

中国経済事情：成長は再加速もバランスを図る政策が不可欠

～4-6月期は前年比+7.9%。一層の消費喚起が不可欠な中、一部にバブルの兆候も～

発表日：2009年7月17日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 金融危機後、世界に先駆け大規模景気対策を打ち出した中国は、その効果で景気の再加速を果たした。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.9%と前期（同+6.1%）から大幅に上昇し、特に製造業やサービス業の伸びが景気を押し上げた。景気対策の中心が公共投資から個人消費の喚起にシフトし、小売売上高など消費関連指標では底離れが進み、同時に不動産投資などは加速した。その一方、輸出は世界経済の底入れも手伝って底打ちを果たしているが、回復感の乏しい状況が続いている。成長の内需シフトの道筋は進んでいるものの、全体的にバランス感を欠いた成長となっている。
- 政府の景気対策について、今月に入ってさらに個人消費の裾野を広げるべく補助金政策の内容拡充を打ち出しており、7-9月以降も個人消費の押し上げ効果が期待出来る。また、金融当局もこれまで個別銀行に融資拡大の行政指導を行った結果、融資残高が急増しており、これも景気を牽引した。一方、資金の一部は不動産や株式などの資産市場に流入した可能性も高く、早くもバブル懸念が再燃している。ただし、足元の物価はデフレ圧力が掛かり易い状況が続いており、金融政策は景気加速とバブル抑制との難しい舵取りを迫られている。年末にかけて当局は行政指導を通じた部分的な引き締めを図る可能性が高いと予想する。
- 今後の中国経済の課題は、消費と投資のバランスを如何に取るかに掛かっている。4-6月期の実質GDPの結果を受け、政府は2009年の成長率目標である「8%」の達成に手応えを見せ始めており、今後も政策の強化により成長の持続が予想される。今後、設備過剰や就業機会の不足といった課題、国内に燃える民族問題などが長期化すれば景気への悪影響も懸念され、政府として本腰を入れた対応が必要になる。

《4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.9%に加速。景気対策の効果出現も輸出は足踏みが続いている》

- 昨年11月にGDP比13%に及ぶ4兆元の景気対策を打ち出して以降、世界経済の牽引役としての期待が高まる中国だが、16日に公表された4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.9%と前期（同+6.1%）から大幅に伸び（[図1](#)）、市場の事前予想を若干上回り、新たな成長局面に入ったことを示した。全産業で加速しているが、特に、政府の内需振興策により3月以降4ヶ月連続で製造業PMIが中立水準を上回っていることを反映し（[図2](#)）、製造業を含む第2次産業が前年比+7.6%と前期（同+5.3%）より大幅に伸びた。また、金融緩和により不動産投資が急激に底入れ感を強めているが（[図3](#)）、金融や不動産を中心とするサービス部門の盛況を背景に、第3次産業も前年比+9.1%と前期（同+7.4%）から加速した。
- 景気対策が打ち出された当初、政府は対象を地方のインフラ開発や四川大地震復興事業など公共投資を中心としていたが、昨年後半の輸出激減で企業収益の悪化が顕著となり、政府は国内消費の喚起で外需の減少をカバーする方針に転換した。その一例が「家電下郷」や「汽車下郷」などの補助金政策であり、結果、年初を底に小売売上高は反転し、個人消費は勢いを取り戻している（[図4](#)）。また、5月には農村部のみを対象とした「下郷」に加えて都市部を対象とする「家電進城」が行われたで裾野が広がり、一段と加速ペースを強めている。こうした状況を背景に企業業績も底打ちし、企業家景況感も年明け以降改善が続いている（[図5](#)）。
- 外需では、金融危機後の世界的な信用収縮で輸出が激減したものの、足元では減少率は下げ止まっているほか（[図6](#)）、製造業PMIの「輸出向け受注」が5月以降中立水準を上回るなど、先行きは輸出の底離れが進むと期待される。一方、同国の製造業は部品を海外から調達する加工貿易が中心であり、国内消費の拡大や輸

出の底入れは輸入の回復をもたらしている。結果、6月は輸出が前年比▲21.4%の一方、輸入は同▲13.2%と減少率が下回ったため貿易黒字の縮小が進み、特に6月は春節の影響がある1~2月を除けば2年ぶりの低水準となった。これまで政府は輸出振興を図り、関税引き下げなど様々な施策を講じてきたが、足元では再び先進国景気に不透明感が高まっており、急激な回復は期待しにくいであろう。一方、同国の輸入の回復は世界諸国の輸出を支える状況となっており、世界経済に占める同国経済のプレゼンスは一段と高まるであろう。

- 長年に亘り課題とされてきた個人消費の喚起に加えて、不動産投資をはじめ公共投資による固定資産形成も拡大するなど（図7）、投資主導で伸びてきた内需は内容を変えつつ勢いを増している。さらに、外需面でも底離れが進みつつあることから、生産も昨年末を底に回復感を高めている。ただし、回復の勢いは乏しく、GDP統計公表に当たって統計局は「回復の基盤はしっかりしておらず、その勢いも不安定」と評している。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)

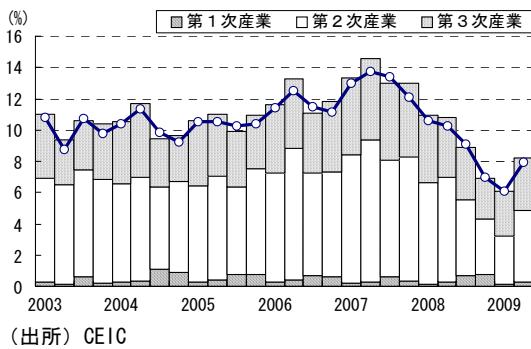


図2 製造業PMIの推移

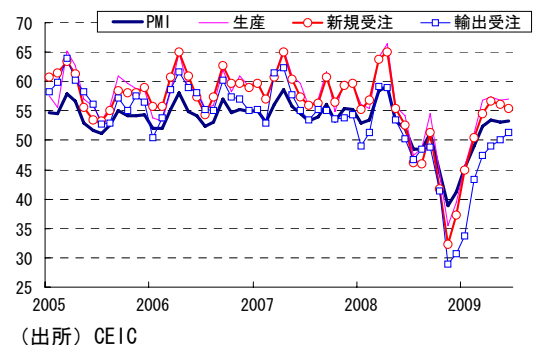


図3 不動産投資の推移(前年比)

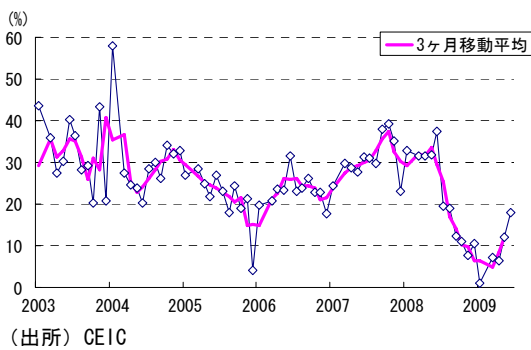


図4 小売売上高の推移(前年比)

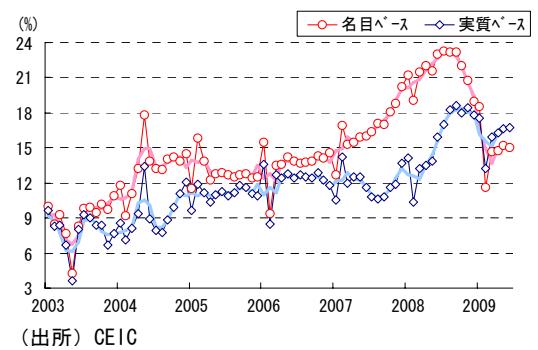


図5 企業家景況感指数の推移

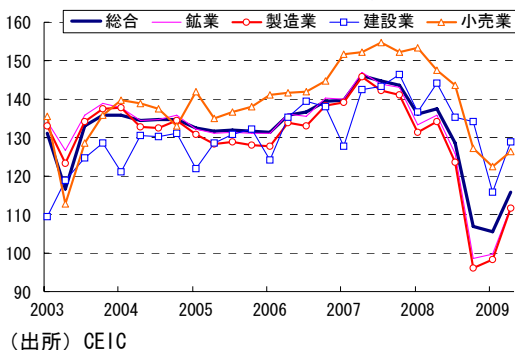


図6 輸出入の推移(前年比)

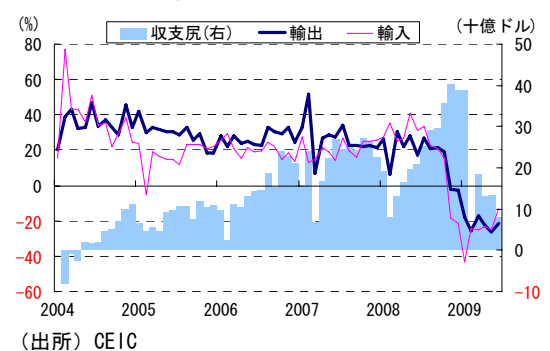


図7 都市部固定資本投資の推移(前年比)

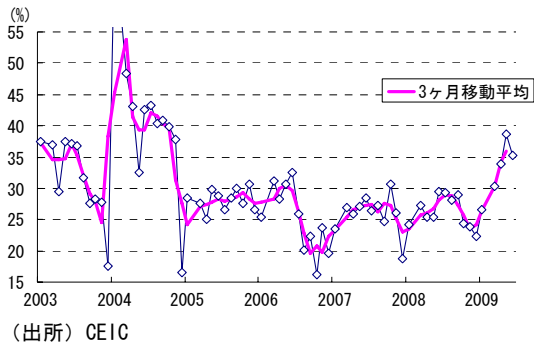
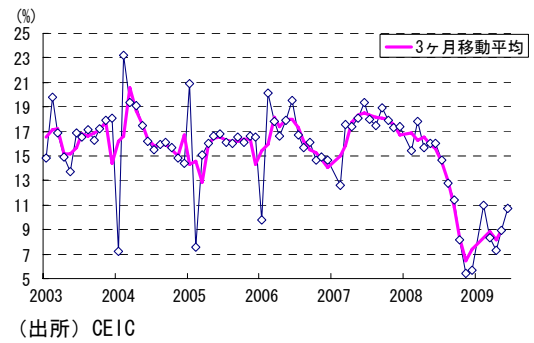


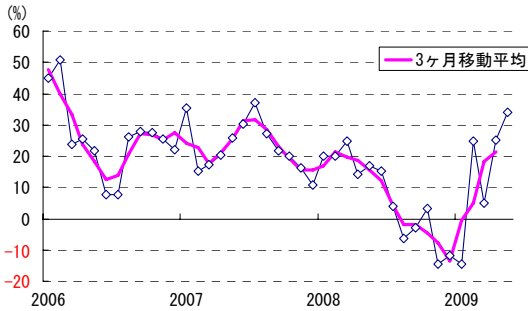
図8 鉱工業生産の推移(前年比)



《政府は個人消費のさらなる喚起に向け積極的な景気対策を模索するも、一部にバブル懸念も生じている》

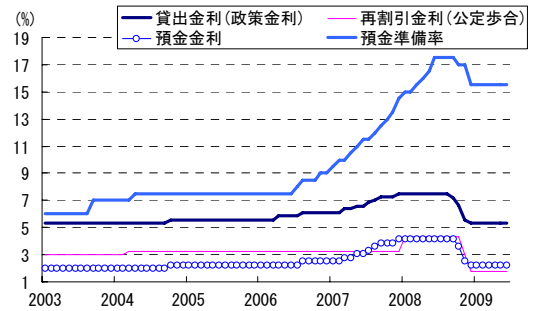
- 政府はこれまで「家電下郷」をはじめとする補助金政策について、農村部から都市部に対象を拡大させるなどの方策を採ってきた。さらに、今月初めには同施策に関する細則を公表し、キャッシュバック型であった同制度を都市部に限って現金値引き型に移行させる方針を明らかにしている。また、補助金額は価格の13%相当としているが、当初は、補助金の上限を設けることで実質的な中国製品優遇策となっていた。しかし、3月には上限の引き上げが実施され、さらに財政部が上限の撤廃を示唆するなど、一段と施策の強化を進めている。また、自動車の買い替え促進策である「汽車下郷」に加えて、来年5月末までの1年間を対象に商用車の買い替え促進策も実施されることとなった。足元では米国を抜いて世界最大の自動車市場となっているが(図9)、先行きも引き続き販売の加速が期待される。
- 金融当局も金融危機後に世界的な協調利下げを行って以降、政策金利や預金準備率の引き下げなど積極的な緩和策を実施してきた(図10)。しかし、当初は利下げにも拘らず銀行融資が伸びず、沿海部を中心に流動性不足による企業倒産などの懸念が高まったため、政府は年明け以降銀行に対して融資の増加を求める「行政指導」を行い、結果、足元では融資残高の急激な上昇を招いている(図11)。こうした資金の一部は不動産市場に流入したとみられ、不動産投資の底入れや都市部の固定資本形成の押し上げに寄与し、足元では住宅価格が上昇に転じているほか、不動産市況の改善も進んでいる(図12)。また、資金の一部は株式相場にも流入しているとみられ、大規模景気対策による景気加速期待も相俟って、昨年末以降は大きく上昇しており(図13)、足元の景気加速にも貢献している。
- 物価については、6月の消費者物価は前年同月比▲1.7%と前月(同▲1.4%)からマイナス幅が拡大しているほか、川上の生産者物価も同▲7.8%と前月(同▲7.2%)からマイナス幅が拡大している(図14)。統計上の問題から前月比が不明なため、足元の状況を具にみることは困難であるが、これまで上昇してきた国際商品市況が落ち着きを取り戻しており、またインフレ指標に占める食料品のウェイトの高さを考えると、当面インフレが加速することは考えにくい。さらに、鉄鉱石や石炭などでは資源メジャーとの間で大幅値下げがまとまるなど、当面は価格下落圧力について留意が必要である。一方、資産価格の一部ではバブル的な上昇を懸念すべき状況にあり、金融緩和のあり方を再考すべき局面にある。年明け以降の急激な銀行融資の拡大の裏に行政指導があったように、資産市場への過度な資金流入を制御すべく舵取りを行う必要性が高まるであろう。
- 対外面では、輸出の低迷で貿易収支は黒字幅を大幅に縮小させており、経常収支の悪化が懸念されているものの、外貨準備高は年明け後も順調に増加を続け、6月末時点で2.1兆ドルに達している(図15)。高成長を期待した海外からの直接投資は底堅く推移しているものの、昨年比ではマイナスが続くなど「チャイナリスク」を意識した動きも窺える(図16)。政府は引き続き持続的成長に努めており、今後も投資資金の流入は期待されるものの、今後はバブルを警戒しての政策の行方に注意が必要と思われる。

図9 自動車販売台数の推移(前年比)



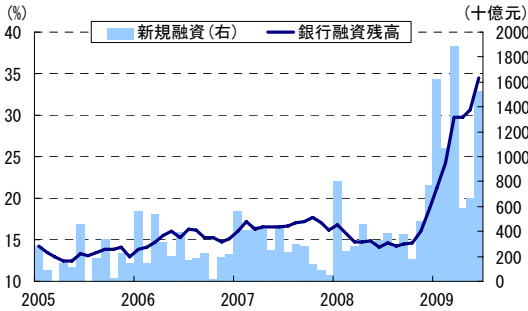
(出所) CEIC

図10 金融政策の推移



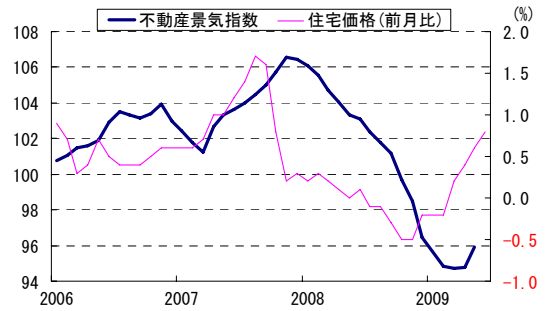
(出所) CEIC

図11 銀行融資残高と新規融資の推移



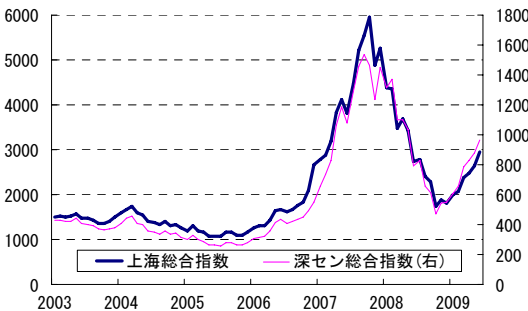
(出所) CEIC、Bloomberg

図12 不動産景気指数と住宅価格の推移



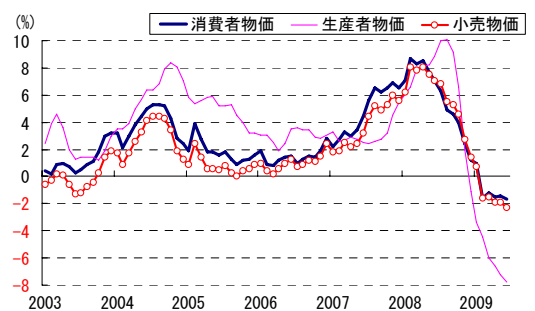
(出所) Bloomberg

図13 株式相場の推移



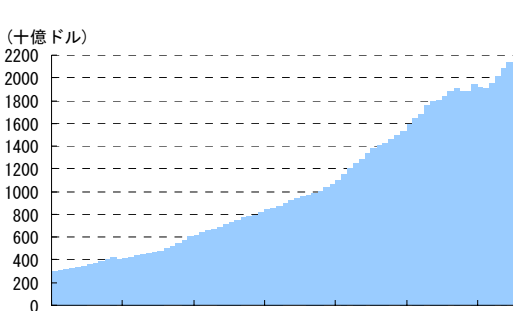
(出所) CEIC

図14 物価水準の推移(前年比)



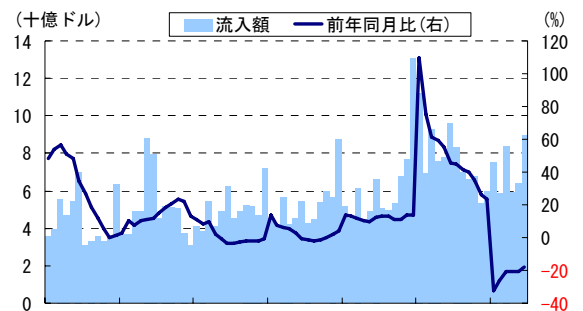
(出所) CEIC

図15 外貨準備高の推移



(出所) CEIC

図16 直接投資流入額の推移



(出所) CEIC

《今後の課題はバブル抑制と景気加速のバランス。金融政策は緩やかな引き締めを志向する可能性》

- 先行きの中国経済の課題は、消費と投資とのバランスの取れた成長を築いていけるか、その過程でバブル的な状況を生まないように対処していけるかにある。こうした観点から、政府の消費刺激策やそれに伴う生産増大によって設備投資の回復がもたらされれば、公共部門によるインフラ投資や不動産投資に偏重した成長からの脱却が期待される。一方、銀行融資の劇的な増加を背景に、資産バブル懸念が出ているが、足元のインフレ指標はデフレ基調にあり、商品市況の下落のみならず需要不足の影響も考えられ、「出口戦略」を模

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

索するのは早計であろう。こうした状況に鑑み、当面の金融政策スタンスは現行の金利水準での緩和姿勢を維持し、市中への一定の資金供給を継続する一方、特定資産市場への過度な資金流入を制御するための規制を敷き、徐々に緩和姿勢からの収束を図ると予想する。

- GDP 統計の公表に併せて行われた統計局の会見では、2009 年通年の政府目標である「8%成長」（これまで8%『前後』と強調してきたが今回は入っていない）の実現に向けて、年前半で磐石な基礎を築いたとし、地域間格差の目立つ中西部への重点的な投資のほか、個人消費の加速に力を入れる方針を明確にしている。一方で、景気回復の基盤はしっかりしておらず、回復もバランスを欠く上、潜在成長率を下回っているとの懸念も示し、今後の課題として一部業種での過剰生産能力のほか、雇用問題を挙げている。直近の製造業 PMI では「在庫」が依然悪化し続けているなどの懸念材料も残っており（[図 17](#)）、やはり、今後の消費及び輸出動向が鍵を握ることになる。近年、同国では地方部を含め大学など高等教育の拡充を図ってきたが、国内で十分な雇用を生み出せず、多くの大卒者が就職出来ない状況も懸念されている。さらに、地域格差の問題では、ウイグル族を含め 55 の少数民族の問題が燻っており、足元のウイグル問題が長引くことになれば、経済面での悪影響が懸念される。
- 市場が未整備なことも影響して約 1 年半以上に亘って下落基調が続いた株式市場も、昨年末以降景気浮揚期待から国内投資家の買いが戻り、上昇基調に転じている（[図 18](#)）。足元でも年初来高値を更新する状況にあり、海外からの投資資金の流入も続いているが、一部では過熱感を指摘する声もある。一方、海外からの資金流入に加えて、米国の財政赤字拡大による米ドルの信認低下懸念から、通貨人民元に買い圧力が掛かり易くなっている（[図 19](#)）。ただし、依然輸出の低迷が続く中で政府は人民元高を容認せず、相当規模の為替介入が行われているとみられ、これが、外貨準備の積みあがりに繋がっている側面もある。なお、当局の 1 年債発行による過剰流動性吸収策の影響から、足元では債券利回りが上昇している（[図 20](#)）。
- 4-6 月期 GDP 統計の公表を受けて、各シンクタンクなどでは 2009 年の中国経済の成長率見通しを引き上げる動きが相次いでいる。先日来、国際機関も成長率の見直し改訂を行っているが、IMF は 2009 年の経済成長率を前年比+6.5%から同+7.5%に 1.0p 上方修正したほか、世界銀行も同様に同+7.2%（修正前は同+6.5%）、OECD は同+7.7%（修正前は同+6.3%）に上方修正を行っている。当研究所は 5 月時点で 2009 年の経済成長率を前年比+7.8%としたが、4-6 月期の結果を踏まえて来月にも上方修正の方向で改訂を検討している。

図 17 製造業 PMI の推移

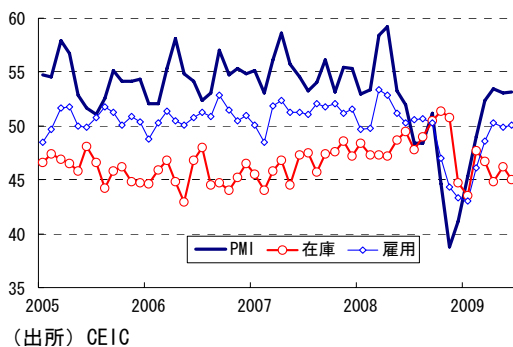


図 18 株式相場の推移

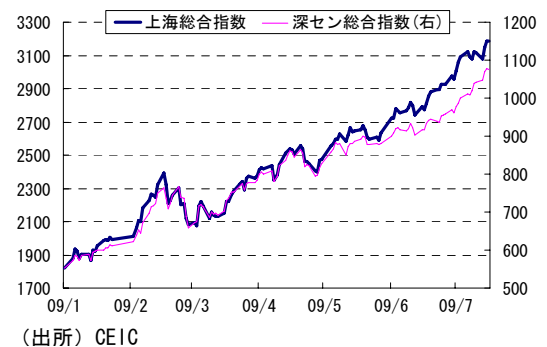
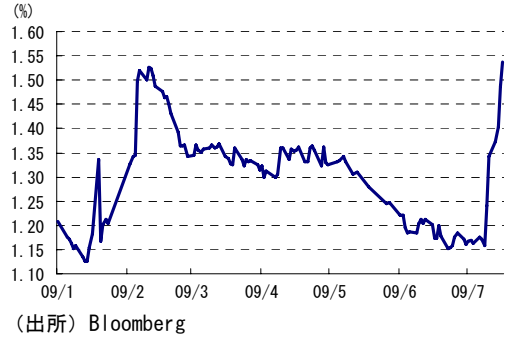


図 19 為替相場の推移



図 20 債券利回りの推移(2年債)



以上