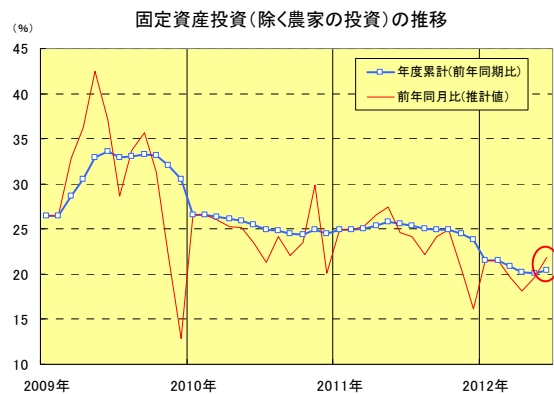
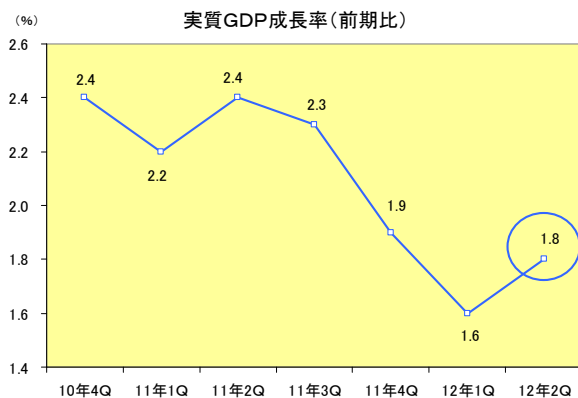


Weekly エコノミスト・ レター

中国経済は回復に向かうのか： カギを握る政策的支援、次の一手は？

経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 2012年4-6期の実質GDP成長率は前年同期比7.6%、2012年上半期は前年同期比7.8%増で前年通期の9.2%増を1.4ポイント下回った。この成長鈍化の原因は欧州危機の影響もあるが、主因は総資本形成（投資）の伸び鈍化。産業別では第二次産業の伸び鈍化が著しい。
2. その他の景気指標をみても、欧米先進国経済の低迷で輸出主導の回復は期待できず、中国政府が期待した消費主導への転換も軌道に乗る気配は無い。さらに、昨年まで投資を牽引してきた不動産開発投資にも厳しい不動産規制の継続で陰りが見える。
3. 景気下ぶれ懸念が増す中で、中国人民銀行は貸出・預金基準金利の引き下げに動きだし、財政政策面でも省エネ家電などの消費を促すための財政支援策を打ち出し、公共投資の前倒し執行もあって投資の鈍化には歯止めが掛かりつつある。
4. また、実質GDP成長率を前期比でみると、今年1-3月期の1.6%増（改定後）から4-6月期は1.8%増と伸びが速まり、第三次産業には底打ちの兆しもみられ、昨年夏の高速鉄道事故や汚職問題で停滞していた鉄道建設が下半期に本格再開するなど、一部に回復の兆しも見える。
5. 今年秋には最高指導部の交代が予定されることもあり、戦略的新興産業と位置付けた7大産業（省エネ環境保護、次世代IT、バイオ、ハイエンド設備製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー自動車）の領域では、政策的支援が打ち出される可能性が高く、今後の中国政府の動きが注目される。



1. 今年上半期のGDP

中国国家统计局が7月13日に発表した2012年4-6期の実質GDP成長率は前年同期比7.6%と、前四半期の同8.1%増を0.5ポイント下回り、6四半期連続で前四半期の伸びを下回り約3年ぶりのレベルまで伸びが鈍化してきた(図表-1)。

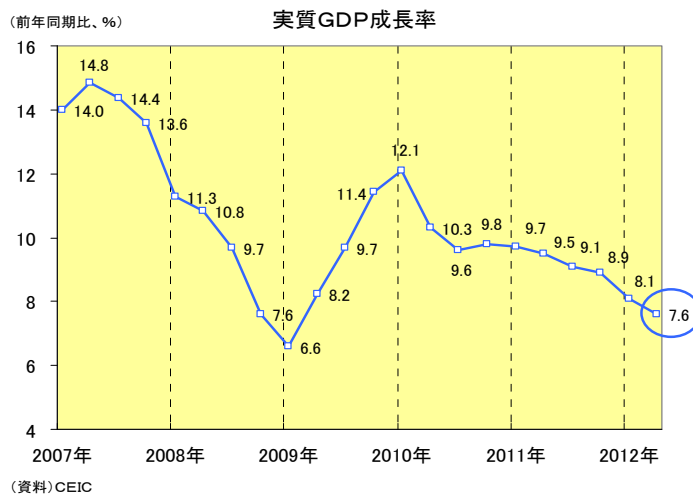
また、同時に発表された2012年上半期(1-6月期)の国内総生産(GDP)は22兆7098億元と、前年同期比7.8%増となり、前年通期の9.2%増を1.4ポイント下回った。

需要別の寄与度をみると、図表-2に示したとおり全ての需要項目で寄与度が低下しており、最終消費が4.5ポイントで前年通

期を0.2ポイント下回り、総資本形成が3.9ポイントで前年通期を1.0ポイント下回り、純輸出がマイナス0.6ポイントで前年通期を0.2ポイント下回っており、総資本形成(投資)の低下幅が一番大きい。また、リーマンショック後の2009年と対比してみると、前回は純輸出が3.5ポイントの大幅マイナスとなったが今年上半期は0.6ポイントのマイナスに留まっており、前回は総資本形成が8.1ポイントの大幅プラス寄与となったが今年上半期は3.9ポイントと前回の半分以下に留まっている。従って、今回の成長鈍化は欧州危機の影響を受けた面も勿論あるものの、主因は総資本形成(投資)の伸び鈍化といえるだろう。

他方、産業別にみると、図表-3に示したとおり全ての産業区分で伸びが鈍化しており、第一次産業が前年同期比4.3%増と前年通期を0.2ポイント下回り、第二次産業が同8.3%増と2.3ポイント下回り、第三次産業が同7.7%増と1.2ポイント下回っており、特に第二次産業の伸び鈍化が著しい。

(図表-1)



(図表-2)

【需要別】

	実質GDP成長率 (内訳は寄与度)		
	最終消費	総資本形成	純輸出
2002年	9.1%	4.0%	0.7%
2003年	10.0%	3.6%	0.1%
2004年	10.1%	4.0%	0.6%
2005年	11.3%	4.4%	2.6%
2006年	12.7%	5.1%	2.1%
2007年	14.2%	5.6%	2.6%
2008年	9.6%	4.2%	0.9%
2009年	9.2%	4.6%	-3.5%
2010年	10.4%	4.5%	0.4%
2011年	9.2%	4.7%	-0.4%
2012年	7.8%	4.5%	-0.6%

(図表-3)

【産業別】

	実質GDP成長率 (内訳は各々の成長率)		
	第一次産業	第二次産業	第三次産業
2002年	9.1%	9.8%	10.4%
2003年	10.0%	12.7%	9.5%
2004年	10.1%	11.1%	10.1%
2005年	11.3%	12.1%	12.2%
2006年	12.7%	13.4%	14.1%
2007年	14.2%	15.1%	16.0%
2008年	9.6%	9.9%	10.4%
2009年	9.2%	9.9%	9.6%
2010年	10.4%	12.3%	9.8%
2011年	9.2%	10.6%	8.9%
2012年	7.8%	8.3%	7.7%

(資料)中国国家统计局、CEIC

(注)2012年は1-6月期(前年同期比)

2. その他の景気指標の動き

【期待できない輸出主導の回復】

信用不安の払拭に向け財政健全化を急ぐ欧州向けの輸出は2012年上半期も前年同期比-0.9%と低迷しており（図表-4）、前年同期比13.7%増と堅調を保つ米国向けも、雇用や住宅に不安を抱え多くは期待できず、好調を維持するASEANなど新興国向けも、欧米先進国経済の不調が長引けば減速しかねない。仮に欧米先進国経済が復活して輸出が伸びたとしても、世界第2位の経済大国となり世界トップクラスの経常黒字を稼ぐ中国が、再び輸出主導で回復するには、中国の経済規模は大きくなり過ぎており、もはや国際社会も許さない状況にある。

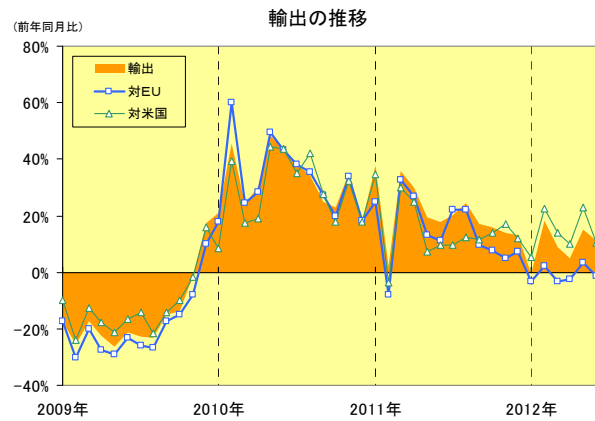
【期待通りに進まない消費主導への転換】

輸出主導の景気回復が期待できない中で、中国政府が期待するのが消費主導の回復である。最低賃金の引き上げなどで賃金上昇が続き、求人数が求職数を上回るなど雇用情勢も安定しておりリーマンショック後のような雇用不安はないため、所得増が消費拡大に結びつく可能性は高いとみられてきた。ところが、6月の小売売上高（社会消費品零售総額）は1兆6585億円で前年同期比13.7%増と5月の同13.8%増を0.1ポイント下回り、冴えない動きが続いている（図表-5）。

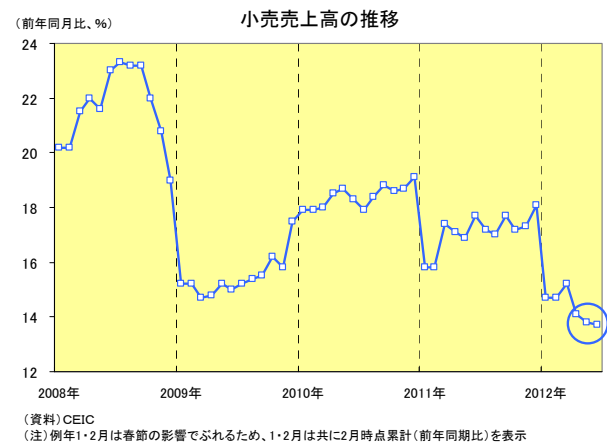
【陰りが見える投資の動き】

一方、投資動向を示す固定資産投資（1-6月期、農家の投資を含まず）は15兆710億円で、前年同期比20.4%増と高水準が続いている。しかし、昨年の23.8%増ほどの勢いはなく、2010-11年には3割前後で伸びていた不動産開発投資が、今年上半年は前年同期比16.6%と10ポイント以上減速、投資にも陰りがみられる（図表-6）。バブルを恐れる中国政府は今後も厳しい不動産規制を堅持しそうな雲行きだけに、不動産開発投資を軸に据えた景気回復は難しい状況といえるだろう。

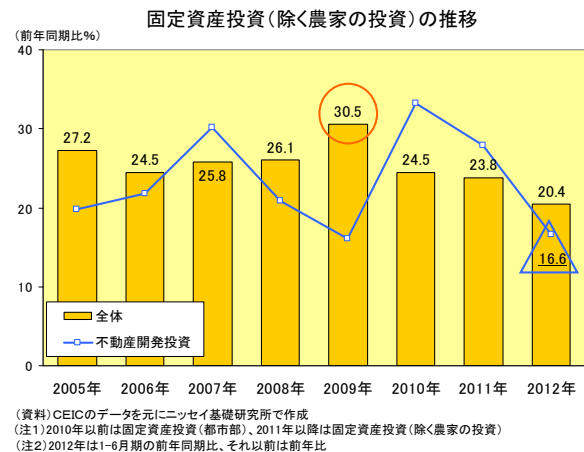
（図表-4）



（図表-5）



（図表-6）



3. 動き始めた財政金融政策

景気減速が続き、さらなる景気下ぶれ懸念が増す中で、中国人民銀行は6月、7月と2ヵ月連続で政策金利（貸出・預金の基準金利）を引き下げた。また、昨年12月以降3回に渡って預金準備率の引き下げも実施しており、景気を金融面から支える動きが本格化してきた（図表-7）。

これを受けて、図表-8に示したように人民元融資は増加ピッチを速めており、マネーサプライ(M2)の伸びも底打ちから反転する兆しをみせている。6月の融資増加は上半期末の季節的資金需要に支えられた可能性が否定できないものの、金融環境の緩和は着実に前進しており、今後も景気を下支えする効果が期待できるだろう。

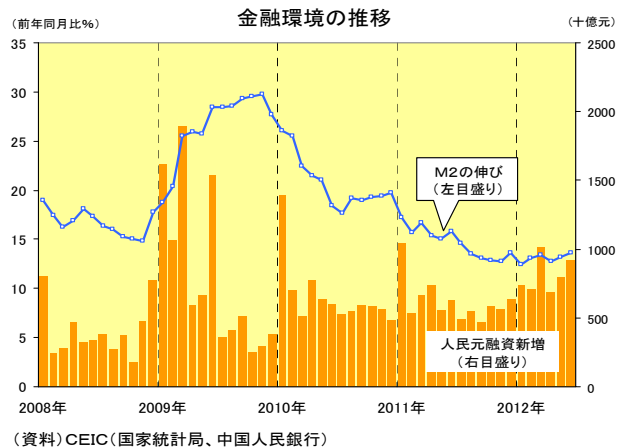
利下げを可能にしたのが、インフレ懸念の後退である。6月の消費者物価上昇率は前年同月比2.2%上昇と、今年度の抑制目標である4%前後を大きく下回ってきた。来月発表の7月の消費者物価は1%台へ低下するとみられており、追加の利下げが実施されてもおかしくない状況にある。但し、国際商品市況の急落を受けてモノの価格は下落したものの、賃金上昇を背景にサービス価格はじりじり上昇を続けており、急落していた国際商品市況にも底打ち反転の動きがみられることから、その後はインフレ率が再び高まりそうだ。従って、8月に利下げを実施しないと、9月以降は利下げしづらくなる可能性が高いとみている。

一方、財政政策面でも、5月16日には省エネ家電などの消費を促すための財政支援策（363億元）を決定、5月24日には排出削減・再生エネルギー特別資金として中央財政から979億元（前年比+251億元）を拠出と発表するなど、小粒ながら財政出動が始まった。また、空港建設、水力発電所建設、地下鉄など都市交通システム建設、天然ガスや石油のパイプライン建設、製鉄所建設など幅広い分野で投資の承認が進められた。これらを受けて、陰りが見えていた固定資産投資は6月単月でみると伸びの鈍化に歯止めが掛かった（図表-9）。

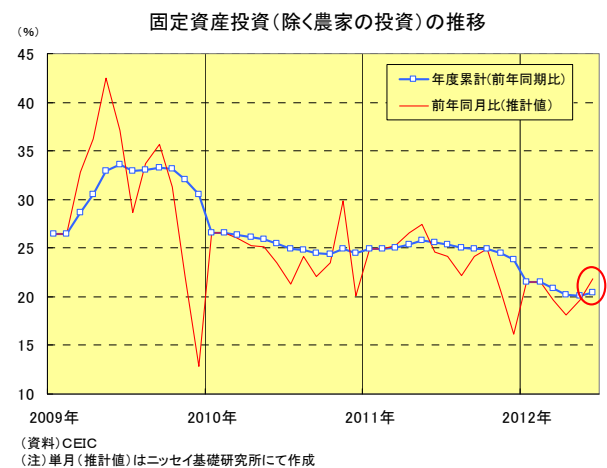
(図表-7)



(図表-8)



(図表-9)



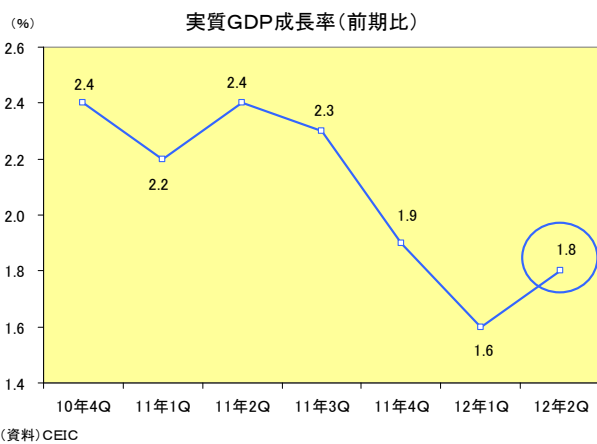
4. ほのかに見える回復の兆し

これらの政策対応を受けて景気指標の一部にも回復の兆しがみえてきた。前述のとおり、今年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比7.6%増へ落ち込んだが、前期比で見ると1-3月期の1.6%増(改定後)から4-6月期は1.8%増へと伸びが速まっている(図表-10)。

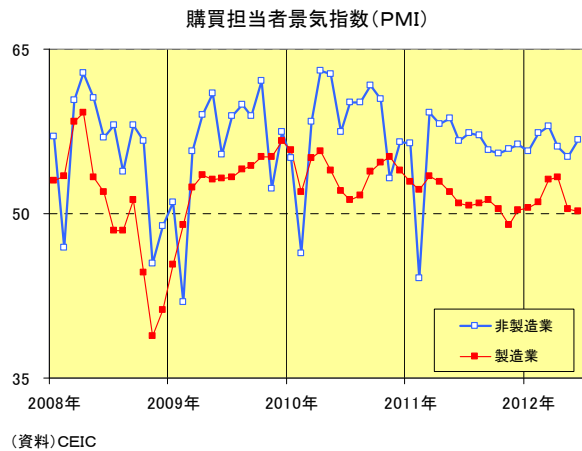
また、図表-11に示したように製造業の企業マインドは好不調の境界となる50近辺で停滞しているが、非製造業のマインドは50台後半で比較的堅調を維持している。図表-12に示した産業別の経済成長率をみると、第二次産業は今年4-6月に伸びが急減速したが、第三次産業は逆に底打ちの兆しをみせている。財政金融政策の支援を受けて、今後第二次産業の急減速に歯止めを掛けることができれば、底堅く推移する第三次産業の下支えがあるだけに、景気は回復に向かう可能性がでてきた。

また、昨年7月の高速鉄道事故や汚職問題で停滞していた鉄道運輸業の固定資産投資は、図表-13に示したように、昨年が前年比-22.5%、今年上半期も前年同期比-36.9%と大幅マイナスが続いている。但し、劉志軍・前鉄道相の処分も決まり、懸案となっていた資金調達にもメドが立ち、新たに導入される入札方式で、今後は鉄道建設が本格再開するとみられる。中国鉄道部の固定資産投資は今年上半期に1777億元に留まっていたが、本格再開が早期に実現すれば下半期は2倍程度になる可能性が高いだけに、景気回復のひとつの支援材料となりそうだ。

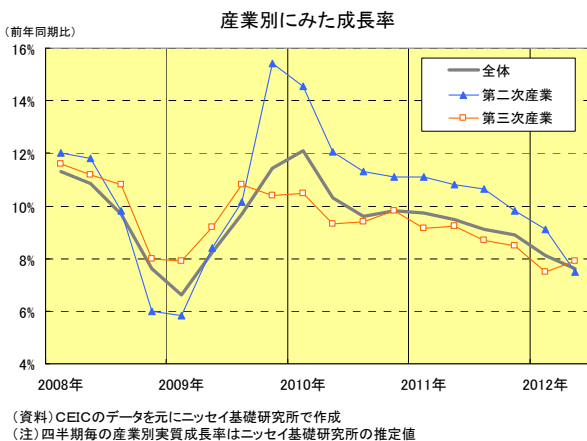
(図表-10)



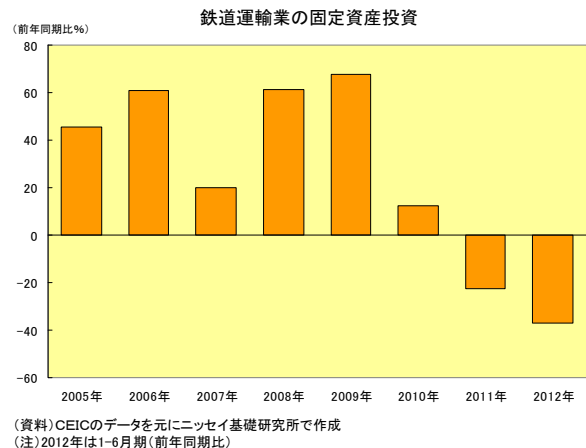
(図表-11)



(図表-12)



(図表-13)



5. カギを握る政策的支援

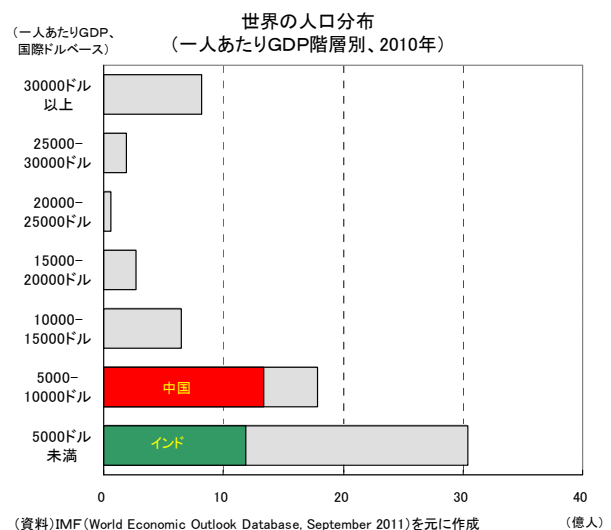
ほのかに見え始めた回復の兆しを確かなものにするには新たな政策的支援が必要と思われる。公共投資の前倒しはそのひとつではある。開発途上にある中国では長期計画を前倒して執行する余地は残っている。但し、公共投資の前倒しは、前回リーマンショック後の大型景気対策で実施済みであり、その結果として地方政府債務残高が肥大化しているため、今回は大規模化が難しい。また、厳しいスタンスを堅持する不動産規制を緩和すれば、不動産開発投資が一気に息を吹き返すとみられ、景気刺激効果は大きいだろう。但し、バブル再発という副作用は避けられないため、これは最後の手段といえるだろう。

そこで、現在最も有力なのが戦略的新興産業の育成に向けた政策的支援である。中国政府は7月20日に、戦略的新興産業の第12次5ヵ年計画（「十二五」国家战略性新兴产业发展规划）を公表した。戦略的新興産業と位置付けた7大産業（省エネ環境保護、次世代IT、バイオ、ハイエンド設備製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー自動車）の育成の方向性を示すとともに、国内総生産（GDP）に占める割合を、2015年までに8%前後、2020年には15%に引き上げる目標を掲げている。当研究所の試算では、この実現に成功すると経済成長率を約1%アップできることになる。

一方、中国政府が戦略的新興産業と位置付けた7大産業は、どれも先進国が優位な立場にある産業であり、中国が積極的に投資しても国際競争で勝ち残るのは難しい分野でもある。しかし、インドやベトナムなど後発新興国が中国を追い上げる中で、いつまでも一人あたりGDPのレベルが低い国々と賃金の安さで競争していたのでは「成長の壁」にぶつかるのは明らかでもある（図表-14）。従って、中国としては、研究開発を積極化してコア技術を増やし、一人あたりGDPのレベルが高い先進国が支配する領域へチャレンジせざるをえない状況でもある。

今年秋には中国共産党第18次全国代表大会が開催される予定で、そこで新たなトップ（総書記）に習近平氏が就任するとみられる。習近平氏をトップとする新しい最高指導部にとって、この戦略的新興産業の育成の成否は極めて重要である。これを成功に導くことができれば周囲の信認を高め安定的な政権運営が可能になり、逆に失敗すれば共産党内部の路線対立が激化しかねないからである。これから来年にかけて、中国政府がどのような政策的支援を実施するのか注目される。

（図表-14）



（図表-15）

経済予測表

	単位	2011年	2012年	2013年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.2	8.1	9.0
最終消費	寄与度、%	4.7	4.5	4.5
総資本形成	寄与度、%	4.9	4.2	4.5
純輸出	寄与度、%	▲0.4	▲0.6	0.0
消費者物価	前年比、%	5.4	2.9	4.1

（資料）実績は中国国家統計局、予測はニッセイ基礎研究所

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。