



## 中国の景気は「迷走」模様

～市場メカニズムと一線を画す対応は、世界経済の回復と歩調が乱れる一因に～ 発表日：2013年3月11日(月)

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)

- 昨年春を底に景気改善してきた中国だが、足下は依然「一進一退」の様相が窺える。今年は春節の時期にずれが生じた影響もあるが、製造業の景況感に陰りが出ているほか、経済指標も同国経済が以前のような力強さを欠くことを示している。足下では不動産投資が堅調だった一方、内需の鈍化が生産の重石になるなど政策対応が一段と困難さを増している様子も窺える。世界経済の自律的な底打ちや国際金融市場の不透明感後退で資金流入が期待されるものの、政府・人民銀は『ホットマネー』による景気過熱などを懸念しており、実質的な引き締め姿勢を崩していない。世界経済は回復しつつある中、同国の市場メカニズムと距離を置く政策対応は同国経済が世界経済を巡る状況と一線を画する一因になっている。
- 政府及び人民銀がインフレを意識する中、季節的な要因も重なり2月のインフレ率は急速に加速した。政府は今年のインフレ率の目標を引き下げるなどインフレタカ派姿勢を強める中、足下では必需品価格の上昇や不動産価格の底打ちも確認されており、実質的な引き締め姿勢が続くと予想される。一方、政府は全人代で今年の経済成長率の目標を「7.5%」に据え置き、同国経済が高成長時代に決別する姿勢をみせている。政府は財政支出を通じて景気を下支えする姿勢を示しているが、様々な課題が噴出する中で景気維持のみに注力した財政政策運営を取ることは難しくなっている。同国の公的債務残高は低水準だが、高成長の一服は財政余力の低下を招くと予想され、今後は拡張型予算を続けることが難しくなるであろう。

### 《景気と物価のバランスの間で政府の政策対応は揺れ動く中、実体経済は依然として力強さを欠く展開》

- 昨年春を底に景気改善の動きが確認されてきた中国経済だが、足下の状況は依然「一進一退」の様相が続いている。今年は春節（旧正月）に伴う連休が前年とずれたことも影響しているが、今月初めに発表された製造業PMI（購買担当者景況感）は軒並み悪化し、1～2月の経済指標も市場予想を下回るなど、景気は以前のような勢いを失っている。世界金融危機後の景気回復局面では、中央政府による大規模景気対策や地方政府の不動産開発などを追い風に固定資産投資が急拡大し、景気を急速に押し上げた。しかし、開発による悪影響に加えて、元々所有権が認められていない同国では過度な資金流入が投機需要を誘発して一部の不動産価格が急上昇し、経済格差を生むなど社会問題化しつつある。同国政府は不動産投資に対して実質的な規制強化の動きを強めており、これは足下における景気の重石になっている。なお、1-2月の固定資産投資は前年同期比+21.2%となり、昨年通年の伸び（同+20.6%）から加速するなど比較的堅調な伸びが確認されている。これは固定資産投資の約4分の1を示す不動産投資が堅調な伸びをみせたほか、地方政府による土地開発などに動きが出ていることが投資全体を押し上げたことが影響した。その一方、製造業をはじめとする設備投資は依然力強さに欠けるなど生産活動は必ずしも上向いていない様子も窺える。
- 1-2月の鉱工業生産は前年同期比+9.9%と昨年通年の伸び（同+10.0%）から減速するなど、生産動向は依然厳しい。国家統計局による季節調整値ベースの前月比も減速傾向が続いており、鉱物資源をはじめとする原材料価格が上昇しつつあることも生産の下押し圧力に繋がっている。こうした生産の鈍化は発電量の伸びが減速していることにも現れている。他方、足下では食料品やエネルギーなど必需品を中心に物価上昇圧力が高まりつつあるため、個人消費の勢いも力強さを欠いている。1-2月の小売売上高は前年同期比+12.3%と昨年通年の伸び（同+14.3%）から減速し、実質ベースでも減速基調にあることが確認される。直近の製造業PMIでは、足下の生産を示す「生産」が全般的に悪化する中、先行きの内需の動向を示す「新規受注」も悪化す

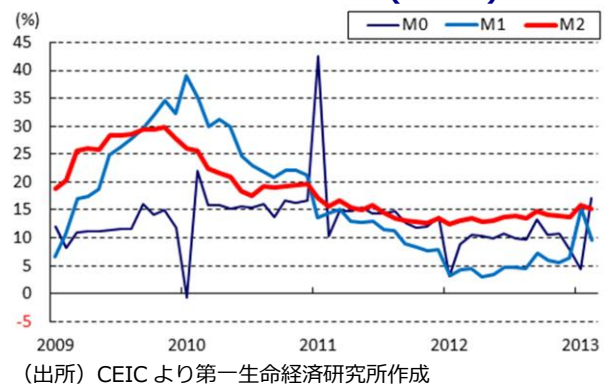
るなど、内需を取り巻く状況は厳しさを増している。足下の輸出は米国をはじめとする世界経済の堅調さを反映して予想外に力強い一方、内需の弱さや生産を巡る不透明感は輸入の弱さに現れており、こうした点で同国経済は依然勢いを取り戻していない。

- このような景気の不透明感は政策対応の難しさを示している。同国経済にとって『財政投融资』のような役割を果たす人民元建の新規融資額は1-2月累計で前年同期比+16.6%も拡大するなど、政府は景気を下支えすべく財政拡張路線を続けている様子は窺える。一方、政府及び人民銀は物価上昇を警戒して『穏健』な金融政策を続けており、これはマネーサプライの伸びが鈍化していることに現れている。昨年末以降、世界経済の自律的な底打ちに加えて、世界的な過剰流動性を背景に投資家のリスク許容度に改善の動きがみられる中、同国でも資金流入が活発化しつつある兆候も窺える。政府は『ホットマネー』の流入が資産価格の上昇などを通じて景気過熱を引き起こすことを警戒している。結果、春節を控えて資金需要が拡大しやすい時期にも拘らずマネーサプライ（M1及びM2）の伸びが鈍化したことは、政府や人民銀が実質的な引き締め姿勢を続けている証左である。このように、同国政府は景気と物価のバランスを取るべく難しい手綱捌きを続けているが、金融市場の落ち着きを追い風に世界経済は力強さを取り戻しつつある一方、市場メカニズムをある意味で無視した同国の政策運営はこうした世界的な景気動向と一線を画す状況を生む一因になっている。

図1 製造業PMIの推移



図2 マネーサプライ伸び率(前年比)の推移



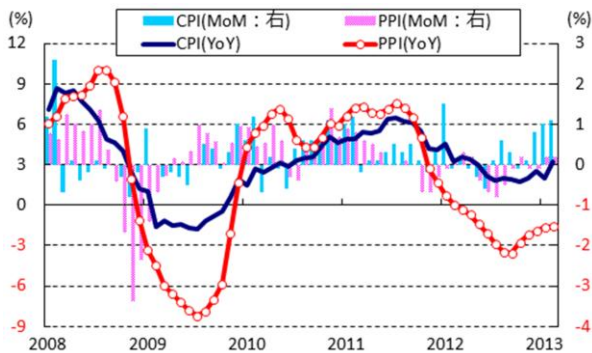
### 《成長維持と物価安定、金融リスク回避に向けて高成長時代と異なる政策対応が必要だが、そのハードルは高い》

- 中国政府及び人民銀が依然として思い切った金融緩和などに踏み切れない要因としては、足下で物価上昇圧力が高まりつつあることがある。例年、春節を控える時期は食料品を中心に物価上昇圧力が高まりやすいが、2月の消費者物価は前年同月比+3.2%と前月（同+2.0%）から大幅に加速し、9ヶ月ぶりに3%を上回る伸びに達した。今月5日に始まった全人代（全国人民代表大会）では、政府は今年のインフレ率を「3.5%」と前年目標（4%）から引き下げるなど、政府はインフレ抑制姿勢をこれまで以上に強めつつある。事実、人民銀は先月発表した『金融政策報告』において、今年は物価上昇率が高まりやすいことを理由にインフレを警戒する姿勢を強めている。足下の急上昇は春節に伴う季節的な要因が大きく影響していることを鑑みれば、今月以降は食料品価格などが落ち着きを取り戻す可能性は高いと見込まれる。しかし、世界経済の底打ちを反映して原油をはじめとするエネルギー価格が上昇しつつあるなど、必需品を中心に価格上昇圧力が高まりつつある中、ここ数ヶ月は住宅価格に底打ちの動きが出ていることから、人民銀が実質的な引き締め姿勢を緩める可能性は低い。全人代においても、今年の金融政策の方向性として『穏健』を続ける一方、不動産価格の抑制を明確に謳っていることはこうした動きを後押ししよう。なお、足下の生産者物価は依然前年を下回る水準で推移しているものの、資源価格の上昇を背景に原材料価格は全般的に上昇しており、先行きは川下の消費者物価にも転嫁の動きが進み、インフレ率の上昇に繋がると予想される。
- 政府は全人代において今年の成長率目標も昨年と同じ『7.5%』に据え置いており、高成長を求めてきた状況

と一線を画する姿勢を示した。この決定は、胡前党総書記が発表した『科学的発展観』が昨年10月の党中央大会において党の『行動方針』に格上げされ、同国政府が高成長を求めた時代と決別しつつあることを具現化したと考えられる。政府は経済成長のエンジンを「外需から内需」、「投資から消費」にシフトすることを掲げてきたが、今年は民間部門による投資拡充を重視しており、規制緩和を通じてこれを促す考えを示している。他方、政府は主要国の金融緩和による世界的な過剰流動性懸念を背景に資金流入が活発化する動きを警戒している。こうしたことから、経済政策面では経済成長と物価安定、金融リスク回避のバランスを図るべく、従来からの「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」を維持する上、政策対応の柔軟性を高めるとしている。同国政府は過去数年に亘り同様の経済政策のスタンスを保持する姿勢を示してきたものの、現実には大胆な構造改革などは行われることはなく場当たりの対応に終始してきたきらいがある。新政権は成長「率」重視から経済成長の「質」を重視する姿勢を打ち出しているが、これに向けた構造改革には紆余曲折が予想されるほか、部分的な構造改革によって経済構造自体が大きく歪められてしまう可能性にも注意する必要がある。

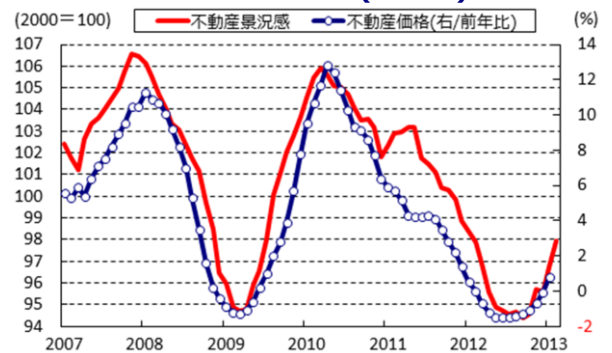
- 「積極的」な財政政策として政府は、鉄道関連を中心とするインフラ投資の拡大のほか、地方政府による歳出の自由度を高めるべく、債券発行枠の上限を3500億元と昨年度（2500億元）から1000億元増額させるなど、中央及び地方政府による歳出拡大を通じて景気の下支えを図る方針を明らかにしている。一方、世界金融危機後に実施した大規模景気対策は、地方政府が傘下の金融会社（LGFV）を通じて資金調達を拡大させた結果、金融システム不安に繋がる懸念が高まったことから、中央政府は地方政府に対する債務規制を強化する方針を示している。また、足下で社会問題化している環境問題や経済格差、食糧安全保障、公的部門の腐敗といった問題に積極的に対応するとしており、クリーンエネルギーの開発による電力供給の拡充、都市化促進に向けたインフラ整備、低所得者向け住宅の供給拡大、年金支給の増額などを示しているが、こうした対応は過去数年間の同国政府の施策と大きく変わっていない。他方、昨年は景気維持に向けて歳出拡大を継続しており、景気減速に伴い歳入の伸びは歳出を下回り、財政赤字は8000億元（GDP比▲1.5%）になった模様だが、今年度は1.2兆元（同▲2.0%程度）との見通しを示しており、財政余力は徐々に低下している様子も窺える。公的債務残高は依然GDP比3割を切るなど比較的健全を保っているが、成長率の伸びが一旦服することで今後はこれまでのような拡張型予算を組みにくくなることも予想される。

図3 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 不動産景況感と価格(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上