

## 景気下振れ圧力が依然強い中国経済

王 雷軒

**要旨**

2016年4~6月期の成長率はひとまず下げ止まった。財政支出の拡大によってインフラ投資が大きく伸びたこと、また個人消費もネット販売などの好調さを受けて堅調に推移したことが背景にある。しかし、投資全体では低迷が続くと見られるほか、消費も好調さを維持することは困難と見込まれることなどから、年後半の成長率は6%台後半に留まるだろう。

### 景気下振れ圧力は依然強い

16年4~6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と1~3月期(同6.7%)から横ばいで、15年4~6月期以来1年ぶりに成長鈍化が止まった。前期比では、1.8%と1~3月期(1.2%)から加速した。ネット販売や自動車販売の好調さが続いたことを受けて個人消費は底堅かったほか、政府主導のインフラ投資も引き続き大幅に伸びたことが背景にある。

その結果、16年上半年の成長率は6.7%と、政府が掲げている16年の成長目標である「前年比6.5%~7.0%」の範囲内に収まった。

さて、景気の先行きについては、民間投資の低迷が続くと見られるほか、消費も底堅さを欠くと見込まれることなどから、このまま回復に向かうほどの勢いは

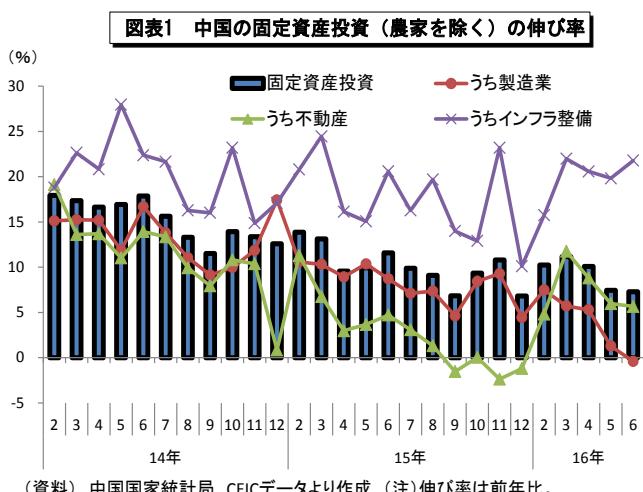
なく、16年後半にかけては景気下振れ圧力が依然強く、成長率は6%台後半に留まるだろう。以下では、これらの景気下押し要因を確認してみよう。

まず、投資(設備投資・不動産開発投資・インフラ投資)については、製造業の設備投資(投資全体の3割)は6月に前年比▲0.4%に落ち込んだ(図表1)。年後半にかけては、政府が民間投資の増加を促す政策を打ち出すことで設備投資の落ち込みに歯止めがかかるとの期待もあるが、鉄鋼などの過剰生産能力の削減を加速すれば力強い回復は見込めない。

さらに、不動産開発投資(投資全体の2割)も住宅在庫の解消を進めるなか、鈍化基調が続くと思われる。実際に、大都市を中心に住宅価格が高騰しており、それを抑制するための購入制限が相次い

で発表された。これを受けて足元の不動産開発投資は既に鈍化し始めたが、先行きも中小都市の住宅在庫がいまだに解消されておらず、低い水準で推移する可能性が高いと思われる。

ただし、インフラ投資(全体の2割程度)は財政支出の拡大によって大幅に伸びた。先行きも高速鉄道整備の加速などを受けて拡大基調で推移すると見ているが、製造業の設備



投資の低迷と不動産開発投資の弱まりをカバーできず、投資全体では鈍化が続くだろう。

また、消費については、4~6月期の6.7%成長を下支えしてきたが、好調さを維持することは難しいと見られる。16年上半期の家計所得の実質伸び率は鈍化傾向にあり、今後の消費の伸びを抑制する要因となろう。

さらには、2億人以上が被災したと言われる98年の大洪水を思い出させるほどの洪水が6月以降、武漢や広州などの南部の広い地域で相次いで発生した。7月にも北京・天津・河北省などの北部や東北地域でも道路冠水が発生し、集中豪雨による被害が拡大している。史上3番目の被害規模と指摘されるこの洪水は工場操業の停止などによって7~9月期の成長に悪影響を与えるだろう。

海外との貿易に目を転じると、中国の輸出が大きく好転させる材料は見当たらない。鉄鋼や太陽光パネルをめぐり、中国とEUとの貿易摩擦があるほか、IMFが世界経済見通しを下方修正したように世界経済の低迷が続くと見られることから、輸出拡大も期待薄であろう。

一方、7月に入って共産党、そして政府も相次いで経済情勢関連の会議を開き、

改めて成長目標の達成の必要性を強調した。16年は第13次5カ年計画（16~20年）の初年度であり、多少無理をしても成長目標を達成するだろう。年後半にかけて景気下押し圧力を和らげるため、追加金融緩和のほか、財政支出のさらなる拡大を通じて景気を下支えていくと見られる。

## 大幅な人民元安進行の可能性は低い

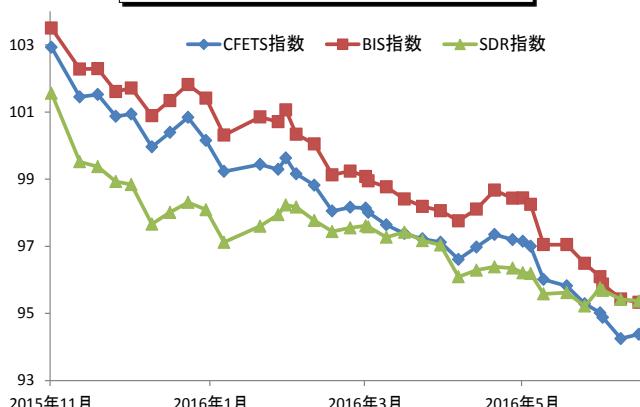
こうしたなか、中国当局が緩やかな人民元安を容認するスタンスをとっているという見方は多い。7月中旬には人民元が対米ドルレートで10年9月以来の安値である1ドル=6.7人民元台までに下落した。また、16年に入ってからは中国外貨交易中心（CFETS）が発表した主要13通貨からなる通貨バスケットに対する人民元指数も緩やかな下落が続いている。当局のスタンスに変化が生じたと判断されよう（図表2）。

しかし、急激な人民元安になると、中国からの資本流出が加速してしまい、金融混乱を引き起こす可能性がある。加えて16年は中国がG20の議長国であるため、近隣窮乏化策である人民元安誘導と批判されることを回避したいという意向も強いと思われる。さらに、これまでの

当局の要人らが大幅に人民元安になるようなファンダメンタルズはない」と述べてきたということと整合的でなくなる可能性もある。これらを背景に今後とも大幅な人民元安になる可能性は低いと考えられる。

足元でも、市場予想を小幅に上回った実質GDPや鉱工業生産などの経済指標の改善などを受けて1ドル=6.7人民元を超える人民元安は持続していない。（16.7.22現在）

図表2 人民元指数の推移(14年末=100)



(資料) 中国外貨(汇)交易中心、CEICデータより作成 (注)直近は16年7月15日。