

中国経済事情：内需に明るさ戻り、堅調な景気回復が続く

～資産バブルが懸念される中、景気下支えとの狭間で政策の舵取りは困難さが高まる～

発表日：2009年11月12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）

- 11日、中国の10月時点の経済指標が公表された。補助金による自動車販売の力強さなどを背景に、小売売上高は前年比+16.2%と大幅に加速し、個人消費の堅調さが示された。一方、これまで景気を牽引してきた公共事業などの建設投資や不動産投資は伸びに一服感が出ている。ただし、景気対策の期限はまだ到来しておらず、鈍化が続くとは考えにくい。また、世界経済の底離れを映し外需も回復感を強めており、貿易黒字が拡大していることから、世界的な不均衡は正を巡る論議が活発化する可能性が高い。堅調な内外需を背景に、10月の鉱工業生産は前年比+16.1%と加速し、製造業の景況感を示すPMIも1年半前の水準に回復している。同国統計で信憑性の高い発電量も、10月は前年比+18.0%と改善が続くなど、幅広い分野で回復が進んでいることを示している。
- 銀行融資の拡大に加えて、海外からの資金流入が拡大する中、政府は輸出などへの悪影響を懸念して実質的に昨年7月より人民元を米ドルにペッグさせており、資金供給量は高止まりが続いている。しかし、物価指数におけるウェイトの高い食料品価格の安定により、インフレ率は依然マイナス圏にあり、落ち着いた推移が続いている。なお、市場の過剰流動性の一部が不動産市場に流入し、資産インフレへのリスクが高まっている。こうした状況から、市場では金融緩和と政策からの「出口論」を模索すべきとの意見もあるが、依然として不透明感の残る経済環境を鑑みれば腰折れリスクを孕んでおり、政府高官も「適度に緩和的」な政策を続ける方針を示唆していることから、行政指導的な対応に留まる可能性が高いと予想する。
- 貿易黒字の拡大により経常黒字も拡大し、海外からの資金流入圧力が強いことから、9月末時点で2.27兆ドルに達した外貨準備は今後も増加基調が続くとみられる。外貨準備の6割程度を米国債など米ドル建て保有している中、インドがIMFから金を購入して外貨準備の多様化を図る動きを進めたことは、中国の外貨準備政策にも影響を与える可能性がある。なお、今年も同国が世界最大の金産出国となる見通しであるが、レアメタルなどと同様に「戦略資源」として輸出規制を行う可能性も考えられよう。
- 米ドル回避の動きが強まる中、大規模な為替介入で為替変動は限定的となっている。政府は不胎化を行っているが、一部が過剰流動性として株式市場などに流入している模様である。上海総合指数は再び上昇基調を強めているが、今月初めに深セン証券取引所に開設された「創業板」も、同国の投資熱の高さを窺わせる。
- 7-9月期のGDP統計公表に際して、同国政府は今年の8%成長は達成可能としつつも当面は緩和的な政策を継続する必要性を示唆している。一方、不動産などで資産インフレのリスクが高まっており、金融当局は難しい政策対応を迫られよう。なお、当研究所では今月定例の見通し修正を行い、7-9月期の景気の底堅さ、10月以降も堅調な推移が期待されることを理由に2009年の経済成長率を前年比+8.3%に+0.1p上方修正した。なお、2010年は同+9.4%で不変とし、2011年は上海万博効果の剥落、景気対策の一巡が影響し、同+9.1%になると予想する。

《減速が懸念された内需は再び増勢。外需の回復感も高まり、景気は順調な回復が続いている》

- 11日、中国の10月時点の経済指標が一斉に公表され、引き続き中国が力強い景気回復が続けていることが示された。同国は安価で豊富な労働を元に「世界の工場」として、輸出主導による高成長を遂げてきたが、金融危機による世界的な需要縮小に直面し、政府は昨年11月に「4兆元」に及ぶ景気対策や「家電下乡」、

「汽車下郷」、「以旧換新」などの補助金政策により、成長の原動力を外需から内需に転換する方針を打ち出している。結果、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%）から伸びが拡大しており（[図 1](#)）、中国人民銀行が試算した季節調整値ベースでも前期比年率+8.7%と前期（同+14.9%）に比べて伸びは鈍化しているが、高成長経路に回復していることが示されている。

- 10月も引き続き景気回復の勢いが続いており、「汽車下郷」の対象である小型車（排気量 1.6l 未満）を中心に自動車販売台数が前年同月比+75.8%と大幅に拡大しているほか（[図 2](#)）、小売売上高も前年同月比+16.2%と前月（同+15.5%）から伸びが加速。消費者物価は前年同月比▲0.5%と前月（同▲0.8%）からマイナス幅が縮小しており、実質ベースでも底堅い伸びが続いていると判断出来る（[図 3](#)）。また、当研究所試算の季節調整値ベースでは、10月の小売売上高（名目ベース）は前月比+7.4%と前月（同+7.9%）並みの高い伸びが続いており、「家電下郷」の対象額は10月末時点で508.4億元に達し、個人消費の押し上げに寄与したと考えられる。
- また、政府の景気対策による公共事業の進展で大幅な伸びを示してきた建設需要は、10月の都市部の固定資産投資が前年同月比+31.6%と前月（同+35.1%）から鈍化したほか、不動産投資も同+28.4%と前月（同+37.1%）から鈍化している（[図 4](#)）。なお、先行き政府歳出に息切れ感が強まると懸念されているが、足元の景気回復で歳入が急回復を遂げていることから再び歳出拡大余力が高まっており（[図 5](#)）、直ちに建設投資が先細る可能性は低いと考えられる。総額「4兆元」とされる景気対策は、その少なからずを地方政府や国営企業による歳出拡大が占めており、また昨年11月に新規融資に対する総量規制が撤廃され、年明け以降の新規融資額が累計で GDP 比 30%近くに上ることから（[図 6](#)）、建設投資は底堅い伸びが続くと予想される。
- 一方、昨年末にかけて世界的な需要縮小で激減を余儀なくされた輸出は、年明け以降の世界経済の底打ちを映して徐々に回復感を強めている。10月の輸出は前年同月比▲13.8%と前月（同▲15.2%）からマイナス幅が縮小した。なお、未季節調整ベースでは前月比▲4.5%のマイナスとなるが、季節調整値（試算）ベースでは同+2.7%とプラスが続いており、外需の回復が一段と進んでいると判断される（[図 7](#)）。また、10月の輸入は前年同月比▲6.4%と前月（同▲3.5%）からマイナス幅が拡大したが、季節調整値（試算）ベースでは前月比+1.7%と旺盛な内需を反映して底堅く推移している。なお、10月の貿易収支は+239.88億ドルと黒字幅が前月から大きく拡大しており、世界的な不均衡は正に向けて、米国をはじめとする世界各国からの圧力は一段と高まると予想される。
- このように内需・外需ともに依然として堅調な推移が続いていることを反映して、10月の鉱工業生産は前年同月比+16.1%と前月（同+13.9%）から大幅に加速している。生産水準も金融危機前の水準を大幅に上回っており、順調な回復の持続を示している。なお、足元及び先行きの製造業の景況感を示す PMI は10月も回復が続いており、1年半前の水準に達している（[図 9](#)）。中でも、先行きの輸出を示す「新規輸出受注」の改善が続いており、一段と外需の回復感が強まることが期待される。こうした生産活動の活発化を反映し、10月の発電量も前年同月比+18.0%と前月（同+10.7%）から加速するなど（[図 10](#)）、幅広く経済活動の回復が進んでいることを示している。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

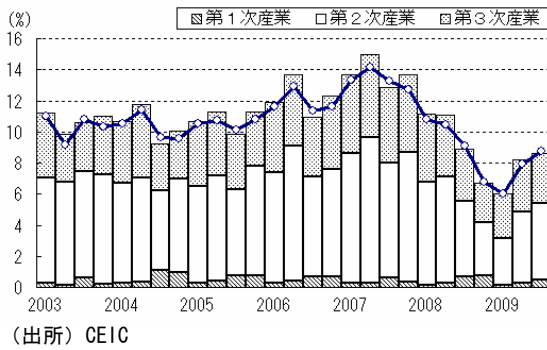


図3 小売売上高の推移(前年比)

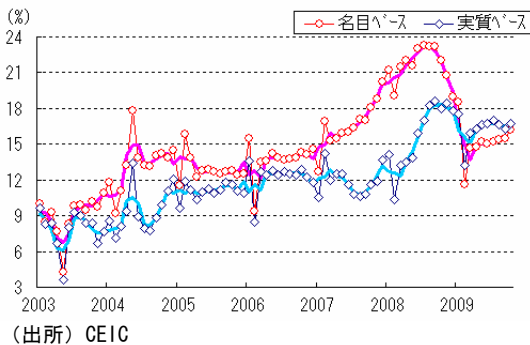


図5 財政収支の推移(前年比)

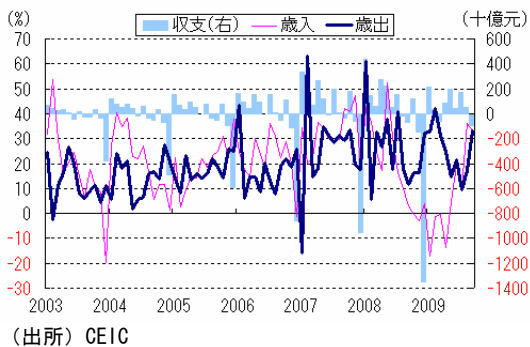


図7 輸出入の推移(前年比)

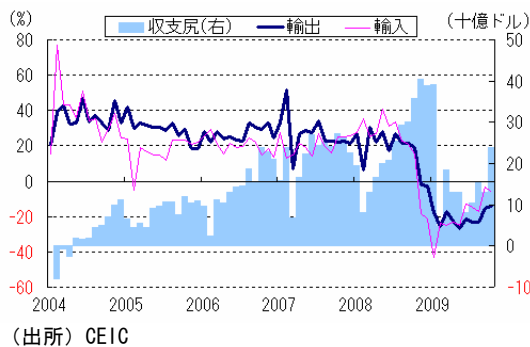


図2 自動車販売台数の推移(前年比)

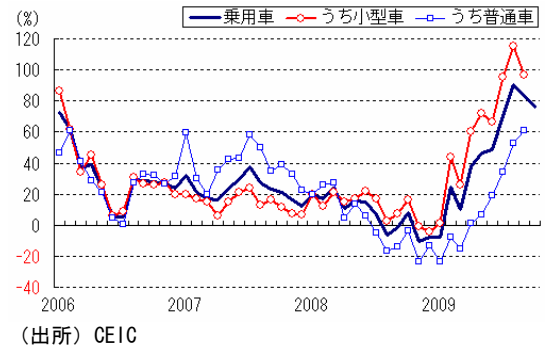


図4 固定資産投資と不動産投資の推移(前年比)

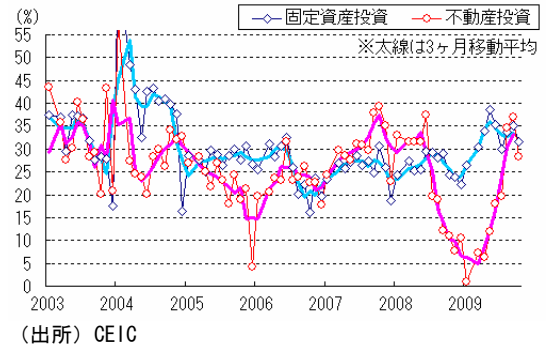


図6 銀行融資残高と新規融資の推移



図8 鉱工業生産の推移(前年比)

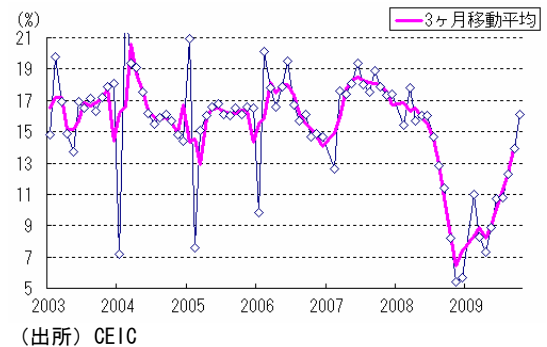


図 9 製造業 PMI の推移

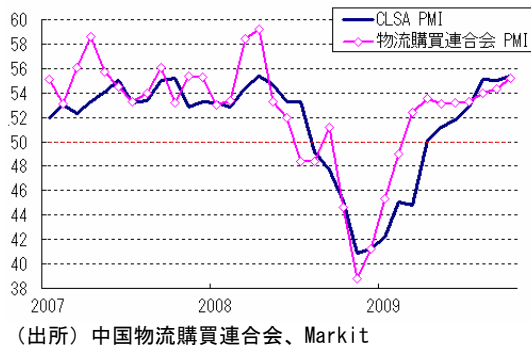
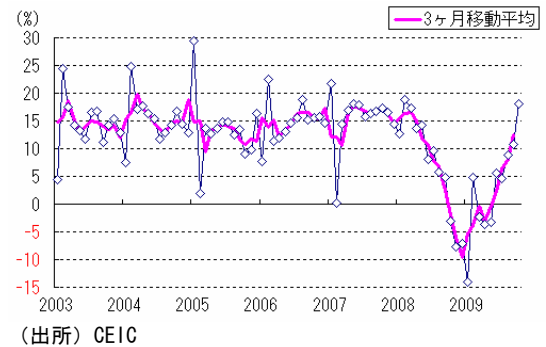


図 10 発電量の推移(前年比)



《資産バブルのリスクはあるが緩和的な金融政策を継続。当研究所では 2008 年の見通しを若干上方修正》

- 昨年末の銀行融資に対する総量規制の撤廃によって銀行融資は年明け以降急増し、監督当局による度々の行政指導にも拘らず、融資残高は前年比で 3 割を上回る水準で推移している。さらに、国際金融市場においてリスクマネーが活発化する中、外国人投資家による資金流入圧力が強まり、外国人が対象の上海証券取引所の B 株指数も昨年末以上に急上昇している（[図 11](#)）。一方、昨年夏以降に世界的な貿易縮小が顕著になる中、政府は輸出や経済全体への悪影響を懸念して、人民元相場を実質的な対米ドルでのペッグ制に戻し、以来 1 ドル＝6.83 元近傍で推移している（[図 12](#)）。為替維持のために金融当局は大規模な人民元売り介入を行っており、これらの要因も重なり市中の資金供給量は高止まりが続いている（[図 13](#)）。こうした状況にも拘らず、10 月の消費者物価は前年同月比▲0.5%と昨年の商品市況の急騰の反動からマイナスで推移し（[図 14](#)）、前月比も▲0.1%と落ち着いている。特に、10 月は消費者物価指数で最もウェイトの高い食料品が前月比▲0.8%と大幅に低下して全体を押し下げたが、過剰な市中資金の一部が不動産市場に流入して市況が急上昇するなど、資産バブルの発生リスクが高まっている（[図 15](#)）。
- 資産バブルに対する懸念が強まる中、一部では利上げなどを含む金融緩和からの「出口論」を模索すべきとの意見が強まっている。足元では、個人消費など内需に堅調さがみられる一方、依然として景気の牽引役が公共投資など建設投資に拠るところが大きいこと、また改善が期待される外需も不透明感が払拭出来ないことから、拙速な出口論は景気回復を腰折れさせるリスクを孕む。さらに、依然として統計上のインフレ率はマイナスで推移しており、金融当局の想定する目標範囲を大きく下回る現状では、積極的な利上げ理由は乏しい。実際に金融当局をはじめ、政府高官が口を揃えて「適度に緩和的」な金融政策を継続する方針を明らかにしており、当面の政策金利などは現行水準で推移すると予想される（[図 16](#)）。一方、先月以降、金融当局は金融機関に対して安定的な貸出継続を求めつつクレジットリスク管理を強化する方針を示したほか、国家发展改革委員会も過剰設備が懸念される分野に対する投融資規制を行うなど、多様な行政指導ツールを用いた管理を図っている。今後も政府が掲げる「十大産業振興計画」に沿った業界再編、改革に向けた行政指導による需給調整が一段と強まるとみられる。
- 貿易黒字が再び拡大する中、経常黒字の拡大も続いているとみられ、国際市場裏での「不均衡是正論」は一段と強まることが予想される。また、景気回復の速さによって、一時は息切れ感が指摘されていた直接投資の流入額は再び拡大しており（[図 17](#)）、直接投資契約件数も底離れが進んでいることから（[図 18](#)）、先行きも堅調な投資が続くと期待される。さらに、外国人投資家による資金流入のほか、金融当局が積極的な為替介入を行ってきたことで、介入原資の積み上がりも相俟って外貨準備高は 9 月末時点で 2.27 兆ドルとなっている（[図 19](#)）。中国は外貨準備の運用先を公表していないが、約 6 割近くが米ドル建、つまり米国債で保有していると考えられる。今月初めにはインドが外貨準備の多様化に向けて IMF から 67 億ドル相当の金を購入しているが、中国の外貨準備に占める金の割合は 2%程度とみられ、今後は外貨準備の多様化に向けた動きが出

ることも予想される。同国は今年、世界最大の金産出国となる見通しであり、レアメタル同様に輸出制限などを行う可能性もある。

- 国際金融市場での米ドル回避の動きが強まっているが、金融当局は人民元の取引を制限している上、実質的な米ドルへのペッグ制を敷くなど為替介入を行っており、為替変動は緩やかなものに留まる（図 20）。なお、為替介入は資金供給量の増加要因となることから、同国政府は債券発行による不胎化を実施しているが、資産市場への資金流入を妨げるべくインセンティブ金利を採用し、市場では金融引き締め観測も続いていることから、債券利回りは高止まりが続いている（図 21）。香港市場で人民元建国債の発行を始めるなど、資金調達や不胎化策の多様化を進める動きが出ているものの資金吸収は十分でなく、一部は過剰流動性として株式市場に流入している模様であり、上海総合指数は再び上昇基調を強めている（図 22）。中国の株価上昇は、ある意味で社会政策の様相を帯びており、株価に悪影響を及ぼす政策の打ち出しは極めて難しい状況にある。こうしたことも、政府が「適度に緩和的」とする金融政策を継続する背景にあると思われる。今月初めには、深セン証券取引所にベンチャー企業の株取引を行う「創業板」が設立されたが、同国の投資熱の高さと、短期施行の強さを窺わせる売買が続いている。
- 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+8.9%、年初累計でも前年比+7.7%となるなど、政府が目標とする通年成長率の 8%の達成は十分に射程圏となっている。社会科学院は 2009 年の経済成長率を前年比+8.3%、2010 年は同+9.0%に達する可能性を示唆し、金融当局も今年の 8%成長は達成可能としつつ、当面は緩和的な政策を継続する必要性を示唆している。なお、当研究所では今月定例の見通し修正を行い、7-9 月期の順調な景気拡大を踏まえ、10 月以降も堅調な推移が期待されることから、2009 年の経済成長率を前年比+8.3%に+0.1p 上方修正した。なお、2010 年は同+9.4%で不変とし、2011 年は前年の上海万博効果の剥落、景気対策の一巡などにより、同+9.1%と予想する。

図 11 株式相場の推移(上海市場)

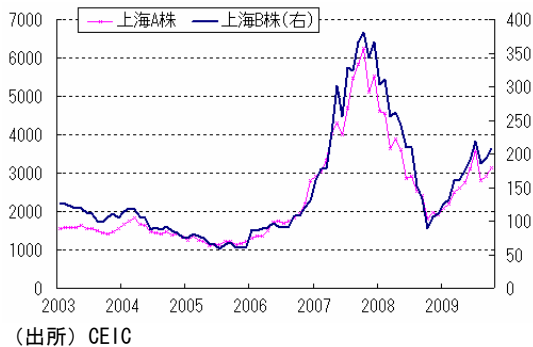


図 13 マネーサプライの推移(前年比)

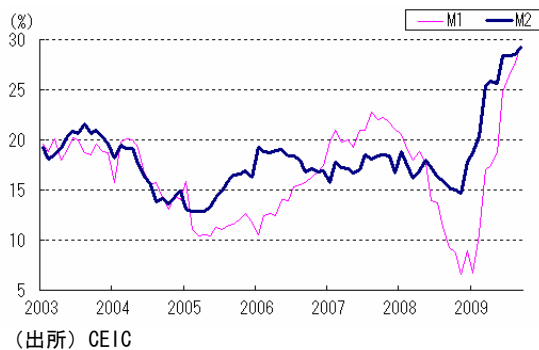


図 12 為替相場の推移(米ドル/人民元)

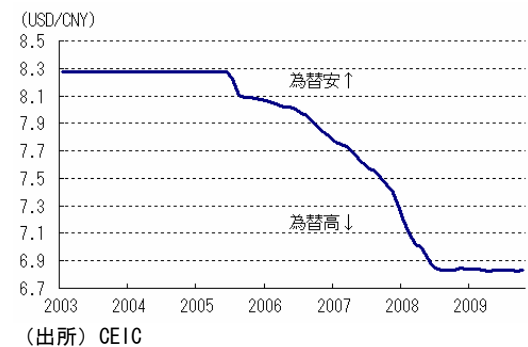


図 14 消費者物価の推移(前年比)

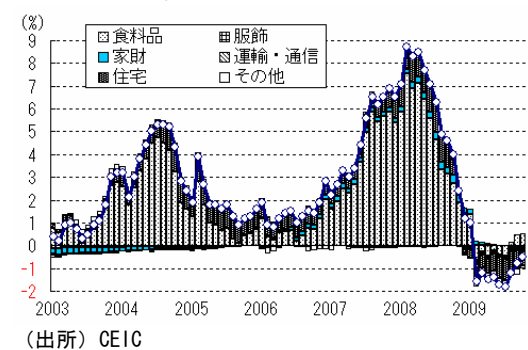


図 15 不動産市況の推移

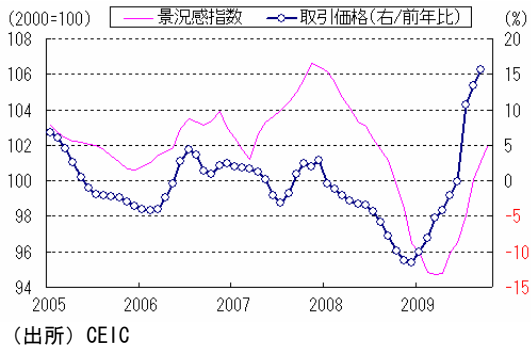


図 17 直接投資流入額の推移

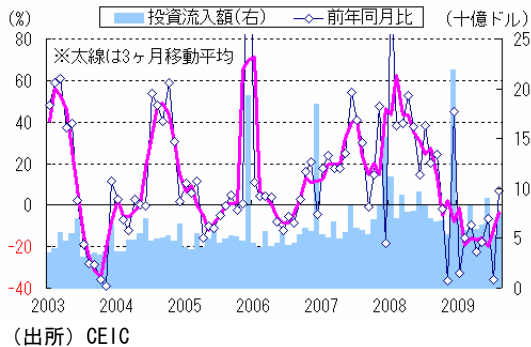


図 19 外貨準備高の推移

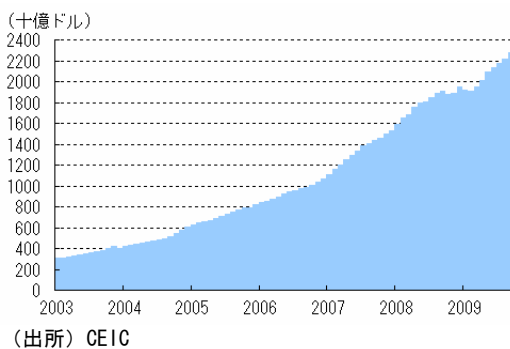


図 21 国債利回りの推移(2年債)



図 16 金融政策の推移

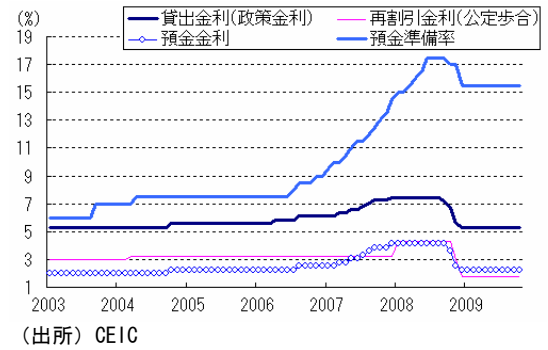


図 18 直接投資契約件数の推移(前年比)

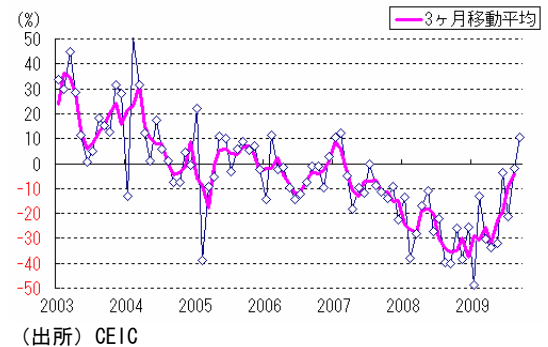


図 20 為替相場の推移(USD/CNY)



図 22 株式相場の推移(上海総合指数)



以上