

## 中国経済事情:「強固」な回復の一方、政策の舵取りは困難が続く

～7-9月期の成長率は前年比+8.9%。通年の「保八」は堅いも、インフレ対応が今後の課題～

発表日：2009年10月23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)

- 中国は、昨年11月に大規模景気対策を打ち出し、積極的な金融緩和政策を続けてきたことで、年明けを底に景気回復が進んできたが、7-9月期の実質GDP成長率は前年比+8.9%と伸びが拡大した。内需では、個人消費は補助金政策などの後押しもあり緩やかに回復を続けているが、資本投資が大幅な伸びを示しており、公共投資が内需を牽引する状況が続いている。世界的な需要縮小で大きく落ち込んだ外需も、アジア経済の底打ちでアジア向けを中心に回復基調を強めている。内外需ともに回復が続いたことで全産業に亘り景況感が改善しており、景気は強固な足取りで回復している。
- 昨秋以降の金融緩和に加えて銀行融資拡大の行政指導もあり、市中の資金供給量は急拡大が続いているが、昨年の商品市況急騰の反動でインフレ率はマイナスが続いている。ただし、足元では緩やかにインフレ期待が高まりつつあり、市場では金融政策の転換を求める声も出ている。しかし、内需には跛行色が残り、海外経済の先行きも未だ不透明なため、当面は「行政指導」による流動性吸収策に留まるとみられる。一方、強固な対外ファンダメンタルズと高成長への期待から、外国人投資家による多額の資金流入が続いている。
- 金融当局は為替高による景気への悪影響を懸念し、大規模な為替介入を行っており、これも資金供給量の押し上げに繋がっている。政府は不胎化を実施しているものの、十分な効果を挙げているとは言えず、過剰流動性が不動産や株式などの資産市場に流入し、価格を上振れさせている可能性がある。資産効果による消費押し上げ期待はある一方、短期売買中心の中国人投資家にとって効果は限定的であろう。政府も社会政策として株式市場に配慮したスタンスを採っており、株価に悪影響を与える利上げなどについては慎重な姿勢を続けるとみられる。
- GDP統計公表に際し、政府は2009年通期成長率の8%達成に強い自信を示している。さらに、社会科学院は2009年の成長率が前年比+8.3%、2010年には同+9.0%に達する可能性を示唆する一方、インフレ圧力を懸念している。IMFもWE02009（改定版）で2009年を同+8.5%、2010年を同+9.0%に上方修正しているが、当研究所も8月の定例の見通し修正で2009年の経済成長率を前年比+8.2%、2010年は同+9.4%としている。

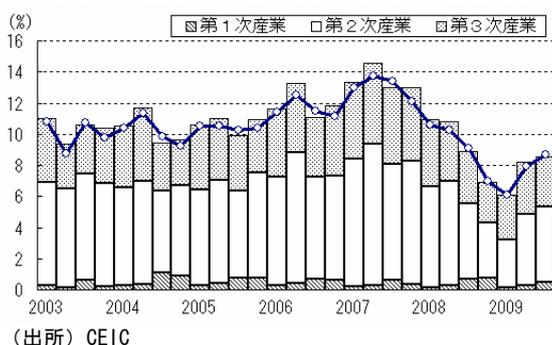
### 《7-9月期の成長率は前年比+7.9%。強固な景気回復続くも、分野別の跛行色は依然として課題》

- 昨年11月に政府が公表した「4兆元」の景気対策の効果で、年明け以降堅調な景気回復が続く中国だが、7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.9%と前期（同+7.9%）から伸びが拡大した（[図1](#)）。比較的落ち着いた気候が続いたことで夏物の穀物生産が順調に拡大したことや、昨年は青耳病による大打撃を受けた豚などの畜産業も堅調に推移するなど、第1次産業では順調な回復が続いた。また、9月の鉱工業生産が前年同月比+13.9%と前月（同+12.3%）から順調に回復し続けているように（[図2](#)）、製造業全般で生産拡大が続いており、これは発電量が9月に前年同月比+10.7%と昨年5月以来の二ケタの伸びを示したことにも現れている（[図3](#)）。また、足元では銀行の新規融資引き締めの影響が出ているものの、株価は高止まりが続いているほか（[図4](#)）、昨年大きく落ち込んだ不動産部門も景況感の改善が進むなど（[図5](#)）、サービス産業でも改善が進んでいる。
- 内需面では、9月の小売売上高が前年同月比+15.5%と前月（同+15.4%）から伸びが0.1p拡大し、前月比

でも順調な回復が進んでいる（**図 6**）。ただ、9月の消費者物価は前年同月比▲0.8%と前月（同▲1.2%）からマイナス幅が引き続き▲0.4p 縮小したことを鑑みると、実質ベースでは伸び悩み感が出ている可能性がある。農村部の家電購入に対する補助金政策である「家電下乡」による販売額も、9月は前月比▲18.9%と2ヶ月連続でマイナスとなり、季節要因によるエアコンや冷蔵庫の減速のみならず、パソコンや携帯電話なども減少に転じており、需要一巡が懸念される。一方、昨年11月に政府が公表した「4兆円」の景気対策による公共投資の拡大で、9月の都市部固定資産投資は前年同月比+35.1%と前月（同+33.6%）から伸びが拡大し、中でも不動産投資は同+37.1%と昨年の不動産市況悪化の反動もあり、急拡大が続いている（**図 7**）。このように内需は依然として資本投資、とりわけ公共投資により牽引されている側面が強い。

- 「世界の工場」として近年成長を牽引してきた外需は、金融危機後の世界的な需要縮小で大打撃を受けたが、春先以降は緩やかな回復が続いており、9月の輸出は前年同月比▲15.2%と前月（同▲23.4%）からマイナス幅が大きく縮小し、前月比でも+11.8%と前月の一服から拡大に転じた（**図 8**）。特に、ベトナムとの越境貿易の拡大もあり ASEAN 向けは前年比でプラスに転ずるなど、アジア諸国との関係は一段と深化している。また、欧米向けも年初の2倍近くに回復しており、外需の底離れが進んでいる（**図 9**）。輸入は春先以降に中国政府による資源買い付け政策の影響でブラジルや豪州からの輸入が急拡大したが、足元では電子部品需要が旺盛でアジアからの輸入が回復しており（**図 10**）、9月の輸入は前年同月比▲3.5%と前月（同▲17.0%）からマイナス幅が大きく縮小している。結果、貿易収支は+129.32億ドルの黒字を確保しており、対外ファンダメンタルズは強い状況が続いている。
- このように7-9月期も中国経済は力強い回復が続いており、当研究所試算の季節調整値に基づく前期比は+2.4%と前期（同+4.1%）から鈍化したものの、高成長を維持している。10-12月期については、昨年同期が大きく減速したこともあり（同+0.5%）、前年同期比では大幅な伸びになると考えられる。したがって、2009年通年では政府の掲げる「保八（8%成長の達成）」の実現可能性は極めて高いと考えられる。ただし、輸出のもたつきのように跛行色が残る上、株式や不動産など資産市場では一部にバブルの可能性を指摘する声も挙がっており、先行きの政策面の舵取りは一段と難しくなっている。なお、21日に国務院は同国の景気回復を「強固」と認識しつつも、牽引役の偏りや海外経済の不透明感を理由に、引き続き「積極的な財政政策」と「適切な金融政策」を維持する方針を示唆している。

**図 1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)**



**図 2 鉱工業生産の推移 (前年比)**

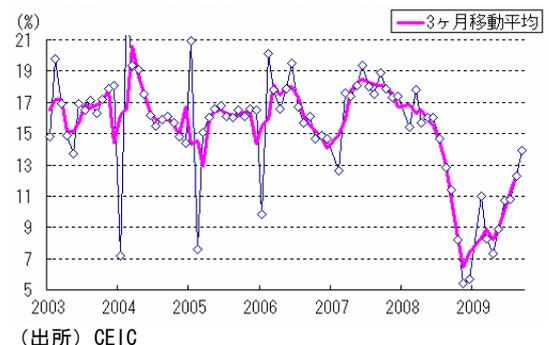


図3 発電量の推移(前年比)

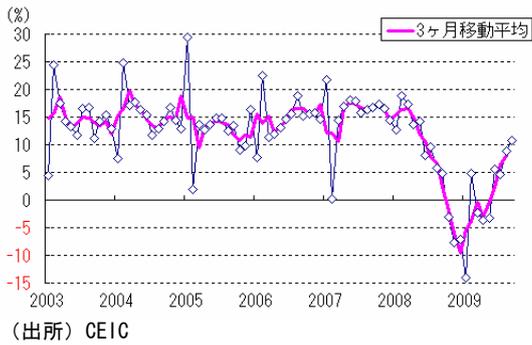


図4 株式相場の推移(上海A株・B株)



図5 不動産景況感指数と取引価格の推移

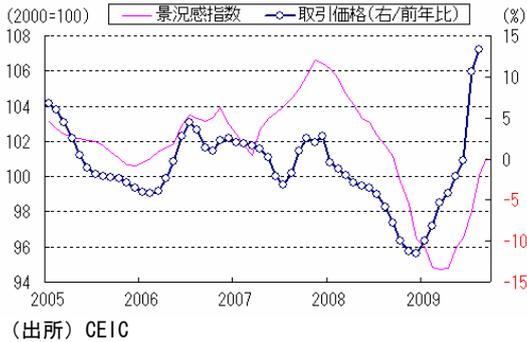


図6 小売売上高の推移(前年比)

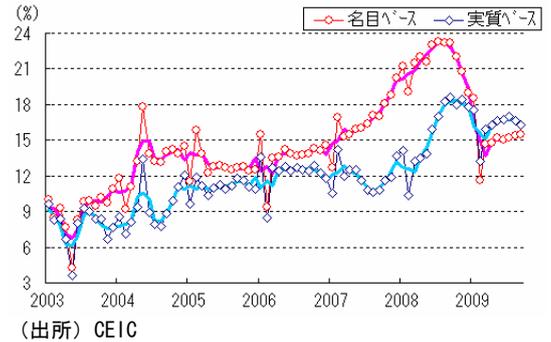


図7 固定資産投資と不動産投資の推移(前年比)

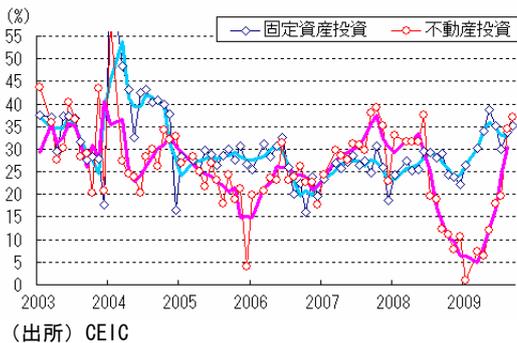


図8 輸出入の推移(前年比)

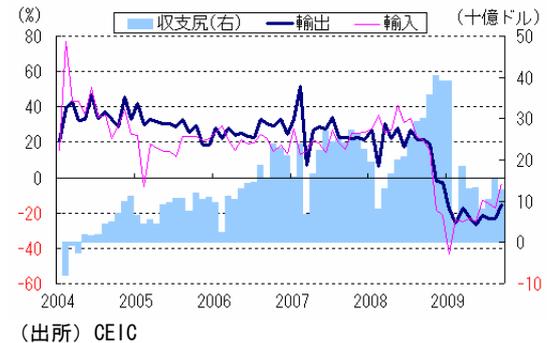


図9 地域別輸出寄与度の推移(前年比)

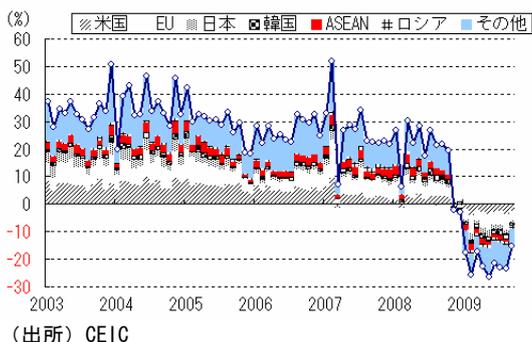
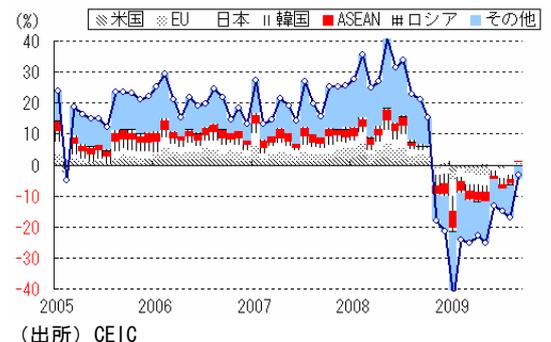


図10 地域別輸入寄与度の推移(前年比)



### 《2009年通年の成長率8%超はより実現可能性が高まる。今後はインフレリスクへの対処が課題》

- 昨秋の世界金融危機以降、金融当局はそれまでの金融引き締め姿勢から方針を転換し、政策金利を累計216bp下げるなど大胆な緩和姿勢に転じ(図11)、様々なアプローチで「適度に緩和的な」政策を堅持してきたことから、市中の資金供給量の伸びは高止まりしている(図12)。特に、昨年末より銀行融資に対する総量規制を撤廃し銀行に融資促進に向けた「行政指導」を行った結果、年前半に新規融資が急増したことも資金供給に拍車を掛けた(図13)。7月以降は新規融資が急減少したが、9月も5,167億元の高水準にあり、年初来

の新規融資総額は GDP 比 3 割近くの 8 兆 6,497 億元に達している。こうした状況にも拘らず、昨年の商品市況急騰の反動を主因に 9 月の消費者物価は前年同月比▲0.8%とマイナスが続いている（[図 14](#)）。なお、前月比では+0.4%と、前月（同+0.5%）同様に緩やかに上昇圧力が掛かっている。生産者物価も同様に前年比は▲7.0%ながら、前月比では+0.6%と上昇基調にあり、政府は今後インフレ期待が上昇する懸念を示している。

- インフレ期待の上昇懸念を受けて、一部では金融政策のスタンスを「緩和的」から「中立」に変更すべきとの声が高まりつつある。銀行融資の急拡大などで市中の資金供給量が拡大したため、政府による公共事業と相俟って不動産開発投資が拡大し、都市部を中心に不動産市況が上昇基調を強めており、市場では資産バブルの可能性も指摘されている。ただし、景気回復を公共投資に依存している一方、個人消費や輸出に不透明感があることを鑑みれば、拙速な金融引き締めは景気の腰折れをもたらす可能性がある。金融当局は金融緩和の解除を検討する動きを見せ始め、監督当局も金融機関に対して安定的な貸出継続を求める一方、クレジットリスク管理を強化する方針を明らかにしており、「出口論」に向けた動きを表面化させつつある。また、19 日には国家発展改革委員会が 10 省庁との連名で鉄鋼やセメントなど過剰な生産能力が懸念される産業に対して投融资規制を行う行政指導を公表している。今後も「十大産業振興計画」に沿って、業界再編などの「行政指導」を通じて需給調整を図っていくものと予想される。
- 貿易黒字は昨年に比べ大幅に縮小したものの高水準で推移しており、強固な対外ファンダメンタルズを有している（[図 15](#)）。また、一時は世界的な信用収縮により激減した直接投資流入額も再び増勢を強めており（[図 16](#)）、先行きを示す契約件数も足元では前年比プラスとなるなど（[図 17](#)）、今後も堅調な資金流入が期待される。外国人投資家による「熱銭（ホットマネー）」も相当額流入しているとみられ、外国人投資家中心の株式指数である上海 B 株の上昇のみならず、9 月末時点の外貨準備高も 2 兆 2,726 億ドルに及んでいる（[図 18](#)）。
- 自動車買い替え促進策である「汽車下郷」の影響もあり、足元では小型車を中心に自動車販売が急拡大している（[図 19](#)）。さらに「家電下郷」についても、足元では効果の息切れが懸念されるものの、対象を都市部に拡大した「以旧換新」に対する期待もあり、主要な白物家電製品で生産拡大が進んでいる（[図 20](#)）。景況感も春先を底に改善が続いているが（[図 21](#)）、海外経済に依然不透明感が残っていること、内需面でも個人消費に一部で陰りが出ていることから、今後も政府は追加的な景気対策を打ち出す可能性があると思われる。また、夏以降に政府の財政支出が落ち込む可能性が懸念されていたが、景気回復による歳入回復もあり、財政余力は損なわれていない（[図 22](#)）。
- 国際金融市場における米ドル回避の動きが強まる中、同国には外国人投資家による大量の資金流入が起こっているものの、金融当局は人民元高による輸出への悪影響を懸念して大規模な人民元売り介入を行い実質的な米ドルペッグとするなど、他のアジア新興国や資源国通貨などに比べても為替変動は緩やかなものに留まっている（[図 23](#)）。足元の資金供給量の急増には、為替介入に伴う資金流入も影響しているとみられ、当局は流動性吸収の観点から債券発行による不胎化を行っているものの、資産価格上昇による資産市場への流入を防ぐためのインセンティブ金利を採用しており、金利は高止まりが続いている（[図 24](#)）。一方、不胎化は十分とは言えず、過剰流動性として株式市場に流入している模様であり、中国人を主な対象とする上海 A 株が上昇基調を強めている（[図 25](#)）。政府は国慶節の連休中に金融取引や不動産売買や譲渡に関する税を今年 1 月まで遡及して免除すると発表するなど株式市場に配慮した政策を採っており、当面は利上げなど株架に悪影響を及ぼす政策を打ち出すことには慎重であろうと思われる。金融市場では利上げなど金融引き締めを織り込んだ動きがあるものの（[図 26](#)）、年内は流動性吸収や銀行貸付に対する行政指導などのアプローチに留

まると予想される。

- GDP 統計公表に際して政府は 2009 年通期成長率の 8%達成に強い自信を示し、「保八」の実現可能性はより高まっている。さらに、社会科学院は 2009 年の成長率を前年比+8.3%、2010 年には同+9.0%に達する可能性を示唆している。ただし、足元のドル安がインフレ圧力を高める可能性を危惧しており、「緩和的な」金融政策で景気を下支えしつつ、インフレへの対応を模索することになろう。国際機関でも、IMF は今月初めに公表した『世界経済見通し 2009 (改定版)』で 2009 年を同+8.5%、2010 年を同+9.0%に上方修正している。当研究所では、8 月の定例の見直し修正において、年前半の急回復からは鈍化するものの、年後半も底堅い内需が続き、海外景気の緩やかな回復で外需にも回復感が強まると見込まれることから、2009 年の経済成長率を前年比+8.2%、2010 年は同+9.4%と上方修正を行っている。

図 11 金融政策の推移

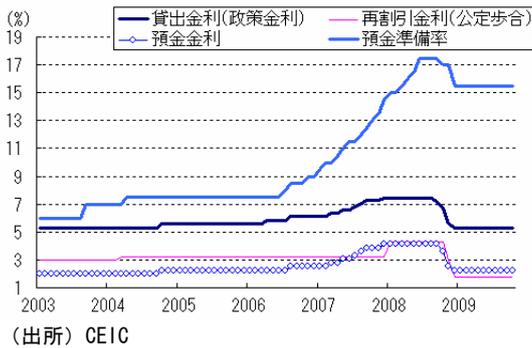


図 12 マネーサプライの推移(前年比)

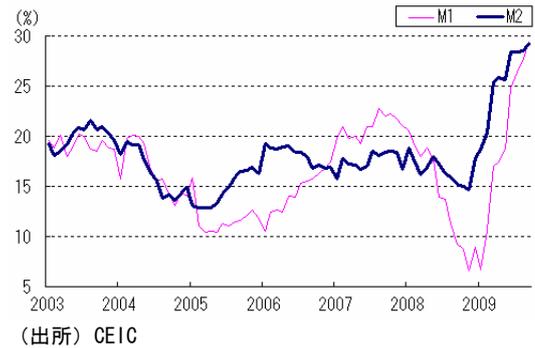


図 13 新規融資と融資残高の推移



図 14 消費者物価の推移(前年比)

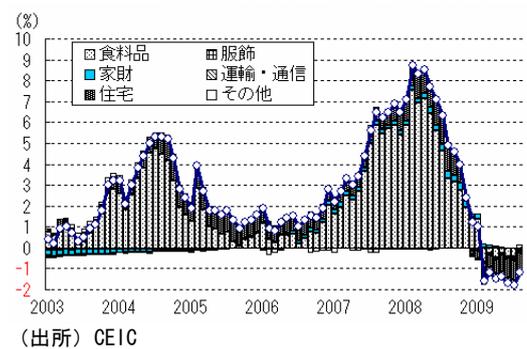


図 15 経常収支の推移



図 16 直接投資流入額の推移(前年比)

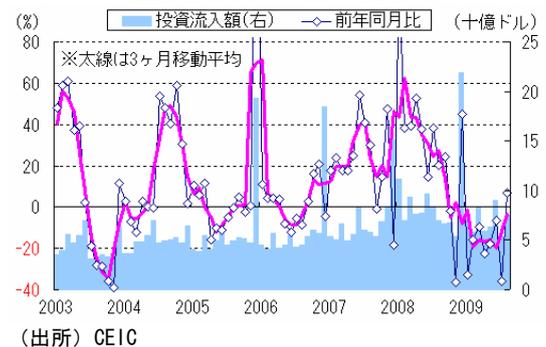
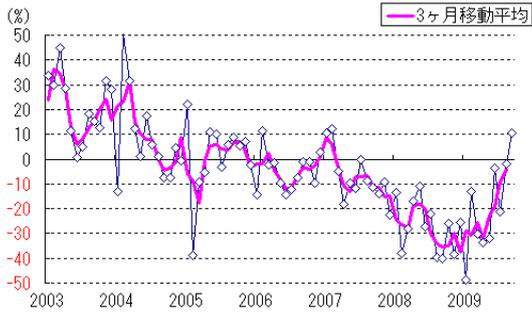
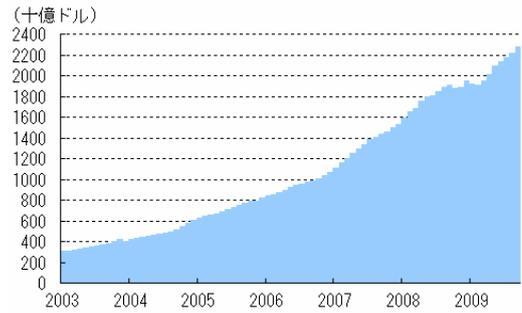


図 17 直接投資契約件数の推移(前年比)



(出所) CEIC

図 18 外貨準備高の推移



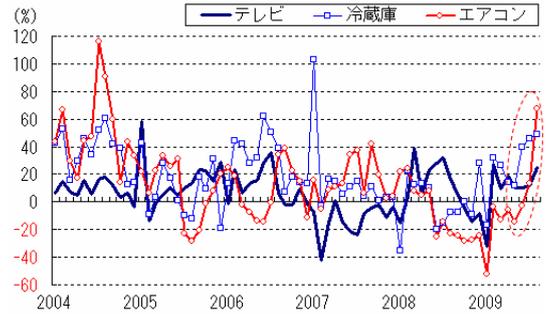
(出所) CEIC

図 19 自動車販売台数の推移(前年比)



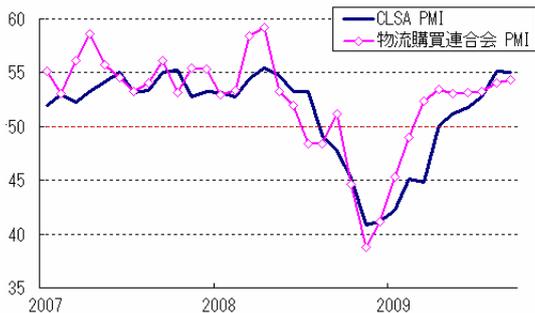
(出所) CEIC

図 20 主要家電生産高の推移(前年比)



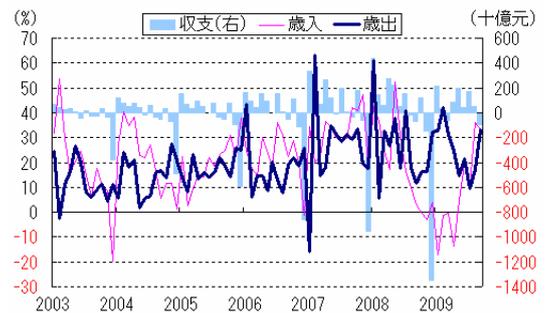
(出所) CEIC

図 21 製造業 PMI の推移



(出所) 中国物流購買連合会、Markit

図 22 財政収支の推移



(出所) CEIC

図 23 為替相場の推移



(出所) Bloomberg

図 24 国債利回りの推移(2年債)

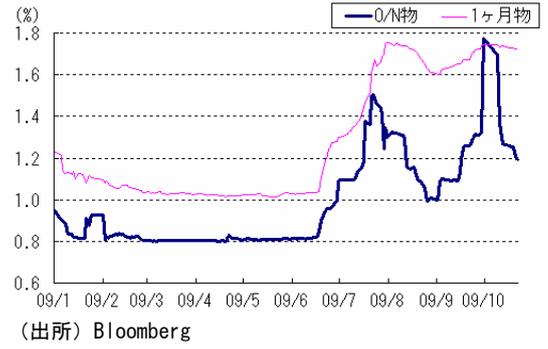


(出所) Bloomberg

図 25 株式指数の推移(上海総合指数)



図 26 短期市場金利の推移(SHIBOR)



以 上