

中国、過度な悲観は不要だが、楽観も出来ない展開

～「カンフル剤」に頼らない内需拡大の取り組みが不可欠に～

発表日：2015年9月14日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 中国経済の不透明感が意識される状況が続いているが、一方で当局は昨年来「新常态」に向けた取り組みが不可欠との認識を示しており、足下ではその行方に対する不透明感が不信感を増幅させている節がある。当局の認識にも拘らず8月の小売売上高は厳しい展開が続いており、中国の内需の弱さがあらためて認識されたことは、構造転換が容易に進まないことを改めて示しているものと捉えられよう。
- 固定資本投資も製造業や不動産関連を中心とする投資鈍化が下押し圧力となる展開が続いたが、ハイテク産業やサービス産業では比較的堅調な動きも確認された。さらに、輸出の底入れを反映して生産は拡大基調を強めており、短期的には過度に実体経済の減速を意識する状況は後退しつつある。一方、構造問題を抱えるなかで当局はインフラ投資などを再び重点化する姿勢をみせており、依然課題は山積している。
- 金融市場が中国の動向を過度に不安視する背景には、当局による対応の予見性が低下していることが考えられる。当局は場当たりの姿勢に終始せず、構造転換の進捗を内外に示す必要性が高まっている。

《輸出底入れで生産底打ちなど実体経済への過度な悲観は後退も、長い目でみた課題は山積する状況は変わらず》

- このところの国際金融市場では、中国経済を巡る不透明感などをきっかけに動揺する展開が続いている。こうしたなかで当局は足下の同国経済について、習政権が昨年来提唱する「新常态（ニューノーマル）」に突入しているとし、経済成長のけん引役が従来の外需や投資から個人消費に移行していることに伴って景気が減速しているとの説明を繰り返し行っている。事実、昨年来同国においては習政権による反汚職、反腐敗の取り組みにより、これらの温床となってきた地方政府によるインフラをはじめとする投資活動が抑えられている上、さらに地方を中心に不動産市況が下げ止まらない状況が続いており、結果的にGDPに占めるウェイトが高い固定資産投資が鈍化して成長率に下押し圧力が掛かっている。さらに、ここ数年の通貨人民元相場は実質的に米ドルとペッグ（固定）する状況が続いてきたため、これによって人民元の実効レートは上昇基調を強めるなど輸出産業の価格競争力は大きく低下している。また、中国国内ではここ数年に亘って年間二桁を上回る賃金上昇が続いている上、2012年には生産年齢人口が減少局面に突入しており、労働市場では農業部門の余剰労働力の減少によっていわゆる「ルイスの転換点」に達したとの見方も出るなか、これまでの低廉で豊富な労働力を背景にした生産体制の構築は難しくなっている。こうした状況を勘案すれば、習政権が経済構造の転換を進めたいと考えるのは必然の流れであるとともに、ここ数年は経済成長を優先する余りに構造面での歪みが拡大してきたことから、早急な取り組みが不可欠になっていると考えられる。しかしながら、足下の経済指標からはそうした取り組みが遅々として前進していないことに加え、当局による拙速な対応によって事態はより困難なものになる可能性に留意せざるを得ない事態に陥っている。個人消費の動向を示す8

図1 小売売上高(社会消費支出)前年比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、実質化はCPIで調整

月の小売売上高は前年同月比+10.8%と前月（同+10.5%）から伸びが加速しており、前月比も+0.86%と前月（同+0.79%）から拡大ペースは加速するなど、消費は拡大基調を強めているようにみえる。ただし、8月のインフレ率は前年同月比+2.0%と前月（同+1.6%）から加速し、前月比も+0.5%と前月（同+0.3%）から上昇ペースが加速しており、その上昇要因の大半は豚肉や卵、野菜をはじめとする食料品であることを勘案すれば、実質ベースでは頭打ちしていると判断出来る。当局は統計とともに発表された解説文において、食料品や飲食関連で伸びがみられるほか、宝飾品などの高額消費の伸びが加速しており、自動車や住宅の需要の底入れを反映して家電や家具などの消費に底打ち感が出てい

るとの認識を示している。確かに食料品に対する需要は拡大しているものの、上述のように食料品を主因にインフレ率が大幅に加速したことを勘案すれば実質的な伸びに下押し圧力が掛かることは避けられない。さらに、自動車販売台数には底打ち感はいくつかあるが、依然として前年を下回る伸びに留まっている上、不動産市場の底入れも大都市などに限られている。こうしたことから、全体としてみた個人消費には底堅さは確認されるものの、その勢いには乏しい展開が続いていると判断出来る。

- その一方、固定資産投資の伸びは1-8月ベースで前年同月比+10.9%と前月（同+11.2%）から一段と減速しており、8月単月ベースでは前月比も+0.73%と前月（同+0.75%）からわずかながら拡大ペースが鈍化している。国有企業のみならず、中央政府や地方政府による投資プロジェクトでも伸びが軒並み鈍化しているものの、既存の進捗中の建設計画などでは順調な進展がみられるほか、低迷が続いてきた新規プロジェクトにも底入れの動きがみられるなど、当局がこのところ立て続けに発表しているインフラを中心とする公共投資に動きが出つつある様子はいくつかある。ただし、過剰感が懸念されている製造業を中心とする設備投資は依然として低迷が続いているほか、業績悪化が続いている鉱業部門などの投資は減少基調を強める展開となっている。特に、投資の足かせとなっているのは地方を中心とする不動産投資の低迷であり、市況が依然として下げ止まらないなか関連産業でバランスシート調整圧力が強まっており、結果的に投資が下押しされる悪循環に陥っている。しかしながら、すべての産業で投資が落ち込んでいる訳ではないなど構造転換に向けた端緒も生まれつつある。消費財を中心とする製造業のほか、ハイテク産業やサービス産業では製造設備のほか、関連投資が拡大する動きがいくつかあるなど、構造転換に向けた取り組みが少しずつながら前進しつつある。また、政府は今年に入って以降、減速基調が続く景気をてこ入れする観点から、インフラ支出を拡大するほか、官民連携（PPP）を通じた民間資金の活用、地方政府が抱える債務の管理強化、税制改正などに取り組む方針を発表しており、短期的にみれば景気の押し上げに繋がる期待はある。ただし、世界金融危機後に当時の胡錦濤政権が打ち出した大規模景気対策は、同国経済を文字通りV字回復させることには成功する一方、過度に固定資本投資に偏重した経済成長は、同国が抱える過剰設備や過剰在庫、過剰投

図2 自動車販売台数の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 鉱工業生産(前年比)の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成、実質化はPPIで調整

資といった様々な弊害を生み、足下ではその解消に手間取る一因になったことは言を待たない。景気維持を目的に無駄なインフラ投資が再び増える事態となれば、短期的に景気減速を抑えることは可能な一方、先行きにおいては再びその過剰投資の調整が不可欠になるのみならず、その処理コストは足下の水準から大きく水膨れする可能性には留意が必要である。その意味においても、既に建設されたインフラをはじめとする社会資本を最大限に活用しつつ、新たな富を生み出すための社会システムの転換、特に、そうした取り組みが遅れている地方部などでは喫緊の課題になっていると言えよう。さらに、中国経済にとって過度に悲観に振れる必要性が後退している一因としては、8月の鉱工業生産が前年同月比+6.1%と前月（同+6.0%）から加速しており、前月比も+0.53%と前月（同+0.33%）に落ち込んだ反動も重なって拡大ペースが加速したことが挙げられる。また、足下では国際商品市況の調整などを背景に生産者物価は下落基調を強めており、物価の影響を除いた実質ベースでは一段と伸びが加速しているものと考えられる。分野別では、8月の輸出額は依然前年を下回る伸びが続いたものの、前月比ベースでは底入れが進んでおり、米国など先進国を中心とする堅調な景気拡大などが輸出を押し上げる動きが確認されるなか、通信などハイテク関連や機械関連の生産が拡大したことが影響している。他方、国内消費の伸び悩みを反映する形で過剰在庫などの懸念が残る自動車などは生産が低迷しているほか、投資プロジェクトの進捗が遅れている影響で鉄鋼やセメントなど、従来型の重厚長大産業の生産は軒並み厳しい状況に直面している。インフラ投資の促進などにより、先行きは従来型産業の生産にも底入れの動きが広がる可能性はあるものの、そうした状況は云わば「カンフル剤」を打つ状況が続いているだけであり、中国経済が抱える問題の根本的解決に向かっている訳ではない。また、足下の輸出に底入れ感が出ている状況も、同国の生産コストが高まっている状況を勘案すれば、そうした状況が中長期的に永続する可能性は極めて低い。このように考えると、金融市場などにおいては中国経済の減速が殊更に叫ばれる状況が続いているものの、こうした展開は昨日今日始まった話ではない上、足下において一段と減速基調が強まる可能性は後退していると判断出来る。その一方で、同国経済の構造転換は「待ったなし」の状況に直面しており、中長期的な観点で眺めれば同国がクリアすべきハードルは極めて高いと考えられる。

- なお、足下の国際金融市場においては依然として中国を巡る不透明感を材料に不安定な状況が続いている。上

述のように短期的にみて実体経済に対する過度に悲観する必要性は後退していることを勘案すれば、あくまで当局による対応を巡る不透明感、さらには様々な制度が「ブラックボックス」になっていることを受けて、実態的な状況を図りあぐねていることも影響していると考えられる。そうした背景には、6月半ば以降の株価暴落を受けて当局が市場メカニズムをまったく無視した株価維持に動いたこと、先月には為替制度の変更を目指すとしつつ実質的な人民元の切り下げに動いたものの、その後は一転して人民元相場

の安定に取り組むなど政策の予見性が大きく低下していることもある。こうした対応は、依然として管理変動相場制を採用するなかでオンショア市場において実質的に当局の管理が影響する事態は想定されるものの、当局の管理外にあるオフショア市場においても積極的な人民元買い介入が行われるなど、市場の自律性を大きく損なうオペレーションをしていることにも現れている。その意味においては、金融市場の疑心暗鬼を生む材料は当局による場当たりの対応そのものにあることを当局は認識する必要に迫られていると言えよう。以上

