

# 中国短期経済予測（2004～2005年）

## < 要 旨 >

1. 中国経済は、政府の投資抑制策強化にもかかわらず、足下、投資を牽引役に高成長を続けている。政府は、夏場以降、「投資体制改革」、「土地管理体制改革」、「党の執行能力の強化」によって、企業の投資に関する基準・ルールの明確化、地方政府の規律強化を進めている。同時に9年ぶりの利上げと同時に貸出金利上限規制を撤廃し、銀行の厳格なリスク管理を求めている。しかし、企業・地方政府の投資意欲は根強く、これらの効果が現れてくるのは2005年に入ってからと予想される。
2. 投資と並ぶ牽引役の輸出については、世界景気とデジタル景気の好調や、ユーロ高ドル安の効果、他の発展途上国との通商関係の強化の効果などにより、比較的高い伸びが続いている。しかし今後は、世界景気の減速や一部のデジタル製品の在庫調整などを受けて減速に向かう。
3. 2004年は、投資抑制策が余り効果を発揮せず、世界景気も堅調であったことから、実質GDP成長率は当初の予想を大幅に上回る9.1%となった。2005年は、投資抑制策の効果が現れ、世界景気も減速に向かうため、成長率は7.9%に減速する。ただし、中期的に見た場合の中国経済に対する楽観的な見通しや、2006年からの新5ヵ年計画の実質的な始動により、年後半には、景気は減速から一転再加速に向かう。
4. 留意点は、投資と消費のバランスが十分調整されないまま再加速に向かう可能性が高いことである。中期的な調整リスクはむしろ高まることになろう。



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](mailto: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。

## 1. 総論

### (1) 2004年は投資過熱が進行

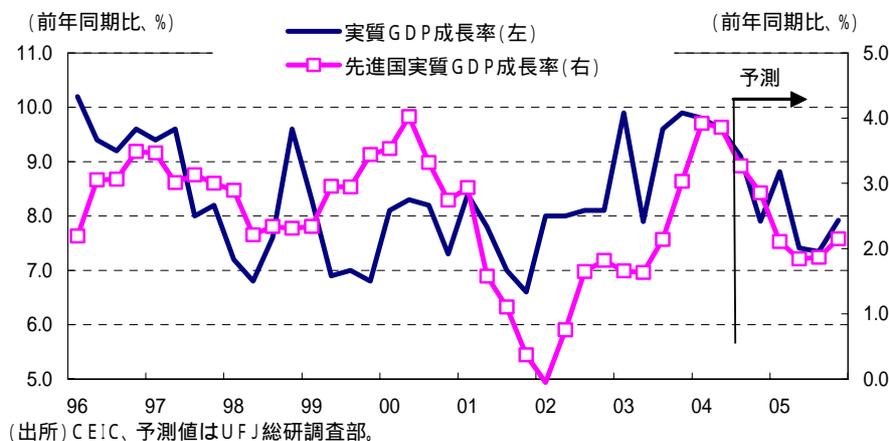
2004年の中国の実質GDP成長率は、当初見通し(2003年12月当社予測)の8.0%、年央修正見通し(6月当社予測)の8.7%を上回り、9.1%と2年連続の9%成長となった模様である(図表1、2)。

2003年後半以降、SARS不安の解消と先進国景気の復調を背景に、消費と輸出が力強い回復を見せ、続く2004年年明け以降は高成長期待を背景に、鉄鋼、セメント、アルミを中心に投資が前年比50%増に迫る伸びを記録して投資の過熱懸念が高まった。このため、春先以降、中央政府が投資抑制策強化へと動いたものの、企業や地方政府の投資意欲は根強く、調整は緩やかなものにとどまった。

企業や地方政府の投資意欲が強かったのは以下の理由による。第一に、中長期的な高成長期待が強い中、これまで輸入に依存していた高級な素材を中国国内で生産しようとする動きが強まったこと。第二に、外資系企業に対する国内販売規制が緩和される中、海外からの直接投資の伸びが再度加速してきたこと。第三に、海外からの直接投資先が北京、上海、広東の三大地域外にも広がりを見せる中、地方での投資が旺盛となったこと。第四に、エネルギーや資源開発、インフラ整備について、電力のボトルネックや水不足、環境汚染などを背景に、政府がこれらに関連する投資を奨励したこと。

そうした中で、輸出に誘発される形で伸びてきた投資が2004年はやや独立した形で好調となった。また消費は、投資の好調から来る雇用環境の改善を背景に、牽引役を高所得者層から中所得者層にまで広げて、堅調に拡大した。低所得者層は、消費の牽引役となるにはなお力不足であったが、農産物価格の上昇や雇用環境改善の恩恵を受けた(ただし、一部で未払い賃金等の問題が起き、デモや争議も相次いだ)。加えて、輸出も日米の力強い景気回復とデジタルブームに支えられ、高水準の伸びを続けた。

図表1 中国と先進国の実質GDP成長率



( 2 ) 2005 年は緩やかに減速後、底打ち反転へ

2004 年 9 月の中国共産党第 16 期四中全会は、「党の執政能力の強化」を訴えた。投資効率化のための「投資制度改革」(2004 年 7 月)や「土地管理体制改革」(2004 年 11 月)を進めても、地方政府が経済発展を歪める投資を奨励したり、企業活動に過度に介入しては、効率化が実現しないばかりではなく、持つものと持たざるものの不平等を拡大させ、持続的な発展を阻害することが懸念されたためである。また、夏場以降、「循環型経済の発展」がしきりに訴えられているが、これも、一段の環境汚染と生態系破壊の進行が、資源不足と相俟って、持続的な発展を阻害しつつあるとの認識を高めているからである。

2004 年後半の経済政策は、10 月 29 日、9 年ぶりの利上げが行われたことにより、行政命令中心のコントロールから金融政策を組み込んだ市場メカニズム併用のコントロールへ移行しつつあるとの認識が広がっている。しかし、注目すべきは、0.27%の利上げと同時に行われた貸出金利上限の撤廃であり、中期的に市場メカニズムをより有効に働かせるために、制度整備を進めたと考えるのが実態を捉えた見方といえよう。

こうした状況下、2005 年の経済は以下のように推移すると予測する。前半は、今回の景気の牽引役である投資が減速に向かう。ここ数年投資を上積みしていた特別国債発行による投資が、農村対策に配慮しながらも減額される方向にある。また企業や地方政府による投資も、投資抑制策の継続や投資効率化のための諸制度の施行の効果が現れ、減速する。また、投資と並ぶ牽引役の輸出も、2004 年後半以降の世界景気のテンポダウンと一部のデジタル機器の在庫調整によって鈍化傾向となる。他方、消費は、牽引役である投資、輸出の減速の影響はあるものの、良好な雇用環境を背景に堅調を続ける。

2005 年後半は、目下計画策定が進められている「第 11 次 5 ヵ年計画」の概要が、来秋の党大会での採択に先立って明らかになる中で、2010 年までのエネルギー、環境、インフラ、東北・中西部開発等による一段の投資拡大期待が盛り上がってこよう。このため、投資抑制策が実質的に緩み、景気は底打ち反転に向かう。世界景気が調整一巡によって再加速に向かうことも寄与する。ただし、直接投資は国内販売規制の緩和効果が一巡し、伸びを鈍化させてくる。2005 年の実質 GDP 成長率と予想する。

図表 2 予測総括表 (中国・香港)

		→ 予測					
		2001	2002	2003	2004	2005	
実質 GDP	前年比%	7.3	8.2	9.3	9.1	7.9	
社会消費品小売総額	前年比%	10.1	8.8	9.0	13.1	12.6	
固定資産投資	前年比%	13.7	17.4	28.4	26.5	13.5	
貿易収支 (ドルベース)	億ドル	231	303	254	199	239	
	輸出 (ドルベース)	前年比%	7.0	22.1	34.6	31.4	12.6
	輸入 (ドルベース)	前年比%	8.2	21.2	39.9	34.6	12.3
経常収支 (ドルベース)	億ドル	174	354	459	322	338	
消費者物価	前年比%	0.7	-0.8	1.2	4.1	3.3	
直接投資実行額 (ドルベース)	億ドル	469	527	535	653	705	
香港実質 GDP	前年比%	0.5	2.3	3.3	7.8	5.0	

(出所)CEIC、予測値はUFJ総研調査部

## 2. 各論

### 投資～中長期的な過剰投資問題が懸念材料

2004年の固定資産投資は前年比26.5%増と年末にかけて伸びがごく緩やかに鈍化し、結果的に2003年の伸びを下回った(図表3)。しかし、調整は十分なものではなく、投資の水準を示す投資/GDP比率は45%を超え、過熱感の残るものとなった(図表4)。

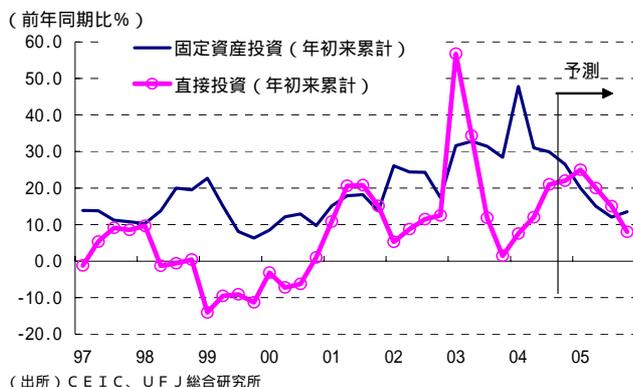
2000年以降の投資ブームが足下一段と加速した要因としては以下の諸点が考えられる。

中長期的な高成長期待や素材インフレが強まる中、これまで輸入に依存していた高級な素材を中国国内で生産しようとする動きが強まったこと、外資系企業に対する国内販売規制が緩和される中、海外からの直接投資の伸びが非製造業を中心に再度加速してきたこと、海外からの直接投資先が北京、上海、広東の三大地域以外にも広がりを見せる中、地方での投資が旺盛となったこと(西部大開発や東北振興もこのコンテクストにのりつつある。図表5)、エネルギーや資源開発、インフラ整備について、電力のボトルネックや水不足、環境汚染などを背景に政府が投資を奨励したこと、などである。

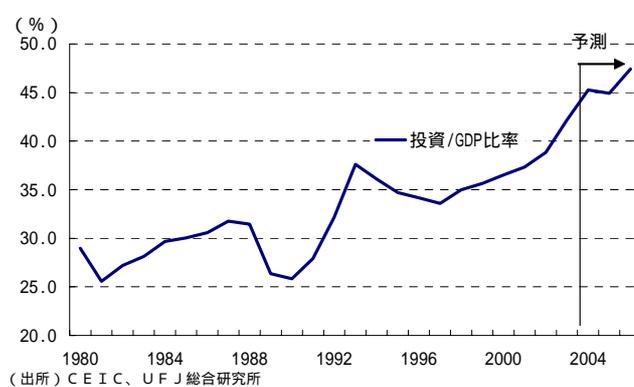
政府は、夏場以降、地方政府の意向に左右されず企業の主体的、合理的な投資判断を促すための「投資体制改革」や、工業用地造成における農民への補償を十分なものとし、また土地の有効利用を促すための「土地管理改革」。党の意識を統一し、これらを全国的に進めるための「党の執政能力の強化」を図り、投資の抑制と健全化を試みている。

2004年は投資抑制策では投資を十分に抑えきれなかったが、2005年軟着陸への布石は打たれているといえそうである。

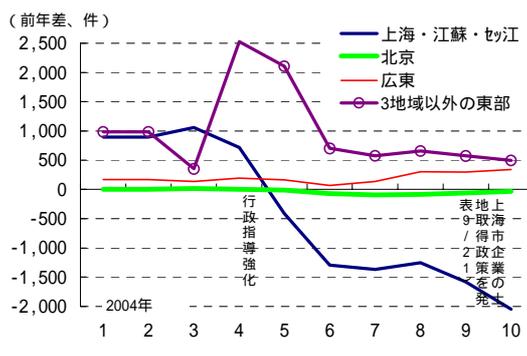
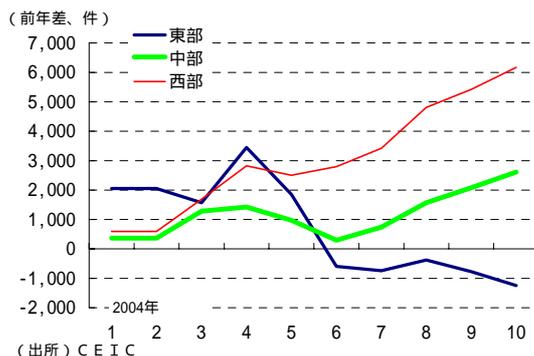
図表3 固定資産投資と直接投資の動向



図表4 投資/GDP比率



図表5 地域別新規固定資産投資件数の動向



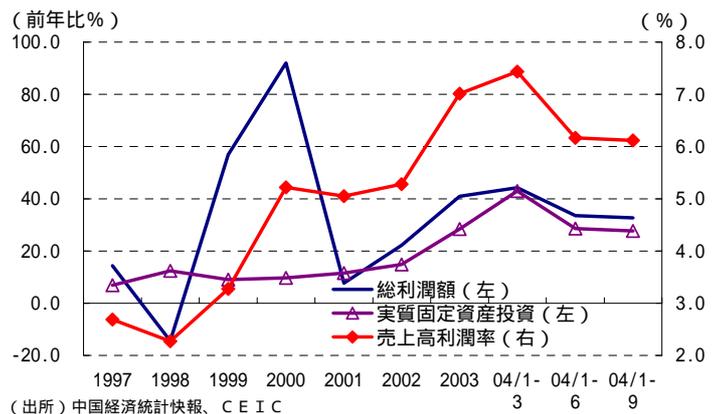
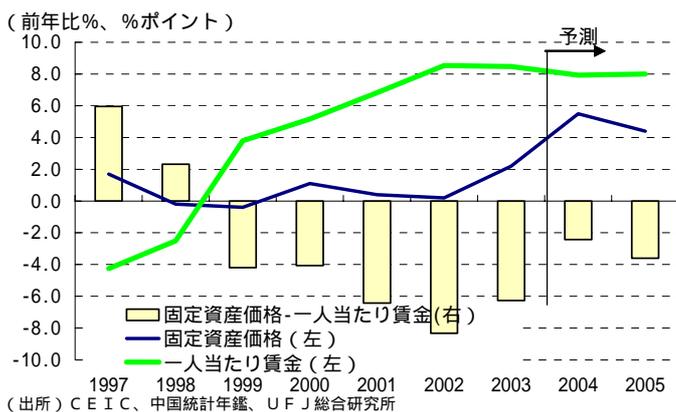
2005 年前半に、投資の減速がやや鮮明になろう。これは、第一に、2004 年の諸々の投資抑制策の効果が現れてくること、第二に、2003 年から強まっていた固定資産価格上昇の影響が現れてくること(図表 6)、第三に、素原材料コスト高による収益圧迫の影響が組立加工型産業を中心に現れてくること(図表 7)、第四に、財政政策のスタンスが「中立」(景気に中立)から「穏健」(中立よりも後退)に修正され、毎年 GDP 成長率を 1%程度引き上げていた建設国債発行が大きく縮小されること、などによる。

また、輸出の減速も製造業の投資にとって減速要因となる。ただし、2004 年 12 月に外資商業企業の進出地域や出資比率規制を撤廃する規制緩和が実施されることを背景に直接投資が好調を続けることや、投資体制改革の中で手続きがきちんと踏まれたものについては投資が正常化に向かうことなどから、投資が大きく落ち込むという事態にはならない。

年後半は持ち直しの動きが見られよう。これは、第一に、投資の減速が確認される中で、政府の投資抑制姿勢が徐々に緩和されること、第二に、目下計画が進められている「第 11 次 5 カ年計画」(2006 年～10 年)の概要が、来秋の党大会で採択されるのに先立って明らかになり、2010 年までのエネルギー、環境、インフラ、東北・中西部開発等の投資に対するポジティブなムードが盛り上がってくると予想されること、第三に、世界景気の調整一巡によって拡大テンポが再加速してくること、などによる。ただし、前半好調が予想される直接投資は、規制緩和の効果が一巡してくることに加え、ここ数年、ブームが続いていた自動車や化学など大型の投資が稼働段階に入ると見られることから、伸びを鈍化させる見通しである。2005 年通年の固定資産投資の伸びは前年比 13.5%増と予測した。

図表 6 固定資産価格と一人当たり賃金  
(都市雇用者)

図表 7 固定資産投資と主要鉱工業企業利潤



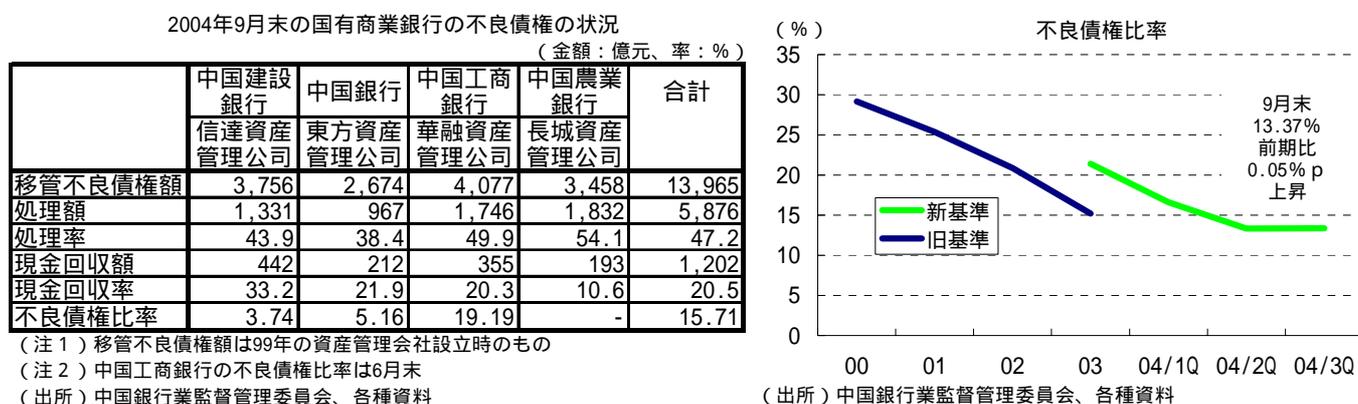
なお、投資の先行きについてのリスクとして以下の2点には留意が必要であろう。

第一に、過剰投資の問題である。図表4で示したように中国の投資/GDP比率は上昇傾向を続けている。非効率な設備の入れ替え、エネルギー・環境問題への対応、インフラ整備など当面必要な投資は巨額と見られるが、当面の需要量をはるかに上回る設備ストックが自動車、携帯電話などで見られる。また、ミニ上海やミニ北京を建設するための工業団地・不動産開発も散見される。競争が激しい中で、過剰投資が表面化すれば、再度デフレに陥る可能性がある。

第二に、銀行の不良債権問題がある。90年代前半から半ばにかけての投資ブームは、国有企業が主役であり、投資は地方政府の代理という側面もあった。このため、信用不安のアンカーとして政府に期待ができたが、ここ数年の投資ブームは民間企業によるところも大きく、信用不安が起きた場合、企業から企業へと悪影響が連鎖的に波及しかねない。

2004年9月末の銀行の不良債権比率は13.37%と、6月末に比べて0.05%ポイント上昇した(図表8)。銀行部門の総資産の54%を占める国有商業銀行の不良債権比率が15.59%から15.71%に上昇したことが主因であるが、絶対額では非国有の株式制商業銀行(9月末不良債権比率5.03%)も不良債権額を増加させている。ここ数年、中国の銀行融資は非国有商業銀行部門、民間企業・個人向けがけん引役になっているが、ここで信用不安が起きた場合、非国有商業銀行も無傷でいられるとは考えにくい。

図表8 国有商業銀行の近況と銀行部門の不良債権比率



( 2 ) 輸出～世界景気は前年半にかけスローダウンするが、年後半再加速へ

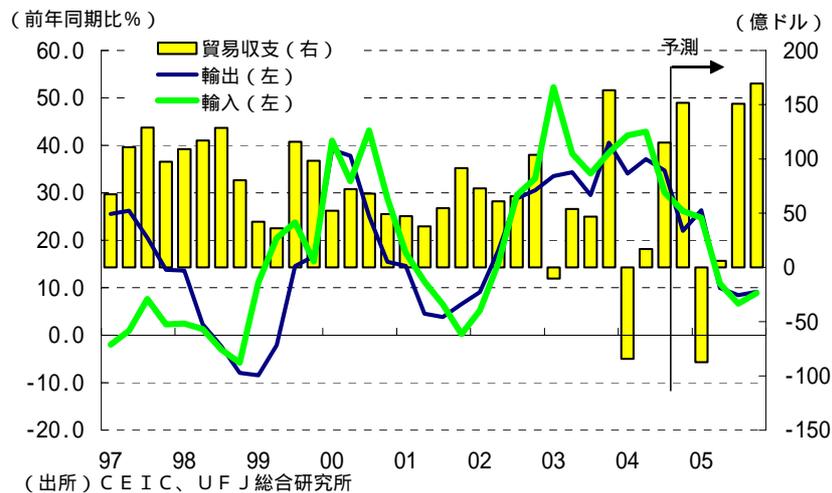
2004年10月の輸出は前年同月比28.5%増と、2002年末から2年間続いた30%ペース(旧正月とSARSの影響を受けた一時期を例外とする)に終止符を打ち、減速に向かう兆しを見せている。2004年末は、前年同期が増値税還付率引き下げ前の輸出ラッシュにより基数が高かったこともあり、減速がやや目立つと見込まれる(図表9)。

2005年は、年前半、世界経済のスローダウンと2004年のベースが高かったことの影響により、拡大テンポの鈍化が続くと見込まれる。また、一部のデジタル機器で在庫調整が予想されることも減速を促そう。ただし、このところの米ドル安の進行により、ドルにペッグした人民元の競争力が強くなっており、輸出の下支えに寄与しよう。また、経済が好調なアジア、中南米、旧ソ連・東欧向け輸出が、政府の積極的な通商外交努力などもあり好調を続けると見られ、これも下支えに寄与しよう。

年後半は、世界景気、デジタル景気の小休止も終わり、輸出は緩やかに回復に向かう。多国籍企業の生産拠点設置が、中国以外の途上国にも分散する動きが出てくると予想され、中国への生産シフトはスローダウンすると見られるが、ここ数年投資された生産設備が稼動してくることから、2006年以降の輸出の拡大テンポは比較的強いと予想する。

2004年の輸出は前年比31.4%増を見込む。2005年は同12.6%増と予測した。輸入は、2004年同34.6%増、2005年同12.3%増。貿易収支は、2004年199億ドルの黒字、2005年239億ドルの黒字と予測した。

図表9 輸出入と貿易収支



### ( 3 ) 消費～雇用増を背景に堅調が続く

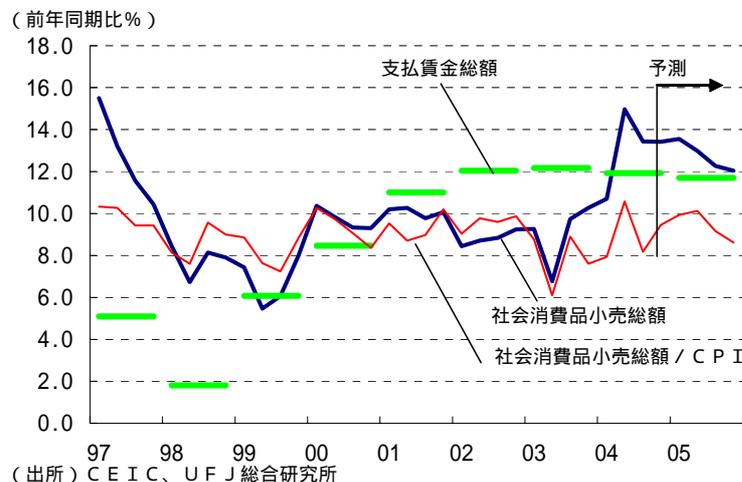
2004年の消費は、ますます堅調に推移した(図表10)。2003年のSARS流行による落ち込みからの回復が続いたことや、雇用環境が改善基調にあったことがプラス要因となった。投資抑制策や自動車ローンの健全化策などにより富裕層の消費意欲が一部削がれたこと、物価の上昇が強まったことなどマイナス要因も散見されたがプラス要因がこれらをおお程度相殺した。2003年までは消費の基調は強くなく、富裕層のみが牽引役と見られたが、2004年は雇用環境の改善が小売業の販売員といった一般労働者層にも広がり、また農産物価格の上昇により農民の所得の改善も進んだことから消費の裾野が広がったと見られる。

市、県、県以下の別に消費の動向を見ると、2003年10-12月期の消費は、それぞれ前年同期比11.8%増、同9.2%増、同7.0%増と、市と県で2.6%ポイント、市と県以下で4.8%ポイントの差があったが、2004年7-9月期は、前年同期比19.1%増、同21.0%増、同15.6%増となり、市と県は1.9%ポイント県が上回るようになり、また市と県以下も3.5%ポイントと差を縮小させた。農村の出稼ぎ労働者や土地被接收者には、賃金未払いや低い評価での補償によって不満を高めているものも増えているようであるが、最低賃金の大幅な引き上げなど雇用環境の改善や政府の支援による農産物価格の上昇は着実に中低所得層の所得水準を引き上げており、消費の底上げをもたらしつつある。

2005年は、投資・輸出の鈍化が消費者のマインドにマイナスに働きつつも、これまでの雇用・所得環境の改善(農民については10%の所得増加を目標とすることが伝えられている)や外資商業企業の規制緩和などがプラスに働き、またこれまでペンディングされてきた自動車需要も徐々に回復に向かうと見られることから、概ね堅調な展開が予想される。

2004年の社会消費品小売総額は前年比13.1%増、2005年は12.6%増と予測した。

図表10 消費と支払い賃金総額



#### (4) 金融政策、人民元改革

～再利上げの可能性小、人民元改革は試験的な試みを行う可能性

2004年10月29日、消費者物価(CPI)上昇率が5%台を続け、原油の代表的な価格指標であるWTI価格が1バレル=50ドルを超える中(図表11)、中国人民銀行は9年ぶりに貸出金利の引き上げを行った。これは、インフレ対策、マイナス実質金利対策もさることながら、投資過熱に対するアナウンスメント的效果を強く狙ったものと見られる。その後、消費者物価、原油価格とも落ち着きを見せていることから、再利上げについての市場での見方は分かれている。ただし、今後投資が減速をやや鮮明にすると見られることから、再利上げの可能性は小さくなりつつあると考える。しかし、予想に反して投資の減速が弱い場合には、3月までに0.27~0.54%程度の利上げが考えられる。

人民元変動幅の拡大が、利上げ以降急速にクローズアップされたが、これは国際金融市場でドル全面安の懸念が高まり、ドルペッグ維持のリスクが注目されたためである。しかし、11月末のASEAN+3の場で温家宝首相は、外国からの圧力が強い中での人民元相場の切り上げは難しい、人民元改革にタイムスケジュールはないと言明した。また12月初旬に開催された中央経済工作会議でも決議は見送られた。人民元変動幅の拡大は当面遠のいたと考えられる。

図表11 消費者物価(CPI)と原油価格

