

2014年1月20日 全9頁

2014年の中国経済見通し

グローバルな資金移動の変化と不動産価格に要注意

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

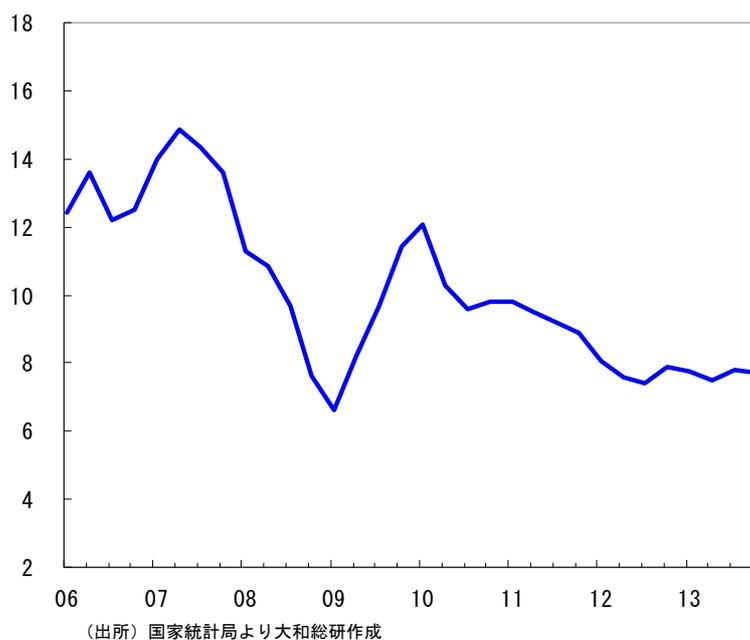
- 2014年は三中全会で示された方針を実行に移す「改革深化元年」となるかが注目される。その本気度を測る最初の試金石が、2012年、2013年は7.5%であった政府の成長率目標が、2014年に若干でも引き下げられるか否かであろう。大和総研は期待を込めて成長率目標を7.0%と仮定して、2014年の実質GDP成長率見通しを7.2%と予測している。2014年の固定資産投資の伸びを2013年の実績比で2.6ポイント低い前年比17.0%増とした。東西格差縮小の要請や環境保護対策の緊急性からインフラ・環境保護投資が全体の下支えとなるが、製造業向けが鉄鋼、セメント、ガラスなど生産能力過剰業種を中心に、伸びが減速するとみている。
- 2014年の消費動向について、所轄官庁である商務部は、持続的な所得増加や省エネ・環境保護意識の高まりに伴う消費構造の高度化やネット販売の急成長、さらには農村での販売拠点・販売網の拡充による消費需要の掘り起こしに期待をしている。ただし、ネット販売の急成長は、百貨店やスーパーなど従来型小売店からのシェアを奪う側面がある。2014年の消費は昨年とほぼ同レベルの伸びと想定している。
- 「偽輸出」問題は、グローバルな資金移動の変化が中国経済にも影響を及ぼし得るとの示唆を与える。資金流出が発生した場合は、特に、不動産価格の動向に要注意である。2013年は不動産価格上昇や土地使用権売却収入増加により、地方政府債務の返済能力が増強され、不良債権の急増リスクが大きく低下した面がある。その歯車が逆転しかねないリスクを内包するためである。

2013 年の実質 GDP 成長率は 7.7%

国家統計局によると、2013 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と 2 年連続で 7%台の成長となった。四半期毎には、前年同期比 7.7%、同 7.5%、同 7.8%、同 7.7%である。年間の 7.7%成長に対する需要項目別寄与度は最終消費支出 3.8%ポイント、総資本形成 4.2%ポイント、純輸出マイナス 0.3%ポイントだった。

毎年 3 月の全人代（国会）で正式発表される成長率目標と実績との関係は、2011 年までは超過達成が当然視されていたのに対して、2012 年以降は目標（7.5%）を若干上回る着地となっている。2008 年 11 月から 2 年間の 4 兆元の景気対策の後始末がいまだに続いていることに加え、2012 年と 2013 年には生産年齢人口（16 歳～59 歳）が減少するなど、潜在成長率そのものが低下している可能性が高い。

実質 GDP 成長率（四半期）の推移（単位：%）



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	7.7	4.2	3.6	-0.1
2013	7.7	3.8	4.2	-0.3

(出所) 中国統計年鑑、国家統計局より大和総研作成

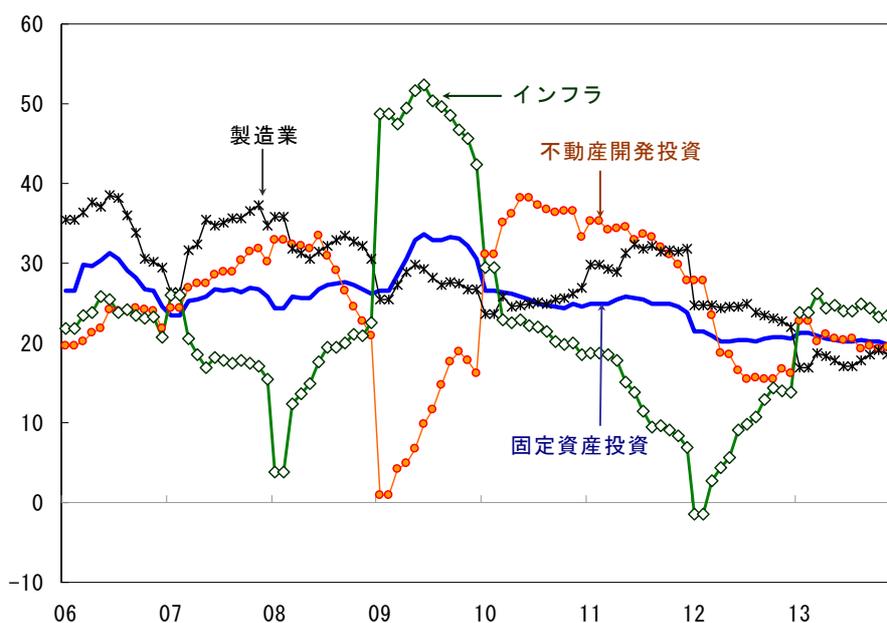
2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）では、「全面的改革深化」が謳われ、経済・政治・文化・社会・エコ文明・国防軍隊の6分野で60項目の改革に取り組み、2020年までに決定的な成果をもたらすとした。

大和総研がとりわけ注目したのは、政績（政治的な成績）表評価項目の重点変更である。具体的には、省エネ、環境、過剰生産能力の抑制、科学技術刷新、安全生産、新規債務増加の抑制などの項目のウエイトを高め、就業、収入、社会保障、健康をさらに重視するとした。過剰生産能力と新規債務増加の抑制を重点としたことは、①無駄な投資と借金を増やさず、潜在的な不良債権を増やさない、②既に限界に達している、投資に過度に依存した発展パターンから決別し、消費主導の持続的安定成長への舵切りを行う、ことを意味する。極めて真つ当な方針が示されたといえる。党中央組織部は2013年12月6日付けで「地方の党・政府指導グループと指導幹部の政績評価制度の改善に関する通知」を発表しており、三中全会から僅か3週間で上記方針が明文化された。

2014年は三中全会で示された方針を実行に移す「改革深化元年」となるかが注目される。その本気度を測る最初の試金石が、2012年、2013年は7.5%であった政府の成長率目標が、2014年に若干でも引き下げられるか否かであろう。中国の経済運営の基本方針は、ある程度の成長率確保を大前提に、その上で負債の急増を抑制し、構造改革を進めるというものである。成長率目標はやや低めの方が、投資に過度に依存した発展パターンから徐々に脱却し、諸改革を推し進めるには好都合なのである。

大和総研は期待を込めて成長率目標を7.0%と仮定して、2014年の実質GDP成長率見通しを7.2%と予測している。2014年の固定資産投資の伸びを2013年の前年比19.6%増より2.6%増

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



(出所) 国家統計局より大和総研作成

イント低い前年比 17.0%増とした。東西格差縮小の要請や環境保護対策の緊急性からインフラ・環境保護投資が全体の下支えとなるが、製造業向けが鉄鋼、セメント、ガラスなど生産能力過剰業種を中心に、伸びが減速する¹とみている。

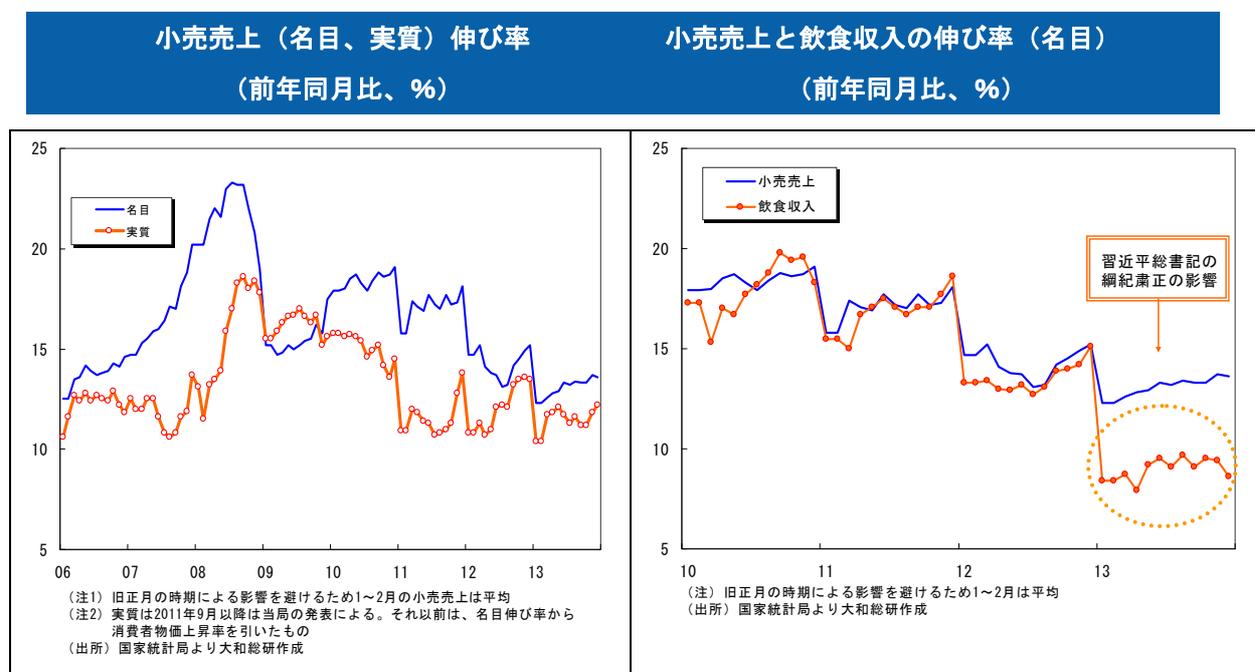
一方、2014年の成長率目標が引き続き7.5%となった場合は、成長率見通しを7.6%に引き上げるつもりでいる。ただし、この場合は投資にやや無理をさせることになる。

三公消費の抑制にもかかわらず消費は底堅い推移

2013年の実質小売売上は前年比11.5%増と、2012年の同12.1%増から若干伸びが鈍化した。

党・政府の綱紀粛正を目的とした三公消費の抑制²により、高級レストランの客足が鈍り（2013年の名目レストラン収入は前年比9.0%増と2012年の同13.6%増から4.6%ポイント減速）、党・政府との「関係強化」用の高級酒、高級たばこ、高級紳士服、高級腕時計の売上が急減速するなど、その効果はてきめんであった。さらに、2009年の家電下郷（農民の家電購入に補助金を支給）以降、連綿と続いた各種消費刺激策が、2013年5月末の省エネ製品への補助金政策の終了を以て、基本的に終了したことによる反動もあったはずである。

こうした悪材料にもかかわらず、2013年の実質小売の伸びが若干の減速にとどまったのは、①2013年の各地方の都市最低賃金の単純平均³は前年比12.7%増と、都市一人当たり可処分所得の伸び率同9.7%（名目。実質は同7.0%）を上回っており、低所得者ほど所得の伸びが高いと



¹ 製造業向け投資は2011年の前年比31.8%増から2012年は同22.0%増、2013年は同18.5%増と伸びが階段状に鈍化した。2014年もこの傾向が続くと想定。

² 公費による飲食、出張・観光、公用車の私的流用の抑制。

³ 2013年に最低賃金の引き上げがなかった地方は2012年の平均賃金を使用。

いう、2006年以降の傾向が続いている可能性が高い（中低所得者の底上げが進展）、②財産性収入（銀行預金など金融資産や不動産などから得る収入）の増加による「資産効果」がある程度消費を下支えしている可能性がある、ことが背景であろう。上記②について、2013年の都市一人当たりの財産性収入は同14.6%増となっている（2012年は同12.5%増）。金融資産の残高は、（1）2013年末の銀行預金残高は前年比13.8%増の104.4兆円（約1,807兆円、1年物預金金利の上限は3.3%）と堅調に増加、（2）銀行の理財商品（資産運用商品）⁴の残高は2012年末の7.1兆円から2013年9月末には9.9兆円へと9ヵ月間で4割弱急増している（平均利回りは5%程度）。個人の保有割合は、銀行預金は全体の44%程度、銀行の理財商品が60%程度である。

2014年の消費動向について、所轄官庁である商務部は、持続的な所得増加や省エネ・環境保護意識の高まりに伴う消費構造の高度化（スマート家電や省エネ車、環境にやさしい家具・建材）やネット販売の急成長、さらには農村での販売拠点・販売網の拡充による消費需要の掘り起こしに期待をしている。ただし、ネット販売の急成長は、百貨店やスーパーなど従来型小売店からのシェアを奪う側面がある。シャドバンキングのうち個人の保有割合が多い理財商品は、真つ当な金融商品での運用が多く、規制強化の影響はさほど大きくはならないであろう。2014年の消費は昨年とほぼ同レベルの伸びと想定している。

グローバルな資金移動の変化に要注意

「偽輸出」問題は、2014年の中国経済の行方に2つの示唆を与えている。「偽輸出」問題とは、2012年11月～2013年4月にかけて、本来ならばほぼ同じ動きをするはずの中国の対香港輸出と、香港の対中国輸入の差が急拡大したことであり、貿易取引の形でホットマネーが香港から中国に大量に流入し、中国（特に広東省）の不動産に投資されていたとみられることを指す。

ひとつ目の示唆は、2014年4月までの輸出とマクロ経済への影響である。具体的には、①2012年11月～2013年4月の中国の輸出は「偽輸出」によって水増しされているとみられ⁵、遡及修正が行われない限りそれを比較対象とする2014年4月までの輸出統計は実態より悪い数字が出やすい、②2013年1月～3月の実質GDP成長率7.7%に対する純輸出の寄与度は1.1%ポイントのプラスであったが、同期の貿易黒字急増は全て「偽輸出」による水増しで説明され、それを比較対象とする2014年1月～3月の純輸出の寄与度は実態より低くなる、ことが懸念される。その一方で、主要先進国・地域の景気改善で、輸出の実態は回復が当面続くため、輸出やGDP統計がやや低めとなっても輸出・景気実態は堅調ということが想定されよう。

もうひとつの示唆は、グローバルな資金移動の変化が中国経済にも影響を及ぼし得るという点である。従来、中国は資本移動を厳しく制限しているが故に、世界的な短期資金移動の影響

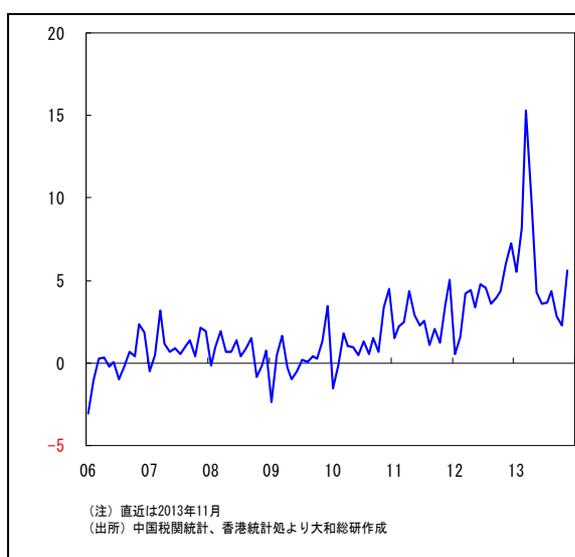
⁴ シャドバンキングのもうひとつの中核である信託会社の信託資産残高は、2012年末の7.5兆円から2013年9月末には10.1兆円へと9ヵ月間で35.6%急増した（平均利回りは8.8%）。信託商品は最低投資金額が100万円（約1,731万円）と高額のため一部の富裕層と機関投資家が投資家となつていよう。

⁵ 特に2013年3月は輸出全体の15%程度が「偽輸出」による水増しとみられる。

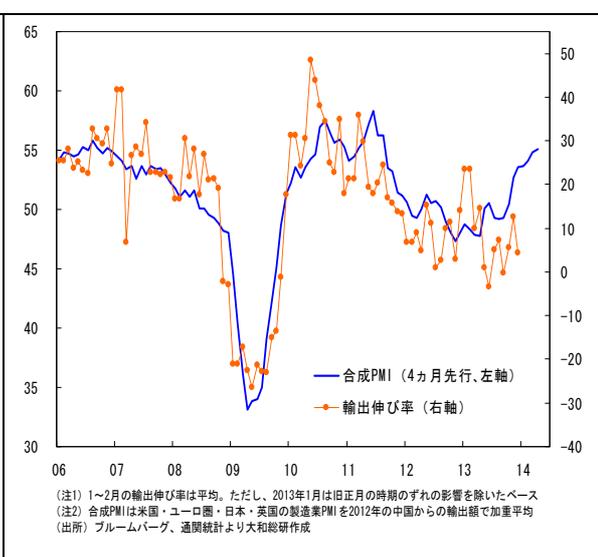
をさほど受けないとされてきた。しかし、「偽輸出」問題はこうした定説が既に崩れていることを物語っている。

グローバルな資金移動の変化、もしくはその思惑は、2013年の上海銀行間取引金利（SHIBOR）の2度の急上昇という形で既に現れている。1度目は6月初旬から中旬にかけてであり、7日物は4%台から6月20日には11.0%へ急上昇し、2度目となる12月18日からクリスマス前にかけては、同様に4%台から8.84%（12月23日）へ上昇した。

中国の対香港輸出と香港の対中国輸入の
差額が中国の輸出に占める割合（単位：％）



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



背景としては、①銀行システム外で調達された資金（いわゆるシャドーバンキング）が、貸し倒れリスクの高い業績不振の中小企業や期待収益率の低いインフラプロジェクト、不動産に向かっていることに不快感を表明するために、中国人民銀行が理財商品の償還で資金需要が高まる四半期末の金利上昇を放置した、②6月には米国の量的緩和の早期縮小懸念が台頭し、12月17日～18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では量的緩和の縮小が決定されるなど、先進国マネーの自国回帰への懸念が大きく高まった、の2つが考えられる。前者はシャドーバンキング対策、後者はグローバルな資金移動の変化である。

6月の時点ではシャドーバンキング問題が大きくクローズアップされており、大和総研もそれへの対策の影響が甚大とみていた。しかし、(1)その後、6月～7月の外国為替資金残高（中国人民銀行が買い入れた外貨の残高）は純減となり、中国から資金が流出していたことが明らかになった（8月以降、外国為替資金残高は純増）、(2)6月は主な新興国の株価が全面安となるなど、中国固有の要因ではなく、新興国全体にまたがる要因であった可能性が高い、(3)12月の銀行間取引金利の急上昇は、米国が量的緩和の縮小を発表した時期と完全に合致することなどから、現在ではグローバルな資金移動の変化、もしくはその思惑も、金利急上昇の主因のひとつであった可能性が高いと判断している。

主要先進国・地域を起点とする資金移動の変化は、中国にも及ぶと想定すべきであろう。資金流出が発生した場合は、特に、不動産価格の動向には要注意である。2013年は不動産価格上昇や土地所有権売却収入増加により、地方政府債務の返済能力が増強され、不良債権の急増リスクが大きく低下した面がある。その歯車が逆転しかねないリスクを内包するためである。

以上

大和総研による中国経済見通し

(前年比、%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (F)
実質GDP成長率	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.2
固定資産投資 (名目)	30.4	25.7	24.0	20.7	19.6	17.0
小売総額 (名目)	15.5	18.3	17.1	14.3	13.1	13.4
消費者物価指数	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.7
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	1,957	1,815	1,549	2,303	2,598	2,853
輸出	-16.0	31.3	20.3	7.9	7.9	10.0
輸入	-11.2	38.8	24.9	4.3	7.3	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

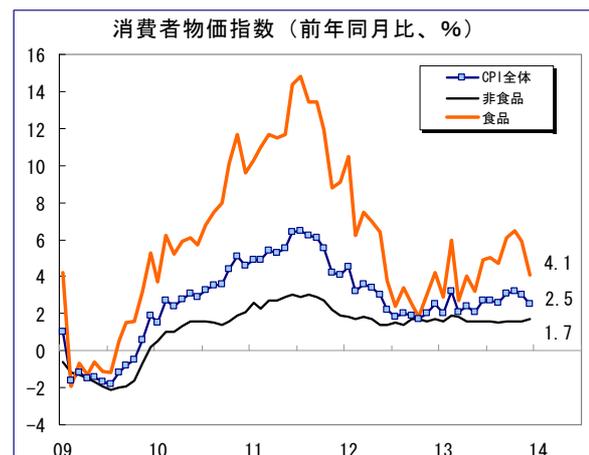
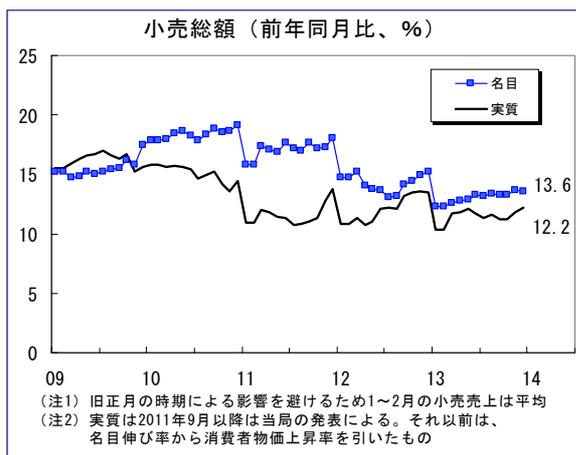
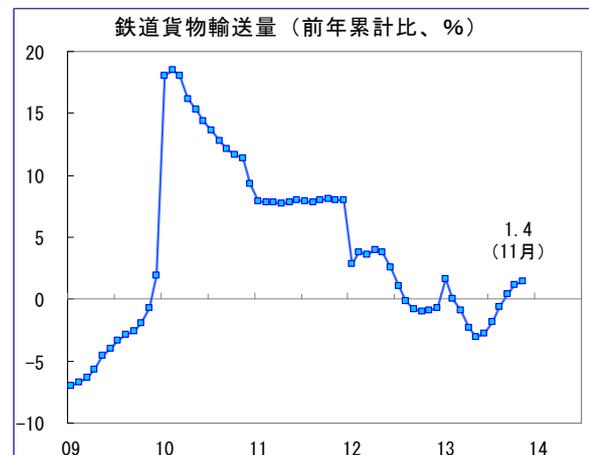
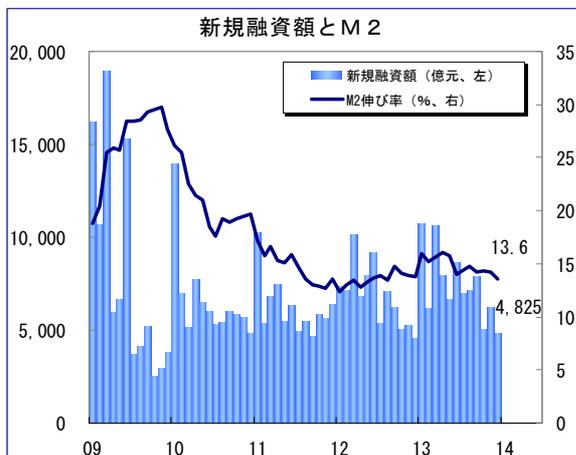
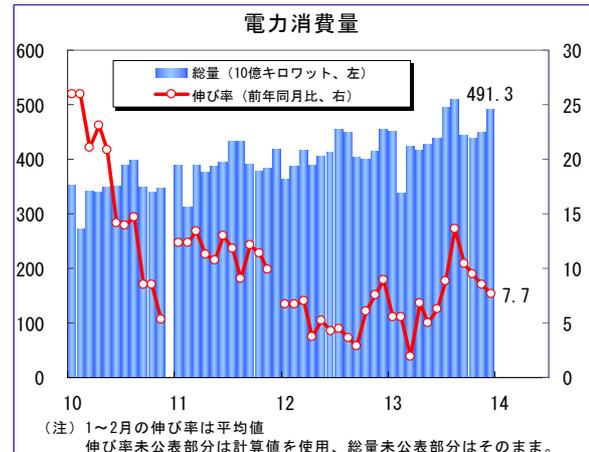
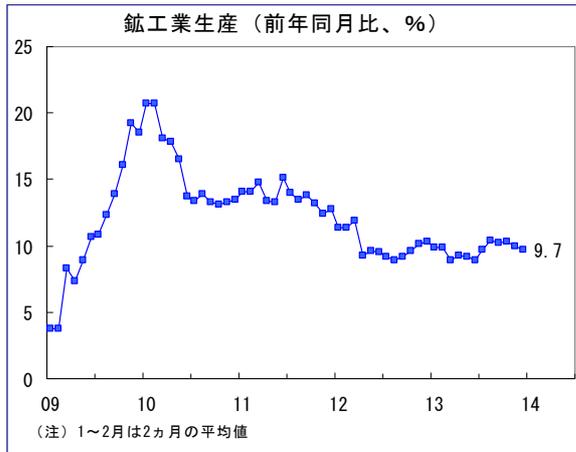
(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

主要経済指標一覧

	2013年7月	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率 (四半期、前年同期比、%)	-	-	7.8	-	-	7.7
鉱工業生産 (前年同月比、%)	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7
電力消費量 (前年同月比、%)	8.8	13.7	10.4	9.5	8.5	7.7
鉄道貨物輸送量 (前年累計比、%)	-1.8	-0.6	0.4	1.2	1.3	
固定資産投資 (前年累計比、%)	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6
不動産開発投資 (前年累計比、%)	20.5	19.3	19.7	19.2	19.5	19.8
小売総額 名目 (前年同月比、%)	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6
実質 (前年同月比、%)	11.3	11.6	11.2	11.2	11.8	12.2
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5
食品 (前年同月比、%)	5.0	4.7	6.1	6.5	5.9	4.1
非食品 (前年同月比、%)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-2.2	-1.6	-1.6	-1.6	-1.5	-1.4
新規融資額 (億元)	6,997	7,128	7,870	5,061	6,246	4,825
M2伸び率 (%)	14.5	14.7	14.2	14.3	14.2	13.6
輸出 (前年同月比、%)	5.1	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3
輸入 (前年同月比、%)	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3
貿易収支 (億米ドル)	178.2	285.2	152.1	311.0	338.0	256.4
新築住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	14.1	14.9	16.0	16.4	16.3	16.0
上海 (前年同月比、%)	13.7	15.4	17.0	17.8	18.2	18.2
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	8.4	4.0	7.3	6.5	11.5	13.5
完工面積 (前年累計比、%)	7.9	4.6	4.2	1.8	2.5	2.0
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	25.8	23.4	23.3	21.8	20.8	17.3
金額 (前年累計比、%)	37.8	34.4	33.9	32.3	30.7	26.3

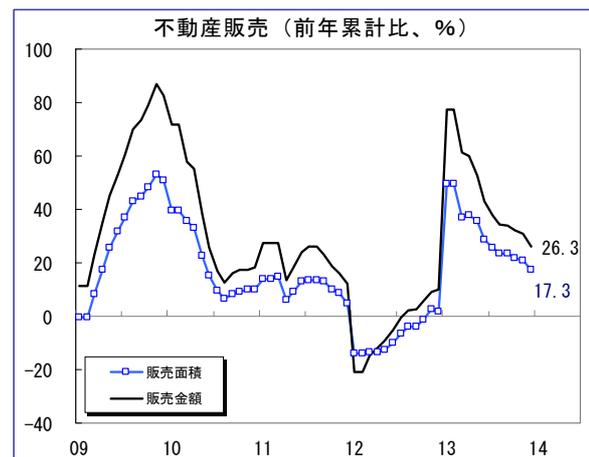
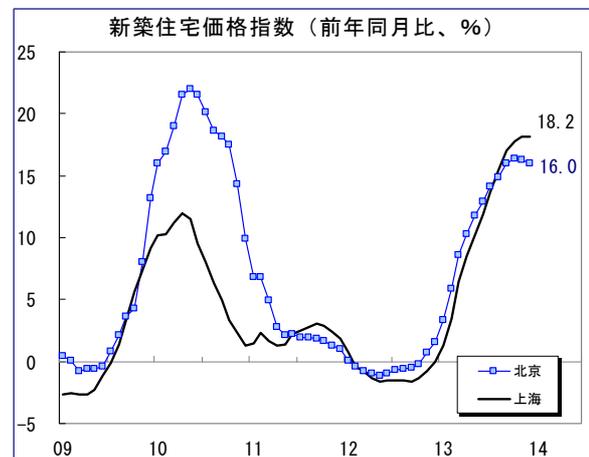
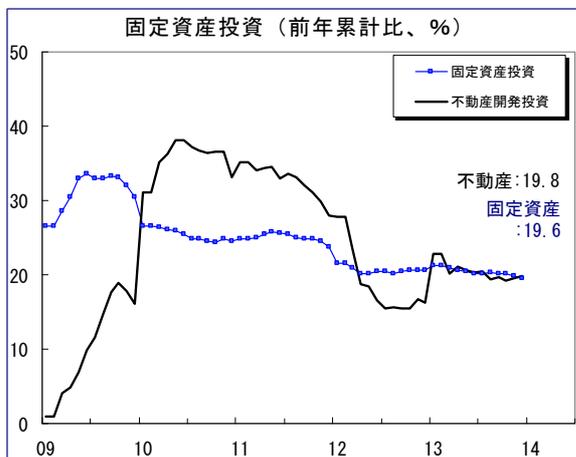
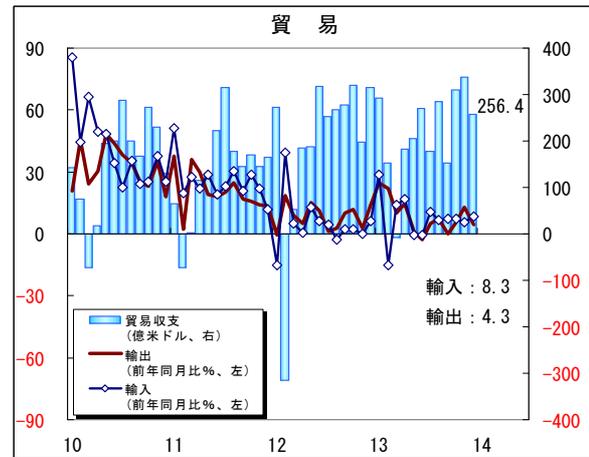
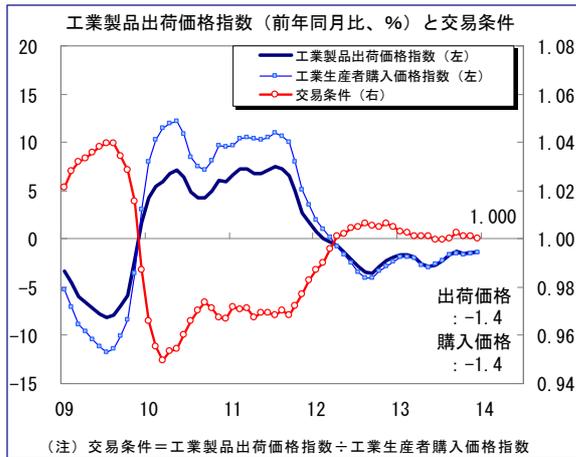
(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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）



（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