

依然として底堅い経済成長を続ける中国

～インフレ率はピークアウトも、金融緩和に転じる可能性は低い～

発表日：2011年10月19日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

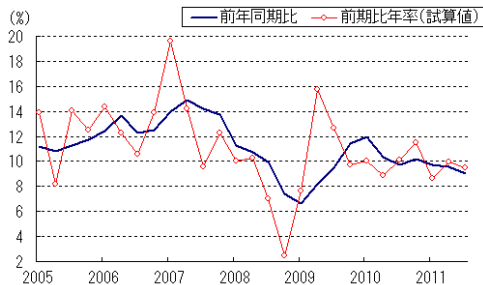
- 7-9月期の実質GDP成長率は前年比+9.1%と3四半期連続で減速したが、前期比年率では9%を上回る高い成長を維持している。物価や金利上昇による悪影響が懸念されながら個人消費は底堅いものの、不動産投資や輸出の頭打ちは懸念される。ただし、個人消費の堅調を背景に生産拡大は続き、企業の景況感も先行指標を中心に改善がみられるなど、先行きの景気は底堅く推移しよう。
- 9月のインフレ率は前年比+6.1%とピークアウトしたが、食料品価格の高止まりは懸念される。金融引き締めにも拘らず過剰流動性懸念は依然燻っており、先行きも金融当局は現行の引き締め姿勢を続けよう。バブル懸念が高まっていた不動産市況は落ち着きを取り戻しつつあるが、急激な市況下落は金融機関の不良債権リスクを高める。当局にとって物価と金融システム維持に向けた難しい舵取りが続こう。
- 巨額の貿易黒字を背景に外貨準備は拡大してきたが、9月単月は過去最大の減少となった。これは為替の変動によるドルベースの目減りが影響したほか、海外投資家のリスク回避姿勢の高まりも少なからず影響している。財政政策・金融政策の両面において景気対策は難しくなっているが、今後も底堅い景気は維持しよう。

《前年比では3四半期連続で減速も、前期比年率では9%超の高い成長を維持》

- 18日に発表された7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+9.1%となり、前期(同+9.5%)から減速した(図1)。季調値ベースの前期比も+2.3%と前期(同+2.4%)から2四半期ぶりに減速したが、年率ベースでは依然9%を上回る伸びが続く。産業別では、前期に内陸部の干ばつから大きく回復した第1次産業で反動が出たほか、足下の金融市場の混乱による影響で第3次産業も減速感が高まったものの、第2次産業は製造業を中心に加速するなど底堅い。欧州債務問題をきっかけに欧米先進国では景気の二番底が懸念され、世界的な景気低迷リスクも高まっているが、同国景気は依然堅調さを保っている。
- 9月の小売売上高は前年同月比+17.2%と前月(同+17.0%)から加速し、前月比も実質ベースで拡大が続く(図2)。食料品など生活必需品を中心に物価上昇圧力は燻り、足下の消費者信頼感に再び悪化の兆候がみられるものの(図3)、個人消費は底堅い。一方、同国経済をけん引している都市部固定資産投資は前年同月比+27.3%と前月(同+33.4%)から減速し、前月比も3ヶ月ぶりに減少して一服感が出ている(図4)。例年、国慶節前後は不動産販売が活発化する時期にも拘らず、9月の不動産投資は2ヶ月連続で前月比マイナスになるなど、金融引き締めなど政府の不動産投資抑制策の効果が現れている。
- 9月の輸出額は前年同月比+17.0%と前月(同+24.4%)から減速し、前月比も3ヶ月ぶりに減少に転じており、欧州の景気低迷による影響が現れている(図5)。沿海部での賃金拡大による労働コストの上昇、人民元高による価格競争力低下も少なからず輸出の下押し圧力になっている。一方の輸入額も前年同月比+21.1%と前月(同+30.4%)から減速し、前月比も3ヶ月ぶりに減少している。足下の固定資本投資に頭打ちの兆候が出ているにも拘らず、鉄鉱石や鉄鋼製品などの輸入は堅調な一方、原油輸入量は減少基調が続いている。しかし、今月初めの大型連休(国慶節)の消費は堅調が確認されており、先行きの輸入は底堅さが見込まれよう。
- 輸出が鈍化する一方、内需の底堅さを反映して9月の鉱工業生産は前年同月比+13.8%と前月(同+13.5%)から加速しており、前月比もわずかに加速している(図6)。これまで石炭価格の高騰による電力

不足が懸念されてきたが、9月の発電量は緩やかに拡大するなど逼迫問題は後退しており（図7）、大半の産業において生産拡大が確認されている。昨年以降の金融引き締めにより中小企業を中心に資金調達環境は悪化しており、世界的な景気減速懸念もあり企業の景況感は悪化が続いてきたが、9月のPMI（購買担当者景況感）には底打ち感も窺える（図8）。製造業における先行指標である「新規受注」や「輸出向け新規受注」も改善しており、先行きの生産拡大が期待されよう。

図1 実質 GDP 成長率の推移



(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



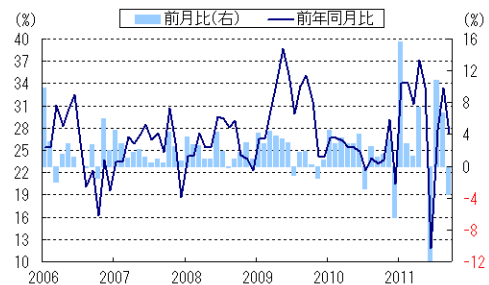
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 消費者信頼感の推移



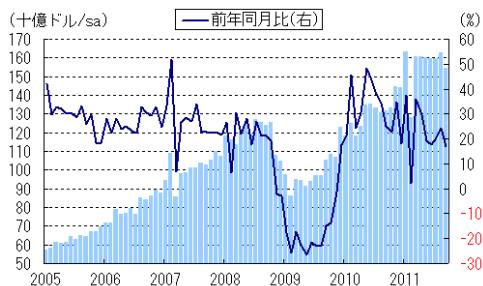
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 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5 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 鉱工業生産の推移



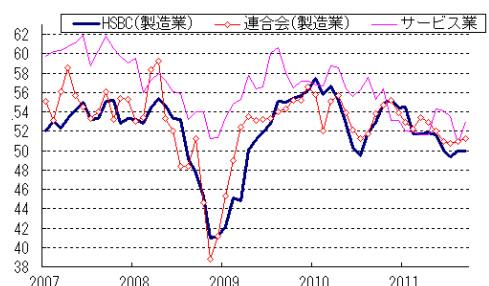
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 発電量の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) 物流購買連合会、Markit より第一生命経済研究所作成

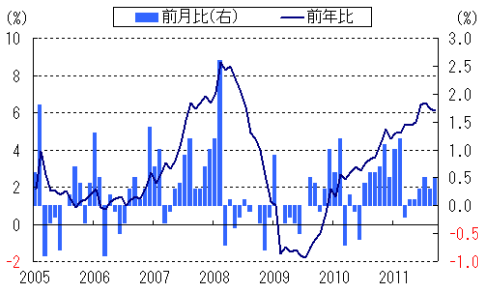
《インフレ率はピークアウトするも、物価上昇圧力は煽ることから金融緩和に転じる可能性は低い》

- 国際商品市況の高騰に伴う食料品やエネルギー価格の上昇により、消費者物価は高い伸びが続いてきたが、9月の消費者物価は前年同月比+6.1%と2ヶ月連続で減速してピークアウトしている（図9）。ただし、前

月比は+0.5%と前月（同+0.3%）から加速し、食料品価格のみならずサービス物価も上昇するなど、底堅い景気を背景に物価上昇圧力は熾る。一方、生産者物価は前年同月比+6.5%と前月（同+7.3%）から減速し、前月比も4ヶ月連続で横這いとなるなど、国際商品市況の上昇一服を受けて川上の物価は落ち着きつつある（**図 10**）。年末にかけて消費者物価の伸びはさらに鈍化が見込まれるものの、食料品価格の上昇圧力は熾っており、今後も消費への影響を注視する必要はあろう。

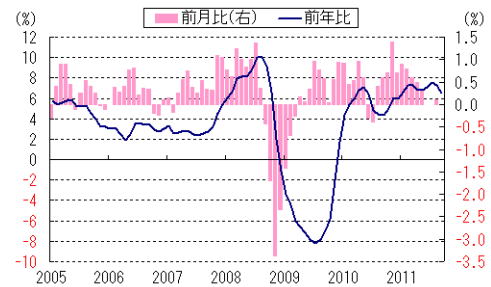
- 金融当局は昨年秋以降、漸進的に金融引き締めを進めてきたが、8月以降はすべての政策金利や預金準備率を据え置いている（**図 11**）。また、当局は金融機関に対する窓口規制などを通じて資金供給量を調整しており、銀行による人民元建の新規融資や残高の伸びは鈍化している（**図 12**）。一方、人民元相場の上昇ペース緩和を目的とする為替介入は資金供給量の拡大要因となってきたが、当局は公開市場操作などにより流動性の吸収を図っており、足下のマネーサプライの伸びは鈍化している（**図 13**）。しかし、前月比は拡大が続くなど依然過剰流動性懸念は熾る。今月12日に政府は金融引き締めによって資金繰り悪化に直面している中小企業を支援すべく、中小金融機関に適用する預金準備率を「比較的低い」水準にする方針を明らかにしているが、金融市場全体では依然「カネ余り」の状況が続いているため、金融政策が早々に緩和方向に転じる可能性は低いと思われる。
- バブルが懸念されてきた不動産市場について、9月の不動産価格は前年同月比+3.5%と2年ぶりの低い伸びとなり、前月比も2ヶ月連続で横這いとなるなど落ち着きを取り戻している（**図 14**）。これは政府主導による保障性住宅（エコノミー住宅）普及策による平均単価下落の影響もあろうが、不動産市場の景況感も徐々に低下しており、不動産購入規制による投資物件を中心とした取引縮小が影響している。不動産価格が大幅に下落した場合、地方政府傘下の投資公社の借入焦げ付きにより、金融機関で多額の不良債権が生じるリスクが懸念されているが、未だこうした問題は顕在化していない。金融当局は主要金融機関に対するストレステストを実施しているが、当面は物価安定のみならず、金融システム維持の観点からも金融政策の難しい舵取りは続こう。

図 9 消費者物価の推移



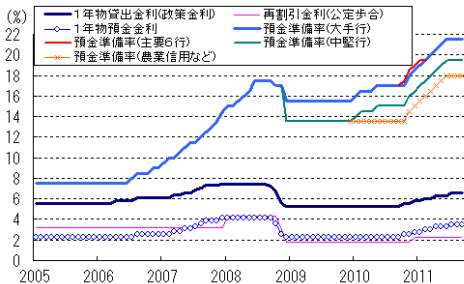
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 10 生産者物価の推移



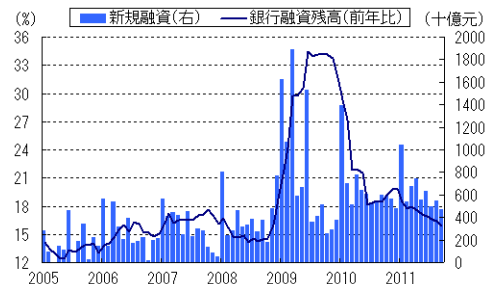
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 11 金融政策の推移



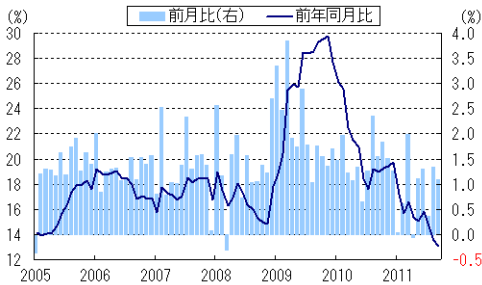
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 人民元建新規融資と残高(前年比)の推移



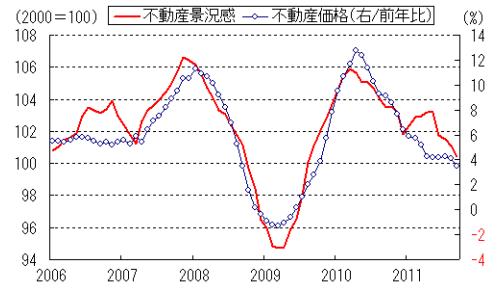
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 13 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 14 不動産価格 (前年比) と景況感の推移

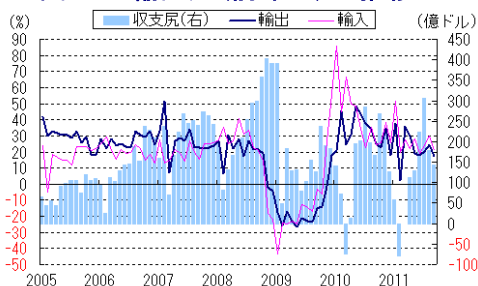


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《9月単月の外貨準備は大幅に減少。世界的な金融市場の混乱は同国においても無関係ではない》

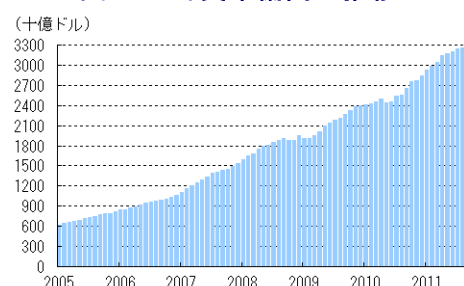
- 足下では世界的な景気低迷により輸出の伸びが鈍化する一方、輸入も減速しており、貿易収支は黒字を保っている (図 15)。しかし、9月末時点の外貨準備高は3兆 2017 億ドルに達したものの (図 16)、9月単月では前月比▲608 億ドルと単月ベースで過去最大の減少となった。ここ数ヶ月、中国政府は米国債保有残高を減少させ、アジア新興国の短期債の保有残高が増加するなど外貨準備の多様化を目指してきたが、国際金融市場の混乱によるアジア通貨安により米ドルベースで目減りした影響が考えられる。また、同国金融市場は外国人投資家にとって資金流入の自由度が低いものの、投資家のリスク許容度低下により新興国からの資金流出圧力が高まる中、同国においてもその影響は小さくなくなったことも確認された。
- 先行きにおいて、これまで同国経済をけん引してきた外需の勢いは一段と弱まろう。さらに、依然物価上昇圧力は熾る中、金融市場では地方政府による巨額債務問題が懸念されており、リーマン・ショック直後のように景気対策を打ち出すことも難しい。第 12 次 5 ヶ年計画に基づくインフラ投資や住宅供給策などが景気の下支えとなるほか、沿海部などにおける賃金上昇は個人消費を支えようが、しばらくは過去数年に比べて景気拡大ペースは緩やかなものに留まろう。
- 株式市場においては、世界的な投資家のリスク回避の動きもあって下落基調が続いている (図 17)。インフレ率がピークアウトしたことで、追加的な金融引き締めの可能性は後退している上、政府系ファンドによる株式買い支えの動きもみられる。しかし、同国においても景気減速が顕在化してきている状況下では、上値の重い展開が続くと予想される。人民元の対米ドルレートは引き続き緩やかに上昇しており (図 18)、輸入物価抑制のために上昇加速が期待されるものの、世界的な景気低迷によって輸出の下押しが懸念されることから、今後も輸出に悪影響を及ぼさない範囲の上昇に留まろう。

図 15 輸出入 (前年比) の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 16 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 株式相場(上海総合指数)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 為替相場(対米ドル、ユーロ)の推移



(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。