

Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し

～金融市場混乱で成長率はさらに鈍化も、李首相の政策スタンス変化で景気失速はない

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

1. 中国では、4-6月期の実質経済成長率が前年同期比7.5%増と前四半期を下回るなど成長鈍化が続いている。雇用情勢や企業マインドは引き続き良好だが若干の陰りも見え始めた。李首相は経済成長率や就業水準の“下限”に言及、これまでの政策スタンスには変化の兆しがある。
2. 輸出は、今年1-6月期に前年同期比10.4%増と昨年の伸びを上回っているが、“水増し”を勘案した実態はそれより悪い。今後も人民元高や製造業PMI（新規輸出受注）の低迷で大幅改善は見込みづらいが、来年には欧州経済が最悪期を脱することなどで回復に向かうだろう。
3. 消費は、今年1-6月期の小売売上高が前年同期比12.7%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1-6月期の固定資産投資が前年同期比20.1%増と昨年の伸びを下回っている。今後は、消費流通関連や環境インフラ関連の伸びは高まるものの、過剰生産設備を抱える製造業や理財商品の健全化で不動産関連の投資が鈍ることから、減速傾向を強めると予想する。
5. また、6月には短期金利が一時急上昇した。これは中国人民銀行が理財商品の健全な発展を促すため資金供給を見送ったことが原因と見られ、理財商品を通じて資金調達してきた地方政府のインフラ投資や不動産開発投資は、従来の想定よりも鈍化傾向を強めると思われる。
6. 中国経済見通しは、2013年前年比7.5%増、2014年同7.6%増、2015年同7.2%増と予想。

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	7.5	7.6	7.2
最終消費	寄与度、%	4.1	3.9	4.1	4.2
総資本形成	寄与度、%	3.9	3.6	3.3	3.0
純輸出	寄与度、%	▲ 0.2	0.0	0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.7	3.0	2.9

1. 李首相の政策スタンスに変化の兆し

中国国家统计局が7月15日に発表した2013年4-6月期の実質経済成長率は、前年同期比7.5%増と前四半期の同7.7%増より0.2ポイント低下、これで5四半期連続の8%割れとなった(図表-1)。また、同時に発表された前期比を見ると、4-6月期は前期比1.7%増と前四半期の同1.6%増を僅かに上回ったものの、年率換算すれば7%割れという状況が半年に渡り続いていると思われる(図表-2)。

(図表-1)



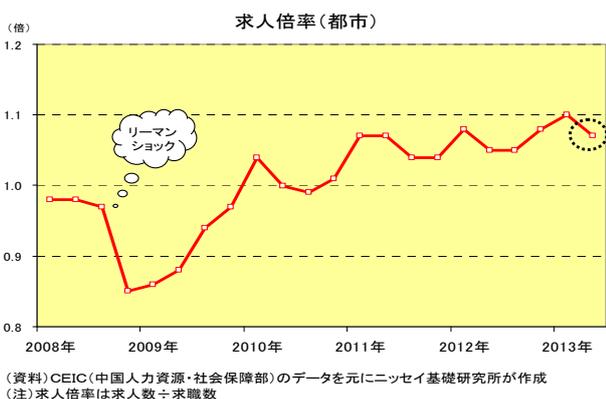
(図表-2)



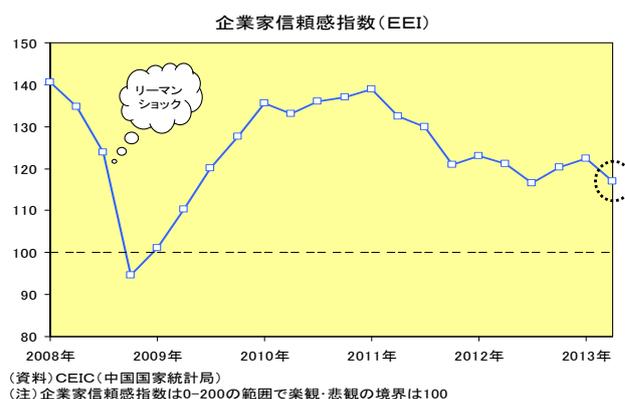
一方、雇用情勢を示す求人倍率(求人数÷求職数)の推移を見ると、4-6月期は1.07倍と引き続き求人数が求職数を上回る状況が維持されたものの、前四半期の1.10倍に比べると若干低下した(図表-3)。また、企業マインドを示す企業家信頼感指数も4-6月期は117.0と、楽観・悲観の境界となる100を引き続き上回る状況が続いたものの、前四半期の122.4と比べると若干低下した(図表-4)。このように、成長鈍化にも拘わらず明るさを保ってきた雇用情勢や企業マインドには若干の陰りが見えてきた。

このような経済環境下で、李首相は7月9日に「経済成長率、就業水準などが“下限”を、物価上昇率などが“上限”を超えないようにしなければならない」と表明した。これは「健全な発展」を優先して成長鈍化を許容してきたこれまでの政策スタンスに一石を投じるもので、雇用情勢が悪化すれば政策スタンスを景気重視に切り替える可能性を示唆したものと考えられる。そして、7月19日には貸出金利の下限撤廃を発表(実施は20日)、24日には零細企業に対する減税を発表(実施は8月)している。

(図表-3)



(図表-4)

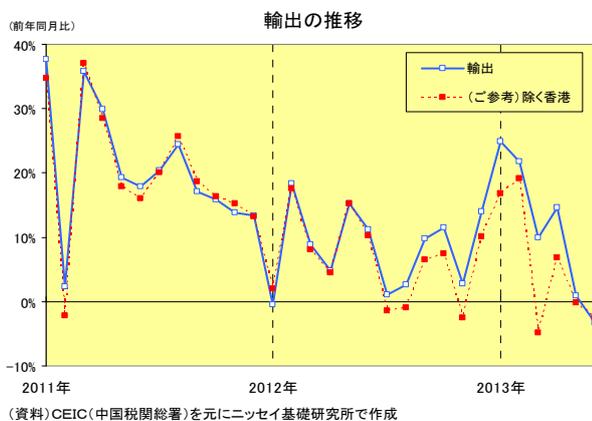


2. 需要別の動向

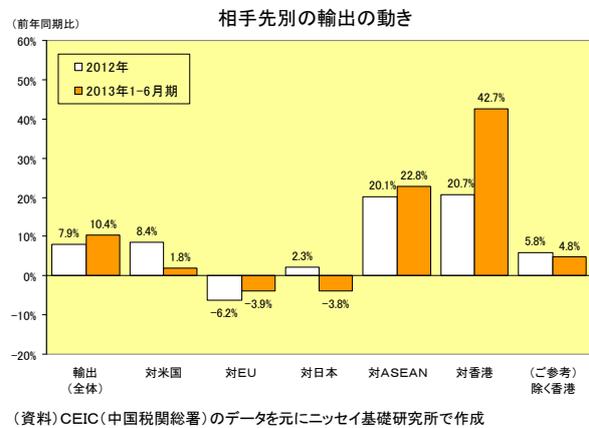
1 | 輸出の動向

今年 1-6 月期の輸出は前年同期比 10.4%増と昨年の前年比 7.9%増を上回っている。但し、“輸出水増し”は中国当局も認めるところで、実態はもう少し悪いと思われる。相手先別に見ると、欧州向けが前年同期比3.9%減、日本向けも同3.8%減と前年割れで、米国向けも同1.8%増と昨年の伸びを下回る。また、“輸出水増し”の主要ルートとされる香港向けが同 42.7%増と異常に高い伸びを示しており、それを除くと同 4.8%増となることから、実態は昨年をやや下回る伸びと見るのが妥当だろう(図表-5、6)。

(図表-5)



(図表-6)



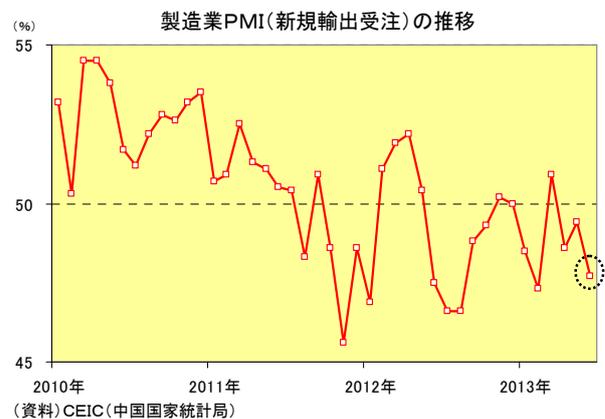
[今年は停滞も、来年には改善]

今後を考えると、中国政府が人民元高を許容した中で輸出競争力は落ちてきており(図表-7)、輸出の先行指標となる製造業PMI(新規輸出受注)も好不調の境界となる50を3ヵ月連続で下回っていることから(図表-8)、当面輸出の伸びの改善は見込みづらい。但し、来年には欧州経済が最悪期を脱し米国経済の回復も続くと考えていることから、中国の輸出は徐々に回復に向かうと予想している。

(図表-7)



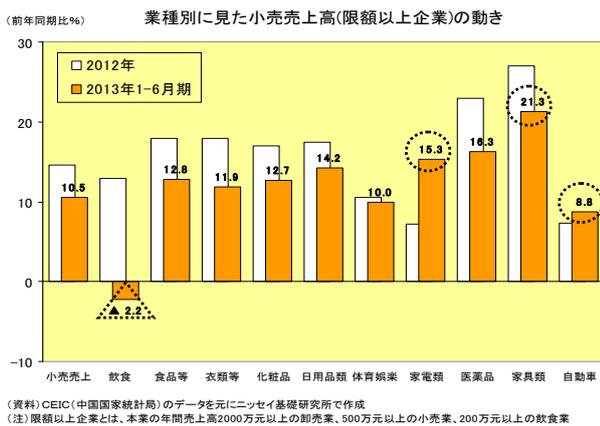
(図表-8)



2 | 個人消費の動向

今年 1-6 月期の小売売上高は前年同期比 12.7%増と昨年の前年比 14.3%増を下回っている。内訳を見ると（図表-9）、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である。また、6 月単月の小売売上高は前年同月比 13.3%増と前月より 0.4 ポイント伸びが高まるなど回復の兆しもある（図表-10）。

（図表-9）



（図表-10）

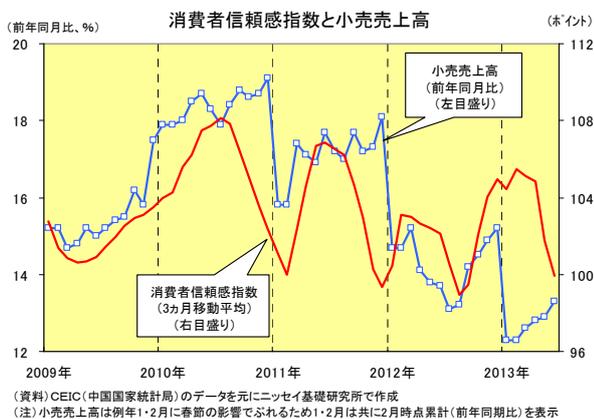


【今年は停滞気味も、来年以降は徐々に回復へ】

今後を考えると、綱紀粛正の動きがマイナス要因になるのに加え、消費者信頼感指数も落ちてきたため、当面は消費のさらなる改善は見込みにくい（図表-11）。但し、住宅販売は依然として2割超の高い伸びを維持しており（図表-12）、耐久消費財の購買意欲は引き続き旺盛だろう。

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）



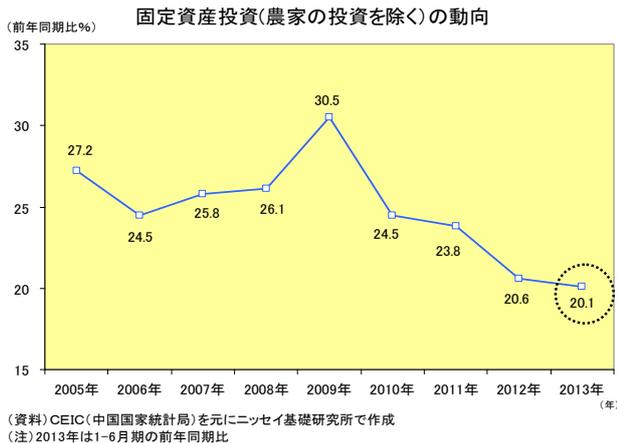
（図表-12）



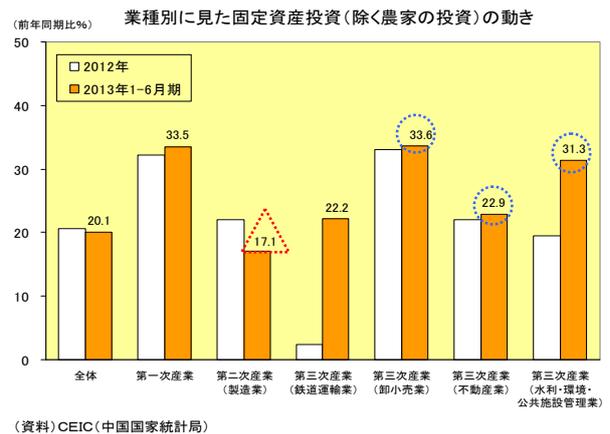
3 | 投資の動向

今年 1-6 月期の固定資産投資（除く農家の投資）は前年同期比 20.1%増と昨年の前年比 20.6%増を下回っている（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 17.1%増と昨年の前年比 22.0%増から減速する一方、消費拡大が期待される卸小売業、住宅販売が好調な不動産業、環境対策が積極化する水利・環境・公共施設管理業の伸びが高まり、投資を下支えしている（図表-14）。

(図表-13)



(図表-14)



【製造業・不動産業の減速を主因に減速傾向】

今後を考えると、消費主導への構造転換が進むサービス関連の投資は、消費流通を中心に高い伸びを維持するだろう。また、「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、大気汚染対策、水質汚濁対策、ごみ処理能力増強、循環型経済やスマートシティ化の推進などの環境インフラ関連の投資は、今後も高い伸びを維持する可能性が高いだろう（図表-15）。

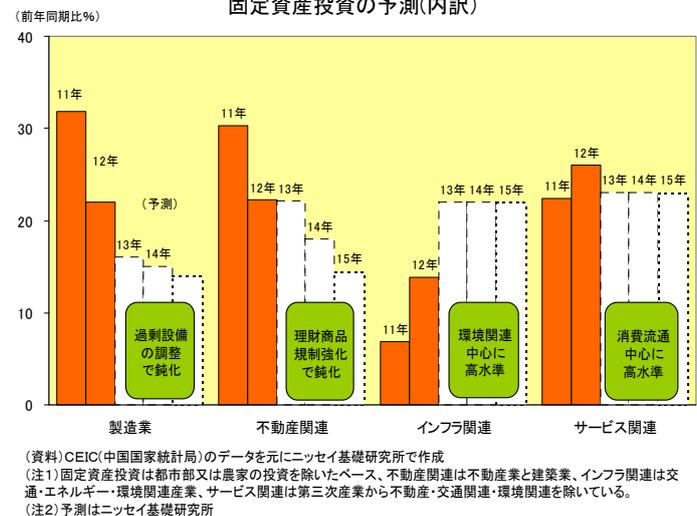
一方、「健全な発展」に軸足を移した政府は、製造業の過剰生産設備に危機感を強めていることから、環境対応の投資は増えても、増産のための投資は鈍り、製造業の投資は減速傾向と見てい

(図表-15)

る。また、不動産業の投資は、今年 1-6 月期には前年同期比 22.9%増と昨年の伸びを上回ったが、中国政府は不動産規制の強化に動き出しており、理財商品に対する規制強化（次頁で説明）もファイナンス面から不動産業の投資を抑制すると見込むことから、伸びは徐々に鈍化すると見ている（図表-15）。

以上のように、環境インフラ関連やサービス関連の投資は高い伸びを維持するものの、投資の3分の1を占める製造業や4分の1を占める不動産業のように全体に占める割合が大きい分野での鈍化により、投資全体の伸びは鈍化傾向を辿ると予想している。

固定資産投資の予測(内訳)



3. 6月の金融市場混乱とその影響

中国では、6月に短期金利が一時急上昇する場面が見られた。短期金利の指標である上海銀行間取引金利（SHIBOR）の翌日物は、それまで2～3%台で推移していたが、端午節の連休を控えた6月8日には9%台へ、20日には13%台へと急上昇、金融不安が一気に高まった。その後、6月25日に中国人民銀行が「適時に銀行システムの流動性を調節し、短期金利の異常な動きを抑える」と表明すると、短期金融市場は落ち着きを取り戻し、SHIBOR（翌日物）は3%程度まで低下した。但し、期間の長いターム物は高止まりしており、市場の警戒感は払拭しきれていないようである（図表-16）。

（図表-16）



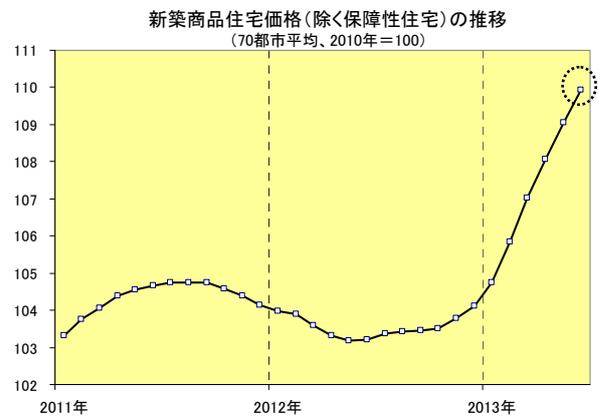
（資料）CEIC

上半期末である6月は、企業所得税（法人税に相当）支払いのための預金の引き出しなどで、銀行の資金繰りはもともと苦しいが、理財商品と呼ばれる資産運用商品（ウェルス・マネジメント・プロダクト）の償還が大量（約24兆円）になったこともあって、銀行間の資金需給は逼迫していた。それでも、中国人民銀行が十分に資金供給すれば、これほど短期金利が上昇することは無かったとの見方が多い。

中国人民銀行が資金供給を見送った背景には、銀行業監督管理委員会が今年3月に理財商品の健全な発展を促すため、①流動性に配慮した健全な運用、②商品ごとの分別管理、③顧客へのリスク説明徹底などを指示していたにも拘わらず、それが十分に実行されず、金利の低い短期で資金を調達して長期の運用に回す不健全な動きに歯止めが掛からなかったことがある。理財商品は、国有銀行から国有企業にしか回らない中国の硬直的な金融システムに風穴をあけ、今後有望な民間企業に資金を回すルートとして高い期待が寄せられた枠組みでもあるが、現時点では流動性リスクや分別管理の不徹底など多くの問題を抱え、金融当局の融資規制を回避して不動産開発業者や地方政府の融資プラットフォーム（注）に資金供給する迂回ルートとして利用されたため、健全な発展に向けて強力な軌道修正が必要になったのだと思われる。

（図表-17）

それでは、今回の措置は、中国の実体経済にどのような影響をもたらすのだろうか。迂回ルートをふさがれる地方政府は自由な資金調達が難しくなり、中央政府の厳しい管理下に置かれて、地方政府主導のインフラ投資の勢いは鈍化するだろう。また、今回の措置で、資金繰りや調達コスト上昇に懸念を深めた不動産開発業者は、投資を抑制する可能性があり、借入返済のために在庫を減らすようだと、住宅バブル膨張にも歯止めが掛かるだろう（図表-17）。



（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

（注） 地方政府がインフラ整備の資金を調達するために設立した投資会社

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、昨年の「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最高指導部は「比較的高い成長」よりも「健全な発展」を優先する方針を示した。

これまでのところ、経済成長率が5四半期連続で8%割れとなったにも拘わらず、経済成長を抑制するような政策（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、短期金利上昇の許容など）を次々に発動し、「比較的高い成長」よりも「健全な発展」を優先してきた。このような政策スタンスは、①インフレも雇用不安もない持続可能な成長率（潜在成長率）が7-8%に低下したこと（注1）、②製造業の過剰生産設備、地方政府の過剰債務、住宅バブルの膨張、不健全な形で理財商品の膨張など経済のバブル化が進行したことを踏まえれば、適切な判断だといえるだろう。

今のところ雇用不安は小さいことから、当面は「健全な発展」を優先する政策スタンスが維持されて、7-9月期の経済成長率は一旦7%台前半に落ち込む可能性が高いだろう。しかし、前述のとおり李首相の政策スタンスには変化の兆しがでてきており、健全化でリストラされる雇用の受け皿としてサービス産業の育成に注力すると見られることから（注2）、下限とされる7%を下回ることはないだろう。但し、サービス産業の育成は、民間企業の活力に依存する面が強いだけに、従来の公共投資のような即効性は期待できない。従って、しばらくは7%台半ばでの経済成長が続くだろうと考えている（図表-18、19）。

〔リスク要因〕

一方、経済の健全化によって失業者が増えたにも拘わらず、サービス産業での雇用創出が進まず、雇用不安に陥る恐れがあることも否定できない。バブル化してしまった経済を円滑に健全化させることは、口で言うほど簡単ではないだけに、今後の新最高指導部の手腕が問われることになりそうである。

（図表-19） 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)	(実績)	(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	7.5	7.3	7.5	7.7	7.7	7.6	7.3
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.1	2.4	2.4	2.7	3.1	3.0	3.2	3.0	2.9
預金金利(1年)	期末、%	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
貸出金利(1年)	期末、%	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.29	6.32	6.34	6.29	6.27	6.18	6.15	6.15	6.10	6.05	6.00	6.00

（注1）「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

（注2）「中国の産業構造高度化～“世界の工場”からの卒業とサービス産業の将来性」Weeklyエコノミストレター 2013/06/28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。