

中国、成長モデルの転換が進まない中での三中全会

～資金動向に新たな疑惑も出る中、透明性向上に金融市場改革は進むか～

発表日：2013年11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)

- 中国景気の底入れ期待が高まっているが、景気拡大の原動力は未だ外需や投資の回復に留まる。米国景気の回復期待や国際金融市場の動揺一服は外需を押し上げる中、固定資本投資も拡大が続く。なお、10月単月では不動産投資やインフラ投資は鈍化した一方、設備投資は勢いを増すなど設備過剰が深刻化する懸念もある。同国発でアジアのデフレを招くことも懸念されており、今後の動きには注意が必要になるだろう。
- 一方、個人消費は依然景気をけん引する力はなく、生活必需品を中心とする物価高や政府による綱紀粛正策も重石になっている。足下の輸入は拡大しており、生産をはじめとする経済活動も活発化しているが、依然投資拡大に伴うものと思われる。三中全会では構造改革が議論されている模様だが、現政権を取り巻く状況を勘案すれば急進的な改革は進めにくく、時間を掛けつつ政策運営を進める対応が続くであろう。
- 中国景気の底入れ期待は世界経済にプラスの影響を与えている。一方、10月は香港からの輸入が急拡大するなど不自然な動きもみられる。同国金融市場の閉鎖性は、今夏のアジア市場の動揺にも拘らず平静を維持する一因になってきた。しかし、潜在成長率が低下する中での「抜け穴」は経済成長を阻害する可能性もある。早期に国内外の資金動向の透明度を高める金融市場改革を進めることが必要になるとと思われる。

《外需や投資主導の経済成長が続く中、持続可能な経済成長には国内外の資金動向の透明性向上が鍵を握る》

- 先月発表された7-9月期の経済成長率の加速を受けて、中国景気の底入れが進んでいるとの期待が高まっており、今月初めに発表された景況感指数などもこうした動きが続いていることを示す内容になっている。しかし、依然として景気拡大の原動力は世界経済の底打ち期待に伴う外需回復や、インフラ投資などを中心とする固定資本投資の拡大に留まるなど、共産党・政府が目指す消費主導の経済成長は道半ばである。10月の輸出額は前年同月比+5.6%と2ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じており、中秋節など連休に伴い鈍化した前月の反動が出たことも影響したものの、欧米先進国向けが堅調に拡大したほか、ASEANなど新興国向けの底堅さも外需の押し上げに繋がった。米国のQE縮小観測に伴う世界的なリスクマネーの動揺を受けて世界経済を巡る状況は大きく変化しているが、米国景気の底入れ期待は直接・間接的に外需を押し上げている。一方、固定資本投資の動向は分野や対象ごとに状況は様々異なっており、共産党及び政府の経済政策に対する姿勢が未だに定まっていないことを示しているように思われる。固定資産投資全体としては拡大基調が続いており、ペースもわずかに加速するなど景気を下支えしているものの、前月に大きく加速した不動産投資は住宅投資を中心に鈍化しており、政府などの不動産市況の再加熱を警戒する姿勢を反映している。不動産投資は地方政府主導による開発プロジェクトが中心であり、地方政府関連の投資鈍化にも現れている。さらに、ここ数ヶ月に亘って拡大基調を強めてきたインフラ関連の投資の伸びも一服す

図1 輸出額の推移



るなど、国有企業関連の投資の伸びが鈍化していることとも整合的である。ただし、設備過剰が懸念されている製造業の設備投資の伸びは加速しており、国営企業などでは設備統合の動きが投資抑制を促している一方、民間企業などでは設備投資が依然拡大基調にあることが懸念される。足下の生産者物価は落ち着いた推移が続いており、過剰設備を背景とする在庫調整なども物価を下押しする一因になっているが、設備投資の拡大が続くことはこうした状況の長期化を招く可能性もある。また、アジアに同国産品が流出することで同国発の価格下落圧力が広がる恐れもあり、先行きの動きには一段の注意が必要である。現在開催中の三中全会（共産党第18期中央委員会第三回全体会議）では、経済改革として国有企業改革が討議されているが、既得権益による障壁の大きさを勘案すれば、民営化など大胆な改革が行われる可能性は低い。これもわが国をはじめとする周辺国のリスク要因になることが懸念される。

図2 製造業の設備投資動向の推移



- 個人消費を裏打ちする社会消費財小売総額（小売売上高）は10月も前月と同じ伸びとなったものの、物価上昇を加味したベースでは減速基調が強まるなど、外需や投資のように景気を押し上げるには至っていない。前月比も上昇基調は続いているものの伸びは鈍化しており、国慶節の連休などに伴って帰省をはじめとする旅行客が拡大するほか、消費意欲が旺盛になる時期にも拘らず、共産党及び政府による綱紀粛正策などが重石になるなど勢いは芳しくない。10月の消費者物価は前年同月比+3.2%に加速して2ヶ月連続で3%を上回るなど、インフレの再燃に対する警戒感が強まりつつある。なお、このところ

図3 小売売上高(社会消費財小売総額)の推移



の物価上昇は主に天候異常や季節的な要因に伴う食料品価格の上昇が物価全体をけん引してきたほか、中東情勢の悪化などによる原油市況の上昇はエネルギー価格の上昇を招くなど、生活必需品を中心とする物価上昇が中心であった。しかし、足下では原油市況の調整によりエネルギー価格の上昇圧力は一服している上、食料品価格にも落ち着きつつあるなど、生活必需品の物価は落ち着きを取り戻しつつある。一方、10月は連休シーズンに伴うサービス物価の上昇はインフレ率の加速に繋がっているものの、コア物価は前年同月比+1.8%とわずかに加速するも依然として低い水準に留まるなど、足下の景気拡大は全体的なインフレ圧力に繋がっているとは考えにくい。10月の輸入額は前年同月比+7.5%に加速しており、種類別でも輸出財生産に関連した経済特区の輸入のみならず、国内向け需要も拡大しているものの、投資拡大に伴う需要増が全体を押し上げるに留まっている。10月の中国景気は、製造業及び非製造業（サービス業）の景況感が改善していることに加えて、鉱工業生産は前年同月比+10.3%に加速し、発電量も同+10.4%に加速するなど経済活動の活発化が示されたものの、一連の動きは外需や投資の活発化が促す従来型の経済成長に留まっていることは明らかである。三中全会では、家計部門の消費意欲の阻害要因となっている社会保障制度に関する議論も行われており、公的年金制度の対象拡大や民間企業の参入拡大による保険制度の充実などが進むとの期待もある。李首相を中心に現政権は持続可能な経済成長を促すべく都市化を進めることで、消費を中心とする内需を活発化させる考えを

示してきた。しかし、その突破口として期待される土地改革や戸籍制度改革などは「共産党体制」の存続にも影響を与えることが懸念されるため、地方部などを中心とする微修正の域を出ないとの見方が強い。発足間もない現政権としては、急進的な構造改革により国内の反発を強める選択肢は取りにくいと思われ、当面の経済政策運営の方針としては構造改革を謳いつつも、時間を掛けながらの対応に終始すると予想される。

- 中国景気の底入れ期待は、世界金融危機を経て中国経済との連動を高めているアジア新興国経済のみならず、欧米先進国景気にもプラスの効果を与えている。今年5月以降の国際金融市場の動揺によるアジア新興国通貨の下落で各国の輸出競争力が向上したことも重なり、相対的に外需依存度の高い国々を中心に景気を押し上げるとの期待に繋がっている。こうした期待は、足下において輸出財生産に関連する経済特区における輸入に底入れの動きが出ていることに加えて、その他の輸入でも底堅い動きが続いていること

も促している側面が大きい。ただし、10月の輸入のうち香港からの輸入額は前年同月比+28.0%と大幅に伸びるなど、不自然な動きもうかがえる点には注意が必要である。昨年秋以降、同国では香港向け輸出を装った形で海外からの資金流入が活発化する動きがみられ、いわゆる「ホットマネー」に対する警戒感が強まる一因になったが、これは中国からの資金流出が強まっているとの見方もある。同国の金融市場は海外との資金の流出入が厳しく制限されており、これは今夏のアジアを中心とする新興国の金融市場の動揺にも拘らず、同国市場が比較的安定的に推移する一因になってきた。さらに、同国経済の大規模な貿易黒字を背景とする貯蓄率の高さは、生産年齢人口が減少局面に突入するなど潜在成長率の低下懸念が進んでいるにも拘らず、依然として高い経済成長を促してきた。三中全会においては、金融市場改革として金利設定を巡る自由度の拡大により銀行間の競争をさらに高める取り組みが進む可能性のほか、銀行部門への民間資本の参加拡大や、資本市場の流動性拡大などの課題も討議されているとされる。しかし、このような「抜け穴」を通じて資金流出が起こることは、同国金融市場の健全な深化を阻害するのみならず、潜在成長率のさらなる低下を招く可能性もある。同国金融市場を巡っては、地方政府を中心とする不動産開発の資金調達を巡るシャドーバンキング（影の銀行）の問題も未だ根本的解決には至っておらず、リスク要因としてくすぶっていることから、国内外での資金の動きの自由度を高めるとともに明確なルールを設けた上で、透明度を高めていくことが求められよう。

以上

図4 香港からの輸入額の推移

