

2015年1月21日 全12頁

# 中国：成長率低下は当たり前

2014年は7.4%成長。安定した雇用の維持のため景気下支え策を継続

経済調査部  
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

## [要約]

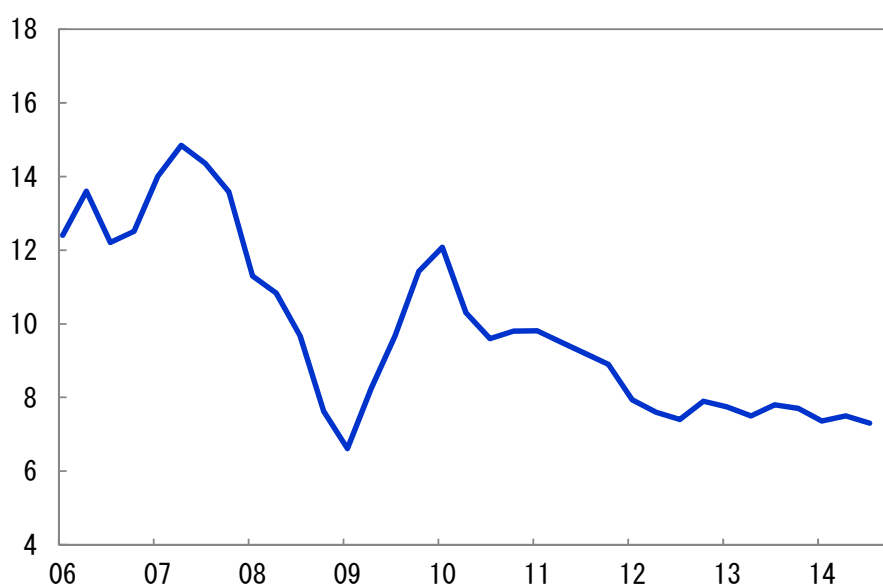
- 国家統計局によると、2014年の中国の実質GDP成長率は前年比7.4%と、2012年、2013年の同7.7%から減速した。一般には低成長への懸念が強調されるが、中国の産業構造はサービス化が進展しつつあること（高成長期から安定成長期へ移行）などから、成長率が徐々に低下していくのは自然である。
- 2015年の消費のポイントは、家具・家電、居住目的の場合の自動車など広い裾野を持つ住宅市場、それに自動車販売の行方である。懸念の住宅市場には底入れの兆しがみえる。一方で、やや懸念されるのは、自動車販売の動向である。すさまじい交通渋滞や大気汚染への対応策として、自動車購入制限を導入する都市が増えており、こうした動きは今後さらに広がりがかねない。
- 2015年の固定資産投資は、緩やかに減速しよう。設備過剰感が大きい鉄鋼やセメントなど重化学工業分野の投資抑制は、政策効果発現の面がある。今後も想定されるのは、分野を絞った下支え的なものであり、投資全体を浮揚させる本格的な景気「刺激策」が実施される可能性は極めて低い。
- 社会資金調達金額は、2014年7月以降続いた前年割れから12月には同34.9%増と大幅なプラスに転じた。それでは、中国人民銀行の思惑通りに、中小・零細企業の資金調達難は緩和しているのであろうか？少なくとも現段階の答えは、否である。企業別製造業PMIの推移をみると、12月の小型企業の製造業PMIは45.5と、拡大と縮小の分岐点である50を大きく下回り、統計の取れる2012年2月以降では2012年5月（45.2）以来2番目に低い水準に落ち込んでいる。経済政策運営上、中国政府が最も重視する安定した雇用の維持には、中小・零細企業対策が不可欠であり、再利下げなどを含む景気下支え策が続くとみている。
- 総じてみれば、緩やかな景気減速が続く可能性が高く、大和総研では、2015年の実質GDP成長率を7.0%（2016年は6.8%）程度と想定している。

## 2014 年は 7.4% 成長

国家統計局によると、2014 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 7.4% と、2012 年、2013 年の同 7.7% から減速した。四半期毎には、前年同期比 7.4%、同 7.5%、同 7.3%、同 7.3% だった。

年間の 7.4% 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、総資本形成と純輸出は合わせて 3.6% ポイントだった<sup>1</sup>。固定資産投資の減速により総資本形成の寄与度は大きく低下した一方で、貿易黒字の急増を背景に純輸出の寄与度は 4 年ぶりにプラスに転じた可能性が高い。

### 実質 GDP 成長率（四半期）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	7.7	4.2	3.6	-0.1
2013	7.7	3.9	4.2	-0.3
2014	7.4	3.8	3.6	

（出所）2014 年は国家統計局、それ以外は中国統計年鑑より大和総研作成

<sup>1</sup> 1 月 20 日の国家統計局の発表文では、最終消費支出の成長率寄与率（51.2%）のみが記載されている。

2014年3月の全人代で発表された2014年の政府成長率目標は7.5%前後であり、それを下回るのはアジア通貨危機の影響が響いた1998年以来、実に16年ぶりとなった。一般には低成長への懸念が強調されるが、中国の産業構造はサービス化が進展しつつあること（高成長期から安定成長期へ移行）、2012年以降、生産年齢人口が逡減していること（2014年末の16歳～59歳人口は9億1,583万人と年間371万人減少）から、成長率が徐々に低下していくのは自然である。

## 消費は底堅い推移、2015年のポイントは住宅市場と自動車販売の行方

2014年の実質小売売上は前年比10.9%増（名目は同12.0%増）だった。2013年の同11.5%増から若干伸びが鈍化したとはいえ、底堅い推移といえる。2014年の都市一人当たり可処分所得は、実質で前年比6.8%増、農村一人当たり純収入は、同9.2%増と所得は堅調に増加。農村からの出稼ぎ者の多くが適用される都市最低賃金の大幅引き上げを主因に、農村住民の所得増加率が都市住民のそれを上回る状態は2010年から続き、これが農村消費の相対的に高い伸びにつながっている。今後は、マクロレベルの所得増加率が多少鈍化しても、消費性向の高い農村の消費が伸びることで、消費全体が下支えられよう。

習近平総書記が主導する綱紀粛正や「三公経費」（国内外出張費、公務接待費、公用車経費）の抑制は2014年も続いた。小売売上と飲食収入<sup>2</sup>の伸び率（名目）を比較すると、2012年まではほぼ同じ動きをしていたが、2013年にかい離が広がり、2014年もある程度の差が維持された。服装、装飾品など党・政府との「関係強化」用の高級ブランドの売上不振も続いている。

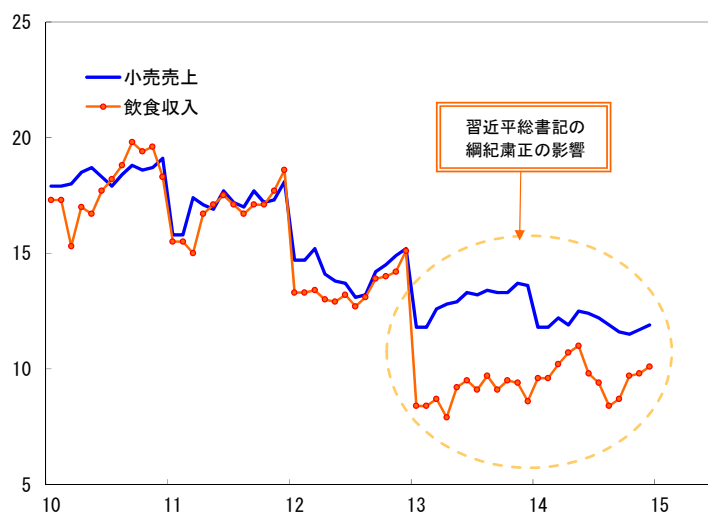
### 都市と農村の所得と名目・実質伸び率、所得格差、ジニ係数（単位：元、%、倍）

	都市一人 当たり 可処分所得	名目 伸び率	実質 伸び率	農村一人 当たり 純収入	名目 伸び率	実質 伸び率	都市・農村 格差	ジニ係数
	元	%	%	元	%	%	倍	係数
2006年	11,760	12.1	10.4	3,587	10.2	7.4	3.28	0.487
2007年	13,786	17.2	12.2	4,140	15.4	9.5	3.33	0.484
2008年	15,781	14.5	8.4	4,761	15.0	8.0	3.31	0.491
2009年	17,175	8.8	9.8	5,153	8.2	8.5	3.33	0.490
2010年	19,109	11.3	7.8	5,919	14.9	10.9	3.23	0.481
2011年	21,810	14.1	8.4	6,977	17.9	11.4	3.13	0.477
2012年	24,565	12.6	9.6	7,917	13.5	10.7	3.10	0.474
2013年	26,955	9.7	7.0	8,896	12.4	9.3	3.03	0.473
2014年	28,844	9.0	6.8	9,892	11.2	9.2	2.92	0.469

（出所）国家统计局より大和総研作成

<sup>2</sup> 小売売上の1割程度を占める。

### 小売売上と飲食収入の伸び率（名目）（前年同月比、％）



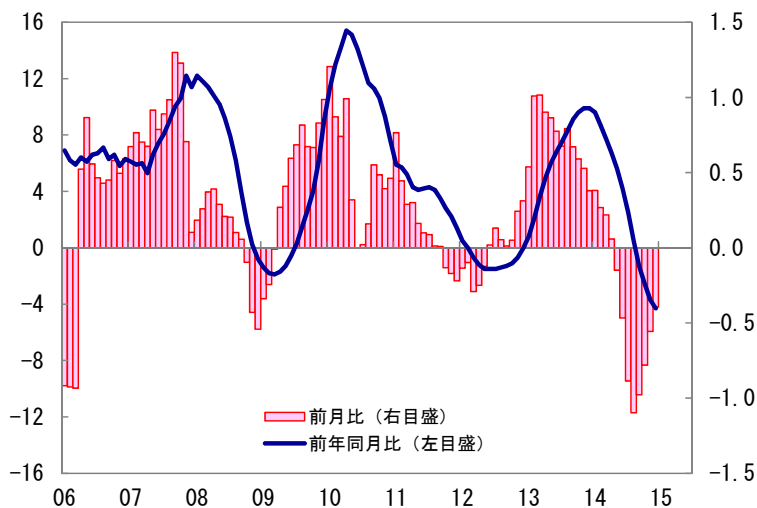
（注）旧正月の時期による影響を避けるため1～2月は平均  
（出所）国家統計局より大和総研作成

一方で、2014年のネット販売は同49.7%増、小売売上に占める割合は10.6%と急成長して、消費を下支えした。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が、店舗アクセスに制約のある農村や地方都市の消費需要を掘り起こし、物流網の整備を促進するといったプラスの側面も大きい。

2015年の消費のポイントは、家具・家電、居住目的の場合の自動車など広い裾野を持つ住宅市場、それに自動車販売の行方である。

懸案の住宅市場には底入れの兆しがみえる。ロイター社が集計する70都市新築住宅価格の前年同月比は、2014年9月に同-1.3%と下落に転じ、12月には同-4.3%までマイナス幅が拡大したが、前月比は8月の-1.1%をボトムに12月は-0.4%へとマイナス幅が縮小している。9

### 70都市新築住宅価格の前年同月比、前月比の推移（単位：％）



（出所）国家統計局、ロイター社より大和総研作成

月末の中央政府による住宅市場テコ入れ策の発表がセンチメントを改善させ、11月22日の利下げによる住宅ローン金利の低下がこれをある程度サポートしているのではないかと見られる。

ちなみに、住宅販売金額は、2013年の前年比26.6%増から2014年には同7.8%減となった。ただし、単月のデータを作成すると、2014年7月の前年同月比17.9%減をボトムに概ねマイナス幅が縮小し、12月は同4.2%の増加となっている。

一方で、やや懸念されるのは、自動車販売の行方である。中国自動車工業協会によると、2014年の自動車販売は、前年比6.9%増の2,349万台となり、2013年の同13.9%増から鈍化した。同協会は、2015年は同7%増程度と予想している。2013年末時点の都市100世帯当たり自動車保有台数は16.9台にすぎないこと、持続的な所得増加により自動車購入層が順調に拡大していることから、自動車購入の「高速増加」が続いてもおかしくないにもかかわらずである。

足元の景気減速や習近平総書記が主導する綱紀粛正の影響は当然であろうが、それだけではない。すさまじい交通渋滞や大気汚染への対応策として、自動車購入制限を導入する都市が増えているのである。2013年以降では、天津市は年間10万台（購入制限導入前は30万台）、浙江省杭州市は同8万台（同30万台）、広東省深圳市は同10万台（同55万台）と、かなり厳しい購入制限が導入されている。こうした動きは今後さらに広がりかねない。導入の可能性が報道されている都市だけでも、陝西省西安市、山西省太原市、湖北省武漢市、重慶市、河北省石家荘市、四川省成都市、山東省青島市など枚挙にいとまがない。

自動車購入制限は、新規購入に限定され、ナンバープレートを所持している買い替えには適用されないため、既に自動車の普及が相当程度進んでいる大都市については、影響は限定的かもしれない。しかし、それ以外の都市では、初めての自動車購入需要が大きく抑制される可能性が高い。

2015年は、持続的な所得増加に加え、昨年来の株高の資産効果による自動車購入増加が期待されるが、その阻害要因としての自動車購入制限の広がりには要注意であろう。

## 固定資産投資はもう一段の減速へ

2013年夏場以降、中国では、鉄道などインフラ投資、農業、保障性住宅、省エネ・環境保護、そして産業構造の高度化を促す戦略的新興産業<sup>3</sup>といった分野を限定した投資下支え策が講じられてきた。言い換えれば、一般的な製造業を中心に投資全体を浮揚させるような刺激策は採用されていない。最近、現地では、中国政府（国家発展改革委員会）が7兆元（約133兆円）の景気刺激策を講じる旨の報道がなされたが、これは通常の見積プロジェクトを合計したものであり、追加プロジェクトの話云々ではない。

2014年の固定資産投資は前年比15.7%増と、2013年の同19.6%増から大きく減速した。内

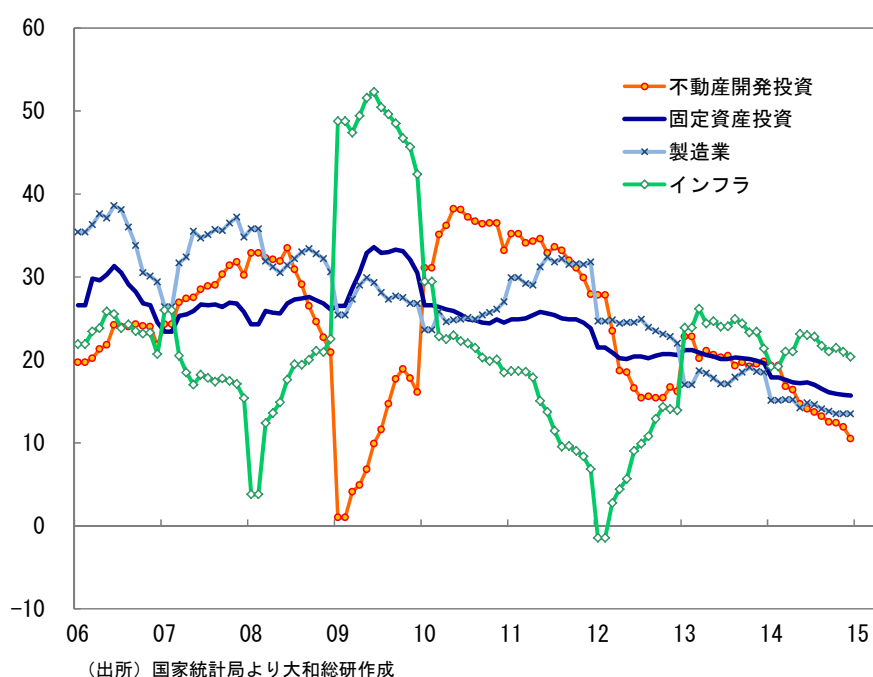
<sup>3</sup> 省エネ・環境、次世代情報、バイオ、ハイエンド設備製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車が七大戦略的新興産業と呼ばれる。

訳をみると、インフラ投資は2013年の同21.4%増⇒2014年は同20.4%増と増勢を維持しているが、不動産開発投資は同19.8%増⇒同10.5%増、製造業投資は同18.5%増⇒同13.5%増と伸びが大きく鈍化した。

ただし、設備過剰感が大きい鉄鋼やセメントなど重化学工業分野の投資抑制は、政策効果発現の面がある。今後も想定されるのは、既述のように分野を絞った下支え的なものであり、投資全体を浮揚させる本格的な景気「刺激策」が実施される可能性は極めて低い。

2015年の固定資産投資は緩やかに減速する可能性が高い。

### 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



### 貿易黒字が急増

2014年の輸出（米ドル建て）は、前年比6.1%増、輸入は同0.4%増となり、貿易収支は同47.3%増の3,824.6億米ドルと急増した<sup>4</sup>。貿易黒字の急増を背景に純輸出の寄与度は4年ぶりにプラスに転じた可能性が高い。

2012年秋口から2013年4月までの「偽輸出」とみられる水増しの影響は、2014年5月以降一巡し、その後の輸出は概ね堅調な推移となっている。1月～4月の前年同期比2.3%減に対し、5月～12月は同9.9%増となった。

一方、輸入の伸びが低水準にとどまったのは、内需減速による数量の伸び悩みに加え、原油

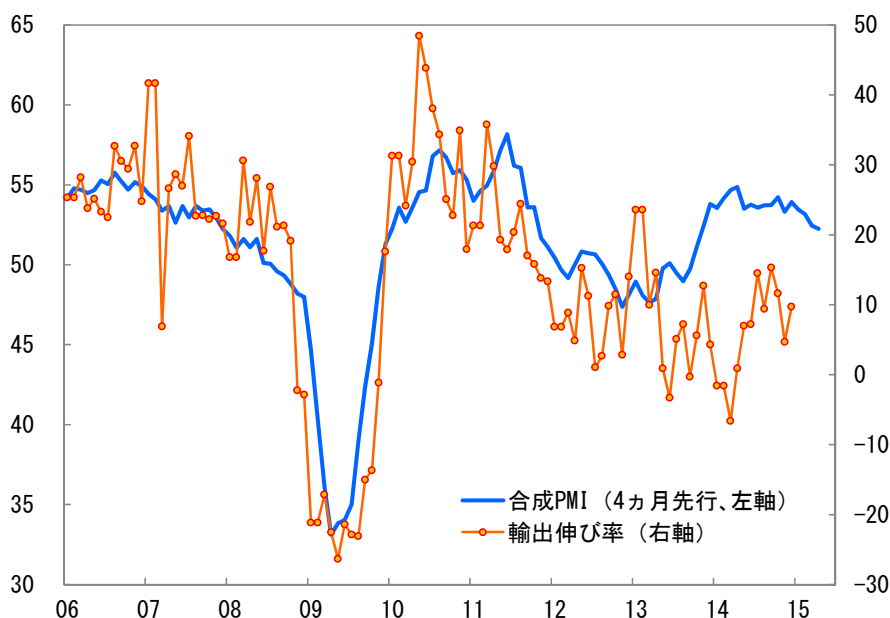
<sup>4</sup> 人民元建てだと、輸出は同4.9%増、輸入は同0.6%減、貿易収支は同45.6%増の2兆3,489億人民元。

など資源・エネルギー価格下落による輸入価格下落が影響している。後者については、2014年1月～11月の輸入を2.5%ポイント程度押し下げた計算となる。

今後の輸出も需要先である先進国の景気に大きく左右されよう。中国の輸出の伸びとの連動性が高い主要先進国の製造業 PMI（4ヵ月先行）をみると、拡大と縮小の分岐点である 50 を超えてはいるものの、足元はやや低下傾向にある。「偽輸出」の影響が一巡した 2014年5月～12月の9.9%増を2014年の実勢とすれば、2015年の輸出はそれを若干下回ることになるだろう。

2015年の輸入は、固定資産投資減速による数量要因と、資源・エネルギー価格下落による価格要因により、引き続き大きく増える状況にはない。輸出の伸びが相対的に高いことで、貿易収支の黒字はさらに拡大する可能性が高い。

#### 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) Bloomberg、Markit Economics、中国通関統計より大和総研作成

#### 安定した雇用維持のための中小・零細企業向け支援策を強化へ

馬建堂・国家統計局局長は、GDP 統計発表時の質疑応答の中で、「経済成長率は7.4%、都市新規雇用増加数は1,322万人（純増数は1,070万人）、失業率（調査ベース）は5.1%前後、消費者物価上昇率は2.0%であり、これらは、中国経済が合理的な範囲内で推移していることを示している」旨を指摘した。中国政府は経済運営上、雇用と物価を特に重視しているが、資源・エネルギー価格下落により、2015年の物価は安定した推移が続くとみられる。当面は、安定した雇用の維持に最大の注意が払われよう。

2014年12月に発表された第3回全国経済センサスの結果によれば、2013年末時点の第二次産業、第三次産業を担う法人企業のうち、小型・零細企業<sup>5</sup>は785万社と全体の95.6%を占め、従業員数は全体の50.4%の1億4,730万人を数える。安定した雇用の維持には、中小・零細企業対策が不可欠であり、2014年11月22日に実施された2年4ヵ月ぶりの利下げの主目的もこれら企業の資金調達難の緩和であった。

金融統計をみると、経済全体の資金調達額である社会資金調達金額は、7月以降続いた前年割れから12月には前年同月比34.9%増と大幅なプラスに転じている。11月と12月の人民元貸出増加額は、それぞれ同36.5%増、同44.5%増を記録した。さらに、12月の信託貸出増加額は同89.1%増と7月から続いた純減から大幅増加に転じ、委託貸出増加額も同68.0%増に急増するなど、いわゆるシャドバンキングの資金仲介機能も大きく改善したようにみえる。

それでは、中国人民銀行の思惑通りに、中小・零細企業の資金調達難は緩和しているのだろうか？少なくとも現段階の答えは、否である。企業別製造業PMIの推移をみると、2014年12月の小型企業の製造業PMIは45.5と、拡大と縮小の分岐点である50を大きく下回り、統計の

#### 社会資金調達金額の前年比・前年同期比（単位：％）

	社会資金 調達金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2003年	69.6	49.7	212.6	243.4	—	純減→純増	36.0	-11.0
2004年	-16.1	-18.0	-39.6	418.8	—	純増→純減	-6.4	20.4
2005年	4.8	3.8	2.5	-37.1	—	純減→純増	330.4	-49.6
2006年	42.3	33.9	3.1	37.4	—	6,150.0	14.9	353.1
2007年	39.7	15.2	164.8	25.1	106.3	346.7	-1.1	182.1
2008年	17.0	35.0	-49.6	26.4	84.7	-84.1	141.8	-23.3
2009年	99.3	95.6	375.9	59.1	38.8	502.1	123.9	0.8
2010年	0.8	-17.2	-47.6	29.0	-11.4	264.4	-10.5	72.7
2011年	-8.5	-6.0	17.7	48.2	-47.4	-56.0	23.5	-24.4
2012年	22.9	9.8	60.4	-1.0	531.5	2.2	65.1	-42.7
2013年	9.9	8.4	-36.2	98.4	43.3	-26.1	-19.7	-11.5
2014年	-5.2	10.0	-39.2	-1.4	-71.9	純増→純減	34.2	96.0
2014年1月	2.2	23.0	-11.5	92.6	-49.7	-15.5	-83.3	86.1
2014年2月	-12.5	4.0	13.3	-44.0	-59.0	純減→純減	-29.5	2.4
2014年3月	-17.9	-1.2	-9.7	38.0	-75.2	-17.5	-36.3	69.1
2014年4月	-13.4	-2.2	-78.1	-21.9	-79.5	-64.4	79.7	112.3
2014年5月	18.0	30.1	純増→純減	1.0	-87.1	純減→純減	25.4	-29.5
2014年6月	89.6	25.1	167.8	31.5	-0.6	純減→純増	712.9	21.6
2014年7月	-66.6	-45.0	純減→純減	-36.7	純増→純減	純減→純減	201.4	159.8
2014年8月	-39.5	-1.4	純減→純減	-40.4	純増→純減	純増→純減	56.0	59.3
2014年9月	-19.6	8.9	純増→純減	-27.4	純増→純減	純減→純減	62.0	441.8
2014年10月	-21.3	8.4	純増→純減	-24.9	純増→純減	純減→純減	140.3	257.7
2014年11月	-6.9	36.5	純増→純減	-53.0	純増→純減	純増→純減	28.2	157.8
2014年12月	34.9	44.5	6.1	68.0	89.1	-63.7	327.2	78.4

（注）社会資金調達金額は金融システムから経済に供給された資金のネット増加額（または減少額）  
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

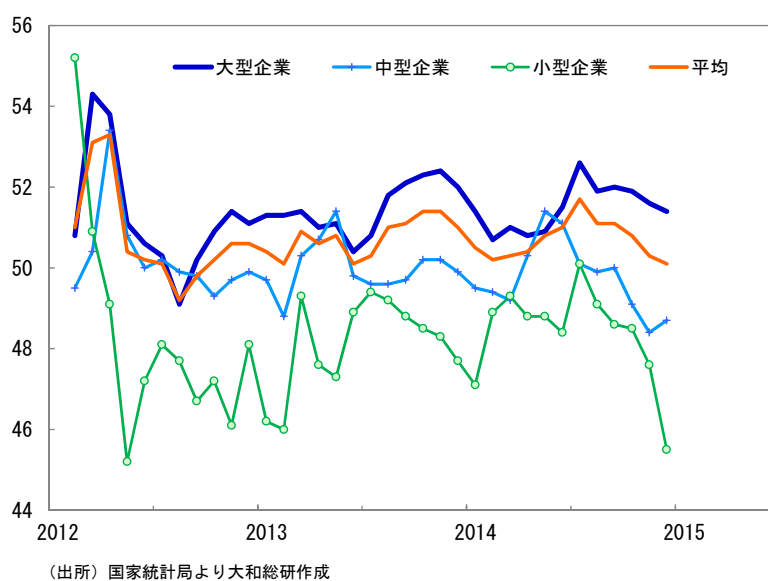
<sup>5</sup> 中国の法人企業は、大型、中型、小型、零細の四分類となっている。



取れる 2012 年 2 月以降では 2012 年 5 月 (45.2) 以来 2 番目に低い水準に落ち込んでいる。金融統計が示唆する大幅な金融緩和が、小型企業にも及んでいけばこうした状況にはならないはずである。

中国人民銀行は 2015 年 1 月 16 日に、小型・零細企業向けに 300 億元、三農（農村、農業、農民）向けに 200 億元、合計 500 億元の再貸出枠を追加設定することを発表した。2014 年末時点の再貸出残高は前年末比 994 億元増の 2,678 億元となったが、今後も低金利の再貸出の増加を通じて、こうした分野のテコ入れが図られよう。

### 企業規模別製造業 PMI の推移



一方、11 月 22 日の利下げ以降、中国の株式市場は金融相場の様相を呈し、上海総合株価指数は、11 月 21 日～2015 年 1 月 16 日の間に 35.8%の急騰を演じた。金融当局は、金融緩和資金が実体経済ではなく、株式市場に流入しているとの懸念を抱いている。1 月 16 日には、中国銀行業監督管理委員会が「商業銀行の委託貸出管理方法（意見聴取版）」を発表し、そのなかで委託貸出資金を債券、先物、金融派生商品、理財商品、株式に投資することを禁止するとした<sup>6</sup>。

株高には、資産効果を通じて消費を刺激し、新規上場や増資の増加など資金調達の活性化を促すなどのプラスの効果が期待できる。問題は、速すぎる上昇スピードであり、今後も資金が実体経済に向かう方向付けを行うような政策の実施が想定される。その上で、中小・零細企業のテコ入れを目的に、再利下げなどを含む景気下支え策が続くとみている。

総じてみれば、中国の景気は緩やかな減速が続く可能性が高く、大和総研では、2015 年の実質 GDP 成長率を 7.0%（2016 年は 6.8%）程度と想定している。

<sup>6</sup> 信用取引の違法取締り強化もあり、週明け 1 月 19 日の上海総合株価指数は前週末比 7.7%急落した。

## 大和総研による中国経済見通し一覧

(前年比、%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (F)
実質GDP成長率	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0
固定資産投資 (名目)	30.4	25.7	24.0	20.7	19.6	15.7	14.5
小売総額 (名目)	15.5	18.3	17.1	14.3	13.1	12.0	11.5
消費者物価指数	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	2.0
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	1,957	1,815	1,549	2,303	2,597	3,825	4,680
輸出	-16.0	31.3	20.3	7.9	7.9	6.1	7.0
輸入	-11.2	38.8	24.9	4.3	7.3	0.4	4.0
貸出基準金利 (1年物、期末)	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	5.60	5.35
人民元レート (対ドル、期末)	6.83	6.62	6.30	6.29	6.10	6.12	6.00

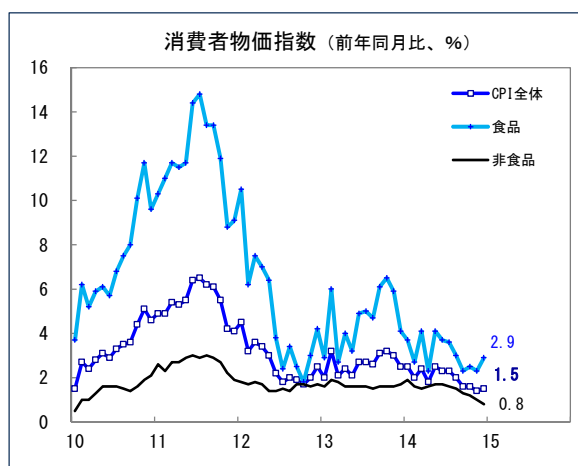
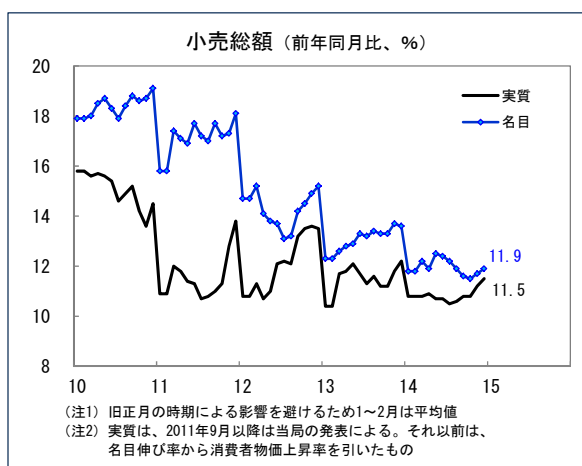
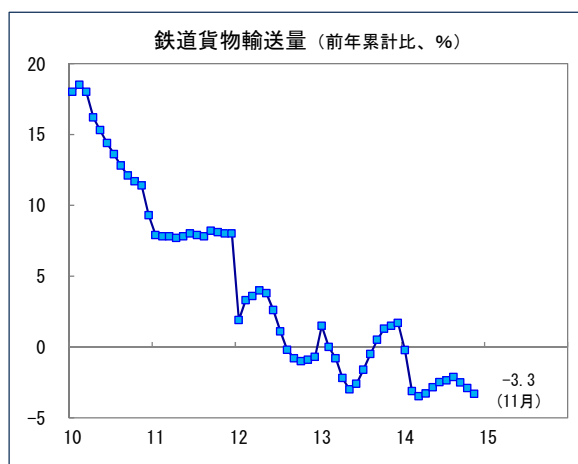
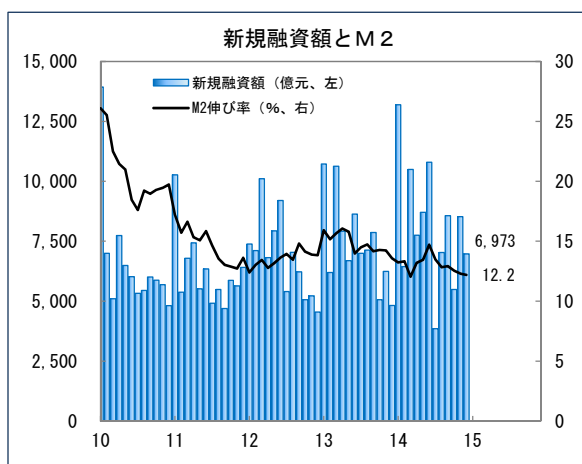
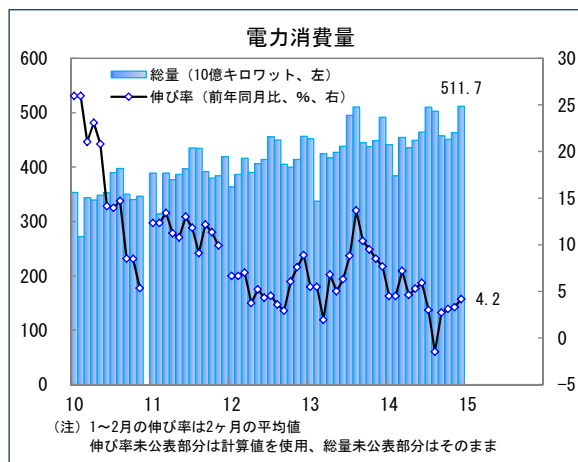
(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

## 主要経済指標一覧

	2014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、%)	-	-	7.3	-	-	7.3
鉱工業生産 (前年同月比、%)	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2	7.9
電力消費量 (前年同月比、%)	3.0	-1.5	2.7	3.1	3.3	4.2
鉄道貨物輸送量 (前年累計比、%)	-2.4	-2.1	-2.5	-2.9	-3.3	
固定資産投資 (前年累計比、%)	17.0	16.5	16.1	15.9	15.8	15.7
不動産開発投資 (前年累計比、%)	13.7	13.2	12.5	12.4	11.9	10.5
小売総額 名目 (前年同月比、%)	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7	11.9
実質 (前年同月比、%)	10.5	10.6	10.8	10.8	11.2	11.5
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	2.3	2.0	1.6	1.6	1.4	1.5
食品 (前年同月比、%)	3.6	3.0	2.3	2.5	2.3	2.9
非食品 (前年同月比、%)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-0.9	-1.2	-1.8	-2.2	-2.7	-3.3
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-1.1	-1.4	-1.9	-2.5	-3.2	-4.0
新規融資額 (億元)	3,852	7,025	8,572	5,483	8,527	6,973
M2伸び率 (%)	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3	12.2
輸出 (前年同月比、%)	14.5	9.4	15.3	11.6	4.7	9.7
輸入 (前年同月比、%)	-1.5	-2.3	7.1	4.6	-6.7	-2.4
貿易収支 (億米ドル)	473.0	498.4	309.4	454.1	544.7	496.1
新築住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	4.0	2.1	0.4	-1.3	-2.1	-2.7
上海 (前年同月比、%)	4.1	1.5	-0.8	-2.0	-2.9	-3.7
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	-12.8	-10.5	-9.3	-5.5	-9.0	-10.7
完工面積 (前年累計比、%)	4.5	6.7	7.2	7.6	8.1	5.9
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	-7.6	-8.3	-8.6	-7.8	-8.2	-7.6
金額 (前年累計比、%)	-8.2	-8.9	-8.9	-7.9	-7.8	-6.3

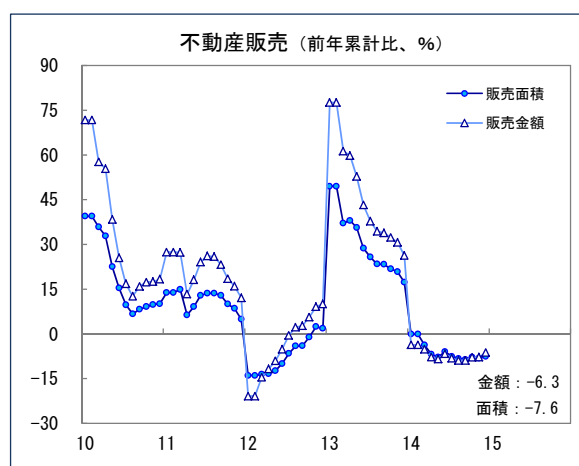
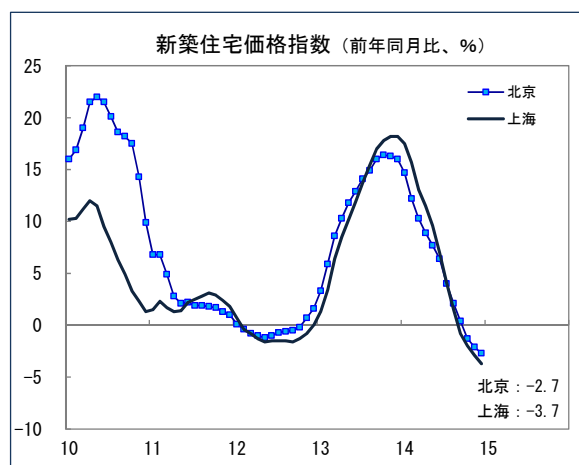
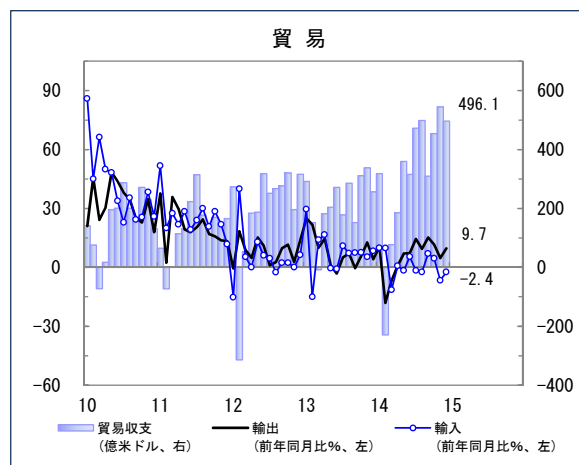
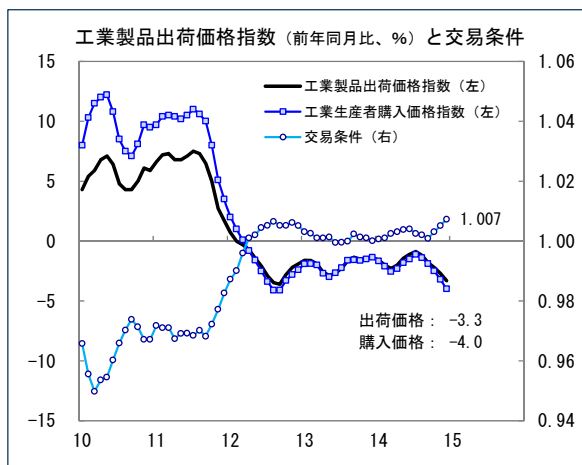
(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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、中国国家エネルギー局、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）国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成