

中国経済事情：景気は底堅い動きが続くも、引き締めバランスに課題

～年後半は景気拡大ペースは緩やかになる見通し。金融政策の動向が今後の鍵を握る～

発表日：2009年8月13日（木）

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)

- 7月の経済指標が一斉に公表され、補助金などの景気対策の効果で個人消費に底堅さが見られる一方、年前半に景気を牽引した固定資産投資は、市場でのバブル発生懸念やそれに伴う当局の対応の影響を受けて伸び率が鈍化した。しかし、不動産投資は拡大が続き、消費・投資といった内需の底堅く推移している。輸出は前年比で大幅マイナスとなったが、世界経済の底入れ期待から年明け以降拡大が続いている。こうした内需・外需の堅調さを反映して生産も拡大しているが、4-6月期の拡大が急激だったことを映し、年後半は緩やかな伸びに留まる可能性が高いとみられる。
- 内需の底堅さが続く一方、足元のインフレ率は昨年の商品市況急騰の反動でマイナスが続く。生産者物価や小売物価も同様の動きを示しているが、前月比では徐々にプラス基調が強まり、中でも不動産価格は銀行融資拡大で年明け以降は急上昇が続くなど、物価への押し上げ圧力が予想される。監督当局は資産価格上昇に対応する動きもを見せているが、金融当局は成長促進とバブル退治とのバランスに苦心する姿勢を見せ、劇薬的な引き締めは回避されよう。ただし、引き締めのタイミングやその手法が今後の景気動向を大きく左右するため、慎重な対応がより求められよう。
- 年明け以降、株式市場は景気拡大期待から大幅に上昇したが、当局の金融引き締め姿勢への転換を懸念し、足元では弱含みの動きが出ている。こうしたことも、2007年以降の株価暴落を教訓に当局の動きを慎重にさせる要因となっている。為替相場も足元ではやや安値圏での推移が続いているが、潜在成長率の高さや外貨準備の高さを考えれば、高値圧力が掛かり易い展開が続くと予想される。
- 4-6月期の実質GDP成長率が前年比+7.9%と急加速したため、あらゆる予測機関が同国の経済見通しを上方修正している。4-6月期が前期比（季調済/試算値ベース）+4.0%と大幅に加速したが、当研究所では年前半の景気を牽引した固定資産投資の減速が避けられず、米国需要の回復も緩やかに留まる可能性から、拡大は続くも緩やかなるとみている。結果、2008年の経済成長率は前年比+8.2%、2009年は同+9.4%と予測する（インフレ率は2008年が同▲0.8%、2009年は同+2.0%）。

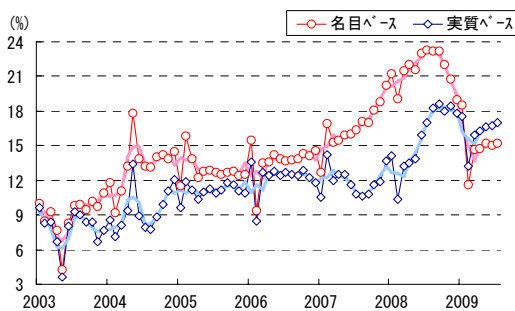
《7月の経済指標は依然景気の底堅さを示す。一部に景気過熱懸念による引き締めの効果も出始めた印象》

- 11日、中国の7月の経済指標が一斉に公表された。中国経済は引き続き景気の拡大を続ける一方、4-6月期の実質GDP成長率が前年同期比+7.9%と景気が急回復した反動、一部資産市場でのバブル懸念の高まりを反映した動きに連られ、回復ペースがやや鈍っている。こうした状況にも拘らず、金融危機後に大きく落ち込んだ輸出に回復の動きのほか、個人消費は引き続き高い伸びが続いており、外需の穴を内需が埋める形で生産の押し上げに寄与している。
- 7月の小売売上高は前年同月比+15.2%と前月（同+15.0%）から若干伸びが加速し、個人消費の底堅さを示した（[図1](#)）。都市部の家計所得は昨年上期を境に伸びが徐々に鈍化しつつあるが、政府の消費喚起に向けた景気対策などで消費意欲が押し上げられている。さらに、金融危機後に当局が利下げなどで緩和姿勢を強めたほか（[図2](#)）、金融機関に対する融資の総量規制を停止したことで新規融資が急拡大した。足元では金融安定化に加え、政府のインフラ開発や昨年初めの四川大地震復興事業などで大幅な伸びが続いた固定資産投資も、7月の伸び率は前年同月比+29.9%と前月（同+35.3%）から鈍化したが（[図3](#)）、不動産投資は依然加速が続いている（[図4](#)）。このように、消費や投資といった内需は足元で再び勢いを取り戻しており、景気の

力強さを映している。

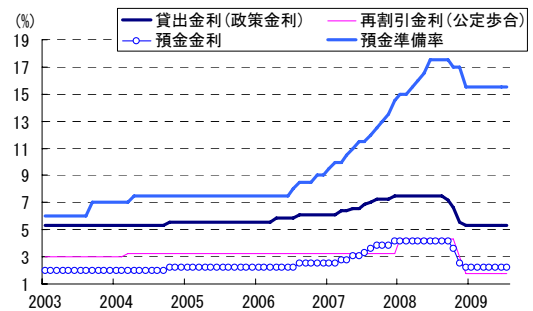
- 金融危機後の世界的な需要縮小により激減した輸出は、世界経済の底入れ感が強まったことで足元で持ち直しの動きが出ている。7月の輸出は前年同月比▲23.0%と前月（同▲21.4%）からマイナス幅が若干拡大したが、輸出額は今年2月を底に順調な拡大が続き、2月に比べて6割以上も拡大するなど外需の底打ち感が強まっている（**図5**）。一方の輸入も、7月は前年同月比▲14.9%と前月（同▲13.2%）から若干マイナス幅が拡大したが、景気減速と春節（旧正月）の影響で大きく落ち込んだ1月を底に、旺盛な国内需要を背景に拡大が続いた。結果、7月の輸入額は1月と比べて8割以上も拡大し、原油や石油製品、鉄鉱石や銅屑、アルミ屑などの輸入量が増加するなど旺盛な資源需要を映している。
- 足元では復調しつつあるものの、依然ピーク時から2割強程度の低迷が続く外需を、政府の景気対策を通じて盛り上がる内需でカバーし、7月の鉱工業生産は前年同月比+10.8%と前月（同+10.7%）からわずかに伸び率が上昇（**図6**）、生産額も過去最高水準に達している。先行きの景気動向は、4-6月期の伸びが当研究所の試算では前期比+4.0%と急拡大した反動が出ると予想される。特に、米国の景気に底入れ感が出つつあるが、需要回復にはなお時間を要するとみられること、欧州経済は米国以上に不透明感が強く、外需の回復は緩慢な状態が続くとみられる。年後半も引き続き景気拡大は続くとみられるが、伸びの鈍化は避けられないと予想される。

図1 小売売上高の推移(前年比)



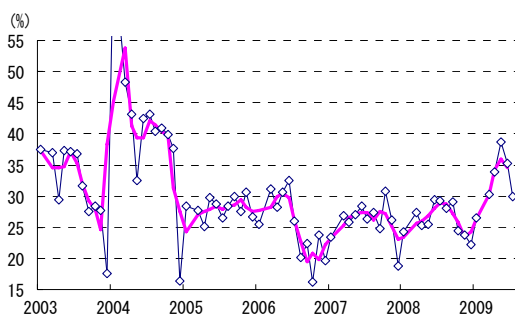
(出所) CEIC

図2 金融政策の推移



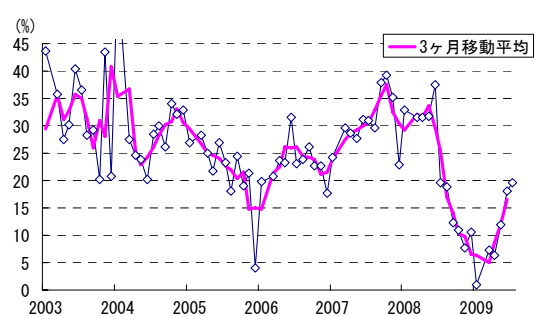
(出所) CEIC

図3 固定資産投資の推移(前年比)



(出所) CEIC

図4 不動産開発投資の推移(前年比)



(出所) CEIC

図5 輸出入の推移(前年比)

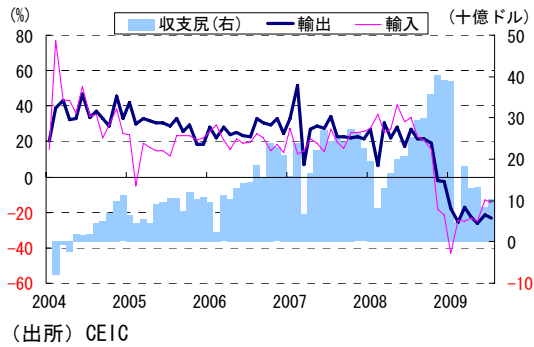
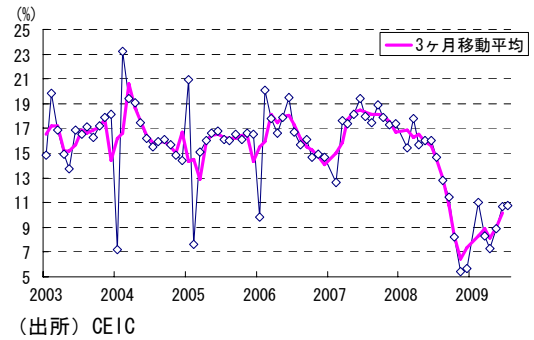


図6 鉱工業生産の推移(前年比)



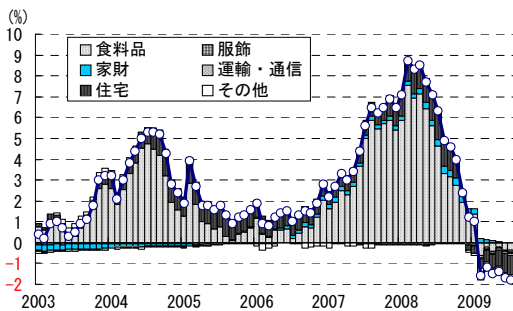
《今後は金融政策の動向が注目材料。年後半は成長持続も鈍化するとみるも通年の「8%成長」はクリア》

- 全般的な景気は依然底堅い推移が確認されたが、7月の消費者物価は前年同月比▲1.8%と前月（同▲1.7%）からマイナス幅が若干拡大した（[図7](#)）。ただし、前月比では年明け直後を底に緩やかに上昇に転じているとみられ、足元の状況をデフレと評することは難しい局面にある。なお、7月の生産者価格は前年同月比▲8.2%、小売売上高は同▲2.5%といずれもマイナスとなっているが、この要因として昨年7月にピークを迎えた原油をはじめとする商品市況の反動、物価統制により生産者の価格転嫁が容易でないことを表している。また、一昨年の銀行融資に対する総量規制の実施以降伸びの鈍化が続き、金融危機後に大幅に下落した不動産価格は、銀行の新規融資の急拡大を背景に再び勢いを取り戻している（[図8](#)）。このように、一部の資産価格は上昇に転じる局面に突入しており、年後半は消費喚起策による個人消費の押し上げ効果が続くこともあり、物価に上昇圧力が掛かることが予想される。
- 資産価格の上昇をもたらした要因の一つに、当局の総量規制停止による銀行融資の急拡大があり、今年上期だけでGDP比で25%もの資金が新規融資として市中に供給された（[図9](#)）。こうした資金のほとんどはインフラ開発融資や事業資金などに振り向けられたが、一部は住宅投資などの資産取引に向かったとの懸念が高まっており、銀行管理監督委員会（銀监会）は7月末以降に銀行に対してリスク管理の強化を求める声明や新規融資への監視強化の声明を打ち出すなど神経質な動きが続いている。金融当局は先行きの政策姿勢について、依然景気に力強さが乏しいとの認識から「適度な緩和姿勢」を続けるとし、流動性の吸収でも「市場ツール」を用いて適切な調整を行うとしている。市場ツールとして当局は7月以降に債券発行を盛んに行った結果、債券利回りは流動性を効果的に吸収すべく高めに設定され、足元も高止まりが続いている（[図10](#)）。金融緩和や補助金の対象となった自動車販売が盛り上がるなど個人消費の底打ちを早めた上（[図11](#)）、銀行融資の拡大は国営のみならず中小企業にも資金繰りの改善といった効果を挙げている（[図12](#)）。急激な引き締め姿勢への転換は、外需の穴を内需で埋める現状を考えると、景気の腰折れをもたらす可能性も残り、先行きも極めて慎重な対応が求められる。
- 国際金融環境の改善を背景に、世界中でリスクマネーの動きが再び活発化する中、高成長への期待が高まる同国にも大量の資金流入が起こったとみられる。結果、主要株式指数の上海総合指数は年明け以降急激な上昇が続き、一時年初来上昇率が90%に届くレベルに達した。しかし、株価急上昇によるバブル懸念の高まりから金融引き締め姿勢への転換とも取れる声明が相次ぎ、足元では株価が弱含んでいる（[図13](#)）。株式相場は、2007年に実施した総量規制がその後1年半超に及ぶ下げ相場をもたらした教訓から、当局も対応に慎重になっている。したがって、当局が引き締めを行う場合も、その対象を絞るとみられる。また、年明け以降は米国の財政赤字への懸念から米ドル安懸念が高まる中、高成長が期待される同国通貨元への買い圧力が高まり為替高基調が続いたが、足元ではやや安値圏で推移している（[図14](#)）。しかし、同国の2兆ドル超に及ぶ外貨準備高の状況（[図15](#)）、潜在成長率の高さを鑑みれば、当局が厳しく為替相場を管理する状況下では

あるが、緩やかな上昇が続くと予想される。

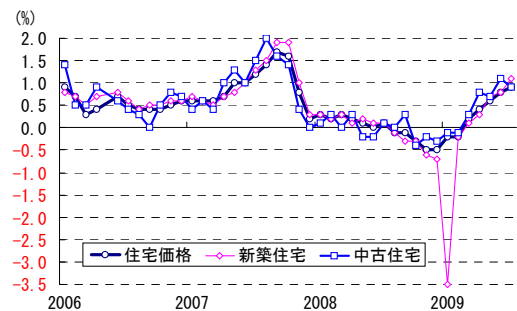
- 4-6 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比+7.9%と前期（同+6.1%）から大きく上昇したことから、様々な予測機関が中国の経済見通しの上昇修正を行っている。4-6 月期の成長率は当研究所試算値ベースで前期比+4.0%と急激な伸びを示した一方、先行きは個人消費の順調な伸びが期待出来る一方、金融当局によるバブル退治圧力から政府が歳出を抑え始めるなど（**図 16**）、固定資産投資の伸びが先細りする可能性が高まっている。年上期の景気の押し上げに大きく寄与したこれらの伸びが抑えられることで、年後半は内需の伸びが緩やかになることは避けられないとみられる。外需では米国経済の底打ち期待が高まっているが、近年の信用創造を背景とする旺盛な需要の回復は当面期待出来ず、年全体では経済成長に対する外需寄与度がマイナスに陥る可能性が高く、外需寄与度がプラスになるのは 2010 年以降と考えている。こうしたことから、当研究所では 2009 年の中国の経済成長率を前年比+8.2%、2010 年は同+9.4%と予想する（**図 17**）。政府が 2008 年の経済成長率目標として掲げてきた「8%前後」とする目標はクリア可能とみている。なお、インフレ率は足元で前年比マイナスが続いていることから、2009 年は前年比▲0.8%と予想する。ただ、年後半以降は徐々に物価に上昇圧力が掛かるとみられ、2010 年のインフレ率は前年比+2.0%となると予想している（**図 18**）。

図 7 消費者物価の推移(前年比)



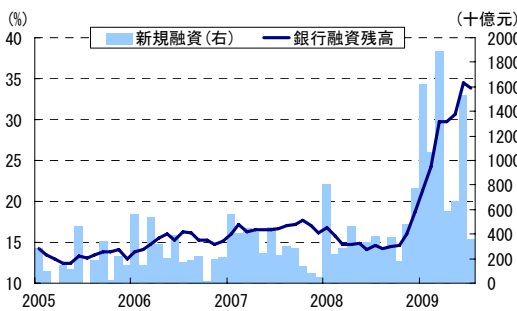
(出所) CEIC

図 8 不動産価格の推移(前月比)



(出所) CEIC

図 9 銀行融資の推移



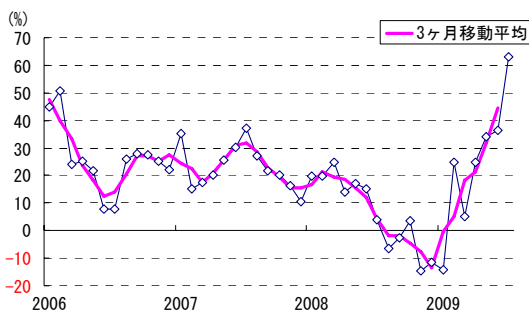
(出所) CEIC

図 10 国債利回りの推移(2年債)



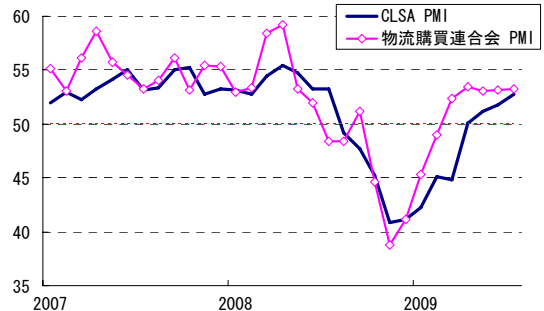
(出所) Bloomberg

図 11 自動車販売台数の推移(前年比)



(出所) Bloomberg

図 12 製造業 PMI の推移



(出所) 中国物流購買連合会、CLSA 証券

図 13 株式相場の推移(上海総合指数)

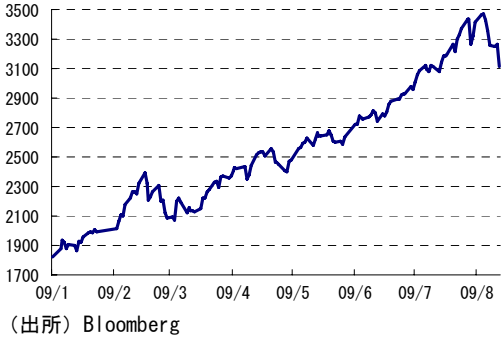


図 14 為替相場の推移

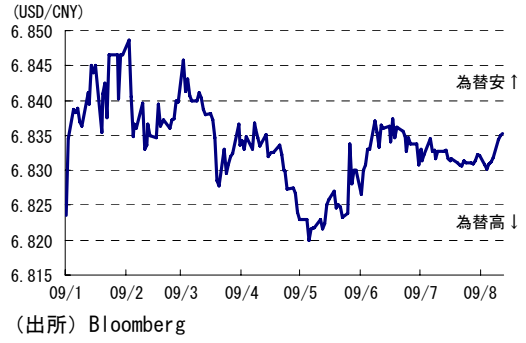


図 15 外貨準備高の推移

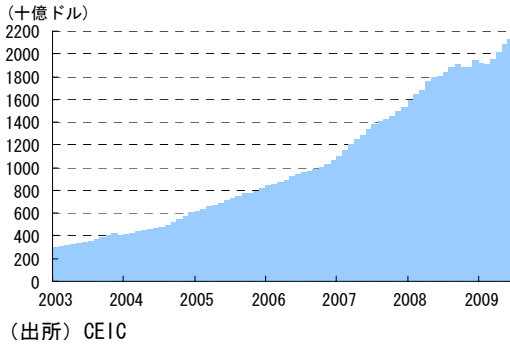


図 16 財政収支の推移

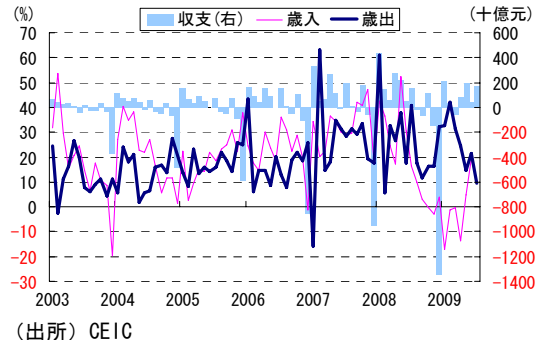


図 17 実質 GDP 成長率の実績と見通しの推移

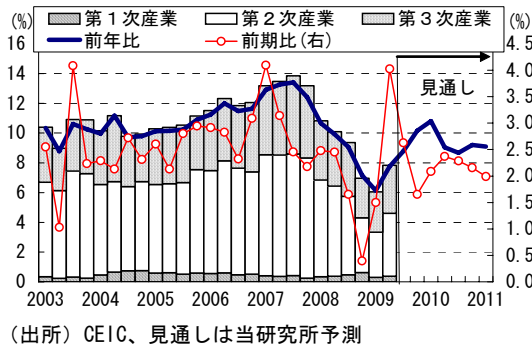
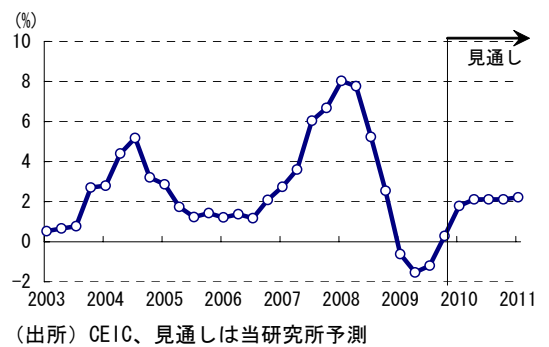


図 18 インフレ率の実績と見通しの推移



以上