

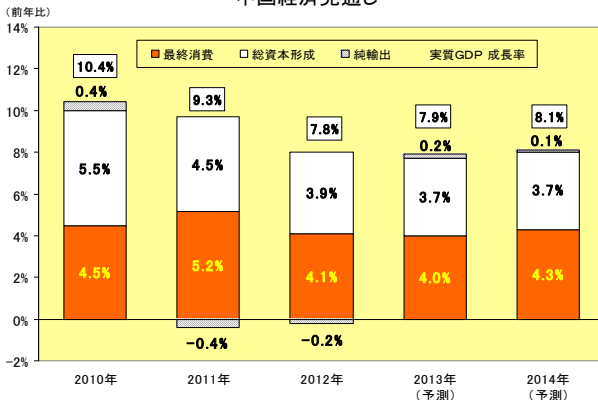
Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し： 「比較的高い成長」から「健全な発展」に軸足を移 した中国経済の行方

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

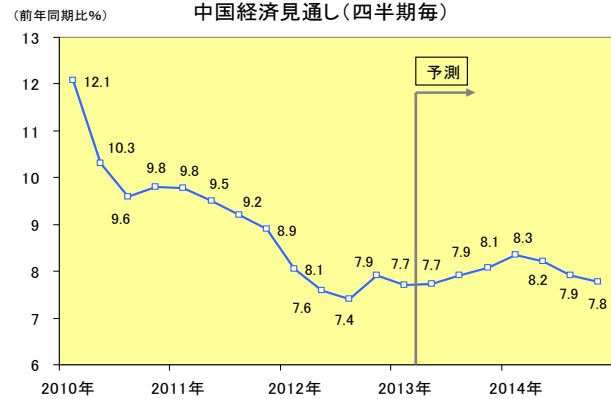
1. 中国では、1-3月期の実質成長率が前年同期比7.7%増と前四半期の伸びを下回るなど景気下ぶれ懸念が浮上しているが、中国政府からは深刻な懸念は聞こえてこない。その背景には、雇用情勢が良好を保っていること、そして、腐敗汚職の摘発、不動産規制の強化、過剰生産の抑制で「健全な発展」では一定の成果が得られたことが影響していると思われる。
2. 輸出は、今年1-3月期に前年同期比18.4%増と昨年の同7.9%増から大きく伸びを高めた。今後は、海外経済が最悪期を脱することで、今年から来年にかけて伸びが高まると予想するが、欧米経済の回復ピッチは緩やかと見ていることから、改善は小幅に留まるだろう。
3. 消費は、今年1-3月期の小売売上高が前年同期比12.4%増と昨年の伸びを下回るなど冴えない。腐敗汚職撲滅を目指す一連の動きは、短期的には消費にマイナスだが、長い目で見るとプラスで、今年の消費は停滞気味となるものの来年以降は徐々に増加ピッチを高めると予想する。
4. 投資は、今年1-3月期の固定資産投資が前年同期比20.9%増と昨年の伸びを上回るなど堅調である。今年は製造業の増産投資の鈍化を主因に伸びが鈍化、来年は環境インフラ関連が伸びを高めるものの、不動産業の伸びが鈍化して、今年と同程度に留まると予想している。
5. 消費者物価は3月に一旦落ち着いたものの、賃金上昇を背景としたサービス価格の上昇は続いており、今年冬にも基準金利が引き上げられる可能性がある。また、住宅価格の高騰も加速し始めており、騰勢が強まるようだと不動産規制のさらなる強化の可能性がでてくる。
6. 以上分析の結果、今後の見通しは2013年が前年比7.9%増、2014年が同8.1%増とした。

中国経済見通し



(資料) CEIC、予測はニッセイ基礎研究所

中国経済見通し(四半期毎)

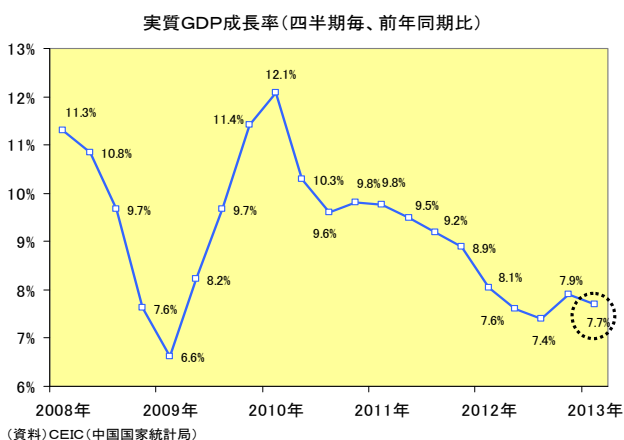


(資料) CEIC、予測はニッセイ基礎研究所

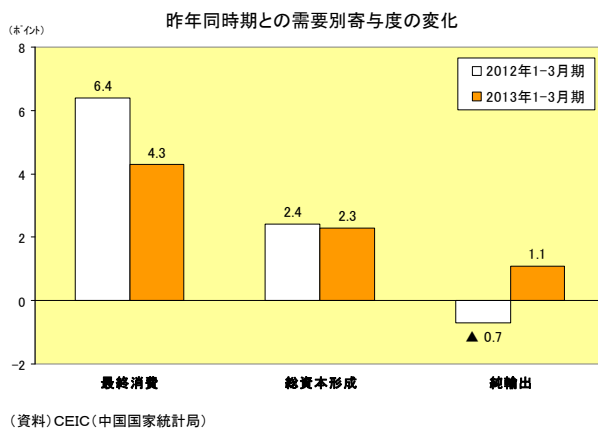
1. 第1四半期のGDPの振り返り

4月15日に、中国国家统计局が発表した今年1-3月期の実質成長率は前年同期比7.7%増と、昨年7-9月期の同7.4%増はわずかに上回ったものの、前四半期の同7.9%増を0.2ポイント下回り、中国経済の回復は極めて緩やかであることが確認された(図表-1)。需要別の寄与度は、最終消費4.3ポイント、総資本形成(投資)2.3ポイント、純輸出1.1ポイントで、昨年の同時期と比べて見ると(図表-2)、純輸出は昨年の▲0.7ポイントからプラス転換したものの、最終消費は昨年の6.4ポイントから2.1ポイントも低下しており、総資本形成(投資)も昨年とほぼ同程度のプラス寄与に留まった。

(図表-1)

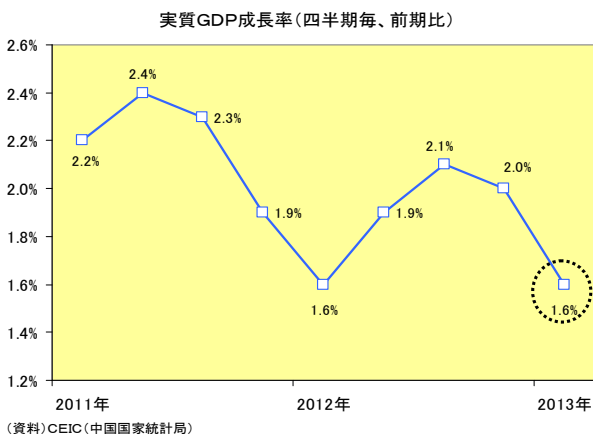


(図表-2)

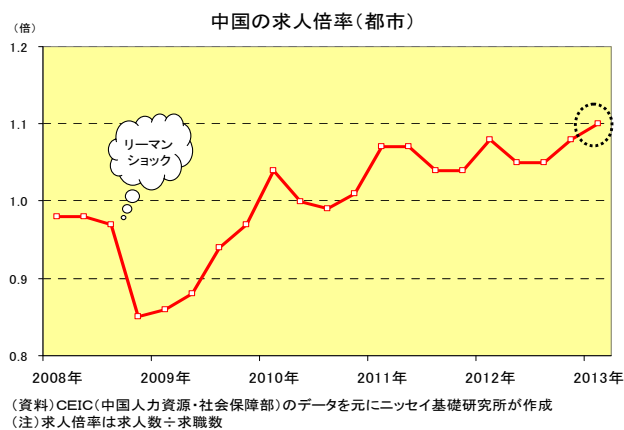


一方、前期比の伸びを見ると、今年1-3月期は前期比1.6%増と前四半期の同2.0%増を0.4ポイントも下回り、景気下ぶれ懸念が浮上している(図表-3)。ところが、中国政府から深刻な懸念は聞こえてこない。その背景には、成長率が鈍化した割に雇用情勢は良好を保っており(図表-4)、今年の全国人民代表大会(国会に相当)で打ち出した「比較的高い成長」よりも「健全な発展」を重視するスタンスに沿って、腐敗汚職の摘発、不動産規制の強化、過剰生産の抑制を進めた結果、成長率は鈍化したものの「健全な発展」には一定の成果が得られたことがあると思われる。

(図表-3)



(図表-4)

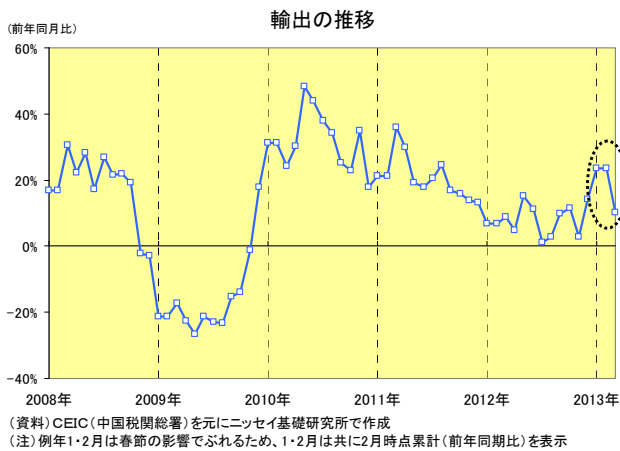


2. 需要別の動向

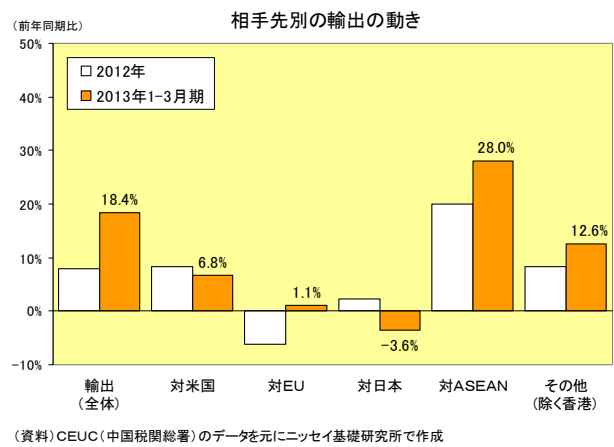
1 | 輸出の動向

輸出は改善傾向にある。今年 1-3 月期の輸出は前年同期比 18.4%増と、昨年通期の前年比 7.9%増から大きく伸びを高めた。相手先別に見ると、日本向けは前年同期比 3.6%減と昨年を下回るレベルで低迷しているものの、不振だった欧州向けが同 1.1%増とわずかながらプラス転換、ASEAN 向けは同 28.0%増と昨年の伸び率を上回るなど新興国向けが好調に推移している（図表-5、6）。

(図表-5)



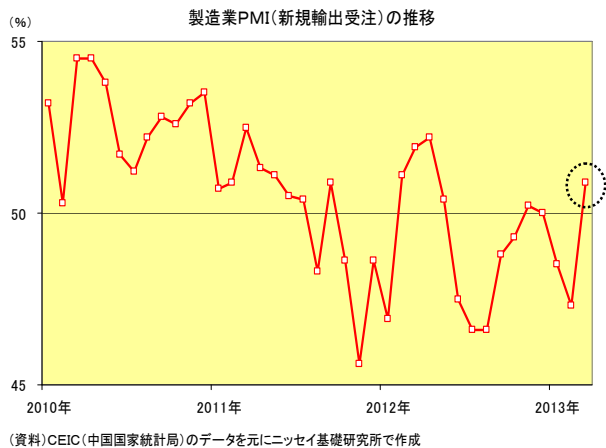
(図表-6)



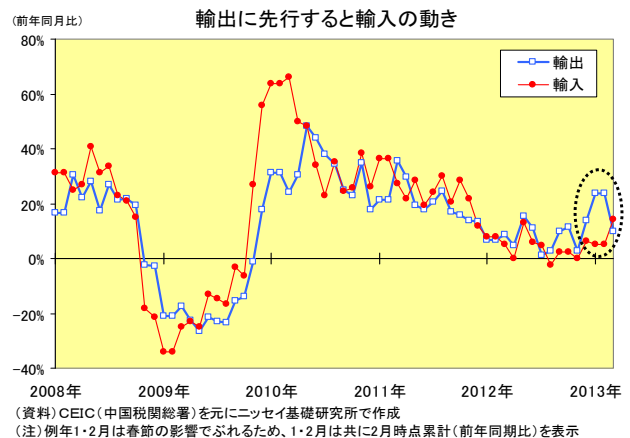
【今後は改善傾向を維持するも、改善は小幅】

今後を考えると、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と予想することから、中国の輸出は今後も改善傾向を維持するだろう。輸出の先行指標となる製造業 PMI（新規輸出受注）は好不調の境界となる 50 を 3 ヶ月ぶりに上回り（図表-7）、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、その輸入が 3 月に改善の兆しを見せた（図表-8）。但し、欧米経済の回復ピッチは緩やかと見ていることから、中国の輸出の改善も小幅に留まる可能性が高いだろう。

(図表-7)



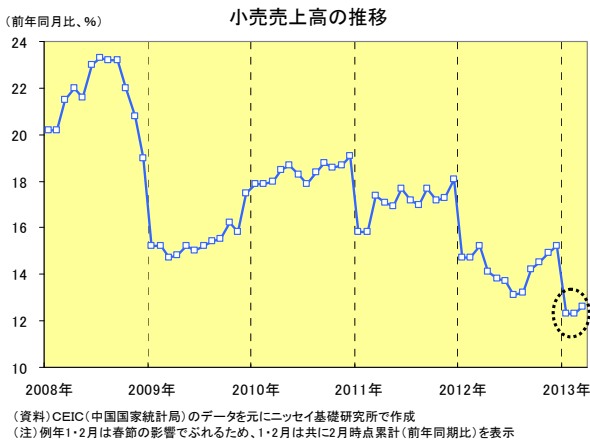
(図表-8)



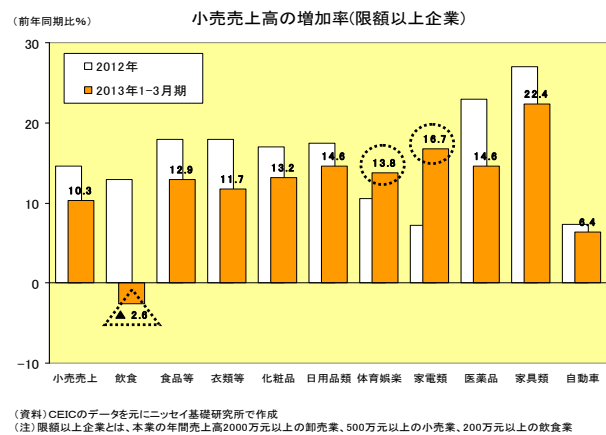
2 | 個人消費の動向

個人消費の動きは冴えない。今年 1-3 月期の小売売上高は前年同期比 12.4%増と昨年通期の前年比 14.3%増を大きく下回り、今後の牽引役として期待される消費に暗い影を落とした(図表-9)。内訳を見ると(図表-10)、特に飲食、食品等、衣類等の鈍化が目立ち、新指導部が派手な宴会を厳しく抑制するなど綱紀粛正を図ったことや、一般にも食べ残しを自粛する節約ムードが広がったことが影響したと思われる。但し、家電類は伸びを高め、家具類も高い伸びを維持するなど耐久消費財は概ね堅調だった。

(図表-9)



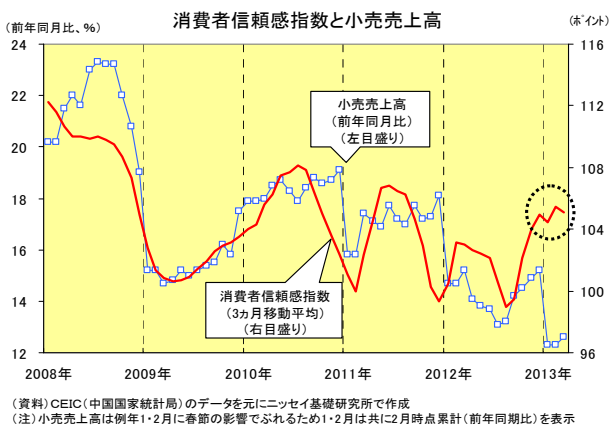
(図表-10)



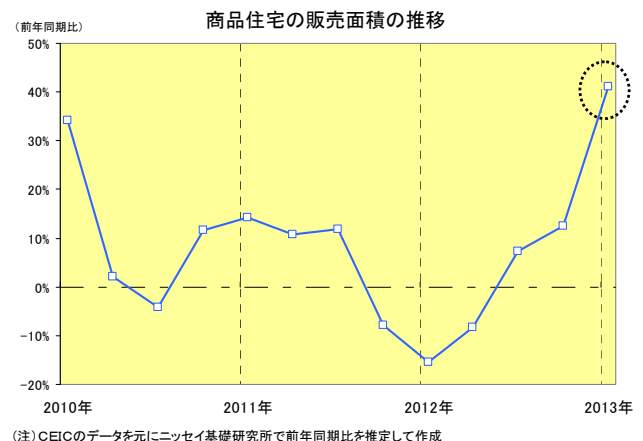
〔今年は停滞気味も、来年以降は徐々に回復へ〕

今後を考えると、綱紀粛正の動きが当面は消費のマイナス要因になるだろう。但し、賃金上昇が続く中で消費者信頼感指数は上向いてきており(図表-11)、住宅販売の回復に伴って耐久消費財に対する購買意欲も高まると見られることから(図表-12)、消費を取り巻く環境は悪くない。また、腐敗汚職の撲滅は短期的にはマイナス要因だが、長い目で見るとプラス要因として働き始める。腐敗汚職が減れば、非正規ルートで企業から既得権益層に流れていたお金が減り、正規ルートを通じて企業が労働者へ分配する、或いは政府が企業から徴収して一般に再分配することになるからである。従って、今年の消費はやや停滞気味となるものの、来年以降は徐々に増加ピッチを高めると予想している。

(図表-11)



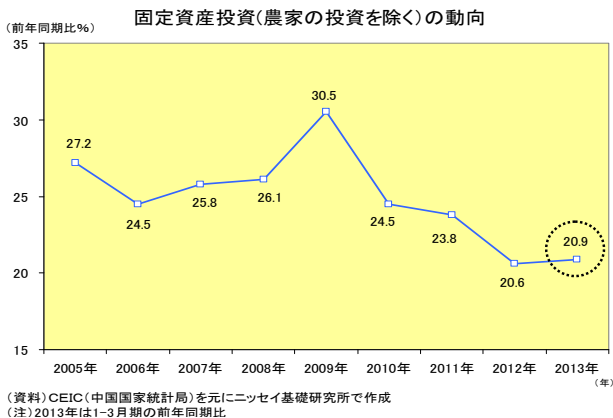
(図表-12)



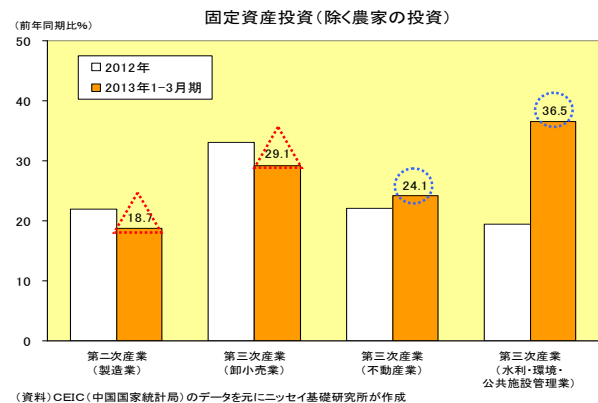
3 | 投資の動向

投資は概ね堅調である。今年 1-3 月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比 20.9%増と昨年通期の前年比 20.6%増を若干上回った（図表-13）。産業別に見ると、過剰生産設備を抱える製造業が前年同期比 18.7%増と昨年の 22.0%増から大きく減速する一方、住宅販売が回復した不動産業や環境対策が積極化している水利・環境・公共施設管理業の伸びが高まり、投資を牽引し始めている（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）

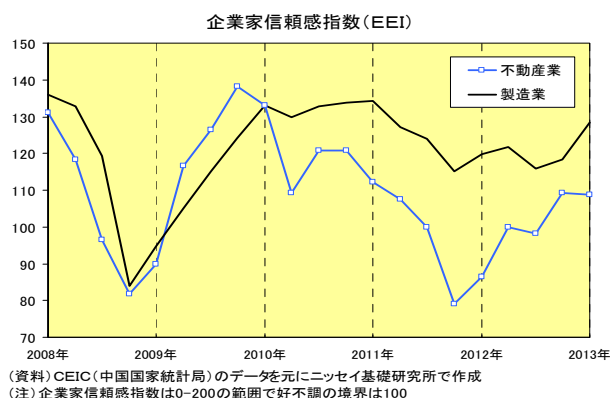


【製造業は減速、環境インフラ関連は加速、不動産業は加速後に減速】

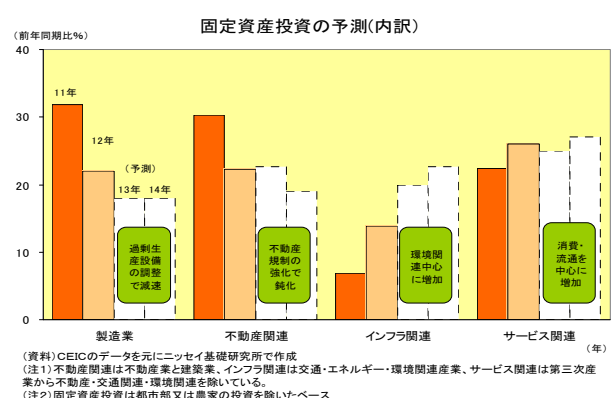
今後の方向性を考えると、「健全な発展」に軸足を移した政府が、製造業の過剰生産設備に危機感を強めていることから、環境対応の投資は増えても、増産のための投資は鈍り、製造業の投資は全体として減速傾向と見ている。他方、「健全な発展」に軸足を移した政府は、環境対策の強化を図ると見られることから、グリーンタウン整備計画などの環境インフラ関連の投資は、今後加速する可能性が高いだろう。また、景気変動の主因となることの多い不動産業は、住宅販売が増加するなど需給サイクルが好転、企業マインドも改善してきているため、投資の伸びは高まるだろう。但し、政府は既に不動産規制の強化に動き出しており、直近の住宅価格の高騰を受けて、今後も断続的に不動産規制の強化が実施されると見込むことから、今回の不動産投資の山は低めに終わり、来年には伸びが鈍化すると見ている。

全体としては、今年は製造業の増産投資の鈍化を主因に伸びが鈍化、来年は環境インフラ関連が伸びを高めるものの、不動産業の伸びが鈍化して、今年と同程度に留まると予想している（図表-15、16）。

（図表-15）



（図表-16）

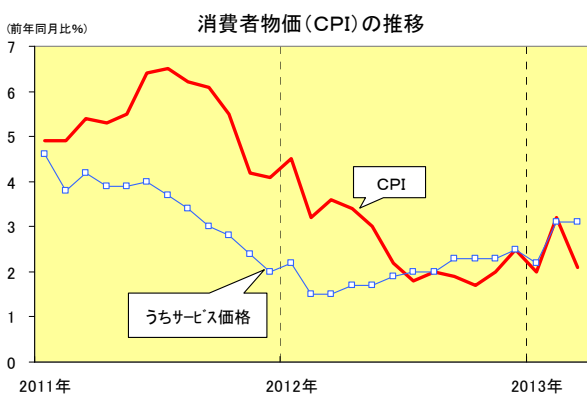


3. 物価動向と金融政策

一方、3月の消費者物価は前年同月比2.1%と前月の同3.2%から大きく低下、1ヵ月前に市場で急浮上したインフレ懸念も落ち着きを取り戻した。但し、2%を割り込んでいた昨年夏をボトムに上昇傾向にあるのには変わりなく、賃金上昇を背景にサービス価格もじりじりと上昇してきている（図表-17）。

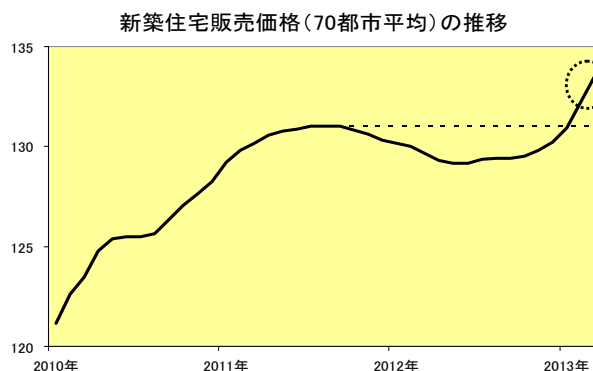
他方、住宅価格は上昇ピッチを速めている。中国国家統計局が毎月公表する「70大中都市住宅販売価格変動状況」を元に70都市平均を算出してその推移を見ると、今年1月には過去の最高値（2011年6月）を上回り、3月も史上最高値を更新している（図表-18）。70都市平均の上昇率は前年同月比3.3%とまだ低位だが、北京市と広州市（広東省）では同11.2%と経済成長率を上回る勢いである。中国政府は既に不動産規制強化を打ち出したが、今後の値動き次第ではさらなる強化を織り込む必要がでてくる。

（図表-17）



（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で作成

（図表-18）



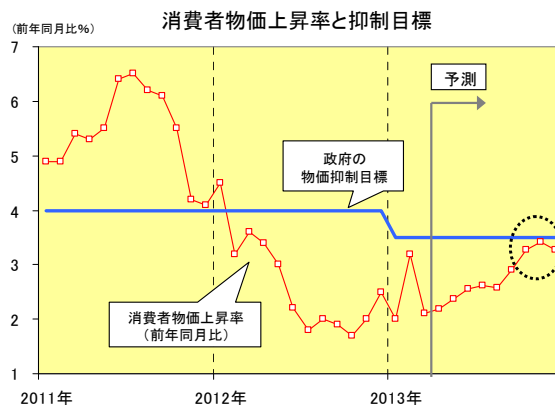
（資料）CEIC(中国国家統計局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
 (注1)各都市の新築住宅販売価格を2006年12月=100として指数化した上で単純平均している
 (注2)2010年12月までは旧方式のデータを使用している

〔基準金利の引き上げはあっても小幅〕

想定どおりに景気が回復すれば、今年冬にも中国人民銀行（中央銀行）は基準金利を引き上げる可能性がある。今後の成長率は今年7-9月期まで7%台後半で推移した後、10-12月期には8%台に乗せると予想しており、このような回復過程を迎れば、賃金上昇を背景としたサービス価格の上昇は続き、10-12月期の消費者物価上昇率は前年同期比3%を上回ると予想している。消費者物価上昇率が預金基準金利（3%）を超えると、銀行預金の流出を招く恐れも高まることから、中国人民銀行は基準金利を引き上げる可能性が高いだろう。

但し、1-3月期に成長率が鈍化するなど景気回復ピッチは当初想定よりも緩やかなことから、消費者物価上昇率が抑制目標の3.5%前後を超える可能性は低下した（図表-19）。従って、基準金利の引き上げはあっても小幅に留まるだろう。

（図表-19）



（資料）CEIC(中国国家統計局)のデータ、中国政府の公表資料を元に作成
 (注)予測はニッセイ基礎研究所

4. 見通し（まとめ）

〔メインシナリオ〕

今回の全人代では、昨年は「経済の安定した比較的高い成長を保つ」としていた所期目標を、今年は「経済の安定した成長を保つ」と変えるなど、新たにスタートした最高指導部の政策運営は「比較的高い成長」よりも「健全な発展」を重視している。また、1-3 月期の状況を見ると、腐敗汚職の摘発が個人消費を抑制、過剰生産の抑制も供給を減らし、「健全な発展」の重視は成長率にマイナス寄与した。但し、長い目で見れば成長の持続力を高めるというプラス面もあり、環境インフラ関連の投資が増えるというプラス面もある。

以上をまとめた経済見通しは図表-20 に示したとおりで、2013 年は前年比 7.9%増、2014 年は同 8.1%増と予想する。2013 年の前年比 7.9%増の内訳は、最終消費が 4.0 ポイント、総資本形成が 3.7 ポイント、純輸出が 0.2 ポイントで、最終消費と総資本形成は昨年を若干下回るものの、海外経済の最悪期脱出で純輸出がマイナスからプラスに転じると予想している。また、2014 年の前年比 8.1%増の内訳は、最終消費が 4.3 ポイント、総資本形成が 3.7 ポイント、純輸出が 0.1 ポイントで、純輸出の寄与度は 2013 年より低下するものの、最終消費の寄与度が上昇して成長を支えると予想している。

また、四半期毎の流れでは（図表-21）、当面は 7%台後半での安定成長が続き、10-12 月期には海外経済の好転を受けて中国の成長率も 8%台に乗せる。但し、成長率が 8%台になると同時にインフレ率も高まることから、10-12 月期には基準金利の引き上げを想定している。また、一連の金融引き締め（含む不動産規制強化）が効果を発揮し始める 2014 年後半には、再び 7%台の成長に戻ると予想している。

〔リスクシナリオ〕

メインでは、海外経済が最悪期を脱出すると想定したが、海外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一層深刻化し、製造業の投資が急減速して失業者も急増、雇用不安から個人消費にも悪影響が及ぶというリスクも残る。また、最近、住宅価格は騰勢を強めており、高騰が続くようだと、不動産規制がさらに強化されて住宅販売が失速するリスクがある。販売の失速は建設の鈍化を招くだけでなく家具など耐久消費財の販売にも影響するだけに、今後の住宅価格の値動きは要注意である。

（図表-20）予測表（年毎）

	単位	2012年	2013年	2014年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.8	7.9	8.1
最終消費	寄与度、%	4.1	4.0	4.3
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.7	3.7
純輸出	寄与度、%	▲0.2	0.2	0.1
消費者物価	前年比、%	2.6	2.7	3.4

（図表-21）予測表（四半期毎）

	単位	2012年				2013年				2014年			
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7	7.7	7.9	8.1	8.3	8.2	7.9	7.8
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.1	2.4	2.4	2.7	3.3	3.4	3.5	3.4	3.2
預金金利(1年)	期末、%	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	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	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.29	6.32	6.34	6.29	6.27	6.20	6.15	6.10	6.05	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。