

中国経済情報 2012年10月号

Summary

【内容】

1. 景気の現状

経済指標は景気の下げ止まりを示唆

需要の持ち直しを受けて在庫調整が進む

経済・財政政策とも基本的に静観の構え

2. 今後の見通し

輸出：徐々に持ち直す

固定資産投資：2013年後半には伸び鈍化

個人消費：所得増と物価の安定により堅調拡大続く

2013年にかけて8%台の成長へ回復

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（改訂）

2012年7～9月期の実質GDPは、前年同期比では伸びが若干鈍化したものの、季節調整値では増勢が加速した。また、工業生産は3四半期連続で同程度の増勢を維持、製造業PMI指数は9月も50を割り込んでいるなど、供給サイドの指標が示す景気の姿は一様ではないが、少なくとも減速には歯止めが掛かりつつあると言える。

需要動向は、輸出が9月に持ち直しの動きを見せ、個人消費は堅調な拡大が続き、固定資産投資も小幅ながら伸びを高めるなど、総じて持ち直しつつある。そうした中で、今回の景気減速の主因である在庫調整は、川上分野では未だ正常化の途上であるが、川下分野で概ねメドが付きつつあり、ピークを超えたと判断できる。

こうした景気情勢を受けて、政府・人民銀行は大規模な景気対策や追加の金融緩和を打ち出しておらず、景気動向を静観している。リーマン・ショック直後の大胆な対応と異なる今回のスタンスは、①インフレ再燃への配慮、②4兆元景気対策の反省、③雇用維持のための成長率の低下、などが背景にあると考えられる。

今後の需要動向を展望すると、輸出は米国経済の持ち直しやASEAN経済の堅調拡大持続を背景に回復に向かうとみられる。ただし、人民元相場の上昇もあって、そのテンポは緩やかなものにとどまる。輸出の増勢が強まるのは海外景気に明るさが見られる2013年後半となろう。

固定資産投資は、政府による公共投資の前倒し執行により、2013年前半にかけて伸びが高まるとみられる。しかしながら、輸出の復調が見込まれる2013年後半には、高過ぎる投資比率の引き下げに向けて、政府は公共投資を抑制し、固定資産投資の伸びは鈍化傾向となろう。

個人消費は、最低賃金の大幅引き上げを背景とする家計所得の増加に加え、過熱感のない経済成長の下で物価も安定的に推移すると見込まれることから、堅調な拡大が続こう。日中関係悪化の影響は短期的には個人消費の抑制要因となるが、中長期的には日本製から中国製や他国製へのシフトにより吸収され、個人消費への影響は限定的とみられる。

実質GDP成長率は、10～12月期に前年同期比で8%程度へ高まり、2012年通年では7.9%、2013年は8%台へ回復すると予想する。

1. 景気の現状

経済指標は景気の下げ止まりを示唆

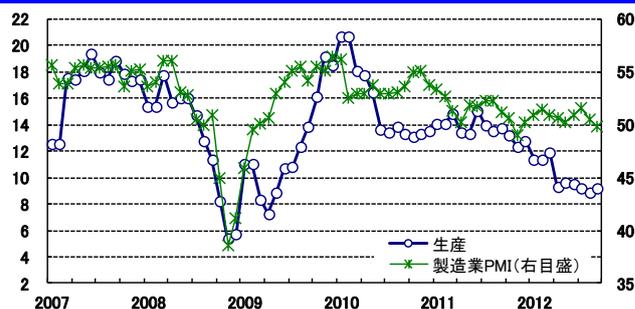
中国経済の減速に、ようやく歯止めが掛かりつつある。2012年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%となり、4～6月期の7.6%から伸びが鈍化したものの、政府試算の季節調整値では、1～3月期の前期比1.5%（年率6.1%程度）から、4～6月期に2.0%（年率8.2%程度）、7～9月期は2.2%（年率9.1%程度）へ徐々に加速している。

実質GDPの推移(前年同期比、前期比年率、%)



(出所)CEIC

工業生産と製造業PMI指数の推移



(出所)CEIC

その一方で、工業生産は、8月の前年同月比8.9%から9月は9.2%へ伸びが高まったものの、政府試算の季節調整値から計算した四半期ベースでは1～3月期から7～9月期にかけて3四半期連続で前期比2.2%と変わらず、増勢が加速しているわけではない。また、9月の製造業PMI指数は、8月の49.2から49.8へ改善したものの、景気の改善と悪化の境目である50を2ヵ月連続で下回っている。さらに、当社が試算した製造業PMI指数の季節調整値は、8月まで50を上回っていたが、9月は49.8と2011年11月以来の50割れとなった。

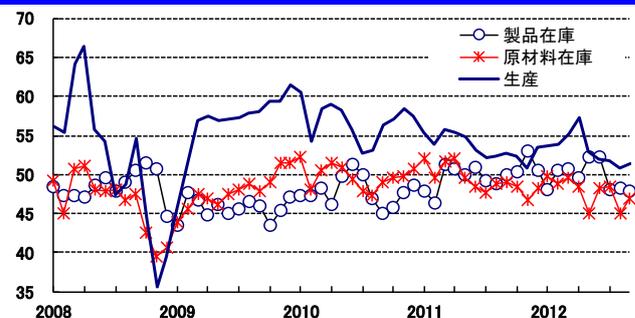
このように、供給サイドの指標が示す景気の様子は一概ではないが、総じてみれば、景気は持ち直し局面にあるとまでは言えないものの、少なくとも減速局面を脱しつつあるとは言えよう。

需要の持ち直しを受けて在庫調整が進む

需要や在庫の動きを見ても、景気が底入れしつつある様子が窺える¹。需要動向は、輸出は堅調な景気拡大が続くASEAN向けを中心に9月に持ち直しの動きが確認され、個人消費は堅調さを維持、固定資産投資は小幅ながら伸びを高めるなど、総じて持ち直しつつある。

こうした需要動向を受けて、今回の景気減速の主因である在庫調整にも一定の進展が見られる。製造業PMI指数を構成する主なサブ指数のうち、製品在庫指数は7月以降3ヵ月連続で(9月47.9)、原材料在庫指数に至っては2011年5月以降、1年以上も50を下回るなど、在庫削減の動きが続いていることを示唆している。そうした中で、8月

製造業PMI指数の主なサブ指数



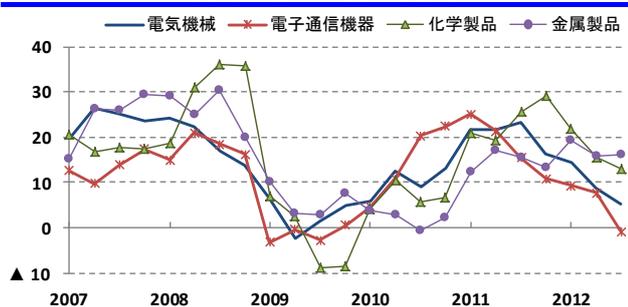
(出所)CEIC DATA

¹ 詳しくは10月19日付け Economic Monitor「減速に歯止めが掛かりつつある中国経済（7～9月期GDP）」参照。

に 50.9 と 50 割れ寸前まで低下した生産指数が 9 月に 51.3 へ改善したことは、在庫削減のための生産調整がピークを超えたとの期待を抱かせる。

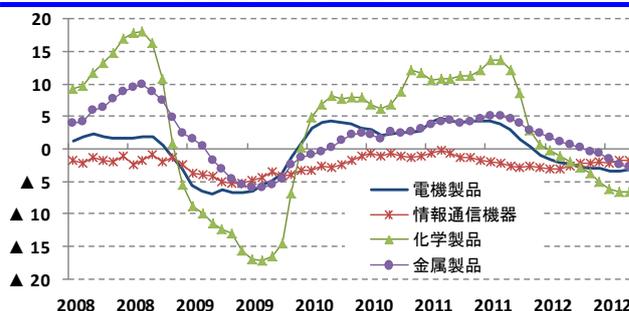
実際に、主な製品の在庫動向を見ると（下左図）、2010 年から 2011 年にかけて全般的に在庫の前年同期比の伸びが大幅に高まっていたが、2012 年に入ると伸びは明確に鈍化している。なかでも、電子通信機器の在庫が 8 月に前年同月比▲0.9%と 3 年ぶりのマイナスに転じ、電気機械も 5.2%まで伸びが鈍化するなど、最終製品を中心とする分野において在庫調整が進んでいる様子が窺える。一方で、中間財が中心となる化学製品の在庫は 8 月も前年同月比 12.9%と高い伸びが続いており、金属製品は 5 月の 15.9%から 8 月は 16.1%へ、鉄鋼も 12.7%から 14.9%へ伸びが高まるなど、川上の分野では相対的に在庫調整が遅れている。

在庫の推移(名目、前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

生産者物価の推移(前年比、%)



(出所)CEIC DATA

こうした需給環境を反映して、生産者物価は、情報通信機器が 7 月の前年同月比▲2.1%をボトムとして 9 月には▲1.8%へ、電気製品も 8 月の▲3.4%から 9 月は▲3.1%へ、それぞれマイナス幅が縮小している（上右図）。一方、化学製品は 8 月、9 月とも▲6.6%で変わらず、金属製品（8 月▲2.4%→9 月▲2.8%）や鉄鋼（▲14.7%→▲17.9%）ではマイナス幅が拡大しており、依然として価格は下落傾向にある。

こうした在庫や生産者物価の動きから判断すると、現在、在庫調整は、川下分野では概ねメドが付きつつあるとみられ、その意味で調整のピークを超えたと言える。今後は、最終需要が持ち直し川下分野で生産の拡大ペースが速まれば、川上分野でも在庫調整が進むこととなる。ただし、過度な需要回復期待から生産が最終需要を上回るペースで拡大した場合、再び在庫が積み上がり、在庫調整の仕切り直しを迫られる可能性が残ることには留意が必要である。

経済・財政政策とも基本的に静観の構え

景気に底入れ感が始まったこともあり、中国政府は 6 月に省エネ家電購入補助金制度を導入して以降、景気にインパクトのある政策を打ち出していない²。国家発展改革委員会は、9 月上旬に総額 1 兆元程度（GDP 比約 2%）の公共事業を認可したが、実行が数年に渡るものが少なくない上、大部分は今後 5 年計画（2011～15 年）において予定されていたものとみられるため、追加的に景気を刺激する効果は極めて限定的であろう。既に行われている公共事業の執行前倒しの延長線という評価が妥当であると考えられる。金融政策についても、人民銀行は、預金準備率を 5 月に、政策金利を 7 月に引き

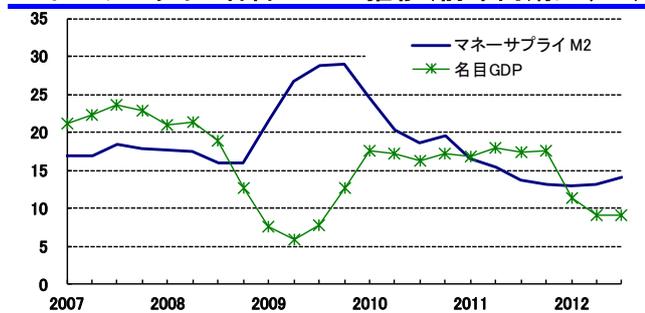
² ただし、重慶市や長春市など幾つかの地方政府は、独自の自動車購入支援策を打ち出しており、上海市においても新エネルギー車に対する補助策を準備している模様（9/12 中国証券網）。

下げて以降、静観を続けている。

このように、リーマン・ショック直後は4兆元規模の景気刺激策を速やかに実行した中国政府が、今回の局面では金融財政両面において慎重さが目立つ背景としては、景気の底入れ以外にも、①インフレ再燃への配慮、②4兆元景気対策の反省、③雇用維持のための成長率の低下、などが指摘されている。

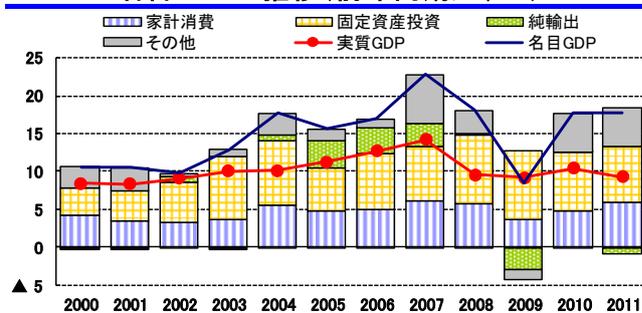
インフレ再燃リスクについては、マネーサプライの伸びが名目GDPを大きく上回っていることが意識されていると考えられる。名目GDPは1～3月期に前年同期比11.2%、4～6月期は9.6%、7～9月期は9.5%と伸びが鈍化傾向にあるが、マネーサプライ(M2)は1～3月期13.0%、4～6月期13.2%、7～9月期14.1%と逆に伸びが高まっている。経済活動に対して過剰なマネーの供給はインフレ圧力を高めるため、人民銀行は追加の金融緩和に慎重とならざるを得ない。

マネーサプライと名目GDPの推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

名目GDPの推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

また、4兆元の景気対策は、リーマン・ショック直後の2009年に、輸出が大幅に落ち込んだにもかかわらず、実質9.2%、名目8.6%という高成長をもたらした。しかし、その一方で、固定資産投資が景気対策により大幅に積み増されたため、その後は伸びが鈍化しGDP成長率の押し上げ寄与は低下している³。さらに、過大な投資により一部の分野では供給力が過剰となり、先に見た通り、在庫増や市況悪化の原因となっている。こうした、言わば景気対策の副作用を考慮すると、固定資産投資の大幅な積み増しによる景気刺激策についても慎重な判断が必要である。

雇用維持の観点では、失業率が上昇しないための実質GDP成長率について、これまで8%以上が必要であると言われていた。しかしながら、実質GDP成長率が概ね8%前後で推移していた1998～2001年の間、雇用(就業者数)の増加数は年7～8百万人程度であったことに対して、二桁の成長率が続いた2003～7年における雇用増は年3～5百万人程度にとどまっている。この統計データが実態を表しているのであれば、経済成長率と雇用増との間に単純な一定の関係はなく、8%という数字にさほど意味はないようにも見える。

そもそも、失業率(労働需給)を考える上では、労働力の供給サイドを無視することはできない。中国の人口は、一人っ子政策の影響などにより、年間の増加数が2000年に1,000万人を切り(957万人)、2011年には644万人まで減少している。そのため、労働力の増加テンポも鈍化しており、労働力を吸収するために必要な経済成長率は、その分、低くても問題ないはずである。

³ GDPベースの固定資産投資(名目)は、2008年の前年比23.2%に続き、2009年も22.3%の大幅な伸びを記録したが、その後は2010年17.2%、2011年16.0%と伸びが鈍化傾向にある。

中国政府は、今次5ヵ年計画の成長率目標を年平均7%としており、2012年に限っても目標は7.5%成長である。この目標値は当然に雇用の維持を考慮して作成されたと考えられるため、多少の上振れ含みであるとしても、雇用維持の観点からは、成長率が目標の7%を割り込む状態が長期化しない限り、景気の挺入れは不要という見方ができよう。

10月17日に開催された国務院常務会議では、景気の現状について「中国の経済成長は安定した方向に向かっており、積極的な変化を表している」とし、改善に向かいつつあると評価している。中国政府は、景気の下振れリスクを高めるような外的ショックがなければ、大規模な景気対策の実施は控える可能性が高くなっていると考えるべきであろう。

2. 今後の見通し

以上で見た景気の現状や政府のスタンスに加え、日中関係悪化の影響などを考慮しつつ、以下では主な需要動向を見通し、中国経済の先行きを展望する。

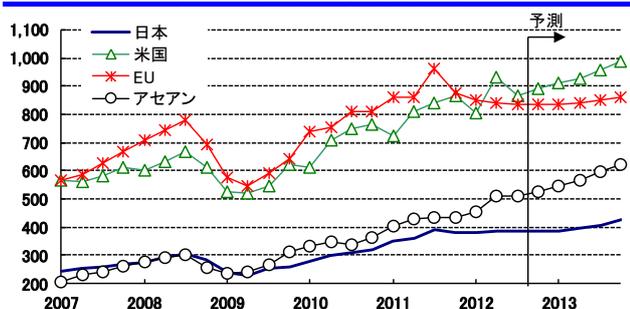
輸出：徐々に持ち直す

輸出は、9月に欧州向けを除いて持ち直しの動きが見られた。四半期ベースで見ると（当社試算の季節調整値）、欧州向けは今年7～9月期まで4四半期連続で前期比マイナスと減少傾向にある。米国向けは7～9月期に前期比▲6.8%と落ち込んだが、4～6月期に15.3%の大幅増を記録しており、均して見れば緩やかな増加基調にあると言える。ASEAN向けは4～6月期に前期比11.6%と急増した後もかかわらず7～9月期は横ばいと高水準を維持し、日本向けは7～9月期まで3四半期連続で前期比ゼロ%台と横ばい状態が続いている。

主要仕向け先の今後の景気動向を展望すると、欧州経済は債務問題の解決に時間を要し低迷が長期化する一方で、米国経済は雇用の回復などを背景に個人消費を中心に緩やかに持ち直すとみられる。ASEAN経済は旺盛な内需が牽引して堅調な拡大が続き、日本経済は停滞推移が見込まれるが2013年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要により一時的な盛り上がりを見せると予想される。

中国の輸出は、基本的に、こうした各地域の景気動向に応じた形で、ASEANや米国向けを中心に、今後は徐々に持ち直すと考えられる。ただし、このところ再び上昇圧力を強めている人民元相場が、輸出の回復力を削ぐ可能性があることには留意しておきたい。

仕向け地別輸出の推移(季節調整値、億ドル)



(出所)CEIC DATA

人民元相場の推移(人民元/米ドル)



(出所)CEIC DATA

人民元の対ドル相場は、今年の春頃に、米国経済の回復期待と中国経済の減速を背景に人民元安方向に振れ、7月下旬には1ドル=6.4人民元近くまで元安が進んだ。しかしながら、その後は米国における追加の金融緩和期待の高まりを受けて人民元高方向に転じ、9月13日に米国で金融緩和が実施されると人民元高が加速し、10月中旬には1ドル=6.25人民元まで上昇、史上最高値を更新している。過去において、為替相場の変動は半年程度のラグを置いて輸出動向に影響を及ぼしていたことを踏まえると、夏場以降の人民元相場の上昇は2013年初め頃から輸出を下押しすることになる。そのため、輸出は回復に向かうものの、その動きは緩慢なものにとどまると予想する。輸出の増勢が強まるのは、米国経済の復調などから海外景気にやや明るさが見られる2013年後半となろう。

なお、日中関係悪化の影響については、現時点で顕著な影響が見られる分野が、中国国内における日本ブランド消費財の販売不振に概ね限られており、特に自動車販売に集中している。そのため、中国の輸出に与える影響は短期的には極めて限定的である⁴。

ただし、中長期的には、日本企業が中国外に製造拠点をシフトし、中国の輸出を下押しする可能性がある。既に中国における人件費上昇などを受けて、ASEANなどへ生産拠点を移す動きは見られていたが、今回の問題は、特に中国を欧米市場向け製品の輸出基地と位置付けていた企業にとって、その動きを加速させる一因とはなろう。中国の輸出に占める外資系企業の割合は、2012年1~8月累計で50.5%と過半を占めている。さらに、中国に対する海外からの直接投資は、香港を除けば⁵日本が15.7%を占める首位であり（2012年1~9月累計）、そうした動きが強まれば中国の輸出にとって少なからぬ下押し圧力となろう。

固定資産投資：2013年後半には伸び鈍化

固定資産投資は、政府による投資が大部分を占めるため、その動向は財政政策に大きく左右される。前述の通り、政府が大規模な景気対策を打ち出す可能性が低いと考えられるため、今後の注目点は、以下に詳述する通り、現状の高すぎる投資比率（GDPに占める固定資産投資の割合）を、政府がどのように評価し、どのような対応をするかということであろう。

固定資産投資（名目、GDPベース）は、4兆元の景気対策により2009年に前年比22.3%も増加し、その規模はGDPの46.0%に達した。この水準は、かつての日本のピーク（36.7%、1973年度）を遥かに上回る高さである。続く2010年、2011年の固定資産投資は、ともに前年比で17.2%増加したが、名目GDP（生産法）も両年とも固定資産投資を上回る前年比17.8%増加したため、投資比率は緩やかに低下し、2011年には45.5%となった。

2012年は、固定資産投資（都市部）の8月までの累計が前年同期比20.2%にとどまり、昨年と同時期（25.0%）に比べ増勢は鈍化しているため、GDPベース⁶の伸びも2011年の16.0%から2012年通年は14%程度へ伸びが低下すると見込まれる。しかしながら、名目GDPが2011年の前年比17.8%

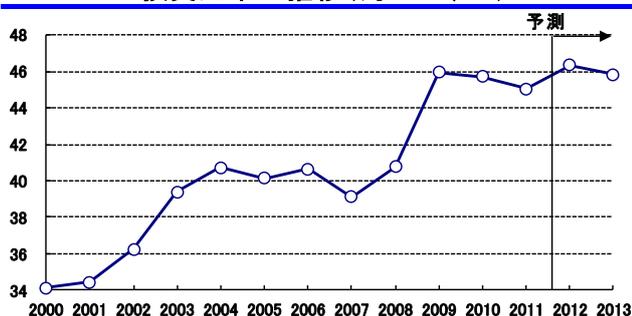
⁴ 中国側の統計によると、中国から日本への輸出は、8月の前年同月比▲6.7%から9月は2.2%のプラスに転じており、目立った影響は見られない。日本からの輸入も8月の▲11.4%から9月は▲9.6%とマイナス幅が縮小、当社試算の季節調整値では9月に前月比▲0.8%と顕著な落ち込みは見られなかったが、日本側の統計では、対中輸出は8月の前年同月比▲9.9%から9月は▲14.1%へマイナス幅が拡大している。なかでも自動車関連財の落ち込みが顕著である。

⁵ 香港から中国本土への直接投資は、実態的に海外企業や中国本土企業によるものが多く含まれている。

⁶ GDPベースは全国ベースであり範囲が異なるほか、土地部分が除かれるため、月次で発表される固定資産投資（都市部）と金額（伸び）は一致しない。

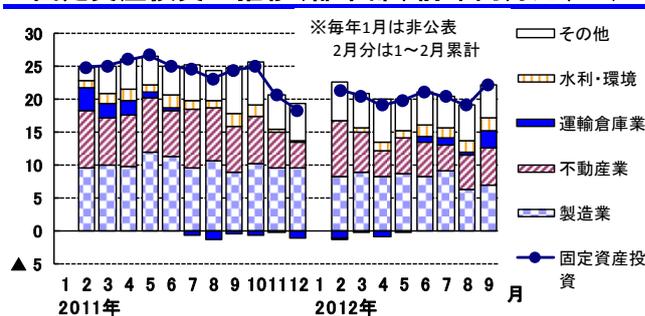
から 2012 年は 10%程度へ大きく伸びが鈍化すると見込まれるため、投資比率は 46%を上回る可能性が高い。

投資比率の推移(対GDP、%)



(出所)CEIC DATA

固定資産投資の推移(都市部、前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

こうした過大投資の弊害として第一に挙げられるのは、過剰供給力である。先に見た通り、実質 GDP 成長率の 10%割れが定着した 2011 年には在庫が急増、製品価格が下落しており、既に過剰供給力に起因する問題が顕在化している。第二には、個人消費の伸び悩みである。過大な投資は、裏返せば労働者への過少分配を意味しており、この状態が続けば個人消費のすそ野は広がらず、政府の目指すような、個人消費を柱とする国民生活レベルの向上を伴ったバランスの良い経済成長は実現しない。

そのため、政府は当面、景気動向に配慮して公共事業の前倒し執行を進めることから固定資産投資は高い伸びを維持するとみられるが、輸出の回復テンポが強まる 2013 年後半には、投資比率の引き下げに向けて公共投資を抑制しよう。また、ここきて住宅価格が上昇傾向にあり、不動産業の投資が再び伸びを高めているが、政府は不動産分野への投資を抑制する姿勢を維持しており、増勢が加速するとは考えにくい。そのため、固定資産投資の伸びは 2013 年後半には明確な鈍化傾向になると予想する。

個人消費：所得増と物価の安定により堅調拡大続く

個人消費は、現状、継続的かつ大幅な賃金の上昇とインフレの鎮静化を背景に、堅調な拡大を続けている。各省・直轄市では、2012 年も最低賃金が前年比 10~20%程度引き上げられており⁷、政府は 2015 年まで毎年平均 15%の引き上げを行う方針である。最低賃金の引き上げを受けて、雇用者の平均賃金は 2012 年 1~6 月平均で前年同期比 13.1%上昇している。2011 年通年で前年比 14.4%上昇したことと比べると伸びは鈍化しているものの、引き続き高い伸びを維持している。

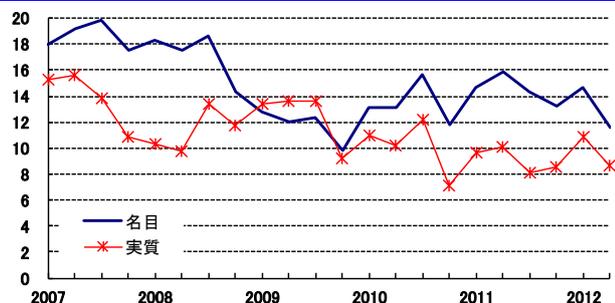
さらに、消費者物価上昇率は、豚肉価格が急騰した昨年の反動もあって 2011 年通年の前年比 5.4%から鈍化しており、今年 6 月以降は概ね前年同月比 2%前後の低い伸びで安定的に推移している。その結果、実質で見た平均賃金の伸びは、2011 年と概ね同水準で推移しており、個人消費の堅調な拡大を支えている。

消費者物価の先行きを展望すると、生産者物価(工業品)が 9 月に前年同月比▲3.6%までマイナス幅を拡大するなど製品需給は依然として軟化していることや、人民元相場の上昇が輸入品価格の上昇を抑制することもあり、当面は上昇率が大きく高まる可能性は低いとみられる。2012 年通年の消費者物

⁷ 最低賃金の水準が相対的に高い広東省(13.6%)や上海市(13.3%)は 10%強の伸びにとどまったが、水準の低い重慶市(20.7%)など内陸部では高い伸びが目立った。

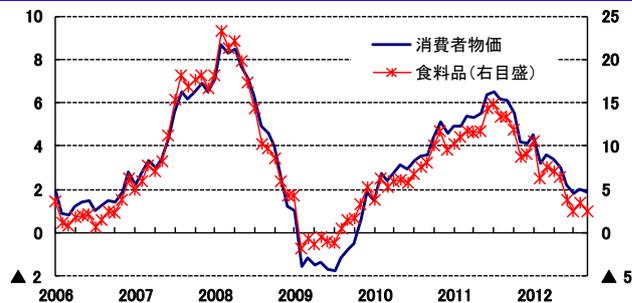
物価上昇率は、政府目標の前年比 4% を大きく下回る 3% 程度にとどまろう。2013 年についても、後述の通り、経済成長のテンポは製品需給や労働需給の面から物価上昇圧力が高まるほど加速するとは見込めないため、インフレが個人消費の拡大を阻害する可能性は低いと考えられる。

平均賃金の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIG DATA

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIG DATA

なお、乗用車販売台数が、日中関係の悪化を受けて日系メーカーの販売台数が各社とも前年同月比で概ね半減したことから、全体でも 8 月の前年同月比 11.3% から 9 月は▲0.3% とマイナスに転じた。少なくとも短期的には、日中関係の悪化が日本ブランド商品の購入敬遠を通じて中国の個人消費を下押しする要因となろう。

しかしながら、乗用車販売においては欧米メーカーが販売台数を伸ばしており、日系メーカーの落ち込みを相当部分取り込んでいる。また、中秋節・国慶節連休期間中のテレビ販売は、日系ブランドが概ね半減したが、中国製や韓国製が日系ブランドのシェアを奪い、全体では前年比微増となった模様である⁸。

こうした状況を踏まえると、仮に日中関係悪化の影響が長期化したとしても、日系ブランド商品の販売落ち込みは、その大部分が中国製や他国製品に代替され、消費全体への影響は徐々に低下していく可能性もあろう。日中関係が改善する可能性も含めて考えると、9 月中旬以降の日中関係悪化が個人消費へ与える影響は、中長期的には限定的なものにとどまろう。

2013 年にかけて 8% 台の成長へ回復

以上の主な需要動向を踏まえると、今後の中国経済は、個人消費が堅調な拡大を続ける中で、公共投資の前倒し執行により 2013 年前半にかけて固定資産投資の伸びがやや高まり、さらに輸出が持ち直しの動きを続けることから、徐々に成長テンポを速めるとみられる。実質 GDP の前年同期比は、7～9 月期の 7.4% をボトムとして、10～12 月期には 8% 程度に伸びを高め、2012 年通年では 7.9% になると予想する。

2013 年の中国経済は、輸出が緩やかながらも着実に伸びを高め、個人消費も引き続き堅調な拡大を維持しよう。しかしながら、固定資産投資は、年前半こそ比較的高い伸びを維持するものの、年後半には公共事業前倒しの効果一巡により、徐々に伸びが鈍化するとみられる。そのため、実質 GDP 成長率は、年前半には前年同期比で 8% 台半ば近くまで高まることはあっても、年後半は伸びが鈍化するとみられ、通年では 8.1% とかろうじて 8% 台を回復する程度にとどまると予想する。

⁸ 10 月 16 日付け新華網によると、連休中のテレビ販売は前年比 6%、うちシャープは 50% 超、ソニーは 40% 超の落ち込みとなった。一方で、サムスン電子は 10% 超増加し、LG エレクトロニクスはシェアを倍増させている。

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	9.3	7.9	8.1
名目GDP	18.1	8.6	17.8	17.8	10.8	14.0
個人消費	15.9	10.7	13.9	17.2	13.9	14.8
固定資産投資	23.2	22.3	17.2	16.0	14.0	12.7
在庫投資（寄与度）	(1.2)	(▲0.8)	(0.6)	(0.5)	(▲2.7)	(0.1)
純輸出（寄与度）	(0.3)	(▲2.9)	(0.0)	(▲0.7)	(0.7)	(0.4)
輸出	7.2	▲17.2	30.0	14.9	5.6	9.8
輸入	8.2	▲12.8	37.5	19.3	3.2	9.0

(出所) 中国国家統計局

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。