



中国経済は構造転換の過渡期に入っている

～「安定成長」への道筋を描く重要な時期にある～

発表日：2012年6月11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)

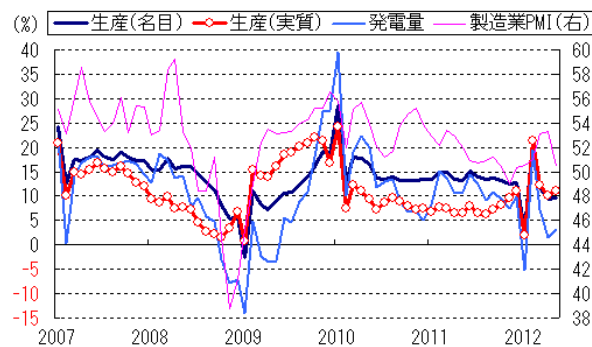
- 中国の景気減速が叫ばれて久しいが、景気の底は近付いている。5月は内・外需ともに底堅さが確認され、低迷が続いてきた外需にも底打ちの兆しが窺われる。政府は公共投資の促進や個人消費の喚起策を打ち出しており、今後はこれらによる押し上げ効果も期待される。欧米経済の減速は輸出をてこに拡大してきた製造業の不透明感に繋がっており、構造転換は容易ではない。中国経済が輸出や製造業をけん引役とする経済成長から、個人消費やサービス業による安定成長に移行する過渡期にあることを鑑みれば、先行きの景気については緩やかな拡大に留まると見込まれる。
- 原油市況の調整などを背景に物価上昇圧力は後退しており、5月のインフレ率は前年比+3.0%に低下している。昨年末以降の金融緩和にも拘らず足下の資金供給は伸び悩んでおり、これも物価を抑制している。人民銀は7日に3年半ぶりの利下げを発表しており、景気の先行き不透明感を理由に徐々に先手を打った対策と捉えられよう。なお、利下げと併せて発表された金利自由化策は今後、中小金融機関を中心に銀行部門の急速な業績悪化を招く懸念がある。今後も金融自由化の進展が見込まれる中、資金供給の伸び悩みの一因となっている預貸率規制の動向は、自由化の成否を握る重要な鍵になろう。

《景気減速は一服も先行き不透明感が変わらず。内需喚起策は景気拡大を促そうが、景気は緩慢であろう》

- 中国の景気減速が懸念されるようになって久しいが、景気の底は着実に近付きつつある。欧州問題の再燃による世界経済の不透明感を背景に輸出は減速して景気の足かせになってきたが、5月の輸出額は前年同月比+15.3%と3ヶ月ぶりに二ケタ%に加速し、単月ベースの輸出額も過去最高を記録している。一方、中国では輸入の約3割が輸出財を生産するための素材や部材が占めており、輸出の減速は輸入の下押し要因となってきたが、5月の輸入額は前年同月比+12.7%と3ヶ月ぶりの二ケタ%に加速し、単月ベースの輸入額も過去最高となるなど底打ちの兆しが窺える。足下の世界経済の不透明感を理由に原油をはじめとする資源価格は調整しており、輸入価格に下落圧力が掛かりやすくなる中、原油や鉄鉱石をはじめとする資源需要は底入れしつつある。輸出もこれまで堅調が続いてきた米国やアジア新興国向けのみならず、EU向けも前年比でプラスに転じるなど最悪期を過ぎつつある。先行きについては依然不透明感が強いものの、欧州経済を取り巻く状況がさらなる悪化を免れれば、緩やかな回復も期待されよう。
- 一方、中国共産党及び政府は今年3月の全人代（全国人民代表大会）において、経済成長のけん引役を外需から内需に、投資から消費にシフトさせる方針を掲げており、この方針に沿った諸施策が採られている中、5月の小売売上高は前年同月比+13.8%と15ヶ月ぶりの低い伸びに留まっている。ただし、足下ではインフレ圧力が後退していることを鑑みれば、実質ベースでは伸びに底打ち感が窺われるなど減速懸念は弱まっている。物価抑制のための金融引き締めや不動産投資規制などの影響で固定資本投資の伸びは減速しており、1-5月累計ベースでは前年同月比+20.1%と過去最低の伸びに留まった。しかし、5月単月では不動産投資は依然低調に推移したものの、製造業を中心に国有企業などの設備投資需要は堅調であり、地方政府による開発投資も活発化している。中国政府は先月、足下の景気減速に対応してインフラ投資を促進させるべく政府内における承認手続の加速化を図る方針を示しており、早くもその効果は現れつつある。さらに、個人消費を喚起させるべく省エネ家電やエコカーなどに対する補助金支給も発表しており、今後はこれによる押し上げも期待される。

- 5月の鉱工業生産は前年同月比+9.6%と2ヶ月連続で一ケタ%の伸びに留まったものの、足下の生産者物価が前年比マイナスとなっていることを鑑みれば、実質ベースでは底離れの兆しが窺われる。発電量も前年同月比+3.2%の伸びに留まったものの、前月（同+1.5%）から底打ちしていることから、景気減速は最悪期を過ぎつつある。ただし、5月の製造業PMI（購買担当者景況感）は予想外に悪化しており、新規受注や輸出向け新規受注の下落が顕著になるなど、欧米経済の減速懸念が燦る中で輸出をてこに拡大を続けてきた製造業にとって需要構造の転換は道半ばの状況にある。さらに、今年も沿海部を中心に電力需給のひっ迫が予想されており、これも先行きの景気の足かせになる可能性はある。一方、サービス業のPMIは改善基調が続いており、景気のけん引役は「世界の工場」として中国経済の拡大を引っ張ってきた製造業から徐々にシフトしつつある。足下はこうした構造転換の過渡期的な状況にあり、外的要因の不透明感と相俟って先行きの景気は緩やかな拡大に留まると見込まれる。政府がリーマン・ショック後に実施した大規模景気対策は、不動産をはじめとする固定資本投資の拡大を通じて景気の急回復を促したものの、これは非効率な投資を増大させ、富の偏在を加速させるなど様々な歪みを生んでいる。したがって、政府がリーマン・ショック後のような大規模対策を打ち出す可能性は低いと見込まれ、これも景気拡大の緩慢さに繋がろう。

図1 鉱工業生産と発電量(前年比)、製造業PMIの推移



(出所) CEIC、中国物流購買連合会より第一生命経済研究所作成

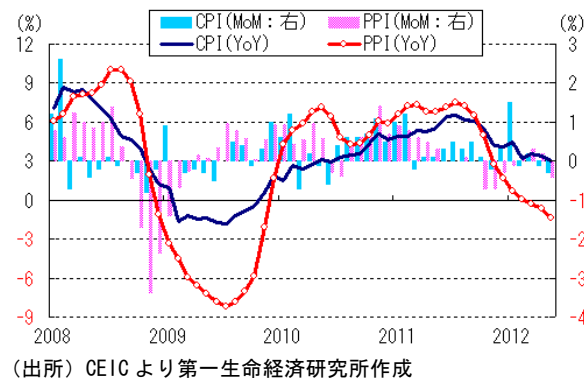
《物価上昇圧力の後退で金融緩和余地は拡大。預貸率規制の動向は金融自由化への重要な鍵を握ろう》

- 年明け以降、インフレ率は政府目標である4%を下回る状況が続いており、一昨年からの金融引き締め政策は効果を挙げている。5月の消費者物価は前年同月比+3.0%と23ヶ月ぶりの低水準になり、食料品やエネルギー価格の下落を反映して前月比も▲0.3%下落するなど物価は落ち着きを取り戻している。さらに、川上部門の物価である生産者物価は前年同月比▲1.4%と3ヶ月連続で前年割れし、前月比も▲0.4%と落ち着きを取り戻している。人件費の上昇や原油価格の高止まりなどを背景に原材料やエネルギー関連の価格上昇が懸念されていたものの、このところの原油価格の調整は物価上昇圧力を抑制している。足下の景気減速懸念に伴い資金供給は伸び悩んでおり、金融当局は昨年12月以降計3回に亘る預金準備率の引き下げによる金融緩和にも拘らず、マネーサプライ（M2）の伸びが減速していることも物価上昇圧力の後退に繋がっている。累計150bpの預金準備率の引き下げによって市中には1.2兆円規模の資金供給が行われる計算になるが、年明け以降の人民元建の新規融資は4月までの累計で前年同期比+4.9%の増加に留まってきた。一方、足下の景気減速などにより預金が増加しにくくなる中、銀行部門に対する厳格な預貸率規制によって銀行の貸出余力が低下していることは資金供給が伸び悩む一因になってきた。なお、5月には資金供給の伸びが底打ちしており、これまでの金融緩和による効果は少しずつ現れている。
- こうした中、中国人民銀行は7日に政策金利を25bp引き下げる決定を発表した。同行による利下げは3年半ぶりであり、これにより政策金利（ベンチマーク金利）である1年物貸出金利は6.31%に、1年物預金金利は3.25%にそれぞれ引き下げられる。昨年末以降の金融緩和により資金供給量の拡大を図ってきたものの、

銀行による貸出が期待ほど伸びない状況が続いており、景気の減速懸念が高まっていることを受けて人民銀は利下げによる本格的な金融緩和に踏み出した。なお、5月の経済指標が発表される直前での唐突な利下げ発表は指標に対する様々な憶測を呼んだものの、現実には内・外需ともに底堅さが確認されるなど足下の景気は明るさも窺える。ただし、先行きについては内・外需ともに不透明感が燦々していることを鑑みれば、このところ政府及び人民銀は経済指標の悪化を受けて「バックワード・ルッキング」で対応する傾向が強かったものの、久々に先手を打った対策と捉えられよう。原油市況の調整なども背景に今後のインフレ率は引き続き低水準での推移が見込まれることから、人民銀にとってはさらなる金融緩和余地の拡大も予想される。欧州問題は今後も国際金融市場の混乱要因となる可能性も燦々中、中国経済にとって様々な悪影響も予想されることから、今後も利下げを含む金融緩和を進める可能性はある。

- 今回の利下げ実施に際して、人民銀は各銀行による貸出金利の下限を基準金利の 0.8 倍に引き下げる（引き下げ前は 0.9 倍）一方、預金金利の上限を基準金利の 1.1 倍に引き上げる（引き上げ前は基準金利を上限）ことを決定している。これは足下の景気減速にも拘らず銀行部門が高収益を上げていることに対して、今春の全人代などにおいて銀行の「儲け過ぎ」を批判する声が高まっていたことに対応した動きと言える。今回の「金利自由化」に向けた動きによって市中金利の低下が期待されることから、資金需要を喚起する可能性がある。ただし、足下では厳格な預貸率規制が敷かれる中で、中小金融機関の中にはすでに貸出枠が限界近くに達している銀行も少なくない。今後は預金獲得競争の激化により預金金利は高止まりする一方、貸出金利の低下により、過渡期的に銀行部門の収益性が急速に悪化する事態も懸念される。先行きも金融市場を巡る「自由化」の動きは徐々に進むと予想されるが、預貸率規制を温存した状況で自由化を進めることは困難である。開かれた金融市場の中で各金融機関が健全性や競争力を高めていくには、預貸率の自由化など踏み込んだ取り組みが必要になるだろう。

図 2 消費者物価と生産者物価の推移



以 上