

～海外情報～

2012年5月18日 全10頁

## 中国：2012年4月～6月の景気底打ちを想定

経済調査部  
齋藤尚登

## 省エネ製品の消費刺激策を発表

## [要約]

- 大和総研は、中国の景気は2012年1月～3月に底を打つとみていたが、その時期は、後ずれする可能性が高くなった。年後半以降、景気は緩やかに回復していこう。今後、景気が緩やかながらも着実な回復軌道に乗るまで「預金準備率引き下げ+優先分野への貸出増加を目的とした窓口指導」が続けられよう。大和総研は、年内にあと2回の預金準備率引き下げを想定している。「景気刺激+実質預金金利のプラス維持+銀行の利益独占批判への配慮」の解として、預金金利は据え置き、貸出基準金利のみを引き下げる可能性があるだろう。
- 固定資産投資は、不動産開発投資が急減速の様相を呈する一方で、インフラ投資には持ち直しの動きがみられる。インフラ投資では、電気・ガス・水道向けが急回復しているのが目立つ。景気浮揚には都市部の消費テコ入れが重要であるが、2012年は消費刺激策に空白期間が生じていた。こうしたなか、5月16日の国务院常务会议では、省エネ家電などの消費刺激策の実施を発表した。省エネ性能に優れたエアコン、薄型テレビ、冷蔵庫、洗濯機、湯沸し器に対して財政から265億円の補助金を支給することを決めており、今後の動向が注目される。

## 2012年4月～6月の景気底打ちを想定

2012年1月～3月の実質GDP成長率は8.1%にとどまる

4月の主要経済統計は一段の景気減速を示す

景気底入れの想定時期も後ずれ

中国の景気は2010年1月～3月の前年同期比12.1%成長をピークに減速が続いている。2012年1月～3月の実質GDP成長率は8.1%にとどまり、4月、もしくは1月～4月の主要経済統計は、景気が一段と減速していることを示す内容となった。4月の鉱工業生産（実質）は前年同月比9.3%増と、3月の11.9%増から2.6%ポイント減速。鉱工業生産が1桁の伸びにとどまったのは2009年5月以来3年ぶりである。内需の弱含みに加え、4月の輸出の伸び低下（3月の8.9%増⇒4月は4.9%増、EU向けは2.4%減）が響いている。4月の社会消費品小売売上は名目14.1%増、実質10.7%増と、3月の名目15.2%増、実質11.6%増から減速した。1月～4月の固定資産投資は、インフラ向けの持ち直しなどもあり、前年同期比20.2%増（1月～3月は20.9%増）と相対的に堅調だったが、不動産開発投資は18.7%増と、1月～3月の23.5%増から4.8%ポイントの大幅減速となった。

従来、大和総研は、中国の景気は2012年1月～3月に底を打ち、4月～6月は底這いもしくは若干の改善を見込んでいたが、底入れ時期は後ずれする可能性が高くなった。緩やかながらも景気が回復していくのは7月～9月以降となろう。これに伴い、2012年の実質GDP成長率見通しを9.0%から8.5%に引き下げ、2013年は9.3%⇒9.0%に引き下げる。

景気下支えを目的とした預金準備率引き下げ

景気の下支えを目的に、中国人民銀行は昨年12月5日に預金準備率を引き下げ、2012年2月24日、5月18日にも引き下げを実施。5月18日以降、大手行は20.0%、中小行は16.5%の預金準備率が適用されている。金融面のタイト感が薄らいできたのは、今局面で2回目の預金準備率が実施された2月下旬以降であり、市中金利である銀行間3ヵ月物金利も低下傾向を強めた。金融緩和が実体経済に波及するには、1四半期から2四半期が必要であり、その効果発現が期待されるのは、年末以降となろう。

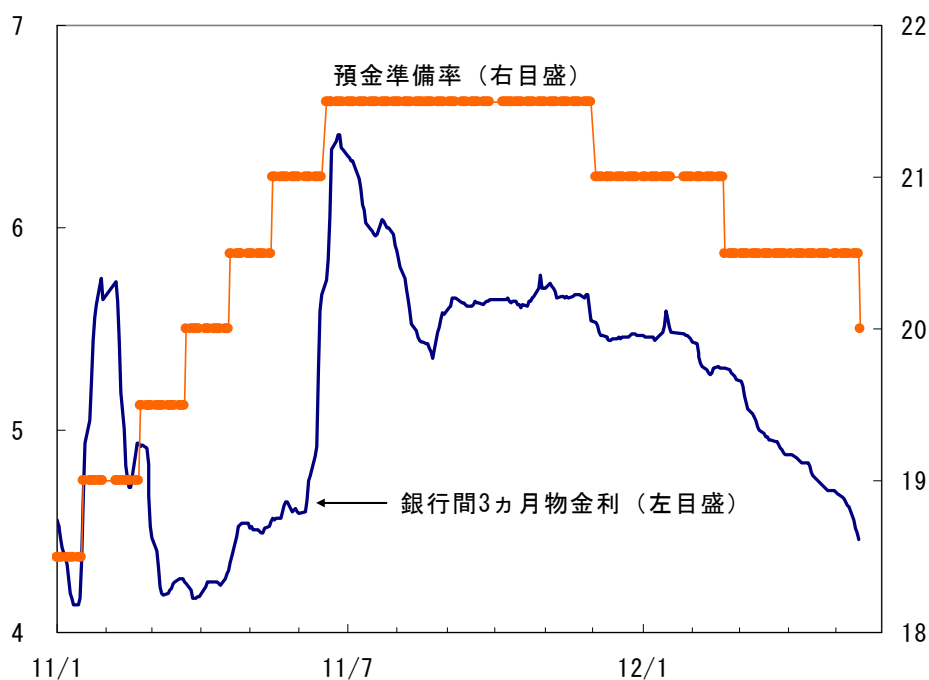
年内にあと2回の預金準備率引き下げを想定

今後、景気が緩やかながらも着実な回復軌道に乗るまで「預金準備率引き下げ＋優先分野への貸出増加を目的とした窓口指導」が続けられよう。大和総研は、年内にあと2回の預金準備率引き下げを想定している。なお、貸出優先分野とは、中小企業、農業、中西部のインフラ、保障性住宅と居住目的の一般住宅、戦略的新興産業（省エネ・環境保護、新世代情報技術、バイオ、ハイエンド装置製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車）であり、いずれも、政治・社会の安定に繋がる民生改善や産業構造の高度化を牽引することが期待される分野である。

景気刺激＋実質預金金利のプラス維持＋銀行の利益独占批判への配慮＝貸出基準金利のみ引き下げる可能性

利下げについて、2012年4月の預金が前月比4,656億円の減少となるなか、当面、預金金利を引き下げる可能性は低い。足元で若干のプラスとなった実質預金金利（1年物預金金利3.5%－4月の消費者物価上昇率3.4%＝＋0.1%）が、再びマイナスに転じるためである。5月1日付け大和総研海外情報では、「景気刺激＋預金者保護（実質預金金利をプラスにする）＋銀行の利益独占批判への配慮（預貸スプレッドの縮小）」の解として、預金金利は据え置き、貸出基準金利のみを引き下げる可能性を指摘したが、この見方に変更はない。ちなみに、同様の金利政策は2008年9月に実施されたことがある（1年物預金金利は4.14%で据え置き、1年物貸出基準金利は7.47%⇒7.20%へ引き下げ）。

銀行間3ヵ月物金利と大手行の預金準備率（単位：％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

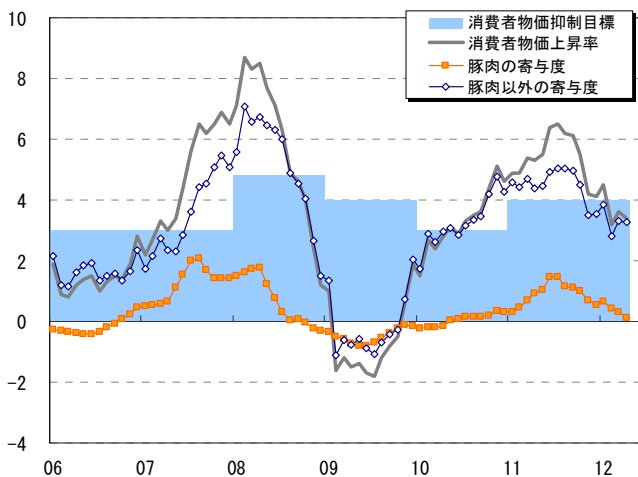
## 物価は抑制

消費者物価上昇率は、2011年7月の6.5%を直近のピークとした低下傾向が続いており、年間抑制目標4.0%を下回る推移が続こう。昨年夏場までの懸案であった豚肉価格は既に落ち着きを取り戻しており、2012年4月の消費者物価上昇率3.4%に対する寄与度は0.2%ポイントへ低下した。1年後の豚肉の供給量を左右する繁殖用母豚の飼育頭数は2012年3月まで増加傾向が続いており、供給増加によって、年内に豚肉価格が物価に対してマイナスの寄与となる局面が出現する可能性がある。前年比でみた商品価格は前年比で下落しており、中国の輸入物価も2012年3月には±0%に抑制されている。

## 大幅な元高は想定せず

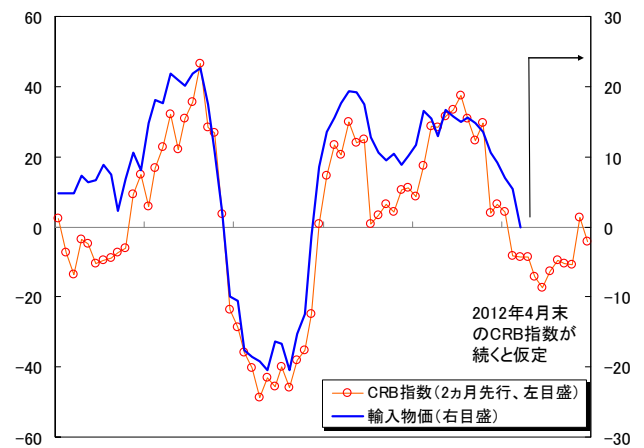
為替レートについて、中国が元高誘導を加速する目的が、輸入物価上昇の影響を相殺することであることを考えると、輸入物価が抑制されるなかで元高誘導を加速させる可能性は極めて低い。輸出企業への配慮もあり、2012年5月18日の対米ドル基準レートは1米ドル=6.3209元と、前年末比で0.3%の元安に設定された。今後も短期的な元高・元安局面を繰り返すと予想され、2012年末時点では前年比で僅かな元高水準を想定している(最大でも2%程度の元高。2011年は年間で5.4%の元高)。

消費者物価上昇率と豚肉・豚肉以外の上昇率寄与度、  
消費者物価上昇率の年間抑制目標 (単位：%)



(出所) 国家統計局より大和総研作成

輸入物価と CRB 指数 (2ヵ月先行) の推移  
(前年同月比、単位：%)



(出所) 商務部、ブルームバーグより大和総研作成

以下では、需要項目別の動向と今後の注目点についてコメントする。

## 不動産開発投資の急減速とインフラ投資の持ち直し

### 2012年4月単月の不動産開発投資は一桁増に鈍化

足元の固定資産投資は、不動産開発投資が急減速の様相を呈す一方、インフラ投資が持ち直してきている。投資全体の20%を占める不動産開発投資は、2012年1月～2月の前年同期比27.8%増から1月～4月には18.7%増に鈍化、4月単月では前年同月比9.2%増にとどまった計算である。大和総研では、①2010年以降の不動産購入制限により、投資・投機目的の不動産需要が減退し、デベロッパーの資金繰りも厳しくなっている、②デベロッパーによる土地使用権購入面積も急減速している、ことから、2012年1月～2月以降、不動産開発投資が急減速する可能

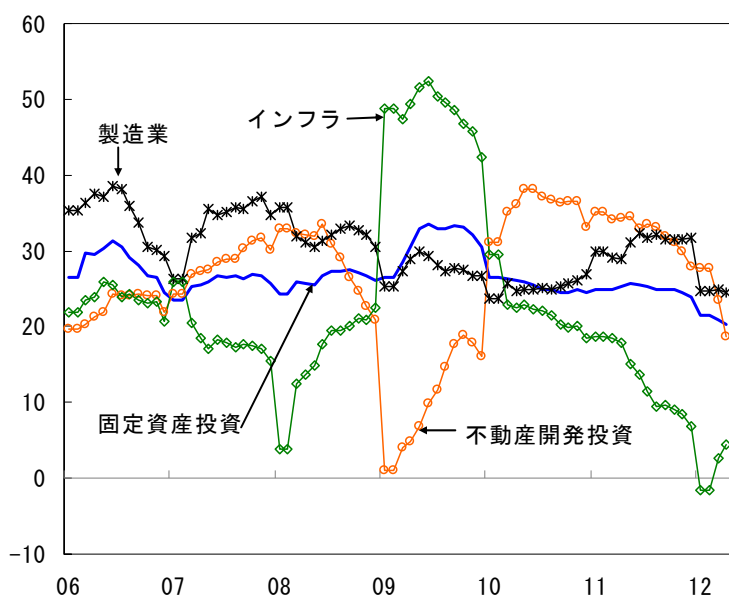
性を指摘していたが、時期は後ずれしながらも現実になりつつある。政府当局が、2軒目以降の住宅購入にゴーサインを出すなど、明確な政策変更がない限り、年内の不動産開発投資の回復は難しいだろう。

## 不動産販売はマイナス幅が縮小

一方で、不動産販売には明るい材料も出始めている。不動産販売金額は2012年1月～2月の前年同期比20.9%減から、1月～4月は11.8%減にマイナス幅が縮小している。これには、デベロッパーによる値下げと居住目的の実需向け住宅ローン金利の優遇が寄与している可能性があるだろう。2011年の居住物件の住宅ローン金利は貸出基準金利より高く、実需さえも抑制する金利設定となっていたが、2012年年明け以降は貸出基準金利で、3月以降は優遇金利（下限は貸出基準金利の0.85倍）で貸出を行う銀行が増えている。「民生改善」に繋がる分野での貸出増加という窓口指導の成果である。

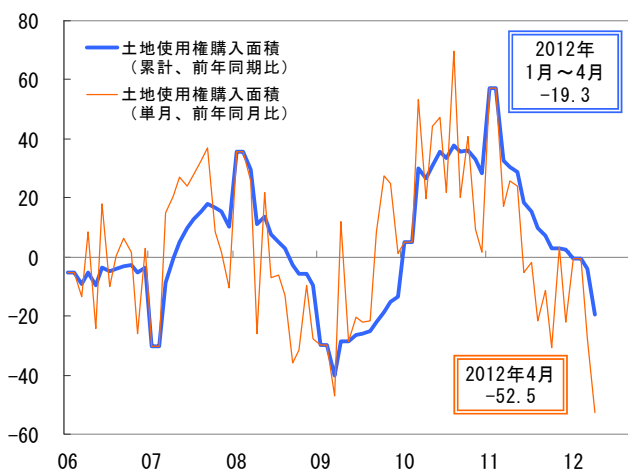
## 窓口指導の成果

### 分野別固定資産投資伸び率の推移（1月から累積の前年同期比、%）



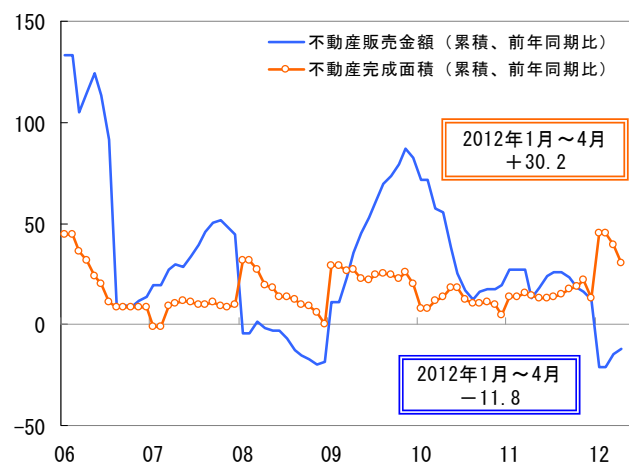
(出所) 国家統計局より大和総研作成

### 土地所有権購入面積の推移（単位：%）



(出所) 国家統計局より大和総研作成

### 不動産販売金額と完成面積の推移（単位：%）



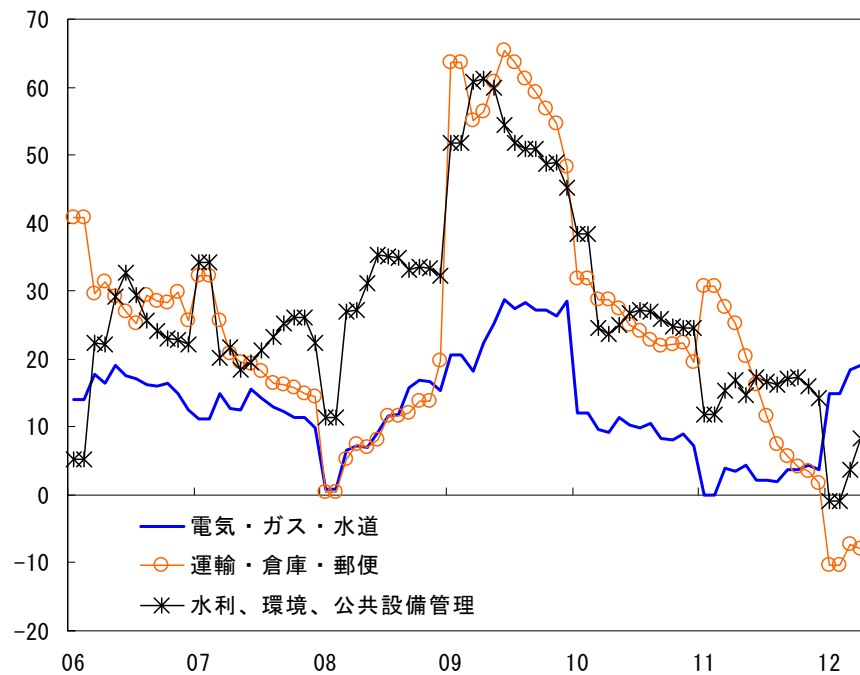
(出所) 国家統計局より大和総研作成

## インフラ投資は持ち直しの動き

### 牽引役は電気・ガス・水道向け投資

インフラ投資は、4兆元の景気対策に伴う2009年の急増からの反動、そしてインフラ投資の投資主体であった地方政府融資平台（中国版第3セクター）向け融資の絞り込み（2011年末の貸出残高は10.7兆元と、前年比で僅か3億円の増加）により、2011年春先から一段の減速を余儀なくされた。2012年1月～2月には前年同期比1.5%減と前年割れとなるほどであった。しかし、その後は持ち直しの動きをみせ、1月～4月では4.4%増へ改善している。インフラ投資の内訳をみると、鉄道向けなど運輸・倉庫・郵便向けは底打ちが確認できる程度であるのに対して、電気・ガス・水道向けが急回復しているのが目立つ。2010年のエネルギー消費量構成比は、石炭68.0%、石油19.0%、天然ガス4.4%と化石エネルギーが全体の91.4%を占め、環境改善には非化石燃料のウエイト向上が不可欠である。こうしたなか、2011年に新たに増加した設備容量のうち水力、原子力、風力など非化石エネルギーの割合は3分の1以上（3,400万kw）となっており、今後も環境負荷が低い非化石エネルギーと既存の化石エネルギーの更新投資が推進されよう。

分野別インフラ投資伸び率の推移（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

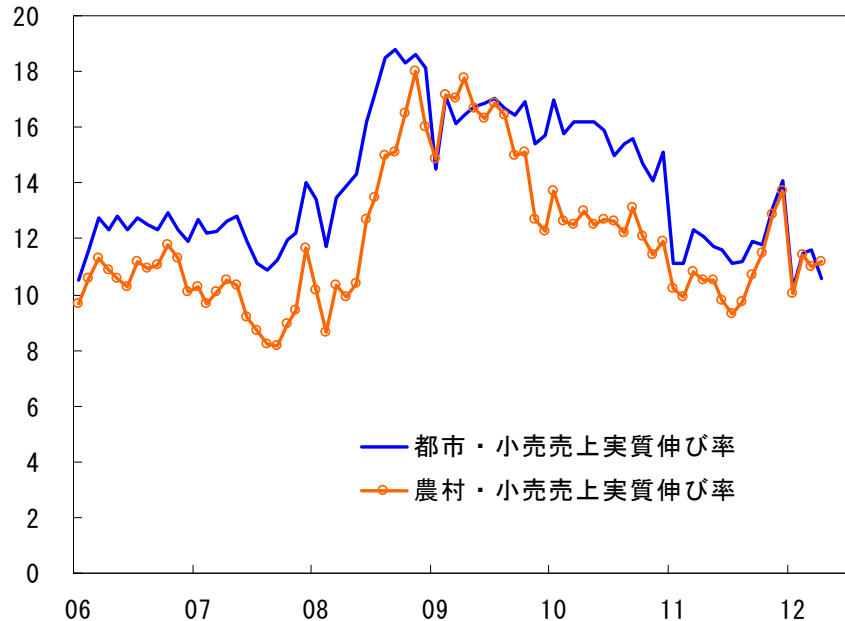
## 省エネ家電の消費刺激策を発表

### 農村の所得環境が改善

消費について、国家備蓄用穀物の買入価格引き上げ（2012年はコメを前年比14.2%、小麦を8.9%引き上げ）と都市部最低賃金の大幅引き上げ（多くは農村からの季節労働者に適用）が続いており、農村部の所得が大きく伸びている。2012年1月～3月の農村部一人当たり純収入は、名目で前年同期比17.0%増、実質では12.7%増と、都市部一人当たり可処分所得の名目14.0%増、実質9.8%増を上回った。2012年4月の実質小売上伸び率（名目の伸び率から消費者物価上昇率を引いたもの）は、農村11.2%増、都市10.6%増と、農村の伸びが都市を上回ったが、これは2009年4月以来のことである。



## 都市・農村の実質小売上伸び率の推移（単位：％）



（注1）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため、1月～2月の小売上の伸び率は平均

（注2）実質伸び率は、名目伸び率から消費者物価上昇率を引いたもの

（注2）2009年までの都市は市と県の合計、農村は県未満の行政区

（出所）国家統計局より大和総研作成

都市の消費刺激策は  
2011年末で「以旧換  
新」が終了

しかし、消費規模でいえば、農村は全体の13%程度を占めるにすぎず、景気浮揚を狙うのであれば、都市のテコ入れが不可欠である。消費刺激策としては、テレビ、冷蔵庫、洗濯機、エアコン、パソコンを対象とする「以旧換新」（老朽化家電の買い替え促進策、補助金は一定の上限以内で購入価格の10%）が、2011年末で終了した。省エネ製品に対してメーカーに補助金を支給する「省エネ製品惠民工程」は、2011年5月末にエアコンへの補助が終了し、対象製品であるはずの冷蔵庫、薄型テレビ、洗濯機、電子レンジ、炊飯ジャー、電磁調理器、湯沸し器、パソコンディスプレイは、実施細則が未発表の状態が続いた。家電については、省エネ照明と電機以外、都市での消費刺激策に空白期間が生じていたのである。

省エネ家電等の消費  
刺激策を発表

こうしたなか、5月16日に開催された国务院常务会议では、省エネ家電などの消費刺激策の実施を発表。省エネ性能に優れたエアコン、薄型テレビ、冷蔵庫、洗濯機、湯沸し器に対して財政から265億円の補助金を支給することを決めた。早ければ6月～7月にも政策が実施され、期間は暫定的に1年としている。「省エネ製品惠民工程」がようやく本格的に動き出すのである。補助金が価格の10%とすれば、販売金額は2,650億円が想定される。家電市場1兆2,000億円に対するインパクトは小さくない。国务院常务会议では、既に政策が実施されている排気量1.6L以下の省エネ車に60億円、省エネ照明・LED照明に22億円、高性能電機に16億円の財政補助を支給することも併せて発表されている。

保障性住宅の入居者  
への家電購入補助を  
検討か

このほか、現地報道では、保障性住宅の入居者に家電購入を補助することが政府内部で検討されているという。これは、消費刺激と民生改善の双方を狙ったものであろう。2012年の保障性住宅の竣工戸数目標は500万戸、2009年からの累計では1,517万戸に達するだけに、今後の動向が注目される。

## 輸出の減速

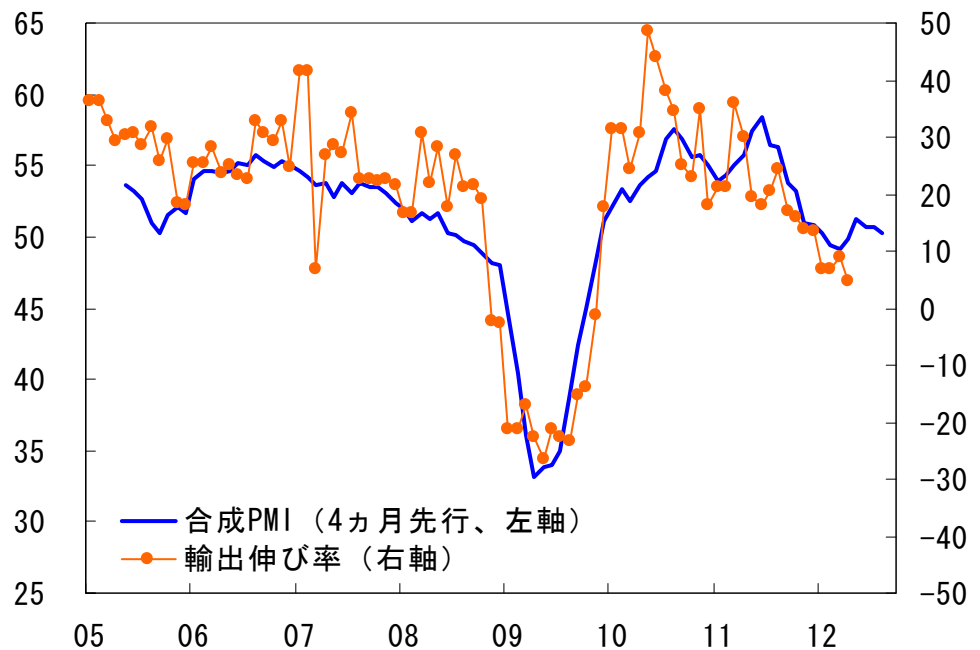
輸出の底打ちは近い  
と期待されるが…

輸出入はともに減速している。2012年4月の輸出は前年同月比4.9%増と3月の8.9%増から、4月の輸入は0.3%増と3月の5.3%増から伸びが鈍化している。中国政府は2012年の貿易総額を前年比10%増とする目標を立てているが、1月～4月の実績は前年同期比6.0%増（輸出6.9%増、輸入5.1%増）にとどまった。今後については、輸出相手先の景気次第という面が大きい。下図では、2011年の中国からの輸出ウエイトで合成した主要先進国・地域の製造業PMIと中国の輸出伸び率の関係をみており、先進国・地域の製造業PMIを4ヵ月先行させると、連動性が最も高くなる（相関係数は0.87）。ここからは、輸出の底打ちは近いが、その後8月～9月までは大きく回復していくことは難しいことが示唆されている。

以上から、大和総研では、中国の景気は2012年4月～6月に底入れし、その後は消費を中心に緩やかに回復していくと想定する。

以上

主要先進国・地域の製造業合成 PMI（4ヵ月先行）と輸出伸び率の関係



(注1) 1～2月の輸出伸び率は平均

(注2) 合成PMIは米国・ユーロ圏・日本・英国の製造業PMIを2011年の中国からの輸出額で加重平均

(出所) ブルームバーグ、通関統計より大和総研作成

## 大和総研による中国経済見通し一覧

(前年比、%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
実質GDP成長率	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.5	9.0
固定資産投資(名目)	25.8	26.6	30.4	24.5	23.8	18.5	20.0
小売総額(名目)	18.2	22.7	15.5	18.3	17.1	15.5	17.0
消費者物価指数	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.6	4.0
貿易収支(通関ベース、億米ドル)	2,643	2,981	1,957	1,815	1,553	1,319	1,109
輸出	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.5	13.0
輸入	20.8	18.5	-11.2	38.8	24.9	9.5	15.0
貸出基準金利(1年物、期末)	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	6.31	6.31
人民元レート(対ドル、期末)	7.30	6.83	6.83	6.62	6.30	6.25	6.07

(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

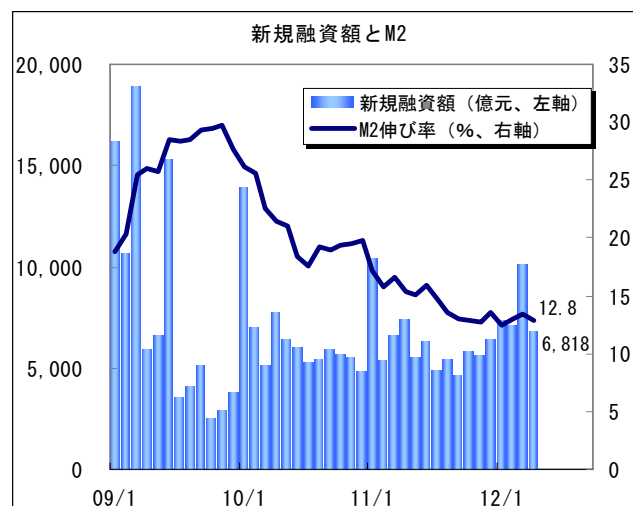
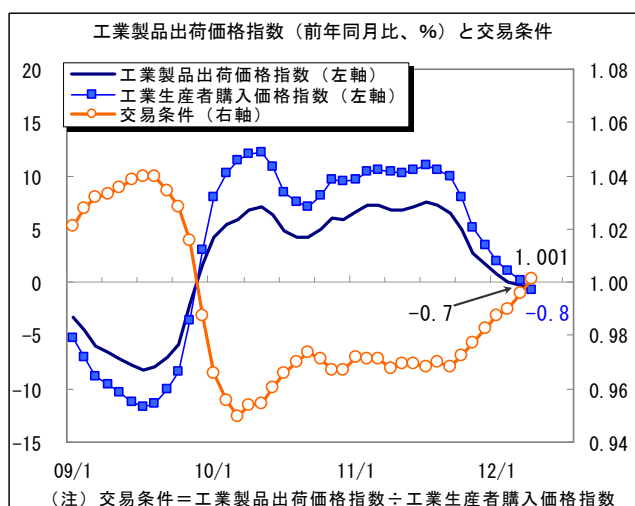
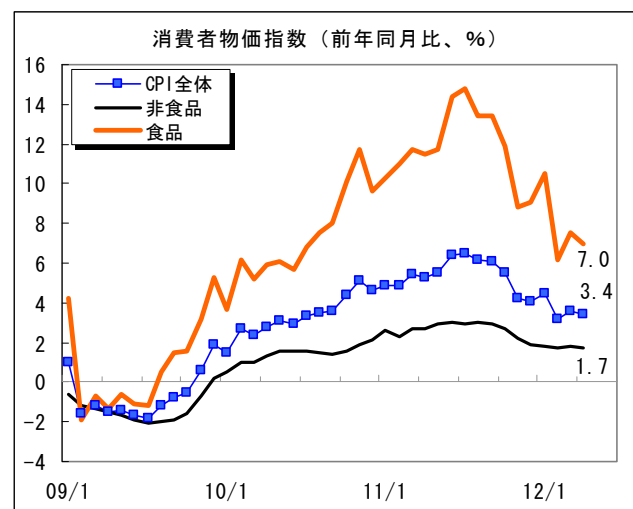
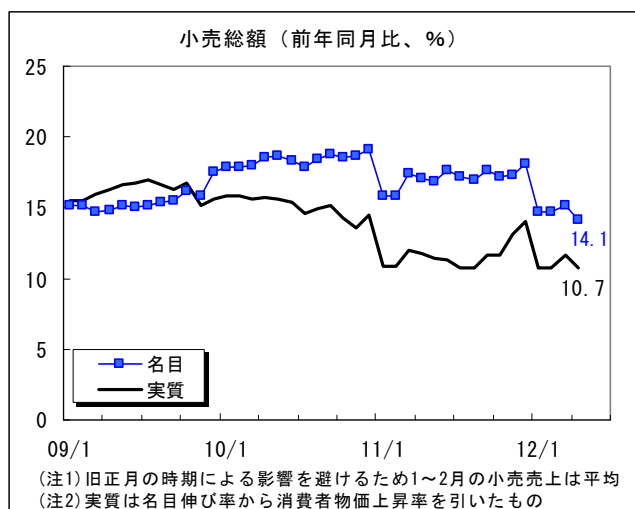
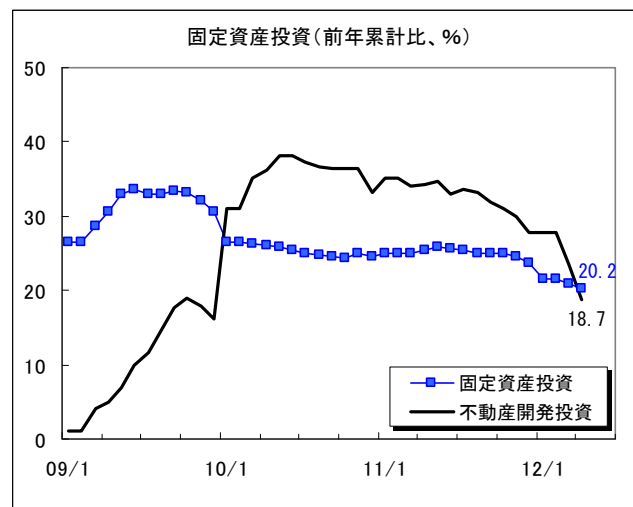
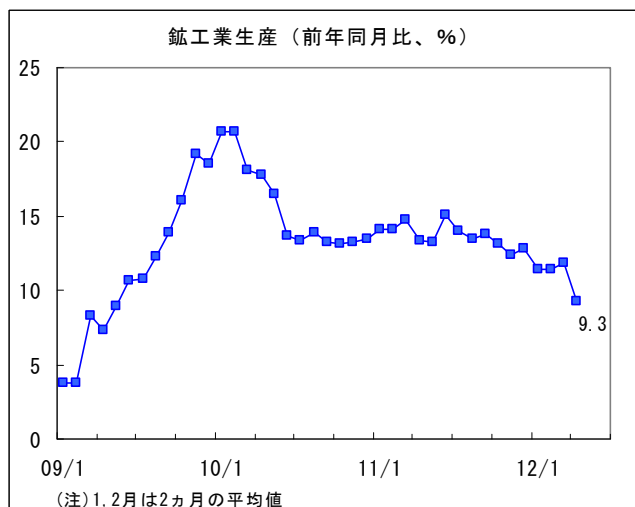
## 主要経済指標一覧

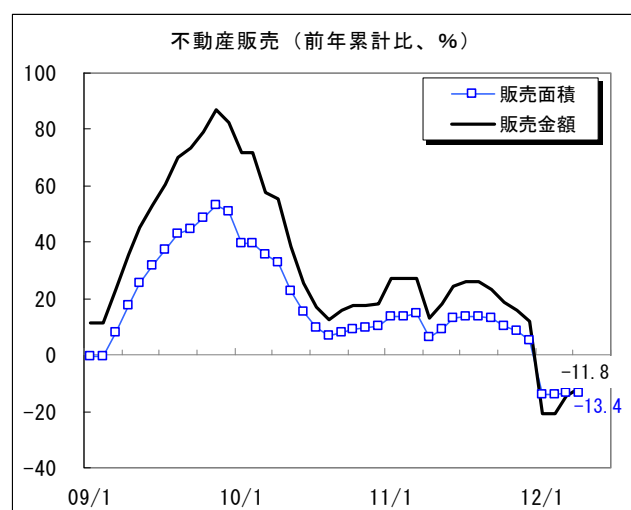
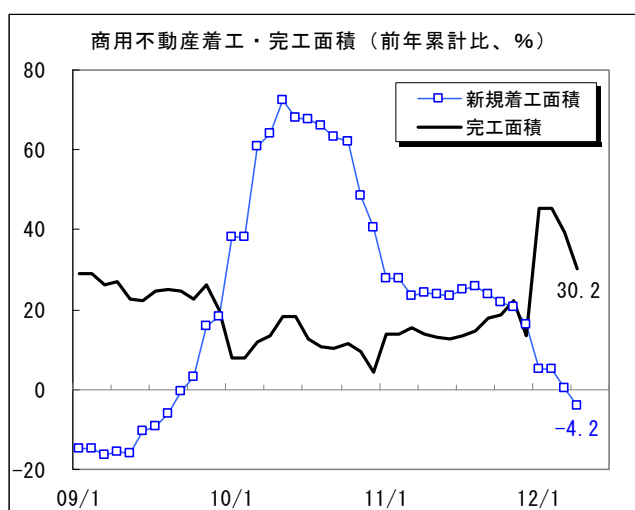
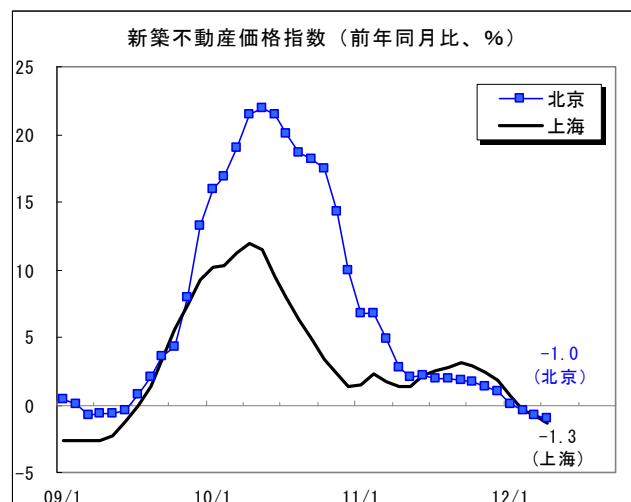
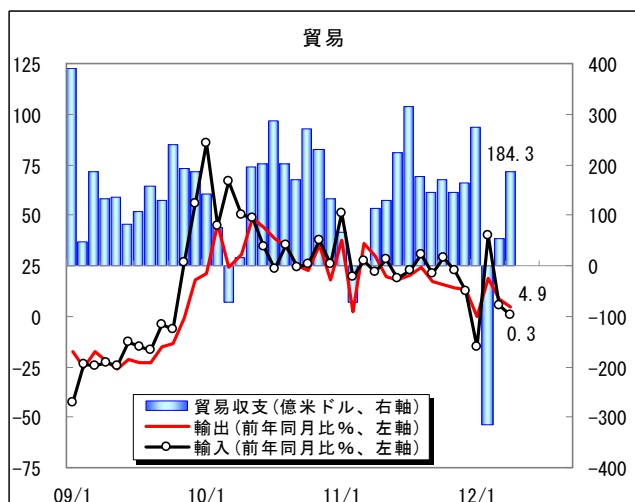
	2011年11月	12月	2012年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	-	8.9	-	-	8.1	-
鉱工業生産(前年同月比、%)	12.4	12.8	11.4		11.9	9.3
固定資産投資(前年累計比、%)	24.5	23.8	21.5		20.9	20.2
不動産開発投資(前年累計比、%)	29.9	27.9	27.8		23.5	18.7
小売総額 名目(前年同月比、%)	17.3	18.1	14.7		15.2	14.1
実質(前年同月比、%)	13.1	14.0	10.8		11.6	10.7
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	4.2	4.1	4.5	3.2	3.6	3.4
食品(前年同月比、%)	8.8	9.1	10.5	6.2	7.5	7.0
非食品(前年同月比、%)	2.2	1.9	1.8	1.7	1.8	1.7
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	2.7	1.7	0.7	0.0	-0.3	-0.7
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	5.1	3.5	2.0	1.0	0.1	-0.8
新規融資額(億元)	5,622	6,405	7,381	7,107	10,112	6,818
M2伸び率(%)	12.7	13.6	12.4	13.0	13.4	12.8
輸出(前年同月比、%)	13.8	13.3	-0.5	18.3	8.9	4.9
輸入(前年同月比、%)	22.6	12.1	-15.0	40.3	5.3	0.3
貿易収支(億米ドル)	145.3	165.2	272.8	-314.8	53.5	184.3
新築不動産価格指数 北京(前年同月比、%)	1.3	1.0	0.1	-0.4	-0.8	-1.0
上海(前年同月比、%)	2.4	1.8	0.7	-0.4	-0.8	-1.3
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	20.5	16.2	5.1		0.3	-4.2
完工面積(前年累計比、%)	22.3	13.3	45.2		39.3	30.2
不動産販売 面積(前年累計比、%)	8.5	4.9	-14.0		-13.6	-13.4
金額(前年累計比、%)	16.0	12.1	-20.9		-14.6	-11.8

(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計より大和総研作成



## 主要経済指標一覧（続き）





(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計より大和総研作成