

Weekly エコノミスト・ レター

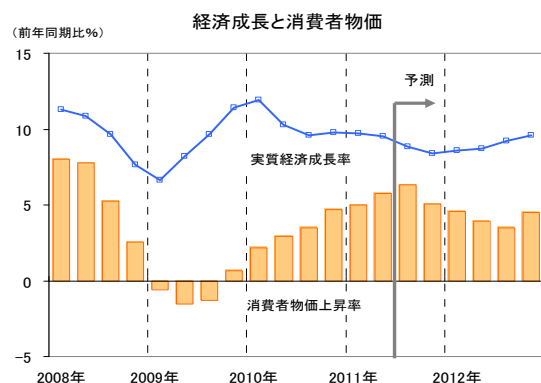
中国経済の見通し： 地方政府性債務と中国経済の行方

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

1. 中国では前年同期比 9%台半ばの高成長が続いている。高成長を支えるのは投資で、特に建設や不動産開発が高い伸びを示す。自動車販売の鈍化で心配される消費だが、労働報酬が高い増加率を示していることから全体が大幅減速する可能性は低いと予想する。
2. 消費者物価は 7 月に前年同月比 6.5%上昇した。米国経済に失速の懸念が浮上したことから原油など国際商品市況が下落、豚肉価格の高騰も一段落したこと、消費者物価上昇率は今後鈍化する可能性が高まっている。但し、サービス価格の上昇率が高まっていることから、世界経済が復調するとインフレ懸念が再燃しやすい状況が続く。
3. 住宅販売価格は、上海市や北京市などの大都市では上昇ピッチが鈍化、販売量も大幅減少するなど調整ムードが高まっているが、東北部や内陸部の地方都市では最高値更新が続いており、販売量も 3 ヶ月連続で増加するなどバブル膨張の懸念が再浮上している。
4. 地方政府性債務残高は 2010 年末で 10.7 兆元（約 128 兆円）と判明。リーマンショック後の 2008 年からの 2 年間に増えた債務は 5.1 兆元（約 61 兆円）で、世界的金融危機からの脱却に大きな役割を果たした。現在は地方政府性債務の一般企業貸付への振替など債務整理の途上であり、地方政府が主体となった投資の高い伸びは当面期待しづらい。
5. 国際商品市況の低迷で消費者物価上昇率が鈍化するとみられることから、利上げは最後に一旦停止される可能性が高まった。但し、中国のインフレの根は残っており、世界経済が回復に向かう 2012 年秋頃にはインフレ懸念が再燃すると予想している。
6. 2011 年の経済成長率は、上期の実績を反映して 0.3 ポイント引き上げ 9.1%増、2012 年は米国経済減速に伴う輸出減を織り込み 0.3 ポイント引き下げ 9.0%増に予想を改定。

経済予測表

	単位	2010年	2011年	2012年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	10.3	9.1	9.0
最終消費	寄与度、%	3.8	4.0	4.4
総資本形成	寄与度、%	5.6	5.0	4.5
純輸出	寄与度、%	1.0	0.1	0.1
消費者物価	前年比、%	3.3	5.5	4.1

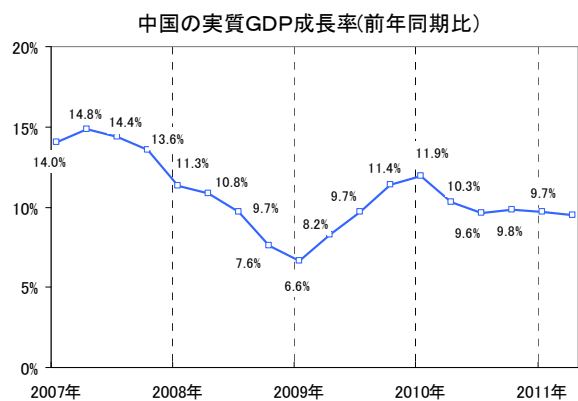


1. 景気動向

中国の2011年4-6月期の経済成長率は実質で前年同期比9.5%増となり、昨年1-3月期の前年同期比11.9%増をピークにやや減速したものの、依然として9%台半ばの高成長が続いている(図表-1)。高成長の牽引役は引続き投資で、投資動向を示す固定資産投資(農家の投資を除く)は1-7月期に前年同期比25.4%増の高い伸びを続けている。

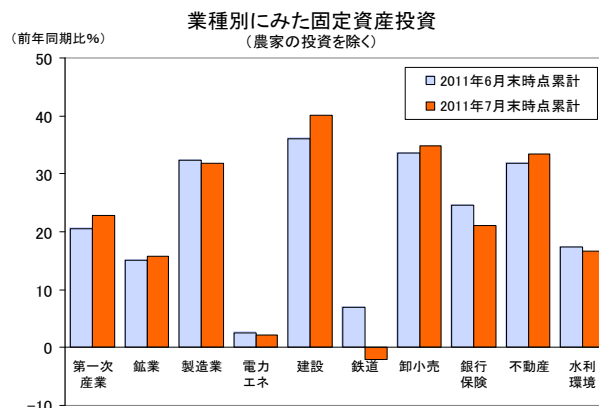
業種別にみると(図表-2)、1000万戸の低中所得世帯向け住宅建設が進む建設業は1-7月期に前年同期比40.1%増、不動産業も同30.4%増で高い伸びを示したが、インフラ関係でも衝突事故や汚職問題で今年度の建設計画が減額される鉄道輸送業は同2.1%減、電力不足問題に揺れる電力エネルギー業も同2.2%増の低位に留まった。また、政府が消費拡大を目指す商業(卸売、小売)は同34.9%増、製造業も同31.8%増と全体の伸び率を大きく上回った。他方、資金源別にみると(図表-3)、銀行融資による投資が1-7月期は前年同期比10.6%増、自己資金による投資が同29.3%増と、リーマンショック後に投資を牽引してきた銀行融資は金融引締め効果で存在感が薄れ、代わって自己資金による投資が牽引役を果たしている。但し、図表-4に示したように、企業家自信指数(EEI)をみると、第2四半期は不動産業が引き続き低迷したのに加えて、好調だった建設業、製造業、商業も前四半期に比べてやや低下しており、今後の動向が注目される。

(図表-1)



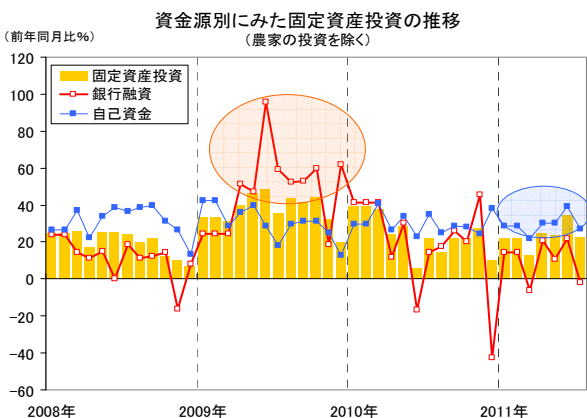
(資料)CEIC

(図表-2)



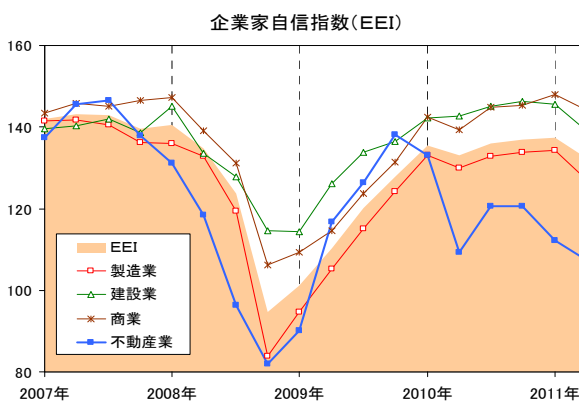
(資料)CEIC

(図表-3)



(資料)CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で推定のうえ作成

(図表-4)



(資料)CEIC

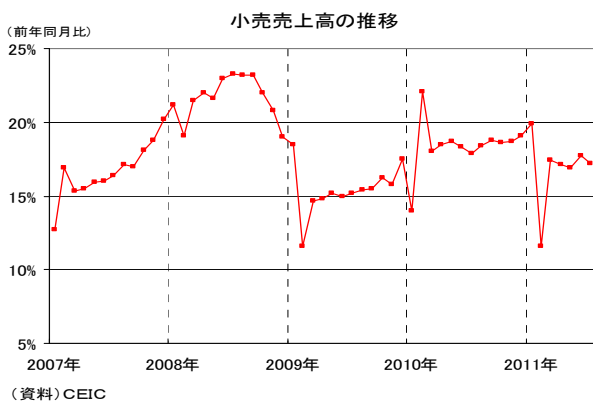
他方、個人消費には大きな変化がみられない。図表-5 に示した個人消費の動向を示す小売売上高をみると、前年同月比で 17%前後の増加が続いており、昨年に比べると伸び率は鈍化したものの、労働報酬の高い増加率を背景に、リーマンショック後の 2009 年よりは相対的に高い伸びを維持している。

また、貿易動向をみると、7月の輸出は前年同月比 20.4%増、輸入は同 22.9%増で、輸出入ともに 2割前後の高い伸びが続いている（図表-6）。輸入の内訳をみると原材料など一次産品の伸びが同 41.6%増と高水準で一次産品の輸入需要は旺盛とみられる。他方、輸出の内訳をみると米国向けが一桁台の低い伸びに留まる中で新興国向けは 2割以上の高い伸びを続けているが、6月以降は中南米向けの伸びに鈍化傾向がみえ始めた。米国では株価が急落するなど景気二番底の懸念が浮上しており、米国経済の低迷が長引くと、新興国経済への波及も避けられなくなるため、今後の中国の輸出動向は要注意だろう。

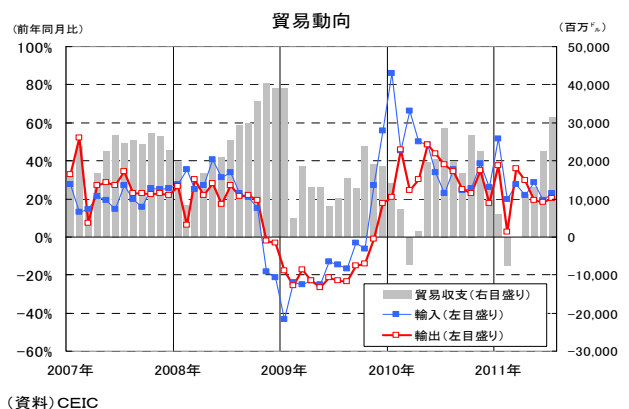
一方、景気を生産面からみると、7月の工業生産（付加価値ベース）は前年同月比 14.0%増と高水準を維持したものの、6月の同 15.1%増と比べると若干の減速となった。主要産品をみると特に自動車生産が前年同月比 1.3%減とマイナスになったのが目立つ。図表-7 に示した内訳をみると、セダンは前年同月比で 12.6%増となるなど乗用車は好調だが、トラックなど載荷車両が同 26.8%減となるなど商用車の減産が厳しい状況となっている。最近の自動車生産の低迷は、昨年末で打ち切られた減税や補助金制度の一部廃止の影響もあるが、企業の景況感悪化の影響がより大きいとみられる。

なお、図表-8 は景気先行性の高いサーベイ調査（企業家自信指数と製造業購買担当者景気指数）と経済成長率の関係を見たものだが、近年の両者の関係ではサーベイ調査に 1 四半期程度の先行性がみられるため、7-9 月期の経済成長率は若干鈍化する可能性がある。

(図表-5)



(図表-6)



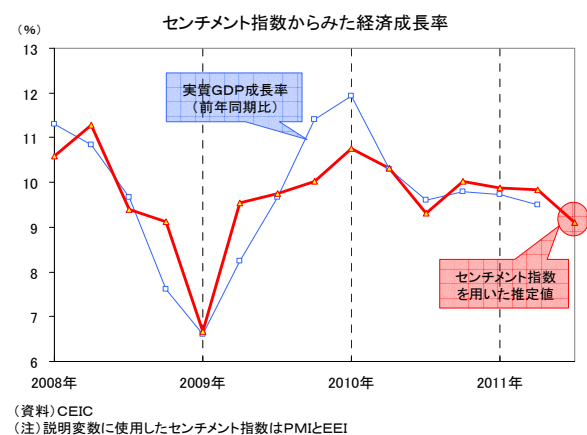
(図表-7)

自動車生産の内訳 (前年同月比) (単位: %)

	自動車生産			
	セダン	SUV	バス	載荷車両
2011年1-2月	6.2	5.9	84.4	5.3
2011年3月	9.9	7.9	54.9	19.4
2011年4月	-1.6	0.7	17.7	8.7
2011年5月	-1.9	3.3	21.3	-1.0
2011年6月	3.6	14.1	13.6	-10.1
2011年7月	-1.3	12.6	28.2	-25.3

(資料) CEIC、中国国家統計局

(図表-8)



2. 消費者物価と住宅バブル

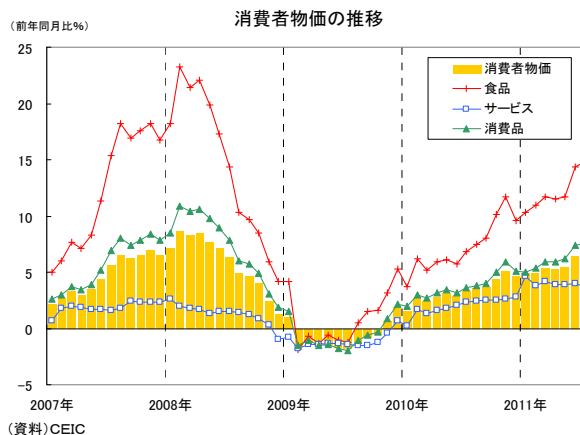
7月の消費者物価は前年同月比6.5%の上昇となり、今年度の抑制目標である4%を大きく上回っている。消費者物価が上昇ピッチを高めた背景には、豚肉など国内農産物の値上がりと原油など国際商品市況の上昇があり、消費品が全般的に上昇してきた(図表-9)。

原油など国際商品市況は5月以降下落基調になっており、7月中旬以降豚肉価格の騰勢にも鈍化の兆しがでてきたことから、消費者物価の上昇圧力は今後緩和してくる可能性が高い。図表-10に示したとおり、2010年は下期に消費者物価水準が上昇した。従って、今後消費者物価の上昇ピッチが鈍化すると、前年同月比でみた上昇率は低下し易いというテクニカルな要因もある。

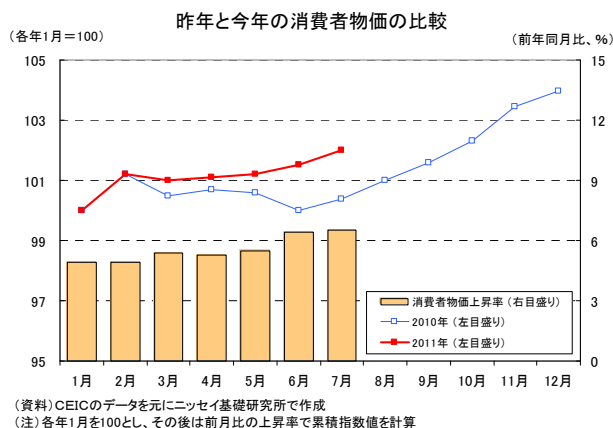
また、消費者物価が前年同月比で8.7%上昇した前回2008年2月のピーク時との対比でみると、今回の食品や消費品の上昇率は前回ピーク時を下回っているが、サービス価格は前回ピーク時を既に上回り4%前後の上昇率を示している。従って、食品など消費品の価格が落ち着いても、消費者物価上昇率が以前のような低水準に戻ることは期待しづらい状況にある。

一方、図表-11に示した主要都市の住宅販売価格の推移をみると、上海市や北京市など沿海部の大都市では上昇ピッチが鈍化、商品住宅販売量が大幅減少するなど調整ムードが高まっている。この背景には、昨年4月の「一部都市の住宅価格急騰断固抑制に関する通知」、今年1月の地方政府の責任を徹底させる等を定めた8項目の追加措置など、中国政府が強化してきた住宅価格抑制策がある。他方、瀋陽市や武漢市など東北部や内陸部の都市では、毎月のように最高値を更新する都市が依然として多く、商品住宅販売量も3ヵ月連続で増加するなどバブル膨張の懸念が再浮上していることから、中国政府は価格上昇率の高い地方都市を対象に新たな価格抑制策を導入する可能性もでてきている。

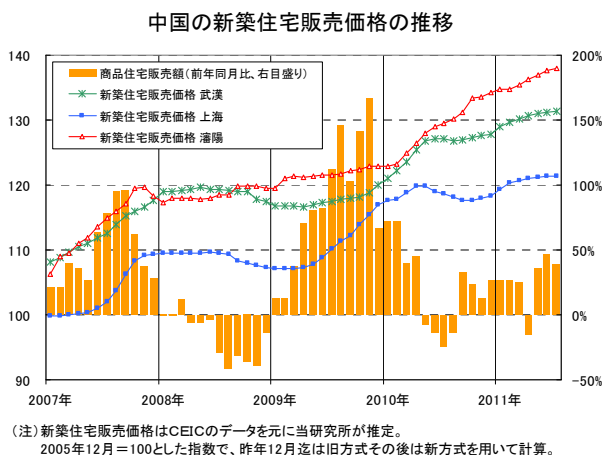
(図表-9)



(図表-10)



(図表-11)



3. 地方政府性債務の影響

国家審計署（日本の会計検査院に相当）が6月27日に発表した「全国地方政府性債務監査結果」によると、2010年末の全国地方政府性債務残高は10.7兆円で、政府に返済責任がある債務が6.7兆元（占率62.6%）、政府に保証責任がある債務が2.3兆元（占率21.8%）、その他の政府に一定の救済責任がある債務などが1.7兆元（占率15.6%）となっており、日本円に換算すると約128兆円に及ぶ債務残高を抱えている（図表-12）。この資金の用途は、市政建設、交通運輸、教育文化、保障性住宅、水利建設、環境保護など様々だが、都市インフラ整備に向かった資金が多い（図表-13）。

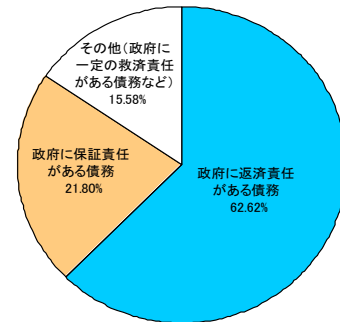
中国政府はリーマンショック直後の2008年11月に4兆元の景気刺激策を打ち出したが（期限は2010年末）、地方政府性債務はこの時期に急増、2008年から2010年の2年間に5.1兆元の増加となった。これは景気刺激策の4兆元を上回るとともに、この間のGDP増加額の約6割に当たる規模に達しており、固定資産投資の高い伸びを牽引してきた（図表-14）。

今後の償還予定をみると（図表-15）、2011年と2012年の合計で4割超を占めており、債務返済は山場を迎えている。中国政府は貸付全体の約3割を占める2.8兆元前後を地方政府性債務から一般企業貸付に振り替える方針といわれており、仮にその全てが不良債権化しても不良債権比率は8.5%前後（2010年末は1.14%）で、前回不良債権問題が深刻化した1997年の25-26%程度とは大きく状況が異なる。不良債権化するのは多くて3割程度で不良債権比率は4%程度に留まるとの見方が大勢で、当面の深刻化は避けられそうだが、不採算案件を安易に一般企業貸付に移行すると、債務が雪だるま式に膨張する可能性も残るため、今後も注視する必要性はあるだろう。

一方、これまで固定資産投資を牽引してきた地方政府の資金調達は今後は厳しく制限されるため、景気への悪影響が懸念される。2010年末時点の中央と地方を合計した政府債務残高は対GDP比で43.9%であり、上限の目処とされる6割が近づいている。1000万戸の保障性住宅の建設や環境保護など今後も地方政府の役割は大きい、6割を意識して伸び率を経済成長率並みに抑制しようとする力が働くだろう。

（図表-12）

全国地方政府性債務残高の内訳（2010年末）



（資料）中国国家審計署

（図表-13）

地方政府性債務の主な用途（2010年末時点）

用途	残高 (億元)	占率 (%)
市政建設	35,301	36.72%
交通運輸	23,924	24.89%
土地取得	10,209	10.62%
教育・科学・文化・保健・保障性住宅	9,169	9.54%
農業・林業・水利建設	4,584	4.77%
生態建設・環境保護	2,733	2.84%

（資料）中国国家審計署

（図表-14）

地方政府性債務残高の推移

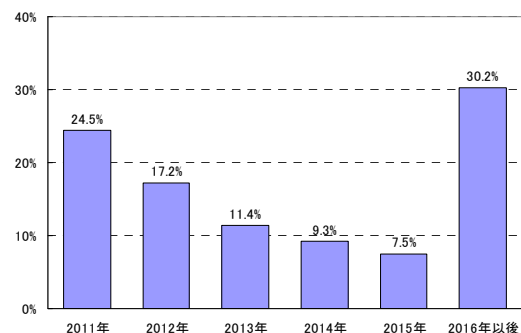
（単位：億元）

年	地方政府性債務残高		GDP増減額
	債務残高	対前年増減額	
2007年	45,098	-	49,496
2008年	55,687	10,589	48,235
2009年	90,169	34,482	26,857
2010年	107,175	17,006	57,080

（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

（図表-15）

地方政府性債務の償還構成比



（資料）中国国家審計署

4. 金融政策と今後の見通し

中国人民銀行は「中立型金融政策」を推進しているが、昨年10月以降インフレ懸念が高まる中で、政策金利を5回に渡り累計1.25%引き上げてきた(図表-16)。貸出金利の引上げで企業の資金コストを高めると共に預金準備率の引き上げや窓口指導で銀行融資の過度な増加を抑制、預金金利の引き上げで貯蓄の魅力高めると共に価格統制で住宅バブルを抑制、人民元レートの上昇を許容することで

輸入インフレ加速の抑制に取り組む等、金利、為替相場、公開市場操作、預金準備率、ブレードン政策を総合的に運用してインフレ抑制に努めている。しかし、住宅バブル懸念が再び高まるなど、今のところ十分な引締め効果は現れていない。

一方、海外では大きな変化があった。米国で景気が失速する懸念が高まったことから、原油など国際商品市況は弱含みで推移しており、中国でも消費者物価上昇率が今後鈍化する可能性が高まってきた。インフレ懸念が弱まることで今後の利

上げは今秋を最後に一旦停止される可能性が高まった。但し、預金金利から消費者物価上昇率を差し引いた実質金利はマイナスが続く見通しであるため、景気がある程度減速しても利下げ余地は限られるだろう。むしろ、世界経済が落ち着きを取り戻し、国内経済が再び成長ピッチを高める2012年秋頃には、バブル膨張やインフレ懸念が再燃し易く、利上げ等による金融引締めが再開されると予想する。

人民元レートについては、米国の景気失速懸念で米国ドルが各国通貨に対して下落しやすい中で、人民元が各国通貨に対して過度に割安化するのを避けるため、中国経済が9%台の高成長を続けるうちは、対米ドルでの人民元上昇を許容する可能性が高いと思われる。但し、前述のとおり中国の地方政府は債務再編中であるため、以前のような高水準の投資は期待できず、製造業購買担当者景気指数(PMI)が50.7に低下するなど企業マインドも冴えないことから、経済成長率が8%前半に落ち込むようだと、国内経済の建て直しを優先して対米ドル人民元レートの上昇許容を停止する可能性もある。

以上を踏まえて、今後の経済成長率は、2011年は総資本形成の上期実績が予想よりも高かったことを反映して0.3ポイント引き上げて9.1%増、2012年は米国経済減速に伴う輸出減少を反映して0.3ポイント引き下げて9.0%増に予想を改定した。

(図表-17)

	単位	2010年	2011年	2012年	2011年				2012年			
		(実績)	(予測)	(予測)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実績)	(予測)	(予測)	(実績)	(実績)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年同期比、%	10.3	9.1	9.0	9.7	9.5	8.9	8.4	8.6	8.7	9.2	9.6
消費者物価	前年同期比、%	3.3	5.5	4.1	5.0	5.7	6.3	5.0	4.5	4.0	3.5	4.5
預金金利(1年)	期末、%	2.8	3.8	4.0	3.0	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0
貸出金利(1年)	期末、%	5.8	6.8	7.0	6.0	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	7.0
人民元(対USD)	期末、元	6.6	6.2	6.0	6.6	6.5	6.3	6.2	6.2	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。