

Weekly エコノミスト・ レター

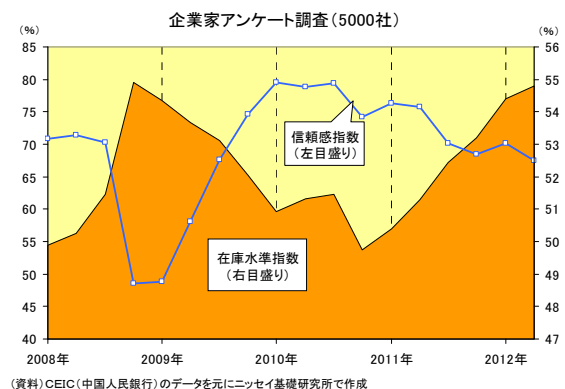
中国経済： 内需回復ノ兆候ミユルモ在庫ノ山高シ

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. 今年 7-9 月期の国内総生産（GDP）は前年同期比 7.4%増と、前四半期の同 7.6%増を 0.2 ポイント下回り 7 四半期連続で減速した。先進国と比べれば依然高いとはいえ、中国としてはリーマンショック後の 2009 年 1-3 月期以来の低成長となった。但し、前期比でみると 2.2%増と前四半期を上回っており、今年 1-3 月期の 1.5%増をボトムに成長ピッチは回復しつつある。
2. 需要項目別に見ると、9 月は輸出・消費・投資の 3 つの柱が揃って改善した。輸出は欧州・米国ともに急回復は見込みづらく今後の回復力は限定的とみられるものの、消費は高い賃金上昇とインフレ落ち着きによる実質所得改善を背景に回復傾向が続くとみており、投資は不動産開発投資が鈍化するものの公共投資の前倒しや鉄道建設投資の増額で鈍化傾向に歯止めが掛かることから、中国の内需は回復に向かう兆候が見えてきた。
3. 但し、在庫の積み上がりは気になる。9 月の工業生産は若干改善したものの、企業家アンケート調査では在庫水準がリーマンショック後と同レベルまで上昇しており、多少の需要回復では生産調整が続いてしまう可能性が高い。但し、サービス産業は企業マインドが好調を維持するなど底堅い動きを示していることから、生産をある程度下支えする要因になるとみている。
4. また、現在の金融緩和は、不動産規制を堅持するなど政府の意向に沿った分野に限定した金融緩和となっている。今のところ融資の回復ピッチは鈍いが、政府の意向に沿った「戦略的新興産業」や「省エネ環境保護」の分野で、民間企業が事業チャンスを発掘すれば、融資の回復ピッチが速まる可能性もあるため、今後は民間活力の動向が最大の注目点となるだろう。
5. 以上の分析を踏まえ、2012 年は実質で 7.7%成長、2013 年は 8.3%成長と予想する。

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、%	9.3	7.7	8.3
最終消費	寄与度、%	5.2	4.2	4.4
総資本形成	寄与度、%	4.5	4.1	4.1
純輸出	寄与度、%	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2
消費者物価	前年比、%	5.4	2.7	3.3



1. GDP成長率

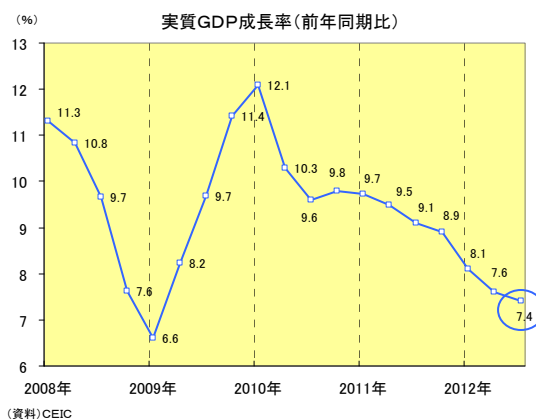
〔前年同期比で低下も、前期比では上昇〕

10月18日、中国国家统计局が発表した2012年7-9月期の国内総生産(GDP)は前年同期比7.4%増と、前四半期の同7.6%増を0.2ポイント下回り7四半期連続の減速となった。先進国と比べれば依然高いとはいえ、中国としてはリーマンショック後の2009年1-3月期(6.6%)以来の低成長である(図表-1)。

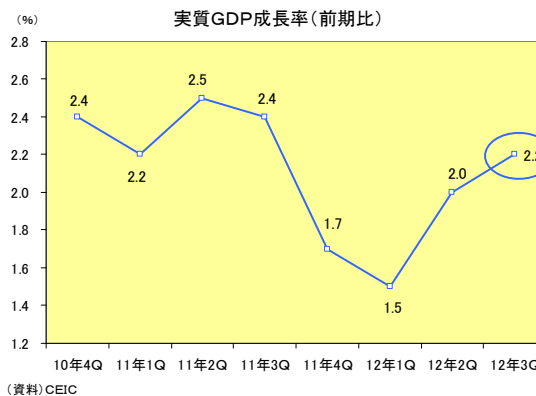
但し、前期比でみると(図表-2)、2012年7-9月期は前期比2.2%増と、前四半期の2.0%増(改定後)を上回り、今年1-3月期の1.5%増(改定後)をボトムとして、成長ピッチは回復しつつある。

一方、同時に発表された2012年1-9月期の国内総生産(GDP)は35兆3480億元で、前年同期比7.7%増であった。需要別の寄与度をみると、最終消費が4.2ポイント、総資本形成が3.9ポイント、純輸出がマイナス0.4ポイントで、前年通期と比べると最終消費が1.0ポイントの低下、総資本形成が0.6ポイントの低下、純輸出が±ゼロとなった。産業別にみると、第一次産業が前年同期比4.2%増、第二次産業が同8.1%増、第三次産業が同7.9%増と前年通期の伸びをいずれも下回った(図表-3)。但し、1-6月期と比べると第一次産業は0.1ポイント低下、第二次産業は0.2ポイント低下、第三次産業は0.2ポイント上昇で、第三次産業には底打ちの兆しもみられる。

(図表-1)



(図表-2)



(図表-3)

【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
2005年	4.4%	4.3%	2.6%
2006年	5.1%	5.5%	2.1%
2007年	5.6%	6.0%	2.6%
2008年	4.2%	4.5%	0.9%
2009年	4.6%	8.1%	-3.5%
2010年	4.5%	5.5%	0.4%
2011年	5.2%	4.5%	-0.4%
2012年	4.2%	3.9%	-0.4%

【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
2005年	5.2%	12.1%	12.2%
2006年	5.0%	13.4%	14.1%
2007年	3.7%	15.1%	16.0%
2008年	5.4%	9.9%	10.4%
2009年	4.2%	9.9%	9.6%
2010年	4.3%	12.3%	9.8%
2011年	4.3%	10.3%	9.4%
2012年	4.2%	8.1%	7.9%

(資料)中国国家统计局、CEIC

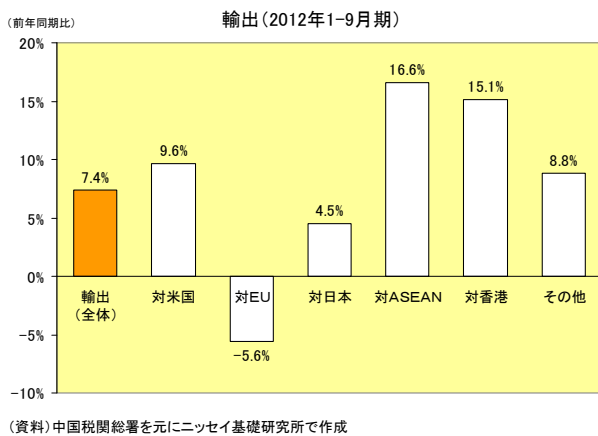
(注)2012年は1-9月期(前年同期比)

2. 需要別の動向

1 | 輸出の動向

今年 1-9 月期の輸出は、ASEAN 向けや香港向けは前年同期比 2 桁の高い伸びを続けており、約 17% を占める米国向けも同 9.6% 増と堅調なもの、約 19% を占める欧州向けが同 -5.6% と足を引っ張り、全体では同 7.4% 増と昨年通期の前年比 20.3% 増から大きく伸びが鈍化している（図表-4）。9 月の輸出は前年同月比 9.9% 増と改善したものの、財政健全化を進める欧州向けは依然前年割れである（図表-5）。

(図表-4)



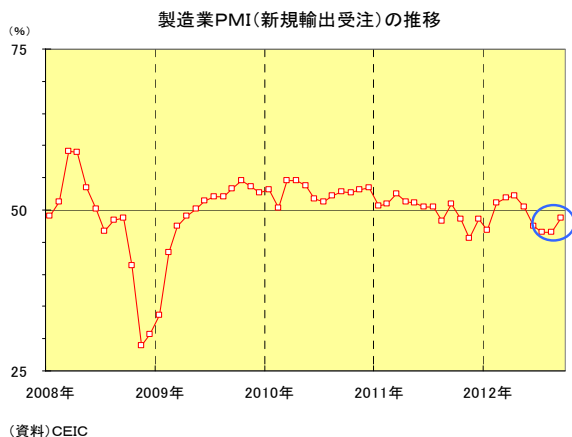
(図表-5)



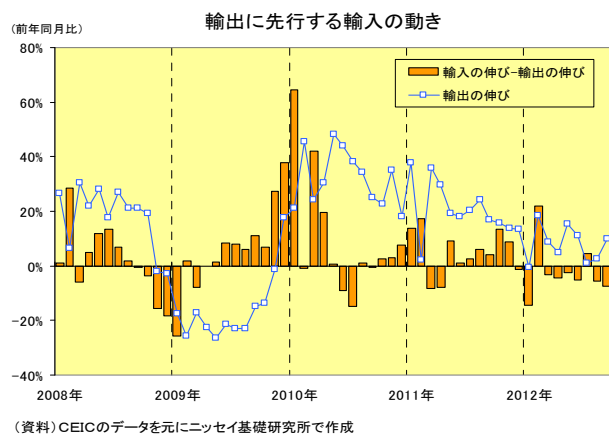
[当面期待できないものの来年には若干改善]

図表-6 に示した製造業 PMI（新規輸出受注）は 9 月に若干改善したものの好不調の境界となる 50 を 4 ヶ月連続で下回っている。また、加工貿易の比率が高い中国では、輸出に先行して輸入が増加することが多いが、図表-7 に示したように輸入の伸びが輸出の伸びを下回る傾向が続いており、年内に輸出が大きく改善する可能性は低いと思われる。来年に向けては、欧州経済が最悪期を脱し米国経済も緩やかに回復するとみられることから、純輸出のマイナス寄与は今年より縮小するだろう。但し、欧州の財政健全化は来年も続き米国経済の回復ピッチも緩やかに留まるため、輸出の回復力は限定的とみられる。

(図表-6)



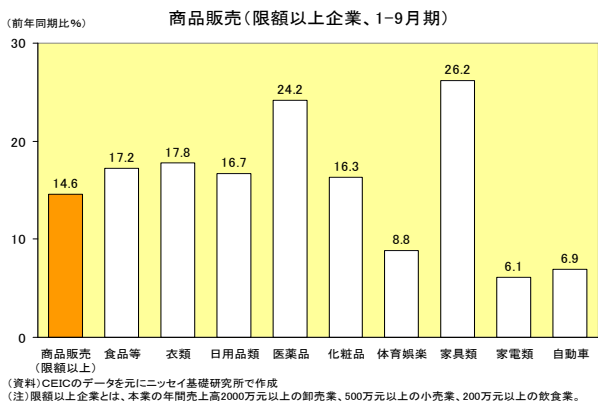
(図表-7)



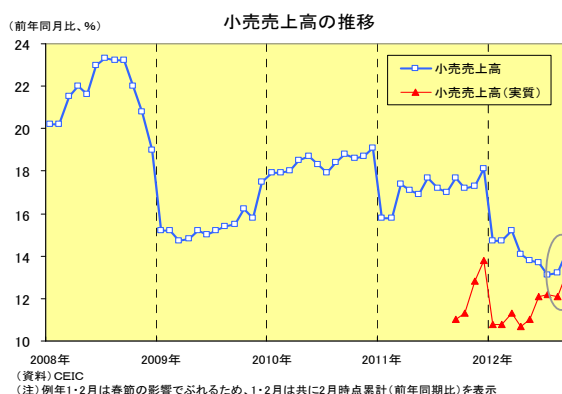
2 | 個人消費の動向

個人消費の動きも鈍く、今年1-9月期の商品販売（限額以上企業）は前年同期比14.6%増と昨年通期の前年比23.2%増から大きく伸びが鈍化している。品目別内訳をみると（図表-8）、食品等・衣類・日用品類などの生活必需品や化粧品の伸びは比較的高く、家具類や医薬品は2割超の高い伸びを維持しているものの、家電類と自動車の伸びは一桁台に落ちている。但し、足元では9月の小売売上高が前年同月比14.2%増と8月の同13.2%増を大きく上回り改善の兆しも見せ始めている（図表-9）。

（図表-8）



（図表-9）

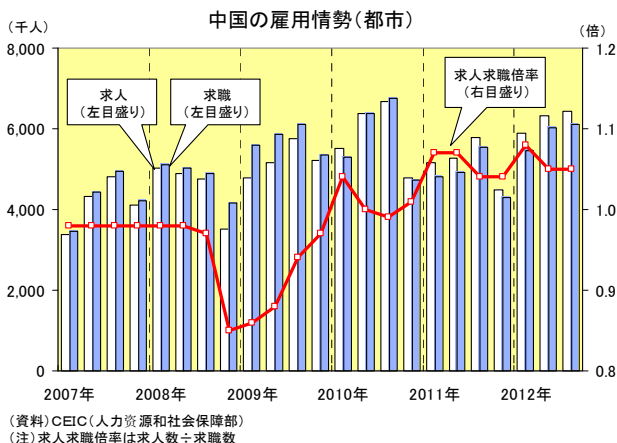


【需要を先食いした副作用が癒えるとともに回復へ】

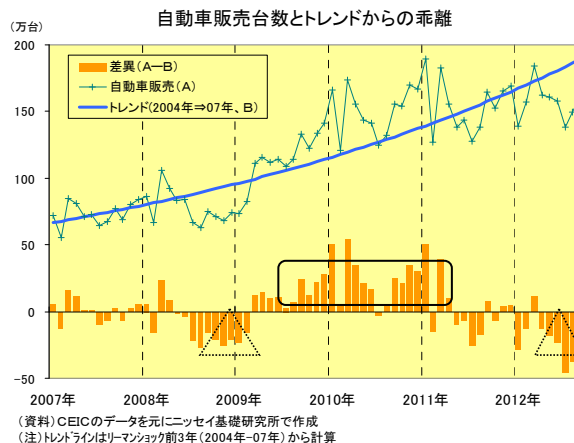
今後を考えると、個人消費は徐々に回復に向かうとみている。図表-9に示した小売売上高（実質）は賃金上昇とインフレ率低下による実質所得改善で伸びを高めており、求人数が求職数を上回るなど雇用情勢も良好なことから（図表-10）、賃金総額は高い伸びを続けており、消費余力は高まっている。

また、前述のとおり自動車販売は一桁台の伸びに落ちているが、これはリーマンショック後の消費刺激策で需要を先食いした反動減の面がある。図表-11に示したように、自動車販売は2009-10年に急増、それまでのトレンドを大きく上回ったため需要を先食いしてしまった。しかし、中国の百世帯あたりの乗用車保有は都市部でも18.58台（2011年）とモータリゼーションは始まったばかりであることから、需要先食いの時間調整を終えれば元のトレンドに戻るとみられる。従って、実質所得改善と賃金上昇に加え、需要を先食いした副作用が癒えることにより、個人消費は来年には回復に向かうと予想する。

（図表-10）



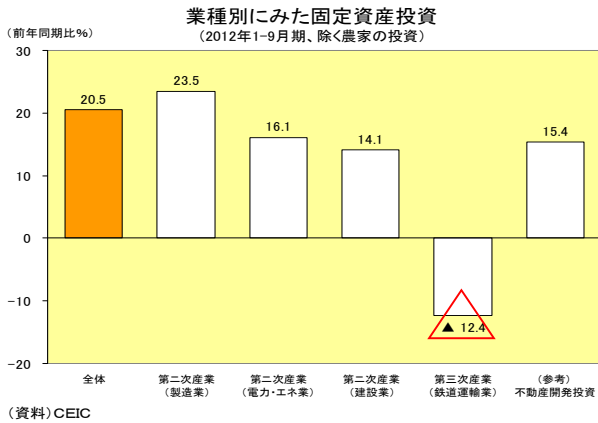
（図表-11）



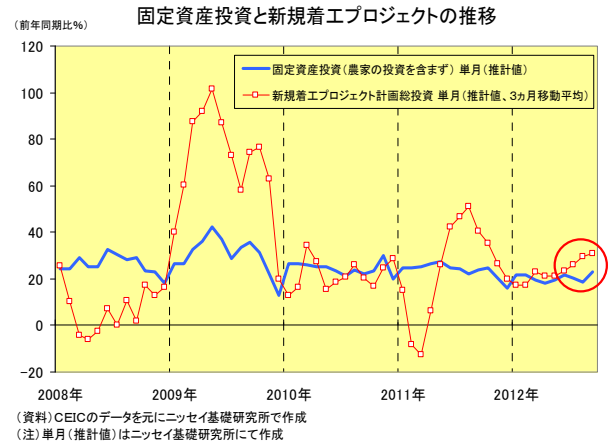
3 | 投資の動向

固定資産投資の動きをみると、製造業は前年同期比 23.5%増と底堅いものの、厳しい不動産規制が続く不動産開発投資は同 15.4%増と全体の伸びを下回り、昨年 7 月の高速鉄道事故で低迷した鉄道運輸業は同-12.4%と大幅マイナスになったため、固定資産投資（除く農家の投資）は昨年通期の 23.8%増から今年 1-9 月期は前年同期比 20.5%増へ伸びが鈍化している（図表-12）。但し、政府が公共投資前倒しを進めたため新規着工プロジェクトは増え始めており、鈍化には歯止めが掛かりつつある（図表-13）。

(図表-12)



(図表-13)

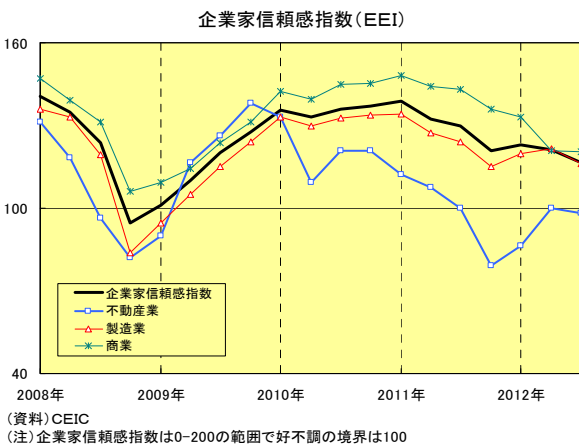


[不動産開発は鈍化も、公共投資と鉄道建設が下支え]

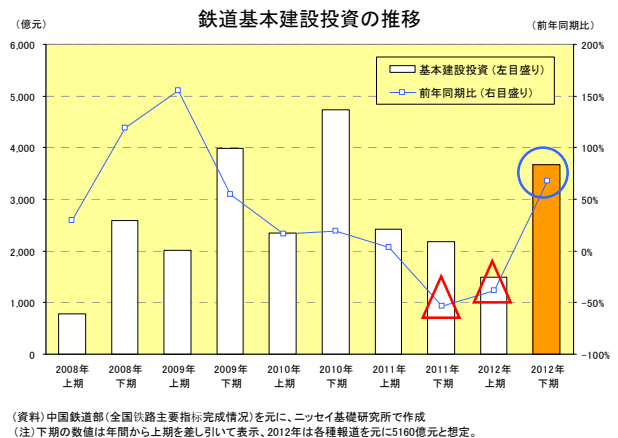
今後を考えると、中国政府は依然として厳しい不動産規制を堅持しており、企業家信頼感指数 (EEI) をみても不動産業のセンチメントは好不調の境界となる 100 前後で停滞していることから (図表-14)、全体の 2 割超を占める不動産業が固定資産投資の足を引っ張る局面が当面続きそうだ。

一方、今春以降、国家発展改革委員会が地方の提示した案件の審査を精力的に進めており、新規着工プロジェクト計画総投資はすでに増加傾向に転じていることから、公共投資が固定資産投資を下支えするとみられる。また、鉄道部の基本建設投資も計画が増額されており、昨年下半年に半減した反動もあって今年下期は前年同期比 6 割超の大幅増が見込まれる (図表-15)。

(図表-14)



(図表-15)

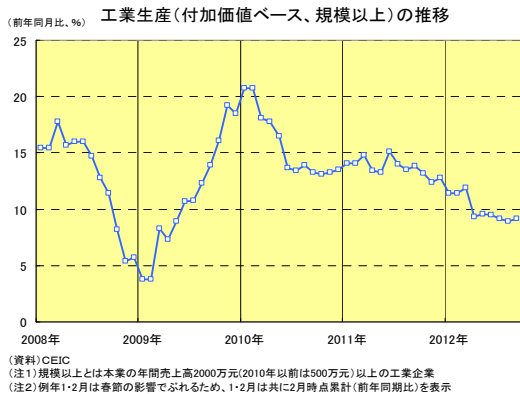


3. 高止まりする在庫

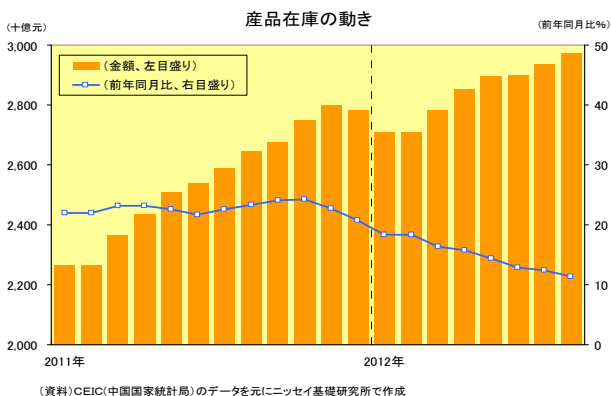
〔在庫の高止まりで生産調整は続く〕

一方、生産面から中国経済をみると、工業生産（付加価値ベース、規模以上）は9月に前年同月比9.2%増と8月の同8.9%増から若干改善した。但し、6ヵ月連続の10%割れと依然低調である（図表-16）。工業生産が低調な背景には輸出鈍化と内需不振による在庫の積み上がりがある。在庫の増加ピッチは昨年秋をピークに鈍化、8月は前年同月比11.3%増まで落ちてきた（図表-17）。しかし、工業販売の伸びはさらに鈍く、今年4月から5ヵ月連続で在庫の増加ピッチを下回っているため、過剰在庫の解消はなかなか進まない。中国人民銀行が実施した企業家アンケート調査をみても、在庫水準指数はリーマンショック直後と同レベルまで上昇してきており（図表-18）、輸出・消費・投資の需要が多少伸びた程度では生産ピッチの基調転換には結びつき難い。

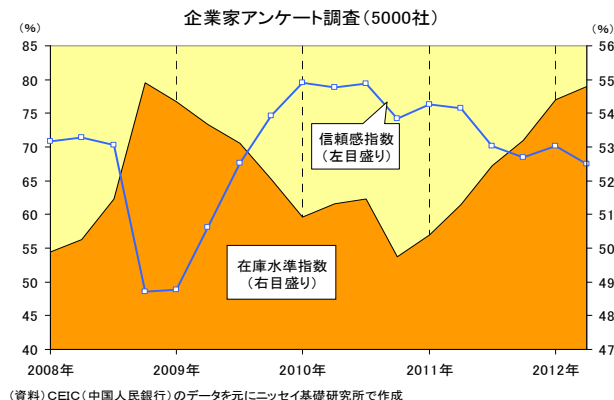
（図表-16）



（図表-17）



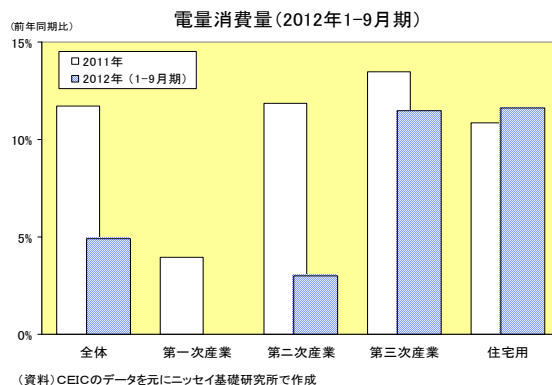
（図表-18）



〔第三次産業が生産を下支え〕

但し、第二次産業の電力消費量が前年同期比3%増に落ち込む中でも第三次産業は同2桁台を維持（図表-19）、非製造業PMIは好不調の境界となる50を上回っており企業マインドも底堅い。また、第三次産業がGDPに占める割合は43.3%（2011年）と、G7平均（約74%、2010年）よりも著しく低いことから、過剰生産設備を抱える製造業よりも今後の発展余地が大きい分野であり、中国政府もサービス産業の育成を重視してことから、今後は第三次産業が生産をある程度下支えする可能性が高いだろう。

（図表-19）



4. 財政金融政策

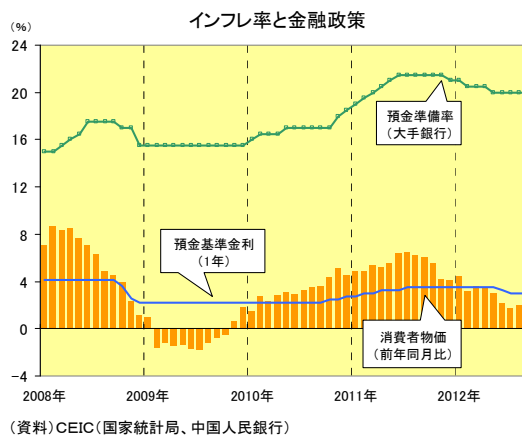
〔投資対象限定型の金融緩和〕

景気減速を受けて金融政策は緩和に向かっている（図表-20）。今年1-9月期の消費者物価は前年同期比2.8%上昇と今年度の抑制目標である4%前後を大きく下回り、インフレが落ち着く中で、中国人民銀行は昨年12月以降3度に渡り預金準備率を引下げ、6、7月には預金・貸出の基準金利を2ヵ月連続で引き下げ、その後も公開市場操作等で資金供給しており、マネーサプライ（M2）は伸びを高めつつある。

但し、現在の金融スタンスは、不動産でも過剰生産設備を抱えた業種でも良いというような投資対象に制限の無い金融緩和ではなく、政府の産業政策に合致した企業、資金繰りに苦しむ中小零細企業、実需を伴う一軒目の住宅ローン、政府の消費拡大方針に合致した消費・流通関連など政府の意向に沿った分野に限定された、いわば「投資対象限定型の金融緩和」である。

従って、今後基準金利を追加的に引き下げても景気刺激効果は限定的であり、政府の意向に沿った分野で資金需要が増えるか否かが今後のポイントとなる。

（図表-20）

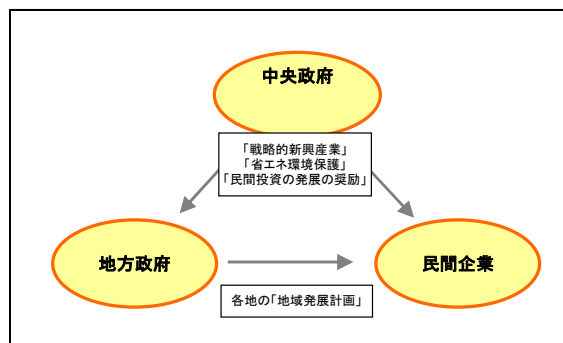


〔財政は民間活力を生かす側面支援の方向へ〕

政府の意向に沿った分野の資金需要には、もちろん前述の公共投資の前倒し執行も含まれる。但し、地方政府は前回リーマンショック後の大型景気対策で債務が膨張してしまったため、今回は総じて大型資金調達が難しい状況にある。

そこで期待が掛かるのがこれまで国有企業が独占してきた分野での民間投資の活発化である（図表-21）。ここ数ヵ月の間に、中央政府は「戦略的新興産業」、「省エネ環境保護」、「民間投資の発展の奨励」の3つをキーワードとした今後の経済発展の基本方針を提示してきた（注1）。その意向を踏まえて地方政府も相次いで大規模な「地域発展計画」を策定している（注2）。この両者が交わる分野は、政府の意向に沿った分野であるため資金調達が容易で、公共性が高い分野であるため財政支援を受けられる可能性もある。この分野への民間企業の進出には、既得権益を侵食される国有企業の反対・妨害が予想されるため容易ではないが、この分野で民間企業が多く事業チャンスを見出せば、民間企業を牽引役とした新しい経済発展への道筋がみえてくるため、今後の動きは要注目である。

（図表-21） 民間投資の活発化（イメージ図）



（注1） 戦略的新興産業の目標、重大行動、重大政策を表示した「国务院关于印发“十二五”国家战略性新兴产业发展规划的通知」（2012年7月）、民間投資の発展を奨励する2010年5月に発表された「新36条」を実行に移すために定められた42の実施細則をまとめた「国家发展改革委办公厅关于印发鼓励民间投资发展实施细则文件汇编的通知」（2012年7月）、省エネ・排出削減関連で約2.4兆元の投資が必要とした「国务院关于印发节能减排“十二五”规划的通知」（2012年8月）など

（注2） 貴州省3兆元、重慶市1.5兆元、天津市1.5兆元、広東省1兆元、長沙市8292億元など

5. 今後の見通し（まとめ）

〔メインシナリオ〕

以上の分析を元に中国経済を見通すと、2012年は、欧米経済の低迷から純輸出が0.6ポイントのマイナス寄与となるものの、公共投資の前倒しや鉄道建設の本格再開で投資の伸び鈍化に歯止めが掛かり、高い賃金上昇とインフレの落ち着きによる実質所得改善で個人消費が回復に向かうことから、中国の成長率は10-12月期に伸びを高め、2012年は実質で7.7%成長を予想する。

2013年には、欧州経済が最悪期を脱し米国経済も緩やかに回復すると想定し、純輸出のマイナス寄与は今年よりも縮小して▲0.2ポイント。また、賃金上昇や実質所得改善に加え、来年には需要先食いの副作用の減退が見込めることから最終消費は力強さを増して4.4ポイントのプラス寄与。総資本形成は不動産開発が減速するものの、「戦略的新興産業」や「省エネ環境保護」の分野で民間企業の投資が徐々に増えて相殺すると考え、今年と同じ4.1ポイントのプラス寄与。2013年の実質GDP成長率は前年比8.3%増と予想している（図表-22）。

〔リスクシナリオ〕

リスクシナリオとしては、欧州経済が最悪期を脱却できない、或いは「財政の崖」の問題を抱える米国経済が失速するリスクが挙げられる。その場合中国では、純輸出のマイナス寄与が縮小せず成長率を押し下げる可能性が高い。但し、中国では11月に新しい最高指導部が立ち上がる見込みであり、新体制の初年度となる2013年は、周囲の信任を高めるためにも成長率を高め維持するべく努力すると予想することから、景気が失速するような事態には至らないとみている。過去の最高指導者交代期をみても、交代後は成長率が上昇傾向を示すことが多い（図表-23）。

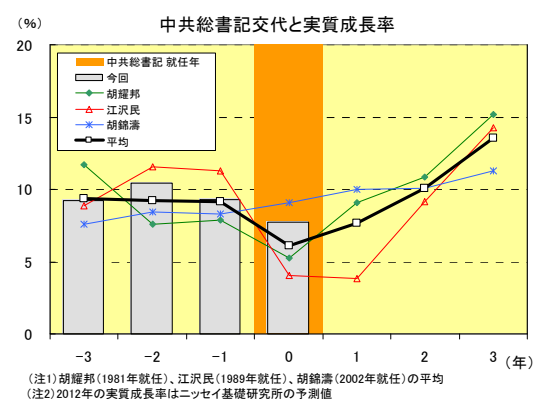
また、日中対立が長期化・深刻化するリスクも浮上している。ここ十数年で世界の生産体制（サプライチェーン）はグローバル化が進んでおり、中国だけで首尾一貫完成できる製品は少なくなってきた。日本からの製造装置やコア部品が途絶えればサプライチェーンへの打撃が大きく、今後の牽引役として期待される「戦略的新興産業」や「省エネ環境保護」の分野でも、日本が持つ世界最先端の技術を使えないことが制約条件となって、イノベーションの可能性を縮めるリスクもある。

（図表-22）

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、%	9.3	7.7	8.3
最終消費	寄与度、%	5.2	4.2	4.4
総資本形成	寄与度、%	4.5	4.1	4.1
純輸出	寄与度、%	▲0.4	▲0.6	▲0.2
消費者物価	前年比、%	5.4	2.7	3.3

（図表-23）



（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。