

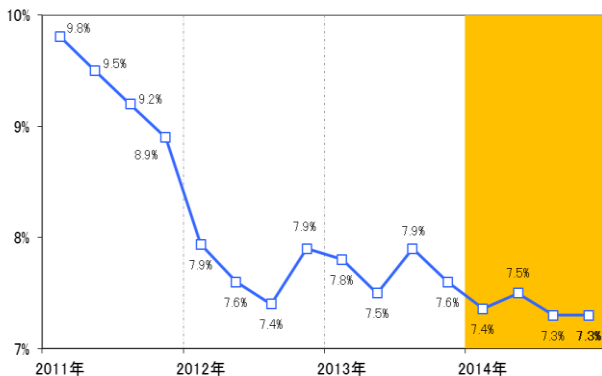
# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済 ～2015年の注目ポイントは？

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

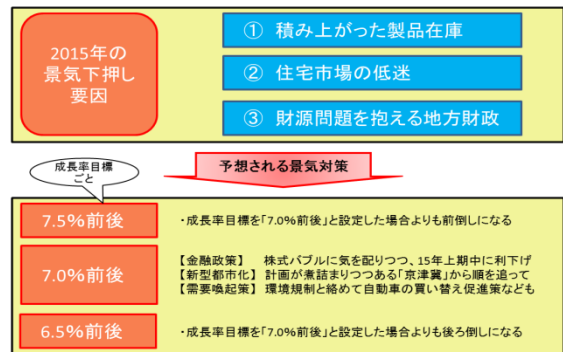
1. 中国国家統計局は1月20日に実質GDP成長率を公表、2014年は前年比7.4%増となった。中国政府が設定した2014年の成長率目標は「7.5%前後」だったので、経済が“新常态”に移行したとする中国政府にとっては、ほぼ想定範囲内の結果だったといえるだろう。また、10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%増と前四半期から横這いだった（下左図）。
2. 景気動向をより詳細に分析するため景気10指標の動きを見ると、需要が上向きつつあるにも拘らず、製造業を中心に生産活動は停滞している。その背景には製品在庫の積み上がりがあり、製造業は在庫整理を優先して生産を調整したようだ。実際、製品在庫はここ数ヶ月で徐々に減少してきている。但し、依然として製品在庫のレベルが高いことには注意が必要で、特に自動車製造業や金属製品業はまだ高水準なことから、今後の景気下押し要因となりそうだ。
3. その他、2015年を予想する上で踏まえておきたい事象としては、①住宅市場が低迷を続けていること、②昨年11月の基準金利の引き下げは金融政策の方向転換ではなかったこと、③成長率が鈍化したにも拘らず雇用情勢は依然として良好なこと、④株価の急上昇で新たなバブルの芽がでてきたこと、以上の4点である。
4. 2015年を展望すると、中国経済には3つの景気下押し要因がある。下右図に示した「積み上がった製品在庫」、「住宅市場の低迷」、「財源問題を抱える地方財政」の3つである。また、3月5日に発表が見込まれる成長率目標が注目される。目標とする成長率の水準次第で政策発動の時期が変わってくるからだ。想定どおり「7.0%前後」に設定されれば、15年上期中にも追加利下げを行い、新型都市化も計画が煮詰まったものから順を追って具体化、環境規制と絡めた自動車の買い替え促進策などで、目標の達成を目指すことになるだろう。

中国の実質GDP成長率(前年同期比)



(資料)CEIC(中国国家統計局)

2015年の景気下押し要因と予想される対策



(資料)ニッセイ基礎研究所で作成

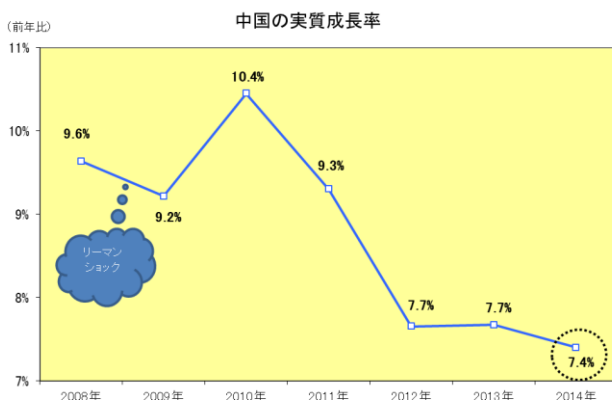
# 1. 2014年の経済概況

## 1 | 14年は目標達成も0.3ポイント鈍化

中国国家统计局は1月20日に実質GDP成長率を公表、14年は前年比7.4%増となった。中国政府が設定した14年の成長率目標は「7.5%前後」だったので、経済が“新常态”に移行したとする中国政府にとっては、ほぼ想定範囲内の結果だったといえるだろう。産業別に見ると、第一次産業は前年比4.1%増と引き続き全体の伸びを大きく下回ったものの、第二次産業は同7.3%増と全体の伸びと同程度を維持、第三次産業は同8.1%増と全体の伸びを0.7ポイント上回り、第三次産業の中でも卸小売業や金融業は10%前後の高い伸びを維持、経済成長の牽引役になっている。

また、14年の成長率を13年（同7.7%増）と比べると0.3ポイント低下した。第一次産業は13年をやや上回る伸びを示したものの、4割強のシェアを占める第二次産業が0.5ポイント低下し、5割弱のシェアを占める第三次産業も0.2ポイント低下したことで成長率を押し下げた。特に、不動産業は前年比2.3%増と極めて低い伸びに留まるとともに、13年の伸び率を4.3ポイントも下回って、14年の成長率を押し下げる要因となった（図表-1、2）。

(図表-1)



(資料)CEIC(中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-2)

産業別の内訳

	2013年	2014年	差異
国内総生産	7.7	7.4	▲ 0.3
第一次産業	4.0	4.1	▲ 0.1
第二次産業	7.8	7.3	▲ 0.5
工業	7.6	7.0	▲ 0.6
建築業	9.5	8.9	▲ 0.6
第三次産業	8.3	8.1	▲ 0.2
交通運輸倉庫郵便業	7.2	7.0	▲ 0.2
卸小売業	10.3	9.5	▲ 0.8
宿泊飲食業	5.3	6.2	▲ 0.9
金融業	10.1	10.2	▲ 0.1
不動産業	6.6	2.3	▲ 4.3
その他	7.7	8.8	▲ 1.1

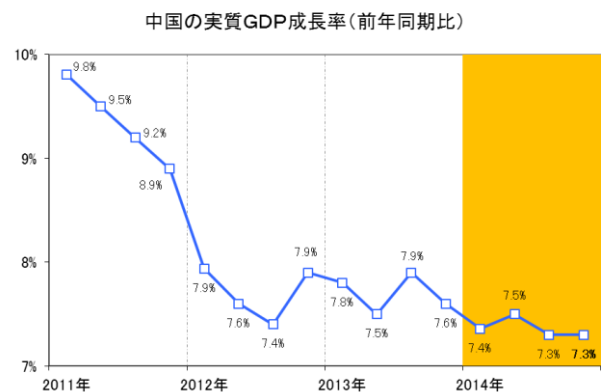
(資料)CEIC(中国国家统计局)

## 2 | 14年10-12月期は前四半期から横這い

一方、同時に発表された10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%増と前四半期から横這いとなった。14年は1-3月期が同7.4%増、4-6月期が同7.5%増、7-9月期が同7.3%増、10-12月期が同7.3%増と、小幅な変動に留まったものの、上期よりも下期の方がやや低めの成長率となった（図表-3）。

需要面を見ると、輸出金額は10-12月期に前年同期比8.6%増と7-9月期の同13.0%増を4.4ポイント下回っており、輸出の伸びはやや鈍化した（図表-4）。個人消費の動向を見る上で代表

(図表-3)

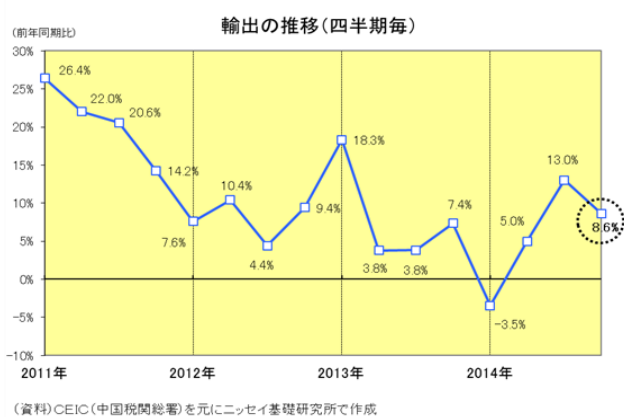


(資料)CEIC(中国国家统计局)

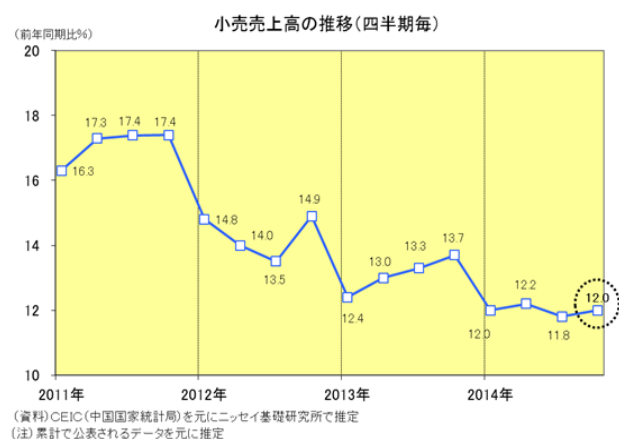
的な指標となる小売売上高（社会消費品零售总额）は、10-12月期に前年同期比12.0%増（推定<sup>1</sup>）と7-9月期の同11.8%増（推定）を0.2ポイント上回っており、消費は底堅く推移している（図表-5）。投資の動向を見る上で代表的な指標となる固定資産投資（除く農家の投資）は、10-12月期に前年同期比14.5%増（推定）と7-9月期の同13.7%増（推定）を0.8ポイント上回っており、7-9月期に大きく伸びが鈍化した後は、やや持ち直してきている（図表-6）。このように、需要面から10-12月期を見ると、輸出がやや減速したものの内需が持ち直したことで、経済成長率が前四半期から横這いに留まったものと考えられる。

一方、供給面を見ると、製造業PMIは7月の51.7%をピークに低下傾向にあり、12月には50.1%と拡張・収縮の境界線となる50%近辺まで低下（図表-7）、予想指数も12月には48.7%と1年ぶりに50%を割れてきている。一方、非製造業の商務活動指数は12月も54.1%と50%を十分に上回るレベルを維持したとともに、10月の53.8%をボトムにやや回復してきている（図表-7）。このように、供給面から10-12月期を見ると、製造業は不振が続いたものの非製造業がやや持ち直したことで、経済成長率が前四半期から横這いに留まったものと考えられる。

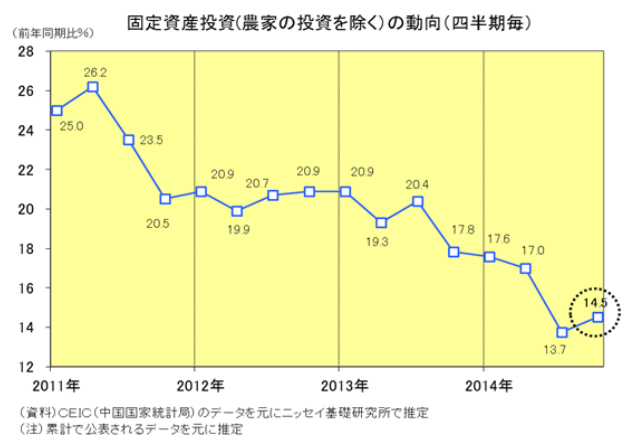
(図表-4)



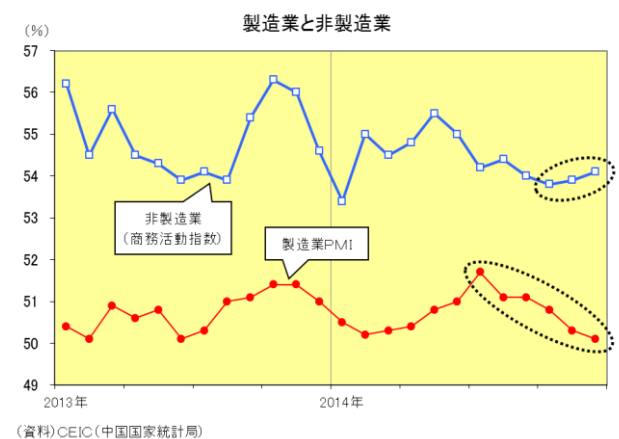
(図表-5)



(図表-6)



(図表-7)



<sup>1</sup> 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、ニッセイ基礎研究所で中国国家统计局などが公表したデータを元に推定した場合には、“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

## 2. 景気 10 指標で振り返ると ・ ・ 製品在庫の積み上がり！

景気動向をより詳細に分析するため景気 10 指標<sup>2</sup>の動きを確認してみた。10 指標それぞれにつき、3 ヶ月前と比べて上向きであれば“○”、下向きであれば“×”として一覧にしたのが図表-8 である。

需要面の 3 指標を見ると、輸出は○になったり×になったりで一進一退の動きだが、小売売上高と固定資産投資は 9 月までは冴えない動きだったものの 10 月以降は 3 ヶ月連続で○となり、内需が上向きつつあることを示している。一方、供給面の 3 指標を見ると、工業生産は一進一退の動きが続いており、非製造業商務活動指数は 6 ヶ月ぶりに○に転じたものの、製造業 PMI は 3 ヶ月連続で×になるなど冴えない動きが続いている。

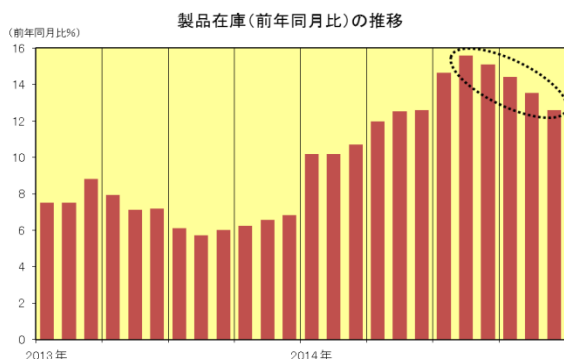
このように需要が上向きつつあるにも拘らず、製造業を中心に生産活動は停滞している。その背景には製品在庫の積み上がりがあり、製造業は在庫整理を優先して生産を調整したものと見られる。実際、製品在庫はここ数ヶ月で徐々に減少してきている（図表-9）。但し、依然として製品在庫のレベルが高いことには注意が必要で、特に自動車製造業や金属製品業はまだ高水準なことから、今後の景気下押し要因となりそうである（図表-10）。

(図表-8)

使用データ種類	需要面			供給面			その他			
	小売売上高	固定資産投資	輸出金額	工業生産	製造業 PMI	非製造業商務活動指数	電力消費量	鉄道貨物輸送量	生産者物価(工場出荷)	通貨供給量(M2)
	前月比	前月比	前月比	前月比	原数値	原数値	前年同月比	前年同月比	前月比	前年同月比
2014年1月	×	○	○	×	×	×	×	×	×	×
2014年2月	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
2014年3月	○	○	○	○	×	×	×	×	×	×
2014年4月	×	×	○	○	×	○	○	×	×	×
2014年5月	○	×	○	○	○	○	○	○	○	○
2014年6月	×	×	×	×	○	○	×	○	○	○
2014年7月	○	×	×	—	○	×	×	○	○	○
2014年8月	×	×	×	×	○	×	×	○	×	×
2014年9月	×	×	○	○	○	×	×	×	×	×
2014年10月	○	○	×	×	×	×	○	×	×	×
2014年11月	○	○	○	○	×	×	○	×	×	×
2014年12月	○	○	×	×	×	○	○	×	×	×

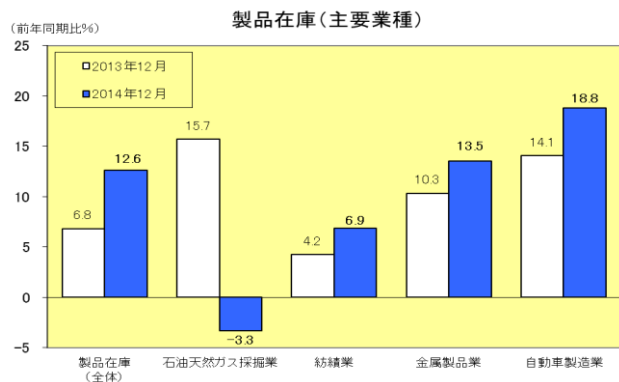
(資料)各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

(図表-9)



(資料)CEIC(中国国家統計局)

(図表-10)



(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

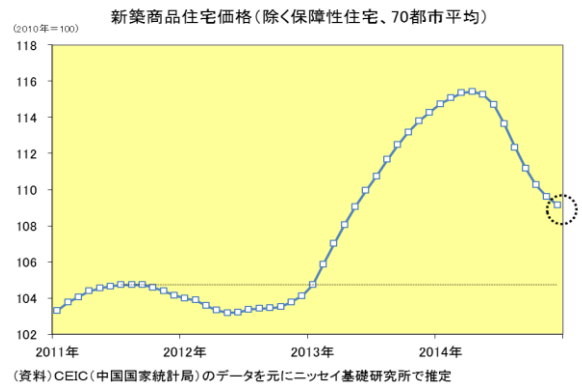
<sup>2</sup> 景気 10 指標とは、筆者が重要と考える 10 個の景気指標のことで、需要面から景気を捉える指標としては「小売売上高」、「固定資産投資」、「輸出金額」の 3 つ、供給面から景気を捉える指標として「工業生産」、「製造業の PMI」、「非製造業の商務活動指数」の 3 つ、それに「電力消費量」、「鉄道貨物輸送量」、「生産者物価(工場出荷)」、「通貨供給量(M2)」の 4 つを加えた 10 指標である。

### 3. 2015年を予想する上で踏まえておきたい4つの事象

#### ① 住宅市場が低迷していること

第一に挙げられるのは住宅市場の低迷である。中国国家统计局が発表した70都市の新築商品住宅価格を元に、当研究所で70都市平均を計算したのが図表-11である。ここに示したように4月をピークに8ヵ月連続で下落しているが、その背景には住宅販売の低迷がある。こうした住宅市場の低迷が長引けば、建築資材に対する需要の減少や家具など耐久消費財に対する消費の減少を通じて、今後の成長率を押し下げる恐れがあると思われる。

(図表-11)



#### ② 昨年の利下げは金融政策の方向転換ではなかったこと

昨年11月、中国人民銀行は基準金利の引き下げを実施した。中国人民銀行は「適切な実質金利水準を維持する必要がある」と強調、今回の利下げは金融政策の方向転換ではなく、「穏健(中立型)」な金融政策を維持するためのものとしている。実際、14年12月の消費者物価上昇率は前年同月比1.5%と前回利下げがあった12年7月以降の平均レベルよりも0.8ポイント程度低く、実質金利は上昇してきていた(図表-12)。従って、昨年11月の利下げは、実質金利水準を引き下げようとする本格的な金融緩和ではなく、実質金利水準を維持するための“微調整”であり、中国人民銀行は住宅バブルの再膨張に対する警戒的なスタンスを維持していると思われる。

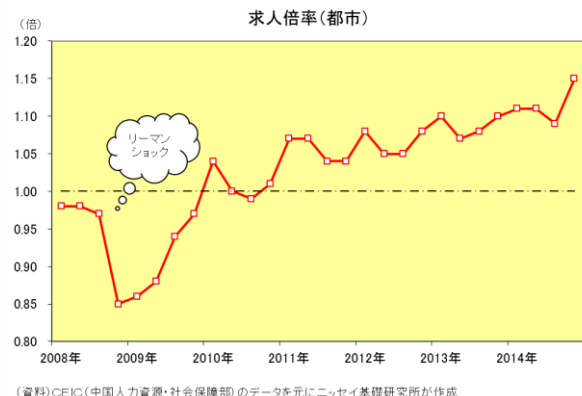
(図表-12)



#### ③ 雇用情勢は依然として良好なこと

また、成長率は鈍化したものの、14年の雇用情勢は依然として良好だったことも忘れてはならない事象である。14年末の都市部登録失業率は4.09%、調査失業率は5.1%と14年初から大きな変化はない。都市部の求人倍率を見ても、2008年秋のリーマンショック後のような悪化は見られず、むしろ緩やかな上昇傾向を示している(図表-13)。従って、雇用悪化を原因に社会不安に陥るリスクは今のところ小さく、中国政府としては成長率目標を引き下げることが可能な状況だと思われる。

(図表-13)

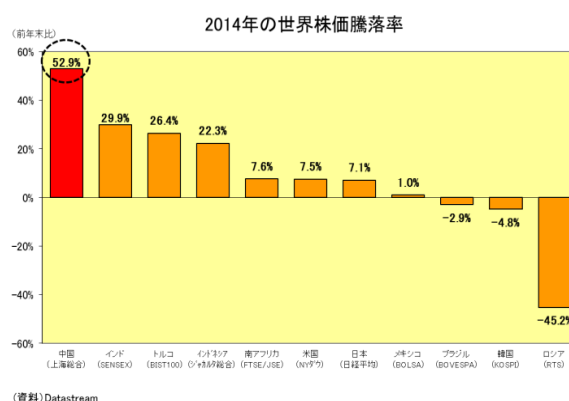




#### ④ 株価上昇で新たなバブルの芽がでたこと

中国株が上昇したことも14年に起きた特筆すべき事象である。世界の株価を見ると、中国株（上海総合）は前年末比52.9%上昇と、日経平均の同7.1%を遥かに上回るとともに、モディ首相の誕生で賑わったインド株（SENSEX）の同29.9%をも上回った（図表-14）。中国株が急上昇した背景には、過度の悲観が後退した反動という面もあるが、この1年で株価収益率（PER）は5倍も上昇、新たなバブルの芽となってきた。株価が上昇する中で追加利下げをすれば、株式バブルを助長しかねないだけに、中国人民銀行が金融政策を運営するにあたっては、株価の動きも勘案すると思われる。

（図表-14）



## 4. 2015年の注目ポイント

さて、15年を展望すると、中国経済には3つの景気下押し要因がある。図表-15に示した「積み上がった製品在庫」、「住宅市場の低迷」、「財源問題を抱える地方財政」の3つである。第一に挙げた「積み上がった製品在庫」については、第2章で述べたとおり中国の製造業は在庫整理の途上であり、在庫整理が終了しないと生産の本格回復は望めない状況である。第二に挙げた「住宅市場の低迷」については、第3章の①で述べたとおり建築資材や耐久消費財など幅広い経済的影響がでてきそうである。第三に挙げた「財源問題を抱える地方財政」については、地方政府が巨大な債務を抱える中で、予算法が改定されて予算管理が強化されることから、新型都市化を推進するにあたっては官民連携（PPP）が牽引役になりそうだ。民間資本が積極的に参画してくれれば良いが、期待したように参画しなければ、地方政府に新型都市化を推進するのに十分な財源はなく、景気下押し要因になる恐れがある。

（図表-15）



以上3つの景気下押し要因の行方を左右するのが、3月5日から開催される全国人民代表大会（全人代）で発表されると見られる<sup>3</sup>成長率目標である。目標とする成長率の水準次第で、中国政府が経済政策を発動するタイミングが決まり、在庫整理の終了時期や住宅価格の底打ち時期にも影響を与えるからである。

<sup>3</sup> 上海市の人民代表大会（人代）では、1月25日に発表された政府活動報告で成長率目標を設定しなかったことから、全人代でも成長率目標を明示しない可能性が残っている。

15年の成長率目標は14年の「7.5%前後」より低く設定される可能性が高いと見ている。第3章の③で述べたとおり、14年は成長率が低下したにも拘らず雇用情勢は良好だったからである。この想定どおり0.5ポイント引き下げて「7.0%前後」に設定されれば、景気減速を許容する時間は残り少なく、15年上期中にも追加利下げを行うと思われる<sup>4</sup>。また、新型都市化を推進するため、計画が煮詰まりつつある京津冀（北京市、天津市、河北省の広域開発）から順を追って具体化し、住宅価格を15年上期中に底打ちさせたいだろう。新型都市化は、在庫整理の終了時期を早めるための需要喚起策としても有効で、鉄道交通網の整備や新駅周辺の開発に伴って鉄鋼やセメントなど建材需要もやや増えるだろう。また、環境規制と絡めて環境適合車の買い替え促進策などを打ち出す可能性もある。こうした政策を発動することで、15年上期中には成長率を底打ちさせて、目標の達成を目指すことになると思われる。

一方、15年の成長率目標を14年と同じ「7.5%前後」に維持した場合には、株式バブルを助長する恐れがあっても追加利下げを実施せざるを得ないだろう。また、新型都市化をより強力で推進するため、より多くの地域で広域開発を具体化することになるだろう。逆に「7.0%前後」より低い「6.5%前後」などに設定した場合には、在庫整理の終了時期や住宅価格の底打ち時期が少し遅れても問題なくなることから、追加利下げや新型都市化の具体策も遅れて、景気回復も後ろ倒しになると思われる。

従って、まずは3月5日に発表が見込まれる成長率目標を確認することが重要である。また、製品在庫の動きや住宅市場の動きを地道にモニタリングし、在庫整理の終了時期や住宅価格の底打ち時期を見極めていく必要もある。そして、新型都市化の牽引役となる官民連携（PPP）の動きからも目が離せない1年となりそうだ。

---

<sup>4</sup> 追加利下げの時期については株価の動きも影響しそうである。第3章の②で述べたとおり中国人民銀行は14年11月の利下げは金融政策の方向転換ではなかったとしている。その背景には株価の急上昇があると見られ、第3章の④でも述べたとおり、株価が上昇する中で追加利下げを実施すれば、バブルを助長することになりかねないからである。

---

（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。