

2015年4月20日 全9頁

中国：一段と減速する景気と難しい舵取り

4月20日に預金準備率を追加引き下げ

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

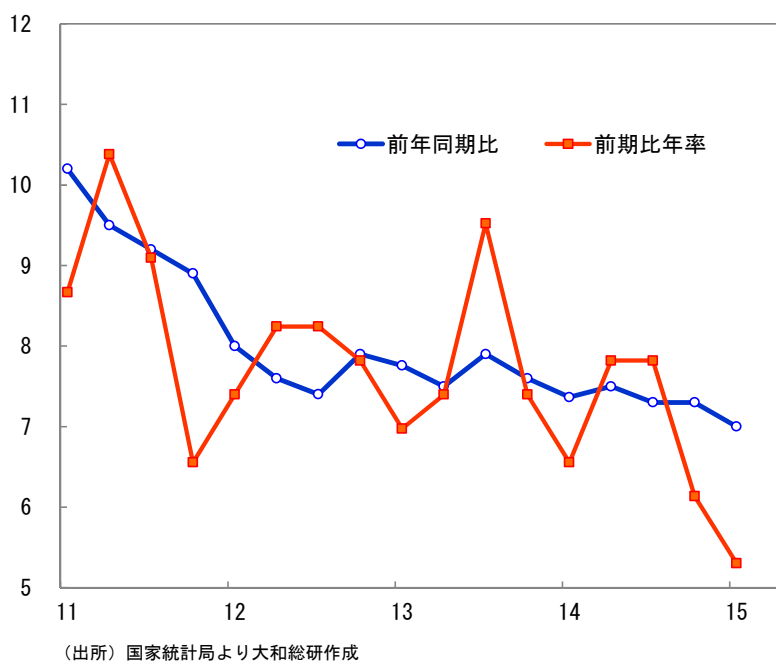
[要約]

- 国家統計局によると、2015年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比7.0%と、2014年10月～12月の同7.3%から低下した。3月の全人代（国会）で発表された2015年の政府目標である7.0%前後と同じ成長率とはいえ、2009年1月～3月の同6.6%以来6年ぶりの低い伸びとなった。1月～3月の前期比は1.3%と発表され、年率換算では5.3%と、昨年10月～12月の同6.1%から大きく減速している。
- 景気下振れ圧力は依然として大きい。李克強首相は足元でも「経済成長速度は合理的な区間内にあり、雇用は基本的に安定し、収入は堅調に伸び、エネルギー使用効率は向上している」などと、現状を肯定的に評価しているが、中国人民銀行の2015年第1四半期の貨幣（金融）政策委員会では、従前の「現在、経済運営はなお合理的な区間内にある」との表現が使われなくなっている。金融当局が経済状況に対して厳しい認識を持っているのは明らかであり、4月20日には預金準備率の追加引き下げが実施された。今後さらなる金融緩和を含めた景気下支え策が続くとみている。
- ただし、景気下支えの頼みの綱は、将来に付けを回しかねない、インフラ増強と、投資・投機の増大を容認した住宅市場の回復くらいしか見当たらないのが現状であり、中国政府は難しい舵取りを迫られよう。

2015年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比7.0%、前期比年率5.3%

国家統計局によると、2015年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比7.0%と、2014年10月～12月の同7.3%から低下した。3月の全人代（国会）で発表された2015年の政府目標である7.0%前後と同じ成長率とはいえ、2009年1月～3月の同6.6%以来6年ぶりの低い伸びとなった。1月～3月の前期比は1.3%と発表され、年率換算では5.3%と、昨年10月～12月の同6.1%から大きく減速している。

中国の実質GDP成長率（四半期）の推移（単位：%）

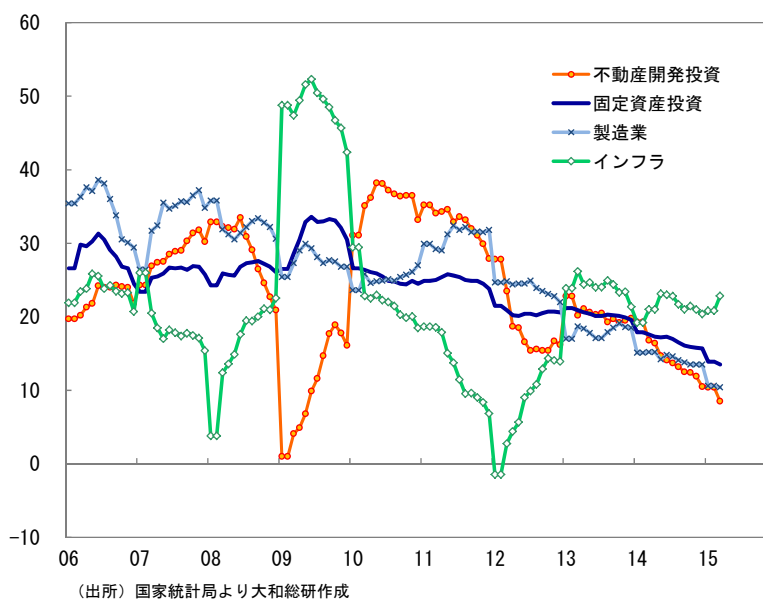


2015年1月～3月の固定資産投資は前年同期比13.5%増¹と、2014年の前年比15.7%増、2015年1月～2月の同13.9%増から一段と減速した。内訳を見ると、インフラ投資は2014年の同20.4%増⇒2015年1月～3月は同22.8%増と大幅増加を維持した一方で、鉱業投資は同0.7%増⇒同4.1%減へとマイナスに転じ、製造業投資は同13.5%増⇒同10.4%増へと3%ポイント伸びが低下した。不動産開発投資も同10.5%増⇒同8.5%増へと減速している。

鉱業、製造業、不動産関連投資が大きく減速（鉱業は前年割れ）するなか、インフラ投資の大幅増加を維持することで、固定資産投資の急減速を避ける構図は2013年から変わっていない。しかし、インフラ投資が何時までも下支えを続けられる保証はない。懸念されるのは、投資効率の低下であり、投資下支えと称して期待収益率の低いプロジェクトが増えれば、将来の不良債権増加リスクが高まることとなる。

¹ 四半期ごとに発表される実質伸び率では、2015年1月～3月は同14.5%増と、2014年10月～12月の同15.1%増から減速した。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）



2015年1月～3月の鉱工業生産は前年同期比6.4%増と、2014年の前年比8.3%増から伸びが低下した。3月単月では前年同月比5.6%増にとどまったが、地域別には、東部は同6.3%増、中部は同6.3%増、西部は同7.1%増だったのに対して、資源・重工業への依存度が高い東北地区（黒龍江省、吉林省、遼寧省）は同3.2%減とマイナスに落ち込んでいる。

中国がアジアインフラ投資銀行（AIIB）を設立する大きな背景の一つが、この東北地区の再活性化である。鉄道、道路、橋梁、港湾、空港などのインフラ整備によって、将来的に、アジアの鉄鋼、セメントなどの需要が高まる。まずは、東北地区からの輸出増加が期待されているのである。

ただし、AIIBは年内の設立が目指され、アジアのインフラ需要が顕在化するのには、少し先の話である。4月10日に、李克強首相は吉林省長春市で「東北三省経済運営座談会」を開催し、景気下振れ圧力が大きい東北地区の経済安定を図るために、①重要インフラ事業を早期に始動し、2016年～2020年の第13次5ヵ年計画のプロジェクトを前倒しで着工する、②消費拡大に力を入れる、③バラック住宅の改築など民生事業を拡大する、④設備製造業の海外進出と国際的生産能力の最適化を推進し、東北振興産業投資基金の設立を検討する、といった措置を講じるとした。④はAIIBの設立を念頭に置いたものであり、①はそれまでのつなぎとして、東北地区のインフラ投資拡大で景気を下支えしようとしているのであろう。ここでも頼みの綱はインフラ投資となっている。

消費は相対的に堅調な推移が続く

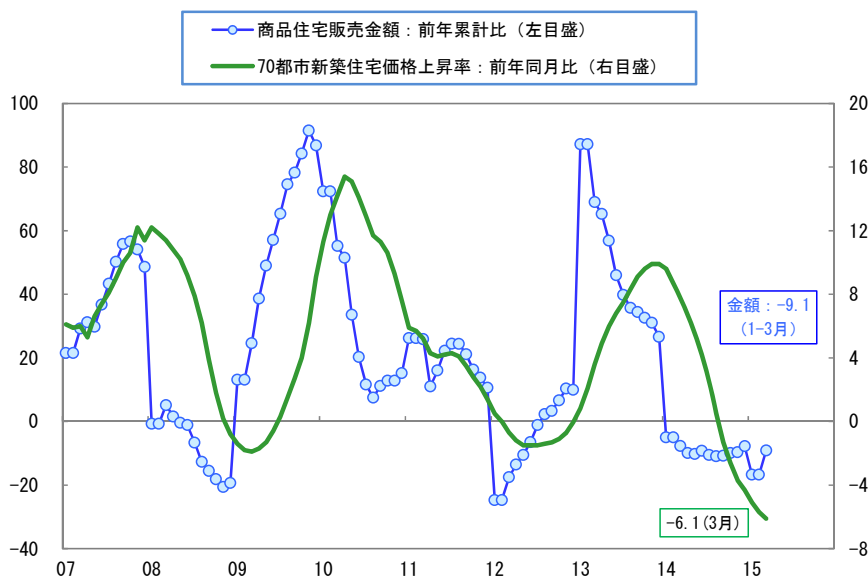
消費は相対的に堅調な推移が続いている。2015年1月～3月の実質小売売上は前年同期比10.8%増と、伸び率は2014年の前年比10.9%増からほぼ変わらなかった。2015年1月～3月の都市一人当たり可処分所得は実質で同7.0%増（2014年は前年比6.8%増）、農村一人当たり純

収入は同 8.9%増(2014 年は同 9.2%増)と、所得が堅調に増加していることがその背景である。高い所得増加率と高い消費性向に支えられた農村消費の堅調(1月～3月の農村部の名目小売売上は同 11.6%増、都市部は同 10.4%増)や、ネット販売の好調持続(同 41.0%増)、綱紀粛正の厳格化一巡による飲食収入の改善(同 11.3%増)が、堅調な消費を後押ししている。

一方で、家具・家電、自動車(住宅購入が居住目的の場合)など広い裾野を持つ住宅市場について、1月～3月の住宅販売金額は同 9.1%減と、2014年の同 7.8%減からマイナス幅が拡大した。こうしたなか、3月30日に、①中国人民銀行、住宅都市農村建設部、中国銀行業監督管理委員会は、1軒目の住宅ローンが未完済の家計が、2軒目の一般住宅を購入する際の頭金比率を40%以上(従来は60%以上)に引き下げる(住宅ローン金利は、銀行が返済人の返済能力、信用状況に鑑みて決定する)、②国家税務総局は、中古住宅転売の際の営業税の免税起点を保有5年以上から2年以上に短縮すること、を発表している。

上記①について、中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会は、2014年9月29日付けの住宅市場テコ入れ策のなかで、「1軒目の住宅ローンを完済している家計が居住条件の改善を目的に2軒目の一般住宅を購入する際は1軒目と同様に、頭金比率を30%以上(従来は60%以上)、ローン金利の下限は基準金利の0.7倍(従来は1.1倍以上)とする」など、住宅「実需」のテコ入れとローンの健全性維持を強調していたが、今回の追加テコ入れ策は、二重ローンを容認し、短期での住宅転売を促進するなど、住宅「投資・投機」を助長しかねない内容となっている。これは、住宅販売の不振が、景気の下振れリスクを高めていることへの中国政府の危機感の表れであり、実物投資を煽らないという従来の方針は明確に転換された。

中国の商品住宅販売金額と70都市新築住宅価格の推移(前年累計比、前年同月比)(単位:%)



(注) 住宅販売金額の1-2月は平均値
(出所) 国家統計局、ロイター社より大和総研作成

3月の輸出は前年同月比15%減

2015年1月～3月の輸出（米ドル建て）は前年同期比4.7%増、輸入は同17.6%減、貿易黒字は1,237.0億米ドルとなった。

中国税関総署のスポークスマンによると、1月～3月の輸入価格は同9.8%のマイナスとされ、数量は同8.6%のマイナスとなった計算である。前者は、原油など資源・エネルギー価格下落という資源輸入国に共通する要因であり、後者は、中国の固定資産投資を中心とする内需の減速や在庫調整が影響している。

貿易統計で意外だったのは、3月の輸出が大きく減少したことである。1月～2月は同15.0%増だったが、3月は前年同月比15.0%減と大幅な減少に転じた。①主要貿易相手国・地域では、米国を除いて景気回復が緩慢であること、②労働コストや人民元高により労働集約的産業を中心に価格競争力が失われていること、③農民工（農村からの出稼ぎ労働者）は旧暦の正月15日（今年は3月5日）まで休暇を取るケースも多く、今年は旧正月の影響が3月までずれ込んだこと、などがその要因として掲げられている。

上記③は一時的要因であり、心配は要らない。しかし、上記②、なかでも人民元高は輸出製品の価格競争力に直接的な影響を与えるだけに注意が必要であろう。この2年で円安が急速に進展し、2014年春以降はユーロが大幅安となるなか、米ドルとの安定性を最重視してきた人民元の実効為替レートは元高ペースが加速している。2014年年初からでもその上昇率は10.9%となった。元高加速が、中国の輸出に影響を与えている可能性があり、先行きにも懸念が残る。

人民元の実質実効為替レートの推移



(注) 2010年=100

(出所) 国際決済銀行[BIS]より大和総研作成

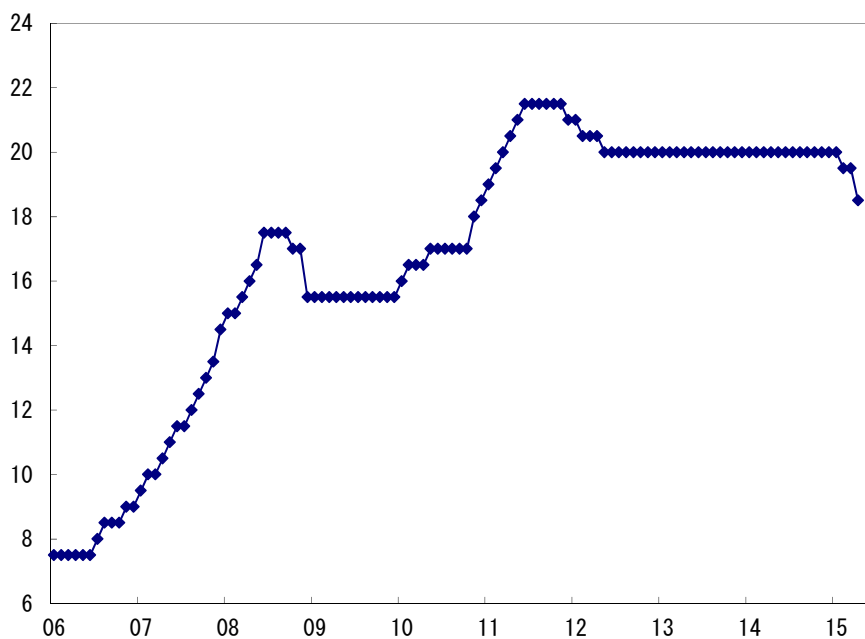
以上のように、景気下振れ圧力は依然として大きい。李克強首相は足元でも「経済成長速度は合理的な区間内にあり、雇用は基本的に安定し、収入は堅調に伸び、エネルギー使用効率は向上している」などと、現状を肯定的に評価しているが、中国人民銀行の2015年第1四半期の貨幣（金融）政策委員会では、従前の「現在、経済運営はなお合理的な区間内にある」との表現が使われなくなっている。金融当局が経済状況に対して厳しい認識を持っているのは明らかであり、4月20日には、預金準備率の追加引き下げが実施されている。

全ての金融機関を対象とした預金準備率引き下げは、2015年2月5日（0.5%引き下げ）以来であり、今回は1%の引き下げである。これによって大手行の預金準備率は18.5%となった。さらに、小型零細企業、三農（農業、農村、農民）、重要な水利プロジェクトへのサポートを強化するために、農村金融機関の預金準備率を追加で1.0%（合計2.0%）引き下げ、政策銀行である中国農業発展銀行の預金準備率を追加で2.0%（合計3.0%）引き下げた。三農向け、小型零細企業向け貸出が一定比率以上の国有銀行と株式制商業銀行についても、追加で0.5%（合計1.5%）引き下げるとしている。

今後もさらなる金融緩和を含めた景気下支え策が続くとみている。

ただし、これまで見てきたように、景気下支えの頼みの綱は、将来に付けを回しかねない、インフラ増強と、投資・投機の増大を容認した住宅市場の回復くらいしか見当たらないのが現状であり、中国政府は難しい舵取りを迫られよう。

大手行の預金準備率の推移（単位：％）



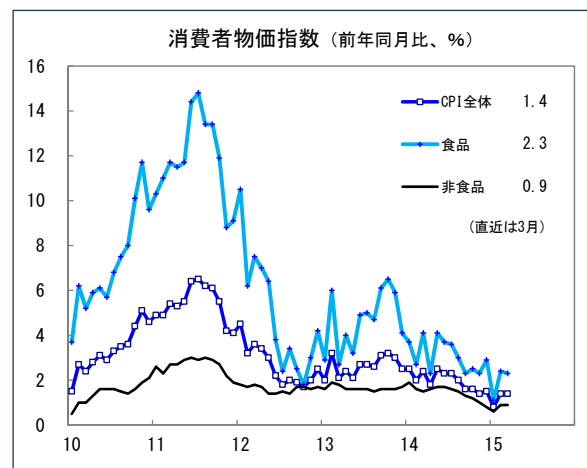
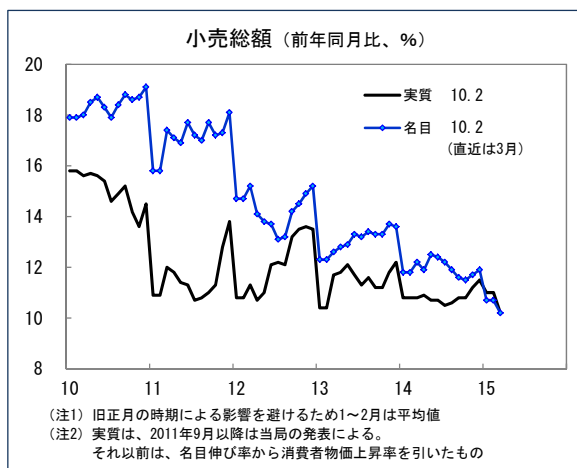
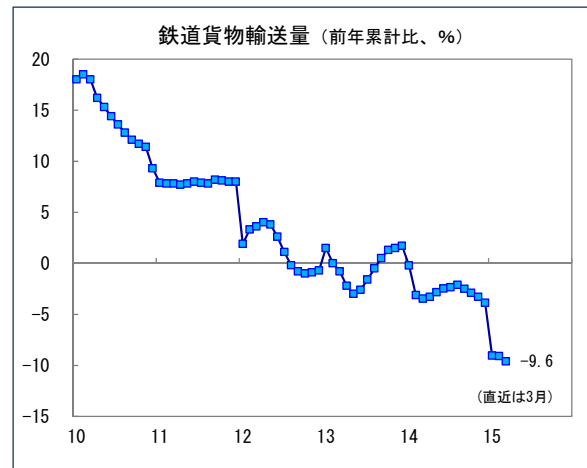
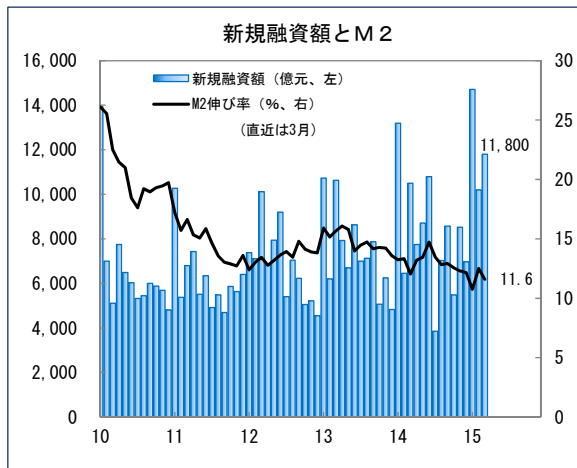
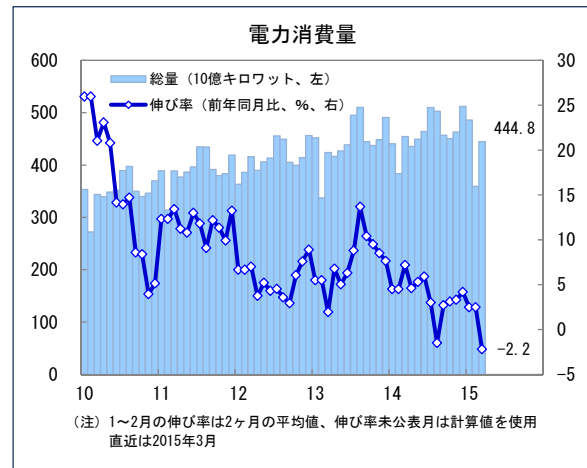
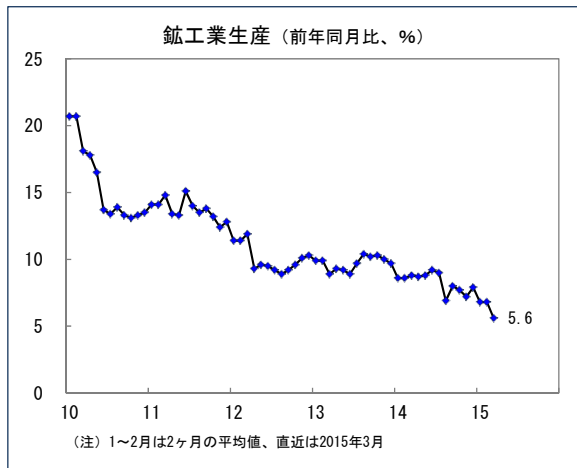
（注）中国人民銀行公表分のみ掲載、対象・期間限定のものは除外
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2014年10月	11月	12月	2015年1月	2月	3月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	7.3	-	-	7.0
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.7	7.2	7.9	6.8		5.6
電力消費量（前年同月比、%）	3.1	3.3	4.2	2.5		-2.2
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-2.9	-3.3	-3.9	-9.1	-9.1	-9.6
固定資産投資（前年累計比、%）	15.9	15.8	15.7	13.9		13.5
不動産開発投資（前年累計比、%）	12.4	11.9	10.5	10.4		8.5
小売総額 名目（前年同月比、%）	11.5	11.7	11.9	10.7		10.2
実質（前年同月比、%）	10.8	11.2	11.5	11.0		10.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.6	1.4	1.5	0.8	1.4	1.4
食品（前年同月比、%）	2.5	2.3	2.9	1.1	2.4	2.3
非食品（前年同月比、%）	1.2	1.0	0.8	0.6	0.9	0.9
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.2	-2.7	-3.3	-4.3	-4.8	-4.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-3.2	-4.0	-5.2	-5.9	-5.7
新規融資額（億元）	5,483	8,527	6,973	14,707	10,200	11,800
M2伸び率（%）	12.6	12.3	12.2	10.8	12.5	11.6
輸出（前年同月比、%）	11.6	4.7	9.7	-3.3	48.3	-15.0
輸入（前年同月比、%）	4.5	-6.8	-2.4	-19.9	-20.5	-12.7
貿易収支（億米ドル）	454.1	544.7	496.1	600.3	606.2	30.8
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-1.3	-2.1	-2.7	-3.2	-3.6	-3.7
上海（前年同月比、%）	-2.0	-2.9	-3.7	-4.2	-4.7	-5.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-5.5	-9.0	-10.7	-17.7		-18.4
完工面積（前年累計比、%）	7.6	8.1	5.9	-12.9		-8.2
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-7.8	-8.2	-7.6	-16.3		-9.2
金額（前年累計比、%）	-7.9	-7.8	-6.3	-15.8		-9.3

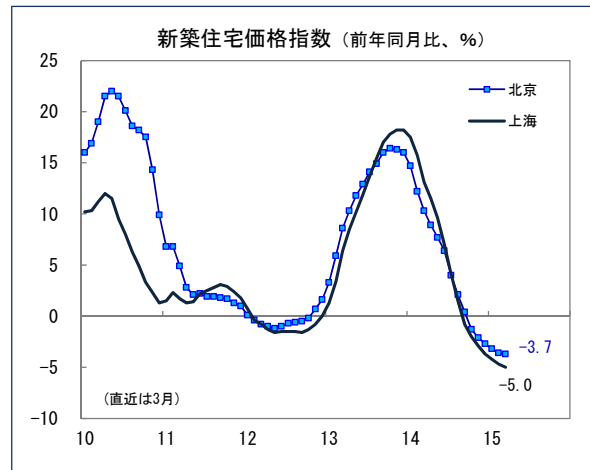
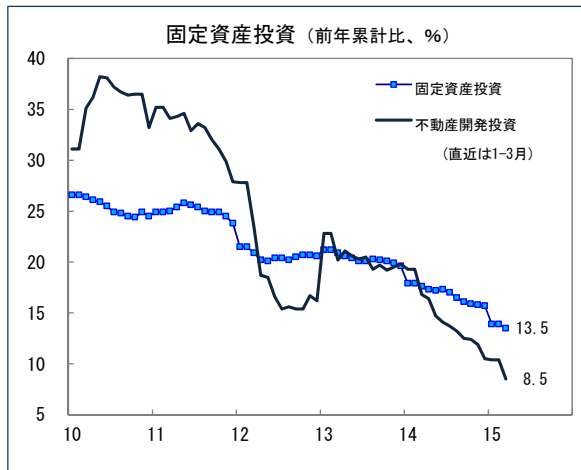
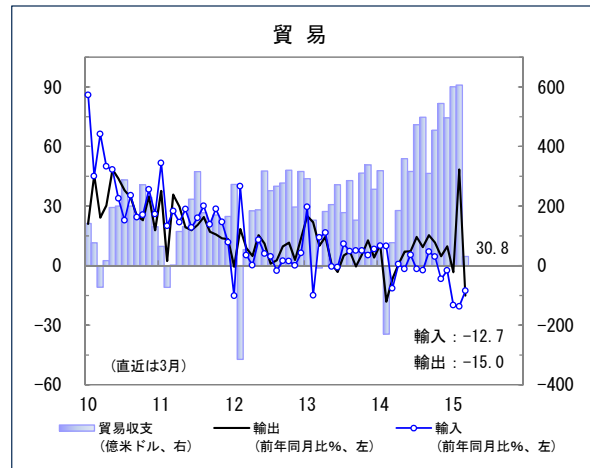
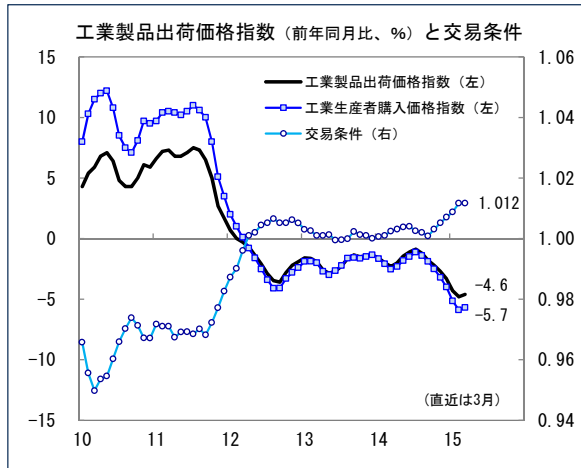
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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