

中国景気の不透明感は依然払拭出来ず

～外需主導で底入れの動きも、欧州景気や不動産市況などにリスク～

発表日：2014年10月21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)

- 20日に始まった四中全会は『法の支配』を主要議題に討議がなされ、人事や経済面で『法治』を重視する姿勢が強まるとみられる。一方、足下の景気は外需が回復するも内需は力強さに欠け、7-9月期の成長率は前年比+7.3%に減速、年率ベースも2四半期ぶりに8%を下回った。ただし、景気減速にも拘らず政府に動揺感はなく景気のでこ入れ策は期待出来ないなか、先行きには不透明感もくすぶっている。
- 不動産を中心とする投資は一段と減速し、不動産市況の低迷が資金需給のひっ迫を通じて個人消費などの足かせとなる一方、外需回復を追い風に生産に底入れの動きが出ている。ただし、資金需給ひっ迫は海外資金の流入抑制の動きや人民元安誘導の緩和などが影響したとも考えられる。米国の金融政策正常化に伴うリスクマネーの変化は人民元相場を落ち着かせると見込まれ、当面の外需にはプラスの効果が続こう。
- 他方、先行きは欧州景気の不透明感増大に加え、中国景気の減速がアジア新興国を通じて中国の外需を下押しする可能性もくすぶる。内需を取り巻く環境の急激な改善も見込まれないなか、当局が大規模対策を打ち出す可能性もなく、当研究所は今年の経済成長率を+7.4%とした8月時点の見通しを据え置く。

- 20日から始まった四中全会（共産党18期中央委員会第4回全体会議）では『法の支配（依法治国）』を主要議題に討議が行われており、現政権の誕生以来強化されている反腐敗に向けた取り組みの前進のほか、経済面でも法整備などを通じて『法治』を重視する姿勢が打ち出されるとの見方が強まっている。他方で足下における同国景気を巡っては、不動産市況の調整に伴う金融市場における信用収縮懸念を契機に下押し圧力が強まる一方、米国を中心とする海外経済の堅調さが外需を押し上げる文字通りの『一進一退』の様相を呈している。こうした状況は先週来発表されている経済指標の動きにも現れており、依然として中国経済を取り巻く状況には不透明感がくすぶっている様子もうかがえる。7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.3%と前期（同+7.5%）から減速しており、前期比も+1.9%と前期（同+2.0%）から減速し、年率換算ベースでは2四半期ぶりに8%を下回る水準に転じている。年初からの経済成長率は前年比+7.4%と共産党・政府が掲げる目標（7.5%前後）をやや下回る水準にあるが、当局は足下の景気について「合理的な範囲（合理区間）にある」との見方を示したほか、前年比ベースで減速感が強まった要因に「前年同期の成長率が高かったことによるベース効果の影響と構造調整」を挙げるなど低い成長率に動揺する様子はない。分野別では、不動産市況の調整に伴う関連業界や金融部門などの鈍化により第3次産業で減速感が強まったほか、異常気象などによる農作物の生育悪化などの影響で第1次産業の生産もやや鈍化する一方、外需を中心とした製造業での増産の動きを反映して第2次産業で加速感が強まり、全体を下支えする格好となっている。先

図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

行きについては、足下において輸出の2割弱を占める欧州経済に不透明感が出ていることに加え、中国経済の減速がアジア新興国経済にも悪影響を与えることで翻って中国の外需の足かせになる可能性もあるため、外需主導により急速な景気回復を見込むことは難しい。他方、足下で調整が続く不動産市況に対して人民銀（中銀）は今月初めに住宅ローンの規制緩和に動き、大手銀行の中にこの動きに追随する流れがあるなどの期待はあるものの、以前のように即効性の高い効果が挙げられるかは不透明である。さらに、不動産市況の低迷は金融市場を通じて国内の資金需給動向に影響を与えていることから、改善に向けた動きが鈍いことで個人消費をはじめとする内需の足かせとなる状況が続くことも予想される。こうした点を勘案すれば、中国経済を取り巻く不透明感が払拭出来る状況とはなっていないと判断することが出来よう。

- 足下の中国経済をみると、米国を中心とする海外経済の堅調な拡大が外需の回復を通じて景気を押し上げている様子が確認出来る（詳細は10月14日付レポート『中国 意外な輸入の伸びとその実態』をご確認ください）。現政権は誕生直後から経済成長のエンジンを外需から内需、内需の中でも投資主導から個人消費に移行させることで、中長期的に持続可能な経済成長を目指す姿勢をみせているが、投資に偏重してきた経済構造の転換は容易に進んでいない。年初からの固定資本投資は前年同月比+16.1%と前月（同+16.5%）から一段と減速し、月次ベースでも9月は前月比+0.77%と前月（同+0.96%）から減速感が強まるなど、景気のけん引役となってきた投資は勢いを欠く。分野別では、製造業を中心とする国有企業の設備投資に底入れの動きがみられる一方、中央政府や地方政府主導による建設投資の鈍化が足かせになる状況が続いており、公的部門による投資抑制の動きが投資全体を下押ししている。なお、民間部門による固定資本投資は前年同月比+18.3%と依然高い伸びをみせており、中西部を中心とする製造業やサービス業などで高い伸びがみられる一方、鉱業関連や金属関連を中心に伸び悩みの動きが広がるなど建設需要鈍化のなかで供給過剰が続く鋼材関連を中心に設備廃棄圧力が強まったことが影響している。また、不動産市況の悪化に伴う資金需給のひっ迫が懸念されるなかで個人の消費意欲が冷え込む傾向が強まりデフインフレに陥る可能性も懸念されるなか、原油をはじめとする国際商品市況の調整圧力が強まったことで足下の物価は低位安定状態が続いている。物価安定は個人消費にとってプラスの効果をもたらすと期待されるが、9月の小売売上高は前年同月比+11.6%と前月（同+11.9%）から減速し、前月比も+0.85%と前月（同+0.89%）からわずかに減速するなど、食料品を中心に消費者物価が前月比ベースで加速したことを勘案すれば力強さはない。輸出の好調を背景に貿易黒字は拡大しているにも拘らず9月末時点の外貨準備高は3.9兆ドルと7-9月中に1055億ドル減少しており、中国景気の不透明感や人件費上昇などコスト高による対内直接投資の鈍化や、共産党・政府が年明け直後からみせた人民元誘導の姿勢を緩めていることが影響している上、海外資金を中心とする同国からの流出圧力の強まりも資金需給のひっ迫に拍車を掛ける一因になっている

図2 固定資本投資(除農村部)の推移

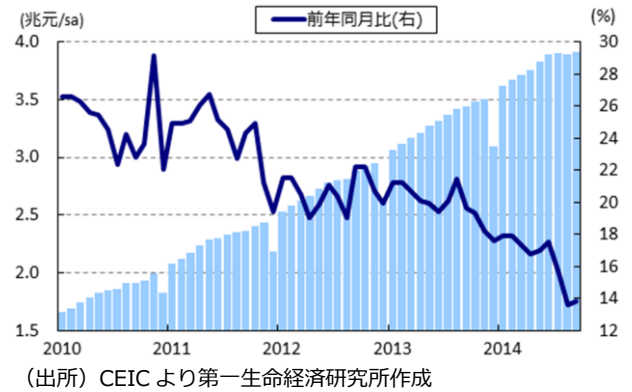


図3 人民元の対ドル為替相場の推移



と思われる。なお、内需は全般的に力強さを欠く展開が続く一方、外需の堅調さは生産を押し上げる動きに繋がり、9月の鉱工業生産は前年同月比+8.0%と前月（同+6.9%）から加速し、前月比も+0.91%と前月（同+0.22%）から加速感を増している。ただし、分野別では投資の鈍化を背景に鋼材やセメント、非鉄金属など建材関連の生産は全般的に落ち込む一方、輸出財の生産拡大を背景に発電量は前年同月比+4.1%と前月（同▲2.2%）から2ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じるなど経済活動に底入れの動きが出ている。足下の人民元の対米ドル相場は依然として前年同期をわずかながら下回る水準で推移している一方、今後は米国による金融政策の正常化に向けた取り組みが進むなかで世界的なリスクマネーの動きに変化が出ることも予想され、人民元相場が一方的に進む展開は考えにくく、輸出競争力が相対的に高い状況が続くと見込まれることも外需主導による景気の下支えが続く一因になると予想される。

- なお、先行きの中国景気については改善基調が一段と強まるとは考えにくい。足下では輸出の約2割を占める欧州景気に再び不透明感が出ており、景気の下支えに繋がってきた外需の勢いを挫く可能性があるほか、中国の外需に下押し圧力が掛かる事態となれば、ここ数年は中国から川上産業が移転しているASEANをはじめとするアジア新興国の輸出が悪化し、ひいては中国製品の輸出にも悪影響が出ることも予想される。また、人民銀行による政策対応にも拘らず不動産市況の調整が長引く事態となれば、逆資産効果が関連産業の投資減退を引き起こすとともに、金融市場における信用収縮圧力を増幅させることで個人消費や企業の設備投資の足かせとなることも懸念される。事実、足下では金融機関による融資残高の伸びは減速基調を強めていることが幅広い分野での資金需給のひっ迫を招く要因になっている。共産党・政府は『的を絞った』形で小規模な景気対策を打ち出すほかは、人民銀によるレポ取引による資金供給量の調整を通じて資金需給環境の改善を図ることを重視しており、大型の景気対策に頼る従来型の景気刺激に動くことはないと思込まれる。これまでに打ち出したインフラ投資の進捗などに応じて投資が一時的に拡大する可能性は残るものの、過去のように大幅な経済成長を志向することがないことを勘案すれば、年末にかけても足下に近いペースで緩やかな景気拡大が続くものと見込まれ、現時点では当研究所は今年通年の経済成長率を8月時点の見通し（前年比+7.4%）から据え置くこととし、政府目標（7.5%前後）近傍になると予想する。

以上