

リサーチ TODAY

2015年 3月 20日

## 中国では原油安でも景気減速が続く2つの理由

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

世界的な原油価格の下落は原油純輸入国である中国経済にプラスの影響をもたらすが、その恩恵を弱める要因が存在する。みずほ総合研究所は、原油価格下落の中国経済への影響に関するレポートを発表している<sup>1</sup>。ここで恩恵を弱める2つの要因とは、①エネルギー集約度の高い産業における過剰生産能力の問題、②自動車販売や住宅関連消費の伸び悩みである。

原油価格の下落は、理屈上は「投入コスト低下→企業収益改善→投資増加」や、「物価下落→実質可処分所得改善→個人消費増加」の道筋等を通じ、景気を押し上げる。ただし、下記の図表に示されるように、エネルギー集約度の高い産業の多くが過剰生産能力を抱えることから、原油価格の下落によって企業収益にプラスの影響が生じても、新規投資が生まれにくいと考えられる。

■図表 中国の生産能力過剰問題の深刻度(2014年)

(単位: %)

	非常に深刻	やや深刻	問題なし
全産業	15.5	58.5	26.0
2013年	12.8	58.3	28.9
鉱業	42.3	42.3	15.4
製造業	16.7	61.5	21.8
製紙・紙製品	31.3	53.1	15.6
非鉄金属冶金・圧延加工	25.0	50.0	25.0
鉄鋼冶金・圧延加工	24.2	66.7	9.1
非金属鉱物製品	21.4	65.0	13.6
紡織	20.4	72.5	7.1
食品・酒・飲料	20.0	55.0	25.0
電機・電器	19.8	55.2	25.0
アパレル・服飾	19.3	56.1	24.6
一般機械	19.2	63.4	17.4
産業機械	18.1	61.2	20.7
化学原料・同製品	17.6	64.8	17.6

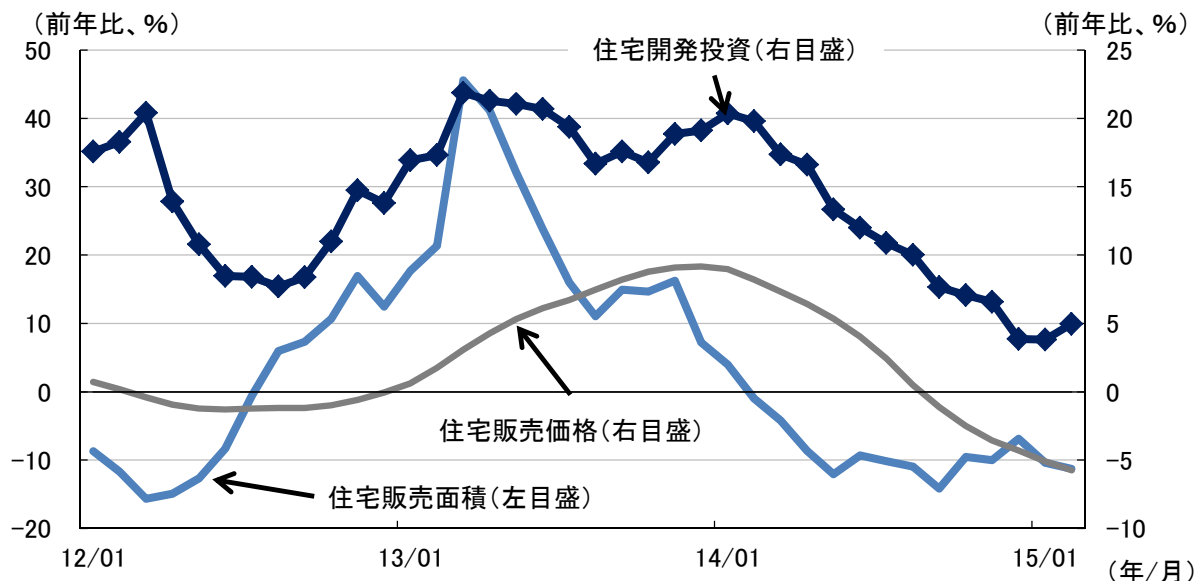
(注) 製造業の中で網掛けを付けた業種はエネルギー集約度の高い業種。調査時点は2014年8~9月。

(資料) 中国企業家調査系統「企業経営者対宏観形勢及企業経営状況的判断、問題と建議」(『管理世界』2014年第12期) などによりみずほ総合研究所作成

また、個人消費については、可処分所得が改善しても、住宅販売の力強い回復が見込みにくいことから、小売販売の約1割を占める家具・家電・建材といった住宅関連消費が伸び悩む可能性が高い。次ページの図表に示されるように、住宅販売面積の伸びは足元で底打ちの兆しをみせているが、住宅販売の回復ペースは穏やかなものに止まるだろう。つまり、足元で住宅投資が若干回復しているが、これは一時的なものであり、住宅投資の底打ちは2015年後半以降かつ、その回復ペースも遅いものになるだろう。住宅産業の就業者が都市部就業者の2割を占めることから、住宅分野の調整は雇用・所得環境の悪化をもたらしや

すく、その結果、消費が下押しされる可能性もある。

### ■図表：中国の住宅販売面積・販売価格・開発投資推移



(注) 販売面積、開発投資は3カ月移動平均の伸び率。

(資料) 中国国家统计局、CEIC Data よりみずほ総合研究所作成

3月5～15日に、中国は全人代(国会に相当)を開催し、今年の経済運営方針や数値目標、財政予算等を発表した。そこでは今年の成長率目標が「前年比+7.0%前後」に引き下げられた(昨年:同+7.5%前後)。資本ストック調整のために経済を減速させつつも十分な雇用を確保できる水準というのが+7.0%前後の成長の意味である。中国政府は最近、中国経済が「新常态(ニューノーマル)」に移行しつつあることを強調している。ここで「新常态(ニューノーマル)」とは、30年近く維持されてきた2桁台の成長から中高速度の成長へと成長率の水準シフトを指す。こうした認識の下、中国政府は今年の成長率目標を「+7.0%前後」に下げたが、原油価格下落という追い風だけではならず、財政・金融政策による下支えを強めなければ7%の成長を確保できない状態に中国はある。

中国はすでに、2014年11月に利下げを行い、さらに3月1日にも利下げを行っている。その狙いは、原油価格下落や内需の弱さに起因する物価低下によって生じる実質金利上昇、資金調達コスト上昇の解消にある。また、輸出に勢いがなければ利下げには人民元安誘導という思惑もあるものと考えられる。事実、人民元の対ドルレートは、利下げに転じた2014年11月以降、下落基調にある。

今日の世界は、各国の中央銀行による金融緩和の連鎖により、通貨切り下げ戦争状態にある。その通貨戦争に中国も加わったと言えるだろう。世界的な緩和競争によるマイナス金利、すなわち「金利水没」のなか、世界中の「浮き輪」、つまり、支えとなるのは米国くらいで、全面的なドル高状態になってしまった。一方、2008年のリーマンショック後の世界的な調整では、世界の支えとなる「浮き輪」の役割を中国が担った。しかし、そこで拡張し過ぎた副作用に苦しむ中国もここきて為替競争に身を投じている。しかも、近隣のアジア諸国も軒並み緩和競争に加わっている。さらには、中国の最大の貿易相手地域である欧州も通貨戦争の先頭を切って外需に依存しようとしている。これでは、世界は停滞連鎖からなかなか抜け出されそうにない。

1 玉井芳野「原油価格下落の中国経済への影響」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年3月4日)