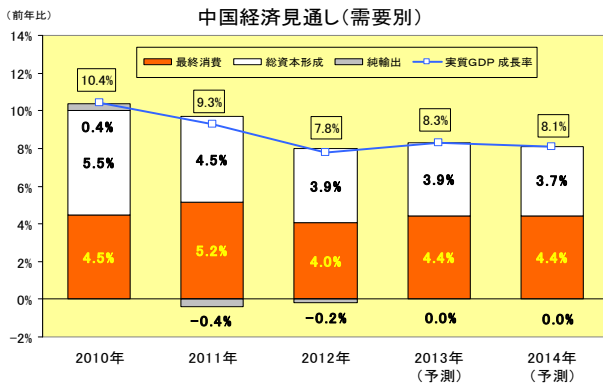


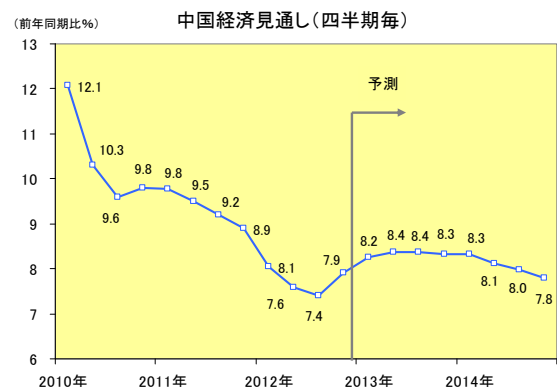
Weekly
エコノミスト・
レター中国経済見通し：
2012年GDP統計発表後の改定

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

- 2012年の国内総生産（GDP）は前年比7.8%増と、前年の同9.3%増と比べると1.5ポイントの大幅低下となった。但し、昨年10-12月期の成長率は前年同期比7.9%増と2年ぶりに前四半期を上回るなど、昨年末には景気の回復傾向が鮮明となってきた。
- 需要別に見ると、輸出の動きは不安定で先行きは依然として不透明なものの、消費は高い賃金上昇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。
- 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。
- 不動産業や製造業では、今後も投資需要（＝資金需要）の盛り上がりは期待できないものの、第18回中国共産党大会の方針と統合的な環境インフラやサービス関連では投資需要（＝資金需要）が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インフラやサービス関連は、不動産業・製造業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。
- 今後の見通しは、投資の牽引力は徐々に減退するものの、消費が力強さを増し、足枷となってきた海外経済も最悪期を脱すると見て、2013年の成長率は8.3%、2014年は8.1%と予想。



(資料)CEIC(中国国家統計局)のデータを元にニッセイ基礎研究所が作成



(資料)CEIC、予測はニッセイ基礎研究所

1. GDP成長率

〔2012年は1.5ポイントの大幅減速〕

2012年の国内総生産（GDP）は前年比7.8%増と、前年の同9.3%増と比べると1.5ポイントの大幅低下となった。需要別に見ると、純輸出は-0.2ポイントとマイナス寄与だったものの、前年の-0.4ポイントと比べると若干改善した。一方、最終消費は前年の5.2ポイントから1.2ポイント低下し、総資本形成も前年の4.5ポイントから0.6ポイント低下しており、2012年は消費と投資が成長鈍化の主因となった。他方、産業別に見ると、第一次産業は前年の前年比4.3%増から同4.5%増へ若干上昇したものの、第二次産業は前年の同10.3%増から同8.1%増へと2.2ポイントの大幅低下となり、第三次産業も前年の同9.4%増から同8.1%増へ1.3ポイント低下した（図表-1）。

（図表-1）

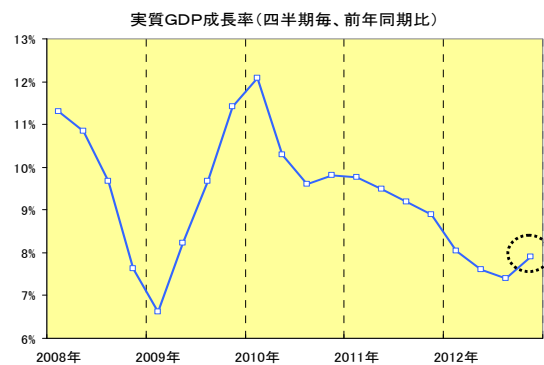
【需要別】				【産業別】				
	実質GDP成長率（内訳は寄与度）				実質GDP成長率（内訳は各々の成長率）			
	最終消費	総資本形成	純輸出		第一次産業	第二次産業	第三次産業	
2005年	11.3%	4.4%	4.3%	2.6%	11.3%	5.2%	12.1%	12.2%
2006年	12.7%	5.1%	5.5%	2.1%	12.7%	5.0%	13.4%	14.1%
2007年	14.2%	5.6%	6.0%	2.6%	14.2%	3.7%	15.1%	16.0%
2008年	9.6%	4.2%	4.5%	0.9%	9.6%	5.4%	9.9%	10.4%
2009年	9.2%	4.6%	8.1%	-3.5%	9.2%	4.2%	9.9%	9.6%
2010年	10.4%	4.5%	5.5%	0.4%	10.4%	4.3%	12.3%	9.8%
2011年	9.3%	5.2%	4.5%	-0.4%	9.3%	4.3%	10.3%	9.4%
2012年	7.8%	4.0%	3.9%	-0.2%	7.8%	4.5%	8.1%	8.1%

（資料）中国国家統計局、CEIC

〔年末には回復が鮮明に〕

但し、景気の悪化を受けて、昨年夏には中国人民銀行が金融緩和を行い、中国政府も公共投資の前倒しなどで内需振興を図ったことから、景気の減速には歯止めが掛かり、昨年10-12月期の成長率は前年同期比7.9%増と2年ぶりに前四半期を上回るなど、昨年末には景気の回復傾向が鮮明となってきた（図表-2）。それでは、この回復の勢いほどどこまで（或いはいつまで）続くのだろうか。

（図表-2）



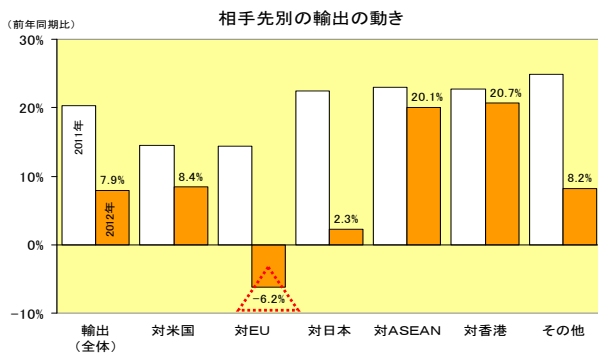
（資料）CEIC（中国国家統計局）

2. 需要別の動向

1 | 輸出の動向

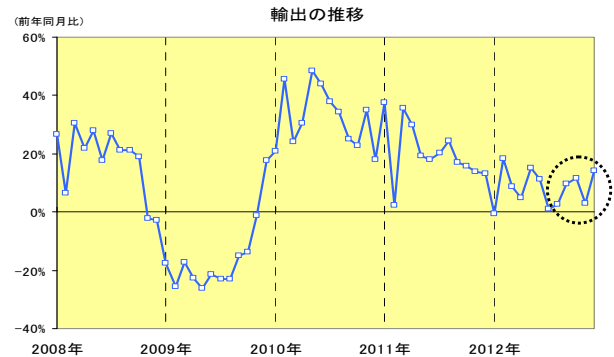
2012年の輸出は、ASEAN・香港向けは2割台の高い伸びを維持したものの、約17%を占める米国向けが前年比8.4%増へ、約16%を占める欧州向けが同▲6.2%へと大きく減速したことから、全体では同7.9%増と昨年の同20.3%増から急減速した(図表-3)。足元では前年同月比14.1%増と高い伸びを示したものの、ここ数カ月の輸出の動きは不安定で(図表-4)、12月には検査検疫費用免除が期限切れとなるのを前に駆け込みで増えた面もあることから、輸出の先行きは依然として不透明である。

(図表-3)



(資料) 中国税関総署を元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-4)

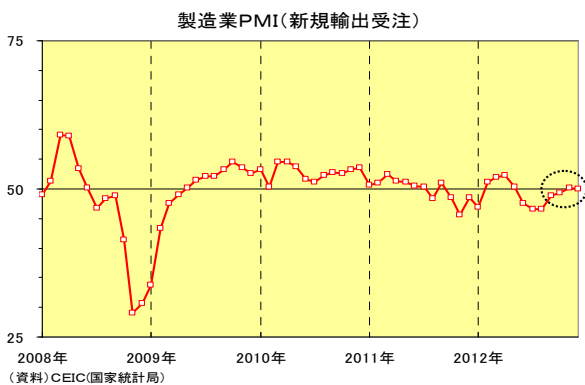


(資料) CEIC(中国税関総署)を元にニッセイ基礎研究所で作成

[回復に向かうものの回復力は弱い]

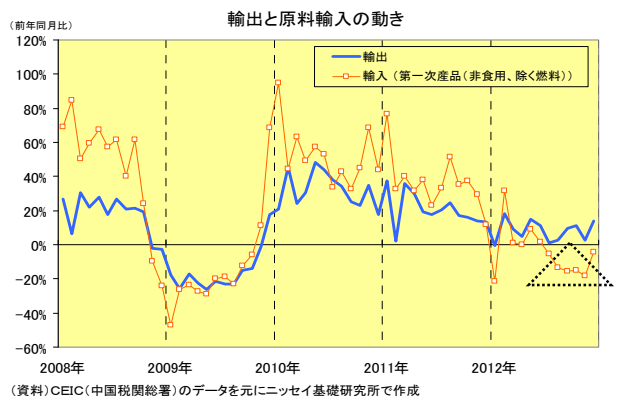
輸出の先行指標となる製造業PMI(新規輸出受注)を見ると、昨年7・8月の46.6を底に改善傾向にあるものの、昨年12月には再び前月より低下するなど勢いに欠ける(図表-5)。また、加工貿易の多い中国では、輸出に先行して輸入が増加する傾向があるが、図表-6に示したように食品や燃料を除く一次産品の輸入は低迷、回復力は強くない。輸出が本格回復するには欧米経済の本格回復が前提となるが、今年は欧州経済が最悪期を脱し米国経済も緩やかな回復を続け、中国の輸出も増加ペースをやや高めると見ている。但し、欧米経済の急回復は見込めないだけに改善は小幅に留まるだろう。

(図表-5)



(資料) CEIC(国家统计局)

(図表-6)

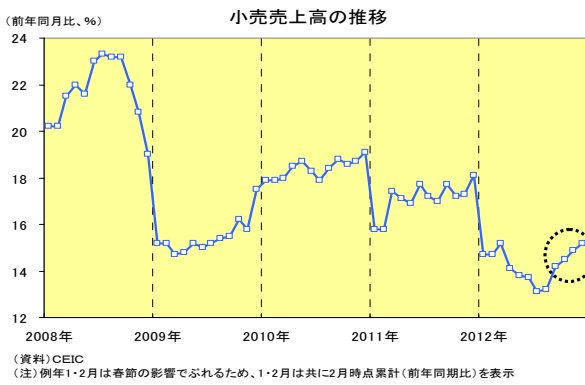


(資料) CEIC(中国税関総署)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

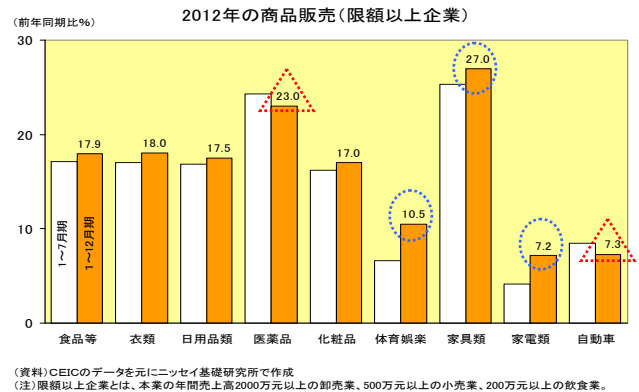
2 | 個人消費の動向

12月の小売売上高は前年同月比15.2%増と、7月の同13.1%増を底として5ヵ月連続で前月の伸びを上回ってきた(図表-7)。商品販売(限額以上企業)の統計で、2012年の1-7月期と1-12月期を比較して見ると(図表-8)、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27%増(1-12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は低位ながら伸びが高まっている。

(図表-7)



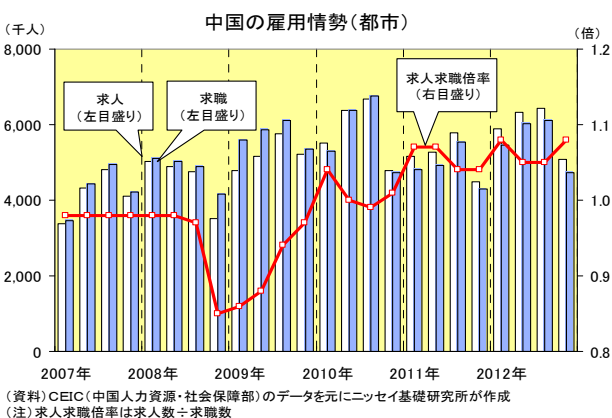
(図表-8)



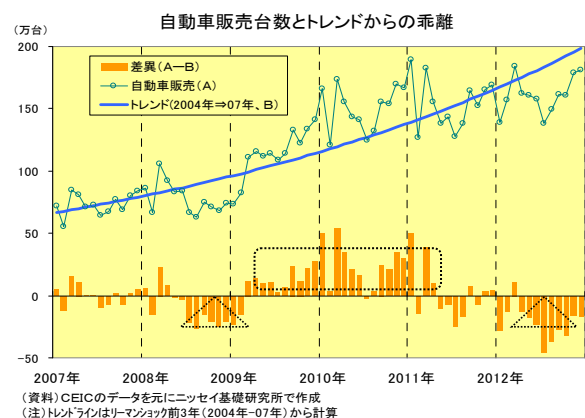
【需要先食いの副作用が癒えるとともに回復力は向上】

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。雇用環境は求人数が求職数を上回るなど良好で(図表-9)、労働賃金も高い伸びを続けていることから、消費余力は高まっている。また、自動車販売の伸びは落ちているが、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-10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見ている。従って、個人消費の回復力は徐々に向上すると予想する。

(図表-9)



(図表-10)

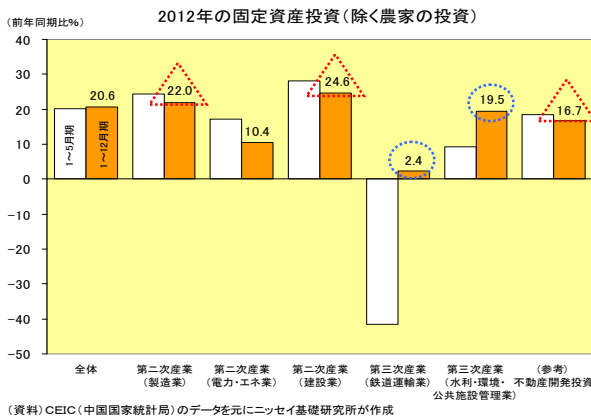


3 | 投資の動向

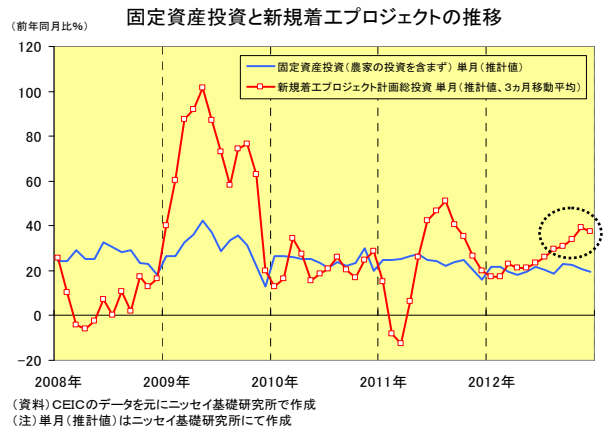
投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）は、2012年1-5月期に前年同期比20.1%増まで減速したのを底にその後は増加ピッチを高め、2012年通期では同20.6%増まで回復してきた。2012年の1-5月期と1-12月期を比較して見ると（図表-11）、過剰生産設備を抱える製造業は前年同期比22.0%増と減速しており、厳しい不動産規制が続く不動産開発投資や建設業も伸びが鈍化した。一方、2011年7月の高速鉄道事故の影響で大幅な前年割れとなっていた鉄道運輸業はプラスに転じており、水利・環境・公共施設管理業も伸びを高めた。

また、インフラ関連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は、中国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たことから増加ピッチが高まってきた（図表-12）。

（図表-11）



（図表-12）

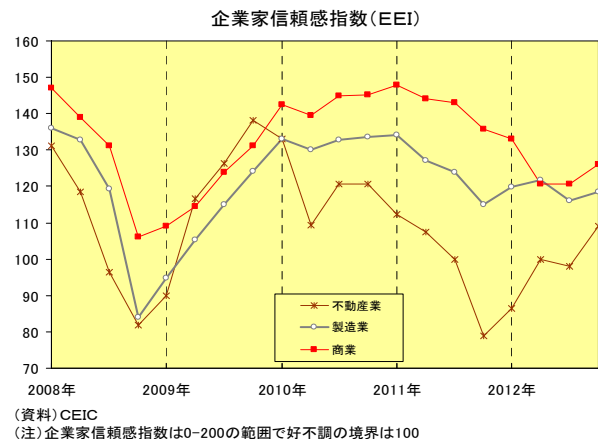


〔投資は主役交代の局面へ〕

図表-13 に示した企業家信頼感指数の動きを見ると、不動産業のセンチメントは最悪期を脱した模様だが、バブルの再膨張を恐れる中国政府は今後も厳しい不動産規制を堅持すると見られる。また、過剰生産設備を抱える製造業では、欧米向けの輸出拡大に期待できない中で、センチメントは停滞気味であり、固定資産投資全体の3分の1を占める製造業と26%を占める不動産業の投資は冴えない動きが続くと見られる。

一方、前述のとおりインフラ関連投資の先行指標は上向きとなっており、消費の動向に敏感な商業のセンチメントも底打ちした模様であることから、今後は投資の主役が交代する可能性がでてきたと見ている（詳細は後述）。

（図表-13）

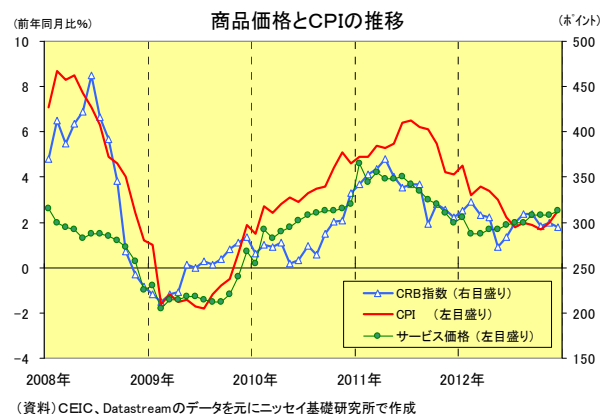


3. 物価・住宅バブルと金融政策

〔サービス価格はじりじり上昇〕

世界的な景気減速と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。2012年の消費者物価は前年比2.6%と、抑制目標の4%前後を大きく下回った。但し、昨年12月には寒波による生鮮食品の高騰も加わって消費者物価が前年同月比2.5%と前月の同2.0%から上昇、賃金上昇を背景にサービス価格はじりじりと上昇していることから、今後は一進一退ながらも上昇傾向と見ている（図表-14）。

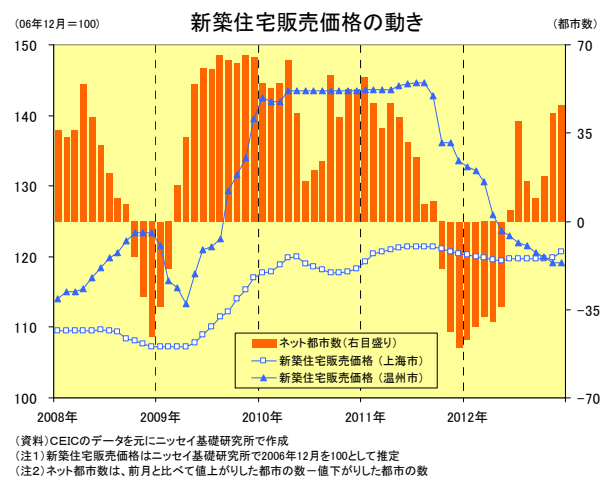
(図表-14)



〔終盤を迎えた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。12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）の新築住宅はまだ調整中だが、中古住宅は昨年6月以降ほぼ横ばいである。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54都市、値下がりが8都市、ネットするとプラス46都市と、7ヵ月連続でプラス超過となっており、住宅価格には反転の兆しが見える（図表-15）。今のところ値上がり幅は小さく、直ぐに金融引締めめに転じる可能性は小さいものの、高い住宅に対する国民の不満は根強いだけに、住宅価格が更に上昇するようだと、不動産規制強化の可能性がでてくるだろう。

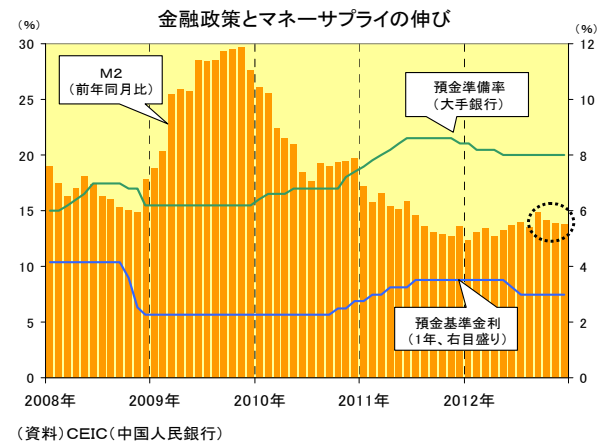
(図表-15)



〔金融緩和でも盛り上がり欠ける資金需要〕

2011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、2012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た。但し、昨年10月以降に再び伸びが鈍化するなど資金需要は盛り上がり欠けている（図表-16）。資金需要に勢いが背景には、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ある。

(図表-16)

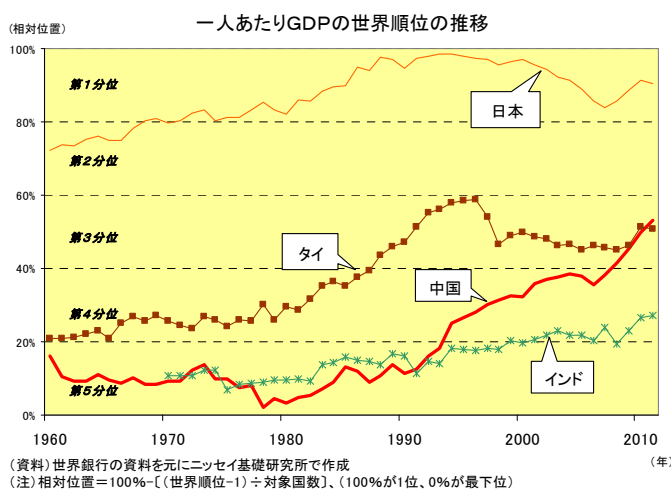


4. 「投資の主要交代」～製造業から環境インフラ・サービスへ

1 | 中所得国の罅にはまりやすい位置にある中国経済

1978年の改革開放以降に高成長が続いた中国経済はGDPの規模で2010年に日本経済を抜き世界第2位の経済大国となった。また、経済的豊かさを示す一人あたりGDPで見ると、2011年には世界84位（対象177カ国）と第3分位（上から40%-60%）に順位を上げ、タイと並ぶレベルに達した。タイの場合、1980年代後半から90年代前半にかけての高成長で、第3分位に世界順位を上げた。但し、アジア通貨危機で外資が流出すると大幅なマイナス成長に陥り、その後は安定成長を維持しているものの、世界順位では1990年代のピークを超えられず、高所得国への仲間入りを直前にして停滞、「中所得国の罅」にはまった国といえるだろう。中国は今、このタイと同程度の所得水準にあり「中所得国の罅」にはまりやすい位置にある（図表-17）。

(図表-17)

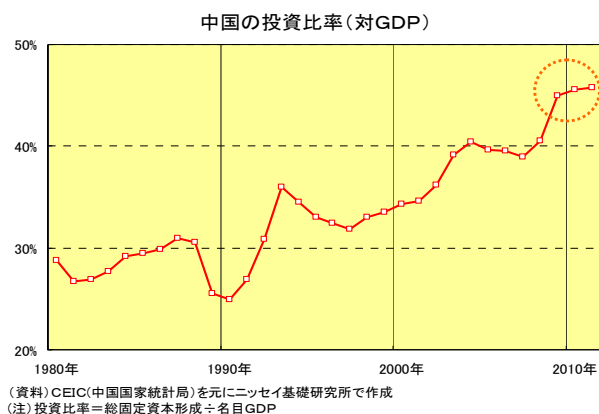


中国は今、このタイと同程度の所得水準にあり「中所得国の罅」にはまりやすい位置にある（図表-17）。

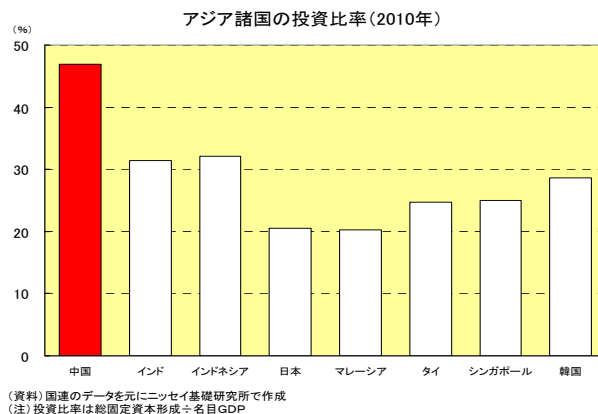
2 | 持続不可能な水準に達した投資比率

中国経済の現状を見て、筆者が最も懸念するのは異常に高い投資比率である。中国の投資（総固定資本形成）がGDPに占める比率は、2011年で45.7%と4年連続で4割を超えた（図表-18）。この投資比率は主要先進国（G7）の約2割と比べて約2倍であり、一人あたりGDPが中国より低いインドやインドネシアでも3割強に留まることを勘案すれば、中国の投資比率は突出して高い（図表-19）。

(図表-18)



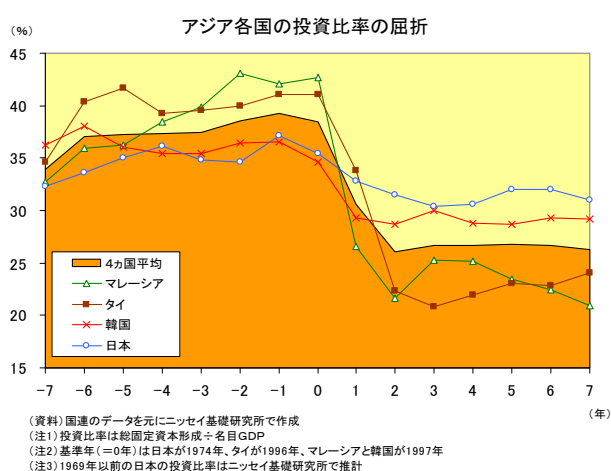
(図表-19)



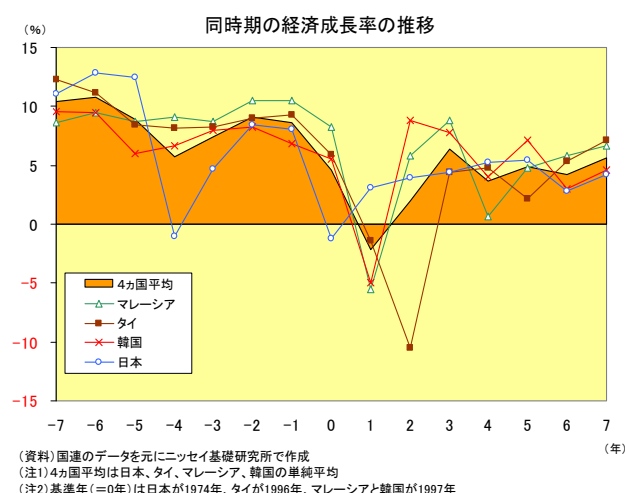
開発途上国が発展する初期段階では、先行的に投資を増やすケースが多いため、アジア諸国には過去に投資比率の高まりを経験した国が多い。1990年代のタイでは投資比率が4割前後で7年間、マレーシアでも5年間続いたことがあり、韓国でも1990年代に35%前後が8年間続いた。日本でも高度成長期にあった1970年前後には35%前後が6年間続いていた。しかし、その後の日本では、高度成長が終わるとともに投資比率も3割前後へ低下、1974年には石油危機も加わってマイナス成長に落ち込み、安定成長に移行した。韓国、タイ、マレーシアでも、アジア通貨危機でマイナス成長に落ち込んだ後、韓国の投資比率は3割前後へ低下、タイ・マレーシアでは2割台へ低下しており、前例をみれば中国の4割超も長くは続きそうにない（図表-20）。

また、この4カ国では、石油危機やアジア通貨危機という危機をキッカケに一気に投資比率が屈折したため、一時的だがマイナス成長に落ち込むというショックを経験している。これは外需依存で高成長に成功した国に共通する特徴で、輸出向けの生産設備増強を続けた結果、限界に達したことに気付かず（あるいは気付いても過去の成功体験に拘り）、内需主導への構造転換が進まず、外的ショックをキッカケに過剰投資が一気に調整された。そして、その後の経済成長率はどの国も概ね以前の半分程度に低下している（図表-21）。

（図表-20）



（図表-21）



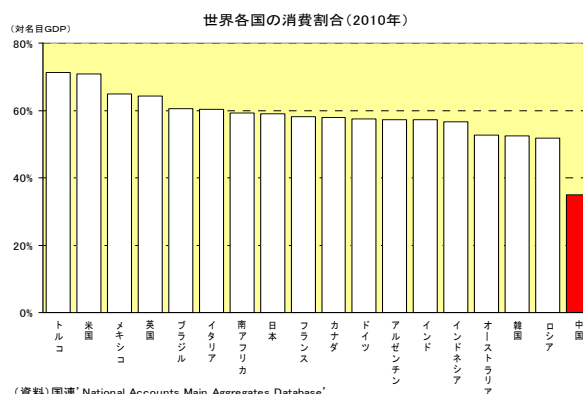
中国だけが例外とは考え難く中国の投資比率も低下に向かうだろう。特に、過剰生産設備を抱える製造業では、欧米経済の低迷で輸出目的の投資拡大は期待できず、「安価で豊富な労働力」を求める資本が、中国より賃金の安い後発新興国へ労働集約型の工場を移転する動きは、外資に限らず内資でも進んでいる。従って、製造業では、賃金上昇によるコスト上昇を機械化でカバーするための設備投資は増えるとしても、増加ピッチの減速は避けられないだろう。但し、このような投資比率の低下は高成長を続けた国の宿命でもあり、問題はその低下が急激に起こるかそれとも緩やかに進むかである。

3 | 「投資の主役交代」～製造業から環境インフラ・サービスへ

急激な投資比率の低下を回避し緩やかに進めるためには、外需依存の経済体質を内需主導（特に消費）へ転換することが必要となる。外需依存の経済体質を温存すれば海外からの外的ショックをキッカケに

過剰投資が一気に調整されるリスクが高いからである。一方、中国のGDPに占める個人消費の比率は2011年で35.4%と世界でも突出して低く、消費の拡大余地は大きい(図表-22)。消費拡大に成功すれば、投資が減速しても消費が成長を牽引すると共に、既存設備の過剰感も緩和でき、消費・流通などサービス関連の新たな設備投資にも結びつくことから、投資・消費のアンバランスが発展的に解消に向かい、中国経済がソフトランディングに成功する道が拓かれる。

(図表-22)



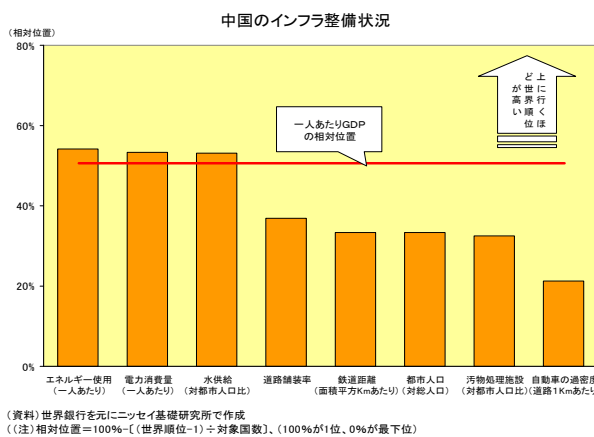
[18大に見る今後の投資の方向性]

第18回中国共産党大会(以下では18大と称す)では、第12次5ヵ年計画で打ち出された「内需の拡大(特に消費)」の方向性が確認された。また、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「所得倍增計画」も打ち出していることから、中国は外需依存から内需主導(特に消費)への構造転換の方針を堅持すると見てよいだろう。そして、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は、外資系や国内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。

また、環境関連のインフラ投資も増加ピッチを高める可能性が高い。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-23)。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

(図表-23)

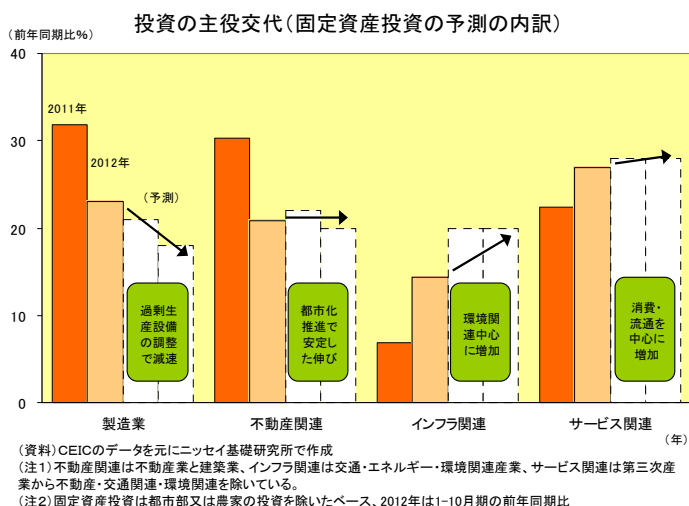
は深刻化、公害に対する住民の抗議活動も頻発している。18大で打ち出された「エコ文明建設」、新たに行動指針に位置付けられた「科学的発展観」、次期首相有力候補の李副首相が主張する「都市化の推進」とも、環境関連のインフラ整備は整合的である。例えば、循環型経済の基盤となる“エコタウン”や“ゴミ焼却発電”施設の建設、エコカーの普及に向けて充電施設・修理施設・専用駐車場などを整備した都市を開発する“スマートシティ”の建設(海南省で進むプロジェクトの全国的波及)、整備が遅れた汚物処理施設の建設(図表-23)、過剰生産に陥った太陽電池産業の救済を兼ねた再生可能エネルギー基地の建設などが考えられる。



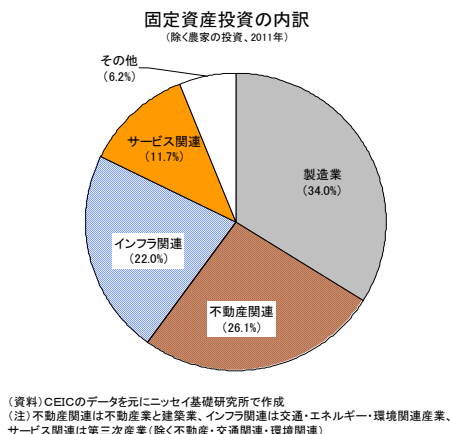
[投資比率の低下は緩やかに進み、急激な減速は回避へ]

以上のように、過剰なレベルに達した中国の投資比率は、規模が大きい製造業の減速で低下に向かうと見られるものの、外需依存から内需主導への構造転換に伴う消費・流通などサービス関連で投資が加速するのに加え、環境関連のインフラ整備も進むことから、「投資の主役交代」が起こり、投資比率の低下は緩やかに進み、急激な減速は避けられると見ている(図表-24、25)。

(図表-24)



(図表-25)



5. 今後の見通し (まとめ)

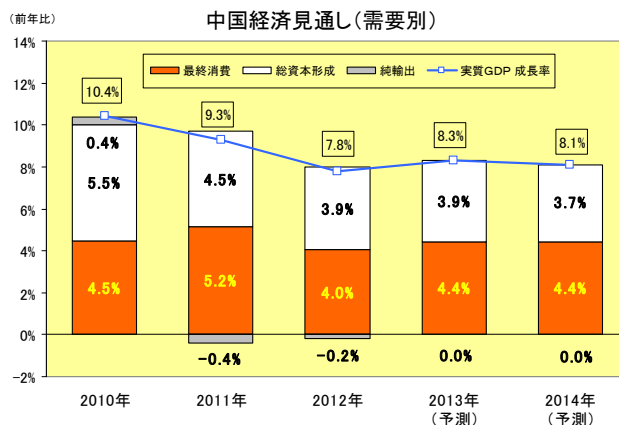
[メインシナリオ]

以上のおおりに、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、2013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-26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ほぼ解消する。賃金上昇に加え、自動車などで需要先食いの副作用が癒えることから、最終消費は昨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、製造業はさらに減速するものの、環境インフラ・サービス関連が加速すると見込むことから、昨年と同じ3.9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、純輸出の寄与は引き続き±ゼロ。最終消費は賃金上昇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、環境インフラ・サービス関連の投資は高水準を維持するものの、製造業の投資減速には歯止めが掛からず、全体では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。

(図表-26)



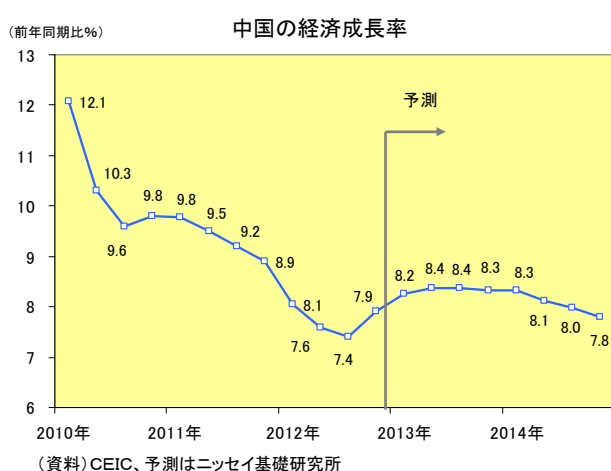
	単位	2012年	2013年	2014年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.8	8.3	8.1
最終消費	寄与度、%	4.0	4.4	4.4
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.9	3.7
純輸出	寄与度、%	▲0.2	0.0	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	3.1	3.3

また、四半期毎に細かく見ると、2012年7-9月期の前年同期比7.4%増をボトムとして景気は回復傾向を続け、2013年夏には同8.4%増前後に達すると見ている。但し、製造業の投資減速には歯止めが掛からないことから、2014年冬には再び7%台の成長に戻ると予想している（図表-27）。

〔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そうである。

(図表-27) 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 (実績)	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	7.9	8.2	8.4	8.4	8.3	8.3	8.1	8.0	7.8
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.1	2.5	2.9	3.2	3.8	3.6	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	6.34	6.29	6.30	6.20	6.10	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00

(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。