

中国経済情報

2011年4月号

Summary

【内容】

1. 第12次5ヵ年計画におけるマクロ経済政策

格差是正により消費主導の成長実現へ

インフレ抑制のため人民元高を容認

金融政策は緩和的な状況が続く

2011年の政策目標

2. 2012年までの経済見通し

輸出：人件費コストと人民元の上昇により今後は増勢鈍化

個人消費：所得環境の改善を背景に堅調な拡大が続く

固定資産投資：潤沢な資金供給と生活インフラ整備の継続で堅調拡大

2012年までの見通し：成長テンポは徐々に鈍化

伊藤忠経済研究所

所長
三輪裕範
(03-3497-3675)

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

全人代で承認された第12次5ヵ年計画綱要では、成長重視から安定重視への「経済発展モデルの転換」を進めることが示され、平均成長率の目標は7.0%へ引き下げられた。また、その実現のために必要な経済構造改革の方向性として、供給サイドでは技術水準の向上と同時にエネルギー効率向上・環境対応を進める一方、需要サイドでは個人消費を経済成長の軸とし、インフレ抑制など当面の課題も解消しつつ、輸出、投資、消費のバランスが取れた経済成長を目指すとしている。

5ヵ年計画では、個人消費を成長の軸とするため、所得格差を是正すると同時に都市化を進めることで平均所得を引き上げる方針が示されている。また、都市部へ移動する余剰労働力を捻出するためには、農業の生産性上昇が必須となる。インフレ抑制に向けては、人民元の上昇を容認せざるを得ず、原油・食糧価格高騰によるインフレ圧力緩和のため、上昇テンポ加速もあろう。

金融政策については、既に4次に渡る利上げが行われたとは言え、政策金利の水準は依然として低い。また、金融市場が十分に発達していない中国においては金利政策よりも資金供給量の調整がより効果的であり、マネーサプライが経済規模と比較して過剰である現状は、依然として金融が緩和的だと判断できる。さらに、2011年の政府目標は、今後も引き続き緩和的な資金供給が続けられることを示唆している。

以上の経済政策を踏まえ、今後の中国経済を展望すると、輸出は人件費コストや人民元高の影響により価格競争力が低下し、伸びは大幅に鈍化する可能性が高い。個人消費は、インフレ率上昇の影響はあるものの、最低賃金の引き上げなど政策面の追い風を受けて所得環境の大幅な改善が続くことから、堅調な拡大を持続しよう。固定資産投資は、金融緩和の状況が続くことに加え、格差是正を意図したインフラ投資の継続や人件費上昇に対応した効率化投資などが見込まれるため、小幅な伸びの鈍化にとどまろう。

この結果、2011年の実質GDP成長率は、輸出の大幅減速と内需の小幅鈍化により9%まで低下するが、政府目標の8%程度までは低下しないと予想する。2012年は、個人消費が高い伸びを維持するものの、輸出と固定資産投資の鈍化が続き、成長率は8.3%まで低下すると予想する。今後の中国経済は、政府が進める経済構造改革の方向性に従って徐々に成長速度を落としていくこととなる。

1. 第12次5ヵ年計画におけるマクロ経済政策

3月5日から14日にかけて開催された第11期全国人民代表大会第4回会議（以下、全人代）において、第12次5ヵ年計画（2011～2015年）綱要が承認された。経済政策に関しては、経済成長目標、経済構造改革、インフレ抑制、過剰投資への対応などが注目点される。

経済成長については、これまでの成長重視から安定重視へ「経済発展モデルの転換」を行うことが明示されており、平均成長率の目標は7.0%とされた。この水準は、前回5ヵ年計画（2006～2010年）期間の実績11.2%を大きく下回るだけでなく、前回の当初目標7.5%をも下回っており、抑制的な水準である。ただし、2011年の成長率については8%程度としており、計画期間において成長テンポを段階的に抑制することを示唆した。

5ヵ年計画の主な数値目標

	第11次5ヵ年計画 (2006～10年)		第12次5ヵ年計画 (2011～15年)	
	目標	実績	目標	備考
平均成長率 (%)	7.5	11.2	7.0	2011年は8%程度
サービス産業比率 (%)	43.3	43.0	47.0	
都市化率 (%)	47.0	47.5	51.5	
総人口 (億人)	13.6	13.4	13.9以下	年平均0.72%以下
都市雇用増 (万人)	4,500	5,771	4,500	
都市可処分所得増 (年平均・%)	5.0	9.7	7.0以上	
農村純収入増 (年平均・%)	5.0	8.9	7.0以上	

(出所)新聞報道等より当社にて作成

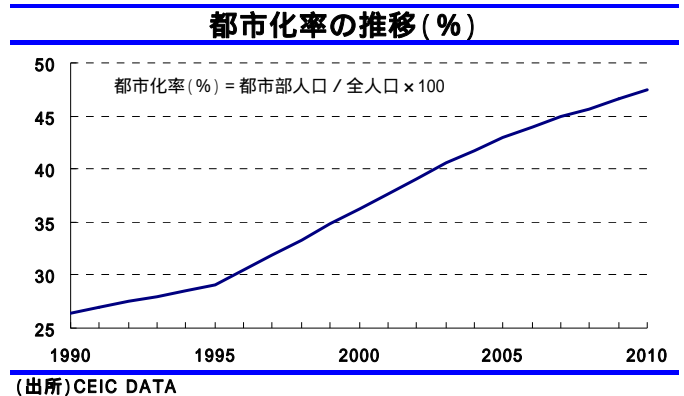
そして、「経済発展の転換」を、経済構造改革によって進める方針が示されている。構造改革の中心は、これまで成長重視の政策により生じた多方面に渡る不均衡の是正であり、具体的には、今後の成長制約要因となり得る資源の過剰消費体質や環境悪化への配慮不足、持続的成長を困難にする投資と消費のアンバランス、政情不安定要因である所得格差の拡大、先進工業国との競争に不可欠な技術革新の遅れ、脆弱な農業基盤、物価上昇などが問題点として挙げられている。そのため、経済政策の方向性は、供給サイドについて①技術水準を向上させることで産業の高付加価値化を図ると同時に、②エネルギー効率向上や環境対応も進めて産業競争力を高め、需要サイドでは③所得格差の縮小やインフラ整備により生活環境を改善させることで個人消費を経済成長の軸とし、当面の課題である④インフレを抑制しつつ、最終的に輸出、投資、消費のバランスが取れた経済成長を目指すものである。基本的な内容は、昨年10月の草案段階から変更されていない。

経済政策の方向性について詳しく見ていくと、①技術水準については、義務教育就学率93%の維持、高校入学率87%の達成、GDP比2.2%の研究開発費、人口1万人当たりの発明特許保有率3.3件などを具体的な数値目標として掲げている。また、②エネルギー効率や環境対応については、計画期間中に1次エネルギー消費に占める非化石エネルギーの割合を11.4%に高めることや、GDP1単位あたりのエネルギー消費量、二酸化炭素排出量をそれぞれ16%、17%削減することなどを目標としている。中国政府の政策実行能力を勘案すれば、これらの目標は最終的に概ね達成されるものと思われるが、総じて長期的な課題であり、少なくとも今後1～2年先の経済成長に与える影響は限定的であろう。

格差是正により消費主導の成長実現へ

また、③個人消費を経済成長の軸とする手段としては、内陸部と沿海部、都市部と農村部の格差是正による所得水準の底上げを基本としている。今回の5ヵ年計画では、所得の年平均増加率について、都市部可処分所得、農村部純収入ともに7%以上の増加ペースが目標とされており（前ページ表）、ここからは所得格差縮小の方向性は窺われない。しかしながら、昨年来の大幅な最低賃金引き上げやインフラ投資における政府の内陸部重視スタンスは、都市部の低所得者や農村部の多い内陸部の所得底上げを目指すものであり、政府は今後もこのような形で格差縮小を伴った所得増を促す方針であると考えられる。

また、5ヵ年計画には都市化比率（全人口に対する都市部人口の比率）を2010年の47.5%から2015年に51.5%まで引き上げると同時に、都市部において4,500万人の雇用拡大という目標も掲げられている。都市化の進行は、所得水準の低い農村部から所得水準の高い都市部への人口移動を意味するため、結果として平均所得の押し上げにつながる。ただし、農村部から都市部への人口移動を促すためには、都市部における生活環境の優位性が求められる。政府は、都市部の魅力を高めるため、サービス産業（第三次産業）¹の裾野拡大により都市部の雇用機会拡大を狙うほか、都市部において公的住宅（保障性住宅²）の整備を進める方針も5ヵ年計画に盛り込んだ。これらの具体的な数値目標は、GDPに占めるサービス産業の比率の引き上げ（2010年43.0%→2015年47.0%）、保障性住宅3,600万戸の建設などである。



こうした所得底上げを中心とする生活環境改善策やサービス産業の裾野拡大は、成熟化が進む個人消費のさらなる拡大に結び付くとみられる。ただし、農村部における余剰労働力は乏しくなりつつあるため³、農村部からの人口吸収により都市化を進めるためには、農業の生産性向上が必要となる。5ヵ年計画では、農業基盤の強化も構造調整を進めるための目標として掲げられており、その行方は政府の目指す「経済発展モデルの転換」をより確実にするための重要なカギを握ることとなる。

インフレ抑制のため人民元高を容認

④インフレ抑制については、最近のインフレ率上昇が、主に国外に起因する原油などのエネルギー価格高騰のほか、内外両方に原因を抱える食料品価格の上昇や、国内の問題である賃金上昇など、複数の原因を背景としているため、それぞれに応じた対応策が必要となる。マクロ経済政策に限れば、国外要因に対しては人民元の上昇容認による輸入価格の抑制が、国内要因に対しては資金供給の抑制を中心とした金融引き締め策が基本となる。

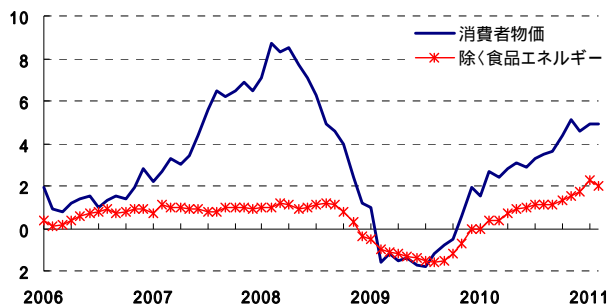
¹ 5ヵ年計画におけるサービス産業の定義は広義であり、狭義のサービス業のほか、運輸通信、卸小売などを含んだ第三次産業全体を指す。

² 政府が低所得世帯に提供する、基準や価格、賃料が定められた住宅。

³ 2010年8月9日付け「中国経済情報2010年8月号」参照。

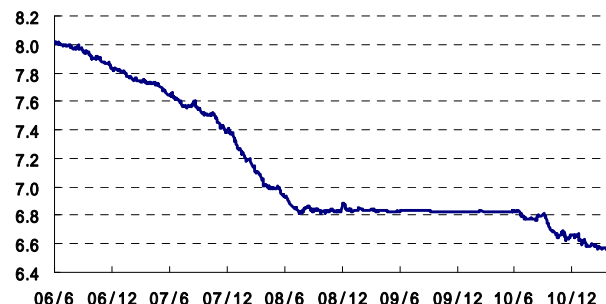
人民元相場は、昨年6月以降、4月初めまでの10ヵ月弱の間に米ドルに対して約4%上昇した。上昇テンポは、輸出企業が許容範囲としていた年3%程度を上回る速さである。しかしながら、2008年に原油価格が1バレル=140ドル台まで上昇した局面では、半年間で6%以上というより速いテンポで上昇したこともある。このため、政府・人民銀行は、最近の原油価格や海外における食糧価格の急騰によるインフレ圧力を緩和するため、人民元の上昇テンポ加速を容認する可能性もあろう。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

人民元相場の推移(元/ドル)



(出所)CEIC DATA

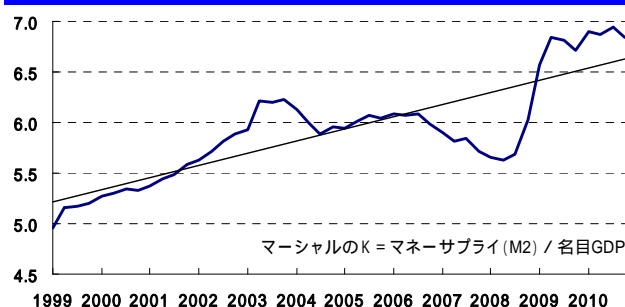
金融政策は緩和的な状況が続く

金融政策については、昨年初来、政策金利を4回(計100bp)、預金準備率を計9回(450bp)引き上げているが、未だに過剰流動性が農産物の一部や住宅価格の押し上げ圧力となっている。数次に渡る利上げが行われたとはいえ、預金基準金利(定期預金1年物)は3.25%であり、4%を超えるインフレ率よりも水準が低いため、金融政策は緩和的な状況と言わざるを得ない。インフレ抑制のため、今後も実質預金金利がプラスになるまでは利上げが継続されることとなろう。

金融市場が十分に成熟していない中国においては、金利政策よりも資金供給量を調整する方がより効果的であると考えられる。その意味では、政策金利よりも銀行貸出やマネーサプライの動向が注目される。一般的にマネーサプライの水準を測る上では、名目GDPとの比較が有効とされており、マネーサプライと名目GDPとの比率(マーシャルのK)がトレンドからどの程度乖離しているかによって、資金供給量が過剰(不足)であるかを判断することができる。

アジア通貨危機による混乱から脱した1999年以降の中国におけるマーシャルのK(マネーサプライM2/名目GDP)の推移を見ると(右下図)、2006年から2008年にかけて金融引き締めが強化されたためトレンド線から大きく下方に乖離した後、リーマンショック後の大幅な金融緩和により一気にトレンド線を上回る水準まで上昇、その後は概ねトレンド線に並行して推移している。すわなち、現在の資金供給量は経済規模(名目GDP)に比して過剰な状態が続いていることを示唆している。実際に2010年のマネーサプライ(M2)は前年比19.7%と大幅に増加、その伸びは名目GDPの16.7%を上回っており、金融政策は緩和的な状態が維持されたと言える。政府は、2011年のマネーサプライの目標を前年比16%としているが、実質GDP成長率が目標の8%程度にとどまるとすれば

マーシャルのKの推移



(出所)CEIC DATA

名目 GDP 成長率は 14%程度になるとみられるため、資金供給量が過剰な状況が続くことになる。今後も資金供給面からのインフレ圧力が残る可能性が高い。

2011 年の政策目標

政府は、以上の政策を進めることで、5 カ年計画の期間中、輸出、投資、消費のバランスを重視した成長を目指している。そして、1 年目となる 2011 年は、小売販売額（小売総額）を 2010 年の前年比 18.4%から 16%程度と小幅な鈍化にとどめる一方で、固定資産投資を前年比 22.4%から 18%程度へ大幅に伸びを抑制し、前述の通り実質 GDP 成長率を 10.3%から 8%程度に抑制する方針である（右図）。また、輸出については、投資を中心に内需の伸びの鈍化を見込む中で 8%の成長を達成するため、比較的堅調な拡大を想定しているとみられる。

2011 年の主要経済指標目標

	2010 年実績	2011 年目標
実質 GDP	10.3%	8%程度
名目 GDP	16.7%	14%程度
小売総額	18.4%	16%
固定資産投資	24.4%	18%
マネーサプライ	19.7%	16%
消費者物価	3.3%	4%
失業率(都市部)	4.1%	4.6%以下

(注) 名目 GDP の目標値は当社による試算

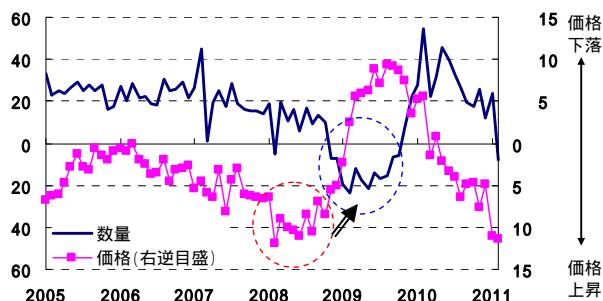
2. 2012 年までの経済見通し

第 12 次 5 カ年計画に示された経済政策を踏まえると、今後の中国経済を見通す上では、人件費や人民元上昇の下で輸出は堅調な拡大を続けられるのか、インフレ圧力が残る中で個人消費は政府の思惑通り成長を牽引できるのか、固定資産投資の伸びは大きく鈍化するのかが、主な需要項目における重要なポイントとなろう。以下では、最近の情勢を確認しつつ、これらのポイントについて整理し、2011 年から 2012 年にかけての中国経済を展望する。

輸出：人件費コストと人民元の上昇により今後は増勢鈍化

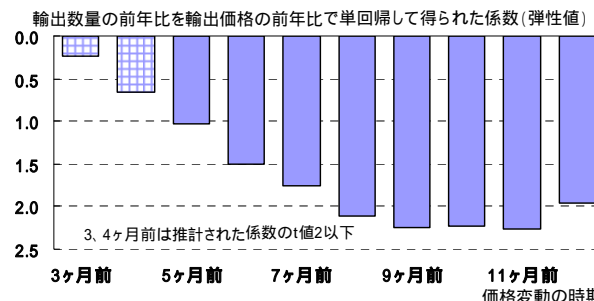
昨年来の人件費コストや人民元相場の上昇にかかわらず、これまでのところ輸出は堅調な拡大を続けている。現時点で実績が確認できる 1~2 月平均の輸出（ドルベース）は、前年同期比 21.3%と 10~12 月期の 24.9%から伸びがやや鈍化した。しかしながら、当社試算の季節調整値では、1~2 月平均の水準は 10~12 月期に比べ 3.7%上回っている。10~12 月期の前期比が 2.8%であったことと比べると、むしろ増加テンポは加速している。

輸出数量・価格指数の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

価格変動に対する輸出数量の弾力性(弾性値、%)



(出所)当社による分析結果

しかしながら、輸出品の単価（ドルベース）は、2010 年 12 月の前年同月比 4.9%から 2012 年 1 月には 11.0%まで上昇幅が拡大、2 月も 11.4%と高い伸びが続いた（上左図）。人件費コストや人民元の上昇が徐々に輸出品価格に転嫁されているとみられる。こうした輸出品価格の上昇は、輸出競争力の

低下を通じて輸出を減少させる恐れがある。

過去のデータに基づく分析結果によると（前ページ右図）⁴、輸出品価格が上昇（下落）すると3ヶ月目から輸出数量を押し下げ（押し上げ）始め、9～11ヶ月目頃にその影響が最も大きくなる。この分析を踏まえると、2011年1月からの輸出品価格上昇の影響は、3月以降徐々に表面化し、秋口頃に最も大きく輸出数量を押し下げることになる。

政府は、輸出品の付加価値向上により価格上昇の影響を緩和する方針であるが、その効果が現れるには相当の時間を要するとみられる。また、上記の分析によると1%の価格上昇は輸出数量を2%強押し下げるとの結果が得られた⁵。すなわち、10%を超える価格上昇は、輸出を数量ベースで20%以上押し下げることになる。分析の精度を考慮しても相当の押し上げ要因となろう。さらに、人件費や人民元は引き続き上昇が見込まれることから、2011年から2012年にかけて輸出品価格の上昇が輸出の増勢を大幅に抑制することとなろう。

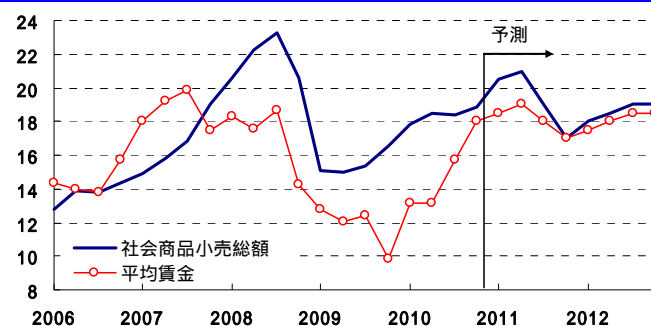
個人消費：所得環境の改善を背景に堅調な拡大が続く

個人消費は、小売動向を見る限り、拡大ペースが鈍化している。1～2月平均の社会商品小売総額は、前年同期比15.8%と12月の19.1%から伸びが大きく低下した。飲食料品（1～2月平均前年同期比22.9%：2月前年同月比6.2%）や衣料品（22.2%：5.4%）、化粧品（16.1%：8.2%）、教養娯楽商品（21.6%：7.5%）、家電製品（17.9%：6.3%）などの販売が春節時期に振るわなかった一方で、石油製品（33.7%：37.7%）は伸びが高まっている。こうした動きを踏まえると、物販が幅広く伸び悩んだ背景には、春節商戦で好調が伝えられた旅行や外食などサービス支出へシフトしたことに加え、原油価格上昇による影響が出たことが考えられる。

やや減速感が見られるとはいえ、今後の個人消費は、政策的な後押しを受けて所得環境の持続的な改善が期待できることから比較的堅調な拡大が続こう。昨年から最低賃金（月給）は大幅に引き上げられており、上海市では2010年1月の960元から2011年4月には1,280元（約16,000円）まで33%引き上げられたほか、同じ期間に北京市では45%、大連市では57%引き上げられた。また、東北部の吉林省長春市でも2010年5月に26.2%引き上げられ、2011年にはさらに20%引き上げる方針が示されるなど、大幅賃上げの動きは沿海部だけでなく内陸部へも広がっている。低所得者層の賃金が底上げされた結果、全国平均の賃金は2009年10～12月期の前年同期比9.9%を底として、2010年7～9月期には15.7%まで伸びが高まっている。

原油や食料品価格の上昇により消費者物価の伸びが高まり、消費者の購買力を蝕んではいるものの、物価上昇率は前年同月比4～5%程度であるため、こうした物価上昇分を除いても、賃金は実質ベー

賃金と小売販売の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

⁴ 輸出数量（前年比）と輸出価格（前年比）の単回帰による分析。推計期間は2006年1月から2011年2月。5～12ヶ月前の輸出価格については、推計された係数のt値が2を上回り統計上有為に負の相関関係が認められた。

⁵ 本分析は統計上の制約により需要要因を含まない価格要因のみによる輸出関数を用いているため、推計結果は相当の幅を持っておく必要がある。

スで前年比 1 割以上も上昇している。さらに、政府の進めるインフレ抑制策により、賃金上昇を上回るほど大幅な物価上昇は避けられる可能性が高く、消費マインドが冷え込んで個人消費が停滞するような事態は見込み難い。そのため、今後もこれまで見られた平均賃金と小売販売額の比較的安定した相関関係（前ページ図）が維持され、今後の個人消費は賃金上昇に見合った拡大を続けると予想する。

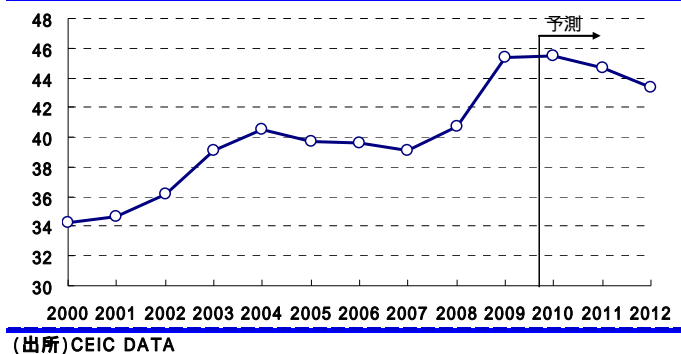
固定資産投資：潤沢な資金供給と生活インフラ整備の継続で堅調拡大

固定資産投資は、1～2 月累計で前年同期比 24.9%の高い伸びとなり、堅調さが確認された。今回から集計対象が変更されたため統計の連続性はないが旧統計の 10～12 月期 23.9%と比べても伸びは遜色なく、前年比で 2 割を超える堅調な拡大が続いていることは事実である。固定資産投資の約 7 割を占める公共事業関連⁶が 27.1%と高い伸びを記録し全体を牽引したほか、製造業が 52.6%と急増したことが目立った。

今回の 5 ヶ年計画では、固定資産投資の伸びの大幅な抑制が計画されているが、少なくとも 2011 年については、さほど抑制が見込めないであろう。理由の一つは、2010 年 7 月に打ち出された西部地域におけるインフラ投資 6,822 億元の実行が本格化し 2011 年前半の固定資産投資を押し上げることである。また、金融政策は景気に中立な方向へ修正されつつあるものの、前述の通り 2011 年の資金供給計画はやや緩和的であり、その影響は主に固定資産投資に現れると考えられるためである。そのほか、格差是正のため内陸部や農村部を中心にインフラ整備が継続的に進められることや、賃金上昇を受けて製造業などでは生産性向上に向けた投資需要が高まりやすいことも、投資を拡大させる要因となろう。

この結果、2011 年から 2012 年にかけて、固定資産投資の伸びは小幅な鈍化にとどまる可能性が高い。そして、過剰投資体質の目安である投資比率（GDP に占める固定資産投資の割合）は、2012 年においても 40%を超える高水準が続くと予想される。つまり、経済構造に適した効率的な投資が行われない場合は、日本経済が 90 年代前半に経験したような大幅なストック調整圧力を受けるリスクが残り続けるということである。

固定資産投資比率の推移(対GDP、%)



2012 年までの見通し：成長テンポは徐々に鈍化

以上を踏まえると、2011 年の実質 GDP 成長率は、輸出の大幅な減速に加え、個人消費や固定資産投資も小幅ながら伸びが鈍化することにより、2010 年の 10.3%から低下するとみられる。ただし、政府が目標とする 8%程度までは落ち込まず、9.0%になると予想する。

なお、東日本大震災の中国経済への影響は、押し上げ押し下げ両面あり、均して見れば概ね中立となろう。中国の輸入全体に占める日本のシェアは 12.7%（2010 年）と最大であり、日本からの輸入は

⁶ 公共事業関連とは、不動産、交通運輸、水利・環境、電気ガス水道、公共施設管理、農林水産、教育、科学技術、社会保障関連の合計。

部品や原材料中心、業種は主に電気製品と自動車関連分野である。そのため、これらの業種を中心に、今回の震災によって日本からの部品・資材供給が滞り、生産減、輸出減につながる可能性がある。ただし、部品・資材の在庫は十分にあり、一部は国内で代替生産が可能のため、当面は大きな下押し要因とはならない見込みである。一方で、日本において震災により供給量が減少した製品分野においては、代替需要として中国からの輸出増が見込まれ、景気を押し上げる要因となる。ただし、日本企業と中国企業が輸出市場で競合する分野はさほど多くはないことから、震災復旧に時間がかかれば生産・輸出減による景気下押しの影響がより強く出る可能性がある点に留意しておきたい。

また、2012年については、インフレ抑制により個人消費の堅調な拡大が続く一方で、輸出や投資の伸びは引き続き鈍化することが見込まれるため、実質GDP成長率は8.3%へ低下すると予想する。今後2年間の中国経済は、政府目標を上回る成長率を続けるものの、政府が進める経済構造改革の方向性に従って徐々に成長速度を落としていくこととなろう。

中国の成長率予測

前年比, %, %Pt	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 予想	2012 予想
実質GDP	14.2	9.6	9.2	10.3	9.0	8.3
名目GDP	19.6	18.5	9.6	16.6	15.4	13.8
個人消費	16.5	15.7	9.5	18.7	18.2	19.4
固定資産投資	18.2	23.2	22.3	16.8	13.4	10.3
在庫投資(寄与度)	(0.9)	(1.2)	(▲0.8)	(1.3)	(0.4)	(0.3)
純輸出(寄与度)	(3.0)	(0.3)	(▲2.9)	(▲0.3)	(0.6)	(0.2)
輸出	19.8	7.2	▲17.2	30.0	10.7	9.6
輸入	15.1	8.3	▲12.6	37.3	9.6	8.6

(注)2010年以降の名目GDPの内訳は当社による推計値。(出所)中国国家统计局

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。見通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。