

中国、成長目標達成の背後で忍び寄るデスインフレ圧力

～過剰債務問題と景気下支え、相反する課題への対応は困難さを増すであろう～

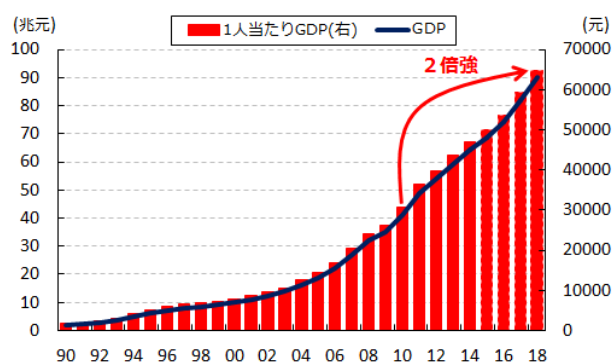
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の中国経済は内・外需双方で減速感を強めており、昨年の経済成長率は 28 年ぶりの低水準となった。ただし、昨年の GDP 及び 1 人当たり GDP は 2010 年に比べて倍以上となり、習政権発足直後に掲げた「所得倍增計画」は 2 年前倒しで達成された。他方、30 日からの米中貿易協議の行方は引き続き不透明な上、最良の場合でも現状の「休戦状態」の延長に留まる可能性があり、外需の一段の下押しは避けられそうにない。
- 2018 年通年の名目成長率は前年比 +9.69% と過去 5 年で 2 番目に高いなど比較的堅調であった。しかし、四半期ベースでは鈍化傾向が強まるなか、デフレーターも鈍化するなどデスインフレ傾向が強まっている。政府は一段の景気減速が懸念されるなか、デスインフレを喰い止めるべく財政・金融政策を通じた景気下支え姿勢を強める。この背景には企業のみならず、家計部門が近年債務を急拡大させてきたことも影響している。
- 景気減速に伴うデスインフレ圧力が強まれば、企業及び家計部門には実質的な債務負担増を通じて内需の足かせとなり得る。仮に金融緩和により不動産市況が活発化すれば内需押し上げに繋がる一方、債務増大による金融リスク増大を招く懸念もくすぶる。他方、デスインフレ下でのキャッシュレスによる信用スコアは格差拡大に繋がるリスクもあり、過剰債務と景気下支えという相反する課題への対応は困難が続くそうだ。

足下の中国経済を巡っては、米中貿易摩擦の激化による外需下押しの動きが顕在化する一方、政府のデレバレッジ（債務抑制）政策を受けて企業部門の資金繰りが厳しくなり、昨夏以降の国際金融市場の動揺を受けて家計部門の資金需給もタイト化するなど、内・外需双方で景気の下押し圧力が強まった。結果、2018 年通年の経済成長率は前年比 +6.6% と昨春の全人代（全国人民代表大会）で定められた政府目標（6.5% 前後）をクリアしたものの、同国が『改革開放』政策に舵を切る直前の 1990 年（同 +3.9%）以来 28 年ぶりの低い伸びに留まった（詳細は 21 日付レポート「[中国、昨年 10-12 月の成長率は約 10 年ぶりの低い伸びに](#)」をご参照下さい）。なお、中国では 2012 年の共産党大会において習近平氏が共産党総書記に就任し、事実上の『習近平体制』がスタートしたが、その際に 2020 年を目途に国民所得を 2010 年時点と比較して倍増させるいわゆる『所得倍增計画』が掲げられた。2017 年の当初の GDP は 2010 年時点の 2 倍を上回る水準となり、目標年度に 3 年先んじて実現したとされたが、今月 18 日に国家統計局は 2017 年の GDP 統計を改訂して成長率を下方修正した結果、2010 年

図 1 GDP 及び 1 人当たり GDP の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

比の2倍にわずかに届かないことが明らかになった。ただし、2018年のGDPは90.0兆元と2010年時点(41.2兆元)から倍以上になったほか、1人当たりでも64644元(9776米ドル)と2010年時点(30808元(4551米ドル))からともに倍以上となり、名実ともに『所得倍増計画』は達成された。なお、これでも目標年度から2年先んじて目標が実現されたため、習政権にとっては米中貿易摩擦の激化などを受けて景気の減速感が強まるなど『向かい風』に見舞われるなかでも経済政策面で実績を挙げることが出来たと国内外に喧伝することは可能である。他方、今週30～31日の日程でワシントンDCにて予定されている米中協議の行方には依然不透明なところが多い。今月初旬に北京で行われた次官級協議は当初予定から1日延長されるなど協議自体に一定の進展はあったとみられるが、その後に米中両国が発表した声明文はほぼ内容のないものであったほか、米トランプ政権が要求する構造問題などに中国側が容易に応じるとは見通しにくい(詳細は10日付レポート「[米中貿易摩擦は長期化必至の一方、中国には原油安が「恵みの雨」に](#)」をご参照下さい)。その意味では、最良の場合でも現状の『休戦状態』が多少延長される程度に留まる可能性も考えられ、結果的に先行きの中国の外需に一段と下押し圧力が掛かる事態は避けられないと見込まれる。

2018年通年の経済成長率は名目ベースで前年比+9.69%と2017年(同+10.90%)から実質ベース同様に伸びは鈍化したが、過去5年の成長率を比較すると2017年に次いで高い伸びとなるなど、過去数年に亘って中国経済は減速感を強める展開が続いているものの、比較的堅調を維持したと捉えられる。ただし、四半期ベースでの動きをみると、昨年10-12月の実質GDP成長率は前年同期比+6.4%といわゆる『世界金融危機』の影響が色濃く現われた2009年1-3月(同+6.4%)以来の低い伸びに留まり、久々に厳しい状況に見舞われていることが分かる。さらに、概算した名目ベースの成長率も昨年10-12月は前年同期比+9.15%に留まり、2015年のいわゆる『チャイナ・ショック』の影響が色濃く残った2016年7-9月(同+7.70%)以来の低い伸びに留まり、急速に勢いを失いつつある。なお、四半期ごとのGDPデフレータの推移をみると、昨年10-12月は前年同期比+2.58%と前期(同+2.70%)から鈍化して2016年10-12月以来の低い伸びに留まるなど、徐々にインフレ圧力が後退するデフレーション状態に直面している。過去20年ほどの中国経済においてデフレータがマイナスとなったのは、直近では上述の『チャイナ・ショック』による实体经济への影響が色濃く現われた2015年後半であり、その前は『世界金融危機』の影響が最も色濃く現われた2009年半ばであるなど、ともに中国景気の減速が強く意識された時期と合致する。足下の中国経済を巡っては、米中貿易摩擦の激化に伴い外需に一段と下押し圧力が掛かる可能性が高まるなか、昨年末以降に中国の政策当局が相次いで景気下支え姿勢を強め、具体的には減税や手数料引き下げ、インフラ投資の拡充などの財政拡大に加え、預金準備率の引き下げによる金融緩和に動いており、さらなる景気減速とそれに伴うデフレーションの進展を食い止めることを目指したものと考えられる。なお、近年の中国は高い経済成長を実現す

図2 GDPデフレータ(前年比)の推移

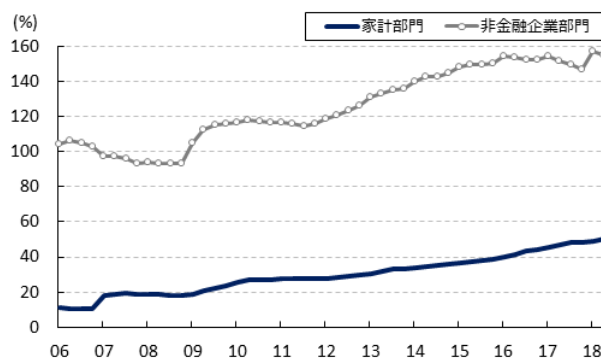


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

る背後で民間部門を中心に債務を急拡大させており、非金融企業部門向け債務は昨年6月末時点でGDP比 155.1%と、過去にわが国をはじめとする『バブル崩壊』を経験した国々と比較して突出しており、債務拡大を通じた経済成長の実現余地は限界を迎えつつある。他方、家計部門向け債務は昨年6月末時点でGDP比 50.3%とG20平均(50.9%)並みの水準に留まるものの、十数年前は同 10%程度に過ぎなかったことを勘案すると、経済規模の拡大を上回るペースで急拡大させてきた様子がうかがえる。昨年は習政権が進めるデレバレッジ（債務抑制）に向けた金融政策の実質的な引き締めシフトに伴い企業部門を中心に資金繰りが厳しくなったほか、夏場以降の国際金融市場の動揺による資金流出懸念を受けて家計部門でも資金繰りが厳しくなり、自動車販売などに悪影響が出る動きもみられた。こうした事態を打開すべく、政策当局は金融緩和に踏み切ることによって景気下支えに動いていると捉えられる。

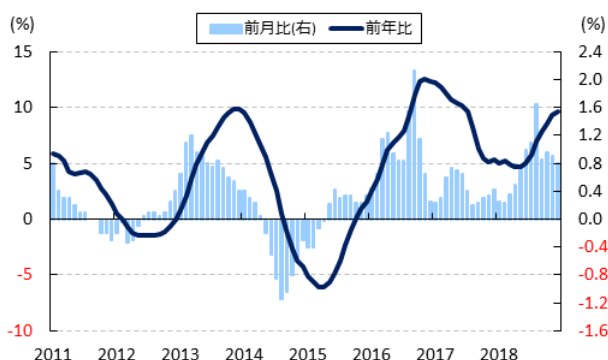
ただし、足下では昨年末にかけての原油安の進展に伴いインフレ圧力が後退するなか、景気減速に伴いデシインフレ圧力が強まれば企業部門のみならず、家計部門にも実質的な債務負担の増大に繋がり、結果的に内需の重石となることが懸念される。事実、日本では『バブル崩壊』後の長きに亘るデシインフレやデフレが債務負担の増大を招き、結果的にいわゆる『忘れられた 20 年』とも称される長期の景気停滞の一因になってきたと考えられる。中国の政策当局は日本の『バブル崩壊』の後処理を教訓に、『バブル』の元凶とされる不動産市場への対応に苦慮する展開をみせてきた。よって、ここ数年は過剰債務への対応を強化する一方で不動産市況が調整局面に陥る事態を避けるべく政策対応を行っており、結果的に不動産市況は緩やかな上昇を続けて高止まりする展開が続いている。しかし、こうした状況は家計部門にとって不動産など資産保有の有無による格差を招いているほか、取得時期を巡る期待収益の差は家計消費の動きに影響を与えており、足下の上昇ペースの鈍化は家計消費が鈍化する一因になっている。仮にこのところの金融緩和に伴い再び不動産市場への資金流入が活発化すれば、市況の上昇は家計部門にとり含み資産の増大を通じて消費の押し上げに繋がる可能性がある一方、その背後では家計部門向け債務が増大するなど金融市場の新たなリスク要因を増幅させることが懸念される。他方、デシインフレの進展に伴い家計部門にとり実質的な債務負担が増大すれば、内需に対する下押し圧力が一段と強まることは避けられない。折しも中国では携帯電話の爆発的普及などを追い風に日常生活にキャッシュレスが浸透する一方、消費行動のみならず債務返済履歴などを巡っ

図3 主体別債務残高対 GDP 比の推移



(出所) 国際決済銀行(BIS)より第一生命経済研究所作成

図4 主要 70 都市の不動産価格の推移



(出所) 国家統計局, Refinitiv より第一生命経済研究所作成

て信用スコアが付与され、そのスコアが日々の生活に影響を与える動きもみられる。ただし、実質的な債務負担の増大により信用スコアが悪化し、結果的に不利益を被る事象が広がれば、そのことが社会的格差の拡大など社会の不安定要因となり得ることも考えられる。中国当局にとっては、過剰債務への対応と景気下支えという相反する課題に対応する難しい局面が続くことは避けられそうにない。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

