の振り返り

10月22日に発表された中国の2009年第3四半期(7~9月期)の実質GDP成長率は前年同期比8.9%増と、第1四半期の6.1%増を底として2四半期連続の改善となり、2009年累計(1~9月期)では前年同期比7.7%増と、中国政府が目標としてきた8%成長に接近してきた。

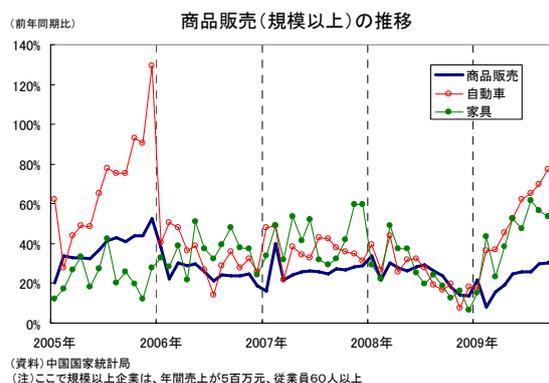
〔消費は景気刺激策の恩恵をうけ回復基調〕

足元の小売売上げの動向を見ると(図表1)、昨年7月の前年同期比23.3%をピークとして、今年2月までは減速傾向を示していたが、3月以降は緩やかに伸び率を高めてきている。一方、消費者物価は昨年2月の前年同期比8.7%上昇をピークとして徐々に上昇率を切り下げ、今年7月に▲1.8%で底打ちした後8月以降はマイナス幅の縮小傾向が続いている。商品別内訳を見ると(図表2)、政府の消費刺激策(「汽車下郷」、「以旧換新」等)の恩恵を大きく受けた自動車販売、4兆元の景気対策による住宅建設ラッシュで恩恵を受けた家具が大きく伸び率を加速させており、政府の景気刺激策で押し上げられた面が強い。

(図表1)



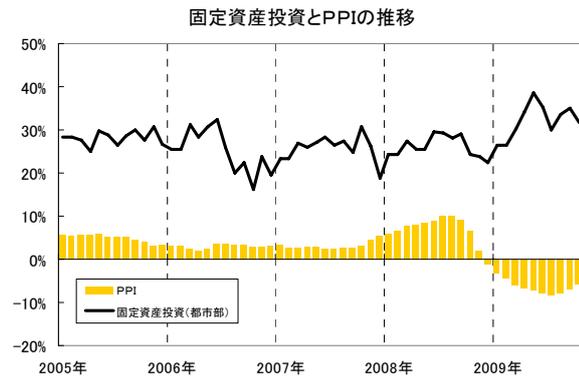
(図表2)



〔投資は景気刺激策をうけた国有企業が牽引役となって拡大〕

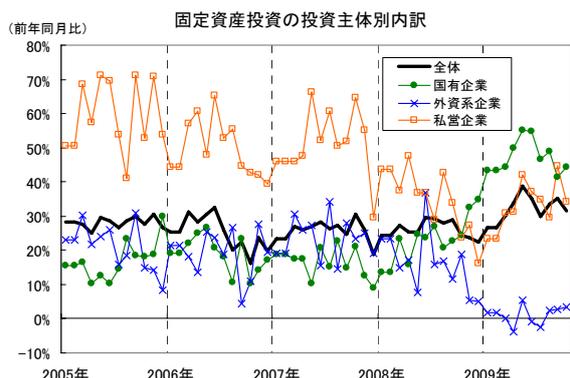
足元の固定資産投資(設備投資と建設投資の合計、都市部)の動向を見ると(図表3)、昨年12月を底として5月までは伸び率が加速していたが、その後は前年同月比3割強の伸びで安定している。一方、生産者物価指数(PPPI)は昨年4月をピークとして7月までは下落傾向となっていたが、その後は徐々に下落率を縮める動きとなっている。固定資産投資の投資主体別内訳を見ると(図表4)、中国政府が昨年11月に打ち出した景気刺激策を受けて、中国政府の意向を受けた国有企業による投資が先行的に増加率を高め、5月、6月には前年同月比5割増の伸びを示していたが、その後はやや減速し4割増の水準で安定してきている。一方、昨年夏まで固定資産投資の牽引役として前年同月比5割前後の高い伸びを示していた私営企業による投資は、昨年9月のリーマンショックの後しばらく低迷していたが、最近では不安定ながらも前年同月比3~4割増程度まで回復してきた。但し、リーマンショック前のように固定資産投資全体を牽引する勢いは無く、政府主導から民間主導へのバトンタッチが進むか否かの重要なポイントに差し掛かっている。また、外資系企業による投資は、今回の世界的な金融経済危機の影響で大きく落ち込んでいたが、ここ数ヶ月の動きを見ると底打ちから回復への兆しが見取れる。

(図表 3)



(資料) 中国国家統計局のデータを元に、当研究所で月次データ加工

(図表 4)



(資料) 中国国家統計局のデータを元に、当研究所で月次データ加工

〔輸出の回復傾向より輸入の回復傾向の方が顕著〕

足元の貿易の動向を見ると（図表 5）、輸出は年初から前年同期比 20%程度 of 減少を続けていたが、欧米先進国の景気回復傾向を受けて、10 月には前年同月比 13.7%まで減少率を縮めている。輸出の品目別内訳を見ると（図表 6）、原料製品（輸出全体の 15%程度）の輸出は冴えない動きが続いているが、衣類・バッグ類・履物類（輸出全体の 13%程度）は一桁の減少に留まり、輸出の約 5 割を占める機械・輸送機は徐々に減少率が縮まる兆しがでてきている。一方、輸入は 1 月に前年同期比 43.1%の大幅減少となったあと減少率を縮める動きが継続しており、9 月以降は減少率が一桁まで縮まってきている。これは、加工貿易のための輸入需要回復に加えて、中国の大規模な内需振興策が影響したためと見られる。

(図表 5)



(資料) 中国税関総署、CEIC

(図表 6)



(資料) 中国税関総署、CEIC

以上のように、2009 年の中国経済は予想以上に堅調な展開が続いているため、実質 GDP 成長率の予想を従来の 7.5%増から 8.3%増へ上方修正する。需要別の内訳では、純輸出は欧米向け輸出の大幅減少を予想して▲3.0%ポイントのマイナス寄与としていたが、内需の好調を受けて輸入の減少が予想に反し小幅に留まる見通しとなったことから下方修正し、2009 年の純輸出の寄与度は▲3.8%とする。最終消費は、「自動車を農村に」「家電を農村に」といった消費刺激策の下支え効果はあるものの輸出急減による雇用悪化を勘案して+3.5%のプラス寄与と予想していたが、政府の消費刺激策の中でも特に自動車の普及が予想以上のペースで進展したことから上方修正し+

4.3%ポイントとする。総資本形成は、輸出減少による企業マインドの落ち込みはあるものの4兆元の住宅建設やインフラ整備とその波及効果を勘案して+7.0%ポイントのプラス寄与と強気の予想をしていたが、公需を目当てとした投資はその予想を上回る加速となったため+7.8%ポイントへ上方修正する。

(図表7)

	実質GDP 成長率	寄与度		
		最終消費	総資本形成	純輸出
前回見通し(改定前)	7.5%	3.5%	7.0%	-3.0%
今回見通し(改定後)	8.3%	4.3%	7.8%	-3.8%

2. 2010年、2011年の見通し

〔消費は政府頼みの拡大から自律的な拡大へのバトンタッチが順調に進む〕

(1) 消費刺激策の期限切れがマイナス寄与要因になる

これまで消費を支えてきた政府の消費刺激策も順次期限切れを迎える。まず、「汽車下郷」が2009年末に期限を向かえ、「以旧换新」が2010年5月末に期限を迎える(図表8)。期限通りに補助金制度が無くなれば販売の急減速は避けられない。これに対し、消費刺激策の延長要望、段階的収束の提案、新制度の導入提案等が出されており、中国政府が消費刺激策を継続する道を選ぶ可能性は充分にある。中国政府の公的債務残高が国際的に見て低位であることを考えれば、高成長を維持するために消費刺激策を継続することは十分可能だろう。しかし、中国政府としては補助金制度をいつまでも続ける訳には行かないだろう。計画経済的な投資行動が残存する中国で、政府が過度に消費刺激策を継続すれば、企業は政府に期待し過ぎて生産を加速させ、鉄鋼のように過剰生産に陥るリスクが高まるからだ。最近では中国政府や中国の経済学会の中にも、景気最優先の政策を微修正する意見が多くなってきており、中国政府は景気動向を慎重に見極めつつ消費刺激策を段階的に打ち切る「出口戦略」をとる可能性が高いと見ている。従って、消費刺激策の効果は2009年よりも減退すると見られる。

(図表8)

【主な消費刺激策】

対象名	対象商品	実施期間	概要
「家電下郷」 (家電を農村に政策)	冷蔵庫、洗濯機、カラーTV等9家電	2009.2.1(全国展開開始)～ 2013.1.31	・購入金額の13%を政府補助(価格 上限ありだが、廃止を検討中)
「汽車下郷」 (自動車を農村に政策)	オート3輪・低速トラックを廃棄して、軽トラック等に買い替えの場合	2009.3.1～2009.12.31	・購入金額の10%を政府補助(補助 上限5000元、廃棄にも補助あり)
「オートバイ下郷」 (オートバイを農村に政策)	オートバイの購入	2009.2.1～2013.1.31	・購入金額の13%を政府補助(補助 上限650元)
「節能惠民工程」 (省エネ製品惠民プロジェクト)	エアコン、冷蔵庫、薄型TVなど10家電とエコカー	2009.6.1～2012.12.31	・補助金は製品ごとに設定
「以旧换新」 (家電・自動車買い替え政策)	エアコン、冷蔵庫、TV等5家電、老朽化・排ガス基準未達のトラック等	2009.6.1～2010.5.31	・補助金:販売価格の10%を超えない範囲(種類毎に補助限度額あり、 自動車は最大6000元)

(2) 中国の個人消費需要の潜在力は極めて高い

一方、中国の名目GDPに占める個人消費の割合は35.3%（2008年）と、日本の6割弱や米国の7割強と比べて極めて低く、中国の個人消費は拡大する余地が大きい。特に、中国の耐久消費財の普及率を見ると、農村部の家庭には家電が、都市部の家庭には自動車が急速に普及する可能性がある。都市部の自動車普及率は2009年9月末時点で百戸当たり10.5台と、毎年百戸当たり3台増えるという急激なものだが、日本でも第一次石油危機までの7年間は普及率が毎年3%ポイント以上上昇していたことを考えれば、決して驚くものではない（ちなみに、中国の都市部の世帯数は2008年末時点で約2億世帯であり、百戸当たり3台増えると約600万台増となる）。また、消費支出に占めるサービス消費の割合を見ると、農村部で30%弱、都市部でも40%弱と低位で（日本は概ね55%程度）、今後は所得水準の向上に伴ってサービス消費の割合が上昇する可能性が高い。自動車や家電の急激な普及との関係で見れば、そのメンテナンス等のサービスが増えるのは必然的ともいえよう。（消費の潜在力に関する詳細はエコノミスト・レター2009-08-14号を参照）

(3) 社会保障制度の整備に向けた政策が支援材料

今年の個人消費の伸びは、中国政府の消費刺激策で支えられた面が否めないが、中国政府の社会保障制度整備に向けた動きは本格化してきた。これまでも「和諧社会（調和のとれた社会）」実現に向けて、最低生活保障、医療制度改革、年金制度改革等が進められていたが、今回の世界的経済危機を契機とした内需主導への転換の要請が、社会保障制度の整備を促進する要因となったようだ。2009年4月には医療制度改革に2009年～2011年の3年間で8500億元（約11兆円）を投入、2009年10月には農民向け年金制度の整備に毎年700億元（約0.9兆円）を投入すると発表する等、数字が具体的に示され始めた。また、中国の経済学会の一部では「4兆元」の一部を社会保障制度の構築にあてるべきと主張する学者もあり、温家宝首相も経済的最終的な回復には「投資主導型」から「消費主導型」への転換が必要と考えていると伝えられる。従って、中国の社会保障制度整備に向けた動きが、今後は個人消費を促進する支援材料になると見ている。

このように、政府の消費刺激策は2010年以降、段階的に期限切れを迎えるため、政府消費を中心に消費の減速が懸念されるが、中国に潜在する個人の消費需要のレベルは極めて高く、これまで個人消費を抑制する要因となっていた所得格差問題や社会保障制度の未成熟の問題は、中国政府が解決に向け、医療制度改革や年金制度改革を本格化させると見られるため、構造問題は改善に向けて加速し、個人の潜在的に高い消費需要が徐々に顕在化していくと考えられる。従って、2009年の消費は4.3%ポイントのプラス寄与を見込むが、2010、2011年にかけては、それぞれ4.4%、4.5%ポイントとプラス寄与を徐々に高めると見ている。

〔投資は公需目当てから国内消費需要目当てに徐々に転換〕

(1) 産業高度化と都市化進展という経済成長エンジンは健在

中国経済は、農村部から都市部へ人口が移動する都市化の進展、第一次産業から第二次・第三次産業へと労働力が移動する産業高度化により、経済資源の非効率な分野から効率的な分野へ移動させることにより、中国経済全体の生産性を向上させながら経済発展してきた。しかし、雇用全体に

占める第一次産業の割合は 39.6% (2008 年) と、名目 GDP に占める第一次産業の割合 11.3% との対比で見ると依然として高く、都市化率も 45.7% (2008 年) と、主要先進国の 7~8 割に比べると依然として低く、農業大国であることを勘案しても未だ進展の余地があり、経済成長のエンジンは健在と見られる。(投資の潜在力に関する詳細はエコノミスト・レター2009-08-14号参照)

(2) 4兆元の景気刺激策の効果は徐々に鈍化

昨年 11 月に打ち出された 4 兆元の景気刺激策は 2010 年末が期限となっていることから、年内は投資の堅調が維持されると見られる。しかし、中央政府の投入分 1.18 兆元を年度毎に見ると、2008 年 1040 億元、2009 年 4875 億元、2010 年 5885 億元の予定となっており、今年から来年に向けての増加率は昨年から今年に向けての変化率よりも低下する。また、地方政府や企業が投入する分についても、2009 年は銀行の人民元融資が 1~10 月累計で約 8.9 兆元 (約 117 兆円) 増と前年度比 2.4 倍の急増となっているが、2010 年以降は増加ペースの鈍化が予想されるため、4 兆元の景気刺激策に伴う投資の増加率は鈍化するだろう。また、4 兆元の景気刺激策の副作用として、6 産業 (鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学工業、太陽電池に用いる多結晶シリコン、風力発電設備) の過剰生産能力が発生したことから、2010 年前半は重複投資を避けるための事業審理の管理強化、参入基準の厳格化、融資抑制等が続くと見られることも投資を減速させる要因になる。

(図表 9)

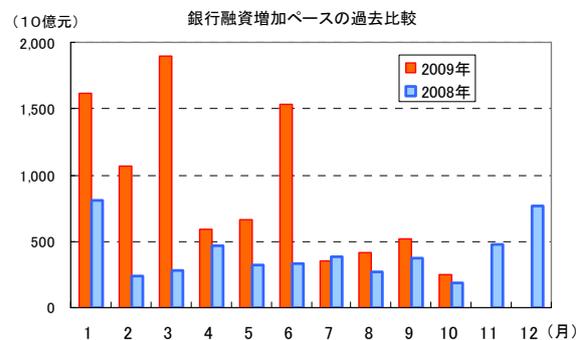
【4兆元の景気対策】

内訳項目	投資額 (億元)	構成比
① 住宅建設 (低家賃住宅など社会保障的な住宅)	4,000	10.0%
② 農村対策 (農村民生事業、農村インフラ整備)	3,700	9.3%
③ 重要インフラ整備 (鉄道、道路、空港、都市送電網など)	15,000	37.5%
④ 社会発展 (医療衛生、教育文化など)	1,500	3.8%
⑤ 省エネ・環境整備 (省エネ、排出削減、エコ環境建設など)	2,100	5.3%
⑥ 産業支援 (自主イノベーション、産業構造調整)	3,700	9.3%
⑦ 災害復興 (四川省汶川地震の震災復旧復興)	10,000	25.0%
合計	40,000	-

(注1) 期限は2010年末迄 (約2年)

(注2) 資金は、中央政府の負担分が1兆1800億元、残りは地方政府及び企業の負担

(図表 10)

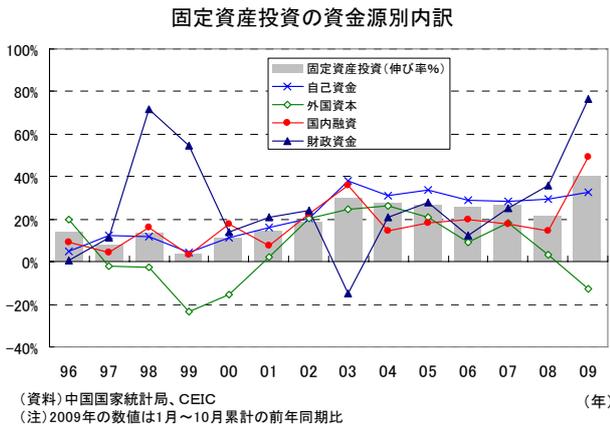


(資料) 中国人民銀行、CEIC

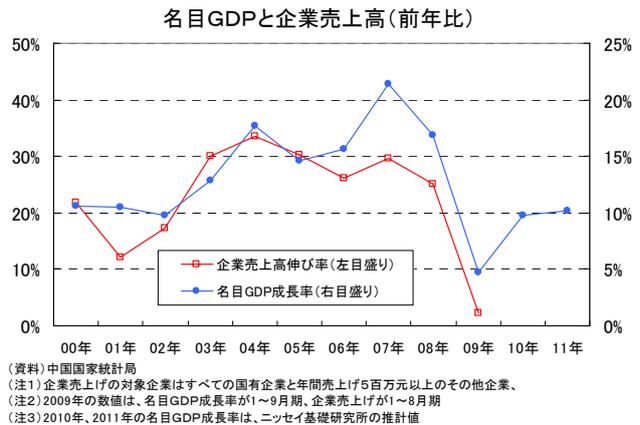
(3) 国内消費需要をターゲットにした民間主導へ徐々にバトンタッチ

一方、世界的な金融危機が峠を越えたことから、2009 年に大きく減少した外国資本による固定資産投資が 2010 年以降は増加に転じると見られ、欧米の景気回復に伴う輸出増加や追加の消費刺激策による国内消費の増加を受けて企業収益が改善すると、自己資金による固定資産投資も増加する可能性が高い。しかし、政府主導で実施された 4 兆元の景気刺激策の副作用で過剰生産能力の懸念が台頭しており、企業収益が低迷していた 2009 年の自己資金による投資はやや高過ぎる増加率であったことから反動も考えられ、2010 年の伸びは限定的になるだろう。ただし、今後は中国政府の経済政策が国内消費需要を拡大させる方向に重点を移すと見られるため、国内消費需要をターゲットとした私営企業による固定資産投資は、加速テンポは緩やかながらも着実に加速度を高めると見ている。

(図表 11)



(図表 12)

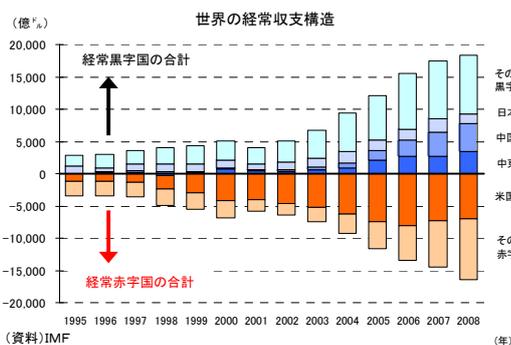


このように、4兆元の景気刺激策が2010年末まで続くことから投資は堅調を維持するが、これまでの公需を目当てにした投資加速で一部の産業には過剰生産設備の懸念が生じているため若干の調整が必要で、投資の増加ペースは前年比で見ると鈍化すると見られる。また、中国政府は国内消費需要の拡大を促進すると見られるがその増加ペースは公共投資と比べると相対的に緩やかで、国内消費需要を目当てにした投資のペースも緩やかな増加に留まるだろう。従って、民間主導の投資へのバトンタッチはゆっくりと進展すると見て、2010、2011年にかけての総資本形成は4%ポイントのプラス寄与と、2009年の7.8%ポイント（予測値）からは減速を見込む。

〔純輸出は若干のプラス寄与へ転換〕

世界経済が緩やかながらも回復を続けると見られることから、2010年、2011年の中国の純輸出は回復傾向と見られる。中国の実質GDP成長率に対する純輸出の寄与度を見ると、2005年から2007年にかけては年平均2.4%ポイントと高いプラス寄与が続いていたが、米国の過剰債務と過剰消費が今後解消に向かうことを前提にすると、中国の純輸出がそのレベルまで回帰することは期待しづらい（図表 13）。また、この間の貿易動向は、図表 14 に示した通り若干の山谷はあるものの輸出額・輸入額共に前年比2割前後のペースで増加傾向を維持し、貿易黒字も順調に増えていた。その傾向に大きな変化をもたらしたのが、周知の通り2008年9月のリーマンショックである。その後の輸出は急速に落ち込んだが、輸入はそれ以上のペースで落ち込んだため、中国の貿易収支は高水準を維持することとなった。

(図表 13)

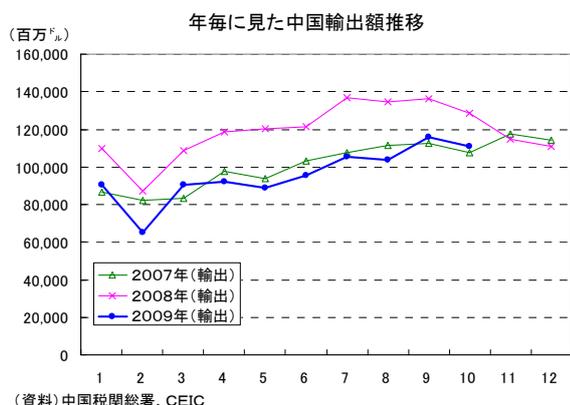


(図表 14)

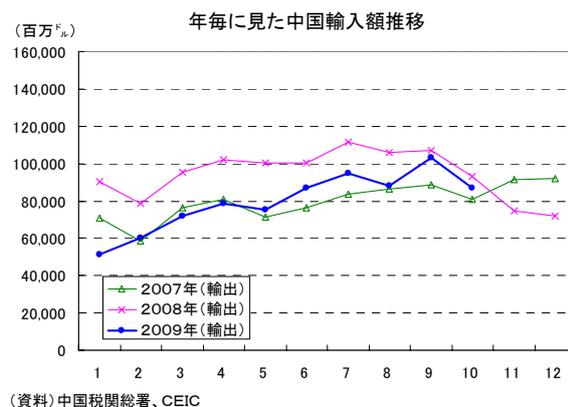


2009年に入り、図表15に示した通り、輸出額は2月を底として増加し始め、その後10月までの増加ペースを見ると2007年とほぼ同様の動きとなっている。また、図表16に示したとおり、輸入額は1月を底に増加し始め、その後10月までの増加ペースを見ると2007年よりも若干増加ペースが速く、輸入額の水準は2008年7月のピーク水準(図表14)に近づきつつある。この動きの背景には中国の内需主導への転換があり、政府方針が変わらなければこの傾向は当面続くと見られる。従って、2010年は2009年の大幅マイナス寄与の反動から0.2%ポイントのプラス寄与を見込むが、2011年には▲0.3%ポイントのマイナス寄与になると予想する。

(図表15)



(図表16)



3. 今後の展望

百年に一度と言われた世界的な金融経済危機も漸く峠を越え、欧米主要先進国は危機対応の金融財政政策を平時に戻す「出口戦略」を模索する局面にある。2009年後半の世界的な景気回復が危機対応の金融財政政策に支えられたものであったことを勘案すれば、政府や金融当局の強力な支援が薄まる下でも、民間企業が順調に活力を取り戻せるか否かが今後の主要テーマになるだろう。

2010年、2011年の世界経済を見渡せば、もはや米国の過剰債務や過剰消費が復活することは考えづらく、2005年～2007年のように中国の純輸出が2.4%ポイントも実質GDP成長率を押し上げるような輸出主導の経済発展は期待できない。一方、世界の消費市場に定着した中国製品の競争力を勘案すれば、リーマンショック後の金融収縮と貿易縮小で純輸出が急減した2009年のような状況の再来も当面は考えづらく、中国の純輸出が実質GDP成長率に与える影響は、当面±1%以内の小幅なものに留まるだろう。

外需に代わって主役となるのが内需である。今回の金融経済危機を受けて、中国政府は「外需主導から内需主導へ」の転換を加速させ、2009年の実質GDP成長率の見通しでは、純輸出が大幅マイナス寄与となる中で、最終消費と総資本形成は合わせて12%ポイント以上のプラス寄与になると見られる。外需の急減により輸出企業の生産は落ち込み多くの失業が発生したが、公需拡大や消費需要刺激で新たな需要と雇用機会を生み出し、生産も徐々に上向き始めており景気後退の深刻化は避けられたと見られる。

他方で、緊急危機対応の大規模な金融経済政策は、一部産業の過剰生産設備懸念や資産インフレ懸念という副作用を生み出した。そこで中国政府は今後数年先を見据えて早期に過剰生産設備の抑制に取り組む姿勢を打ち出し、10月の国務院常務会議では「インフレ予測管理」という言葉を用いて警戒を開始し、緊急危機対応からの「出口戦略」に乗り出したため当面は調整色が強まるだろう。しかし、中国のインフラ投資需要や個人消費需要の潜在力は依然として高く、国際的に見て低位の公的債務残高を考えると財政支援の追加も可能であることから、中国の経済成長率が8%を大きく下回るリスクは限定的だろう。中国国家統計局の姚景源チーフエコノミストが主張するように、「中国経済の一定速度の成長を維持することはそう難しい問題ではない」というのが、まさに中国経済の現実だろう。

むしろ、最大のリスクは緊急危機対応で生じた過剰生産設備を抱えたまま、生産や投資が更に加速度を高め資産インフレが加速するケースであろう。この場合は、本格的な金融引き締めが必要になり、その中で先行投資された設備が続々と立ち上がり過剰生産設備の問題が更に深刻化、更には不良債権の増加や資産価格の急落を招いて景気が一気に落ち込むというリスクシナリオになる。これは中国が過去に何度も苦汁をなめたシナリオだろう。この観点に立つと、前出の姚氏の「速過ぎ、高すぎる成長率の追及を避ける」という意識を持たねばならない」という主張は的を射ている。

従って、今後の注目点は、需要と供給のバランスや供給システム全体のバランスを考えて、短期的な高成長に拘り過ぎず、一部産業で生じた過剰生産設備を抑制すると共に、国内消費主導型への移行の基盤となる社会保障制度の整備を進め、長期的に持続可能な内需主導型経済が構築できるか否かにかかっている。リスクシナリオの示現が回避できれば、中国経済は10%が難しくとも8%程度の持続的な経済成長を実現できる潜在力とカタリスト（触媒）があると見ている。

(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。