

中国景気、「7.5%前後」へのアプローチは上々

～潜在的リスクは多いが、現状は政府が目指す方向に徐々に進んでいる～

発表日：2014年4月16日(水)

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)

- 中国経済を巡ってはシャドーバンキングなどの問題が警戒されるなか、景気減速への懸念もあり、共産党及び政府の動きに注目が集まっている。先月の全人代は「期待はずれ」の内容だった一方、その後は徐々に課題解決に動く姿勢もみせている。人民元改革の進展が期待される一方、足下では人民元安が進んでおり、短期的にこの傾向が強まる可能性はあるが、中長期的には人民元高を容認せざるを得ないであろう。
- 1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.4%に減速し、年間目標の「7.5%前後」を下回った。外需を巡る環境が厳しい上に投資鈍化も景気の重石になったが、個人消費は堅調で景気に底入れの兆候もみられる。足下の景気は共産党及び政府が目指す「安定成長」への道筋に沿ったものと捉えられ、この動きは今後も強まろう。なお、国際的に信憑性が高い経済指標においても景気の底入れが確認されている。
- 先行きはシャドーバンキング問題などのリスク要因はあるが、これが経済全体に波及する事態は免れるとみている。短期的には公共支出による景気押し上げも期待されるが、以前のような「景気刺激策」は実施されないとみる。旧来型の公共事業の雇用創出効果は限定的であり、景気は力強さを欠くであろう。今年の経済成長率を前年比+7.3%に下方修正するが、政府が想定する「下限(7.2%)」はクリアしよう。

《リスクは極めて多いが、経済は徐々に政府の目指す安定成長に向かうなか、緩やかな拡大は続くと予想》

- ここ数年の中国経済を巡っては、投資に偏重した経済成長の行き詰まりのほか、地方債務や理財商品をはじめとする「シャドーバンキング」を巡る問題が金融市場のリスク要因として認識されるなど、ネガティブな話題が多い。2000年代を通じて高い経済成長を実現してきた中国は世界経済をけん引する役割を担うとともに、その経済成長は「新興国の時代」と呼ばれるような世界経済に地殻変動をもたらした。米国サブプライム問題を発端とする世界金融危機は、影響の度合いが「未曾有」と評されたように中国経済にも打撃を与えたが、その後同国政府が実施した巨額の景気刺激策によって文字通りのV字回復を果たした一方、中国経済が抱える課題を増幅させるに至っている。結果、中国経済には様々な分野で大胆な構造転換の必要性が高まっており、このことは昨年秋に共産党が開催した三中全会(第18期共産党中央委員会第3回全体会議)でも認識が共有され、その後政府と実施した中央経済工作会議においても考え方が示された。しかし、今年3月の全人代(全国人民代表大会)では踏み込んだ具体策は打ち出されず、金融市場では昨年誕生した現政権に対してやや失望にも似た評価が散見された。さらに、全人代の前後には一部の社債でデフォルトが発生し、金融市場全体に広がる懸念が出たことも金融市場での疑心暗鬼に繋がった。というのも、昨年末以降理財商品をはじめとする金融商品でデフォルトが起こるとの警戒感が強まったが、最終的に地方政府などが救済に動くことで事態打開を図る動きがみられた。一方、先月デフォルトが発生した金融商品の中には国有企業による全額保証が謳われているものもあるなど、救済スキームのあり方への不信感が出たことも金融市場の疑心暗鬼に拍車を掛けた。ただし、共産党及び政府は一部の金融商品におけるデフォルト発生を受け容れる一方、金融市場のシステムリスクへの発展を阻止する意向を示し、「シャドーバンキング」の中心的役割を果たしているとする信託商品への監督強化など事態打開に動き始めている。また、全人代開催中には人民銀総裁が金利自由化の実施を

示唆する発言をしたほか、人民元相場の変動幅の拡大を決定するなど、金融市場の期待するスピードには必ずしも沿ったものではないが、徐々に金融市場改革に踏み出す意思をみせている。こうしたことから、全人代終了直後には年初来安値を付けた株式相場はその後上昇基調を強める一方、人民元の対米ドル相場は金融市場で変動幅の拡大観測が強まって以降下落基調を強めており、足下でもその傾向は続いている。なお、足下で人民元安が続いている背景には、変動幅拡大によって「相場は上昇も

下落もする」という動きを示すことで人民元高期待を抑制したいとの共産党及び政府の思惑がうかがえる。とはいえ、同国は依然巨額の経常黒字を抱えており、中長期的にみれば人民元相場の上昇は不可避であることを勘案すれば、輸出産業の生産を内需向けに転換出来るよう国内の所得水準の向上とともに、既存の労働集約型産業からの転換を図るなど同国経済の成長の種を国内に求める動きを強めていく必要がある。

- こうしたなかで今年1-3月期の実質GDP成長率が発表され、前年同期比+7.4%と前期（同+7.7%）から一段と伸びが鈍化し、全人代で採択された今年の経済成長率目標である「7.5%前後」をわずかに下回る伸びとなった。また、前期比は+1.4%と前期（同+1.7%）から一段と鈍化し、8四半期ぶりの低い伸びに留まるなど足下の景気は非常に厳しい状況にあることが確認された。前週に発表された3月の貿易統計は予想外に弱い内容となり、1-3月期を通じても輸出は前年を下回る伸びとなるなど、春節の影響を除いても足下の外需は力強さを取り戻せていないことが確認されていた。先進国景気の回復にも拘らず、人民元高をはじめとするコスト競争力の低下などを背景に同国の外需は力強さを失っており、これが足下における景気下振れを招く一因になっていることが考えられる。なお、直近の製造業PMI（購買担当者景況感）では、政府（国家統計局）版と民間（HSBC）版で方向感異なるものの、先行きの輸出には共に明るい兆しがうかがえるなど徐々に回復感を増す期待はある。他方、共産党及び政府が今後の中国

経済のけん引役として期待する内需については、足下の動向はまちまちの状況にあることも確認された。外需に下押し圧力はあったことに加え、綱紀粛正策などに伴い個人消費にも悪影響が出る可能性が懸念されたものの、3月の小売売上高は前年同月比+12.2%と予想外に堅調な推移をみせており、これは3月の鉱工業生産（同+8.8%）の底堅さに繋がった。月次の動きをみると、小売売上高は春節の影響が直撃した2月（前月比+0.72%）を底に3月（同+1.23%）には前年には及ばないものの底入れの動きが出ているほか、鉱工業生産は1月（同+0.59%）を底に3月には同+0.81%と緩やかに拡大したことが確認できた。一方、ここ数年の中国経済をけん引してきたインフラや不動産関連の投資をはじめとする固定資本投資は1-3月も前年同月比+17.6%と比較的高い伸びだったが、1-2月（同+17.9%）から減速基調が続いている。内訳別では、年度初めに当たることで予算執行が鈍化しており、中央及び地方政府による公共投資の進捗が遅れていることに加えて、民間部門を中心とする不動産投資も鈍化するなど、投資の大半が減速したことが足かせになった。この一

図1 人民元の対米ドル為替レートの推移

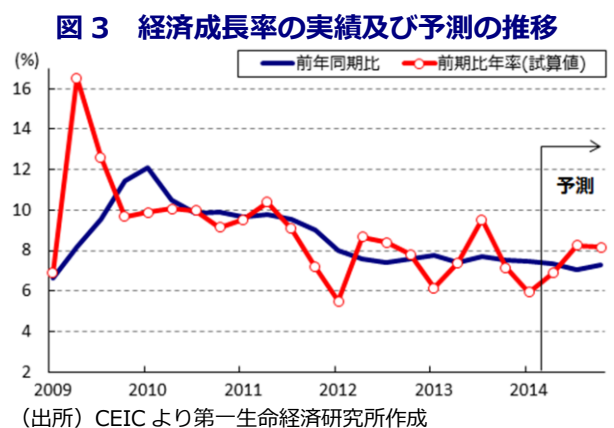


図2 中韓台の名目実効為替レートの推移



方で製造業やサービス業においては投資が拡大しており、設備投資需要は依然として旺盛な動きがみられるなど、投資の内容に変化が現れつつある。しかし、投資全体に占める建設関連の割合が極めて高いことから、前月比ベースでは昨年 11 月以降減速基調が強まっており、これは政府の政策などを反映したものと考えられる。現政権はこれまでの様々な会議などにおいて、安定的な経済成長を目指すためには都市化の進展と第三次産業の発展を通じた経済成長が不可欠との考えを示しており、足下の動きはこうした考えに沿っていると捉えられる。なお、政府統計のうち信頼性が高いとされる発電量や鉄道輸送量は 3 月の伸びが加速しており、このことも中国景気の底入れを示唆するものと考えられる。

- 先行きの中国経済については、引き続き金融市場を巡る不透明要因などの問題はくすぶるものの、短期的にはこれが金融市場全体に悪影響を及ぼす事態になる可能性は高くはないとみており、景気の大きな腰折れに繋がることはないであろう。なお、国際金融市場においては一部で「景気刺激策」を期待する声があるものの、共産党及び政府が短期的な経済成長率の維持に拘泥しない姿勢を示しており、過去に実施したような公共投資を中心とする景気押し上げを図る可能性は小さいとみる。さらに、昨年秋に政府が発表した試算において「都市部における年間 1000 万人の雇用創出には 7.2%成長が必要」との結論から、政府が容認出来る経済成長率の「下限」は 7.2%とみており、この点でも政府が現時点において追加景気対策に動く必要性を感じていないと予想する。ただし、全人代においては今年の財政赤字の GDP 比を▲2.1%と昨年実績（同▲1.9%）から拡大させる方針を示しており、これは一定程度の歳出拡大を図ると見込まれることから、予算執行が進む今後の景気を押し上げることが予想される。前政権下においては不動産投資の拡大による「不動産バブル」の発生を警戒し、政府は不動産投資そのものを抑制する方針を採ってきたものの、現政権は不動産価格の下落による「逆資産効果」が景気を冷え込ませることを警戒しており、不動産投資に対する見方を変化させつつある。しかし、高過ぎる不動産価格は一般庶民にとって不満の温床になっており、政府は低価格住宅の供給拡大を通じて不満解消を図る姿勢をみせているが、今後はこれが需給バランスの悪化を招く可能性があることに留意する必要がある。さらに、公共投資の拡大は一時的な雇用拡大を促すと期待はあるものの、既に年間の大卒者数は 700 万人を上回る水準に達するなど労働需給を巡るミスマッチが懸念されており、旧来型の公共投資による雇用創出の効果は徐々に薄れつつある。他方、外需面では足下の製造業 PMI などが示すように、米国など先進国の景気回復が進むことで改善の動きが進むと見込まれ、これが景気の押し上げに繋がることは十分に考えられるが、周辺国などとの競争環境などを勘案すれば急激な回復を期待することは難しいであろう。当研究所では 2 月にアジア新興国の経済見通しの改訂を行っており、中国の 2014 年の経済成長率は前年比+7.4%と予想したが、1-3 月期の景気が想定以上に力強さを欠いたことを反映して同+7.3%に▲0.1p 下方修正する。なお、前回見通し同様に政府目標である「7.5%前後」の実現は難しいものの、上述の成長率の下限（7.2%）を上回るとみている。



以上