



中国は3年ぶりの低成長も、底打ちの兆しは窺える

～人民元を巡る改革の動きはゆっくりと進展しよう～

発表日：2012年4月16日(月)

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)

- 世界経済を取り巻く不透明感是中国経済の重石になっているが、足下では変化の兆しも窺える。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+8.1%と3年ぶりの低水準に、前期比年率も+8%を下回った。外需の成長率寄与度は依然マイナスだが、3月単月では個人消費や生産に底打ちの兆候が出ている。昨年末以降の金融緩和などの影響で資金需給のひっ迫感に緩和の動きもみられる上、政府の消費喚起策や第12次5ヶ年計画による公共投資の進捗も期待されるため、先行きも景気は堅調に拡大しよう。
- 3月のインフレ率は2ヶ月連続で政府の目標を下回り、川上の物価も落ち着いており、インフレ率はしばらく減速基調が見込まれよう。金融当局は不動産市況の高止まりを懸念しつつも、足下の資金需給のひっ迫による悪影響を懸念して、昨年末以降金融緩和に向けて「微修正」を図っており、年内いっぱいこうしたスタンスが続くと予想される。なお、当局は立て続けに預金準備率を引き下げたが、3月の資金需給には改善の動きがみられるため、月内の追加引き下げの可能性は低下したと予想する。
- 金融市場の落ち着きとともに、年明け以降は相当額の海外資金が流入している模様である。金融当局は人民元為替レートの変動幅拡大を決定しており、今後も景気や物価に配慮して緩やかな人民元高を容認すると見込まれる。さらに、当局は海外投資家による同国への投資枠の拡大決定とともに、人民元の利用機会も拡大している。欧米諸国が求める市場開放や人民元の柔軟化には時間を要すると見込まれるものの、今後も人民元の「国際化」は徐々に進むと予想される。

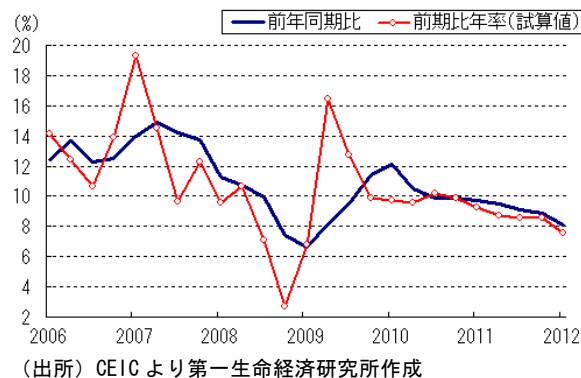
《外需や資本投資は景気の重石だが、個人消費に底堅さ。3月単月は景気に底打ちの兆しも窺える》

- 世界経済を取り巻く不透明感、輸出をけん引役に高成長を収めてきた中国経済の重石になってきたが、足下では変化の兆しも窺える。3月の輸出額は前年同月比+8.8%と1-2月(同+6.8%)から加速し、日数調整ベースの前月比も増加している。輸出の約2割を占める欧州向けは依然足かせになっているが、米国経済の堅調やアジア経済の底堅さは輸出を下支えしている。一方の輸出額は前年同月比+5.4%と1-2月(同+8.2%)からさらに減速したが、単月ベースの輸入額は過去最高を記録しており、日数調整ベースの前月比もわずかに増加するなど、原油高止まりも影響して底堅い。結果、3月単月の貿易収支は+53.47億ドルと2ヶ月ぶりに黒字に転じている。なお、1-3月期ベースでも+6.60億ドルと前年(▲22.19億ドル)から黒字に転じていることから、純輸出(輸出-輸入)の成長率に対する寄与度のマイナス幅は縮小している。
- 3月の小売売上高は物価安定による実質購買力の向上を背景に前年同月比+15.2%と1-2月(同+14.7%)から加速し、前月比も増加するなど個人消費は底堅い。世界金融危機後の景気回復をけん引してきた固定資本投資は金融当局による窓口規制などによる投機抑制策の影響により、1-3月も前年同月比+20.9%と1-2月(同+21.5%)から減速しており、不動産投資を中心に弱含んでいる。同国経済は依然として経済に占める投資の割合が高いことから、固定資本投資の減速は景気の重石になっている。
- なお、3月の鉱工業生産は前年同月比+11.9%と1-2月(同+11.4%)から加速しており、個人消費の堅調や輸出の底堅さを反映して前月比も増加している。特に、3月の発電量や粗鋼生産量は単月ベースで過去最高となるなど経済活動は活発化している。さらに、これまで低迷が続いてきたセメントの生産量にも底打ちの兆しが窺われるなど、公共投資の進捗による需要拡大を期待した動きもみられる。
- 1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.1%と5四半期連続で減速しており、世界金融危機の影響が

深刻化した 2009 年 1-3 月期（同+6.6%）以来の低い伸びとなった。前期比も+1.8%と前期（同+2.0%）から減速し、年率換算でも 8 %を下回って 3 年ぶりの低水準になっており、景気の減速感は強まった。ただし、3 月単月では景気に底打ちの兆しが窺われる上、昨年末以降の人民銀行による預金準備率引き下げなどの影響により、3 月の人民元建新規融資額は 14 ヶ月ぶりに 1 兆元を上回り、1-3 月累計ベースでは昨年を約 9 %程度上回るなど資金需要は回復しつつある。

- 政府は昨年 12 月の中央経済工作会议において、今年の経済政策の軸足を物価抑制から経済成長に転換させた。一方、3 月の全人代では今年の経済成長率の目標を 7.5%に引き下げており、「成長率重視路線」から距離を置きつつ、同国経済のけん引役として個人消費を中心とする内需にシフトさせる姿勢を鮮明にしている。欧州経済の不透明感などは引き続き景気の重石になると予想されるものの、政府は 13 日に減税や消費喚起策、インフラ投資の加速などを柱とする景気刺激策の実施を決定しており、第 12 次 5 ヶ年計画の進捗が期待されることから、個人消費をはじめとする内需が下支えして景気の腰折れを招くことは免れよう。さらに、地方政府による成長率目標の単純合計すると 10.3%と目標を大きく上回っていることから、成長率の目標達成は比較的容易なものとなろう。
- 一方、3 月の製造業 PMI（購買担当者景況感指数）は政府機関の物流購買連合会発表ベースでは 53.1 と 4 ヶ月連続で改善しているものの、HSBC 発表ベースでは 48.3 に低下し、5 ヶ月連続で中立水準である 50 を下回っており、両者の方向感の違いは鮮明になっている。これは、前者には国有企業をはじめとする大企業が多く含まれる一方、後者は沿海部の中小企業などの割合が高いことから、海外経済の影響を受けやすいことも関係している。大企業と中小企業、沿海部と内陸部との間の景況感の乖行性は顕著になっており、こうした傾向はしばらく続くことが予想される。

図 1 実質 GDP 成長率の推移



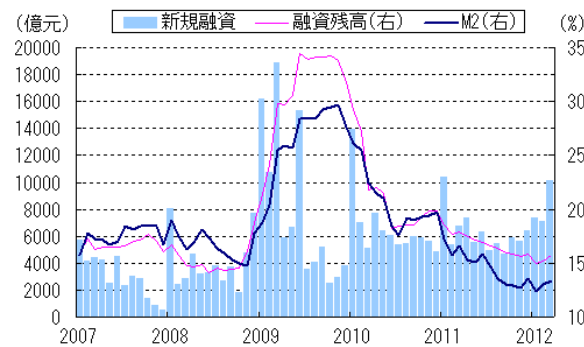
《物価は落ち着いたが政府は不動産市場に懸念。金融緩和は流動性の調整による「微調整」に留まろう》

- 一昨年来の金融引き締め策の結果、昨年 7 月をピークにインフレ率は低下しており、今年 2 月には前年同月比+3.2%と 17 ヶ月ぶりに政府のインフレ目標（4 %）を下回るなどインフレ圧力は後退している。3 月のインフレ率は前年同月比+3.6%と 9 ヶ月ぶりに加速し、生鮮品を中心とする食料品価格の上昇を背景に前月比も+0.2%上昇したが、足下の景気減速を反映してコア物価は減速している。さらに、生産者物価は前年同月比で▲0.3%と 28 ヶ月ぶりに前年割れとなっている。したがって、先行きについてもしばらく物価は安定的に推移すると見込まれる。ただし、足下の原油高や国内の人件費上昇を反映して原材料価格は上昇しており、この動向に注意する必要性は燦々であろう。
- なお、昨年後半の金融市場の混乱は同国経済にも悪影響を及ぼす懸念が高まったことから、金融当局は昨年 11 月末に約 3 年ぶりに預金準備率の引き下げを決定。昨年 2 月にも預金準備率を引き下げており、足下の大銀行の預金準備率は 20.50%になっている。このように金融当局が預金準備率の変動を通じて市中の資金供給

量を直接調整している背景には、過去の金融引き締めによる資金需給のひっ迫により、中小企業を中心に金融機関からの資金調達が難しくなっていることが挙げられる。一方、金融危機後の景気回復に伴い急上昇した不動産価格は依然高止まりしており、政府は不動産市況を調整させるべく窓口規制などを通じて投機の抑制を図るなど価格動向に注意を払っていることから、利下げには踏み切りにくい。少なくとも年内の金融政策は預金準備率の調整を通じた「微修正」による漸進的な緩和が続くであろう。

- 昨年末以降の金融緩和に加えて、年明け以降は金融市場の落ち着きを背景に海外資金に流入の動きがみられ、3月のマネーサプライ（M2）の伸び率は前年同月比+13.4%と前月（同+13.0%）から加速している。さらに、新規融資の拡大により3月末時点の銀行融資残高も前年同月比+15.7%と前月（同+15.2%）から加速しており、資金需給のひっ迫感は幾分和らいだ可能性はあることから、4月中に預金準備率の引き下げが行われる可能性は後退したと予想する。しかし、政府による景気刺激策の実施などにより、先行きは資金需給が再びひっ迫する可能性が見込まれ、来月以降には再び引き下げの動きが出るとみている。

図2 人民元建新規融資額、融資残高とM2(前年比)の推移



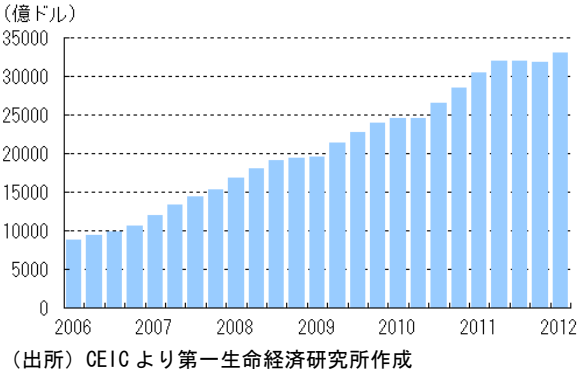
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

《金融市場の落ち着きを背景に資金流入が続く。人民元の利用機会の拡大を通じて「国際化」は進もう》

- 世界経済の減速により、近年の経済成長をけん引してきた輸出に下押し圧力が強まったことから、同国は輸出を下支えするために人民元為替レートの調整を図ってきた。しかし、輸出の下支えを背景とする同国の経常黒字は世界的な不均衡に繋がっているとして、こうした対応は欧米先進国などの反発を招いており、金融市場や為替制度に対する改革・開放への圧力に繋がってきた。
- 昨年後半の金融市場の混乱では同国においても海外資金が流出し、それまで上昇が続いてきた人民元の対米ドル為替レートも下落に転じる可能性が懸念された。これに対して金融当局は物価抑制の観点から、人民元買い（ドル売り）の為替介入により緩やかな人民元高誘導を図ってきたことから、これは輸入物価の上振れの抑制に繋がった一方、市中の人民元資金の縮小は足下の資金需給のひっ迫の一因になった。その後、足下では金融市場は落ち着きを取り戻して海外資金も再び流入し、3月末時点の外貨準備高は3兆3050億ドルとなるなど1-3月で1239億ドル増加しており、相当額の海外資金が流入している可能性はある。14日に、人民銀行は人民元の対米ドル為替レートの変動幅を拡大させる方針を発表しており、これは人民元の柔軟性を拡大させるであろう。市場では変動幅の拡大を通じて輸出拡大に繋がる人民元安誘導を図るとの思惑が懸念されているが、原油高など輸入インフレに直面している状況においては、こうした動きは考えにくい。したがって、先行きについても輸出に悪影響を及ぼさない範囲での人民元高を容認すると予想する。
- さらに、同国政府は今年、QFII（適格外国機関投資家）制度に基づく投資枠を800億ドルに拡充させる方針を明らかにしており、これは資本市場の開放度合いを進めることで活発化を図るほか、海外からの資金流入を安定的に取り込む狙いが窺える。また、外国人投資家がオフショア市場で調達した人民元を用いて国内の株式及び債券市場に投資することを認めるRQFII（人民元適格外国機関投資家）制度に基づく投資枠

も 500 億元に拡充させている。同国は過去数年に亘り A S E A N など様々な国・地域との貿易決済に人民元の利用を拡大させており、先日実施された B R I C S 首脳会談においても 5 ヶ国が自国通貨による貿易決済拡大で合意するなど人民元の活用範囲は広がっている。今回の投資枠の拡充は、外国人投資家からの需要に比べて依然小規模に留まっており、欧米諸国が求めるレベルに市場開放が急速に進展するとは考えにくい。しかし、一連の改革を通じて同国金融市場に対するアクセスは改善し、人民元の利用機会も拡大することから、人民元の「国際化」に向けた動きは緩やかに進むと予想される。

図 3 外貨準備高の推移



以 上