

2012年12月18日 全10頁

中国経済：2012年の回顧と2013年の見通し

2013年は緩やかな景気回復へ

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

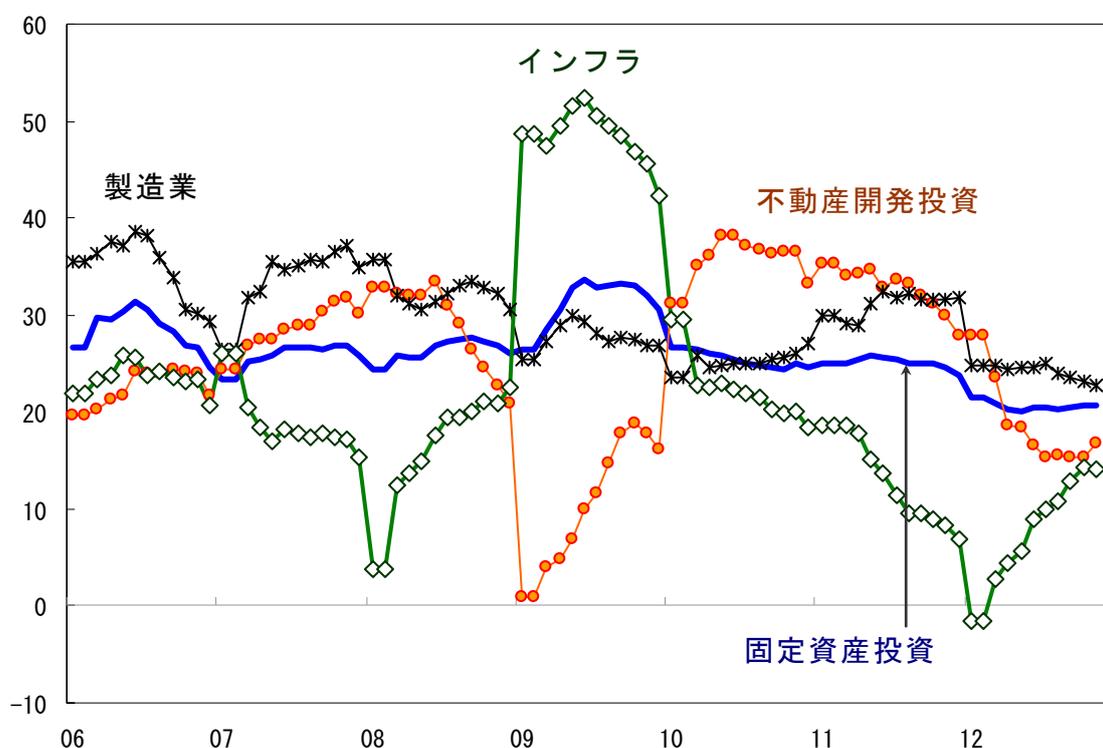
- 2012年の中国経済は、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策の後始末を続けながら、景気を底打ち・反転させるという難題に取り組んだ1年であった。このため、今回は投資全体を刺激するのではなく、農業、インフラ、保障性住宅、戦略的新興産業など、「民生改善」か「産業構造の高度化」を推進できる投資に限定した上積みが行われた。
- 中国の景気は2012年7月～9月の7.4%成長を底に緩やかに回復していこう。2013年は8.3%程度の実質成長を想定している。今後の景気回復が緩やかなものになるのは、中国政府が投資を急増させるリスクを強く認識しているためである。このため、2013年も2012年と同様に、インフラや保障性住宅などへの投資増加を確保しつつも全体を大きく伸ばすことは回避されるとみている。
- 大和総研では、2013年秋口までの実質消費の堅調を想定している。その後は、物価上昇圧力の高まりと、省エネ製品に対する補助金政策の一巡が、実質消費の伸びを若干抑制しよう。
- 輸出先の主要先進国・地域の景況はなかなか改善してこない。2013年の輸出の伸びは最大でも10%程度と想定している。中国の景気が内需主導の緩やかな回復を遂げること、資源・エネルギー価格が上昇する可能性があることを勘案すると、輸入の伸びは輸出を上回ろう。

2012 年は 4 兆元の景気対策の後始末をしながら景気の底打ち・反転を模索

2012 年の中国経済は、リーマン・ショック後の 4 兆元の景気対策の後始末を続けながら、景気を底打ち・反転させるという難題に取り組んだ 1 年であった。2009 年のインフラ投資の急増を牽引した地方政府の第三セクターは、不良債権化懸念を受けて厳格な管理下に置かれた。このため、今回は投資全体を刺激するのではなく、農業、インフラ、保障性住宅、戦略的新興産業など、「民生改善」か「産業構造の高度化」を推進できる投資に限定した上積みが行われた。

投資・投機抑制を目的とした不動産購入制限は現在も続き、不動産開発投資は大きく減速した。しかし、夏場以降は保障性住宅を下支え役に前年同期比 15%増程度での安定した推移となり、1 月～11 月には同 16.7%増に上向いた。

固定資産投資（1 月から累積の前年同期比）（単位：％）

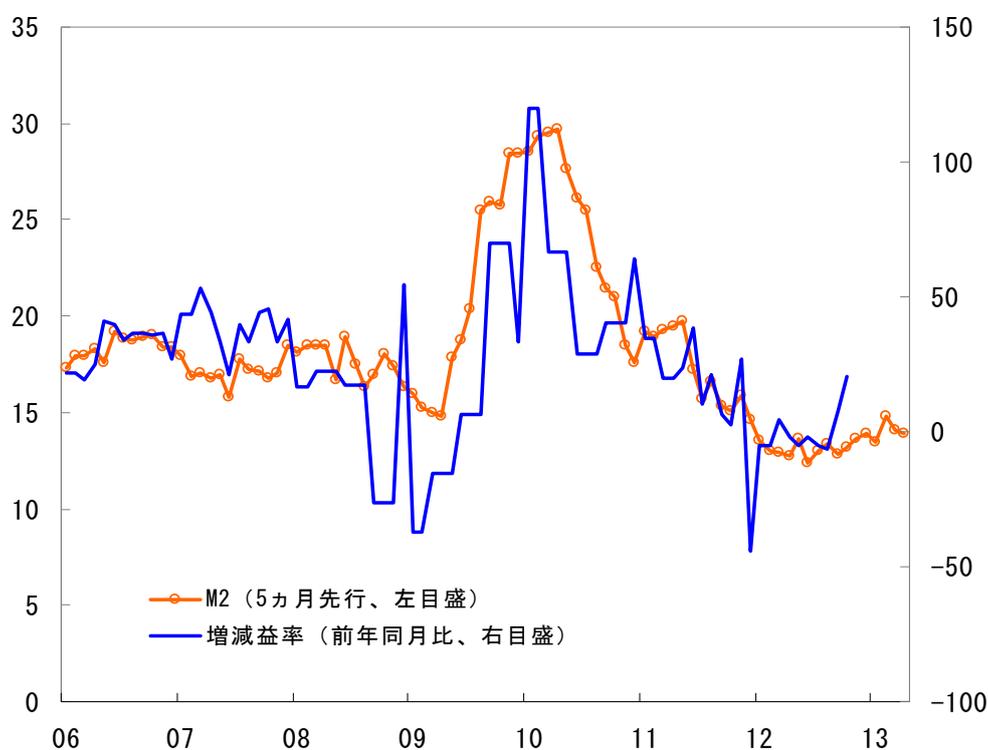


（出所）国家統計局より大和総研作成

2012 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.4%にとどまった。7 四半期連続で伸びが鈍化するなか、中国は内需刺激によって、この難局を乗り越えようとした。具体的には、①2011 年 12 月、2012 年 2 月、5 月の預金準備率引き下げのほか、6 月と 7 月に 2 ヶ月連続の利下げを行い、最優遇貸出金利の大幅引き下げを実施、②2012 年 6 月からの 1 年間と 10 月もしくは 11 月からの 1 年間、それぞれ対象となる省エネ家電購入に補助金を支給、③大規模公共プロジェクトの着実な実行と前倒し認可、などを実施し、内需テコ入れを強化した。

金融政策が明確に緩和に転じたのは、2度目の預金準備率引き下げが行われた2012年2月下旬以降であり、現地取材によると、3月には2012年年間の貸出増加額が従来の8兆元から8.5兆元に増額されたという。金融緩和が実体経済に影響を与えるには2四半期程度のタイムラグがあり、秋口以降、鉱工業生産や固定資産投資の伸びが上向き始めたのは、その効果発現によるものであろう。ちなみに、M2増加率と工業企業の業績（増減益率）の関係をみると、M2増加率を5ヵ月先行させると、業績との連動性が最も高くなる。工業企業増減益率は、2011年12月以降、概ね減益が続いてきたが、2012年9月には増益に転じ、10月は20.5%増益にまで回復している。

M2増加率（5ヵ月先行）と工業企業の増減益率（単位：％）

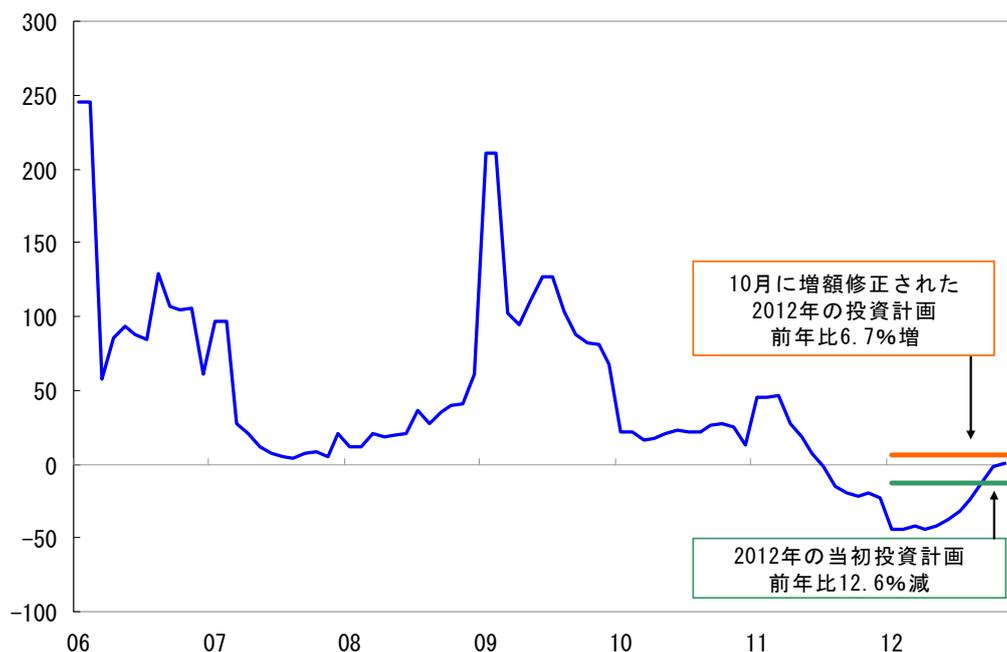


(注) 1月～2月の増減益率は平均
(出所) 国家統計局より大和総研作成

公共プロジェクトのテコ入れの象徴が、鉄道投資である。鉄道投資は、2011年に前年比22.5%減となり、2012年1月～2月には前年同期比44.4%減に落ち込んだ。これを受けて、中国政府は鉄道投資のテコ入れを本格化。2012年の鉄道部の固定資産投資計画は、7月、9月、10月と3度にわたり上方修正され、当初計画の前年比12.6%減から、10月時点では同6.7%増の6,300億元（約7兆8,750億円）へと引き上げられた。増加分の多くは、政府保証付きの鉄道債の増額で調達している。資金不足によって中断を余儀なくされていたプロジェクトも動き出し、2012年1月～11月の鉄道投資は前年同期比0.9%増に回復した。

こうした内需刺激策の奏功により、主要経済統計の多くは、2012年8月をボトムに改善傾向にある。11月のHSBC製造業PMIは50.5（改定値）と、13ヵ月ぶりに拡大と縮小の境界点である50を超え、12月は50.9（速報値）と2ヵ月連続で50を上回った。

鉄道向け固定資産投資（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



（出所）国家统计局、鉄道部より大和総研作成

2012年7月～9月を底に緩やかな景気回復へ

中国の景気は2012年7月～9月の7.4%成長を底に緩やかに回復していこう。2013年は8.3%程度の実質成長を想定している。

【投資】

今後の景気回復が緩やかなものになるのは、中国政府が投資を急増させるリスクを強く認識しているためである。もともと中国の投資比率（GDPに占める総資本形成のウェイト）は高かったが、2008年以降は過去最高を更新し続け、2011年は48.3%と、50%に迫ろうとしている。その一方で、実質GDP成長率は低下しており、投資効率は大きく低下している可能性が高い。投資に過度に依存した成長の限界が示されているといえよう。

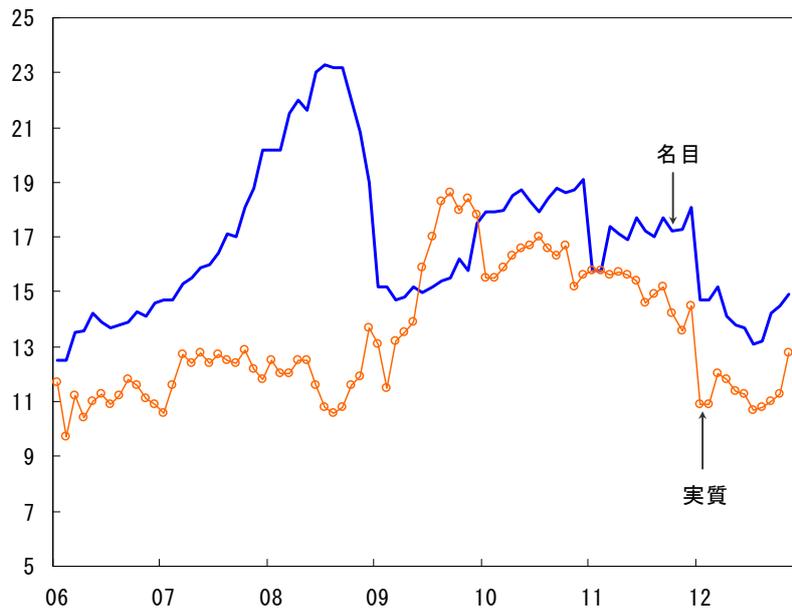
このため、2013年も2012年と同様に、インフラや保障性住宅などへの投資増加を確保しつつも全体を大きく伸ばすことは回避されるとみている。

【消費】

実質小売売上は2012年春先を底に改善傾向を強めている。2012年1月～9月の都市一人当たり可処分所得は実質で前年同期比9.8%増、農村一人当たり純収入は同12.3%増と堅調な伸びが続いていること、物価上昇率が低下し（2012年1月の前年同月比4.5%上昇⇒11月は同2.0%上昇）、実質購買力が増強されたことが、その背景である。

大和総研では、2013年秋口までの実質消費の堅調を想定している。その後は、物価上昇圧力の高まりと、省エネ製品に対する補助金政策の一巡が、実質消費の伸びを若干抑制しよう。

小売売上（名目、実質）伸び率（前年同月比）（単位：％）



(注1) 旧正月の時期による影響を避けるため1～2月の小売売上は平均
 (注2) 実質は2011年9月以降は当局の発表による。それ以前は、名目伸び率から消費者物価上昇率を引いたもの
 (出所) 国家統計局より大和総研作成

今後の物価上昇圧力の高まりで注目されるのは、輸入物価と豚肉価格の行方である。まず、中国の輸入物価（前年同月比）は2012年8月のマイナス4.2%を底に上向き始めている。輸入物価とCRB指数（前年同月比、2ヵ月先行）の連動性は極めて高く、2012年11月末のCRB指数の水準が続くと仮定して前年同月比を延ばしてみると、今後の輸入物価の趨勢が示唆されることになる。主要先進国・地域の金融緩和で、資金が資源・エネルギーなどに流入すれば、水準自体が上振れ、輸入物価の上昇ピッチもより速まるリスクがある。

輸入物価と CRB 指数の推移

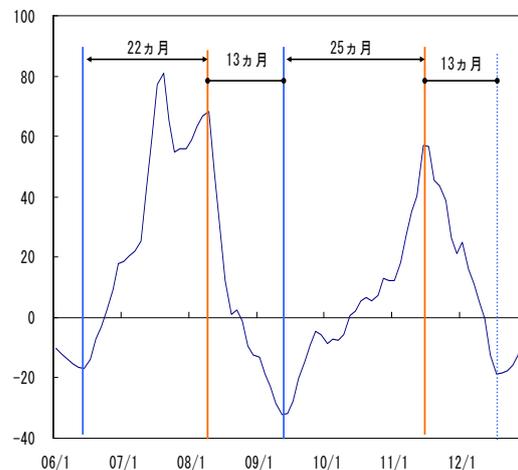
（前年同月比）（単位：％）



（出所） 商務部、ブルームバーグより大和総研作成

豚肉価格の上昇率

（前年同月比）（単位：％）



（出所） 国家統計局より大和総研作成

また、豚肉価格の変動には3年程度の周期性があり、ボトムからピークまでは2年程度、ピークからボトムまでは1年程度となっている。足元はこの経験則の通りとなっており、豚肉価格は2012年7月の前年同月比マイナス18.7%でボトムを付け、11月にはマイナス11.5%にマイナス幅が縮小している。2013年夏場以降は前年同月比でプラスに転じる公算が大きい。

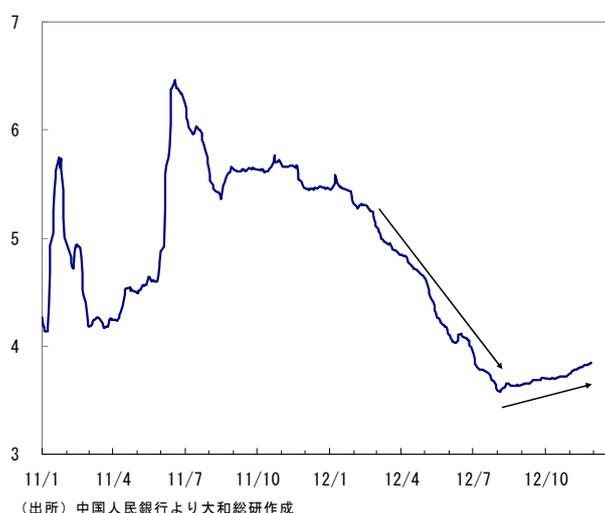
次に消費刺激策については、古い家電のリサイクルを前提に新規購入に補助金を支給する「以旧换新」などが2011年末に終了し、農民の家電購入に補助金を支給する「家電下乡」は2013年1月末に全ての地方で終了することが正式に発表された。残る消費刺激策は省エネ製品への補助金支給のみとなっている。

特に、省エネ家電の消費刺激策では、2012年6月～2013年5月の期間限定で、省エネ性能に優れたエアコン、薄型テレビ、冷蔵庫、洗濯機、湯沸し器を生産するメーカーに財政から265億元（約3,300億円）の補助金を支給し、2012年10月（一部は11月）～2013年9月（同10月）には、パソコン、送風機、変圧器、コンプレッサー、ポンプ、エアコン（対象拡大）を対象に140億元（約1,750億円）の補助金を支給する。中国国家発展改革委員会によると、同制度を利用して合計4,556億元（約5兆7,000億円）の売上が見込まれるという。2011年末に終了した家電の「以旧换新」を利用した2011年の販売実績が3,420億元であったことを考えると、家電市場へのインパクトは小さい。ただし、これら省エネ家電への補助金政策も2013年10月までには全て終了する計画であり、その後は反動が懸念されよう。

【金利と為替レート】

主要マクロ統計は、2012年9月～10月以降上向いており、追加利下げの必要性は大きく低下している。季節的な変動が少なく、金融当局の思惑が反映される銀行間3ヵ月物金利の推移をみると、今局面で2度目の預金準備率引き下げが行われた2012年2月下旬以降、8月初旬にかけて金利は大きく低下（5.3%⇒3.6%）したが、その後は底這いからごく僅かながら上昇している。追加利下げは想定されず、しばらくは現行水準が維持されよう。

銀行間3ヵ月物金利の推移（単位：%）



中国が元高誘導を加速させるのは、輸入物価の上昇テンポが高まり、その影響を一部相殺しようとのインセンティブが働く局面である。その点で、輸入物価が下落傾向にあった2012年は、元高誘導はほとんど行われなかった（2012年12月18日の基準レート1ドル=6.288元は、前年末比0.2%の元高）。

2013年の元高水準を左右するのは、やはり輸入物価であり、秋口以降は元高誘導ペースが若干速まる可能性がある。2013年末は前年末比2%程度の元高水準を想定している。

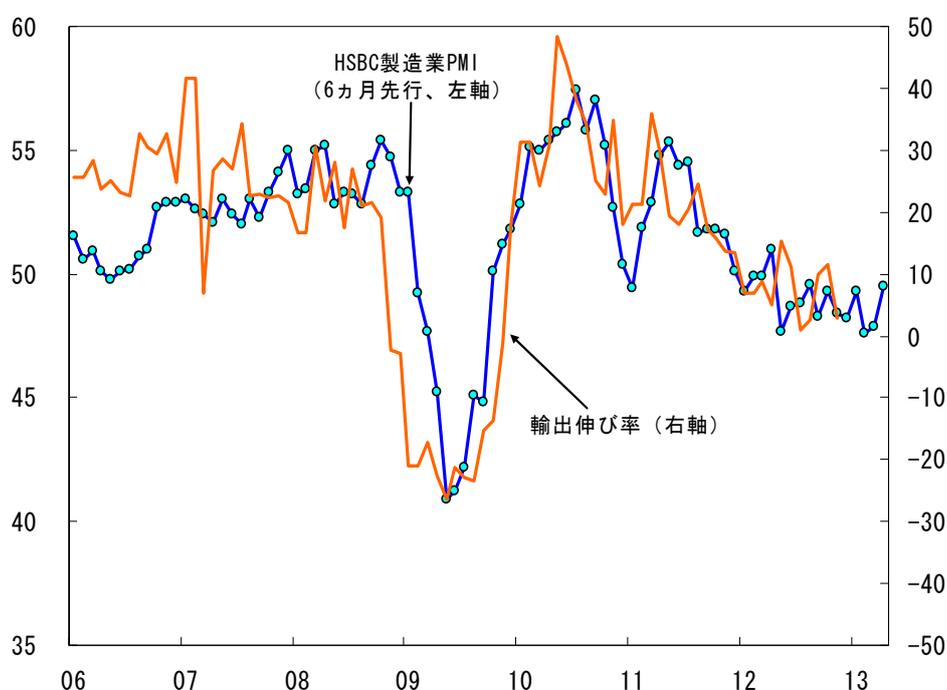
【輸出】

中国の輸出は2012年10月の前年同月比11.6%増から11月には同2.9%増へと伸びが低下したが、基本的には低水準でのボックス圏での推移が続いていると理解すべきであろう。HSBC製造業PMI（6ヵ月先行）と中国の輸出伸び率の関係からは、こうした状況が2013年春までは続くことが示唆される。

輸出先の主要先進国・地域の景況はなかなか改善してこない。2013年の輸出の伸びは最大でも10%程度と想定している。中国の景気が内需主導の緩やかな回復を遂げること、資源・エネルギー価格が上昇する可能性があることを勘案すると、輸入の伸びは輸出を上回ろう。

以上

HSBC 製造業 PMI（6ヵ月先行）と輸出伸び率（前年同月比）の関係（単位：％）



(注) 1~2月の輸出伸び率は平均
(出所) 通関統計、HSBCより大和総研作成

大和総研による中国経済見通し

(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	9.3	7.7	8.3
固定資産投資 (名目)	25.8	26.6	30.4	24.5	23.8	20.8	21.5
小売総額 (名目)	18.2	22.7	15.5	18.3	17.1	14.2	15.5
消費者物価指数	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	3.2
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	2,643	2,981	1,957	1,815	1,553	2,205	2,040
輸出	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.3	9.0
輸入	20.8	18.5	-11.2	38.8	24.9	4.2	11.0
貸出基準金利 (1年物、期末)	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00
人民元レート (対ドル、期末)	7.30	6.83	6.83	6.62	6.30	6.28	6.16

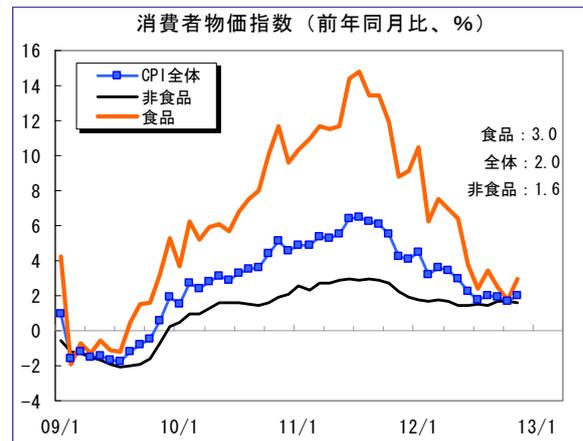
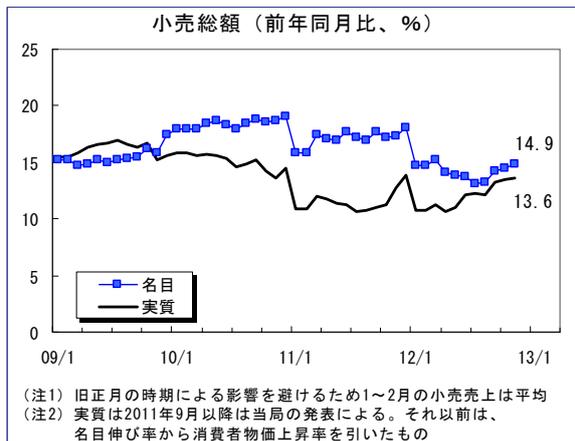
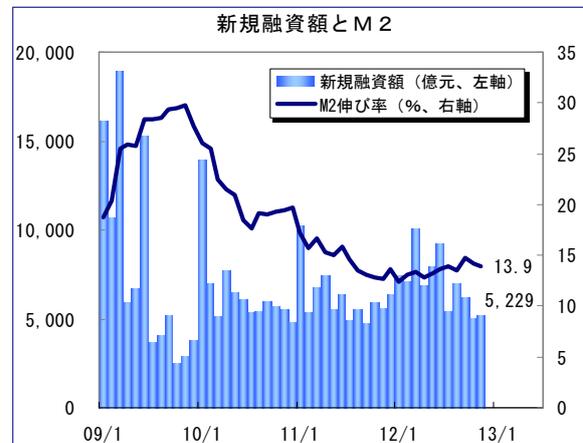
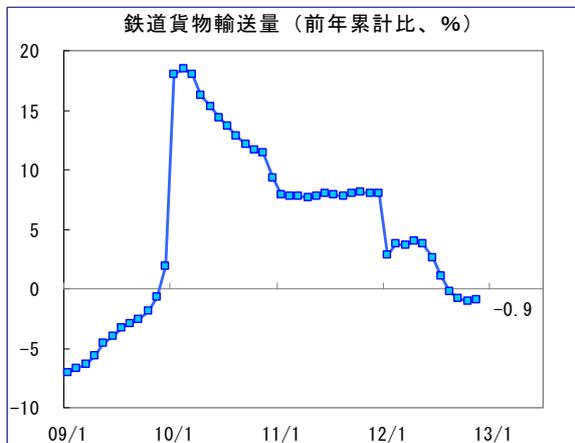
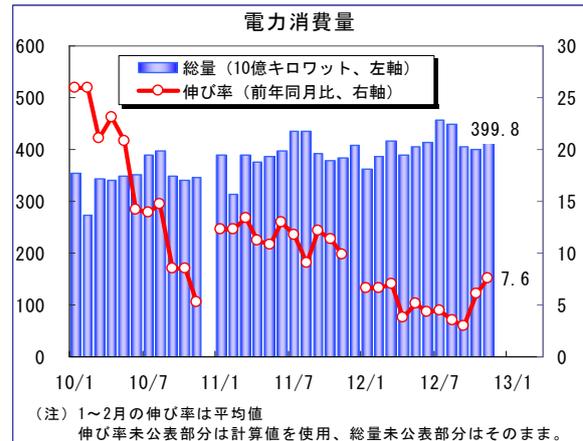
(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

主要経済指標一覧

	2012年6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率 (四半期、前年同期比、%)	7.6	-	-	7.4	-	-
鉱工業生産 (前年同月比、%)	9.5	9.2	8.9	9.2	9.6	10.1
電力消費量 (前年同月比、%)	4.3	4.5	3.6	2.9	6.1	7.6
鉄道貨物輸送量 (前年累計比、%)	2.6	1.1	-0.2	-0.8	-1.0	-0.9
固定資産投資 (前年累計比、%)	20.4	20.4	20.2	20.5	20.7	20.7
不動産開発投資 (前年累計比、%)	16.6	15.4	15.6	15.4	15.4	16.7
小売総額 名目 (前年同月比、%)	13.7	13.1	13.2	14.2	14.5	14.9
実質 (前年同月比、%)	12.1	12.2	12.1	13.2	13.5	13.6
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	2.2	1.8	2.0	1.9	1.7	2.0
食品 (前年同月比、%)	3.8	2.4	3.4	2.5	1.8	3.0
非食品 (前年同月比、%)	1.4	1.5	1.4	1.7	1.7	1.6
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-2.1	-2.9	-3.5	-3.6	-2.8	-2.2
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-2.5	-3.4	-4.1	-4.1	-3.3	-2.8
新規融資額 (億元)	9,198	5,401	7,039	6,232	5,052	5,229
M2伸び率 (%)	13.6	13.9	13.5	14.8	14.1	13.9
輸出 (前年同月比、%)	11.3	1.0	2.7	9.8	11.5	2.9
輸入 (前年同月比、%)	6.3	5.7	-2.7	2.3	2.2	0.0
貿易収支 (億米ドル)	317.2	251.5	266.6	276.7	320.5	196.3
新築住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.2	0.7
上海 (前年同月比、%)	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6	-1.3	-0.8
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	-7.1	-9.8	-6.8	-8.6	-8.5	-7.2
完工面積 (前年累計比、%)	20.7	19.0	20.2	16.4	17.3	14.1
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	-10.0	-6.6	-4.1	-4.0	-1.1	2.4
金額 (前年累計比、%)	-5.2	-0.5	2.2	2.7	5.6	9.1

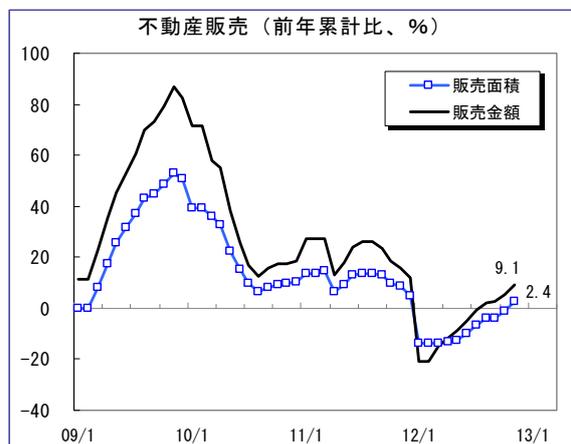
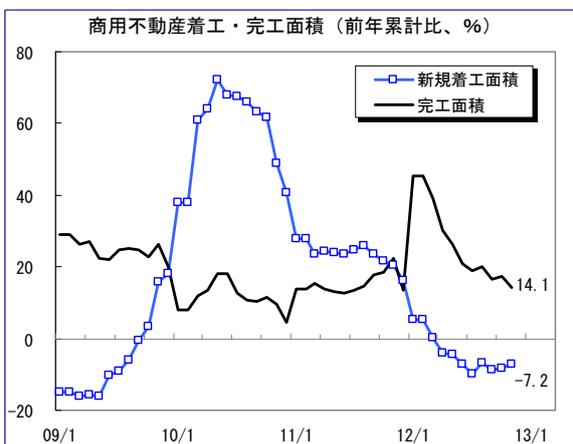
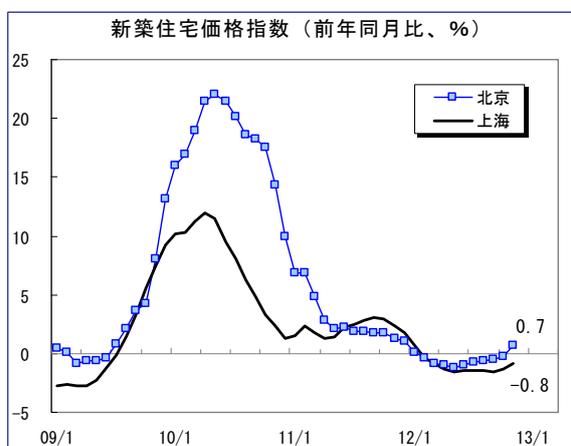
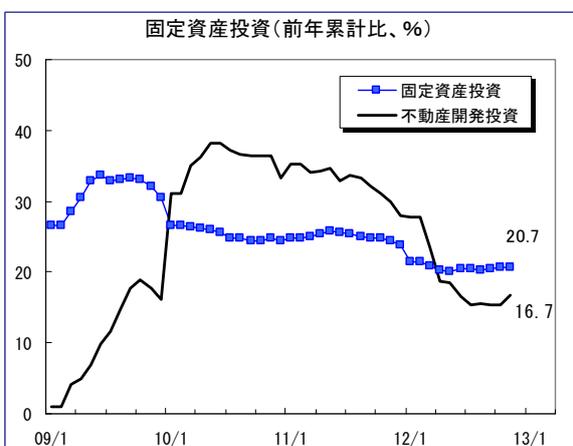
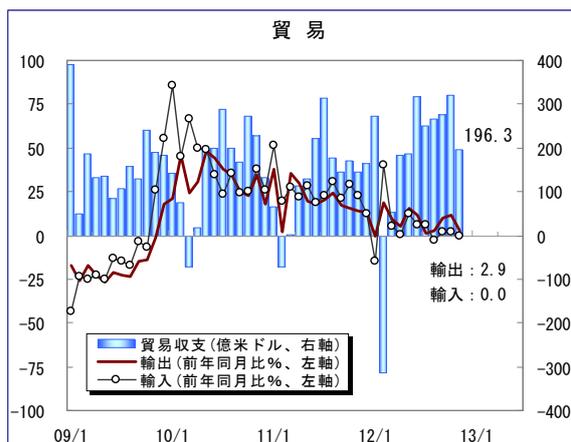
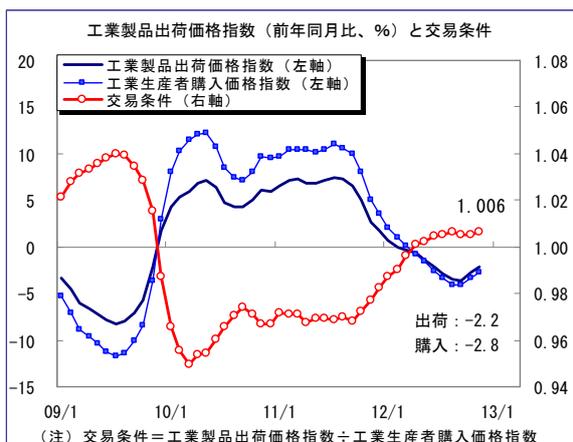
(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成

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、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成

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、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成