

Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し

～バブル経済の調整に苦しむ中国、やはり景気失速か、それとも安定成長に軟着陸できるのか？

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国では、4-6月期の実質経済成長率が前年同期比7.5%増と前四半期を下回るなど成長鈍化が続いている。但し、7月の工業生産が前四半期を大幅に上回る伸びを示したことから、7-9月期には成長鈍化に歯止めが掛かるとの見方が強まっている。
2. 輸出は、今年1-7月期に前年同期比9.5%増と昨年の伸びを上回っているが、“輸出水増し”を勘案した実態はそれより悪い。今後も人民元高や製造業PMI（新規輸出受注）の低迷で大幅改善は見込みづらいが、欧州経済が最悪期を脱することなどで回復に向かうだろう。
3. 消費は、今年1-7月期の小売売上高が前年同期比12.8%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1-7月期の固定資産投資が前年同期比20.1%増と昨年の伸びを下回っている。今後は、環境インフラ関連やサービス関連の伸びは高まるものの、過剰生産設備を抱える製造業や理財商品の健全化で不動産関連の投資が鈍ることから、減速傾向を強めると予想する。
5. 全体の見通しとしては、健全化を目指す政策によるマイナス効果を、新たな政策発動によるプラス効果が相殺して、2013年前年比7.5%増、2014年同7.6%増、2015年同7.2%増と予想する。リスクとしてはシャドーバンキング問題等を契機にハードランディングに陥る可能性が挙げられるが、危険を報せる3指標（求人倍率、住宅価格、株価）に今のところ異常はない。

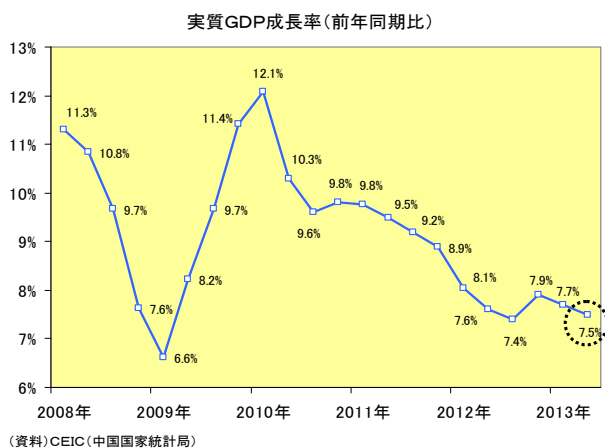
経済予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.8	7.5	7.6	7.2
最終消費	寄与度、%	4.1	3.9	4.1	4.2
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.6	3.3	3.0
純輸出	寄与度、%	▲ 0.2	0.0	0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.7	3.0	2.9

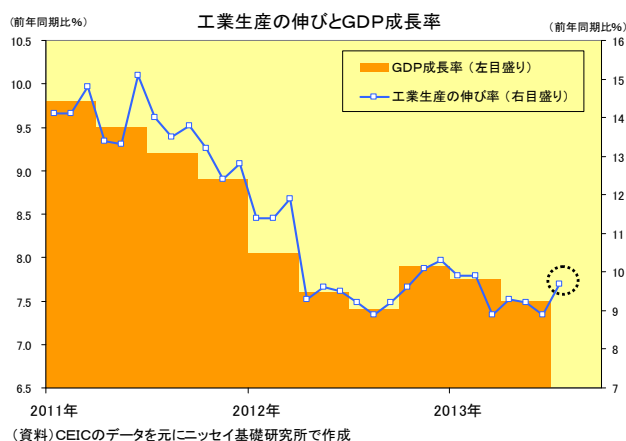
1. 国内総生産（GDP）

中国国家統計局が7月15日に発表した2013年4-6月期の実質経済成長率は前年同期比7.5%増と、前四半期の同7.7%増から0.2ポイント低下し5四半期連続の8%割れとなった（図表-1）。但し、8月9日に発表された7月の工業生産が4-6月期を大幅に上回る伸びを示したことから、今後は多少の反動減があるとしても、7-9月期は前四半期の成長率を上回るのではないかとの見方が強まった（図表-2）。

（図表-1）



（図表-2）



また、同時に発表された2013年上半期の実質経済成長率は前年同期比7.6%増と昨年の前年比7.8%増より0.2ポイント低下した。需要別に見ると、総資本形成（投資）は昨年の3.9%ポイントを若干上回り、純輸出も昨年のマイナス寄与がプラスに転じたものの、最終消費のプラス寄与が0.7%ポイントの大幅低下となった（図表-3、需要別の動向は後述）。他方、産業別に見ると、第一次産業は前年同期比3.0%増（昨年は前年比4.5%増）、第二次産業は同7.6%増（昨年は同8.1%増）と昨年の伸びを下回ったものの、第三次産業は昨年の伸びを0.2%ポイント上回った。特に、昨年1-3月期以降は第二次産業の低迷をよそに堅調に推移しており、中国の経済成長を底堅いものにしていく（図表-4）。

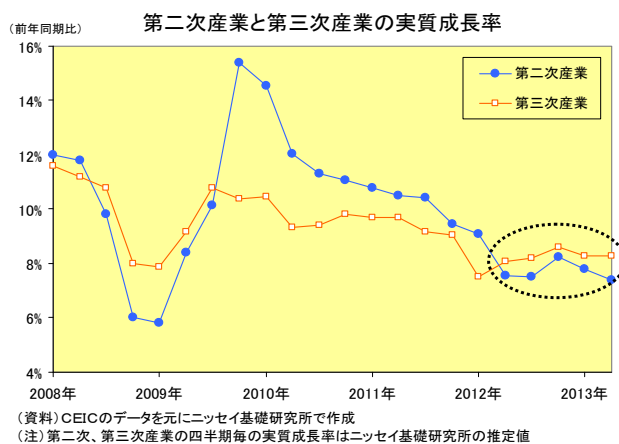
（図表-3）

【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
2004年	3.9%	5.5%	0.7%
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	5.3%	4.4%	-0.4%
2012年	4.1%	3.9%	-0.2%
2013年	3.4%	4.1%	0.1%

(資料)CEIC(中国国家統計局)
 (注)2013年は1-6月期の前年同期比

（図表-4）

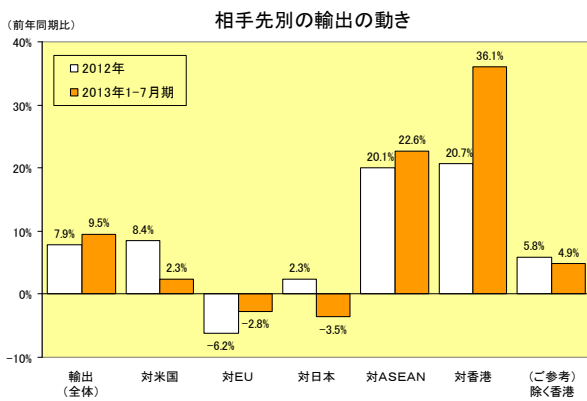


2. 需要別の動向

1 | 輸出の動向

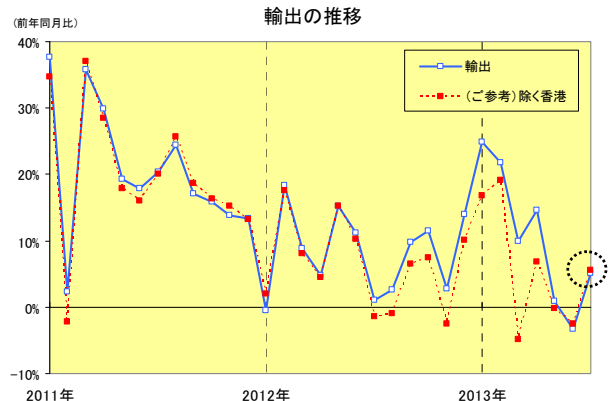
今年 1-7 月期の輸出は前年同期比 9.5%増と昨年の前年比 7.9%増を上回っている。相手先別に見ると、香港向けは前年同期比 36.1%増と極めて高い伸びを示したものの、日本向けは同 3.5%減、欧州向けも同 2.8%減と前年割れで、米国向けも同 2.3%増と昨年との伸びを下回っている（図表-5）。中国当局も認める“輸出水増し”は香港経由が主要ルートとされることから、香港向けを除いた数値を計算して見ると、同 4.9%増と昨年を下回っており、実態はこれに近い伸びと見ている。但し、7 月単月の輸出は香港除きでも反発してきたことから、輸出は低迷から脱出する可能性もでてきている（図表-6）。

(図表-5)



(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

(図表-6)

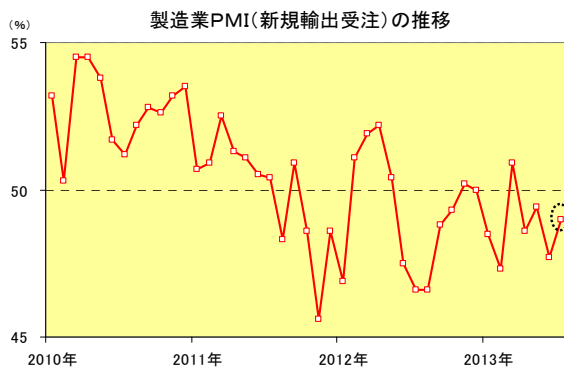


(資料)CEIC(中国税関総署)を元にニッセイ基礎研究所で作成

〔今年停滞も、来年には改善〕

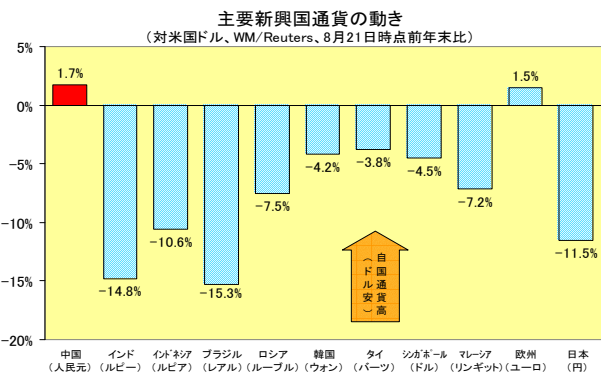
今後を考えると、輸出の先行指標となる製造業PMI（新規輸出受注）は拡張収縮の境界となる 50 を 4 ヶ月連続で下回っており（図表-7）、ライバルとなる新興国の通貨が下落する中で人民元は独歩高となっていることから（図表-8）、輸出の大幅改善は見込みづらい。但し、欧州経済が最悪期を脱し、米国経済の回復も続くことと見ていることから、中国の輸出は緩やかながらも回復に向かうと予想している。

(図表-7)



(資料)CEIC(中国国家統計局)

(図表-8)

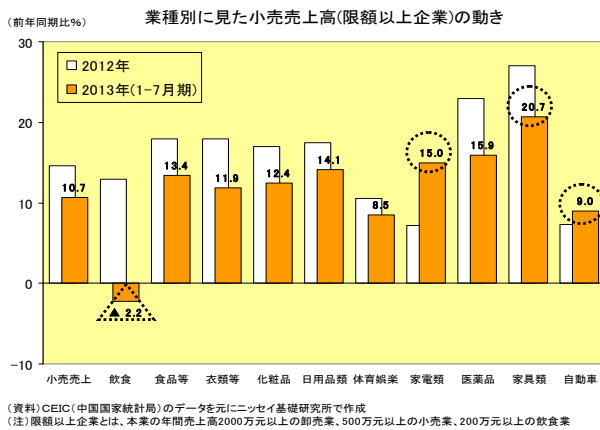


(資料)Datastreamのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

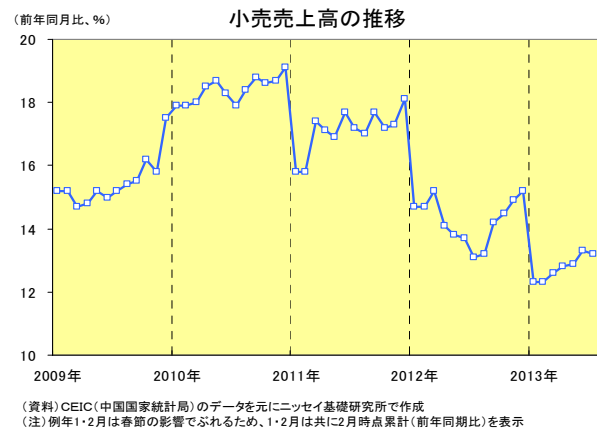
2 | 個人消費の動向

今年 1-7 月期の小売売上高は前年同期比 12.8%増と昨年の前年比 14.3%増を下回っている。内訳を見ると（図表-9）、特に飲食、食品等の鈍化が目立ち、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、家電類や自動車は伸びを高め、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である。また、ここ数ヶ月の小売売上高は回復傾向にあり、7月単月は前年同月比 13.2%増まで戻してきた（図表-10）。

（図表-9）



（図表-10）

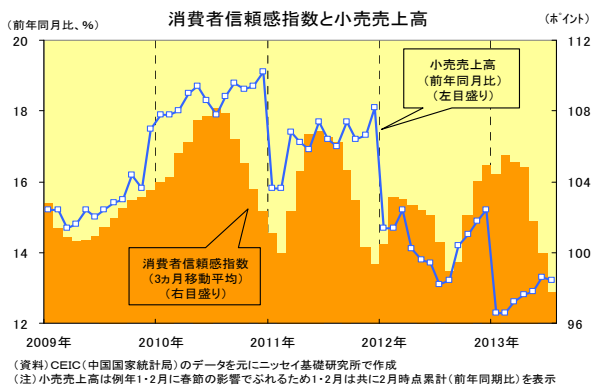


【今年は停滞気味も、来年以降は徐々に回復へ】

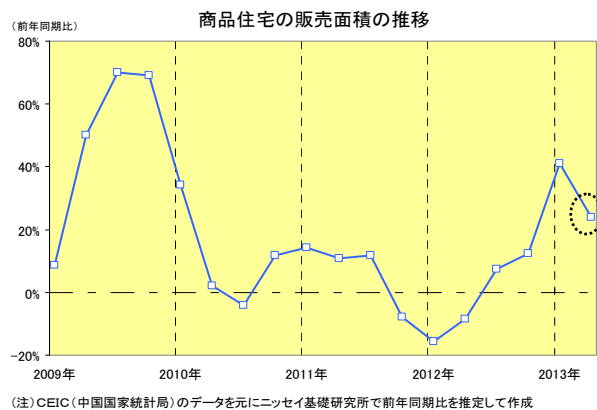
今後を考えると、綱紀粛正の動きがマイナス要因になるのに加え、消費者信頼感指数も落ちてきたため、さらなる消費の改善は見込みにくい（図表-11）。但し、住宅販売は依然として2割超の高い伸びを維持しており（図表-12）、耐久消費財の購買意欲は引き続き旺盛だろう。

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）



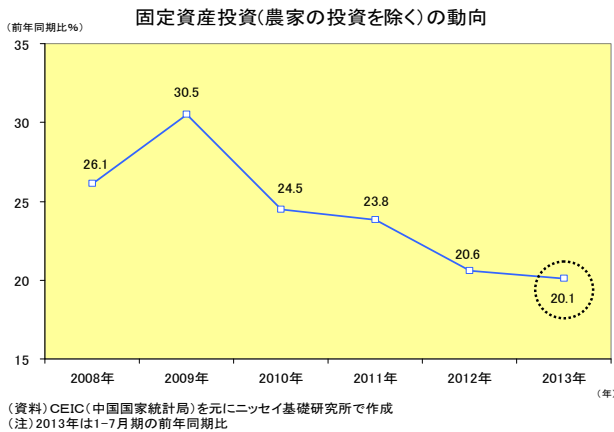
（図表-12）



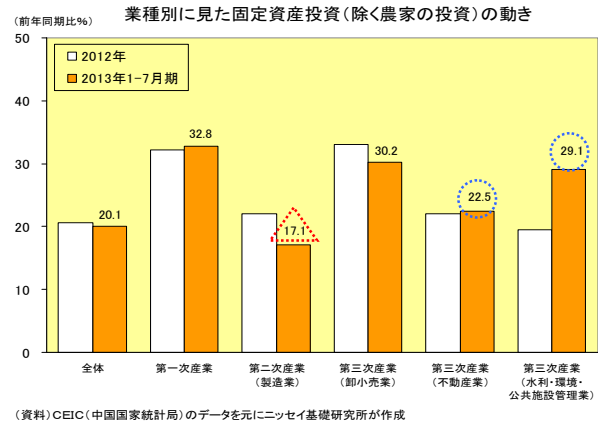
3 | 投資の動向

今年 1-7 月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比 20.1%増と昨年の前年比 20.6%増を下回っている（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 17.1%増と昨年の伸びを下回り、不動産業も前年並みの伸びに留まる一方、環境対策が積極化する水利・環境・公共施設管理業の伸びが高まり、消費拡大が期待される卸小売業も 3 割超の高い伸びを維持している（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）



【製造業・不動産業の減速を主因に減速傾向】

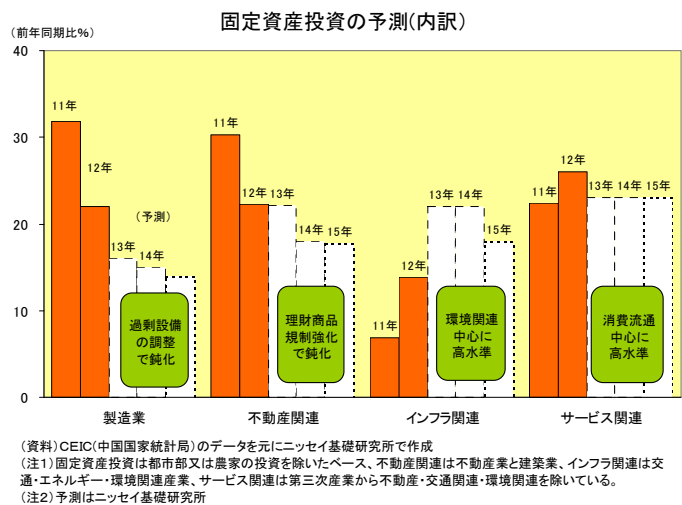
今後を考えると、消費主導への構造転換が進むサービス関連の投資は、消費流通を中心に高い伸びを維持するだろう。また、「健全な発展」に軸足を移した政府は、環境対策の強化を図ると見られることから、大気汚染対策、水質汚濁対策、ごみ処理能力増強、循環型経済やスマートシティ化の推進などの環境インフラ関連の投資は、今後も高い伸びを維持する可能性が高いだろう（図表-15）。

一方、「健全な発展」に軸足を移した政府は、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、製造業の投資は減速傾向と見ている。また、不動産業の投資は、今年 1-7 月期には前年同期比 22.5%増と昨年の伸びを若干上回ったが、中国政府は不動産規制の強化に動き出しており、理財商品（理财产品）に対する規制強化もファイナンス面で制約となることから、今後の不動産業の投資の伸びは鈍化傾向になると見ている（図表-15）。

以上のように、環境インフラ関連やサービス関連の投資は高い伸びを維持するものの、投資の3分の1を占める製造業や4分の1を占める不動産業のように全体に占める割合が大きい分野での鈍化により、投資全体の伸びは鈍化傾向を辿ると予想している。

以上のように、環境インフラ関連やサービス関連の投資は高い伸びを維持するものの、投資の3分の1を占める製造業や4分の1を占める不動産業のように全体に占める割合が大きい分野での鈍化により、投資全体の伸びは鈍化傾向を辿ると予想している。

（図表-15）



3. 中国経済見通し

1 | 7%台半ばの安定成長へ軟着陸

今年の全人代では、主な所期目標の第一に「経済の安定した成長を保つ」を掲げ、昨年の「経済の安定した比較的高い成長を保つ」から「比較的高い」を削除、また「健全な発展」を強調するなど、新たにスタートした最高指導部は「比較的高い成長」よりも「健全な発展」を優先する方針を示していた。

今年上半期を振り返ると、経済成長にマイナス効果をもたらす政策（腐敗汚職の撲滅、過剰生産設備の淘汰、地方政府の過剰投資の抑制、住宅バブル膨張の抑制、理財商品の監督強化など）を次々に発動し、「比較的高い成長」よりも「健全な発展」を優先してきた。このような政策スタンスは、①インフレも雇用不安もない持続可能な成長率（潜在成長率）が7-8%に低下したこと^(注)、②腐敗汚職の蔓延、製造業や地方政府の過剰投資、住宅バブルの膨張、不健全な形での理財商品の膨張など中国経済がバブル化したことを踏まえれば適切な判断だといえるだろう。

一方、李首相は7月9日に「経済成長率、就業水準などが“下限”を、物価上昇率などが“上限”を超えないようにしなければならない」と表明した。そして以降、7月19日には貸出金利の下限撤廃を発表（実施は20日）、24日には零細企業に対する減税を発表（実施は8月1日）している。8月に入っても、5日には国家スマートシティ試験区に選定した103都市を公表、11日には環境産業育成策を発表（「省エネ環境保護産業の発展加速に関する意見（国発[2013]30号）」）、14日には情報消費拡大策を発表（「情報消費促進による内需拡大に関する若干の意見（国発[2013]32号）」）するなど、「経済発展パターンの転換」を促進する観点を堅持しつつも、経済成長にプラス効果が期待できる政策発動が目立ってきた。

このように中国政府が経済成長にプラス効果が期待できる政策発動を本格化したことから、これまでのように期を追うごとに成長率が鈍化するプロセスは一旦終了する可能性が高いだろう。一方、中国政府は経済の健全化を目指す方向性を堅持すると見られ、経済成長にマイナス効果をもたらす政策も引き続き発動されるだろう。従って、今後は健全化を目指す政策によるマイナス効果を、新しい政策発動によるプラス効果が相殺して、経済成長率は7%台半ばの安定成長へ軟着陸すると見ている（図表-16）。

(図表-16)

経済予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.8	7.5	7.6	7.2
最終消費	寄与度、%	4.1	3.9	4.1	4.2
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.6	3.3	3.0
純輸出	寄与度、%	▲ 0.2	0.0	0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.7	3.0	2.9

	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 (実績)	4-6 (実績)	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	7.7	7.5	7.6	7.4	7.6	7.8	7.4	7.4
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.1	2.4	2.4	2.7	3.1	2.9	3.2	2.9	2.9
預金金利(1年)	期末、%	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
貸出金利(1年)	期末、%	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.29	6.32	6.34	6.29	6.27	6.18	6.15	6.15	6.10	6.05	6.00	6.00

(注) [「中国経済：潜在成長率の低下と今後の経済運営」基礎研レポート2013年5月8日号を参照](#)

2 | ハードランディングに陥るリスクとその早期発見に役立つ3指標

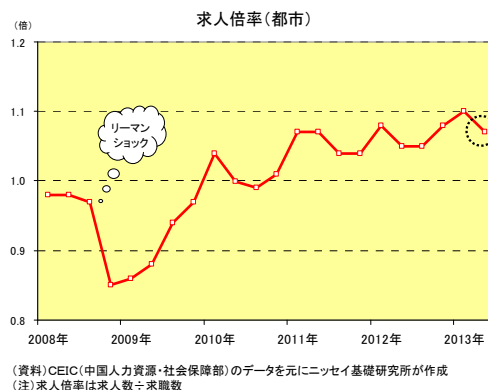
7%台半ばの安定成長へ軟着陸と予想しているものの、一旦バブル化した経済を健全化する政策運営は極めて難しく、金融危機を招き景気が失速してしまうリスクは残る。

例えば、シャドーバンキング問題を解決に導く過程では、過剰生産設備を抱える製造業や過剰債務を抱える地方政府の資金繰りは苦しくなり、そこで債務返済に走ると、関連産業のリストラが一気に加速して失業者が街に溢れるような事態になる可能性がある。また、仮にリストラがマイルドに進んだとしても、雇用の受け皿となる消費・環境・情報関連などサービス産業の育成が思うように進まない、やはり失業者が街に溢れ社会不安に陥る可能性がある。さらに、腐敗汚職問題を解決に導く過程でも、接待用の派手な宴会や贈答用の贅沢品の販売が減るだけでなく、汚職摘発を恐れた地方幹部などが蓄財用に保有する住宅を大量に投売りすれば、住宅価格が急落する可能性もでてくるだろう。

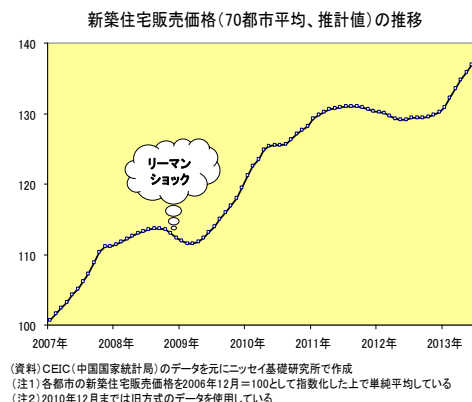
中国政府は、このようなリスクを認識した上でバブル化した経済を健全化しようとしており、今回のような景気対策も織り交ぜて安定成長への軟着陸を図っている。しかし、リスクを十分に認識していてもハードランディングに陥ってしまうのが海外のバブル崩壊の歴史でもある。

そこで、ハードランディングに陥る危険の高まりを報せる指標として、筆者が注目する3つを紹介したい。第一に挙げられるのが求人倍率（求人数÷求職数）である。現在は1.07倍と良好な水準でリスクは小さいが、これが1倍を下回るようだとハードランディングに陥る危険は高まる（図表-17）。第二に住宅価格が挙げられる。現在は上昇しておりバブル崩壊よりもその膨張を懸念する局面だが、一旦下落に転じると止まらなくなる恐れがあり、ハードランディングに陥る危険も高まる（図表-18）。第三に挙げられるのが株価である。最近の上海総合は冴えない値動きだが深圳創業板は上昇している。これは今回の改革が伝統産業や国有企業の多い上海総合にはマイナスに寄与するものの、新興産業の多い深圳創業板にはプラス寄与するためと思われる。今後、この改革が停滞すると両指数がともに下落に転じる可能性があり、その時はハードランディングに陥る危険に備える必要があるだろう（図表-19）。但し、今のところこの3指標に異常はない。

(図表-17)



(図表-18)



(図表-19)



(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。