

Weekly
エコノミスト・
レター中国経済：
2014年上期の概況と下期の見通し

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

1. 中国の2014年上期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%増と2013年の前年比7.7%増を0.3ポイント下回った。内訳は消費（最終消費）が4.0ポイント、投資（総資本形成）が3.6ポイント、純輸出が▲0.2ポイントである。また、上期の中では前半よりも後半の方が良く、1-3月期の前年同期比7.4%増から4-6月期には同7.5%増へとやや加速した。
2. 2014年上期の輸出は、前年同期比0.9%増と小幅なプラスに留まったものの、4-6月期には同4.9%増と1-3月期の同3.4%減からプラスに転じた。下期は、①先行指標となる製造業PMI（新規輸出受注）が50を上回ってきたこと、②人民元安が輸出にはフォローの風となること、③日米欧で景気回復が続く見通しであることなどから、回復傾向が続くと見られる。
3. 個人消費の代表指標である小売売上高は、2014年上期に前年同期比12.1%増と2013年の同13.1%増を1.0ポイント下回った。但し、4-6月期は同12.2%増と1-3月期の同12.0%増より少し回復した。下期は、住宅販売の落ち込みがマイナス寄与しそうだが、今のところ景気悪化が所得悪化に結びついていないことから、当面の個人消費は底堅いと見ている。
4. 投資の代表指標である固定資産投資は、2014年上期に前年同期比17.3%増と2013年の同19.6%増を2.3ポイント下回った。下期も、製造業と不動産業では投資が減速、成長率を0.7ポイント程度押し下げそうだが、インフラ関連の投資が加速することなどで0.2ポイント程度押し戻すことから、投資全体では0.5ポイント程度の減速に留まると予想する（下左図）。
5. 住宅の販売や新規着工が落ち込んできたにも拘らず、中国政府は大幅な金融緩和に慎重な姿勢を堅持しており、需要面からの景気対策も小規模なことから、7-9月期の成長率は前年同期比7.2%増程度へ一旦鈍化すると予想。しかし、新型都市化などビルドの政策を前倒して進めていることなどから、10-12月期には同7.5%増程度へ回復と予想する（下右図）。

業種別の投資動向予測

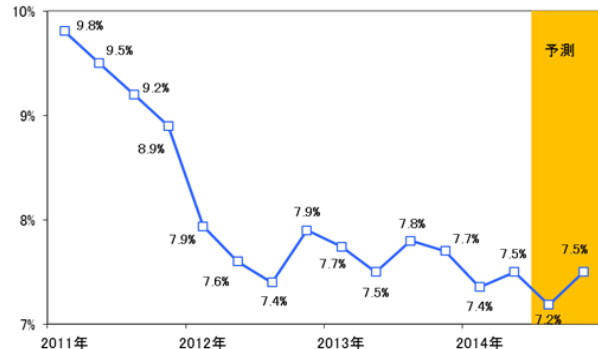
単位：%

	2013年 (前年比、A)	2014年 (前年比、B)	差異 (B-A)	実質成長率 への寄与度
固定資産投資 (除く農家の投資)	19.6	17.1	▲2.5	▲0.5
製造業	18.5	14.0	▲4.5	▲0.3
不動産業	20.3	12.5	▲7.8	▲0.4
インフラ関連	20.6	23.0	2.4	0.1
消費サービス関連	20.9	24.0	3.1	0.1

(資料)中国国家统计局のデータを元に作成(2014年予測や寄与度などはニッセイ基礎研究所)

(注)インフラ関連とは交通・エネルギー・建築業・環境関連、消費サービス関連は第三次産業から不動産・交通関連・環境関連を除いたもの

実質GDP成長率(前年同期比)の予測



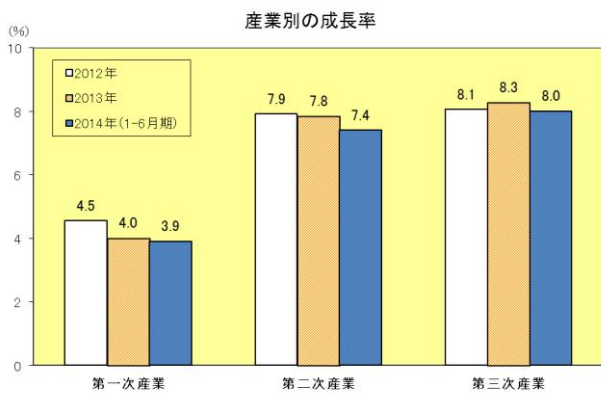
(資料)CEIC(中国国家统计局)、予測はニッセイ基礎研究所

1. 国内総生産（GDP）

7月16日に中国国家统计局が発表した2014年上期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%増と2013年の前年比7.7%増を0.3ポイント下回った。産業別に見ると、天候に恵まれた第一次産業は前年同期比3.9%増と昨年とほぼ同水準の伸びを維持、第三次産業の成長率が第二次産業を上回るなど産業構造高度化も着実に進展したが、第二次産業の伸びが鈍化した割に第三次産業には勢いが無い（図表-1）。

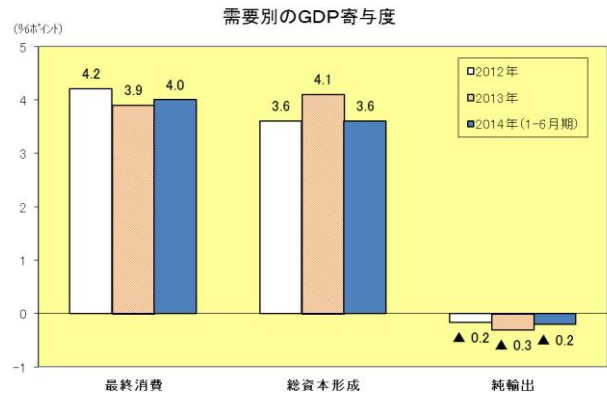
また、需要別のGDP寄与度を見ると、外需依存からの脱却を目指す政策運営の下で、欧米先進国の景気低迷もあって純輸出は小幅なマイナス寄与が続いている。また、投資主導から消費主導への構造転換を進める中で、投資（総資本形成）は3.6ポイントと昨年よりも寄与度が0.5ポイント低下する一方、消費（最終消費）の寄与度は4.0ポイントと小幅な改善に留まっている（図表-2）。

(図表-1)



(資料)CEIC(中国国家统计局)

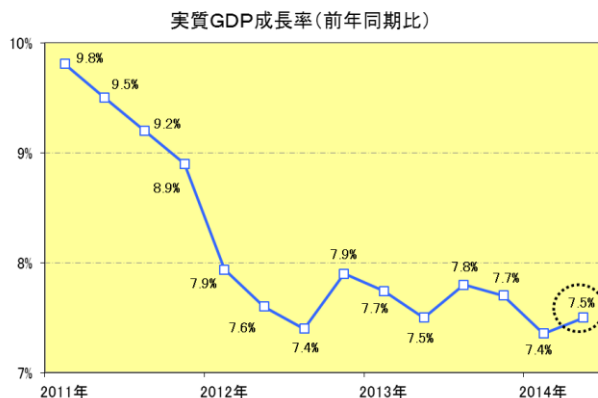
(図表-2)



(資料)CEIC(中国国家统计局)

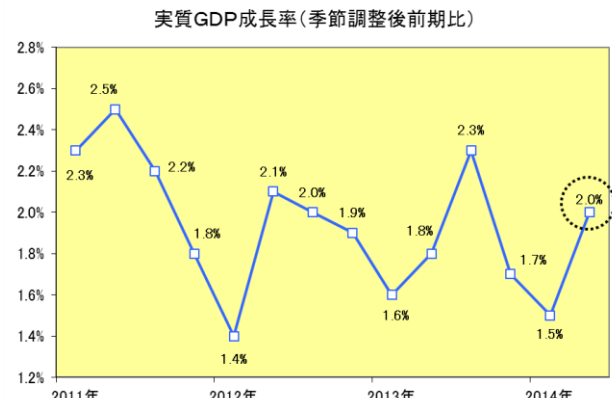
一方、2014年上期の中では前半よりも後半の方が良かった。図表-3に示したように成長率は1-3月期の前年同期比7.4%増から4-6月期には同7.5%増へとやや加速している。また、図表-4に示した前期比の伸びを見ると、4-6月期は前期比2.0%増と1-3月期の同1.5%増（改定前は同1.4%増）と比べて0.5ポイントの大幅改善であり、これまで燻っていた景気下ぶれ懸念は一旦遠退いたといえるだろう。

(図表-3)



(資料)CEIC(中国国家统计局)

(図表-4)



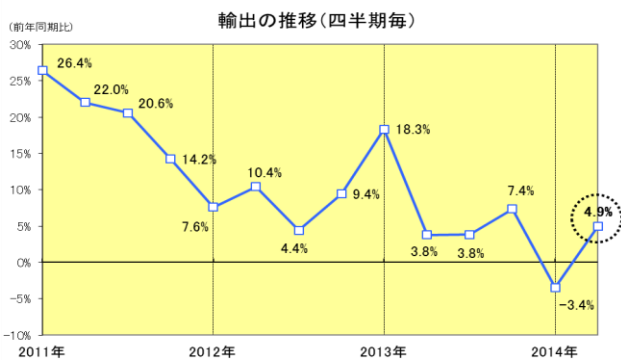
(資料)CEIC(中国国家统计局)

2. 需要別の動向

1 | 輸出の動向

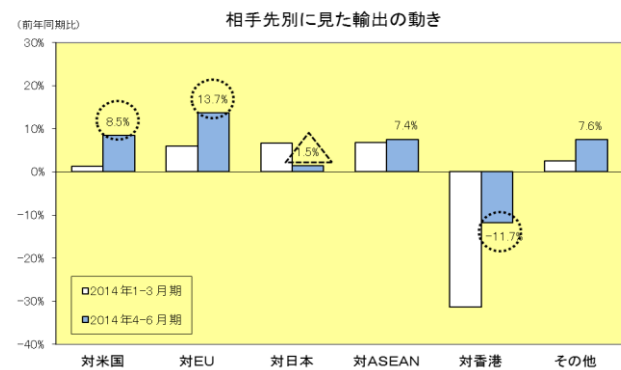
2014年上期の輸出は前年同期比0.9%増と小幅プラスに留まったものの、4-6月期には同4.9%増と1-3月期の同3.4%減からプラスに転じている（図表-5）。相手先別に見ると、日本向けは同1.5%増と1-3月期の同6.7%増を下回ったものの、その他の国・地域向けでは回復が目立ち、米国向けが同8.5%増、欧州向けが同13.7%増と大きく改善するとともに、いわゆる“輸出水増し”の反動減となっていた香港向けも、1-3月期の同31.3%減から4-6月期には同11.7%減へと大幅に持ち直している（図表-6）。

（図表-5）



（資料）CEIC（中国税関総署）を元にニッセイ基礎研究所で作成

（図表-6）

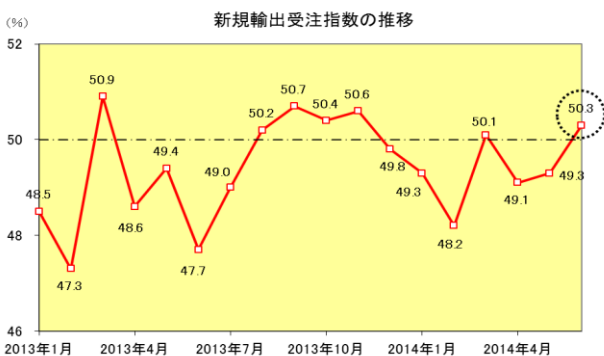


（資料）CEIC（中国税関総署）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

〔輸出は回復傾向〕

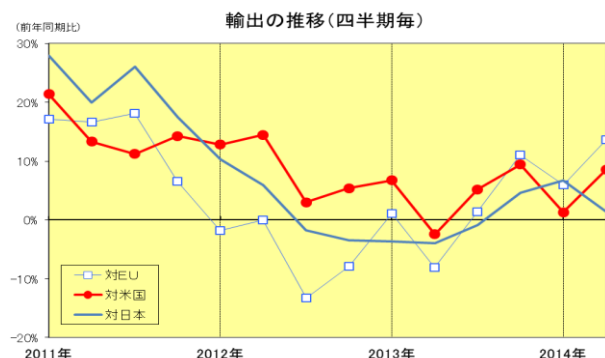
今後の輸出動向を考えると、①先行指標となる製造業PMI（新規輸出受注）が6月には3ヵ月ぶりに拡張・収縮の境界となる50を上回ってきたこと（図表-7）、②2月中旬以降の人民元安が中国の輸出にフォローの風となること、③有力な輸出先である日米欧で景気回復が続く見通しであることなどから、中国の輸出の伸びは緩やかながらも回復傾向が続くと見られる（図表-8）。なお、リスクとしては、ウクライナ情勢の緊迫化が挙げられる。ロシアへの経済制裁強化は欧米経済にもマイナスに寄与すると見られるからである。

（図表-7）



（資料）CEIC（中国国家統計局）

（図表-8）

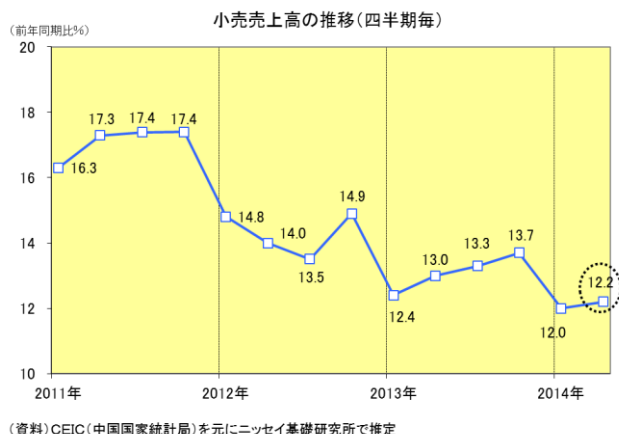


（資料）CEIC（中国税関総署）を元にニッセイ基礎研究所で作成

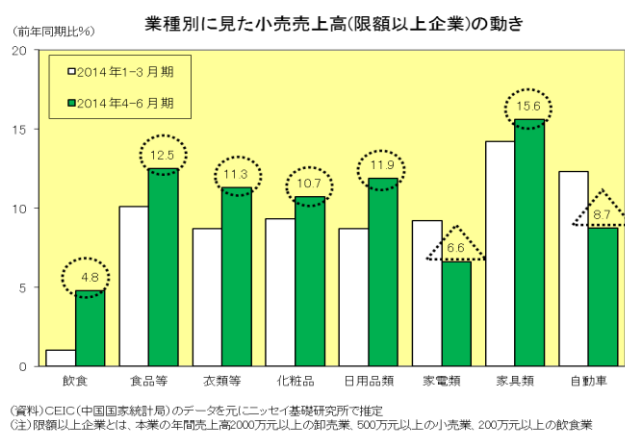
2 | 個人消費の動向

個人消費の代表指標である小売売上高は、2014年上期に前年同期比12.1%増と2013年通期の同13.1%増を1.0ポイント下回った。但し、4-6月期は同12.2%増（推定¹）と1-3月期の同12.0%増よりも少し回復している（図表-9）。内訳を見ると、落ち込んでいた飲食が腐敗汚職撲滅運動の旗印である8項規定²が決定されて丸1年が経過したこともあって4-6月期は伸びが回復したほか、幅広い分野で1-3月期よりも伸びが高まった（図表-10）。但し、家電と自動車では1-3月期よりも若干伸びが鈍ってきたことには注意が必要である。

（図表-9）



（図表-10）

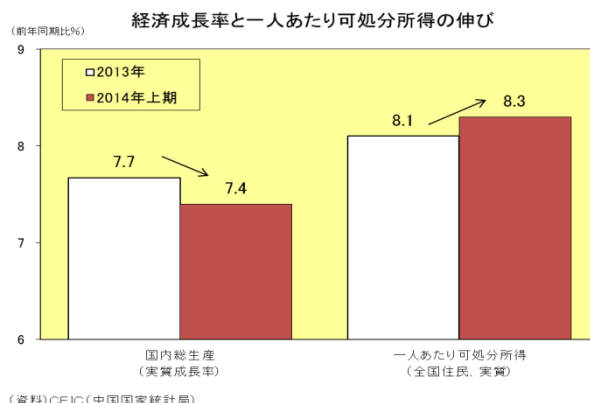


〔消費は所得増を背景に底堅い〕

今後の行方を考えると、ここもとの景気悪化が個人消費にも波及する恐れが否定しきれない。昨年は住宅販売の急増でその箱に収まる耐久消費財の消費も好調だったが、2014年上期の住宅販売（面積）は前年同期比7.8%減と前年割れに落ち込んでおり、当面は耐久消費財に期待しにくいからである。さらに景気が悪化するようだと、雇用情勢（失業率や求人倍率）も悪化に転じて、個人消費に下ぶれ懸念が浮上する恐れもでてくる。

但し、所得の増加が個人消費にはフォローの風となっている。今年上期には経済成長率が低下したにもかかわらず、全国住民（都市と農村）一人あたり可処分所得は昨年の前年比8.1%増（価格要素を排除した実質）から今年上期には同8.3%増へと0.2ポイント上昇するなど、今のところ景気の悪化が所得の悪化には結びついていない（図表-11）。従って、今後も景気悪化の波及には注意を要するものの、当面の個人消費は底堅く推移すると見ている。

（図表-11）



¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、中国国家统计局などが公表したデータを元にニッセイ基礎研究所で推定した場合には、“（推定）”と付して公表された数値と区別している。

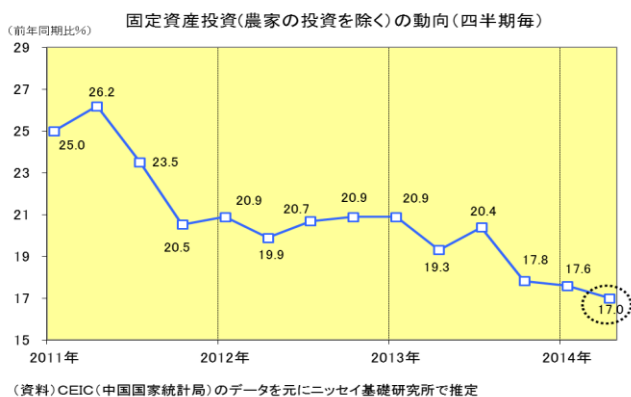
² 2012年12月の中共中央政治局会議で、調査・研究の改善、会議活動の簡素化、書類の簡素化、訪問活動の規範化、警備作業の改善、ニュース報道の改善、草稿発表の厳格化、勤勉・節約の奨励の8項目が決定された。

3 | 投資の動向

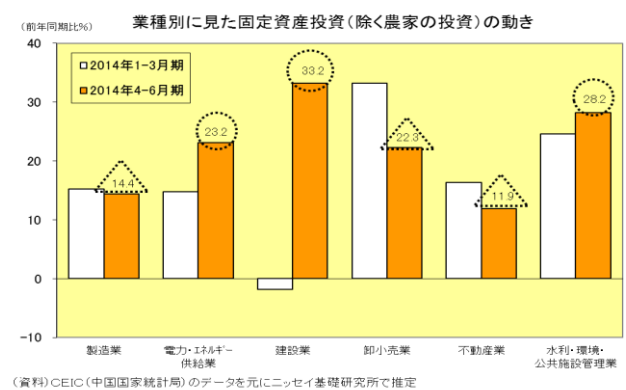
投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）は、2014 年上期に前年同期比 17.3%増と 2013 年通期の同 19.6%増を 2.3 ポイント下回った。また、図表-12 に示したように 1-3 月期の同 17.6%増から 4-6 月期には同 17.0%増（推定）と、伸びの鈍化に歯止めが掛かっていない。

業種別に見ると、過剰生産設備を抱える製造業、住宅販売が落ち込んでいる不動産業、1-3 月期に高い伸びを示した卸小売業の伸びが 4-6 月期には鈍化したものの、建設業や電力・エネルギー供給業などインフラ関連の投資が伸びを高めた（図表-13）。資金源別に見ると、今年上期は国家予算内資金、国内融資、外資利用、自己資金による投資のいずれも昨年の伸びを下回っている（図表-14）。特に全体の 7 割弱を占める自己資金による投資の鈍化が全体の伸びを鈍らせた主因となっており、民間活力が活性化するかどうかが今後の投資動向を占うカギになるとと思われる（図表-15）。

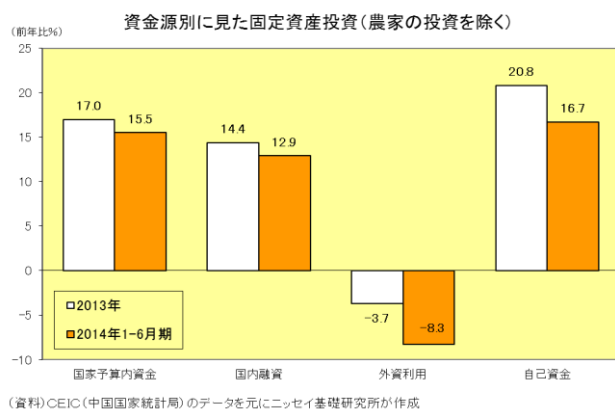
(図表-12)



(図表-13)

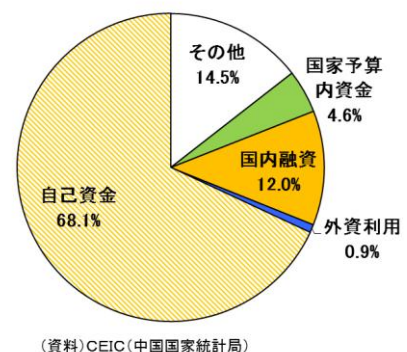


(図表-14)



(図表-15)

固定資産投資(資金源別)の構成比(2013年)



【製造業は大きく減速】

中国の産業構造は、第二次産業から第三次産業への高度化が進む過程にあり、製造業の投資は長期的に減速傾向を辿ると見られる。中国のGDPの世界シェアは約 1 割だが、製造業の世界シェアは約 2 割とそれを大きく上回っている。これは輸出先の需要が減退すると中国国内の設備が十分稼働せず過剰生産設備に陥ることを示唆している³。高い賃金上昇率が続く中国では、国内よりも安い

³ 中国政府は 2013 年 10 月に供給過剰な 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し、2017 年までは新たな生産能力拡大を行わないとするなど、過剰生産設備に陥った業種では中国政府がコントロールに乗り出している

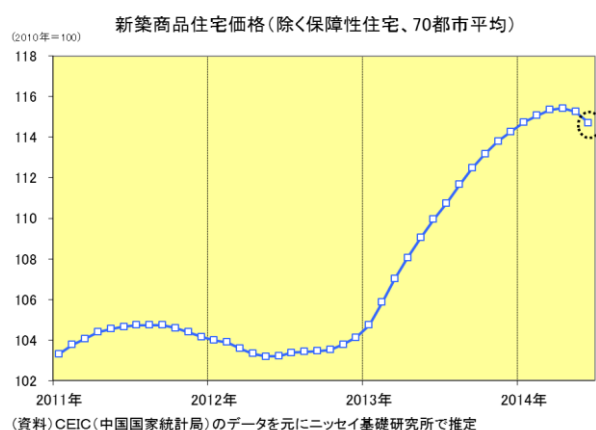
賃金で労働力が確保できる後発新興国への直接投資が増えてきており、伝統的な製造業の投資は長期的に減速傾向となりそうだ。但し、同じ製造業でも今後の中核となる戦略的新興産業では積極的な投資が行われるだろうし、伝統的な製造業でも環境対応のための投資はこれから増加すると見られることから、一定の伸びは維持すると思われる。

〔不動産業も大きく減速〕

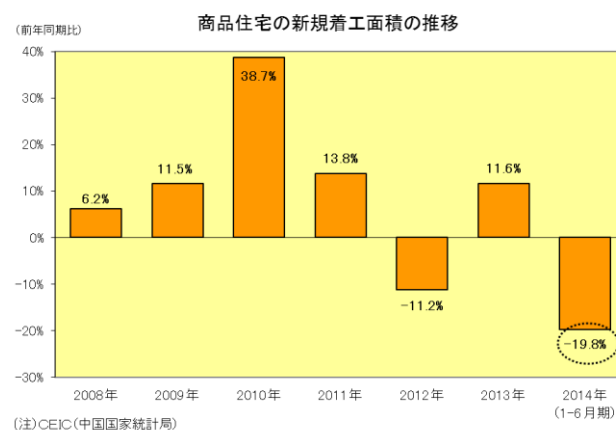
中国の不動産市場では住宅価格が下落に転じた。中国国家统计局が公表した住宅販売価格を元に当研究所で試算したところ⁴、2010年を基準（=100）とした新築商品住宅（除く保障性住宅）の価格指数は70都市平均で114.71と今年4月の115.43をピークに2ヵ月連続で下落した（図表-16）。その背景には、竣工が増えたことによる供給増に加えて、販売が急減速したことによる需要減で在庫が積み上がったことがあり、在庫を消化して資金繰りを改善するために値引き販売に走るという典型的なピークアウトの兆候を示している。住宅投資の先行指標となる新規住宅着工は、2014年上期に前年同期比19.8%減と大きく落ち込んでおり、投資全体の4分の1を占める不動産業には暗雲が立ち込めてきている⁵（図表-17）。

但し、中国政府は4月2日にバラック住宅地区改造の加速を打ち出し中国国営銀行が積極的な融資に乗り出したこと⁶。中国人民銀行が5月12日に開催した住宅金融サービスに関する座談会で、商業銀行に対して個人が1軒目の自宅として一般分譲住宅を購入する際のローン需要を優先的に満たすように指示、これを受けて大都市以外では購入規制を緩和する動きがでてきたこと。また、3月に「新型都市化計画（2014～2020年）」を発表、その後京津冀（北京、天津、河北省）をひとつの経済圏とする新首都圏構想⁷を明らかにするなど広域都市計画に対する期待が高まっており、今後は新たな不動産需要（物流不動産、商業不動産、高齢者向け住宅など）が生まれてくると期待できることなどから、今年末頃には住宅投資の落ち込みは一旦緩和されるだろう。

（図表-16）



（図表-17）



⁴ 中国国家统计局は都市毎の価格指数は公表しているが70都市の平均は公表していないため、ニッセイ基礎研究所で計算している

⁵ 住宅価格の展望については「[中国の住宅バブルは崩壊し始めたのか？](#)」基礎研レター 2014年7月15日号を参照

⁶ 中国国営銀行が今年1-6月期に実施したバラック改造向けの融資は2195億元と報道されている

⁷ 北京、天津、河北省（石家庄・廊坊・保定・唐山・張家口・承德など）で新たな首都圏を作ろうとする構想で、首都機能の分散、北京を中心とした移動2時間以内の交通網整備、大気汚染対策の一本化（PM2.5対策として中国財政部が2014年に100億元を拠出するとされる）などを進めようとするもので、計画の詳細が近々国務院に提出されると見られる。経済発展の先頭を行く北京・天津と経済発展から取り残された河北省の所得格差の是正にも効果があると期待される。北京市民の約7割がこの計画に賛成と報道されている

〔インフラ関連はやや加速〕

一方、インフラ関連については、これまでのような“量的確保”の投資は鈍りそうだが、“質的改善”のための潜在的な需要は依然として大きい。電力供給では大気汚染など環境問題を、上水道整備では水質問題を抱えており、下水道やごみ処理施設など静脈系のインフラ整備は遅れ気味である。また、風力発電などクリーン電源は整備されたものの送電網整備が遅れて十分に稼働しなかったり、ニュータウンは整備したものの人が住まずゴーストタウン化したりと非効率な投資が目立つ。従って、今後は大気汚染対策⁸、水質汚染対策⁹、ごみ処理能力増強¹⁰、循環型経済やスマートシティ化の推進¹¹、渋滞緩和のための地下鉄など都市交通整備¹²、クリーン電源と接続するための送電網整備¹³など環境問題解決や効率性向上に資する“質的改善”のための投資が中心になりそうである。

本来、こうしたインフラ関連の投資は長期的計画に基づいて進められるものだが、ここもとの景気悪化もあって、鉄道建設計画の引き上げ¹⁴やバラック住宅地区改造の加速など、景気対策の色彩を帯びた動きも見られるようになってきた。従って、2014年のインフラ関連投資は前年よりやや加速しそうである。但し、2015年以降を考えると財源問題を避けては通れない。地方政府の債務は既に巨大化しており、これまでのような高い伸びは継続できそうにない。中央政府と地方政府の税収の調整、地方債の自主発行、民間資本を活用した官民連携（PPP）によるインフラ整備など様々な取り組みが積極化しているが、軌道に乗るにはもう少し時間がかかりそうである。当面の予算執行は土地（使用权）の売却収入に頼らざるを得ない状況になるだろう。

〔投資全体では小幅な減速〕

以上の予測をまとめたのが図表-18である。2014年の投資は、過剰生産設備を抱える製造業では前年比4.5ポイント減速、住宅価格が下落に転じた不動産業でも同7.8ポイント減速し、この両者を合わせると実質成長率を0.7ポイント程度押し下げそうだ。但し、堅調な個人消費を背景に消費サービス関連の投資は高い伸びを維持、インフラ関連もやや加速することで実質成長率を0.2ポイント押し上げる。従って、投資全体では0.5ポイント程度の小幅な減速に留まると、現時点では予想している。

（図表-18）

業種別の投資動向予測

単位：%

	2013年 (前年比、A)	2014年 (前年比、B)	差異 (B-A)	実質成長率 への寄与度
固定資産投資 (除く農家の投資)	19.6	17.1	▲ 2.5	▲ 0.5
製造業	18.5	14.0	▲ 4.5	▲ 0.3
不動産業	20.3	12.5	▲ 7.8	▲ 0.4
インフラ関連	20.6	23.0	2.4	0.1
消費サービス関連	20.9	24.0	3.1	0.1

（資料）中国国家统计局のデータを元に作成（2014年予測や寄与度などはニッセイ基礎研究所）

（注）インフラ関連とは交通・エネルギー・建築業・環境関連、消費サービス関連は第三次産業から不動産・交通関連・環境関連を除いたもの

⁸ 中国政府は、PM2.5など大気汚染を改善するには、2013-17年までの5年間に中央・地方政府、企業など社会全体で1.75兆元の投資が必要になるとの見通しを示している。内訳は工業企業対策36.7%、クリーンエネルギー代替28.2%、自動車排ガス対策12.0%など

⁹ 中国政府は2013年9月に「都市排水汚水処理条例」を公表、罰則規定も設けて水質汚染や水害防止に取り組んでいる。また、5月21日開催の国務院常務会議では2014-20年にかけて重要な水利プロジェクト172件（年800億立方メートル）の建設を決定した。

¹⁰ 中国政府が2013年9月に公表したガイドラインでは、生活ごみの無害化処理率を2015年までに90%前後に引き上げるとしている。また、第12次5ヵ年計画期間中（2011-15年）の投入規模は約2636億元とされる

¹¹ 中国住宅都市農村建設部は2013年8月に国家スマートシティ試験区に選定した103都市のリストを発表した。その後はやや難航していた模様だが、今年5月には武漢市（湖北省）がフランスと協力してエコモデル都市を建設すると発表、7月にも四川省でIBMと現地企業が協力して合同研究開発センターを設立するなど動きが盛んになってきている

¹² 中国政府（中央・地方）の承認を得た軌道交通建設計画は2014年5月の鄭州市で36都市に増加（昨年末に開通済なのは19都市）

¹³ 中国国家電網公司是2月26日に全国送電網の整備費用として2014年に3800億元超の予算を計上したと発表している

¹⁴ 今年の鉄道固定資産投資額は年初の6300億元から→7000億元→7200億元→8000億元へと増額修正されている。資金調達の問題は依然として残っており、これまでの銀行融資や債券発行に加えて、鉄道発展基金や専門金融会社の設立で資金確保の道筋を模索中。

4. 金融政策の動向と当面の見通し

1 | 金融政策の動向

2014年上期を振り返ると、景気は2月が最悪で、景気動向を示す10指標の全てが下を向いていた¹⁵

(図表-19)。1-2月には金融市場でも理商品のデフォルト懸念が高まり、短期金利（SHIBOR 翌日物）が一時5%近辺まで上昇するなど信用収縮の動きもでて、中国経済は失速の危機に瀕していた。

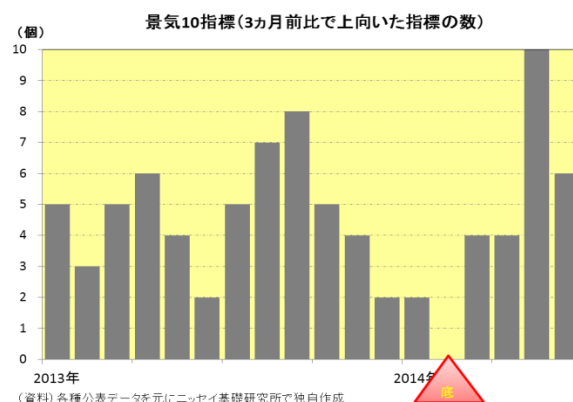
2月中旬、中国人民銀行は短期金利を低めに誘導し始めた（図表-20）。しかし、通貨供給量（M2）は直ぐには増加せず、3月には前年同月比12.1%増と政府見通し（13%前後）を大幅に下回ることとなった（図表-21）。その後、鉄道建設計画の引き上げやバラック住宅地区改造の加速など需要面からの景気対策も打ち出したことで、景気は落ち着きを取り戻し、回復に転じた。

ところが、6月にM2が前年同月比14.7%増と政府見通しを大幅に上回ると（図表-21）、早くも短期金利は預金基準金利を上回る3.25%前後（昨年夏の水準）まで上昇、政府はディレバレッジを進めるとの方針を断念した訳ではないようだ。

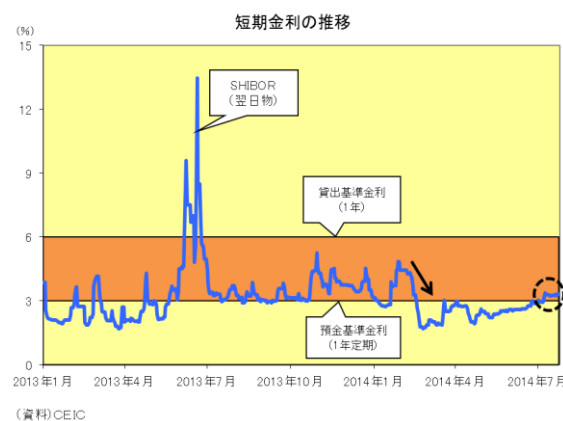
2 | 当面の見通し

以上のように、住宅の販売や新規着工が落ち込んできたにも拘らず、中国政府は大幅な金融緩和に慎重な姿勢を堅持しており、需要面からの景気対策も今回は小規模に留まっていることから、7-9月期の成長率は前年同期比7.2%増程度へと一旦鈍化しそうだ。しかし、構造改革のスクラップ&ビルドの内、新型都市化などビルドの政策を前倒しで進めていることなどから、10-12月期には再び同7.5%増程度へと成長率は回復すると思われる。

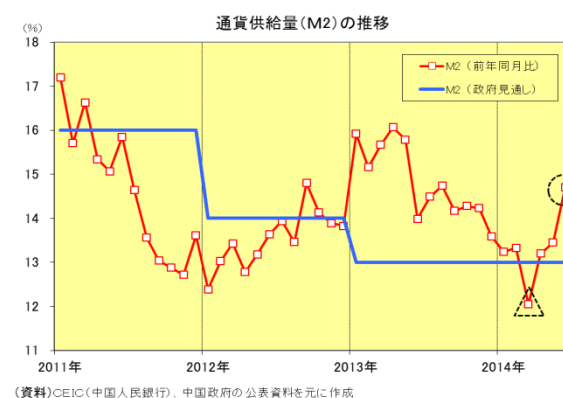
(図表-19)



(図表-20)



(図表-21)



¹⁵ 景気動向を示す10指標は、小売売上高、固定資産投資、輸出、工業生産、製造業のPMI、非製造業の商務活動指数、電力消費量、貨物輸送量、生産者物価、通貨供給量(M2)の全10指標。この見方については「[中国経済：最近の景気回復は本物なのか？～需給両面や電力消費・貨物輸送など景気10指標でチェックして見ると・・・](#)」Weeklyエコノミスト・レター 2014/06/27号を参照

(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。