

## 中国景気は最悪期を脱するも、依然勢いに乏しい

～当面は穏当な成長は達成可能も、持続的で健全な成長への道筋は未だ示されず～ 発表日：2013年1月18日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- ここ数ヶ月に亘り景気の底入れ期待が高まってきた中国経済だが、10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.9%と底離れが確認された。前期比は伸びが鈍化し、12月単月の経済指標にも内需関連を中心に頭打ちの動きがみられるが、外需の勢いが生産をはじめとする経済活動をけん引している。なお、先行きの景気は、製造業を中心に景況感が改善する一方、外需関連で頭打ちの兆しも窺われることから、当面は内・外需を巡って一進一退の動きが続くと見込まれ、緩やかな拡大の域に留まると予想される。
- 12月のインフレ率は予想外に加速したが、これは厳冬による食料品価格の急騰が影響しており、足下の景気底離れにも拘らずコア物価は低位で安定し、物価上昇圧力は後退している。新政権は今年の経済運営について、経済成長の「質」と「効率」を重視しており、景気過熱に注意した舵取りを行っていくであろう。今年の景気動向については、年後半には景気刺激策の効果剥落が懸念されるものの、全人代後には具体的な施策が発表され、景気押し上げに繋がる政策が動く見込まれ、失速する事態は免れると予想される。共産党は今年の経済政策の運営方針の中で、中長期的な持続的で健全な経済成長を目指す姿勢を改めて示したが、この実現のためには短期的な景気下支えのみならず、大胆な構造改革などが不可欠である。生産年齢人口の減少局面入りが近づく中、取り組みに向けた逸早い行動が求められる。

### 《景気の底離れは確認されるも、内・外需を巡る状況は一進一退が続き、先行きの回復も緩やかと予想される》

- 中国経済を巡ってはここ数ヶ月、景気の底打ちを示す経済指標が発表されるなど最悪期を過ぎた様子が窺える中、10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.9%となり、8四半期ぶりに前期(同+7.4%)の伸びを上回った。国家統計局が発表している季節調整値に基づく前期比は+2.0%と前期(同+2.1%)からわずかに減速しており、依然として景気の勢いには乏しい状況が続いているものの、昨年1-3月期を底に景気の回復基調は緩やかに進んでいることがあらためて確認された。特に、低迷してきた製造業を中心とする第2次産業で伸びが加速したほか、農林漁業も好調な動きが続いた一方、第3次産業で減速感が窺えるなど、産業ごとに景況感に差が生じている。なお、昨年通年の経済成長率は前年比+7.8%と前年(同+9.3%)を下回り、13年ぶりに8%を下回るなど、世界経済の低迷や国際金融市場の混乱による影響は同国にも無縁ではないことを示している。特に、主要な輸出先である欧州経済の低迷などによる輸出鈍化は、輸出が近年の高成長のけん引役となってきたことから、大幅な下押し要因になった。さらに、一昨年来の引き締め政策は、世界金融危機後の景気回復の原動力となってきた不動産投資をはじめとする固定資本投資の減速に繋がり景気の重石になった。
- なお、ここ数ヶ月に亘って景気の底離れの兆候がみえたものの、12月については多くの指標で一服の動きが出ているなど、中国経済が依然として急速に回復に向かう状況とはなっていない様子も窺える。10月の共産党大会で誕生した新政権は今後の経済成長のけん引役として個人消費の拡大を目指しているが、小売売上高は前年同月比+15.2%と9ヶ月ぶりに高い伸びをみせたものの、物価を加味したベースでは前月比の伸びは鈍化しており、依然として景気のけん引性に乏しい状況がみてとれる。一方、政府によるインフラ投資の進捗促進策のほか、保障性住宅を中心とする住宅供給促進策などの効果もあり、年半ば以降は不動産投資を中心とする固定資本投資にも回復の動きが続いてきたものの、12月については伸びが一服している。この動きは、同国においていわゆる「財政投融资」のような役割を果たしている国有銀行による人民元建新規融資額が過去数ヶ月に亘って抑制されていることとも整合しており、同国政府が急速なインフラ投資によって景気が過熱するこ

とを警戒している様子も窺える。このところは、不動産投資が再び活発化していることを背景に北京や上海など主要都市を中心に新築住宅価格に底入れの動きが出ており、12月は前年並みの水準にまで回復している。足下では、国際金融市場の混乱一服などで海外資金が流入しており、過剰流動性に対する懸念が再燃する可能性もあることから、当局による政策スタンスが大幅に緩和に向かう可能性は低いと予想される。

- このように内需を取り巻く状況は依然として一進一退が続く中、12月の輸出額は前年同月比+14.0%と予想外に力強い伸びをみせており、単月ベースの輸出額も過去最高を更新している。米国経済が依然底堅さを維持していることに加えて、堅調な景気が続くASEANをはじめとするアジア新興国向けも伸びているほか、低迷が続いてきたEU向けなどにも底打ちの動きがみられるなど、全般的に好調であった。輸出財の生産に関連する輸入の伸びも大幅に加速するなど、先行きの輸出拡大を示唆する動きも出ている。こうした状況を反映して、12月の鉱工業生産は前年同月比+10.3%と2ヶ月連続で二桁%の伸びを続けており、物価動向を加味した前月比も加速基調にあるなど、生産を取り巻く状況は改善している。この動きは12月の発電量が前年同月比+7.6%と伸びこそ若干減速したものの、発電量は拡大基調にあることにも連動している。足下の景況感は大企業及び中小企業ともに改善の動きが出ているものの、先行指数については内需関連で底堅い動きがみられる一方、外需関連では一進一退の動きが窺えることから、外需が景気拡大を促す動きは考えにくい。さらに、製造業で改善が進んでいるにも拘らず、サービス業では頭打ちの動きもみられることから、先行きの景気はしばらく緩やかな回復の域に留まるものと予想される。

図1 実質GDP成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 鉱工業生産、発電量、製造業PMIの推移



(出所) CEIC, THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

#### 《物価、景気は穏当な推移を期待。一方、持続的で健全な経済成長の実現へ取り組むべき課題は難しく、多い》

- 12月の消費者物価は前年同月比+2.5%と7ヶ月ぶりの高水準に加速しており、市場では物価上昇圧力が高まる可能性を懸念する声も窺える。同月の物価上昇は、今冬の寒さが例年以上に厳しく生鮮野菜や食肉などをはじめとする食料品価格が急上昇したことが影響している。一方、景気に底離れの機運が高まっているにも拘らずサービス物価は落ち着いており、コア物価は低調に推移している。さらに、生産者物価といった川上部門の物価も前年を下回る水準で推移しており、鉱物資源をはじめとする生産財関連で価格下落基調が続いているなど、足下の物価抑制に繋がっている。先行きについては、来月の春節（旧正月）を控えて食料品などが一時的に上昇する可能性はあるものの、新政権は今年の経済政策の運営方針について、経済の「軟着陸」を図った後は、経済成長の「質」と「効率性」を重視するとしており、これまでの経済成長率の高さを重視する路線と一線を画す姿勢をみせている。さらに、景気を下支えすべく「積極的な」財政政策を継続する一方、加熱しやすい不動産市場をコントロールすべく「穏健な」金融政策を維持するなど、バランスに配慮する政策運営を維持していることから、しばらくは景気過熱が物価上昇を引き起こす状況には至らないと予想される。なお、依然として様々な観点から効率性の低い同国経済の堅調な拡大は世界的な資源需要の増加に繋がり、鉱物資源や穀物価格の高止まりを引き起こす可能性も予想され、食料品やエネルギーなど必需品を中心とする物価高には引

き続き注意が必要である。

- 今年の景気については、昨夏以降実施されている消費喚起策やインフラ投資の促進策などの景気刺激策に加えて、金融機関による金利自由化などの影響で市中の資金需給環境は改善しており、年前半はこれらによる景気の押し上げ効果が見込まれる。一方、年後半には景気対策の効果が剥落することは避けられず、これが景気の下押し要因になる懸念は残るものの、3月に開催される全人代（全国人民代表大会）の後には追加的な経済対策が打ち出される可能性も予想される。また、政府は今年度のインフラ投資の増額を計画しており、これが年後半にかけて本格的に動き出せば景気を下支えすると見込まれる。したがって、同国経済が急激に失速するような事態は避けられるとみており、今年の通年の経済成長率については再び8%を窺う伸びに達する可能性は高いとみている。ただし、同国経済は1990年代以降20年以上に亘って平均して10%を上回る経済成長を達成してきたことを鑑みれば、緩やかな伸びに留まることは避けられない。
- なお、共産党が先月開催した中央経済工作会議において決定した今年の経済政策の運営方針の中では、中長期的な課題として、都市化の推進と民生の保障、そして、経済体制の改革といったことが謳われている。経済成長の源泉を外需から内需に、投資から消費にシフトさせるという新政権の掲げる目標達成のためには、都市化を通じて市場経済の裾野を広げていくことが不可欠である。その意味では、インフラ投資などを通じて内陸部などへのアクセスを改善していくことは重要な施策になる一方、これらが本当の意味で生産性の向上に資するものでなければ、家計部門の所得拡大を通じた消費拡大という流れには繋がらない。他方、高成長の背後で国民の間の貧富の格差は拡大しており、ジニ係数について同国政府は足下で縮小していると発表するものの、大学や民間などが試算したベースでは拡大基調が続いているとしており、認識の相違が政策に如何なる影響を与えるかにも注意する必要がある。同国は早ければ来年にも生産年齢人口が減少局面に突入することから、生産性向上への取り組みが急務になっているものの、その具体的な道筋は示されておらず、新政権の政策手腕に掛かっている。同国は共産党政権の下で過去数年は「国進民退」の動きが広がる中、民生向上に向けた社会保障制度の改革などにほとんど手が付けられておらず、生産年齢人口が減少する局面ではこうした取り組みへのハードルは一層高くなることも予想される。新政権が掲げる「持続的で健全な経済成長」への道筋は厳しい。

図3 マネーサプライ(M2)と消費者物価の推移



以上