

Weekly エコノミスト・ レター

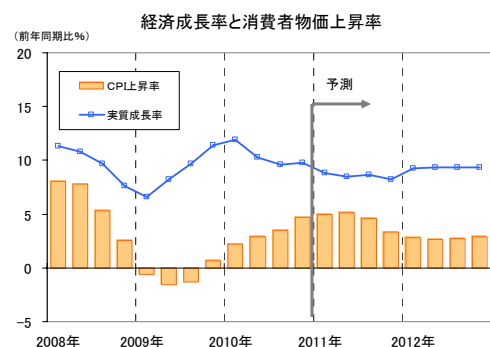
中国経済の見通し： 2011年は8.5%、2012年は9.3%

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

- 中国の第4四半期（10-12月期）のGDPは実質で前年同期比9.8%増と、3四半期ぶりに前四半期の伸び率（同9.6%増）を上回り、中国経済の減速傾向には歯止めが掛かった。今年1、2月の経済統計も概ね中国経済の好調を示すものとなった。
- 消費者物価は、昨年11月の前年同月比5.1%上昇は下回っているものの、前月比では過去平均を上回る上昇が続いており、住宅価格が再び上昇傾向を強めるなど、インフレ懸念は払拭し切れていない状況にある。
- 物価上昇や住宅バブル膨張の懸念が高まる中で、金融政策は引締め方向への調整が続く可能性が高く、住宅価格抑制策や低所得者向け住宅供給などの行政的手段による対策の効果を見極めつつも、預金・貸出金利の引上げや預金準備率の引上げが進むと予想する。
- 財政政策は積極財政が継続される見込みだが、全国の歳出の伸びは前年度よりも鈍化、歳出の重点が公共投資から民生関連へ移行するため、長期的にみれば成長の持続力や社会の安定に寄与するものの、2011、12年の経済成長率に関しては牽引力がやや弱まる。
- また、2011年は新しい5ヵ年計画がスタートする年、2012年は新しい指導部が誕生する年であるという政治経済的アノマリーや今後の経済政策の方向性を勘案すると、今後の中国経済は、2011年が8.5%程度、2012年が9.3%程度になると予想している。
- また、成長重視に慣れた地方政府が高成長路線を続けると、インフレが加速し住宅バブルが膨張する可能性もあることから、急激な金利上昇をリスクシナリオとしている。

予測表(年次)

	単位	2010年	2011年	2012年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	10.3	8.5	9.3
最終消費	寄与度、%	3.9	4.0	4.4
総資本形成	寄与度、%	5.6	4.4	4.5
純輸出	寄与度、%	0.8	0.1	0.4
消費者物価	前年比、%	3.3	4.5	2.8



1. 景気動向

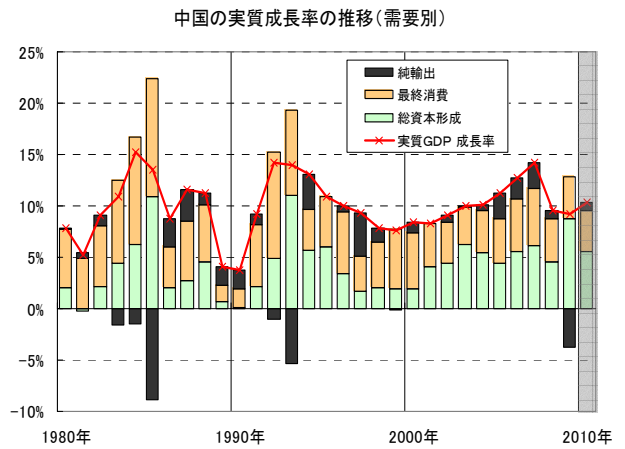
昨年の国内総生産（GDP）は 39 兆 7,983 億元、実質で前年比 10.3%増となり、前年の同 9.2%増を 1.1%ポイント上回った。図表-1 に示した需要別内訳をみると、経済成長率が前年より高まった主因は純輸出にあり、前年の 3.7%ポイントのマイナス寄与が昨年は 0.8%ポイントのプラス寄与に転じたことの影響が大きい。他方、最終消費は 3.9%ポイントで前年の 4.1%ポイントを 0.2%ポイント下回り、総資本形成は 5.6%ポイントで前年の 8.7%ポイントを 3.1%ポイント下回った。総資本形成の寄与度は前年を大きく下回ったが、プラス幅は最大であり、中国政府が目指す投資主導から消費主導への転換は停滞気味で、中国経済は依然として投資主導色の強い成長パターンを続けているといえるだろう。

また、第 4 四半期（10-12 月期）の GDP は、実質で前年同期比 9.8%増と、3 四半期ぶりに前四半期の伸び率（同 9.6%増）を上回り、中国経済の減速傾向には歯止めが掛かった（図表-2）。

3 月 11 日に発表された今年 1、2 月累計の固定資産投資（農家の投資を含まず）は前年同期比 24.9%増で、昨年通期の前年比 23.8%増（実質 19.5%増）を若干ながら上回った。図表-3 に示した業種別の伸びをみると、4 兆元の景気刺激策で中国経済を牽引した交通、通信、倉庫、郵政は昨年の 19.5%増から伸びを高めており、年初の固定資産投資の統計をみる限り、昨年末に期限を迎えた 4 兆元の景気刺激策の影響はみられない。また、不動産業の伸びは前年同期比 32.6%増と引続き高位で、製造業の伸びは 2009 年を底に伸びが加速する傾向にある。

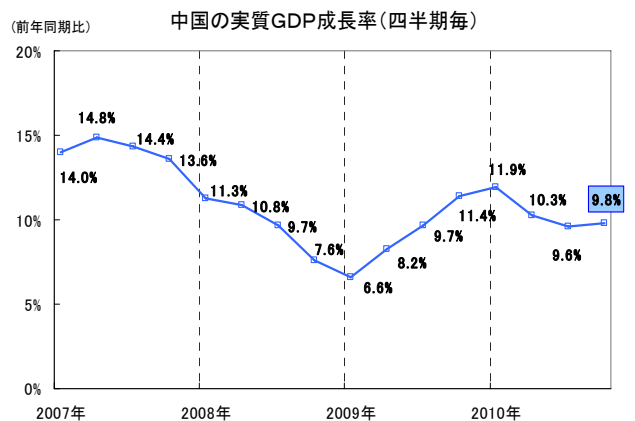
なお、今回の発表の固定資産投資から、統計対象となる一定規模以上企業の最低基準が計画投資総額で 50 万元から 500 万元に上げられたため、データ不連続に伴う誤差があることには留意が必要である。

(図表-1)



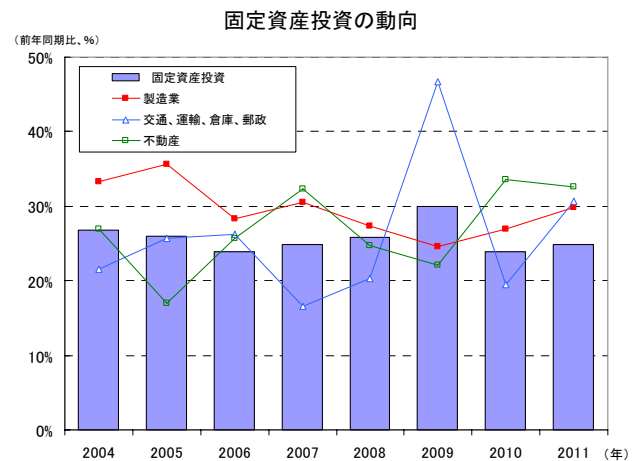
(資料) 中国国家统计局、CEIC

(図表-2)



(資料) 中国国家统计局、CEIC

(図表-3)



(資料) CEIC
(注) 2010年の業種別は都市部、2011年は年累計(2月末時点)で農家の投資を含まない

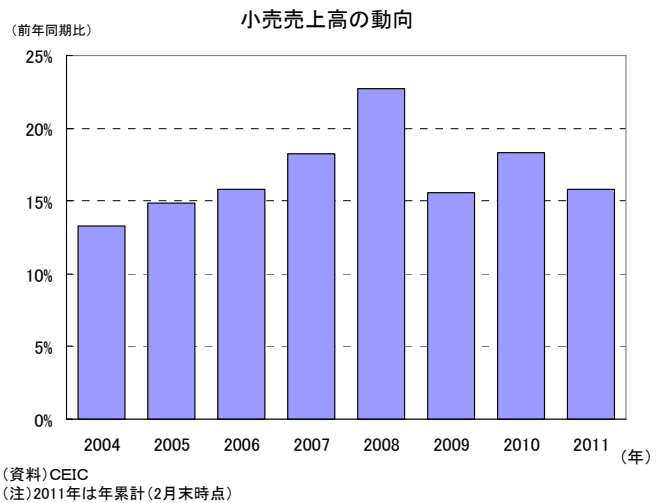
図表-4 に示した小売売上高の推移をみると、今年 1、2 月累計の小売売上高は前年同期比 15.8%増で、昨年通期の前年比 18.3%増（実質 14.8%増）を下回った。小型車の自動車取得税の減税措置が昨年末に打ち切られたことで、1、2 月累計の自動車販売台数が前年同期比 9.9%増に留まったことが影響したとみられる。但し、昨年末の駆け込み需要の反動で、大幅減速が予想されていた割には、その影響は小幅に留まったといえるだろう。

図表-5 に示した輸出入の動向をみると、昨年の輸出は前年比 31.3%増、輸入は同 38.7%増と、リーマンショックの影響で大幅マイナスに落ち込んだ 2009 年から急回復したが、3 月 10 日に発表された今年 1、2 月累計は、輸出が前年同期比 21.3%増、輸入が同 36.0%増と、輸入の伸びが輸出の伸びを大きく上回り、貿易収支は約 9 億ドルの赤字に落ち込んだ。原油価格の上昇や政府の消費促進策で輸入は引続き高い伸びが予想されるが、欧米経済の回復傾向で輸出も底堅く推移するとみられることから、貿易収支の赤字は一時的に留まるとみている。

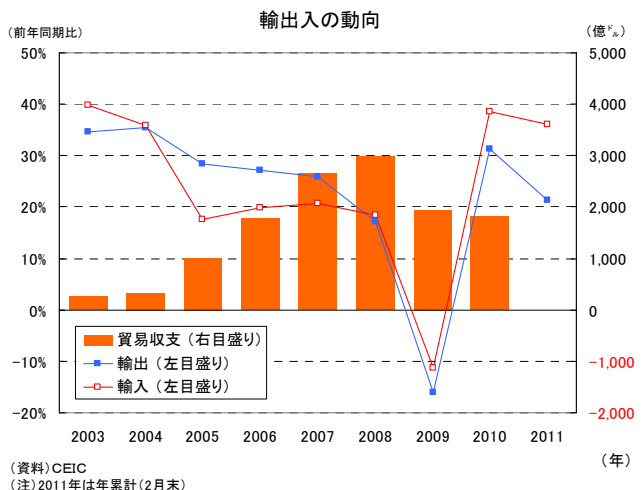
また、生産面をみると、今年 1、2 月累計の工業生産額（付加価値ベース）は前年同期比 14.1%増で、昨年通期の前年比 15.7%増を若干下回った。図表-6 に示した主要業種の生産動向をみると、自動車減税の打切りで影響を受けた輸送用機器が、前年通期の前年比 22.4%増から今年 1、2 月累計では前年同期比 14.4%増へと大幅鈍化したが、その他では若干の好不調はあるものの大きな減速はみられず、工業生産は概ね順調とみられる。

なお、今回の発表の工業生産から、統計対象となる一定規模以上企業の最低基準が本業の年間売上高で 500 万元から 2000 万元へ引上げられたため、データ不連続に伴う誤差があることには留意が必要である。

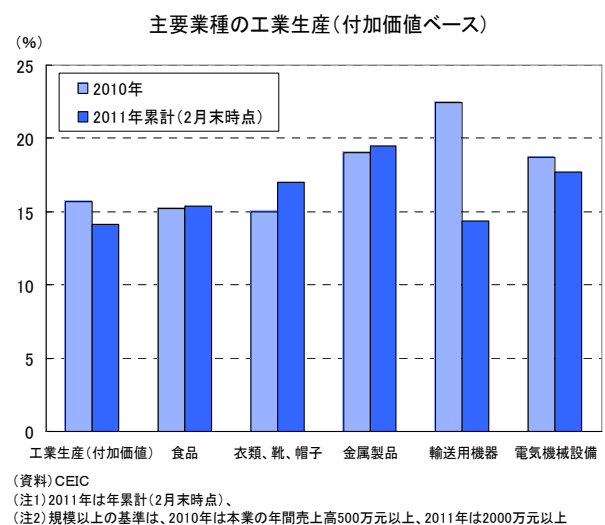
(図表-4)



(図表-5)



(図表-6)



2. 物価上昇と住宅バブル

3月11日に発表された2月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比4.9%上昇となり、11月の同5.1%上昇を若干下回った(図表-7)。しかし、消費者物価指数の動きを前月比で追ってみると、1月は前月比1.0%上昇、2月は同1.2%上昇と高い上昇率となっている。例年1、2月は春節の影響で上昇する時期ではあるが、過去平均(2003-10年)を上回る上昇率が続いているだけにインフレ懸念は払拭し切れない。

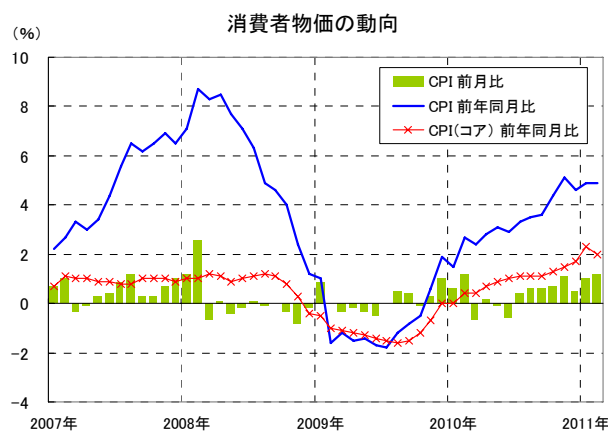
このまま消費者物価が上昇を続けると、消費需要を抑制する懸念もでてきた。図表-8に示した消費者信頼感指数の推移をみると、昨年秋から急低下しており、食料やエネルギー等の生活必需品の価格上昇が消費意欲を減退させる懸念がでてきた。

また、住宅バブルの膨張懸念も再び高まってきた。図表-9に示した主要都市の新築住宅販売価格の動きをみると、昨年前半にピークを付けたあと昨年秋までは調整局面にあったが、ここ数ヶ月は再び上昇し始めており、商品住宅販売額も減少から増加に転じるなど、住宅バブルが膨張するエネルギーには根強いものがある。

これを受けて、中国政府は1月26日に新「国八条」と呼ばれる住宅価格抑制策を打ち出した。これは8項目からなり、投機的需要の抑制や福祉的住宅建設の推進など多方面に渡る対策となっているが、最大の特徴は地方政府が第1四半期中に新築住宅価格の抑制目標を定めて価格抑制に取組み、抑制できなかった場合等には責任者を問責するとした点である。高騰が続く住宅価格に対しては、国民の不満も高まっており、今後は地方政府の取組みが本格化する可能性が高いと思われる。

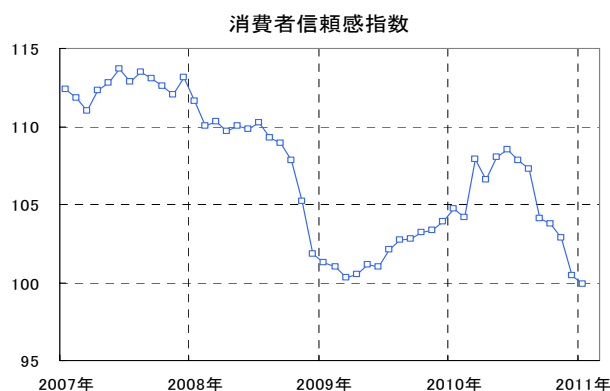
なお、CPIと住宅販売価格統計は共に基準改定が行われており、データ不連続に伴う誤差があることには留意が必要である

(図表-7)



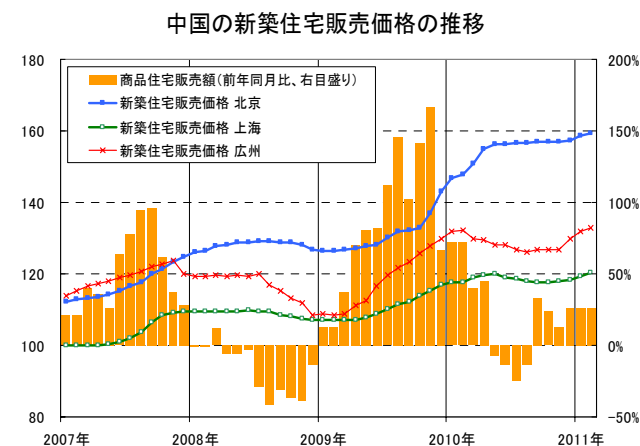
(資料) 中国国家统计局、CEIC

(図表-8)



(資料) CEIC

(図表-9)



(注) 新築住宅販売価格はCEICのデータを元に当研究所が推定。
2005年12月=100とした指数で、昨年12月迄は旧方式その後は新方式を用いて計算。

3. 財政金融政策

このような経済環境下、この3月に開催された第11期全国人民代表大会（全人代）第4回会議では、2011年は「穏健」な金融政策を実施することが打ち出された。金融政策は「引締め」、「適度の引締め」、「穏健」、「適度の緩和」、「緩和」の5つの段階に分かれているが、今回の「穏健」は中間に位置する。温家宝首相はインフレ抑制を今年のマクロ経済政策の最重要課題に据えると表明、人民銀行の周小川総裁も「穏健」な金融政策の実施は金融危機に対応するために採られた景気刺激策を通常の水準に戻すことを意味すると表明したことから、今後は金融環境を通常の状態に戻すために、金融政策は引締め方向に調整されるとみられる。

政府と人民銀行が一体となって金融政策を運営する中国では、引締め方向に調整する手段としては、預金準備率の引上げ、預金・貸出金利の引上げ、人民元の切上げ等の金融的手段と、窓口指導による不動産投資向け融資の抑制、行政指導による住宅価格抑制策、財政による低所得者向け住宅供給などの行政的手段を組み合わせると考えられる。

景気や雇用への悪影響が相対的に少ない行政的手段は、先行的に実施される可能性が高いが、現在のインフレ圧力や住宅バブル膨張の勢いを考えると、行政的手段だけではインフレや住宅バブル膨張を止められないとみられる。従って、行政的手段による住宅バブルの抑制効果を見極めながらも、預金準備率の引上げ、預金・貸出金利の引上げ、人民元の切上げを順次進めるだろう。但し、食料・原油の価格上昇というコストプッシュ型インフレに対しては利上げ効果が限定的とする意見があること、人民元の急激な切上げは輸出企業の経済や雇用への打撃が大きいこと、日本の東北関東大震災が中国を含む東アジア経済のサプライチェーン全体に与える影響度が依然不透明なこと等から、預金・貸出金利の引上げや人民元の切上げの実施ペースは緩やかとみている。

一方、財政政策は積極財政を継続する方針で、2011年度の中央と地方の予算案でも全国の歳出を前年比11.9%増とする計画だが、2010年度実績の同17.4%増と比べると伸び率は鈍化する。また、謝旭人財政相は「今年の中央財政支出の3分の2前後は、民生関連の支出が占めることになる。全国的にみると、末端財政では民生関連の支出が財政支出全体の70~75%に達するだろう」と表明したこと等から、財政支出は公共投資中心から民生関連中心へ移行するとみられる。

教育、医療衛生、社会保障など民生関連への財政支出の重点配分は（図表-10）、長期的には社会の安定や経済の持続的成長に資するとみられるが、短期的には公共投資中心に比べて景気浮揚効果がやや弱いといえるだろう。

また、住宅都市農村建設省の齊次官が記者会見で表明したところによれば、低所得者向け住宅を年内に1000万戸建設する方針（2010年は590万戸）で、官民合計で1兆3000億元~1兆4000億元が投入され、地方政府が無償での土地供給や資金調達面で重要な役割を果たすとみられる。

（図表-10）

中央財政の主要支出項目（単位：億元）

主要支出項目	2011年度	
	2011年度	前年比
農業・林業・水利関係支出	4,588.83	18.3%
教育支出	2,963.57	16.3%
医療衛生支出	1,727.58	16.3%
社会保障・雇用対策支出	4,414.34	16.6%
住宅保障支出	1,292.66	14.8%
文化・スポーツ・メディア関係支出	374.43	18.5%
科学技術支出	1,944.13	12.5%
省エネ・環境保護支出	1,591.85	10.3%
公共安全支出	1,617.32	9.6%
国防支出	5,835.91	12.6%
交通運輸支出	2,866.91	10.3%
食糧・食用油等物資備蓄関係支出	1,130.50	23.9%
国債利払費	1,839.84	21.7%
一般的公共サービス支出	1,118.84	4.3%
国土資源・気象等関係支出	454.89	22.9%
資源探査・電力・情報等関係支出	744.86	-10.0%
商業・サービス業等関係支出	706.14	3.3%

4. 新5カ年計画と指導部交代の影響

今回の全人代では第12次5カ年計画（2011-2015年）の採択も行われた。今後5年間の経済成長の達成目標は年平均7%で、前5カ年計画の7.5%を0.5%ポイント引下げた。前5カ年計画期の実際の経済成長率が達成目標を大幅に上回る年平均11.2%だったことを考えれば、0.5%ポイントの引下げは大きな変化とは感じられないが、高成長から安定成長への歴史的な路線転換との見方も少なくない。

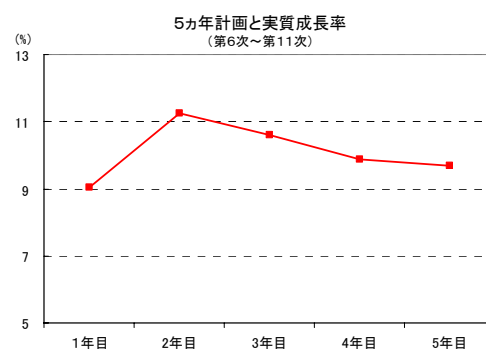
全人代で打ち出された「第12次5カ年計画の目標と任務」をみると、①経済発展と同じペース（実質7%超）で住民所得の増加を図る、②内需、特に住民の消費需要の拡大を図る、③戦略的新興産業やサービス産業の育成による産業構造高度化（＝就業構造高度化）が色濃く打ち出された。即ち、所得面、需要面、生産面（＝就業面）の3方面から一気に「経済発展モデルの転換加速」を推進しようとする意図が読み取れ、高成長から安定成長への歴史的な路線転換になる可能性は低くないと考えている。

また、中国を取り巻く国際的な競争関係を考えると、インドやベトナムなど後発の新興国が、安価な労働力を武器として、中国が獲得した「世界の工場」という立場を狙っている。所得水準が低い後発の新興国を相手に労働力の安さでの競争を続けられれば、更なる経済発展の道を閉ざすことになるため、今回中央政府が打ち出した高付加価値化を目指す「経済発展モデルの転換加速」は適切といえるだろう。

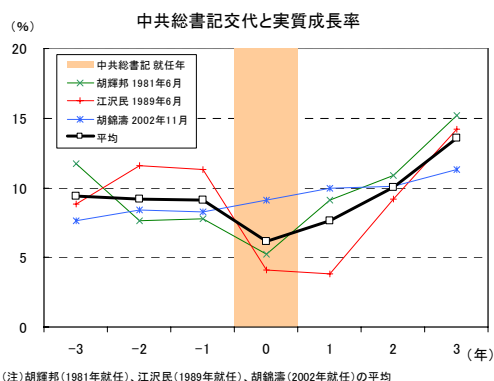
しかし、「経済発展モデルの転換加速」を図るには、地方政府の全面的な協力や民間企業の開業が欠かせない。図表-11に示した5カ年計画と経済成長率の関係をみると、5カ年計画の初年度は経済成長率が低位になることが多い。この背景には、中央政府の打ち出した方針が初年度には地方政府に十分に徹底されず、1年程度の期間を経た次年度以降に新方針が軌道に乗り始めるからではないかとみている。

また、現在の中国経済は、リーマンショックの影響を和らげた大規模な景気刺激策と大胆な金融緩和の副作用として、①過剰生産設備の懸念、②地方政府の不採算投資の懸念、③住宅バブルの懸念という「3つの懸念」を抱えている。この「3つの懸念」の下で、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-12）、参考になる過去事例は少ないものの、総書記交代後には経済成長率が高まることが多い。この背景には、新総書記誕生のあと新指導体制が安定するまでの間は、新指導体制が周囲の信任を勝ち取るため、経済成長率を高める経済政策が採られることが多いと思われる。今回の総書記交代にあたっては、「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的といえるだろう。

（図表-11）



（図表-12）



5. 中国経済の見通し

以上、景気動向、物価動向、住宅バブル動向、財政金融政策、及び政治経済的アノマリーを総括すると、中国経済は足元で好調を維持しているものの、同時にインフレ懸念が高い状況にあり、今後も金融引締めが強化される可能性が高い。

金融引締めは、窓口指導による不動産投資向け融資の抑制、行政指導による住宅価格抑制策、財政による低所得者向け住宅供給など、景気や雇用への悪影響が相対的に少ない行政的手段が先行的に実施されるとみられるが、現在のインフレ圧力の高さや住宅バブル膨張の勢いを勘案すると、預金準備率の引上げ、預金・貸出金利の引上げ、人民元の切上げも緩やかに進むと予想する。預金準備率の引上げや窓口指導による不動産投資向け融資の抑制により、銀行融資の伸び率は前年度を下回るとみられ、特に昨年の固定資産投資を牽引した不動産開発投資の伸びは減速する可能性が高い。

財政政策は積極財政が継続される見込みだが、全国の歳出は前年度の伸び率を下回る見込みで、歳出の重点が公共投資から民生関連へと移行するため、長期的にみれば経済成長の持続力や安定感が増すものの、短期的には経済成長の牽引力は若干弱まる。

また、2012年には新しい指導部が誕生すると見込まれる中で、中国政府は前述「3つの懸念」の解決を急ぐと考えることから、2011、12年の経済成長率は相対的に低くなり易い。従って、中国の経済成長率は、2011年が8.5%程度、2012年が9.3%程度と予想している（図表-13）。

また、リスクとしては中央政府と地方政府の不協和音がある。前述のとおり、中央政府が打ち出した「経済発展モデルの転換加速」は適時適切な戦略と考えられるが、すべての31省級行政区が新5ヵ年計画期間に全体目標の7%を上回る成長目標を掲げる等、成長重視に慣れた地方政府に徹底されているかには疑問がある。地方政府が高成長路線を続けると、インフレが加速し住宅バブルが膨張すると考えられ、利上げペースが緩やかには留まらず、急激なものとなるリスクもあるため、リスクシナリオにも一定の留意が必要だろう。

（図表-13）

予測表（年次）

	単位	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012年			
		(実績)	(予測)	(予測)	1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (実績)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比、%	10.3	8.5	9.3	11.9	10.3	9.6	9.8	8.9	8.5	8.6	8.2	9.2	9.3	9.4	9.3
最終消費	寄与度、%	3.9	4.0	4.4	2.2	2.9	3.5	4.7	5.0	5.1	4.6	3.3	2.8	2.6	2.7	2.9
総資本形成	寄与度、%	5.6	4.4	4.5												
純輸出	寄与度、%	0.8	0.1	0.4												
消費者物価	前年比、%	3.3	4.5	2.8	2.2	2.9	3.5	4.7	5.0	5.1	4.6	3.3	2.8	2.6	2.7	2.9
預金金利(1年)	期末、%	2.8	3.5	4.0	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、%	5.8	6.5	7.0	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	6.6	6.4	6.0	6.8	6.8	6.7	6.6	6.6	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。