

Weekly エコノミスト・ レター

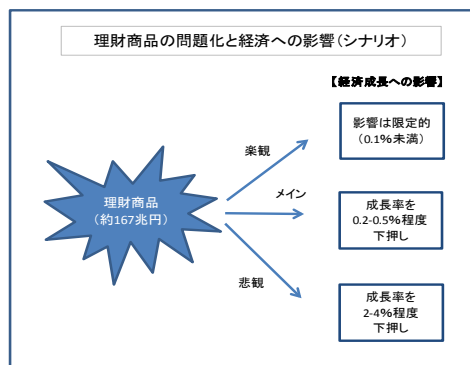
中国経済見通し ～理財商品に揺れる中国経済の行方

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

1. 2013年の経済成長率は前年比7.7%増と成長目標(7.5%前後)を上回った。需要別の寄与度は、総資本形成(投資)が4.2ポイント、最終消費が3.9ポイント、純輸出が▲0.3ポイントとなった。これで2年連続の8%割れとなったが、今のところ雇用不安は生じていない。
2. 今後(2014-15年)は、輸出は欧米経済の回復を背景に2013年の伸び(7.9%)をやや上回り純輸出がプラス寄与へ、消費は良好な雇用環境と所得向上を背景に2013年の伸び(13.1%)と同程度の安定した伸びを維持、投資は消費サービス関連が好調ながらも約3割を占める製造業や約5割のインフラ・不動産関連の鈍化で2013年の伸び(19.6%)を下回ると予想する。
3. 2013年の消費者物価上昇率は前年比2.6%上昇と抑制目標(3.5%前後)を下回った。今後は価格改革により物価上昇圧力が掛かりそうだが、潜在成長率並みで景気に過熱感がない中ではインフレも適度な上昇に留まるだろう。一方、住宅価格は前月比の上昇ピッチが年率換算で約4.9%上昇と、一人あたり可処分所得の伸びを下回ってきており、温州市(浙江省)では再び下落が加速するなど下値不安もあることから、今後は上昇よりも下落に注意が必要な局面になる。
4. 昨年を振り返ると、新たな成長基盤を作る(ビルド)政策と高成長の歪みを正して経済の健全化を進める(スクラップ化)政策を交互に推進し、成長目標は達成したものの経済のディレバレッジは十分に進まなかった。今年も昨年と同じような経済政策運営となりそうだが、今年も昨年よりも経済のディレバレッジに軸足を置いた運営になる可能性があると思われる。
5. 経済見通しは、2014年が前年比7.5%増、2015年が同7.3%増(下左図)。リスクとしては理財商品の問題続出が挙げられる。メインシナリオでは景気失速には至らないと想定しているが、理財商品にどれだけ不健全なものが含まれているのかは依然不透明なだけに、今後も理財商品を巡る動きから目が離せない状況が続いてしまいそうである(下右図)。

経済予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.7	7.7	7.5	7.3
最終消費	寄与度、%	4.2	3.9	3.8	3.9
総資本形成	寄与度、%	3.6	4.2	3.6	3.3
純輸出	寄与度、%	▲0.2	▲0.3	0.1	0.1
消費者物価	前年比、%	2.6	2.6	2.7	3.0



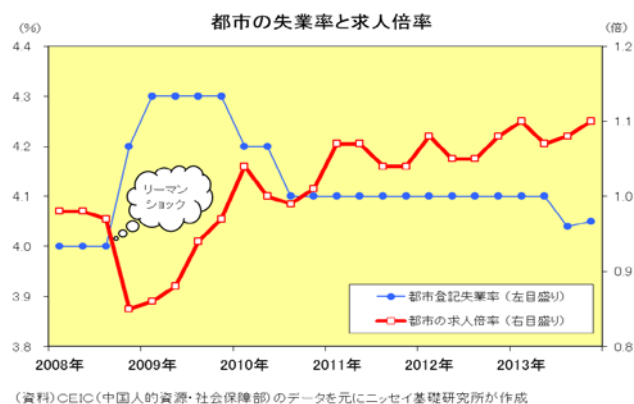
1. 経済全般

中国国家统计局が1月20日に発表した2013年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比7.7%増と前四半期（7-9月期）の伸び（同7.8%）を0.1ポイント下回った（図表-1）。これで2012年1-3月期以降8四半期連続の8%割れとなったが、前回8%割れとなったリーマンショック後（2008年10-12月期～2009年1-3月期）のように求人倍率の低下といった雇用悪化は見られない（図表-2）。周知のとおり大卒者の就職難など雇用のミスマッチは依然として存在するものの、生産年齢人口（16歳以上-60歳未満）が2013年に244万人減少するなど労働者の新規供給圧力は鈍化しており、8%超の高成長でなくともマクロ的には雇用が確保できる状況になったことが背景と思われる。

(図表-1)



(図表-2)



また、2013年通期の実質GDP成長率は前年比7.7%増と当初の成長目標（7.5%前後）を上回った。需要別の寄与度を見ると、総資本形成（投資）は4.2ポイントと前年よりプラス寄与を増やしたものの、最終消費は3.9ポイントと前年よりプラス寄与が減り、純輸出も▲0.3ポイントと3年連続のマイナス寄与となった（図表-3）。産業別の成長率を見ると、第三次産業は前年比8.3%増と前年の伸びを上回ったものの、第一次産業は同4.0%増、第二次産業は同7.8%増と前年の伸びを下回った。また、GDP全体に占める第三次産業の比率（46.1%）が初めて第二次産業（43.9%）を上回るなど産業構造の高度化は緩やかだが着実に進展している（図表-4）。

(図表-3)

【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
2004年	3.9%	5.5%	0.7%
2005年	4.4%	4.4%	2.5%
2006年	5.1%	5.5%	2.0%
2007年	5.6%	6.0%	2.6%
2008年	4.3%	4.5%	0.8%
2009年	4.6%	8.1%	-3.4%
2010年	4.5%	5.5%	0.4%
2011年	5.3%	4.4%	-0.4%
2012年	4.2%	3.6%	-0.2%
2013年	3.9%	4.2%	-0.3%

(資料)CEIC(中国国家统计局)

(図表-4)

【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
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%	7.9%	8.1%
2013年	4.0%	7.8%	8.3%

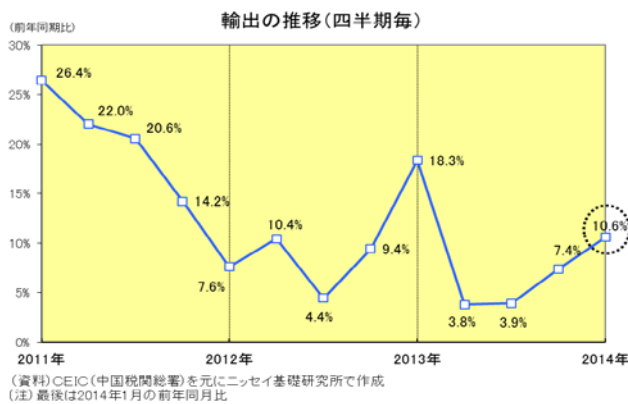
(資料)CEIC(中国国家统计局)

2. 需要別の動き

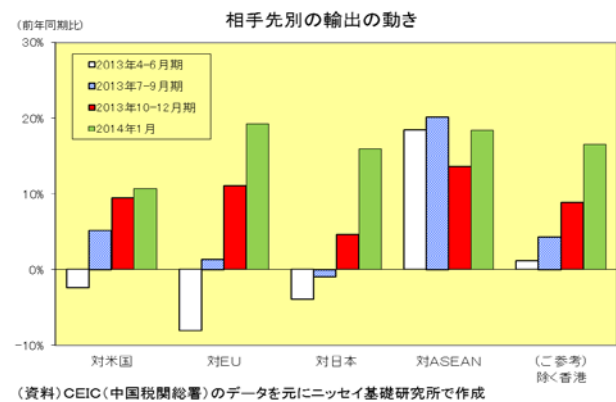
1 | 輸出の動向

2013年の輸出は2.2兆ドル、2012年と比べた伸びは7.9%増で、前年と同程度の伸びを示した。四半期毎の動きを見ると、昨年の年央には2四半期連続で前年同期比3%台の伸びに留まっていたが、昨年10-12月期には同7.4%増、今年1月は前年同月比10.6%増と、輸出は回復基調にあるようだ(図表-5)。相手先別に見ると、米国、欧州、日本といった先進国向け輸出の伸びが顕著で、ASEAN向けも依然として高い伸びを維持している(図表-6)。

(図表-5)



(図表-6)

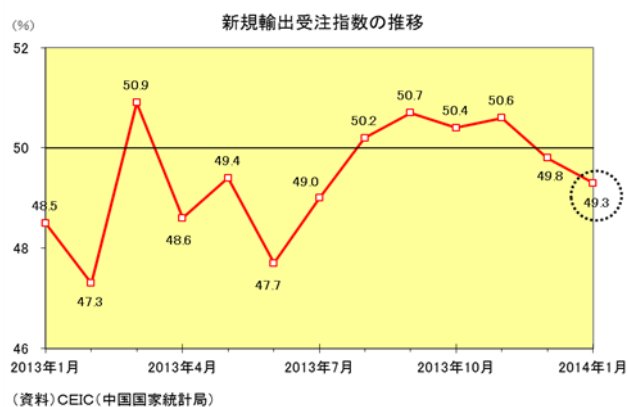


【今後、輸出は緩やかに伸びを高める】

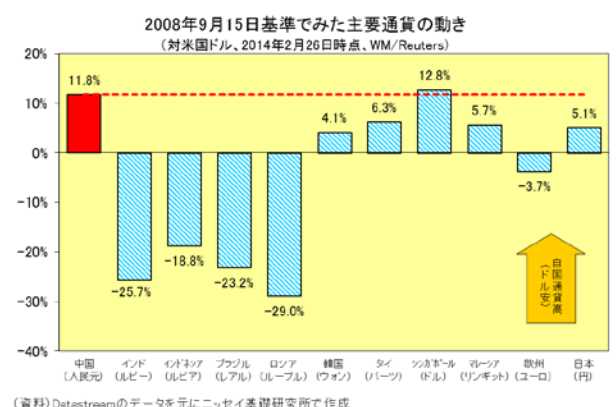
今後の輸出を考えると、先行指標となる製造業PMI(新規輸出受注)が拡張収縮の境界となる50を2ヵ月連続で下回り(図表-7)、また1月の高い伸びの背景には春節前の駆け込みがあり2月にはその反動減が予想されることから、当面の輸出は冴えない伸びに留まりそうである。また、中国の通貨(人民元)は相対的に割高になるなど輸出競争は厳しさを増している(図表-8)。

しかし、欧州経済が最悪期を脱し米国経済も回復を続けることから、今春には伸びが高まり、2014-15年の輸出は昨年の伸び(7.9%)を上回り、純輸出はプラス寄与に転換すると予想している。

(図表-7)



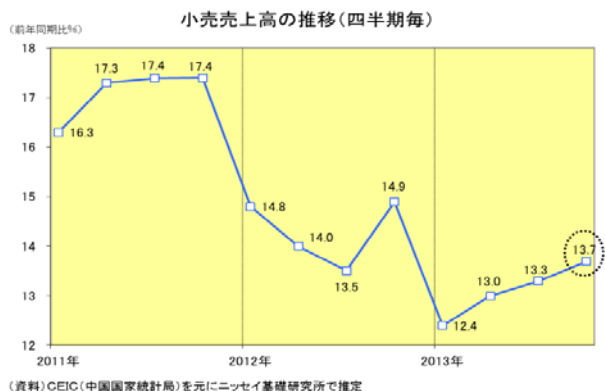
(図表-8)



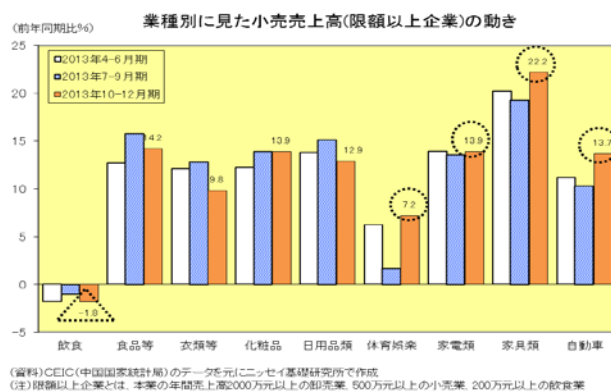
2 | 個人消費の動向

消費の代表指標である小売売上高は、当研究所の推定では¹ 10-12月期に前年同期比13.7%増と7-9月期の同13.3%増をやや上回り、1-3月期の前年同期比12.4%増をボトムとした回復基調が続いている(図表-9)。内訳を見ると、飲食は綱紀粛正の動きを受けて前年割れが続いたものの、家具、自動車、家電などの耐久消費財が依然として好調に推移していることに加えて、低迷していた体育娯楽もやや上向いてきており、豊かさを求める消費需要に改善の兆しがある(図表-10)。

(図表-9)



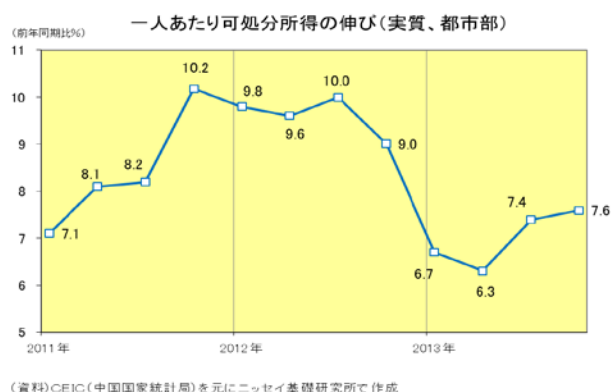
(図表-10)



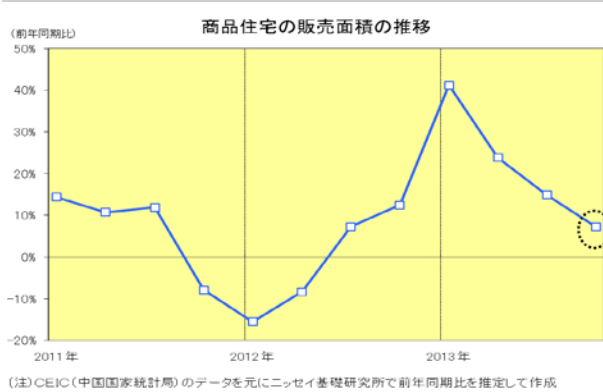
[今後、消費の伸びは安定的]

今後の消費を考えると、前述のとおり雇用環境は良好で、可処分所得の伸びも上向いてきたことから、所得増が消費を牽引すると思われる(図表-11)。また、高額消費の抑制要因だった腐敗汚職撲滅運動は今後も続くだろうが、8項規定²が決定されて丸1年が経つことから、マイナスの影響はやや軽減される。但し、耐久消費財の販売を牽引してきた住宅販売が鈍化、新たなマイナス要因に浮上しているため(図表-12)、2014-15年の消費は2013年の伸び(13.1%)と同程度と予想する。

(図表-11)



(図表-12)



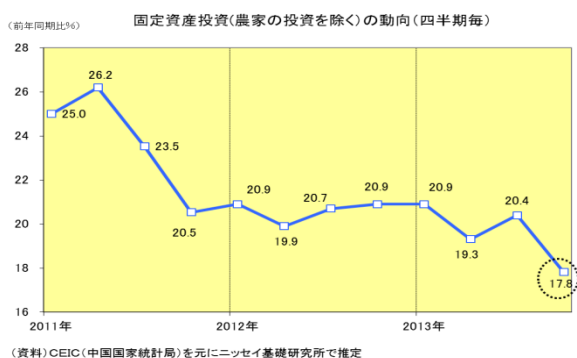
¹ 中国国家统计局は四半期毎の伸びを発表していないため当研究所で推定

² 2012年12月の中共中央政治局会議で、調査・研究の改善、会議活動の簡素化、書類の簡素化、訪問活動の規範化、警備作業の改善、ニュース報道の改善、草稿発表の厳格化、勤勉・節約の奨励の8項目が決定された。その実施から2013年末までに調査・処分の対象となったのは2万4521件(処分者3万420人)とされる

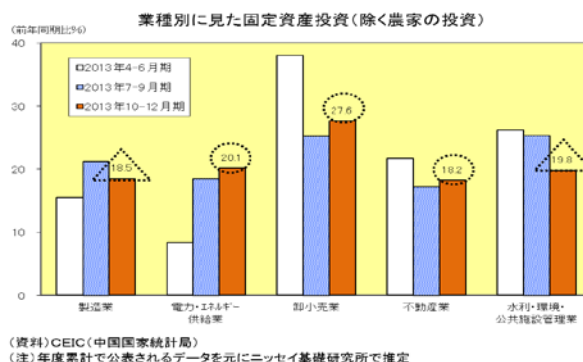
3 | 投資の動向

投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）は、当研究所の推定では³10-12月期に前年同期比17.8%増と7-9月期の同20.4%増を大きく下回った（図表-13）。業種別に見ると、消費拡大の流れが追い風になる卸小売業が再び伸びを高めたほか、環境対策で新たな投資が必要な電力・エネルギー供給業や不動産業が伸びを高めたものの、過剰生産設備を抱える製造業の伸びは鈍化、高い伸びが続いていた水利・環境・公共施設管理業の伸びもやや鈍ってきた（図表-14）。

（図表-13）



（図表-14）



【今後、投資の伸びは減速へ】

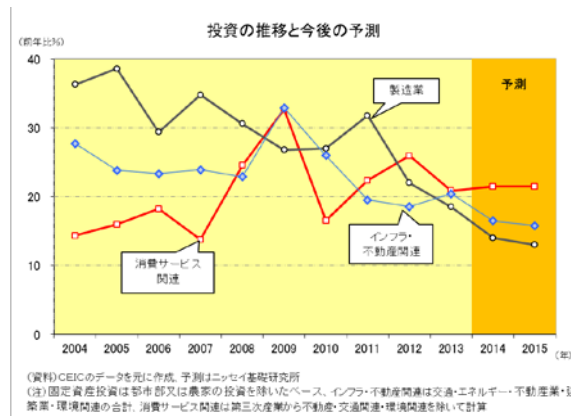
今後の投資を考えると、所得向上を背景に消費が安定的に伸びることから、消費サービス関連の投資は引き続き前年比2割増程度の高い伸びを維持すると見ている。

一方、製造業の投資は、2011年までは前年比3割増前後の高い伸びを示していたが、ここ2年は伸びが鈍化してきた。戦略的新興産業や環境対応の投資は今後も増えるだろうが、中国政府が昨年10月に供給過剰な5業種（鉄鋼、セメント、電解アルミ、板ガラス、船舶）の生産能力を削減する指針を示し、2017年までは新たな生産能力の拡大を行わないとしていることから、製造業全体の伸びはさらに鈍化すると思われる。

また、インフラ・不動産関連の投資は、理財商品に対する監督強化で、地方政府債務の急膨張に歯止めがかかるとともに、不動産デベロッパーの資金調達も苦しくなることから高い伸びは維持できないだろう。但し、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、渋滞緩和のための都市交通システム、クリーン電源と接続するための送電網整備など環境関連のインフラ整備の必要性はまだ高いことから、全体では10%台後半の伸びを維持すると見ている。

このように消費サービス関連は好調ながらも、約3割を占める製造業や約5割のインフラ・不動産関連の鈍化で、2014-15年の投資は2013年の伸び（19.6%）を下回ると予想する（図表-15）。

（図表-15）



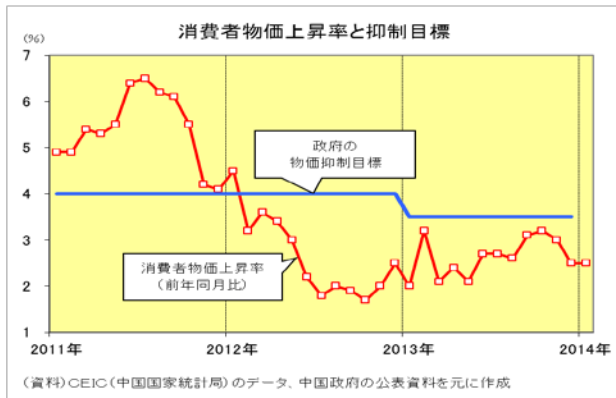
³ 中国国家统计局は四半期毎の前年同期比を公表していない

3. 消費者物価と住宅価格

〔消費者物価は適度な上昇〕

2013年の消費者物価上昇率は前年比2.6%上昇と抑制目標(3.5%前後)を下回った(図表-16)。今年1月も前年同月比2.5%上昇と大きな変化はなく、食品が前年同月比3.7%上昇とやや高く、サービス価格がじわじわと上昇ピッチを速めているものの、衣類は同1.9%上昇、家庭用品サービスは同1.5%上昇、居住費が同2.8%上昇と生活必需品は適度な上昇に留まっている(図表-17)。今後は、昨年の3中全会で打ち出された価格改革が本格化するのに伴って、エネルギー関連や鉄道運賃などに上昇圧力が掛かりそうではあるが、潜在成長率並みで景気に過熱感がない中ではインフレも適度な上昇に留まると見ている。

(図表-16)



(図表-17)

消費者物価(分類別、前年同月比) (単位: %)

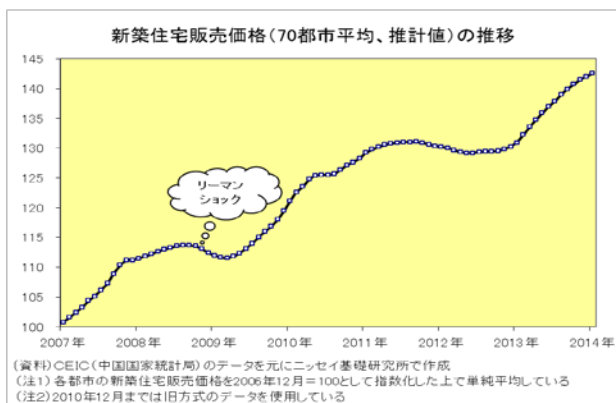
	消費者物価								消費品 (モノ)	サービス	
	食品		衣類	家庭用品 サービス	交通通信	娯楽教育 文化用品 サービス	居住	品目別			
	うち 生鮮野菜							消費品 (モノ)			サービス
2013年1月	2.0	2.9	2.6	2.5	1.5	▲0.3	0.5	2.9	2.0	2.2	
2013年2月	3.2	6.0	10.0	2.1	1.6	0.2	2.0	2.8	3.3	3.1	
2013年3月	2.1	2.7	▲10.3	2.3	1.6	▲0.3	1.7	2.9	1.7	3.1	
2013年4月	2.4	4.0	5.9	2.5	1.6	▲1.1	1.5	2.9	2.2	2.9	
2013年5月	2.1	3.2	▲1.9	2.5	1.6	▲1.2	1.3	3.0	1.8	2.8	
2013年6月	2.7	4.9	9.7	2.3	1.5	▲0.7	1.4	3.1	2.6	2.7	
2013年7月	2.7	5.0	11.8	2.2	1.4	▲0.1	1.3	2.8	2.7	2.7	
2013年8月	2.6	4.7	5.2	2.2	1.4	0.0	1.2	2.6	2.5	2.7	
2013年9月	3.1	6.1	18.9	2.3	1.4	▲0.2	1.9	2.6	3.1	2.9	
2013年10月	3.2	6.5	31.5	2.4	1.5	▲0.6	2.5	2.6	3.2	3.1	
2013年11月	3.0	5.9	22.3	2.0	1.3	▲0.5	2.8	2.6	2.9	3.3	
2013年12月	2.5	4.1	2.6	2.1	1.4	▲0.1	2.9	2.8	2.2	3.3	
2014年1月	2.5	3.7	2.1	1.9	1.5	0.2	3.3	2.8	2.0	3.7	

(資料) CEIC (中国国家统计局)

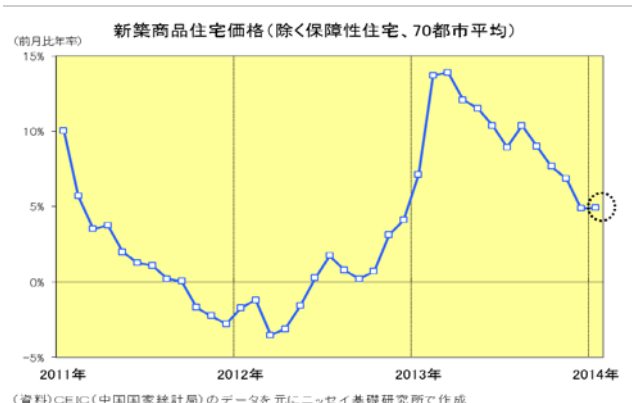
〔住宅価格は下落に注意が必要な局面に転換〕

一方、住宅価格は引き続き上昇、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当研究所で算出した平均は今年1月も最高値を更新した(図表-18)。但し、前月比の上昇ピッチは年率換算で約4.9%上昇と、一人あたり可処分所得の伸び(2013年は名目で前年比10.9%増、実質で同8.1%増)を下回ってきており、温州市(浙江省)では再び下落が加速するなど下値不安もあることから、今後は上昇よりもむしろ下落に注意が必要な局面になりそうだ(図表-19)。

(図表-18)



(図表-19)



4. 経済政策の行方

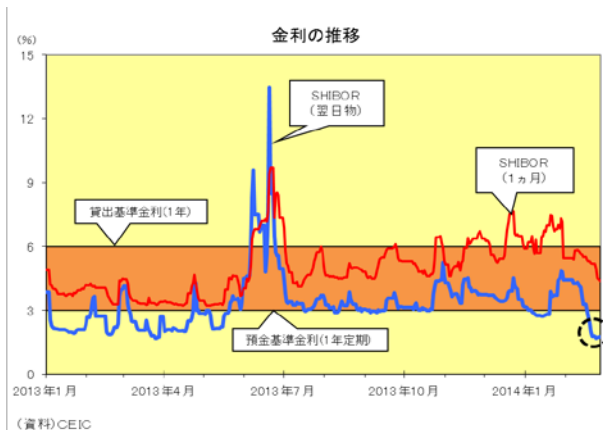
1 | 昨年（2013年）の経済政策の振り返り

昨年の経済政策運営を振り返ると、昨年3月に就任した李克強首相が構造改革を推進する方針（いわゆるリノミクス）を打ち出し、製造業が抱える過剰生産設備の淘汰や地方政府が抱える過剰債務の整理、腐敗汚職の撲滅など、これまでの高成長の歪みを正して経済の健全化を進める（スクラップ化）政策を進めたことから、2012年10-12月期に前年同期比7.9%増まで高まっていた経済成長が4-6月期には同7.5%増まで鈍化した。しかし、スクラップ化の政策を進めたことで景気に陰りが見えると、情報インフラの整備、環境産業の育成、都市交通の充実を含む都市環境の質的改善など、新たな成長基盤を作る（ビルド）政策を次々に打ち出したことから7-9月期には一旦景気は回復した。但し、引き続きスクラップ化の政策も推進されたことから10-12月期には再び成長がやや鈍化することとなった。このように中国政府はスクラップ化とビルドの政策を上手く使い分けながら、潜在成長率（7-8%程度）並みの経済成長を維持しつつも、経済の健全化を図り円滑に経済のディレバレッジ（過剰投資・過剰債務の縮小）を進めようとしているのだと思われる。

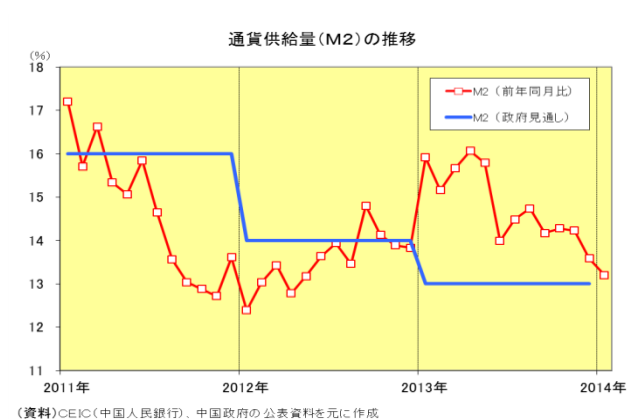
また、経済のディレバレッジを進める上では金融政策も引き締め気味の運営となった。中国人民銀行は「穏健な（中立型）金融政策」との旗を降ろさず、貸出・預金の基準金利も操作しなかったことから、金融政策がいつ引き締めめに転じたかは明確ではない。しかし、SHIBOR（翌日物）の動きを見ると、6月に一時13%台に急騰する前（1-5月期）の日々平均が2.51%で、7-9月期は同3.26%、10-12月期は同3.72%と徐々に上昇、5-6月頃に引き締めの金融スタンスに転じたと見られる（図表-20）。これを受けて長期金利は上昇に転じ⁴、通貨供給量（M2）の伸びも鈍り12月には前年同月比13.6%増まで鈍化している（図表-21）。また、銀行業監督管理委員会などの監督当局と協力しつつ、理財商品の健全化や地方政府債務の総量コントロールなども行われたと見られる。

このように2013年は、適度な経済成長を維持しつつディレバレッジを進めることを目指したものの、成長率が目標に達するなど適度な経済成長は実現できたが、M2の伸びが政府見通し（約13%）を上回るなど経済のディレバレッジは十分に進まなかったと評価するのが妥当だろう。

（図表-20）



（図表-21）



⁴ 長期金利上昇については「[中国の長期金利上昇について](#)」Weeklyエコノミスト・レター 2013/9/27号、「[中国経済見通し～7%台で一進一退へ、リスクは長期金利の上昇](#)」Weeklyエコノミスト・レター 2013/11/22号を参照

2 | 今後の経済政策の行方

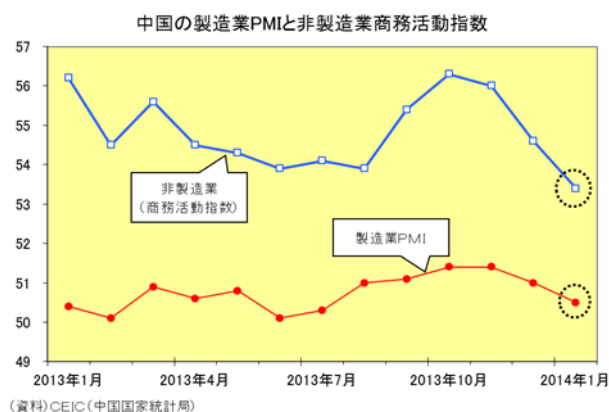
今後も昨年と同じように、雇用不安もインフレ懸念も小さい潜在成長率並みの経済成長を維持しつつも、経済の健全化を図り円滑に経済のディレバレッジを進める経済政策運営となるだろう。昨年12月に開催された中央経済工作会議では、「生産能力過剰の解消」や「地方政府の債務リスク抑制・解消」を挙げており、今年1月には「シャドールバンキング業務強化の若干の問題に関する通知（107号文書）」を通達しているからである。

昨年よりも経済のディレバレッジに軸足を置くとすれば、3月に開催される全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）では、成長目標を昨年の「7.5%前後」よりも低く設定することになるだろう。李克強首相は十分な就業数を確保するためには「経済の7.2%成長が必要」と述べたことがあり「7.2%前後」になるのかも知れない。第12次5ヵ年計画（2011-2015年）では年平均成長率を「7%」に引き下げており⁵、「7.2%前後」に引き下げることは整合性の面でも問題はない。また、中国共産党第18回全国代表大会で打ち出した2020年に「国内総生産（GDP）と都市・農村住民1人あたりの収入を2010年の2倍にする」という中国版の所得倍増計画も達成可能と見られる⁶。今年の成長目標は「7.5%前後」に据え置かれるとの見方も根強いが、成長目標を下げるようなら、経済のディレバレッジを昨年よりも強力に進めるとするサインと捉えて良いだろう。

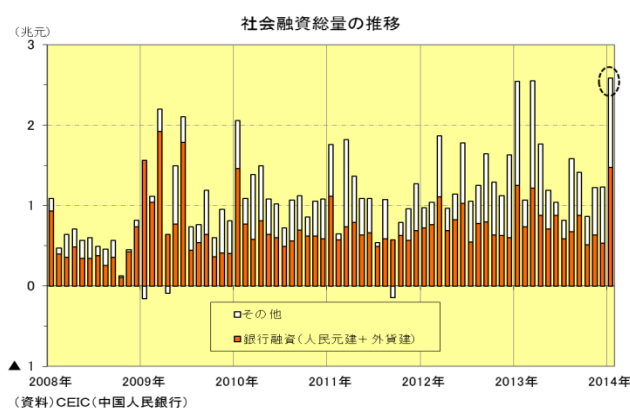
また、経済のディレバレッジに軸足を置いた経済政策運営になるとしても、雇用不安が生じるなど景気が悪化すれば、昨年と同様に新たな成長基盤を作る（ビルド）政策を打ち出すとともに、「穏健な（中立型）金融政策」との旗を降ろさない中国人民銀行は引き締め的な金融スタンスを一時的に緩和することもありうる。実際、製造業PMIが落ちるなど景気に陰りが見え始めた中で（図表-22）、中国人民銀行が2月15日に発表した1月の社会融資総量は2.58兆元と前月と比べて1.3兆元超増えて月間の過去最高を更新しており（図表-23）、短期金利も急低下しSHIBOR（翌日物）は昨年4月以来となる2%割れとなってきた（図表-20）。

このように中国政府は、今後もスクラップ化とビルドの政策を上手く使い分けて、潜在成長率並みの経済成長を維持しつつも、経済の健全化を図り円滑に経済のディレバレッジを進める経済政策運営を行うだろうと見ている。

（図表-22）



（図表-23）



⁵ 第11次5ヵ年計画（2006-2010年）では年平均成長率を7.5%と想定していたが、第12次5ヵ年計画ではそれを0.5ポイント引き下げて年平均7%と下方修正している

⁶ 2014年以降2020年までの年平均成長率が6.8%で、国内総生産（GDP）を実質ベースで2倍にできると思われる。但し、都市・農村住民1人あたりの収入については所得分配や人口の伸び次第の面が残る

5. 中国経済見通し

〔メインシナリオ〕

以上のことから、中国の経済成長率は今後も緩やかに減速し、2014年は前年比7.5%増、2015年は同7.3%増と予想している。輸出は欧米経済が回復してもマイナス寄与が若干のプラス寄与に転じる程度で多くは期待できず、投資は中央政府が経済のディレバレッジを進める中で地方政府主導の投資にこれまでのような勢いは期待できず、個人消費は底堅く推移するものの4ポイント前後のプラス寄与に留まると考えているからである（図表-25）。

〔リスクの所在〕

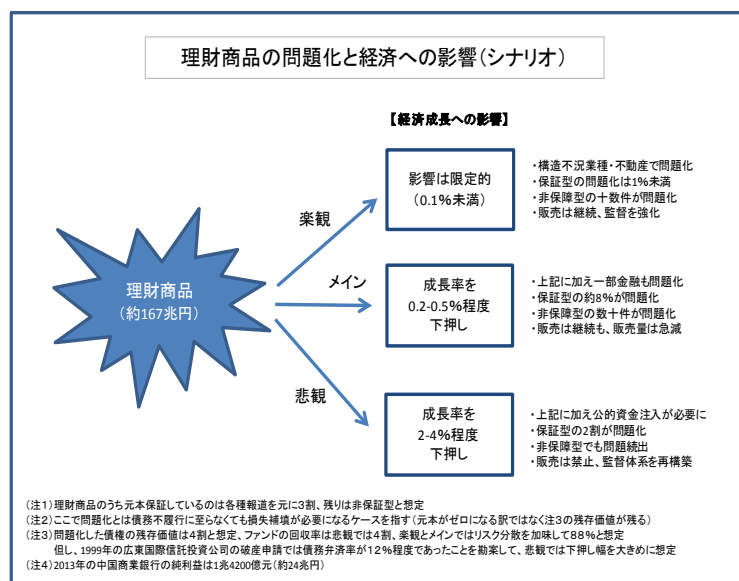
一方、経済成長率が7%を大きく割り込む場合を考えると、経済のディレバレッジを進める過程で、理財商品の問題化が続出し、経済成長に大きな負のインパクトを与えるケースが考えられる。

理財商品には元本保証型と非元本保証型がある。約3割の元本保証型の場合には、期日に元本が償還できないとその責任を負う企業主体（銀行などの金融業）が損失を補填する必要がでてくる。元本保証型の平均収益率は5.6%程度とAA格社債の半年金利（6%台半ば）を約1ポイント下回っていることから、それほど危険な運用をしなくても利鞘が稼げる状況にあり、大部分は健全と見られる。但し、中には8%超の利回りを提示するものもあり、こうした理財商品が問題化すると、損失補填で銀行などの経営体力⁷が削られる可能性がある。

他方、全体の約7割を占める非元本保証型の場合には、投資信託と同じで運用に失敗しても投資家が責任を負うので、本来的には銀行や運用会社が責任を負う必要はない。しかし、そもそも不適切な運用をしていたのなら運用会社に責任があり、販売時に元本保証と誤解されるような話法を使ったのなら販売会社にも責任が生じるので、運用や販売をする銀行などの金融業に累が及ぶ可能性も排除できない。

（図表-24）

図表-24に示したように、メインシナリオでは、理財商品の問題化が経済成長率を若干押し下げると想定しているものの、金融不安に陥り景気を失速させるような事態には至らないと見ている。但し、理財商品にどれだけ不健全なものが含まれているのかは依然不透明なだけに、悲観シナリオに示したように大幅に経済成長を鈍化させるリスクも否定し切れない。従って、今後も理財商品を巡る動きから目が離せない状況が続いてしまいそうである。



⁷ 2013年の中国商業銀行の純利益は1兆4200億元(日本円換算で約24兆円)

(図表-25) 経済予測表

経済予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.7	7.7	7.5	7.3
最終消費	寄与度、%	4.2	3.9	3.8	3.9
総資本形成	寄与度、%	3.6	4.2	3.6	3.3
純輸出	寄与度、%	▲ 0.2	▲ 0.3	0.1	0.1
消費者物価	前年比、%	2.6	2.6	2.7	3.0

	単位	2012年				2013年				2014年				2015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	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(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	7.7	7.5	7.8	7.7	7.7	7.6	7.2	7.3	7.5	7.5	7.2	7.0
消費者物価	前年同期比、%	3.8	2.9	1.9	2.1	2.4	2.4	2.8	2.9	2.6	2.9	2.7	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
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	3.00	3.00	3.00	3.00
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	6.10	6.10	6.10	6.10	6.05	6.03	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。