

内需下振れ圧力の増大に対する景気刺激策

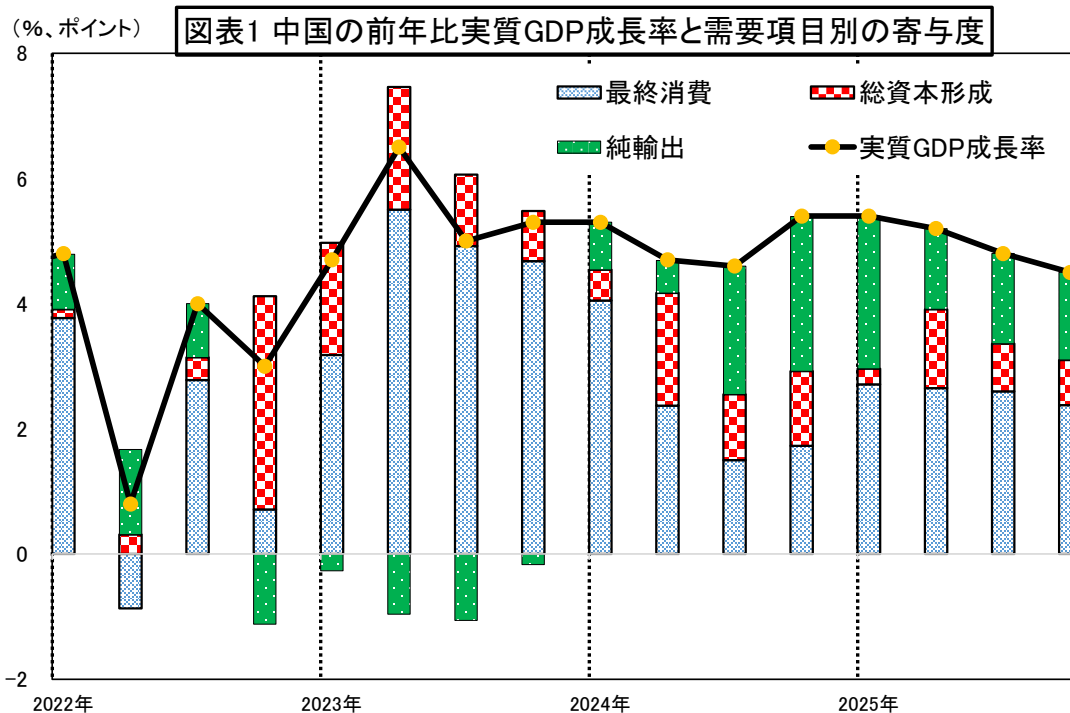
～当面は3月5日に開催予定の全人代を注視～

王 雷軒

要旨

輸出が底堅く推移したことに加え、消費促進策によって民間消費が一定程度押し上げられた結果、中国政府が掲げる「5%前後」という年間成長目標は達成された。2025年の成長率は24年と同水準となり、コロナ禍後の需要減退や不動産不況の影響で減速してきた中国経済には、下げ止まりの兆しがみられる。

しかし、民間消費の弱さと投資の減少を背景に、25年10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.5%へと減速した。先行きについては、景気刺激策による消費の一定の押し上げ効果とインフラ整備向け投資の持ち直しが期待されるものの、民間消費の低調さが続く予想される。加えて、不動産業と建設業の回復が見込めないことから、足元の26年1～3月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。



**25年10～12月期
の実質GDP成長率
は前年比4.5%へ
減速**

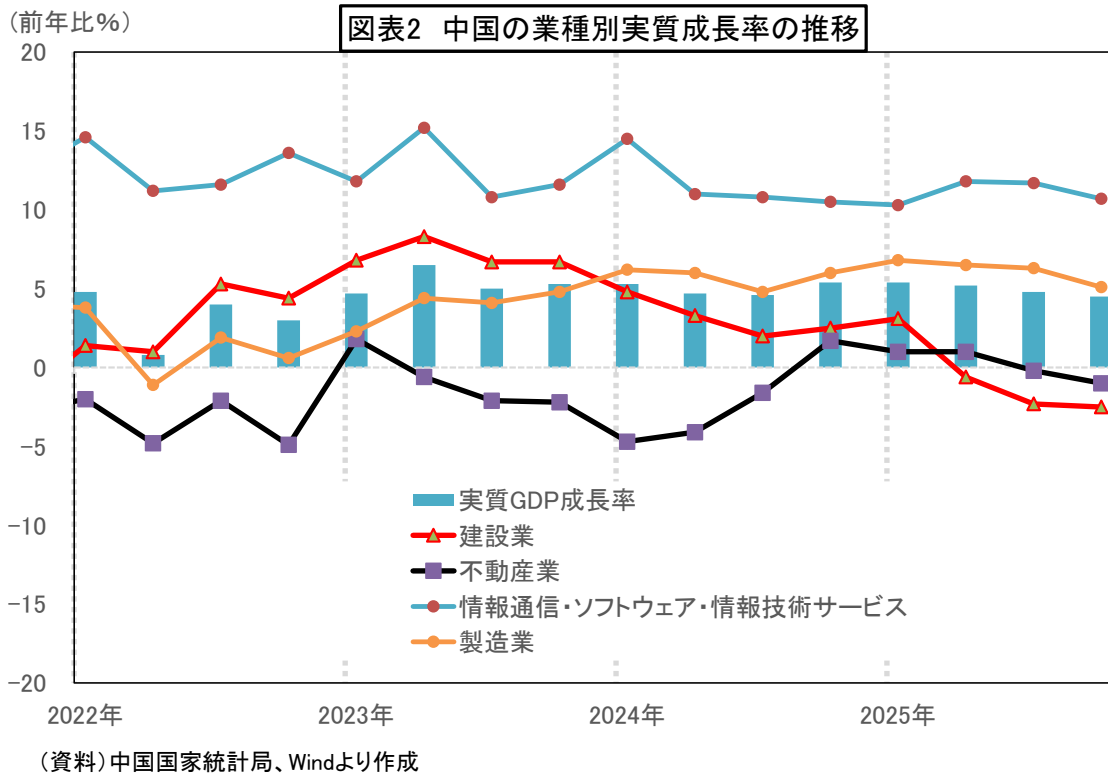
中国国家统计局が発表した25年10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.5%となり、7～9月期の同4.8%から0.3ポイント減速した(図表1)。

この前年比4.5%の成長率に対し需要項目別の寄与度をみる

と、最終消費は2.4ポイント、総資本形成は0.7ポイント、外需（純輸出）は1.4ポイントであった（図表1）。最終消費は10～12月期の成長に最も寄与したが、純輸出も8四半期連続でプラスを維持し、総資本形成を上回る寄与を示した。

また、名目GDP成長率は前年比3.8%にとどまり、実質成長率を下回る「名実逆転」は11四半期連続となった。景気回復の実感の乏しさを示す内容であろう。

とはいえ、併せて発表された25年通年の実質GDP成長率は前年比5.0%となった。輸出が底堅く推移したことや、消費促進策によって民間消費が一定程度押し上げられたことから、中国政府が掲げる「5%前後」という年間成長目標は達成された。25年は24年と同様の成長率となり、コロナ禍後の需要減退や不動産不況の影響で減速してきた中国経済には、下げ止まりの兆しが確認された。

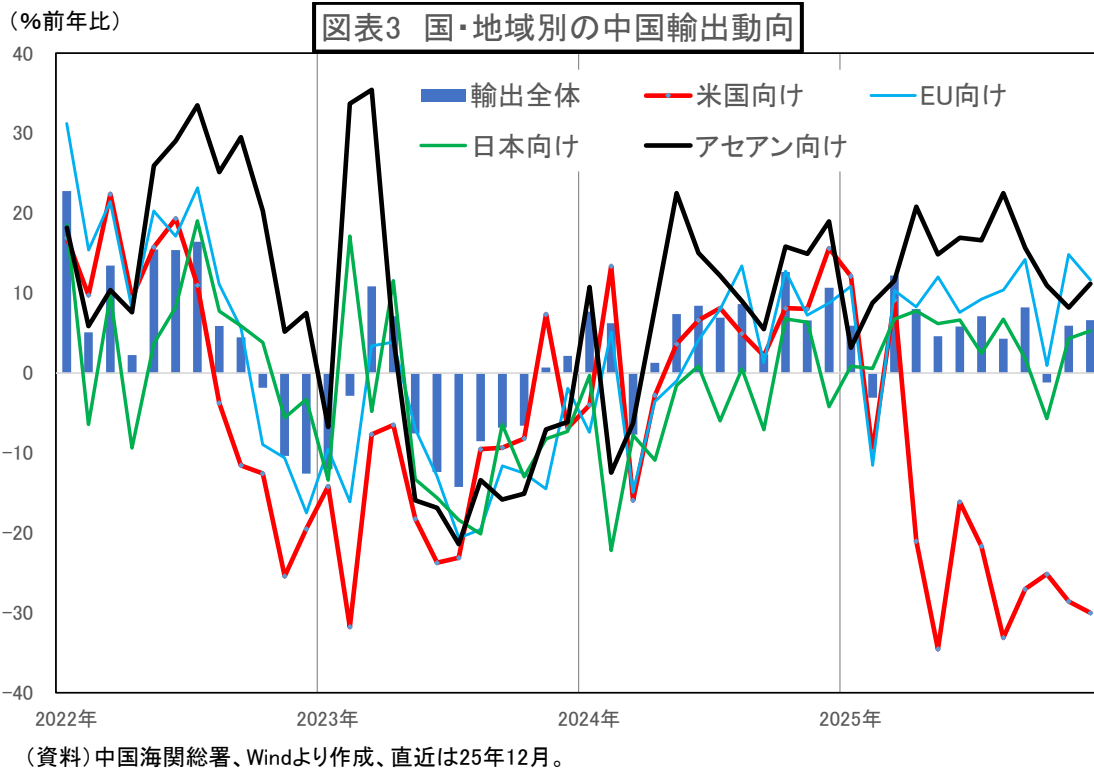


産業構造調整のなかで不動産業と建設業の低迷が成長の足かせに

足元の成長が一段と減速した背景には、①自動車や家電製品等の消費促進策により民間消費への押し上げ効果が一巡したこと、②地方財政の債務問題などの影響を受けたインフラ整備向け投資が減少に転じたこと、③不動産開発投資が一段と悪化したこと、が挙げられる。不動産業は前年比▲1.0%と2期連続

のマイナス成長になった（図表 2）。不動産開発投資の長期停滞や地方財政事情の厳しさなどを背景に、建設業も同▲2.5%とマイナス幅がさらに拡大した。

一方、今回の成長を下支えした要因として、①輸出は、対米輸出が急減速したものの、輸出先の多角化や企業の自助努力などで比較的堅調に推移したこと、②輸出の底堅さもあり、鉱工業生産は比較的好調だったこと、③AI や半導体関連への投資は大きく伸びたこと、が列举される。実際、業種別の前年比実質成長率を確認すると、堅調な輸出や AI ブームを背景に製造業と情報通信・ソフトウェア・情報技術サービスはそれぞれ前年比 5.1%、同 10.7%と、いずれも全体の実質 GDP 成長率（前掲の 4.5%）を上回った（図表 2）。



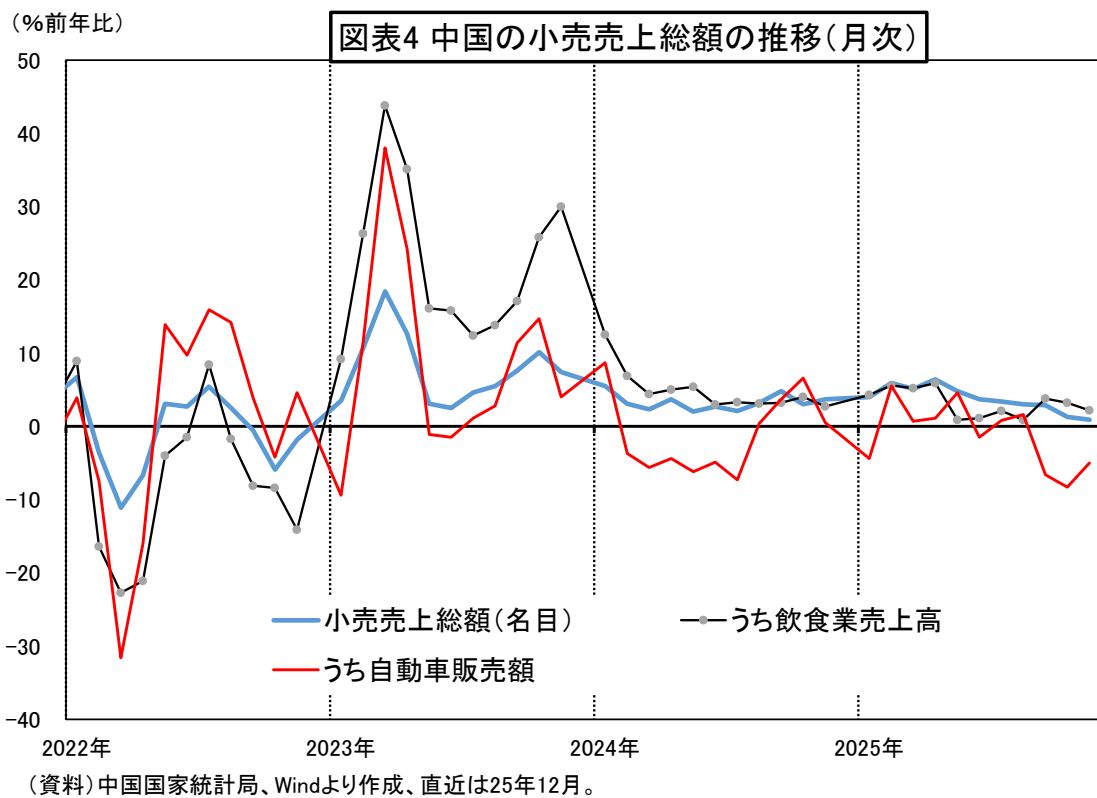
輸出全体は堅調な推移

中国の対米輸出は、米中通商摩擦の「休戦」にもかかわらず、高関税の影響などから大幅な低迷が継続している。25年12月の対米輸出（ドル建て速報値）は前年比▲30.0%、9か月連続の前年割れとなった。しかし、米国以外の輸出は底堅さを維持している。ベトナムやマレーシアなどアセアン向けの輸出は同11.1%と堅調に推移。さらに、EU向け輸出は同11.6%と大きく伸び、日本向け輸出も同5.3%と2か月連続のプラスを維持し

た（図表 3）。また、AI 投資の世界的拡大や国内製造業の高度化を背景に、半導体や自動車などの輸出は大幅に伸長したこともあり、12 月の輸出全体は同 6.6%と底堅さを維持している。

その結果、トランプ関税で大きく懸念された 25 年通年の輸出は前年比 5.5%と、24 年の同 5.8%からやや鈍化したが、底堅さは維持された。輸出額から輸入額を差し引いた貿易黒字は 1 兆 1,189 億ドルとなった。

26 年の輸出については、政府や業界による過度な値下げ競争の抑制を意味する「反内巻」政策の更なる推進により、輸出価格の下落に一定の歯止めがかかる可能性がある。また、米中対立緩和や米国経済の底堅さから、対米輸出の減少幅縮小も期待される。これらを踏まえると、中国の輸出全体は引き続き底堅さを維持する可能性が高いと見込まれる。

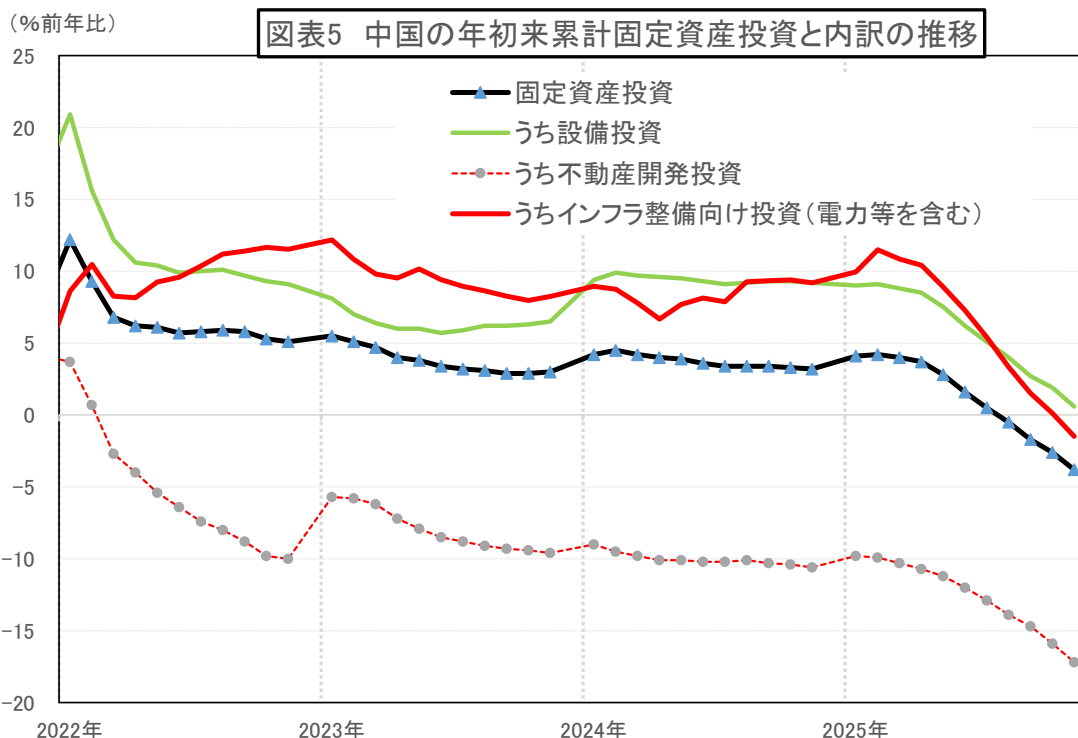


民間消費は弱まりつつある

民間消費に目を向けると、消費促進策が消費を押し上げる効果が薄れつつあるほか、雇用と所得をめぐる環境が依然として厳しく、民間消費は弱まりつつあるとみられる。25 年 12 月の小売売上総額は前年比 0.9%と 11 月（同 1.3%）からさらに減速した（図表 4）。

内訳をみると、自動車販売額は同▲5.0%と、3か月連続での前年割れとなった。家電・音響機器も同▲18.7%と、大幅な反動減が生じている。また、飲食業の売上高は同2.2%と、11月（同3.2%）から減速したほか、不動産不況の影響により、建築・内装資材も同▲11.8%と前年割れ状態が続いている。

先行きについては、26年の消費財買い替え促進策の前倒しで、一定の消費押し上げ効果が期待されるが、所得や雇用をめぐる環境は依然として厳しく、消費者の節約志向が続くため、消費は当面軟調に推移するとみられる。



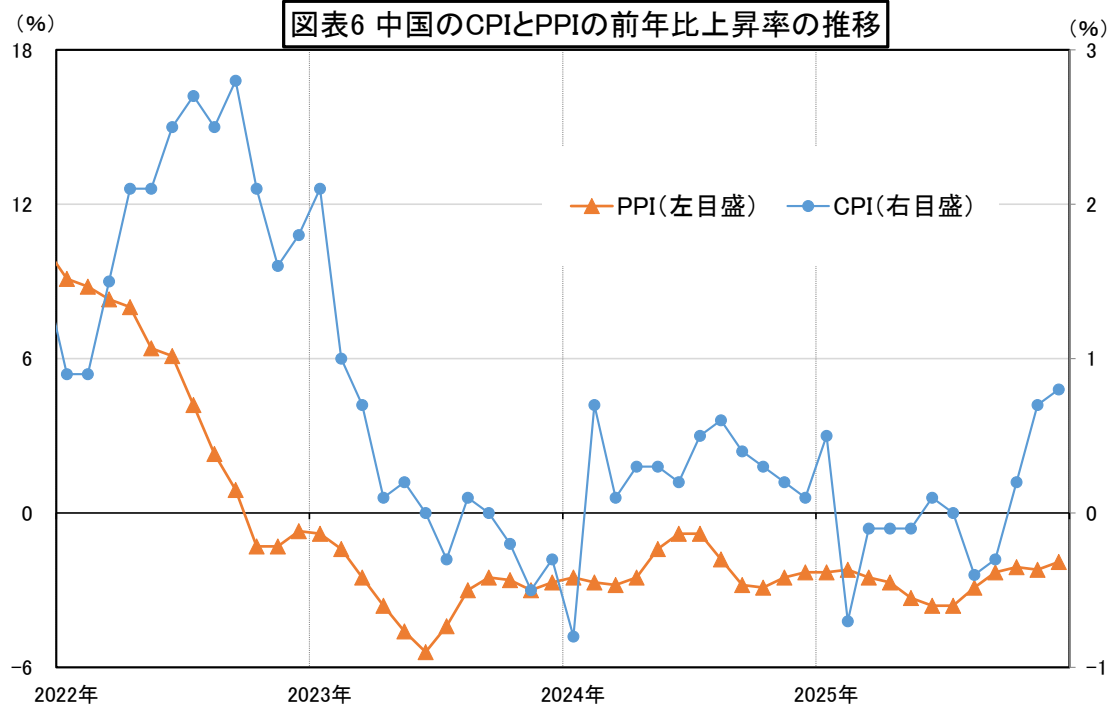
不動産開発投資の悪化等で固定資産投資全体が減少

また、25年通年の固定資産投資は前年比▲3.8%と4か月連続の減少となった（図表5）。これは1989年以来のマイナスであり、投資意欲を喚起することが重要な課題となっている。

内訳をみると、不動産市場の調整がなお継続しているため、不動産開発投資は同▲17.2%と一段と悪化している。また、インフラ整備向け投資（電力等を含む）は同▲1.5%と固定資産投資全体を上回ったものの、減少している。さらに、「反内巻」が進められていることで一部業種の新規投資が制限されたこともあり、設備投資は同0.6%にとどまり、辛うじてプラスを維持したものの、低調な推移となった。

先行きについては、積極財政によりインフラ整備向け投資は持ち直す可能性が高い。一方で民間投資の意欲が依然として低く、設備投資への慎重姿勢が続くと見込まれるほか、不動産市場の調整もなお時間を要することから、固定資産投資の回復ペースは限定的とみられる。

図表6 中国のCPIとPPIの前年比上昇率の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年12月。

物価は低位で推移

前述のとおり、民間消費の弱さや不動産開発投資の長期低迷などを受けて、物価は低位で推移している。25年10～12月期のGDPデフレーターは前年比▲0.7%と11四半期連続のマイナスとなっている。ただし、足元の物価の下落圧力はやや和らいだとみられる。

25年12月の消費者物価指数（CPI）は前年比0.8%と11月（同0.7%）から上昇率が拡大し、3か月連続のプラスとなった（図表6）。価格変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコアCPIは同1.2%と3か月連続で1%以上を維持した。また、生産者物価指数（PPI）は前年比▲1.9%と11月（同▲2.2%）から下落幅が縮小した。

今後の物価については、内需拡大策の効果や過度な値下げ競争（内巻）の抑制への取組みなどにより、CPIの前年比上昇率は回復傾向が続くと見込まれる一方、PPIが前年比下落の局面から脱却するには、しばらく時間を要する見通しである。

図表7 26年1月に打ち出された主な景気刺激策

金融緩和措置	①各種の構造的金融政策ツールの金利を0.25ポイント引き下げた
	②商業用不動産物件の最低頭金比率を現行の50%から30%に引き下げた
積極財政措置	①中小・零細企業向け融資の利子補給
	②民間投資向け特別保証制度の実施
	③民間企業の社債発行に対するリスク分担メカニズムの構築
	④設備更新融資の利子補給
	⑤サービス業事業者向け融資利子補給
	⑥個人消費ローンの利子補給

(資料) 中国人民銀行、財政部の記者向け会見をもとに作成

26年入り後の金融緩和措置

こうしたなか、25年12月に開催された「中央経済工作会议」では、26年の経済運営方針として、「内需拡大」を最重要課題と位置づけ、「一段と積極的な財政政策」と「適度な金融緩和と政策」の継続を示した。

その一環として、26年1月9日の国务院常务会议では、内需拡大のために金融政策と財政政策との協調が重要であると指摘され、以下のような取組みを行うことが示された。具体的には、①民間消費の促進に向けては、サービス業の事業者向け融資や個人消費ローンの利子補給などの措置を最適化する。②民間投資の支援に関しては、中小零細企業向け融資の利子補給措置を実施し、民間投資向けの特別保証制度を設け、民間企業の社債発行に対するリスク分担メカニズムを構築し、設備更新融資の利子補給措置を最適化すること、が決まった。

これを受け、中国人民銀行（中央銀行）は、1月15日に金融緩和措置を発表した。主な内容は次の2点が挙げられる（図表7）。①各種の構造的金融政策ツールの金利を0.25ポイント引き下げた（構造的金融政策ツールの詳細については、当社刊行の『農林金融』25年11月号の拙稿「重点領域への信用供与を促進する中国人民銀行の構造的金融政策の手段」を参照）。②商業用不動産物件の最低頭金比率を現行の50%から30%に引き下げたなど、が1月19日に実施された。

今のところ、企業や家計の資金需要は強くないことから、こうした緩和措置の効果は限定的と見込まれる。今後は、預金準備率と政策金利（LPR）の引き下げが実施される可能性が高い。

財政部が示した 6 つの政策措置

また、1月20日、財政部（日本の財務省に相当）も次の6つの政策措置を公表した（図表7）。

①は、中小・零細企業向け融資の利子補給である。これは中小・零細の民間企業の発展を支援する新たな措置であり、関連分野の企業が受ける融資に対して利子補給を行うものである。重点分野には、新エネルギー車、産業用ロボット、医療機器、移動通信機器など14の重点産業、さらに科学技術、物流、情報・ソフトウェアなどのサービス分野、農林畜産・漁業などが含まれる。利子補給率は融資総額の1.5%、最長2年であり、単一企業が受けられる利子補給対象融資の上限は5,000万元である。

②は、民間投資向け特別保証制度の実施である。これも新たな措置であり、中小・零細民間企業の融資に対して保証を提供するものである。対象となる企業は、生産現場の改善、工場や店舗の改修・増築などの事業活動に必要な中長期融資について支援を受けられる。単一企業が受けられる保証対象融資額は2,000万元である。従来の政府系融資保証制度は主に中小企業や農業分野を支援してきたが、今回の特別保証では中型企業も対象に加えられ、保証上限が2,000万元へと大幅に引き上げられた。

③は、民間企業の社債発行に対するリスク分担メカニズムの構築である。これも新措置であり、中央財政がリスク分担資金を特別に用意し、中央銀行の既存政策と連携して、民間企業やプライベートエクイティ投資機関が発行する社債に信用補完を提供し、投資家の一部損失を補填するものである。

④は、設備更新融資の利子補給である。これは既存措置ではあるが、利子補給の対象範囲が拡大された。従来の設備購入に加え、設備更新に関連する融資や科学技術イノベーション関連融資も利子補給の対象となる。対象企業は融資総額の1.5%、最長2年の利子補給を受けられる。対象分野や取扱金融機関も拡大されている。

⑤は、サービス業事業者向け融資利子補給である。これは昨年に打ち出した措置であり、単一企業の融資上限が従来の100万元から1,000万元へと引き上げられた。利子補給率は1%、期間は1年であり、1社あたり最大10万元の利子補給を受けられる。対象となる消費分野は11分野に拡大され、取扱金融機関

26 年の経済見通しと 当面の注目点

も都市商業銀行、農村商業銀行、外資銀行など約 90 行に広がった。

⑥は、個人消費ローンの利子補給である。これも既存措置ではあるが、個人が個人消費ローンを利用する場合、1%の利子補給を受けられる。今回の措置では新たに、クレジットカードの分割払も利子補給の対象に含まれた。都市・農村を問わず幅広い消費者を支援するため、取扱金融機関も都市商業銀行、農村商業銀行、外資銀行、消費金融会社、自動車金融会社など 500 以上の機関に拡大されている。

このように、財政部は、既存措置としての④、⑤、⑥についての強化に加え、新たな措置としての①、②、③を打ち出している。これらの政策措置は一定の景気押し上げ効果が見込まれるが、今後の実施状況への注目が集まるだろう。

以上を踏まえると、輸出は底堅く推移し、消費財買い替え促進策の前倒しにより、一定の消費押し上げ効果も見込まれる。一方、民間消費の低調さが続く予想され、不動産業と建築業の停滞が続く可能性が高く、26 年前半の景気回復は力強さを欠く展開が予想される。

しかし、年後半にかけて積極財政や金融緩和の本格的な実施により、内需、特に固定資産投資が徐々に持ち直し、緩やかな回復軌道に入ると見込まれる。その結果、26 年の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%と予想され、25 年（同 5.0%）からは小幅な減速となる。

当面は、景気刺激策の効果を慎重に見極めていく必要があるほか、26 年 3 月 5 日開催予定の全国人民代表大会「全人代」

（日本の国会に相当）で示される第 15 次 5 カ年計画（26～30 年）の綱要、26 年の成長目標の設定や積極財政の規模などに注目が集まっている。

（26. 1. 28 現在）