

中国経済事情：景気は堅調ながら跛行色は残る

～インフレ圧力は依然低い、過剰生産と資産バブル発生への対処が今後の課題～

発表日：2009年12月15日（火）

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11月の経済指標が一斉に公表されたが、堅調な景気拡大が続いている一方、跛行色は残っている。今月初めの中央経済工作会議では、来年も引き続き積極的な財政政策と緩和的な金融政策により、消費拡大による成長を図る方針が決まり、国務院も消費喚起策を継続させる方針を明らかにしている。
- 11月の小売売上は前月の大型連休の反動はあったものの底堅い成長が続いているが、年前半の景気を大きく牽引した固定資産投資には融資引き締めの影響が出始めている。また、輸出も緩やかな回復が続いたことから、生産はV字型の急回復を遂げている。今後、政府は過剰設備の解消に向けた動きを強めると予想されるが、政策的な下支えによって大幅な下振れは避けられると考えられる。
- 積極的な金融緩和と融資拡大、当局による為替介入によって市中の資金供給量は大幅に上振れしている。食料品価格の安定で物価は落ち着いているものの、過剰流動性の流入により一部資産でバブル発生の懸念が高まっている。しかし、政府は来年も「適度に緩和的な」金融政策の継続を示唆しており、行政指導による対応が図られると考えられる。
- 国際金融市場で米ドル離れが進む一方、金融当局は昨年8月以降人民元レートを米ドルに実質ペッグさせており、過剰流動性が発生し易い状況が続いている。当局は債券市場の充実などによる不胎化に取り組んでいるが、過剰流動性が株式市場に流入しており、株式相場は上昇基調を続けている。一方、政府が「適度に緩和的な」金融政策を続ける背景には、幅広い個人株主を意識した社会政策的な側面もあり、株価に悪影響を与える政策は打ち出しにくい。
- 2009年通年の経済成長率は政府目標（8%）の達成を射程圏にしているが、先日の中央経済工作会議は2010年の成長率目標も今年同様の8%とした。目標達成に向けて消費喚起策が継続されるが、対策内容は今年のものに比べて大幅に縮小されていることから、今年ほどの消費押し上げ効果は期待出来ない可能性がある。足元でのインフレ懸念は低いものの、過剰生産リスクに加えて、資産バブルの可能性が高まっており、その対応がより重要となろう。社会科学院は今月初めに公表した「経済青書」で2009年の経済成長率を前年比+8.3%、2010年を同+9.1%と、引き続き高成長を見込んでいる。当研究所は7-9月期の景気拡大を踏まえて、2009年の成長率を同+8.3%、2010年を同+9.4%と予想している。

《季節要因もあり消費の伸びはやや鈍化するも、内需・輸出ともに回復基調は続いている》

- 11日、中国の11月の経済指標が一斉に公表されたが、政府の目指す「和暦社会（調和の取れた社会）」への道のり半ばといった印象が強く、依然として跛行色が色濃く残る景気情勢と判断される。今月5日から開催された中央経済工作会議でも2010年の最大の課題として国内消費の拡大が掲げられ、積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策で下支えする方針が決定された。その後、国務院は今年初めに発表した自動車や家電製品に対する補助金政策を来年も継続させる旨を公表した。これは来年も財政政策による個人消費の下支えが期待される一方、一連の対策がなければ自律的な消費拡大が実現していないことを意味している。また、一部資産でのバブル発生が懸念されていることから、不動産取得関連ではインセンティブの対象を絞り込んでおり、政策対応の難しさの一端を示している。
- 11月の小売売上高は、前年同月比+15.8%と前月（同+16.2%）から伸びがやや鈍化しており、インフレ率

を調整した実質ベースでは同+15.2%と前月（同+16.7%）から大きく鈍化した（**図1**）。ただし、前月は国慶節を挟んで大幅連休があったことから季節要因が影響しており、さらに、これを調整した場合には依然として前月比でプラスを保っていると考えられ、底堅い推移が続いていると思われる。一方、前半の景気を大きく牽引した公共投資を含む固定資産投資は前年同月比+24.3%と前月（同+31.6%）から大幅に鈍化し、特に不動産投資は同+7.7%と前月（同+28.4%）まで6ヶ月連続での二ケタの伸びから急速に低下した（**図2**）。昨年秋に銀行貸出に関する総量規制が緩和されたことから、不動産市況が大幅に改善して一部でバブル発生の懸念が高まったため（**図3**）、今年夏以降は一転して融資拡大を抑制させる行政指導を行っており、急速に新規融資が縮小した影響が出始めていると考えられる（**図4**）。ただし、投資額はそれぞれ高水準で推移しており、今後も景気の牽引役となることには変わりないと思われる。

- 近年の高成長を牽引してきた輸出は、世界的な景気悪化に伴う需要縮小により大きく落ち込んだが、年明け以降はアジアの景気底打ちを経て緩やかに回復しており、11月の輸出は前年同月比▲1.2%と昨年に並ぶ水準まで回復している。アジア新興諸国など景気の底離れが進む国々向けは既に前年比プラスとなっており、欧米向けも前年比でわずかなマイナスまで回復している（**図5**）。欧米先進国の景気動向には不透明感が残るが、価格競争力の高さを背景に緩やかな回復が続くと思われる。一方、堅調な内需を背景に輸入は急回復が続いており、11月の輸入は前年同月比+26.7%と前月（同▲6.4%）から大幅な伸びを示している。資源国のみならず先進国からの輸入も急回復しており、工業製品生産に伴う素材や中間財などの輸入も回復している（**図6**）。輸入の回復が輸出の回復を上回った結果、11月の貿易収支は+190.93億ドルの黒字と前月（+239.88億ドル）から黒字幅は縮小したが（**図7**）、巨額の経常黒字は世界的な不均衡の温床となっており、昨年8月以降同国が実質的に人民元を米ドルにペッグさせていることへの是正圧力が一段と強まることが予想される（**図8**）。
- こうした堅調な内需や緩やかな輸出の回復により生産はV字型の急回復を遂げており、11月の鉱工業生産は前年同月比+19.2%と前月（同+16.1%）から加速した（**図9**）。今月1日に公表された製造業PMIは、物流購買連合会版は55.2で前月と同じとなったほか、HSBC版は55.7と前月から+0.3p改善しており（**図10**）、今後も順調な生産拡大が期待されている。一方で新規受注や輸出受注といった生産の先行指標がわずかに低下しており、加速度的に生産拡大が続くとは考えにくい要素もある。また、政府は足元で燻る過剰設備や過剰生産への対応策として、10月に国家発展改革委員会は過剰設備が懸念される部門への投融資を規制し、今月初めに工業情報相は生産能力が年100トンを下回る鉄鋼メーカーを閉鎖する方針を明らかにするなど、生産性向上への取り組みを本格化させている。一連の政策により一時的に生産の伸びが鈍化することが懸念されるが、財政・金融両面からの景気下支えが続くため、大幅な下振れに陥る可能性は低いと考えられる。

図1 小売売上高の推移(前年比)

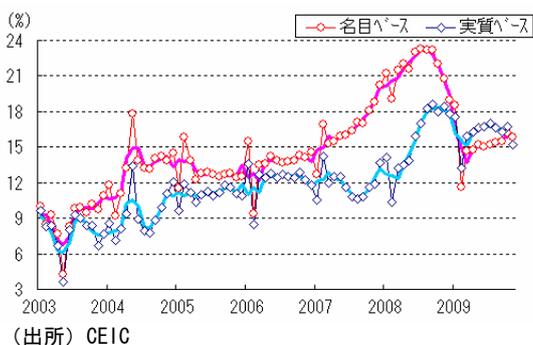


図2 都市部固定資産投資の推移(前年比)

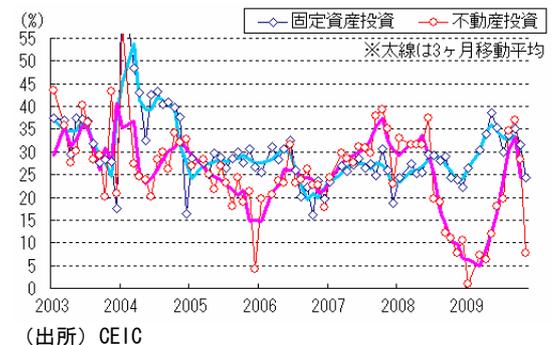


図3 不動産市況の推移

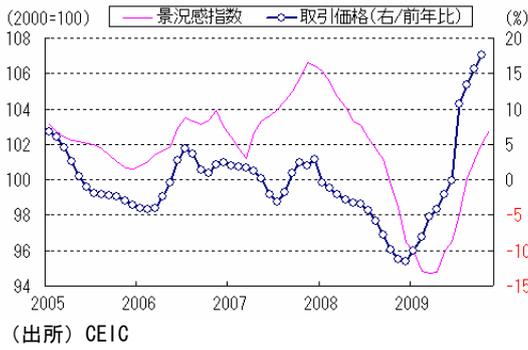


図4 新規融資及び融資残高の推移



図5 地域別輸出動向の推移(前年比)

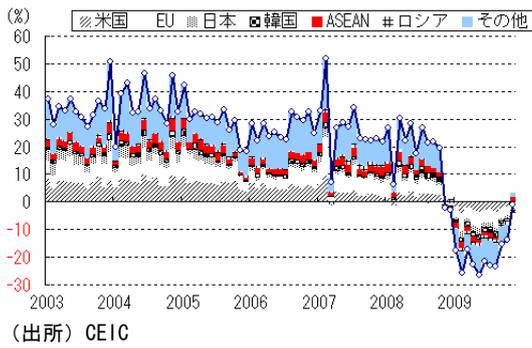


図6 地域別輸入動向の推移(前年比)

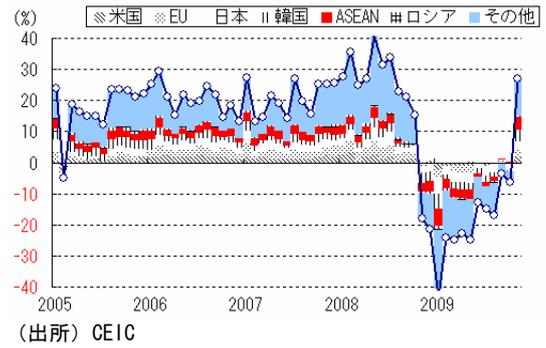


図7 輸出入の推移(前年比)

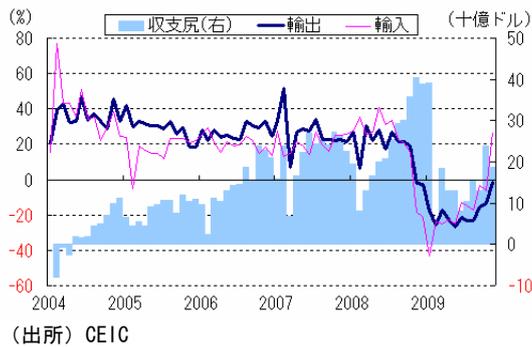


図8 為替相場の推移(USD/CNY)

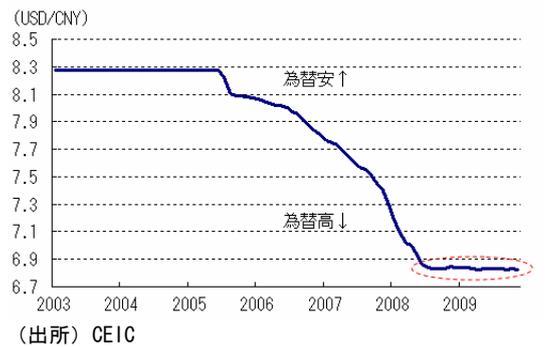


図9 鉱工業生産の推移(前年比)

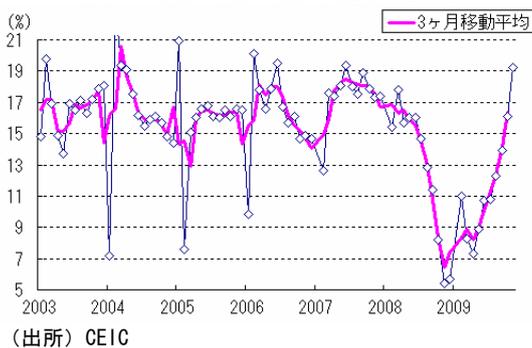
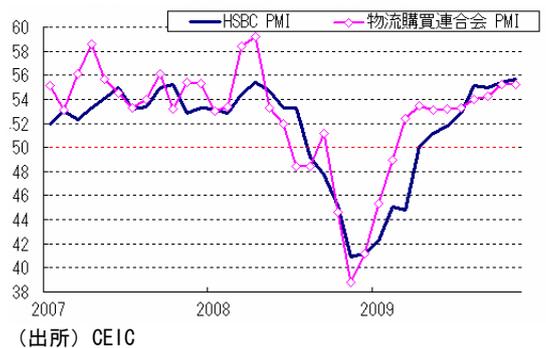


図10 製造業PMIの推移



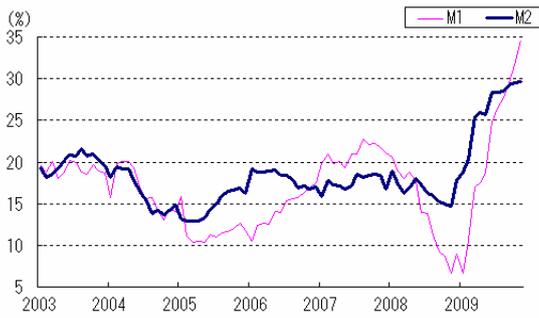
《インフレ懸念は限定的ながら、景気・資産バブル・社会不安への対処について難しい政策対応が迫られる》

- 金融当局は、昨年9月以降段階的な利下げを行った後も金融緩和を続けており、市中の資金供給量は大幅な伸びが続いている(図11)。足元では国際金融市場で米ドル離れの動きが強まる中、同国が世界に先駆けて景気の底打ちを果たしたことで海外資金の流入圧力が強まっているが、上述のように昨年8月以降人民元レートを米ドルとペッグさせるために積極的に為替介入を行っており、これによる過剰流動性も資金供給を上振れさせている。11月の消費者物価は前年同月比+0.6%と今年1月以来10ヶ月ぶりにプラスに転じたが、

前月比+0.3%と落ち着いており（[図 12](#)）、物価指数におけるウェイトの高い食料品価格の上昇が抑えられているため物価は安定している。その一方、不動産市況の急上昇にみられるように過剰流動性の一部が資産市場に流入し、資産バブルが発生する懸念が高まっている。政府は「適度に緩和的な」金融政策を継続する方針を示しており、行政指導を通じて資産市場への資金流入を抑制する対応が続くと考えられる。

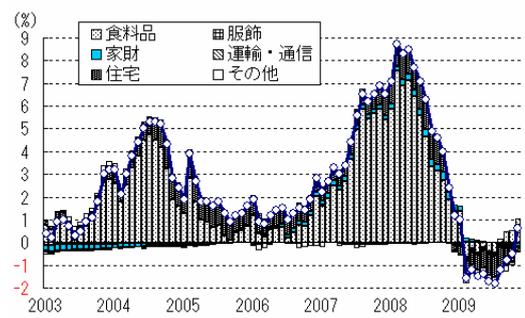
- 年明け以降は輸出の大幅減少で貿易黒字が縮小したため経常収支の黒字幅は縮小したが（[図 13](#)）、海外からの直接投資の流入に加え（[図 14](#)）、人民元高圧力に対する為替介入により、9 月末時点の外貨準備高は約 2.27 兆ドルに上る（[図 15](#)）。今後も輸出が緩やかな回復を続けることで経常黒字の拡大が続くと予想され、堅調な直接投資や海外資金の流入圧力の高まりにより、外貨準備は積み上がりが続くであろう。中国は外貨準備の 6 割程度を米ドル建、主に米国債で運用していると考えられるが、世界的な米ドル離れが進む中でインドをはじめ金の保有割合を拡大させる国が出てきている。政府は短期的に外貨準備の構成比を大きく変更させることはないとの見方を示し、市場での金購入を行わないとしているが、先日の中央経済工作会議では外貨準備の効率的運用の必要性が検討されており、ドル比率を縮小させる可能性が高まっている。なお、同国は昨年から世界最大の金産出国となっているが、将来的にレアメタルへの輸出規制と同様の措置に出ることも考えられる。
- 国際金融市場では米ドル離れが進んでいるが、金融当局は為替取引を厳しく制限しており、人民元レートを実質的に米ドルにペッグさせていることから、為替変動は緩やかな推移が続いている（[図 16](#)）。当局は為替介入による過剰流動性を抑制すべく債券市場の充実を図っており、2 年債などの多様な債券を発行しているほか、香港市場において人民元建債券を発行するなどの取り組みも行われている。なお、不胎化の効果を挙げべくインセンティブ金利が採用され、先行きの金融引き締め懸念が燻っていることから金利は高止まりしている（[図 17](#)）。ただし、これらの不胎化政策にも拘らず流動性は十分に吸収されず株式市場に流入しており、上海総合指数は上昇基調が続いている（[図 18](#)）。政府が「適度に緩和的な」金融政策を続ける背景には個人株主対策の側面もあり、社会政策的に株価に悪影響を及ぼす政策が打ち出しにくいことも考えられる。先月初めには深セン証券取引所にベンチャー企業を対象とする「創業板」が設立されたが、同国の投資熱の高さと短期志向の強さを窺わせる売買が続いている。
- 2009 年通年の経済成長率が政府目標である 8%を射程圏内とする中、先日開催された中央経済工作会議では 2010 年の成長率目標も今年同様に 8%とする決定がなされた。消費喚起策は来年も継続される方針であり、11 月の自動車販売台数が前年同月比+98.2%と大幅に上振れするなど景気対策効果は顕著にみられているが（[図 19](#)）、来年は減税幅が圧縮されることなどから、今年ほどの効果は期待出来ないとの懸念がある。また、直ちにインフレが懸念される局面にはないものの、過剰生産リスクが懸念され、資産バブル抑制も今後の政策課題になろう。さらに、来年後半には上海万博が終了することに加えて、経済政策を変更する可能性もあることから成長の鈍化が考えられよう。なお、社会科学院は今月初めに「2010 年経済青書」を公表し、2009 年の成長率を前年比+8.3%、2010 年には同+9.1%と予想している。当研究所は、7-9 月期の順調な景気拡大を踏まえ、足元でも堅調な景気拡大が続いていることから、2009 年の経済成長率を前年比+8.3%、2010 年は同+9.4%、2011 年は同+9.1%と予想している。

図 11 M1 と M2 の推移 (前年比)



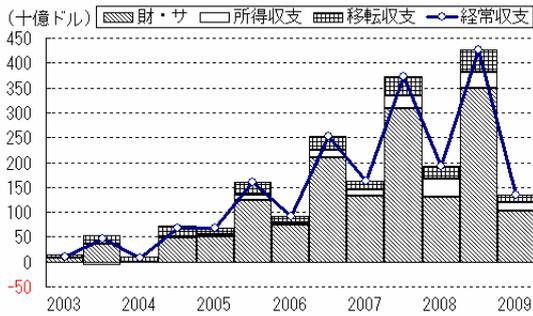
(出所) CEIC

図 12 消費者物価の推移 (前年比)



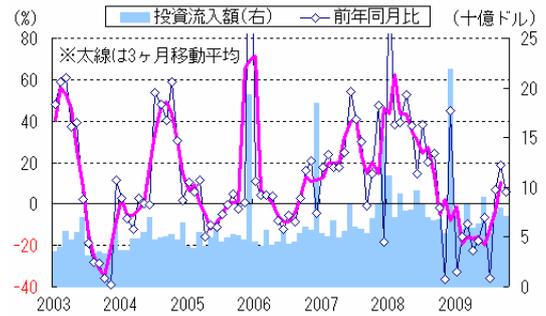
(出所) CEIC

図 13 経常収支の推移



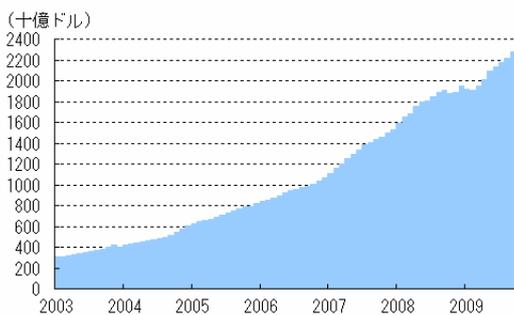
(出所) CEIC

図 14 直接投資流入額の推移



(出所) CEIC

図 15 外貨準備高の推移



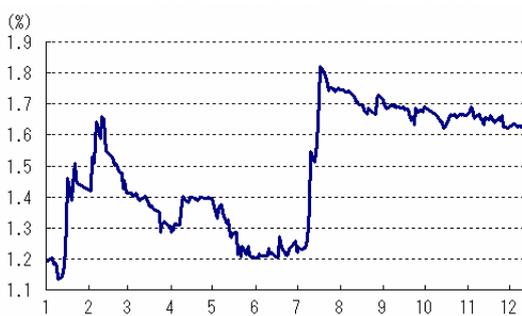
(出所) CEIC

図 16 為替相場の推移 (USD/CNY)



(出所) Bloomberg

図 17 債券利回りの推移 (2年債)



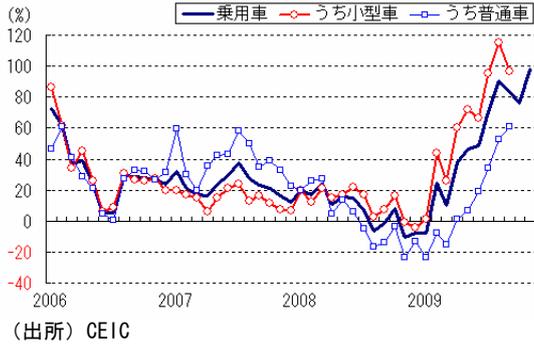
(出所) Bloomberg

図 18 株式相場の推移 (上海総合指数)



(出所) Bloomberg

図 19 自動車販売台数の推移(前年比)



以 上