

Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し： 今年7.9%、来年8.5%

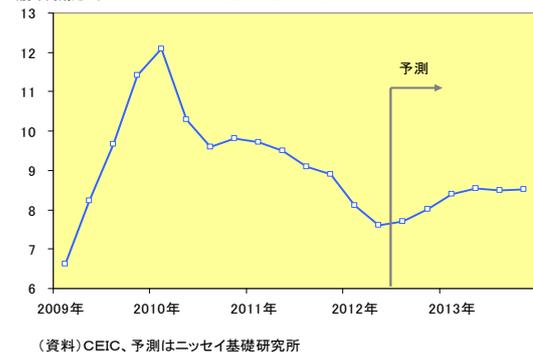
経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国の輸出は、欧州向けが前年割れになるなど落ち込みが顕著で、今年の純輸出はマイナス寄与となりそうである。2013年には欧州経済が最悪期を脱し輸出環境は若干改善するとみられるものの、欧州・米国ともに急回復は見込みづらく輸出の回復力は限定的と予想している。
2. 個人消費も小売売上高の伸びが低下するなど冴えない動きだが、高い賃金上昇とインフレ落ち着きによる実質所得改善を背景にさらに落ち込む可能性は低く、リーマンショック後の消費刺激策で需要を先食いした副作用も徐々に癒えると考えられることから、2013年には自動車など耐久消費財の消費が回復に向かい、今年よりも力強さを増すと予想する。
3. 厳しい不動産規制が続く不動産開発投資は当面鈍化とみられるものの、政府は9月5日に都市軌道交通に関する25件（8000億元超）のプロジェクトを承認するなど公共投資の前倒しを進めており、鉄道部の基本建設投資も増額されたため、投資鈍化には歯止めが掛かると予想。
4. 他方、工業生産では在庫の積み上がりが懸念されている。特に電力エネルギー生産供給業や金属製造業の産品在庫は大幅増で、多少の需要増では生産拡大に結びつかない可能性があり、生産調整は長引きそうである。但し、製造業は不振でもサービス産業は企業マインドが堅調を維持しているため、当面はサービス産業が生産を下支えするとみられる。
5. 中国人民銀行は2ヵ月連続で利下げするなど金融緩和を進めているが、不動産規制を堅持するなど政府の意向に沿った分野に限定した金融緩和であり、融資の回復ピッチは鈍い。但し、政府の意向に沿った「戦略的新興産業」や「省エネ環境保護」の分野で、民間企業がビジネスチャンスを発掘すれば、容易に資金調達できる環境でもあるため民間活力に期待がかかる。
6. 以上の分析を踏まえ、2012年は7.9%成長、2013年は8.5%成長と予想する。

経済予測表

	単位	2011年	2012年	2013年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.3	7.9	8.5
最終消費	寄与度、%	4.7	4.2	4.4
総資本形成	寄与度、%	4.9	4.3	4.3
純輸出	寄与度、%	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2
消費者物価	前年比、%	5.4	2.9	3.6

(前年同期比%) 中国の経済成長率



1. 景気の動向

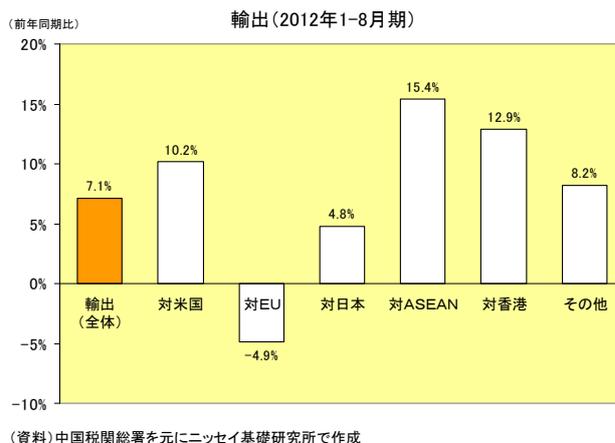
〔輸出は欧州向けの落ち込みが顕著〕

輸出の伸びは鈍化傾向にあり、特に財政健全化を進める欧州向けの落ち込みが顕著である（図表-1）。今年1-8月期の輸出は、図表-2に示したように約17%を占める米国向けや約9%を占めるASEAN向けは前年同期比2桁の伸びが続いているものの、約19%を占める欧州向けが同-4.9%と足を引っ張り、全体では同7.1%増と昨年通期の前年比20.3%増から大きく伸びが鈍化している。

(図表-1)



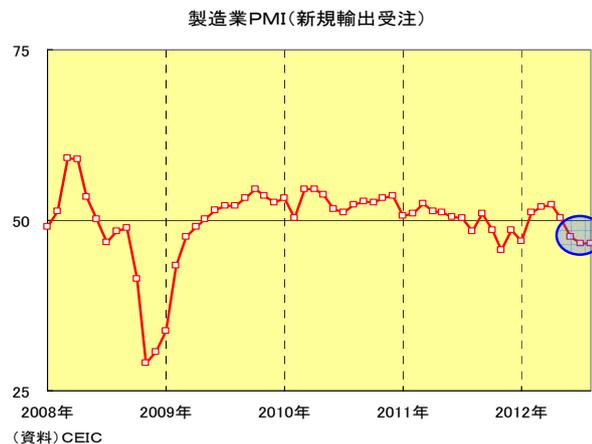
(図表-2)



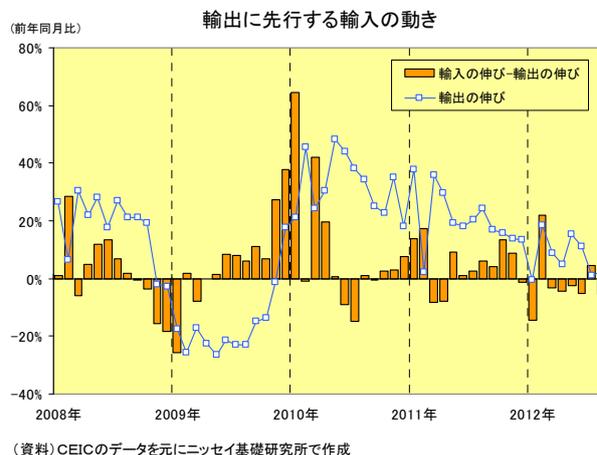
〔当面期待できないものの来年には若干改善〕

図表-3に示した製造業PMIの新規輸出受注は好不調の境界となる50を3ヵ月連続で下回っている。また、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、図表-4に示したように輸入の伸びが輸出の伸びを下回る傾向が続いており、年内に輸出が大きく改善する可能性は低いと思われる。来年に向けては、欧州経済が最悪期を脱し米国経済も緩やかに回復することから、純輸出のマイナス寄与は今年より縮小するとみられる。但し、欧州の財政健全化は来年も続き米国経済の回復ピッチも緩やかに留まるため、輸出の回復力は限定的とみられる。

(図表-3)



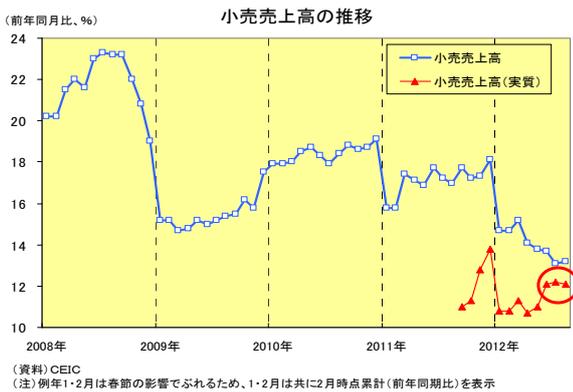
(図表-4)



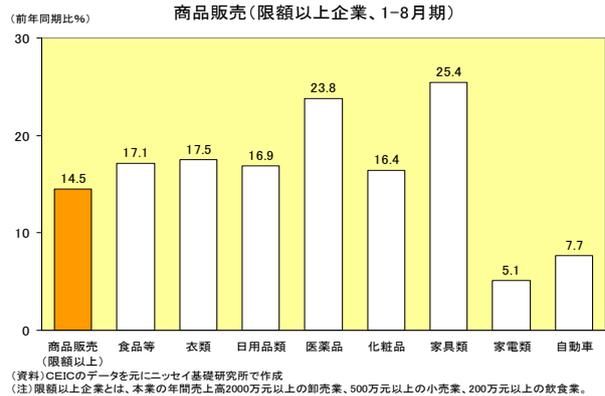
〔個人消費の伸びも鈍化傾向〕

個人消費も冴えない動きとなっており、足元では8月の小売売上高が前年同月比13.2%増と伸びは鈍化傾向にある(図表-5)。商品販売の品目別内訳をみると(図表-6)、食品等・衣類・日用品類などの生活必需品や化粧品の伸びは比較的高く、家具類や医薬品は2割超の高い伸びを維持しているものの、家電類と自動車の伸びが一桁台に落ちているため、今年1-8月期の商品販売(限額以上企業)は前年同期比14.5%増と昨年通期の前年比23.2%増から大きく伸びが鈍化している。

(図表-5)



(図表-6)

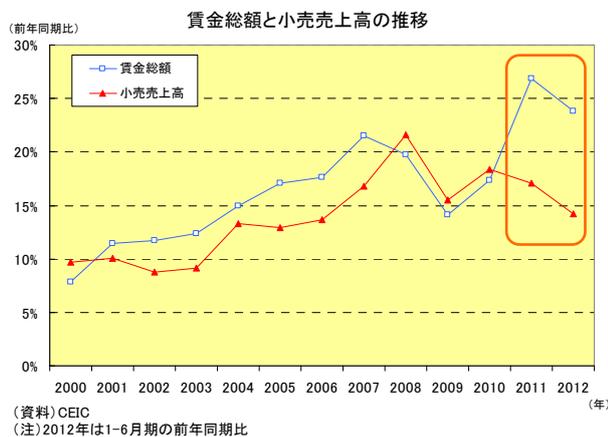


〔需要を先食いした副作用が癒えるとともに回復へ〕

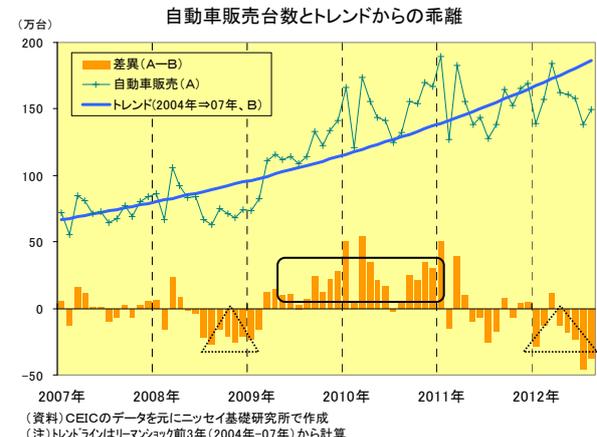
今後を考えると、個人消費は徐々に回復に向かうとみている。図表-5に示した小売売上高(実質)の伸びはインフレの落ち着きによる実質所得改善で既に上向いており、賃金総額も今年1-6月期に前年同期比2割超と高い伸びを示して消費余力は高まっている(図表-7)。

また、前述のとおり自動車販売は一桁台の伸びに落ちているが、これはリーマンショック後の消費刺激策で需要を先食いした反動減の面がある。図表-8に示したように、自動車販売は2009-10年に急増、それまでのトレンドを大きく上回ったため需要を先食いしてしまった。しかし、中国の百世帯あたりの乗用車保有は都市部でも18.58台(2011年)とモータリゼーションは始まったばかりであることから、需要先食いの時間調整を終えれば元のトレンドに戻るとみられる。従って、実質所得改善と賃金上昇に加え、需要を先食いした副作用が癒えることにより、個人消費は来年には回復に向かうと予想する。

(図表-7)



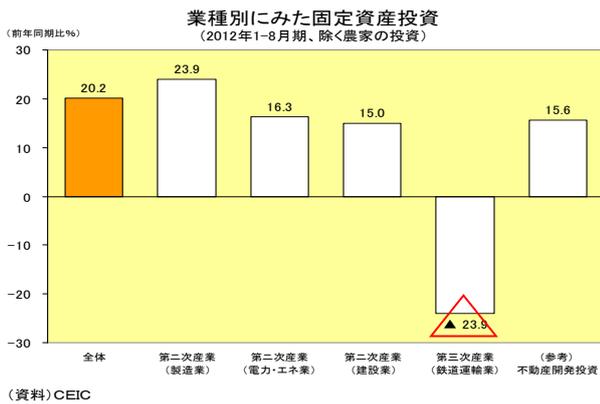
(図表-8)



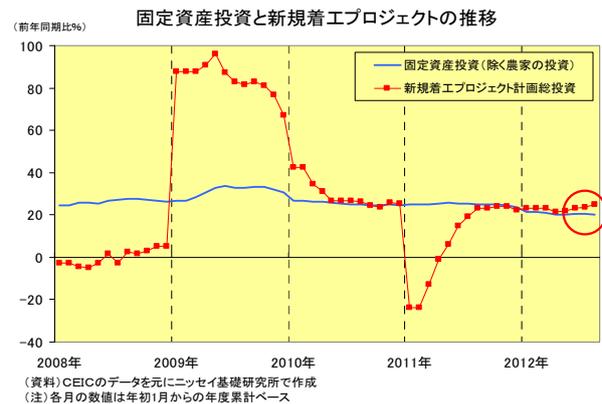
〔公共投資の前倒しで投資の伸び鈍化に歯止め〕

固定資産投資の動きをみると、製造業は前年同期比 23.9%増と底堅いものの、厳しい不動産規制が続く不動産開発投資は同 15.6%増と全体の伸びを下回り、昨年 7 月の高速鉄道事故で低迷した鉄道運輸業が同-23.9%と大幅マイナスとなったため、固定資産投資（除く農家の投資）は昨年通期の 23.8%増から今年 1-8 月期は前年同期比 20.2%増へ伸びが鈍化している（図表-9）。但し、政府が公共投資前倒しを進めたため、新規着工プロジェクトが増え始め伸びの鈍化には歯止めが掛かりつつある（図表-10）。

（図表-9）



（図表-10）

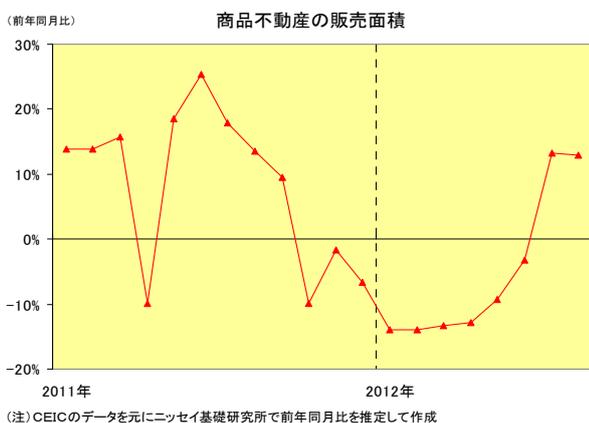


〔不動産開発は鈍化も、公共投資と鉄道建設が下支え〕

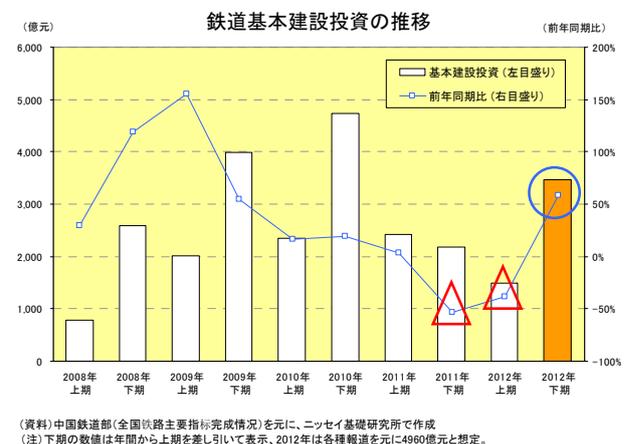
今後を考えると、中国政府は厳しい不動産規制を堅持しており、不動産開発投資は当面減速を続けそうである。先行指標となる商品不動産の新規着工面積は今年 1-8 月期に前年同期比-6.8%と前年割れに落ち込んでおり、全体の 2 割超を占める不動産業が固定資産投資の足を引っ張ることになりそうだ。但し、前年割れが続いていた販売面積が 7、8 月にはプラス転換しており（図表-11）、さらなる不動産規制の強化が無ければ自律的に反発に向かう地合いになりつつある。

一方、公共投資については、国家发展改革委員会が地方の提示した案件の審査を精力的に進めており、9 月 5 日には都市軌道交通（地下鉄など）に関する 25 件、8000 億元超に及ぶ大規模なプロジェクトが承認されたため、投資を下支えしそうである。また、鉄道部の基本建設投資も計画が増額されており、昨年下半年に半減した反動もあって今年下期は前年同期比 5 割超の大幅増が見込まれる（図表-12）。

（図表-11）



（図表-12）

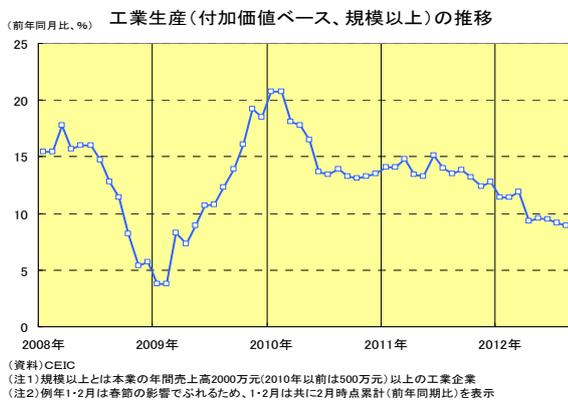


2. 気になる在庫の動き

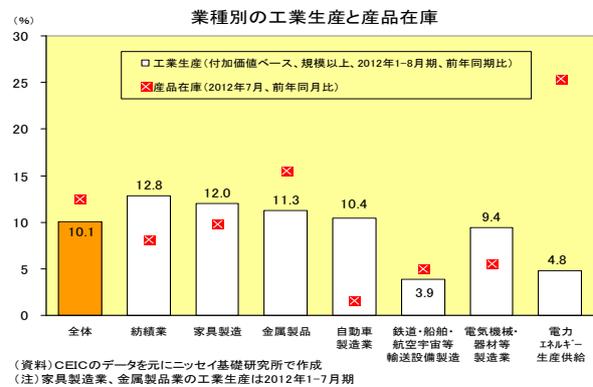
〔在庫積み上がりで長引きそうな生産調整〕

生産面から中国経済をみると工業生産の伸びが鈍化を続けている（図表-13）。業種別の工業生産をみると（図表-14）、紡績業や家具製造業など消費が堅調な業種は生産も比較的好調だが、鉄道・船舶・航空宇宙等輸送設備製造業や電力エネルギー生産供給業の伸びは4%前後に落ちており、1-8月期の工業生産（付加価値ベース、規模以上）は前年同期比10.1%増と昨年通期の13.9%増から大きく伸びが鈍化している。特に、電力エネルギー生産供給業や金属製造業では在庫が前年より大幅に増えており、多少の需要増では在庫消化は進んでも生産には結びつかない可能性が高く、生産調整は長引きそうである。

（図表-13）



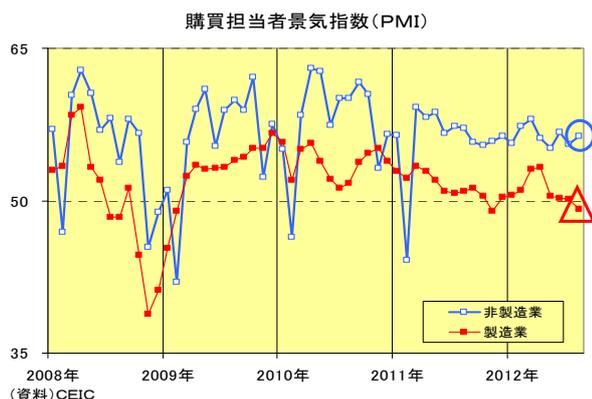
（図表-14）



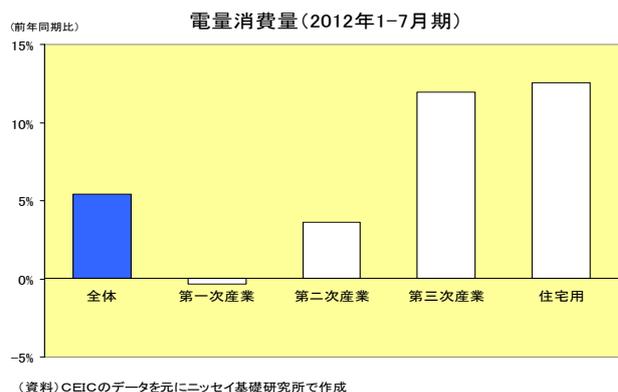
〔第三次産業が生産を下支え〕

但し、第三次産業は底堅い。企業マインドを示すPMIでは非製造業が堅調に推移（図表-15）、第二次産業の電力消費量が前年同期比3.6%増に落ち込む中でも、第三次産業は同2桁台の高い伸びを維持している（図表-16）。また、中国の第三次産業がGDPに占める割合は43.3%（2011年）と、先進国のG7平均（約74%、2010年）よりも著しく低いことから、過剰生産設備を抱える製造業よりも今後の経済発展余地が大きい分野といえる。また、中国政府もサービス産業の育成を重視していることから、今後は第三次産業が生産を下支えするとともに、将来的には牽引役に成長する可能性もあるだろう。

（図表-15）



（図表-16）



3. 財政金融政策

〔投資対象限定型の金融緩和〕

景気減速を受けて金融政策は緩和に向かっている（図表-17）。今年1-8月期の消費者物価上昇率は前年同期比 2.9%上昇と今年度の抑制目標である 4%前後を大きく下回り、インフレが落ち着く中で、中国人民銀行は昨年12月以降3度に渡り預金準備率を引下げ、6、7月には預金・貸出の基準金利を2ヵ月連続で引き下げ、その後も公開市場操作で資金供給しており、銀行融資は伸びを高めつつある。

但し、現在の金融スタンスは、不動産でも過剰生産設備を抱えた業種でも良いというような投資対象に制限の無い金融緩和ではなく、政府の産業政策に合致した企業、資金繰りに苦む中小零細企業、実需を伴う一軒目の住宅ローン、政府の消費拡大方針に合致した消費・流通関連など政府の意向に沿った分野に限定された、いわば「投資対象限定型の金融緩和」である。

従って、今後基準金利を追加的に引き下げても景気刺激効果は限定的であり、政府の意向に沿った分野で資金需要が増えるか否かが今後のポイントとなる。

（図表-17）

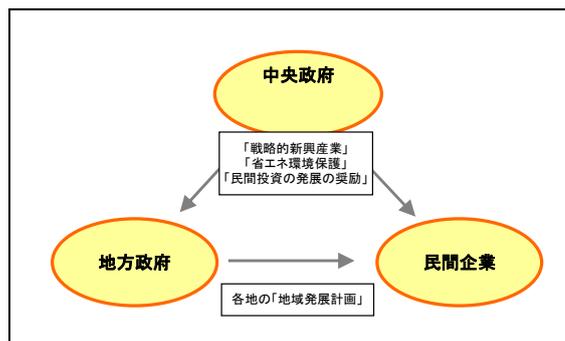


〔財政は民間活力を生かす側面支援の方向へ〕

政府の意向に沿った分野の資金需要には、もちろん前述の公共投資の前倒し執行も含まれる。但し、地方政府は前回リーマンショック後の大型景気対策で債務が膨張してしまったため、今回は総じて大型資金調達が難しい状況にある。

そこで期待が掛かるのがこれまで国有企業が独占してきた分野での民間投資の活発化である（図表-18）。ここ数ヵ月の間に、中央政府は「戦略的新興産業」、「省エネ環境保護」、「民間投資の発展の奨励」の3つをキーワードとした今後の経済発展の基本方針を提示してきた（注1）。その意向を踏まえて地方政府も相次いで大規模な「地域発展計画」を策定している（注2）。この両者が交わる分野は、政府の意向に沿った分野であるため資金調達が容易で、公共性が高い分野であるため財政支援を受けられる可能性もある。この分野への民間企業の進出には、既得権益を侵食される国有企業の反対・妨害が予想されるため容易ではないが、この分野で民間企業が多く事業チャンスを見出せば、民間企業を牽引役とした新しい経済発展への道筋がみえてくるため、今後の動きは要注目である。

（図表-18） 民間投資の活発化（イメージ図）



（注1） 戦略的新興産業の目標、重大行動、重大政策を表示した「国务院关于印发“十二五”国家战略性新兴产业发展规划的通知」（2012年7月）、民間投資の発展を奨励する 2010年5月に発表された「新36条」を実行に移すために定められた42の実施細則をまとめた「国家发展改革委办公厅关于印发鼓励民间投资发展实施细则文件汇编的通知」（2012年7月）、省エネ・排出削減関連で約2.4兆元の投資が必要とした「国务院关于印发节能减排“十二五”规划的通知」（2012年8月）など

（注2） 貴州省3兆元、重慶市1.5兆元、天津市1.5兆元、広東省1兆元、長沙市8292億元など

4. 今後の見通し（まとめ）

〔メインシナリオ〕

以上の分析を元に中国経済を見通すと、2012年は、欧米経済の低迷から純輸出が0.6ポイントのマイナス寄与となるものの、公共投資の前倒しや鉄道建設の本格再開で投資の伸び鈍化に歯止めが掛かり、高い賃金上昇とインフレの落ち着きによる実質所得改善で個人消費が回復に向かうことから、中国の成長率は10-12月期に伸びを高め、2012年は実質で7.9%成長を予想する。

2013年には、欧州経済が最悪期を脱し米国経済も緩やかに回復すると想定し、純輸出のマイナス寄与は今年よりも縮小して▲0.2ポイント。また、賃金上昇や実質所得改善に加え、来年には需要先食いの副作用の減退が見込めることから最終消費は力強さを増して4.4ポイントのプラス寄与。総資本形成は不動産開発が減速するものの、「戦略的新興産業」や「省エネ環境保護」の分野で民間企業の投資が活性化して相殺されると考え、今年と同じ4.3ポイントのプラス寄与。2013年の実質GDP成長率は前年比8.5%と予想している（図表-19、21）。

〔リスクシナリオ〕

リスクシナリオとしては、欧州経済が最悪期を脱却できない、或いは「財政の崖」の問題を抱える米国経済が失速するリスクが挙げられる。その場合中国では、純輸出のマイナス寄与が縮小せず成長率を押し下げる可能性が高い。但し、中国では今年10月に習近平氏を総書記とした新しい最高指導部が立ち上がる見込みであり、新体制の初年度となる2013年は、周囲の信任を高めるためにも成長率を高め維持すべく努力すると予想することから、景気が失速するような事態には至らないとみている。図表-20に示した過去の最高指導部交代期をみても、初年度は高めの成長率を遂げている。

（図表-21） 経済予測表（四半期毎）

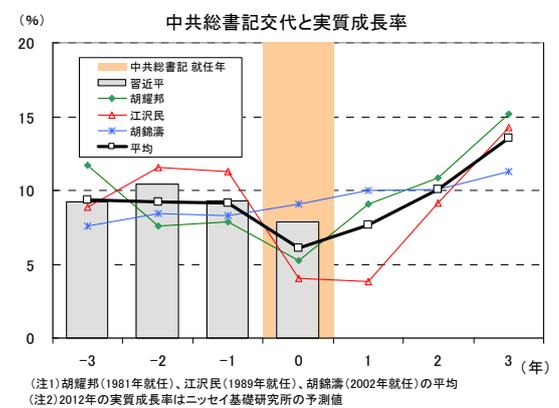
	2011年				2012年				2013年			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.7	8.0	8.4	8.5	8.5	8.5
消費者物価	5.0	5.7	6.3	4.6	3.8	2.9	2.0	2.8	3.4	3.7	3.7	3.6
預金金利(1年)	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25
貸出金利(1年)	6.06	6.31	6.56	6.56	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25
人民元(対USD)	6.56	6.47	6.35	6.30	6.29	6.32	6.30	6.30	6.30	6.20	6.10	6.00

（図表-19）

経済予測表

	単位	2011年	2012年	2013年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	9.3	7.9	8.5
最終消費	寄与度、%	4.7	4.2	4.4
総資本形成	寄与度、%	4.9	4.3	4.3
純輸出	寄与度、%	▲0.4	▲0.6	▲0.2
消費者物価	前年比、%	5.4	2.9	3.6

（図表-20）



（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。