

## 7%前後の成長を目指す中国経済

全人代において 2015 年の成長率目標は 7%前後に引き下げられたが、内需の伸び悩みにより景気の減速に歯止めが掛からず、成長率は早くも 1~3 月期に 7%前後まで低下する可能性が高い。そのため、既に注目は 7%前後の成長を維持できるかどうかであり、構造改革に時間を要することを踏まえると、新たな成長率目標を達成するためには追加の景気刺激策が不可避であろう。

全人代で予想通り成長率目標を引き下げ

今月 15 日、日本の国会にあたる全人代（全国人民代表会議）が予定通りの日程を終えて閉幕した。採択された「政府活動報告」などにおいて示された経済政策の内容は、概ね 2013 年 11 月の三中全会で決定された改革を具体化したものであり目新しさはないが、少なくとも政府の現状認識と当面の方針を理解するために有用な情報であることは間違いない。

内容の詳細については別稿に委ねるとして、ここでは経済政策に関する数値目標を中心に見ていくことにする。まず、注目の成長率目標は、2014 年の「7.5%前後」から大方の予想通り 2015 年は「7%前後」に引き下げられた。その背景としては「経済発展の新常態に適応し、現段階の経済成長の潜在力を反映し」とされており、これらを読み替えると、所得水準の高まりに伴って需要の拡大ペースは「中高速」の 7%前後へ鈍化し、それでも十分に速い成長に対応した供給力の引き上げが可能であるということになる。

### 【 中国の経済政策における数値目標 】

	2014年		2015年
	目標	実績	目標
実質GDP	7.5%前後	7.4%	7%前後
小売総額	14.5%	12.0%	13%
固定資産投資	17.5%	15.3%	15%
マネーサプライ(M2)	13%前後	12.2%	12%前後
消費者物価上昇率	3.5%	2.0%	3.0%前後
都市部新規就業者数	1,000万人以上	1,322万人	1,000万人以上
失業率(都市部)	4.6%以内	4.1%	4.5%以下

(注)マネーサプライは末残。固定資産投資は都市部。

また、需要の内訳として、小売総額は 2014 年の実績である前年比+12.0%に対して、2015 年は+13%へ高めることを目標としている。その一方で、固定資産投資については、2014 年の実績+15.3%に対して 2015 年の目標を+15%と概ね横ばいにとどめた。政府は内需主導、特に個人消費を牽引役とする経済成長を目指しており、小売総額の増勢加速はこの方針を受けたものと容易に理解できるが、固定資産投資については本来更に抑制すべき<sup>1</sup>ところを景気への悪影響に配慮し前年並みとしたように受け止められる。

なお、引き続き比較的高い成長を目指す根本的な目的は言うまでもなく雇用の維持であり、失業率を目標とする 4.5%以下に抑えるためには都市部で新規雇用に 1,000 万人以上創出しなければならず、そのためには 7%前後の成長を目指す必要がある。したがって、仮に失業率が 4.5%以下であれば、成長率が 7%を多少下回っても許容され、失業率が 4.5%を上回る可能性が高まれば、仮に成長率が 7%以上であっても政府は景気刺激的な政策対応の検討を迫られることになる。今回の全人代において、李克強首相は「政策の運用の余地は比較的大きい」としたが、実際に政府・中銀は既に金融緩和を行う際の障害を取り除き<sup>2</sup>、

<sup>1</sup> 固定資産投資の伸びは鈍化傾向にあるが、それでも名目成長率（2014年+8.2%）を大きく上回っているため、2014年の投資比率（固定資産投資/GDP、名目ベース）は47%程度まで上昇し史上最高を更新、過剰供給状態が解消しない大きな要因となっている。

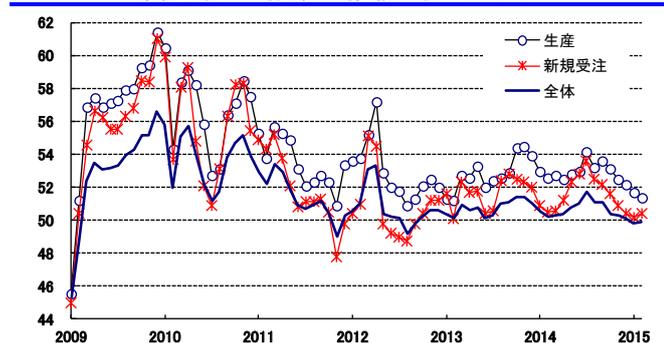
<sup>2</sup> 詳しくは、2015年2月26日付 Economic Monitor 「景気の減速傾向が続きデフレ懸念強まる中国経済」参照。

3月1日にも利下げを行うなど、経済情勢に応じた機動的な対応の準備を整えているようである。その意味で、中国経済の底割れリスクは後退しているという見方ができよう。

## 2月にかけて景気は一段と減速

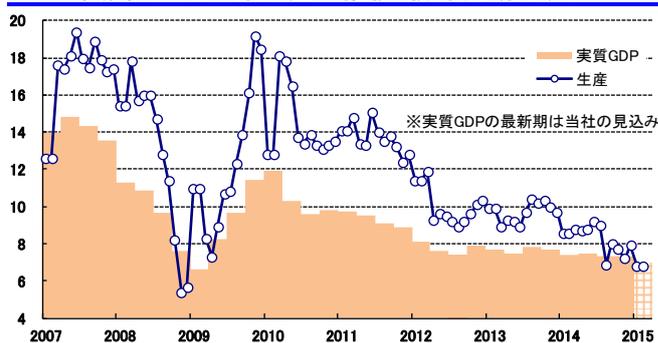
ただ、先週までに出揃った1~2月の経済指標を見る限り、景気の減速には歯止めは掛かかっていないようである。2月の製造業PMI指数は、1月の49.8から49.9へ小幅改善したものの、景気の改善と悪化の境目である50を2カ月連続で下回った。新規受注指数(1月50.2→2月50.4)は下げ止まったものの、生産指数(51.7→51.4)の低下が続いており、製造業の経済活動は停滞感を払拭できていない。

製造業PMI指数の推移(中立=50)



(出所) 中国国家统计局

実質GDPと工業生産の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

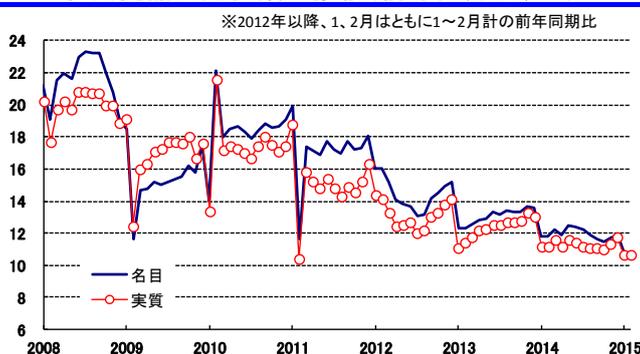
実際に、実質GDPと連動性の高い工業生産は、2015年1~2月に前年同期比+6.8%となり、7%を超えていた2014年10~12月期<sup>3</sup>から伸びが一段と鈍化した。この工業生産の+6.8%という伸びは2008年12月(+5.7%)以来の低さであり、リーマン・ショック後で最も低い成長率となった2009年1~3月期の前年同期比+6.6%が視野に入る状況である。2015年1~3月期の実質GDP成長率は、早くも「7%前後」へ減速する可能性が高まっている。

## 伸び悩む内需

景気減速の主因は内需の伸び悩みである。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、2015年1~2月累計で前年同期比+10.7%となり、2014年10~12月期の+11.7%から伸びが一段と鈍化した。この間に消費者物価上昇率が若干鈍化<sup>4</sup>しており、その影響もあるが、小売総額の伸びの鈍化はそれ以上であり、物価上昇を除いた実質でも個人消費の増勢は弱まっている。

乗用車販売台数も、2015年に入り1月に前年同月比+10.4%、2月も+6.4%と前年を上回る水準を維持しているとはいえ、当社試算の季節調整値で1~2月平均は年率2,039万台と10~12月期の水準(2,057万台)を下回っている。

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



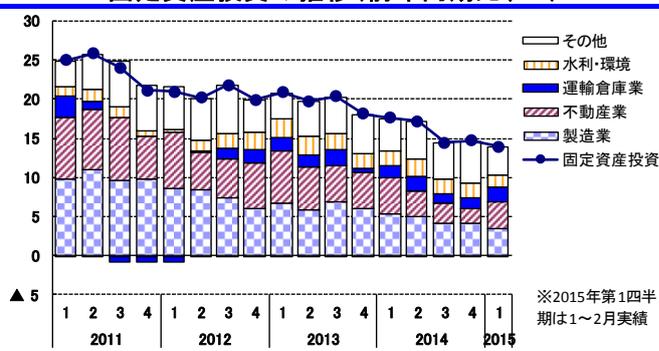
(出所) 中国国家统计局

<sup>3</sup> 10月前年同月比+7.7%、11月+7.2%、12月+7.9%。

<sup>4</sup> 消費者物価上昇率は、総合で10~12月期の前年同期比+1.5%から1~2月平均は+1.1%へ、工業製品に限れば+0.3%程度から0.0%への鈍化にとどまる。

固定資産投資（都市部）も、1～2月累計が前年同期比+13.9%にとどまり、10～12月期の+14.7%から伸びが鈍化した。1～2月は春節があり全人代を控えていることから年間合計額に占める割合は6%程度と小さく、この実績によって基調判断をすることは必ずしも適当ではないものの、2015年の出足が良くないことは事実である。業種別には、全体の33.4%（2014年）を占める製造業（10～12月期前年同期比+12.7%→1～2月累計+10.6%）の減速傾向が続く一方で、25.5%を占める不動産業（+7.4%→+11.3%）が持ち直し、運輸倉庫業（+16.8%→+21.3%）や水利・環境（+22.2%→+19.3%）といったインフラ関連が底堅さを見せた。製造業における固定資産投資の減速は、政府が過剰供給業種に対して投資を抑制させる方針であることのほか、業績の悪化や景気の先行きに対する不透明感を反映したものとみられる。

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



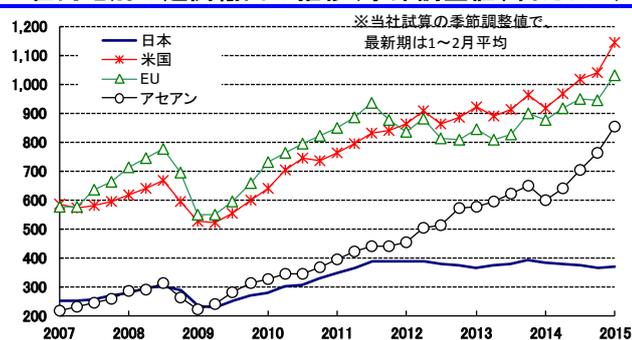
(出所) 中国国家统计局

## 輸出は ASEAN 向けを中心に拡大続く

停滞感の強い内需とは対照的に、外需は好調である。春節の影響を均すため1～2月合計の輸出（通関ベース、ドル建て）動向を見ると、全体では前年同期比+15.0%もの大幅増となった。当社試算の季節調整値でも1～2月の水準は10～12月期を2.3%上回っており、10～12月期の前期比+2.4%に続いて前期比で年率10%ペースの拡大を続けていることになる。

仕向地別には、ASEAN 向け（シェア11.6%、2014年）が10～12月期の前期比+8.7%から1～2月平均は10～12月期を11.9%上回り増勢を一段と強めているほか、米国向け（シェア16.9%、10～12月期前期比+2.6%→1～2月平均の10～12月期比+10.1%）やEU向け（シェア15.8%、▲0.6%→+9.2%）が急増している。また、4四半期連続で前期比減少していた日本向け（シェア6.4%、▲2.0%→+0.4%）も下げ止まった。

仕向地別の通関輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



(出所) 中国海関総署

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) CEIC DATA

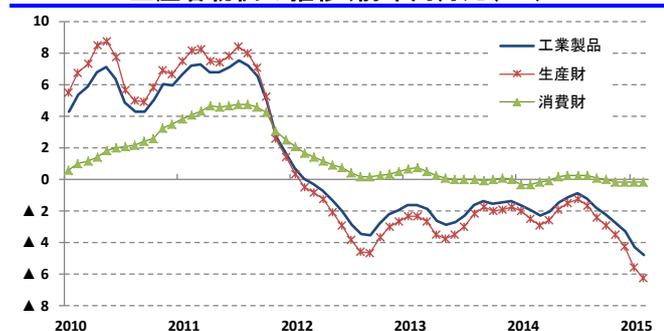
このような輸出の堅調な拡大には、人民元の下落が追い風になっている面がある。人民元の対ドル相場は、1ドル=6.11元台まで上昇した2014年10月下旬以降、下落傾向にあり、このところは概ね6.26元台で推移している。こうした人民元の下落は、米中の金融政策の違いによって一応は説明できる。米国は周知の通り年内の利上げ開始に向けた地均しを進めている一方で、中国においては人民銀行が2014年11

月の利下げ、2015年2月の預金準備率引き下げに続き、先述の通り3月1日に再び政策金利を引き下げるなど、金融緩和を積極化している。堅調な拡大が続く米国経済と、減速傾向にある中国経済の現状を踏まえると、米中における金融政策の方向性の違いは今後も維持されるとみられる。さらに、原油価格の下落によって、輸入インフレ防止のために人民元の上昇を促す必要性がないことが、人民元の上昇圧力を低下させる。そのため、引き続き人民元はドルに対して軟調に推移しよう。

### デフインフレ傾向が続く

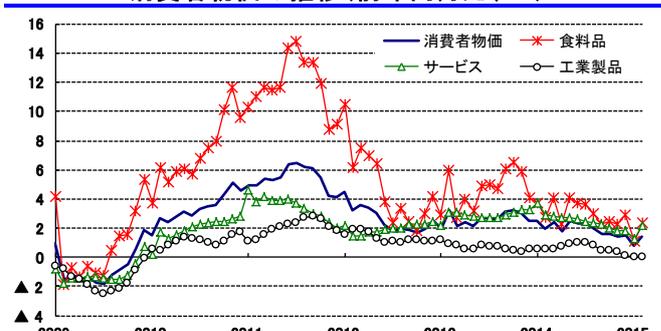
内需の伸び悩みによる製品需給の悪化に加え、原油など資源価格の下落により、企業間の取引価格は一段と下落している。2月の生産者物価（工業製品）は前年同月比▲4.8%となり、1月の▲4.3%から更にマイナス幅が拡大した。原油・ガス（1月前年同月比▲32.9%→2月▲42.4%）が大幅に下落したほか、石炭（▲13.0%→▲13.1%）や鉄鉱石（▲20.5%→▲21.0%）、非鉄鉱石（▲3.0%→▲4.2%）など資源価格が総じて引き続き下げ幅を拡大している。さらに、燃料（▲22.7%→▲23.8%）や鉄鋼（▲11.5%→▲13.3%）、化学繊維（▲8.6%→▲9.0%）、繊維製品（▲2.1%→▲2.4%）など物価下落が川下分野にも広がっている。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

2月の消費者物価は、1月の前年同月比+0.8%から+1.4%へ伸びが高まったが、準備期間を含めた春節期の物価上昇が1~2月に分散した昨年と比べ、今年は2月に集中したことによるものであろう。1~2月平均では前年同期比+1.1%であり、12月の+1.5%から伸びは鈍化しており、デフインフレ傾向が続いている。なかでも、工業製品（12月+0.1%→2月0.0%）や住居（+1.0%→+0.6%）、交通通信（▲1.4%→▲1.7%）など、製品需給の悪化や原油安の影響が出易い分野で物価の下落が顕著である。

### 目標達成には景気刺激策の追加が不可避

こうした景気の現状を踏まえると、もはや注目すべきは成長率が7%前後まで減速するかどうかではなく、7%前後という高い成長を維持できるかどうかであろう。しかも、過剰投資がもたらした過剰供給状態を是正しデフレ圧力を緩和するためには、家計への所得分配を拡大し、個人消費を牽引役とする成長に移行できるかが重要となる。全人代では、そのための処方箋がより具体的に示されている<sup>5</sup>。当社は2015年の実質GDP成長率を政府目標と同じ前年比+7.0%と予想しており、その実現可能性はこうした経済政策の実効性に大きく依存することとなるが、即効性に欠くものが少ないため、最終的には成長率目標を達成するため景気刺激策の力を借りることになる。

<sup>5</sup> 消費の拡大とグレードアップを多くの面から支え促進するため、①多ルートでの住民所得の増加促進、②新しい消費の成長分野の育成加速、③消費環境の健全化に注力するとし、それぞれ幾つかの具体策が提示された。