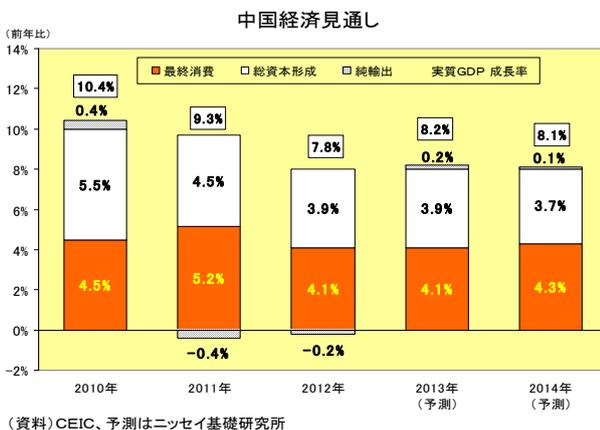


Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し： 早くも利上げが視野に入った中国経済の行方

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. 中国では、昨年の経済成長率が前年比 7.8%増と 13 年ぶりに 8%を下回った。内訳を見ると、最終消費の寄与率が投資を 2 年連続で上回るなど需要構造に変化の兆しがでてきており、不動産の成長率が鈍る一方で卸小売業が伸びるなど産業構造の変化も進展したようである。
2. 輸出は、今年 1-2 月期に前年同期比 23.6%増と昨年の一桁台から大きく伸びを高めた。海外経済が最悪期を脱することで、中国の輸出は今年から来年にかけて伸びが高まると予想する。但し、新規輸出受注や輸入の動きが依然鈍いことから、改善幅は小幅に留まるだろう。
3. 消費は、今年 1-2 月期の小売売上高が前年同期比 12.3%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 1-2 月期の固定資産投資が前年同期比 21.2%増と昨年の伸びを上回るなど堅調である。住宅販売の好調を背景に、今年は不動産業が牽引して高い伸びを維持するものの、不動産規制強化を受けて今後は徐々に伸びが鈍化、来年は今年の伸びを下回ると予想している。
5. 一方、景気回復を受けて、早くもインフレ懸念と住宅バブル懸念が高まってきた。景気が順調に回復して行くと、消費者物価もやや遅行して上昇すると見られ、今年秋には全人代で示された抑制目標（3.5%前後）を上回る可能性があることから、利上げが視野に入るだろう。
6. 今後の中国経済は、以前のような高成長ではないものの、比較的高い水準で安定した成長を続けると予想している（2013 年は前年比 8.2%増、2014 年は同 8.1%増）。



1. 2012年の経済成長の振り返り

中国では、2012年の経済成長率が前年比7.8%増と前年と比べて1.5ポイント低下し、アジア通貨危機や不良債権問題に揺れた1999年以来、13年ぶりに8%を下回る事となった。

需要別に見ると、最終消費が4.1ポイントのプラス寄与、総資本形成（投資）が3.9ポイントのプラス寄与、純輸出が0.2ポイントのマイナス寄与となった。2011年と比べると、純輸出はマイナスながらも0.2ポイント改善したものの、最終消費の寄与度が1.1ポイント低下、投資の寄与度が0.6ポイント低下した（図表-1）。また、図表-2に示した寄与率の推移を見ると、最終消費の寄与率が2年連続で投資のそれを上回っており、中国の需要構造は投資から消費へとシフトし始めたようだ。

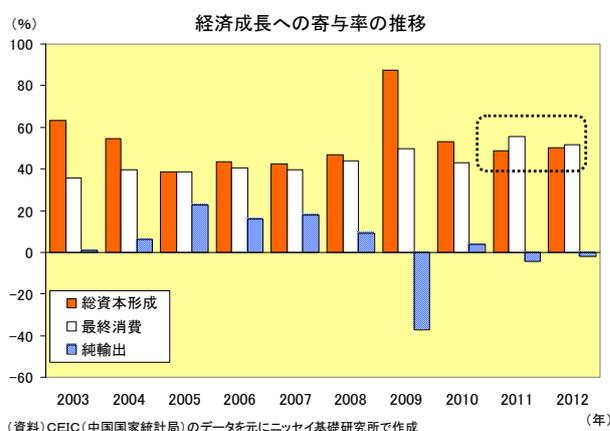
(図表-1)

【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
2003年	3.6%	6.3%	0.1%
2004年	4.0%	5.5%	0.6%
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	5.2%	4.5%	-0.4%
2012年	4.1%	3.9%	-0.2%

(資料) CEIC (中国国家統計局)

(図表-2)



一方、産業別に見ると、第一次産業は前年比4.5%増、第二次産業は同8.1%増、第三次産業は同8.1%増となった（図表-3）。2011年と比べると第一次産業は0.2ポイント上昇したものの、第二次産業が2.2ポイント低下、第三次産業が1.3ポイント低下した（図表-3）。また、第三次産業の内訳を見ると（図表-4）、厳しい不動産規制が続いた不動産業は3年連続で第三次産業全体の伸びを下回ったが、卸小売業は8年連続で上回っており、産業構造は卸小売業など消費流通関連へのシフトが進んでいるようだ。

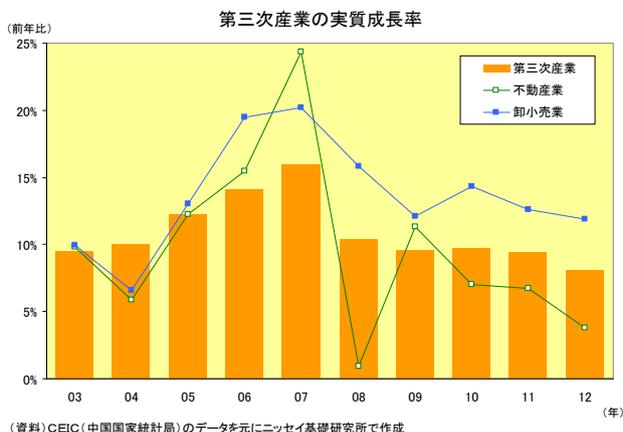
(図表-3)

【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
2003年	2.5%	12.7%	9.5%
2004年	6.3%	11.1%	10.1%
2005年	5.2%	12.1%	12.2%
2006年	5.0%	13.4%	14.1%
2007年	3.7%	15.1%	16.0%
2008年	5.4%	9.9%	10.4%
2009年	4.2%	9.9%	9.6%
2010年	4.3%	12.3%	9.8%
2011年	4.3%	10.3%	9.4%
2012年	4.5%	8.1%	8.1%

(資料) CEIC (中国国家統計局)

(図表-4)



2. 需要別の動向

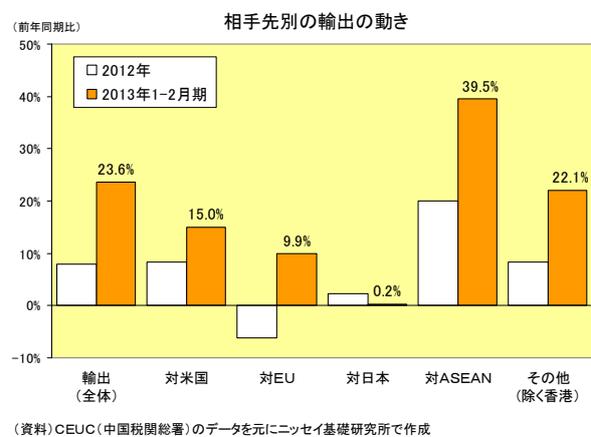
1 | 輸出の動向

輸出は改善してきた。今回発表された1-2月期の輸出は前年同期比23.6%増と、昨年の一桁台から大きく伸びを高めた(図表-5)。相手先別に見ると、日本向けは前年同期比0.2%増と昨年よりも伸びが鈍化したものの、米国向けが同15.0%増、欧州向けが同9.9%増、ASEAN向けが同39.5%増と、幅広い相手先への輸出が伸びを高めており、特に新興国向けが好調である(図表-6)。

(図表-5)



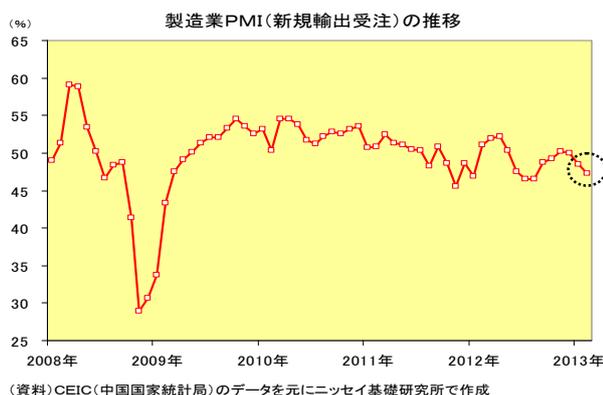
(図表-6)



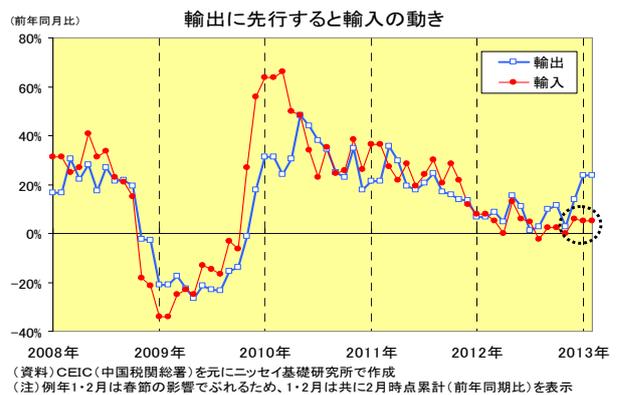
【今後は改善傾向を維持するも、改善幅は小幅】

今後を考えると、欧州経済が最悪期を脱し米国経済も緩やかな回復を続けると予想することから、中国の輸出は今後も改善傾向を維持するだろう。但し、先行き不透明感は依然として強い。輸出の先行指標となる製造業PMI(新規輸出受注)は3ヵ月連続で低下、直近2ヵ月は好不調の境界となる50を下回っている(図表-7)。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、最近の輸入の伸びは依然として鈍いままである(図表-8)。従って、輸出は今後も改善傾向を維持するものの、改善幅は小幅に留まる可能性が高いと考えている。

(図表-7)



(図表-8)



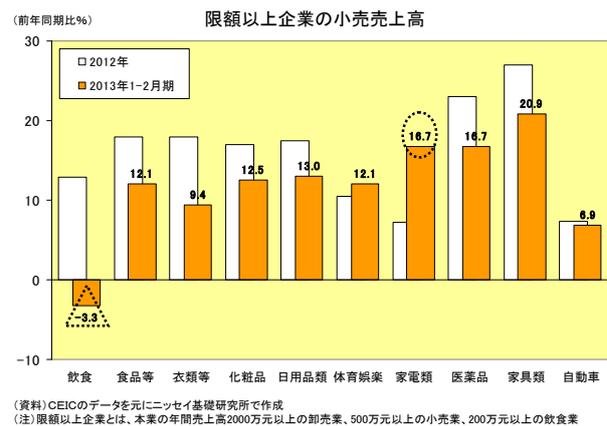
2 | 個人消費の動向

消費は冴えない。今年 1-2 月期の小売売上高は前年同期比 12.3%増と昨年 12 月の同 15.2%増を大きく下回り、今後の経済成長の牽引役と期待される消費に暗い影を落とした(図表-9)。内訳を見ると(図表-10)、特に飲食、食品、衣類などの鈍化が目立ち、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、一般にも無駄遣いを自粛する節約ムードが広がったことが影響したと思われる。但し、家電類は昨年より伸びが高まり、家具類も 2 割超の伸びを維持するなど耐久消費財は堅調だった。

(図表-9)



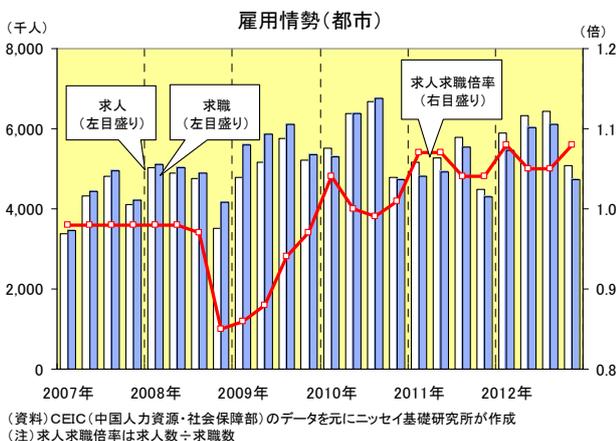
(図表-10)



〔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、綱紀粛正の動きが当面は消費のマイナス要因になるだろう。但し、所得面では景気回復と良好な雇用環境を背景に賃金上昇は続くと考えられ(図表-11)、消費意欲面でも住宅販売の回復に伴って耐久消費財の購買意欲が高まることから(図表-12)、消費を取り巻く環境は悪くない。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する。

(図表-11)



(図表-12)



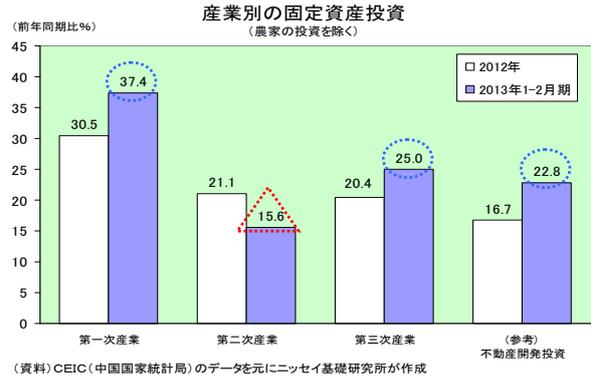
3 | 投資の動向

投資は堅調である。今年 1-2 月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比 21.2%増と昨年の同 20.6%増を 0.6 ポイント上回った（図表-13）。産業別に見ると、過剰生産設備を抱える第二次産業は前年同期比 15.6%増と昨年の 21.1%増から大きく減速したものの、第一次産業と第三次産業では昨年より伸びが加速、不動産開発投資も 22.8%増と昨年の 16.7%増から伸びが加速した（図表-14）。

(図表-13)



(図表-14)

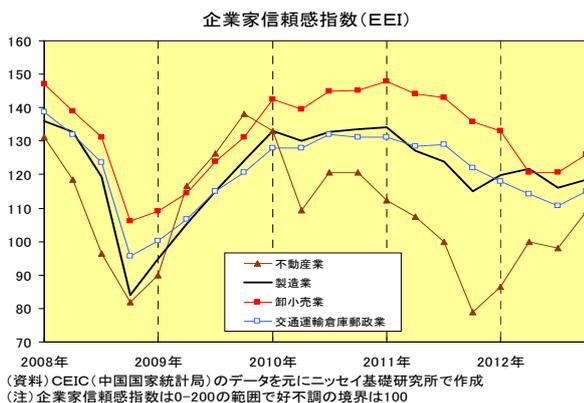


【今年は不動産業の投資が加速するも、来年は再び減速】

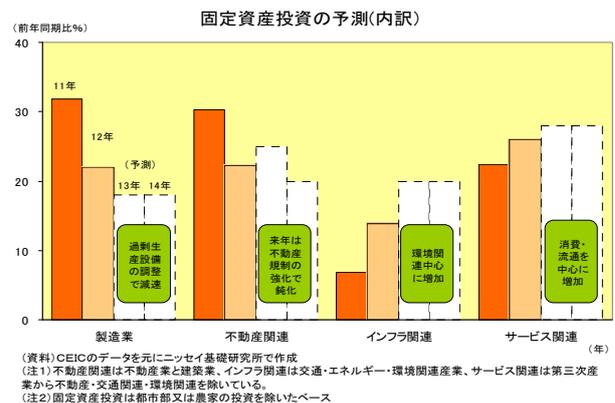
今後の投資の方向性を考えると、製造業の企業マインドは停滞気味で、「持続的で健全な発展」を目指す中国政府は製造業の過剰生産設備を問題視しており、製造業の投資は伸びが鈍化する可能性が高い。一方、政府が環境対策強化に動き始めたインフラ関連や、政府が消費拡大方針を推進する消費流通などサービス関連では、企業マインドが底打ち、財政支援も期待できることから、投資の伸びは加速する可能性が高いだろう。従って、製造業からインフラ・サービス関連へとバトンタッチする流れとなるが、バトンを渡すサイドの製造業の規模が大きいことから、投資全体では減速方向になると見ている。

また、景気変動の原因となることが多い不動産業は、住宅販売が増加するなど需給サイクルが好転、企業マインドも改善してきているため、当面は投資の伸びが高まるだろう。但し、住宅バブル膨張を懸念する政府は既に不動産規制強化に動き出していることから、今後も断続的に規制強化が行われて、今回の投資の山は低めに終わり、来年は今年よりも伸びが鈍化すると見ている（図表-15、16）。

(図表-15)



(図表-16)

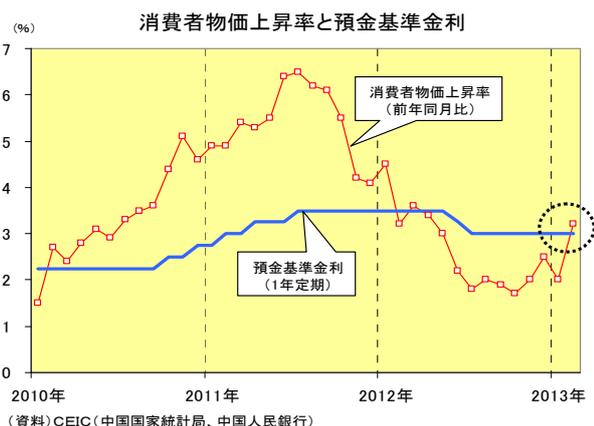


3. 物価動向と金融政策

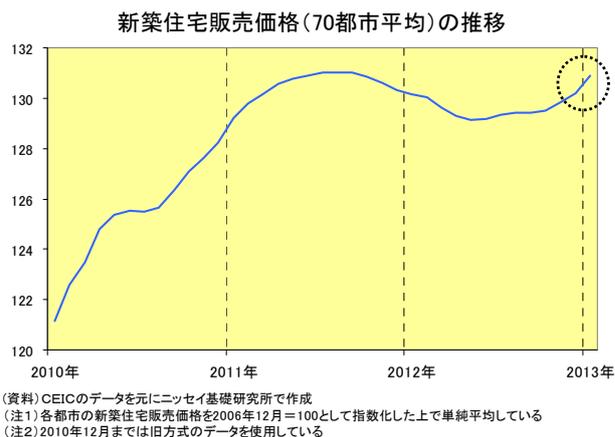
一方、成長率が8%に到達するのを前に、早くもインフレ懸念が高まってきた。2月の消費者物価は前年同月比3.2%と前月の同2.0%から大きく上昇、預金の基準金利である3%を上回った(図表-17)。2月に上昇した背景には、昨年は1月だった春節(旧正月)が今年は2月にずれたことが大きく影響しており、来月発表される3月の上昇率は2.5%前後まで低下すると見られるものの、2%を割り込んでいた昨年夏をボトムにして上昇傾向にあるのには変わらない。また、賃金上昇を背景にサービス価格もじりじりと上昇してきていることから、そろそろインフレ懸念に注意が必要な段階になってきた。

また、住宅価格も上昇ピッチを速めている。中国国家统计局が毎月公表する「70大中都市住宅販売価格変動状況」を元に70都市平均を算出してその推移を見ると、1月は2011年6月のレベルを僅かながらも上回った(図表-18)。70都市平均の上昇率は前年同月比0.6%とまだ低位だが、都市別に見ると半分の35都市で最高値に到達、青天井になると上昇機運が一気に盛り上がる懸念も浮上した。バブル膨張を避けたい中国政府は、2月下旬に相次いで不動産規制強化策を打ち出して投機的な動きを牽制した。

(図表-17)



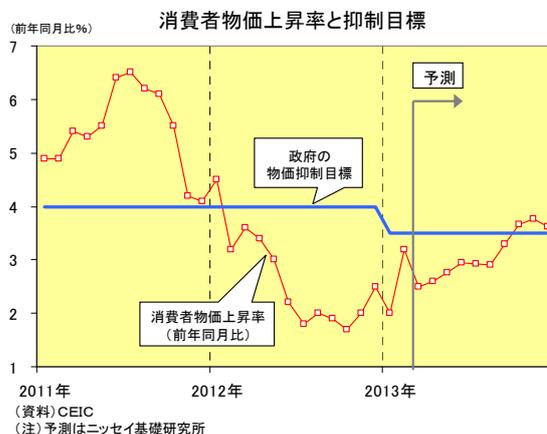
(図表-18)



〔今年7-9月期には利上げの可能性も〕

今回の全人代では、引き続き「穏健な金融政策」を実施するとしているものの、消費者物価の上昇率を3.5%前後(昨年は4%前後)に抑制するという目標も掲げており、このまま物価上昇が続くと金融引締めが視野に入ってくる。景気が想定どおり回復を続けると、消費者物価は景気にやや遅行して徐々に上昇ピッチを速めると見られ、今年9月には預金基準金利の3%を再び上回り、10月にも抑制目標の3.5%を上回ると予想されることから、中国人民銀行(中央銀行)は今年7-9月期にも基準金利を引き上げる可能性がでてきたと見ている(図表-19)。

(図表-19)



4. 見通し（まとめ）

〔メインシナリオ〕

昨年、前年比 7.8%増と 13 年ぶりに 8%を下回った中国の経済成長率は、海外経済の最悪期脱出を主因に緩やかに回復、以前のような高成長ではないものの、比較的高い水準で安定した成長を続けると見ており、2013 年は前年比 8.2%増、2014 年は同 8.1%増と予想している。

2013 年の前年比 8.2%増の内訳は、最終消費が 4.1 ポイント、総資本形成が 3.9 ポイント、純輸出が 0.2 ポイント

で、最終消費と総資本形成は昨年と同水準に留まるものの、海外経済の最悪期脱出で純輸出がマイナスからプラスに転じると想定している。また、2014 年の前年比 8.1%増の内訳は、最終消費が 4.3 ポイント、総資本形成が 3.7 ポイント、純輸出が 0.1 ポイントと、総資本形成と純輸出の寄与度は 2013 年よりも低下するものの、最終消費の寄与度が上昇して、成長を下支えすると予想している（図表-20）。

一方、四半期毎に見ると（図表-21）、成長率は昨年 7-9 月期の前年同期比 7.4%増をボトムに緩やかな上昇傾向だが、景気回復とともにインフレ懸念も高まることから、2013 年 7-9 月期には更なる不動産規制強化と基準金利の引き上げを想定している。この一連の金融引き締めが効果を発揮し始めると、経済成長率も鈍化し始め、2014 年後半には再び潜在成長率並みの 7%台に戻ると予想している。

〔リスクシナリオ〕

メインシナリオでは、海外経済が最悪期を脱出し緩やかな回復に向かうと想定しているが、海外経済の低迷が長引くようだと、中国でも過剰生産設備問題が一層深刻化し、製造業の投資が急減速して失業者も急増、雇用不安から個人消費にも悪影響が及ぶというリスクも残っているだろう。

また、不動産規制強化も波乱要因となる。メインシナリオでは、バブル懸念の強い一部地域に限定されると想定しているが、住宅価格が全国的に騰勢を強めるようだと、規制強化も全国に広がるリスクがある。住宅販売が失速すると、住宅建設が鈍るだけでなく家具など住宅関連の消費にも影響するだけに、今後の市場と規制当局の駆け引きの行方が注目される。

（図表-20）予測表（年毎）

	単位	2012年	2013年	2014年
		(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.8	8.2	8.1
最終消費	寄与度、%	4.1	4.1	4.3
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.9	3.7
純輸出	寄与度、%	▲ 0.2	0.2	0.1
消費者物価	前年比、%	2.6	3.0	3.3

（図表-21）予測表（四半期毎）

	単位	2012年				2013年				2014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)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	8.1	7.6	7.4	7.9	8.0	8.2	8.4	8.4	8.4	8.2	8.0	7.8
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.1	2.6	2.8	3.0	3.7	3.6	3.4	3.2	3.0
預金金利(1年)	期末、%	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
貸出金利(1年)	期末、%	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
人民元(対USD)	期末、元	6.29	6.32	6.34	6.29	6.30	6.20	6.10	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00

（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。