

## 中国経済事情：旺盛な内需を背景に生産反転の動き

～内需振興策も期待される中、景気の拡大基調は変わらない～

発表日：2010年9月14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)

- 8月の経済指標は中国景気の堅調を示す内容となった。年明け以降の減税幅の縮小で自動車販売には頭打ち感が出ていたが、6月からの小型車エコカー減税の実施で底打ち感が出ているほか、小売売上高も増加基調が続いており、金融引き締めによる減速が懸念された固定資産投資もインフラ投資によりけん引されている。一方、海外経済の減速や人民元高の影響で輸出は3ヶ月連続で減少するなど外需は調整しているが、内需拡大が外需の減速を補い、鉱工業生産は拡大ペースを加速させている。今後について、製造業PMIでは新規受注など先行指数に改善がみられ、来年には第12次5ヵ年計画が始まることも生産を押し上げよう。また、沿海部での大幅賃上げは消費の裾野拡大に繋がると見込まれ、緩やかな景気拡大を下支えしよう。
- 年明け以降の金融引き締めにも拘らず、8月の消費者物価は前年比+3.5%と政府目標を上回り、前月比でも+0.6%と物価上昇が顕在化している。不動産投資規制により急騰してきた不動産価格は頭打ちしつつあるが、過剰流動性が燻る中で価格は高止まりしていることから、今後も引き締め姿勢が続くであろう。一方、先行きも物価上昇率の高止まりが予想されることから、政府の物価見通しは水準訂正が必要となろう。
- 政府主導による産業再編や、「戦略的新興産業」に対する支援などの産業政策も経済活動の活発化を促すことで、今後も緩やかな景気拡大が続くと予想する。

### 《世界経済の減速で外需の勢いは陰るものの、景気対策による内需押し上げにより生産拡大が続く》

- 中国の8月の経済指標が発表され、景気の堅調が確認された。今年に入って以降、景気の過熱を懸念して預金準備率が引き上げられたほか、資産バブルへの対応策として不動産投資に対して融資規制が行われるなど、徐々に金融引き締めが進められてきたが、依然として順調な景気拡大が続いている。同国政府は、世界金融危機後に今年末までを期限とする景気対策を実施し、内需喚起による景気の押し上げを図ってきたが、その効果が改めて確認された。
- 8月の小売売上高は、前年同月比+18.4%と前月（同+17.9%）から加速し、試算した季節調整値に基づく前月比も+2.1%と前月（同+1.3%）から伸びが拡大している（[図1](#)）。同月の消費者物価は前月比+0.6%と大きく上昇していることを勘案しても、実質ベースで拡大が続いており、個人消費は依然旺盛に推移していることが示された。今年に入って以降、補助政策の一部縮小により自動車販売台数に頭打ち感が出ていたが、6月から小型車に対するエコカー補助金政策が実施され、8月の自動車販売台数は底打ちを果たしている（[図2](#)）。また、年明け以降の金融引き締めにより頭打ち感の出ていた固定資産投資も拡大基調が続くなど、引き続き景気のけん引役となっている（[図3](#)）。
- 一方、8月の輸出は前年同月比+34.3%と高い伸びが続いたが、海外経済の減速を反映して季節調整値ベースでは6月をピークに減少に転じ、8月は減少幅が拡大している（[図4](#)）。6月に同国政府が人民元相場の弾力化を容認して以降、若干ながら人民元高に振れていることも輸出を下押ししている。このように、近年の中国景気をけん引してきた輸出は頭打ち感が出ているものの、景気対策による内需押し上げが下支えする構図となっており、8月の鉱工業生産は前年同月比+13.9%と伸びが高まり、季節調整値による前月比ベ-

スでも2ヶ月連続で増加するなど生産は底堅く推移している（図5）。こうした動きは、8月の製造業PMIが反転したことにも現れており、新規受注や輸出向け新規受注などの先行指標に改善がみられることは、先行きの生産の押し上げに繋がると期待される。

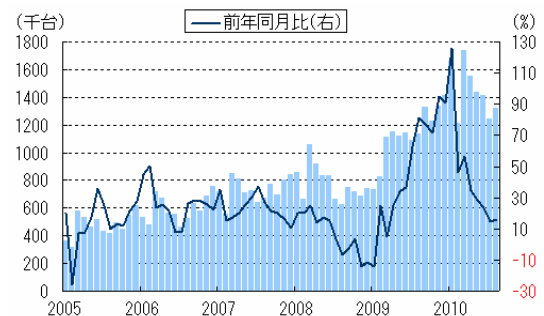
- 海外経済の不透明感は今後も熾ると見込まれ、輸出の大幅拡大を期待することは難しいものの、人民元相場の上昇が若干に留まっているため、安価な中国製品に対する需要は底堅いと予想される。また、景気対策の大半は今年いっぱい終了する予定となっているが、来年には第12次5カ年計画が開始され、内陸部を中心とするインフラ開発や省エネなど次世代産業への支援が行われる見通しであり、投資は堅調に推移すると期待される。また、沿海部では工員の大幅賃上げが行われているが、彼らの購買力向上は消費の裾野拡大に資すると見込まれる。これまでの景気過熱状態からは減速しようが、今後も緩やかな拡大は続く見込まれる。

**図1 小売売上高の推移**



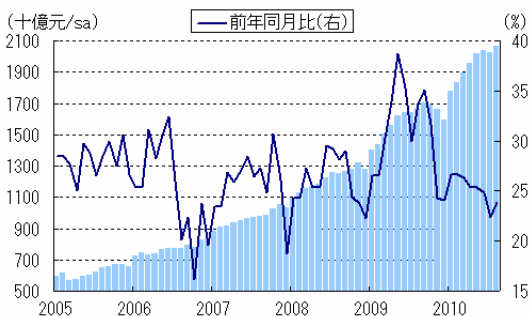
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図2 自動車販売台数の推移**



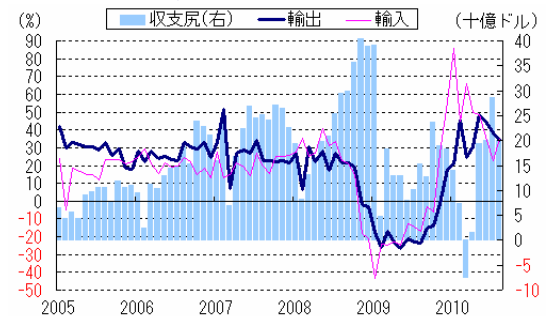
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図3 都市部固定資産投資の推移**



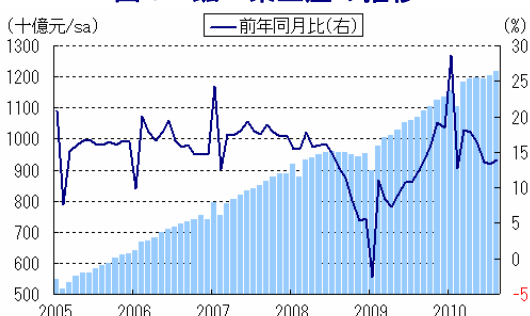
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図4 輸出入の推移(前年比)**



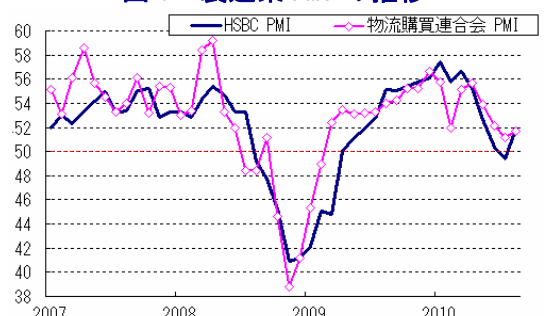
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**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 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

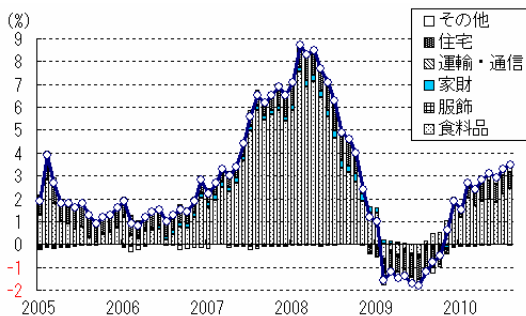
**《需給双方の要因により消費者物価は一段と高進。今後も様々な引き締め策が続けられる見通し》**

- 年明け以降、物価上昇圧力が高まっていることを理由に金融引き締めが行われてきたが、8月の消費者物価は前年同月比+3.5%と、2008年10月(同+4.0%)以来の高水準になり（図7）、前月比も+0.6%と物価上昇が顕著になっている。この背景には、異常気象に伴う食料品価格上昇によるコストプッシュ型の要因に加え、昨年来の景気拡大によるダイヤモンドプル型の要因が影響している。さらに、金融不安回避のため資金

供給量を大きく増加させたことは景気の早期回復に寄与した一方、物価上昇を招く引き金となり、投機資金の不動産市場への流入をもたらした。結果、政府は市中銀行に対して新規融資の抑制を求める「窓口規制」のほか（図8）、不動産に対する投機規制を実施してきたが、現状では不動産市況には頭打ち感もみられる（図9）。

- なお、過剰流動性の一因となってきた実質的な人民元の米ドルとのペッグは、6月に同国政府が柔軟化を容認したものの、その後の変動幅はわずかなものに留まっている（図10）。引き続き人民元売り介入オペが過剰流動性をもたらす懸念は熾り、依然ベースマネーは拡大基調にあることから（図11）、今後も物価上昇が予想される。また、70都市平均の不動産価格は過去数ヶ月横ばいで推移しているが、依然として主要都市では上昇が続いていることから、引き締め姿勢が緩められる可能性は低い。大銀行に対しては預金準備率が17.0%の高水準まで引き上げられており、政府は引き続き不動産価格の抑制を目指していることから、不良債権の増加などにより金融機関への悪影響も懸念される。当局は流動性吸収を目指す観点から、市中金利への影響が限定的な引き締め策を模索するであろう。
- 先行きの物価について、今年は全世界的な異常気象で穀物の商品市況が上昇しており、同国は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物価上昇圧力が高まると考えられる。内陸部での洪水被害なども食料品価格の上昇を促すことになろう。また、沿海部の労働争議による賃上げも物価上昇をもたらすと思われ、今後政府は物価の目標を「3%」から見直す必要もあろう。

図7 消費者物価の推移(前年比)



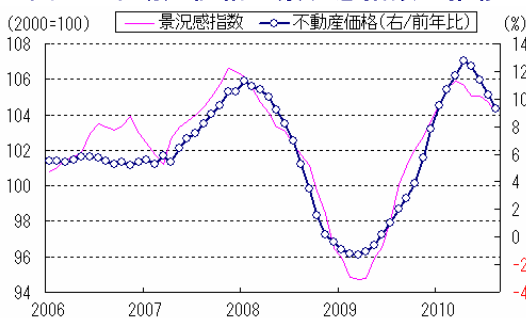
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 新規融資と銀行融資残高の推移



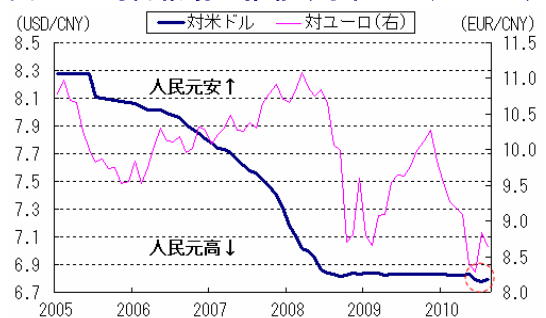
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 不動産価格と景況感指数の推移



(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 ベースマネーの推移

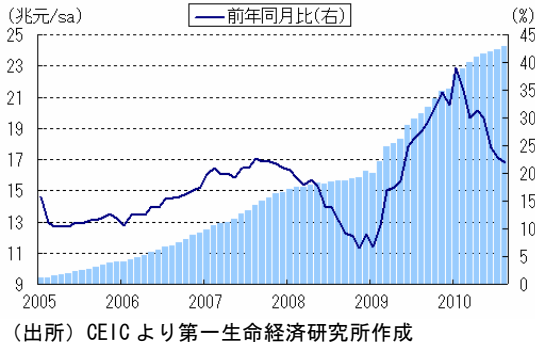
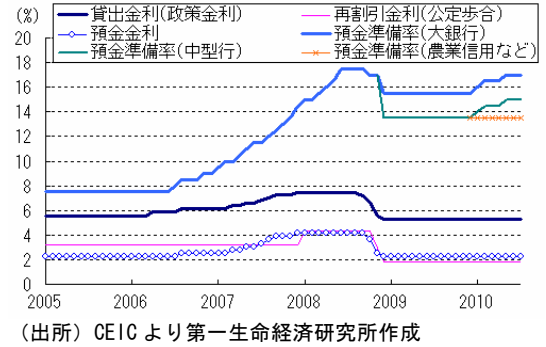


図12 金融政策の推移



### 《一部に生産回復の兆しが出ており、今後も中国経済は拡大基調が続くと見込まれる》

- 先月の本レポートでも指摘した通り、一部産業の生産に反転の兆しが出ていること、製造業PMIにおける先行指数が改善していることから、今後も生産拡大が続くと期待される。なお、政府は今月初めに過当競争状態にある6業種（鉄鋼、セメント、機械、電解アルミニウム、希土類元素、自動車）に対して再編・統合を促す通達を公表しているほか、18業種の2000社あまりの中小企業に対して9月末を期限に過剰設備の廃棄を求める政策を打ち出している。一方で7業種（バイオ、省エネ、次世代IT、先端機械設備、新エネルギー、新素材、次世代自動車）を「戦略的新興産業」と位置付け、政府支援の下で国際競争力を高める方針を明らかにしており、これらに対しては税制優遇や資金支援などが行われる見込みである。このように、一部産業で調整圧力が高まるものの、他方では新規投資も期待される。
- 海外投資家のリスク回避姿勢の高まりに加え、金融引き締めによる景気減速懸念から株価は軟調に推移してきたが、大手国有銀行によるIPO終了や企業業績の好調に伴い、7月以降株価は上昇基調に転じた。一方、不動産融資に対する引き締めによる不良債権増加リスクや、景気の減速懸念などが株価の重石となってきたが（[図13](#)）、先行きの生産拡大が示唆される経済指標が発表されたことで、当面は上値を探る動きも見込まれる。
- 人民元の対米ドル為替レートの柔軟化発表以降、しばらくは緩やかな人民元高に留まってきたが、米国内で人民元相場のさらなる切り上げを求める動きが活発化していることを受け、9月に入って再び人民元高に振れている（[図14](#)）。一方、人民元の安定を図る観点もあり、中国政府は中国有限投資公司（CIC）など政府系ファンドなどを通じて日本の短期債購入を進めている（[図15](#)）。こうした動きは、韓国やインドネシアなどアジア諸国に対してもみられ、チャイナマネーの動きがアジア通貨のかく乱要因として注目されつつある。

図13 株式相場の推移(上海総合指数)



図14 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)

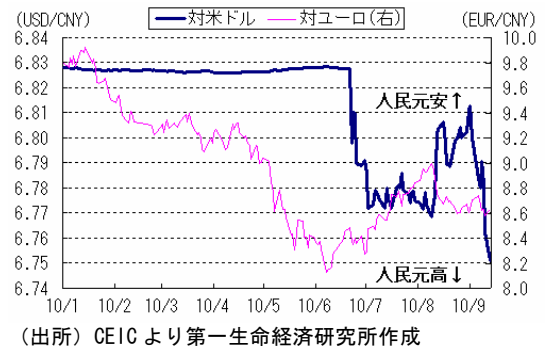
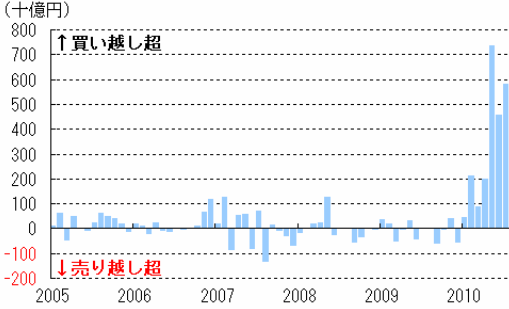


図 15 中国籍投資家の日本向け証券投資



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。