



中国、全人代の背後で景気の足踏み続く

～デysinフレを脱せぬなか、追加金融緩和の可能性は高まろう～

発表日：2015年3月11日(水)

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)

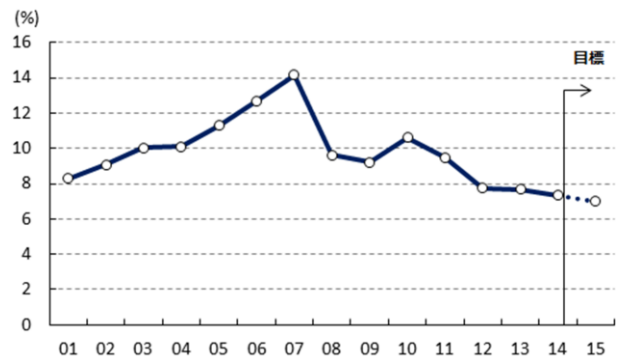
(要旨)

- 5日に開幕した全人代では、今年の経済成長率の政府目標が予想通り「7%前後」に引き下げられた。様々な面で改革開放を主導的に進めることで一定の景気減速を容認しつつ、財政・金融政策などを通じて景気を下支えする姿勢が確認された。一連の政府報告では、雇用や社会保障の充実に対する重要度が高められており、景気減速が避けられないなかで民生向上が急務との共産党及び政府の認識がうかがえる。
- 足下の景気は依然一進一退の状況が続いている。2月の貿易統計は予想外に輸出が加速したが、一時的なものと思込まれるなか、内需を巡る動きは一段と減速感が強まっている。個人消費については海外での「爆買い」が注目される一方、綱紀粛正策などが国内消費の足かせになっており、この傾向は当面続くであろう。先行きの生産も急回復は見込みにくい状況にあり、景気は足踏み模様が続くと予想される。
- 2月のインフレ率は春節による食料品価格や観光関連での物価上昇に伴い加速したが、依然デysinフレ基調を脱していない。生産者物価も資源安を受けて下落基調が続くなか、先行きもインフレ率は低位安定で推移すると見込まれる。一方、不動産市況の調整は引き続き資金需給ひっ迫の一因であり、金融市場のリスクとなるなか、人民銀は今後も追加的な金融緩和を通じて下支えを図る可能性は高いと予想する。

《全人代では、安定成長に向けて改革開放路線の一層の深化を強調し、構造転換による一定の景気減速を容認》

- 5日から始まった全国人民代表大会（全人代）では、昨年の経済政策に対する総括が行われるとともに、今年の経済運営における目標が示され、経済成長率を「7%前後」、インフレ率を「3%前後」とともに水準を引き下げる方針が示された。その一方、長年の懸案とされる国有企业改革をはじめ、税・財政や価格メカニズム、行政に関する改革のほか、金融の深化など様々な面で構造改革を一段と深化させる姿勢が示された。その上で、共産党や政府が繰り返し訴えてきたように、同国経済が「新常态（ニューノーマル）」に突入するなかで、経済成長モデルの転換を通じ、質と効率性の高い持続可能な成長を目指す方針が改めて確認された。ただし、同国経済の下振れ圧力は大きい上、根深い矛盾に直面しており、今年直面する困難はより厳しいものになるとの認識を示す一方、改革開放を主導的に進めることで安定成長を目指すとしている。また、マクロ経済政策については引き続き、財政赤字/GDP比を▲2.3%（昨年は同▲2.1%）とする「**積極的な財政政策**」で景気を下支えし、引き締めと緩和のバランスを重視する「**穏健な金融政策**」の柔軟性をより高めることで、経済成長と構造調整のバランスを維持し、イノベーションを通じた新たな経済成長のけん引役を醸成することを重視している。なお、安定成長に向けた課題として、国内における個人消費の裾野及び規模の拡大を促すこと、公共投資を民間資本の呼び水とすることで有効性を向上させる方向への重点化、農業の近代化を通じて食料安全保障の充実、都市化の進展とそれに伴う新たな課題の解決、産業構造の高度化を挙げて

図1 経済成長率の実績の推移と政府目標



(出所) CEIC, 政府発表より第一生命経済研究所作成

いる。その他の重点課題としては、近年の件費上昇の影響で外資系企業を中心に製造拠点の見直しが進むなか、幅広い分野で対外開放を進めるとともにF T A（自由貿易協定）の拡大や「シルクロード経済ベルト構想」と「21 世紀海のシルクロード構想」を通じて対外的な結びつきを強化するほか、雇用拡大や社会保障の充実、ここ数年社会問題化している環境汚染対策の充実が謳われた。今年の『政府活動報告』については要点整理による重点課題の簡素化が図られる一方、雇用や社会保障といった民生向上に関するテーマの重要度が昨年までと比べて引き上げられる傾向が強まっており、構造転換に伴い経済成長の鈍化が避けられなくなるなか、社会の安定を図る観点から、雇用や社会保障の充実が急務になっているとの共産党や政府の認識を反映したものと考えられる。

《外需に予想外の動きが出る一方、内需は総じて力強さを欠くなか、生産動向の低迷も一段と鮮明に》

- 共産党・政府は構造改革の一層の深化とそれに伴う一定の景気減速を容認する姿勢をみせるなか、足下の同国経済自体は依然として一進一退の様相を呈している。外需については米国経済の堅調が続き、欧州経済にも底入れの兆しが出つつあるなか、昨年末以降に人民銀が断続的に金融緩和を実施したことによる人民元安なども後押しし、2月の貿易統計は予想外に力強い伸びが確認された（詳細は3月9日付レポート『中国貿易統計、予想外の動きをどうみるか』をご参照ください）。しかし、外需を巡る先行指標は足下で急速な悪化がみられるなど先行きを巡る見通しは暗く、2月の予想外の力強さは一時的なものに留まる可能性はくすぶっている。こうした状況のなか、全人代においては積極的な財政政策に加え、穏健な金融政策を維持しつつも柔軟性を従来よりも高める姿勢が示され、内需を一段と重視する政策が前面に打ち出しているにも拘らず、力強さを欠く展開が続いている。同国の内需を巡る統計は、春節の時期を巡る影響を勘案して1～2月分が合算して発表されるが、同時期の個人消費の動向を示す小売売上高は前年同月比+10.7%と昨年12月（同+11.9%）から大きく減速している。小売売上高には近年急速に普及しているネット通販などによる売上が含まれていないなどの問題はあがあるが、前月比ベースでは1月（+0.90%）、2月（+0.93%）ともに昨年12月（+1.00%）を下回るペースの拡大に留まっており、物価動向を加味したベースでは一段と減速感が強まっている様子がうかがえる。今年の春節連休中（2月18日～24日）の小売売上高は昨年の春節連休（1月31日～2月6日）と比較して+11.0%と前年（同+13.2%）から伸びが鈍化したことが明らかになる一方、海外旅行者数は過去最大となるなか、彼らによる『爆買い』が様々なところで報道されるなど、必ずしも家計部門の消費意欲が低下しているとは考えにくい。こうした背景には、関税などの影響で海外製品の内外価格差が大きいことに加え、党・政府による汚職対策を目的とした綱紀粛正策の影響が考えられる一方、全人代においては中国製品の競争力の低さを指摘する動きがあるとの報道がある。とはいえ、現政権の発足以降は高額消費の低迷が輸入の足かせになっている様子がうかがえるなか、党・政府が綱紀粛正を緩めることは考えにくいことを勘案すれば、個人消費を取り巻く環境の劇的な改善は見込みにくい。一方、1-2月の固定資本投資は前年同月比+13.9%と昨年通年（同+15.7%）から一段と減速している。前月比ベースでも1月（+1.05%）、2月（+1.03%）はともに昨年12月（+1.13%）から拡大ペースは鈍化しており、不動産をはじめとする建設投資の鈍化が投資全体の足かせとなっている。昨年後半以降の原油安をはじめとする国際的な商品市況の調整を受けて、民間部門を中心に鉱業部門をはじめとする設備投資が大幅に減速したほか、一部のインフラ投資にも頭打ちの動きがみられる。さらに、投資資金の動向からは企業の自己資金による投資は堅調な一方、海外資金によるファイナンスが急減しているほか、昨年末以降の金融緩和にも拘らず国内借入の伸びも伸び悩んでおり、資金需給のひ

っ迫も投資の重石になっている。これらの内需の低迷が足かせとなる形で1～2月の鉱工業生産は前年同月比+6.8%と昨年12月（同+7.9%）から伸びが低下するなど減速感が強まっている。前月比ベースでも1月（+0.47%）、2月（+0.45%）とともに昨年12月（+0.72%）を下回るペースでの拡大に留まっており、生産を取り巻く環境は改善していない。この傾向は今月初めに発表された製造業PMI（購買担当者景況感）のうち、政府版の生産指数と同様の動きである一方、民間版では拡大する動きがみられたことを勘案すれば、生産統計全体では依然として国有企業をはじめとする公的セクターのウェイトが高いことがうかがえる。また、先行きの生産に影響を与える受注動向については政府版、民間版ともに内需に改善の動きがみられる一方、外需を巡る不透明感が根強いことを勘案すれば、今後の生産が急拡大に転じる可能性は低いと見込まれる。こうしたことから、足下の中国経済は依然として減速基調を抜け出せずにいると評することが出来る。

図2 製造業PMI(生産指数)の推移



（出所）国家統計局、Marlitより第一生命経済研究所作成

《ディスインフレ基調が続くなか、信用収縮懸念に対応すべく、さらなる金融緩和が行われると予想される》

- 不透明な景気模様を反映する形で、中国においてもディスインフレが懸念される状況が続いているが、2月の消費者物価は前年同月比+1.4%と前月（同+0.8%）から加速した。前月比も+1.2%と前月（同+0.3%）から上昇ペースが加速しており、一見すれば物価を取り巻く基調が変わったともみえるが、これには春節（旧正月）が大きく影響している。国家統計局もインフレが加速した要因として、①春節（旧正月）に伴う生鮮品を中心とする食料品価格の上昇、②春節による国内旅行客数の増加、③春節による海外移民労働者の帰国、の3つを挙げており、特に、今年は春節が2月19日と昨年（1月31日）から大きく日程がずれたことが影響したと考えられる。なお、物価上昇をけん引したのは食料品と観光など一部サービスであり、食料品については例年この時期に物価上昇圧力が高まる豚肉は需給が落ち着いている反面、野菜（前月比+13.6%）や果物（同+8.9%）、水産品（同+6.1%）で上昇が目立った。さらに、観光客数増加による航空運賃（前月比+13.0%）、バス運賃（同+4.8%）、鉄道料金（同+1.5%）のほか、旅行手数料（同+7.5%）やホテル料金（同+1.6%）の上昇が観光関連での物価上昇に繋がった。その一方、昨年後半以降の原油安を背景にガソリンなどエネルギー価格の下落基調は続いており、物価上昇圧力を相殺している。なお、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+1.6%と前月（同+1.2%）から加速したが、これは観光関連など季節的な要因が大きく影響していることを勘案すれば、ディスインフレ基調を脱したと判断するのは早計であろう。さらに、川上の物価である生産者物価は前年同月比▲4.8%と36ヶ月連続で前年を下回る伸びに留まっており、前月比も▲0.7%と14ヶ月連続で下落するなど、世界的な商品市況の調整を背景とする物価下落圧力は収束していない。川上での物価下落が続いていることから、今後も引き続き川下段階においても物価

図3 インフレ率の推移



（出所）国家統計局、CEICより第一生命経済研究所作成

上昇圧力が相殺される傾向は続くとは予想されるなか、党・政府は今年のインフレ目標を「3%前後」としているが、当面はこれを大きく下回る水準での推移が続くであろう。一方、同国経済を巡っては不動産市況の低迷をきっかけとする信用収縮懸念が景気の足かせとなり、金融セクターや地方財政などに悪影響を与えることが懸念されている。さらに、資産デフレの進展をきっかけに本格的なデフレ圧力が高まることを警戒して、人民銀は昨年末以降断続的に金融緩和に踏み切る姿勢をみせている。結果、足下では一部の大都市で不動産市況に底入れの兆しが出る動きがみられる一方、地方部では市況が下げ止まらない状況が続いており、シャドーバンキングなどを通じて金融市場に悪影響が及ぶリスクはくすぶっている。依然としてデフライン基調を脱していないことに加え、当面のインフレ率は引き続き低位での推移が見込まれることを勘案すれば、先月の利下げや預金準備率の引き下げに続いてさらなる金融緩和が行われる可能性は高いと予想される。その一方、同国では過去においても過度な金融緩和によって生じた過剰流動性が様々な市場に流入してバブル的な価格上昇を招いてきたため、全人代においても党・政府はそうした事態を懸念する姿勢をみせており、難しい政策対応が続くものと予想される。

図4 不動産市況(新築住宅価格)の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

以 上