

中国短期経済予測（2004～2005年）

《 要 旨 》

1. 中国経済は好調を続けている。政府は投資過熱を警戒しているが、利上げを含む一段の引き締めを行う前に、今しばらく経済情勢を見守る姿勢を採っている。
2. 2004年後半は、投資が本格的な調整に入り、実質GDP成長率は前半の10%前後に対し、8%程度まで減速する。なかでも投資は大幅に鈍化する。輸出も、世界景気の影響を受け伸びが鈍化しよう。一方消費は、雇用環境の改善などから堅調を続ける。2004年は総じて見ると、投資が調整に向かう中、投資と消費のアンバランスがわずかであるが改善に向かい、持続的成長への準備を進める踊り場の年になるといえる。2004年の成長率は8.7%と予測した。
3. 2005年は、前半は減速基調を続けるが、後半には企業の投資意欲の改善や海外景気の再加速などから徐々に回復に向かおう。政府は、外国企業による大型投資が一巡してくることもあり、投資と消費のバランスが取れた成長に向かおう。2005年の成長率は7.2%と予測した。
4. リスクとしては、投資抑制策が全体として効かず、中期的な設備過剰感が一段と強まる。借入依存度の高い企業の中には財務を悪化させ、デフレ、信用不安をもたらすところが出る。投資抑制策が効きすぎ、投資と消費のアンバランスは解消するが、投資がスパイラル的に縮小してしまう、という両面が考えられる。

中国経済予測総括表

		→ 予測				
		2001	2002	2003	2004	2005
実質GDP	前年比%	7.3	8.0	9.1	8.7	7.2
固定資産投資	前年比%	12.1	16.1	26.7	20.0	10.0
社会消費品小売総額	前年比%	10.1	8.8	9.0	11.0	10.5
輸出(ドルベース)	前年比%	7.0	22.1	34.6	21.5	11.5
輸入(ドルベース)	前年比%	8.2	21.2	39.9	28.5	10.0
貿易収支	億ドル	230.9	303.4	253.8	14.3	93.5
経常収支	億ドル	174.1	354.2	458.7	164.3	193.5
消費者物価指数	前年比%	0.7	-0.8	1.2	4.2	3.0
香港実質GDP	前年比%	0.5	2.3	3.3	5.5	4.0



お問い合わせ先：調査部(東京)海外班 鈴木貴元 E-Mail: tsuzuki@ufji.co.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

景気の現状 ～ 過熱の様相を強めた 2004 年前半

2003 年、中国経済は投資ブーム、住宅ブーム、自動車ブームを背景に力強く成長した。2004 年に入ってから好調さは続き、1-3 月期の実質 GDP 成長率は 9.8% に加速した。デフレ懸念の後退や雇用環境の改善を背景に、消費が投資と共に伸び率を高めた。また、輸出に伴う増徴税の還付率が引き下げられる一方、外国企業の中国生産シフトが一段と進んだことから、輸出が堅調さを保ち、成長率全体を押し上げた。

足元、4-6 月期の成長率も 10% を超える模様である。投資は、政府が 2 月の金融工作会議をきっかけに銀行への窓口指導を強化、企業に対しても投資認可の厳格化を行うなど、引き締め策を強化していることを背景に、4 月以降減速の兆しが見えるが、地方政府や民間企業、外国企業の楽観的な姿勢が続いており前年比 25% 程度の伸びとなりそうだ。消費は昨年 SARS で落ち込んだ反動も現れ同 15% 前後増加しよう。また輸出についても、円、ユーロに対して元が割安な中、IT 関連を中心に受注が好調であり、30% 程度の伸びを確保する見込みである。貿易収支は、輸入の伸びが投資の減速によりやや鈍化するため、若干の黒字に転換すると予想される。5 月の消費者物価上昇率が前年同月比 4.4% と政府が利上げの目安としている 4% を超えたが、これまでの引き締め策により鉄鋼などの素材価格が下落に転じており、政府は利上げを含む一段の引き締めを行う前に、今しばらく経済情勢を見守ると考えられる。

1. 予測の概要

2004 年 ～ 年後半投資の調整により景気は減速へ

2004 年後半は、投資が本格的な調整に入るため、実質 GDP 成長率は前半の 10% 前後に対し、8% 程度まで減速すると予想される。

投資は、政府の引き締め策に加え、機械業界を中心とする利益率の悪化や過剰投資による稼働率の低下により、年前半の前年比 30% 強から後半には同 10% 程度まで大幅に鈍化する。政府が過熱を特に警戒する鉄鋼、アルミ、セメント、化学以外にも、資本財を生産する一般機械や特殊機械など製造業を中心に大きく落ち込むと予想される。また、不動産投資も政府の強い監視の下で伸びを鈍化させよう。ただし、政府の引き締め政策は非効率な投資や過剰生産をもたらす投資を中心に行われており、投資全体では、通年で 20% 程度の伸びが確保され、ソフトランディングに成功したと評価されることになろう。

図表 1 中国経済予測総括表

		→ 予測				
		2001	2002	2003	2004	2005
実質 GDP	前年比%	7.5	8.3	9.1	8.7	7.2
固定資産投資	前年比%	12.1	16.1	26.7	20.0	10.0
社会消費品小売総額	前年比%	10.1	8.8	9.0	11.0	10.5
輸出(ドルベース)	前年比%	7.0	22.1	34.6	21.5	11.5
輸入(ドルベース)	前年比%	8.2	21.2	39.9	28.5	10.0
貿易収支	億ドル	230.9	303.4	253.8	14.3	93.5
経常収支	億ドル	174.1	354.2	458.7	164.3	193.5
消費者物価指数	前年比%	0.7	-0.8	1.2	4.2	3.0
香港実質 GDP	前年比%	0.5	1.9	3.2	5.5	4.0

(出所) C E I C、予測は U F J 総合研究所調査部

輸出は、世界的なIT更新需要の盛り上がりは年内下支え要因となるが、世界景気自体は減速に向かうため、伸びは鈍化傾向となる。通年では前年比21.5%増と予想する。消費は、自動車や携帯電話ブームは一巡すると見られるが、雇用環境の改善により都市部で賃金の比較的高い上昇が続く一方、農村部で食品価格上昇による農業所得の増加と出稼ぎ収入の増加が続くため、総じて堅調な伸びを続けよう。投資の鈍化も、ソフトランディングに成功したと評価されるため、家計のマインドに与える影響は小さいと予想される。

消費者物価は、食品価格と賃金の上昇に加え、足元までの素材価格上昇の製品への転嫁が緩やかに進むことから年内は上昇圧力が残ろう。通年では4.2%と予想する。

2004年は総じて見ると、投資が調整に向かう中、投資と消費のアンバランスがわずかであるが改善方向に向かい、その後の持続的成長への準備を進める踊り場の年となるといえよう。

2005年 ~ 後半より再加速

2005年前半は景気の減速が鮮明となり、インフレ圧力も後退していく。3月の全人代前の時点では、政府はソフトランディングに成功したとしながらも、非効率な投資を警戒するスタンスを維持しよう。引き締めから緩和への転換は春先以降になる。このため、年前半の景気は減速基調を続けるものと見られる。

年後半は、夏場に2006年からの第11次5ヵ年計画開始に向けて中期的な需要動向やインフラ整備の目標などが示される中で、企業の投資意欲が改善されてくる。加えて、先進国の景気が2005年年央以降再加速してくることから、輸出はそれに若干先行して増勢を強めるとみられる。こうした中で政府は、効率的な投資と農村部も含めた堅調な消費を柱としたバランスの取れた成長を目指すことになる。外国企業による大型投資が一巡に向うこともあり、投資と輸出に偏らない成長に回帰していくと予測する。2005年の成長率は通年で7.2%を見込む。

リスク要因 ~ 投資の上ブレも下ブレもハードランディングにつながる可能性大

最大のリスク要因は投資である。投資抑制策が効かずに投資の伸びが2004年を通して前年比30~40%増で推移してしまう場合と、投資抑制策が効きすぎて、投資の伸びがマイナスに落ち込んでしまう場合の両方のケースが考えられよう。

前者の場合、2004年の成長率は、2003年を上回り9%台となるが、2005年は反動で7%を割る成長に落ち込もう。また中期的な設備過剰感が一段と強まることや、投資抑制のために打ち出す強力な融資規制・金利引き上げが借入依存度の高い企業の財務を悪化させるため、デフレ、信用不安をもたらすリスクも高まる。

後者の場合、中期的には設備過剰感が緩和され、投資と消費のアンバランスも解消されるが、「投資拡大 成長期待 投資拡大」の好循環が絶たれてしまうため、投資がスパイラル的に縮小してしまうリスクがある。中国の財政赤字はGDP比2%台であり、財政の発動も可能であるが、投資がスパイラル的に縮小する中では、消費者のマインドが大きく落ち込む可能性もあり、自律的な回復に委ねた場合には持ち直しに時間を要する可能性がある。

2.項目別予測

(1)投資

投資（固定資産投資）は、2003年6月の不動産融資に関する規制の通達や同年9月の預金準備率引き上げなどの引き締め政策の効果が2003年後半には早くも現れ始めたとみられていた。

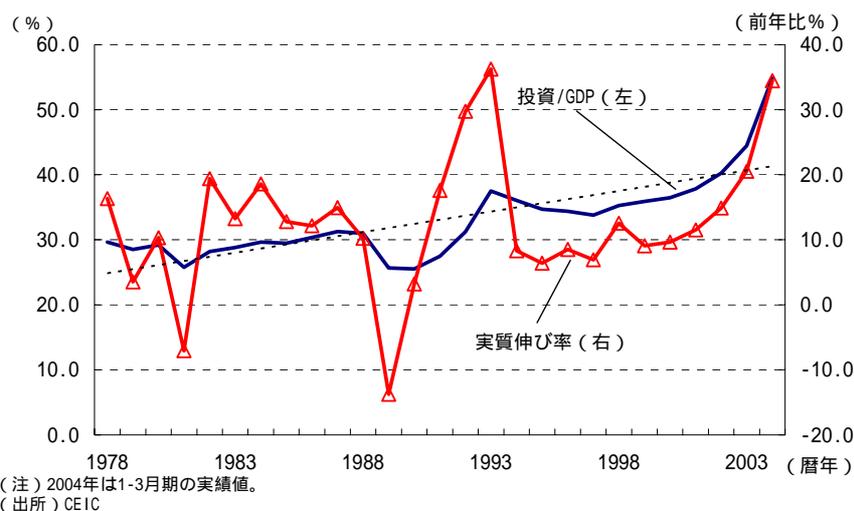
しかし、2004年に入ると、SARSの再流行懸念の払拭や2003年後半の高成長を背景とする楽観姿勢が強まった。また、資本財価格の上昇を受けて、投資を急ぐ動きが広がり、1-3月期の伸び率は前年同期比43%増と再度加速した。GDPに対する投資の比率は、2003年時点ですでに40%を超え、投資の突出が指摘されていたが、2004年1-3月期はさらに50%を超える勢いとなり、政府に強い警戒感を抱かせた（図表2）。

とはいえ、5月半ば以降、1-4月の投資実績が発表されると、投資抑制策の効果が現れてきたのではないかと観測も出てきた。足元1-5月の投資（都市部50万元以上のみ）は前年同期比34.8%増（5月単月では前年同月比18.3%増）と、1-3月に比べて8%ポイント低下した。

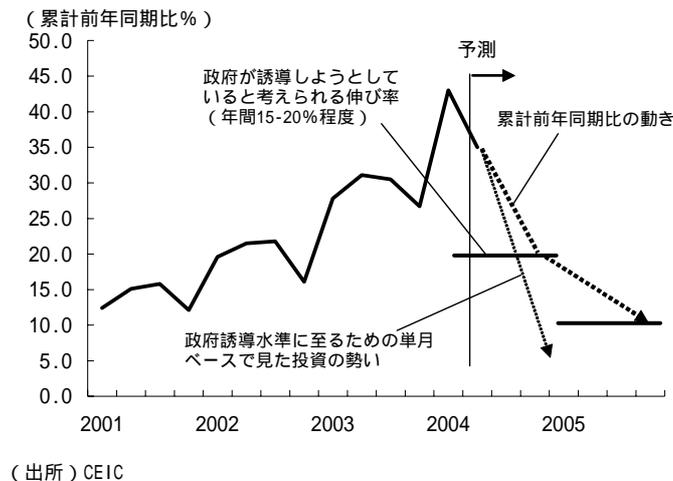
今後は、年後半にかけて伸びが一段と鈍化しよう。年後半は前年同期比10%程度の増加と予測した（図表3）。政府が、投資過熱業種向けの融資について、検査を行うと同時に、整理・整頓行う方針を発表しており、行政指導の効果が本格的に現れてくるとみられる。また、2004年に入って投資・生産コスト増から機械業界を中心に利潤率が低下しており、自律的な鈍化要因も働いてくると見られる。

前述のように、1-3月の伸びが前年同期比75.8%増の伸びとなった製造業を中心に投資の伸びは大幅に鈍化しよう。しかし、電力や運輸などのインフラ関係については比較的堅調に推移することもあり、通年では20%程度の伸びが確保されるため、ソフトランディングに成功したと評価されよう。

図表2 実質投資の伸びと名目投資の対GDP比率の推移



図表3 投資の短期的見通し



政府の引き締めから緩和への転換は、1-3月の景気指標が発表される春先以降になろう。また世界景気の減速に続き、IT更新需要も一巡し、輸出が勢いを落とすため、企業の投資マインドは弱い状況が続くと見られる。このため、2005年前半、投資は減速基調を続けると予想する。

年後半は、2006年からスタートする第11次5ヵ年計画の具体化とともに企業の投資意欲が盛り上がってくる。さらに海外景気も回復してくるため、徐々に投資の増勢も強まると予想される。

中期的には、地方政府の意向や生産拡大ばかりを重視する粗放な企業経営も、投資家の評価や収益率を重視する近代的な経営に転換していくとみられる。また、国有商業銀行の株式会社化、株式市場上場などの動きも、収益意識の高まりを通じて融資選別の動きを促進すると考えられる。その結果、投資競争には歯止めがかかり、非効率な投資は淘汰される方向に徐々に向かうと期待される。

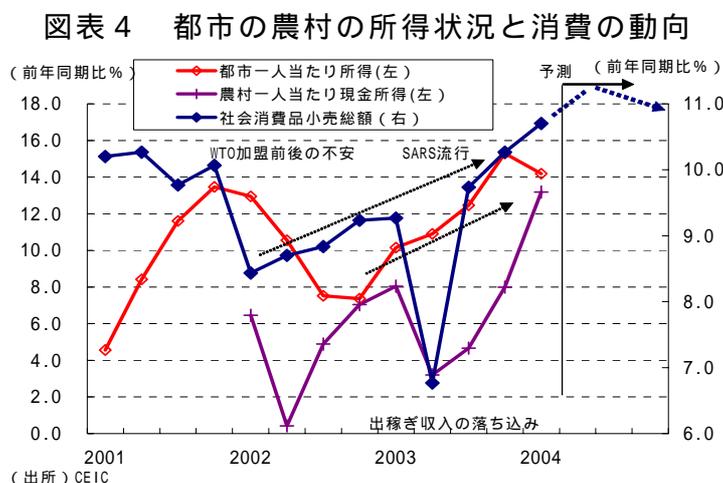
2005年通年の投資は前年比10%程度の伸びにとどまるが、2006年にかけて徐々に加速しよう。

(2) 消費

消費は、2003年前半、生産の好調を背景とする雇用・所得環境の改善や長期的な高成長に対する期待感などから増勢を強めつつあった。SARSの流行で一時大幅に落ち込んだものの、年後半にはSARSの沈静化による反動もあって盛り上がりを見せた(図表4)。2004年に入ってから好調は続き、特に4月以降は、前年の水準がSARSの影響で低かったこともあり、消費の代表的指標である社会消費品小売総額が4月前年同月比13.2%増、5月同17.8%増と高い伸びとなっている。財別に見ると、好調さが目立つのは携帯電話、家電、家具などでここ数年のブーム(住宅、自動車、携帯電話は「新三件」(三種の神器)と呼ばれる)が依然として続いている。ただし、昨年のSARS時の「非接触ブーム」で契約者を伸ばしたインターネットは反動で契約数が伸び悩んでいる。また自動車も伸びは高いが、2003年に比べると勢いを落としてきており、高所得者層の高額耐久財の購入に減速の兆しが見られる。

2004 年後半は、投資・輸出の鈍化が鮮明となり、雇用・所得環境の改善が鈍ることや、銀行の融資審査厳格化により投資用不動産や自動車の購入が抑制されることが予想される。しかし、長期的な高成長に対する期待感は失われず、また政府の中低所得者層をターゲットとした価格対策などもあり、比較的堅調な伸びを確保しよう。2004 年通年の社会消費品小売総額の伸びは 11.5%を見込む。

2005 年は、WTO 加盟時の公約である卸小売業などの規制緩和・撤廃により、これまでやや出遅れていた非製造業部門で雇用の大幅な増加が期待できる。このため生産の減退ほどには雇用・所得環境は悪化せず、また 2006 年からの第 11 次 5 か年計画の全貌が明らかになる中で、当面の景気に対する期待感が強まることが予想される。その結果、消費は景気の下支え役として順調に拡大すると予想される。2005 年の社会消費品小売総額の伸びは 10.5%と予測した。



(3) 輸出入

輸出は、2003 年末の増値税の還付率引き下げ（一部撤廃）前の駆け込み輸出の反動が心配されたが、先進国の景気が力強さを増したことから、2004 年に入ってから、好調を続けている。

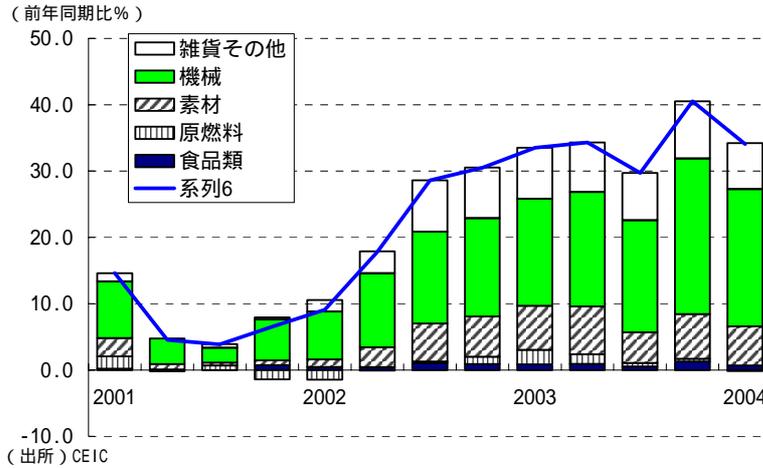
輸出先では、欧米、ASEAN 向けの堅調さが目立ち、製品別では、強い国内需要や増値税還付の撤廃などの影響で一次産品は低い伸びとなっているが、IT 機器、電子機器など機械を中心に好調を維持している（図表 5）。

2004 年後半以降については、世界的な IT 更新需要の盛り上がりが出支え要因となるが、前年の水準が高かったこと（特に 10-12 月）や、世界景気自体が減速に向かうことなどから、伸び率は鈍化しよう。中国の輸出は多国籍企業による企業内貿易や委託加工貿易（外国企業の輸出だけで輸出の 6 割）が中心なため、先進国の需要動向に若干先行する傾向がある。通年の伸びは 21.5%と予想される（図表 6）。

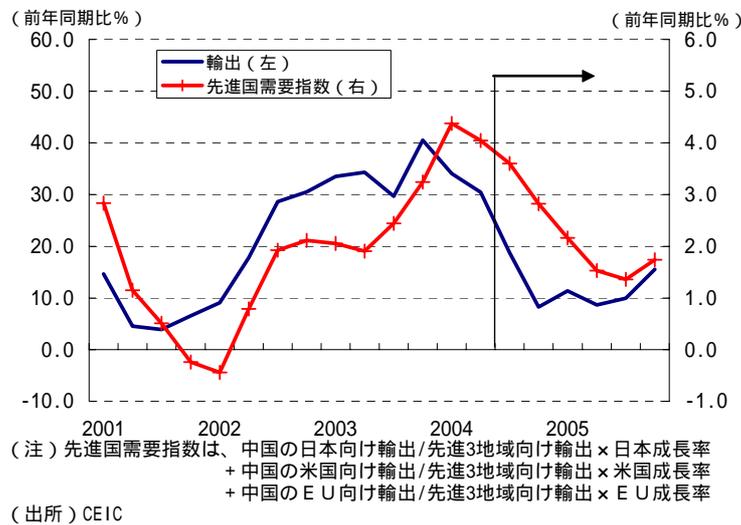
2005 年は、前半、IT 更新需要が調整に向かうことから、低い伸びにとどまるが、年後半、世界景気が再度加速に向かうことから持ち直してこよう。

多国籍企業が競争力強化のために中国への生産シフトを進めているため、世界景気が減速しても減少までには至らず高水準を維持しよう。

図表5 輸出の製品別寄与度



図表6 先進国需要動向と輸出



輸入は、2004 年前半は、投資と輸出の好調とこれを受けた生産活動の活発化から、高い伸びを続けよう(図表7)。2004 年 1-3 月は、原油、精製油、鉄鋼石、鋼材、銅、大豆、植物性油脂、綿花、紙パルプ、天然ゴムの 10 大エネルギー・原材料の輸入が前年同期に比べ 96 億元(約 12 億ドル。数量による増加分が 54.4 億元、価格による増加分が 41.6 億元)増加した。輸入資材価格の上昇も名目ベースでの輸入の伸びを押し上げている。

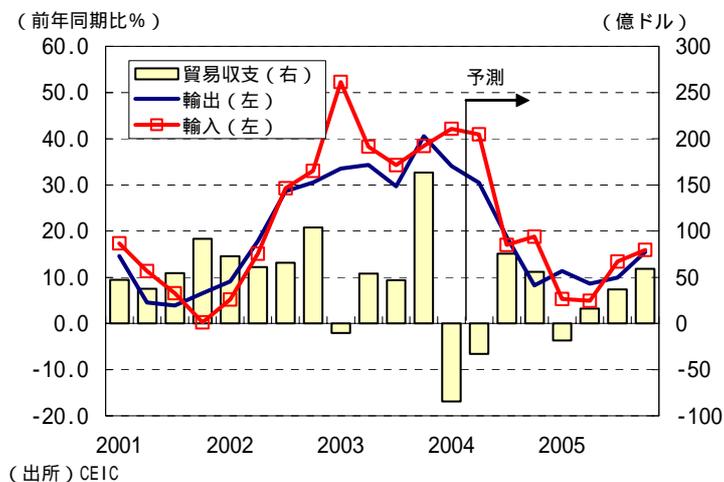
2004 年後半になると投資と輸出が共に減速するが、国内生産がこれまでの投資の立ち上がりもあり比較的高い伸びを続けることや、供給側の事情(価格政策、供給制約)などから資材供給の増産事情などから輸入資材価格も高水準を続けると予想されることから、名目輸入の減速は緩やかなものにとどまろう。

このため、2004 年の貿易収支は、5 月以降黒字基調を続けるものの、黒字幅は大幅に拡大せず、通年では 15 億ドル程度にとどまろう。

2005 年は、国内生産は高水準を維持するが、輸入依存度の高い資本財の需要が減退することに加え、輸入資材価格が安定に向かうため、名目ベースの伸び率は低い水準に

とどまろう。2005年の貿易黒字は、輸出の伸びが輸入を上回る中で、90億ドル強と拡大に転じよう。

図表7 輸出入と貿易収支

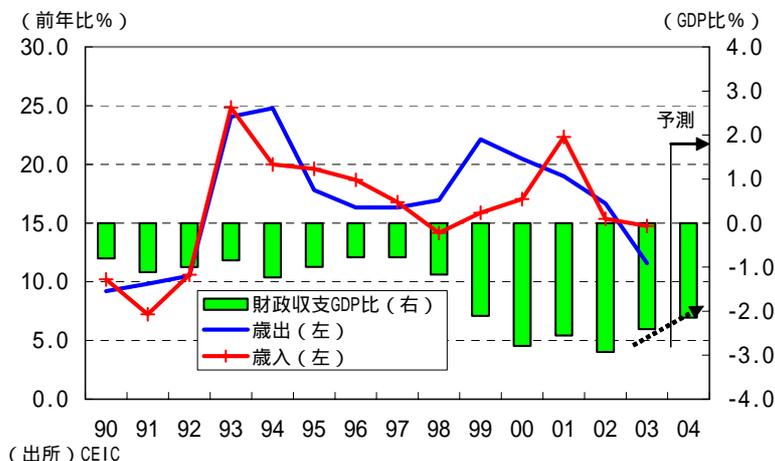


(4) 財政

景気が自律的拡大に向かう中で、建設国債の発行額は2002年の1500億元から2003年には1400億元、2004年には1100億元とさらに300億元削減されることが決定している。

しかし、政府は足元の投資過熱からさらに数100億元を削減することを検討しているようであり、2004年の最終的な発行額は800億元程度に抑制されると予想される。2005年については、5月末、金人慶財政部長が、農業やエネルギー、交通などで投資がなお不足しているとしながらも、足元のインフレ圧力の強まりから財政政策のスタンスを「積極」から「中立」に移行することを表明している。このため、中期的な安定高成長が期待される中で建設国債の発行額はさらに減額され、500～700億元程度にとどまると予想する。ただし、投資が大幅に落ち込むリスクケースに向かう場合は、財政による景気てこ入れのため、再度、増額発行に転換しよう。

図表7 歳入・歳出と財政収支GDP比



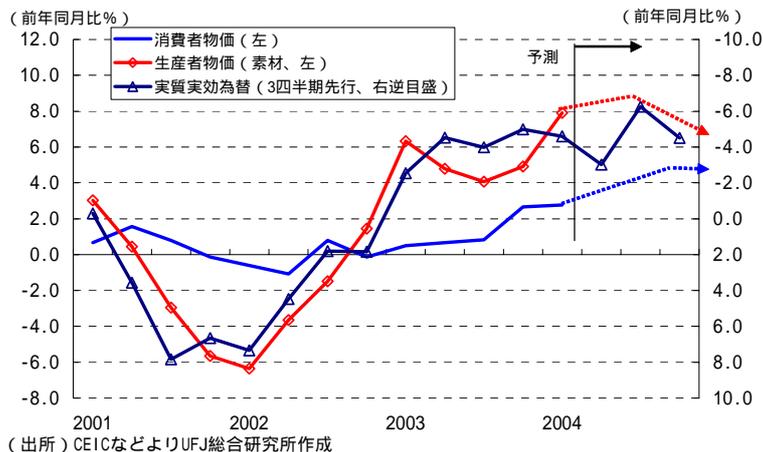
(5) 物価

2003年夏以降、天候不順やドル以外の通貨に対する人民元安、企業の生産コストの製品価格への転嫁を背景に、消費者物価は上昇傾向を強めている。2004年5月には前年同月比4.4%と7年ぶりの高いインフレ率となった(6月は5%台の伸びが予想されている)。

こうしたインフレ圧力は、食品価格や賃金の上昇、企業の素材価格上昇の価格への転嫁などから2004年内は続くと予想されるが、年後半には景気の減速とともに徐々に緩和しよう。政府の投資抑制策により、一部の投機的な価格の上昇が見られていた鉄鋼の価格は下落し始めている。また、在庫増の懸念が強まっている携帯電話や自動車などで価格の下落が予想されている。輸入価格の上昇もドル安の反転が歯止めをかける。2004年通年は4.2%と予測した。

2005年にはさらにインフレ圧力は後退し、物価は安定に向かおう。2005年のインフレ率は3.0%程度と見られる。

図表8 実質実効為替、生産者物価と消費者物価



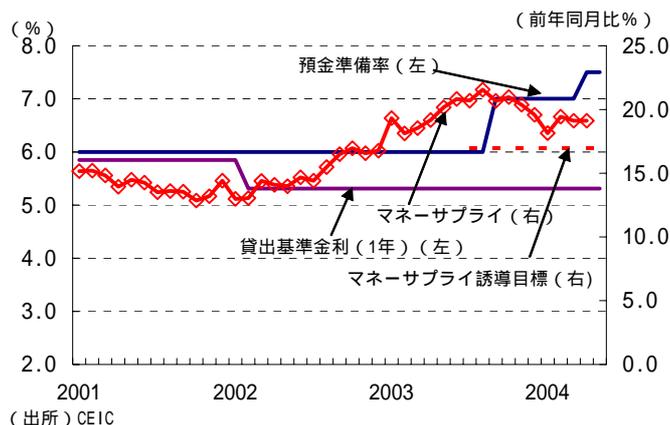
(6) 金融政策と為替レート

2004年に入ると、投資過熱に対する懸念が急速に台頭したため、政府は、2月の金融工作会議をきっかけに銀行への窓口指導を強化。企業に対しても投資認可の厳格化を行い、投資抑制を徹底するようになった。一連の政策の結果、4月以降、投資の伸びに鈍化の兆候がみられるようになったが、その一方で、消費者物価上昇率が上昇傾向を徐々に強めたため、金融政策の焦点は投資からインフレに移りつつある。

2004年後半には、インフレ率は緩やかではあるが上昇基調を辿る、為替レートをペッグしている米国で利上げが行われる、などから利上げ圧力がくすぶりつつけると予想される。しかし、投資過熱が沈静化に向かうことや、マネーサプライの伸びが、政府が目標としている17%前後落ち着いてくるとみられることなどから、基本的には利上げには消極的なスタンスを維持すると考える。ただし、1年物貸出基準金利(5.31%)と消費者物価上昇率(5月4.4%)が逆転し、実質金利がマイナスになることが懸念されていることから、秋の共産党大会に向けての政策立案が始まる前の7月

から8月前半にかけて0.5～1%程度の予防的な利上げが行われる可能性はある。2005年は、インフレ圧力が後退することから、金融政策は中立、緩和へと向かおう。為替レートは、金融改革の中で漸進的に為替レート決定メカニズムの改善を進めるというスタンスを続けると考える。従って人民元の切り上げは2004年から2005年の間には行われず、現行レートが維持されると予想する。

図表9 主要金融指標の動き



図表10 2003年半ば以降の投資過熱抑制を主眼とした金融引き締め策

2003年6月	不動産融資の厳格化を求める「121号文書」を通達
9月	預金準備率を6%から7%へ引き上げ
2004年1月	銀行貸出金利の変動幅上限を拡大(1年物基準金利5.31%の上限を6.90%から9.03%へ引き上げ)
2月	銀行に鉄鋼、セメントなどへの融資状況の検査を通知。省政府に地域投資プロジェクトの整理を厳格に要求
3月	鉄鋼、セメント、電解アルミへの過剰投資に懸念、新規投資を凍結へ。公定歩合を0.63%引き上げ
4月	預金準備率を7%から7.5%へ引き上げ
	鉄鋼、セメント、不動産などへの投資の自己資本金比率を引き上げ、銀行融資比率を削減
	中央政府、連日地方視察訪問。銀行業監督管理委員会が広東省などに調査チーム派遣
	銀行業監督管理委員会、一部銀行に5月1日までの新規融資停止を要請
	江蘇省常州市鉄本鉄鋼の違法製鉄所建設に対し責任者の処分を発表
	安全・環境面で問題のある工場(素材中心)について建設中止、閉鎖、融資停止・回収を通達
5月	石油化学、繊維、製薬業界への融資規制強化
	中央銀行が電力業界などを対象に金利引き上げ
	銀行に固定資産投資向け融資の調査を要請

(出所) 中国金融政策、日本経済新聞など

以上