

2013年7月16日 全10頁

2013年、2014年の中国経済見通しを引き下げ

成長率低下容認の裏にある潜在的な不良債権増加懸念

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

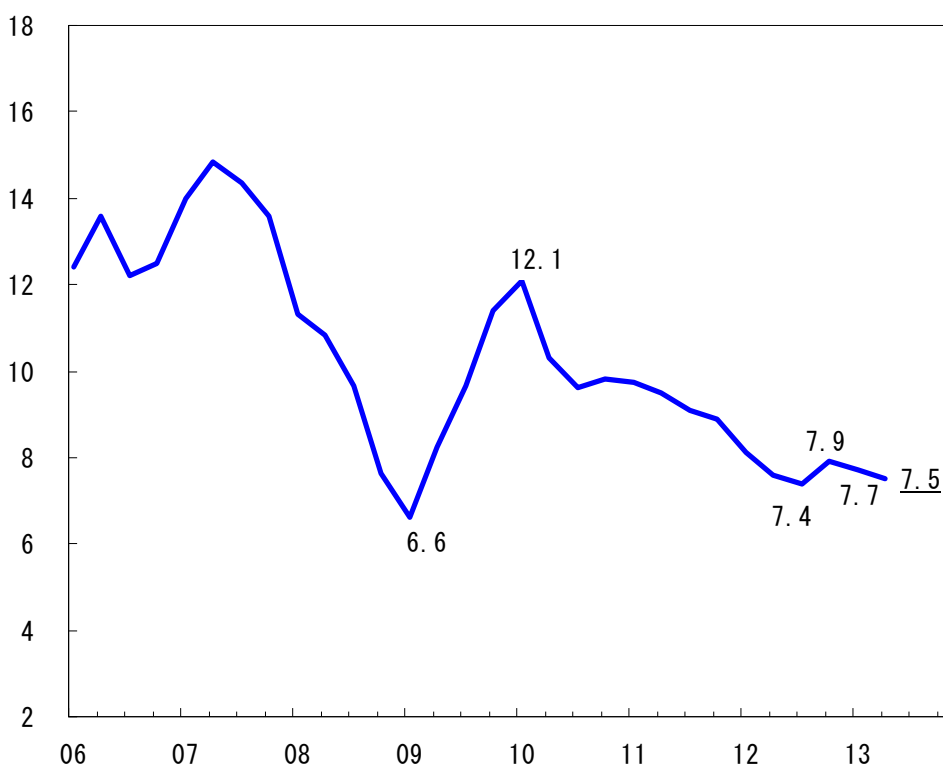
[要約]

- 国家统计局によると2013年4月～6月の中国の実質GDP成長率は前年同期比7.5%だった。2012年10月～12月の同7.9%から2013年1月～3月は同7.7%、そして4月～6月は同7.5%と、伸びは2四半期連続で鈍化した。1月～6月の7.6%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出3.4%ポイント、総資本形成4.1%ポイント、純輸出0.1%ポイントだった。
- 中国が構造改革を重視し、成長率低下を許容するのは、投資に過度に依存した経済発展パターンの限界が露呈する中、それを資金面で支えた地方政府融資平台（中国版第三セクター、2010年まで貸出残高が急増）やシャドーバンキングの残高が急増し、潜在的な不良債権の増加が懸念されるためである。景気浮揚策を実施し、短期的に高めの成長率を実現することは可能であるが、それによって期待収益率の低い固定資産投資や不動産投資・投機が助長されれば、潜在的な不良債権の増加懸念はますます高まっていくことになる。この点で、無理をして高めの成長率を追求することは、むしろリスクを高めるだけである。
- 大和総研は、中国の2013年の実質GDP成長率予想を従来の8.0%から7.6%へ、2014年は7.5%から7.2%へ引き下げる。来年春の全人代における2014年の政府成長率目標は7.0%と、2012年、2013年の7.5%から引き下げられると想定している。

2013年4月～6月の実質 GDP 成長率は 7.5%

国家統計局によると 2013 年 4 月～6 月の中国の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.5%だった。2012 年 10 月～12 月の同 7.9%から 2013 年 1 月～3 月は同 7.7%、そして 4 月～6 月は同 7.5%と、伸びは 2 四半期連続で鈍化した。1 月～6 月の 7.6%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出 3.4%ポイント、総資本形成 4.1%ポイント、純輸出 0.1%ポイントだった。

実質 GDP 成長率（四半期ベース）の推移（単位：%）



(出所) 国家統計局より大和総研作成

需要項目別実質 GDP 成長率寄与度（単位：%、%ポイント）

	実質 GDP 成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2006	12.7	5.1	5.5	2.1
2007	14.2	5.6	6.0	2.6
2008	9.6	4.2	4.5	0.9
2009	9.2	4.6	8.1	-3.5
2010	10.4	4.5	5.5	0.4
2011	9.3	5.3	4.4	-0.4
2012	7.8	4.1	3.9	-0.2
2013.1-3	7.7	4.3	2.3	1.1
2013.1-6	7.6	3.4	4.1	0.1

(出所) 中国統計年鑑、国家統計局より大和総研作成

6月初旬の現地エコノミストへのヒアリングでは、①中国は短期的な高成長は追求せず、構造改革を通じた中長期的な持続的安定成長を目指す、②成長率が2013年の政府目標である7.5%を下回ればファインチューニング（微調整）的な景気下支え策が実施されようが、これはあくまでも「下支え」にすぎず、大規模な景気テコ入れ策発動の可能性は低い、との見方が大勢を占めていた。上記②に関連して、成長率が何%を下回ると中国政府の危機感が高まるかとの問いに、複数のエコノミストが7%以下と回答したのは特徴的である。成長率低下への許容度が高まっているのである。7月15日の4月～6月のGDP統計発表と合わせて行われた、盛来運・国家統計局スポークスマン（国民経済総合統計司長）の記者会見でも「経済成長率が適度に低下するのは、潜在成長率の低下を客観的に反映したものである。（中略）経済成長率の適度の低下は、構造調整や発展パターンの転換に有利であり、成長率が低下するなかでも冷静に構造調整を堅持し、改革を促進しなければならない」旨を発言している。

中国が構造改革を重視し、成長率低下を許容するのは、投資に過度に依存した経済発展パターンの限界が露呈する中、それを資金面で支えた地方政府融資平台（中国版第三セクター、2010年まで貸出残高が急増）やシャドーバンキングの残高が急増し、潜在的な不良債権の増加が懸念されるためである。景気浮揚策を実施し、短期的に高めの成長率を実現することは可能であるが、それによって期待収益率の低い固定資産投資や不動産投資・投機が助長されれば、潜在的な不良債権の増加懸念はますます高まってしまうことになる¹。この点で、無理をして高めの成長率を追求することは、むしろリスクを高めるだけである。

大和総研は、中国の2013年の実質GDP成長率予想を従来の8.0%から7.6%へ、2014年は7.5%から7.2%へ引き下げる。来年春の全人代における2014年の政府成長率目標は7.0%と、2012年と2013年の7.5%から引き下げられると想定している。

固定資産投資は減速へ

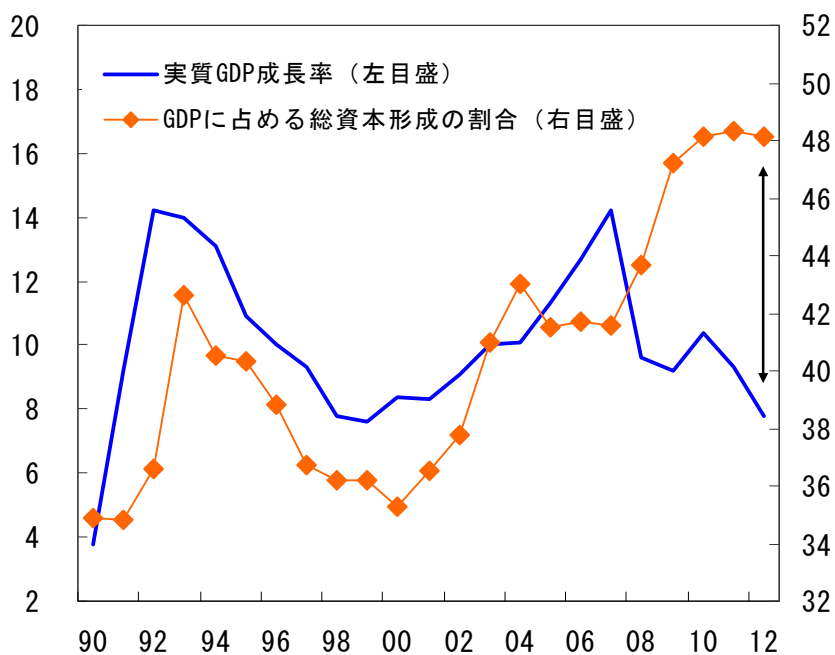
2013年1月～6月の固定資産投資は前年同期比20.1%増と、1月～3月の同20.9%増から伸びがやや鈍化している。内訳は、製造業向け同17.1%増（1月～3月は同18.7%増）、不動産開発投資同20.3%増（1月～3月は同20.2%増）、インフラ向け同24.0%増（1月～3月は同26.2%増）だった。

GDPに占める総資本形成のウエイト（投資比率）と、実質GDP成長率の関係を見ると、もともと中国の投資比率は高かったが、2009年に急上昇し、2010年～2012年は48%台での推移となっている。その一方で、実質GDP成長率は低下傾向にあり、投資効率が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唆されているといえる。製品の供給過剰問題の深刻化（設備稼働率の低下）を考えれば、少なくとも製造業向け投資の伸びは、今後も低下していくとみるべきであろう。製造業向け投資は2011年の前年比31.8%増を直近のピークに、

¹ この点については、2013年7月12日の大和総研レポート「中国短期金融市場の混乱収束。第二幕に備えよ」（齋藤尚登）を参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20130712_007426.html

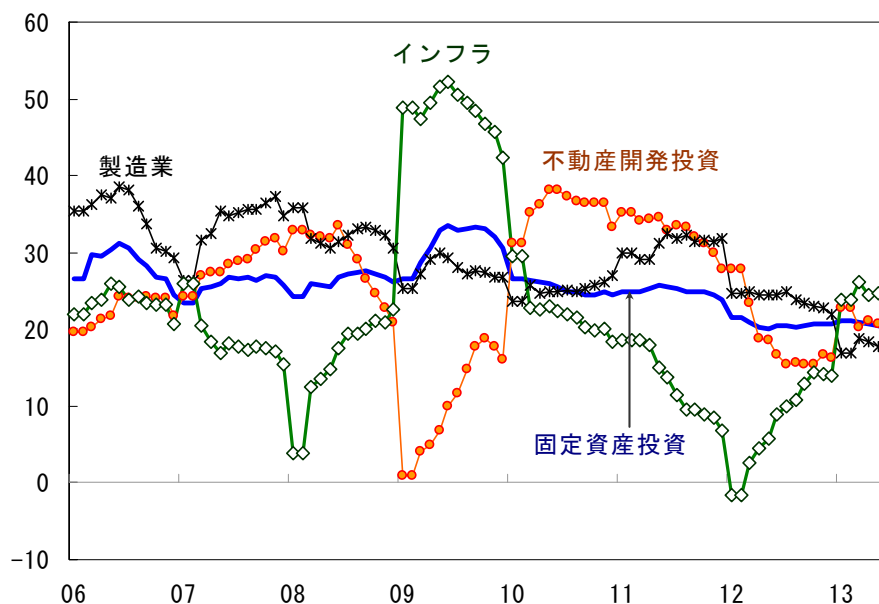
2012年は同22.0%増、そして2013年1月～6月は前年同期比17.1%増へと減速しており、こうした傾向が続く可能性が高い。東西格差の改善のための、中西部を中心としたインフラ投資が下支え役を果たそうが、固定資産投資全体の伸びは鈍化していきこう。これが、成長率見直し引き下げの主因である。

投資効率の低下（単位：％）



（出所）「中国統計摘要2013年版」より大和総研作成

固定資産投資伸び率の推移（1月からの累積の前年同期比）（単位：％）



（出所）国家统计局より大和総研作成

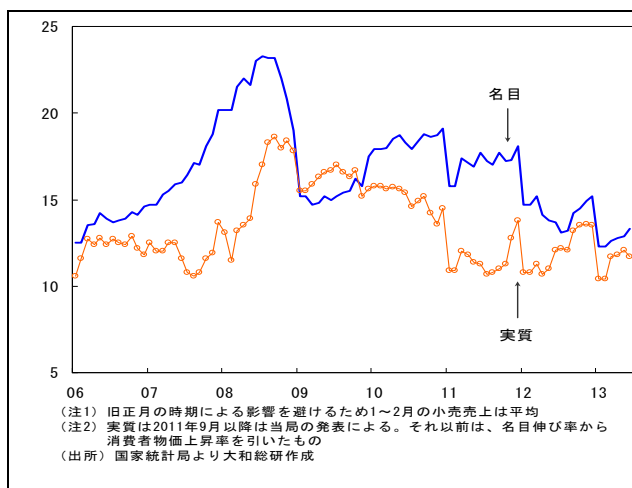
実質消費は底堅い推移へ

2013年1月～6月の実質小売売上は前年同期比11.4%増と、1月～3月の同10.8%増から加速。単月では、2013年1月～2月平均の前年同期比10.4%増を直近のボトムに改善傾向にあり、6月は前年同月比11.7%増となった。今後は、①原材料・エネルギーなど輸入物価が前年比マイナスの推移が続いており、実質消費の行方を左右する物価は、当面大きく上昇する可能性は低い、②各地方で最低賃金の大幅引き上げが続いている、などから、実質消費は底堅い推移が期待される。

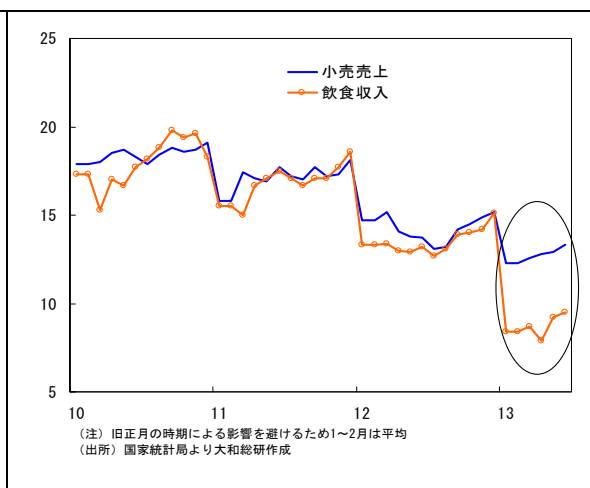
小売売上の10%強を占める飲食（レストラン）収入（名目）は、2012年の前年比13.6%増から2013年1月～6月は前年同期比8.7%増に減速した。これは、2012年12月以降の習近平総書記主導の綱紀粛正により、「三公消費」（公費による飲食、公用車の私的流用、公費による出張・旅行）が抑制されていることによる。ただし、単月では2013年4月の前年同月比7.9%増をボトムに6月には同9.5%増に改善した。今後の「三公消費」の行方について、現地エコノミストの見方は二分されている。具体的には、①政府機関や国有企業、軍は交際費予算をあまり使っていない状況であるが、来年度予算は今年度の実績に基づき決定されるため、年末に向けて予算消化に走る可能性が高い、②「三公消費」の抑制は、一般市民の不満を和らげ、新政権の清新なイメージ作りに寄与しているほか、新政権への忠誠度を測るバロメータにもなっているため、中期的にも継続される、との見方である。

個人的には、いずれの場合でも時間差こそあれ中国の消費総額への影響はさほど変わらないとみているが、内容は大きく異なる。①では、「三公消費」が元に戻るだけだが、②では、政府や企業の「過剰な（無駄な）」支出が抑制され、それが社会保障の拡充や所得税減税（所得控除額の引き上げ）などに充てられれば、全体的な所得環境の改善をもたらすことになる。中国が目指す持続的安定成長のためには、「三公消費」の抑制が中期的にも維持されるのが好ましいのはいうまでもない。

小売売上（名目、実質）伸び率
（前年同月比、%）



小売売上と飲食収入の伸び率（名目）
（前年同月比、%）



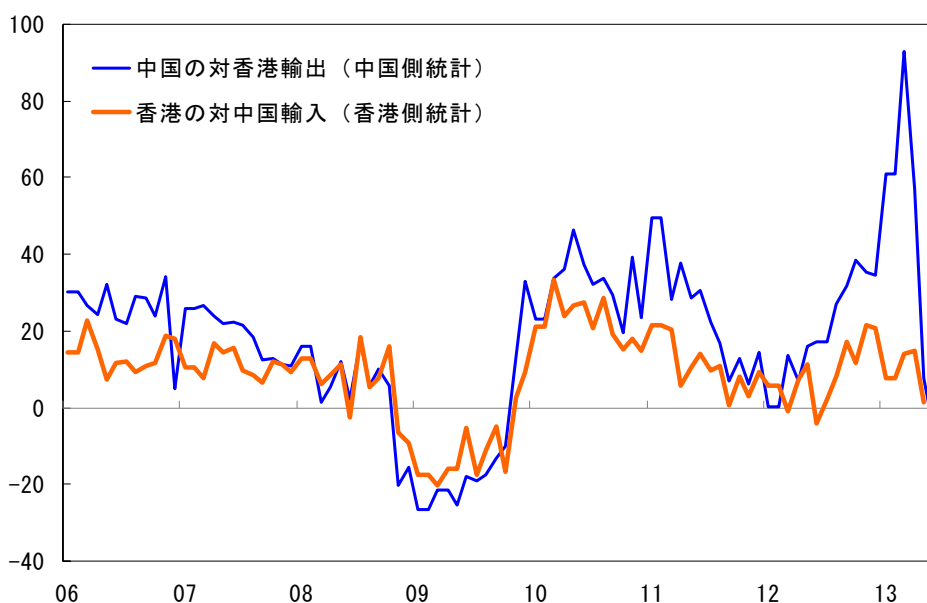
「偽輸出」は抑制

中国通関統計によると、2013年1月～4月の輸出は前年同期比17.3%増となったが、そのうち10%ポイント前後は実体を伴わない偽輸出の可能性が高く、その対価として大量の資金が中国、特に広東省の不動産に向かったとみられる。1月～4月の香港向け輸出は同69.1%増を記録した一方、米国向けは同5.0%増、EU向けは同0.9%減、ASEAN向けは同30.6%増、日本向けは同3.0%減であった。香港向けの輸出の大部分が欧米を中心に第三国へ再輸出される中、欧米向けと比較して、香港向けが突出して高いのは大きな違和感を抱かざるを得ない。中国の香港向け輸出は、香港から見れば中国からの輸入となるが、1月～4月は中国側統計と香港側統計の差額だけで、同期の中国全体の貿易黒字額604.5億米ドルが全て吹き飛ばす計算であった。

その後、国家外貨管理局は5月5日付けで、外貨資金流入の管理を強化する旨の通達を発表し、偽輸出など違法な資金流入を取り締まる姿勢を明確にした。5月の中国の輸出は前年同月比1.0%増、6月は同3.1%減と急ブレーキがかかったが、これには当然、偽輸出の剥落があるとみられる。6月の香港向け輸出は前年同月比7.0%減に落ち込んでいる。ちなみに、実質GDP成長率に対する純輸出の寄与度は、2013年1月～3月の1.1%ポイントから1月～6月には0.1%ポイントへ縮小した。

しかし、日米欧の景気動向からすると、中国の輸出が前年割れというのは低すぎる。偽輸出抑制を目的に通関のチェックが厳格化し、本来なら輸出されるべき貨物の通関が滞ったり、あるいは企業が煩雑さを回避するために、輸出時期を先送りしているといった背景もあるかもしれない。しかし、比較対象となる前年同月の輸出が偽輸出による水増し分を含み、実態以上に膨らんでいるとみられることが、足元の統計上の輸出不振の主因であろう。

中国の対香港輸出（中国側統計）と香港の対中国輸入（香港側統計）の推移（前年同月比、%）

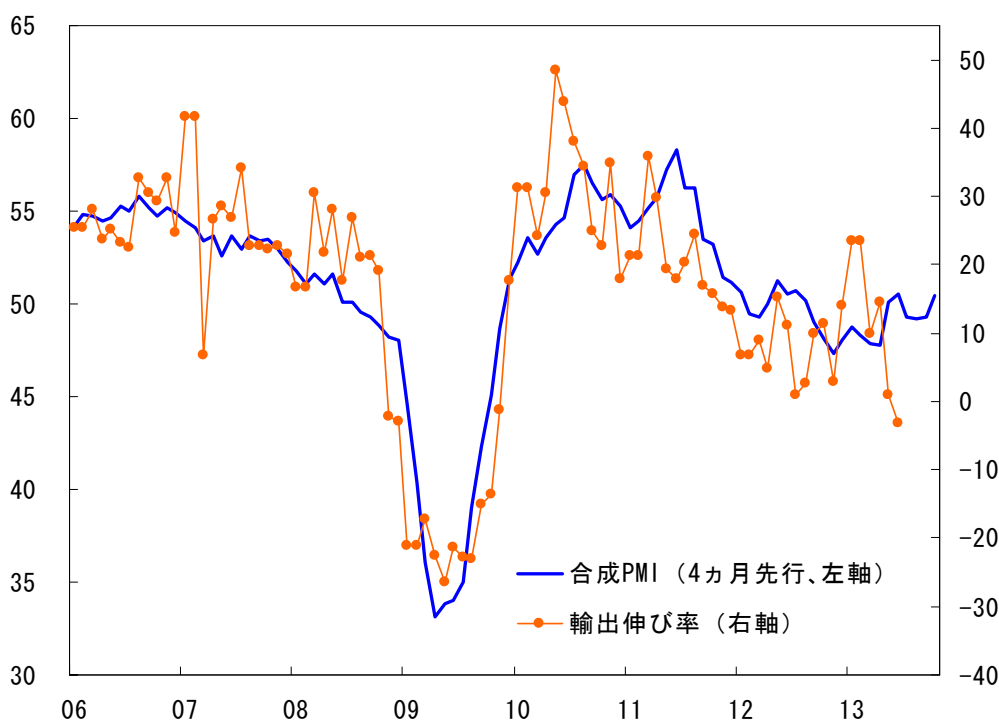


(注) 旧正月の時期による影響を避けるため1～2月は平均、香港側統計は2013年5月まで
(出所) 中国税関統計、香港統計処より大和総研作成

需要面では、輸出相手の景気動向が重要である。下図では、2012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見ており、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。ここからは、秋口には中国の輸出が前年同月比で10%程度増加することも想定内の範囲内となる。ただし、偽輸出による水増しのピークが2013年3月だったとみられることからすると、その遡及修正が行われな限り、2014年春までの統計上の輸出は実態以上に悪い数字が出てくる可能性が高いことに注意が必要である。偽輸出による水増しとその剥落、行きすぎた輸出抑制という要因を除くと、中国の輸出は緩やかな回復に向かう可能性が高い。

以上

主要先進国の製造業合成 PMI（4ヵ月先行）と輸出伸び率（前年同月比、%）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2012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、%)	2009	2010	2011	2012	2013 (F)	2014 (F)
実質GDP成長率	9.2	10.4	9.3	7.8	7.6	7.2
固定資産投資 (名目)	30.4	24.5	24.0	20.6	19.5	17.0
小売総額 (名目)	15.5	18.3	17.1	14.3	13.5	14.5
消費者物価指数	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.8
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	1,957	1,815	1,549	2,311	2,610	2,871
輸出	-16.0	31.3	20.3	7.9	9.0	10.0
輸入	-11.2	38.8	24.9	4.3	8.5	10.0
貸出基準金利 (1年物、期末)	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	6.00
人民元レート (対ドル、期末)	6.83	6.62	6.30	6.29	6.10	5.99

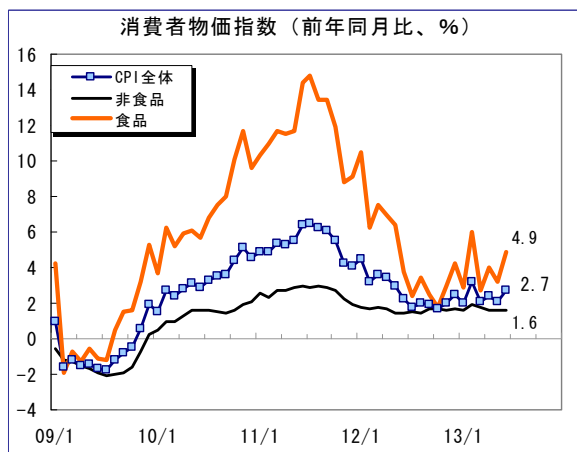
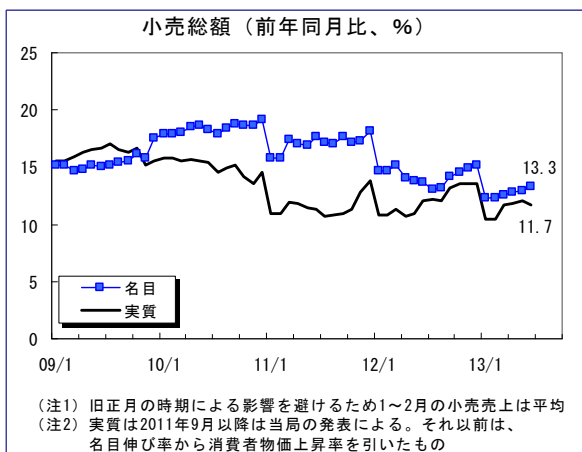
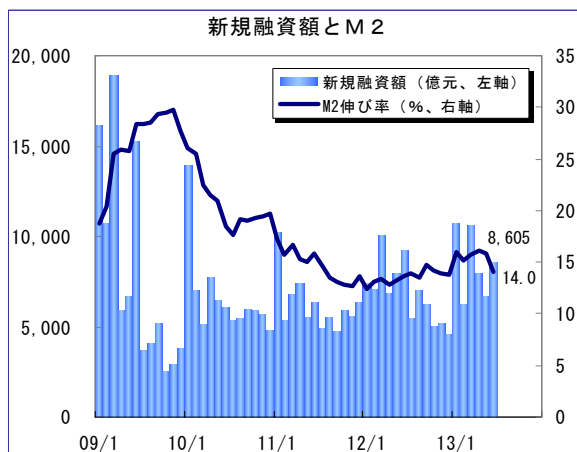
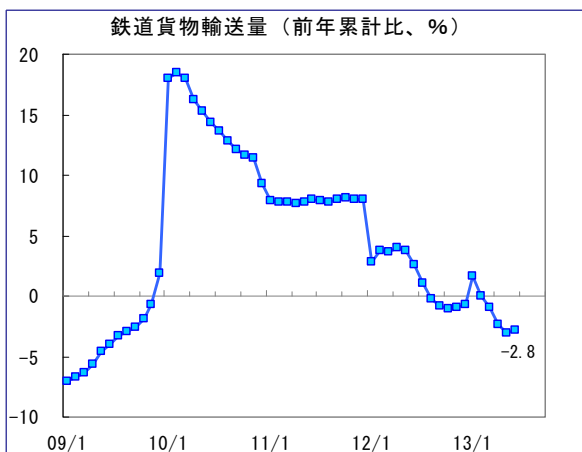
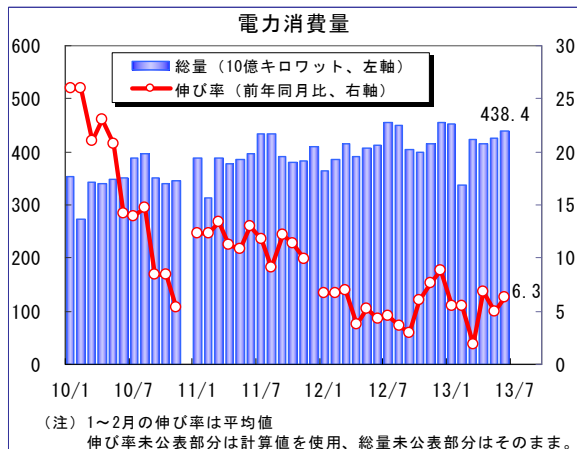
(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

主要経済指標一覧

	2013年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率 (四半期、前年同期比、%)	-	-	7.7	-	-	7.5
鉱工業生産 (前年同月比、%)	9.9		8.9	9.3	9.2	8.9
電力消費量 (前年同月比、%)	5.5		1.9	6.8	5.0	6.3
鉄道貨物輸送量 (前年累計比、%)	1.6	0.0	-0.9	-2.3	-3.1	-2.8
固定資産投資 (前年累計比、%)	21.2		20.9	20.6	20.4	20.1
不動産開発投資 (前年累計比、%)	22.8		20.2	21.1	20.6	20.3
小売総額 名目 (前年同月比、%)	12.3		12.6	12.8	12.9	13.3
実質 (前年同月比、%)	10.4		11.7	11.8	12.1	11.7
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	2.0	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7
食品 (前年同月比、%)	2.9	6.0	2.7	4.0	3.2	4.9
非食品 (前年同月比、%)	1.6	1.9	1.8	1.6	1.6	1.6
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-1.9	-1.9	-2.0	-2.7	-3.0	-2.6
新規融資額 (億元)	10,721	6,200	10,625	7,923	6,674	8,605
M2伸び率 (%)	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	14.0
輸出 (前年同月比、%)	25.0	21.8	10.0	14.7	1.0	-3.1
輸入 (前年同月比、%)	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7
貿易収支 (億米ドル)	291.5	152.3	-8.2	181.6	204.3	271.2
新築住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	3.3	5.9	8.6	10.3	11.8	
上海 (前年同月比、%)	1.3	3.4	6.4	8.5	10.2	
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	14.7		-2.7	1.9	1.0	3.8
完工面積 (前年累計比、%)	34.0		8.9	6.6	5.3	6.3
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	49.5		37.1	38.0	35.6	28.7
金額 (前年累計比、%)	77.6		61.3	59.8	52.8	43.2

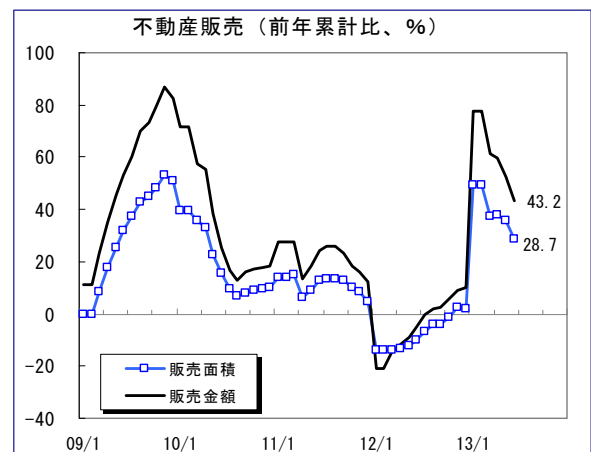
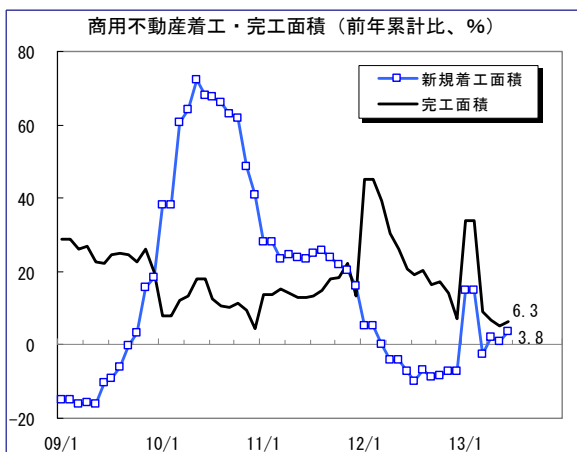
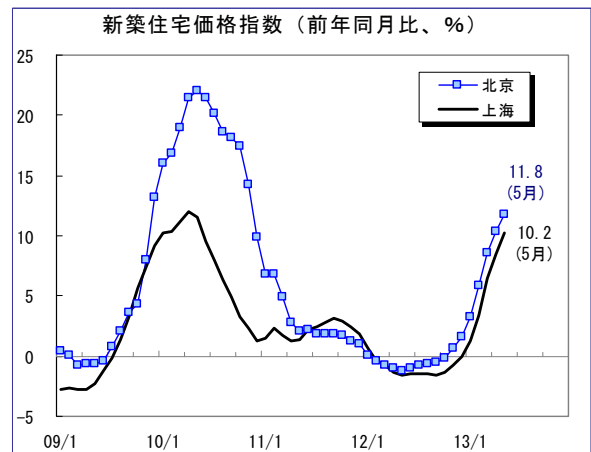
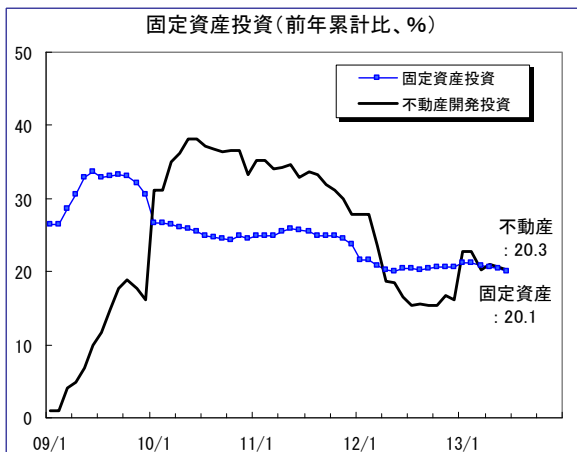
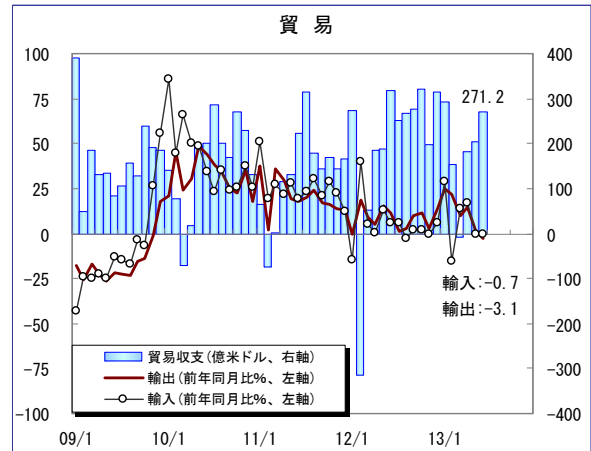
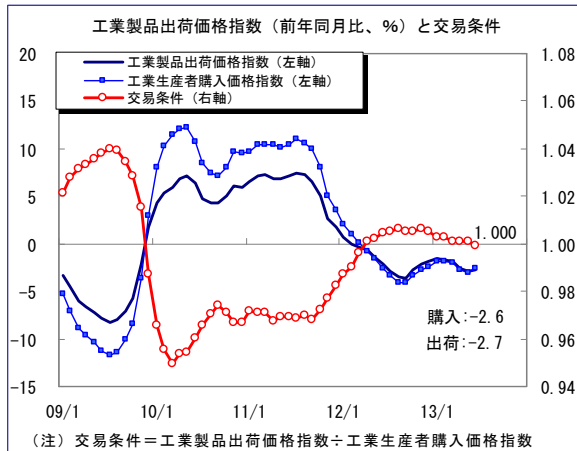
(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(注) 新築住宅価格指数は2013年5月の数字。

(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、CEIC より大和総研作成