



Asia Trends

マクロ経済分析レポート

中国経済：2009年の行方は何方へ

～経済成長の失速懸念が浮上～

発表日：2008年12月26日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 エコノミスト 董 氷（とう ひょう、03-5221-4527）

～要 旨～

- グローバル経済の進展により、世界各国は緊密に繋がったため、完全な「デカップリング」は存在しない。加えて、当局の引き締め政策による投資の減速が拍車にかけられる。世界経済の下支え役と期待される中国は、景気の悪化ペースが予想以上に加速し、先行きは失速する懸念も浮上している。
- 「生命線」と呼ばれる8%の成長率を維持するため、中央政府が発表した4兆元の景気刺激対策に呼応する形で、地方政府は総額18兆元を上回る巨額の対策を発表した。しかし、実施できる規模と即効性に疑問が残る。
- 不動産市場の悪化が続いており、範囲も大都市から中小都市まで波及している。投資に占めるシェアが高いことに加え、鉄鋼、建築建材などの産業に波及する可能性があり、中国経済のリスク要因になろう。
- 非流通株売却の解禁が2009年、2010年にピークを迎え、いずれも現在の時価総額を上回る規模で、株式市場の混乱を回避するため、政府は売却を一時凍結する可能性がある。
- 中国政府は内需の拡大に力を入れようとしている。まさにまだ伸びる余地が大きく、且つ全国の5割以上の人口を占める農村消費が「カギ」である。足元では「返郷潮（出稼ぎの労働者の失業による帰郷現象）」が起きているため、農村消費の低迷に繋がりがかねない。雇用問題こそ中国経済回復のカギになるのではないかと。

● 景気の悪化ペースが予想以上に加速している

100年に一度の金融危機に直面している中、2009年は日米欧が揃ってマイナス成長になる見通しである。新興国にも変調が出ており、2008年より大幅に減速するというのがコンセンサスである。グローバル経済の進展により、世界各国は緊密に繋がったため、完全な「デカップリング」は存在しないといえよう。そうした中、世界経済の下支え役を果たすとみられる中国には期待が寄せられている。

直近の貿易統計は輸出入ともに大幅に減少した。地域別の輸出額をみると、日米欧向けが大幅に悪化しただけでなく、ASEAN、インド、ブラジル向けなどもそれぞれ前年水準を割り込むほど減少した。世界経済の同時減速が早くも目に現れた格好だ。GDPに対する輸出の比率が極めて高い中国にとっては、世界的な貿易量の減少はそのまま景気の減速に繋がることから、先行きの景気下押し圧力がかかる。更に、中国の輸入も減少しており、これによってやがて日本をはじめ海外のGDPに下押し圧力がかかることになろう。

一方、鉱工業生産は季節要因で振れが大きく比較しにくい旧正月時期を除けば、統計開始以来（1995年）最も低い伸び率に留まったほか、先行指数としてみられる発電量は2ヶ月連続で前年割れとなっている。製造業購買担当者指数（PMI）も景気判断の分かれ目である50を大幅に下回り、同指数の公表開始時2005年以来で最低水準を記録した。このように、内需も鈍化し始めた中国経済は、悪化ペースが予想以上に加速しており、先行きの中国経済は減速に留まらず、失速する懸念も浮上している。

本稿では、2009年の中国経済を展望するにあたって、「景気対策」、「不動産市況」、「上海株」、「雇用問題」といった4つのキーワードに重点を置き、中国経済を解剖したいと思う。

● 4兆元をはじめに景気対策を総動員

12月8日から10日にかけて開かれた中央経済工作会議は「内憂外患」の世界経済の背景の下で、重要なものとなった。そこでは、経済の安定且つ比較的高い成長を維持することを来年の最も重要な課題としたほか、2009年の経済運営について積極的な財政政策と緩和的な金融政策を実施するなどの5つ基本方針が提示された。

中国政府は11月、2010年まで4兆元（約57兆円）の公共事業を実施するといった大型の景気刺激対策を打ち出した。具体的な内容はその後の記者会見で明確となり（資料1）、政府が当初から予算として組み込んでいた部分が多いため、GDPへの押し上げ効果は毎年1%、地方政府・民間企業の投資を喚起することが狙いと示した。

また、中央政府の大型景気対策に呼応する形で、12月地方政府はそれぞれ景気対策を相次ぎ発表し、総額は18兆元を上るなど、中央政府が発表した景気対策目標を大きく上回った。しかし、今回の中央経済工作会議では、『投資に関しては、項目審査許可および建設プロセスに厳格に従い、環境汚染や低水準重複建設を防止し、プロジェクトの質を絶対に下げてはいけない。人力と財力を浪費する「イメージプロジェクト」および現実離れの「政治的な業績プロジェクト」を絶対にやってはいけない』と明言した。重複投資防止のため、地方政府の巨額投資は中央政府による審査が一部降りない可能性が大きい。加えて、地方政府の景気対策の実施期間は2年から5年と長く、即効性にも疑問が残る。

また、中国国内の報道によると、地方政府から「4兆元」という規模が足りないことに加え、地方政府の負担が重すぎだという声も聞こえた。それを受け、財政部は「地方債券発行案」をすでに国務院に提出したが、結果次第で、景気対策が実行される規模は変わってくる。

目下、中国経済の鈍化ペースや生産などの落ち込み方は明らかに市場予想を大きく上回っていることから、景気対策の効果を織り込まなければ、来年の経済成長は5%台に留まると見込まれる。更に、個人所得税の基準控除額の切り上げという消費刺激対策が実施されるとの観測もあったが、国内の報道によると、最近になって否決された模様だ。

中国政府は2008年9月以降、金融引き締め政策から緩和政策に転じ、足元まですでに5回の利下げが実施されており、下げ幅は2.16%となった（資料2）。景気の悪化とデフレ懸念が強まる中、今後も金利の引き下げが継続する見通しである。しかし、社会不安を回避するため更なる景気対策、とりわけ消費刺激対策を打ち出すことが急がれるとみられる。

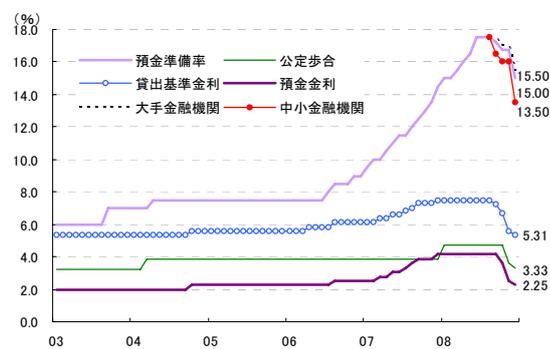
資料1 大型の景気対策の4兆元の内訳

(億)	
低所得者向けの公共住宅の建設	2,800
農村民生・インフラ	3,700
鉄道・道路・空港・都市・農村の電力	18,000
医療衛生、文化教育	400
エコロジー・環境	3,500
自主创新・構造調整	1,600
四川大地震の復興	10,000
合計	40,000
中央政府による投資	11,800
地方政府・企業による投資(目標)	28,200

(出所) 国家発展改革委員会の記者会見 (2008年11月27日)

より第一生命経済研究所作成

資料2 政策金利等の推移



(出所) 人民銀行、CEIC より第一生命経済研究所作成

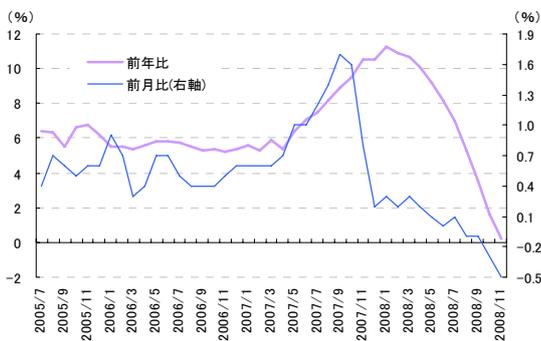
注：預金準備率について、①大手金融機関：工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行、交通銀行、郵政貯蓄銀行、②中小金融機関：上記①を除いた金融機関

● 悪化し続ける不動産市況

不動産市況をみると、全国 70 都市の家屋販売価格指数は前月比 4 ヶ月連続で前年対比マイナス圏内の推移が続いた（資料 3）。加えて、70 都市のうち、前月比マイナスとなった地域は 4 月の 4 都市から 11 月の 49 都市にと、主要都市から中小都市まで範囲が徐々に広がっている（資料 4）。この背景の一つとして、2007 年 10 月に導入された融資の総量規制があげられる。

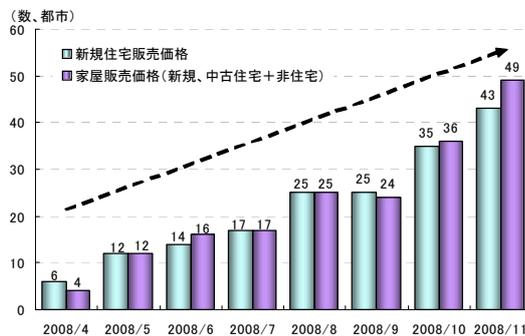
足元では総量規制が撤廃されたものの、景気全体が悪化している中、反転には時間がかかると思われる。不動産投資が全国固定資産投資に占める割合は 24%弱と、製造業に続き第 2 位になる。加えて、不動産投資の悪化は建設関連の鉄鋼、建築建材、家電に波及する可能性があり、さらにこれらの産業から化学工業、石炭、電力などの産業まで悪影響を及ぼす恐れがあり、極めて注目する必要がある。政府の目標である経済の安定且つ比較的高い成長を維持するためには、不動産産業が重要な役割を演じることになる。

資料 3 70 都市家屋販売価格指数



(出所) 国家発展改革委員会、CEIC

資料 4 不動産価格が前月比マイナスの都市数 (70 都市)



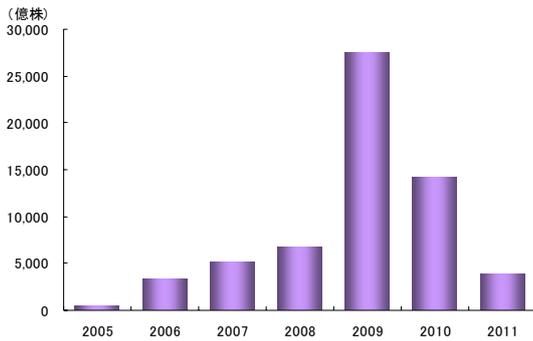
(出所) 国家発展改革委員会、CEIC より第一生命経済研究所作成

● 株式市場は春色を見せるか

2008 年の上海総合指数は年初来 6 割以上下落、昨年末に PER が 60 倍を越えたバブル的な上昇からの調整が続いている。景気の予想以上の悪化に加え、損失を被った個人投資家（A・B 株市場だけで 1 億 2,225 万人）の売却が続いている。加えて、非流通株売却の解禁という需給悪化懸念も大きい。これまで中国経済の好況にもかかわらず、株価が大きく下落した要因の一つは「非流通株」改革とみられる。今後の非流通株の売却の解禁の日程はほぼ確定しており、これ（Wind 資訓）によると、2009 年、2010 年がピークを迎える（資料 5）。解禁となる株数は 2009 年 2.7 兆株、2010 年 1.4 兆株と過去最大に上る。

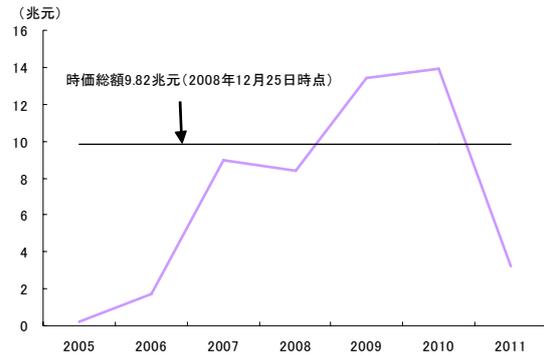
これを金額ベースでみると、2009 年 13.4 兆、2010 年 13.9 兆（資料 6）となり、いずれも現在の株式市場の時価総額を上回る規模である。非流通株の解禁が株式市場全体に対して短期的なプレッシャーになることは避けられないが、解禁は日本の NTT 株の放出と同じく、一旦取りやめる可能性もある。当面、景気刺激対策、金利引き下げ、国有企業の株式買い増しなどの緩和政策は投資家のセンチメント、市場の安定にある程度繋がると考えられるものの、実体経済回復への期待感が戻らない間は、株価の低迷が続く可能性が高い。

資料5 非流通株売却解禁のスケジュール（数量ベース）



(出所) Wind 資料

資料6 売却解禁の対象となる非流通株（金額ベース）



(出所) Wind 資料、Bloomberg より第一生命経済研究所作成

● 雇用問題は消費拡大の「カギ」を握る

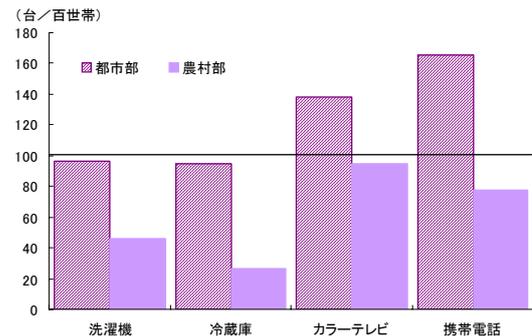
中国政府は「投資・輸出依存型」から「個人消費を含む内外需バランス型」へ転換するスタンスである。内需を拡大するためには、13億の人口を持つ巨大な消費市場が「カギ」になる。とりわけ、7.28億の人口を有する農村部の消費拡大が急がれる。そこで、当局は農村部の一部の地域¹を対象に、12月1日から「家電下郷」政策を実施する。「家電下郷」とは、農村部の住民は洗濯機、冷蔵庫、カラーテレビ、携帯電話といった4種の家電製品を購入すると、政府から13%の補助金をもらえる政策である。この政策の実施によって、農村消費の押し上げ効果が見込まれることに加え、世界経済の悪化を背景として、大きなダメージを受けた家電メーカーへの支援にも繋がる。都市部の家電製品の高い所有率に対し、農村部の洗濯機、冷蔵庫の所有率は百世帯あたり50台未満

(2007年末時点)となっているため、今後伸びる余地が十分あると考えられる(資料7)。

その一方で、当局が大型な景気対策を打ち出した最も大きな理由は、2009年の雇用問題にあると思われる。「生命線」と呼ばれる経済成長率「8%」を下回ると、大量の失業者が出てくるとみられ、失業者の増加は社会の不安定要因になるためだ。政府は失業者の増加を抑制するために、これまで毎年大幅に引き上げてきた最低賃金を一時凍結すると発表した。

国家发展改革委員会中小企業司によると、2008年上半期に倒産した中小企業は67,000社と、1日あたり360社以上の企業が倒産した計算になる。しかし、9月まで失業率は横ばいの推移が続いた。失業率が上昇しない理由は、沿海都市の労働集約型産業の就業者の大半が「農民工(農村からの出稼ぎ労働者)」であること

¹ 「家電下郷」を実施する地域は以下の14地域となる：山東、河南、四川、青島、内モンゴル、遼寧、大連、黒竜江、安徽、湖北、湖南、広西、重慶、陝西。

資料7 農村と都市部の所有率の格差
(「家電下郷」の対象製品)

(出所) 国家統計局、CEIC より第一生命経済研究所作成

注：データは2007年年末時点

にある。「農民工」は都市部の戸籍を所有しないことに加え、流動が激しいため、失業率の統計に計上されないというのが実情である。このように、足元では工場閉鎖や倒産が相次ぐため、「返郷潮（大量の失業者＝「農民工」は帰郷現象）」が起きている。

「珠江晩報」によると、2007 年年末時点では、中国の「農民工」は 2.26 億人に達した。こうした「農民工」の収入は農村人口の所得の 9 割を占める。「農民工」の失業により、農村消費が低迷する恐れがある。場合によっては、前述の「家電下郷」政策も有効に稼動しないこともあり得る。したがって、「農民工」の雇用問題は農村消費のポイントといえよう。

世界経済にとってとても長引きそうな「冬」だが、春を迎える時期のカギを握るのは中国経済という見方が広がっている。消費をいかに拡大するか、雇用問題にいかに臨むかがカギになる。

以上