

中国の景気は一進一退を続けている

～景気下支えのため、当局は3ヶ月ぶりの預金準備率引き下げを決定～

発表日：2012年5月14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)

- 中国の景気減速が鮮明になる中、金融政策の動向に注目が集まっている。4月の消費者物価は前年比+3.4%に低下、生産者物価も同▲0.7%と物価は落ち着いている。ただし、マネーサプライや融資の伸びは減速するなど資金需給悪化の懸念が高まった。金融当局は昨年末以降3度目の預金準備率の引き下げを決定し、景気刺激に一段と舵を切った。当局は先月、人民元の為替変動幅の拡大を決定しており、これは緩やかな人民元高誘導に繋がると見込まれる一方、実質的な金融引き締め効果を持つ。景気刺激の観点からは、今後も預金準備率の引き下げが繰り返し実施される可能性は高いと予想する。
- 世界経済の不透明感を背景に輸出を取り巻く環境が厳しくなる中、これは輸入にも悪影響を与えている。不動産投資の低迷により固定資産投資も頭打ちして景気の足かせになっているが、物価の安定を背景に個人消費は堅調に推移している。輸出や投資の減速は生産を下押ししており、景気全体の重石になっているが、足下では景況感に底打ちの兆しも窺われ、先行きは改善も期待されよう。今後は第12次5ヶ年計画によるインフラ投資の進捗が期待される上、金融緩和は個人消費や企業活動を促すと見込まれることから、景気は年後半にかけて加速感を増すと予想する。

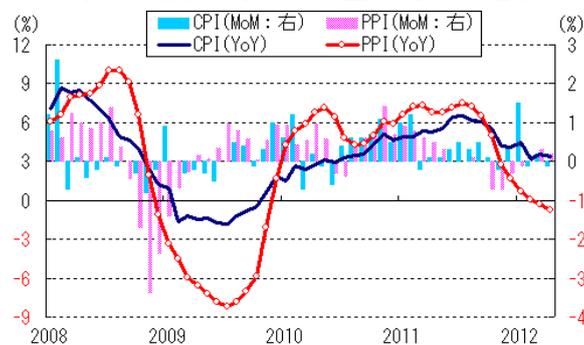
《インフレ率低下で金融緩和余地拡大。資金ひっ迫の緩和のため、今後も預金準備率は引き下げられよう》

- 1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率で8%を割り込むなど中国の景気減速が鮮明になる中、金融市場の注目は金融政策の動向に集まっている。4月の消費者物価は前年同月比+3.4%と前月(同+3.6%)から減速しており、3ヶ月連続で政府のインフレ目標(4%)を下回っている。前月比も▲0.1%下落し、家計消費に占める割合の高い食料品は同▲0.9%低下しており、特に、年明け以降の天候悪化などの影響で高止まりしてきた生鮮野菜の価格が前月比▲5.8%下落したほか、供給改善により豚肉価格も同▲5.0%下落するなど落ち着きを取り戻している。一方、サービス価格は前年同月比+1.7%と前月(同+1.5%)からわずかに加速しており、前月比でも上昇が続くなど人件費上昇の影響も窺われる。生産者物価は前年同月比▲0.7%と2ヶ月連続でマイナスとなり、前月比も+0.2%と落ち着いている。ただし、原油高などを背景にエネルギー価格は前月比+0.7%上昇し、鉱物資源価格も同+1.2%上昇しており、川上部門では価格上昇圧力が高まる動きもみられる。なお、消費者物価におけるサービス消費のウェイトは大きくなく、川上部門の価格上昇が消費者物価に転嫁されるまでにはしばらく時間を要することから、インフレ率は当面低下傾向が続くと見込まれ、追加金融緩和を実施する余地は拡大している。
- 金融当局は昨年11月に3年ぶりとなる預金準備率の引き下げを決定、今年2月にも引き下げを実施しており、金融政策の方向性は「穏健(安定的)」を維持しつつ、景気に配慮した『微修正』を図っている。当局は昨年後半の金融市場の混乱により流動性を取り巻く環境が変化し、景気に悪影響を与えることを懸念しており、公開市場操作の手段として手形売却からリバースレポを用いる方針を掲げている。1-3月の人民元建新規融資額は累計で約2.5兆元と昨年同時期の水準を1割近く上回り、3月のマネーサプライの伸びはM0及びM2ともに底離れの兆しが窺われるなど資金需給のひっ迫懸念は遠のいたと思われたが、4月の新規融資は6818億元に留まり、融資残高やマネーサプライの伸びも再び頭打ちしている。さらに、欧州問題に注目が集まるなど金融市場を取り巻く環境は再び不透明になっており、海外資金の混乱も予想されることから、資金需給のひっ迫感が高まることも予想される。当局は今年18日から預金準備率をさらに50bp引き下げる決定

を行い、大手金融機関向けは 20.0%、農業信用機関をはじめとする小規模金融機関向けは 16.5%にそれぞれ引き下げられる。一方、足下の不動産価格は前年同月比でマイナスとなるなど調整圧力は高まっているが、政府は依然市況の高止まりを警戒しているため、利下げに踏み切る可能性は低いと見込まれる。先行きについても、2～3ヶ月ごとに預金準備率を引き下げることで景気刺激を図ると予想される。

- 同国と米国は今月初めに米中戦略経済対話を開催し、米国は中国に対して人民元改革の加速のほか、減税などを通じた内需拡大を求める姿勢を示した。同対話に先立つ先月、金融当局は人民元の対米ドル為替レートの変動幅拡大を決定しており、人民元相場の柔軟性を高める姿勢を示している。さらに、今月発表した『金融政策報告書』では、足下の物価について全体的に下落基調が強まっているものの、近年の賃金上昇が新たなインフレリスクに繋がることを警戒する姿勢を示した。また、原油高をはじめとする商品市況の高止まりが輸入インフレを引き起こす可能性もあることから、人民元改革を通じて為替レートの弾力性を高める必要性を指摘しており、今後も緩やかな人民元高を容認すると見込まれる。なお、自国通貨高の容認は実質的な金融引き締め効果を有することから、このためにも景気刺激の観点からは預金準備率の引き下げによる金融緩和を続ける必要性は高まろう。

図1 消費者物価と生産者物価の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

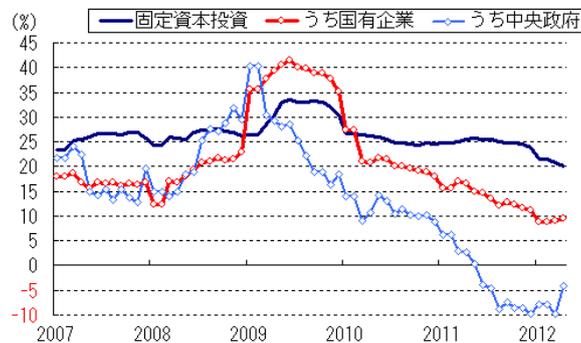
《不動産投資の減速は景気全体の重石になっているものの、消費は堅調で設備投資などは底離れしつつある》

- 昨年末を底に世界経済に回復の兆しが窺われたものの、輸出を取り巻く環境は依然として厳しい状況が続いている。4月の輸出額は前年同月比+4.9%となり、前月（同+8.8%）から減速した。前月比もわずかに減少しており、輸出の約2割を占める欧州経済の不透明感や、米国経済の回復が足踏みしていることは輸出の重石になっている。一方、同国の輸入の約3割は輸出財を生産するための素材や部材が占めていることから、輸出の低迷は輸入の抑制要因になっており、4月の輸入額は前年同月比+0.4%と前月（同+5.4%）から減速している。前月比も減少し、素材や部材のみならず国内消費向けなども減少しており、国内景気も足踏みの様相を呈している。結果、貿易収支は+184.26億ドルと前月（+53.47億ドル）から黒字幅は拡大しており、外需の成長率寄与度のプラス幅は拡大が見込まれるものの、必ずしも景気拡大によるものではない。
- 1-4月の固定資産投資は前年同月比+20.2%と前月（同+20.9%）から減速しており、政府による規制の影響で不動産投資が同+18.7%に減速したことが全体の足を引っ張った。ただし、製造業を中心とする国有企業などにおいては設備投資に底離れの動きが進んでおり、これは足下の景況感の動きに合致している。直近のPMIにおいては、製造業及びサービス業ともに改善の動きがみられる上、新規受注や輸出向け新規受注などの先行指標が改善していることから、設備投資需要の拡大が期待されよう。物価対策や高速鉄道事故などの影響により、昨年は第12次5ヶ年計画の開始年度にも拘らず中央政府主導のインフラ投資は減速したが、足下では堅調に拡大している。先行きも不動産投資の低迷は続こうが、設備投資やインフラ投資の底堅さは固定資産投資を下支えしよう。4月の小売売上高は前年同月比+14.1%と前月（同+15.2%）から減速し、

物価を加味したベースでも伸びは減速したが、近年の賃金上昇や足下の物価上昇圧力の後退、昨年末以降の金融緩和による資金需給の改善を背景に前月比は拡大しており、個人消費は底堅い。

- 輸出や不動産投資の減速から、4月の鉱工業生産は前年同月比+9.3%と前月（同+11.3%）から減速しており、前月比も減少基調が続いている。豊富な低賃金労働者をてこに生産拡大が続いてきた軽工業では、賃金上昇などによる価格競争力の低下なども重なり生産は頭打ちしており、国営企業を中心とする重厚長大産業などの生産にも一服感が出ている。4月の発電量も前年同月比+1.5%と前月（同+7.3%）から減速しており、経済活動全般に下押し圧力が掛かっている。足下の石炭価格の上昇にも拘らず、家庭向けの電気料金は低水準に抑えられていることから、今夏も昨年同様に電力不足に陥る可能性が高まっており、これは経済活動の制約要因になる懸念はあろう。政府は昨年から始まった第12次5ヶ年計画において7つの戦略的新興産業を掲げており、その大半は省エネ関連であることから、エネルギー問題が中長期的な潜在成長率を制約することを認識している。これらの産業育成の成否は経済活動に影響を与えると見込まれる。なお、直近のPMIは先行指標を中心に改善の動きがみられる上、国営企業の割合が高い物流購買連合会版のみならず、中小企業も調査対象に含まれるHSBC版にも底打ちの動きがみられることから、先行きは生産の拡大が予想される。
- 特に、世界金融危機後の経済成長をけん引してきた不動産投資やインフラ投資の低迷はGDPに占める割合の高い固定資本投資の足かせとなっており、政府の不動産投資抑制策は今後も続けられる見通しであることから、景気の重石になろう。同国経済を巡っては先行きに対する不透明感も高まっているが、足下では個人消費は堅調であるなど、政府が主導する経済成長のエンジンを転換させる動きは徐々に進んでいる。足下ではインフラ投資に底打ちの兆しが窺える上、第12次5ヶ年計画に基づくインフラ投資の進捗も期待されることから、投資の底入れは近付いている。さらに、預金準備率の引き下げによる資金需給の改善は個人消費や企業活動を促すと見込まれることから、年後半にかけて景気は加速感を増すであろう。

図2 固定資産投資(前年比/年初来)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上