

Weekly
エコノミスト
レター中国経済の見通し：
2010年は9.7%、2011年は8.2%

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

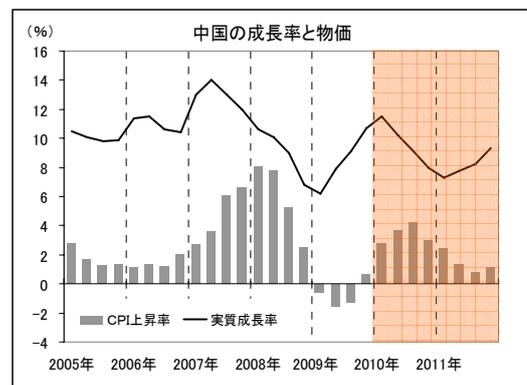
- 2009年第1四半期（1-3月期）に前年同期比6.2%で底打ちした中国経済は、その後も順調な回復軌道を辿り、2009年第4四半期は10.7%と1年半ぶりに10%の大台を超える経済成長を遂げた。
- 中国政府の財政金融政策の支援を受け、民間の企業活力も回復しており、この経済成長の勢いは当面続くと見られるが、過剰生産設備、インフレ、資産バブルという3つの副作用は注意を要するレベルに達しており、今後の中国経済を制約する要因になると見られる。
- 今後の経済政策の重点は、ようやく復活した民間の企業活力は生かしつつも、副作用の抑制を強化するというマクロコントロールに移る。このプロセスは持続的な経済成長には欠かせないが、適時適切な政策対応は極めて難しい。
- 中国政府は、既に「過度」な金融緩和を正常化する方向で「出口戦略」を進めており、一歩先読みしたプロアクティブな政策対応を継続できれば、副作用の抑制と民間活力の維持の両立に成功する可能性は充分にあると見ている。
- 2010年、2011年の中国経済の見通しは、2010年第2四半期（4-6月期）迄は10%超の成長が続くが、その後は産業高度化を狙った構造調整の本格化と金融政策の引締めの影響から成長ペースが一旦減速する。その後2011年に入ると、淘汰すべき生産設備の調整にも目処が立ち、インフレ沈静化から消費マインドも改善して、消費拡大に伴って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経済成長軌道を歩み始めると見ている。

中国経済の見通し

	単位	2009年	2010年	2011年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	8.7	9.7	8.2
最終消費	寄与度	4.6	4.7	4.7
総資本形成	寄与度	8.0	4.8	4.0
純輸出	寄与度	-3.9	0.2	-0.5
消費者物価	前年同期比、%	-0.7	3.4	1.4

中国経済の見通し(四半期毎)

	単位	2010年				2011年			
		1-3月 (予測)	4-6月 (予測)	7-9月 (予測)	10-12月 (予測)	1-3月 (予測)	4-6月 (予測)	7-9月 (予測)	10-12月 (予測)
実質GDP	前年同期比、%	11.5	10.2	9.1	8.0	7.3	7.7	8.2	9.3
消費者物価	前年同期比、%	2.8	3.7	4.3	3.0	2.5	1.4	0.7	1.1
貸出金利(1年)	期末、%	5.3	5.3	5.9	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
人民元(対USD)	期末、元	6.7	6.5	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2



1. はじめに

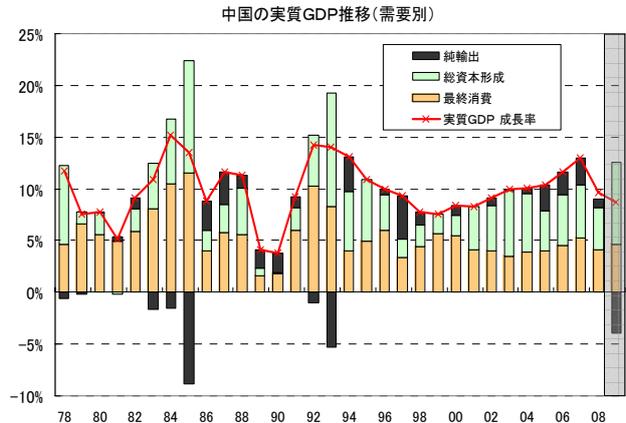
昨年の中国経済は実質 8.7%成長と、G20 諸国の中で最も高い成長率となった。世界的な金融経済危機の影響を受けて、純輸出は 3.9%ポイントのマイナス寄与となったが、最終消費が 4.6%ポイント、総資本形成が 8.0%ポイントそれぞれプラス寄与し、筆者の予想を大幅に上回った (図表-1)。

中国経済には高い潜在的な成長余力があり、中国政府の大規模な財政出動、金融政策、割安水準での人民元レートの実質固定化により、中国経済が回復軌道に乗るとの見通しは概ね予想通りであったが、最大の誤算はその回復ペースが「緩やか」ではなく「急速に」回復した点である。企業収益が低迷する中で企業マインドの回復ペースは「緩やか」と想定していたが、図表-2 に示した通り、企業家自信指数は「急速に」回復しリーマンショック前の水準を回復した。

一方、生産年齢人口の増加率低下により潜在成長率が 8~9%に低下した中で、それを上回る成長が 2 四半期継続したため、輸出企業から大量に放出された失業者を吸収し、沿岸部では既に労働者不足が深刻化し始めており、景気過熱、インフレ、バブルの兆候がでてきた。これを受けて、中国政府及び人民銀行は 2 回の預金準備率引上げを実施する等「出口戦略」を歩みだした (図表-3)。

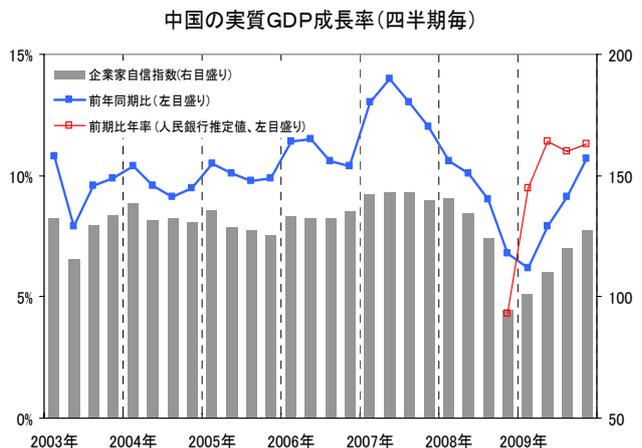
そこで、今年から来年にかけての中国経済を見通すポイントは、適切な「出口戦略」の実施でインフレなき成長を持続できるのか、あるいは景気過熱から資産のバブル化が進み、急激な金融引き締めが必要になって、資産バブルの崩壊から景気が失速してしまうのか、今後の経済予測の焦点となると思われる。

(図表-1)



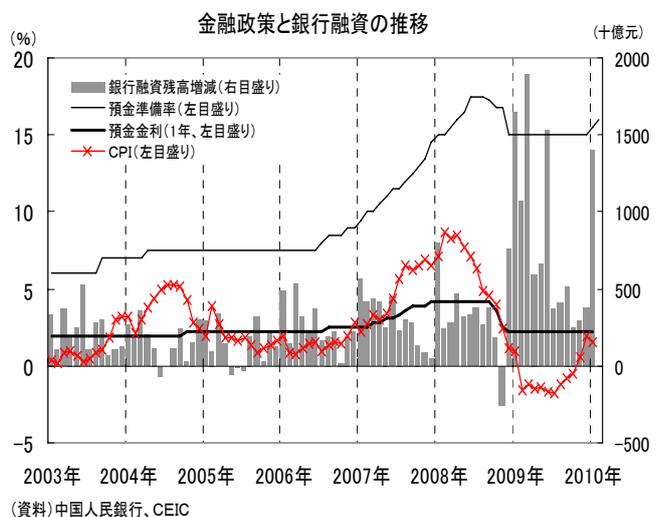
(資料) 中国国家統計局、CEIC

(図表-2)



(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行、CEIC

(図表-3)



2. 景気の動向

〔消費の増加ペースは加速〕

図表-4 に示した小売売上高の推移を見ると、2009年の増加ペースは前年比15.5%増と、2008年の20%超の増加から減速したが、この減速は物価の影響が大きい。図表-5 に示した消費支出の内訳（都市部）を見ると、減速したのは食品関係と燃料費を含む住宅関係の支出であり、物価の下落により衣食住という基本的な生活費の負担が減り家計への打撃を緩和したと見られる。

一方、交通通信関係の支出の増加ペースは加速している。これは自動車購入の大幅増加が影響したと見られ、中国政府の消費刺激策が消費の減速を緩和し下支えしたと言えるだろう。

2010年の消費動向は、①企業収益が改善する見通しであること、②消費刺激策の多くが継続される見通しであること、③中国政府は消費主導の成長を目指しており分配・再分配に関する新たな消費支援策が期待できることから、消費の増加ペースは若干加速すると見ている。また、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、本格化してきた社会保障制度整備等の消費支援効果が2011年には徐々に顕在化し始め、増加ペースの加速傾向は続くと思われる。

〔投資の増加ペースは鈍化〕

図表-6 に示した固定資産投資（都市部）の増加ペースを見ると、2009年は前年比30.5%の増加となり、それ以前の25%前後から増加ペースが加速した。ただし、昨年末には増加ペースが前年同月比25%前後まで減速してきている。

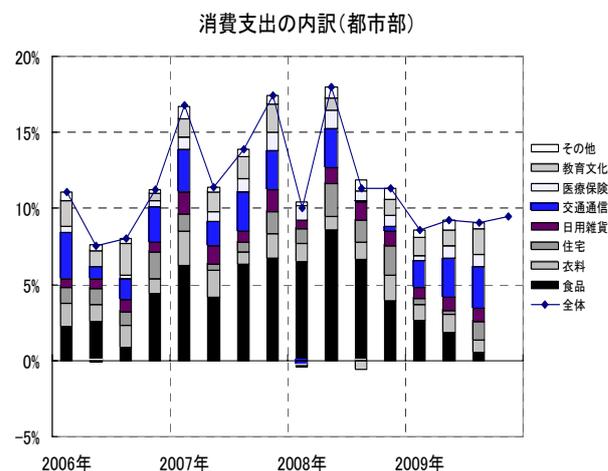
図表-7 の業種別の寄与度を見ると、この差の約6%ポイントは、4兆元の景気刺激策を受けた鉄道や道路等の運輸倉庫関係の投資と水利環境管理関係の投資の寄与でほぼ説明できる。また、図表-8 の投資主体別の寄与度を見ても、中国政

(図表-4)



(資料) 中国国家统计局、CEIC

(図表-5)



(資料) 中国国家统计局、CEIC

(図表-6)



(資料) CEICのデータを元に、当研究所で月次データ加工

府の意向を反映した国有企業の寄与ではほぼ説明できる。更に、昨年末に増加ペースが前年同月比25%前後まで減速した要因も、4兆元の景気刺激策関連の運輸倉庫や水利・環境管理、また国有企業の固定資産投資が減速したことが影響している。従って、今年の固定資産投資は中国政府の景気刺激策で嵩上げされたと言える。

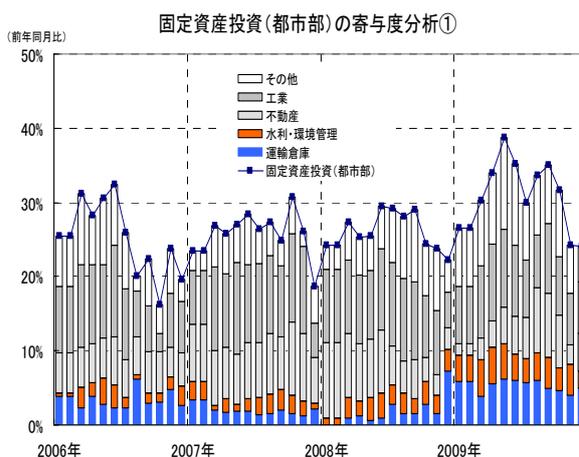
2010年の固定資産投資動向は、①4兆元の景気刺激策が2010年末迄継続する見通しであること、②企業収益が改善する見通しであること、③先進国経済の回復で外資系企業の投資が増加する見通しであることがプラス要因となるが、2009年に公共投資が急増しただけに2010年の増加ペースは前年より減速すると見ている。また、2011年は4兆元の景気刺激策が期限を迎えることがマイナス要因だが、中国国内消費の拡大に伴って内外の民間投資も増えるため、投資主体の政府から民間へのバトンタッチが進み、2011年後半には増加ペースが再び高まると見ている。

〔純輸出の回復ペースは緩やか〕

図表-9を見ると、2005年から2007年にかけての中国の輸出入は、若干の山谷はあるものの前年比2割前後の増加ペースを維持し、貿易黒字が拡大、実質GDP成長率への寄与度も年平均2.4%ポイントに達した。2008年9月のリーマンショック以降輸出は急減したが、輸入はそれ以上に落ち込み、2008年の貿易黒字は高水準を維持、2009年はその反動で貿易黒字が大幅減少となった。

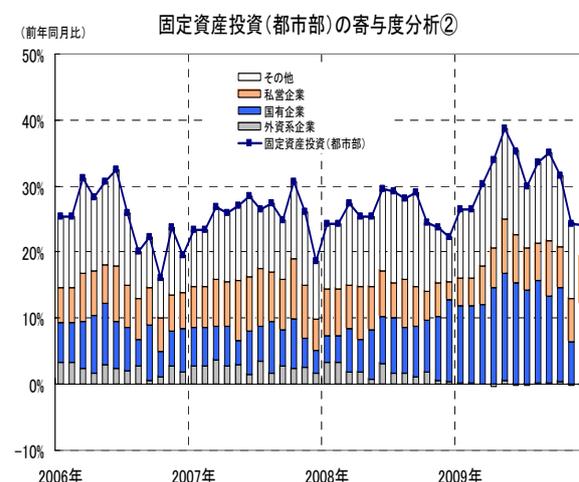
2010年から2011年にかけての世界経済は緩やかながらも回復を続けると見られるが、米国の過剰消費の復活は考えにくく、中国の純輸出の回復も緩やかと見られる。2010年の純輸出は2009年の大幅マイナスの反動でプラス寄与が見込まれるが、今後は大きなプラス寄与は期待できないだろう。

(図表-7)



(資料)CEICのデータを元に、当研究所で月次データ加工

(図表-8)



(資料)CEICのデータを元に、当研究所で月次データ加工

(図表-9)



(資料)中国税関総署、CEIC

3. 金融政策の動向

高い経済成長を遂げた中国では、副作用の抑制が重要課題に浮上しており、今後は景気動向に加えて、金融政策の動向がカギを握る。そこで、金融政策の行方を占う上で重要なポイントを確認したい。

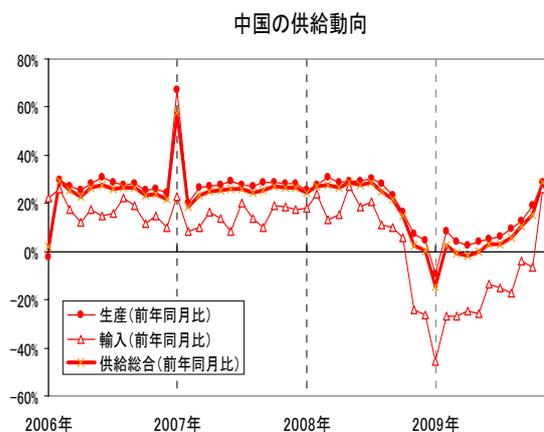
〔第1の視点：景気過熱〕

まず、供給動向を見ると（図表-10）、2008年秋から2009年初夏にかけては、輸入が大幅マイナス、生産も不安定だったが、2009年前半に底固め、2009年後半から加速し始め、2009年末には前年同月比で大幅増となった。一方、需要サイドから見ると（図表-11）、2009年前半は輸出が急減速、消費は緩やかな増加に留まり、固定資産投資が3割超のペースで拡大し、需要は相対的に堅調に推移した。

図表-12を見ると、2008年秋から2009年夏迄は、供給サイドが大幅に調整する中で、景気刺激策を受けた需要サイドが比較的堅調に伸びたため、この時期に在庫調整が進んだと見られる。その後11月には供給サイドの伸びが加速し始め、需要サイドの伸びを上回ってきた。しかし、供給が需要を下回っていた時期が長く、PMIでも在庫が減少傾向にあることから、現時点で生産が過剰になっているとは考え難い。（注：供給総合の計算は工業生産と輸入の合計で、伸びが低い第一次産業を算入してないため、供給の伸びが需要の伸びを若干上回る）

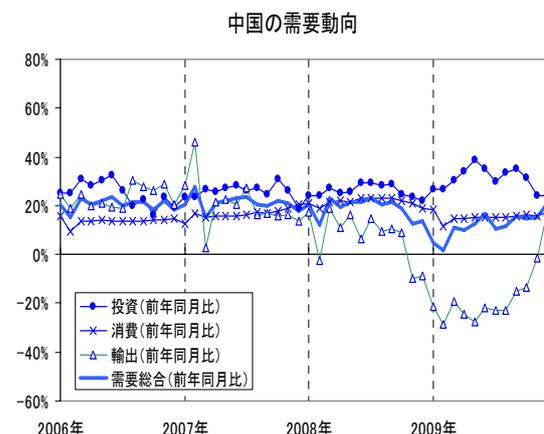
しかし、昨年の固定資産投資の大幅な伸びは、これから新たな生産設備が立ち上がる可能性を示唆する。各産業が高度化を目指して投資した最新型の生産設備が今後次々に立ち上がる中で、淘汰すべき立ち遅れた生産設備が稼動し続けると、過剰生産設備の懸念が表面化し在庫が積み上がるリスクが高まる。従って、中国の景気過熱は未だ警戒レベルに達してないが注意レベルには達しており、中国政府が取組む産業構造高度化のための「構造調整」が順調に進むか否かが、今後の注目点といえるだろう。

（図表-10）



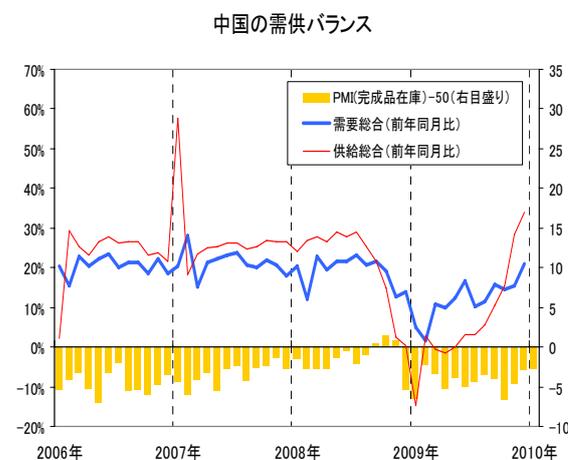
（資料）CEIC

（図表-11）



（資料）CEIC

（図表-12）



（注）需要総合は固定資産投資と小売上げと輸出の合計、供給総合は工業生産と輸入の合計
（資料）CEICのデータを元に、当研究所が作成

〔第2の視点：インフレ〕

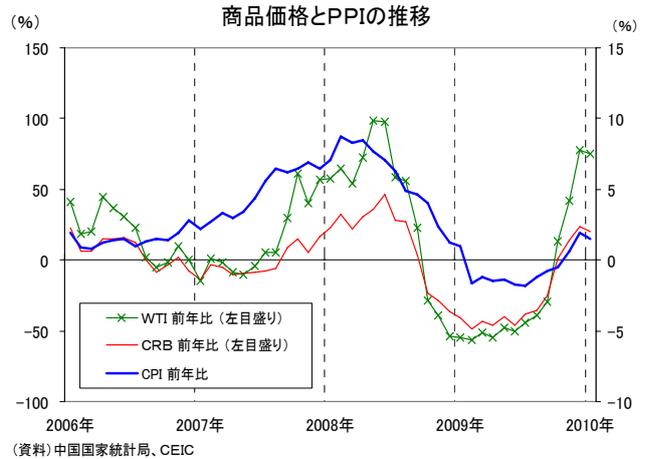
次に、インフレの状況を確認してみる。

図表-13 は原油や商品指数の動きと消費者物価の動きを対比してみたグラフだが、消費者物価は、やや下方硬直性があるものの原油や商品指数の10分の1程度の割合で概ね連動している。原油や商品指数が昨年年初に底打ちしその後も上昇傾向を続けたことから、中国の消費者物価指数の上昇率は、2009年8月から前月比で上昇傾向に転じ（図表-14の棒グラフ）、2009年11月には前年同月比でも10カ月ぶりにプラスとなった。

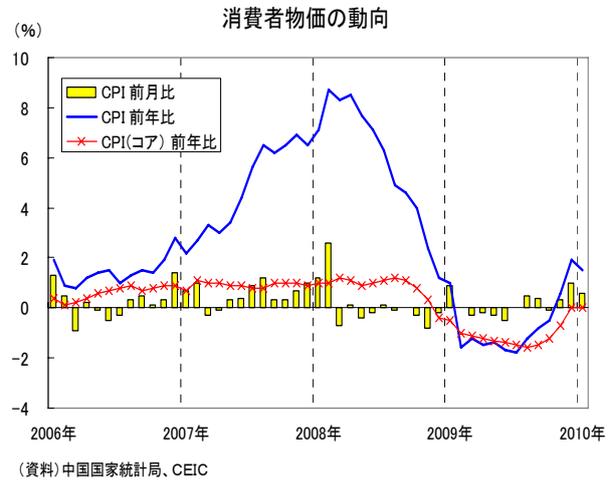
図表-15 に示した消費者物価上昇率（前月比）の季節性を見ると、例年1、2月は春節の影響で1%程度上昇するが、今年1月の消費者物価上昇率は前年同月比1.5%上昇（前月比0.6%上昇）と昨年12月よりも騰勢が鈍化したためインフレ懸念は治まったかに見える。しかし、今年の春節は2月であるため3月11日に発表される2月の消費者物価指数は要注意で、景気が過熱気味であることを勘案すれば、2月の消費者物価上昇率（前年同月比）は2.25%の預金金利（1年）を超える可能性が高い。

実質預金金利がマイナスになると預金者の利益が損なわれ、銀行の資金調達が不安定化するため、金利上昇圧力が増す。中国の10年国債金利は3.7%程度と、米国10年国債金利とはほぼ同水準で推移しているが、資本移動を制限する中で米国より先に利上げに動けば、ホットマネーの流入を加速しかねない。現在中国政府及び人民銀行は預金準備率の引き上げでインフレ予想の抑制に対応しているが、インフレ懸念は既に注意信号を発信し始めており、新たな金融引締め手段を模索する時期は遠くないだろう。

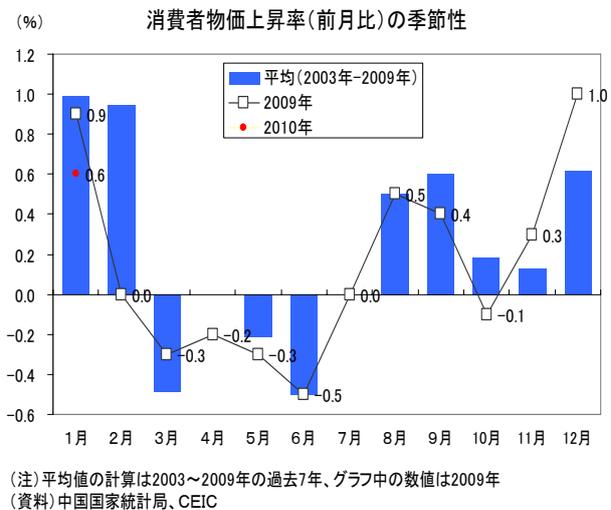
（図表-13）



（図表-14）



（図表-15）



〔第3の視点：資産バブル〕

次に、資産バブルの状況を確認してみる。

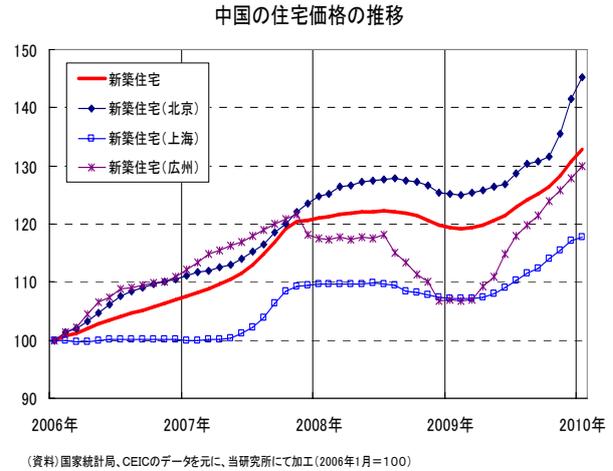
図表-16 に示した住宅価格の推移を見ると、2008 年後半以降に下落基調となり、特に広州市等の珠江デルタ地域の下落幅が大きかった。しかし、昨年初には底打ちし、昨年夏から秋にかけて多くの都市で高値を超え、特に北京市の住宅価格は、昨年末にかけて上昇ペースが加速し始めている。

図表-17 に示した株価の推移を見ると、上海総合指数は 3000 前後のレベルにあり、2008 年 10 月の底からは約 2 倍の上昇となっているが、2007 年 10 月に記録した史上最高値と比べると半分程度のレベルで、P E R は 20 倍台後半と割高感は小さい。しかし、深セン中小企業総合指数を見ると、2007 年の高値とほぼ同水準まで戻り、P E R も 50 倍前後とやや割高感が出てきている。

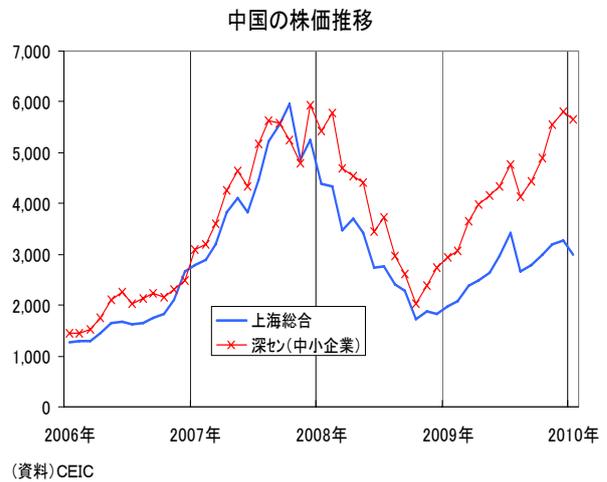
この不動産価格と株価がバブル領域に入ったか否かを判断するため、ここで基準としたのが名目 GDP と消費者物価指数である（図表-18）。スタート点とした 1997 年は、周知の通り中国経済がアジア通貨危機と不良債権問題に揺れた年であり、バブルが完全に萎んだ時期であると考えられる。

消費者物価との対比で見ると、不動産価格と株価ともに大きく上回っており、特に不動産価格は生活者にとっては割高感があるだろう。一方、名目 GDP との対比で見ると、2007 年の株価は割高水準と考えられるが、株価が期待収益を織り込むことを勘案すれば現時点の株価をバブルと断定するのはやや早い。しかし、バブルが明確になってから、それを潰すような金融引締めは後遺症も大きいため、現時点の認識は「一部の不動産と株価のバブルに注意を要する」とするのが妥当だろう。

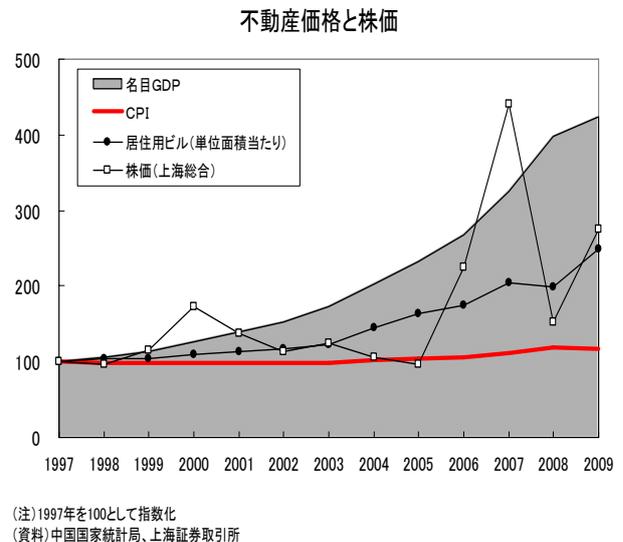
（図表-16）



（図表-17）



（図表-18）



4. 今後の経済見通し

以上のように、中国経済は、景気過熱、インフレ、資産バブルのいずれの側面を見ても、今のところ警戒レベルには達しておらず、本格的な金融引締めが必要な状況には至っていない。しかし、いずれの側面を見ても注意レベルにあり、中国政府が「過度」の金融緩和を続ければ、景気が過熱し、インフレや資産のバブル化を引き起こしかねない状況にある。中国政府は、インフレや資産のバブル化を抑制すべく「過度」な金融緩和状態を「緩やかなペース」で中立化させる出口戦略を既に歩み始めており、当面は「適度」な金融緩和を維持し、「緩やかなペース」での中立化を進める方針と見られる。

しかし、中国経済の成長モメンタムは強く、潜在成長率（8～9%と想定）を大幅に上回る経済成長率が続く見通しであることから、G7経済が緩やかに景気回復することを勘案すると、今のまま「緩やかなペース」の中立化を続けても、第3四半期（7-9月期）には景気が過熱領域に達し、インフレや資産のバブル化が進展し、インフレが実質成長を抑える局面に至ると見られる。そこに至ってからの急激な金融引締めは資産価格の急落と共に、景気失速に繋がる可能性が高い。但し、このような景気過熱シナリオは、「緩やかなペース」での中立化を続けた場合であり、あくまでリスクシナリオと考えている。

一方、メインシナリオは、景気動向を見極めつつプロアクティブに金融政策を前進させるシナリオであり、具体的には次の通りである。（参照「エコノミスト・レター 2010年1月29日号」）

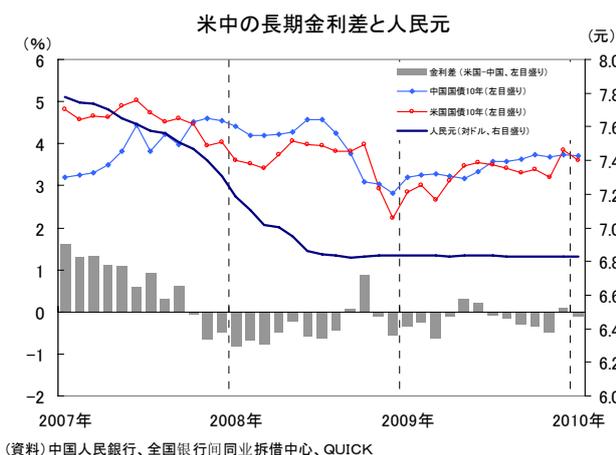
①全人代が開催される3月迄は、銀行融資純増を年7.5兆元（月6千億元強）のペースに抑制することに注力し、窓口指導と預金準備率引上げで対応。

②その後の金融引き締め手段は、利上げより人民元の調整再開が先行する。対ドルで人民元を実質固定化の中で短期金利を上げると長期金利にも上昇圧力がかかり、金利差拡大からホットマネーが流入しかねない。従って、金利調整は米国の利上げまで見送る可能性が高い。

③一方、米国国内では対中強硬論が台頭し、オバマ政権の対中姿勢は「北京への服従外交」といった厳しい非難も目立ち始めた。そこで、中国政府もある程度オバマ政権に配慮し金融引き締め手段として人民元の調整を再開すると見ている。

またその時期は、中国で全人代が開催（3/5）された後、米国が為替報告書を発表する前（4月中旬）に、対中強硬論が強まらない時期を見計らうだろう。またその理由は、中国の国益重視（今回は物価抑制効果と輸入価格下落による消費刺激策）を前面に打ち出し国内の対米政策「弱腰」批判を回避すると見ている。

(図表-19)



このように、中国の今後の金融政策は、第1四半期（1-3月期）は現在の「緩やかなペース」での中立化を継続、第2四半期には中立化のペースを早め、第3四半期には中立化から金融引締めに移ると想定している。これを前提に中国の経済見通しを作成した結果が図表-20である。

2010年第2四半期（4-6期）迄は3四半期連続で10%超の経済成長が続き、2010年第3四半期以降は、物価上昇による実質値の減価で減速傾向となり、その後は金融引締めの影響も徐々に現出して2011年初まで減速傾向が続く。2011年後半になると、過剰生産設備の調整に目処が立ち、金融引締めによるインフレ沈静化で消費マインドが改善し始め、社会保障制度の充実等で消費環境が改善することから、一部の消費刺激策が期限を迎える中でも消費は緩やかに増加する。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、消費需要の拡大に伴って国内私営企業や外資系企業の投資が増えると見られ、政府主導から民間主導へのバトンタッチが進む形で、中国経済は内需主導の新たな成長軌道に乗り始めると見ている。

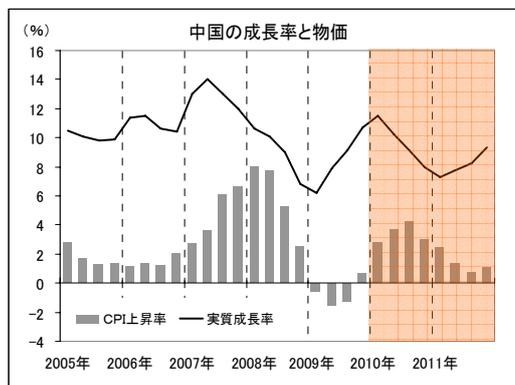
(図表-20)

中国経済の見通し

	単位	2009年	2010年	2011年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	8.7	9.7	8.2
最終消費	寄与度	4.6	4.7	4.7
総資本形成	寄与度	8.0	4.8	4.0
純輸出	寄与度	-3.9	0.2	-0.5
消費者物価	前年同期比、%	-0.7	3.4	1.4

中国経済の見通し(四半期毎)

	単位	2010年				2011年			
		1-3月 (予測)	4-6月 (予測)	7-9月 (予測)	10-12月 (予測)	1-3月 (予測)	4-6月 (予測)	7-9月 (予測)	10-12月 (予測)
実質GDP	前年同期比、%	11.5	10.2	9.1	8.0	7.3	7.7	8.2	9.3
消費者物価	前年同期比、%	2.8	3.7	4.3	3.0	2.5	1.4	0.7	1.1
貸出金利(1年)	期末、%	5.3	5.3	5.9	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
人民元(対USD)	期末、元	6.7	6.5	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2



(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。