

中国経済事情：景気拡大続くも、金融引き締めは不胎化の範囲内

～10-12月期の成長率は前年比+10.7%。緩やかな景気拡大が今後も続く見通し～

発表日：2010年1月22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）

- 中国国家统计局は、昨年末に2008年の経済成長率を前年比+9.6%に+0.6p上方修正した。また、昨年10-12月期の経済成長率は前年比+10.7%に拡大しており、09年通年でも同+8.7%と政府目標を大きく上回り、日本とのGDP規模の差は大きく縮まった。景気対策効果により個人消費や公共投資が拡大し続けていることに加えて、海外経済の回復により輸出も前年比プラスとなるなど、内・外需双方で景気を牽引している。10-12月期には、製造業や建設業など第2次産業での生産拡大が景気を大きく押し上げたが、足元でもPMIの改善が続いており、今後も生産拡大が続くと予想される。
- 政府の大胆な景気対策と金融緩和に伴い、同国経済は世界に先駆けて拡大が進んでいるが、政府は積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を堅持しており、資金供給量の拡大が続いている。また、銀行融資の拡大や政府の実質的な人民元安政策も資金供給量を大きく上振れさせる要因に繋がっており、12月のインフレ率は前年比+1.9%、生産者物価も同+1.7%と急進した。ただし、物価上昇の背景には今冬の大寒波も影響したと考えられ、海外経済の不透明感が残る中、政府は当面の間利上げや人民元切り上げといった景気腰折れリスクのある政策を採る可能性は低いと思われる。また、急速な景気回復と予算執行の遅延により、当初予想されたほどの財政悪化には至っていないことも追加対策の余力をもたらしており、順調な景気拡大を後押しすると予想される。
- 順調な景気拡大による企業業績の改善に加えて、市中の過剰流動性の一部が株式市場に流入しており、株式相場は上昇が続いてきた。しかし、政府が資産バブルに対する警戒感を強める中で、足元では金融引き締め観測が強まっており、上値の重い状況が続いている。当面は堅調な景気拡大が期待される一方、金融引き締め懸念が燃えることで、今後も株価の圧迫要因になると予想される。また、政府は足元で為替介入の度合いを強めたことに伴い不胎化政策も強化されており、手形入札でインセンティブ金利が設けられたことから、国債利回りにも上昇圧力が掛かり始めている。

《09年は通年で8%成長を大幅に上回る。堅調な内・外需により景気拡大が続くと期待される》

- 中国国家统计局は、昨年12月25日に2008年の実質GDP成長率の改定値を発表し、速報値段階での前年比+9.0%から同+9.6%に+0.6p上方修正した。名目GDPも約31.4兆元と、速報値（約30.7兆元）から約0.7兆元上方修正された。2010年にもGDP規模で中国が日本を追い抜く可能性が喧伝されてきたが、今回の上方修正によりその可能性は一段と高まっている。一方、政府は1人あたりGDPが依然3000ドル程度であることや貧富の格差が大きいことから、今後も経済成長率を政治的な課題に掲げつつ、高成長達成と所得再分配の強化を通じて「小康社会」を目指す方針を示している。
- 21日に公表された10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+10.7%と前期（同+9.1%：改定値）から加速し（[図1](#)）、2009年通年の成長率も前年比+8.7%と政府目標（8%）を大きく上回った。景気対策効果により底堅い内需拡大が続いていることに加えて、海外経済の復調に伴い輸出も回復感を強めており、特に製造業や建設業などの第2次産業が大幅に伸びたほか、全産業で生産拡大が続いている。12月の鉱工業生産は前年同月比+18.5%と前月（同+19.2%）から鈍化したものの（[図2](#)）、足元の生産水準は金融危機前を大きく上回っており、これは12月の発電量が前年同月比+27.7%で過去最高水準となっていることと整合的である（[図3](#)）。さらに、12月は販売/生産比率は99.3%で先月（同97.8%）を上回るなど在庫も僅かな増加に

留まっており、今後も順調な生産拡大が期待される。

- 12月の小売売上高は前年同月比+17.5%と前月（同+15.8%）から伸びが加速している（[図4](#)）。消費者物価は急上昇しているが、消費喚起策の効果により個人消費は緩やかに拡大していることが確認された。一方、公共投資の拡大に伴い大幅な伸びが続いてきた固定資産投資は、足元では金融当局による不動産融資の引き締めに伴い伸びが鈍化しているが（[図5](#)）、その水準は依然金融危機前を上回るなど、不動産市況も上昇が続く（[図6](#)）、資産効果が個人消費を下支えしている。さらに、景気拡大期待から株式投資が活発化し、足元の相場はリーマンショック後のボトムから2倍以上まで急上昇しており（[図7](#)）、これも個人消費を下支えている。資産価格の急上昇によりバブルの発生が懸念されている一方、政府は内需拡大による景気拡大を促しているが、資産価格の動向は今後の景気に少なからず影響を及ぼすであろう。
- さらに、世界経済の回復に伴い12月の輸出は、前年同月比+17.6%と前月（同▲1.2%）から14ヶ月ぶりのプラスとなり、水準もリーマンショック直前に並ぶほど回復している。一昨年の8月以降中国政府は人民元を米ドルにペッグさせる通貨安政策を採っており、価格競争力が高まったことも輸出の回復に繋がっており、すべての地域向けで前年比プラスとなっている（[図8](#)）。一方、堅調な内需に加えて、資源など国際商品市況が高値で推移していることから、輸入は輸出を上回る回復をみせており、12月は前年同月比+55.6%と単月ベースで過去最高水準になっている。結果、貿易収支は一昨年後半に比べて黒字幅が大きく縮小したが、約184億ドルを確保しており、対外信用力向上に繋がっている。なお、直近の製造業購買担当者指数（PMI）では生産拡大が続く可能性が示されたが（[図10](#)）、輸出受注の改善に伴い今後も緩やかな拡大が続くと予想される。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

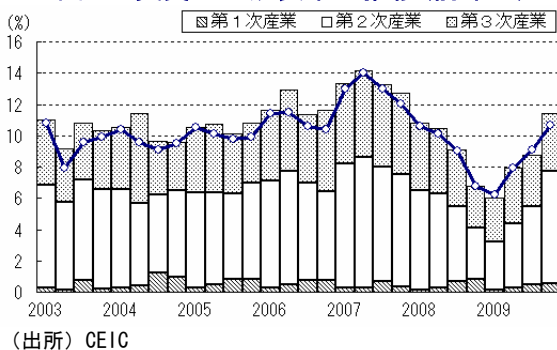


図2 鉱工業生産の推移(前年比)

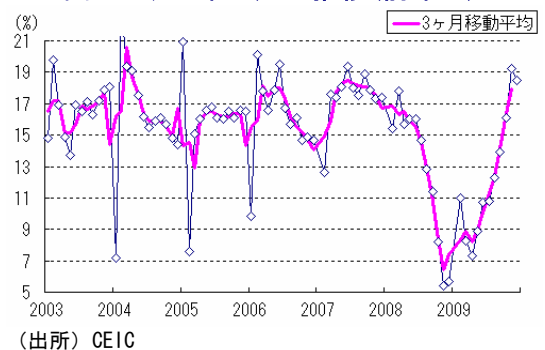


図3 発電量の推移(前年比)

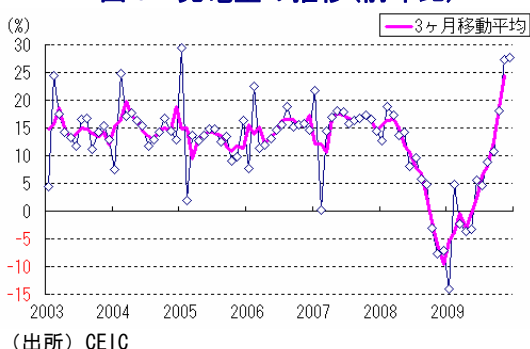


図4 小売売上高の推移(前年比)

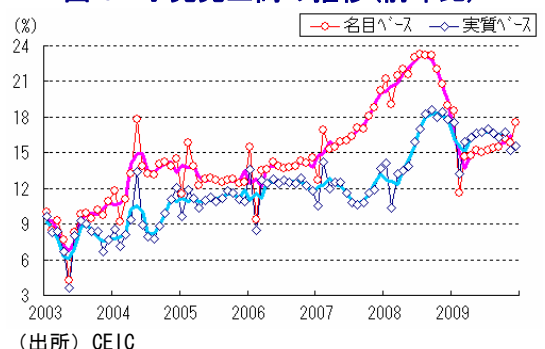


図5 都市部固定資産投資の推移(前年比)

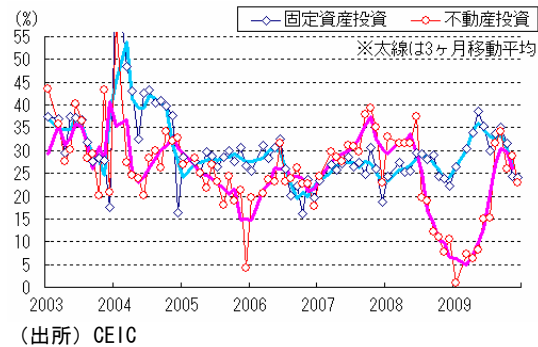


図7 株式相場の推移(上海A株・B株)



図9 輸出入の推移(前年比)

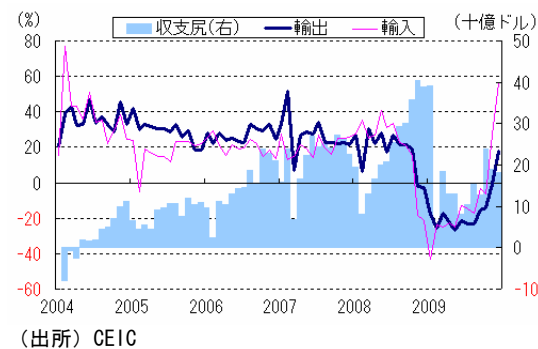


図6 不動産部門の景況感の推移

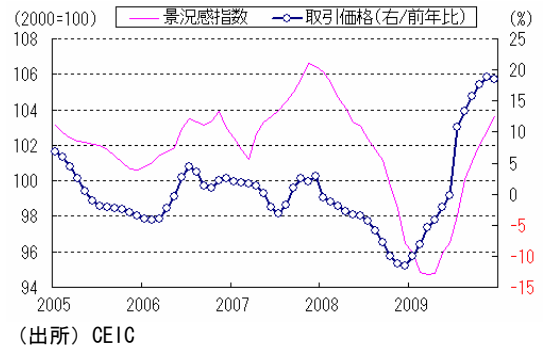


図8 主要地域別の輸出の推移(前年比)

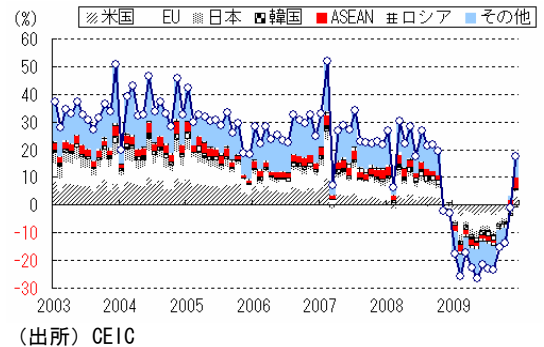
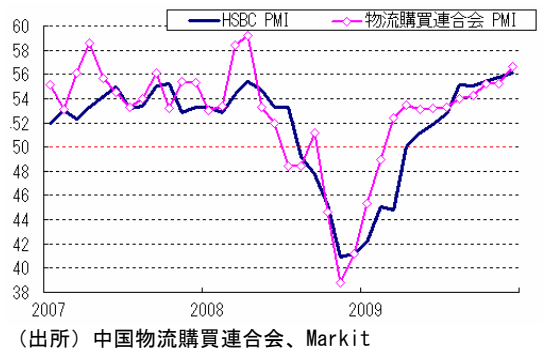


図10 製造業 PMI の推移



「12月のインフレ率は急上昇したが当面は緩やかな上昇に留まる見通し。当局は不胎化政策を積極化」

- 政府が世界金融危機直後に大規模な景気対策と金融緩和による景気刺激姿勢を打ち出したことから、他国に先駆けて景気拡大が進んでいる。政府は足元でも「積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」により景気を下支えする方針を堅持しており、市中の資金供給量は大幅に拡大している（図11）。12月の消費者物価は前年同月比+1.9%と前月（同+0.6%）から伸びが加速し（図12）、川上の生産者物価も同+1.7%と前月（同▲2.1%）から急上昇しており、不動産など資産市場でのバブル発生懸念の高まりと相俟ってインフレが懸念されている。特に消費者物価は前月比+1.0%と急上昇したが、これは大寒波による農作物や物流への悪影響で食料品価格が上昇したことに拠ることが大きい。資産市場でバブルが懸念される一方、インフレ率は金融当局の警戒水域を下回っており、春節を控えて消費への悪影響を回避したいとの思惑から、当面は利上げによる金融引き締め動く可能性は低いと予想される。
- このところの資金供給量の急拡大には、金融危機後に金融当局が銀行融資に対する総量規制を停止して、一昨年末以降銀行の新規融資が増加したことも影響しており（図13）、政府は不動産関連や過剰供給能力が懸念される産業向けに融資を規制する方針を打ち出したほか、一部銀行に対して新規融資の抑制を求めている。今月12日、金融当局は金融機関に対する預金準備率を50bp引き上げるなど金融政策に方針転換の動きもみ

られるが（図 14）、当局が 3 ヶ月物や 1 年物の手形入札による流動性吸収オペを積極的に行っていることから、主眼は過剰流動性吸収に向けた不胎化政策であると考えられる。国家統計局は 21 日の記者会見において、過度な不動産価格の上昇に懸念を示す一方、物価上昇は緩やかで管理可能なものに留まるとの見通しを示しており、今後も政府は融資抑制や物価統制などの行政指導による対応を通じてインフレ圧力に対応すると思われる。

- 経常黒字増加により対外信用力が高まり、力強い景気拡大が続いていることから、海外資金の流入圧力が強まっている。足元では中長期資金である直接投資に回復感がみられる一方（図 15）、昨年末時点の外貨準備高が約 2 兆 3992 億ドルに達し（図 16）、1 年間で 4531 億ドルも急増していることから、証券投資など短期資金も相当額流入したと考えられる。海外資金は外国人投資家の取引が可能な上海 B 株指数の急上昇をもたらした、人民元の通貨高圧力に繋がるものの、同国政府は一昨年 8 月以来人民元の為替レートを米ドルに実質的にペッグさせており（図 17）、大規模な為替介入が行われている。こうした政策も過剰流動性をもたらす要因となっており、為替政策の変更が行われない中で、政府が内外金利差の拡大で資金流入圧力を高める利上げに踏み切る可能性は低いと考えられる。
- 景気対策に伴う公共投資の拡大で財政悪化が懸念されたが、足元では急速な景気拡大で歳入の伸びが歳出を上回っており（図 18）、2009 年度の財政赤字は GDP 比▲3%以下に留まる見通しである。政府の景気対策は今年度までとなっており、加えて政府は消費刺激策を続けることから、直ちに財政の重石が取れる状況にはないが、仮に景気が悪化したとしても、景気刺激策を打ち出す財政余力があることから、順調な景気拡大が続くと予想される。

図 11 マネーサプライの推移(前年比)

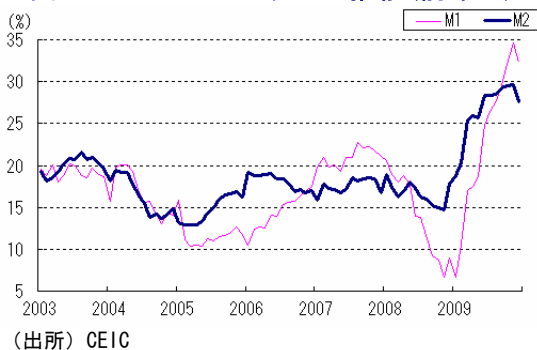


図 12 消費者物価の推移(前年比)

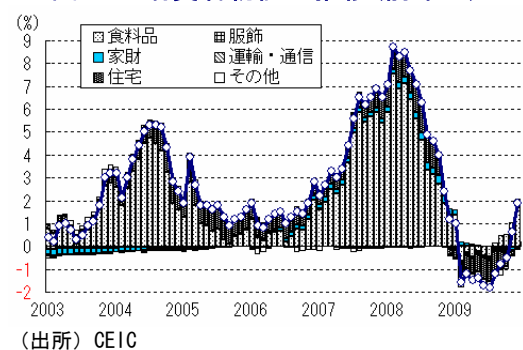


図 13 新規融資と融資残高の推移



図 14 金融政策の推移

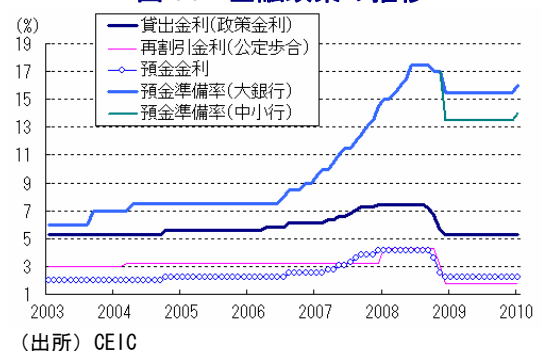


図 15 直接投資流入額の推移

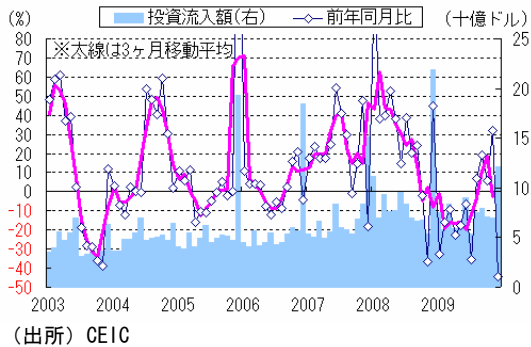


図 16 外貨準備高の推移

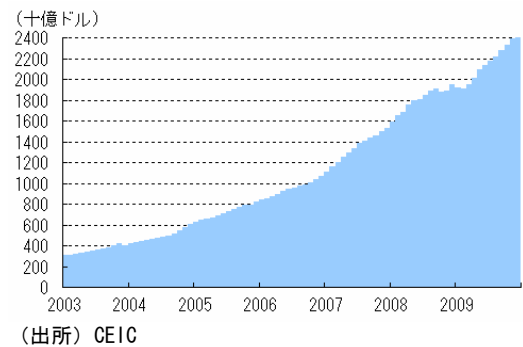


図 17 為替相場の推移 (USD/CNY)

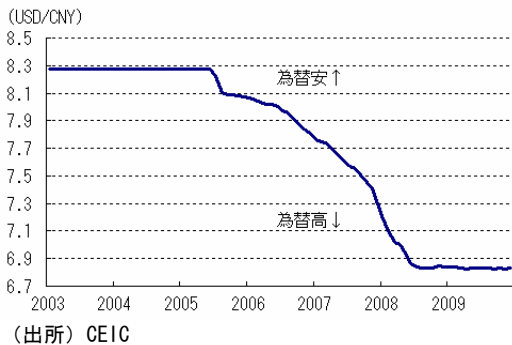
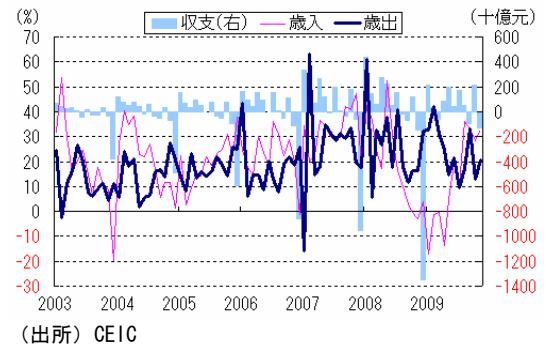


図 18 財政収支の推移 (前年比)



《市場では金融引き締め観測が高まる中、株式相場は上値の重い局面が続いている》

- 企業業績の改善に加えて、市中の過剰流動性の一部が株式市場に流入したことで株式相場は上昇が続いてきた。しかし、昨年後半以降不動産などの資産バブル発生が懸念され、市場で金融引き締め観測が強まっていることから、足元では上値の重い状態が続いている（図 19）。先行きについても堅調な景気拡大が期待される一方、市場では金融引き締め懸念が燃える可能性が高いことから、今後も株価の圧迫要因になると考えられる。
- 一方、一昨年 8 月以来米ドルに実質的にペッグされている人民元相場は、昨年後半以降は変動幅が一段と圧縮されるなど、為替介入を強化していると考えられる（図 20）。こうしたことも市中の流動性供給量の大幅拡大をもたらしており、不胎化を強める要因となっている。なお、金融当局は過剰流動性の吸収に向けて手形入札を積極的に行っており、手形の消化を進めるためにインセンティブ金利を設けるなど徐々に金利を上昇させていることから（図 21）、国債利回りにも上昇圧力が掛かっている。

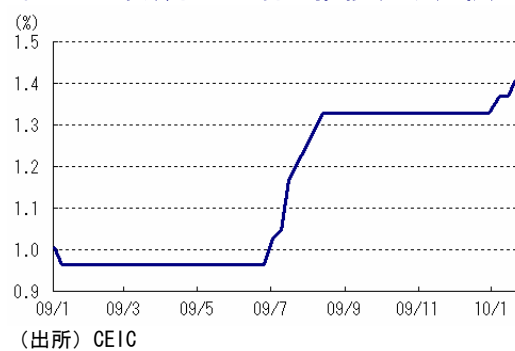
図 19 株式相場の推移 (上海総合指数)



図 20 為替相場の推移 (USD/CNY)



図 21 中銀手形金利の推移(3ヶ月物)



以 上