

# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済の見通し： 注目される4つの視点と今後の行方

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. 中国の経済成長率は2011年に9.2%増と前年に比べて1.2ポイント減速した。また、2011年は期を追う毎に成長率が鈍化し、10-12月期は前年同期比8.9%増と、2年半ぶりに9%を下回るなど、中国経済は高位ながらも緩やかな減速過程を辿っている。
2. 第一の注目点は欧州危機の輸出への影響である。当研究所の試算では、欧州（ユーロ圏）の2012年の成長率がほぼゼロに落ち込んでも中国の成長率に与える影響は-0.6ポイントに留まるが、欧州危機が深刻化し米国にも波及すると、影響は-2ポイント程度に拡大するとみられる。
3. 第二の注目点は住宅バブル退治の行方である。中国政府の住宅価格抑制スタンスは予想より堅固で、バブル化した価格を「合理的なものに戻す」としているため、この「値幅調整」にメドが立つまでは、金融緩和の本格化や大型の財政出動は考えづらい。
4. 第三の注目点は再浮上したインフレ懸念の行方である。中東情勢の緊張や日米欧の金融緩和を背景に、原油価格が高騰し、その他の商品にも波及し始めている。今後の消費者物価は、昨年後半の下ぶれの影響が残る当面は低下トレンドが続くとみられるものの、景気が底打ちする今年冬以降には再び上昇トレンドになる可能性が高いと予想している。
5. 第四の注目点は今後の財政出動の時期である。欧州危機や住宅価格下落で更なる減速のリスクはあるものの、今のところ雇用情勢は安定しているため、現在は景気刺激よりも住宅バブルや地方政府債務の調整に重点があると思われる。但し、今年秋に新指導部がスタートする中国では、その前に調整を完了すると思われるため、それ以降は財政出動が期待できる。
6. 以上から、2012年の経済成長率は8.7%、2013年は9.2%と予想する。リスクシナリオとしては欧州危機の深刻化を挙げているが、その場合は経済政策を景気刺激型に転換するとみていることから、リスクシナリオでも中国の経済成長率は8%を割れる程度と予想する。

経済予測表

	単位	2011年	2012年	2013年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.2	8.7	9.2
最終消費	寄与度、%	4.8	4.8	4.6
総資本形成	寄与度、%	5.0	4.5	4.6
純輸出	寄与度、%	▲0.5	▲0.6	0.0
消費者物価	前年比、%	5.4	3.4	4.1

中国の経済成長率



# 1. 昨年の振り返りと今後の注目点

中国の経済成長率は2011年に9.2%増と前年に比べて1.2ポイント減速した(図表-1)。需要項目別の寄与度をみると、最終消費は4.8ポイントで前年よりも1.0ポイント上昇したが、総資本形成(投資)は5.0ポイントで前年よりも0.6ポイント低下、純輸出は-0.5ポイントで前年よりも1.5ポイント低下している。また、2011年は期を追う毎に成長率が鈍化し、10-12月期は前年同期比8.9%増と2年半ぶりに9%を下回るなど、中国経済は高位ながらも緩やかな減速過程を辿っている(図表-2)。

今後の中国経済を見渡すと、欧州危機の輸出への影響、住宅バブル退治の行方、再浮上したインフレ懸念の行方、そして財政出動の時期が今後の注目点と思われる。

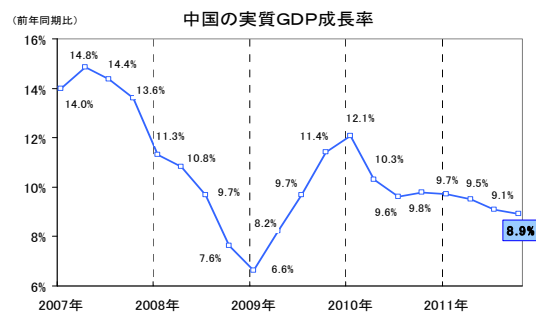
(図表-1)

【需要別(寄与度)】

	実質GDP成長率			
	最終消費	総資本形成	純輸出	
2004年	10.1%	4.0%	5.5%	0.6%
2005年	11.3%	4.3%	4.4%	2.6%
2006年	12.7%	5.1%	5.6%	2.0%
2007年	14.2%	5.6%	6.1%	2.5%
2008年	9.6%	4.2%	4.6%	0.8%
2009年	9.2%	4.4%	8.4%	-3.6%
2010年	10.4%	3.8%	5.6%	1.0%
2011年	9.2%	4.8%	5.0%	-0.5%

(資料)中国国家统计局、CEIC

(図表-2)



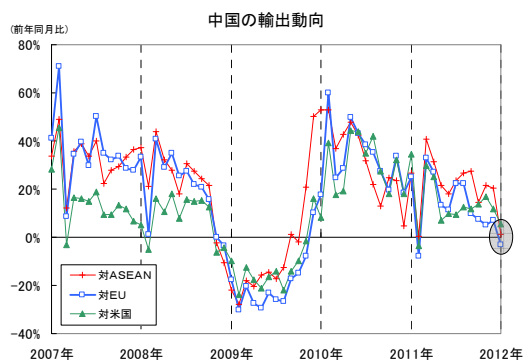
(資料)CEIC

# 2. 欧州危機の輸出への影響

中国の輸出の推移をみると1月は前年同月比0.5%減と約2年ぶりにマイナスに転じた。地域別にみると欧州向けが同3.2%減とマイナスに転じたほか、米国向けが同5.5%増へ、ASEAN向けも同1.1%増へと急減速している(図表-3)。この背景には、昨年は2月だった春節(旧正月)が今年は1月となった影響もあるとみられ、来月発表の2月の数字を見ないと正確な判断はできないが、輸出動向に先行する新規輸出受注(製造業PMI)は好不調の境界となる50を4ヵ月連続で下回っており、中国の輸出が減速傾向にあり下ぶれのリスクを抱えていることは間違いないだろう。

さて、今年は欧州(ユーロ圏)の成長率がほぼゼロへ落ち込む可能性が高まっており、今後の輸出への影響が注目される。ここ数年で中国の輸出依存度は低下したため周辺アジア諸国と比べても低位(約27%)にあること

(図表-3)



(図表-4)

2012年の中国の成長率への影響(寄与度)

		欧州(ユーロ圏)の成長率		
		-0.1%	-1%	-4%
米国の成長率	2.2%	-0.6%	-0.8%	-1.2%
	差異	-	-0.2%	-0.6%
	0%	-1.0%	-1.2%	-1.6%
	差異	-0.4%	-0.6%	-1.0%
	-2%	-1.5%	-1.6%	-2.0%
	差異	-0.9%	-1.0%	-1.4%

(注1) 二重線内は欧米成長率のメインシナリオ  
(注2) 下段はメインシナリオとの差異

や、不況に強い廉価な製品の輸出が多いことを勘案すると、欧州の成長率が落ち込んでも中国の成長率に与える影響は限定的で、米国の成長率が2%程度を維持すれば、影響は-0.6ポイント程度に留まるだろう。但し、図表-4に示した当研究所の試算では、欧州（ユーロ圏）の成長率がリーマンショック後のように大幅マイナス（-4%程度）に落ち込み、米国もマイナス成長（-2%程度）に陥ると、中国の成長率を押し下げる効果は-2ポイントに拡大するため、今後も欧州危機の行方からは目が離せない。

### 3. 住宅バブル退治の行方

1月の「70大中都市住宅販売価格変動状況」をみると、新築住宅販売価格が前月比で上昇した都市はゼロとなり過半の47都市で下落した。今のところピークからの下落率は1%前後に留まる都市が多いものの、温州市では新築が8.2%下落、中古が14.9%下落と、価格下落が本格化してきた（図表-5）。

中国人民銀行は預金準備率を2度に渡り引き下げるなど金融を緩和方向へ調整し始めたが、住宅価格については「合理的なものに戻す」（温家宝首相）とのスタンスは堅持している。また、2月7日に蕪湖市（安徽省）が決定した「住宅購入支援策」をわずか4日後には凍結するなど、中央政府は地方政府の動きにも目を光らせているものとみられる。従って、住宅価格が「合理的」なレベルに戻るメドが立つまでは、基準金利の引き下げや預貸率（預金に対する貸金の割合）の引き上げなどの本格的な金融緩和は考えづらいことになる。

しかし、中国政府が「合理的」と考える住宅価格のレベルは定かでないため、住宅価格がどうなれば金融緩和と本格化の必要条件が整うかも不明となってしまう。そこで本稿では、貸金水準（2000年基準）を合理性の判断根拠としている。住宅価格が貸金上昇率以上のピッチで上昇してしまうと、働いても生活が豊かになったと実感できず、国民の間に不満が高まると考えたからである。

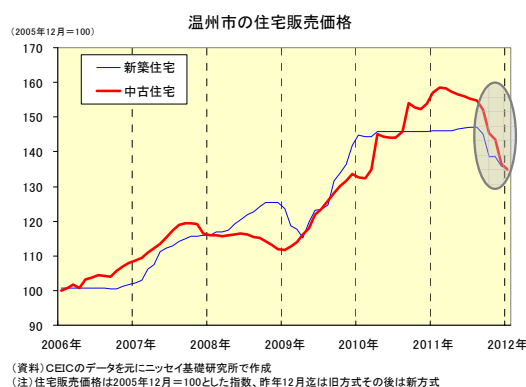
図表-6に示したように、温州市が所在する浙江省では、住宅価格が貸金上昇率を遥かに上回るピッチで上昇したため、住宅価格は大幅割高になっており、住宅価格を貸金水準に戻すためには4割程度の「値幅調整」が必要である。一方、その他の多くの地域の住宅価格は割安もしくは若干割高な程度で、住宅価格を横這い圏で推移させ

られれば、「時間調整」で貸金上昇による割高感解消を待つこともできる。また、割高が1割程度に留まる上海市や海南省の場合は、若干の「値幅調整」を経た後は「時間調整」で対応可能だろう。

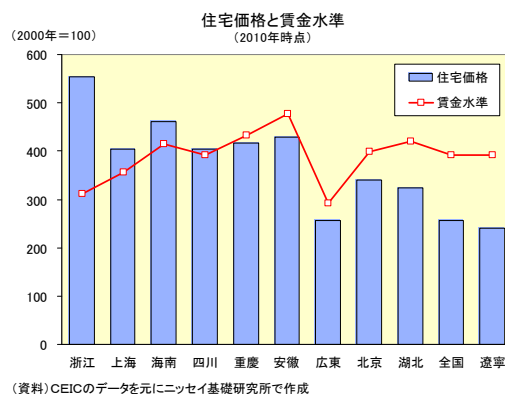
温州市（浙江省）では「値幅調整」が着実に進んでおり、「値幅調整」の必要性が薄い地域にまで波及してきたことから、「合理的なものに戻す」メドは立ちつつあり、今年夏までには必要条件が整うと思われる。但し、後述するインフレ懸念を勘案すると、本格的な金融緩和に踏み切る可能性は低いだろう。

（住宅バブル分析については「[エコノミスト・レター 2011-12-22「中国の住宅バブルと金融政策」](#)」を参照）

（図表-5）



（図表-6）



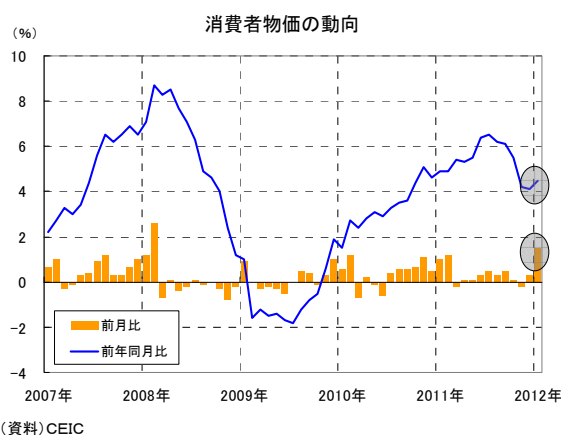
## 4. 再浮上したインフレ懸念の行方

1月の消費者物価は前年同月比4.5%上昇と、半年ぶりに前月の上昇率(同4.1%)を上回った(図表-7)。中国では例年春節(旧正月)の時期に消費者物価が上昇するが、今年は春節が1月だったため特に上昇率が大きかった。春節が1月だった過去3回(2004年、2006年、2009年)の平均は前月比1.1%上昇で、今年と同1.5%上昇はそれを上回っているため軽視はできない。しかし、昨年8月-12月に大きく下落した消費者物価はラグを置いて前年同月比に反映するため、2月の消費者物価は前年同月比で3%台へ低下し、今年秋までは低下傾向が続くとみている。

一方、長めにみると新たなインフレの可能性が浮上している。それは原油価格の上昇である。イランによるホルムズ海峡の封鎖やイスラエルによるイラン核施設攻撃の可能性が否定しきれないなど中東情勢は緊張状態にあり、しかもこの問題は簡単に解消するとは考えにくい。図表-8に示したように、現在の原油価格(ドバイ)は昨年の最高値を窺う水準に達しており、このまま高止まりすると2012年後半には前年同期と比べて10%超の上昇となり、消費者物価を押し上げる可能性がある。更に、欧州危機に直面する欧州中央銀行(ECB)は期間3年の資金供給オペを昨年12月にスタート、米国の連邦準備制度理事会(FRB)も2014年後半までゼロ金利政策を延長することを決定、今後の動向次第では量的緩和第3弾(QE3)に踏み切る可能性もあり、世界的規模で過剰流動性が発生すると、原油など商品相場を押し上げてインフレ懸念に追い討ちをかける可能性もある。従って、今年冬から2013年にかけてはインフレ懸念が再燃する可能性が高くなってきたと考えている。

以上をまとめたのが図表-9である。今年夏にかけては消費者物価上昇率が鈍化し、前年同月比で3%を割り込むと予想しており、預金基準金利(1年定期)の3.5%を下回ることから、基準金利を引き下げる余地がでてくる。但し、今年冬以降は消費者物価が再上昇に転じるリスクを抱えているため、基準金利の引き下げなど金融緩和の本格化は見送ると予想している。

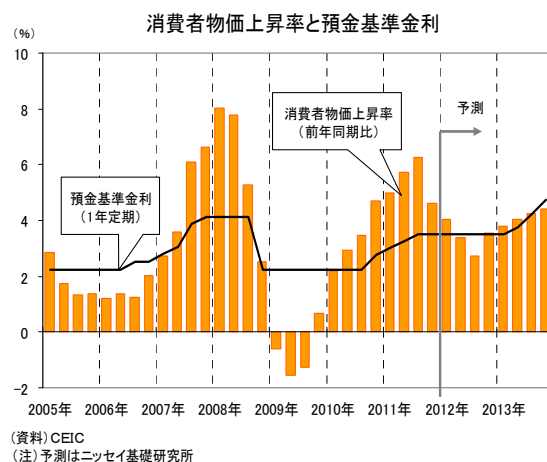
(図表-7)



(図表-8)



(図表-9)



## 5. 財政出動の時期は？

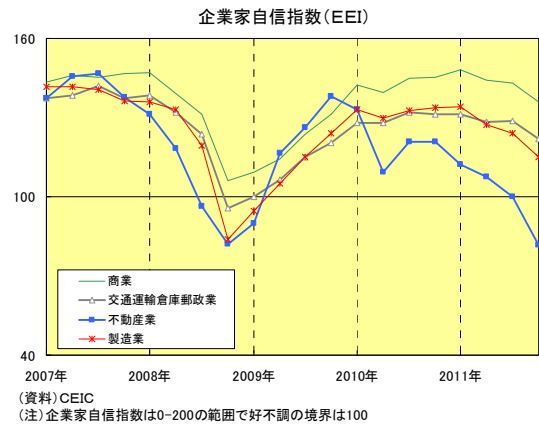
住宅価格の下落を受けて投資の2割強を占める不動産業のセンチメントが落ちてきた。図表-10に示した企業家自信指数でも不動産業が好不調の境界となる100を2四半期連続で下回っている。また、欧州危機が深刻化すると、海外からの直接投資が減少して投資マインドを予想以上に冷やすリスクもある。

しかし、過去の経緯を考えると財政出動による投資の加速も当面は期待しづらい。図表-11に示した固定資産投資（資金源別）の推移をみると、リーマンショック直後の2009年には、国際的信用収縮の影響で外資利用の投資が大きく落ち込んだが、中国政府が4兆元の景気対策を打ち出したため、国家予算内資金による投資と国内融資による投資が大幅に伸びて、結果的に2009年の伸び率は前年を大きく上回った。ところが、財政や国内融資の急激な拡大はバブルを膨張させるなどの副作用も大きかったため、2010年以降は規律を引き締めて、国家予算内資金や国内融資による投資を抑制、総資本形成（投資）の寄与度も徐々に低下してきた。現時点では、住宅バブルの退治は未完成で、景気刺激策に伴って肥大化した地方政府債務も調整中であるため、財政や国内融資拡大による投資の増加は促進しづらい状況にある。

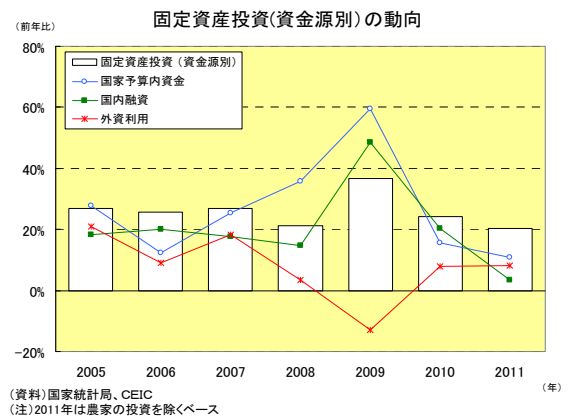
また、図表-12に示した雇用情勢の推移をみると、景気減速に伴って求人数・求職数とも減少傾向を示しているが、求人求職倍率（求人数÷求職数）は1倍を超えており雇用情勢は安定を維持している。経済成長率が9%を割れても社会不安を招くほどの雇用不安に至らないのは潜在成長率が8-9%程度に低下したことが背景にあると思われる。潜在成長率なりに成長していて雇用情勢も安定しているなかで財政出動すれば、インフレやバブル膨張を招きかねないため、景気を刺激する必要性は現時点では低いと考えている。

但し、今年秋には新指導部がスタートするだけに、今年中に住宅バブルの退治と地方政府債務の調整を急ぎ、経済成長のアンバランスを解消した上で、2013年には投資を再び推進するとみている。2020年に12万kmの営業距離を目標に掲げる鉄道建設、今後10年間に4兆元の施設建設が計画される水利、第12次5ヵ年計画期に約3.4兆元の投資が見込まれる環境保護など、今後取り組むべき投資案件は豊富にあるからだ。

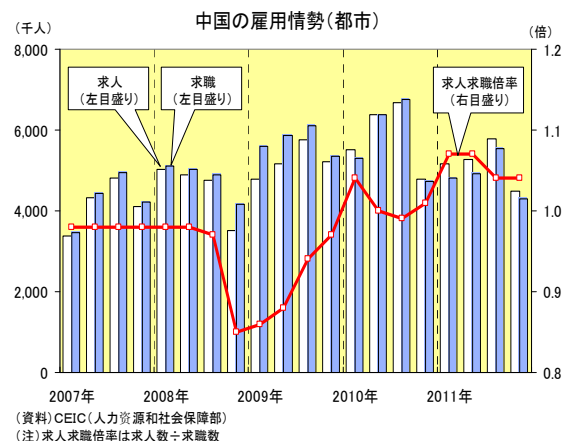
(図表-10)



(図表-11)



(図表-12)



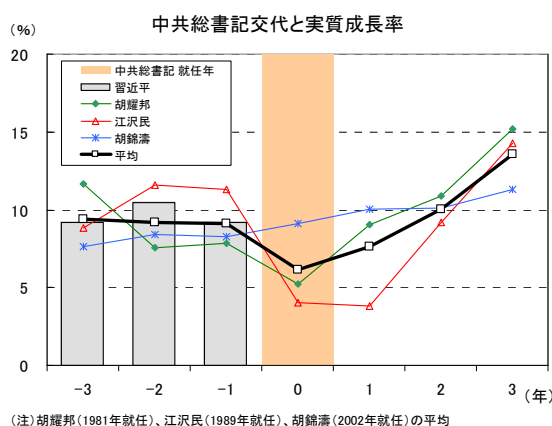
## 6. 今後の見通し

### [メインシナリオ] 2012年は8.7%成長、2013年は9.2%成長

メインシナリオでは、欧州危機が第二のリーマンショックのような事態に至ることはないとの前提に立つものの、信用不安が熾り財政健全化が加速することで欧州の消費需要は減退すると考えられることから、中国の2012年の純輸出は0.6ポイント程度のマイナス寄与と予想している。一方、中国国内では、住宅価格抑制策が継続されるため不動産開発の伸びは鈍化、またリーマンショック後の景気刺激策で肥大化した地方財政の健全化を進めることから、投資の寄与度は4.5ポイント程度へ低下すると予想する。但し、労働者への所得分配の増加を背景に賃金上昇が続くと考えることから、消費の寄与度は高位を維持し、2012年の経済成長率は8.7%と予想している。

(図表-13)

一方、前述のとおり2012年中には住宅バブルの調整や地方政府債務の調整や規範化（ルール作り）にメドを付けて、2013年には今年秋にスタートする新指導部の経済運営を軌道に乗せるべく、戦略的新興産業を中心とした研究開発や、省エネ環境保護や水利建設など第12次5ヵ年計画に挙げられた投資案件を精力的に実行に移すと予想しており、また欧米経済も最悪期を脱するとみていることから、2013年の経済成長率は9.2%へ加速すると予想する（1ページ図表、図表-14）。



### [リスクシナリオ] 欧州危機の深刻化

欧州危機が深刻化して第二のリーマンショックのような事態に至ると、国際的信用収縮が起きて中国経済への打撃が大きくなるリスクシナリオも描ける。この場合には、メインシナリオで織り込んだ欧州向け輸出の減少幅が大きくなるのに加えて、世界経済全体への悪影響も大きくなると思われる。但し、この場合は財政金融政策を本格的に景気刺激型に転換すると考えられるため、中国経済は失速には至らず、経済成長率が8%を割れる程度のインパクトに留まると予想する。

(図表-14) 経済予測表 (四半期毎)

	単位	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013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	前年同期比、%	9.2	8.7	9.2	9.7	9.5	9.1	8.9	8.6	8.6	8.8	8.9	9.0	9.0	9.3	9.5
消費者物価	前年同期比、%	5.4	3.4	4.1	5.0	5.7	6.3	4.6	4.0	3.4	2.7	3.6	3.8	4.0	4.3	4.4
預金金利(1年)	期末、%	3.5	3.5	4.8	3.0	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.8	4.3	4.8
貸出金利(1年)	期末、%	6.6	6.6	7.8	6.1	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.8	7.3	7.8
人民元(対USD)	期末、元	6.3	6.3	5.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.1	5.9	5.7

(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。