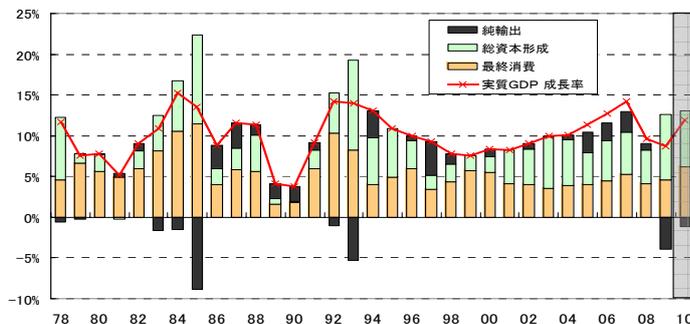


Weekly
エコノミスト・
レター中国経済の見通し：
2010年は9.8%、2011年は8.2%

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

- 中国経済は昨年第1四半期（1-3月期）の前年同期比6.2%増を底としてV字回復し、昨年第4四半期には10.7%増、今年第1四半期は11.9%増と2四半期連続で10%の大台を超え、8～9%程度と見られる潜在成長率を上回るペースの成長を遂げた。
- 中国政府の財政金融政策の支援を受けて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、景気過熱、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、復活した民間の企業活力は生かしつつも、副作用抑制のため「過度」な金融緩和を正常化する方向で「出口戦略」を進め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。
- 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、その後は物価上昇による実質値減価で減速傾向となり構造調整本格化と金融引締めの影響から成長ペースが一旦減速する。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始め、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。
- また、リスクは金融引締めが適時適切に出来なかった場合と考えられ、金融引締めが遅過ぎた場合は資産バブル化を経て深刻な不況、早過ぎた場合は短期調整を経て回復と見ている。

中国の実質GDP推移(需要別)



(資料)中国国家统计局、CEIC
(注)2010年度は2010年3月末時点

予測表(年次)

	単位	2009年	2010年	2011年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	8.7	9.8	8.2
最終消費	寄与度、%	4.6	4.8	4.7
総資本形成	寄与度、%	8.2	4.8	4.0
純輸出	寄与度、%	-4.2	0.2	-0.5
消費者物価	前年同期比、%	-0.7	3.2	1.6

※四半期毎の予測は図表-16に記載

1. 景気動向

4月15日、中国国家统计局が発表した2010年第1四半期（1-3月期）の実質GDP成長率は11.9%増となった。需要項目別の寄与度を見ると（図表-1）、最大の牽引役は引き続き総資本形成で寄与度は6.9%ポイント、過去平均（2002-2009年）と比べると高いが4兆元の公共投資等を受けて急拡大した昨年通期の8.2%ポイントと比べると若干寄与度が低下した。逆に最終消費は、昨年同時期に低迷した反動もあり4.6%ポイントから6.2%ポイントへと寄与度を高めた。一方、貿易の大幅減少を受けて昨年4.2%の大幅なマイナス寄与となった純輸出は、この第1四半期には輸出・輸入ともに大幅増加となったものの、国内景気の好調等から輸入が輸出を上回る勢いで増加したため貿易収支は改善せず、前年に続き1.2%ポイントのマイナス寄与となった。

また、第1四半期の実質GDP成長率が当研究所の事前予測を0.4%ポイント上回ったため、2010年通期の実質GDP成長率予測を0.1%ポイント上方修正して9.8%増とした。但し、以下の通り経済見通しのストーリーに大きな変更はない。

〔消費の増加ペースは加速〕

消費の代表的指標である小売売上高を見ると、2010年第1四半期は前年同期比17.9%増と、昨年通期の前年比15.5%増を上回る好調なスタートとなった（図表-2）。消費支出の内訳はまだ発表されていないが、食品価格が5.1%上昇したことから推測すると、前四半期に引き続き衣食住関係支出の増加が押し上げたと見られ、今後は一時的な反動減の可能性が残る（図表-3）。しかし2010年通期の消費は、①企業収益の改善（企業収益と連動傾向がある名目成長率はこの第1四半期に17.3%増、図表-4）、②2010年度予算案（後述、P6）では商業サービス等関係支出が38%増で消費刺激

（図表-1）

【実質GDP成長率（内訳は寄与度）】

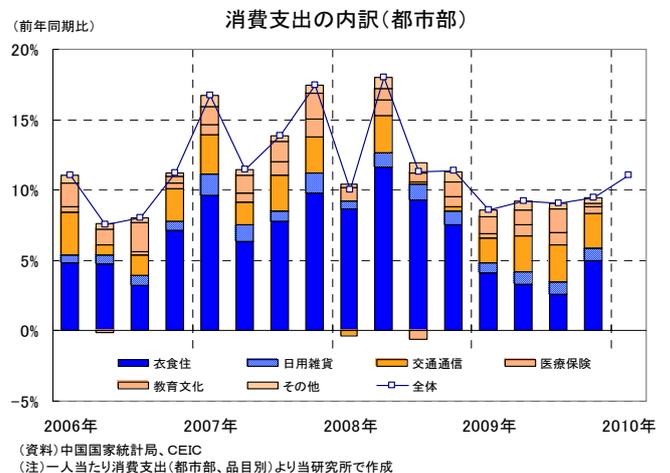
	実質GDP成長率			
	最終消費	総資本形成	純輸出	
2002年	9.1%	4.0%	4.4%	0.7%
2003年	10.0%	3.5%	6.4%	0.1%
2004年	10.1%	3.9%	5.6%	0.6%
2005年	11.3%	4.0%	3.9%	2.5%
2006年	12.7%	4.5%	4.9%	2.2%
2007年	14.2%	5.3%	5.1%	2.6%
2008年	9.6%	4.1%	4.1%	0.8%
2009年	8.7%	4.6%	8.2%	-4.2%
2010年1Q	11.9%	6.2%	6.9%	-1.2%
過去平均 (02-09年)	10.8%	4.5%	5.5%	0.5%

（資料）中国国家统计局、CEIC

（図表-2）



（図表-3）



策の追加が期待できる、③政府指導による労働分配率改善の3点から増加ペースは前年より加速する。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、本格化する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消費は好調維持と見ている。

〔投資の増加ペースは鈍化〕

投資の代表指標である固定資産投資を見ると、2010年第1四半期は前年同期比25.6%増と、4兆元の景気刺激策で運輸倉庫や水利環境管理の投資が急増した昨年よりは減速したものの、企業マインドの改善から不動産や工業が寄与度を高める形で好調な増加ペースを維持している(図表-5)。

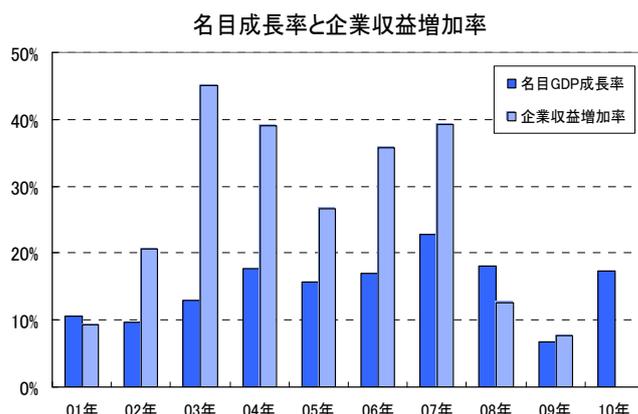
2010年の固定資産投資動向は、①4兆元の景気刺激策の継続、②企業収益の改善、③先進国景気の回復による外資系企業投資の増加の3点がプラス要因となるが、昨年公共投資が急増した後だけに2010年の増加ペースは減速する。また、2011年は4兆元の景気刺激策が期限を迎えることがマイナス要因だが、国内消費の拡大に伴って内外の民間投資も増えると見込むため、投資主体の政府から民間へのバトンタッチが進み、2011年後半には増加ペースが高まると見ている。

〔純輸出の回復ペースは緩やか〕

2010年第1四半期は輸出入額ともに前年同期比で大幅増となったものの、国内景気の好調等から輸入が輸出を上回る勢いで増加したため貿易収支は改善せず、純輸出は前年に続き1.2%ポイントのマイナス寄与となった。

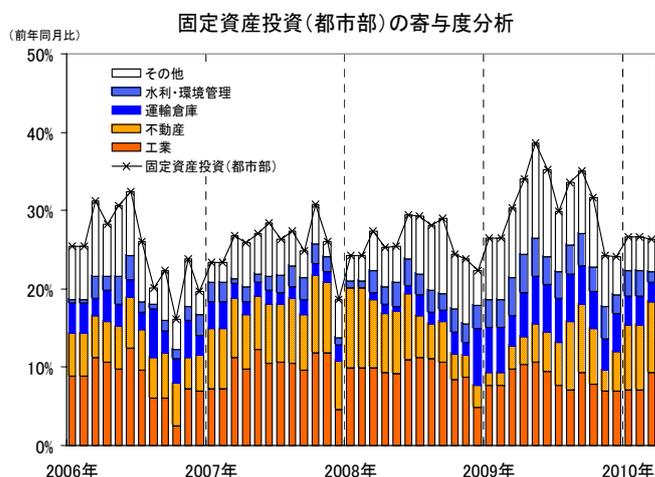
2010、2011年の世界経済は緩やかながらも回復傾向を続けるが、米国の過剰消費の復活は考えにくく、中国内需は消費・投資ともに好調を続けることから、純輸出の回復は緩やかと見られる。2010年の純輸出は昨年的大幅マイナスの反動でプラス寄与を見込むが、その後は大きなプラス寄与は期待できないと考えている。

(図表-4)



(資料)中国国家统计局、CEIC
 (注1)企業売上げの対象企業はすべての国有企業と年間売上げ500万元以上のその他企業
 (注2)2009年の企業収益増加率は1~11月期の前年同期比
 (注3)2010年の名目GDP成長率は2010年第1四半期の前年同期比

(図表-5)



(資料)CEICのデータを元に、当研究所で作成

(図表-6)



(資料)中国税関総署、CEIC

2. 物価動向

〔消費者物価〕

4月15日、中国国家统计局が発表した2010年3月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.4%上昇となった。

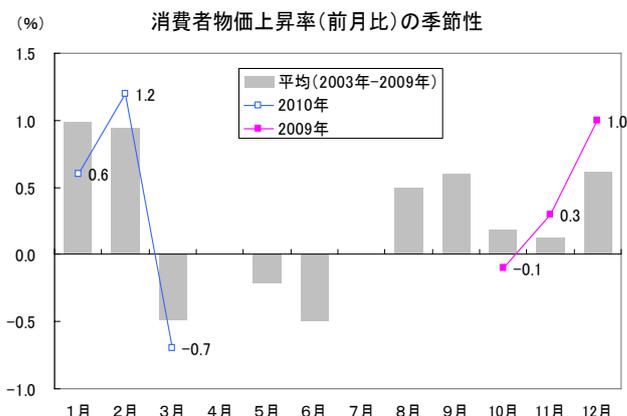
図表-7に示した消費者物価上昇率（前月比）の季節性を見ると、原油や商品指数が上昇傾向を続けたことから、昨年11月、12月には2ヵ月連続で過去平均を上回りインフレの加速が懸念された。しかし、今年1～3月はほぼ過去平均並みの推移となり、特に3月は0.7%の下落と過去平均を下回ったためインフレ懸念は一旦遠退いたと言える。

図表-8はCPI上昇率（季節要因と商品価格要因を除いた景気要因等による上昇部分）と実質GDP成長率との関係を見るために、2四半期のラグを想定して実質GDP成長率を先行表示させたグラフである。過去3年（2007-09年）、この両者は半年のラグを置いて連動してきたが、足元ではCPIが経済成長率ほど上昇しなくなっている。これは景気回復初期に生じる傾向（ラグの長期化）と見られ、景気の体温（水準）が依然低いことを示唆するとともに、高い経済成長が今後も続く消費者物価の上昇に弾みがつく可能性もある。

他方、図表-9に示した工業品出荷価格指数（PPI）は、原油価格等の上昇から3月も前年同月比5.91%上昇（前月比0.54%上昇）と上昇傾向を続け、消費者物価上昇率も食品とエネルギーを除いたコア部分は依然として上昇傾向にある。また、中国経済は8～9%程度と見られる潜在成長率を上回る成長を続ける見通しであることから、インフレ懸念は遠退いただけで、夏場にかけてインフレ懸念が再燃する可能性が高いと考えている。

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抑制に対応しているが、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-7）



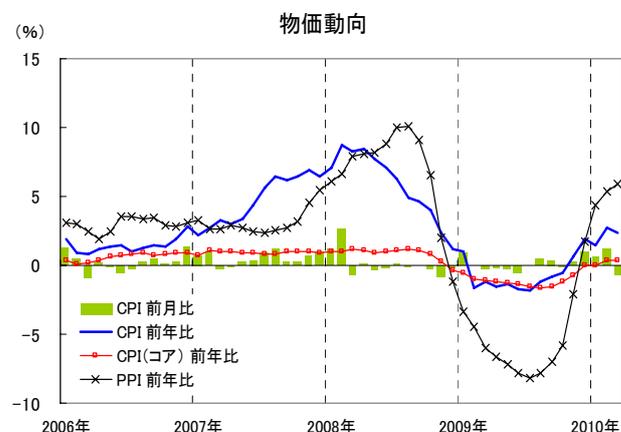
(注) 平均値の計算は2003～2009年の過去7年
(資料) 中国国家统计局、CEIC

（図表-8）



(注1) CEICのデータを元に当研究所で計算
(注2) 実質GDP成長率は2四半期先行表示した実績値

（図表-9）



(資料) 中国国家统计局、CEIC

〔資産バブル〕

図表-10 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、昨年末以降に上昇ペースが加速してきている。

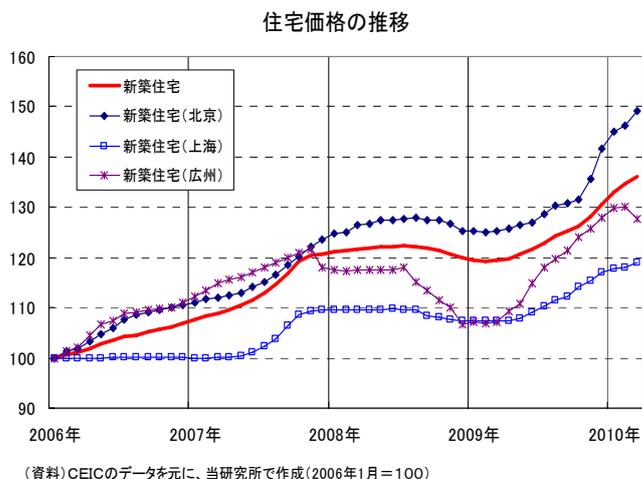
図表-11 に示した株価の推移を見ると、上海総合指数は 3000 前後のレベルにあり、2008 年 10 月の底からは約 2 倍の水準となっているが、2007 年 10 月に記録した史上最高値と比べると半分程度のレベルで、P E R も 20 倍以下と割高感は小さい。しかし、深セン中小企業総合指数を見ると、2007 年の高値とほぼ同水準まで戻ってきている。

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-12）。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。

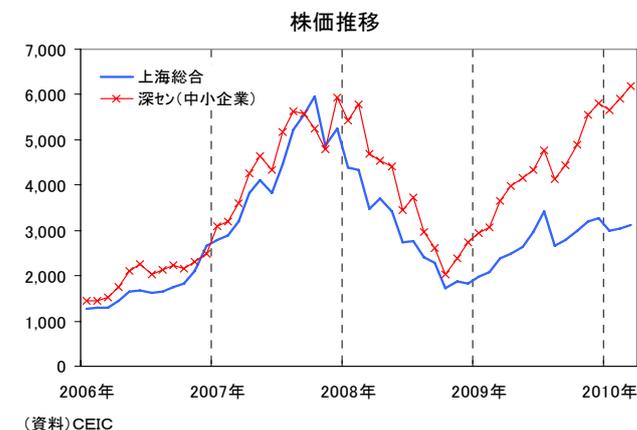
不動産・株式の価格水準を消費者物価との対比で見ると両者とも大きく上回る水準にあり、特に不動産は生活者に必要不可欠なものだけに割高感が強いただろう。但し、不動産・株式の価格水準を名目 GDP との対比で見ると両者とも下回っており、2007 年の株価のように明らかなバブルとは断定できない。

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、現時点では「一部の不動産や株式のバブルに注意」と認識して、資産価格の上昇を緩やかなペースに抑制するのが妥当な状況と言えるだろう。従って、中国政府が最近本腰を入れ始めた一連の不動産価格抑制策は、不動産価格の値幅調整を狙ったものではなく、価格上昇ペースを緩やかなものに抑制することを狙った行政指導になると考えている。

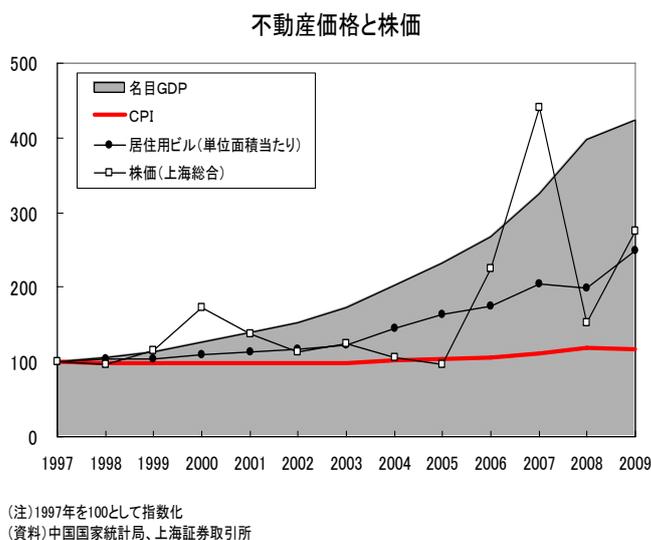
(図表-10)



(図表-11)



(図表-12)



3. 経済政策動向

〔財政政策〕

今年3月に開催された第11期全国人民代表大会（国会に相当）に提出・採択された2010年度予算案を見ると、全国の歳出は8兆4530億元（前年度比11.4%増）で、1兆元を超える財政赤字を想定した積極財政が続くものの、財政支出の伸び率は前年度の21.2%増を下回る計画となった。

図表-13に示した中央レベル支出（中央から地方への移転支出を含む）の内訳を見ると、中国経済への影響として以下の2点が特徴として挙げられる。

まず、個人消費に即効的なプラス効果を及ぼす「商業サービス等関係支出」(D)は、消費の更なる拡大に向けて補助金支出を増額したため38%増となった。他方、個人消費に長期的にプラス効果を及ぼすと見られる「医療衛生支出」や「社会保障・雇用対策支出」(A)も9%弱の増加率を維持する計画となったことから、個人消費を短中期的に促進する効果が期待できると考えている。

また、投資関連では、昨年度は前年比38.6%の大幅増となった「交通運輸支出」(C)が、鉄道、高速道路、空港の建設資金の減少から今年度は2.7%減となった。他方、昨年度は前年比10.7%増と当初予算を下回った「環境保護支出」(B)は今年度22.7%増と伸び率を高めた。従って、財政政策は投資に即効性のある領域から長期的な成長持続力を高める領域にシフトすると予想される。

(図表-13)

中国の2010年度予算案

(単位:億元)

	2010年度		
		増加額	増加率
財政支出(中央⇒地方を調整後)	84,530.00	8,656.35	11.4%
中央政府	16,049.00	769.15	5.0%
地方政府	68,481.00	7,887.20	13.0%

中央レベル支出(含む中央から地方への移転支出)

主要支出項目	2010年度			
		増加額	増加率	
農業・林業・水利関係支出	3,778.94	267.70	7.6%	
教育支出	2,159.90	178.51	9.0%	
医療衛生支出	1,389.18	112.04	8.8%	→A
社会保障・雇用対策支出	3,582.25	285.59	8.7%	
住宅保障支出	992.58	13.70	1.4%	
文化・スポーツ・メディア関係支出	314.49	-6.09	-1.9%	
科学技術支出	1,632.85	120.83	8.0%	
環境保護支出	1,412.88	261.08	22.7%	→B
公共安全支出	1,390.69	103.24	8.0%	
国防支出	5,190.82	360.97	7.5%	
交通運輸支出	2,119.19	-58.81	-2.7%	→C
食糧・食用油等物資備蓄関係支出	1,078.41	-49.63	-4.4%	
国債利払費	1,535.16	214.46	16.2%	
一般的公共サービス支出	1,014.95	-67.30	-6.2%	
国土気象等関係支出	336.25	91.87	37.6%	
資源探査・電力情報等関係支出	696.12	-154.88	-18.2%	
商業サービス等関係支出	852.58	234.55	38.0%	→D

(資料)「2009年度の中央と地方予算の執行状況および2010年度の中央と地方予算案についての報告」

(注)下線は当研究所で推定

〔金融政策〕

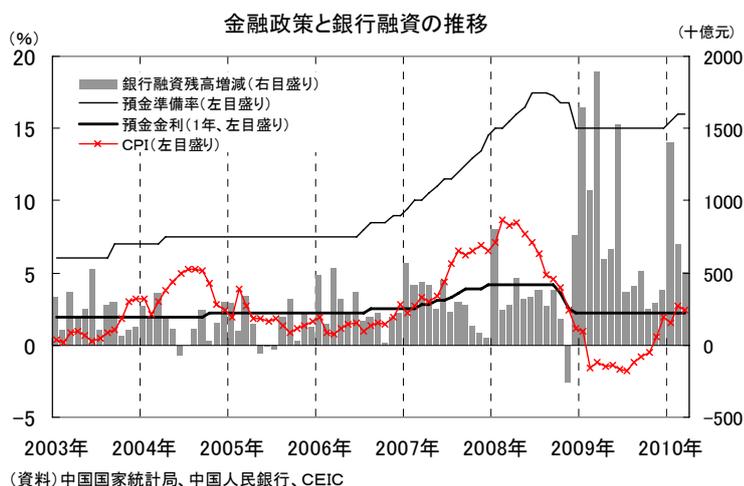
前回 2 月の見通しでは、『中国経済は、景気過熱、インフレ、資産バブルのいずれの側面を見ても、今のところ警戒レベルには達しておらず、本格的な金融引締めが必要な状況には至っていない。しかし、いずれの側面を見ても注意レベルにあり、中国政府が「過度」の金融緩和を続ければ、景気が過熱し、インフレや資産のバブル化を引き起こしかねない状況』としていたが、その経済環境の認識に変更はない。

また、金融政策に関しても、『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。』従って、『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』としていたが、2、3 月には銀行融資の純増ペースを抑制する等、ほぼ想定どおり「緩やかなペース」での中立化が進んでおり、金融政策の見通しにも変更はない。

一方、人民元の切上げについては、景気過熱、インフレ、資産バブルがいずれも注意レベルにある中で、副作用を適切にコントロールする有効な手段であり、早期に実施される方向との見方に変更はない。但し、その実施時期については『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って』としていたが、実際には米国が為替報告書の公表を延期する形で切上げ再開は見送られたため、新たな人民元調整再開の時期は 6 月に G20 首脳会議が開催される前と想定を変更している。

なお、利上げの時期については前回見通しを据え置き、第 3 四半期としている。

（図表-14）



（図表-15）



4. 今後の経済見通し

以上のような、景気動向、物価動向（含む不動産バブル抑制策）、財政政策、金融政策を前提に中国の経済見通しを作成した結果が図表-16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、その後は産業構造高度化を狙った構造調整の本格化と金融引締めの影響が徐々に現出して2011年初まで減速傾向が続く。2011年後半になると、淘汰すべき生産設備の調整にも徐々に目処が立ち、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込み、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。

また、このシナリオのリスクは、政策対応が極めて難しい局面にあることから不動産バブル抑制策を含む金融引締めが適時適切に実施できない場合と考えている。金融引締め（不動産バブル抑制策を含む）が遅れると、『景気過熱（資産バブル深刻化）⇒急激な金融引締め⇒資産価格下落⇒銀行の不良債権増大⇒景気失速』というリスクシナリオの可能性が高まり、金融引締め（不動産バブル抑制策を含む）が早過ぎると、『資産価格下落⇒銀行の不良債権増大⇒景気失速』というリスクシナリオの可能性が高まる。現在の資産バブルが「警戒レベル」でなく「注意レベル」にあるとの判断が正しければ、前者の場合には深刻な不況となるが、後者は短期的な調整で回復可能だろうと考えている。

(図表-16)

予測表(年次)

	単位	2009年	2010年	2011年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	8.7	9.8	8.2
最終消費	寄与度、%	4.6	4.8	4.7
総資本形成	寄与度、%	8.2	4.8	4.0
純輸出	寄与度、%	-4.2	0.2	-0.5
消費者物価	前年同期比、%	-0.7	3.2	1.6



予測表(四半期毎)

	単位	2010年				2011年			
		1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	11.9	10.6	9.1	8.0	7.0	7.7	8.6	9.3
消費者物価	前年同期比、%	2.2	3.2	4.3	3.0	2.4	1.4	1.0	1.6
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	6.8	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5

(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。