

2013年11月19日 全8頁

中国：安定成長に潜む短期リスク

大気汚染対策のための生産抑制、物価上昇による金融引き締め懸念

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 足元の中国の景気は安定した推移となっているが、今後3ヵ月～6ヵ月については、2つのリスクへの注意が必要であろう。具体的には、大気汚染対策のための生産抑制や経済活動停滞、そして、物価上昇による金融引き締め懸念である。前者は抜本的な対策が打たれない限り、冬場の固定リスクとなりかねず、特に注意が必要であろう。
- 株式市場では、より厳しい不動産（住宅）価格抑制策が発表されることをリスク視している。しかし、需要抑制ではなく、供給増加による価格抑制に重点が置かれれば、むしろ不動産開発投資の下支え要因となり得よう。

安定した景気推移

2013年10月の主要経済統計は、中国の景気が7月～9月の回復の後、大きな下振れも上振れもない、安定した推移となっていることを示している。

1月～10月の固定資産投資は、前年同期比20.1%増と1月～9月の同20.2%増からほぼ変わらなかった。本来なら伸びが抑制されるべき製造業がやや加速している一方、インフラや不動産開発が若干減速している。

小売売上は7月以降、前年同月比13.2%増～同13.4%増の狭い範囲での推移が続いている。ただし、消費者物価上昇率は7月の同2.7%、8月の同2.6%から、9月は同3.1%、10月には同3.2%の上昇となっており、9月と10月の実質小売売上はともに同11.2%増へと伸びがやや低下した。

輸出は月毎のブレが大きいとはいえ、四半期毎には4月～6月をボトムに、7月～9月は前年同期比3.9%増、10月は前年同月比5.6%増となっている。国地域別には、米国、EU、日本向けが明確な回復傾向にある一方、「偽輸出」による水増しの反動が顕在化しつつある香港向けは、10月には同7.2%のマイナスとなった。先進国の景気回復が中国の輸出増加を牽引しており、鋳工業生産は8月以降、3ヵ月連続で10%台の伸びが続いている。

短期リスク①大気汚染対策のための生産・経済活動抑制

このように、足元の中国の景気は安定した推移となっているが、今後3ヵ月～6ヵ月については、以下の2つのリスクへの注意が必要であろう。

第1は、大気汚染対策のための行政命令によって生産・経済活動が抑制されるリスクである。中国の大気汚染の酷さは日本でも報道されている通りであり、10月21日には北京市が、大気汚染警報制度の導入を発表した。最も軽い4級でも大気汚染指数（AQI）201～300と、健康に深刻な影響が出る可能性がある重度汚染であり、最も重い1級はAQI301～500の嚴重汚染が3日間継続すると予測される場合に発表される。1級警報はまさに非常事態宣言といえ、①事前に指定された工業企業は生産停止もしくは生産制限を行う、②ナンバープレートの奇数・偶数による車両通行制限を行う、などの措置が講じられる。北方では「暖気」と呼ばれる石炭燃焼による蒸気暖房設備が稼働するため、冬場には大気汚染の深刻さが一段と増す。北京市では11月15日からこの「暖気」が稼働した。

図表1 北京市の大気汚染対策

警報	基準	対応策
警報4級（青色警報）	AQI201～300が近い将来に1日出現する可能性	子供、老人、呼吸器系等の疾患も持つ人々は屋外活動を減らす。公共交通機関の利用、散水を奨励
警報3級（黄色警報）	AQI201～300が近い将来に3日連続で出現、もしくは301～500が1日出現する可能性	幼稚園、小中学校では屋外活動を減らす。道路清掃、散水を実施。工事規模を縮小
警報2級（オレンジ色警報）	AQI201～300、もしくは301～500が近い将来に交互に3日連続で出現する可能性	幼稚園、小中学校では体育など屋外活動の停止を推奨。工事の停止。リストに基づき、一部工業企業の生産を停止、もしくは制限。汚染物質を30%削減
警報1級（赤色警報）	AQI301～500が近い将来に3日連続で出現する可能性	幼稚園、小中学校は休校。企業は自宅待機などを検討。一般車両については、ナンバープレートの偶数・奇数による通行禁止措置

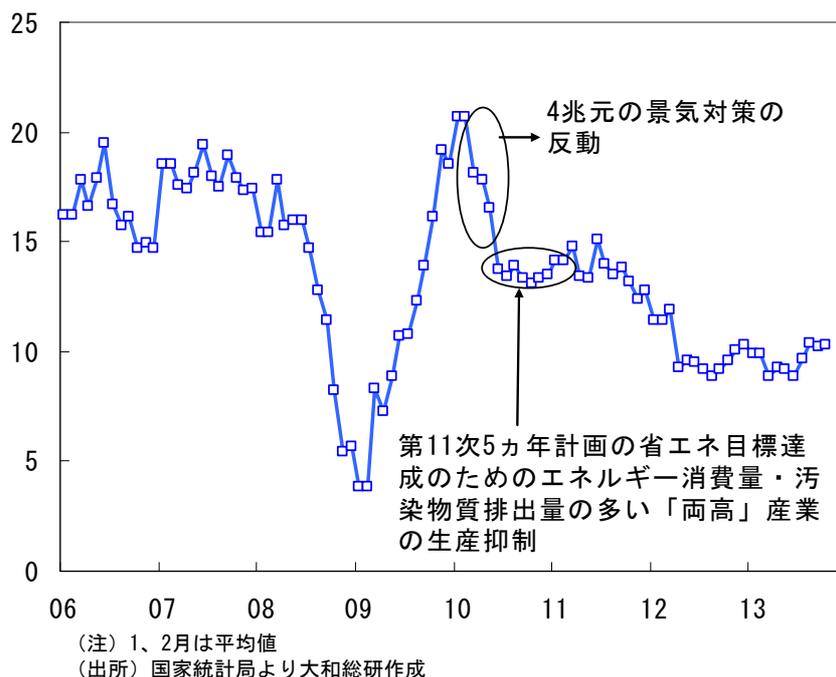
（注）AQIはAir Quality Indexの略で、201～300は誰もが健康に深刻な影響が出る可能性ある水準、301～500は緊急事態を警告する水準
（出所）北京市政府資料より大和総研作成

大気汚染対策については、北京市、天津市、河北省、内モンゴル自治区、山西省、山東省が共同で別途政策を発表済みであり、個別でも黒龍江省ハルビン市、遼寧省瀋陽市、遼陽市、吉林省長春市、湖北省襄陽市、甘肅省蘭州市といった都市が、北京市に類似した政策を打ち出している。

この他、上海市などでは、石炭の使用を減らすため、天然ガスの需要が高まり、工場向けの天然ガスの供給が制限された結果、一部で生産に影響が出ているところもある。

中国では2010年秋口以降、エネルギー消費量と汚染物質排出量の多い、鉄鋼やセメントなど「両高」産業の生産が、行政命令で抑制されたことがある。2010年は第11次5ヵ年計画の最終年であり、政府主導で何としても達成しなければならない、省エネ目標の達成に赤信号が灯ったため、生産停止・抑制という安易な方法が採られたのである。

図表2 鋳工業生産の推移（前年同月比）（単位：％）



今回の大気汚染対策も対症療法にすぎず、より根本的にはエネルギー消費に占める非化石燃料のウエイト上昇や、硫黄分が多く汚染物質をまき散らしているガソリンの劇的な品質向上などが不可欠である。環境保護投資の増強はいうまでもない。ただし、これらは中長期的な政策であり、短期的には工場の生産停止・抑制や厳しい車両通行規制といった政策が発動されるリスクが高まっているといえよう。

短期リスク②物価上昇による金融引き締め懸念

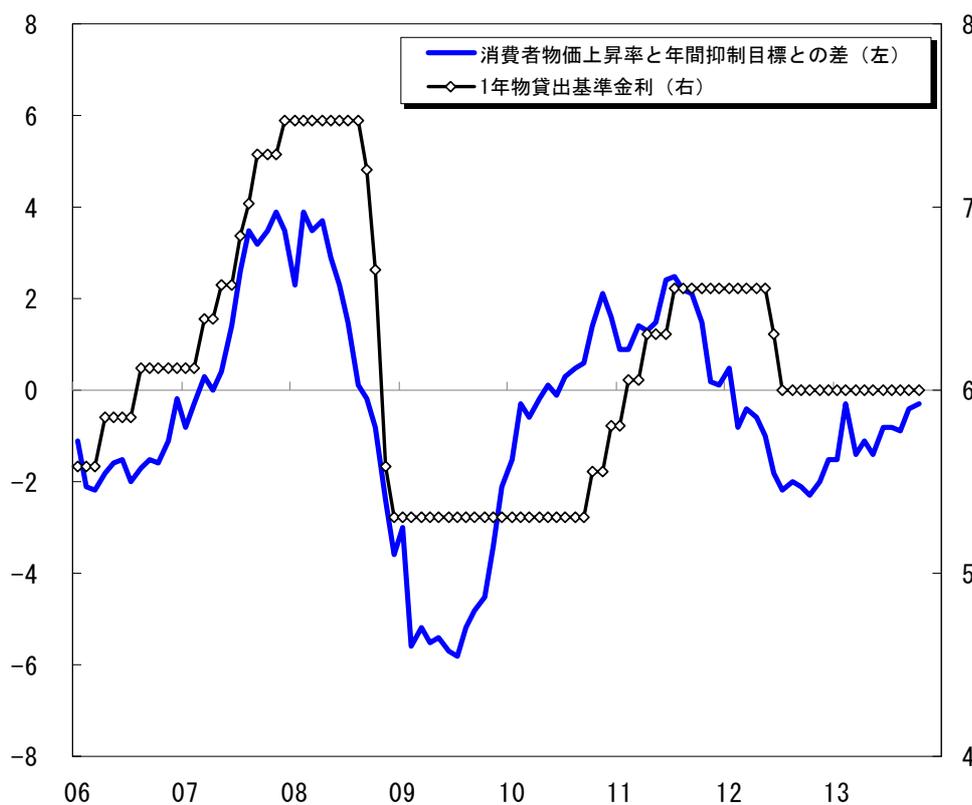
第2は、物価上昇による金融引き締め懸念である。

2013年の消費者物価上昇率の政府年間抑制目標は3.5%であり、2013年10月は前年同月比3.2%と、単月とはいえ抑制目標に接近しつつある。10月の同3.2%上昇の内訳は、食品価格同6.5%、非食品価格同1.6%であり、物価上昇の主因は天候不順等による食品価格の上昇である。ちなみに、10月の工業製品の卸売価格は同1.5%のマイナス、9月の輸入物価は同1.1%のマイナスだった。

香港など独自の金利政策を放棄している国・地域を除き、多くの国・地域では、政策金利変更で重視されるのは、コア物価の動向である。このため、非食品価格が低位で安定していれば、基本的に利上げ懸念が取り沙汰されることはないのだが、中国人民銀行は物価全体を参照しているため、食品価格の上昇が主因であっても「利上げ」が選択される可能性は高い。図表3は、消費者物価上昇率と年間抑制目標との差と、1年物貸出基準金利の関係を見ている。利上げ局面

では消費者物価上昇率が年間抑制目標を上回ることが、重要な政策決定要因の一つとなっていることがうかがえる。政府抑制目標が物価全体をターゲットに設定している以上、要因は何であれ、中国人民銀行としては何らかの対応を講じざるを得ないのであろう。消費者物価上昇率が3.5%を上回る事態となれば、利上げ懸念が高まるリスクがある。繰り返しになるが、食品価格が落ち着くか否かは、天候要因によるところが大きい。食品価格の動向に注視が必要であろう。

図表3 消費者物価上昇率と年間抑制目標との差、1年物貸出基準金利の推移（単位：％）



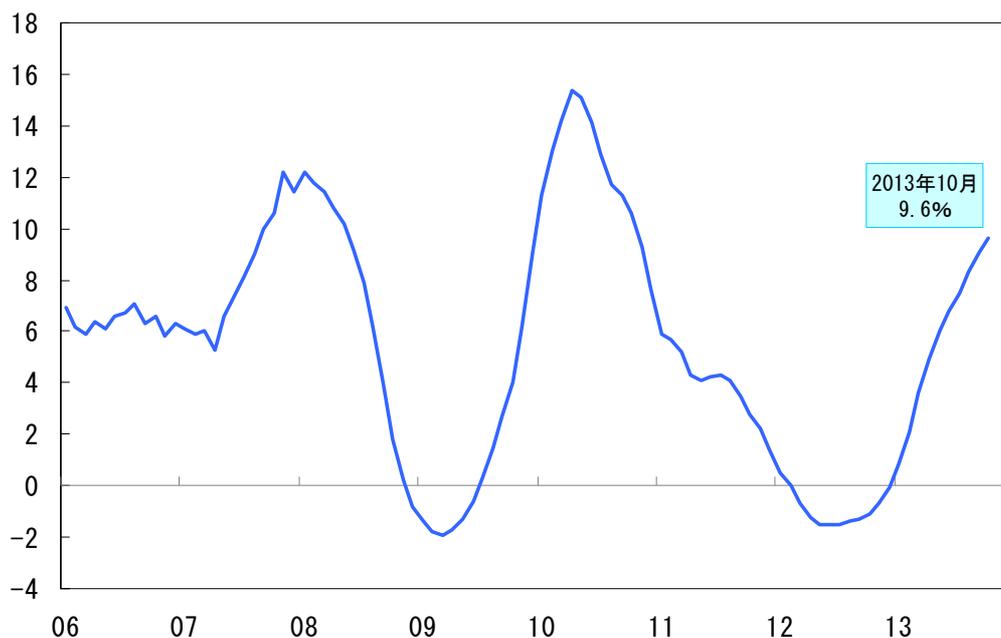
（出所）中国人民銀行、国家統計局より大和総研作成

最後に、株式市場では、より厳しい不動産（住宅）価格抑制策が発表されることをリスク視している。しかし、需要抑制ではなく、供給増加による価格抑制に重点が置かれれば、これはむしろ不動産開発投資の下支え要因となり得よう。

ロイターによると、2013年10月の全国70都市新築住宅価格は前年同月比9.6%上昇し、都市住民一人当たり可処分所得の実質伸び率（1月～9月の全国平均は前年同期比6.8%増）を下回るとの抑制目標を達成できていない都市が急増している。3月に発表された国5条と呼ばれる不動産価格抑制策は、全く効いていないのが現状である。このため、国务院（内閣）がより厳しい不動産価格抑制策を発表するとの懸念が高まっている。特に価格上昇が著しい北京市、上海市、広東省広州市、深圳市では、2軒目の住宅購入の頭金比率を従来の60%以上から70%以

上へ引き上げるなどの措置を相次いで発表している。しかし、限界的な効果は既に小さいほか、実需の後押しを目的に「家計」で1軒目の住宅の頭金比率は30%以上とされているため、便宜的に離婚し「家計」を増やして住宅を購入する人々が後を絶たないという。需要を抑制する政策は実質的に骨抜きとなっているのである。

図表4 全国70都市新築住宅価格の推移（前年同月比）（単位：％）



（出所）国家統計局、ロイターより大和総研作成

こうした中、今後国務院から打ち出される政策は、供給増加に重点を置いたものになる可能性が高まっている。10月29日に開催された中国共産党政治局集団学習会議では、住宅保障システムと供給システムの建設推進の加速を議論した。具体的には、①第12次5ヵ年計画の主要目標の1つである、保障性住宅を2015年までの5年間で3,600万戸建設する目標の達成に全力で取り組むこと（2011年と2012年は合計1,033万戸の建設にとどまる）、②住宅用地の供給総量を増やすなど、あらゆる手を尽くして住宅供給を増やすこと、など、住宅の供給増加がその骨子となっている。需要抑制ではなく、供給増加による価格抑制に重点が置かれれば、むしろ不動産開発投資の下支え要因となり得よう。

このように、短期的なリスク要因として認識すべきは、大気汚染対策のための生産抑制や経済活動停滞、そして、物価上昇による金融引き締め懸念である。前者は抜本的な対策が打たれない限り、冬場の固定リスクとなりかねず、特に注意が必要であろう。

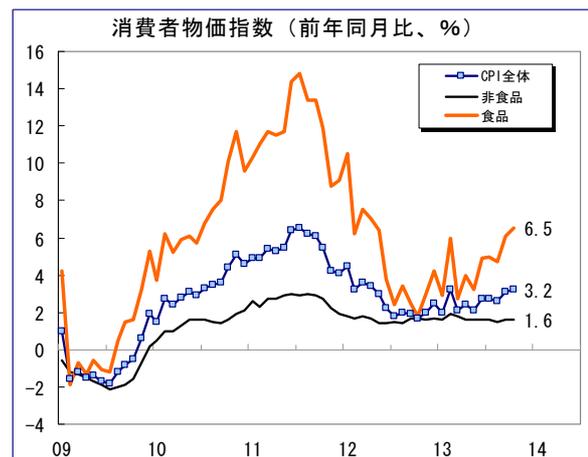
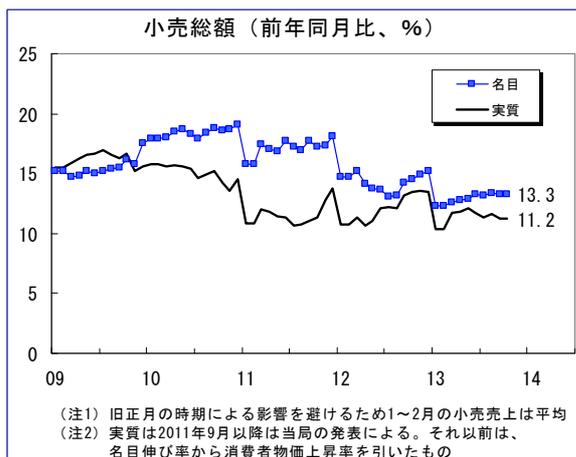
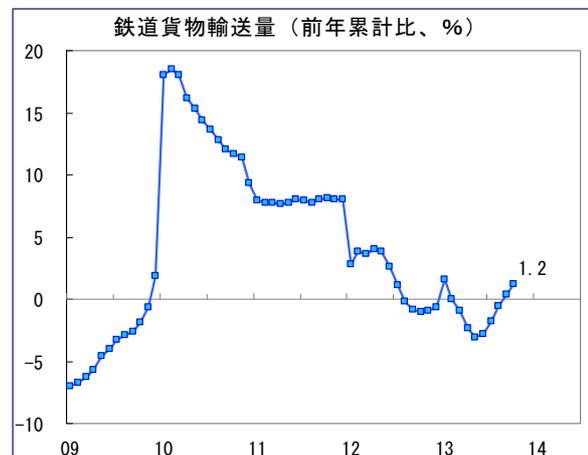
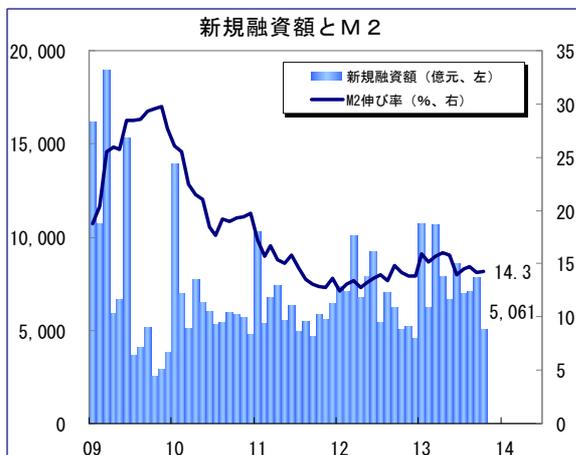
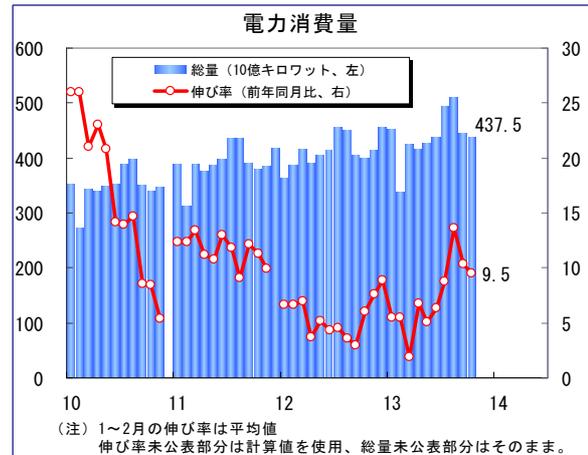
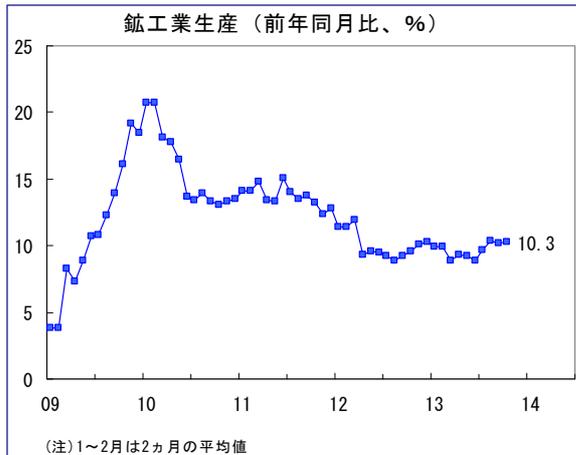
以上

主要經濟指標一覽

	2013年5月	6月	7月	8月	9月	10月
實質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	7.5	-	-	7.8	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	9.2	8.9	9.7	10.4	10.2	10.3
電力消費量（前年同月比、%）	5.0	6.3	8.8	13.7	10.4	9.5
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-3.1	-2.8	-1.8	-0.6	0.4	1.2
固定資産投資（前年累計比、%）	20.4	20.1	20.1	20.3	20.2	20.1
不動産開発投資（前年累計比、%）	20.6	20.3	20.5	19.3	19.7	19.2
小売総額 名目（前年同月比、%）	12.9	13.3	13.2	13.4	13.3	13.3
實質（前年同月比、%）	12.1	11.7	11.3	11.6	11.2	11.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.1	2.7	2.7	2.6	3.1	3.2
食品（前年同月比、%）	3.2	4.9	5.0	4.7	6.1	6.5
非食品（前年同月比、%）	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.0	-2.6	-2.2	-1.6	-1.6	-1.6
新規融資額（億元）	6,694	8,628	6,997	7,128	7,870	5,061
M2伸び率（%）	15.8	14.0	14.5	14.7	14.2	14.3
輸出（前年同月比、%）	1.0	-3.1	5.1	7.2	-0.3	5.6
輸入（前年同月比、%）	-0.3	-0.7	10.9	7.0	7.4	7.6
貿易収支（億米ドル）	204.3	271.2	178.2	285.2	152.1	311.0
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	11.8	12.9	14.1	14.9	16.0	16.4
上海（前年同月比、%）	10.2	11.9	13.7	15.4	17.0	17.8
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	1.0	3.8	8.4	4.0	7.3	6.5
完工面積（前年累計比、%）	5.3	6.3	7.9	4.6	4.2	1.8
不動産販売 面積（前年累計比、%）	35.6	28.7	25.8	23.4	23.3	21.8
金額（前年累計比、%）	52.8	43.2	37.8	34.4	33.9	32.3

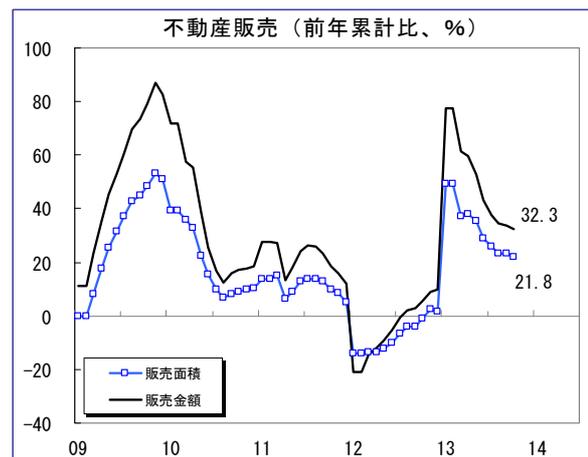
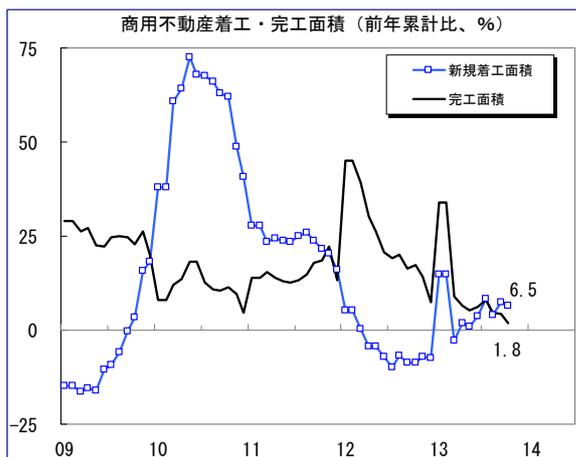
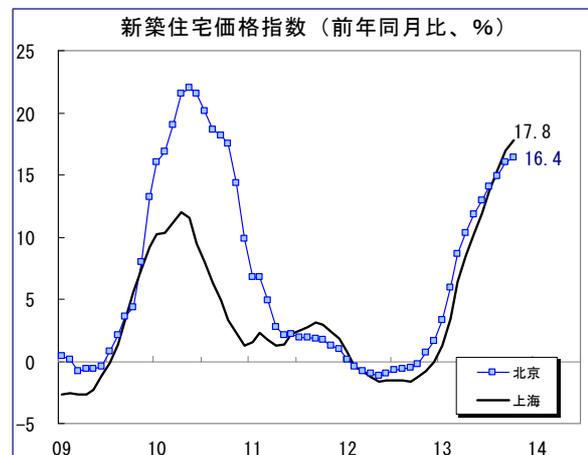
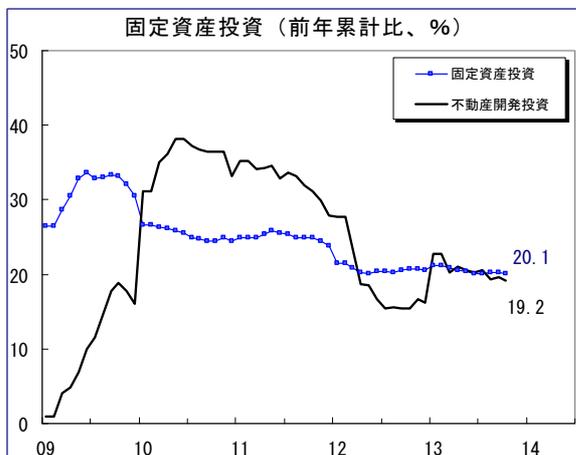
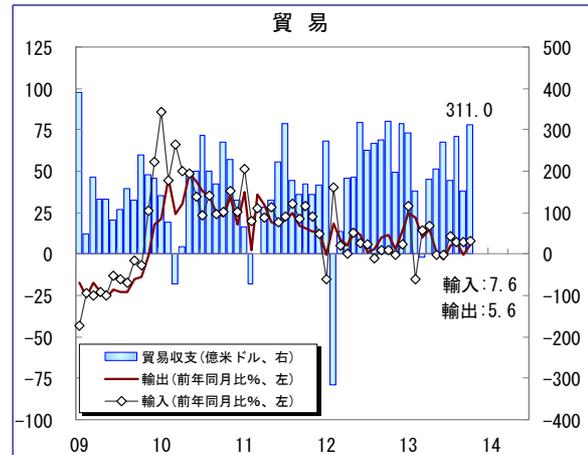
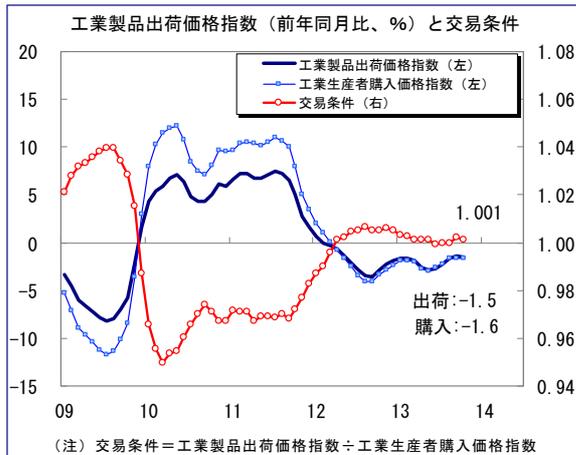
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成