

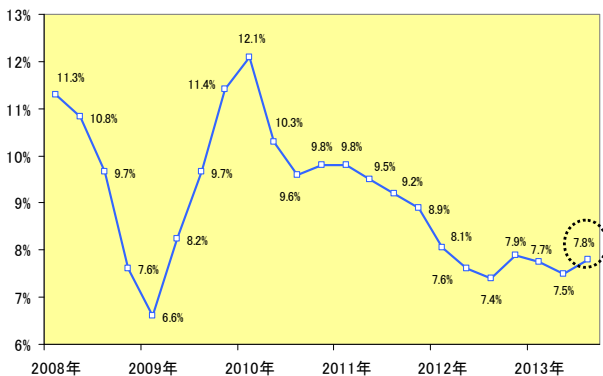
Weekly エコノミスト・ レター

中国経済： 7-9月期の成長率は加速、その後の注目点は？

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

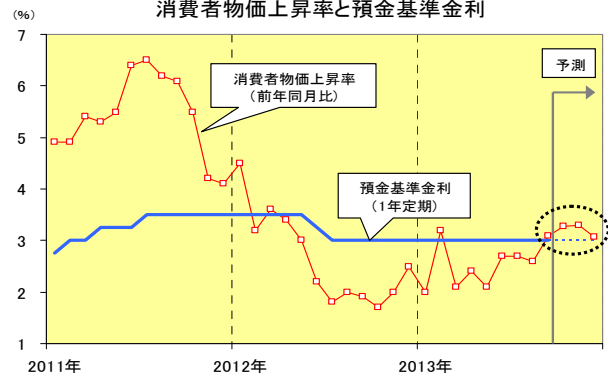
1. 2013年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.8%増と3四半期ぶりに前四半期の伸び(同7.5%)を上回った。また、1-9月期では前年同期比7.7%増と昨年の伸びに並び、需要別に見ると最終消費3.5ポイント、総資本形成4.3ポイント、純輸出▲0.1ポイントとなった。
2. 輸出は、7-9月期に前年同期比3.9%増と4-6月期の同3.8%増を僅かに上回る伸びに留まった。但し、米国・欧州・ASEAN向けが改善し、“輸出水増し”疑惑の香港向けが大きく鈍化したことを勘案すると、7-9月期は統計で示されたよりも高い伸びだった可能性がある。
3. 内需は、小売売上高が7-9月期に前年同月比13.3%増(当研究所推定)と1-6月期の同12.7%増を上回ったものの、昨年より低い伸びに留まるなど消費は依然冴えない。固定資産投資は7-9月期に前年同期比20.4%増(当研究所推定)と、4-6月期の同19.3%増(当研究所推定)を大きく上回った。特に、製造業や電力・エネルギー供給業が伸びの改善に貢献した。
4. 消費者物価は、9月に前年同月比3.1%上昇と、今年の抑制目標である3.5%前後は下回ったものの預金基準金利(1年定期)の3%を上回ってきた。また、住宅価格の上昇も続いていることから、利上げの可能性が視野に入ってきた。
5. 現在、中国は構造改革を推進中で、今年は新たな成長基盤を作る(ビルド)政策と高成長の歪みを正して経済の健全化を進める(スクラップ化)政策が交互に推進されてきた。7-9月期の成長率が高めになったことを受けて、今後は経済の健全化を進める政策に重点が移ると予想している。また、来年(2014年)には成長目標を引き下げる可能性が浮上している。

実質GDP成長率(前年同期比)



(資料)CEIC(中国国家統計局)

消費者物価上昇率と預金基準金利

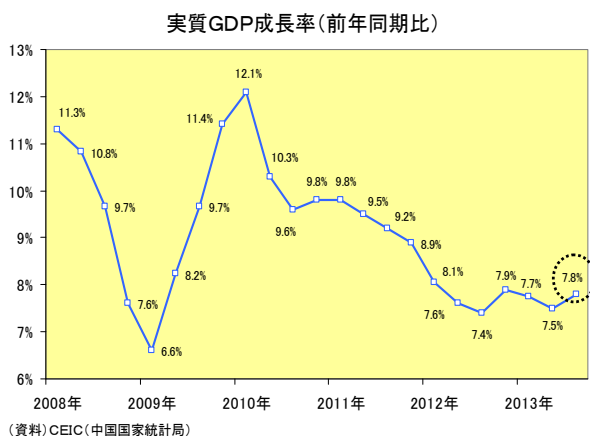


(資料)CEIC(中国国家統計局)のデータ、中国政府の公表資料を元に作成
(注)予測はニッセイ基礎研究所

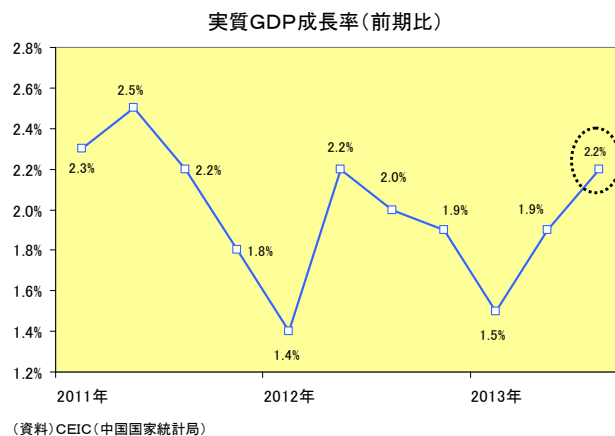
1. 国内総生産（GDP）

10月18日に、中国国家统计局が発表した2013年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.8%増と、3四半期ぶりに前四半期の伸び（同7.5%）を上回った（図表-1）。同時に発表された前期比の伸びを見ると（図表-2）、今回は過去の数値も一部改定されているが、2013年1-3月期の前期比1.5%増（改定前は同1.6%増）を直近のボトムとして、4-6月期には同1.9%増（改定前は同1.7%増）、7-9月期には同2.2%増（年率換算すれば9%程度と思われる）と、中国の経済成長率は加速してきた。

(図表-1)



(図表-2)



また、2013年1-9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.7%増と昨年の伸び（前年比7.7%増）と同率に回復した。需要別の寄与度を見ると（図表-3）、最終消費は3.5ポイントと昨年よりプラス寄与が減ったものの、総資本形成（投資）は4.3ポイントと昨年よりプラス寄与を増やし、マイナス寄与となった純輸出も昨年よりマイナス幅を縮めた。産業別に見ると（図表-4）、第一次産業は前年同期比3.4%増、第二次産業は同7.8%増と共に昨年の伸びを下回ったものの、第三次産業は同8.4%増と昨年の伸びを上回っている。また、昨年に続いて第三次産業の伸びが第二次産業の伸びを上回っており、今後の成長の牽引役と期待される第三次産業は相対的に堅調な動きを続けている。

(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%	10.1%
2005年	4.4%	4.4%	2.5%	11.3%
2006年	5.1%	5.5%	2.0%	12.7%
2007年	5.6%	6.0%	2.6%	14.2%
2008年	4.3%	4.5%	0.8%	9.6%
2009年	4.6%	8.1%	-3.4%	9.2%
2010年	4.5%	5.5%	0.4%	10.4%
2011年	5.3%	4.4%	-0.4%	9.3%
2012年	4.2%	3.6%	-0.2%	7.7%
2013年	3.5%	4.3%	-0.1%	7.7%

(資料) CEIC(中国国家统计局)
(注)2013年は1-9月期の前年同期比

(図表-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	
2004年	6.3%	11.1%	10.1%	10.1%
2005年	5.2%	12.1%	12.2%	11.3%
2006年	5.0%	13.4%	14.1%	12.7%
2007年	3.7%	15.1%	16.0%	14.2%
2008年	5.4%	9.9%	10.4%	9.6%
2009年	4.2%	9.9%	9.6%	9.2%
2010年	4.3%	12.3%	9.8%	10.4%
2011年	4.3%	10.3%	9.4%	9.3%
2012年	4.5%	7.9%	8.1%	7.7%
2013年	3.4%	7.8%	8.4%	7.7%

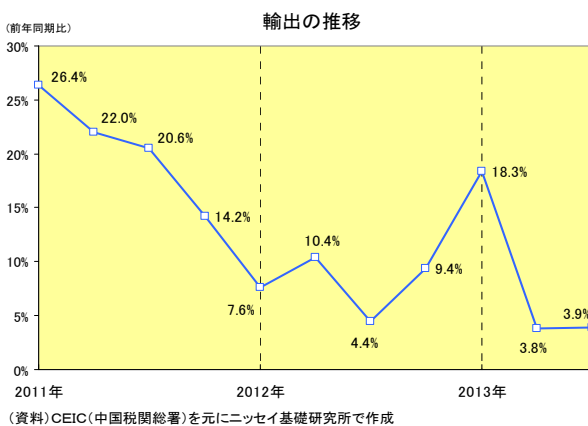
(資料) CEIC(中国国家统计局)
(注)2013年は1-9月期の前年同期比

2. 需要別の動向

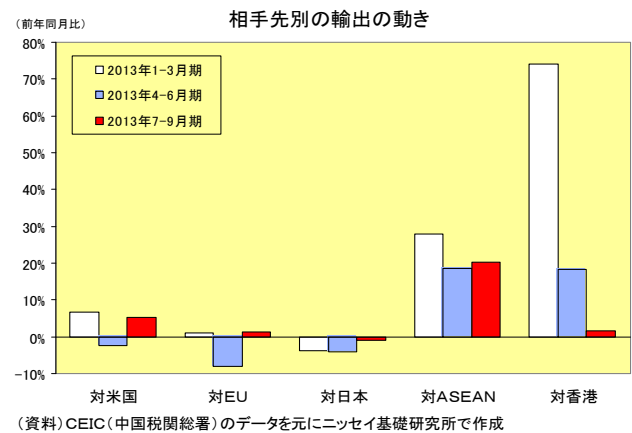
1 | 輸出の動向

今年7-9月期の輸出は前年同期比3.9%増と4-6月期の同3.8%増を僅かに上回る伸びに留まった(図表-5)。しかし、相手先別の動きを見ると(図表-6)、“輸出水増し”の主要ルートとされる香港向けが大きく反動減となったことが足を引っ張っており、米国向けや欧州向けは4-6月期の前年割れから7-9月期にはプラスに転じ、日本向けはマイナス幅を縮め、ASEAN向けも2割前後の高い伸びを続けていることから、7-9月期の輸出は統計で示されたよりも実体的には高い伸びだったと思われる。

(図表-5)



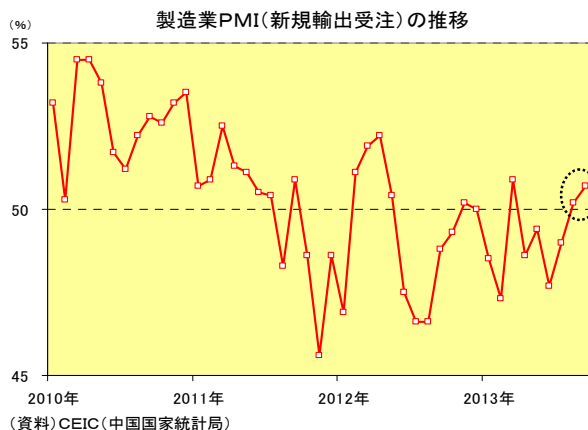
(図表-6)



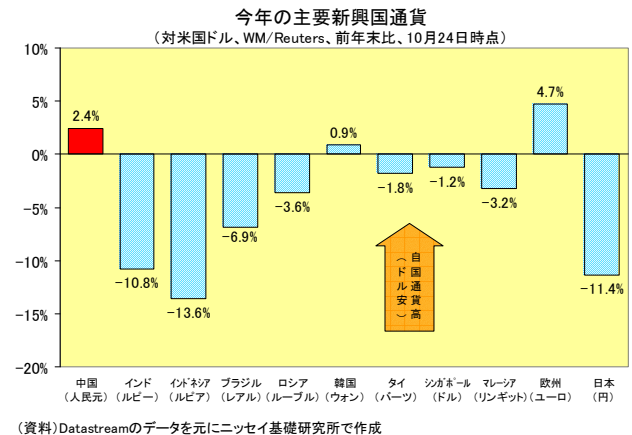
【輸出は緩やかながらも伸びが高まる】

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2ヵ月連続で上回ってきており(図表-7)、欧州経済が最悪期を脱し米国経済の回復が続くと見ていることから、輸出は回復傾向と予想している。但し、ライバルとなる新興国の通貨が下落する中で、中国の通貨(人民元)は相対的に堅調な推移となっていることから、輸出の大幅改善は見込みづらく、緩やかな伸びに留まるだろうと考えている(図表-8)。

(図表-7)



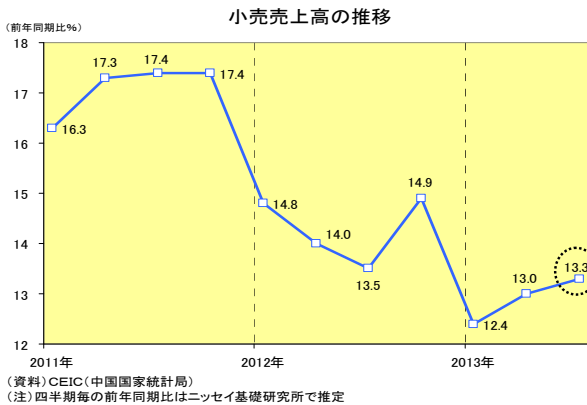
(図表-8)



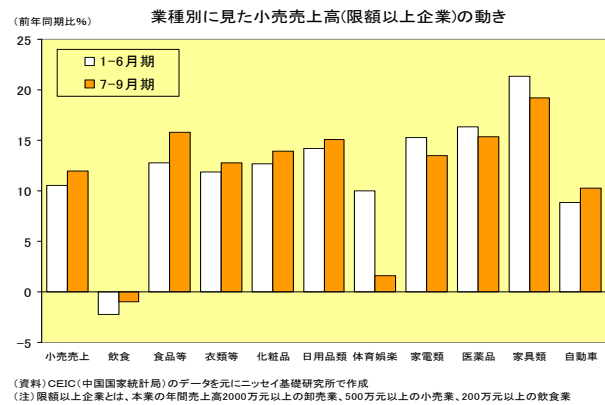
2 | 個人消費の動向

今年 7-9 月期の小売売上高は当研究所の推定では前年同月比 13.3%増となった模様である^(注)。これは今年 1-6 月期の同 12.7%増を上回ったものの、昨年の前年比 14.3%増よりは低い(図表-9)。内訳を見ると(図表-10)、中国政府の腐敗汚職撲滅運動で落ち込んでいた飲食は 7-9 月期も前年割れが続いたものの、食品や衣類などの生活必需品や自動車はやや伸びを高めた。但し、好調だった家電類・家具類は引き続き高い伸びを維持したものの、7-9 月期はやや伸びが鈍ってきた。

(図表-9)



(図表-10)

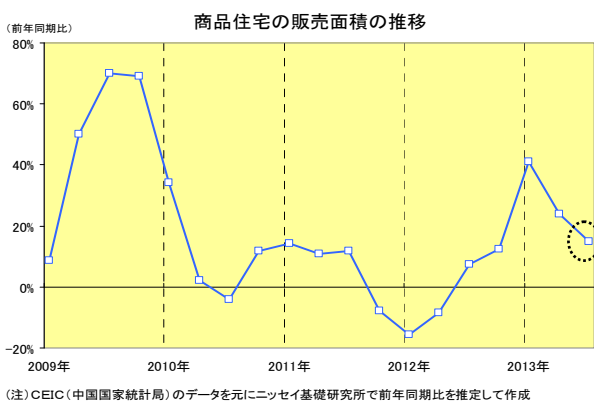


【当面は停滞気味も、来年以降は徐々に回復へ】

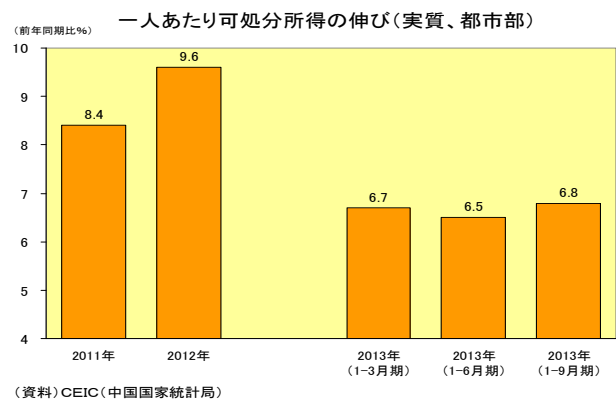
今後を考えると、綱紀粛正の動きがマイナス要因になるのに加え、住宅販売の増加にも陰りが見えることから(図表-11)、当面の消費は冴えない動きと思われる。但し、鈍化していた可処分所得には底打ちの兆しがあり(図表-12)、消費者信頼感指数も上向いてきたことから大きな落ち込みもないだろう。

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)

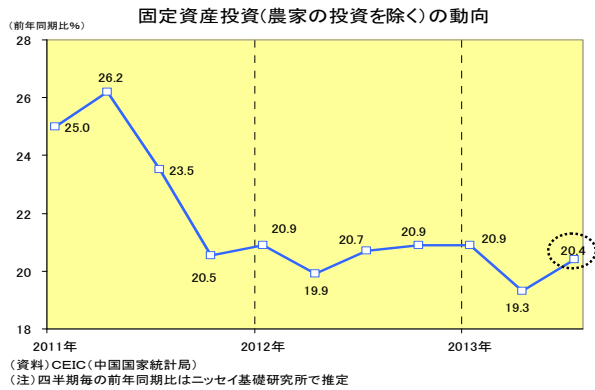


(注) 中国国家統計局は 7-9 月期の前年同期比の伸びを発表していないため当研究所で推定した

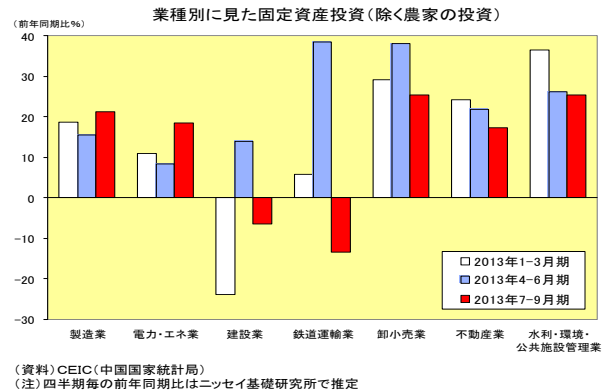
3 | 投資の動向

今年7-9月期の固定資産投資（除く農家の投資）は当研究所の推定では前年同期比20.4%増となった模様である。これは4-6月期の同19.3%増（当研究所推定）を上回ったものの1-3月期の同20.9%増には及ばない（図表-13）。産業別に見ると、建設業、鉄道運輸業は4-6月期から一転して前年割れとなったものの、卸小売業、不動産業、水利・環境・公共施設管理業は高い伸びを維持、製造業や電力・エネルギー供給業は4-6月期より伸びを高めた（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）

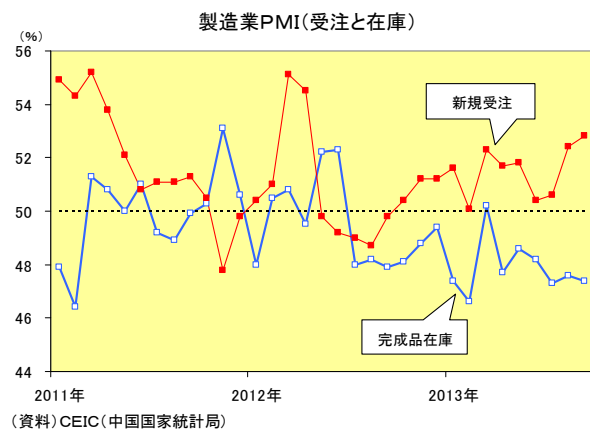


【過去に見られたように一気に加速する気配はない】

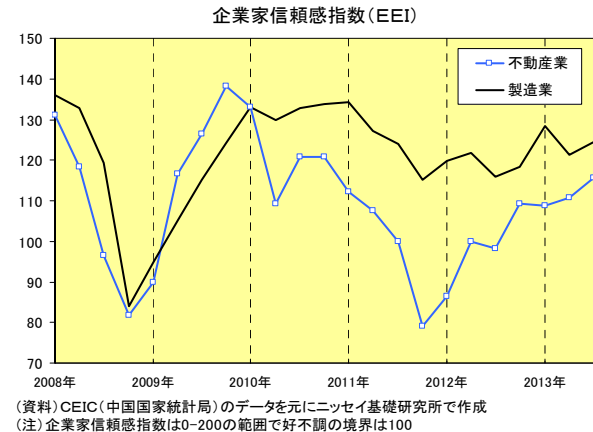
今後を考えると、投資全体の3分の1を占める製造業は、完成品在庫が減少する中で、新規受注が増えてきており、当面は堅調に推移すると思われる（図表-15）。但し、中国政府は10月15日にも供給過剰な5業種（鉄鋼、セメント、電解アルミ、板ガラス、船舶）の生産能力を削減する指針を示すなど過剰投資への警戒を緩めてないことから、過去に見られたように一気に加速する動きにはならないだろう。

また、不動産業や建設業は、新規住宅着工や企業マインドの好転など改善の兆しもあるが（図表-16）、成長率が上向いたことで中国政府は地方政府債務の規範化をさらに進めると見ていることから、こちらも一気に加速する動きにはならないだろう。但し、中国政府の目指す方向と一致する環境インフラ関連（含む都市交通）や消費流通などサービス関連は、今後も高い伸びを維持すると見ている。

（図表-15）



（図表-16）

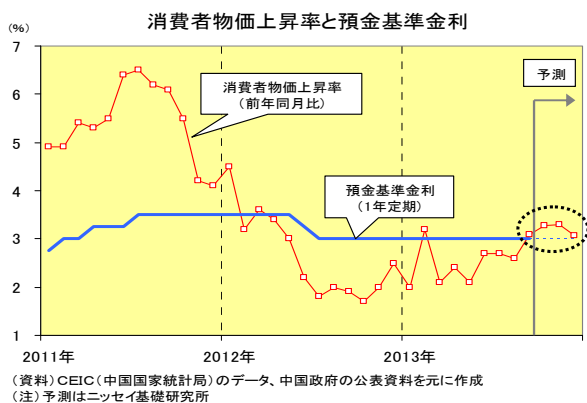


3. 物価と金融政策

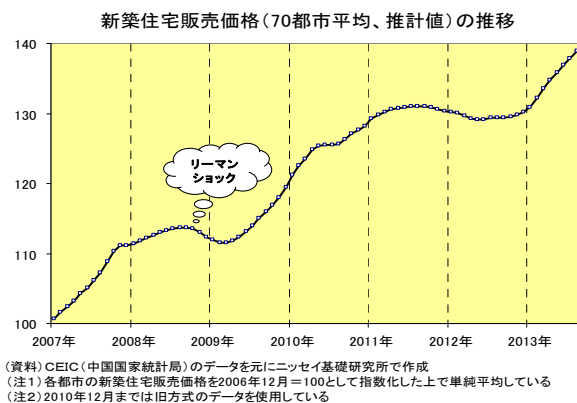
消費者物価は9月に前年同月比3.1%上昇と、春節の月ずれの影響で一時的に同3.2%上昇となった今年2月以来7ヵ月ぶりに3%台に乗せた。依然として今年の抑制目標である3.5%前後を下回ってはいるものの、2%を割り込んでいた昨年夏をボトムに緩やかな上昇傾向にあり、預金基準金利(1年定期)の3%を上回り、しかも今回は2月のように一時的ではなく3%台が当面続くと見られる(図表-17)。

一方、住宅価格は引き続き上昇している(図表-18)。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」を元に当研究所で算出した70都市平均は9月も最高値を更新、上昇ピッチはやや鈍ったものの、一人あたり可処分所得の伸び(名目)とほぼ同程度と依然としてスピードは早過ぎる。

(図表-17)



(図表-18)



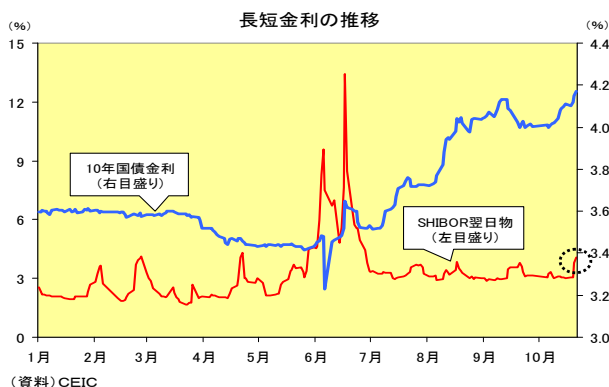
〔利上げの可能性が視野に〕

中国政府の想定する潜在成長率が7-8%程度へ低下したと見られる中で^(注1)、7-9月期の実質GDP成長率はその上限と見られる8%に近づいており、利上げの可能性が視野に入ってきている。

預金基準金利については、既に一部の銀行が基準金利を上回る金利を提示し始めていることから、いつ引き上げてもおかしくない状況にある。他方、貸出基準金利は、7月の下限撤廃で金利自由化が進んだことから操作する意義はやや薄れてきた。

そこで注目を浴びるのが短期金利の誘導水準である。ここ数日、中国人民銀行が資金供給を見送ったことを受けてSHIBOR(翌日物)が上昇してきた(図表-19)。長期金利の代表格である10年国債金利は、景気回復を受けて8月下旬には既に4%台に上昇、市場はある程度の短期金利上昇を織り込んでいたはずだが^(注2)、実際に短期金利が動き出すと市場はさらに警戒感を強めたと思われる。

(図表-19)



(注1) 詳細は「中国経済：潜在成長率の低下と今後の経済運営」基礎研レター-2013年5月8日号を参照

(注2) 市場が織り込む今後の短期金利の動きについては「中国の長期金利上昇について」Weeklyエコノミスト・レター-2013/9/27号を参照

4. 今後の注目点

【スクラップとビルドの政策を交互に推進】

今年3月に就任した李克強首相は構造改革を推進する方針を示している。構造改革には新たな成長基盤を作る（ビルド）政策と、これまでの高成長の歪みを正して経済の健全化を進める（スクラップ化）政策の2つの側面がある。今年上半期（1-6月期）には、製造業が抱える過剰生産設備の淘汰や地方政府が抱える過剰債務の整理、腐敗汚職の撲滅など成長にマイナス寄与するスクラップ化の政策が中心となったことから、経済成長率は鈍化した。しかし、スクラップ化の政策を進めたことで景気に陰りが見えると、7-9月期には情報インフラの整備、環境産業の育成、都市交通の充実を含む都市環境の質的改善など成長にプラス寄与するビルドの政策を次々に打ち出したことから、景気は回復し始めた。李克強首相は、このスクラップ化とビルドの政策を、タイミングをずらしながら打ち出すことによって、景気失速を避けながら経済の健全化を図り、構造改革を成功させようとしているようだ。従って、今回発表された7-9月期の経済成長率が前年同期比7.8%増と高めになったことを受けて、中国政府は経済の健全化を進める政策に重点を移す可能性が高いと予想している。

【どのような経済の健全化を進めるのか】

具体的には、①住宅バブル懸念を抱える住宅市場の規制強化、②過剰生産能力を抱える製造業の過剰設備の淘汰、③巨大化してきた地方政府債務の規範化、④利上げによる金融引き締めの方性が考えられるだろう。

①の住宅バブル問題については、価格上昇の背景には旺盛な需要に供給が追いつかず「売り手市場」になっていることがあるため容易ではない。しかし、短期的には保有年数に応じた税率を設定するなど投機的な動きを抑制する対策を、長期的には所得格差（富の偏在）の是正を視野に入れた不動産税（固定資産税）の適用範囲拡大^(注)などを打ち出す可能性がある。

②の過剰生産能力については、10月15日に中国政府が「指導意見（国発[2013]41号）」を発表、鉄鋼、セメント、電解アルミ、板ガラス、船舶の5業種の設備稼働率は71.9%~75%と指摘、8項目の主要任務を定めるとともに業種毎の施策も明示して、問題解決に向けた取り組みが既に始まっている。

③の地方政府の債務問題については、中国審計署（会計検査院）が進める調査結果が近々公表される見込みで、次のテーマとなり易い。中国銀行業監督管理委員会の尚主席は8月に「総量コントロール、分類管理、個別対応、段階的解消」でリスクを回避すると述べており、地方政府（含む融資平台）への新たな資金供給を抑制するとともに、将来の収益が見込めるものは支援し、そうでないものは地方政府とともに対応策を検討し、個別案件ごとに相応の措置をとることで、巨大化した地方政府債務のリスクを段階的に解消していく所存と思われる。

そして、①~③の経済の健全化を推進すれば、経済成長へのマイナス効果は避けられないことから、スクラップ化の政策の進め方次第では、ポリシーミックスの観点から、④の利上げによる金融引き締めは見送る可能性もあるだろう。

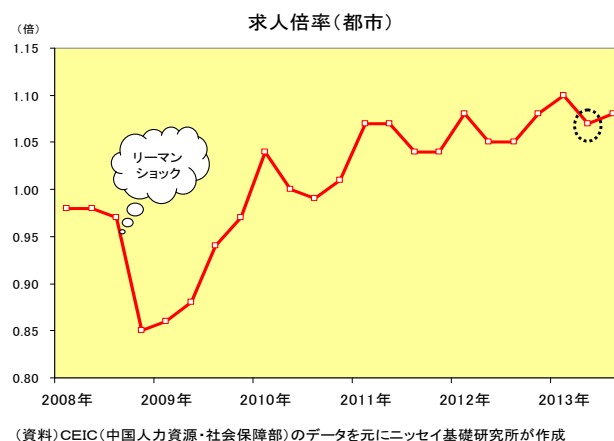
(注) 現在は上海市と重慶市で試行的に実施されている

【来年は成長目標を7%へ引き下げ？】

また、来年（2014年）は成長目標を引き下げる可能性が浮上してきた。今年の成長目標は「7.5%前後」と設定されているが、4-6月期の成長率がその7.5%に下がると、7-9月期には新たな成長基盤を作る（ビルド）政策を発動して成長率を押し上げる

こととなった。しかし、4-6月期の求人倍率は1.07倍と1-3月期（1.10倍）よりは低下したものの雇用情勢に大きな不安が生じていたとは思えない状況だった（図表-20）。一方、今年の成長目標の「7.5%前後」を達成するためには、7-9月期に経済の健全化を進める（スクラップ化）政策を緩めて、ビルドの政策を発動する必要があったのが現実であろう。そして、今年の成長目標は達成できる見通しとなったものの、経済の健全化には十分な進展が見られなかったという印象を内外に与えてしまった。来年の成長目標を「7%前後」に引き

（図表-20）



下げることができれば、経済の健全化を進める（スクラップ化）政策をより強力に進められる。

また、第12次5ヵ年計画（2011-2015年）では年平均成長率を7%に引き下げており（注1）、来年の成長目標を「7%前後」へ引き下げることは、整合性の面でも問題ない。また、2014年以降の成長目標を毎年「7%前後」に設定してそれが実現できれば、昨年11月に開催された中国共産党第18回全国代表大会で打ち出した2020年に「国内総生産（GDP）と都市・農村住民1人あたりの収入を2010年の2倍にする」という中国版「所得倍增計画」の達成も可能と見られる（注2）。従って、来年3月頃に開催される全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）に向けては、2014年の成長目標を「7%前後」に設定しようとする動きがでてくるのではないかと見ている。

（注1） 第11次5ヵ年計画（2006-2010年）では年平均成長率を7.5%と想定していたが、第12次5ヵ年計画ではそれを0.5ポイント引き下げて年平均7%と下方修正している

（注2） 2011年が前年比9.7%増、2012年が同7.7%増、2013年が同7.5%増とすると、2020年までの年平均成長率が6.8%で、国内総生産（GDP）を実質ベースで2倍にできると思われる。但し、都市・農村住民1人あたりの収入については所得分配や人口の伸び次第の面が残る

（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。