

公共投資と不動産投資に支えられる中国経済

～景気底入れを促したが、先行きの景気は一進一退の展開が続く可能性も～

発表日：2016年4月15日(金)

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)

- 先月の全人代において、党及び政府は構造改革の重要性を強調する姿勢をみせる一方、景気にも配慮してインフラ投資を拡充する考えを示した。結果、足下では長期に亘って低迷が続いた製造業の景況感に改善の動きが出ている上、これに伴い輸入の底打ちが確認されている。こうした動きを反映して、年明け直後の金融市場の動揺に伴い過度に悲観に触れた中国経済に対する見方は足下で大きく修正されている。
- 1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と前期(同+6.8%)から減速し、前期比年率ベースでも+5%強に留まったとみられる。異常気象の影響で農林漁業の生産が下振れしたほか、鉱業部門の生産調整も足かせになったものの、一部の製造業やサービス業での堅調な動きが景気を下支えしている。足下の景気については、依然下振れ要因が意識される状況ではあるが、安定を取り戻しつつあると言えよう。
- 3月の鉱工業生産は前年比+6.8%と大幅に加速し、前月比も+0.64%と加速感を増している。ただし、外資との合弁企業が依然減産を止めないなか、国営企業や民間企業など中国資本が増産するなど対照的な動きがみられる。全人代でのインフラ投資拡充を反映する動きもみられるなど、早くも効果が出ている。他方、小売売上高も前年比+10.5%、前月比+0.85%と底入れするなど消費の堅調さがうかがえる。ただし、景気の先行き不透明感は一般消費財やサービス物価の重石になっている点には注意が必要である。
- 3月の景気底入れに最も貢献したのは投資拡大の動きであり、全人代でのインフラ投資拡充の方針を素直に反映する動きが出ている。他方、民間企業は依然投資に及び腰であるなど「国進民退」が一段と進むリスクを抱える。さらに、不動産投資の活況は投資全体を押し上げる一方で格差拡大を助長する可能性もある。ただし、市況悪化は金融市場の新たなリスク要因となる可能性もある。足下の景気底入れは公共投資と不動産投資に大きく依存するなか、先行きの景気は引き続き一進一退の展開が続くと見込まれる。

《公共投資の拡充や不動産投資の拡大で景気底入れが促されるも、先行きについては一進一退の展開となろう》

- 先月に開催された全人代(全国人民代表大会)において共産党及び政府は、今年の経済成長率の目標を「6.5~7.0%」とレンジで発表する一方、今年から対象年度が始まる『第13次5ヶ年計画』で示された期間中の成長率目標についても「6.5%以上」とすることが示されるなど、今後はこれまでの「高速成長」から「中高速成長」への移行を重視する考えをみせている。また、党及び政府は昨年末以降に度々提唱している「サプライサイド改革」による様々な過剰状態の解消や、国有企業改革による「ゾンビ企業」の淘汰を通じた同国経済の健全性を高めるとともに、中長期的な持続可能な経済成長を目指す考えをみせている。その一方、今年は5ヶ年計画の初年度に当たることから、期間中の経済成長の持続に向けた「スタートダッシュ」を図るべく様々なインフラ投資の拡充を図る方針をみせており、これは当面の景気に対する下支えに繋がるものと期待される。事実、昨年半ば以降低迷が続いてきた製造業PMI(購買担当者景況感)は、調査対象に占める国有企業の割合が相対的に高いとされる政府版で3月に8ヶ月ぶりに好不況の分かれ目となる50を回復しているほか、民間且つ中小企業の割合が多い民間版も依然として50は下回っているものの、急速に回復するなど先行きの景気回復を示唆する動きが出ている。他方、党及び政府が経済成長のけん引役として期待を寄せるサービス業の

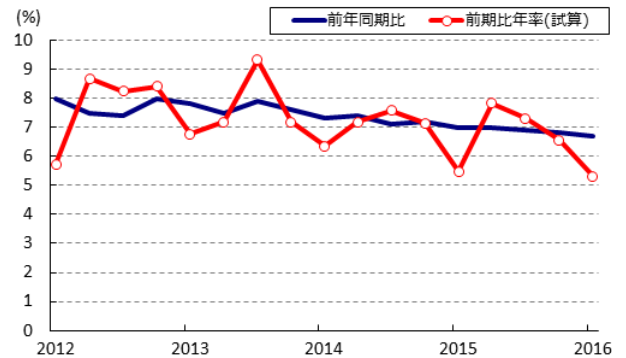
景況感は、政府版及び民間版ともに好不況の分かれ目となる 50 を上回る推移が続く一方、昨年後半にかけては下方トレンドが強まる動きが出ていたが、足下では底入れの動きが鮮明になっている。年明け直後の株式市場におけるサーキットブレーカー発動をきっかけにした金融市場のドタバタ騒ぎに加え、昨年と比べて時期が前倒しとなった春節（旧正月）の影響で様々な経済活動に下振れ圧力が掛かったことも重なり、国際金融市場における中国経済に対する見方が過度に悲観視される展開が続いたものの、一連の状況を経てそうした見方に対する修正の動きが広がっている。さらに、3月の貿易統計においては原油をはじめとする国際商品市況の影響に伴い前年比の伸びこそ輸出入ともに前年を下回る伸びが続いているものの、鉄鋼石や石炭、銅、原油関連など工業生産をはじめとする幅広い経済活動に必要な財の輸入量に底入れの動きが出ているほか、工業製品などの輸出量も底打ちするなど改善の動きが出ており、着実に中国景気は底離れに向けた動きをみせていることが確認されている（詳細は 13 日付レポート「[中国貿易の底入れは世界を救うか！？](#)」をご参照ください）。このように国内外からの中国経済に対する見方は徐々に改善するなかで発表された3月の経済統計及び1-3月期のGDP統計については、景気に対する下振れ懸念はくすぶっているほか、依然として経済成長の構造的な歪さは残るなど様々な問題点を抱えながらも、同国経済が安定しつつある様子がうかがえる。

- 1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%と昨年10-12月期（同+6.8%）から一段と減速したものの、党及び政府が掲げる成長率目標の域内に収まっていることが確認された。なお、今回は国家統計局が過去5ヶ年に亘り発表してきた季節調整値に基づく前期比の数値が示されず、当局が考える足下の「巡航速度」については不明ではあるが、当研究所が試算した季節調整

値に基づく前期比年率ベースの成長率は+5%強程度に留まっており、前期（同+7%弱）から減速基調が強まったものと想定される。分野別では、異常気象などの影響で農林漁業関連の生産に軒並み下押し圧力が掛かったほか、第2次産業では国際商品市況の低迷長期化に伴い鉱業部門で軒並み減産基調が強まったことに加え、鉄道や船舶・航空機などに下押し圧力が掛かっている一方、自動車や電気機械、電子部品関連などの堅調な生産が製

造業全体を下支えする構図がうかがえる。さらに、第3次産業については前年比ベースの伸びは鈍化しており、前期比ベースでも下振れする動きがみられるものの、一部の大都市を中心に不動産投資に底入れの動きが出ているほか、宝飾品をはじめとする一部の高額品を除けば個人消費が底堅く推移していることを受けて全般的に堅調な動きをみせている。月ごとの動きをみてみると、上述の通り年明け直後の金融市場におけるドタバタの余波や春節の影響が直撃する形で1月並びに2月については下振れ圧力が強まる動きがみられたものの、3月には多くの経済指標が軒並み大きく上振れしており、期間中の景気を下支えした様子がうかがえる。国家統計局は記者会見において、足下の景気について「安定しつつある」との認識を示す一方、「下押し圧力を過小評価することは出来ず、過度に楽観は出来ない」とし、「経済状態の改善を確固たるものにする努力が必要であり、『サプライサイド改革』を断行する」との考えを示している。また、足下の構造改革の動向については「従来型産業や過剰設備を抱える企業を巡る再編は道半ば」としつつ「工業部門の収益環境は改善した模様」との見方を示す一方、「大都市と地方都市との不動産市況の乖離が進むなか、今後の市況も在庫に圧迫される展開が続く」としている。こうしたことから、足下の中国については景気のさらなる下振れが懸念される状況

図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

ではなくなっているものの、依然として様々な下押し要因を抱えながら緩やかな成長を続けていると評価することが出来よう。

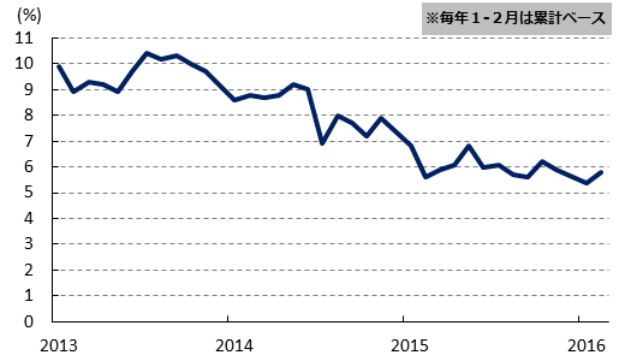
- 3月の経済指標をみると、上述のように製造業の景況感が急回復していることと歩を併せる形で鉱工業生産は

前年同月比+6.8%と1-2月（同+5.4%）から大幅に加速している。季節調整値ベースの前月比も3月は+0.64%と1月（同+0.45%）や2月（同+0.40%）から大幅に加速しており、昨年半ばをピークに減速トレンドが続いてきた状況に底入れ感が出ていることは明らかである。ただし、企業形態別の動きをみると、外資企業との合弁企業では軒並み減産の動きが出ている一方、国有企業や民間企業など中国資本を中心とする増産の動きが生産を押し上げている様子がうかがえる。さらに、内需

の底堅さや輸出に底打ちの動きが出ていることを受けて幅広い分野で増産に向けた動きが出ているものの、これまで低迷が続いてきたセメントや鉄鋼製品などインフラ建設に関連する財での増産の動きが顕著であるなど、全人代において示されたインフラ投資拡充に向けた取り組みを素直に反映したものと捉えられる。なお、分野別では依然として石炭やコークス、原油・天然ガスなどの鉱業部門の生産は力強さに乏しい展開が続いており、一方で足下ではこれらの輸入に底入れの動きが出るなど奇妙な動きがみられる。これは足下で底入れが進んでいるものの依然として国際商品市況が低水準で推移するなか、割高な国内での増産から海外からの調達にシフトさせている可能性が考えられる。世界的な鉱物資源を巡る需給環境は依然としてダブつきやすい環境が続いているものの、こうした動きが今後も一段と強まることになれば、先行きの市況を下支えすることも期待されよう。また、個人消費を裏打ちする小売売上高も3月は前年同月比+10.5%と1-2月（同+10.2%）から加速しており、前月比も+0.85%と1月（同+0.78%）及び2月（同+0.77%）からそのペースが加速するなど底入れの動きが出ている。財別では、当局による反汚職・反腐敗運動の影響で宝飾品をはじめとする高額消費には依然底がみえない展開が続いているものの、昨年末以降の小型車を対象とした減税措置の効果で自動車販売が堅調なほか、不動産投資の堅調さを反映する形で建材や家具をはじめとする耐久消費財に対する需要も底堅く推移している。その一方、鉱業部門や製造業部門など生産設備などの過剰状態に直面している分野では賃金上昇ペースが急速に鈍化しており、食料品をはじめとする生活必需品の物価上昇に伴い多くの家計部門で実質購買力に下押し圧力が掛かるなか、景気の先行き不透明感を反映して消費財やサービス関連での需要が鈍化している。

こうした状況は、足下の同国が一部の大都市などで不動産市況がバブル的な上昇をみせる一方で、原油安の長期化や景気の先行き不透明感などを反映する形でディスインフレ圧力がくすぶる不可思議な状況に直面していることにも現れている（詳細は11日付レポート「[中国、バブルとディスインフレが同居する奇妙な世界](#)」をご参照ください）。食料品の物価上昇が全体的なインフレ圧力に繋がるリスクはくすぶるものの、景気回復の裾野が広がらないなかでの供給インフレは景気の腰折れに

図2 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

図3 小売売上高(前年同月比)の推移

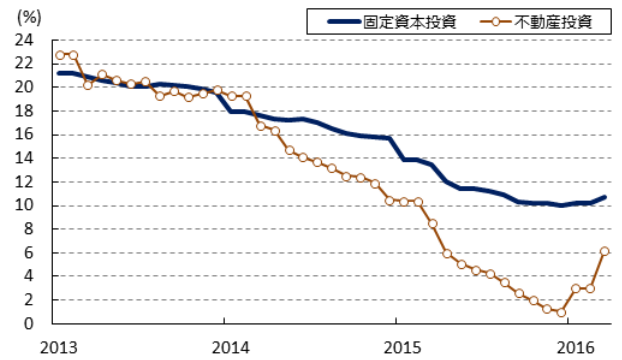


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

繋がる可能性のほか、経済的格差の拡大を一段と助長する恐れもあるなど注意が必要と言えよう。

- このように生産と消費が3月にかけて大きく底入れする動きがみられるものの、足下の景気の押し上げに最も貢献したのは投資拡大の動きであったと考えられる。1-3月の固定資産投資は前年同月比+10.7%と1-2月（同+10.2%）から一段と加速しており、3月単月の前月比も+0.86%と1月（同+0.76%）及び2月（同+0.69%）が低調に推移した展開から大きく加速している。中央政府並びに地方政府が主導する投資計画のみならず、国有企業の投資計画も大幅な伸びが確認されるなど、公的部門を中心に投資拡大の動きが広がっている。上述のように鉱業部門では依然として生産調整圧力が掛かっていることを受けて投資も大幅に抑制される展開が続いている一方、製造業や建設業、並びにサービス業など幅広い分野で投資が拡大しており、なかでも施設や設備の建設に向けた新規投資が着々と動いている様子が見え始めるなど、全人代でのインフラ投資拡充の方針が反映されていると言えよう。他方、民間部門による固定資産投資は1-3月に前年同月比+5.7%と1-2月（同+6.9%）から一段と減速しており、公的部門においては軒並み投資拡大の動きが広がっていることを勘案すれば、民間部門は依然として慎重姿勢を抜け出せていない様子もみえ始める。なお、公共部門を中心とする設備並びに建設投資以上に固定資本投資の拡大に大きく寄与したのは不動産投資の急速な回復とみられ、1-3月は前年同月比+6.2%と1-2（同+3.0%）から一段と加速して約1年ぶりの高い伸びに回復している。不動産の販売面積並びに販売額も大幅に加速しており、一昨年末以降における金融緩和の長期化に加え、昨年以降の株式市場におけるバブル崩壊を受けて余剰資金が行き場を失うなか、一部の大都市を中心とする不動産市場に投資資金が回帰していることも影響しており、開発資金の伸びも徐々に前年同月比で高い伸びとなっていることにも現れている。ただし、すでにバブルが懸念されている深圳市並びに上海市では先月に頭金規制をはじめとするバブル対策が講じられている結果、足下では急速に販売が落ち込む動きがみられるなど、こうした勢いが今後も続くかは不透明である。他方、足下では従来型の銀行からのローンのみならず、P2P金融など新たな仕組みによる資金調達が発達して不動産市況の活況を下支えしていることもあり、急激な市況悪化は金融市場における新たなリスク要因を誘発する可能性もある。このように、足下の中国経済は長きに亘る減速基調からの底入れを示唆する動きがある一方、その原動力は公共投資や不動産投資など「息の長い」ものではなく、遅かれ早かれ息切れも懸念される環境にあることを勘案すれば、先行きも一進一退の展開が続く可能性は高いと見込まれる。

図4 固定資本投資・不動産投資(前年比/年初来)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

以上