

玉井 芳野（みずほ総合研究所 エコノミスト）

中国経済はかつてのような高成長に別れを告げ、減速傾向をたどっている。中国政府も、「中国経済は『新常态（ニューノーマル）』に移行しつつある」との認識を明らかにし、「中程度の高成長」への移行期にあると主張している。

本稿では、まず2014年の中国経済の動向を振り返り、減速の主因やそれに対する政策対応を分析する。その上で、2015年の中国経済をみる上で重要となるポイントについても解説する。

### 1. 2014年の中国経済

#### （1）緩やかな減速基調で推移

2014年の中国経済は緩やかな減速基調で推移し、2014年通年の実質GDP成長率は前年比+7.4%と、2013年の同+7.7%から鈍化した。7～9月期・10～12月期の実質GDP成長率はともに前年比+7.3%と、世界金融危機発生直後の2009年1～3月期以来の低水準となった（図表1）。

減速の主因となったのは、生産能力過剰問題や不動産市場の調整を受けた、投資の弱含みである。以下、それぞれの問題についてみてみよう。

#### （2）生産能力過剰問題

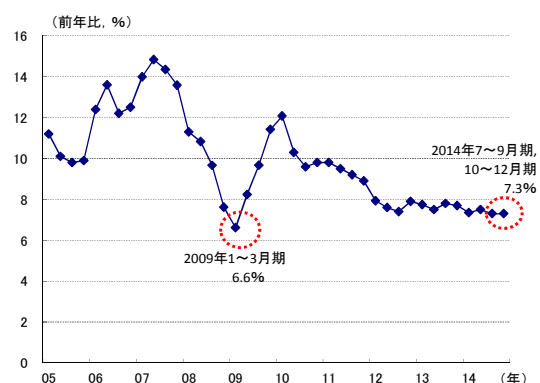
中国は、長年にわたり2桁台の高成長を維持してきたが、それを支えたのは投資の高い伸びであった。GDPに占める投資（総固定資本形成）のシェアは、2013年時点で47.3%と半分近くを占めており（図表2）、日本を含む他のアジア諸国・地域が過去経験した高成長期と比較しても、相当高い水準となっている。こうした高水準の投資の継続が、資本ストックの過剰感を生み、特に製造

業では生産能力の過剰が深刻な問題となっている。

2000年代後半以降、中国政府も生産能力過剰問題に対する政策対応を行ってきたが、世界金融危機発生後に実施された、4兆元（当時のレートで約56兆円）とも言われる大規模な景気刺激策をきっかけに、資本ストックがさらに過剰に積み上がることとなってしまった（三浦，2013）。

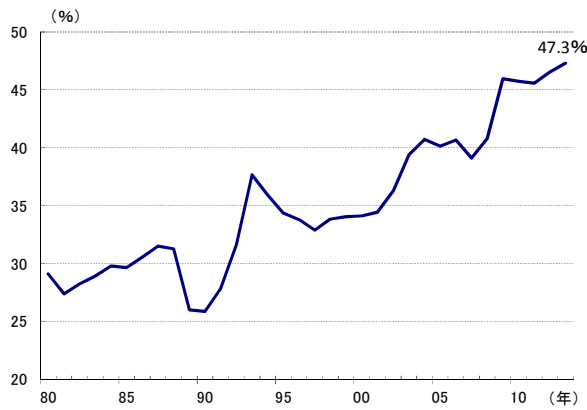
実際に、製造業の設備資本ストック循環図をみると、資本ストックが実際の成長率見合いで高い期待成長率ライン上にあり、調整圧力が残存していることが分かる（図表3）。

図表1 中国の実質GDP成長率



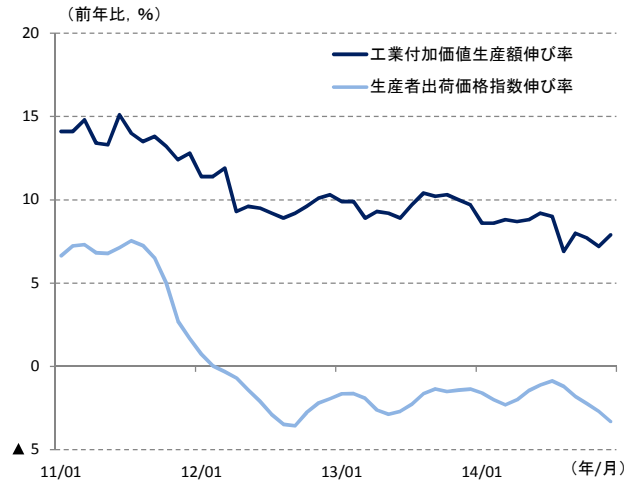
資料：中国国家統計局

図表 2 GDPに占める投資のシェア



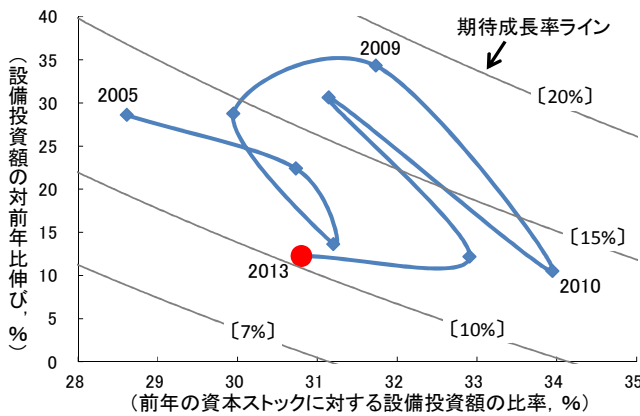
資料：中国国家统计局

図表 4 中国の工業付加価値生産額・生産者出荷価格指数



資料：中国国家统计局

図表 3 中国製造業の資本ストック循環図



注：1995年を起点としてベンチマークイヤー法により推計。  
資料：中国国家统计局

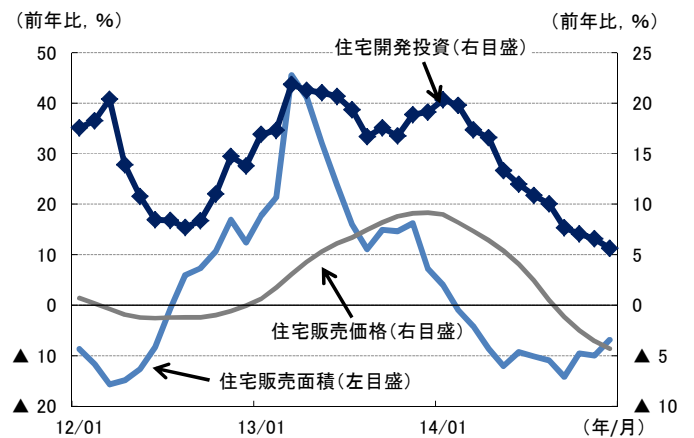
(3) 不動産市場の調整

こうした生産能力過剰問題に加え、さらに景気減速の要因となったのが、2014年に入ってから本格化した不動産市場の調整である。

不動産市場の中でもその大半を占める住宅市場についてみてみると、住宅販売面積の伸び（後方3カ月移動平均）が2014年に入り前年比でマイナスに転じ、それに遅行して住宅販売価格や住宅開発投資の伸びも鈍化した（図表5）。

特に、鉄鋼、セメント、電解アルミ、ガラス、船舶といった業種で、生産能力過剰問題が深刻となっている。2014年も、こうした生産能力過剰問題を背景とした調整圧力の大きさゆえ、製造業の投資が弱含んだ。それが資本財生産の伸びを抑えたこと、また、生産能力過剰業種では在庫調整圧力が高まりやすい状況に置かれていることなどから、工業付加価値生産額の伸び率も減速傾向をたどった。また、企業の製品出荷価格の動向を表す生産者出荷価格指数も、前年比マイナスの推移が続き、供給過剰の状態が改善していないことが示唆されている（図表4）。

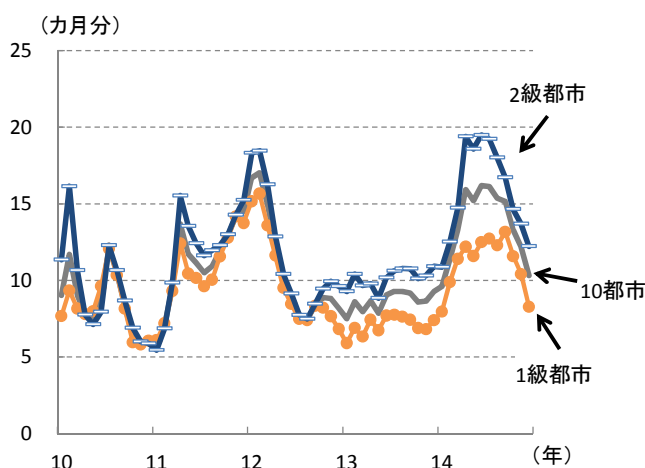
図表 5 住宅販売面積・販売価格・開発投資



注：新築商品住宅の指標。販売価格は70都市平均値、販売面積は全国の値（後方3カ月移動平均）。  
資料：中国国家统计局

この背景にあるのは、地方都市を中心とした住宅在庫の積み上がりである。足元では在庫水準の低下傾向がみられるものの、2014年中頃には、2級都市では前回調整局面を上回る水準となっていた（図表6）。

図表 6 住宅在庫水準



注：1. 住宅在庫水準は、当月末の在庫水準÷直近3カ月の月平均取引面積。  
 2. 1級都市は、北京、上海、広州、深圳の4都市。2級都市は、杭州、南京、青島、蘇州、寧波、廈門の6都市。  
 資料：WIND

中国では、地方政府がその財政収入の多くを土地使用権の売却収入や不動産関連税収に依存しているため、住宅開発用地の供給が増加しやすい傾向にある。また、住宅に対する投機需要の強さが強気の住宅開発姿勢を支えていた面があった。こうした中、中国政府は、2013年秋以降、北京や上海といった大都市を中心に、2軒目の住宅購入者に対する住宅ローン条件の厳格化などの投機抑制策を実施し、不動産市場の健全化を図ろうとした。これを契機に、住宅価格の値下がり期待が高まり、不動産市況が悪化したものと考えられる。

では、不動産市況の悪化はどのような経路を通じて中国経済の減速につながったのだろうか。

まず、投資や生産などの企業活動が停滞した。

不動産投資は固定資産投資全体の約2割を占めており、その鈍化が投資全体の伸びを押し下げた。さらに、鉄鋼、ガラス、セメント、一般機械などの産業では、住宅建設の派生需要が弱まったため、生産や投資が弱含んだ。また、家具・家電・内装用建材などの住宅関連消費の鈍化などを通じて、消費の伸びも下押しされた。不動産業と建設業における就業者数が、都市就業者総数の2割弱を占めていることから、雇用・所得環境の悪化を通じて、消費が減速した可能性もある。

これらのルートを通じて、不動産市況の悪化が中国経済全体に下押し圧力を与えたと考えられる。

#### (4) 景気下支え策の実施

景気減速を受けて、中国政府は2014年4月以降、相次いで景気支援策を実施した。その特徴は、2008年の世界金融危機発生後に実施したような大規模な景気刺激策を回避し、経済構造の改革や社会問題の解決に資する分野に的を絞り、財政・金融両面から下支えを図った点である。

財政政策については、財政支出の執行ペースを加速させ、中西部・貧困地区の発展を目的とした鉄道建設、バラック地区（質の低い住宅が密集している地区）の再開発などに力点を置いた。

金融政策では、小規模・零細企業や「三農」（農業、農村、農民）などに対象を絞った、選択的な金融緩和を実施した（図表7）。具体的には、これらのセクター向けの貸出比率が一定の水準に達した商業銀行の預金準備率を小幅に引き下げる、などの措置が採られた。また、不動産市場の悪化に歯止めをかけるため、住宅関連金融の緩和も実施した。

ところが11月22日、中国人民銀行は2年4カ月ぶりに利下げに踏み切った。2014年内は上述の

ような選択的金融緩和が継続されるだろう、との観測が大半を占めていた中、予想外の全面的金融緩和が実施された。

中国人民銀行は、「経済は合理的な範囲内で推移している」との認識を変えてはいない。それにもかかわらず選択的金融緩和から利下げに舵を切った理由としては、インフレ圧力の低下による実質金利上昇懸念の高まりや、景気下振れ懸念の高まりなどが考えられる。

2014年9月以降、消費者物価指数（CPI）は3カ月連続で前年比+2%を割り込み、インフレ圧力の低下が鮮明となった（図表8）。これをきっかけに、実質貸出金利が上昇し、企業の資金調達コスト高の問題が悪化することを懸念したのではないかと推察される。

さらに、秋口以降の主要経済指標が内需・外需ともに力強さに欠ける動きを示したことから、景気下振れ懸念への配慮を強める必要がある、と判断され、利下げが実施された可能性も高い。景況感を示す代表的な指標の一つである、中国製造業PMI（購買担当者景気指数）も、11月は50.3と10月（50.8）から低下し、景気拡大・縮小の分岐点である50をこらうじて上回る低水準となった。

ただし、今回の利下げの景気下支え効果については不透明性も存在する。今回の利下げは、貸出基準金利の引き下げ幅が預金基準金利の引き下げ幅よりも大きく、基準金利ベースでみて利鞘が縮小する。さらに、今回利下げと同時に、預金金利上限を預金基準金利の1.1倍から1.2倍に拡大することも発表されたが、これは利下げ後も預金金利（1年物）の上限が3.3%に据え置かれることを意味する。1年物貸出金利を6.0%から5.6%に引き下げる一方で、預金金利を上限の3.3%で据え置くとする、利鞘は利下げ前の2.7%Ptから2.3%Ptへと縮小する。

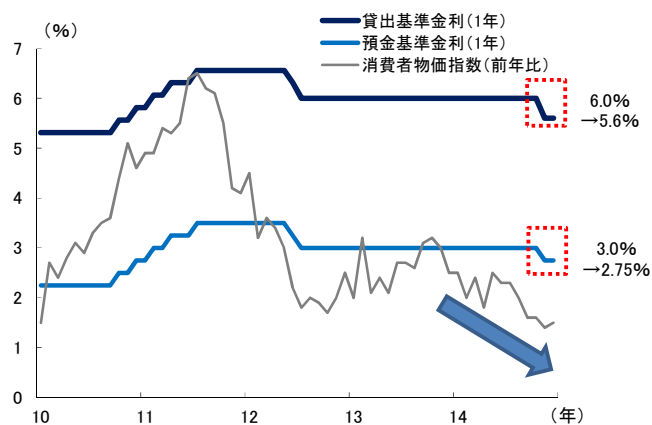
現在、銀行などの預金受入金融機関は、預金金利よりも高水準の金利を提供するインターネット金融や理財商品などへの預金流出圧力にさらされており、預金獲得のため、基準金利よりも高めに預金金利を設定する可能性が高い。こうした中、少しでも利鞘の確保を図ろうと、銀行などが国有企業や大企業と比べて信用力が低い小規模・零細企業などへの貸出金利を引き下げない可能性がある。そういった場合には、利下げの影響力が限定的なものになるだろう。

図表 7 2014年に実施された主要な金融政策

発表日	金融政策ツール	政策の内容
4月22日	預金準備率引き下げ	4月25日より、県域農村商業銀行と県域農村合作銀行の預金準備率をそれぞれ2%Pt、0.5%Pt引き下げ
6月9日	預金準備率引き下げ	6月16日より、「三農」（農業、農村、農民）や小規模・零細企業向け貸出比率が一定の水準に達している商業銀行の預金準備率を0.5%Pt引き下げ
7月21日	担保補完貸出	2014年4月に人民銀行が国家開発銀行に対してブラック地区の再開発向けの資金1兆元（期間3年）を供給したとの報道
8月8日	手形再割引枠の拡大	一部の人民銀行の支店に対して、手形の再割引の枠を120億元拡大。拡大分をすべて三農や小規模・零細企業向けの資金供給に充てることを指示
9月30日	その他（住宅金融の緩和）	住宅ローンの要件緩和など住宅関連金融の緩和を発表。1軒目のローンを完済していれば、2軒目購入についても1軒目と同じ貸出条件が適用される
10月15日	その他（住宅金融の緩和）	住宅積立金の利用条件を緩和
11月6日	中期貸借ファンリティーによる資金供給	人民銀行が、2014年9月に「中期貸借ファンリティー（MLF）」という資金供給手段を創設し、9月に5,000億元、10月に2,695億元の資金（期間3カ月物）を供給したと発表。対象は、国有銀行、股份制商業銀行など
11月21日	金利引き下げ	11月22日より貸出基準金利・預金基準金利を引き下げ（例えば1年物の場合、それぞれ0.4%Pt、0.25%Pt引き下げ）

資料：中国人民銀行ホームページよりみずほ総合研究所作成

図表 8 貸出・預金基準金利，消費者物価指数



資料：中国人民銀行，中国国家统计局

以上、2014年の中国経済をまとめると、生産能力過剰問題や不動産市場の調整によって投資を中心に減速したものの、財政・金融両面からの景気下支え策によって、景気腰折れは避けられたといえよう。中国政府も、「+7.5%前後」という成長率目標を達成できたと評価している。

## 2. 2015年の見通し

### (1) 資本ストック調整を背景に緩やかに減速

2015年の景気も、緩やかな減速傾向をたどるだろう。資本ストック調整圧力が残存しており、投資の自律的回復力が弱いとみられるためだ。不動産投資の底打ちも、2015年後半頃まで待つ必要があると考えられる。2014年12月時点で、住宅販売面積に底入れ感がみられるが、投資は販売面積に3四半期ほど遅れて推移する傾向にあるからだ。不動産投資は、今回の調整を終え底を打った後も、住宅購入層に当たる人口の減少などが住宅需要の鈍化につながるため、その回復ペースは緩慢なものになるとみられる。

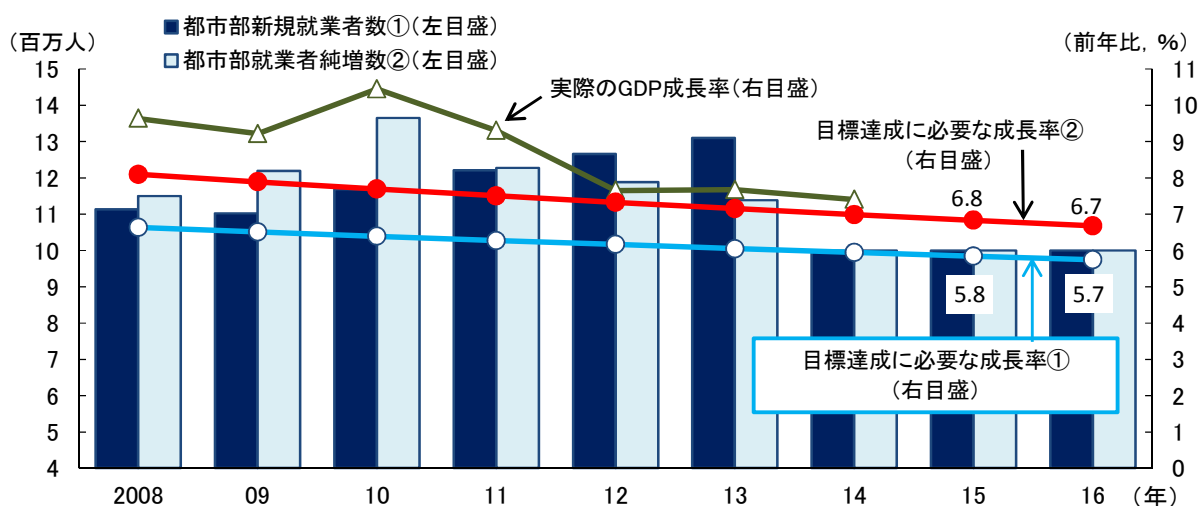
輸出は、堅調さを示す米国向けを中心に回復基調で推移する見込みだが、欧州経済の下振れなどが重石となり、投資の減速を補うほどの強い伸びは期待できないだろう。消費も、所得の伸び鈍化に伴って、緩やかに減速する見通しだ。

### (2) 成長率目標は+7.0%に引き下げられる見込み

中国政府は、2015年の成長率目標を、2014年の「+7.5%前後」から「+7.0%前後」へと引き下げる可能性が高い。資本ストック調整のためには投資の伸びを抑え、経済を減速させる必要があるが、他方で十分な雇用機会も創出しなければならず、この両者のバランスを図れる成長率が+7.0%前後とみられるためだ。

中国政府は雇用確保の度合を測る目安として都市部新規就業者数を採用しており、2014年の目標は1,000万人であった。ただし、中国が発表している関連の統計には①都市部新規就業者数と②都市部就業者純増数の2種類ある。この2種類

図表 9 都市部新規就業者数の増加と実質GDP成長率の関係



注：「都市部新規就業者数①」は、政府目標として採用されている指標で、当該年の都市部における雇用機会新規創出数から定年や病気・死亡により離職した自然減分を引いた数値。「都市部就業者純増数②」は、さらにリストラ等、自然減以外の理由による減員分も引いた数値とされ、当該年末の都市部就業者数から前年末の同就業者数を引いた数値。「目標達成に必要な成長率」は、①、②ともに1,000万人の増加に必要な実質GDP成長率。具体的には、2001～2013年の非第1次産業の実質GDP成長率と①、②の関係について回帰分析を行い、同目標の達成に必要な非第1次産業の実質GDP成長率の水準を推計し、さらに、第1次産業については2014年以降も2001～2013年の年平均実質GDP成長率で成長すると仮定することで、全産業の実質GDP成長率を試算した。

資料：中国国家统计局

の統計に基づいて、1,000万人の雇用の増加に必要な成長率をそれぞれ計算すると、2015年で①は5.8%、②は6.8%となる（図表9）。この2つの数値を比べると、②の方がリストラなどによる減員分を加味した統計を基に推計されているため、より高い成長率が求められる結果となっている。そこで②の統計を採用し、2015年も2014年同様1,000万人増の雇用目標が掲げられるとした場合でも、+6.8%程度の実質GDP成長率を実現できれば、この目標を達成できるという計算となる。

2014年の全国人民代表大会（国会に相当、以下「全人代」）で、李克強首相が受容可能な成長率の下限について、「十分な雇用と国民収入の伸びが確保できるレベルだ」と述べたように、中国政府は雇用・所得環境の安定を重視しており、その姿勢は2015年も変わらないと考えられる。

政府の雇用重視姿勢の背景には、生産能力過剰業種の淘汰に伴う失業者の増加が予想されること、多くの大学・大学院卒業生が労働市場に引き続き供給されること、都市化の推進に伴い農村戸籍保有者の都市部での雇用の受け皿が必要となること、などがある。雇用が確保できなければ、

経済成長の前提となる社会の安定も確保できない、との考えに基づき、雇用目標と成長率との関係が重視されているとみられる。

2015年の成長率目標は、2015年3月に実施予定の全人代で発表されるが、それを探る鍵となるのが、2014年12月9～11日に実施された中央経済工作会議の内容である。会議終了後に公表された文書の中で、中国政府は、経済が新たな発展段階、すなわち「新常态（ニューノーマル）」に達したため、成長率の低下は避けられないと強調している。「新常态」とは、これまでの「高成長」から「中程度の高成長」へと成長率がシフトしつつある状態、また規模・速度重視の成長から質・効率重視の成長への経済成長パターンの移行状態を指す。今回、これまでの中央経済工作会議では使用されていなかった「新常态」という言葉を多用し、消費、投資、輸出といった分野別にそれぞれ「新常态」が何を意味するのか、詳しく言及しているが、いずれも成長スピードよりも成長の質向上が重要だとの認識が貫徹されており、ここからも、成長率目標引き下げの公算が強まっていると考えられよう（図表10）。

図表 10 「新常态（ニューノーマル）」下の具体的な変化と中国経済の今後の方向性

分野	過去	今後
消費	模倣型・ブーム便乗型	個性追求型、消費の多様化
投資	30年超の大規模な開発・建設	旧来型産業は飽和の一方、インフラの相互接続、新技術・新製品等への投資機会は増加
輸出・国際収支	輸出が成長のけん引役	世界の需要不振、コスト競争力が低下。輸出による経済下支えは依然必要
生産能力・産業組織	かつては供給不足が主たる問題	旧来型産業は供給過剰 産業高度化、集約化、生産の小型化・スマート化・専門化が必要
比較優位	労働コストの低さ	高齢化、農村余剰労働力の減少で、イノベーションによる成長けん引が必須に
市場競争の特徴	規模・価格競争が中心	質・差別化に基づく競争が徐々に主流に
資源環境制約	制約は少ない	環境の再生能力の上限に達しているか、それに近い状態
経済リスク	—	経済減速に伴い、リスクが徐々に顕在化 ハイレバレッジ、バブルを主たる特徴とする各種リスクの解消には、一定の時間が必要
資源配分・マクロ調整	—	全面的な刺激策の効果は明らかに低下 生産能力過剰問題の解消、市場メカニズム発揮による新産業の発展促進が必要

経済は「新常态（ニューノーマル）」に入り、今まさに「高成長から中程度の高成長」へ移行中。自ら「新常态」に適応していくことが必要

資料：「中央経済工作会议在京举行」（『新华网』2014年12月11日）

### (3) 財政政策・金融政策の方向性

仮に成長率目標が引き下げられたとしても、投資が自律的回復力に欠け、その減速を補うほどの輸出や消費の伸びも期待できない状況ゆえ、成長率目標達成のためには、財政・金融政策による下支えが一定程度必要だ。

中央経済工作会議の中では、2015年の経済政策について、2014年同様、「積極的財政政策、穏健な金融政策」という方針を維持することが示されている。ここから、大幅な金融緩和策が採られる可能性は低いことがわかる。また、同会議で「全面的な景気刺激策の効果は明らかに逡減している」「ハイレバレッジやバブルを主たる特徴とする各種リスクの解消には一定の時間が必要」と言及されていることから、全面的な景気刺激策は回避される方針だと推察される。

では、どのような方法で景気下支えを図ろうとしているのだろうか。

まず、財政政策については、2014年の方針を引き継ぎ、構造改革や国民生活の改善に資する分野への支出が中心となるだろう。中西部の鉄道建設やバラック地区の再開発、環境保護施設の建設などが継続される見込みだ。それに加えて、今回の中央経済工作会議では、2015年の重要任務の一つとして、地域経済体の発展が掲げられており、そこに財政資金を充てる可能性もある。中でも、「一帯一路（シルクロード経済ベルトと海のシルクロード）」「京津冀（北京・天津・河北）<sup>けいしんき</sup>協同発展」「長江経済ベルト」の三大戦略を2015年に重点的に実施する、としている。

金融政策については、中央経済工作会議の文書で、「適度な緩和と緊縮により注力する」とあり、緩和一辺倒の姿勢ではないことに注意が必要だ。その理由としては、先述したように、ハイレバレッジやバブルなどのリスクが残存しており、緩和

的な金融政策によってそれらのリスクが再燃してしまう可能性があるからだろう。

したがって、成長率目標対比でみた景気の下振れ度合いに応じて、また物価の動向を睨みながら、追加利下げや預金準備率引き下げなどを実施する可能性はあるが、それがバブルや生産能力過剰につながるよう、ある分野では引き締めるといった形で対応するものと考えられる。

なお、預金準備率引き下げについては、預金保険制度の導入のタイミングも睨みながら検討されると考えられる。2014年11月30日、中国人民銀行と国务院法制弁公室は、「預金保険制度条例（意見募集稿）」を発表した。意見の募集期間は30日間で、2015年上期に正式な預金保険制度条例が発表される可能性が高いとも言われている。

当条例によれば、預金保険制度とは、預金受入銀行が保険料を納付して預金保険基金を形成し、個別の預金銀行の経営に問題が生じた際に、預金保険基金を使用し預金者に償還を進めることで、預金者を保護する制度だ。金利自由化のためには必要な制度だが、その導入に向けたプロセスには長らく時間がかかってきた。

現在、大手銀行は、金融リスクへの対応力を高めるためもあって、20%という高水準の預金準備率を中国人民銀行に課せられている。この状態のまま、預金保険制度が導入され、預金保険料の納付を求められると、銀行の負担が大きくなってしまふことが予想される。そのような状況を避けるために、預金保険制度導入後、銀行が中国人民銀行に預金準備率の引き下げを求める可能性が高い。

### (4) 「新常态」適応のために求められる改革

中国経済が今後、「新常态」に適応していく上で最も必要なのが、持続的成長の実現に向けて難

度の高い改革を進めていくことだ。

中央経済工作会議の文書では、具体的に、2015年は「行政許認可、投資、物価、独占業界、フランチャイズ、政府のサービス購入、資本市場、民営銀行参入、対外投資などの分野の改革を急ぐ」と言及している。また、国有企業改革についても、「企業活力の増強、効率の向上を中心に据え、企業のコアとなる競争力を高める」としている。

以上挙げられた改革に共通するのは、資源（労働力・資本・土地）の配分において市場に決定的な役割を担わせるという、市場経済化のさらなる推進が求められているということだろう。まさに、2013年11月の「三中全会」（中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議）で、改革の重点とされたことである。

すでに、2014年の間にも、行政許認可権限の撤廃・委譲や、地方政府債の起債メカニズムの整備が進むなど、一部の改革で進展がみられた。ただし、国有企業に代表されるように、既得権益層の抵抗が改革の進展を阻んでいるとの見方もある。

習近平政権は、「新常态」への適応が求められているという認識を広めることで、大規模な景気刺激策ではなく、改革によって中国の持続的成長を実現させようとしているとみられる。経済の減速が続く中で、一時的な効果しか持たぬカンフル剤を打ち続けるのではなく、長期にわたって効果が持続する改革へ着手できるのかどうか。2015年の中国経済は、2014年以上に難度の高い挑戦に直面することとなるだろう。

## 《参考文献》

- 伊藤信悟、玉井芳野（2014）「利下げに踏み切った中国～『選択的金融緩和』からの離脱とその背景～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年12月2日)
- 伊藤信悟、三浦祐介（2013）「中国『三中全会』コミュニケーション解説～1周年を迎えた習政権の改革への決意と課題～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年11月15日)
- 玉井芳野（2014）「中国の預金金利自由化の展望～鍵を握るのはセーフティーネットの構築～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年7月1日)
- 三浦祐介（2013）「中国経済を苦しめる生産能力過剰～資本ストック循環が示唆する調整圧力の強まり～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年5月16日)
- みずほ総合研究所（2014）『経済がわかる論点 50』（東洋経済新報社）

## プロフィール

たまい よしの

みずほ総合研究所 調査本部アジア調査部中国室 エコノミスト。2011（平成23）年東京大学大学院総合文化研究科国際社会科学専攻修了。同年、みずほ総合研究所入社。中国・香港経済の調査担当。著書に、『経済がわかる論点 50』（共著、東洋経済新報社）等。