

Weekly  
エコノミスト・  
レター中国経済見通し：  
中国の“明るい成長鈍化”とリスクの所在

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、1-3月期の実質成長率が前年同期比7.7%増と前四半期の伸びを下回るなど成長率には下ぶれ懸念がある。但し、成長鈍化にも拘わらず、雇用は安定しており、景況感にも深刻な打撃が見られないことから、今までのところ暗さの無い“明るい成長鈍化”といえるだろう。
2. 輸出は、今年1-4月期に前年同期比17.4%増と昨年の同7.9%増から大きく伸びを高めた。今後は、海外経済が最悪期を脱することで、輸出の伸びは高まる方向と予想しているものの、欧米経済の回復ピッチは緩やかと見ていることから、改善は小幅に留まるだろう。
3. 消費は、今年1-4月期の小売売上高が前年同期比12.5%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1-4月期の固定資産投資が前年同期比20.6%増と昨年と同程度の伸びを維持している。今後は、環境インフラ関連や消費流通関連の伸びは高まるものの、不動産関連の高い伸びは一時的で、製造業の増産投資の鈍化を主因に全体の伸びは鈍化傾向と見ている。
5. 消費者物価は、4月に前年同月比2.4%上昇と落ち着いているものの、賃金上昇を背景としたサービス価格の上昇は続いている。また、住宅価格は上昇ピッチを速めており、既に打ち出した不動産規制強化が効かないようだと、もう一段強化される可能性もあるので注意が必要。
6. 今後の見通しは、2013年前年比7.8%増、2014年同7.9%増、2015年同7.7%増としている。

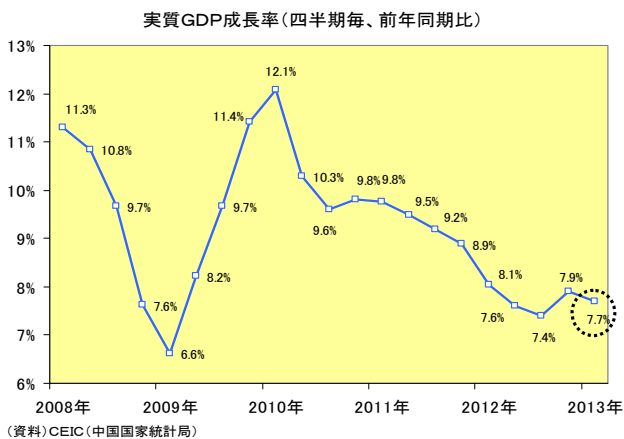
経済予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.8	7.8	7.9	7.7
最終消費	寄与度、%	4.1	4.0	4.2	4.3
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.7	3.5	3.3
純輸出	寄与度、%	▲ 0.2	0.1	0.2	0.1
消費者物価	前年比、%	2.6	2.7	3.3	3.2

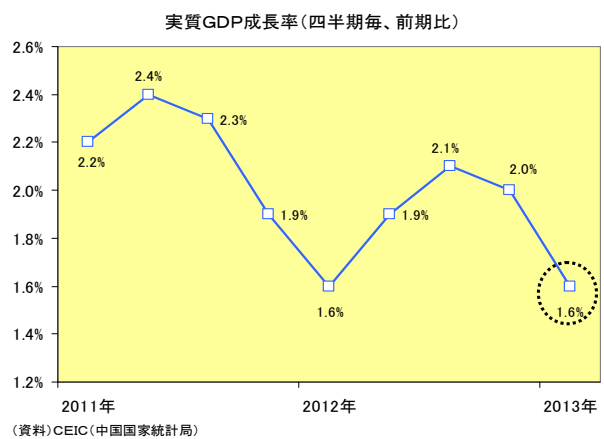
# 1. 成長鈍化にも拘わらず暗さの無い“明るい成長鈍化”

中国の経済成長率の回復は極めて緩慢である。図表-1 に示した経済成長率の推移を見ると、昨年 7-9 月期の前年同期比 7.4%増をボトムに、昨年 10-12 月期には同 7.9%増へと一旦伸びを高めたものの、今年 1-3 月期には同 7.7%増へ再び減速、4 四半期連続で 8%割れが続いた。特に、図表-2 に示した前期比で見ると、今年 1-3 月期は前期比 1.6%増と昨年 1-3 月期以来の低レベルに落ち込んでおり、経済成長には下ぶれ懸念がある。

(図表-1)



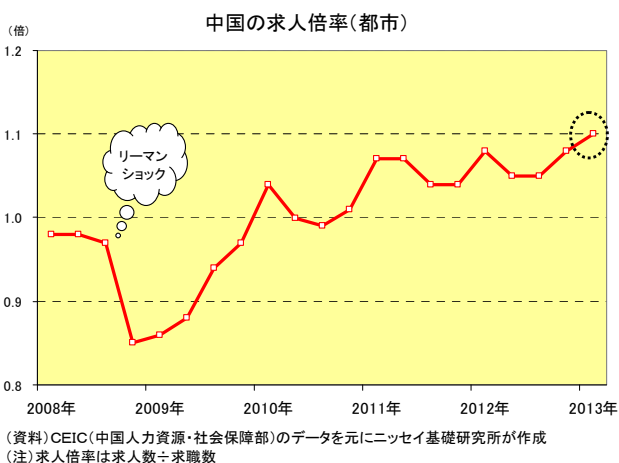
(図表-2)



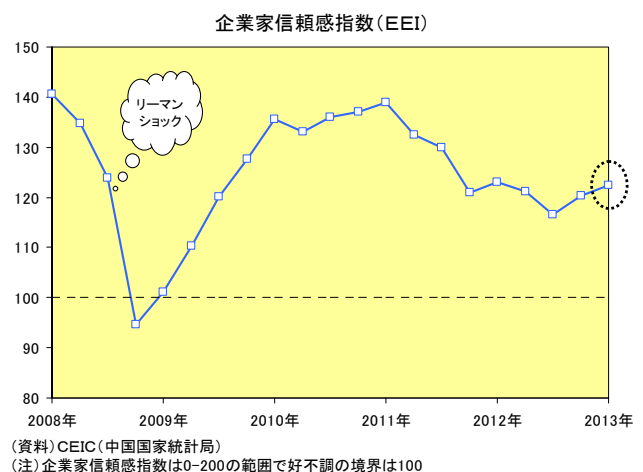
一方、成長鈍化にも拘わらず、雇用や景況感に深刻な打撃は見られない。今年 1-3 月期の求人倍率(求人数÷求職数)は 1.1 倍と昨年 10-12 月期(1.08 倍)よりも改善しており、リーマンショック後のように 1 倍を大きく割り込んで街に失業者が溢れるような事態ではない(図表-3)。また、企業家マインドを示す企業家信頼感指数を見ても昨年 7-9 月期をボトムに 2 四半期連続で上昇しており(図表-4)、消費者マインドを示す消費者信頼感指数も上向いており(P4 の図表-11)、景況感はさほど悪くない。

従って、今までのところ成長鈍化にも拘わらず暗さの無い“明るい成長鈍化”の状況といえるだろう。

(図表-3)



(図表-4)

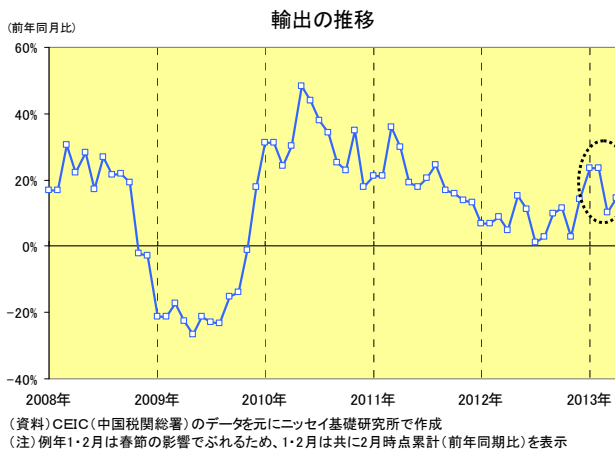


## 2. 需要別の動向

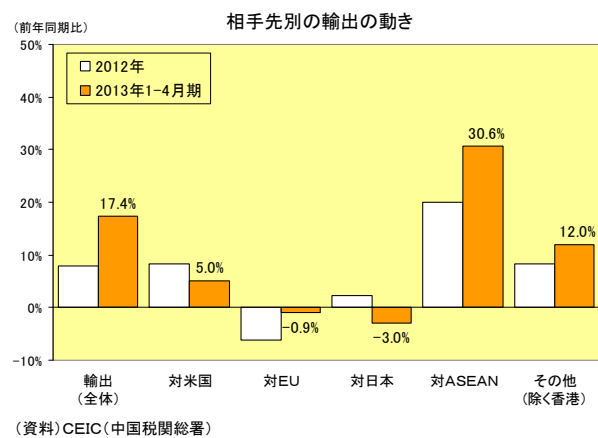
### 1 | 輸出の動向

輸出は改善傾向を維持している。今年 1-4 月期の輸出は前年同期比 17.4%増と、昨年通期の前年比 7.9%増から大きく伸びを高めた。相手先別に見ると、日本向けは前年同期比 3.0%減と昨年を下回るレベルで低迷、欧州向けも同 0.9%減と昨年に続き今年もやや減少しているが、ASEAN 向けが同 30.6%増と昨年の伸びを大きく上回るなど新興国向けが好調に推移している（図表-5、6）。

(図表-5)



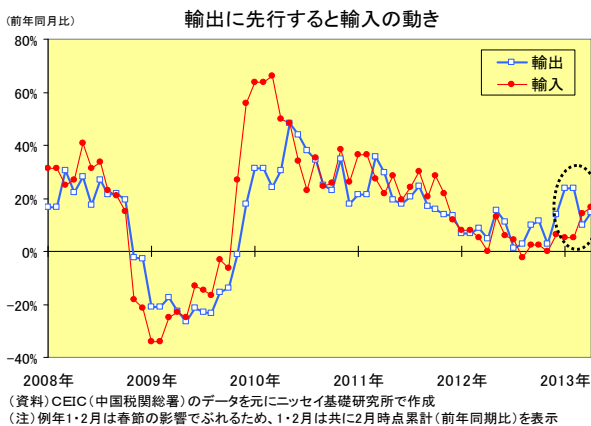
(図表-6)



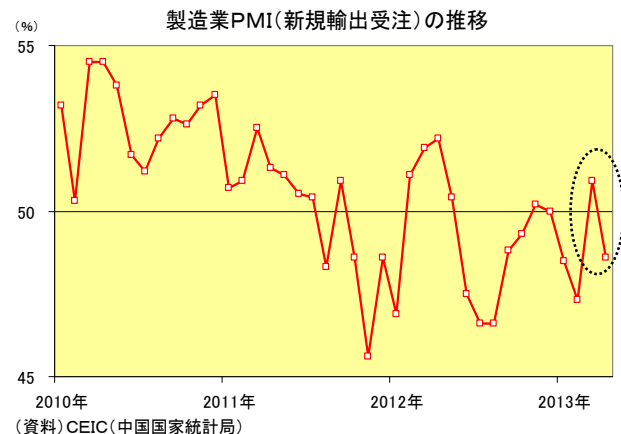
### 【今後は改善傾向を維持するも、改善は小幅】

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。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、その輸入が3月以降改善し始めている（図表-7）。但し、欧米経済の回復ピッチは緩やかと見ており、輸出の先行指標となる製造業PMI（新規輸出受注）は好不調の境界となる50前後で一進一退の動きであることから（図表-8）、輸出の改善は小幅に留まる可能性が高いだろう。

(図表-7)



(図表-8)



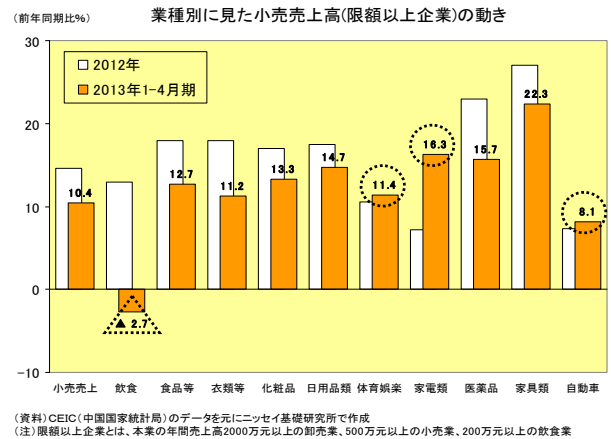
## 2 | 個人消費の動向

個人消費の動きは依然として冴えない。4月の小売売上高は前月より伸びを若干高めたものの、1-4月期累計では前年同期比12.5%増と昨年通期の前年比14.3%増を大きく下回る(図表-9)。内訳を見ると(図表-10)、特に飲食、食品等の鈍化が目立ち、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、一般にも食べ残し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、家電類や自動車は伸びを高め、家具類も高い伸びを維持するなど耐久消費財は概ね堅調だった。

(図表-9)



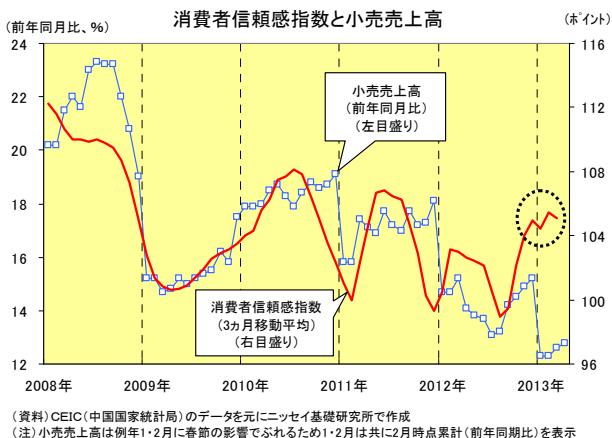
(図表-10)



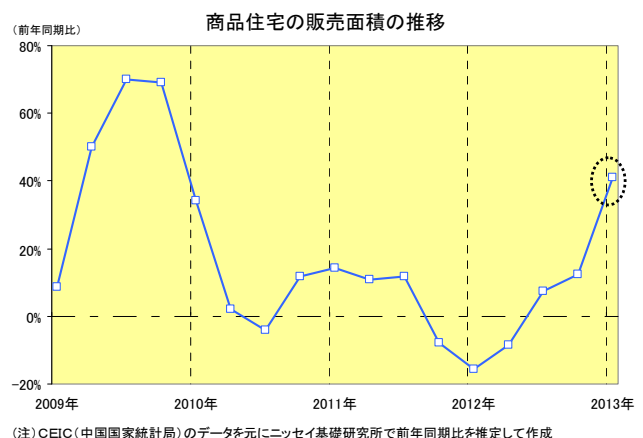
### 〔今年は停滞気味も、来年以降は徐々に回復へ〕

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、賃金上昇が続く中で消費者信頼感指数は上向いてきており(図表-11)、住宅販売の回復に伴って耐久消費財に対する購買意欲も高まると見られることから(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している。

(図表-11)



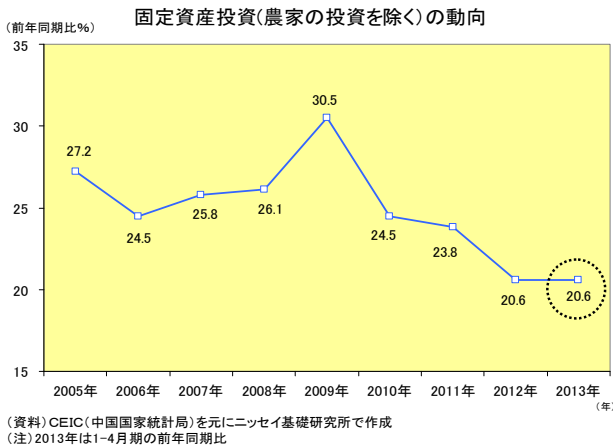
(図表-12)



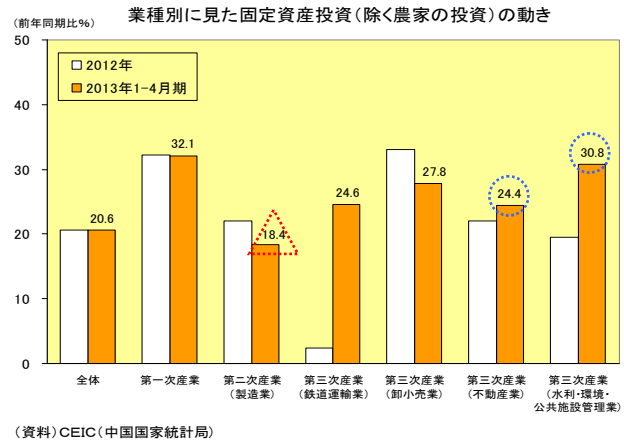
### 3 | 投資の動向

投資は概ね堅調である。今年 1-4 月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比 20.6% 増と昨年通期と同じ伸び率だった（図表-13）。産業別に見ると、過剰生産設備を抱える製造業が前年同期比 18.4% 増と昨年の前年比 22.0% 増から減速する一方、住宅販売が回復した不動産業や環境対策が積極化している水利・環境・公共施設管理業の伸びが高まり、投資を牽引し始めている（図表-14）。

(図表-13)



(図表-14)



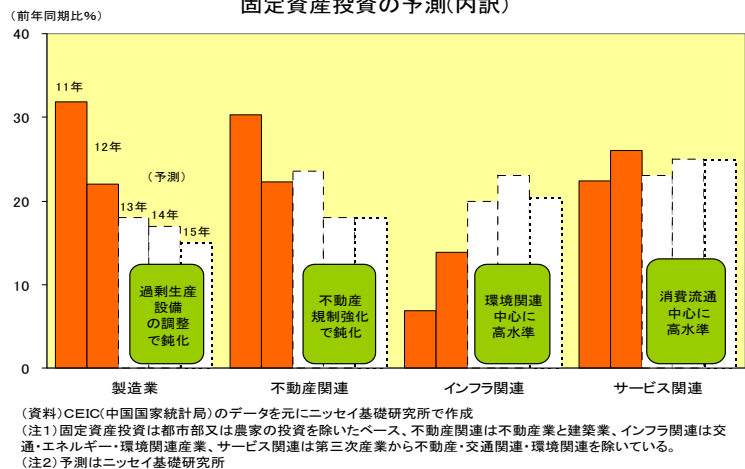
#### 〔製造業の減速を主因に投資は減速傾向〕

今後の方向性を考えると、「健全な発展」に軸足を移した政府が、製造業の過剰生産設備に危機感を強めていることから、環境対応の投資は増えても、増産のための投資は鈍り、製造業の投資は全体として減速傾向と見ている。他方、「健全な発展」に軸足を移した政府は、環境対策の強化を図ると見られることから、グリーントウン整備計画などの環境インフラ関連の投資は、今後加速する可能性が高いだろう。また、不動産関連は、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、投資の伸びは一時的に高まるだろう。但し、政府は既に不動産規制の強化に動き出しており、直近の住宅価格の高騰を受けて、今後も断続的に不動産規制の強化が実施されると見込むことから、今回の不動産投資の山は低めに終わり、来年以降は伸びが鈍化すると見ている（図表-15）。

(図表-15)

全体としては、環境を中心としたインフラ関連や消費流通を中心としたサービス関連は高い伸びとなるものの、不動産関連が伸びるのは一時的で、製造業の増産投資の鈍化を主因に投資の伸びは鈍化傾向と予想している。

固定資産投資の予測(内訳)

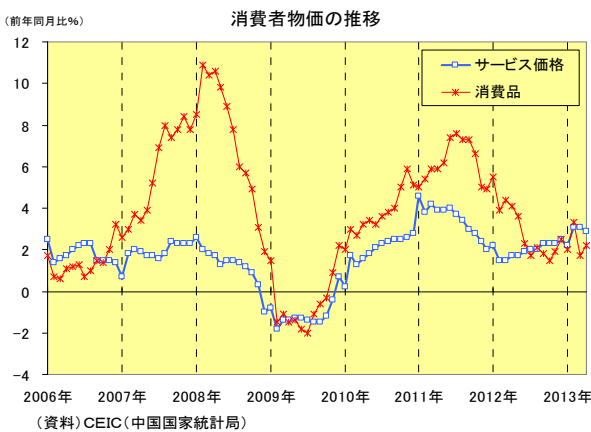


### 3. 物価動向と金融政策

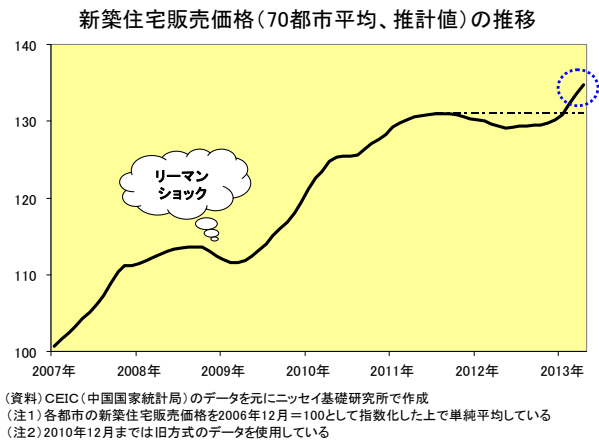
消費者物価は今のところ落ち着いており、4月の消費者物価は前年同月比2.4%上昇と今年の抑制目標である3.5%前後を大きく下回っている。但し、2%を割り込んでいた昨年夏をボトムに緩やかな上昇傾向にあり、賃金上昇を背景にサービス価格がじりじりと上昇してきている（図表-16）。

一方、住宅価格は上昇ピッチを速めている。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70都市平均を算出してその推移を見ると、今年1月には過去の最高値（2011年6月）を上回り、4月も史上最高値を更新している（図表-17）。70都市平均の上昇率は前年同月比4.5%上昇とまだ低位だが、広州市（広東省）では同13.7%上昇と経済成長率を上回る勢いである。中国政府は既に不動産規制強化を打ち出したが、今後の値動き次第ではさらなる強化の可能性があるだろう。

（図表-16



（図表-17

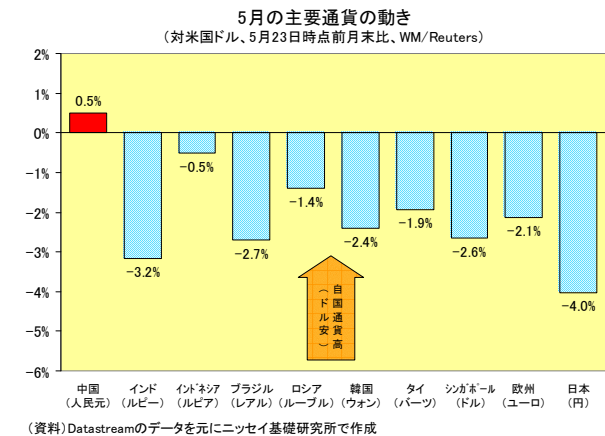


#### 〔利下げは見送り、来年には利上げの可能性も〕

日本の新しい量的・質的緩和策や韓国・インド・トルコなど新興国の利下げを受けて、世界の緩和マネーが金利の高い中国に流入し、人民元が独歩高の様相を呈したことから（図表-18）、市場では中国が利下げするのではないかと観測が浮上してきた。（図表-18）

足元の消費者物価の落ち着きを勘案すれば、利下げの余地は十分あるものの、利下げは賃金インフレや住宅価格の高騰を助長するリスクも高いため、雇用や景況感が悪化して“暗い成長鈍化”にならない限り、中国が利下げに動く可能性は低いだろう。

むしろ、中国政府が潜在成長率の想定を7-8%程度へ引き下げた<sup>(注)</sup>と見られる中では、成長率が8%を超えるとインフレ抑止に動き出すと考えられることから、想定どおりの景気回復となれば、来年初には利上げに動く可能性が高いと見ている。



(注) 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05月08日号を参照

## 4. 中国経済見通し

### [メインシナリオ]

今年の全人代では、主な所期目標の第一に「経済の安定した成長を保つ」を掲げ、昨年「経済の安定した比較的高い成長を保つ」から「比較的高い」を削除、また「健全な発展」を強調するなど、新たにスタートした指導部は「比較的高い成長」よりも「健全な発展」を重視する方針を示していた。

新指導部によるこれまでの政策運営を振り返ると、成長率が4四半期連続で8%割れとなったにも拘わらず、成長を促すような景気テコ入れ策は打ち出さなかった。むしろ、「健全な発展」に資する政策（腐敗汚職の撲滅、過剰生産設備の淘汰、住宅バブル膨張の抑制、人民元高の許容、地方政府の債務リスクの抑制、理財商品（理财产品）の管理強化など）を次々に発動し、「比較的高い成長」にはマイナスの寄与となった。従って、新指導部は全人代で示した方針どおりの政策運営を行ったといえるだろう。

そして、成長の持続性を高めるには「健全な発展」に資する政策を推進して経済構造を転換する必要があり、今までのところ雇用や景況感に暗さの無い「明るい成長鈍化」となっていることから、新指導部は今後も目先の高成長には囚われず、「健全な発展」を重視した政策運営を続けるものと考えられる。

今後の経済見通しとしては、2013年が前年比7.8%増、2014年が同7.9%増、2015年が同7.7%増と予想している。内訳は、純輸出は海外経済の最悪期脱出で0.1-0.2ポイント程度のプラス寄与が続き、総資本形成（投資）は過剰生産の抑制で徐々にプラス寄与が低下するものの、最終消費は個人消費を中心に2014年以降徐々にプラス寄与が上昇していくと見ている（図表-19）。

### [リスク要因]

リスク要因としては、海外経済の低迷が長引くという海外リスクの他に、国内にもリスクがある。メインでは、新指導部は「健全な発展」に資する政策を推進するものの、雇用や景況感に陰りが見えた時には景気テコ入れ策で失速を回避すると想定しているが、雇用や景況感に異変が生じた時に臨機応変な対応ができないと、「明るい成長鈍化」が暗転して景気が失速するリスクがある。高成長の歪みを正す「健全な発展」の推進は、当面の景気に負のインパクトを与えるだけに、今後の政策運営が注目される。

(図表-19) 予測表（年毎）

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.8	7.8	7.9	7.7
最終消費	寄与度、%	4.1	4.0	4.2	4.3
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.7	3.5	3.3
純輸出	寄与度、%	▲0.2	0.1	0.2	0.1
消費者物価	前年比、%	2.6	2.7	3.3	3.2

(図表-20) 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)	(実績)	(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	7.7	7.6	7.8	7.8	8.1	8.1	7.9	7.7
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.1	2.4	2.5	2.7	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3
預金金利(1年)	期末、%	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	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	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.29	6.32	6.34	6.29	6.27	6.20	6.15	6.10	6.05	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。