

Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し:

内需主導で回復し始めた中国経済、この勢いはどこまで続くのか？

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 月期以来の低成長である。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. 需要別に見ると、輸出は欧州経済の低迷で一進一退の動きが続いているものの、消費は高い賃金上昇と実質所得の改善で回復力が高まっており、投資も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ったことから、内需主導の回復傾向は当面続くと見られる。
3. 一方、インフレ懸念の後退と住宅価格の下落を受けて、中国人民銀行（中央銀行）は金融緩和を進めてきた。これを受けてマネーサプライの伸び鈍化にも歯止めが掛かったものの、資金需要の高い不動産分野ではバブル膨張を恐れる中国政府が不動産規制を堅持しており、過剰生産設備を抱える製造業も投資に慎重なことから、資金需要は盛り上がり欠けている。
4. 過剰生産設備を抱える製造業や不動産規制が続く不動産業では、今後も大きな投資需要（＝資金需要）は期待できないものの、第 18 回中国共産党大会の方針と整合的な環境・サービス関連では投資需要（＝資金需要）が今後高まって「投資の主役交代」が起きる可能性がある。但し、新しい投資の主役である環境・サービス関連は、従来の製造業・不動産と比べて規模が小さいため、投資全体を加速させるには力不足であり、下支えする程度に留まると見られる。
5. 個人消費の堅調を想定する中で、来年には欧州経済が最悪期を脱出、「投資の主役交代」で環境・サービス関連の投資増を見込み、2013 年の成長率は 8.3%、2014 年は 8.1%と予想する。

経済予測表

	単位	2011年	2012年	2013年	2014年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.3	7.8	8.3	8.1
最終消費	寄与度、%	5.2	4.2	4.4	4.4
総資本形成	寄与度、%	4.5	4.1	4.1	3.7
純輸出	寄与度、%	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	5.4	2.6	2.9	3.3

中国の経済成長率



1. GDP成長率

〔昨年より大幅に減速した中国経済〕

中国の2012年1-9月期の国内総生産（GDP）は前年同期比7.7%増と、前年通期の9.3%増よりも1.6ポイント低下の大幅減速となった。需要別の寄与度をみると、最終消費が昨年通期の5.2ポイントから1.0ポイント低下、総資本形成が昨年通期の4.5ポイントから0.6ポイント低下、純輸出は昨年通期と同じマイナス0.4ポイントで、今年の大減速は消費と投資の寄与度の低下によるものである（図表-1）。

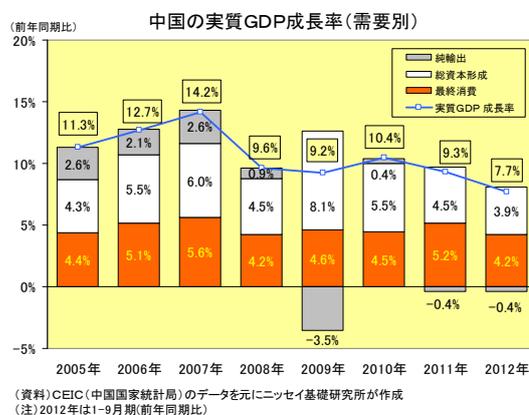
また、産業別にみると、第一次産業は昨年通期の4.3%増から0.1ポイントの小幅低下に留まったものの、第二次産業は昨年通期の10.3%増から8.1%増へ2.2ポイントの大幅低下、第三次産業も昨年通期の9.4%増から7.9%増へ1.5ポイント低下しており、第二次産業が大幅減速したことに加えて、第三次産業も減速して、経済成長率が大幅に低下したといえるだろう。

〔但し、回復の兆候もある〕

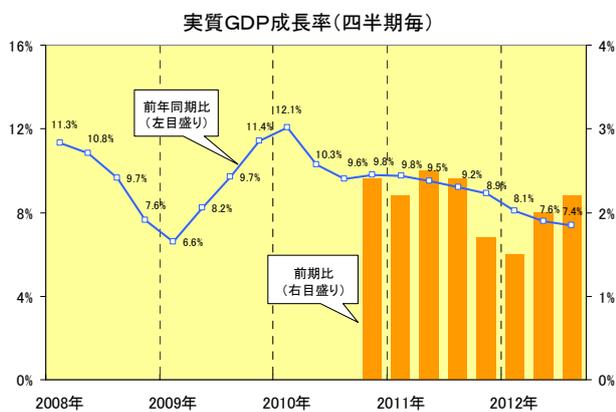
一方、GDP統計からは回復の兆候も指摘できる。今年7-9月期の経済成長率は前年同期比7.4%増と7四半期連続の減速となり底打ちの兆しは見えないものの、前期比で見ると今年1-3月期の前期比1.5%増を底に、4-6月期が前期比2.0%増、7-9月期が2.2%増と、2四半期連続で成長が加速してきている（図表-2）。

また、中国国家统计局が発表した産業別の成長率（1月からの年度累計ベース）を元に、四半期毎の前年同期比の成長率を推定してみると（図表-3）、第二次産業の成長率は7-9月期も鈍化に歯止めが掛からなかったものの、第三次産業では2四半期連続で加速してきており、中国政府が注力するサービス産業育成を受けて、第三次産業の成長率が底打ちした可能性がでてきている。

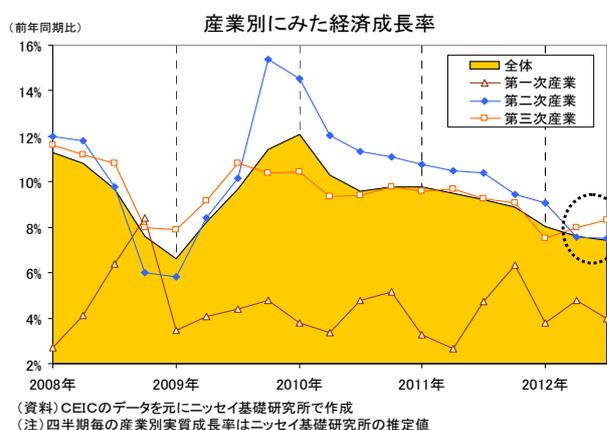
（図表-1）



（図表-2）



（図表-3）

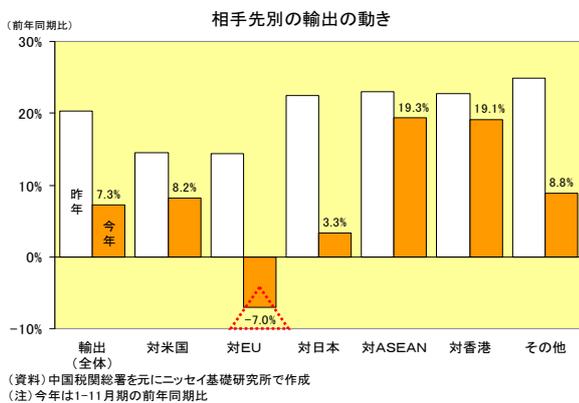


2. 需要別の動向

1 | 輸出の動向

今年 1-11 月期の輸出は、ASEAN・香港向けは高い伸びを維持しているものの、約 17%を占める米国向けが同 8.2%増へ、約 19%を占める欧州向けが同▲7.0%へと大きく減速したことから、全体では同 7.3%増と昨年通期の前年比 20.3%増から伸びが鈍化している（図表-4）。最近では、9月に前年同月比 9.9%増、10月に同 11.6%増と 2 ヶ月連続で回復したものの、11月には再び同 2.9%増へ鈍化するなど一進一退の動きとなっている（図表-5）。

(図表-4)



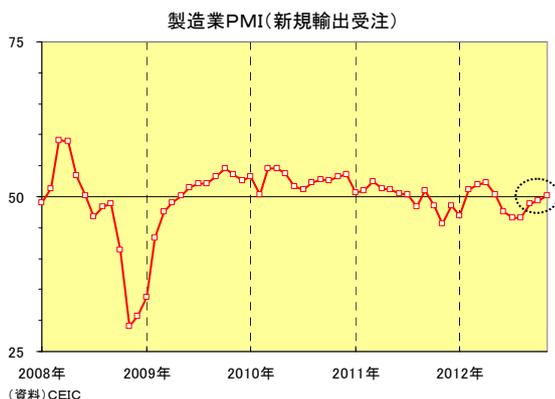
(図表-5)



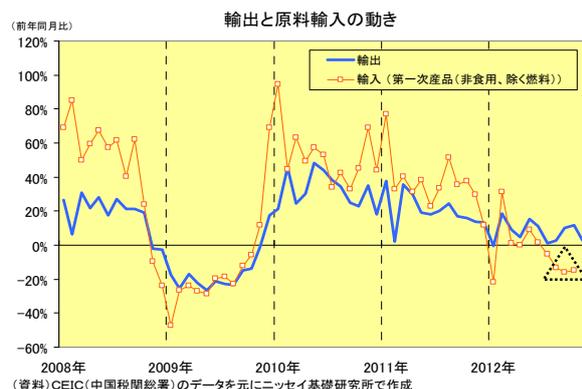
[回復に向かうものの回復力は弱い]

輸出の先行指標となる製造業 PMI（新規輸出受注）を見ると、11月は 50.2 と 6 ヶ月ぶりに好不調の境界となる 50 を上回るなど改善の兆しもある（図表-6）。但し、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 に示したように食品や燃料を除く一次産品の輸入は依然低迷を続けており、回復力は弱い。輸出が本格回復するには欧米の景気回復が前提となるが、来年前半には欧州経済が最悪期を脱し、米国経済も回復を続けると見ていることから、来年後半には中国の輸出も増加ピッチを高めるだろう。但し、中国では、輸出の回復よりも先に、輸入の伸びが高まることが多いことから、純輸出のマイナス寄与が完全解消するのは 2014 年になるとみている。

(図表-6)



(図表-7)



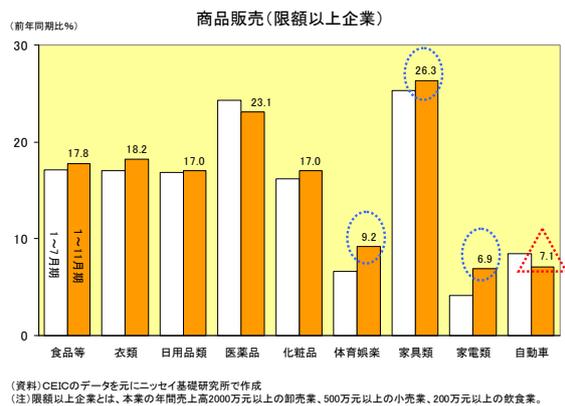
2 | 個人消費の動向

11月の小売売上高は前年同月比14.9%増と、7月の同13.1%増を底として4ヵ月連続で前月の伸びを上回ってきた(図表-8)。商品販売(限額以上企業)の統計で、1-7月期と1-11月期を比較して見ると(図表-9)、自動車や医薬品の伸びは鈍化したものの、その他の多くの品目では伸びが高まっており、特に家具類は前年同期比26.3%増(1-11月期)の高水準となった。また、不振だった体育娯楽や家電類も1桁台ながら伸びが高まっている。

(図表-8)



(図表-9)

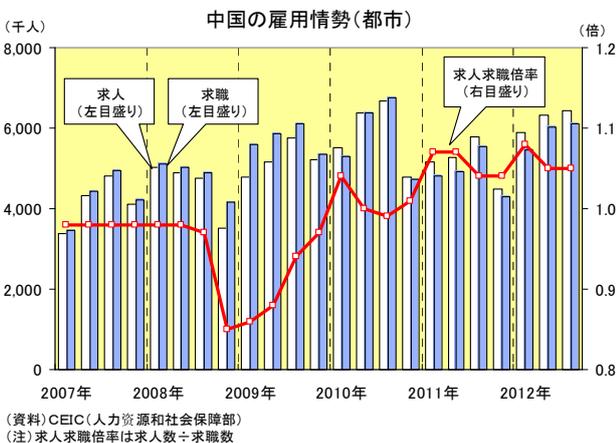


【需要先食いの副作用が癒えるとともに回復力は向上】

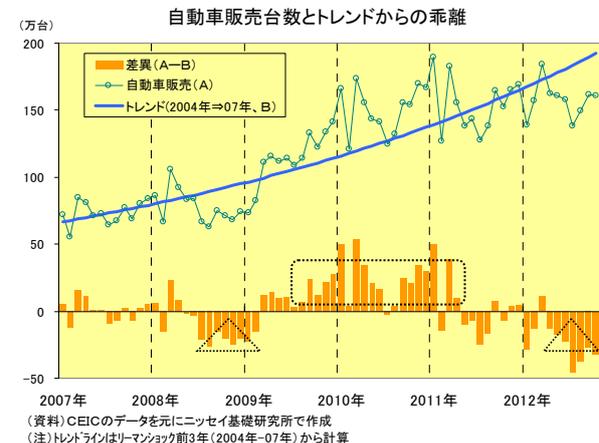
今後を考えると、個人消費は回復傾向を続けると見ている。小売売上高(実質)は賃金上昇とインフレ率低下による実質所得の改善で回復傾向が鮮明であり、図表-10に示したように求人数が求職数を上回るなど雇用情勢が良好で、賃金総額の高い伸びが続いていることから、消費余力は高まっている。

また、前述のとおり自動車販売は1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18.6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、個人消費は回復傾向を続けると予想している。

(図表-10)



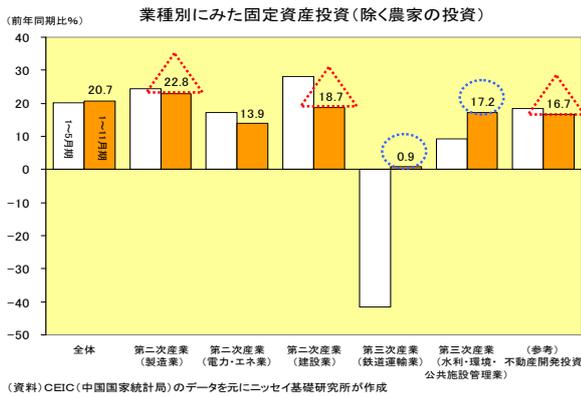
(図表-11)



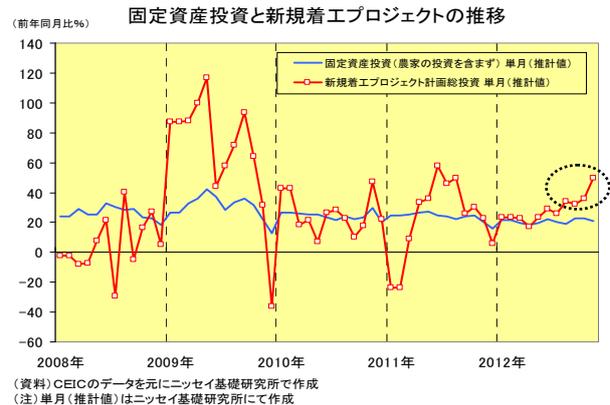
3 | 投資の動向

投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）は 1-11 月期に前年同期比 20.7%増と、1-5 月期の同 20.1%増を底として伸びを高めつつある。1-5 月期と 1-11 月期を比較して見ると（図表-12）、過剰生産設備を抱える製造業は前年同期比 22.8%増と高水準ながら減速しており、厳しい不動産規制が続く不動産開発投資や建設業も鈍化傾向だが、昨年 7 月の高速鉄道事故で低迷していた鉄道運輸業は大幅マイナスからプラスに転じており、水利・環境・公共施設管理業の伸びも高まってきた。また、投資の先行指標となる新規着工プロジェクト計画総投資も、国家発展改革委員会が今春以降に地方の提示した案件の審査を精力的に進めたことから、増加ペースが加速してきている（図表-13）。

（図表-12）



（図表-13）

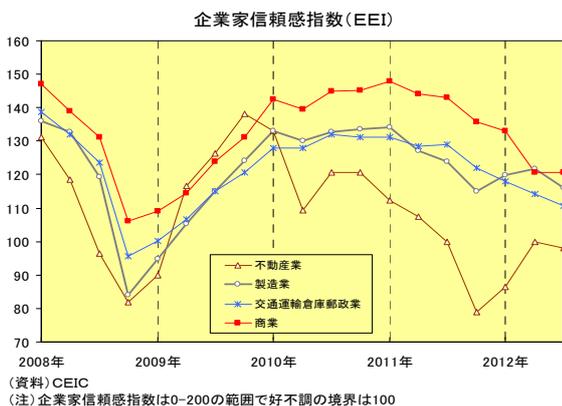


〔不動産・製造業は鈍化も、インフラ投資が下支え〕

今後を考えると、バブル膨張を恐れる中国政府は厳しい不動産規制を堅持しており、不動産業のセンチメントは最悪期こそ脱したものの好不調の境界となる 100 前後で停滞している。また、過剰生産設備を抱える製造業でもセンチメントの改善が止まっており、固定資産投資全体の 26% を占める不動産業と 33% を占める製造業の投資は、当面冴えない動きが続くと見られる（図表-14）。

一方、前述のとおり新規着工プロジェクトは加速してきており、今後はインフラ関連が投資を下支えすると見られる。特に、本格再開した鉄道建設では、年度計画が増額修正されており、昨年下半年から今年上期にかけて半減した反動も手伝って、今年下期は前年同期比 6 割超の大幅増になると予想している。そして、この反動増の影響は来年上期も続くと見られる（図表-15）。

（図表-14）



（図表-15）



3. 物価・住宅バブルと金融政策

〔インフレ懸念後退もサービス価格はじりじり上昇〕

世界的な景気減速とそれに伴う国際商品価格の落ち着きで、中国のインフレ懸念は後退してきた。今年1-11月期の消費者物価は前年同期比2.7%と今年度の抑制目標である4%前後を大きく下回っている。但し、国内の賃金上昇を背景にサービス価格がじりじり上昇、食品・エネルギーを除くコア部分は上昇し始めており、11月の消費者物価は前年同月比2.0%と前月の同1.7%から反転、消費者物価は今後、緩やかながらも上昇傾向に転じると見られる（図表-16）。

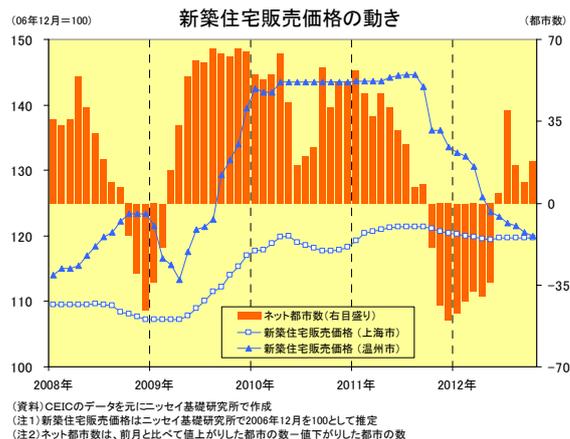
（図表-16）



〔終盤を迎える住宅価格の調整局面〕

一方、住宅価格の調整局面は終盤を迎えつつある。10月の住宅価格指数の動きみると、2009年に急騰した温州市（浙江省）の新築住宅販売価格指数はまだ調整中だが、中古住宅は6月をボトムにやや上昇している。また、全国70都市を幅広く見ると、前月より値上がりしたのが35都市、値下がりが17都市、ネットするとプラス18都市と、5ヵ月連続でプラス超過となっており、住宅価格にも反転の兆しが見える（図表-17）。

（図表-17）

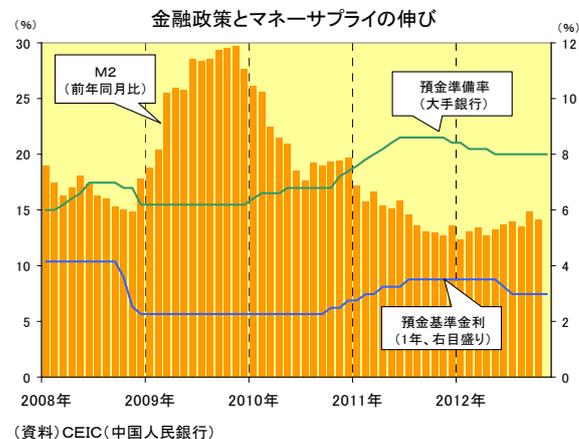


今のところ値上がり幅は小さく、中国当局が直ぐに金融引締めへ転じる可能性は小さいものの、高過ぎる住宅に対する国民の不満が根強いだけに、住宅価格が再び上昇するようだと、追加の金融緩和は難しくなりそうである。

（図表-18）

〔金融緩和でも盛り上がり欠ける資金需要〕

昨年12月以降、中国人民銀行が3度に渡り預金準備率を引下げ、今年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たことで、マネーサプライ(M2)の伸び鈍化には歯止めが掛かっている。但し、依然として伸びの改善幅は小さく、10月には鈍化するなど、資金需要は盛り上がり欠ける（図表-18）。



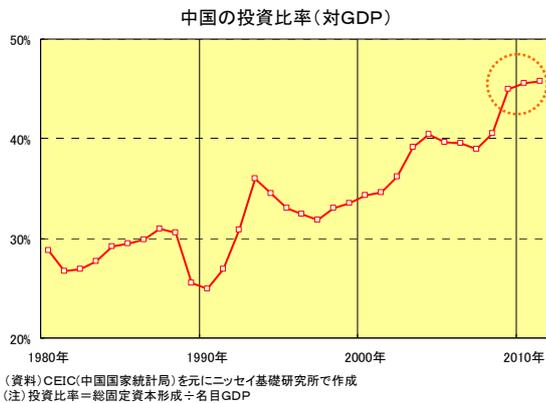
資金需要に勢いが無いのは、資金需要がある不動産分野では中国政府がバブル膨張を恐れて厳しい不動産規制を堅持しており、過剰生産設備を抱える製造業も投資に慎重な姿勢を崩さないことが背景にある。

4. 「投資の主要交代」～製造業から環境・サービスへ

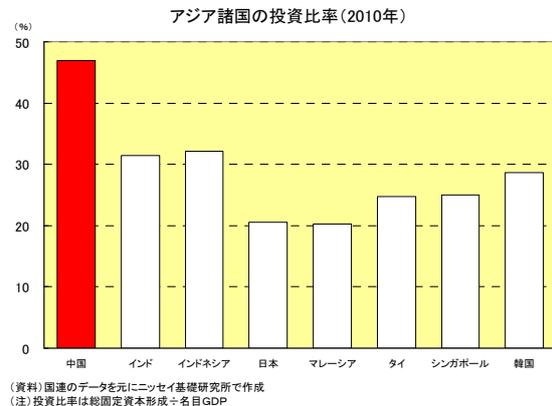
〔過剰生産設備を抱える製造業の投資は減速へ〕

中国の投資比率（対GDP）は3年連続で45%前後に達し、世界でも突出して高い（図表-19、20）。特に製造業では、欧米経済の低迷で輸出目的の投資拡大は期待できず、「安価で豊富な労働力」を求め資本が、中国より賃金の安い後発新興国へ労働集約型の工場を移転する動きは、外資に限らず内資でも進んでいる。従って、過剰生産設備を抱える製造業では、賃金上昇によるコスト上昇を機械化でカバーするための設備投資は増えるとしても、投資の増加ピッチの減速は避けられないと思われる（注）。

（図表-19）



（図表-20）

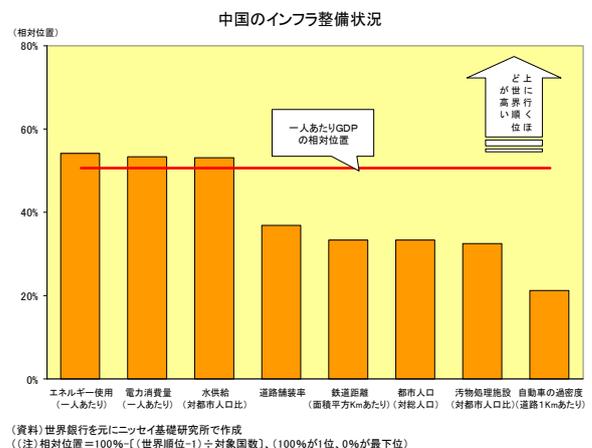


〔18大の方針と整合する環境・サービス関連の投資は加速へ〕

一方、インフラ投資は今後高まる可能性が高い。前のめりでインフラ整備を進めてきた印象の中国だが、国際比較で見ると遅れた分野が多い（図表-21）。特に、環境関連のインフラ整備は遅れ気味で、食品安全性に対する国民の不信感は深刻化、公害に対する住民の抗議活動も頻発している。環境関連のインフラ整備は、第18回中国共産党大会（18大）で打ち出された「エコ文明建設」、新たに行動指針に位置付けられた「科学的発展観」、次期首相有力候補の李副首相が主張する「都市化の推進」とも整合的である。従って、この環境関連のインフラ投資は、来年にかけて加速する可能性が高いと思われる。

例えば、循環型経済の基盤となる“エコタウン”や“ゴミ焼却発電”施設の建設、エコカーの普及に向けて充電施設・修理施設・専用駐車場などを整備した都市を開発する“スマートシティ”の建設（海南省で進むプロジェクトの全国的波及）、整備が遅れた汚物処理施設の建設（図表-21）、過剰生産に陥った太陽電池産業の救済を兼ねた再生可能エネルギー基地の建設などが考えられるだろう。

（図表-21）



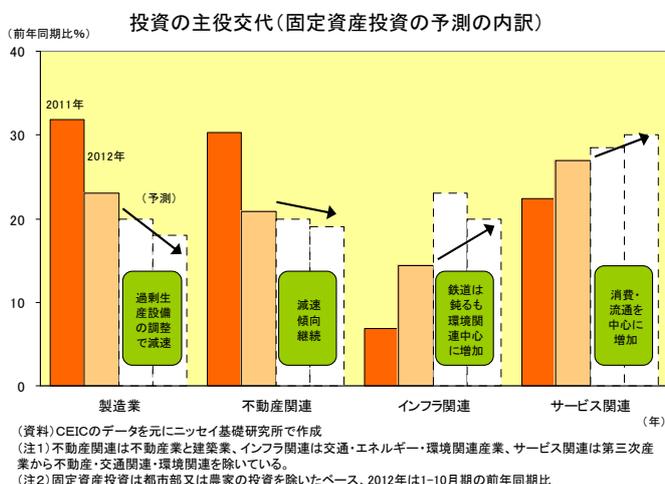
(注) 詳細は「中国は「中所得国の罠」にはまるのか」Weeklyエコノミスト・レター2012-11-22号を参照

また、18大では、国内総生産（GDP）と都市・農村住民の一人あたり収入を2020年までに2010年の2倍にするという、いわゆる「所得倍増計画」を打ち出した。また、第12次5ヵ年計画で打ち出された「内需の拡大（特に消費）」の方向性も確認されたことから、この方向性と整合する消費・流通などサービス関連の分野でも、外資系や国内の民間資本などが投資を加速する可能性が高いと思われる。

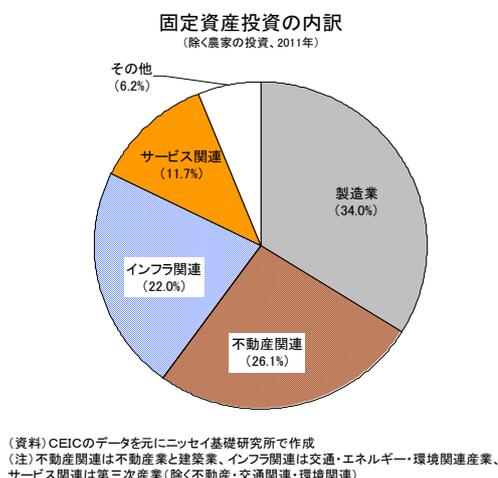
〔但し、全体で見ると減速の勢いが勝る〕

このように、中国が外需依存から内需主導への構造転換を本格化するのに伴って、必要となる投資の中身も変わりつつあり、今後は製造業から環境・サービス関連への「投資の主役交代」が徐々に進んでいくと思われる。但し、次の主役となる環境・サービス関連の投資は、これまで主役だった製造業と比べて規模が小さいことから、過剰投資の解消という大きな流れを変えることはできず、経済成長率に与える投資の寄与度も低下傾向を辿ると予想している（図表-22、23）。

（図表-22）



（図表-23）



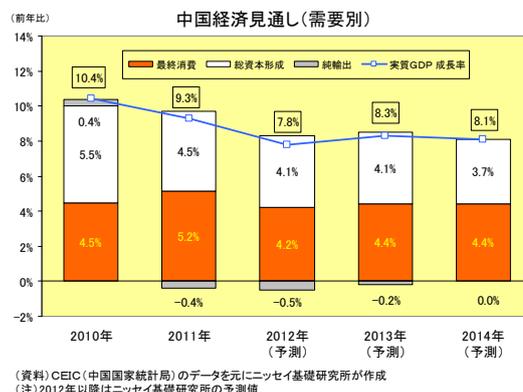
5. 今後の見通し（まとめ）

〔メインシナリオ〕

以上のとおり、投資（総資本形成）の寄与度は今後も低下傾向を辿ると見られるものの、来年には海外経済が最悪期を脱出し、個人消費も堅調を維持すると見ていることから、今後の成長率は図表-24のように予想している。

まず、2013年の実質GDP成長率は前年比8.3%増と予想している。内訳としては、欧州経済が最悪期を脱し米国経済も緩やかな回復を続けることから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。賃金上昇・実質所得改善に加え、自動車などで需要先食いの副作用が癒えることから、最終消費は今年よりも力強さを増して4.4ポイントのプラス寄与。総資本形成では、製造

（図表-24）



業はさらに減速するものの、環境・サービス関連が加速すると見込むことから、今年と同じ4.1ポイントのプラス寄与と想定している。

他方、2014年の実質GDP成長率は前年比8.1%増と予想している。内訳としては、欧米経済の緩やかな回復を受けて純輸出のマイナス寄与はほぼ解消する。最終消費は賃金上昇・実質所得改善を背景に好調を続け4.4ポイントのプラス寄与を維持。総資本形成では、サービス関連の投資は引き続き加速するものの、鉄道建設再開の反動増というプラス要因が消え、製造業の投資はさらに減速すると見ていることから、2013年よりも低下して3.7ポイントのプラス寄与と想定している。

また、四半期毎に細かく見ると、今年7-9月期の前年同期比7.4%増を底として回復に向かい、環境関連の投資ラッシュを想定する2013年夏には同8.5%増前後に達すると見ている。但し、環境関連投資がピークを過ぎると緩やかに減速、2014年冬には再び7%台の成長に戻ると予想している（図表-25）。

（図表-25） 経済予測表（四半期毎）



	単位	2012年				2013年				2014年			
		1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (予測)	1-3 (予測)	4-6 (予測)	7-9 (予測)	10-12 (予測)	1-3 (予測)	4-6 (予測)	7-9 (予測)	10-12 (予測)
実質GDP	前年同期比、%	8.1	7.6	7.4	8.0	8.3	8.5	8.4	8.2	8.3	8.2	8.0	7.8
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.0	2.4	2.7	3.0	3.7	3.7	3.4	3.2	3.0
預金金利(1年)	期末、%	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
貸出金利(1年)	期末、%	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
人民元(対USD)	期末、元	6.29	6.32	6.30	6.30	6.30	6.20	6.10	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00

〔リスクシナリオ〕

メインシナリオでは、欧米経済が最悪期を脱却し緩やかな回復に向かうと想定しているが、欧米経済の低迷が長引くようだと、中国でも過剰生産設備問題がさらに深刻化し、製造業では投資が急減速して失業者が急増、雇用不安から個人消費にも悪影響が及んでくるリスクもある。従って、今後も欧米経済の動きから目が離せない状況が続くようである。

（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。