

2014年9月18日 全8頁

# 中国：景気減速でも当局が強気なのは？

「三中全会」の積極的改革路線への回帰＝成長率低下

経済調査部  
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

## [要約]

- 2014年8月の鉱工業生産は前年同月比6.9%増と7月の同9.0%増から大きく減速し、リーマン・ショック後の2009年1月～2月の同3.8%増以来の低水準となるなど、中国経済は減速傾向を強めている。
- 国家統計局は、それでも「一部経済指標は伸びが鈍化したものの、経済全般は安定のなかにも好転や質的向上が見られる」とし、強気の姿勢を崩していない。雇用はしっかりとし、第二次産業全体の生産や投資が減速するなかでも付加価値の高い個別産業の伸びは全体を上回り、第三次産業は比較的堅調であることがその背景である。
- 人力資源社会保障部の四半期データによると2014年6月末の求人倍率は1.11倍であり、上昇傾向のなか高水準を維持している。供給サイドでは、2012年以降、生産年齢人口が減少していることも高水準の求人倍率に影響している可能性はあるが、それでも都市部新規雇用増加数が1月～8月で970万人余りと、年間の政府目標1,000万人を大幅に超過達成する勢いなのは、雇用自体が堅調であることを示唆している。景気減速と雇用の堅調が両立するのは、中国経済のサービス化が進展していることが大きな要因のひとつであろう。
- 短期的な中国経済見通しについて、大和総研は、7.5%成長を達成するための景気下支え策が続くとみている。これがメイン・シナリオである。しかし、徐才厚氏（軍）、周永康氏（石油閥）の摘発により、習近平総書記の権力基盤は強固になり、2013年11月の「三中全会」で打ち出された積極的な改革路線に回帰する可能性も高まりつつある。端的にいえば、債務の急膨張を抑制して構造改革をより重視し、ある程度の成長率の下振れを容認するのである。7.5%前後という政府目標が、既得権益層への妥協の産物であれば、早晚、無理をした高めの経済成長路線が修正される可能性が高い。「まだ決められない政治」から「決められる政治」への脱却であり、早ければ1～2ヵ月で、遅くとも2015年3月の全人代でそれが明らかになるのではないかと。

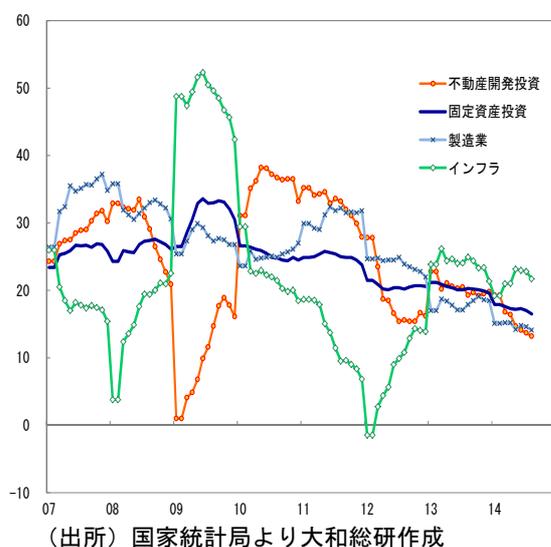
## 2014年8月の主要経済指標は減速傾向を強める

2014年8月の中国経済は減速傾向を強めた。

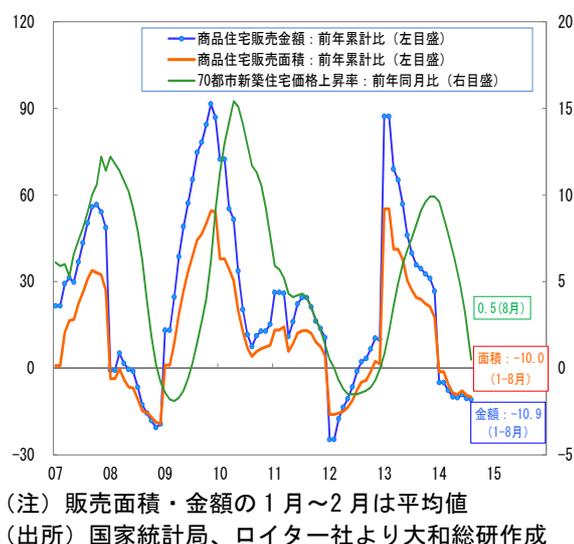
8月の鉱工業生産は前年同月比6.9%増と7月の同9.0%増から大きく減速し、リーマン・ショック後の2009年1月～2月の同3.8%増以来の低水準となった。

1月～8月の名目固定資産投資は前年同期比16.5%増と、1月～7月の同17.0%増からさらに減速した。内訳を見ると、全体の2割を占める不動産開発投資は1月～7月の同13.7%増から1月～8月は同13.2%増へと一段と減速した。ちなみに、1月～8月の商品住宅販売金額は同10.9%減と下げ止まりの兆しは見えない。販売金額は住宅価格に3ヵ月～9ヵ月程度先行することからすると、少なくとも当面の間、住宅価格の下向き調整は続くことが想定される。固定資産投資の2割強を占めるインフラ投資は同21.7%増と伸び率は高水準とはいえ、3ヵ月連続で鈍化している。インフラ投資のなかでは、景気下支え策の目玉である鉄道向け固定資産投資は、1月～5月の同8.3%増をボトムに加速し、1月～8月は同20.6%増となった。ただし、鉄道向け投資はインフラ投資の5.2%、固定資産投資全体の1.1%を占めるにすぎず、全体の下支え役としては力不足である。

図表1 分野別固定資産投資伸び率  
(1月からの累積の前年同期比、%)



図表2 商品住宅販売面積・金額と70都市新築住宅価格の推移(前年累計比、前年同月比)  
(単位: %)



8月の小売売上(名目)は前年同月比11.9%増と、7月の同12.2%増から伸びが若干鈍化した。ただし、実質は7月の同10.5%増から8月は同10.6%増と底堅い推移となっている。習近平総書記が主導する綱紀粛正の影響で2013年に大きく減速した飲食収入(名目)は、1年が経過した2014年に入って伸びが上向いていたが、6月以降は再び鈍化し、8月は同8.4%増にとどまった。綱紀粛正の手綱はさらに締められている。反面、ネット販売など新しい業態は大きく伸びており、消費全体の底堅さに寄与している。

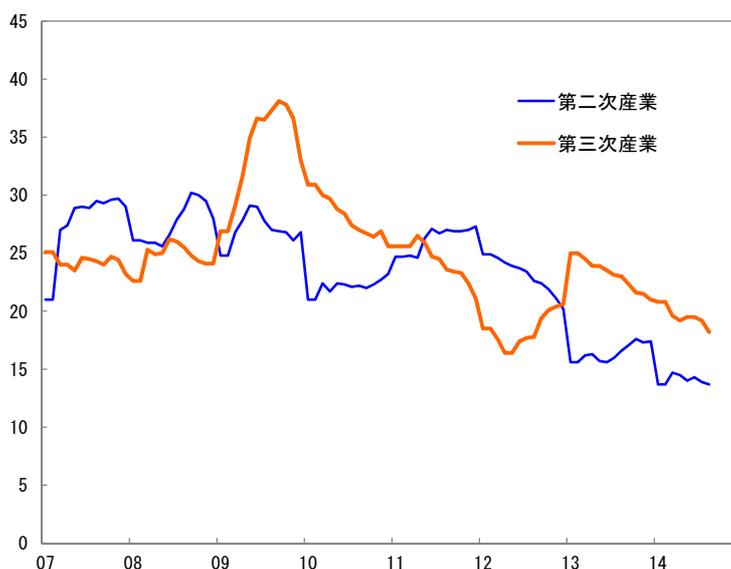
## 景気減速でも当局が強気なのは？

国家統計局は、鉱工業生産の大幅鈍化や固定資産投資の減速について、その原因を①世界経済の回復が期待通りとはならず、外需が伸び悩んだこと、②自動車、電子機器など生産が急増していた一部産業の増加ペースが正常に戻ったこと、③不動産市場調整の影響が顕在化し、鉄鋼、セメント、ガラスなどの生産が抑制され、不動産開発投資の伸びが減速したこと、④冷夏の影響で、電力など関連の生産が抑制されたこと、⑤鉱工業生産については、昨年同月が前年同月比 10.4%増と 2013 年年間で最も高く、その反動がでたこと、などと分析。それでも「一部経済指標は伸びが鈍化したものの、経済全般は安定のなかにも好転や質的向上が見られる」と結論付けている。

国家統計局がこうした強気な姿勢を崩さないのは、(1) 1月～8月の都市部新規雇用増加数は 970 万人余りと、政府年間目標の 1,000 万人を大幅に超過達成する勢いであることや、消費者物価が 8 月は同 2.0%上昇、1月～8月は同 2.2%上昇と、年間の抑制目標である 3.5%上昇を大きく下回っていること、(2) 構造改革が着実に進展し、高技術産業と資本財製造業の 8 月の生産は、それぞれ同 10.1%増、9.3%増と全体の同 6.9%増を大きく上回り、1月～8月の第三次産業の固定資産投資は、前年累計比 18.2%増と第二次産業の同 13.7%増を上回っていること、などを評価しているからである。要は、雇用はしっかりとし、第二次産業全体の生産や投資が減速するなかでも付加価値の高い個別産業の伸びは全体を上回り、第三次産業は比較的堅調であるといいたいのであろう。ただし、例えば 2013 年以降、第三次産業の固定資産投資の伸びは、第二次産業を上回っているが、それでも鈍化傾向にあることに変わりはない（図表 3）。

上記 (1) の雇用に関連して、人力資源社会保障部の四半期データによると、2014 年 6 月末の求人倍率は 1.11 倍であり、上昇傾向のなか高水準を維持している（次頁図表 4）。供給サイドでは、2012 年以降、生産年齢人口が減少していることも高水準の求人倍率に影響している可能性

図表 3 第二次産業、第三次産業の固定資産投資伸び率の推移（前年累計比）（単位：％）

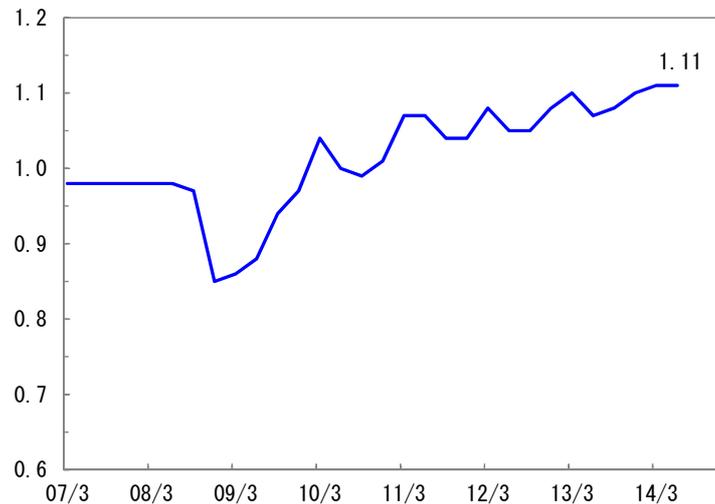


（出所）国家統計局より大和総研作成

はあるが、それでも1月～8月で970万人余りという都市部新規雇用増加数は、雇用自体が堅調であることを示唆している。

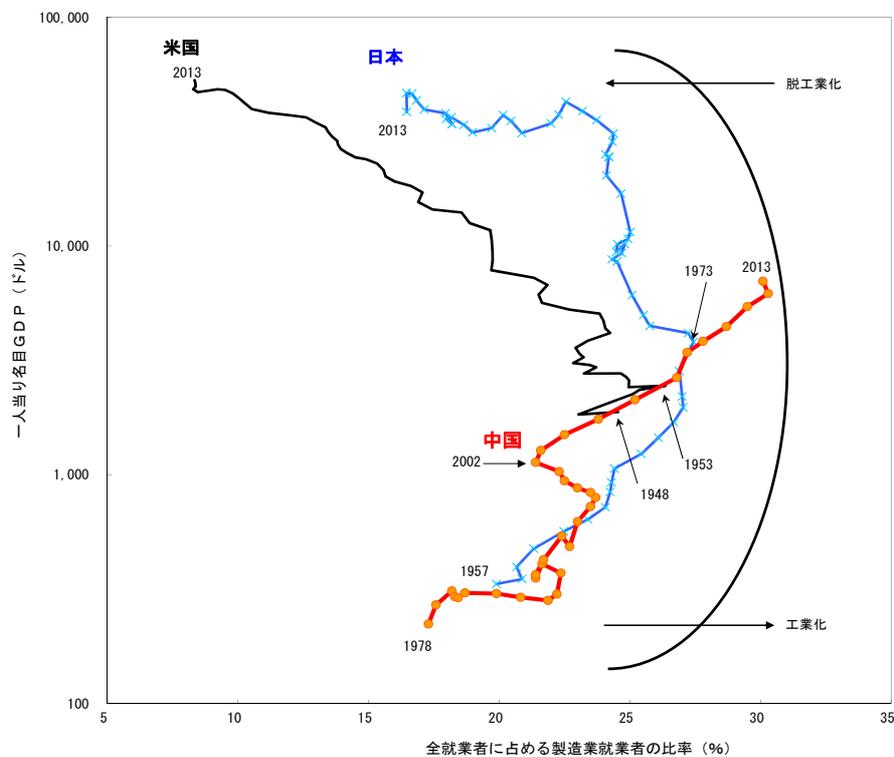
景気の減速と雇用の堅調が両立するのは、中国経済のサービス化が進展していることが大きな要因のひとつであろう。図表5は日本、米国、中国の成長フロンティア曲線である。成長フ

図表4 中国都市部の求人倍率（単位：倍）



（出所） 人力資源社会保障部より大和総研作成

図表5 日本、米国、中国の成長フロンティア曲線（単位：米ドル、%）



（出所） 各種統計より大和総研作成

ロンティア曲線は、一国の経済の工業化が進展し1人当たりのGDPが増加することで右上に移動し、その後産業のサービス化が進展することで弧を描くように左上にシフトしていく。中国では、2012年を分水嶺に、2013年には左上へのシフトが始まっているようにも見える。日本の経験では、需要項目別には投資、産業別には製造業が牽引役の時代がまさに高度成長期であり、経済が成熟化し、消費とサービス業が牽引役になるにつれて、成長率は低下していった。ただし、第三次産業は、雇用吸収効果が大きい。中国でもこうした産業構造のシフトが生じている可能性がある。

## 2013年11月の「三中全会」の積極的改革路線への回帰＝成長率低下

短期的な中国経済見通しについて、大和総研は、7.5%成長を達成するための景気下支え策が続くとみている。2014年3月の全人代(国会)で打ち出された経済成長率目標は7.5%「前後」であるが、7.5%という数字そのものが強く意識され、景気下振れ懸念が高まる局面では、バラック地区の改造、鉄道、サービス業、省エネ環境などの重点分野や、農業・農村・農民向け、小型・零細企業など資金調達難に直面している分野・企業に限定した景気下支え策が打ち出されてきた。7.5%成長死守が現在のところのメイン・シナリオである。報道によると、9月16日夜には、中国人民銀行が大手5行に対してSLF(短期流動性ファシリティ)を通じて5,000億元(約8.7兆円)の資金を供給し、流動性の改善を図っているとされる。これは、預金準備率を0.5%程度引き下げると同様の効果が期待される。

しかし、徐才厚氏(軍)、周永康氏(石油閥)の摘発により、習近平総書記の権力基盤は強固になり、2013年11月の「三中全会」で打ち出された積極的な改革路線に回帰する可能性も高まりつつある。端的に言えば、構造改革をより重視し、ある程度の成長率の下振れを容認するのである。

そもそも「三中全会」で打ち出された改革メニューの中で、大和総研が最も高く評価したのは、「発展成果査定評価システムの改善」であり、具体的には、政績評価が経済成長率に偏る状況を是正し、「資源消耗、環境破壊、エコロジー効果、生産能力過剰(の抑制)、科学技術刷新、安全生産、新規債務増加(の抑制)などの項目のウェイトを高め、就業、住民の収入、社会保障、人々の健康状態をさらに重視する」とした点であった。新たに、生産能力過剰と新規債務増加の抑制を重点としたことは、無駄な投資と借金を増やさず、潜在的な不良債権を増やさないこと、さらには既に限界に達している、投資に過度に依存した発展パターンから決別し、消費主導の持続的安定成長への舵を切ることを意味していた。

であれば、成長率目標はやや低めの方が、債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進するには好都合であったはずである。しかし、2014年3月の全人代では、2012年から3年連続で実質GDP成長率目標は7.5%前後に設定され、こうした期待が裏切られた経緯がある。

この7.5%前後という政府目標が、既得権益層への妥協の産物であれば、早晩、無理をした高めの経済成長路線が修正される可能性が高い。「まだ決められない政治」から「決められる政治」

への脱却であり、早ければ1~2ヵ月で、遅くても2015年3月の全人代でそれが明らかになるのではないかと。

大和総研は、中国が債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進する方向がより明らかになった段階で、中国の成長率見通しを引き下げつつもいる。成長率見通しの引き下げはネガティブにとられることが多いが、今の中国経済においては決してそうではない。

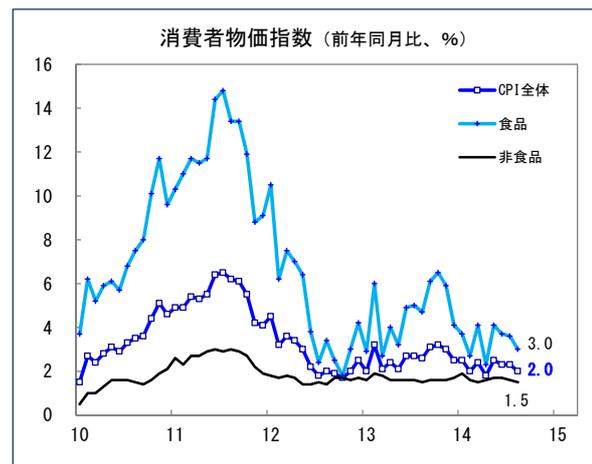
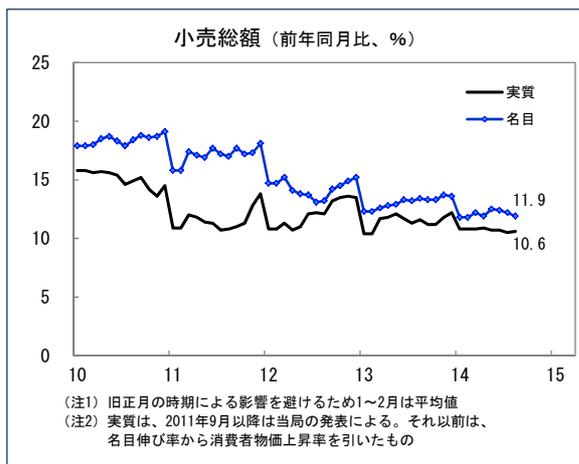
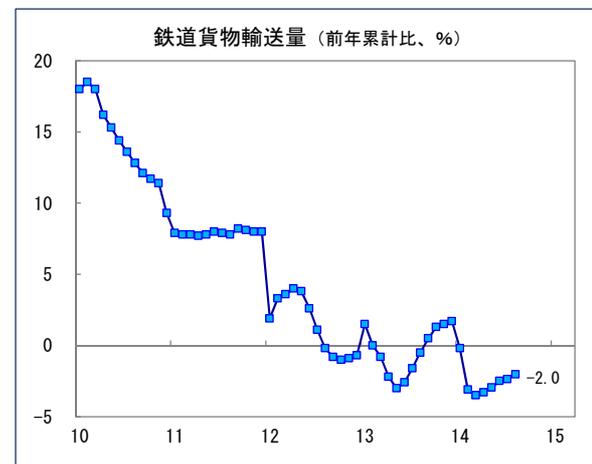
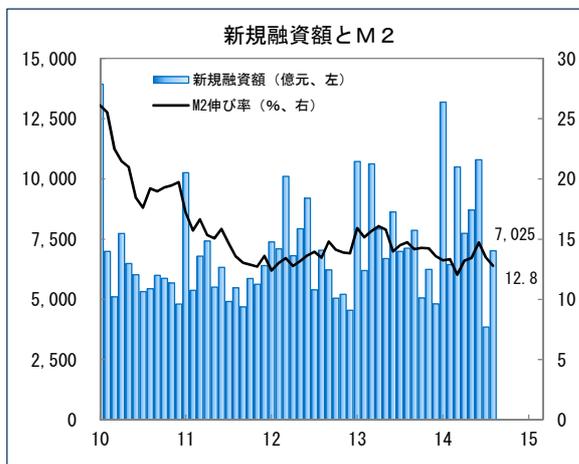
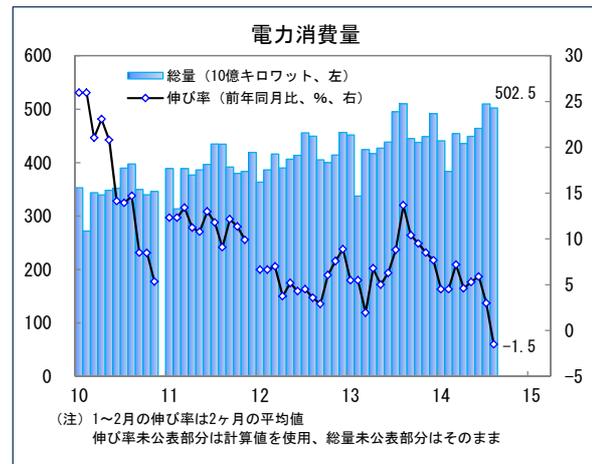
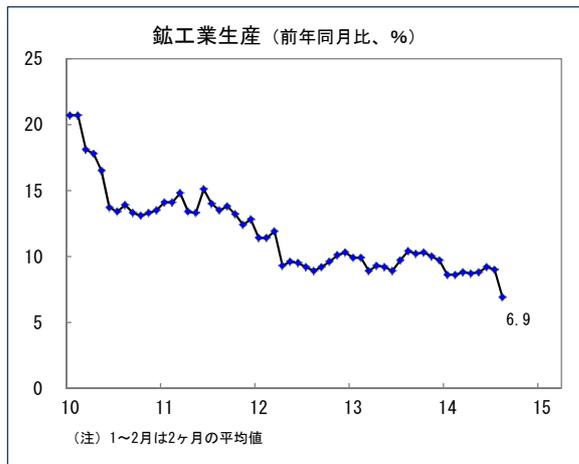
以上

### 主要経済指標一覧

	2014年3月	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	7.4	-	-	7.5	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9
電力消費量（前年同月比、%）	7.2	4.6	5.3	5.9	3.0	-1.5
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-3.5	-3.3	-3.0	-2.5	-2.4	-2.0
固定資産投資（前年累計比、%）	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5
不動産開発投資（前年累計比、%）	16.8	16.4	14.7	14.1	13.7	13.2
小売総額 名目（前年同月比、%）	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9
実質（前年同月比、%）	10.8	10.9	10.7	10.7	10.5	10.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0
食品（前年同月比、%）	4.1	2.3	4.1	3.7	3.6	3.0
非食品（前年同月比、%）	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1	-0.9	-1.2
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-2.3	-1.8	-1.5	-1.1	-1.4
新規融資額（億元）	10,497	7,745	8,708	10,793	3,852	7,025
M2伸び率（%）	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8
輸出（前年同月比、%）	-6.6	0.9	7.0	7.2	14.5	9.4
輸入（前年同月比、%）	-11.3	0.9	-1.5	5.5	-1.6	-2.4
貿易収支（億米ドル）	77.1	184.5	359.2	315.6	473.0	498.4
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	10.3	8.9	7.7	6.4	4.0	2.1
上海（前年同月比、%）	13.1	11.5	9.6	7.0	4.1	1.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-25.2	-22.1	-18.6	-16.4	-12.8	-10.5
完工面積（前年累計比、%）	-4.9	-0.3	6.8	8.1	4.5	6.7
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-3.8	-6.9	-7.8	-6.0	-7.6	-8.3
金額（前年累計比、%）	-5.2	-7.8	-8.5	-6.7	-8.2	-8.9

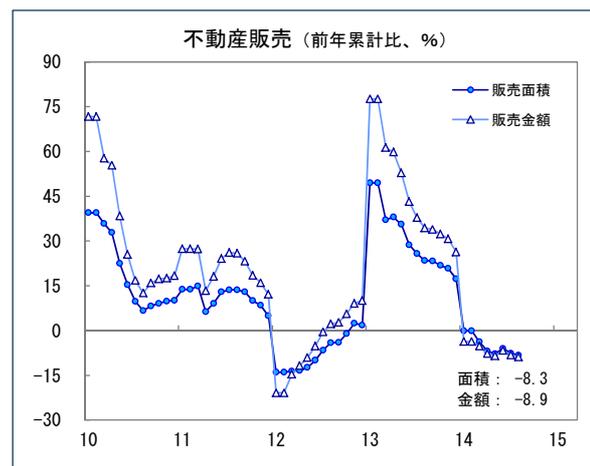
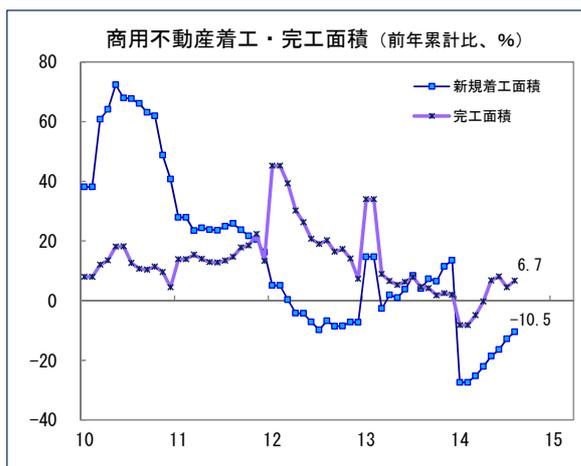
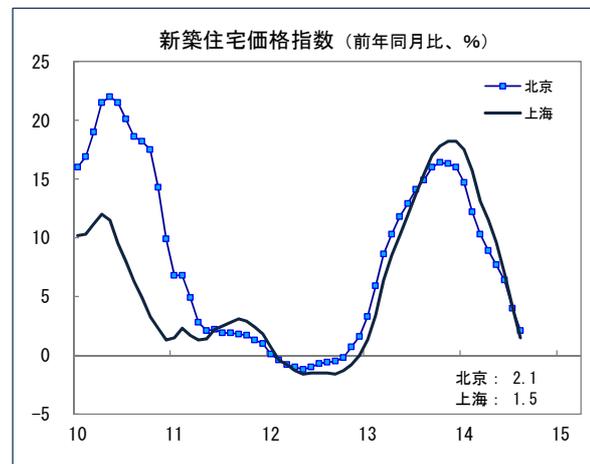
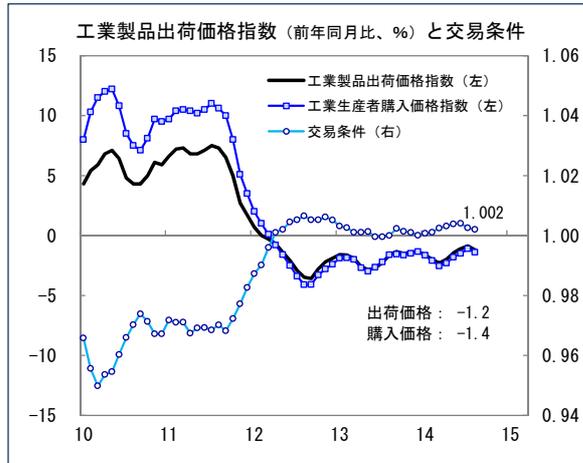
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成