

中国経済情報 2010年8月号

Summary

【内容】

1. 2011年までの経済見通し
 - (1) 景気の現状: 巡航速度へ減速
 - (2) 景気減速の背景: 対策効果の一巡と軽微な在庫調整
 - (3) 住宅市場: 投資の拡大が続くが調整の兆しも
 - (4) 景気の見通し: 成長率は9%台を維持
2. トピックス: 中国経済の中期的な成長力
 - (1) 転換点を迎えた中国経済
 - (2) 経済構造の変化に伴い成長が不安定化するリスクに留意

中国経済の拡大テンポは、2009年の高成長からピークアウトしており、前期比年率で見れば8%程度の巡航速度まで減速している。景気減速の背景は、4兆元の景気対策や各種耐久消費財の購入支援策による効果の一巡、過度な成長期待を背景に積み上がった在庫の調整などである。また、住宅市場は投資の拡大が続くなど依然として過熱感が残っているが、住宅価格の伸びの鈍化が需給環境の悪化を示唆している。今後、住宅市場は調整局面に向かうとみられる。

2010年後半の中国経済は、既往の政策効果の一巡や住宅市場の調整が成長率を押し下げる一方で、インフラ投資や自動車購入支援策の追加に加え家計の所得環境改善が固定資産投資や個人消費の拡大を後押しする。また、在庫調整は軽微なものにとどまり、欧米景気は緩慢ながらも拡大を続け人民元の上昇も小幅にとどまることから、輸出も拡大基調は維持しよう。この結果、中国経済は一段の減速には至らず、前期比年率8%程度の拡大ペースを維持し、2010年通年の成長率は9.5%と2009年の9.1%からやや高まると予想する。2011年も、中国政府が金融・財政政策を景気刺激的な方向へ修正する可能性が高いことから、9%程度の成長を確保しよう。

中国経済は、「改革開放」以降、約30年間にわたって平均10%程度の高成長を続けてきたが、金融危機をきっかけに転換点を迎えた可能性がある。まずは、投資主導の成長が限界に達しつつある点である。GDPに占める固定資産投資の比率(名目ベース)は、2009年には45.5%まで上昇している。日本では1973年度の36.7%が投資比率のピークであり、中国の投資比率は過去の日本に比べると相当に高い。中長期的には投資比率が低下し、固定資産投資の伸びも最近の2割程度からGDP成長率を下回る水準まで鈍化すると考えられる。

また、「世界の工場」を支えてきた農村部の余剰労働力が底を尽く「ルイス転換点」に近づいているようである。転換点を超えた場合、低コスト労働の供給ができず賃金コストが大きく上昇するため、産業構造の転換を図らないと輸出競争力は低下してしまう。今後は輸出にこれまでのようなペースの拡大を期待できないと考えられる。

投資の増勢鈍化を消費の拡大加速である程度補うとしても、輸出に多くを期待できないため、10%を超える成長は困難となろう。また、こうした経済構造の変化に伴い成長が不安定化するリスクが高まる点にも留意しておきたい。

伊藤忠商事株式会社
調査情報部

調査情報部長
三輪裕範
(03-3497-3675)

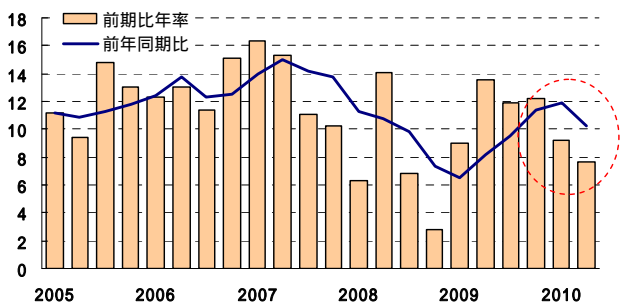
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

1. 2011年までの経済見通し

(1) 景気の現状：巡航速度へ減速

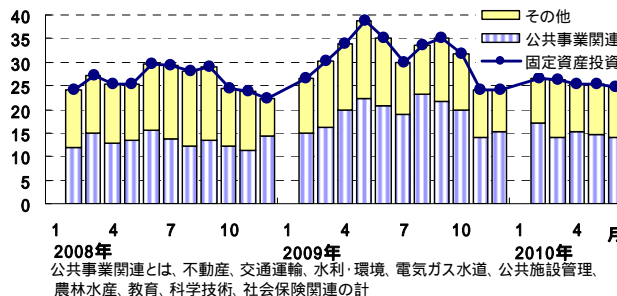
2010年4～6月期の成長率は前年同期比10.3%となり、前期（1～3月期）の11.9%をピークに伸びは鈍化している。前年同期比は前年の動きに多分に影響されるため、成長率を季節調整済（当社試算）の前期比年率で見ると、2009年10～12月期の12.2%から翌2010年1～3月期は9.2%、4～6月期には7.6%まで鈍化している。前期比年率で見れば、景気の拡大テンポは過熱感のあった2009年の高成長からピークアウトし、既に8%程度の巡航速度まで減速していると言える。

GDP成長率の推移（前年同期比、前期比年率、%）



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資の推移（前年同月比、%）



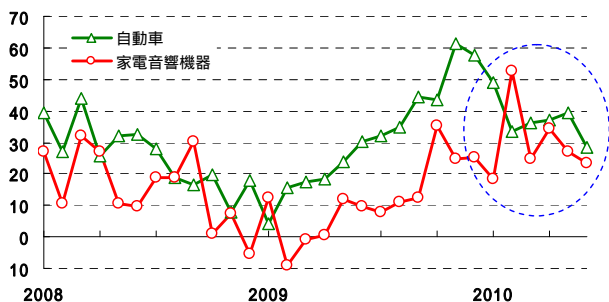
(出所) 中国国家统计局

(2) 景気減速の背景：対策効果の一巡と軽微な在庫調整

景気減速の背景としては、まず、4兆元の景気対策や各種耐久消費財の購入支援策による効果の一巡があげられる。2008年11月に打ち出された4兆減の景気対策は、その8割強がインフラ投資であり、計画期間は2010年末までとされている。そのため、対策による事業の拡大が本格化した2009年の固定資産投資は、公共事業関連業種を中心に前年比31%も増加した。しかし、対策2年目となる2009年11月以降は、押し上げ効果の一巡により固定資産投資の前年同月比は鈍化傾向にあり、2010年6月には25.5%まで低下している。

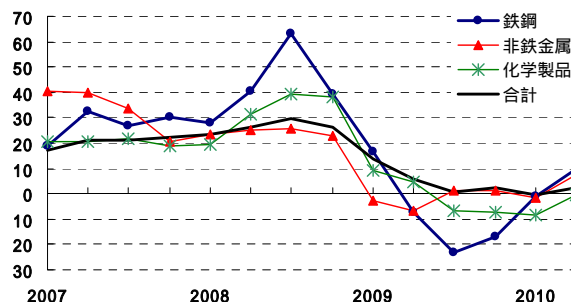
また、2009年1月から実施されている排気量1600cc以下の小型車に対する減税（購入税率10%→5%、2010年からは7.5%に縮小）、2月に全国展開された農村向け家電製品普及促進策の「家電下郷」や、自動車普及促進策「汽車下郷」、6月から開始された自動車や家電製品の買い替え促進策「以旧换新」など、各種消費刺激策が開始から1年が経過し、限界的な押し上げ効果が徐々に弱まりつつある。自動車販売額は2009年11月の前年同月比61.5%から2010年6月には28.3%まで鈍化、家電音響製品販売額は、2月の52.8%から6月には23.4%まで鈍化している。

主な耐久財の販売動向（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

製品在庫の推移（前年同期比、%）



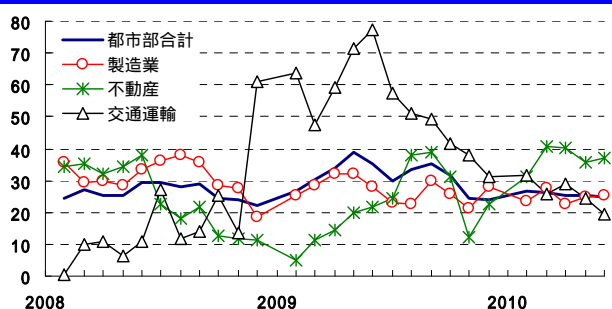
(出所) 中国国家统计局

過度な成長期待を背景に積み上がった在庫の調整も成長鈍化の一因とみられる。金融危機直前の2008年半ばに前年比3割増の水準まで積上がった製品在庫額（合計）は、その後、2009年半ばにかけて生産調整を進めたため前年比の伸びが徐々に低下した。2009年8月以降は概ね前年比横ばいで推移していることから、在庫調整は2009年中には一旦終了したと考えられる。ただし、鉄鋼や非鉄金属、化学製品など一部の分野では、2010年5月にかけて在庫の前年同月比が再び高まりつつあり、小幅ながら在庫の積み上がり傾向が見られる。こうした状況を受けて、鉄鋼の生産量は4月の前年同月比27.6%から6月には8.8%へ鈍化したほか、銅製品（4月26.3%→6月10.4%）、アルミ製品（24.1%→12.1%）、化学繊維（14.4%→2.1%）など、これらの分野において生産抑制の動きが出ており、景気減速の要因となった模様である。

(3) 住宅市場：投資の拡大が続くが調整の兆しも

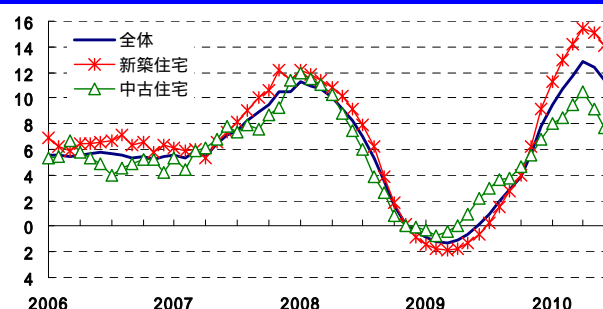
経済全体として見れば過熱感は緩和されつつあるが、住宅市場は依然として過熱感が残っている。住宅価格の上昇に対して、政府は住宅ローン規制の強化を中心とする投資抑制策を打ち出してきたが、現在のところ明確な不動産投資の減少にはつながっていない。不動産業の固定資産投資は、3月の前年同月比40.9%をピークに6月には36.9%まで低下したが、製造業やインフラ投資の中心である交通運輸など他業界が総じて2割前後の伸びにとどまっている状況と比べると、不動産投資の増勢は未だ衰えていない。ただし、住宅取引件数が減少するなど需要の増加には陰りが見られており、住宅価格の伸びが4月の前年同月比12.8%をピークに鈍化していることが示す通り（6月は11.4%）、住宅市場の需給環境は悪化している。このため、住宅投資は年後半には抑制される可能性が高い。また、住宅価格の低下を受けた逆資産効果により高額品の消費が伸び悩んでいるとの指摘もあり、今後は住宅市場の調整が景気を下押しすることとなる。

業種別の固定資産投資の推移（前年同月比、%）



(出所)中国国家统计局

住宅価格の推移（前年同月比、%）



(出所)Ecwin

(4) 景気の見通し：成長率は9%台を維持

今後の中国経済を展望すると、2010年後半にかけては、政策効果一巡の影響が続くことに加え、不動産市場の調整が成長率を押し下げる要因となる。一方で、中国政府は西部地域において2010年中に6,822億元（GDP比2%、約8.7兆円）規模のインフラ事業¹を追加したほか、自動車買い替え促進補助金の実施期間延長（2010年5月末→12月末）や省エネ車補助金制度の開始（6月18日に遡って適

¹ 新華社通信によると、7月5日、国家發展改革委員会は、鉄道・道路建設のほか、空港拡張、発電所（原子力、水力、太陽光、風力）建設、送電網整備、炭鉱開発など総額6,822億元の新規プロジェクト23件を2010年内に着工することを明らかにした。

用) など、自動車購入に対する追加支援策を打ち出している。また、物価に落ち着きが見られる中で、企業業績の回復や最低賃金引き上げにより家計の所得環境改善が期待されるため、今後、個人消費は増勢を強める可能性が高い。このような政策的な後押しを受けた固定資産投資や個人消費の拡大が、成長率を押し上げる要因となろう。在庫調整についても、早い段階から政府が過剰供給業種に対して供給調整を指導²したこともあり、年内に調整が完了する程度の軽微なものにとどまり、2010年後半の成長率を大きく押し下げることは避けられよう。輸出の先行きについては、人民元の上昇や欧米景気の減速による悪影響が懸念される。しかし、人民元は、6月19日の切り上げ再開から8月6日までの約1ヶ月半にわずか0.8%しか上昇しておらず、今後も上昇テンポはせいぜい年3~5%程度にとどめられよう。欧米景気も緩やかながら拡大は続く予想されるため、輸出の拡大基調が途切れる程の環境悪化は見込みにくい。

以上を踏まえると、2010年後半の中国経済は、一段の減速には至らず、4~6月期と同程度の前期比年率8%前後の拡大ペースは維持すると考えられる。この場合、前年同期比で見た成長率は10%を割り込み、8%程度まで鈍化することになる(7~9月期8%台後半、10~12月期8%程度を予想)。また、2010年通年の成長率は9.5%(前回予想9.3%)と2009年の9.1%からやや高まると予想する。

2010年後半に成長率が前年同期比8%前後まで鈍化するため、中国政府は、目標とする8%成長を確実にするため、これまで引き締め気味に運営していた金融・財政政策を、やや景気刺激的な方向へ修正する可能性が高い。ただし、再び景気が加熱して成長の持続性が阻害されることのないよう、追加的な景気刺激策を行うとしても規模は金融危機後の対策に比べ相当小さく、また、消費主導の成長を目指す政府の方針を踏まえると、内容はインフラ投資よりも消費刺激策が中心となろう。そのため、2011年にかけての中国経済は、個人消費を牽引役に成長率が再び高まり、2011年通年では9%程度の成長を確保すると予想する。

中国の成長率予測

前年比, %, %Pt	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	14.2	9.6	9.1	9.5	9.0
名目GDP	22.9	18.1	8.4	14.7	13.5
家計消費	16.3	18.2	10.1	19.4	18.9
固定資産投資	17.0	21.5	21.3	16.4	9.8
在庫投資(寄与度)	(0.6)	(1.8)	(▲1.0)	(▲0.8)	(0.6)
純輸出(寄与度)	(3.0)	(0.3)	(▲3.5)	(▲0.0)	(0.4)
輸出	19.9	7.3	▲17.3	29.1	7.0
輸入	15.1	8.4	▲12.7	34.9	6.3

(注) 2009年の名目GDPの内訳は当社の推計値、2010年以降は当社の予測値。

(出所) 中国国家統計局

² 中国政府は、昨年10月、鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学、多結晶シリコン、風力発電の6業種に対する貸出の抑制を銀行に指示した。さらに、今年3月には、電力、石炭、鉄鋼、セメント、非鉄金属、コークス、製紙、皮革、造船の9業種を対象に旧式生産設備の廃棄を事実上強制するなど、過剰投資による弊害の除去を強力に進めている。

2. トピックス：中国経済の中期的な成長力

(1) 転換点を迎えた中国経済

先に見た通り、2011年にかけての中国経済は、8～9%程度の適度な成長テンポへ、ひとまずソフトランディングすると予想される。ただし、引き続き政策的な下支えに依るところが大きいため、自然体では成長率が8%を下回る状況であるとも言える。この背景には、1978年12月の「改革開放」以降、平均10%程度の成長を約30年間にわたって続けてきた中国経済が、金融危機をきっかけに転換点を迎えた可能性がある。

改革開放後の成長パターン

	実質GDP (%)	寄与度 (%Pt)		
		投資	消費	純輸出
1980年代 (1980～90)	9.28	3.35	5.97	0.03
1990年代 (1990～2000)	10.43	4.07	5.85	0.53
2000年代 (2000～09)	10.47	5.18	4.22	0.62

(注)2005年以降の内訳は改定後の値が未発表につき、2000年代は寄与度を合計しても実質GDPと一致しない。

(出所)中国国家统计局

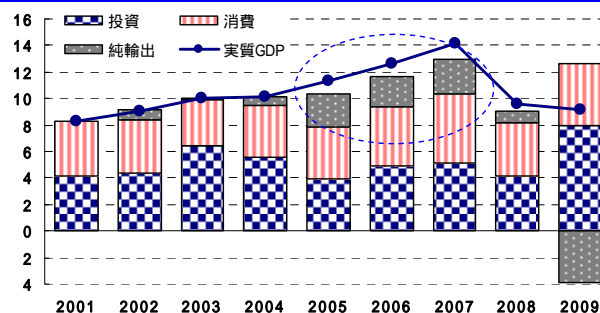
過去30年間の中国経済の成長パターンを概観すると、1980年代の成長の牽引役は、前半が農業部門、後半は工業部門であり、需要サイドでは消費が成長の中心であった。1990年代になると、「改革開放」路線が都市部へも浸透、工業化が一段と促進され、成長における輸出と投資の存在感が強まっていった。2000年代に入ると投資の拡大が一段と加速し、繊維分野や電気製品分野などの製造拠点が集中する「世界の工場」としての地位を確立した。

ただし、低コストの労働力を武器とする加工型貿易が多い中国の場合、輸出の増加に伴って輸入も増加する構造のため、純輸出（輸出－輸入）で見れば成長に対する寄与は大きくない。1990年代以降、経済成長に対する純輸出の寄与が高まったものの、平均0.5～0.6%Pt程度である。輸出主導の経済成長と言われた2000年代後半においても、純輸出の成長率に対する寄与は1～2%Ptにとどまっている。輸出増に伴う設備投資の拡大などの波及効果を考慮しても、成長の牽引役は輸出ではなくインフラ投資や消費であったと言える。特に金融危機で輸出が大きく落ち込んだ2009年は、4兆元の景気対策に伴う大規模なインフラの拡大により投資だけで成長率を8%Ptも押し上げており、経済成長における投資依存度が極端に高まっている。

投資主導の成長は限界に

このような過度に投資に依存した成長を、いつまでも続けることは困難であろう。中国のGDPに占める固定資産投資の比率（名目ベース）は、2004年に40%を超え、2009年には45.5%まで上昇している。マクロ経済の観点から見れば、高い投資比率はインフラや生産設備の充実につながるため、国全体の生産性が高まり、供給力が強化されるため、必ずしも悪いわけではない。しかし、その一方で、高い投資比率を維持するためには家計部門への所得配分が抑制される³ほか、金利上昇により貯蓄が促

実質GDP成長率の推移(前年比、%)

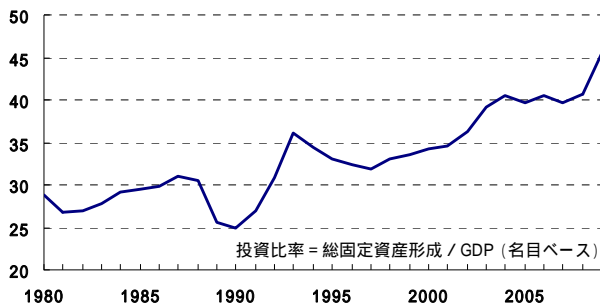


(出所)中国統計年鑑

³ 企業行動を軸として考えると、投資拡大の原資を確保するために利益配分は人件費より内部留保が優先される。政府が主体の場合は、税収の増加などにより投資資金を確保することになる。

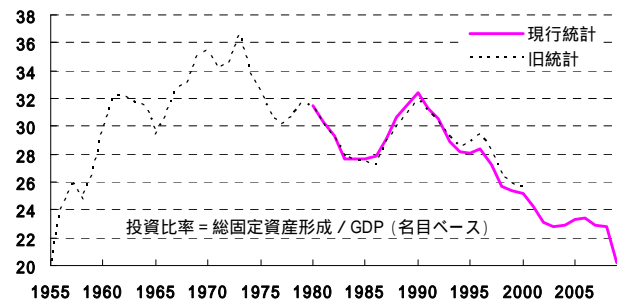
されるため、消費（国内需要）の拡大が抑制される。その結果、国内で供給力が過剰となり、それを輸出の拡大によって調整できない場合は、国内のデフレ圧力が強まり、賃金が抑制されて個人消費が低迷し、最終的に投資に大幅な調整を強いることとなる。

中国の投資比率の推移 (%)



(出所) 中国国家统计局

日本の投資比率の推移 (%)



(出所) 内閣府

投資比率がどの程度の水準まで高まれば、こうしたリスクが顕在化するののかについては、国の経済構造や成長のステージなど様々や条件によって異なるであろう。ただ、日本では1973年度の36.7%が投資比率のピークであり、中国の投資比率は過去の日本に比べると相当に高いことは確かである。また、物価や企業の状況などから判断しても、過大な投資により需給環境が緩んでいることが確認できる。中国の工業品価格（消費者物価）は、輸出が大幅に減少した2009年に製品需給が緩和し前年比マイナスとなった(▲1.5%)。これは生産能力が国内需要を大きく上回っていることを示している。また、前述の通り一部の業種では既に過剰供給力が問題になっている。インフラ投資についても、高速鉄道や高速道路、原子力発電や太陽光発電など、「量的拡大」から「質的向上」のステージに入りつつある分野も出始めている。農村においては水道水の人口普及率は2009年で61%、下水の普及率⁴は55%にとどまっているなど、インフラ整備の余地は未だ大きいものの、中国全土で見ればこれまでのようなペースでインフラ投資を拡大する必然性は低下していると考えられる。

こうした状況を踏まえると、中長期的にはGDPに対する投資の比率が低下し、固定資産投資の伸びも最近の2割程度からGDP成長率を下回る水準まで鈍化すると考えてよいであろう。

底を尽き始めた低コスト労働力

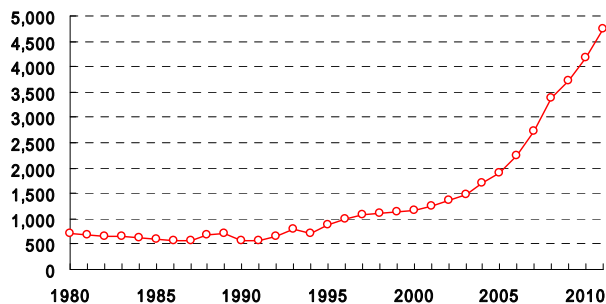
また、「世界の工場」を支えてきた低コスト労働、つまり、農村部における余剰労働力が底を尽き始めているとの指摘が増えている。経済発展理論によると、新興国においては、生産性の低い農業部門などから生産性の高い工業部門などへの労働移動が高成長の原動力とされており、そのため低生産部門に余剰労働力が残っているかどうかが高成長持続の条件となる。そして、低生産性部門の余剰労働力が尽きた時点を「ルイス転換点」と呼び、以降も成長を続けるためには経済構造を新興国型から先進国型へ転換する必要があるとされている。

実際に中国の農村部における労働力の状況を見ると、就業者数は農業の生産性向上などにより2000年代に入り年平均0.5%のペースで減少しているが、人口は都市部への流出などからそれを上回る年平均1.4%で減少している。このため、農村部における余剰労働力は確実に減少していると考えられ

⁴ ここでいう下水とは、正確には「衛生面に配慮されたトイレ」。

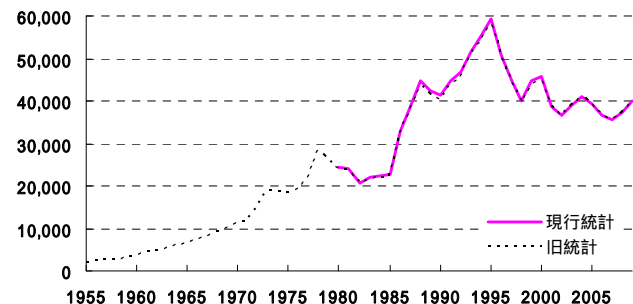
る。さらに、今年に入って沿海部を中心に見られる労働力不足や賃金引上げ圧力の高まりは、農村における余剰労働力の枯渇、すなわち「ルイス転換点」が近づいていることを示唆していると言えよう。仮に転換点を超えた場合、低コスト労働の供給ができず賃金コストが大きく上昇するため、産業構造の転換を図らないと輸出競争力は低下してしまう。もちろん、輸出競争力を決める要素は賃金コストだけではなく、産業の集積度やインフラ整備の進捗状況なども重要である。これらの分野については、中国は他の新興国に比べ圧倒的に優位であるため、すぐに競争力を失ってしまうわけではないが、輸出にこれまでのようなペースの拡大を期待できないとは言えそうである。

中国の一人当たりGDP(2009年価格、ドル)



(出所)中国国家统计局

日本の一人当たりGDP(2009年価格、ドル)



(出所)内閣府、総務省

(2) 経済構造の変化に伴い成長が不安定化するリスクに留意

転換点を迎えた中国経済は、今後、投資主導から消費主導の成長パターンを目指さざるを得ない。しかし、消費の拡大ペース加速によって投資の拡大ペース鈍化の全てを補い切れないう上、輸出の拡大に多くを期待できなくなるため、10%を超える成長を望むのは非常に困難となる。

中国政府は、既に消費主導の成長を目指す方針を打ち出している。一人当たりGDPが2009年時点で3,700ドル程度にとどまる中国経済にとって、より高い生活水準を目指す動き、つまり、個人消費の高度化によって拡大する余地は大きい。なお、この3,700ドルという水準は、日本の1960年頃(3,600ドル、2009年価格)に相当している⁵。乗用車の普及率で見ると、中国都市部の10.9%(2009年)に対し、日本では全国平均で65年に9.2%であったことから考えても、現在の中国の生活水準は平均的には日本の60年代前半程度と考えると良いであろう。また、日本の高度経済成長期は第一次オイルショックが起こった73年頃まで続いたが、それまでの間に一人当たりGDPは2万ドル近くまで増加し、この間の平均成長率9.3%のうち消費が6.1%Pt寄与した⁶。中国においても、投資に偏りすぎていた企業や政府の所得配分を修正し、家計により多く振り向けることができれば、所得の増加という後押しを受けた個人消費が成長の牽引役となることは可能であり、日本と同様の過程を辿るとすれば、消費主導による8~10%程度の成長を、今後5~10年程度は持続することが可能であろう。

ただし、消費の高度化に合わせて、より付加価値の高い製品・サービスの生産が国内でできなければ、個人消費拡大の恩恵は輸入の増加という形で海外へ流出し、成長を抑制することになる。したがって、中国が新たな消費主導という成長パターンの下で目標とする8%以上の成長を維持するためには、産

⁵ 異時点間の経済水準を比較する場合、物価変動の影響を考慮する必要があるため、ここでは一人当たりGDPを米国消費者物価を用いて調整している(2009年価格)。なお、物価調整を行わない場合、日本の一人当たりGDPが現在の中国と同程度であった時期は、73年頃となる(3,900ドル程度)。

⁶ ここでは高度経済成長期を1955年から72年とした。ちなみに、投資の寄与は3.5%Pt、純輸出は▲0.2%Ptであった。

業の高度化を一段と進める必要がある。現在の状況を見ると、製造業においては自動車分野でも輸出の拡大を目標に掲げる程に競争力を高めつつあり、着実に高度化が進んでいると言える。しかし、GDPに占める第二次産業の比率が48.6%と世界平均の27.7%を大きく上回っており、その裏返しとして第三次産業の比率が40.1%（世界平均69.3%）と低いことが示す通り、サービス産業の成長はこれからである。また、政府は技術力の底上げを目指して大学を大幅に増設したものの、高等教育を受けた学生に相応しい職が十分でないのが実状である。新たな成長パターンへの移行には、相応の時間を要することとなる。

今後、中国経済は、投資主導から消費主導への経済へ移行を進めることになるが、こうした経済構造の変化の過程においては、主役交代の狭間で一時的に成長率が鈍化する局面もあろう。そして、そのことが中国経済に対する中期的な期待成長を押し下げ、投資が急減するなど予想以上に成長が落ち込むリスクがあることに留意しておく必要がある。こうした局面では、政府がインフラ投資の拡大などの景気刺激策により急激な成長率の低下を回避しようとするのが予想されるが、少なくとも今後の中国経済は下ぶれリスクを抱えた成長を余儀なくされると考えられる。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。