

# 中国経済情報 2012年4月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 景気の現状

#### 2. 経済政策の方向性と経済構造の変化

2012年の経済政策目標

景気刺激策実施の可能性高まる

人民元相場の上昇が一服

外貨準備の動きから垣間見られる政府の思惑

人民元相場の行方

産業構造の転換に伴い中期的に成長力は低下

#### 3. 2013年までの中国経済の見通し

主な需要項目の先行き(輸出、固定資産投資、個人消費)

2013年にかけて8%台前半の成長が続く

伊藤忠経済研究所

所長  
三輪裕範  
(03-3497-3675)  
miwa-y  
@itochu.co.jp  
主任研究員  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

### 2013年までの中国経済見通し

中国経済は、2012年1～3月期も実質GDP成長率が鈍化するなど景気の減速が続いている。輸出こそアジア向けを中心に持ち直しつつあるものの、個人消費は増勢鈍化の可能性を示唆し、固定資産投資は依然として減速傾向にある。3月の統計からは減速に歯止めがかかる兆しも見られるが、在庫の積み上がりにより素材関連分野を中心に市況が悪化しており、一部の分野において在庫調整圧力が残存している。

こうした中で、1～3月期の消費者物価は政府目標である前年比4%を下回り、インフレは沈静化しつつある。未だ物価上昇要因は残るものの、インフレ動向は政府に景気刺激策を行う余地を与えており、経済政策の動向が景気の行方を大きく左右する状況となっている。

3月の全人代で示された2012年の経済政策目標は、安定成長に軸足を置いたものとなっており、実質GDP成長率は7.5%に引き下げられた。とはいえ、このまま減速が続けばその達成も危ぶまれるため、政府は今後、景気を優先するスタンスを明確にしよう。具体的には、法人・個人減税や生活インフラ投資の拡大のほか、預金準備率の追加引き下げも行われる可能性が高いと考えられる。

また、米中景況感格差などを背景に人民元の上昇が一服しているが、インフレ沈静化により中国政府にとって人民元高の必要性が低下しているため、今後の人民元の上昇ペースは以前よりも緩やかなものとなる。そのため、短期的には経済政策や人民元相場が景気減速局面からの脱却を後押しすることになる。

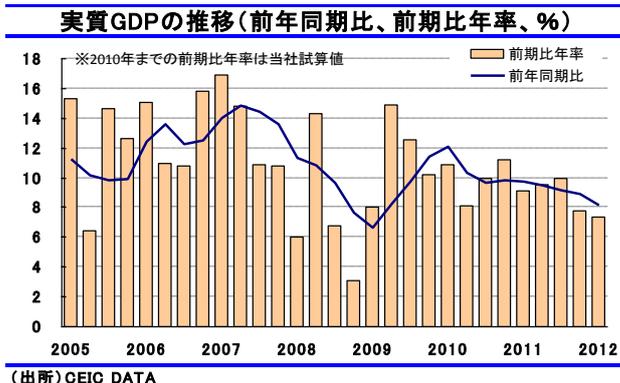
その一方で、中期的には産業構造の転換が成長力を低下させる。供給サイドから見ると、2次産業(主に製造業)が構造転換を迫られ成長ペースを落とすことを主因に、2011～15年の実質GDP成長率は年平均8%程度へ減速すると見込まれる。

以上より、今後の中国経済は、輸出の持ち直しや政策的な支援による個人消費の堅調な拡大により、2012年半ば頃には減速局面から脱し、2013年にかけて回復に向かうとみられる。ただし実質GDP成長率は、前半の在庫調整により2012年は8.3%へ鈍化、2013年は中期的な均衡水準付近の8.1%へ軟着陸すると予想する。

## 1. 景気の現状

### 2012年1～3月期も実質GDP成長率の鈍化が続く

2012年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比8.1%となり、2011年10～12月期の8.9%から大きく伸びが鈍化した。中国国家統計局が作成した季節調整値でも、10～12月期の前期比1.9%（年率7.8%程度）から1～3月期は1.8%（年率7.4%程度）へ鈍化しており、中国経済は四半期単位で見れば2012年入り後も減速が続いたことが確認された。



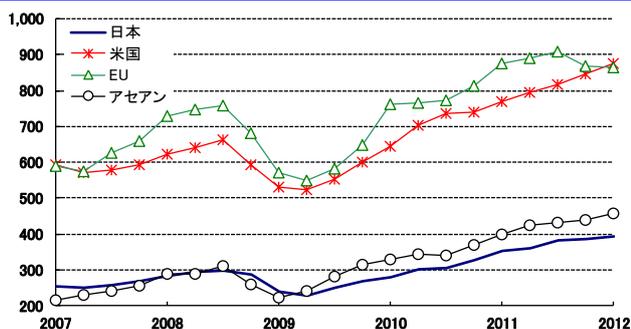
### アジア向け中心に輸出は持ち直し

主な需要動向を見ると、1～3月期の輸出（通関、ドルベース）は、前年同期比7.6%となり、10～12月期の14.3%から伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値では10～12月期の前期比0.1%から1～3月期は2.3%へ伸びが高まっている。月別に見ても、1月の前月比▲2.0%から2月は4.4%と増加に転じ、3月も3.1%と増勢を維持している。2012年に入り、輸出は持ち直しつつあると言える。

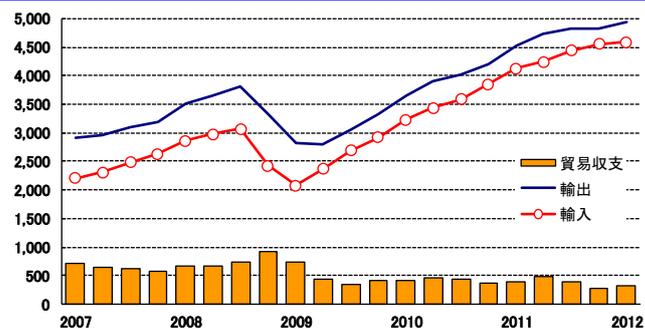
仕向地別では、アセアン向けが10～12月期の前期比2.0%から1～3月期は4.6%へ増勢が加速、日本向け（10～12月期前期比0.7%→1～3月期2.4%）や香港向け（2.2%→5.8%）も伸びを高め、韓国向け（▲3.6%→12.0%）、台湾向け（▲7.0%→3.2%）は増加に転じている。これら5地域向けの合計は輸出全体の37%（2011年）を占めており、アジア向けが輸出の持ち直しを主導したことが見て取れる。そのほか、景気の低迷が続くEU向け（▲0.3%→▲2.0%）は減少が続いたものの、景気の復調が明確となりつつある米国向け（3.5%→3.6%）は堅調な拡大が続いた。中国の輸出においては、欧州ソブリン問題の影響はアジアや米国での需要拡大により十分にカバーされている。

一方、1～3月期の輸入も前年同期比7.1%となり、10～12月期の20.6%から伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも、10～12月期の前期比2.8%から1～3月期は1.4%へ減速している。その結果、1～3月期の貿易収支は、前年同期（2011年1～3月期）の▲7億ドルから11億ドルの黒字に転じ、季節調整値では10～12月期の272億ドルから1～3月期は319億ドルと黒字幅が拡大した。貿易収支の動向から見る限り、純輸出（輸出－輸入）は1～3月期の前期比成長率を押し上げた模様である。

**仕向け地別輸出の推移(季節調整値、億ドル)**



**輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)**



## 個人消費は増勢鈍化の可能性

個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、1～2月累計の前年同期比 14.7%から3月は15.2%へ伸びが高まった。1～2月平均、3月とも消費者物価上昇率は前年比 3.8%であったことから、物価上昇分を除く実質でも伸びが高まっている。しかしながら、国家統計局による季節調整値では、1月の前月比 1.02%から2月 1.31%、3月 1.18%と、2月から3月にかけて増勢はむしろ鈍化しており、増勢が加速したと判断できる状況にはない。なお、1～3月期では前期比 3.7%となり、10～12月期の前期比 4.1%から減速している。

3月の乗用車販売は、当社試算の季節調整値で前月比▲6.5%の年率 1,505万台となり、春節の反動で嵩上げされた2月の水準を下回ったほか、12月の水準（1,499万台）を小幅に上回るにとどまった。四半期で見ても、10～12月期の1,488万台から1～3月期は1,390万台に落ち込んでおり（前期比▲6.6%）、春節期間の1月に落ち込んだ分を3月までに取り戻せていない。

以上を踏まえると、個人消費は底堅い拡大を続けているものの、増勢は鈍化している可能性があると言える。

## 固定資産投資は減速傾向が続く

1～3月の固定資産投資（都市部）は、前年同期比 20.9%となり、1～2月累計の 21.5%から伸びが鈍化した。この結果、3月単月では前年同月比 20.5%程度になったとみられ、1～2月から伸びが鈍化している。国家統計局による季節調整値でも、1月の前月比 1.47%、2月の 1.91%に比べ、3月は 0.64%と明確な減速を見せた。なお、四半期で見ると、10～12月期の前期比 4.8%から1～3月期は 4.1%へ伸びが鈍化しており、固定資産投資は年明け後も3月にかけて減速傾向が続いている。

1～3月期の様子を産業別に見ると、1次産業は10～12月期の前年同期比 23.7%から 35.8%へ増勢が加速したほか、3次産業も10～12月期の 16.0%から1～3月期は 17.6%へ伸びを高めたが、2次産業の減速（28.3%→24.6%）が全体の伸びを押し下げた。2次産業の中では大部分を占める製造業（32.5%→24.8%）の減速が目立ち、3次産業では鉄道分野（▲27.4%→▲41.8%）の大幅な落ち込みにより運輸倉庫業（▲5.6%→▲7.2%）の前年比マイナス幅が拡大したものの、不動産業（23.0%→27.0%）の堅調な拡大がカバーした。金融政策は緩和方向へ舵が切られたが、その効果は固定資産投資に関しては不動産業での拡大を支えるにとどまっているようである。

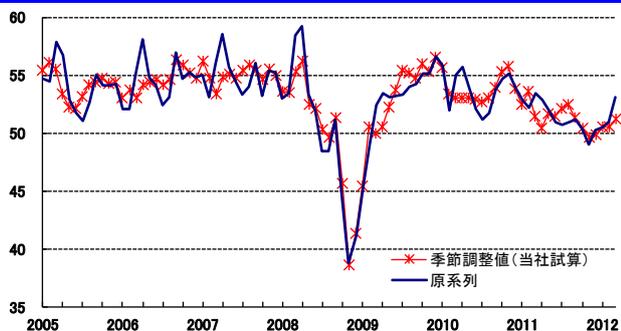
以上の通り、中国経済は2012年1～3月期においても減速が続いている。3月には生産サイドの指標が下げ止まりの兆しを示し、需要サイドにおいても、輸出は持ち直しつつあるものの、国内需要は個人消費に停滞感が見られ固定資産投資の減速が続くなど伸び悩んでおり、生産の拡大はむしろ在庫積み上がりに結び付いているという見方もできる。

## 製造業 PMI 指数は在庫調整圧力の存在を示唆

在庫積み上がりの可能性は、製造業 PMI 指数からも見て取ることができる。3月の PMI 指数（製造業）は全体で2月の 51.0 から 53.1 へ改善、好不況の境目とされる 50 を大きく上回り景気減速に歯止めがかかる兆しも見られたが、その一方で、製品在庫指数は2月の 50.5 に続き3月も 50.8 と 50 を超えており、未だ在庫水準がやや過剰であることを示唆している。また、原材料在庫指数も2月の

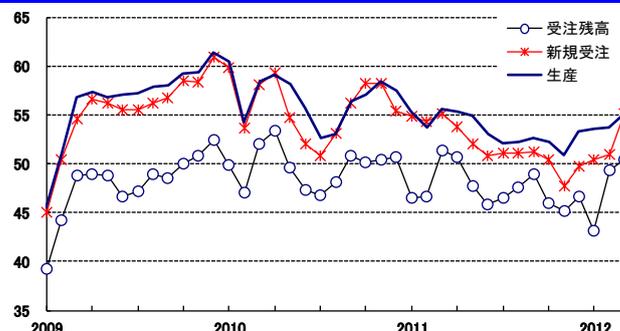
48.8 から 3 月は 49.5 へ上昇し、50 に接近している。すなわち、製造業の生産活動は全体としては回復しつつあるものの、依然として強い在庫調整圧力に晒されている分野が残っているということである。

製造業PMI指数の推移



(出所)CEIC DATA

PMI生産指数と受注指数の推移



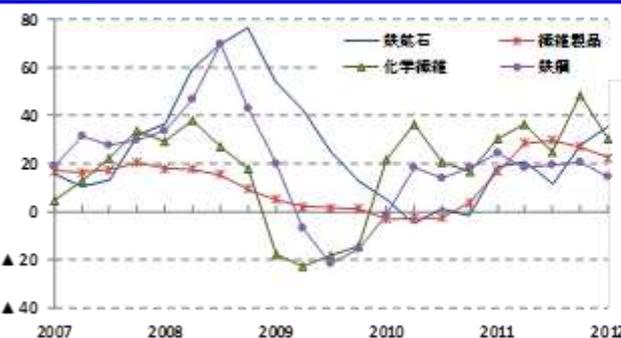
(出所)CEIC DATA

## 過剰在庫などから素材関連分野を中心に市況が悪化

実際に在庫の状況を業種別に見ると、素材関連など一部の分野において在庫調整の遅れが目立つ。例を挙げると、鉄鉱石の在庫は、昨年 8 月の前年同月比 11.6%から 11 月に 28.0%、今年 2 月には 35.8%と積み上がり傾向にある。こうした状況を受けて、昨年 9 月まで前年同月比で 2 ケタの上昇が続いていた鉄鉱石の生産者物価は 12 月にマイナスに転じ、3 月も▲6.6%と下落が続いている。川下にあたる鉄鋼の在庫は伸びが鈍化しており（2011 年 8 月前年同月比 19.4%→2012 年 2 月 14.8%）徐々に調整は進んでいるものの、建設投資の抑制により鉄鋼需要が伸び悩んでいるため、鉄鋼価格は 8 月の前年同月比 12.3%から 3 月には▲7.4%とマイナスに転じている。

化学繊維の在庫も 11 月の前年同期比 48.3%から 2 月には 30.5%へ伸びが鈍化したが、未だ 8 月の 25.1%を上回る高い水準にある。そのため、化学繊維の生産者物価は、昨年 9 月までの前年同月比 2 ケタ上昇から 3 月には▲12.4%まで下落している。また、川上の化学製品在庫（8 月前年同月比 25.6%→11 月 28.9%→2 月 21.8%）や川下の繊維製品在庫（29.6%→26.9%→22.4%）の伸びも、若干低下してはいるものの依然として高い。そのため、繊維製品、化学製品とも生産者物価は昨年半ば頃までの前年同月比 2 ケタ上昇から今年に入りマイナスに転じ、3 月にはマイナス幅が拡大しており（それぞれ▲4.8%、▲2.0%）、製品需給は緩和状態にある。

在庫の推移(前年同期比、%)



(出所)OEIO DATA

生産者物価の推移(前年同月比、%)



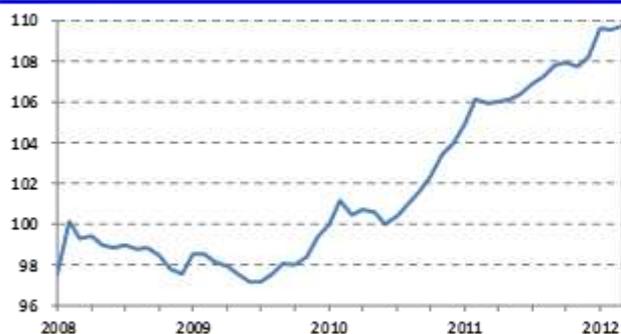
(出所)OEIO DATA

## 1～3 月期の消費者物価は政府目標を下回る

このように一部の工業製品において市況の悪化が見られる中で、2012年3月の消費者物価は前年同月比3.6%となり、前月(2月)の3.2%から上昇率がやや高まった。食料品価格が2月の前年同月比6.2%から3月は7.5%へ伸びが拡大したことが主因である。ただし、2月の食料品価格は、春節の影響により伸びが大きく抑制されている<sup>1</sup>。春節の影響を受けない11月(8.8%)や12月(9.1%)に比べると、3月の上昇率(7.5%)は十分に低下しており、食料品価格は落ち着きつつあると言える。すなわち、3月の消費者物価上昇率の高まりは春節の反動という特殊要因によるものであり、インフレ動向を示したものではない。

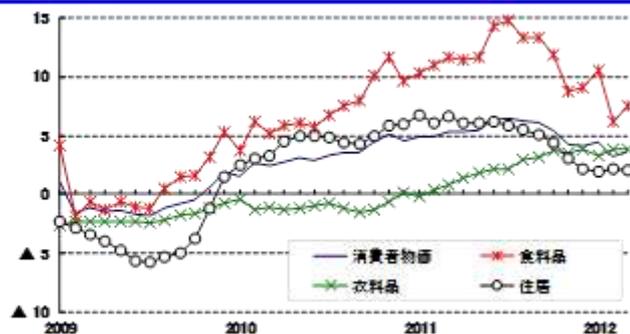
また、前月比で見ても、3月は0.2%にとどまっており、昨年後半(7～12月)の月平均0.3%を下回っている。さらに、1～3月平均で見ると消費者物価は全体で前年同期比3.8%程度であり、2011年10～12月期の4.6%から伸びが鈍化している。こうした状況を総合的に判断すると、インフレ沈静化の傾向が続いているとみて良いであろう。

消費者物価の推移(2010年1月=100)



(出所)OEIO DATA

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)OEIO DATA

今後については、低温による収穫量の落ち込みや燃料費上昇により野菜価格が強含んでいるほか、一時の上昇から落ち着きつつある住居関係費(光熱費含む)は原油価格上昇の影響により再び伸びが高まる恐れがあるなど、物価上昇圧力が再び高まる懸念が残っている。しかしながら、工業製品に関しては上記の通り在庫調整により価格は下落傾向にあるため、今後の消費者物価上昇率は、低下余地は乏しいものの、引き続き3%台半ば程度で推移すると見込まれる。

以上の通り、中国経済は直近2四半期の成長ペースが前期比年率で7%台まで減速しており、このペースが続くと当然ながら2012年の成長率は7%台後半まで低下し、2011年の9.2%から急減速することになる。さらに、今後、在庫調整が深刻化し、成長ペースが一段と減速すれば、2012年の成長率が7%前後まで鈍化する可能性も否定できない。そうした中で、今年の消費者物価上昇率の目標を今年で4%程度としている政府にとっては、若干のインフレ率上昇を許容できる余地ができたことも事実である。政府が今後、どのような経済政策を行うかによって、今後の中国経済の姿は大きく変わることになる。

<sup>1</sup> 例年、食料品価格が一時的に上昇する春節の時期が、昨年(2011年)の2月から今年(2012年)は1月になったため、今年に関しては1月に物価上昇率が押し上げられ、2月は逆に押し下げられる。

## 2. 経済政策の方向性と経済構造の変化

## 2012年の経済政策目標

中国の経済政策を担う国家発展・改革委員会は、3月14日に閉幕した全人代に「2011年度国民経済・社会発展計画の執行状況と2012年度国民経済・社会発展計画案についての報告」を提出した。本報告は、タイトルが示す通り、昨年3月に採択された第12次5ヵ年計画の実施状況と、今年の経済運営の方針について記したものであり、今年の経済政策は本報告に基づいて決定されている。

その内容を概観すると、5ヵ年計画の実施状況については、全般的にスムーズであったと評価している。すなわち、昨年、環境や社会保障関連など達成義務のある11の目標のうち8つを達成し、また、経済成長率や所得、雇用関連などの9つの指標のうち7項目について目標を達成した。

しかしながら、今年については、次に挙げる五つの理由から、経済運営において厳しい状況に直面していると指摘している。第一は海外需要の低迷や国内需要の伸び悩みにより成長が落ち下げられる可能性が高いこと、第二は労働力や土地、資源エネルギーコストの面で物価押し上げ圧力が依然としてかなり大きいこと、第三は技術やコストの問題により農業の安定した増産が難しいこと、第四は旧式生産設備が多く残り高コスト体質であることに加え、環境面への対応が遅れており省エネ・環境対応を進める必要があること、第五は一部の業種における生産能力過剰や金融面の問題から企業業績が悪化していることである。

こうした情勢も踏まえ、今年の経済運営における主な目標として、①経済の安定した比較的速い成長を保つ、②経済構造の最適化・高度化を図る、③物価総水準の基本的安定を保つ、④人民の生活レベルをさらに向上させる、⑤引き続き国際収支状況を改善する、の5点が掲げられた。

これらのうち、①の「比較的速い成長」とは実質GDP成長率で前年比7.5%を指す。この水準について、昨年の目標8%（実績9.2%）から引き下げられたことが注目されたが、今回の5ヵ年計画（2011～15年）において既に成長率目標が平均7%まで引き下げられており、予想の範囲内である。本報告にも、5ヵ年計画との整合性を引き下げの理由の1つとしているほか、欧州債務問題（原文では国際金融危機）による影響や資源・環境問題による制約を理由として挙げている。

②の「経済構造の最適化・高度化」は技術レベル引き上げによる生産性の改善を意味しており、研究開発投資の拡大や農業分野における供給力の向上、サービス産業の振興、省エネの促進のほか、昨年設定した「戦略的新興産業」（新エネルギー、新素材、バイオ、ハイテク設備、エコカー、省エネ、次世代情報）の強化を具体的な方針としている。

③の「物価の安定」については、消費者物価上昇率を、昨年の実績である前年比5.4%（目標4%）から今年は4%前後へ沈静化させることを目指すとしている。前述の通り、既に今年の1～3月平均で前年同期比3.8%まで低下しており、実現に

## 【 経済政策における数値目標 】

	2011年		2012年
	目標	実績	目標
実質GDP	8%程度	9.2%	7.5%程度
名目GDP	14%程度	17.4%	13.5%程度
小売総額	16%	17.1%	14%
固定資産投資	18%	23.6%	16%
マネーサプライ(M2)	16%	13.6%	14%
消費者物価上昇率	4%程度	5.4%	4%程度
都市部新規就業者数	900万人以上	1,221万人	900万人以上
保障性住宅着工件数	1,000万戸	1,043万戸	700万戸以上
保障性住宅完工件数	-	432万戸	500万戸以上
失業率(都市部)	4.6%以下	4.1%	4.6%以下

(注)名目GDPの目標値は当社試算による目安

向けたハードルはさほど高くないが、人件費のほか海外市場における食糧・資源価格上昇の影響を軽減するため、農産物の備蓄体制や現代的物流の強化、ディスカウント・ストアの普及、有料道路料金の監視強化、価格違法行為の取り締まりなどを進める方針である。

④の「生活レベルの向上」については、相対的に生活水準の高い都市部への人口移転を促進（新規都市部就業者数 900 万人）すると同時に、都市部における保障性住宅（低所得者向け公的住宅）の整備を加速する。具体的には、2011 年は 432 万戸にとどまった完工件数を 2012 年は 500 万戸以上とするとしている。また、農民工の都市戸籍取得を促すとしており、都市部新規就業者数の目標は、2011 年と同じ 900 万人以上と設定した。

⑤の「国際収支の改善」とは、人民元高の背景にある経常収支の黒字幅縮小を意図しており、輸出の増勢を維持すると同時に、輸入についても、重要な資源や先進的な技術・設備、基幹部品、不足している農産物などの分野で積極的な拡大を図り、貿易黒字を一段と縮小する方針である。また、サービス貿易を強化する方向性も掲げており、近年増加傾向にある建設や情報通信分野の輸出拡大を目指すものとみられる。

以上の施策を総評すると、世界経済の方向性が定まらず、複数の地域で地政学的リスクの高まりが見られるなど外部環境が依然として不透明な中で、無理に高い成長を追わず安定成長に軸足を置いた現実的な目標設定と言える。

### 景気刺激策実施の可能性高まる

こうした目標設定の下で、消費者物価上昇率は前述の通り政府が目標とする前年比 4%を下回る水準が続くと見込まれ、マネーサプライ（M2）の伸びも 2 月の前年同月比 13.0%から 3 月は 13.4%へやや伸びが拡大したものの、目標の 14%には余裕がある。原油価格の上昇などインフレ・リスクは残るとはいえ、「比較的速い」7.5%成長を確実なものにするため、政府は今後、国内最終需要の拡大を優先するスタンスを明確にし、景気刺激的な政策を進めることとなるろう。

また、政府は今年の財政政策について、「構造的減税に関する政策を充実させるとともに」、「支出構造の最適化に力を入れ、民生分野への傾斜をいっそう重視する」としていることを踏まえると、具体的な景気刺激策としては、法人・個人減税の実施や、住宅や教育分野を中心とした生活インフラ投資の拡大が期待される。そのほか、個人消費を成長の柱に据えていることから、自動車や家電など耐久消費財の購入支援策が再び検討される可能性も少なからずあろう。

金融政策においては、既に 4 月 1 日に一部の金融機関を対象に期間を限定して事実上の預金準備率引き下げが行われた<sup>2</sup>が、上記の通りマネーサプライの伸びが 3 月も目標内に収まっていることや、未だ資金繰り難を訴える企業が少なくないことを踏まえると、近いうちに全金融機関を対象とした預金準備率の追加引き下げが行われる可能性が高いと予想する。なお、利下げについては、政策金利のうち定期預金金利（1 年物）の水準が 3.5%と消費者物価上昇率（1～3 月期前年同期比 3.8%）を下回っていることから、さらなる上昇率低下を待つ必要があるであろう。

<sup>2</sup> 新華社によると、人民銀行は 4 月 1 日より一定の要件を満たした県域法人金融機関に対して預金準備率の 1%優遇を実施した。対象期間は 2013 年 3 月 31 日まで。

## 人民元相場の上昇が一服

経済政策のみならず、為替相場の面からも景気に対する追い風が期待される。人民元の対ドル相場は、2010年6月の事実上の切り上げ再開以降、2011年末まで年率4~5%程度のペースで上昇してきたが<sup>3</sup>、2012年に入り概ね横ばい推移となっており、人民元の上昇は一服している。

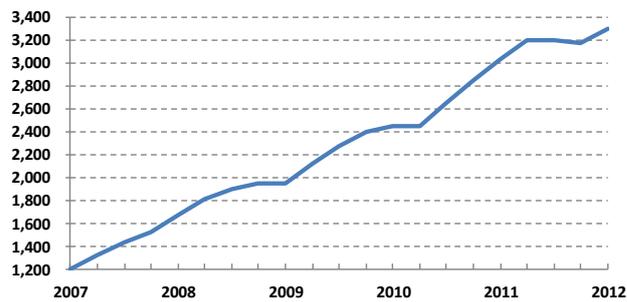
その背景として、まず考えられるのは、米中景況感格差である。2012年に入り、米国経済は個人消費の底堅さから景気を持ち直しが明確となる一方で、中国経済は既に見た通り未だ減速傾向にある。こうした景況感格差は、これまで中国経済の成長を期待する投資資金の中国への流入を細らせ、相対的に魅力の高まった米国へ投資資金が流出することにより、人民元安ドル高の要因となる。

### 人民元相場の推移(人民元/ドル)



(出所)CEIG DATA

### 外貨準備の推移(10億ドル)



(出所)CEIG DATA

また、中国の貿易黒字縮小に伴う人民元への需要が減少したことも人民元の上昇が一服した要因として指摘されている。実際に、2012年1~3月期の貿易黒字は、2011年10~12月期の481億ドルから11億ドルに急減している。ただし、1~3月期は春節休暇の影響により例年輸出が落ち込むため貿易黒字が一時的に縮小する傾向があり、前年の2011年1~3月期には貿易収支が7億ドルと小幅ながらも赤字に転じている。にもかかわらず、昨年人民元の上昇が続いていたことを踏まえると、一時的な貿易黒字の縮小が為替相場に与える影響は限定的だと考えられる<sup>4</sup>。

## 外貨準備の動きから垣間見られる政府の思惑

そうした中で注目されるのが、外貨準備の動向である。中国の外貨準備高は、一時的に増勢が鈍化することはあっても、2011年半ば頃までは基調として相当に速いペースで増加し続け、2011年8月末には3兆2,625億ドルまで積み上がった<sup>5</sup>。海外からの投資資金の大量流入による人民元の大幅上昇を回避するため、一定規模の外貨買い人民元売り介入が続けられた結果であると考えられる。

ところが、2011年9月以降、年末にかけて外貨準備は減少している。この背景としては、欧州ソブリン問題が深刻化し、投資家が新興国から資金を引き揚げる動きが強まったことから、インフレの原因となる人民元の下落を防ぐために外貨売り人民元買い介入が行われた可能性が指摘できる。実際に、この間も人民元相場は上昇基調を維持している。

<sup>3</sup> 例えば、人民元相場は、2011年初(1月4日)の1ドル=6.609人民元から2011年末(12月30日)は6.289人民元へ、ドルに対して5.1%上昇している。

<sup>4</sup> より長い目で見れば、貿易黒字は2008年をピークに減少傾向にあり、経常収支の黒字幅は、サービス収支の赤字幅が拡大していることもあって2008年の4,124億ドルから2011年には2,011億ドルへほぼ半減している。こうした中長期的な経常黒字の縮小傾向が人民元相場の上昇圧力を徐々に低下させていることは間違いない。

<sup>5</sup> 世界2位の日本の1兆2,185億ドル(2011年8月末)を大きく引き離す世界1位の規模である。

2012年に入ると、ギリシャの破綻回避見通しなどを受けて国際金融市場に落ち着きが見られ、海外投資家による資金引き揚げの動きが一服し、再び人民元の上昇圧力が高まったとみられる。そのため、今度は人民元の上昇回避のため、外貨買い人民元売り介入を再開した可能性がある。景気減速の中で、輸出の回復を妨げる人民元の上昇は、中国政府にとって望ましくないためである。外貨準備は2012年に入り増加に転じ、3月末には3兆3,050億ドルの史上最高水準に達している。以上の推測が正しいとすれば、インフレの沈静化は人民元高の必要性を低下させ、人民元の上昇ペースを鈍化させることになる。

### 人民元相場の行方

こうした状況の中で、人民銀行は4月14日、人民元相場の1日の変動範囲を従来の「基準値に対する上下0.5%」から1%へ拡大することを決めた（適用は16日から）。この決定を受けて、人民元相場の上昇圧力が高まるとの見方も一部にはあったが、基準値が日々洗い直される以上、基本的には中立と考えるべきであろう。それよりも、今回の決定は為替相場の柔軟性を高めるという意味合いが強いように思われる。

米国は、今回の人民元相場の変動幅拡大に対して、市場の実勢がより反映されれば貿易不均衡解消の一助となる、と一定の評価を示した。そのため、米国が今月中にも発表するとみられる「外国為替報告書」において、中国を「為替操作国」と認定する可能性が大きく後退した。すなわち、人民元相場の変動幅拡大と引き換えに最近の人民元相場の上昇一服が米国に容認されたということであろう。世界全体の景気動向を踏まえて客観的に評価しても、景気の相対的な強さを背景する現在の全面的なドル高相場の中で、人民元にドル以上の強さを求めることは現実的ではない。

以上を踏まえて今後を展望すると、中国経済の下振れ懸念が残る一方で、米国経済は持ち直しの動きを続けるとみられるため、人民元安ドル高の要因となる米中景況感格差の縮小も見込みにくい。また、インフレが沈静化しつつある中国において、政府に人民元の上昇ペースを加速させる必要性も乏しい。そのため、人民元相場は、当面、対ドルで弱含みの推移が続き、中国経済が持ち直しに転じた後も、これまでのような年4~5%というペースよりは緩やかな上昇にとどまると予想される。

### 産業構造の転換に伴い中期的に成長力は低下

このように、短期的には政策的な支援や為替相場の追い風を受けて、中国経済は今年半ばにも減速局面を脱するとみられるが、来年以降の成長の姿を見通す上では中長期的な成長力についても検証しておく必要がある。

まずは過去の実績を振り返ると、前回の第11次5ヵ年計画の期間（2006~2010年）において、中国経済は年平均11.2%もの高成長を記録した。この高成長の内訳を産業別に見ると、1次産業（農林水産業と鉱業の合計）は平均4.5%にとどまったが、2次産業（製造業、建設業、電気ガス水道業の合計）が12.1%、3次産業が11.9%となり、これらのうち実質GDPの57%を占めた（2005年時点）2次産業が全体の平均成長率を7.0%Ptも押し上げ、経済の牽引役となった。

また、平均成長率11.2%を雇用（就業者数）と労働生産性（就業者一人当たりの付加価値生産額）に分けて見ると、雇用は平均0.4%の増加にとどまっており、成長のほとんどが労働生産性の向上によってもたらされたことが分かる。さらに、この間の1次産業における労働生産性の伸びが年平均8.1%、

2次産業が7.9%、3次産業が9.6%と、いずれも全体の10.9%を下回っていることは、産業毎の生産性向上に加え、生産性の低い産業から高い産業へ雇用がシフトすることによって、全体の生産性が高められたことを意味する。実際に、この間、相対的に生産性の低い<sup>6</sup>1次産業において雇用が年平均3.5%減少した一方で、2次産業は4.2%、3次産業は2.4%増加しており、1次産業から2次産業ないしは3次産業へ雇用がシフトしていたことがわかる。

	2006～2010年実績			2011～2015年予想		
	平均成長率(寄与度)			平均成長率(寄与度)		
		雇用	生産性		雇用	生産性
実質GDP	11.2	0.4	10.8	8.1	0.3	7.9
1次産業	4.5 (0.4)	▲ 3.5	8.1	4.1 (0.3)	▲ 3.2	7.4
2次産業	12.1 (7.0)	4.2	7.9	8.1 (4.8)	1.5	6.6
3次産業	11.9 (3.9)	2.4	9.6	9.1 (3.0)	2.6	6.5

(注) 1. 1次産業は農林水産業と鉱業、2次産業は製造業、建設業、電気ガス水道業の合計。

2. 雇用は就業者数、生産性は就業者一人当たり実質付加価値生産額、実質化は1990年価格基準。

3. 2011～2015年は当社による予測。

(出所) 国家統計局資料を基に当社にて試算

こうした雇用シフトの流れは、今後も続くと思われる。政府は、農業の機械化などによる生産性の向上を進めると同時に、余剰となる農村の労働力を都市部にシフトさせる方針であり、現行の第12次5ヵ年計画において都市化比率（全人口に占める都市人口の割合）を2010年の47.5%から2015年には51.5%へ引き上げる数値目標を掲げている。そのため、1次産業においては、今後も雇用の減少を生産性の上昇で補い、一定の生産量拡大を維持するものと考えられる。

2次産業、特に製造業においては、現在、構造的な転換点を迎えつつある可能性が高い。これまで中国の製造業は、豊富な低コスト労働力を競争力の源泉とする部分が大きかった。今後については、余剰労働力不足という所謂「レイス転換点」の問題が懸念されているが、上記の通り農業における生産性向上によって量の面で労働力を捻出することは可能であろう。しかしながら、低コストという優位性を維持することは困難になりつつある。

政府は2015年までの間、最低賃金を年間13%以上引き上げる方針を示している。また、ペースは鈍化するとしても中国経済の高成長を背景に人民元相場は上昇基調を維持するとみられることから、他の新興国との比較において労働コストは割高となる方向にある。既に見られるように、生産拠点を沿海部から賃金水準が相対的に低い内陸部へ移すことで低コストを維持する動きも見込まれるが、全体で見れば、中国の製造業は、国内で生産を続ける限り、コスト競争力確保のため労働集約型から資本集約型への転換を進めざるを得ない。その結果、2次産業の雇用吸収力はこれまでよりも低下し、雇用の増加ペースは鈍化しよう。また、既に一定の水準まで高度化した中国の製造業において、生産性の上昇余地は以前よりも小さくなっている。さらに、構造転換を進める途上ということもあり、今後は生産性の伸びが抑制されることとなろう。このため、今5ヵ年計画期間における2次産業の実質GDP成長率に対する寄与は5%Pt程度（前5年は7.0%Pt）へ鈍化すると予想する。

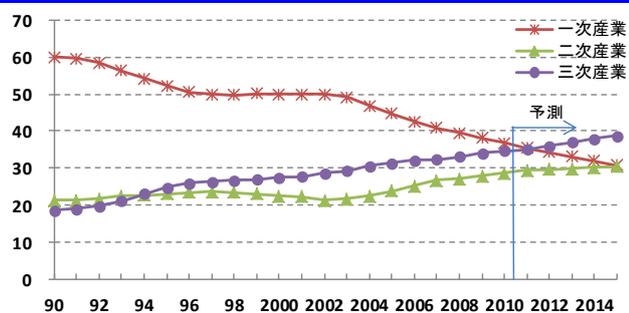
2次産業の構造転換により、1次産業から流出する雇用の多くは3次産業に流れ込むことになり、2015

<sup>6</sup> 2005年時点の労働生産性（就業者一人当たりの実質付加価値生産額）は、1次産業：2次産業：3次産業＝1：9.7：4.1であった。なお、本試算は1990年価格で固定した実質付加価値生産額によるものであり、基準年を変えると結果も異なる点には留意が必要である。ただし、2次産業や3次産業が1次産業に比べて労働生産性が高いという結論は変わらない。

年までの5年間における3次産業の雇用の増加ペースは、前5年間よりも加速しよう。そして、その流入先は3次産業の中でも需要の拡大余地が大きいサービス業が中心となろう。サービス業は労働集約的な分野を多く含んでいるため、3次産業全体の労働生産性の伸びは大きく抑制される可能性が高い。その結果、労働生産性の伸びの鈍化による成長力低下が雇用の増勢加速による成長力上昇に勝り、3次産業の実質GDP成長率に対する寄与は今5年間に3%Pt程度へ低下すると見込まれる。

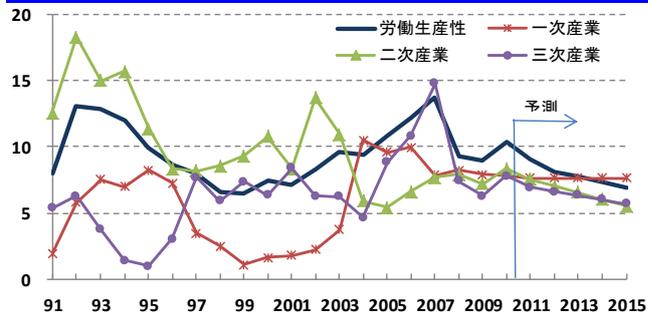
以上の通り2011年から2015年にかけての中国経済の成長力を展望すると、前5年間の牽引役であった2次産業（主に製造業）が構造転換を迫られ成長ペースを落とすことを主因に、供給サイドから見た成長力は年平均8%程度へ低下すると考えられる。なお、この成長率は供給サイドから見たものであるため、「成長力の上限」といった意味合いに近い概念となる。そのため、実際の成長率は需要動向によって大きく左右される点に留意されたい。

就業者数における業種別比率(%)



(出所)CEIC DATA(予測は当社による)

労働生産性の推移(前年比,%)



(出所)国家統計局資料を基に当社にて作成

### 3. 2013年までの中国経済の見通し

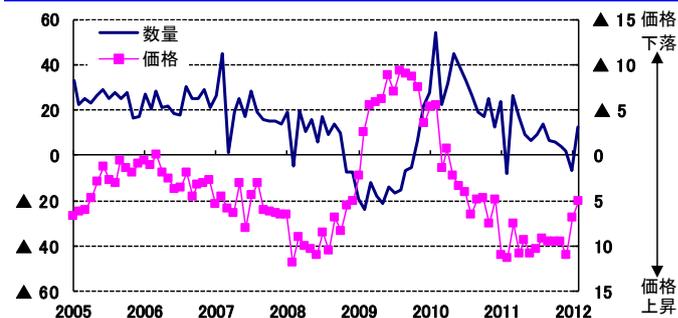
以上で見た景気の現状や、経済政策や為替相場の先行き、また、中期的な成長力を踏まえ、以下では今後の主な需要動向を見通しつつ2013年までの中国経済の姿を展望する。

#### 輸出：海外景気の持ち直しと人民元の上昇一服が支援材料

輸出の先行きは主に海外景気と為替相場の動向によって左右される。海外景気については、主要輸出先のうち、欧州(EU)経済はソブリン問題によって低迷が続くと予想されるものの、そのシェアは18.7%(2011年)に過ぎない。その一方で、日本やASEAN、香港、台湾などのアジア諸地域(シェア合計47.4%)のほか、17.1%を占める米国では、今後、景気の持ち直しが見込まれる。そのため、現状でも確認されている通り欧州経済低迷の影響は限定的なものにとどまり、全体としてみれば海外景気動向は中国の輸出拡大をサポートする要因となろう。

為替についても前述の通り追い風となるのが期待できる。昨年は年末まで人民元の上昇が続いたことに加え、人件費や原材料費の上昇を受けて、輸出価格指数は前年同月比10%前後の上昇が続いた。海外景気減速の影響もあるが、こうした価格上昇による競争力低下により、輸出数量指数の

輸出数量指数と価格指数の推移(前年比,%)



(出所)CEIC DATA

伸びは 2010 年以降、鈍化傾向にあり、人民元の上昇が輸出動向に一定の影響を与えた可能性を示唆している。計量的な分析においても、為替相場の変動は概ね半年から 1 年程度のラグを持って輸出数量に影響を与えるとの結果が得られている<sup>7</sup>。そのため、今年初からの人民元の上昇一服は、中国の輸出にとって、今年半ば以降に回復を妨げないという意味で支援材料となろう。

### 固定資産投資：投資水準の正常化に伴い伸び鈍化

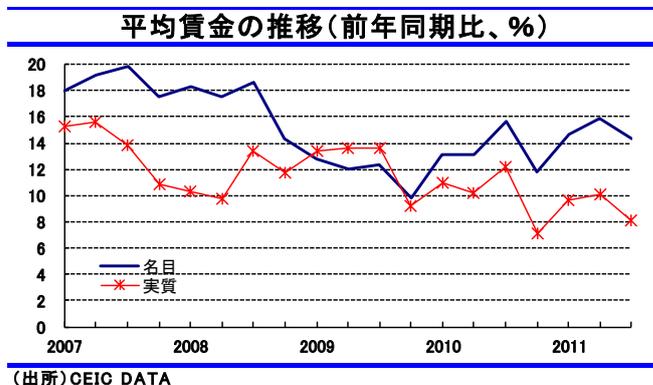
固定資産投資は、傾向として伸びの鈍化が避けられないであろう。中長期的な成長力の分析において見た通り、今後、中国経済は労働集約型から資本集約型への経済構造変化が進み、農業や製造業を中心に労働生産性の上昇を維持するための投資拡大が見込まれる。しかしながら、その一方で、製造業においては生産能力過剰な業種が存在し<sup>8</sup>、また、投資規模が肥大化している不動産分野においては政府が進める不動産価格の調整に伴って新規投資の抑制が避けられない。資金不足により落ち込みが顕著な鉄道分野についても、2012 年は 5,000 億元の国家予算が確保されたとはいえ、2011 年の 7,455 億元を 33% も下回っており、投資規模は予算が執行されても前年を大きく下回る水準にとどまろう。



マクロ的に見ても、投資比率 (GDP に対する固定資産投資の割合) はピークの 46.2% (2010 年) から 2011 年は 45.6% に小幅低下したとはいえ、過去の日本のピークが 36.7% (1973 年度) であることと比べると、依然として高い。高過ぎる投資比率は、分配面から見れば労働への過少分配を意味し、中国政府の目指す消費者市場の拡大には障害となるほか、過大な投資が過剰生産状態をもたらす企業業績の悪化や不良債権の発生につながるなど、構造的な不況の原因となる恐れもある。バランス良い成長を目指す中国政府は、今後、投資比率の引き下げを目指す可能性が高く、固定資産投資の伸びは抑制されることとなろう。

### 個人消費：所得増やインフレ沈静化を背景に堅調拡大続く

個人消費の見通しにおいてカギを握るのは、主に所得環境と物価動向、政府の消費刺激策である。所得環境は、最低賃金の大幅な引き上げにより、2010 年に前年比 13.3% であった平均賃金上昇率は、2011 年には 15% 前後へ高まった。また、2012 年の最低賃金上昇率は、北京が 2011 年の前年比 20.8% から 8.6% に鈍化したほか、上海市 (2011 年前年比 14.3% → 2012 年 13.3%)、天津市 (26.1% → 12.9%)、深



<sup>7</sup> 詳細は、2011 年 4 月 6 日付け「中国経済情報 2011 年 4 月号」参照。

<sup>8</sup> 2009 年 9 月、国务院は生産能力過剰業種として、鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学工業、多結晶シリコン、風力発電設備の 6 業種を指定した。その後、石炭化学工業と多結晶シリコンは除外されており、現状は残る 4 業種が生産能力過剰とされていることになる。なお、これらの業種に対する貸出金は厳しく制限されている。

セン市（20.0%→13.6%）など、いずれも低下しているが、政府の方針に従って13%程度の高い伸びを維持している。こうした賃金水準の底上げが個人消費の持続的な拡大を後押しすることは、言うまでもない。

さらに、消費者物価上昇率が2011年の5.4%から2012年は政府目標の4%程度を下回る可能性が高いことに加え、消費拡大を目指す政府が減税や補助金などの消費刺激策を実施する可能性が高いことも好材料である。中期的な視点からも、2011年の一人当たりGDP5,429ドルという水準は日本の1963年頃<sup>9</sup>に相当し、耐久財の普及が加速するなど個人消費が力強く拡大する時期にあたる。個人消費は、賃金の伸びの鈍化に伴って増加ペースはやや低下するものの、2013年にかけて堅調な拡大を続けると予想される。

### 成長率の見通し：2013年にかけて8%台前半の成長が続く

以上の通り、今後の中国経済は、輸出が持ち直しの動きを強める中で、政策的な支援もあって個人消費が堅調な拡大を維持することから、2012年半ば頃には減速局面から脱し、2013年にかけて回復に向かうとみられる。実質GDP成長率は、2012年1～3月期の前年同期比8.1%から、4～6月期も8%前後にとどまるものの、年後半は伸びが高まり2012年通年では前年比8.3%程度になると予想する。なお、2011年の9.2%からは成長率が低下することになるが、その主な要因は、構造調整を背景とする固定資産投資の伸びの鈍化と、2011年末にかけて一部の分野で大幅に積み上がった在庫調整である。2013年は、固定資産投資の伸びの鈍化が続くことに加え、政策効果の反動が見込まれるため、実質GDP成長率は中期的な均衡水準付近の8.1%まで鈍化しよう。

こうした成長率の鈍化傾向は、景気減速の長期化ではなく、中長期的に持続可能な成長ペースへのソフト・ランディングと捉えるべきであろう。ただし、着陸時に状態が不安定になることは経済も同じである。過去の10%を超える成長の残像が過剰供給をもたらし、足元で見られるような在庫の積み上がり、その調整による一時的な景気の足踏みが起こり易いことに留意しておきたい。

中国の成長率予測

前年比,%,%Pt	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質GDP	9.6	9.2	10.4	9.2	8.3	8.1
名目GDP	18.1	8.6	17.8	17.4	12.5	13.1
個人消費	15.7	9.5	10.0	17.6	17.3	16.4
固定資産投資	23.2	22.3	16.4	15.5	11.8	10.8
在庫投資（寄与度）	(1.2)	(▲0.8)	(0.5)	(2.4)	(▲1.0)	(0.2)
純輸出（寄与度）	(0.3)	(▲2.9)	(0.2)	(▲0.6)	(0.4)	(0.8)
輸出	7.2	▲17.2	30.0	14.9	6.9	13.2
輸入	8.2	▲12.8	37.5	19.3	5.8	11.0

(出所)中国国家统计局

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

<sup>9</sup> 米国の消費者物価の変化により購買力の物価変動を調整したベース。