

中央経済工作会議開幕、中国が目指す成長の方向は

～目先の成長重視か、中長期的な潜在成長率向上かの分かれ道～

発表日：2013年12月10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)

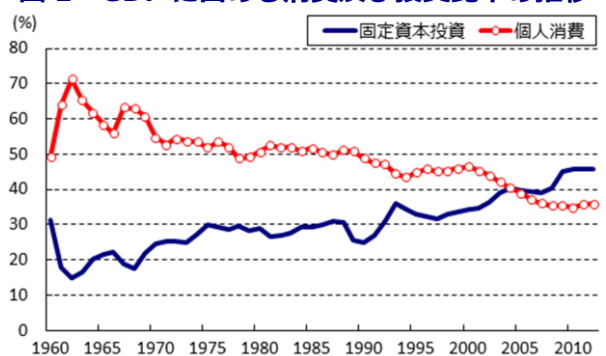
(要旨)

- 中国では来年の経済運営方針を協議する中央経済工作会議が始まった。先月開催された三中全会では、経済問題から社会問題に亘る広範は構造改革を進める方針が決定されており、会議の中身に注目が集まる。特に成長率目標を引き下げるか否かは、当面の経済政策が目先の成長率維持か、中長期的な潜在成長率向上を重視するかを示すと見込まれており、引き下げが決まればその姿勢を決定するものと予想される。
- 11月の経済指標は政府が目指す内需主導型経済への転換を一部示す内容になっている。しかし、投資偏重型経済にとって消費は景気をけん引する力に乏しく、景気はやや足踏みしている感がある。不動産投資には依然警戒が必要だが、地方政府を中心に投資抑制の動きが出たほか、新規投資も大きく減速しており、投資が再加速する可能性は後退している。一方、輸出統計には不透明な点もあるなど注意が必要だ。
- 足下のインフレ率は依然高止まりしているが、日用品の物価が落ち着いている上、人民元高の影響も重なりインフレ圧力は後退している。不動産価格の高止まり懸念はあるが、金利自由化の動きに広がりもみられるなど投機抑制への動きが進むと予想される。一時急騰した短期金利は足下で抑制されており、先行きは米国のQE3縮小を巡る金融市場の動向を注視しつつ、市場安定への介入を続ける可能性は高い。

《政府が目指す成長モデルは道半ばの様子。当面は海外金融市場の動向を踏まえた対応が注目されよう》

- 中国国内の報道によると、共産党と政府がマクロ経済政策の運営方針について協議する中央経済工作会議が始まった模様だ。同会議は通常2～3日の日程で開催され、今年1年の経済政策の総括が行われるほか、国内外の経済状況への対応策を検討した上で、来年の経済成長率などの政府目標が議論される。先月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）では様々な課題が議論されたが、その後に発表された『決定』によると、改革開放路線の深化を通じて経済問題のみならず社会問題の解決を図る方針が示された。なお、対象が広範に及んでいることに加えて、内容には矛盾する点も数多く散見されること、一連の改革案が2020年を見据えた「中期的計画」の性質を帯びていることを勘案すれば、構造改革の進捗は漸進的なものに留まると予想される。他方、中央経済工作会議を巡っては来年の成長率目標に注目が集まっており、政府系シンクタンクの中でも今年目標（7.5%）を維持するか、7.0%に引き下げるかで意見が割れている（過去数ヶ月、政府内では成長率の「下限論」として7.2%という数字も浮上）。この点で三中全会後の『決定』は、地方政府や国営企業への評価軸として経済成長より環境を優先させる姿勢を明確にしており、目先の成長率維持から中長期的な潜在成長率向上を目指す方向性を打ち出す期待もある。同国経済を巡っては2000年代半ばにGDPに占める固定資本投資と個人消費の割合が逆転して以降、世界金融危機後に打ち出した景気対策による投資拡充策の影響も重なり両者の差は拡大している。投資に偏重した

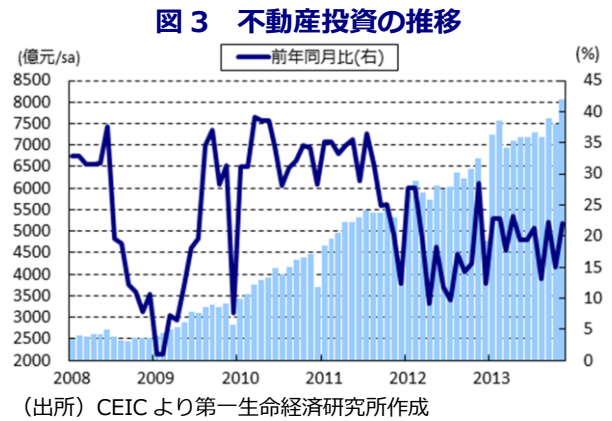
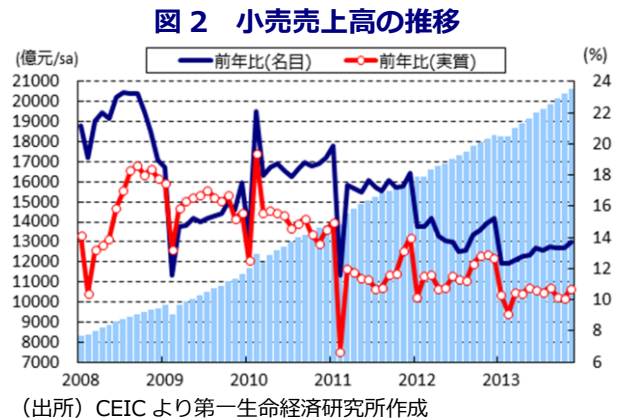
図1 GDPに占める消費及び投資比率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

経済構造を抱えるなか、足下では資本ストックは十分な生産性を上げず、設備や在庫の過剰も懸念されており、持続可能な経済成長モデルとはなっていない。この転換には一連の構造改革を通じて成長率維持に拘泥しない政策の舵取りが不可欠であり、成長率目標引き下げはこの姿勢をより前面に示すことになるだろう。

- 足下の同国経済は政府が目指す経済成長の原動力を外需から内需へ、投資から消費にシフトさせる姿勢に沿った動きが確認されつつあるものの、改革は依然として道半ばの状況が続いていると判断される。11月の小売売上高は前年同月比+13.7%と前月（同+13.3%）から加速しており、食料品を中心に物価が落ち着きを取り戻していることを勘案すれば、比較的堅調に拡大していることが示された。これは政府が推し進める消費主導による経済成長が徐々に進展しつつあることを示していると考えられる。内訳をみると日用品を中心とする消費財全般で底堅い動きがみられるなか、家財関連や建材など建設需要に直結する需要の伸びが大きく加速しており、依然として不動産需要の旺盛さが続いていることが分かる。それを反映する動きとして、1-11月の固定資本投資は前年同月比+19.9%と前月（同+20.1%）から鈍化し、11月単月でも地方政府による投資計画の鈍化が下押しに繋がっている。一方、1-11月の不動産投資は前年同月比+19.5%と前月（同+19.2%）から加速しており、11月単月でも同+20%を上



- 回る伸びをみせるなど、住宅用及び商業用ともに投資は依然旺盛な推移をみせる。なお、過剰感が懸念される製造業の設備投資の伸びは鈍化している上、政府による投資抑制姿勢を反映して新規着工は大きく落ち込んでおり、投資が先行きにおいて再び加速基調を強める可能性は高くない。足下では米国経済の堅調さなどを背景に世界経済に回復感が出ており、これは外需の押し上げに繋がっていると思われ、11月の輸出額は単月ベースで過去最高額を更新している。しかし、近年の同国における人件費の上昇に加えて、通貨人民元の対米ドル為替レートは過去最高を更新する状況が続くなど輸出競争力の低下を余儀なくされている上、足下では香港をはじめとする保税地域向け輸出が急拡大する動きもみられ、必ずしも外需が回復していない可能性も残る。11月の鉱工業生産は前年同月比+10.0%と前月（同+10.3%）から鈍化しており、国内消費が景気をけん引する状況には至っていない。さらに、11月は発電量も前年同月比+6.8%と前月（同+8.4%）から鈍化し、経済活動は全般的に鈍化していると判断出来る。このように11月の景気は緩やかな拡大を続けているものの、前月に比べてそのペースは鈍化しており、7-9月期に比べても速度を落としているものと見込まれる。

- 足下のインフレ率は依然高止まりしているものの、食料品やエネルギーなど価格変動の大きい日用品を中心に物価が落ち着きをみせるなか、コアインフレ率は比較的安定的な動きをみせており、人民元相場の上昇による輸入物価の抑制も重なりインフレ圧力は後退している。したがって、一部の大都市などでは不動産価格上昇率が大幅に加速する動きがみられるものの、これを材料に金融政策が引き締め姿勢に転換する可能性は低いと予想される。他方、同国金融市場では普通預金をはじめとする預金金利は政府が低水準に抑える政策を採って

り、これは家計部門などに投機を促してきたほか、不動産をはじめとする一部の資産価格の急騰を招く一因になってきた。こうしたなか、政府・中銀（人民銀）は金利の自由化に向けた取り組みを徐々に広げる動きをみせており、金融市場の深化に繋がるとともに、シャドーバンキング（影の銀行）問題などを通じて経営状態の悪化が懸念される金融機関の整理・統合などを促すことも期待される。金融機関の流動性管理が依然として不十分ななか、短期市場では海外資金による影響が徐々に拡大しているにも拘らず、人民銀による流動性供給の動向が金利を大きく左右する傾向がある。今年6月には一時的に短期金利が急上昇する事態に見舞われたものの、その後は比較的落ち着いた推移が続いており、政府・人民銀はあくまでハードランディングを志向していない。先行きは米国によるQE3（量的金融緩和第3弾）の行方をはじめとして、世界的な「緩和マネー」の動向に影響を与える材料が警戒されている。同国金融市場は基本的に外部との取引が制限されており、直接的な影響を受けにくいものの、この動向が短期的に同国市場にも変化を及ぼす可能性はあり、当面は事態収拾に向けた積極的な介入を続ける可能性は残るとみている。

以 上