

## 第4節 アジア経済

### 1. 景気の拡大テンポが安定化しつつある中国経済

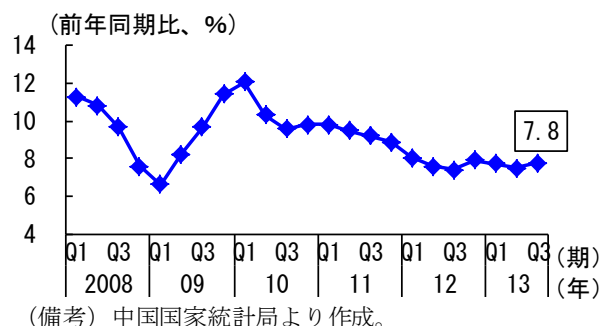
中国は、実質経済成長率が傾向的に減速する中で、2012年4～6月期以降、前年比で8%を割り込み、13年4～6月期は同7.5%にまで減速した。

その背景としては、ヨーロッパ経済の停滞等による輸出の減速、省エネ家電普及策の打切り等による個人消費の減速がみられたことが挙げられる。

その後、7月には政策対応パッケージが打ち出され、13年7～9月期の実質経済成長率は7.8%となり、輸出、生産でも持ち直しの動きがみられるなど、景気の拡大テンポは安定化しつつある（第1-4-1図）。

以下では、景気の拡大テンポが安定化しつつある中国経済の現状について、マクロ経済運営の状況を踏まえた上で、輸出が持ち直しに転じた背景、消費や投資の持続性、それを支える金融環境といった点から概観する。

第1-4-1図 実質経済成長率：景気の拡大テンポは安定化



#### (1) 新指導部による経済政策の変化

13年3月の第12期全国人民代表大会（以下、全人代：国会に相当）において正式に発足した新指導部は、マクロ経済運営の最優先課題を「経済の持続的で健全な発展」として、金融面での安定性重視、経済構造の転換の重視を打ち出した。

新指導部の中心の一人である李克強國務院総理は、経済政策に対するスタンスとして、景気刺激策や金融緩和策を控え、経済構造・発展パターンの転換、市場の役割の活用（経済の市場化）、経済の質と効率の向上（省エネと環境保護等を含む）による中国経済のグレードアップを目指すことを示した。このようなスタンスは、「リコノミクス（李克強経済学）」<sup>1</sup>という言葉で総称されている。

<sup>1</sup> リコノミクス（李コノミクス）という言葉は、BARCLAYSによる13年6月27日付のレポート「China:

しかし、13年4～6月期の経済成長率が同7.5%となり、国外のメディア等からも中国経済の失速が懸念されることとなった。

これを受けて、政府は13年7月24日の国务院常务会议（閣議に相当）において、(1)小企業・零細企業向け減税、(2)鉄道建設加速、(3)輸出入促進からなる景気刺激策を打ち出した（第1-4-2表）。このような景気刺激策は、世界的な金融・経済危機に対応した08年来のいわゆる4兆元対策のような大規模なものではなく、政府も「経済を刺激するために単純に『強心剤』を打つのではなく、経済構造の調整と持続可能な発展に資するものである」<sup>2</sup>と説明している。

こうしたこともあり、7～9月期には輸出等が持ち直し、実質経済成長率は前年比7.8%増と3四半期ぶりに前期の伸びを上回った。

7～9月期の経済成長率が発表された直後の10月21日、李総理は1千万人の新規雇用と4%の失業率維持のため、7.2%の成長を必要とすると発言した<sup>3</sup>。これは前述の経済運営の「下限」（安定成長・雇用の維持）のラインを明らかにした発言として注目される。

李総理は経済運営が合理的な区間を下回った場合には、ピンポイント的な政策措置を採る旨表明しており<sup>4</sup>、今後とも、マクロ経済運営においては、下限（安定成長・雇用の維持）と上限（インフレの防止）の範囲内に収めるための微調整的な政策運営を行うものと考えられる。

第1-4-2表 景気刺激策（13年7月）一覧

政策事項	具体的措置
小企業・零細企業に対する付加価値税と営業税の一時免除	・ 13年8月1日より、小企業・零細企業のうち、月間売上高が2万元（1元＝約16円）を超えない小企業・零細企業に対する付加価値税と営業税を一時免除
鉄道の投融资体制改革、中西部、貧困地域の鉄道建設加速	・ 鉄道建設市場を民間資本に全面的に開放 ・ 地方や民間の資本に対し、各種鉄道の所有権と経営権を開放 ・ 中西部と貧困地域の鉄道及び関連施設の建設を優先
貿易の利便化を促進し、輸出入の安定的発展を推進	・ 通関手続きの利便化を実行 ・ 輸出入に伴う各種行政費用徴収を削減 ・ 金融機関による短期輸出信用保険業務の発展をはかる ・ 中小の民営企業の輸出に対する各種サービスを拡大する ・ サービス輸出のゼロ税率を実行 ・ 国境貿易の促進 ・ 人民元為替レートの基本的安定を維持

（備考）13年7月24日国务院常务会议の報道より作成。

Postcard from Beijing - What to expect from Likonomics」が初出。李総理は、13年7月半ばに開催された「経済情勢座談会」においても、経済運営を合理的な区間（「下限」は安定成長・雇用の維持、「上限」はインフレの防止）に置き、経済発展パターンの転換を更に重視すると発言した。

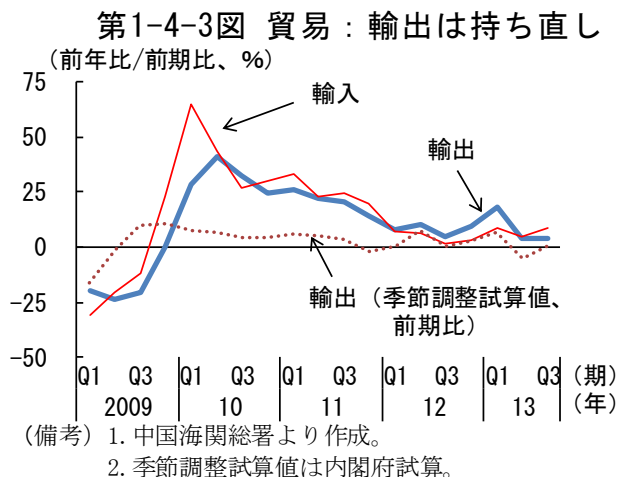
<sup>2</sup> 13年8月16日付人民日報より。

<sup>3</sup> 中華全国総工会における発言。「工会」は、日本の労働組合に相当。

<sup>4</sup> 中華全国総工会における発言。ただし、具体的にどのような政策を打ち出すかは明らかにしなかった模様。

## (2) 外需：輸出は持ち直すも、緩やかな動きが続く

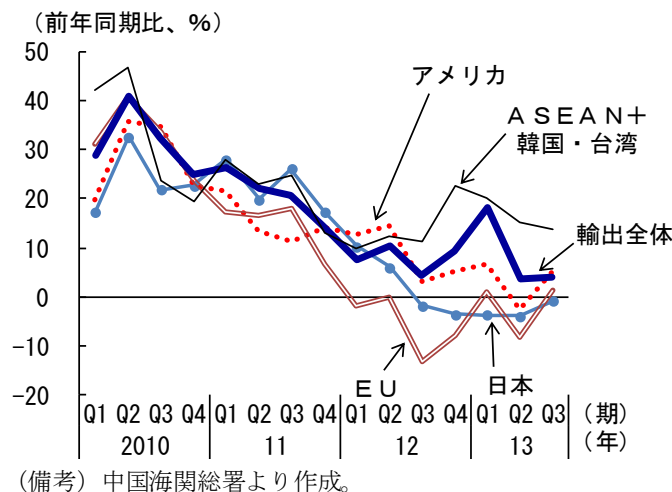
輸出の伸びは10年半ばから低下傾向が続き、12年10～12月期、13年1～3月期は一旦伸びが高まったものの、4～6月期には再び伸びが低下した。7～9月期はEUの景気が持ち直しの兆しをみせたことなどから、輸出は持ち直した動きとなっている（第1-4-3図）。



中長期的に輸出の伸びが鈍化している要因として、世界景気が弱い回復にとどまり海外需要が弱いことや、中国の輸出競争力の低下が挙げられる。

中国の主な輸出先は、アメリカ、EU、香港、ASEAN、日本、韓国、台湾であり、上記の国・地域で全体の約70%を占める。欧州の政府債務問題等を背景にEU向け輸出の伸びは低下傾向であり、ASEAN等の新興国ではアメリカの量的緩和策の動向によりこのところ通貨安が進行しており、これらの地域への輸出は以前ほどの勢いはみられない（第1-4-4図）。

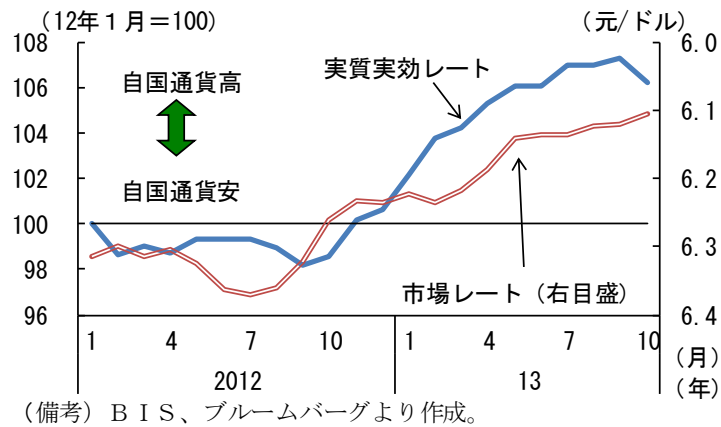
## 第1-4-4図 国・地域別輸出：EU向けは13年4～6月期は落ち込み



中国の輸出競争力の低下については、中国では貿易黒字を主因とした経常黒字等を背景とした元高圧力<sup>5</sup>が考えられ、市場レートでは13年初と比較して足下では約2%進んでおり、元高傾向で推移している。

加えて、中国国内の賃金は上昇し続けており、労働集約型製品の製造コストが上昇していることも考えられる。

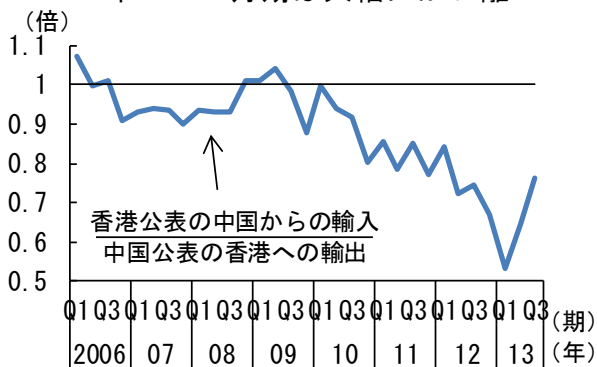
第1-4-5図 為替レート：元高傾向



さらに、外貨流入管理規制を強化したことも輸出の下押し要因として挙げられる。13年に入り香港当局公表の中国からの輸入額と、中国当局公表の香港への輸出額に大幅なかい離が生じている（第1-4-6図）。かい離が拡大した時期は大幅に外貨が流入しており、当局の外貨流入管理規制公表後には、輸出の伸びが大幅に低下し外貨流入額も減少ないしは外貨が流出している（第1-4-7図）。このことから、香港経由の輸出額が水増しされて外貨が流入していたと報じられており、1～3月期の輸出は伸びが高まったものの、この数値は実態以上のものであったことに留意が必要である。

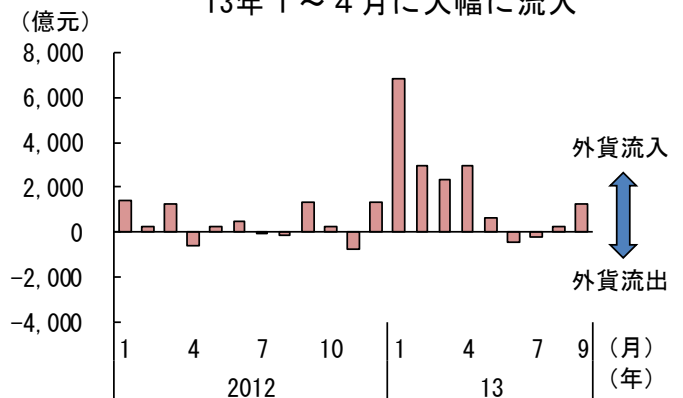
第1-4-6図 香港向け輸出額：

13年1～3月期は大幅にかい離



第1-4-7図 外国資金為替残高(前月差)：

13年1～4月に大幅に流入



<sup>5</sup> 元高圧力については後述の第2章第2節を参照。

### (3) 消費の伸びはやや低下、投資依存の成長が続く

消費に関する政策については、12年10月の党大会において、20年までにGDP及び一人当たり所得を10年比で倍増させる計画が打ち出された<sup>6</sup>ほか、13年3月の全人代においても、「断固として内需拡大を経済発展の長期的戦略方針とし、消費の基礎的役割と投資の重要な役割を十分に発揮させる。内需拡大の難しい点と重点は消費にあり、潜在力もまた消費にある<sup>7</sup>」と報告されたように、引き続き内需、特に消費の拡大が掲げられた。

こうした中で消費（社会消費品小売総額）の状況をみると、13年においては1～9月期までの前年比は11.4%増と、10年（同14.9%増）、11年（同11.6%増）、12年（同12.1%増）<sup>8</sup>を下回っている。

このような消費の伸びの低下の要因として、新指導部発足後に綱紀粛正が強化され、公費による飲食等が抑制されたことが挙げられる<sup>9</sup>。社会消費品小売総額のうち飲食の伸びは、13年に入り著しく低下し、その後も伸び悩んでおり、小売総額全体の伸びを抑制している（第1-4-8図）。

また農村部への家電普及政策（家電下郷）等の消費刺激策が終了したことも挙げられる。同政策終了時の13年1～2月期にかけて駆け込み需要による増加がみられたが、その反動で家電の伸びが大きく落ち込んだ（第1-4-9図）。さらに、13年5月に省エネ家電普及策もほとんどの地域で終了し、これも家電製品への駆け込み需要とその後の需要の伸びの低迷をもたらした。

このほか、都市部の一人当たり可処分所得の伸びが、13年に入って1～9月期において6.8%増と、12年の伸び（同9.6%増）を下回っていることも、消費の伸びを抑えている要因として考えられる。

---

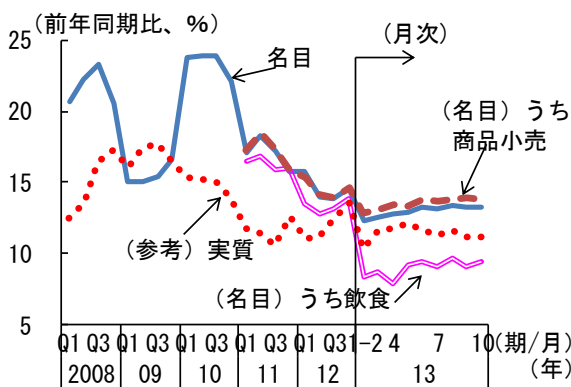
<sup>6</sup> 10～20年までの10年間でGDP及び一人当たり所得を2倍にするには、機械的に計算すると前年比7.2%の増加が必要となる。

<sup>7</sup> 第12期全国人民代表大会第1回「政府活動報告」（13年3月5日）。

<sup>8</sup> 伸び率はいずれも名目値。

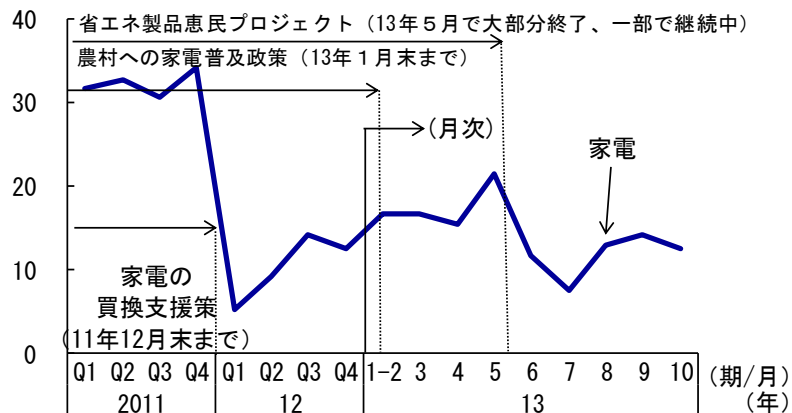
<sup>9</sup> このような綱紀粛正活動の端緒としては、12年12月4日の中央政治局会議において「活動の方法と民衆と密接に連携することに関する8つの項目規定」が承認され、接待の簡素化のほか、会議・文書の簡素化、倹約の履行等を取り決めたことが挙げられる。13年以降も、1月22日の中央紀律検査委員会第2回全体会議における「倹約の履行、奢侈浪費の禁止、公費での宴会や旅行の厳格な取締り」等の取決めや、10月29日の中央政治局会議における「党政府機関の節約履行、反浪費に関する条例」が承認されるなど、同様の動きが続いている。

第1-4-8図 社会消費品小売総額：  
13年以降伸び率は低下



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
2. 名目額に占める「飲食」は10%程度。  
3. 商品小売は、家電、自動車等の消費財。

第1-4-9図 一定規模以上小売販売総額  
(家電)：各種優遇策終了後、伸びが低下傾向に  
(前年同期比、%)

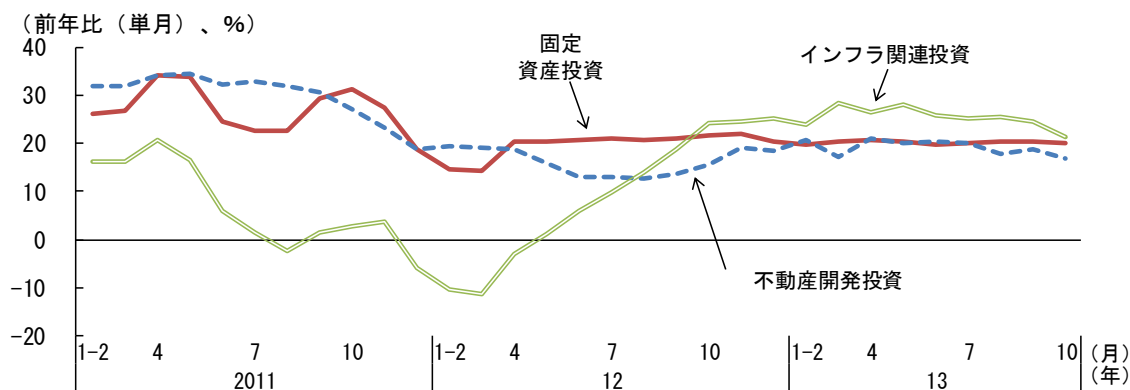


(備考) 中国国家统计局より作成。

固定資産投資は、13年以降もほぼ安定した伸びを維持し、特にインフラ関連投資は、12年10～12月期以降、比較的高い伸びとなっており、このところの景気の拡大テンポの安定化に貢献している（第1-4-10図）。

インフラ関連投資が比較的高い伸びを示してきた背景として、12年5月の政府による重要投資プロジェクトの前倒し実施<sup>10</sup> や、前述した13年7月の景気刺激策における鉄道建設投資の加速等が挙げられる（前掲第1-4-2表）。

第1-4-10図 固定資産投資：インフラ関連投資は比較的好調

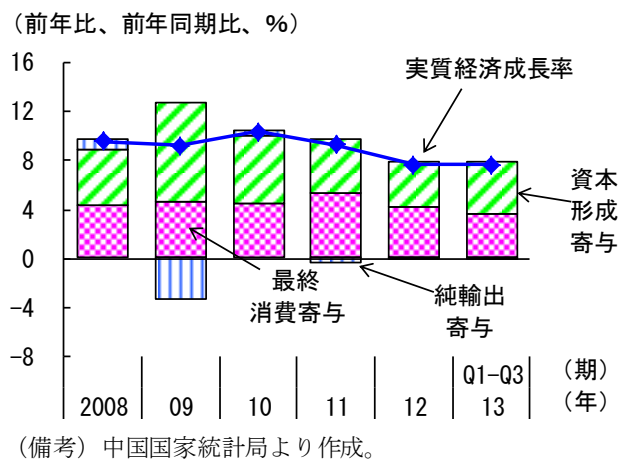


(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
2. インフラ関連投資は、道路、ダム、鉄道等の投資額を合算したもの。また、いずれも単月試算値の3か月移動平均の前年比。11年1～2月より統計対象範囲に変更があったため、厳密には11年 1～2月前後では接続しない。

<sup>10</sup> 内閣府（2012b）参照。

消費の伸びが低下した一方、固定資産投資が比較的安定した伸びを維持したことで、最近の経済成長に対する需要項目別寄与度をみると、11年から13年（1～9月期）の最終消費の寄与度は5.3%→4.2%→3.5%ポイントと低下する一方、資本形成の寄与度は12年の3.6%から13年（1～9月期）には4.3%ポイントと再び拡大している（第1-4-11図）。

第1-4-11図 実質経済成長率の需要項目別寄与度の推移：  
資本形成の寄与度が再び上昇



一方、4兆元の景気対策を通じて過熱した不動産開発投資の伸び率は、政府の規制策にもかかわらず、12年末頃から伸び率が再び上昇し、13年以降は固定資産投資の伸びとほぼ同じ水準にまで高まっている（前掲第1-4-10図）。

このような不動産開発投資の伸びの背景としては、同時期の不動産価格の高騰が投資を誘発していることや、地方政府が、その収入<sup>11</sup>や地域経済成長の源泉として、不動産開発を行うインセンティブがあることも考えられる。

同様に不動産価格も12年後半以降は前月比で価格が上昇する都市が徐々に増加し、13年に入ってからには特に北京、広州、深セン、上海等の大都市で価格の上昇が拡大してきている<sup>12</sup>（第1-4-12図(1)）。また新築住宅販売住宅価格をみても、これら大都市の前年比上昇率はすべて20%を超えている（第1-4-12図(2)）。

このような12年後半以降の住宅価格の上昇の要因としては、まず12年半ばまでに行われた金融緩和策<sup>13</sup>によって過剰流動性が生じ、その資金が不動産市場に流れ

<sup>11</sup> 中国の地方政府は土地権利譲渡金によって不足する財源を賄っている。詳細は内閣府（2011b）を参照。

<sup>12</sup> 例えば、北京市では、12年における前月比の平均は0.1%増であったのに対し、13年1～9月期は1.5%増に高まっている。

<sup>13</sup> 11年末から12年5月までに預金準備率（大手金融機関）が3度、12年6月と7月に貸出及び預金基準金利が引き下げられている。



ていることが考えられる。さらに、13年3月に国務院より不動産価格抑制策が打ち出されている<sup>14</sup>ものの、その後政府の関心が主に景気の下支えに移ったこともあって、抑制策が十分に機能せず、新たな規制も打ち出されなかったことや、最近では13年7～9月期に入って海外からの資金流入が増加し、それが不動産市場に流れていると指摘する向きもある。

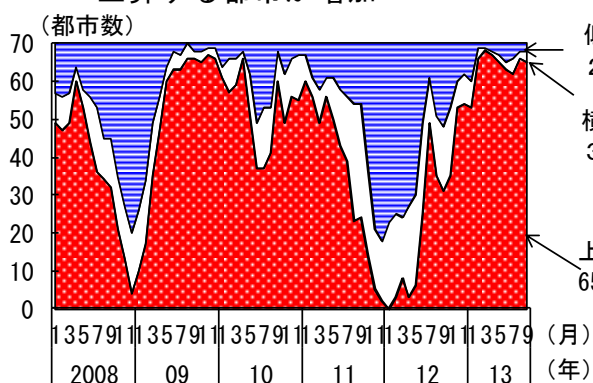
最近の急激な価格上昇によって不動産バブルの再燃が懸念される中、北京市では、10月に新たな不動産価格抑制策<sup>15</sup>及び、13年内に2万軒分以上の自住型分譲住宅地の供給を確保することなどを取り決めた「中低価格の自住型・改善型分譲住宅<sup>16</sup>の建設を加速することに関する意見」が打ち出された。

同様の不動産価格抑制策は、深セン市や上海市<sup>17</sup>においても打ち出されているが、過去の経験からして、抑制策がどれだけの効果を上げられるかは不透明であり、今後とも不動産価格の動向については注目していく必要がある。

### 第1-4-12図 不動産価格動向：再び上昇

(1) 不動産価格（前月比）動向：

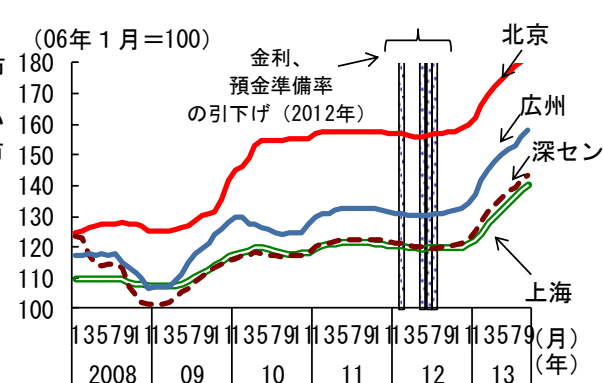
12年半ば以降、不動産価格が前月比で  
上昇する都市が増加



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
2. 前月比でプラスの都市を「上昇」、±0.0%の都市を「横ばい」、マイナスの都市を「低下」とした。

(2) 新築住宅販売価格：

主要都市で価格上昇が顕著に



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
2. 11年1月に基準改定を実施。このため厳密には11年1月前後で接続しない。

<sup>14</sup> 詳細は内閣府（2013）を参照。

<sup>15</sup> この北京市当局によって打ち出された抑制策は、(1)購入制限策の社会的監視の強化、(2)不動産購入の資金の流れへの査察強化、(3)便乗値上げ等への厳しい審査、(4)住宅融資政策の執行の厳格化、(5)住宅供給の適正化、(6)不動産市場の監督管理の強化、(7)市場の情報の透明度を図る、といった7つの項目で構成されているため、俗に「京7条」（京は北京市の略称）と称されている。

<sup>16</sup> 「自住型」とは、住宅を持っていない人々が、投機目的ではなく、自身が居住することを目的として購入する住宅を指し、「改善型」とは、環境や条件の良くない住宅を持つ人々が、住宅環境を改善することを目的として購入する住宅を指す。

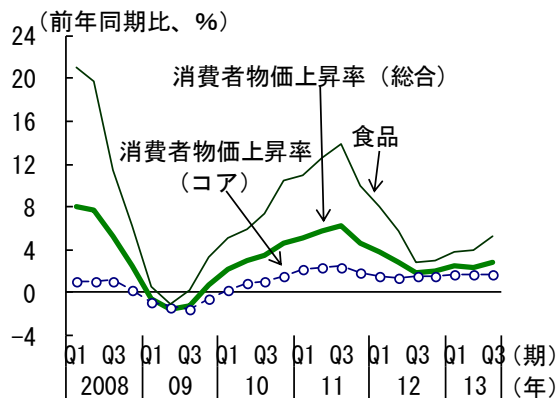
<sup>17</sup> 「京7条」と同様に、深セン市と上海市の抑制策は、それぞれ「深8条」「滬7条」と俗称されている（深は深セン市の略称、滬は上海市の略称）。上海市の抑制策には、2軒目の不動産購入時の頭金がこれまでの60%から70%へと引き上げられるなどの内容が盛り込まれている。



(4) 物価は安定的に推移する中、過剰流動性に対する政策動向に変化の兆し

消費者物価上昇率は前年比2%台で推移しており、13年目標値の3.5%前後を下回っている。ただし、このところ食品価格の上昇により、9~10月はやや高まっている(第1-4-13図)。

第1-4-13図 消費者物価上昇率：2%台の安定した伸びが続く



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
2. 消費者物価(コア)は、食品とエネルギーを除く。

こうした状況の下で、政策金利は12年7月の引下げ以降は変更されておらず、預金準備率にも変更はなく、公開市場操作によって短期金融市場で資金の微調整を行っているが、基本的には金融緩和の状態を保っている。

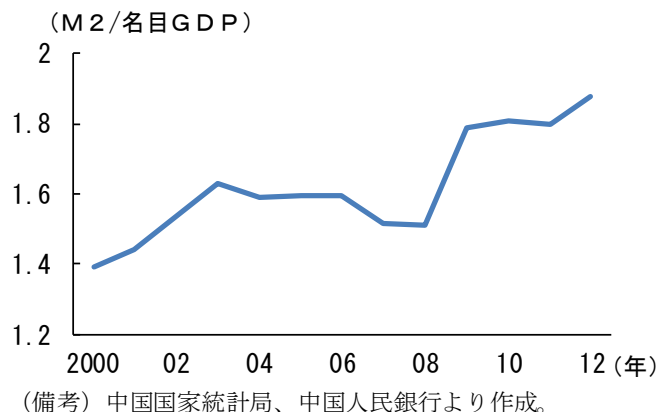
上記の動きに加え、貿易決済を装った海外からのホットマネー等の資本流入や為替介入等により、マネーサプライは13年の目標の13%を上回る伸びで推移し、マーシャルのk(名目GDPに対するマネーサプライの比)は上昇傾向にある(第1-4-14図、第1-4-15図)。

第1-4-14図 マネーサプライ：目標を上回る伸びで推移



(備考) 中国人民銀行より作成。

第1-4-15図 マーシャルのk：上昇傾向



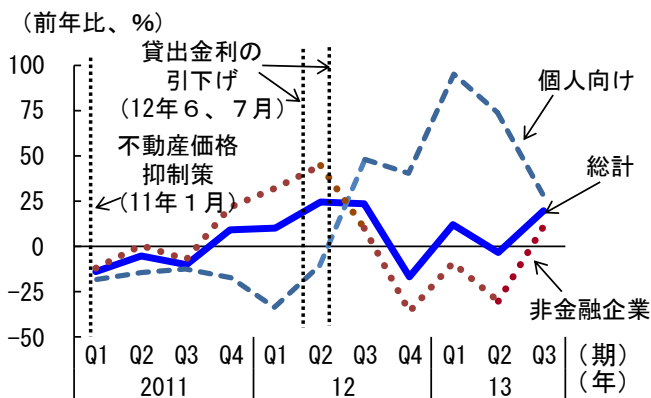
(備考) 中国国家统计局、中国人民銀行より作成。

これらの動きから市場には過剰流動性が生じ、余剰資金は新規銀行貸出や理財商品、不動産投資等に向けられていると考えられる。

新規銀行貸出額については、13年1～3月期は高い伸びを示しているが、4～6月期では低下し、7～9月期は持ち直している（第1-4-16図）。新規銀行貸出の内訳をみると、個人向けの貸出が堅調に推移しており、個人の住宅ローン残高が増加しているため住宅ローンを中心に伸びていると考えられる。

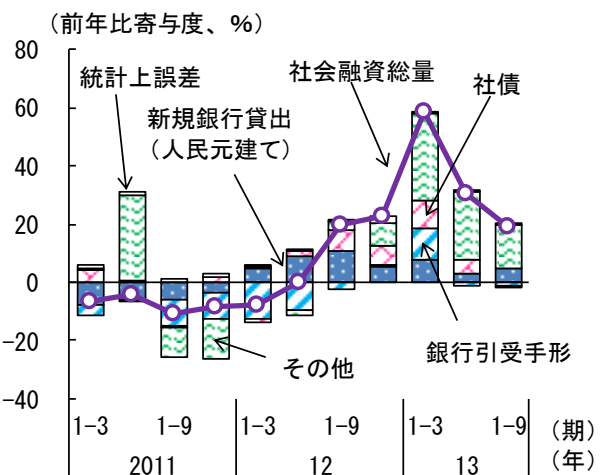
一方、新規銀行貸出以外の資金調達の項目を含めた社会融資総量をみると、信託貸付等が含まれる「その他」にけん引され、13年1～3月期は前年比60%を超え、4～6月期以降は「その他」を中心に伸びは低下しているが、依然として高い伸びで推移している（第1-4-17図）。

第1-4-16図 新規貸出：  
個人向けは堅調に推移



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。  
2. 新規貸出のうち、個人向け及び非金融のシェアはそれぞれ、31%、69% (12年)。

第1-4-17図 社会融資総量：  
信託貸付等の「その他」の取引が減少

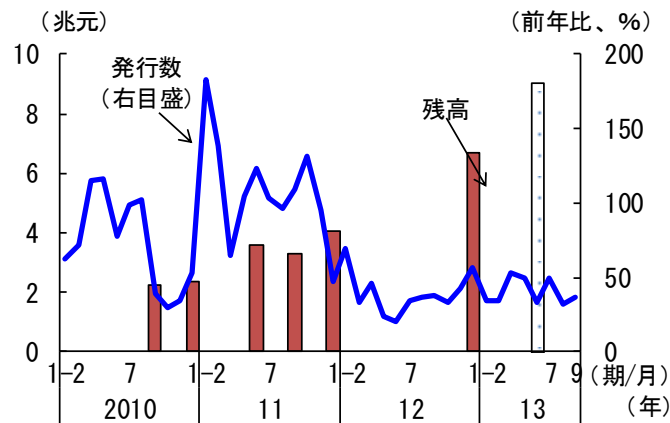


(備考) 1. 中国人民銀行より作成。  
2. 「その他」には外貨貸出、信託貸付等が含まれる。

資産運用商品である理財商品<sup>18</sup>も残高は増加しており、12年末から13年6月末の半年で残高は約2兆円増加し、発行数も前年比約40%増と販売は好調である。理財商品の収益率は4～5%程度と1年物の預金基準金利よりも高い水準で推移しており、銀行窓口やインターネット等で販売されていることから、個人の資金運用先として選好されていると思われる。不動産投資については前述のとおり、不動産価格が上昇しており、資金が不動産市場に流れていると思われる。

<sup>18</sup> 銀行等のオフバランスの信託商品。

第1-4-18図 理財商品：残高は増加



(備考) 1. 中国社会科学院金融研究所、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会より作成。  
2. 13年6月の残高は中国銀行業監督管理委員会公表値。

上記のように、金融当局は基本的には緩和状態を保っているが、過剰流動性に対して一部対応する動きもみられる。

13年6月に上海銀行間取引レートが高騰した際には、中国人民銀行(中央銀行)は市場に資金を追加放出せず、金融に関して厳しいスタンスを示した。その後、中央銀行は流動性管理と資産負債の管理の改善を求める声明を公表したため、短期金利の高騰は過剰流動性問題に対する警告であると思われる。マネーサプライは目標以上で推移し、李総理も市場に資金は十分に存在していると述べていることから<sup>19</sup>、流動性がひっ迫したのは資金の偏在という構造的な問題によるものと指摘されている。

また、海外からのホットマネー流入に対する外貨流入管理強化を実施するなど、過剰流動性の一因について管理強化を行っている。加えて、13年初めから大都市部の不動産価格が上昇(前掲第1-4-12図(1))しているため、投機的な動きを抑制するための規制策を実施しており、理財商品に対しては情報登録義務を課すなどの政策を打ち出している。基本的には金融緩和状態に保ちつつ、過剰流動性問題には個別規制で対応する方針であることが一連の動きからうかがえる。

このような規制策を実施する一方で、13年7月には貸出基準金利の下限を撤廃し、10月にはプライムレート(1年物)の公表を開始するなど、更なる市場化を推進している。前述の三中全会においても、重点改革分野のうちの一つとして人民元の国際化等の金融市場システムの整備を行う方針が定められており、今後の市場化の動向に留意する必要がある。

<sup>19</sup> 13年10月の中華全国総工会における発言。