

中国経済情報

2015 年 4 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

2014 年に景気は一段と減速

2015 年入り後はデフレ懸念強まる

2. 今後の見通し

全人代では政策対応の余地を確保

産業構造変化を反映し 7% 成長へ

3 次産業中心の成長へ徐々にシフト

労働力の減少を生産性の上昇で補う

金融システム問題への対応進む

在庫調整は峠を越えた模様

輸出は人民元高の一服もあり増勢持続

固定資産投資の抑制圧力弱まる

個人消費の増勢加速は期待薄

2016 年に成長率は 7% 割れも「新常態」へ適応目指す

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

2016 年までの中国経済見通し

中国の実質成長率が二桁成長を記録したのは 2010 年が最後であり、2014 年には 7.4% まで減速した。政府は目標の 7.5% 「前後」を達成したとしているが、4 年連続で成長が鈍化したことは事実であり、さらに名目成長率が 8.2% へ、ドルベースでは 7.9% まで低下、国内企業や海外からの見方はより悲観的となっている点は無視できない。

そのうえ、2015 年 1～3 月期の名目成長率は実質成長率を下回り、中国経済が真性デフレの入り口に立っていることを示唆した。中国経済の現状は実質成長率が示す以上に厳しい。

こうした状況を受けて、政府は全人代において成長率目標を引き下げた背景を「新常態」への適応と説明するとともに、金融財政両面における景気下支えの余地を確保した。

中長期的な視点では、労働力の減少により比較的高い成長を維持することが困難となる可能性が懸念されるが、これまでも労働生産性の上昇により補っており、政府は今後も「都市化」の推進により、そうした流れを継続する方針である。依然として高い 1 次産業比率や一人当たり GDP の低さを踏まえると、その実現可能性は低くはないであろう。

当面の課題である金融システム問題については、シャドーバンキングの膨張に歯止めが掛かりつつあり、既に矢継ぎ早に金融緩和が行われていることが示す通り、その対応策の進展が今後は景気を押し上げる方向に寄与すると期待される。また、デフレ懸念を強める主因となった在庫調整は概ね峠を越えつつある模様である。

需要動向を展望すると、輸出は人民元高の一服により今後は米国や ASEAN 向けを中心に増勢を維持しよう。固定資産投資は政府が景気に配慮し抑制姿勢を一時的に弱めるとみられる。ただ、個人消費は賃金上昇率が低下しており、社会保障制度の改善や都市化の進展を見込んでも増勢加速は期待薄である。

そのため、2015 年の実質成長率は政府により景気テコ入れの効果もあって目標と同水準の 7.0% をかろうじて維持しよう。2016 年には実質成長率が 7% を割り込むが、デフレ圧力の低下により名目成長率が高まるため、景況感の実質成長率が示すほど悪くないと予想される。その通りとなれば中国経済は「新常態」へ適応できたということになるだろう。

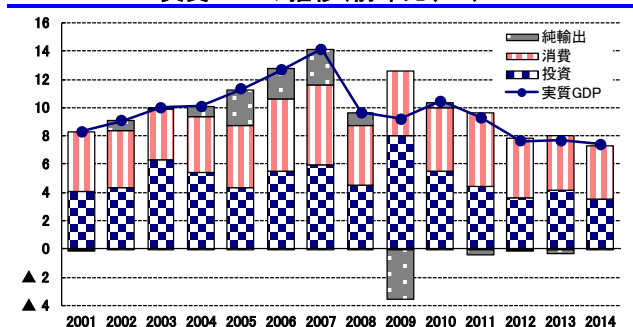
1. 景気の現状

2014 年に景気は一段と減速

中国経済は 2015 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比+7.0%まで低下、景気の減速に歯止めが掛かっていない。そうした中で景気の先行きを展望するにあたり、まずは 7%台後半から前半へ成長ペースが減速した 2014 年の状況から整理しておきたい。

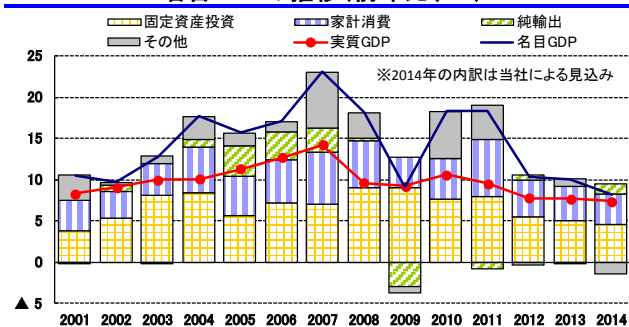
中国の実質 GDP 成長率が年間ベースで二桁を記録したのは 2010 年 (+10.6%) が最後であり、その後は鈍化傾向が続き、2014 年には+7.4%まで減速した。内訳を見ると、2010 年は+10.6%の成長率のうち固定資本形成(含む在庫投資)が過半の 5.5%Pt を占め、消費支出(家計と政府の合計)も 4.5%Pt と半分近く寄与、純輸出は 0.4%Pt にとどまり、内需、とりわけ固定資本形成が成長の柱となっていた。そして、直近の 2014 年では成長率+7.4%に対して純輸出の寄与が 0.0%Pt となり、内需中心の成長という構図がより明確となっている。さらに、固定資本形成の寄与度(+3.6%Pt)が消費支出の寄与度(+3.8%Pt)を下回った。つまり、2014 年にかけての景気減速は、輸出の伸び悩みと固定資産投資の増勢鈍化によるものであり、結果的に政府が目指す消費主導経済への転換が進んでいる形にはなっていた。

実質 GDP の推移(前年比、%)



(出所) 国家統計局

名目 GDP の推移(前年比、%)



(出所) 国家統計局

中国政府は、2014 年の実質成長率+7.4%について、目標の+7.5%「前後」の範囲内としているが、目標達成如何よりも、4 年連続で成長率が鈍化し¹、1990 年(+3.8%)以来の低成長であったという事実の方が重要であろう。

さらに、名目ベースの姿は実質ベースとは若干異なっている。2014 年の名目成長率は、2013 年の前年比+10.1%を大きく下回る+8.2%にとどまった。小売販売(社会商品小売総額)や固定資産投資(都市部)、通関統計などの基礎統計の動向から判断すると、家計消費や固定資産投資(固定資本形成)の伸びが鈍化する一方で、純輸出は名目ではプラス寄与²に転じた模様であり、内需主導の成長ではなく、内需の減速を外需が若干ながら補う格好となった。つまり、名目ベースでは政府の望む姿とは異なり、輸出依存体質から脱却できていないわけである。

また、ドルベースの名目成長率は、人民元安の影響もあって 2014 年に前年比+7.9%へ低下(2013

¹ 2012 年と 2013 年の実質 GDP 成長率は、小数点第 1 位までの表記ではともに+7.7%であるが、小数点第 2 位までだと 2012 年の+7.75%から 2013 年は+7.69%へ減速している。

² 実質の寄与度は上記の通り 0.0%Pt。

年は+13.0%)、1999年(+5.6%)以来の低成長となった。ドルベースのGDPは、これまで高成長と人民元の上昇によって2013年までの10年間に年平均19.2%ものペースで拡大を続け、2014年のGDPの規模は10兆3,328億ドル(約1,100兆円)、日本(488兆円、2014年)の約2.2倍に達しているが、人民元の対ドル相場が年平均で若干ながらも人民元安に振れたこともあり、2014年は拡大ペースが鈍化した。

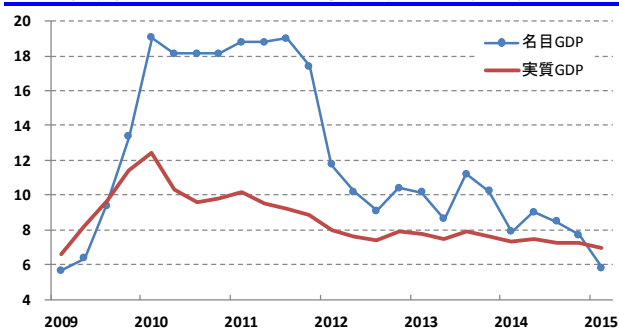
名目ベースの成長率は実質よりも国内企業の実感に近く、また、ドルベースのGDPは海外から見た市場規模の尺度として用いられることが多い。これらの減速が実質成長率よりも顕著なことが、特に海外において中国経済に対する低調な印象を強めていると言える。

2015年入り後はデフレ懸念強まる

その意味でも、2015年1～3月期の名目GDP成長率が前年同期比+5.8%となり(10～12月期+7.7%)、実質GDP成長率を下回ったことは、中国経済に対する見方をより悲観的にさせた。この結果、両者から計算されるGDPデフレーターは前年同期比▲1.1%と、2009年7～9月期(▲0.3%)以来のマイナスに転じた。生産者物価が2015年に入り下落幅を拡大させ(2014年10～12月期前年同期比▲2.8%程度→2015年1～3月期▲4.6%程度)、消費者物価上昇率も1%前後まで低下していることを踏まえると、GDPデフレーターのマイナス転化は想定範囲内と言える。ただし、生産者物価が下落した主因が原油など資源価格の低下という外的なものであり、そうした影響が理論上は控除され国内の需給に起因する物価上昇圧力だけを示すGDPデフレーターもマイナスに転じたことは、それだけ国内の需給が緩んでいるということを示しており、統計が正しいとすると、中国経済が真性デフレの入り口に立っていると受け止めておく必要がある。

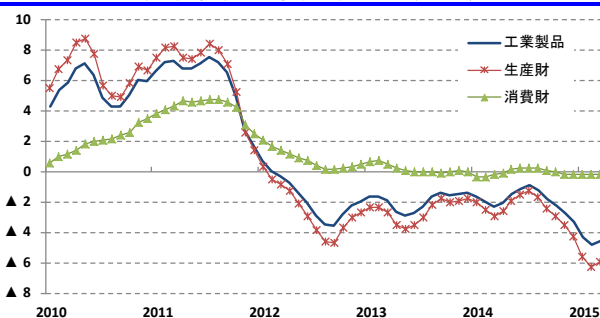
中国経済の現状は、実質GDP成長率が示す以上に厳しいと言わざるを得ない。

実質GDPと名目GDPの推移(前年同期比、%)



(出所) 国家統計局

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 国家統計局

2. 今後の見通し

上記の通り、成長ペースの減速に歯止めが掛からずデフレ懸念が台頭する中で、今後の景気を見通す上での注目点は、第一に①政府・中銀による政策対応であろう。そして、やや中長期的視点となるが、政府が重視する労働力需給（失業率）を左右するという点からも②減少に転じた労働力が潜在的な成長力に与える影響について考慮しておくべきであろう。そのほか、当面の景気の下押し要因として、シャドーバンキング問題に象徴される③金融システム健全化や④在庫調整の状況についても確認しておく必要がある。

全人代では政策対応の余地を確保

まず、政策対応については、3月5～15日に開催された全人代（全国人民代表大会）において示された具体的な数値目標などから、その方向性を概観できる。主なものを見ると、実質GDP成長率は2014年の「7.5%前後」から2015年は「7%前後」に引き下げられた。その背景としては「経済発展の新常態に適応し、現段階の経済成長の潜在力を反映」したとされており、これらを読み替えると、所得水準の高まり（経済発展）に伴って需要の拡大ペースは「中高速」の7%前後へ鈍化するが、それでも十分に速い成長に対応した供給力の拡大が可能であるということになる。この点については後段で詳述する。

【 中国の経済政策における数値目標 】

	2014年		2015年
	目標	実績	目標
実質GDP	7.5%前後	7.4%	7%前後
小売総額	14.5%	12.0%	13%
固定資産投資	17.5%	15.3%	15%
マネーサプライ(M2)	13%前後	12.2%	12%前後
消費者物価上昇率	3.5%	2.0%	3.0%前後
都市部新規就業者数	1,000万人以上	1,322万人	1,000万人以上
失業率(都市部)	4.6%以内	4.1%	4.5%以下

(注) マネーサプライは末残。固定資産投資は全社会。

また、主な需要の目標として、小売総額を2014年の実績である前年比+12.0%に対して、2015年は+13%へ高めるとしている。その一方で、固定資産投資については、2014年の実績+15.3%に対して2015年は+15%と概ね同程度にとどめた。政府は内需主導、特に個人消費を牽引役とする経済成長を目指しており、小売総額の増勢加速はこの方針を受けたものと容易に理解できるが、固定資産投資については本来更に抑制すべき（詳細後述）ところを景気への悪影響に配慮し前年並みとしたように受け止められる。

そのほか、マネーサプライ（M2）の目標は2014年実績の前年比+12.2%と同程度の12%前後としているが、実勢に合わせた柔軟な対応を許容すると説明された。さらに、財政赤字の対GDP比を2014年実績の2.1%から2.3%前後へ拡大したことは、金融財政政策による景気刺激の余地を確保するものとみることができよう。政府・中銀は2014年11月以降、矢継ぎ早に金融緩和を行い景気の下支えに注力しているが、そうした姿勢は今後も維持されるとみて良いであろう。

産業構造変化を反映し7%成長へ

ここで、7%前後の成長率目標が意味するところを確認しておく。都市部における労働力供給は年間1,000万人とされており、労働需給を悪化（失業率を上昇）させないためには年間1,000万人の雇用を創出する必要がある。最近の成長率と雇用の関係を見ると、成長率1%Ptあたりの雇用増（雇用の成長率弾力性）は平均149万人（2012～14年平均）につき、1,000万人の雇用拡大には6.7%（≒

1,000÷149) 程度の成長で足りる計算になる³。

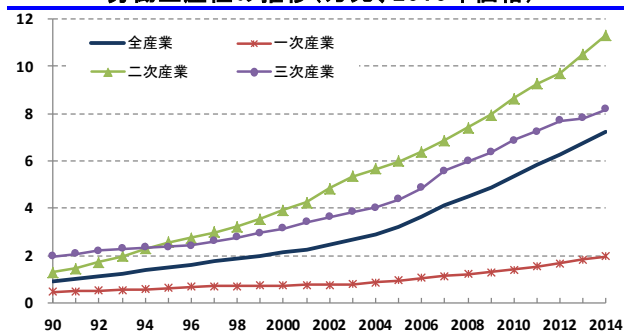
ちなみに、かつて「保八」と言われていた頃、例えば2006年から2010年の期間について同様の計算をすると、当時の雇用拡大目標は年900万人、成長率1%Ptあたりの雇用増は114万人につき、必要な成長率は7.9%程度となる。つまり、成長率目標の引き下げが可能となったのは、雇用の成長率弾力性が上昇しているため、言い換えると、同じ成長率でも雇用の増え方が大きくなったためである。その背景には以下に示すような産業構造の変化があり、ただ単に高い成長を放棄したというわけではないことは理解しておく必要がある。

3次産業中心の成長へ徐々にシフト

雇用者一人が作り出す実質GDP（労働生産性）は、当然ながら産業によって異なる。一般的に、生産設備への依存度が大きい製造業などの2次産業では雇用者一人が作り出す実質GDPは大きく、労働者に依るところが比較的大きいサービス業が多くを占める3次産業は比較的小さい。また、農業などの1次産業においては機械化の程度により異なるが、新興国では主に農業分野で機械化が進んでいないため2次産業や3次産業に比べて低いことが多く、中国においても同様である。実際の数字を確認すると、2014年における雇用者一人あたりの実質GDPは、1次産業が約19,600元（2010年価格）、2次産業は約113,200元、3次産業は約81,900元と試算される。

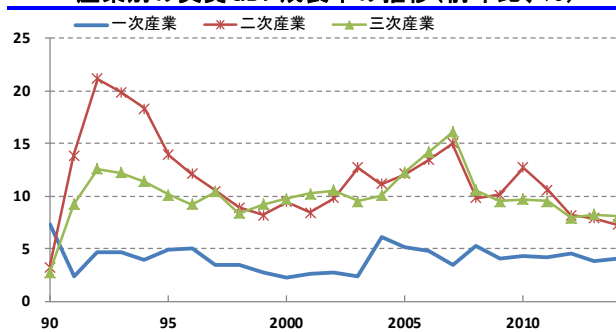
そのため、成長の主役が2次産業であれば、雇用の拡大は比較的小さく、3次産業中心の成長であれば同じ成長率でも雇用はより大きく拡大することになる。実際に産業別の成長率をみると、最近は3次産業が2次産業を若干ながら上回っており、そのことが成長率1%に対する雇用の増加幅を大きくしているわけである。

労働生産性の推移（万元、2010年価格）



(出所) 国家統計局

産業別の実質GDP成長率の推移（前年比、%）



(出所) 国家統計局

なお、2014年の実質GDPを産業別に分けると、1次産業（農林水産業と鉱業）は8.3%、2次産業（製造業、建設業、電気ガス水道）は46.9%、3次産業（サービス業、運輸通信業、卸小売業など）が44.8%

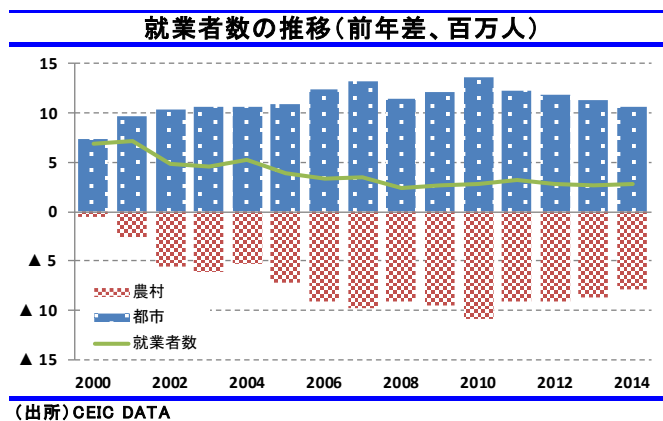
³ 成長率1%あたりの雇用増について過去5年平均（2010～2014年）の141万人に基づいて計算すると、必要となる成長率は7.1%程度（1,000÷141＝7.09）となるが、最近の変化を考慮すれば7%成長は許容される。

であり、「世界の工場」と呼ばれる通り 2 次産業中心の産業構造となっている。ただ、最近 3 年の変化（2011 年→2014 年）を見ると、1 次産業が 9.2%から 8.3%へ低下する一方で、2 次産業（46.6%→46.9%）、3 次産業（44.2%→44.8%）ともに上昇、3 次産業の上昇幅が 2 次産業を上回っており、経済のサービス化が徐々に進んでいる様子が窺える。

労働力の減少を生産性の上昇で補う

先に見た通り、都市部においては失業率を上昇させないために 1,000 万人の雇用創出が求められているが、一方で、全土で見れば、一般的に労働力のベースとされる生産年齢人口（15～64 歳）は 2014 年に前年比でマイナスに転じており（10 億 469 万人、前年比▲0.1%）、雇用を拡大しなくても失業率は上昇しないことになる。

この一見すると矛盾する状況を理解するためには、都市部と農村部の雇用の動きを見れば良いであろう。都市部の雇用（就業者数）は 2002 年以降、毎年 1,000 万人以上の増加が続いたが、農村部の雇用は多い年で 1,000 万人以上、2014 年でも 790 万人減少したため、全土で見ると雇用の増加は毎年 300 万人程度にとどまっていた。つまり、都市部における雇用増は、全体の労働力増加分だけでなく農村部から流出する労働力をも吸収しており、今後についても都市部で求められる雇用創出の規模は、全体の労働力増加分に農村部からの流出分を加えたものとなるわけである。



より重要な問題は、労働力が減少に転じる中で、どのように 7%成長に対応できるよう生産力を拡大し続けるのかである。過去を振り返ると、前 5 カ年計画期間（2006～2010 年）においても、労働力の拡大は年平均 0.4%に過ぎず、この間の平均成長率 11.2%に対して、大部分は労働生産性を高めることで生産力を拡大していた（下表）。そして、こうした労働生産性の向上は、機械などの設備投資（固定資産投資）のほか、より生産性の高い産業へ労働者をシフトし産業構造を変化させることで実現してきた。具体的な数字で確認すると、この間に 1 次産業の雇用は年平均▲3.5%と減少した一方で、2 次産業が平均+4.2%と 3 次産業の+2.4%を上回るペースで拡大しており、主に労働生産性の最も高い 2 次産業へ労働者をシフトさせて

いる様子が見て取れる。注目は労働生産性の変化率であり、全体の 10.8%に対して、1 次産業 7.9%、2 次産業 8.0%、3 次産業 9.6%といずれも全体を下回っている。つまり、より労働生産性の高い産業へ雇用をシフトさせることで、全体の生産性上昇ペースを押し上げ、それが二桁成長を支えていたということである。

【 平均成長率に対する雇用と生産性の寄与 】

	2006～2010年実績			2011～2014年		
	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	0.0	8.1
1次産業	4.4 (0.5)	▲ 3.5	7.9	4.1 (0.4)	▲ 4.1	8.2
2次産業	12.2 (5.5)	4.2	8.0	8.5 (4.0)	1.4	7.1
3次産業	12.0 (5.2)	2.4	9.6	8.4 (3.7)	3.8	4.7

(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2010年価格基準。

(出所) 国家统计局資料を基に当社にて試算

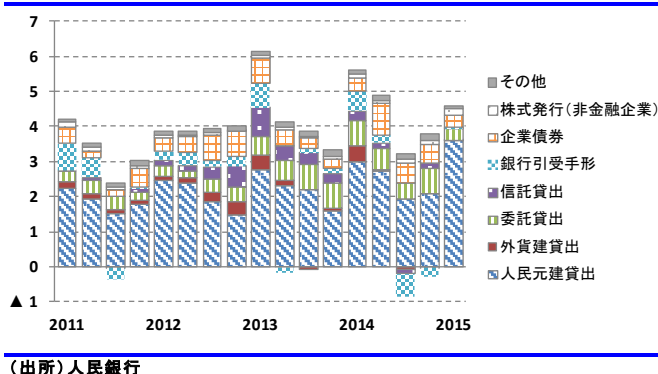
さらに、2011～2014 年においては、実質 GDP の平均成長率 8.1%の全てが労働生産性の上昇によるものとなっている。そして、2 次産業の生産性上昇率が年 7.1%、3 次産業が 4.7%へそれぞれ低下する中で、全体ではこれらを上回る生産性上昇率を実現したのも、1 次産業から 2 次産業ないしは 3 次産業へ労働力がシフトしたからである。ただ、この期間では 3 次産業へより大きくシフトしており、そのことが 3 次産業の生産性上昇率の低さと相俟って、全体の生産性上昇率、ひいては平均成長率が低下したという見方ができる。

また、こうした 1 次産業から 2 次産業、3 次産業への労働力のシフトは、先に見たような農村部から流出する雇用を都市部が吸収する状況を別の角度から見たものであり、それぞれが政府の進める「都市化」の一つの側面を示すものと言える。つまり、都市化を供給サイドから見ると、労働力の面から産業構造の変化を促すものと捉えることができる。そして、政府は都市化によって引き続き 7%程度という比較的高い成長を実現しようとしているわけであるが、就業者数に占める 1 次産業の割合が未だ約 3 割（2013 年 31.4%）を占めており、都市化するなか高付加価値産業への雇用シフトの余地が大きく、さらに一人当たり GDP が 2014 年でも 7,500 ドルを若干上回る程度で生活水準の引き上げ余地も大きいことから、これまでの実績も踏まえて考えると、その実現可能性が低いとは言えないであろう。

金融システム問題への対応進む

3 つ目のポイントとして挙げた金融システム問題については、その根源であるシャドーバンキングの膨張に歯止めが掛かりつつあることは確認できる。通常の銀行貸出や債券、株式による資金調達だけでなく、委託貸出⁴や信託貸出⁵といった所謂シャドーバンキングと呼ばれるものを含んだ社会融資総量は、2013 年に前年比で 17.3 兆元増加したが、2014 年の増加額は 16.4 兆元へ減速、さらに 2015 年 1～3 月期には前年同期の 5.6 兆元（四半期ベース）から 4.6 兆元へ増加幅が縮小した。内訳を見ると、通常の融資（人民元建貸出）は 2014 年 1～3 月期の +3.0 兆元から 2015 年 1～3 月期に +3.6 兆元へ拡大しているが、委託貸出（+0.7 兆元→+0.3 兆元）や信託貸出（+0.3 兆元→0.0 兆元）は大幅に縮小している。信託貸出はその原資となる理財商品のデフォルトが意識されるようになったこと、委託貸出は政府の規制強化⁶などが背景にあるとみられる。

社会融資総量の推移（変化額、兆元）



通常の銀行融資に比べ審査が甘いとされるシャドーバンキングを通じた資金供給が抑制されることは、固定資産投資を中心に需要を下押しする要因とはなろう。しかしながら、一方で資産バブルや過剰設備の温床となり易いシャドーバンキングを通じた資金の流れをある程度抑えられたことが、最近の矢継ぎ早の金融緩和を可能にしたと考えられる。そのため、これまで進めてきた金融システム問題への

⁴ 委託貸出とは、企業などの運用資金を金融機関が委託を受けて行う融資。中国では一般企業の貸付が禁じられている。

⁵ 信託貸出とは、信託会社が理財商品や信託商品で調達した資金による融資。

⁶ 銀行業監督管理委員会は、委託貸出について、信用膨張の根底にある曖昧な原資や資金使途、銀行の役割を明確化する形で規制を強化する方針を打ち出した。

対応が、今後は景気を押し上げる方向に働き始めることが期待される。

在庫調整は峠を越えた模様

最後に最近の景気減速の背景にある在庫調整であるが、在庫動向を見る限り峠を越えた模様である。予想を上回る景気の減速を受けて、2014年に入って在庫は全体で積み上がりの様相を見せ、8月には前年同期比+15.6%と成長率を大きく上回るペースで拡大した。しかしながら、その後の生産抑制により2015年2月には+8.5%へ鈍化、未だ成長率を上回ってはいるものの、在庫調整は徐々に進んでいる。

最近の需要拡大ペースの鈍化と、後述する通り依然として過大な生産力（固定資産投資）の拡大により、在庫調整終了の目途が逃げ水のように後ずれしている感はあるものの、実質GDP成長率や工業生産の伸びが大きく鈍化し調整が進んでいる現状を踏まえると、在庫調整は終盤に差し掛かっている可能性が高いであろう。今後は在庫調整圧力が徐々に低下すると考えられる。

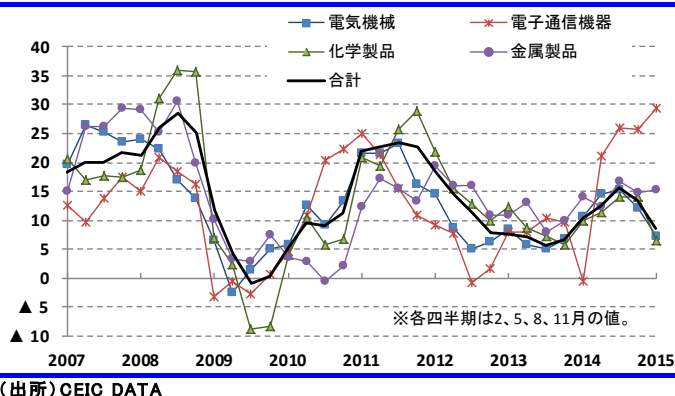
ただし、例えば電気通信機器では在庫の伸びが足元で大きく高まっており（2014年11月前年同月比+25.7%→2015年2月+29.3%）、金属製品でも高止まりするなど（+14.8%→+15.4%）、在庫調整の遅れている分野も散見される。在庫調整の進展が業種ごとに一様ではない点には留意が必要であろう。

輸出は人民元高の一服もあり増勢持続

以上の点を踏まえて今後の需要の先行きを展望すると、まず、輸出については、引き続き緩和気味の金融政策の下で人民元相場が軟調に推移するとみられることが追い風となろう。

人民元相場は、2010年4月から2014年初まで米ドルに対して総じて上昇傾向にあったが、2014年1月以降は大幅に下落、4月には1ドル=6.25元前後まで低下、6月頃から再び上昇し10月には6.10元近くまで人民元高が進んだものの、その後は2015年3月にかけて6.25元前後まで下落するなど、一転して人民元安地合いの推移となっている。4月以降はやや元高に振れているが、それでも2014年1月に付けた1ドル=6.04元前後の最高値圏から3%弱低い6.20元前後で推移している。

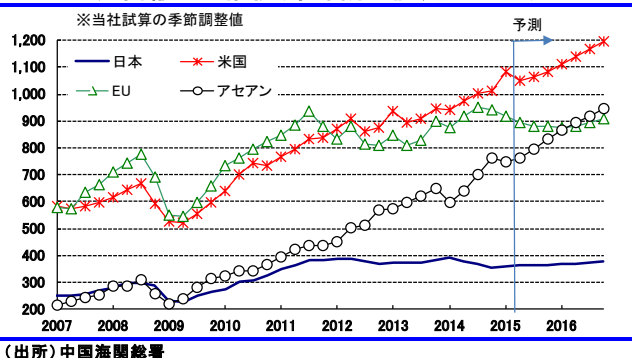
在庫の推移（前年同期比、%）



人民元相場の推移（元／米ドル）



通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



こうした元安地合いは、中国通貨当局（人民銀行）による元高圧力緩和に向けた事実上の相場誘導による影響もあるとみられるが、米国において利上げが迫る一方で中国では金融緩和が続いている状況が後押ししている影響も大きいであろう。今後を展望しても、中国の高水準の貿易黒字が需給面からの元高圧力となるものの、米国金利の上昇と中国金利の低下という方向性に変化はなく、人民元相場はドルに対して弱含みの推移が続くとみられる。

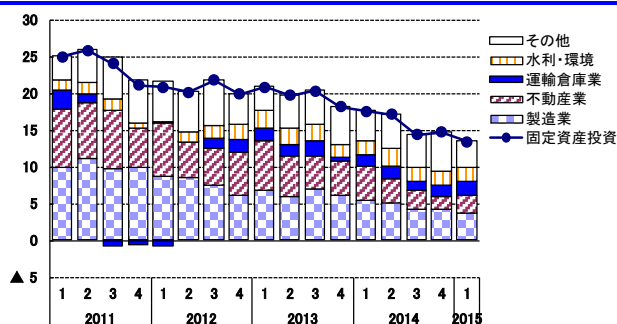
そのため、輸出の先行きは基本的に仕向地の景気動向に大きく依存することとなろう。具体的には、景気の堅調な拡大が続くと見込まれる米国向けや、原油安などを追い風に成長ペースの再加速が期待される ASEAN 向け輸出は、引き続き堅調な増勢を維持しよう。ただし、EU 向けについては、ECB の量的金融緩和によりユーロ相場が対人民元でも大幅に下落したため当面は減少傾向が続き、日本向けも円安が元安効果を相殺し緩慢な増加にとどまると見込まれることから、輸出全体では 2015 年は 2014 年に比べ減速（ドル建て通関ベース前年比+6.0%→+3.4%）、ユーロ安の影響が一巡する 2016 年にやや伸びを高める（+6.3%）と予想する。

固定資産投資の抑制圧力弱まる

固定資産投資は、都市部において 2013 年の前年比+19.6%から 2014 年は政府目標の+17.5%をも下回る+15.7%へ減速した。運輸・倉庫（2013 年前年比+17.2%→2014 年+18.6%）や水利・環境（+26.9%→+23.6%）、電気・ガス・水道（+18.4%→+17.1%）といったインフラ関連は比較的高い伸びを維持したものの、全体の 33.4%（2014 年）を占める製造業（+18.5%→+13.5%）や 24.5%を占める不動産業（+20.3%→+11.1%）が業績悪化のほか、政府によるシャドーバンキングの管理強化や過剰設備削減の方針を受けて顕著に減速した。

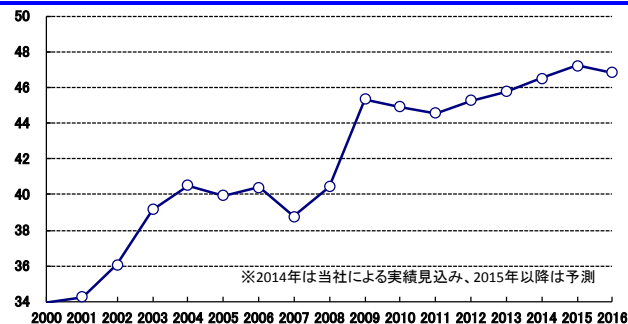
そのため、全国ベース（GDP ベース）の固定資産投資も、2013 年の前年比+11.3%から 2014 年は+10.0%程度へ減速したとみられる。それでも名目 GDP 成長率（前年比+8.2%）を上回ったため、投資比率（固定資産投資／名目 GDP）は 2013 年の 45.8%から 2014 年には 46.5%へ上昇したとみられ、投資水準は依然として過大である。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



（出所）国家統計局

投資比率の推移（固定資産投資/GDP、%）



（出所）国家統計局

固定資産投資は 2015 年に入ってから減速が続いている。物価の下落や成長減速が企業業績や成長期待を下押ししていることもあり、製造業や卸小売などで伸びが鈍化した⁷。ただし、政府の景気下

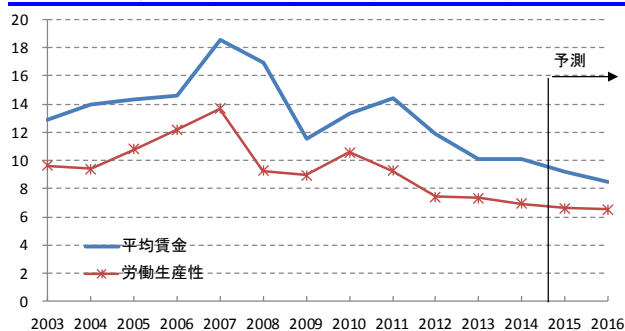
⁷ 詳細は 2015 年 4 月 17 日付 Economic Monitor「早くも 7%成長に減速しデフレ懸念が強まる中国経済」参照。

支え策の影響もあって不動産の減速に歯止めが掛かり、インフラ関連分野が増勢を強めている。今後も全人代で示した方針を踏まえると、政府は景気に配慮して、これらの分野では更なる固定資産投資の減速を回避させるとみられる。一方で、名目成長率はデフレ圧力の高まりを受けて低下しているため、2015 年も固定資産投資の伸びは名目成長率を上回り、投資比率の上昇が続く可能性が高い。一定の成長を維持するためには、固定資産投資の急減速は許容されないということである。投資比率が低下に向かうのは、景気の底入れを受けて固定資産投資の伸びが再び抑制されるとともに、デフレ圧力の低下によって名目成長率が高まる 2016 年となろう。

個人消費の増勢加速は期待薄

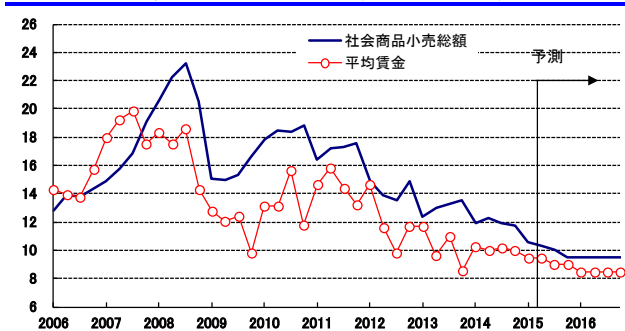
政府が成長の牽引役として期待する個人消費は、底堅い拡大基調は維持するものの、増勢加速までは見込めそうもない。個人消費の主力エンジンである賃金は、労働生産性の上昇に裏打ちされる形で 2007 年には平均で前年比+18.5%もの高い伸びを記録、リーマン・ショック後も最低賃金の大幅引き上げなどもあって 2011 年までは比較的高い伸びを続けた。しかしながら、2012 年以降は、人民元高や原油高も相俟って輸出産業の価格競争力が急速に低下、3 次産業シフトに伴う労働生産性の伸びの鈍化も加わって平均賃金の伸びは鈍化、2013 年、2014 年とも前年比+10.1%まで低下した。2015 年以降も、成長の中心が 3 次産業に移る中で労働生産性の伸びは鈍化が続き、平均賃金の上昇率も低下が続くと見込まれる。

平均賃金と労働生産性の推移(前年比、%)



(出所)CEIC DATA

平均賃金と小売販売の推移(前年比、%)



(出所)CEIC DATA

平均賃金が伸び悩む中では、小売販売など消費支出の増勢が強まる状況は期待し難い。政府が社会保障制度の改善や都市化を進めることが、将来不安に基づく貯蓄の抑制（消費性向上昇要因）、所得・消費水準の引き上げを通じて、個人消費を押し上げる方向に働くとみられるものの、その効果は、2016 年までに限れば、賃金の伸びが低下する中で個人消費の伸びを維持させる程度にとどまると予想する。

2016 年に成長率は 7%割れも「新常态」へ適応目指す

以上を踏まえて今後の中国経済について展望すると、2015 年半ば頃までは在庫調整局面が続く一方で、金融財政両面からの景気刺激や人民元安を背景とする輸出の拡大が期待されるため、成長ペースの減速には一旦歯止めが掛かろう。2015 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は 1～3 月期の前年同期比+7.0%と同程度かやや高まると予想される。しかしながら、2015 年後半には固定資産投資が再び減速、個人消費の増勢も強まらず、中長期的な成長鈍化の流れの中で、7%を下回る可能性が高い。その結果、2015 年通年の実質 GDP 成長率は、政府目標と同水準の前年比+7.0%をこらうじて維持すると予想する。また、名目 GDP 成長率は、資源価格の下落などを受けた輸入の大幅減により純輸出（輸出－

輸入) が大幅な押し上げ寄与となるが、個人消費や固定資産投資が減速する中で、年前半を中心に在庫調整が続くため、実質成長率とほぼ同じ前年比+7.1%にとどまろう。すなわち、かろうじてデフレ入りを回避するという姿である。

2016 年に入ると在庫調整が終了、輸出の増勢もやや強まり、景気の停滞感は徐々に払拭されるとみられるが、個人消費の伸びは高まらず、固定資産投資の減速が続くため、実質 GDP 成長率は前年比+6.8%へ減速しよう。ただし、生産力調整が進むことからデフレ圧力が低下し、名目 GDP 成長率は+8.8%へ伸びを高めるとみられ、企業の景況感は実質成長率が示すほど悪くはない状況が予想される。その通りとなれば、中国経済は「新常态」に適応できたということになるだろう。

中国の成長率予測

前年比, %, %Pt	2012 実績	2013 実績	2014 実績	2015 予想	2016 予想
実質GDP	7.7	7.7	7.4	7.0	6.8
名目GDP	10.3	10.1	8.2	7.1	8.8
個人消費	12.8	11.3	10.2	9.7	9.7
固定資産投資	12.1	11.3	10.0	8.8	7.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.0)	(▲2.3)	(▲3.7)	(0.2)
純輸出(寄与度)	(0.5)	(▲0.1)	(1.3)	(2.3)	(0.3)
輸出	5.4	5.1	6.3	4.8	7.3
輸入	1.9	4.5	1.0	▲7.0	8.2

(出所) 中国国家统计局、輸出入は当社の推計

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。