



中国、本格的な景気の底離れは年後半

～財政・金融政策の後押しは年後半の景気浮揚を促すであろう～

発表日：2012年8月13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)

- 世界経済の減速や国際金融市場の混乱は中国経済にも影響を与えており、足下では潜在成長率を下回るなど減速感は顕著になっている。7月の経済統計では生産の底離れは確認されたが、消費や投資など内需は勢いに乏しく、業種や地域ごとの跛行色が残っている。外需は一段と悪化しており、景気の足かせになっている。一方で発電量は底打ちしており、経済活動全般の底が確認されている。今後は内需刺激策や金融緩和の効果発現が期待されることから、緩やかな景気拡大が促されるものと見込まれる。
- 7月のインフレ率は30ヶ月ぶりの低水準になり、燃料価格の下落などにより川上の物価も落ち着いており、物価上昇圧力は後退している。サービス価格の上昇や穀物価格の急騰は先行きの物価上昇を促す可能性はあるが、当面のインフレ率は落ち着いた推移が見込まれる。人民銀は金融政策の「微修正」による金融緩和を進めており、インフレ率の低下は景気の下支えに向けた追加緩和を促すと予想される。
- 年前半の中国経済は減速感が顕著であったが、後半には財政・金融政策を通じた景気刺激効果の発現が期待される。ただし、外需の回復が見込みにくい上、政府は大規模景気対策による弊害を懸念しており、緩やかな拡大を容認すると見込まれ、通年の経済成長率は8%を下回る可能性も十分にある。

《景気は底入れしているが、内・外需ともに回復は鈍く、引き続き厳しい状況が続いている》

- 欧州問題をきっかけとする世界経済の減速や国際金融市場の混乱は様々な経路を通じて中国経済に影響を与えており、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.6%に減速した。前期比年率+7.5%近傍と前期(同+6.7%近傍)から景気の底離れは確認されたが、2四半期連続で潜在成長率を下回るなど景気減速は顕著である。こうした状況下、9日に発表された7月の経済指標も景気の足踏み模様が確認された。鋳工業生産は前年同月比+9.2%と前月(同+9.5%)から減速したが、実質ベースでは加速感が窺われるなど生産は緩やかに拡大している。ただし、前月比の伸びは減速しており、7月の製造業PMI(購買担当者景況感)において国有企業をはじめとする大企業を中心に「生産」が調整したことに合致する。なお、生産抑制を通じて「完成品在庫」は低下するなど在庫調整が進んでおり、今後の生産が一段と落ち込む可能性は低いと見込まれる。先行指数である「新規受注」や「輸出向け新規受注」は大企業で悪化する一方、中小企業や輸出企業では改善の兆しが窺われることは先行きの生産を下支えすると期待される。
- 政府は今年3月に開催した全人代において、今年の経済成長率の目標を従来の8%から7.5%に引き下げ、世界経済の低迷に伴う景気の減速を織り込む動きをみせてきた。しかし、2四半期連続で潜在成長率を下回るペースに落ち込むなど予想外の減速が続いたことから、人民銀は6月以降2ヶ月連続の利下げに踏み切り、政府も補助金による個人消費の喚起や公共投資の促進への動きを進めている。インフレ率の低下により実質購買力は向上するなど内需は押し上げられやすい環境にあるものの、7月の小売売上高は前年同月比+13.1%と前月(同+13.7%)から減速している。前月比では増加基調が続いたものの、ペースは鈍化しており、金融緩和や消費喚起策にも拘らず個人消費の勢いは広範に拡大していない。自動車販売台数の伸びも鈍化しており、商用車は前年割れが続く一方、補助金対象の小型車を中心に乗用車は依然高い伸びが続くなど対策の有無が好不調の分かれ目になっている。世界金融危機後の景気回復をけん引した固定資産投資も、地方政府主導の投資は堅調な一方、中央政府や国営企業主導の投資は一服している。業種別でも不動産やサービス関連の投資は頭打ちする一方、製造業の設備投資は底堅いなど分野ごとの跛行色も窺われる。このように内需は底打ちこそしたも

のの対策効果の本格化はこれからであり、先行きは緩やかな拡大が見込まれるであろう。

- 外需は予想外の厳しい状況に直面している。7月の輸出額は前年同月比+1.0%と6ヶ月ぶりの低い伸びに留まり、前月比も2ヶ月連続で減少するなど景気低迷が続く欧州や景気が鈍化している米国など先進国向けのみならず、ASEANなどアジア新興国向けも頭打ちしており、世界経済の減速は輸出の重石になっている。一方の輸入は足下の資源価格の調整にも拘らず前月比で増加しており、内需が依然底堅いことが窺われる。ただし、同国の輸入の4割近くは輸出財を生産するための素材や部材などが占めており、輸出の鈍化はこれらの下押し要因となる。足下では製造業PMIの「輸出向け新規受注」が悪化していることから、今後も輸出入ともに鈍化が避けられなくなるなど、外需の成長率寄与度はさらなる低下も予想される。
- なお、広範な経済活動を反映している発電量は前年同月比+2.3%と前月（同▲0.9%）から反転しており、月次ベースの発電量は再び過去最高を記録した。ただし、電源の7割近くを占める火力発電は石炭価格の高止まりを理由に伸び悩んでいることから、水力発電が発電量をけん引している模様である。足下のPMIでは、輸出産業が集積している沿海部の状況は厳しい一方、公共投資の進捗が期待される中西部など内陸部は堅調であるなど、地域間で景気の勢いに差が生じている。企業規模別でも国有企業をはじめとする大企業は堅調なもの、中小企業などでは資金調達環境の悪化も重なり厳しい状況にある。このところの人民銀による金融緩和や金利自由化により資金需給の改善が期待されるものの、欧米先進国の景気は厳しい状況が続くと予想される中、外需の回復は緩慢なものになり、内需も中央政府主導で大規模公共投資を打ち出す可能性は低いことから、年後半の景気は底離れが進むものの緩やかな拡大に留まるであろう。地方政府を中心に大規模な公共投資の実施を発表する動きが出ているが、中央政府は世界金融危機後に実施した大規模景気対策による弊害を警戒する姿勢を崩しておらず、これらが具現化するかは不透明である。政府は成長率目標を引き下げており、世界金融危機後のように「保八」をスローガンに掲げる必要がないことも緩やかな景気回復に繋がるとみている。

図1 鉱工業生産、発電量、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

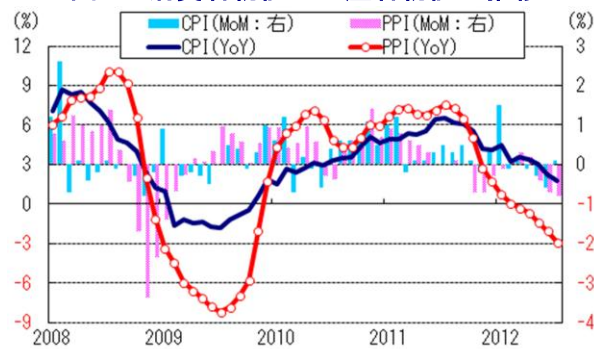
《穀物価格急騰など新たなリスクは出つつあるが、インフレ率の低下により追加金融緩和は可能に》

- 足下の景気減速に加え、国際商品市況の調整なども背景にインフレ率は急速に低下しており、7月の消費者物価は前年同月比+1.8%と30ヶ月ぶりの低い伸びとなり、当局のインフレ目標（4%）を大きく下回っている。前月比は+0.1%と4ヶ月ぶりに上昇に転じたものの、食料品など必需品価格が落ち着いており、豚肉のほか、天候不順の影響で上昇してきた海産物や果物など生鮮食料品の価格が下落したことも影響している。川上部門の物価動向を示す生産者物価も7月は前年同月比▲2.9%と5ヶ月連続で前年割れの状況が続く、前月比も▲0.8%と3ヶ月連続で低下している。原材料のほか、原油市況の調整を反映して燃料価格が低下しており、先行きにおいては一般消費財の価格抑制も見込まれる。こうしたことから、当面のインフレ率は当局のインフレ目標を下回る水準での推移が続くと予想する。
- 景気の減速感が顕著になっていることに加え、インフレ率の低下により金融緩和余地が拡大していることから、

足下では人民銀にとって追加金融緩和を打ち出しやすい状況にある。人民銀は昨年11月末に約3年ぶりに預金準備率を引き下げ、計3回（累計150bp）引き下げた後、今年6月には約3年半ぶりに金利を引き下げ、先月にも2ヶ月連続の利下げを実施している。こうした一連の金融緩和策により資金需給は再び活発化するかに思われたが、景気の先行きに対する不透明感を理由に7月の人民元建新規融資額は5401億元と事前の市場予想を大きく下回った。結果、マネーサプライ（M1）の伸び率は前年同月比+4.6%と前月からわずかに減速したものの、国際金融市場の混乱一服により海外資金は再び流入していることから、M2の伸び率は同+13.9%と底離れして人民銀の目標（同+14%）近傍に達するなど、資金需給を取り巻く環境は決して悪くはない。ただし、国際金融市場では今後も欧州問題などを材料に再び海外資金が流出に転じるリスクが燻ることを鑑みれば、今後も金融緩和の必要性は高まると見込まれる。

- 足下では資金供給量の伸びに底離れの動きが出ていることに加え、近年の賃金上昇などの影響によりサービス物価の上昇圧力は高まっている。さらに、低位に抑えられてきた公共料金などに引き上げの動きが出ていることから、徐々に物価上昇圧力が高まる可能性は燻る。さらに、近年の飼料需要の拡大で同国は主要な穀物の純輸入国になる中、先物市場主導による国際的な穀物市況の急騰は食料品価格の上昇圧力に繋がると予想される。同国政府は穀物備蓄の放出により物価の安定を図る姿勢を示しているが、今後は海外要因による物価上昇圧力が高まる可能性もあることから、先行きのインフレ率は、向こう数ヶ月のうちに底を打って上昇に転じるリスクにも注意する必要がある。

図2 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

《年後半の景気は緩やかな加速が見込まれるが、通年の経済成長率が8%を下回る可能性は小さくない》

- 足下の中国経済を巡っては、生産や発電量などに底入れの兆しが窺われることから、景気は最悪期を脱していると判断される。さらに、政府による補助金政策や公共投資の前倒し実施などに加え、人民銀も金融政策の「微調整」による金融緩和に踏み切るなど、財政・金融政策ともに景気刺激に向けた動きを進めており、今後はこれら内需押し上げ効果の発現が期待される。一方、外需については輸出の約2割を占める欧州経済の低迷長期化に加え、米国経済も緩慢な拡大に留まると見込まれるため、外需の回復は緩やかなものになると予想する。なお、同国は輸入の多くを輸出財の生産に関連したものが占めていることから、輸出の回復の遅れは輸入を下押しするため、外需が一方的に下押しされる可能性は低いとみる。短期的には夏場の電力不足が生産の足かせになる可能性は燻るが、水力発電のフル稼働を通じて発電量をカバーする動きがみられるため、生産調整圧力は限定的なものに留まると予想される。当面のインフレ率は低水準での推移が見込まれ、金融緩和の余地拡大により景気を押し上げる要因は今後も高まると予想される。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.6%となったほか、前半の成長率も同+7.8%に留まり、世界経済の不透明感による景気減速は顕在化している。世界金融危機後に政府が打ち出した大規模景気対策により、同国経済は急速な景気回復を遂げたものの、同国政府はインフレや不動産価格の急騰、国内の格差拡大と

いった弊害が生じたことを懸念しており、大規模な財政措置を打ち出す可能性は大きくないと判断される。政府がこれまで発表している消費及び投資刺激策は、景気が底打ちを果たしている状況においては緩やかに景気浮揚を促すと期待され、年後半の景気は一段と底離れが進んでいくと予想する。しかし、額面は事前に期待されていたものに比べて小規模なものに留まることから、通年の経済成長率は8%を下回る可能性も十分にあると予想する。

以 上