

中国経済の回復は続くか

内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（海外担当）付

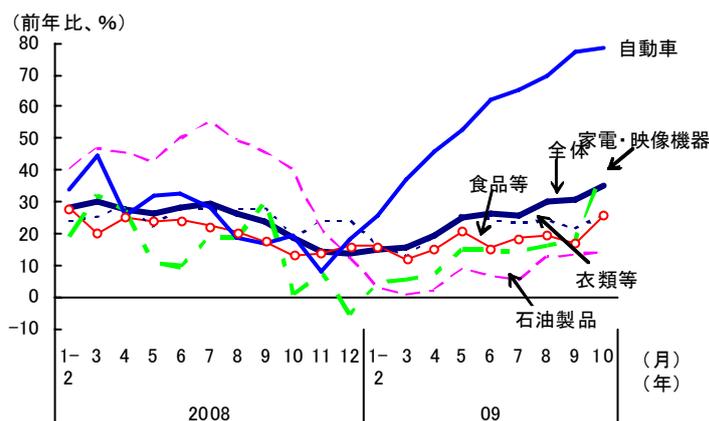
高瀬 由希子・中野 英太郎・石黒 智也

中国では、2008年秋の世界金融危機後、09年初にかけて景気は後退していたが、08年11月に発表されたインフラ投資を中心とする4兆元規模の対策や、自動車・家電を対象とする消費刺激策等の効果もあり、景気は内需を中心に回復している。一方、緩和的な金融環境の下で、マネーサプライが急増しており、そうした余剰資金が資産バブルをもたらすことが懸念されている。以下では、中国経済の回復を支える消費及び投資の持続性について検証するとともに、株式市場、不動産市場の動向についてみてみたい。

1. 消費の持続性

社会商品小売総額（名目）をみると、08年と比較して伸びは鈍化したものの、09年初以来、前年比15%程度の堅調な推移を続けている。09年の特徴としては、①年初から秋にかけて農村部の伸びが都市部の伸びを上回ってきたこと、②品目別では、自動車の伸びが全体の伸びを大きくけん引していることが挙げられる。こうした背景には、09年初から実施されている消費刺激策の効果があると考えられる。消費刺激策は、品目としては家電と自動車であり、当初は主に農民を対象としていたが、年半ばには都市部を対象とする施策も導入されている。特に効果をあげているのが、農民を対象とした自動車購入補助（「汽車下郷」）や、排気量1,600cc以下の小型乗用車購入に係る車両取得税の半減といった自動車関連の施策であり、両施策の対象である1,600cc以下を対象に乗用車販売は急増している（図1）。

図1 小売販売額(品目別伸び率):自動車の伸びが顕著



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
 2. 一定規模以上企業（年間売上高500万元以上）を対象としている。
 3. 08年のシェアは以下のとおり。自動車（21%）、石油製品（21%）、食品（15%）、衣類（11%）、家電・映像機器（8%）、その他（24%）。

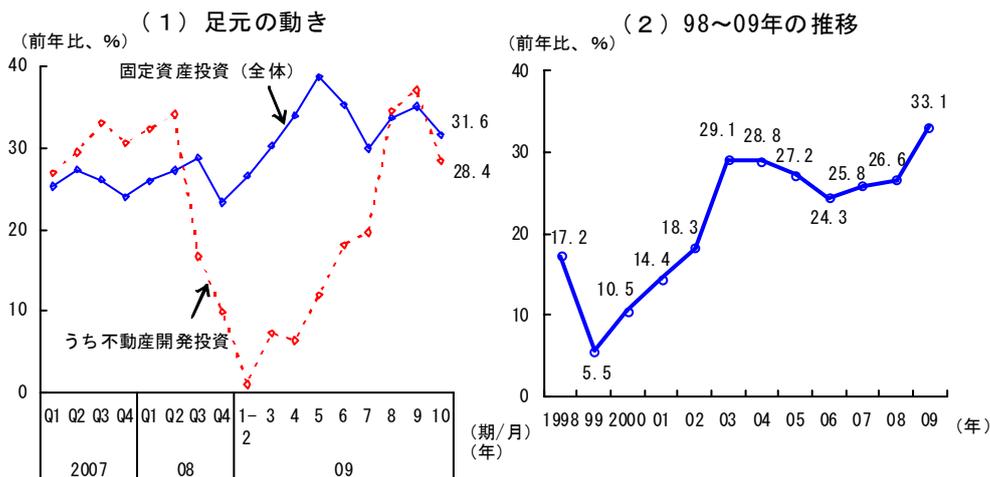
現在の消費の回復は上記のような政策効果に支えられている面もあるが、消費の先行きはどうか。消費を巡る環境をみてみる。①雇用情勢については、09年初は悪化が懸念されていたが、都市部登録失業率は09年1～3月期以降、3四半期連続横ばいで推移しており、求人倍率も08年10～12月期の0.85倍を底に、09年7～9月期には0.94倍まで回復している。②所得動向については、都市部におい

て可処分所得の伸びは過去の高い伸びから大きく鈍化しているが、09年7～9月期に平均賃金の伸びがやや上昇に転じるなど、下げ止まりの兆しもみられる。③消費者マインドについては、消費者信頼感指数が09年3月を底に改善しており、都市部預金者を対象としたアンケート調査における所得見通しが8月調査ではわずかながら改善するなど、改善傾向がみられる。このように消費を巡る環境は改善基調にあり、それに加え、消費刺激策について、09年末で一部終了が予定されていたが、12月に実施期間の延長等の拡大方針が決定された。また中国では自動車、家電ともに新規需要拡大の余地も大きく、以上を総合的に判断すると、消費は当面堅調に推移していくものと見込まれる。

2. 中国の投資の持続性

固定資産投資（都市部）は、08年9月に発生した世界金融危機の影響を受け、年末にかけて減速基調にあったが、08年11月に打ち出された4兆元の対策を始めとする内需拡大策の下支えや金融緩和により、09年年初から再び伸びが高まった（図2）。09年3月以降はおおむね前年比30%超の高い伸びが続いており、1～10月累積の伸びからみると、09年は過去10年間で最も高い伸びとなる。また、固定資産投資全体の2割超を占める不動産開発投資は、不動産需要の高まりを背景に09年初から徐々に伸びを高め、09年8月以降の伸びは08年6月の減速前の水準にまで回復している。

図2 固定資産投資（都市部）：09年は過去10年間で最も高い伸び



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 月次、四半期の伸びは内閣府推計値。
3. 09年の値は1～10月累積の伸び。

中国政府は08年11月に内需拡大策を打ち出し、10年末までのおよそ2年間に鉄道等のインフラ投資や災害復興プロジェクト等を含む4兆元規模（約53兆円、名目GDP比約13%）の対策を実施すると発表した。この4兆元の対策の効果もあり、固定資産投資（都市部）の伸びは高まっていった。部門別にみると、対策が開始された08年10～12月期には鉄道や道路を含むその他運輸への投資が急拡大し、09年も引き続き増勢を保って推移した。また、製造業では、輸出関連産業である繊維等一部の業種では弱い動きとなっているが、4兆元の対策を含めた一連の景気刺激策の影響を受けたと思われる電気機械や非金属業（セメント等）等では高い伸びが続いた。

投資の先行きについて、10年を見通したとき、中国の景気は回復基調にあり、4兆元の対策も継続することから、投資は引き続き拡大していくとみられる。ただし、鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学、多結晶シリコン、風力発電といったいわゆる「生産設備過剰業種」においては、今後投資が抑制される見通しである。また、今後の投資の下方リスクとして、中国の景気回復が軌道に乗った際の公的投資の削減や金融引締めへの転換が挙げられ、この場合、投資の伸びは前年比20%台半ばに抑制される可能性がある。

3. 資産バブルの可能性

(1) 緩和的な金融環境

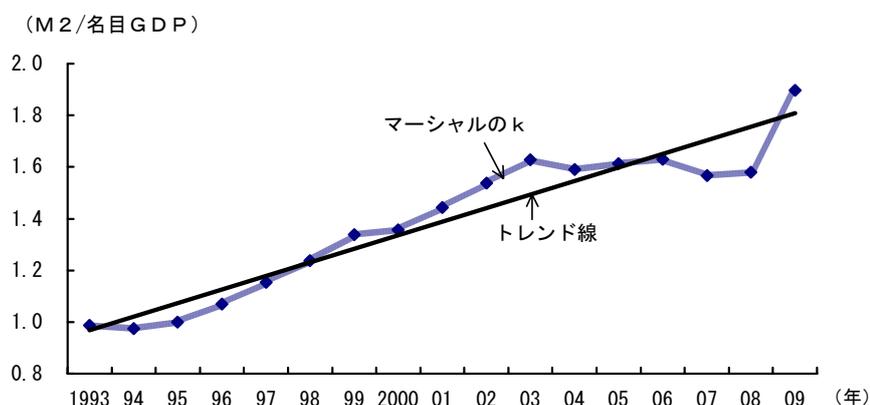
①銀行貸出の増加

銀行貸出は、08年11月の総量規制撤廃後急増し、09年1～10月の新規貸出額は8兆9,027億元と、全人代で設定された「年間5兆元以上」という目標の1.7倍超となっている。新規貸出額の内訳は、中長期貸出が貸出の約半分を占めており、4兆元の対策や地方政府の投資プロジェクト等に振り向けられているものと考えられる。また、直近では、個人向け貸出の割合が高まっており、住宅ローンや自動車ローン等が増加しているとみられ、個人の資金需要も旺盛であると考えられる。

②マネーサプライ (M2) の増加

銀行貸出の増加に伴い、M2も急増し、前年比約30%と高い伸びで推移している。M2の総量を名目GDPで除したマーシャルのkをみると、09年は、1～9月累計で急上昇し、トレンド線を上回っている(図3)。これは、GDPとの対比でみたM2の総量がトレンドを超えて市中に出回っていることを意味している。

図3 マーシャルのk:09年はトレンドを上回る



(備考)1. 国家統計局、中国人民銀行より作成。
2. 09年は、1～9月の伸び率で算出。

このように、銀行貸出が増え、M2の伸びが名目GDPの成長率を上回っている。これは、緩和的な金融情勢を背景に、一部のマネーが株や不動産等の資産へ向かい、バブルが起こっているのではないかとの懸念を持たせる。

(2) 株式市場の動向

上海証券取引所のA株とB株の双方で構成される代表的な株価指数である上海総合株価指数をみると、07年10月に6,000ポイントを超えて最高値をつけたが、その後、下落が続き、08年10月には2,000ポイントを下回った(図4)。しかし、09年に入ってから上昇を続け、8月には3,500ポイントを超え、年初来約84%の上昇となった。このため、株式バブルを懸念する声が聞かれるようになった。しかし、その後は再び下落傾向を示した。この下落の背景には、人民銀行が四半期ごとに発表する「貨幣政策執行報告」(8月5日)において、金融政策の「微調整」(原文では「動態調整」)に言及し、これが、市場への金融引締め観測につながったことが挙げられる。その後、中国政府は金融緩和を継続すると繰り返し市場にメッセージを発しており、株価は再び上昇基調に転じ、9月から10月末の2か月間に約12%上昇している。その後も株価は、07年最高値と比較してなお低く、急激な上昇基調にもない。株価収益率(PE Ratio: Price Earnings Ratio)も、97～08年の平均を下回っている。しかし、大幅な金融緩和により、流動性が過剰とな

っている状況は、株価上昇の背景になっている可能性があり、今後の動向を注視する必要がある。

図4 上海総合株価指数の推移：直近では上昇傾向

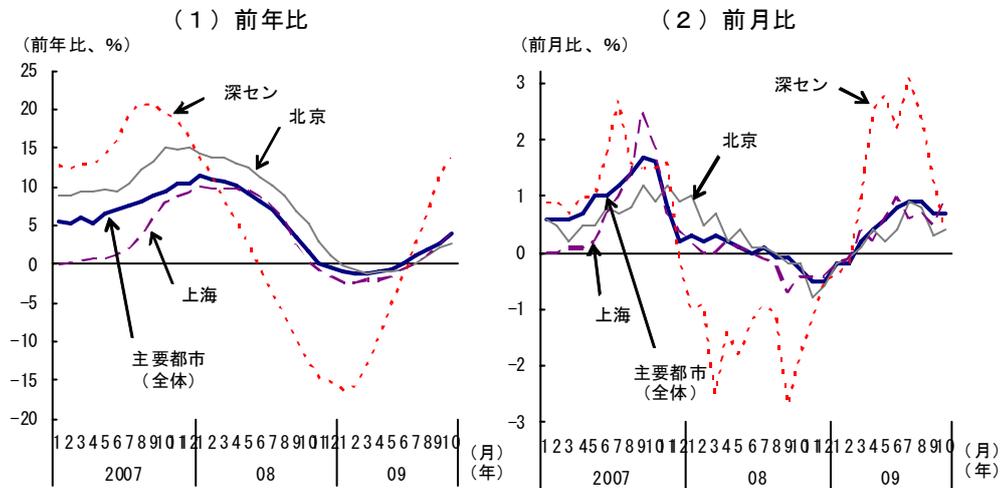


(備考)ブルームバーグより作成。

(3) 不動産市場の動向

中国の不動産市場をみると、09年には公的投資の拡大や各種住宅購入促進策¹を背景に、住宅やオフィス等の需要が急速に高まり、08年半ば以降下落基調にあった不動産価格は上昇に転じている。中国の不動産価格の動向を示す代表的な指標である主要都市建物販売価格をみると、全体では09年3月以降前月比プラスの伸びで推移しており、価格は上昇基調にある(図5)。

図5 主要都市建物販売価格：09年は上昇基調



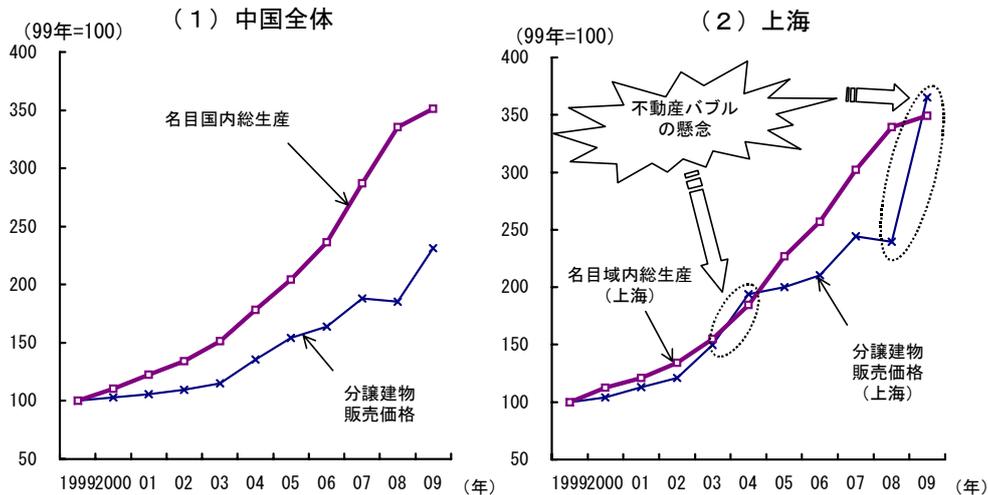
(備考) 中国国家统计局より作成。

次に、不動産バブルの可能性について検証する。統計が入手可能で、かつ不動産価格が比較的安定し、ファンダメンタルズを反映していたとみられる1999年を起点に、名目国内(域内)総生産と分譲建物販売価格の推移をみると、中国全体では、分譲建物販売価格は名目国内総生産を大きく下回って推移しており、09年時点では両者には大きな開きがある(図6)。これは実体経済の成長を不動産価格上昇が下回って推移していることを意味する。他方、上海についてみると、分譲建物販売価格は、不動産バブルが懸念された04年には名目域内総生産を上回る上昇をみせた。また、同年の販売面積の伸びは前年比53.3%増と急増し

¹ 中国人民銀行は、08年10月27日から個人向け住宅ローン金利の下限を貸出基準金利の70%に引き下げるとともに、住宅購入にかかる頭金の下限をこれまでの30%から20%に引き上げる等の住宅購入促進策を打ち出した。

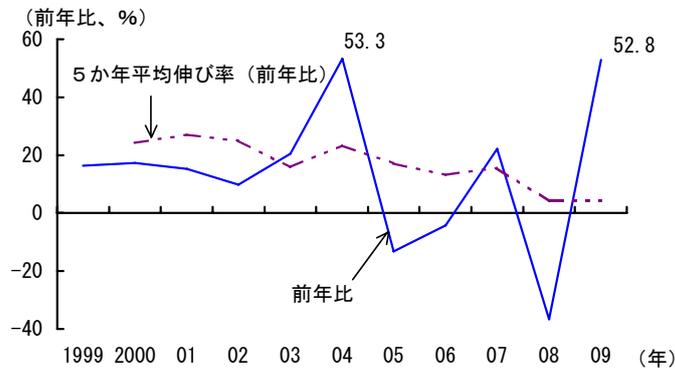
ており、5か年平均伸び率も大幅に上回っていたことから、04年当時、上海では実需に加え、投機的な不動産売買が活発化していたものと考えられる（図7）。05年以降については、分譲建物販売価格は名目域内総生産を下回って推移したが、09年には名目域内総生産を再び上回る上昇をみせており、販売面積の伸びも08年の減少の反動はあるものの5か年平均伸び率を大幅に上回っている。こうしたことから、09年には上海を始め一部の都市で局地的な不動産バブルが発生している可能性があると考えられる。

図6 名目国内(域内)総生産と分譲建物販売価格との比較：上海で不動産バブル発生の可能性



(備考) 1. 中国国家統計局、中国統計年鑑2009より作成。
2. 09年の名目国内(域内)総生産は1～9月累積の伸びを用い、08年の値を乗じて算出した。分譲建物販売価格は1～10月の平均価格を用いた。

図7 分譲建物販売面積(上海、長期時系列)：09年は投機的な不動産売買の可能性



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 09年は1～10月累積の販売面積の前年比を用いた。

以上のように、中国経済は引き続き内需が堅調に推移するとみられることから、回復傾向が続くと見込まれる。ただし、資産価格の上昇が過度なものとなり、金融引締め策がとられ、そしてその効果が予想以上に強く現れた場合に、内需の冷え込みにつながるリスクもあることには留意が必要である²。

(たかせ・ゆきこ) (なかの・えいたろう) (いしぐろ・ともや)

² 2010年1月12日、中国人民銀行は預金準備率を15.0%から15.5%へ0.5%引き上げることを決定した(1月18日実施)。資産バブルが懸念されるなかで、金融引締めの方針に動いている。