

香港経済事情：中国の「玄関」としての地位低下に懸念

～7-9月期の成長率は予想外に鈍化。本土からの資金流入で資産バブル発生の懸念が増大～

発表日：2009年11月20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）

- 香港は経済規模が小さい都市国家の上、外需依存度の大きさもあり、金融危機の悪影響が直撃して大幅な景気減速に陥った。しかし、年明け以降は中国本土での大規模景気刺激策の効果が波及して景気回復が進み、4-6月期の成長率は前期比（季調済）+3.5%とリセッションを脱した。その後も小売売上高の拡大や雇用環境の改善などにより景気回復が進んでいるとみられたが、7-9月期の成長率は前期比+0.4%と事前の市場予想を大きく下回った。小売売上の回復には本土からの観光客による押し上げが影響していたとみられ、本土の富裕層による資金流入で資産バブルの発生も懸念されるなど、新たな課題も明らかになっている。さらに、世界経済の底打ちによる本土の輸出回復にも拘らず、越境貿易の拡大や他の積出港からの出荷拡大などを背景に、同国の輸出回復はやや鈍く、「玄関」としてのプレゼンスの相対的低下が懸念されている。
- 香港ドルは米ドルとペッグしているため、香港ドルへの買い圧力の高まりに伴う為替介入で過剰流動性が発生しており、これも資産価格上昇の要因となっている。消費者物価は落ち着いた推移が続いているが、ペッグ制のために独自に政策金利を調整出来ず、難しい政策対応が続くであろう。また、本土からの資金流入は株式相場の上昇にも繋がっているが、先行きも企業業績の回復を背景に底堅い展開が続くと期待される。
- 香港行政府は2009年の経済成長率の見通しを前年比▲3.3%と8月時点の見通し（同▲4.5～▲3.5%）から上方修正し、その要因に景気対策や労働環境の改善で消費者マインドが改善していること、足元の企業業績の改善や公共投資による下支えを挙げている。国際機関はIMFが先月初めに公表した『世界経済見通し2009年10月版』で、2009年の成長率を同▲3.6%、2010年を同+3.5%としている。なお、当研究所では定例の見通し改訂を行い、7-9月期の実績が予想を大幅に下回ったことを反映し、2009年の経済成長率は前年比▲3.5%と8月の前回予想から▲0.2p下方修正、2010年も同+2.4%と▲1.3p下方修正した。なお、2011年には前年と同等の景気拡大が続くとみられ、同+2.5%と予測している。

《小売売上回復は本土の観光客要因か。7-9月期の成長率は事前の市場予想を大幅に下回る鈍化》

- 香港は、人口 700 万人足らずの都市国家である上、経済の外需依存度が極めて高く、近年は金融や不動産、観光などサービス産業を中心に経済成長を収めてきたため、金融危機による世界的な信用収縮の悪影響が直撃し、大幅な景気減速に見舞われた。しかし、昨年 11 月に中国本土が大規模な景気対策を公表した上、大胆な金融緩和に転じ、年明け以降も消費喚起策を講じるなど景気刺激姿勢を強めたことから本土の景気回復が波及して、素早いペースで景気回復が進むと期待されてきた。本土経済が昨年 10-12 月期を底に景気回復を果たしたことに歩を併せ、同国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率も前期比（季調済）+3.5%と前期（同▲4.3%）まで 4 四半期連続のマイナス成長から脱却した。中国の旺盛な資源需要を背景とする輸入拡大や、アジア経済の底打ちによる貿易量拡大は、中国の「玄関口」として中継貿易を行ってきた同国の景気を大きく押し上げた。
- なお、同国政府は景気悪化による急速な雇用環境の悪化に対応して、2009-10 年度予算で総計 6 万人の雇用創出を目的とする就業支援のほか、政府関連の庁舎の補修やイベントの開催などで臨時雇用の募集を行っている。こうした短期的な支援策の効果もあり、足元では雇用環境の悪化に歯止めが掛かりつつあるが（図 1）、

抜本的対策とは言えず、来年度には対策効果が剥落する可能性もある。金融サービスなど一部の産業では、国際金融市場の回復感の高まりを背景に雇用悪化に歯止めが掛かりつつあるが、安定的な雇用拡大が続く分野が公的部門に限られるなど依然不透明感が残る。なお、6月に総額168億HKドル規模で所得税減税などを柱とする追加景気対策が実施されたこともあり、足元では小売売上高が回復感を強めている（図2）。ただし、これは本土からの観光客数が回復した影響も考えられ（図3）、可処分所得が前年を下回る状況で個人消費が押し上げられたとみるのは難しい。

- さらに、政府の景気対策ではインフラ開発など「真水」の大きい対策はほとんどなく、政府消費による景気の押し上げ効果は限定的に留まっている。一方、本土の富裕層を中心に不動産投資ブームが起こる中、9月末時点の高級物件の価格は年初から40%以上上昇しているほか、普及価格帯物件でも昨年夏に記録した最高値水準に戻るなど（図4）、資産バブルに対する懸念が高まっている。なお、こうした資産価格の上昇による資産効果が個人消費などを押し上げると期待されるが、これらの多くが本土の富裕層による投資目的であること、普及価格帯物件の値上がりで香港民の住宅購入意欲が削がれている状況を鑑みれば、そうした効果は限定的なものに留まっている可能性が高い。
- 中国の旺盛な資源需要のほか、アジア経済の底打ちによるアジア域内貿易の回復で、輸出環境は大幅に改善しているものの、輸出の回復以上に輸入の増加ペースが上回っており（図5）、貿易赤字は拡大基調が続いている。特に、足元では先進国景気の底打ちやアジア景気の底離れを背景に、中国の輸出が回復感を強めているにも拘らず、中国の輸出がASEAN地域に対する越境貿易で拡大しているほか、輸出の積み出し港としては大連などの東北部や上海などからの出航が拡大しており、香港の相対的なプレゼンス低下が続いていると考えられる。
- こうした状況から、13日に公表された7-9月期の実質GDP成長率は前期比（季調済）+0.4%と市場での事前予想を大きく下回る結果となった（図6）。特に、前期に景気の大規模な押し上げに寄与した個人消費は前期比+0.5%と前期（同+3.9%）から大きく鈍化したほか、財輸出も同▲2.8%と前期（同+11.6%）から減少に転じており、純輸出（輸出－輸入）の成長率寄与度は前期比▲8.6pに及んでいる。なお、マンションなどの住宅建設ブームが追い風となり、資本投資の成長率寄与度は大幅に増加しているほか、在庫投資が大幅に増加したことで、成長率は辛うじてプラスを保ったと言える。なお、前年同期比では▲2.4%と前期（同▲3.6%）からマイナス幅が縮小している。

図1 雇用環境の推移

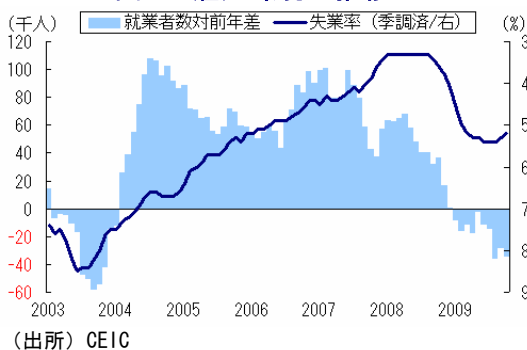


図2 小売売上高の推移(前年比)

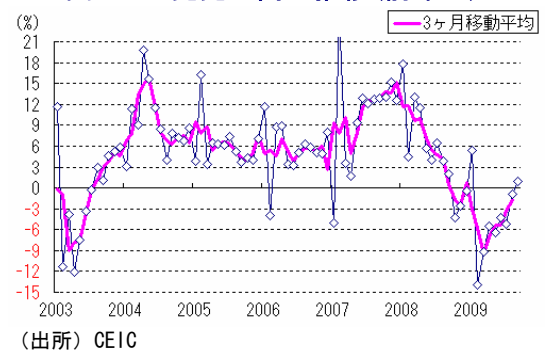


図3 観光客数の推移(前年比)

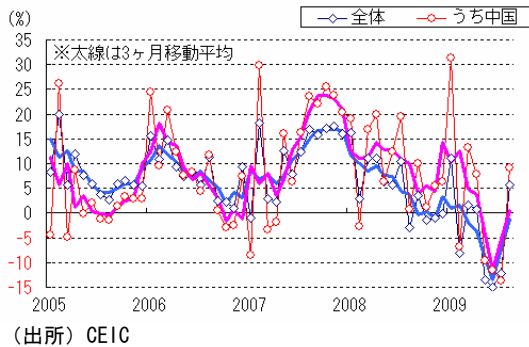


図4 不動産・住宅価格の推移(前年比)

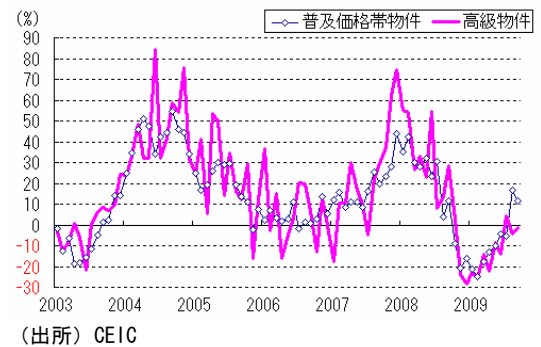


図5 輸出入の推移(前年比)

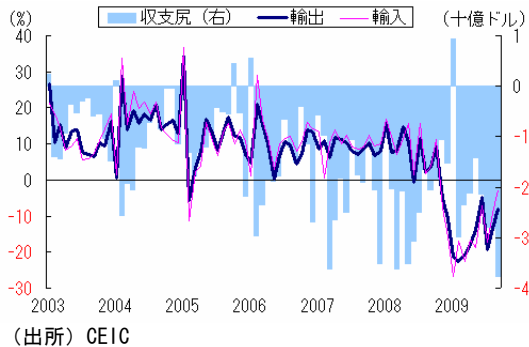
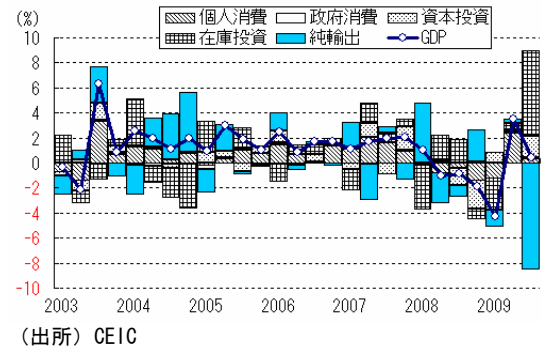


図6 実質 GDP 成長率の推移(前期比/季調済)



《過剰流動性による資産バブル対策もペッグ制がネックに。7-9 月期の鈍化を反映し緩慢な回復に下方修正》

- 同国通貨である香港ドルは米ドルとのペッグ制を敷いており、現在も目標域（1 米ドル＝7.75～7.85 香港ドル）で為替相場は推移している。ただし、足元の国際金融市場では米ドル離れが進んでおり、景気回復が進む新興国通貨に資金流入圧力が強まる中、金融当局は為替レート維持に向けて介入を拡大させており、市中の資金供給量は年明け以降急速に拡大している（図7）。一方、同国は輸入の多くを中国に依存しているが、昨年7月以降中国政府は人民元を実質的に米ドルとペッグさせており、対人民元レートは安定的な推移が続いている（図8）。昨年の商品市況急騰の反動に加えて、輸入物価が安定的に推移していることから、9月の消費者物価は前年同月比+0.5%と落ち着いている（図9）。特に、指数に占めるウェイトの高い食料品価格が落ち着いている上、住宅価格も今年度も景気対策の一環として公団住宅の賃料を3ヶ月無料にするなどの方策が採られたことで、マンション価格上昇の影響が相殺されている。ただし、同政策の期限が終了する11月には再び物価への押し上げ圧力が避けられず、不動産価格が一段と上昇する懸念も残ることから、金融当局は難しい政策対応を迫られよう。
- 対外面では、同国の財貿易収支は赤字基調が続いているものの、東アジアの観光立国としてサービス輸出の規模が財輸出の3分の1に迫る規模を誇ることから、経常収支は黒字基調が続いている（図10）。そこに、中国の景気拡大の恩恵が期待される同国にも海外資金の流入が続いているほか、金融当局の為替介入に伴う資金調達も重なり、年明け以降の9ヶ月間で外貨準備高が444億ドルも積み上がっている（図11）。こうした対外ファンダメンタルズに強さがみられる一方、ペッグ制を採用しているために政策金利を自由に調整出来ず（図12）、当面は現行水準を維持せざるを得ないと思われる。
- 金融当局による為替介入の結果、ここ数ヶ月の米ドル/香港ドル相場は上限（1 米ドル＝7.75 香港ドル）近傍に張り付いた状態が続いている（図13）。また、海外投資家からの資金流入に加えて、本土からの株式投資も可能となったことで、ハンセン指数は春先を底に上昇基調が続いている（図14）。先行きも本土の堅調な景気拡大が続くとみられるため、本土企業株を中心に企業業績の回復が続き、相場を支える展開が続く可能性が高いと予想される。

- 7-9 月期の GDP 統計公表に際して、香港行政府は 2009 年の経済成長率の見通しを前年比▲3.3%と 8 月時点の見通し（同▲4.5～▲3.5%）から上方修正した。上方修正の要因として、行政府は景気対策による景気の押し上げや労働環境の改善により、消費者マインドが改善していること、足元の企業業績の改善や公共投資による景気の下支えを挙げている。国際機関では IMF が先月初めに公表した『世界経済見通し 2009 年 10 月版』において、2009 年の成長率を同▲3.6%、2010 年を同+3.5%としている。なお、当研究所では定例の見通し改訂を行い、7-9 月期の実績がこれまでの予想を大幅に下回ったことなどを反映し、2009 年の経済成長率は前年比▲3.5%と 8 月時点から▲0.2p 下方修正し、2010 年は同+2.4%と▲1.3p 下方修正した。なお、2011 年には前年と同等の景気拡大が続くとみられ、同+2.5%と予測している。

図 7 マネーサプライの推移(前年比)

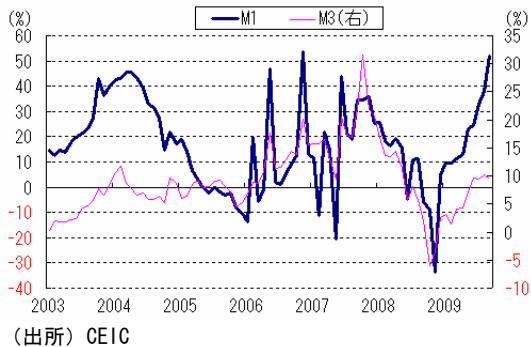


図 9 消費者物価の推移(前年比)

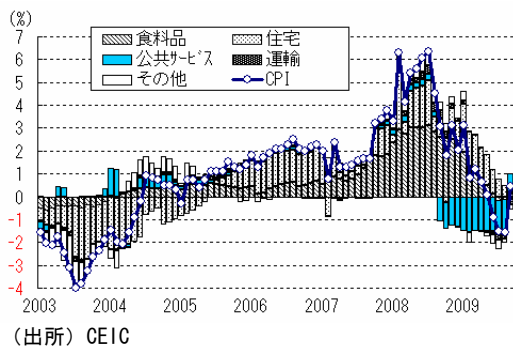


図 11 外貨準備高の推移

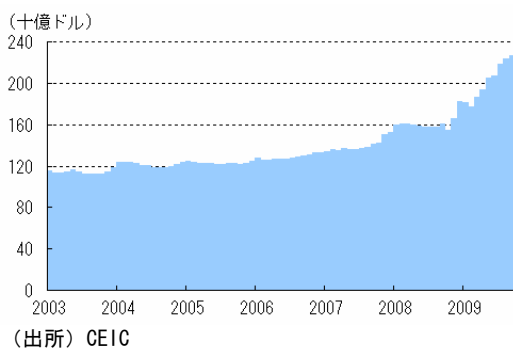


図 8 為替相場の推移(USD/HKD, CNY/HKD)

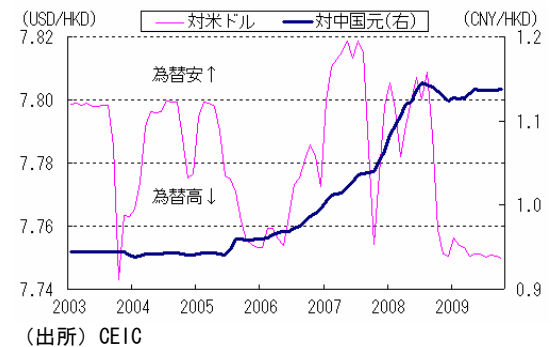


図 10 経常収支の推移

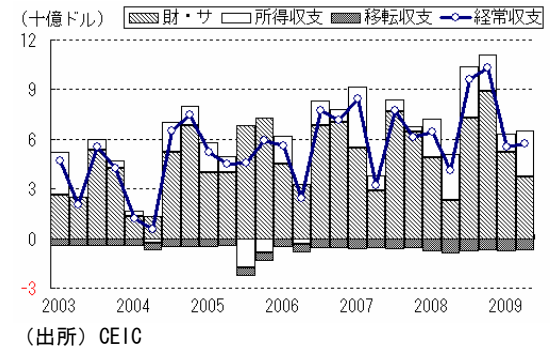


図 12 政策金利の推移

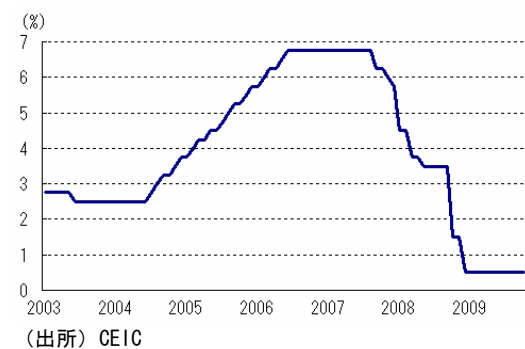


図 13 為替相場の推移 (USD/HKD, CNY/HKD)



図 14 株式相場の推移 (ハンセン指数)



以 上