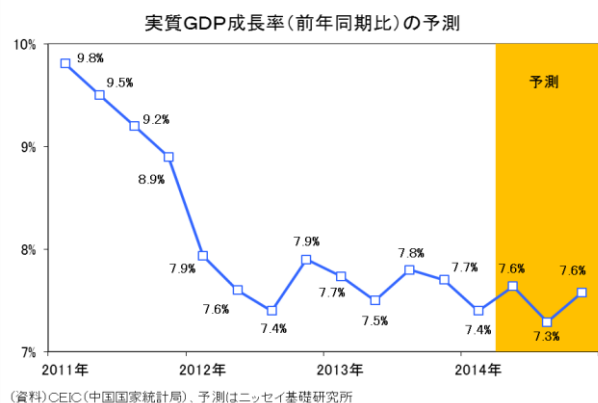
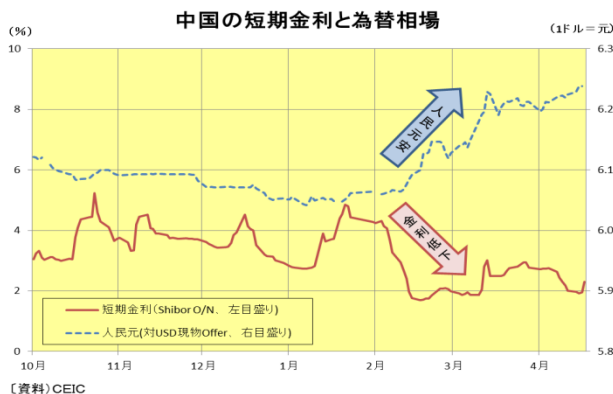


Weekly エコノミスト・ レター

中国経済： 1-3 月期の経済概況と当面の見通し

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

- 2014年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%増と2四半期連続で前四半期の伸びを下回り、前期比では1.4%増と年率換算すれば5%台後半という極めて低い伸びとなった。但し、3月単月の工業生産や製造業PMI（生産経営活動予想指数）を見ると改善しており、1-3月期の中でも最後の3月には景気に回復の兆しが見え始めたといえるだろう。
- 1-3月期の輸出は前年同期比3.4%減と前四半期（同7.4%増）から大きく減速した。但し、全体の約17%を占める香港向けが前年同期比3割減となったことが影響しており、決して良くはないが過度の懸念も不要だろう。今後を考えると、欧州向けは回復基調、寒波で落ち込んだ米国向けは反動増が期待できることから、5月には輸出の伸びが高まるだろう。
- 個人消費の代表指標である小売売上高は1-3月期に前年同期比12.0%増と昨年の伸びを（同13.1%増）を下回った。経済成長率が鈍化したのとは逆に一人あたり可処分所得の伸びは高まっており、3月には消費者マインドも改善に転じたことから、景気悪化の波及には注意を要するものの、当面の個人消費は底堅いだろうと思われる。
- 投資の代表指標である固定資産投資は1-3月期に前年同期比17.6%増と昨年の伸び（同19.6%増）を大きく下回った。長期的趨勢としては、消費サービス関連の伸びは高いものの製造業の減速で全体は減速傾向という構造と思われる。当面の景気変動の原因となるのはインフラ・不動産関連となりそうだが、地方政府の債務拡大は難しく減速傾向となるだろう。
- 2月には短期金利が低下し人民元安に誘導するなど金融は緩和気味に調整された（下左図）。3月には新型都市化計画が発表され、4月にも鉄道建設目標を引き上げたことなどで、4-6月期の成長率は前期を上回るだろう。但し、今回の景気対策は規模が小さく、今後もディレバレッジを進めると見られることから、7-9月期には再び成長率が鈍化するだろう（下右図）。

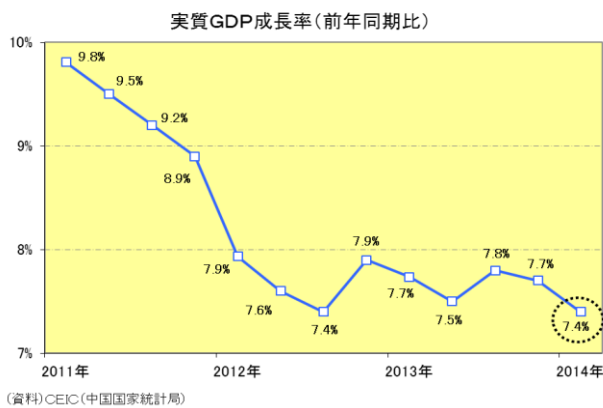


1. 国内総生産（GDP）

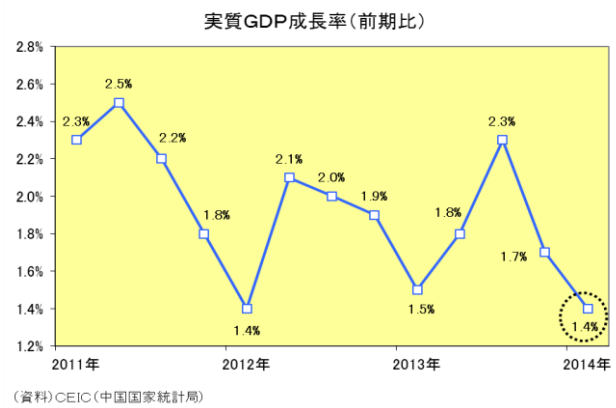
中国国家统计局が発表した2014年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%増と2四半期連続で前四半期の伸びを下回った（図表-1）。産業別に見ると、第一次産業は前年同期比3.5%増、第二次産業は同7.3%増、第三次産業は同7.8%増と、全ての産業分類で今年の伸びを下回っている。また、この1-3月期も第三次産業が第二次産業の伸びを上回り、第三次産業への構造転換はさらに進展した。

他方、図表-2に示した前期比の伸びを見ると、1-3月期は前期比1.4%増と昨年10-12月期の同1.7%増（改定前は同1.8%増）を0.3ポイント下回った。これで2四半期連続の減速であり、年率換算すれば5%台後半という極めて低い伸びに留まった（図表-2）。

（図表-1）

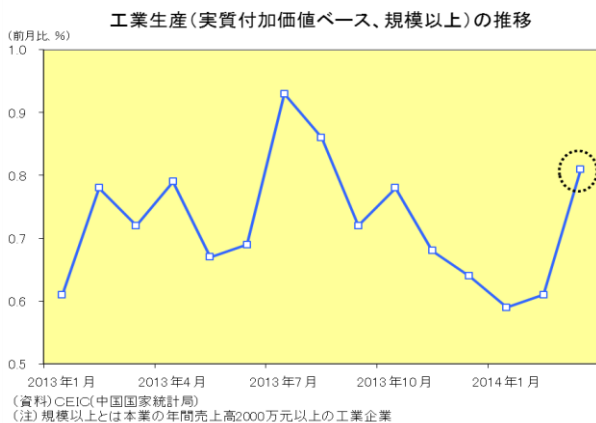


（図表-2）

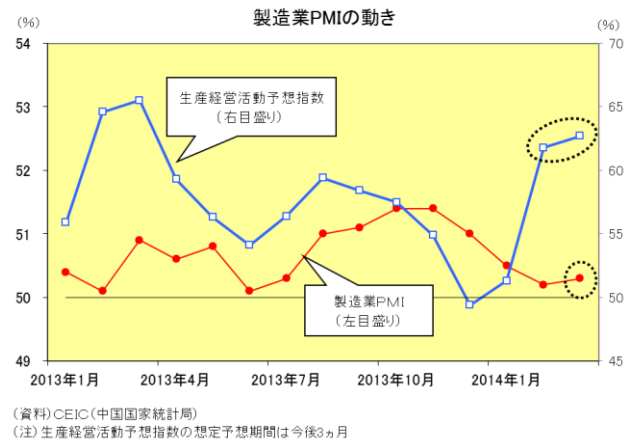


一方、同時に発表された月次統計を見ると、3月の工業生産（実質付加価値ベース、規模以上）は前年同月比8.8%増と1-2月期の前年同期比8.6%増を少し上回った。図表-3に示した前月比の動きを見ても、3月の工業生産は大幅に上昇している。図表-4に示した製造業PMIを見ても、3月は50.3%と2月より若干ながら改善しており、今後3ヵ月以内の生産経営活動に対する予想も2月に大幅改善し、直後の3月にも高位を維持したことから、1-3月期の中でも最後の3月には景気に回復の兆しが見え始めたといえるだろう。

（図表-3）



（図表-4）

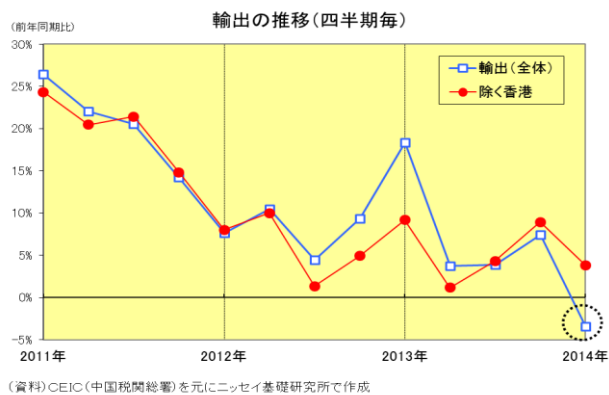


2. 需要別の動向

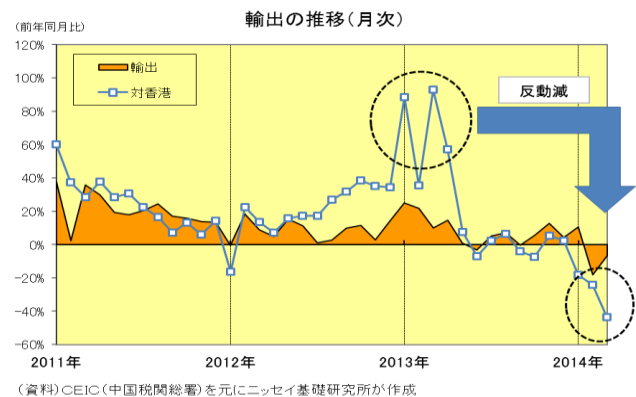
1 | 輸出の動向

1-3 月期の輸出は前年同期比 3.4%減と前四半期（同 7.4%増）から大きく減速してマイナスに転じた（図表-5）。相手先別に見ると、日本向けは前年同期比 6.9%増と前四半期を上回ったものの、その他の国・地域向けでは鈍化が目立ち、特に米国向けは同 1.4%増と大きく鈍化、全体の約 17%を占める香港向けが同 31.3%減と前年水準を大きく割り込んだ。香港向けが急減した背景には、前年同時期に所謂“水増し”で輸出が急増した反動があると思われる（図表-6）。そこで、香港向けを除いて見ると、輸出の減速はマイルドで、決して良くはないが過度の懸念も不要だろう（図表-5）。

（図表-5）



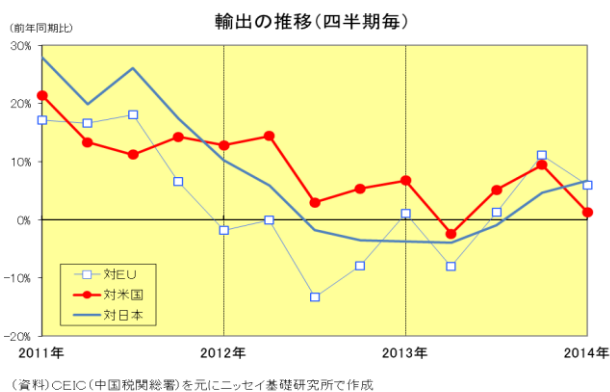
（図表-6）



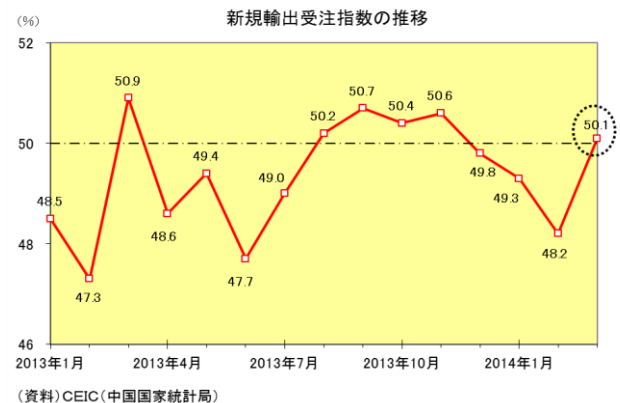
〔今後の輸出は徐々に伸びを高める〕

今後の輸出動向を考えると、消費税引き上げ前の駆け込み需要で増えた日本向けは 4-6 月期に反動減となりそうだが、欧州向けは緩やかな回復基調が続くと見られ、寒波の影響で落ち込んだ米国向けも 4-6 月期には反動増が期待できるだろう（図表-7）。また、2 月中旬以降の人民元安も中国の輸出にとってはフォローの風で、3 月には先行指標となる製造業 PMI（新規輸出受注）が 4 ヶ月ぶりに拡張・収縮の境界となる 50 を上回ってきたことから、香港向けの反動減の影響が薄まる 5 月以降には、輸出の伸びが徐々に高まると思われる（図表-8）。

（図表-7）



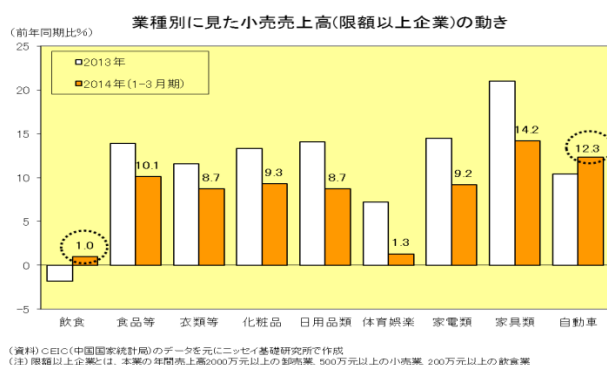
（図表-8）



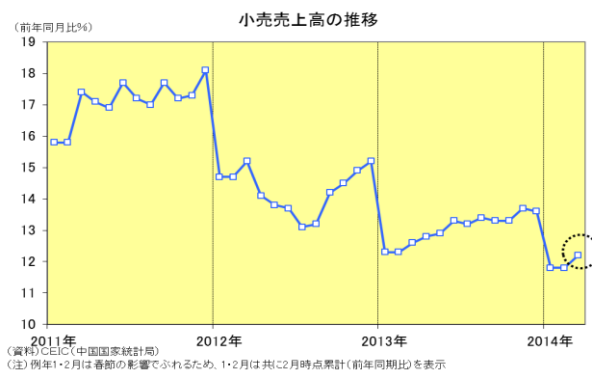
2 | 個人消費の動向

個人消費の代表指標である小売売上高は、1-3 月期に前年同期比 12.0%増と昨年の前年比 13.1%増を下回った。内訳を見ると、食品から家電・家具に至る幅広い領域で昨年伸びを下回ったものの、前年割れが続いていた飲食は腐敗汚職撲滅運動の旗印である 8 項規定¹ が決定されて丸 1 年が経過したこともあってプラスに転じ、自動車も昨年伸びを上回っている（図表-9）。また、3 月単月では前年同月比 12.2%増と 1-2 月期の前年同期比 11.8%増よりも少し上向いた（図表-10）。

(図表-9)



(図表-10)

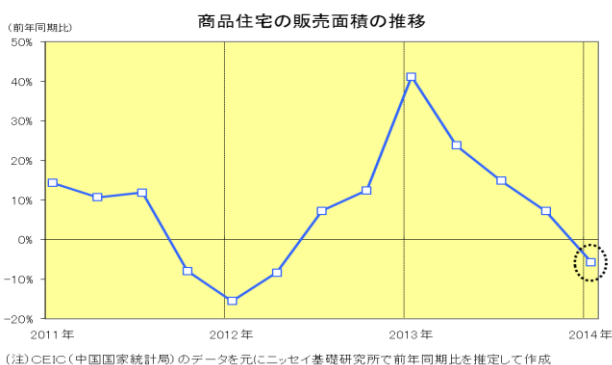


【景気悪化の個人消費への波及には注意を要するも、当面は底堅い】

今後の個人消費動向を考えると、最近の景気悪化が個人消費にも波及する恐れがある。昨年は住宅販売の急増でその箱に収まる耐久消費財の消費も好調だったが、1-3 月期の住宅販売は前年割れに落ち込んでおり当面はそれが期待しにくいからである（図表-11）。さらに景気が悪化すると雇用情勢（失業率や求人倍率）も悪化に転じて、個人消費にも下ぶれ懸念が浮上しかねないだろう。

但し、今のところ消費者マインドに悪化の兆しは見られず3月はむしろ改善している（図表-12）。この背景には、経済成長率が昨年前年比 7.7%増から 1-3 月期には前年同期比 7.4%増へ 0.3 ポイント低下したにもかかわらず、全国住民（都市と農村）一人あたり可処分所得が昨年前年比 8.1%増（価格要素を排除した実質）から 1-3 月期には前年同期比 8.6%増へ 0.5 ポイント上昇、景気悪化が個人所得の悪化に結びついていないことがある。従って、今後も景気悪化の波及には注意を要するものの、当面の個人消費は底堅く推移すると思われる。

(図表-11)



(図表-12)



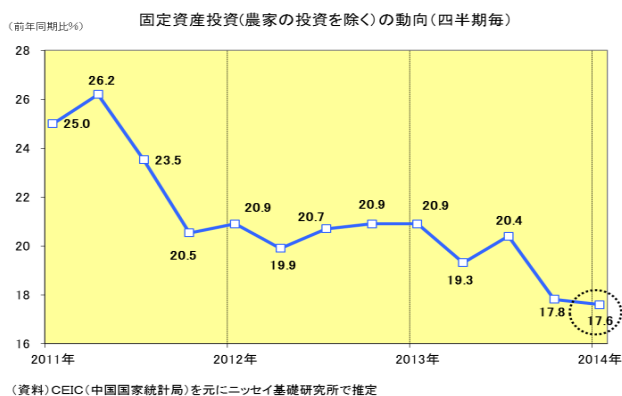
¹ 2012年12月の中共中央政治局会議で、調査・研究の改善、会議活動の簡素化、書類の簡素化、訪問活動の規範化、警備作業の改善、ニュース報道の改善、草稿発表の厳格化、勤勉・節約の奨励の8項目が決定された。

3 | 投資の動向

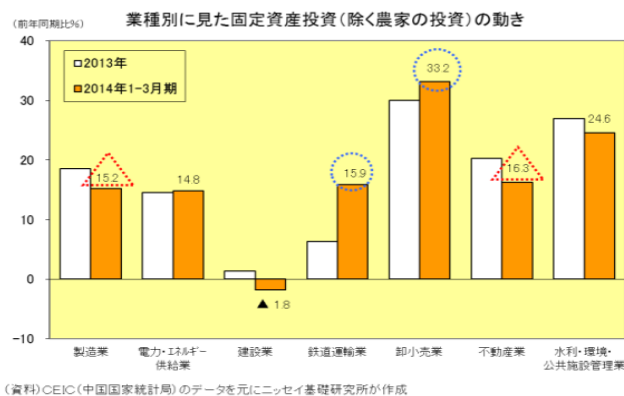
投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）は1-3月期に前年同期比17.6%増と昨年の前年比19.6%増を大きく下回った。但し、当研究所が推定した昨年10-12月期（17.8%増）と比べると小幅な減速であり、年明けとともに急減速した訳ではない（図表-13）。

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や都市整備で注目の鉄道運輸業は昨年より伸びを高めたものの、過剰生産設備を抱える製造業やバブル懸念がある不動産業では昨年より伸びが鈍っている（図表-14）。資金源別に見ると、国家予算内資金や国内融資による投資が昨年の伸びを上回る一方、外資利用や自己資金による投資は昨年の伸びを下回っている。特に全体の7割弱を占める自己資金による投資の鈍化が全体の伸びを鈍らせた主因と思われる（図表-15、16）。

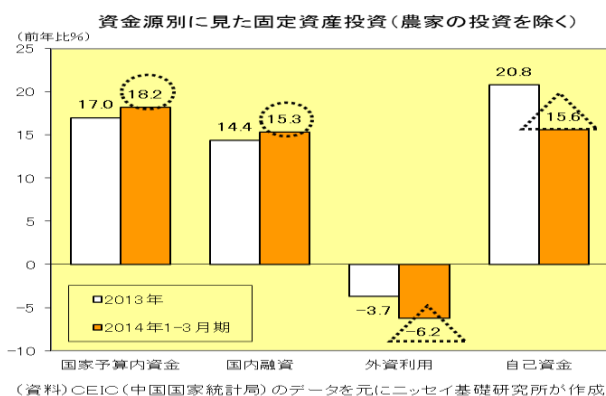
（図表-13）



（図表-14）

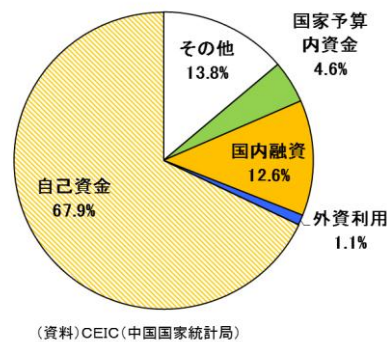


（図表-15）



（図表-16）

固定資産投資（資金源別）の構成比（2012年）



【消費サービス関連は高い伸びも、製造業は減速で、全体は長期的な減速トレンド】

中国の産業構造は、第二次産業から第三次産業への高度化が進む過程にあり、製造業の投資は長期的に減速傾向、消費サービス関連の投資は長期的に高い伸びが続くと見られる。製造業の世界シェアが約2割とGDPの世界シェア（約1割）を大きく上回る製造大国の中国では、輸出先の需要が減退すると設備が十分稼働せず過剰生産設備に陥る製造業が多い²。高い賃金上昇が続く中国の製造業では、国内よりも安い賃金で労働力が確保できる後発新興国への投資が増えてきており、伝統的な製造業の投資は長期的に減速傾向を辿りそうだ。但し、同じ製造業でも今後の主役となる戦略

² 中国政府は2013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拡大を行わないとするなど、過剰生産設備に陥った業種では中国政府がコントロールに乗り出している

的新興産業では積極的な投資が行われるだろうし、伝統的な製造業でも環境対応のための投資はこれから増加すると見られることから、一定の伸びは維持すると思われる。

一方、高い賃金上昇率は個人消費にはプラス寄与することから、消費サービス関連にはフォローの風であり、ビジネスチャンスも増えて投資も長期的に高い伸びが続くと見られる。しかし、消費サービス関連は製造業と比べて規模が小さいことから、減速を若干緩和する程度に留まるだろう。

〔インフラ・不動産関連は、地方政府の債務拡大が難しく減速傾向〕

このように投資構造の長期的な主役交代が緩やかに進展する中で、当面の短期的な景気変動の原因となるのは、投資の約半分を占めるインフラ・不動産関連だろう。電力供給・上下水道整備・住宅建設など動脈系のインフラ整備は既に十分進んでいることから、これまでのような“量的確保”のための投資急拡大は影を潜める可能性が高いが、“質的改善”のための投資需要は依然として大きく残る。電力供給では大気汚染など環境問題を、上水道整備では水質問題を抱えており、下水道やごみ処理施設など静脈系のインフラ整備は遅れ気味である。また、風力発電などクリーン電源は整備されたものの送電網整備が遅れて十分に稼動しなかったり、大型ニュータウンは整備したものの人が住まずゴーストタウン化したりと非効率な投資も目立つ。従って今後は、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、渋滞緩和のための地下鉄など都市交通整備、クリーン電源と接続するための送電網整備など、環境問題の解決や効率性の向上に資する“質的改善”のための投資が中心になるとと思われる。

そこで問題になるのが財源である。地方政府の債務は既に巨大化しており更に債務を急拡大することは難しい。従って、財源不足を補うべく中国では官民連携（PPP）³による新たなインフラ整備手法を模索し始めているが、企業が前向きに取り組むにはそれに見合うビジネスチャンスが必要で、政府（中央、地方）が魅力的なビジョンを提示できるかが成否のカギを握る。但し、こうした新たな取組みを軌道に乗せるには時間がかかることから、当面はやや減速することになるだろう。

3. 消費者物価と住宅価格

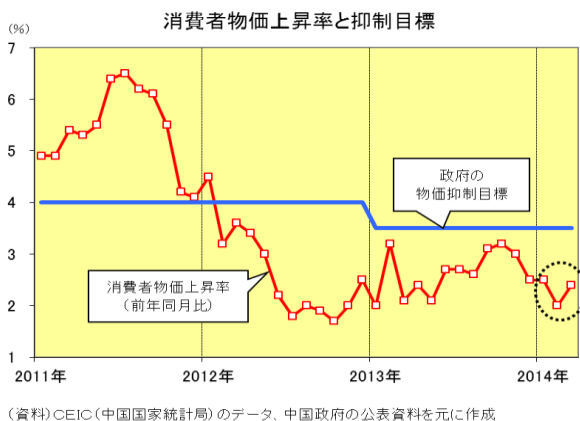
〔消費者物価・住宅価格はともに落ち着いた動き〕

3月の消費者物価上昇率は前年同月比2.4%上昇と抑制目標（3.5%前後）を大幅に下回っている（図表-17）。食品はやや高めで推移しているものの、じわじわと上昇していたサービス価格が落ち着きつつある。今後は昨年3中全会で打ち出された価格改革の本格化で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だが、景気が減速する中ではインフレ懸念も高まり難いだろう。

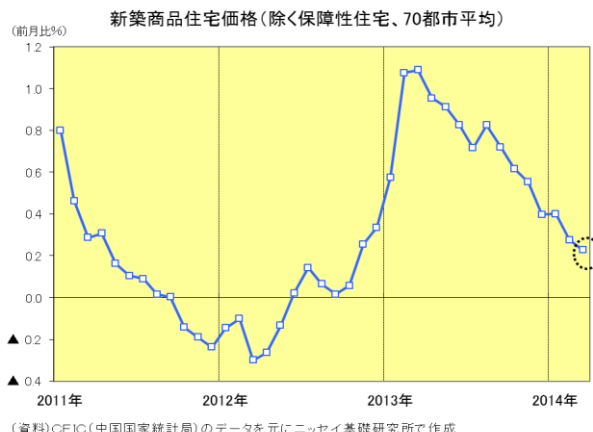
住宅価格は引き続き上昇基調だが、その勢いは鈍ってきた。中国国家统计局が毎月公表する住宅販売価格を元に当研究所で試算したところ、3月は70都市平均で前月比0.23%上昇（年率換算では約2.8%）と、全国住民一人あたり可処分所得の伸び（1-3月期は名目で前年同期比11.1%増、実質で同8.6%増）を下回ってきた（図表-18）。これは消費者物価上昇率と同程度の上昇ピッチであり、ほぼ適正範囲内だといえるだろう。ここもとの景気減速に伴って住宅販売が減少したことが背景にあるものと思われる。

³ モデル都市に選ばれた黒龍江省ハルビン市と河南省洛陽市では複数の開発案件で導入して一定の成果があったとされており、浙江省、湖南省、福建省、上海市などでも導入準備を始めたといわれる。

(図表-17)



(図表-18)



4. 金融政策の動向と当面の見通し

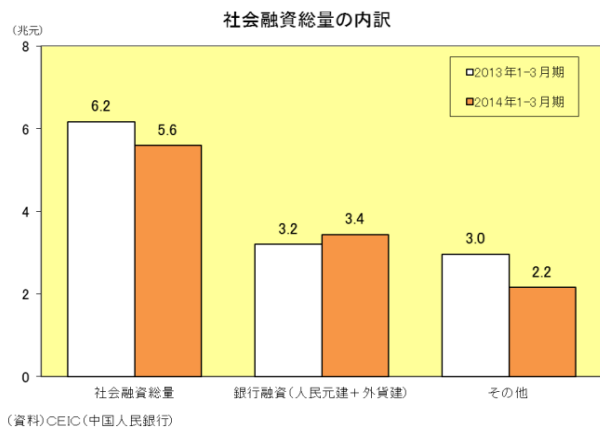
1 | 金融政策の動向

金融動向を見ると、1-3月期の社会融資総量は約5.6兆元と前年同期比9.3%減少した。図表-19に示した内訳を見ると、銀行融資は増加したものの、それ以外が大きく減少している。監督管理の強化で信託融資など銀行システムを通さない金融(シャドーバンキング)の伸びを抑制したものと見られ、経済のディレバレッジには一定の進展があったといえるだろう。

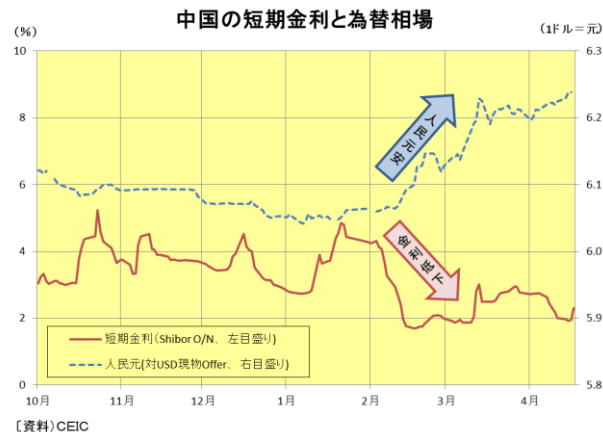
一方、ここ数カ月の金融市場を見ると緩和気味に運営されている。2月中旬までの短期金利(SHIBOR 翌日物)は3.8%を中心に上下1%ポイント程度の範囲で変動していたが、2月中旬以降は2.3%を中心に上下0.7%ポイント程度の範囲へと変動レンジを切り下げており、人民元相場(対米ドル)も2月中旬に下落に転じ、その後も弱含みの展開となっている(図表-20)。

このように中国政府は経済のディレバレッジを進めるという大方針を維持しつつも、最近の景気悪化に配慮して、短期金利を低めに誘導するとともに、為替相場を人民元安方向に調整して、中国の輸出企業に有利な競争環境を作ろうとしていると見られる。

(図表-19)



(図表-20)



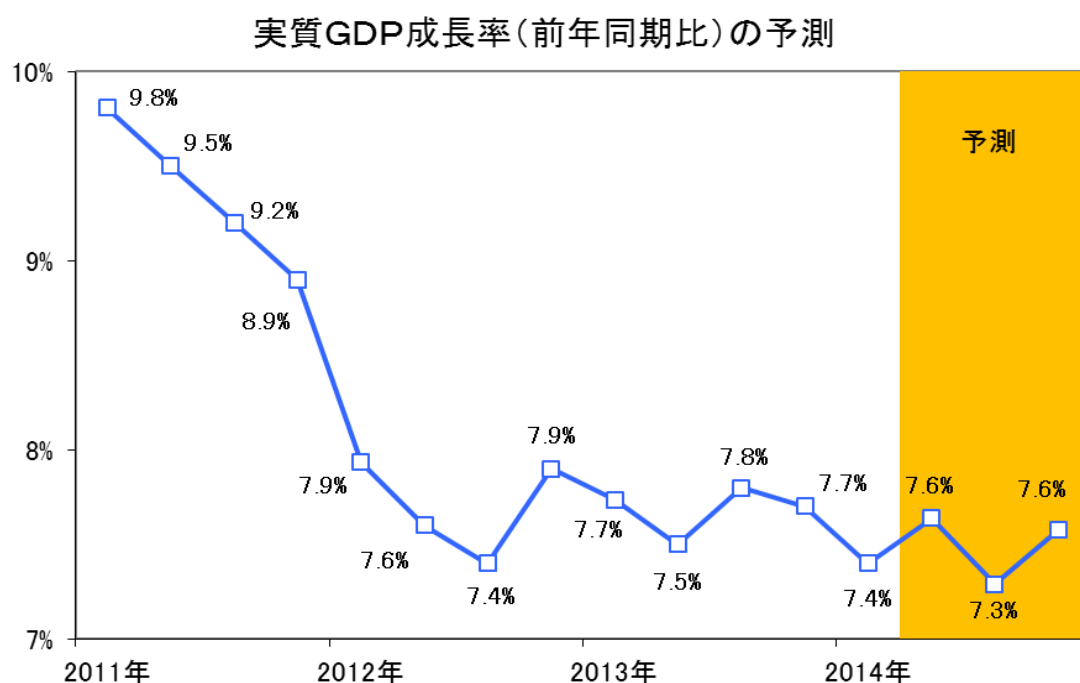
2 | 当面の見通し

2月に金融が緩和気味に調整されたのに続いて、3月には「新型都市化計画（2014～2020年）」が発表された。その後、京津冀（北京、天津、河北省）をひとつの経済圏とする新首都圏構想⁴が明らかになるなど新たな広域都市計画に対する期待が高まってきた。

この時期を境に、前述の図表-4で示したように2月には景況感が底打ちし、3月の経済指標には明るい兆しが見え始めている。4月に入っても鉄道建設目標を引き上げるなど⁵、景気対策が続々と発表されていることから⁶、4-6月期の成長率は1-3月期を上回る可能性が高いだろう。

但し、今回の景気対策は景気を押し上げるほどの大規模なものではなく、また今後も経済のディレバレッジを進めるといふ大方針は不変と見られることから、成長率を押し上げる効果は限定的で、7-9月期以降には再び成長率が鈍化し、年内は7%台半ばでの一進一退の展開が続くと見ている。

(図表-21)



(資料)CEIC(中国国家统计局)、予測はニッセイ基礎研究所

⁴ 北京、天津、河北省（石家庄・廊坊・保定・唐山・秦皇岛・沧州・衡水・张家口・承德の9市）で新たな首都圏を作ろうとする構想で、首都機能の分散、北京を中心とした移動2時間以内の交通網整備、大気汚染対策の一本化などを進めようとするものである。経済発展の先頭を行く北京・天津と経済発展から取り残された河北省の所得格差是正にも効果があると期待される。

⁵ 今年の鉄道建設目標は、新規着工が当初の44件から48件へ、固定資産投資が7000億元から7200億元へ、新線の運行開始距離が6600キロから7000キロ以上に引き上げられた。

⁶ 4月には、零細企業に対する法人税優遇措置の拡大、失業者に対する優遇税制、低所得者が住むバラックの改造、農村商業銀行などを対象とした預金準備率の引き下げ（実施は4月25日から）などが発表されたが、景気を押し上げる効果は限定的で、景気を下支えするとともに景気減速に伴う痛みを緩和することに重点があると思われる。

（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。