

中国、「新常态」移行への本気度を示す経済指標

～不動産市況はリスク要因になるが、今年の実現成長は実現可能と予想～

発表日：2015年1月20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)

- 中国経済は減速感を強めるが、これは共産党や政府主導の『新常态』の移行への構造転換による影響が大きい。2014年の経済成長率は前年比+7.4%と同国の改革開放以降最も低い伸びとなり、政府目標をも下回った。ただし、公表値でこうした水準を発表したことは共産党・政府の改革の本気度を示したとも言える。原油安による景気の追い風も期待されるなか、同国経済は着実に安定成長への道筋を歩んでいる。
- 12月の経済指標は前月のAPEC開催に伴う経済活動抑制の反動もあり、内外需ともに景気の底入れが確認された。原油安も追い風に個人消費が拡大したほか、外需の堅調さも生産拡大をうながしている。一方、不動産投資の抑制は固定資本投資の鈍化を招いたが、インフラ投資の堅調に加え、設備投資ではサービス業などに広がりもみられる。この動きも『新常态』への移行を反映したものと見えよう。
- 先行きの中国経済のリスク要因は引き続き不動産市況になろう。ただし、足下では昨年末以降の政策対応の効果もあり、一部で底入れの兆候もうかがえる。原油安も重なり、デフインフレ基調が強まるなかでは金融緩和姿勢が強まると見込まれる、バブル退治との両立で難しい政策対応が続こう。当研究所は共産党・政府が成長率目標を引き下げるとみており、現時点では7%前後の成長率は実現可能と予想する。

《『新常态』に向けた構造改革の進展に伴い、中国経済は減速を容認しつつ安定成長への道筋を歩んでいる》

- 中国経済は、近年の高い経済成長をインフラや不動産、企業の設備投資といった固定資本投資に大きく依存してきたが、その背後で生産設備や在庫などの様々な『過剰』を抱えており、その解消が急務になっている。一昨年に誕生した習近平政権は構造改革を通じて過剰状態の解消に取り組む一方、それに伴う景気減速を一定程度容認する姿勢を示している。こうした動きは共産党・政府が綱紀粛正や腐敗防止に取り組んでいることや、首脳陣が経済成長の『新常态（ニューノーマル）』への移行を求める方針を示していることにも現れている。その一方、中国経済は2000年代を通じて同国が文字通り世界経済の『けん引役』となってきたことから、その景気減速は世界経済や国際金融市場に影響を与えている。

2014年通年の経済成長率は前年比+7.4%と前年(同+7.7%)から減速し、同国経済の改革開放の端緒となった鄧小平氏による『南巡講話』(1992年)以降最も低い伸びとなり、共産党・政府が掲げる目標(7.5%前後)も下回る水準となった。共産党及び政府が公表値で政府目標の未達を明らかにしたことは、様々な問題を抱える同国経済の構造転換に向けた『本気度』を示しているとも考えられる。その場合、足下の中国の景気減速は短期的には世界経済の

足かせとなるリスクはある一方、長い目でみれば同国経済の成熟化を後押しすると期待することも出来よう。なお、10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.3%と前期(同+7.3%)と同じ伸びであったが、前期比年率(試算ベース)では+6%程度と前期(同+8%程度)から減速しており、景気の減速感是一段と強ま

図1 経済成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

った。ただし、これは昨年 11 月に北京で開催された A P E C（アジア太平洋経済協力）の一連の会議開催に併せて、大気汚染を抑えるべく同市周辺での経済活動が抑制されたことが影響している。事実、月ごとの経済指標は 12 月にかけて拡大しており、足下では世界的な原油安などを背景にデフインフレ基調が強まっていることも重なり、実質ベースでみた個人消費や鉱工業生産、固定資本投資の伸びは加速感を増している。共産党・政府は足下の同国経済について「困難に直面するものの、『新常態』に向けて着実に前進した」とし、先行きも「取り巻く環境は厳しいが、経済成長の質と効率性の向上を重視し、政策の微調整を通じて成長率を妥当な水準に維持させる」との方針を示している。近年の経済成長により世界有数の原油消費国となった同国にとって原油安は景気の追い風となることが見込まれるなか、構造転換の前進を促すことも期待される。外部環境などに不透明感が残るものの、現時点では同国経済は安定成長への道りを歩んでいると評価出来る。

《A P E C 終了による経済活動再開に加え、原油安の恩恵も重なり、12 月単月は景気の底入れが確認される》

- 昨年 12 月の経済指標については、前月の A P E C に伴う経済活動抑制の反動や原油安も追い風となり、景気の底入れを示す内容となっている。米国の堅調な景気拡大に加え、11 月末の人民元による利下げ実施などによる人民元安を追い風に輸出は底堅さを増すなか、12 月の小売売上高は前年同月比+11.9%と前月（同+11.7%）から加速しており、内・外需ともに拡大基調を強めている。共産党・政府による綱紀粛正策の影響で高額消費のほか、飲食関連に対する需要は低調な推移が続く一方、通信機器をはじめとする電気機器は依然として高い伸びとなったほか、家具や家財など日用品に対する需要も旺盛な動きをみせている。同国では生産年齢人口が減少局面に突入するなど労働供給不足が懸念されているが、その一方で賃金上昇による家計部門の購買力向上は共産党・政府が現状認識として掲げる『消費の個性化・多様化』を後押しすると期待される。これに原油安が続くことでデフインフレ圧力が強まり、実質購買力が一段と押し上げられる状況となれば、同国経済は消費市場としての成熟度を高めることにも繋がる。こうした内・外需の堅調を背景に 12 月の鉱工業生産は前年同月比+7.9%と前月（同+7.2%）から加速しており、前月比は A P E C 開催に伴う北京周辺での操業停止措置などの反動も重なり大きく拡大している。原油をはじめ世界的な資源安を背景に鉱業部門や関連業界の生産には下押し圧力が掛かりやすい展開が続いているもの

図 2 小売売上高の推移

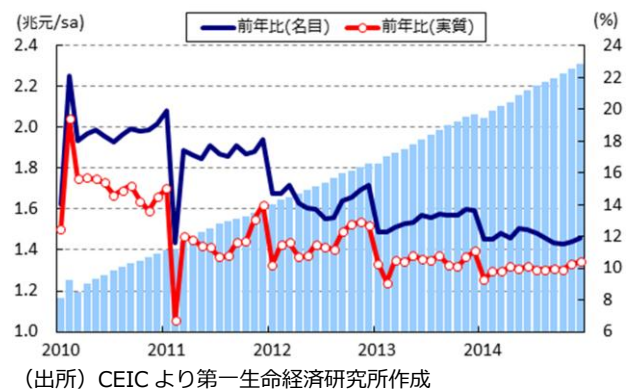
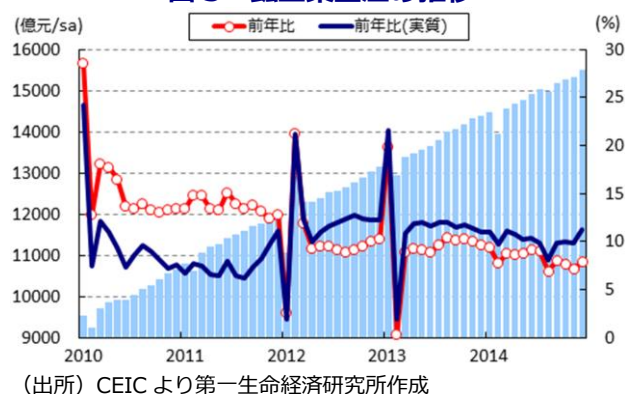


図 3 鉱工業生産の推移



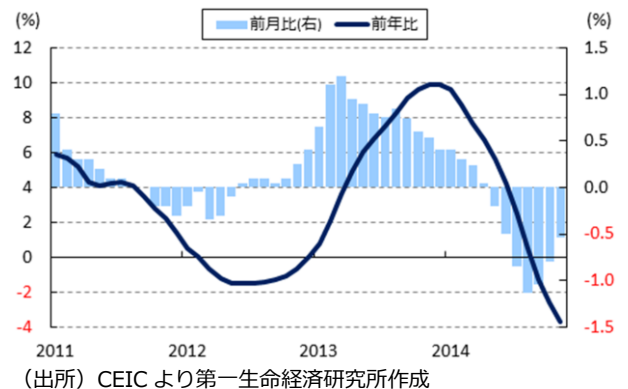
の、内・外需の底入れは製造業を中心とする生産の幅広い拡大の動きに繋がっている。さらに、政府は安定的な経済成長の実現に向け、『積極的な財政政策』の推進を図っており、これによるインフラ投資の進捗などに伴い関連産業における生産に底入れの動きが出ていることも製造業全体の生産拡大を促している。このように景気の底入れが確認されるなか、近年の経済成長を大きく押し上げてきた投資についても比較的堅調な推移をみせている。1-12 月の固定資本投資は前年同月比+15.7%と前月（同+15.8%）から減速したものの、12

月単月ベースでは伸びが加速したほか、前月比も投資抑制の動きが一巡したことで加速している。ただし、その内訳については対象ごとに勢いに差が生じている様子が見えてくる。シャドーバンキング（影の銀行）など金融市場を巡るリスクの一因となっている不動産投資については前年を下回る伸びに留まるなど、投資抑制の動きが一段と顕著になっており、今後も投資の足かせになることが予想される。その一方、進捗中のインフラ投資などは大きく加速しているほか、新規建設についても動き始めており、積極的な財政政策が投資の下支えになっている。民間部門による設備投資についても、設備過剰が懸念される鉱業部門などで投資抑制の動きが広がったほか、製造業のなかでも非鉄金属関連などで前年を下回る伸びに留まる伸びとなった。しかし、近年の経済成長やそれに伴う都市化率の向上などを背景にサービス産業に対する潜在的な需要が高まるなか、教育や保健・医療、水利関連をはじめとする公共サービス関連での投資は大幅な伸びをみせており、経済構造の多様化を反映する動きもみられる。このように、足下の経済指標からは中国経済がいわゆる『新常态』に向けた構造転換への途上にあることが確認されており、先行きについてはこうした政策姿勢を続けられるかが中国経済の行方を方向付けると考えられよう。

《不動産市況が経済のリスク要因となるなか、デフレーションの継続を受けて金融緩和姿勢を強める可能性も》

- 先行きの中国経済をみる上で最も重要なポイントとなるのは、リスク要因として懸念される不動産市場を巡る動向になろう。12月の不動産価格（新築住宅価格）は前年同月比▲4.3%と4ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月（同▲3.7%）からマイナス幅が拡大するなど厳しい状況に直面している。調査対象である70都市のうち、66都市においては前月比でも下落基調が続いており、全土に亘って不動産市況が下げ止まらない様子があらためて確認された。その一方、中古市場では不動産業者による在庫圧縮の動きが強まっており、70都市のうち前月比も下落基調が続いた都市数は60に減少し、8都市で上昇に転じる動きが確認されている。結果、不動産市場全体での前月比は▲0.3%と8ヶ月連続で下落基調が続いたものの、前月（同▲0.5%）から下落幅は圧縮されており、市況全体に底入れの兆しもうかがえる。昨年11月の利下げ実施に先立つ形で人民銀は金利自由化による金融市場改革に取り組んだほか、昨年末には預貸比率の算定基準緩和などを通じて金融機関の貸出能力向上を図る動きをみせており、こうしたことも不動産市況の底入れに繋がっている。この背景には、景気減速に加えて原油安によるデフレーション基調が強まるなか、不動産市場の低迷長期化による資産デフレをきっかけに全面的なデフレに陥ることを警戒したものと捉えられる。足下のインフレ率は政府目標を大きく下回る水準に留まるなか、原油安により川上の物価に当たる生産者物価は3年近くに亘って前年を下回るなど、先行きもデフレーション基調が続くと予想される。こうした状況を勘案すれば、先行きの金融政策を巡っては緩和姿勢の強化により景気下支えを図ると見込まれる一方、過度な緩和が過剰流動性の発生を通じてバブルを再燃させるリスクも懸念され、今後も政策対応は難しい舵取りを迫られよう（詳細は9日付レポート『中国、デフレーションからデフレに突入するか』をご参照ください）。共産党や政府は長期戦で不動産市場の『バブル退治』に望むなか、この対応を円滑に進めることが出来れば、同国経済の安定成長への道筋が開けるであろう。3月に予定される全人代（全国人民代表大会）で共産党・政府は今年の経済

図4 不動産価格の推移



成長率の目標を発表するが、当研究所では『7.0%前後』と昨年から目標を引き下げるとみており、現時点においては目標を上回る水準での成長は実現可能と予想する。

以 上