

中国経済事情：力強い景気が続く中で「脱皮」を探る動きも

～沿海部での賃金上昇、人民元相場の自由化は、中長期的に産業構造の転換に繋がる～

発表日：2010年6月14日（月）

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）

- 5月のPMIが悪化したため、ユーロ問題が中国の実体経済に悪影響を与える可能性が危惧されたが、5月の経済指標は同国の堅調を裏付けた。個人消費や資本投資は依然拡大が続いており、輸出もアジアや米国向けの拡大に加え、欧州向けも堅調に推移した。生産の伸びは鈍化したものの拡大は続いており、4-6月期の経済成長率も依然高水準で推移していると予想される。PMIのうち新規受注や輸出受注などの先行指標が悪化していたため、生産の鈍化はこれからの可能性があるが、いずれの数値も50を上回っていることから、年後半も緩やかな拡大が続くと予想される。
- 力強い需要を受けてインフレ圧力が高まっており、国際商品市況の高騰もあって物価は上昇基調が続いてきた。さらに、国内の資金供給量の急増は過剰流動性を発生させており、5月の消費者物価は前年比+3.1%と政府の通年のインフレ目標（3.0%）をわずかに上回ったが、最近の資源価格の下落で前月比は▲0.1%と低下している。6月からはエネルギー価格が引き下げられるなど、政府は物価統制を通じて抑制策を図っており、不動産市場でのバブル発生懸念も政府の投機抑制策によって効果が出つつある。政府の物価抑制姿勢は今後一段と強まっていくと予想される。
- 07年夏以降の人民元相場の実質的なドルペッグ化に関する議論が活発化しているが、ユーロの独歩安で実効為替レートは大幅に上昇している。5月の輸出は欧州向けの減少をアジアや米国向けの増加が下支えしたが、輸出全体への影響を鑑みれば、見直しのスケジュールは後ろ倒しされる可能性が高いと思われる。ただし、人民元相場の実質的な切り上げ容認は、国内の購買力向上や、輸入物価低下による物価安定に繋がると期待される。沿海部を中心とする賃金上昇の動きもあり、輸出産業による生産拠点見直しの動きなども懸念されるが、人民元の切り上げや購買力の向上は、中長期的に内需主導型の産業構造にシフトする契機となろう。
- ユーロ問題により国際金融市場でリスク回避姿勢が強まり、政府の不動産投機抑制策もあって株式相場は年明け以降2割以上調整した。割安感を指摘する声がある一方、取引の7割を占める中国人投資家のリスクマインドが冷え込んでいる上、市場が目指す利上げや人民元切り上げなどの株価の抑制要因となるため、当面は上値が重いと考えられる。

《PMIの急落はあったが、内・外需ともに力強さは変わらず、堅調な景気拡大が続いている》

- 5月のPMIが製造業・サービス業とも悪化したため（[図1](#)）、ユーロ問題による欧州経済の不透明感の高まりが中国経済にも少なからずの悪影響を及ぼしていると懸念されたが、11日に発表された5月の経済指標は同国経済の堅調を裏付ける内容となった。5月初めから上海万博が開催し、当初の入場者数は予想を下回る推移となっているものの、小売売上高は前年同月比+18.7%と前月（同+18.5%）の伸びを上回り（[図2](#)）、前月比も拡大が続くなど個人消費は堅調に推移している。今年から自動車購入に対する補助制度が一部圧縮されており、3月の販売台数が170万台を上回り過去最高となってからは頭打ち感も出ているが（[図3](#)）、依然月間140万台を上回る高水準で推移している。また、内陸部など地方を中心に公共投資も拡大しており、都市部固定資産投資は5月単月ベースで前年同月比+25.4%と前月と同じ伸びとなっている（[図4](#)）。これは地方政府が独自財源獲得のために不動産開発を拡大させていることも（[図5](#)）押し上げ要因となっている。

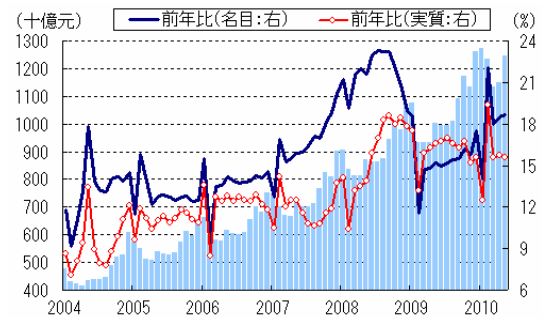
- 欧州経済の不透明感によって、輸出の2割を占める欧州向けが大きく落ち込むことで輸出に悪影響が出ると懸念されたが、5月の輸出は前年同月比+48.4%と前月（同+30.4%）から加速し、前月比も+9.9%と前月（同+7.0%）から拡大した（図6）。欧州向け輸出が依然堅調に推移したことに加え、景気拡大が続くアジア向けや米国向けが大きく拡大し、輸出の増加に繋がったと考えられる。一方の輸入は、前年同月比+48.9%と前月（同+50.1%）から鈍化し、前月比も▲5.1%と前月（同▲0.8%）に続いて縮小した。国際商品市況が大きく下落したことで輸入物価が低下したことに加え、政府による資源調達政策の変更で輸入量が抑えられたことも影響したと考えられる。結果、貿易収支は+195.33億ドルの黒字となり、前月（+16.81億ドル）から黒字幅が大幅に拡大した。
- このように、内・外需が依然として力強く推移している一方、鉱工業生産は前年同月比+16.5%と前月（同+17.8%）から鈍化したが、前月比は+1.1%と依然拡大しており（図7）、生産者物価が前月比+0.6%上昇したことから実質ベースでも増加している。なお、同様の動きは発電量の動向からも確認され（図8）、4-6月期の経済成長率も高成長が続くと予想される。なお、最近では外資企業を中心に賃上げを求める労働争議が頻発し、操業に支障がでるケースも出ていることから、回復基調にあった海外からの直接投資の抑制要因になると懸念されている（図9）。また、5月の経済指標はPMIの急落を反映したものとはならなかったが、先行指数である新規受注や輸出受注の数値が低下していたことから、先行きの生産が鈍化する可能性は残る。ただし、上記のいずれの係数も50を上回っており、引き続き緩やかに拡大することが予想される。

図1 製造業 PMI の推移



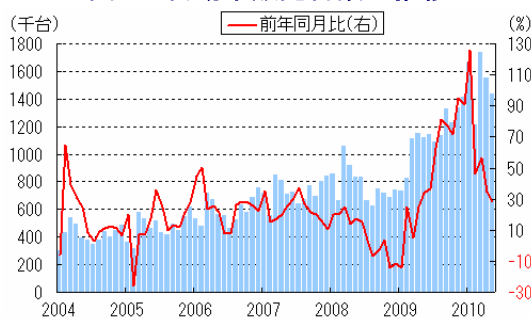
(出所) 中国物流購買連合会、Markit

図2 小売売上高の推移



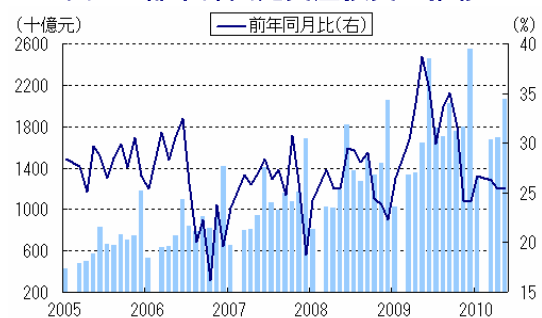
(出所) CEIC

図3 自動車販売台数の推移



(出所) CEIC

図4 都市部固定資産投資の推移



(出所) CEIC

図 5 不動産投資の推移

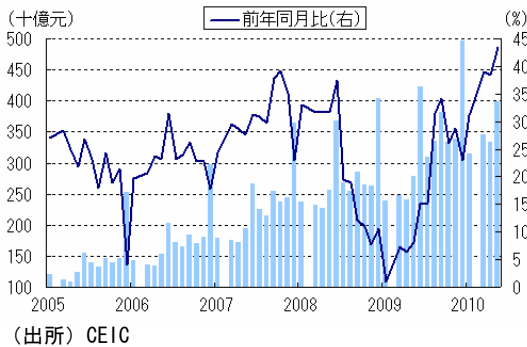


図 6 輸出入の推移(前年比)

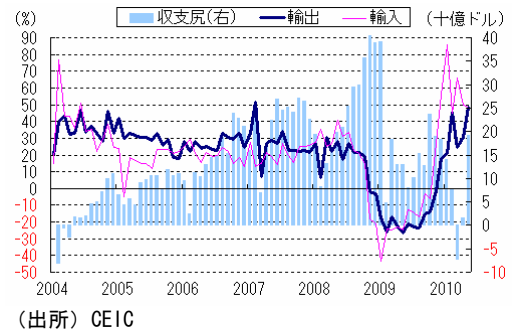


図 7 鉱工業生産の推移

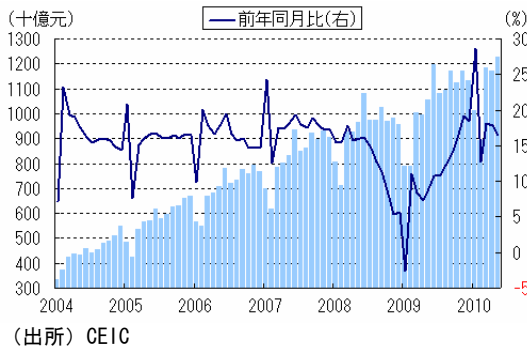


図 8 発電量の推移

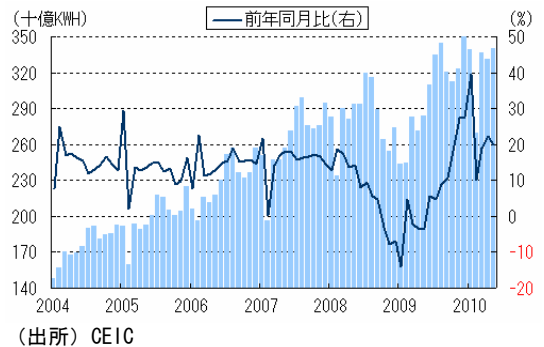
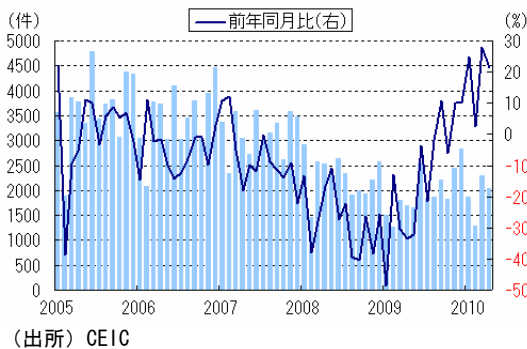


図 9 直接投資契約件数の推移



《消費者物価は前年比+3.1%に上昇するも、資産価格抑制策が奏功しつつあり、追加引き締めは先の見通し》

- 同国では力強い需要拡大を受けてインフレ圧力が高まっており、国際商品市況の高騰もエネルギー価格の上昇などを通じて物価を大きく押し上げている。さらに、5月の新規融資額は6394億元と前月（7740億元）から減少したものの、銀行融資残高は前年同月比+21.5%と高止まりしている（[図 10](#)）。また、輸出への悪影響を懸念して人民元を実質的に米ドルとペッグさせていることから（[図 11](#)）、人民元売りの為替介入に伴い市中の資金供給量が大幅に増加している。そのため、金融当局は手形振出などによる流動性吸収オペを積極的に行ってきたほか、年明け以降は3度に亘って預金準備率を引き上げるなど（[図 12](#)）、過剰流動性の吸収に努めている。しかし、マネーサプライは依然として拡大しており（[図 13](#)）、前年比でも20%を上回る大幅な伸びを示すなど、過剰流動性の問題は解消していない。
- 5月の消費者物価は前年同月比+3.1%と前月（+2.8%）から加速し、政府が掲げる通年のインフレ率目標（3%）を上回ったものの（[図 14](#)）、国際商品市況が大幅に下落したことなどをを受けて前月比は▲0.1%とわずかに低下している。政府は6月から燃料価格の引き下げなど物価上昇を阻止する動きを強めているが、南西部の旱魃で穀物価格が上昇する可能性が高まっていることもあり、今後もあらゆる物価抑制策を打ち出すと予想される。一方、政府による強力な行政指導により銀行の新規融資は縮小し、融資残高の増加ペースは

徐々に鈍化しつつあることから、銀行部門を通じた資金の急拡大懸念は落ち着いており、しばらく追加的な金融引き締め策が打ち出される可能性は大きくないと判断される。

- 過剰流動性は国内の消費や投資を押し上げて急速な景気回復を促してきた一方、不動産などの資産市場に流入して価格上昇を引き起こしており、一部では資産バブル懸念が高まっている。政府は昨年秋に銀行融資条件の厳格化による投機抑制を図り、年明け以降は不動産投資に対する融資規制を行ったほか、不動産税の導入を検討するなど、不動産価格の急騰に対して強固な姿勢を示している。政府の一連の動きを受けて、不動産業や金融業を中心に株式相場は急速に調整しており（図 15）、不動産価格も 5 月は前年同月比 +12.4%と前月（同 +12.8%）から伸びが鈍化し、前月比も +0.2%と前月（同 +1.4%）まで約 1 年続けてきた上昇ペースが一段落している（図 16）。政府の不動産投機抑制策の強化を反映して、特に、5 月の転売価格は前月比 ▲0.4%と昨年 2 月以来のマイナスとなり、一連の政策の効果が徐々に現れつつある。

図 10 新規融資と銀行融資残高の推移



図 11 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)

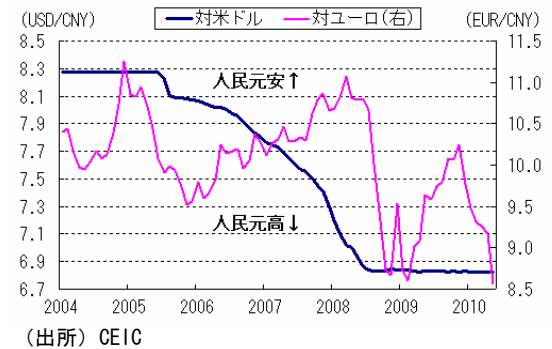


図 12 金融政策の推移

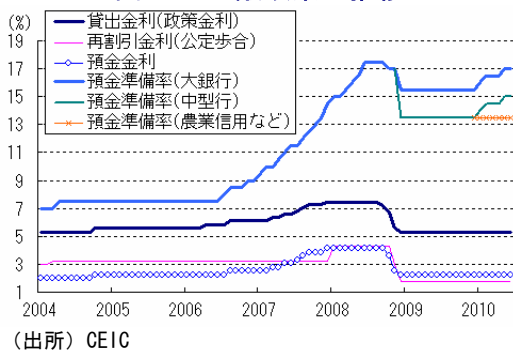


図 13 マネーサプライ(M3)の推移

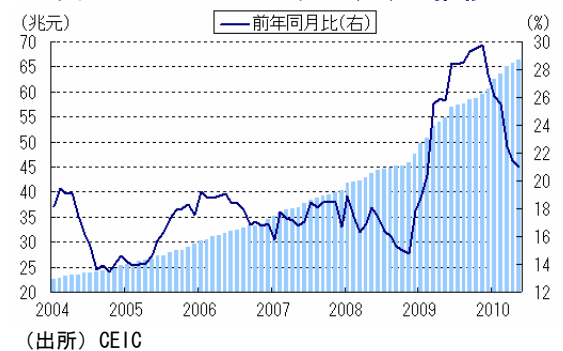


図 14 消費者物価の推移(前年比)

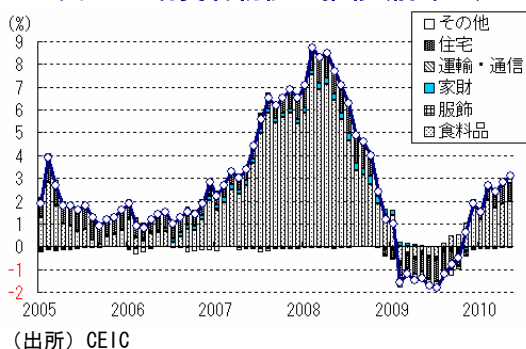
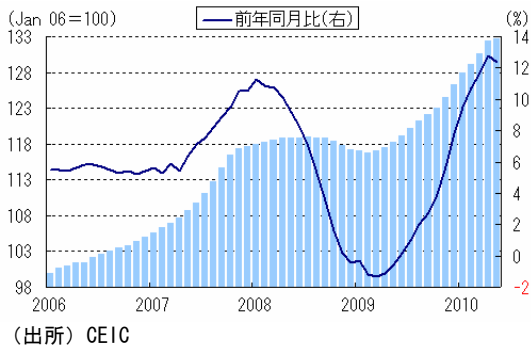


図 15 株式相場の推移(上海総合指数)



図 16 不動産価格の推移



《力強い景気拡大が続く中、様々な改革のうねりが強まる。中長期的な消費市場の拡大に期待》

- 春先以降、米国や欧州を中心に人民元相場の「柔軟性向上」を求める声が高まっており、中国国内でも議論が活発化しているが、欧州経済の不透明感が見直しの動きを遅らせている。同国の輸出の約2割が欧州向けであるため、欧州経済の減速リスクは小さくないが、ユーロの独歩安でユーロの人民元相場が急速に上昇しているため、実質的な人民元の切り上がりにより輸出の悪化が懸念されている。5月は欧州向け輸出が堅調に推移したことに加え、アジアや米国向け輸出も増加していたものの、人民元相場の自由化によって米ドルなど他通貨に対しても人民元高に振れた場合は輸出が大きく下押しされることも懸念される。一方、人民元高を実質的に容認することは中国国民の実質購買力の向上に繋がり、国際商品市況の高騰が続く状況下では、輸入物価の低下を通じて物価安定にも貢献しよう。
- また、沿海部を中心に賃上げを求める労働争議が頻発しており、多くの企業が大幅賃上げを余儀なくされているほか、深圳市では7月から最低賃金の引き上げを決定するなど、これまで「安くて豊富な労働力」を供給してきた農民工の所得環境は変化しようとしている。来年から実施される第12次5ヵ年計画では、「所得倍增計画」が盛り込まれるとの報道もあり、「より良い都市、より良い生活」をスローガンとする上海万博の開催を機に、中国の労働・消費環境は大きく変貌する可能性が高まっている。
- 安価な労働コストや人民元を前提荷成り立ってきた輸出残業にとって、これらの上昇は収益圧迫要因となるため、外資を中心に生産拠点を見直す動きが出ると懸念される。一方、労働者の賃金上昇による購買力の向上は、潜在的な消費市場の拡大を促す。中国政府が本格的に人民元改革や、農民工の処遇改善に取り組むことは、中国が内需主導で経済成長を果たすきっかけになると判断される。

《ユーロ問題に加え、不動産投機抑制策で株式相場は急激な調整。当面は上値の重い展開が続く可能性》

- ユーロ問題を発端に国際金融市場で投資家のリスク回避姿勢が強まっていることに加え、政府が不動産関連の投機抑制策を相次いで発表したことで、不動産や金融といった時価総額の大きい銘柄を中心に調整の動きが強まり、足元の株式市場は年初来2割以上下落している（[図 17](#)）。一部に割安感を指摘する声もある一方、取引の7割以上を占める中国人投資家のマインドが冷え切っているため、上値の重さを指摘する声も多い。また、市場が注目している利上げや人民元相場の柔軟性向上はどちらも株価抑制要因となることから、今後も引き続き上値の重い展開が続くと予想される。
- 金融当局は、足元の人民元相場に関して「通貨バスケット制」を採用していると説明している。しかし、実質的には米ドルとのペッグ制となっており、年明け以降のユーロの独歩安によって人民元の実効為替レートは大幅に上昇している。年明け以降市場では資金流入による人民元高圧力が続いたと考えられるが、当局の介入によって対米ドルで一定水準に収められており、当面はこうした展開が続くと予想される（[図 18](#)）。さらに、投資家のリスク許容度低下で債券に資金が集まり、長期金利は下落基調が続いている（[図 19](#)）。

図 17 株式相場の推移(上海総合指数)



(出所) Bloomberg

図 19 長期金利の推移(2年債利回り)



(出所) Bloomberg

図 18 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)



(出所) Bloomberg

以 上