

中国、政府の成長率目標は一段と厳しい状況に

～構造改革と潜在成長率低下が重なるなか、現政権は課題克服に動けるか～

発表日：2013年7月16日(火)

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)

- 中国では、シャドーバンキングを巡る金融システムリスクが懸念されるなか、投資偏重型の経済成長の行き詰まりも重なり、景気減速が意識されている。足下では、輸出鈍化による在庫の積み上がりや過剰設備による生産下押しもくすぶるなか、世界的な信用収縮も景気に影響を与える可能性も懸念されている。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.5%に鈍化し、景気の勢いは力強さを欠く。シャドーバンキング問題を警戒した政府の投資抑制策などが景気の重石になる一方、物価安定を背景に個人消費は底堅さがうかがえる。しかし、固定資産投資の下押しは経済への影響が大きく、景気全体の重石になっている。
- 年前半の成長率は政府の経済成長率目標を上回り、政府はこのクリアに自信をみせるが、構造改革が必要ななかで、足下では潜在成長率も低下しているため、このクリアは容易でない。世界経済の先行き不透明感が残るなか、今後は政府が目標の下方修正に動く必要に迫られる可能性もあると見込まれる。

《構造改革や潜在成長率低下が景気の足かせとなるなか、政府の成長率目標のハードルは一段と厳しさを増す》

- 中国経済を巡っては、世界金融危機後に拡大したいいわゆる「影子金融（シャドーバンキング）」を通じた融資が経済成長を押し上げてきた一方、足下ではこれらの不良債権化が懸念されており、投資偏重による経済成長の行き詰まりが指摘されている。さらに、米国による量的金融緩和の縮小が意識されて以降、国際金融市場においては、これまで流入が続いてきた新興国への資金量が細る、ないし流出に転じる動きがみられており、これが世界経済に悪影響を及ぼすことも懸念されている。結果、中国では輸出の先行き不透明感を背景に、これらが盛んに行なわれてきた沿海部を中心に在庫の積み上がりが懸念されているほか、これまでの投資による過剰生産能力は生産の重石になる事態を招いている。また、内陸部などにおけるインフラ投資や不動産投資などの固定資産投資は同国の経済成長をけん引してきたが、足下ではこの原資となってきたシャドーバンキングなどを通じた資金調達と同国金融システムのリスク要因になるとの懸念が高まっている。同国金融市場は閉鎖的な市場であるため、国際金融市場の過剰流動性の影響を受けにくいと考えられてきたが、昨年後半以降の輸出の「水増し」などを通じて海外資金が流入してきたとの疑念も生まれており、世界的な信用収縮懸念が高まったことで、あらためてこの問題がクローズアップされるに至ったと言える。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.5%となり、前期（同+7.7%）から一段と減速した。なお、前期比年率ベースでは+7.0%前後と前期（同+6.6%前後）から加速している様子がうかがえるものの、2000年代を通じて二桁%を上回る高成長を続けてきたことを鑑みれば、景気の勢いは急速に落ち込んでいる。分野別では、天候改善の影響で第1次産業が比較的堅調であったほか、サービス産業の景況感が相対的に良好であるように、第3次産業に底堅さがうかがえたものの、製造業は減速感を強めており、景気全体の足かせになっている。これは鉱工業生産の伸びが鈍化し続けていることにも現れており、輸出産業を中心に在庫調整圧力が強まっているほか、政府による投資抑制の動きを反映して関連する資機材需要が低迷していることも影響している。また、シャドーバンキングなどを通じた資金流入を背景に地方のインフラ投資や不動産投資が拡大してきた結果、足下では不動産市場の上昇を招いている一方、採算に合わない物件が多数生まれているほか、これ

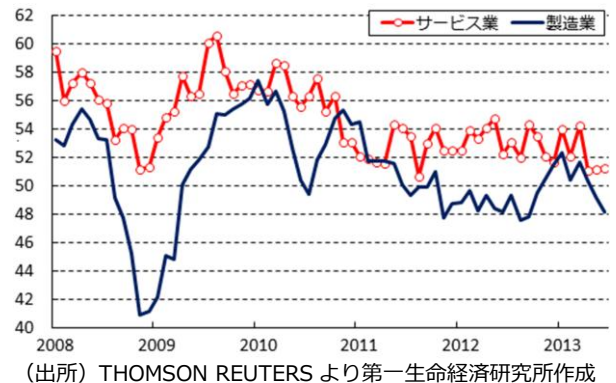
らの不良債権化が金融市場のリスク要因になる可能性も懸念されており、中央政府はこの「火消し」に動き出している。結果、先月には金融機関どうしの資金需給のひっ迫が意識され、短期金利が急上昇する事態に陥るなど不動産投資の抑制に向けた動きが強まっており、固定資産投資の減速に繋がっている。現政権による高級官僚などに対する綱紀粛正策の影響により、高額消費を中心に一時の勢いは衰えをみせているが、足下の物価は落ち着きを取り戻すなか、近年の大幅な賃金上昇なども追い風に個人消費は堅調に推移している。

- 現政権は今年の経済成長率の目標を「7.5%」としているなか、年前半の成長率は前年同期比+7.6%とこれを上回っており、政府は現時点において目標のクリアに自信をみせている。寄与度別の年前半の成長率は個人消費がうち同+3.4pに留まるものの、投資は同+4.1pと個人消費を上回る状況は変わらず、現政権が推進している個人消費主導による経済成長は必ずしも実現していない。足下では、政府主導による構造転換の取り組みを背景に政府が意図的に景気減速を促している可能性はあるものの、一方で潜在成長率が低下している様子もうかがえるため、構造転換が実現した場合でも、経済成長率が高水準に回帰することは難しいと判断される。米国が量的金融緩和の縮小を意識するなど、足下の米国経済は内需をけん引役とする底堅い景気が続いているが、国際金融市場の混乱による新興国経済への悪影響は翻って米国経済の下押し要因になる可能性もある上、中国経済にとっても不確定要因になることは避けられない。さらに、中国政府はシャドーバンキングの拡大を警戒して地方政府による投資に対する監視を強化することも予想され、年後半もこれが引き続き景気の重石になっていくことも考えられる。政府の経済成長率目標の実現のためには、年後半の経済成長率が前期比年率ベースで8%前後に加速することが必要だが、中国経済を取り巻く状況を鑑みればこのハードルは極めて高くなっている。この実現のために政府が追加的な景気下支えに動く可能性はある。しかし、これまでの状況はその度に課題が先延ばしされた上、問題の複雑さが一段と増していることを鑑みれば、現政権がこうした対応に動くことは望ましいとは考えにくい。先行きにおいては、政府が成長率目標自体の下方修正を行う可能性もあると見込まれる。

図1 実質 GDP 成長率の推移



図2 HSBC 製造業・サービス業 PMI の推移



以上