

中国経済事情：今後の生産反転を窺う動きもみられる

～景気は減速するも、今後も拡大基調は変わらない～

発表日：2010年8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)

- 4-6月期の実質GDP成長率は5四半期ぶりに前期比年率一桁%に減速したが、7月も輸出は堅調を維持しており、個人消費などの内需も底堅く、生産も2ヶ月ぶりに前月比プラスに転じたと推計される。政府の不動産投機抑制策により都市部固定資産投資は減速感を強めているが、依然として景気のけん引役となっている。政府主導で中小製造業の生産能力調整が進む一方、資本・設備の集約化が期待される国営企業など大企業部門では、今後の生産拡大が期待される兆候もみられる。年後半に掛けて景気は減速感を強めるであろうが、景気拡大基調は続き、失速することは免れよう。
- 5月に政府の通年目標（3%）を上回った物価上昇率は、政府の物価抑制策で一時的に落ち着いていたものの、7月は前年比+3.3%と再び上回った。食料品価格上昇などコストプッシュ型の物価上昇に加え、沿海部での賃金上昇によるダイヤモンドプル型の物価上昇も高まっている。さらに、人民元の対ユーロでの下落で実効レートが下落したことも、輸入物価の押し上げ要因となっている。なお、緩やかな人民元高容認は過剰流動性懸念の緩和要因となっており、不動産融資の引き締めもあって不動産市況の上昇には歯止めが掛かっている。ただし、政府は銀行に対して不動産融資に関するストレステスト実施を求めるなど、今後の不動産価格の下落リスクを意識する動きは続いている。一方、政府は庶民に手の届くエコノミー住宅の普及促進を図っており、これは不動産投資の下支え要因になると考える。
- 景気の減速感が高まったことで、主要予測機関の間では経済成長率の見通しを下方修正する動きが出ているが、足元の状況は「巡航速度」に移行する過程にあると判断される。今後景気は減速するものの拡大基調は続くと見込まれ、当研究所では今年の経済成長率を前年比+10.0%に据え置く。また、物価抑制策などの効果により、今年の物価上昇率は前年比+2.8%と政府目標は達成されよう。

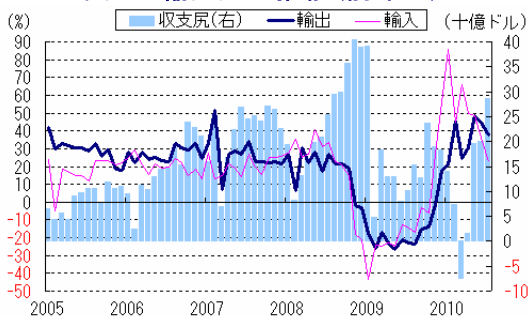
《景気は減速しつつあるものの、在庫調整一巡後には再び加速感を高める可能性》

- 4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+8.6%と5四半期ぶりに一桁%に減速したが、7月の経済指標は景気の堅調を裏付ける内容となっている。10日に発表された7月の輸出は、前年同月比+38.1%と前月（同+43.9%）から伸びが鈍化したものの、輸出額は1455億ドルと過去最高を更新し、前月比も増加基調が続いている（[図1](#)）。昨年来のユーロ安に伴い人民元の実効為替レートは大幅に切り上がっており、さらに欧米経済の不透明感が高まっているにも拘らず、堅調なアジア向けが輸出を下支えしている。一方の輸入は、前年同月比+22.7%と前月（同+34.1%）から伸びが鈍化し、原油など鉱物資源の輸入縮小により前月比もわずかにマイナスとなっており、国内の生産減速の動きを反映している。この結果、貿易黒字は再び拡大しており、依然輸出が同国経済の重要なけん引役となっている。
- 同国政府は第11次5ヵ年計画を通じて「和谐社会（バランスの取れた社会）」を目指し、世界金融危機後は投資偏重から個人消費主導の経済成長へのシフトを図ってきた。7月の小売売上高は前年同月比+17.9%と前月（同+18.3%）から伸びが鈍化し（[図2](#)）、季節調整値ベースでも前月比+1.2%と前月（同+1.5%）から伸びは縮小しているものの、依然増加基調は続いている。一方、金融危機後の景気回復をけん引してきた都市部固定資産投資は前年同月比+22.3%と前月（同+24.9%）から伸びが鈍化しており（[図3](#)）、不動産市場に対する規制強化に伴って不動産投資が抑制されてきたことが影響した（[図4](#)）。依然として投資が内需のけん引であることに変わりはないが、政府の投資抑制策がより厳格になる中、足元では固定資産投資

が前月比マイナスに転じており、今後さらに景気の減速感が高まると予想される。

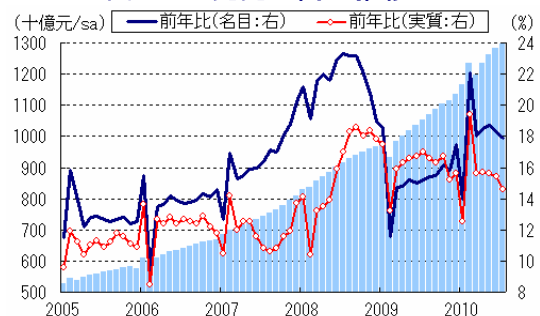
- 鉱工業生産も前年同月比+13.4%と前月（同+13.7%）からわずかに鈍化したものの、輸出の堅調や内需の底堅さを受けて、前月比では+0.5%と再び増加に転じている（**図5**）。生産者物価が前月比▲0.4%下落したことも鑑みれば、生産は依然として底堅いと言える。このことは経済活動の裏打ちとなる発電量にも現れており、7月の発電量は前年同月比+12.9%と前月（同+11.8%）から伸びが加速し、前月比も3ヶ月ぶりにプラスに転じている（**図6**）。
- なお、政府は過当競争体質の6業界に対して業界再編を進める方針を明らかにしている。さらに18業種の中小企業を中心とする2087社に対して、今年9月末までに過剰設備の廃棄を指示している。これはサンプルに中小企業が多数含まれるHSBC発表の製造業PMIにおいて、7月が16ヶ月ぶりの50割れとなった一方、大企業中心の物流購買連合会発表の製造業PMIでは依然50を上回っていることにも現れている（**図7**）。政府主導による業界再編は、短期的に資本及び設備の集約化が進むことによって、長年課題とされてきた生産性の向上が進むことが期待される。なお、下落基調が続いてきた株式相場が反転したことなどを反映し、サービス業PMIは4ヶ月ぶりに上昇している（**図8**）。
- 生産には調整感がある一方、個人消費や輸出は依然として堅調に推移しており、在庫調整が進んでいることが推察される。先行きの欧米経済に不透明感はあるものの、調整一巡後は再び生産が加速感を高める可能性も考えられる。

図1 輸出入の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 小売売上高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 都市部固定資産投資の推移



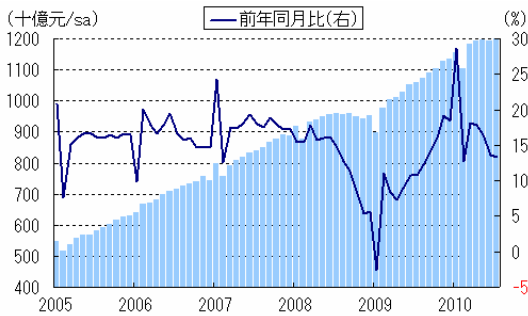
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 不動産投資の推移



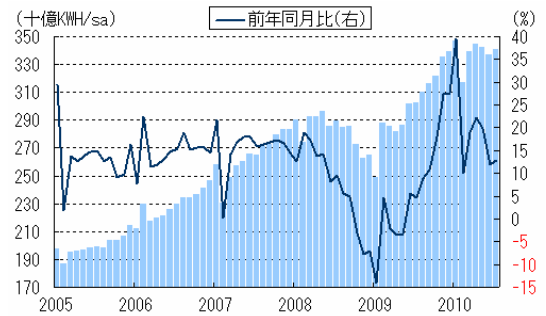
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 鉱工業生産の推移



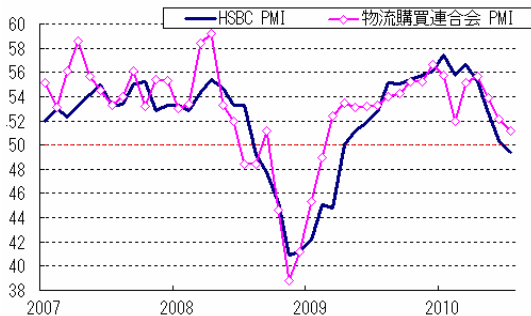
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 発電量の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 製造業PMIの推移



(出所) 中国物流購買連合会、Markit より第一生命経済研究所作成

図8 サービス業PMIの推移



(出所) Markit より第一生命経済研究所作成

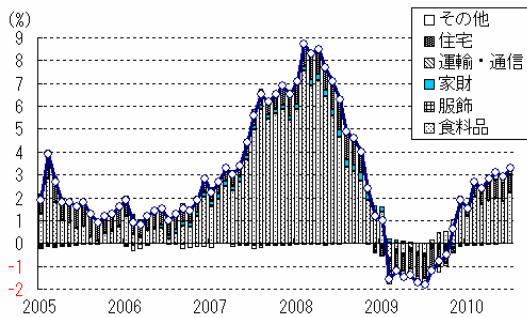
《物価上昇率は再び政府の通年目標を超える。供給・需要双方の要因で物価上昇圧力は続く》

- 政府は今年通年の消費者物価上昇率の目標を3%としているが、今年5月には前年同月比+3.1%と一時的に上回った。6月には燃料引き下げなどの物価抑制策も奏功して同+2.9%としたものの、7月は同+3.3%と大きく超過している(図9)。7月は前月比でも+0.4%と、前月(同▲0.6%)のマイナスから上昇に転じている。エネルギーや住宅など政府が物価抑制を図っている財は落ち着いているものの、内陸部での豪雨や洪水などで農作物など食料品価格に上昇圧力が掛かっている。また、沿海部でのスト頻発などで賃金の上昇圧力が高まり、サービス価格も上昇している。また、人民元の対米ドル相場の柔軟化にも拘らず人民元の上昇は軽微な一方、対ユーロでは再び人民元安に振れており実効レートは減価に転じていることから(図10)、輸入物価の下落も減じられている。
- 人民元相場を実質的に米ドルにペッグさせてきた結果、為替介入によって市中の資金供給量が増加してきたことに加え、政府は「適度に緩和的」な金融政策を堅持してきたため(図11)、市中の資金供給量が大きく膨れ上がり、過剰流動性が懸念されてきた(図12)。年明け以降、当局は銀行に対して窓口規制を強化しており、過剰設備を抱える業種に対する新規融資や、一部でバブルが懸念されている不動産関連への融資に対して引き締めを強めている(図13)。結果、依然としてマネーサプライは拡大しているものの、そのペースは大幅に鈍化している。
- 富裕層の投機対象となり急上昇が続いてきた不動産市況は、政府による不動産価格抑制策によって一服しつつある。7月の住宅価格は前月比横ばいと先月(同▲0.1%)同様に落ち着いており、前年同月比も+10.3%と前月(同+11.4%)から伸びが大きく鈍化している(図14)。そのため、不動産部門の景況感指数も104.72と前月(105.06)から低下しているが、不動産価格は庶民にとっては依然として「高嶺の花」であり、当面は引き締め姿勢が続けられよう。なお、昨年銀行融資が急拡大した背景には、家計の住宅購入熱が高まったことに加え、政府が掲げた4兆元の景気対策の一環で地方政府が積極的な不動産開発投資を承認し、関連の借入需要が急増したことがある。しかし、今後不動産価格が大きく調整した場合、不良債権化することが懸念されている。銀监会(中国銀行業監督管理委員会)は今月初め、銀行の不動産融資に関連するストレ

テストの実施を指示し、一部では不動産価格の30%下落を想定しているとの報道もある。こうしたことも、不動産開発に対する引き締めが強まることを示していると思われる。一方、政府は庶民に手の届く「エコノミー住宅」の普及に取り組むと思われ、固定資産投資が急速に萎む可能性は低いであろう。

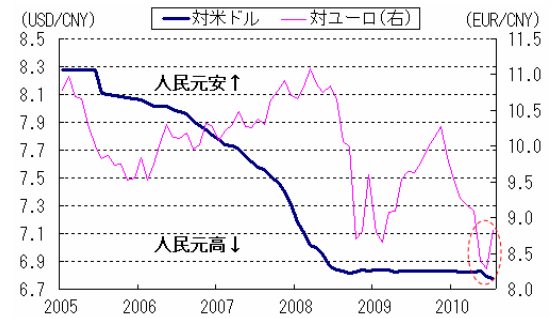
- さらに、全世界的な異常気象により穀物の商品市況が上昇しており、飼料用穀物を輸入に依存していることから、一昨年同様にコストプッシュ型のインフレが顕在化する可能性が高まっている。さらに、内陸部での洪水被害の頻発などにより、食料品価格の上昇懸念も高まっている。今後は賃金上昇によるディマンドプル型の物価上昇圧力が高まる可能性もあり、物価上昇圧力が掛かりやすい状況は続くであろう。

図9 消費者物価の推移(前年比)



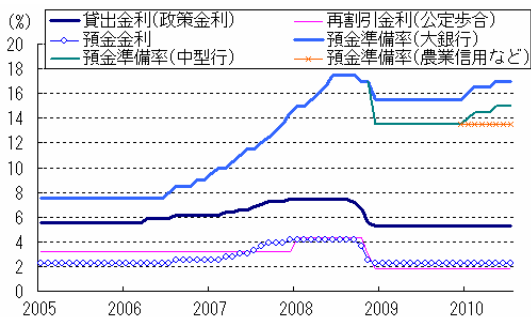
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)



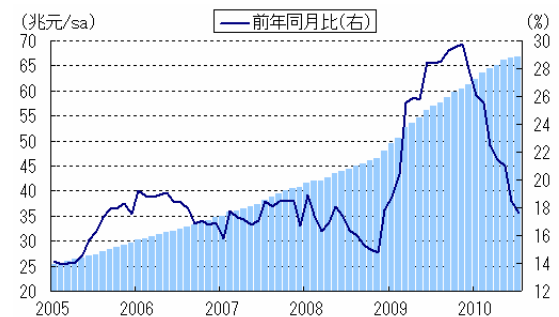
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 金融政策の推移



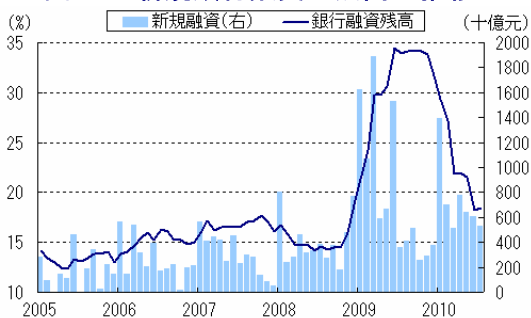
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 マネーサプライ(M2)の推移



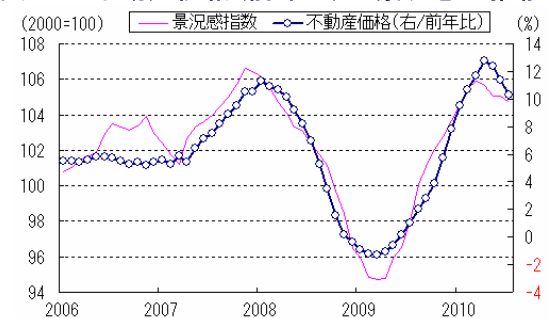
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 新規銀行融資と残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図14 不動産価格(前年比)と景況感の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

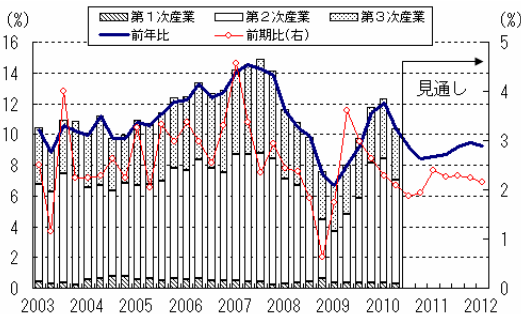
《年後半に掛けて景気は減速するも、拡大基調は変わらないと予想》

- 4-6月期の実質GDP成長率が前年同期比+10.3%と前期(同+11.9%)から鈍化し、前期比年率でも5四半期ぶりに一桁%となるなど景気の減速感が高まったことから、主要予測機関では今年の経済成長率見通しを下方修正する動きが出ている。しかし、足元の減速は政策的な調整によるものであること、国営企業など大企業では資本・設備の集約化が着々と進められており、中長期的に生産性の向上が続くと予想される。したがって、年後半にかけて景気に減速感が高まると予想されるものの、これは4兆元の景気対策などによる反動による影響も大きく、「巡航速度」に向けた調整になると考えられる。したがって、当研究所では2010

年の経済成長率見通しを前年比+10.0%に据え置き、来年についても同+9.0%に据え置く（**図 15**）。なお、物価上昇率については6月の物価抑制策などで一時的に物価下落が図られたことなどが影響し、2010年は前年同月比+2.8%と政府目標（3%）を下回ると予想するが、2011年には同+3.2%と加速するであろう（**図 16**）。

- 海外投資家のリスク回避姿勢の高まりに加えて、政府が不動産に対する投機抑制策を強化するなど実質的な引き締め姿勢を強めたことで、株式相場は不動産や金融機関など時価総額の大きいセクターを中心に調整が続いてきた。さらに、6月末の中国農業銀行によるIPO実施や、不動産関連融資の不良債権化リスクによる銀行の増資観測も株価を下押ししてきたが、7月に入るとこれらの悪材料が一巡したことや、企業業績の好調を反映して反発している（**図 17**）。
- 人民元の対米ドル為替レートの柔軟化以降、対米ドルではわずかながら人民元高となっているが、それまで上昇基調にあった対ユーロでは反落している（**図 18**）。年明け以降、中国有限投資公司（C I C）を通じて日本の短期債購入を進める動きもあり（**図 19**）、今後も為替変動に神経質な反応が行われよう

図 15 実質 GDP 成長率の実績と見通し



（出所）CEIC、見通しは第一生命経済研究所作成

図 16 消費者物価の実績と見通し



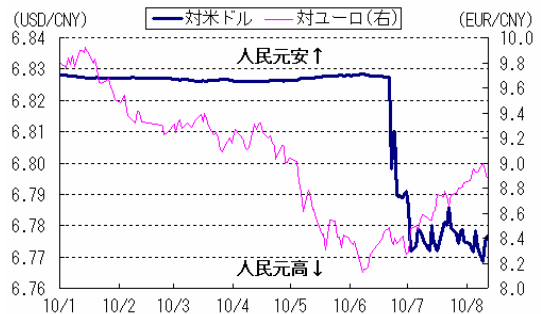
（出所）CEIC、見通しは第一生命経済研究所作成

図 17 株式相場の推移(上海総合指数)



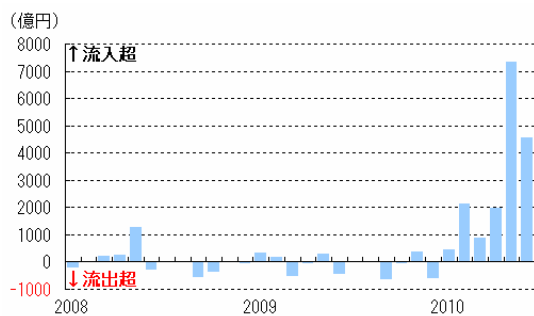
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 19 中国から日本への証券投資動向の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

以上