



中国景気の「底」は窺われるが、さらなる減速懸念も燃る

～インフレ圧力の後退もあり、漸進的な景気刺激は続けられよう～

発表日：2012年7月17日(火)

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)

- 4-6月期の実質GDP成長率は3年ぶりに前年比で8%を下回り、あらためて景気減速が確認された。個人消費や固定資本投資に底離れの動きが窺われ、このところの景気刺激策の効果が現れつつある。一方、世界経済の減速による外需低迷は生産を下押ししており、景気全体の重石になっている。政府による内需喚起策は景気を下支えすると見込まれるが、外需の減速をカバーし得る状況に至っていない。電力需要の低迷は経済活動の停滞を示しており、電力不足が景気を下押しするリスクにも注意する必要がある。
- 昨年夏をピークにインフレ率は低下しており、6月は前年比+2.2%まで低下している。商品市況の調整で川上の物価も低下しており、人民銀は金融緩和による景気刺激に動いている。人民銀は2ヶ月連続で利下げを実施し、今月は「非対称」利下げを実施するなど資金需要の喚起に動いている。昨年末以降の金融緩和の影響で足下の供給は底堅く推移しており、月内にも追加景気対策が期待される中、今後も漸進的な金融緩和が行われると見込まれる。同国金融市場では徐々に自由化の動きが進んでいる一方、国際金融市場が再び混乱する可能性は燃っており、政策対応は引き続き難しい状況が続くと予想される。

《3年ぶりの8%割れ。足下では内需に対策効果が窺われる一方、外需鈍化は景気の足かせになっている》

- 中国の4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.6%と約3年ぶりに「8%」を下回り、あらためて景気減速が認識された。国家統計局が発表した季節調整値ベースの前期比は+1.8%と前期（同+1.6%（改定値））から加速しており、景気は底打ちを果たして最悪期を過ぎつつあることは確認されたが、年率換算でも約+7.5%に留まるなど、依然潜在成長率を下回っている。政府は今年5月に個人消費や公共投資の促進策を打ち出しており、6月には人民銀が約3年ぶりに利下げを実施し、今月も2ヶ月連続で利下げを行うなど、政府・人民銀は揃って景気刺激に動いている。足下では一部に内需押し上げ効果の兆しが窺われるものの、不動産の市況高騰を懸念した投資規制に加え、世界経済の減速による輸出の伸び悩みは景気の重石になっている。
- 6月の小売売上高は前年同月比+13.7%と前月（同+13.8%）から減速したものの、足下でインフレ率が低下していることを鑑みれば、実質ベースでは底離れが進んでいる。前月比の拡大ペースも加速しており、消費促進策により小型車を中心とする乗用車販売が堅調なことに加え、省エネ家電に対する需要も堅調に推移している。さらに、世界金融危機後の景気回復を主導した固定資産投資も底離れしており、公共投資の進捗円滑化の効果が窺われるほか、製造業を中心に設備投資の動きも底堅い。一方、足下の輸出額は過去最高近傍に達しているものの、輸出の約2割を占めるEU向けのほか、米国など先進国向けは軒並み伸び悩んでおり、輸出の足かせになっている。さらに、同国の輸入の3割以上は輸出財を生産するための素材や部材が占めており、輸出の減速は輸入を下押ししている。このように消費や投資などの内需には底打ちの動きが確認される一方、外需は弱含み景気を下押しする状況が続いている。
- これを反映して6月の鉱工業生産は前年同月比+9.5%と前月（同+9.6%）から減速したものの、国際商品市況の調整により生産者物価は低迷しており、実質ベースでは底離れが進んでいる。月初に発表された製造業PMI（購買担当者景況感）では、国有企業を中心とする指数は辛うじて50を上回ったものの、中小企業や沿海部を中心とする輸出関連企業の景況感は悪化しており、景気の跛行色は強まっている。また、足下の生産には底堅さが窺われるものの、先行指数である新規受注や輸出向け新規受注に悪化の動きがみられ、内・外需の減速が生産を下押しすることも懸念されている。人民銀が予想外の2ヶ月連続の利下げに踏み切った背景には、

こうした先行きに対する不透明感が影響したと考えられる。欧州経済の低迷は長期化する可能性が高まっている上、米国経済も視界不良気味であるなど、先進国向け輸出は引き続き低調な推移が予想されるものの、アジアを中心とする新興国では独自の景気対策の効果などが窺われる。さらに、消費喚起策や公共投資の進捗は内需を押し上げると見込まれ、先行きの生産を下支えすると見込まれる。

- 一方、信頼性の高い指標とされる6月の発電量は前月比こそ緩やかに増加しているものの、前年同月比▲0.9%と前年割れするなど低調である。足下では世界経済の減速を背景に石炭価格は調整しているものの、依然として高止まりしており、電力供給の約7割を石炭火力に依存していることを鑑みれば、今夏は再び電力不足に直面するリスクは燦々。なお、これまでのところ河川の水量は十分であり、足下では水力発電が大幅な伸びをみせるなど電力供給を下支えしており、全土での大規模な電力不足に陥る可能性は低いが、局所的に長期間の停電などが行われる可能性は残る。当面は電力供給問題が経済のボトルネックになるリスクに注意する必要がある。

図1 実質 GDP 成長率の推移



《商品市況の調整などでインフレ率は低下。追加対策期待が高まる中、漸進的な金融緩和も続けられよう》

- 昨年夏をピークにインフレ率は低下しており、年明け以降は政府のインフレ目標（4%）を下回るなど物価上昇圧力は急速に後退している。これは昨年急上昇した豚肉をはじめとする食料品価格が下落していることに加え、足下では国際商品市況の下落を背景にエネルギー価格も下落していることが影響している。6月の消費者物価は前年同月比+2.2%と29ヶ月ぶりの低水準に落ち着き、前月比も▲0.6%と3ヶ月連続で下落しており、必需品価格の下落がインフレ圧力の後退を主導している。足下では高止まりしてきた生鮮食料品の価格も急速に下落しており、これは家計の実質購買力の向上に繋がっている。一方、国際商品市況の調整は川上部門の物価にも影響を与えており、6月の生産者物価は前年同月比▲2.1%と4ヶ月連続で前年割れとなっている。前月比も▲0.7%と2ヶ月連続で低下し、鉱物資源や原材料のほか、エネルギー全般で価格下落が進んでいることから、今後は鉱業製品全般の価格抑制に繋がることが見込まれる。足下では商品市況も底打ちしており、先行きは景気の底離れも重なり物価上昇圧力が高まると見込まれるものの、インフレ率はしばらく低水準で推移することで、さらなる金融緩和余地が生まれると予想される。
- 人民銀は今日5日、翌6日付で政策金利である貸付金利と預金金利を引き下げる決定を行った。同行は昨年11月末に3年ぶりに預金準備率の引き下げ決定により金融引き締め姿勢を転換させ、計3回の準備率の引き下げを実施しており、今年6月には約3年半ぶりに金利を引き下げて金融緩和を本格化させており、異例の2ヶ月連続の利下げ実施となった。こうした金融政策の転換の背景には、長期間に亘る金融引き締めや金融市場の混乱などにより市中の資金供給量が縮小しており、世界経済の減速による景気減速と相俟って資金需給のひっ迫が景気を下押しする懸念が強まっていることがある。したがって、過去2回の利下げに際しては、金融機関による貸付金利の下限を引き下げる金利の自由化への布石を打ち、今日の利下げは貸付金利の引き下げ幅を

大きくする「非対称」利下げを実施するなどの取り組みもみせている。6月の利下げの際は、個人向け住宅ローン金利も引き下げられるなど、足下の不動産市況の調整が進んでいることを受けて保障性安居を含む実需向けの住宅需要を喚起する姿勢をみせた。景気維持の観点から不動産規制が強化される可能性は低下しているが、投資物件に対しては引き続き融資の厳格化が続くと見込まれる。

- これまでの金融緩和の結果、足下では資金需要に底離れの動きが窺われるなど、資金需給のひっ迫感は徐々に後退しつつある。6月の人民元建新規融資額は9198億ドルと事前予想を上回り、年明け以降の累計ベースでも前年比+16%となるなど資金需要は底離れしている。マネーサプライの伸びも底入れしており、金融緩和による現金通貨の拡大のみならず、金融市場を通じた信用取引も拡大していることが確認されるなど状況は改善に向かいつつある。ただし、足下の景気減速の一因は欧州経済の低迷による輸出の頭打ちであることを鑑みれば、資金需給の改善のみによって景気刺激を図ることには限界がある。政府（国務院）は月内にも年後半の経済政策に関する会議を招集し、追加の景気対策を実施する可能性もあることから、金融政策面では今後も漸進的な金融緩和が行われると予想される。
- 欧州問題による金融市場の混乱は足下で一服しているが、先行きも不透明感が燦々と見込まれ、海外資金の動揺は再び同国の金融市場に影響を及ぼす可能性はある。同国の金融市場は海外資金の流出入の自由度が低く、外国人投資家に対して依然として閉鎖的な環境にあり、海外資金が為替などに与える影響は極めて小さい。同国政府は、香港や東京市場などにおいて人民元の直接取引を認めるなど、米ドルに対して過度に依存してきた人民元レートのパラレル化により国際化を目指す姿勢を徐々に進めている。こうした取り組みは人民元為替の自由化に繋がる一方、海外資金の影響が拡大すると見込まれ、今後再び金融市場が動揺する場合は少なからず相場への影響も予想される。足下では国際商品市況の調整で物価上昇圧力が後退しており、輸出喚起の観点から人民元安傾向が続いているが、再び緩やかな人民元高を目指さざるを得ない状況になる可能性もあり、資金需給動向を注視した政策運営は困難な状況が続くと予想される。

図2 インフレ率と政策金利の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上