

Weekly
エコノミスト・
レター中国経済の見通し：
2011年は8.5%、2012年は9.3%

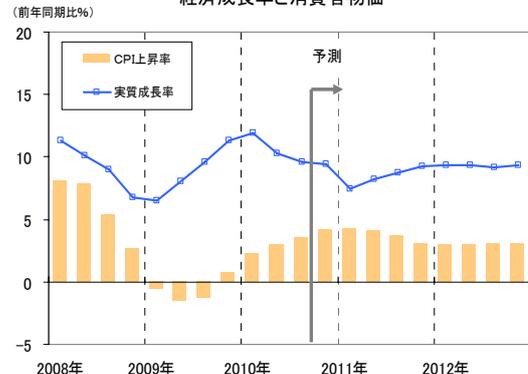
経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

- 中国の国内総生産（GDP）は、今年第1四半期（1-3月）に実質で前年同期比11.9%の高成長となった後、2四半期連続で前四半期を下回り拡大ピッチが鈍化した。しかし、夏場に一旦落ち込んだ不動産開発投資が再び増勢を示すなど、景気が再加速する兆しもみえる。
- 他方10月の消費者物価指数は前年同月比4.4%上昇と、9月の同3.6%上昇に比べて0.8%ポイント上昇、食糧や原油などの価格上昇や不動産開発の復活で、インフレとバブル膨張の懸念が再び高まり、10月には中国人民銀行がリーマンショック後はじめてとなる利上げに踏み切る等、中国の金融引き締めは新たなステージに突入したとみられる。
- 今後の中国経済は、2011年から第12次5ヵ年計画が開始することにより、①消費需要拡大戦略の推進、②省エネ・環境保全の推進、③民間投資の奨励が本格化し、新たな好循環軌道に乗ることが期待できる。
- しかし、現在の中国経済は、①過剰生産設備、②地方政府の不採算投資、③不動産バブルという「3つの懸念」を抱えており、2012年以降の新指導体制を憂い無く開始したい中国は、経済成長にマイナス寄与する「3つの懸念」の処理を急ぎ来年中に実施するとみられるため、2011年には経済成長率が一旦8.5%に落ち込むが、その後は徐々に拡大ピッチを速め、2012年は9.3%成長になるとみている。

予測表(年次)

	単位	2009年	2010年	2011年	2012年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.1	10.3	8.5	9.3
最終消費	寄与度、%	4.1	4.0	4.5	4.8
総資本形成	寄与度、%	8.7	5.9	4.5	4.5
純輸出	寄与度、%	-3.7	0.4	-0.5	0.0
消費者物価	前年比、%	-0.7	3.2	3.7	2.9

経済成長率と消費者物価

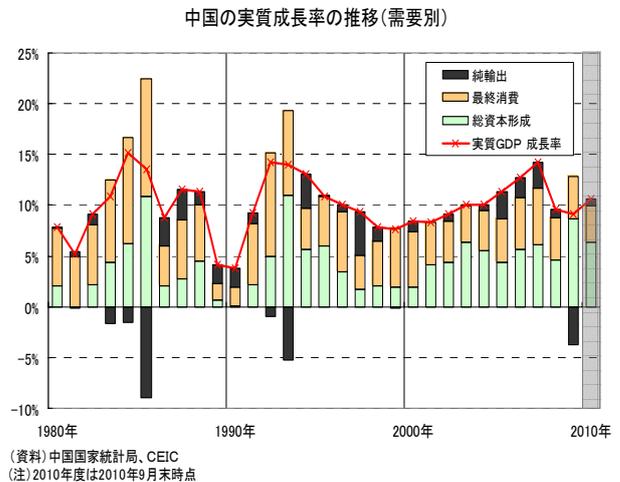


1. 景気動向

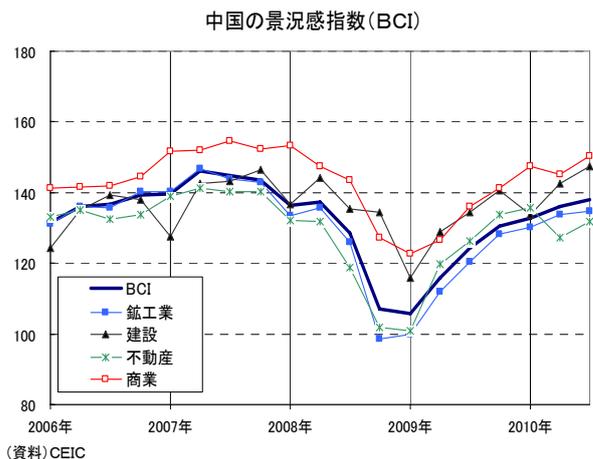
10月21日に中国国家统计局が発表したデータによると、2010年累計（1-9月期）の国内総生産（GDP）は26兆8,660億元で、実質で前年同期比10.6%増となり、昨年通期の9.1%増を1.5%ポイント上回った。図表-1に示した需要項目別の内訳をみると、最終消費が3.6%ポイント、総資本形成が6.3%ポイントとなり、依然として投資主導色が強く、消費は底堅いが依然低位で、投資から消費へのエンジン切替えの進展には停滞感がある。前年との対比でみると、最終消費は前年通期の4.1%ポイントを0.5%ポイント下回り、総資本形成は前年通期の8.7%ポイントを2.4%ポイント下回っており、内需は投資を中心に拡大ピッチが鈍化している。他方、純輸出は0.7%ポイントと前年通期の-3.7%ポイントからプラス転換しており、今年度累計の成長率が昨年を上回る主因となった。

また、第3四半期（7-9月期）の国内総生産は、実質で前年同期比9.6%増と、第2四半期の同10.3%増と比べて0.7%ポイント低下、4四半期ぶりに伸び率が1桁となり、緩やかな減速傾向が続いた。但し、前年同期比9.6%増という実質成長率は、当研究所の事前予測（9.0%増）を0.6%ポイント上回り、予想したよりも減速のペースは緩やかだ。図表-2に示した景況感指数（BCI）をみると、第2四半期に落ち込んだ不動産のマインドが第3四半期には回復しており、中国政府が4月に打ち出した不動産価格抑制策で当面は低下するとみていた不動産のマインドが底堅かったことが予想を上回った主因となった。更に、図表-3に示したように、第2四半期に落ち込んだ製造業購買担当者景気指数（PMI）が第3四半期には回復、リーマンショック時の水準まで急上昇していた完成品在庫の判断も低下しており、新規受注の回復と在庫調整の終了で景気には再加速の兆しもみえる。

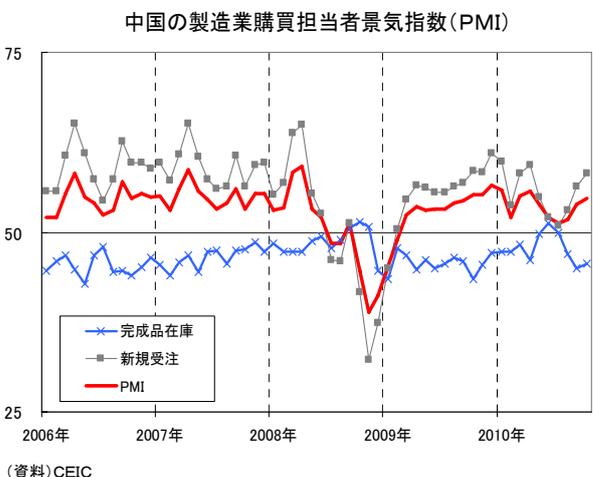
(図表-1)



(図表-2)



(図表-3)



〔投資は不動産開発から省エネ・環境保全へ〕

当面の投資は、企業マインドの改善、在庫調整の終了、不動産開発投資の再活発化から（図表-4）、底堅く推移する可能性が高く、2010年は5.9%ポイント程度のプラス寄与を維持するとみられる。

2011年以降を考えると、4兆元の景気刺激策が今年末に期限を迎え、中国政府は今後も不動産価格抑制策を強化する方針で、中国人民銀行も利上げ等の金融引締めを強化すると考えられることから、不動産開発投資の伸びは徐々に鈍化するとみられる。但し、2011年から開始の第12次5ヵ年計画（後述）により、省エネ・環境保全関連の投資が上向くとみられることから、不動産開発投資中心から省エネ・環境保全関連へ投資の牽引役が切り替わり、投資の寄与度は4.5%ポイント程度のやや高めの推移を想定している。

〔消費拡大ピッチは徐々に高まる〕

今年の消費は、これまでのところ想定よりも伸びが鈍いが、今年末には一部の消費刺激策が期限を迎える影響で駆け込み需要が期待できるため、通期の消費は4.0%ポイント程度のプラス寄与になるとみている。

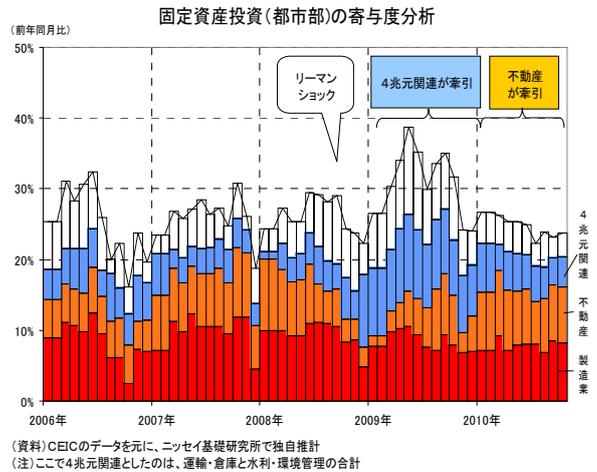
2011年以降を考えると、消費の伸び率は徐々に加速するとの見方に変更はない。2011年は消費刺激策の一部が期限切れとなるため、年初の落ち込みは避けられないだろう。しかし、賃上げによる労働報酬上昇が消費増加を促すこと（図表-5）、2011年から開始の第12次5ヵ年計画では、所得分配制度改革や社会保障制度整備が進むとみており、それに伴い消費は徐々に増加ピッチを高めると考えている。

〔純輸出の経済への影響は小幅〕

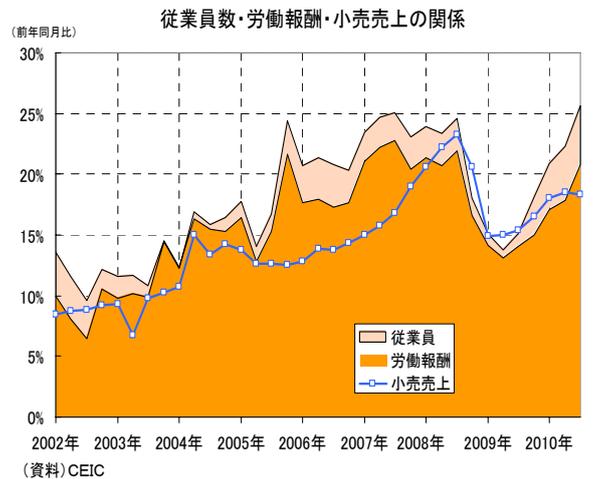
今年の純輸出は、欧米先進国の景気回復を受けて輸出が好調に推移しており、通期でも0.4%ポイント程度のプラス寄与になると見込んでいる。

2011年以降を考えると、輸出は人民元高の進展で輸出競争力は低下するものの、元高ペースは緩やかで輸出の急減速は避けられるとみられ、輸入は新5ヵ年計画の開始に伴い省エネ・環境関連投資や消費が増加、輸入製品に対する需要も徐々に増えるとみられるが、ここ1~2年以内に環境が劇的に変化する要素は少なく、中国経済への影響は当面小幅と想定している。

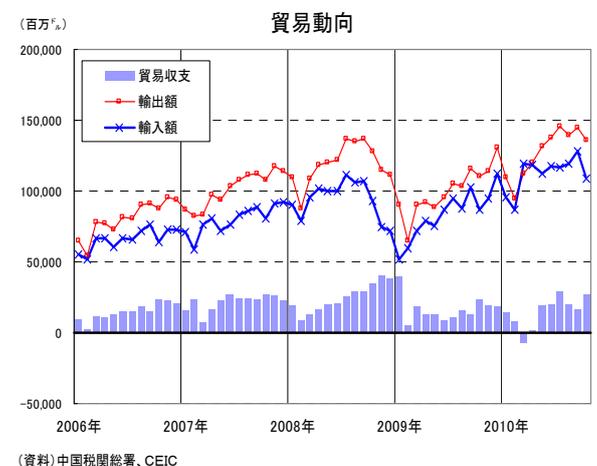
（図表-4）



（図表-5）



（図表-6）



2. 物価動向

10月21日、中国国家统计局が発表した10月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比4.4%上昇となり、9月の同3.6%上昇と比べると0.8%ポイント上昇した。前月比で見ても10月の上昇率は0.7%と大幅であり、例年10月は収穫の時期にあたるため食品が市場に出回り価格が低下することが多いが今年は高止まっている。食品とエネルギーを除いたコア部分の消費者物価指数をみても、10月は前年同月比1.3%上昇と、9月よりも0.2%ポイント上昇幅を上げ、インフレ懸念は再び高まってきた（図表-7）。

図表-8に示した景気変動と物価の関係をみると、消費者物価は景気変動に半年程度遅れて反映する傾向がある。11.9%の高成長となった第1四半期の景気過熱の影響を受けて、消費者物価は上昇率を高めてきた。経済成長率が大きく減速すれば消費者物価への押し上げ効果も減じる見込んだが、前述のとおり景気はその後も底堅く推移しており、減速したとはいえ高位を維持、不動産開発投資が再び活発化しバブル膨張の懸念は再燃しており、消費者物価を押し下げる程の景気減速とはなっていない。

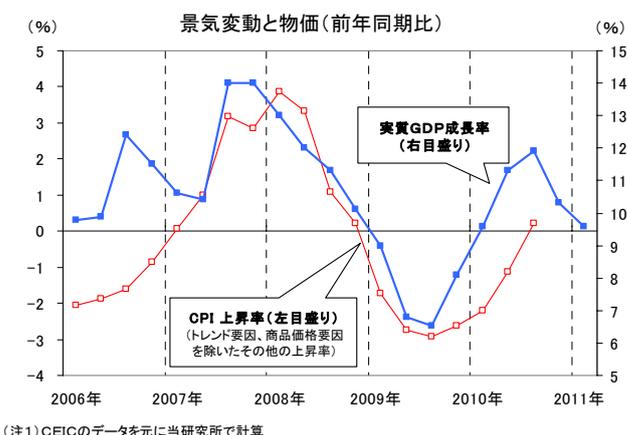
他方、図表-9に示したように10月の工業品出荷価格指数（PPI）は前年同月比5.0%上昇と、9月の同4.3%上昇と比べると0.7%ポイントの上昇となった。PPIは原油価格（WTI）や商品指数（CRB）の動きに3ヵ月程度遅れて連動する傾向があることから、原油や商品の上昇ペースの鈍化を受けて、PPIの上昇率も鈍化していた。ところが、世界的天候不順による食料価格の上昇に加え、米国の量的緩和政策の拡大を受けて、投機的マネーが貴金属や原油等にも流入、PPIは再び上昇し始め、インフレ懸念が再燃している。

このようにソフトランディングに向かうとみられた中国経済は再びインフレ懸念に晒されている。

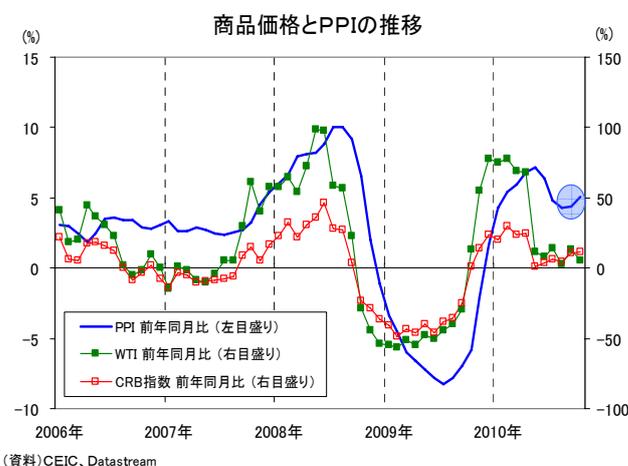
（図表-7）



（図表-8）



（図表-9）



3. 不動産価格と金融政策

図表-10 は不動産販売価格の値動きをビジュアルに把握するため、2006年1月を100とし、前月比の変化率を用いて、その後の値動きを推定したグラフである。この推移をみると、不動産販売価格（70都市）は昨年後半に急上昇した後、5月には一旦のピークを付け調整していたが、9月には5月のピークを超え、10月も上昇傾向が続いた。

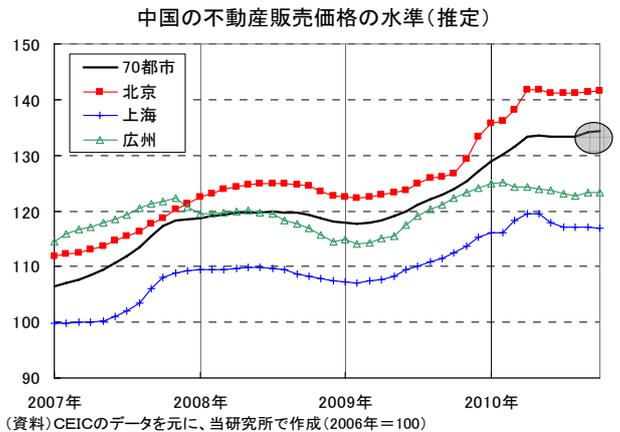
図表-11 に示した地域別の不動産販売価格の動きをみると、沿海部では引き続き調整が続く都市が多いものの、9月には珠江デルタの福建省（福州）、中部地域の湖南省（長沙）、河南省（鄭州）の3都市で最高値を更新、10月には中部地域の江西省（南昌）、湖北省（武漢）で調整開始前のピークを超えるなど騰勢を強めており、放置すればバブルが膨張するリスクが高まった。

景気が底堅く推移し、インフレ懸念とバブル膨張のリスクが高まったタイミング（10月中旬以降）で、中国人民銀行は預金準備率の引上げを再開、預金・貸出の基準金利の引上げ（0.25%）を実施した。

図表-12 に示したとおり、消費者物価上昇率は今年2月には1年定期預金金利（当時2.25%）を超え、5月には3%を超えており、国内の投機的マネーを牽制するためには、今春には利上げを実施して、実質預金金利をプラス化し、預金の資金吸収力を高めてもおかしくなかった。今春の時点で、利上げを選択せず、行政指導による不動産価格抑制策を選択したのは、利上げを実施すれば、米国との金利差が拡大、海外からのホットマネーが流入して、海外の投機的マネーがバブルを膨張させる懸念があったためと考えられる。

従って、当面はインフレとバブル膨張の抑制を優先し、今年12月の中央経済工作会议では「適度に緩和的」な金融政策をより緊縮的な方向へ修正、利上げで実質預金金利をプラス化する可能性が高い。但し、海外からの投機的マネー流入の監視強化も必要なことから、利上げのペースは緩やかとみている。

(図表-10)



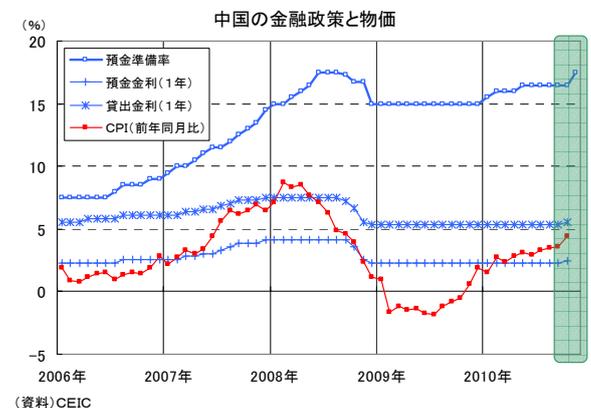
(図表-11)

地域別各省都の不動産販売価格指数

地域	前月比		備考			
	8月	9月	8月	9月	10月	
環渤海	北京	0.0	0.2	x	x	x
	天津	0.6	0.2	最高値	最高値	最高値
	山東	0.3	1.0	最高値	最高値	x
	河北	0.3	0.7	最高値	最高値	最高値
	石家	0.3	0.7	最高値	最高値	最高値
珠江デルタ	福建	0.1	0.4	x	x	x
	広東	-0.3	0.5	x	x	x
	広西	-0.4	0.3	x	x	x
	海南	-0.5	-0.1	x	x	x
長江デルタ	浙江	-1.4	0.3	x	x	x
	上海	-0.1	0.0	x	x	x
	江蘇	-0.3	0.1	x	x	x
西部	陝西	0.7	0.5	最高値	最高値	最高値
	寧夏	0.1	0.0	最高値	最高値	最高値
	青海	0.4	1.1	最高値	最高値	最高値
	新疆	0.3	0.5	最高値	最高値	最高値
	重慶	0.6	1.1	最高値	最高値	最高値
	四川	0.1	0.0	x	x	x
	貴州	0.3	0.4	最高値	最高値	最高値
	甘肅	0.9	1.9	最高値	最高値	最高値
中部	山西	0.0	0.1	最高値	最高値	最高値
	江西	0.2	0.9	x	x	x
	湖北	-0.1	0.1	x	x	x
	湖南	0.0	0.6	x	最高値	最高値
	河南	-0.3	0.8	x	最高値	最高値
	安徽	0.1	0.4	x	x	x
東北	遼寧	0.4	0.7	最高値	最高値	最高値
	内蒙	0.5	0.3	最高値	最高値	最高値
	黒龍江	1.0	0.5	最高値	最高値	最高値
	吉林	0.1	0.1	最高値	最高値	最高値
	長春	0.1	0.1	最高値	最高値	最高値

(資料) CEIC

(図表-12)



4. 第12次5カ年計画

今年10月18日の中国共産党第17期中央委員会第5回総会（5中全会）で採決された「第12次国民経済・社会発展5カ年の策定に関する中国共産党中央委員会の提案」が中国政府のウェブサイトに掲載され明らかとなった。この新5カ年計画（2011-2015年）の提案は、全体が12に分かれ内容も経済、社会、文化、対外政策など広範囲に及ぶが、今後の中国経済に与える影響が大きいのは、①消費需要拡大戦略の推進、②省エネ・環境保全の推進、③民間投資の奨励の3点と考えている。

〔1〕消費需要拡大戦略の推進

提案では、現状を「投資と消費の関係がアンバランス」と認識した上で、「消費、投資、輸出のバランスのとれた牽引に依拠した経済成長への転換を促進する」という方針を示し、「消費需要の拡大を内需拡大の戦略的重点」と位置づけ、①所得分配制度改革による個人消費能力の強化、②社会保障制度充実による個人消費マインドの改善、③新興サービス消費の開拓等による消費構造の高度化などを謳っている。リーマンショックで大打撃を受けた輸出を主な牽引役とした経済成長からの脱却を図るとともに、バブル膨張を招いたリーマンショック後の国内インフラ投資を主な牽引役とした経済成長からの脱却も図るため、国内の消費需要拡大を動力源とし、関連する消費・サービス関連企業による積極的な設備投資を促し、国内消費を経済成長の第3の柱に育て、輸出、国内インフラ投資、国内消費のバランスがとれたショックに強い経済成長モデルを実現しようとする政策とみられる。

〔2〕省エネ・環境保全の推進

また提案では、現状を「経済成長の資源・環境の制約」が強まったと認識した上で、「資源節約型の環境に優しい社会の建設を経済発展パターン転換加速の重要な力点とする」という方針を示し、①工業、建設、交通運輸など重点分野の省エネ推進、②産業廃棄物再利用やごみの分別回収制度整備等を通じた循環型経済の発展、③汚水、大気汚染、騒音、ごみ、重金属、危険廃棄物、土壌汚染、放射線等の環境問題に対してもごみ処理施設建設の加速や責任追及制度の健全化等の取り組みを強化、④消費においても「消費行為を合理的に誘導し、省エネ・環境保護型消費財を発展」させること等を謳っている。このように、中国の省エネ・環境保全の推進は、生産、流通、消費の各方面に及び、都市の計画と建設においても省エネや環境保護が重要なテーマとなり、省エネ・環境保護及び新エネルギーは戦略的新興産業の育成・発展の観点からも重点が置かれている。

〔3〕民間投資の奨励

また提案では、現状を「科学技術革新能力が強くない」、「科学の発展を制約する体制・仕組み上の障害が比較的多い」と認識した上で、「科学技術の進歩と革新を経済発展パターン転換加速の重要な支えとする」という方針を示し、「大企業が研究開発投資を増やすことを奨励し、中小企業の革新活力を引き出し、企業家や科学技術リーダーの技術革新における重要な役割を発揮させる」として、科学技術革新における民間投資の重要性を指摘している。

今年5月に、中国政府は「民間投資の健全な発展の奨励・指導に関する国務院の若干の意見」を

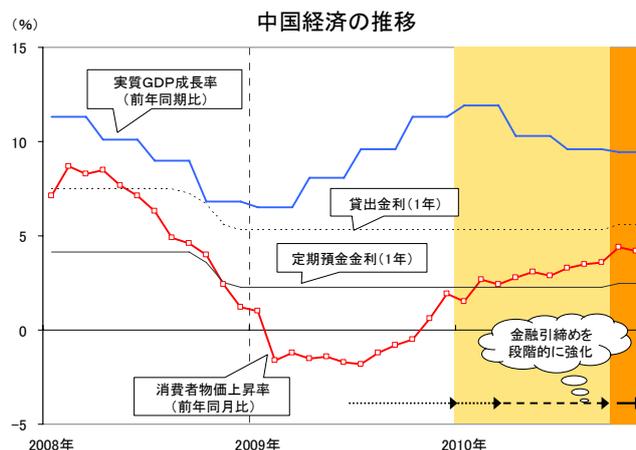
発表した。これは、2005年2月に発表された「個人・私営経済など非公有制経済発展の奨励・支持と指導に関する若干の意見（略称「非公36条」）」で認めた民間資本の参入分野を5年ぶりに拡大するもので「新36条」と呼ばれる。この「新36条」は、基幹産業とインフラ、都市公共事業と政策的住宅建設、社会事業、金融サービス、商業貿易流通、国防科学技術工業の6分野への民間企業の参入を認め、これまで国有企業が独占してきた閉鎖的な分野への民間企業の進出を奨励しており、見えない参入障壁（ガラスドア問題）、資金調達、政府調達への参加資格などの問題はあるものの、中国産業界の期待は高い。国営企業が国有民営企業に変貌する中でガバナンスが改善したとはいえ、国有企業だけの力では限界があり、民間企業の創意工夫を生かすことができれば、効率改善や自主革新のスピードアップが期待できる。この「新36条」で示された方針は、今回の提案にも引き継がれ、「非公有制経済の発展を支持」するとしている。しかし、民間企業の創意工夫を引き出すシステムを構築するには、諸外国の事例を見ても時間がかかると思われ、今回予測する2012年までの経済成長への貢献は小幅に留まるとみている。

5. 中国経済の見通し

ここ数年を振り返ると、リーマンショック後の中国経済は、その直後に実施されたインフラ整備を中心とした4兆元の景気刺激策とそれを金融面から支えた銀行融資拡大策によりリーマンショックの悪影響を最小限に留めることに成功し、図表-13に示したように、中国の実質経済成長率は2009年1-3月期の前年同期比6.5%増を底として急回復を遂げた。しかし、その背後では、①鉄鋼、石炭、セメント、電力等の時代遅れとなった生産設備の淘汰が停滞し、過剰生産に陥る懸念が浮上、②地方政府が積極化した開発案件の一部では投資採算の懸念が表面化、③投機的マネーの流入で不動産価格が急上昇してバブル懸念が高まり、この「3つの懸念」への対応が必要になっている。

これを受けて、中国当局は2009年夏頃から段階的に金融引締めを強化したため、経済成長率は今年1-3月期の前年同期比11.9%増をピークとして拡大ピッチが鈍化、インフレやバブルの懸念も一旦は収まる兆しをみせた。しかし、十分に景気が減速する前に、再び不動産開発投資が勢いを取り戻し、不動産価格は最高値を更新、世界的天候不順や米国の追加的金融緩和による投機的マネーの流入で、食糧、貴金属、原油等の価格が上昇、インフレやバブルの懸念は再び高まり、10月には中国人民銀行がリーマンショック後初めてとなる利上げを実施、金融引き締めの段階をもう一步進め、12月の中央経済工作会議では「適度に緩和的」な金融政策を引締め方向に軌道修正する可能性が高くなってきた。

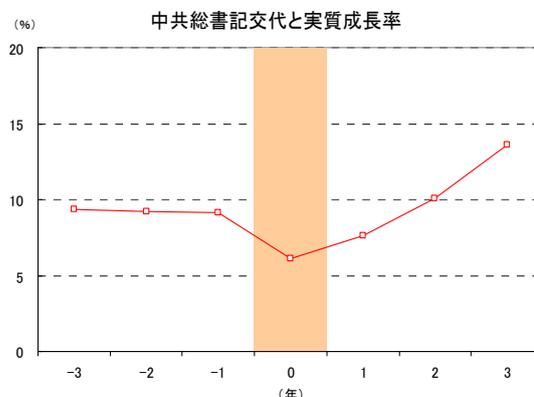
(図表-13)



これを受けて、中国当局は2009年夏頃から段階的に金融引締めを強化したため、経済成長率は今年1-3月期の前年同期比11.9%増をピークとして拡大ピッチが鈍化、インフレやバブルの懸念も一旦は収まる兆しをみせた。しかし、十分に景気が減速する前に、再び不動産開発投資が勢いを取り戻し、不動産価格は最高値を更新、世界的天候不順や米国の追加的金融緩和による投機的マネーの流入で、食糧、貴金属、原油等の価格が上昇、インフレやバブルの懸念は再び高まり、10月には中国人民銀行がリーマンショック後初めてとなる利上げを実施、金融引き締めの段階をもう一步進め、12月の中央経済工作会議では「適度に緩和的」な金融政策を引締め方向に軌道修正する可能性が高くなってきた。

また、今回予測の最終年（2012年）には中国共産党総書記が胡錦濤氏から習近平氏へ交代する可能性が高くなっている。過去の総書記交代と経済成長率の関係をみると（図表-14）、参考になる過去のケースは少ないものの、総書記交代前後の経済成長率は低位で、その後は徐々に高まることが多い。これには、新総書記誕生のあと新指導体制が安定するまでの間は、高成長を続けて新指導体制の信任を高める必要があることが背景にあると考えられる。今回の総書記交代にあっても、「3つの懸念」という負の遺産は新指導体制のスタート前に処理を終え、新指導体制誕生後に高成長を実現する準備をしておくのが理想だろう。

（図表-14）



（注）胡耀邦（1981年就任）、江沢民（1989年就任）、胡錦濤（2002年就任）の平均

以上のような、景気動向、物価動向、不動産価格動向、及び今後の経済政策と政治経済的アノマリーを勘案すると今後の中国経済は、2011年から第12次5ヵ年計画が開始することにより、①消費需要拡大戦略の推進、②省エネ・環境保全の推進、③民間投資の奨励が本格化し、新たな好循環軌道に乗ることが期待できる。しかし、現在の中国経済は、①過剰生産設備、②地方政府の不採算投資、③不動産バブルという「3つの懸念」を抱えており、2012年以降の新指導体制を憂い無く開始したい中国は、経済成長にマイナス寄与する「3つの懸念」の処理を急ぎ来年中に実施するとみられるため、2011年には経済成長率が一旦8.5%に落ち込むが、その後は徐々に拡大ピッチを速め、2012年は9.3%成長になるとみている（図表-15）。

リスクシナリオとして心配されるのはバブル膨張やインフレの加速である。「3つの懸念」の処理が2011年中に進展せず、バブルが大きく膨らんだ後に金融締めめでバブルを潰すことになると、不動産価格が暴落して銀行経営を揺さぶり、金融システム不安に波及するリスクがあり、新指導体制にとっては重すぎる負荷となる可能性もある。

（図表-15）

予測表（年次）

	単位	2009年	2010年	2011年	2012年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.1	10.3	8.5	9.3
最終消費	寄与度、%	4.1	4.0	4.5	4.8
総資本形成	寄与度、%	8.7	5.9	4.5	4.5
純輸出	寄与度、%	-3.7	0.4	-0.5	0.0
消費者物価	前年比、%	-0.7	3.2	3.7	2.9

予測表（四半期毎）

	単位	2010年				2011年				2012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	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
		(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	11.9	10.3	9.6	9.4	7.5	8.3	8.8	9.3	9.4	9.3	9.2	9.4
消費者物価	前年同期比、%	2.2	2.9	3.5	4.1	4.2	4.0	3.6	3.0	2.9	2.9	3.0	3.0
預金金利(1年)	期末、%	2.3	2.3	2.3	2.8	3.0	3.3	3.5	3.5	3.5	3.8	4.0	4.0
貸出金利(1年)	期末、%	5.3	5.3	5.3	5.8	6.0	6.3	6.5	6.5	6.5	6.8	7.0	7.0
人民元(対USD)	期末、元	6.8	6.8	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	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。