

中国景気は底離れが進んでいる

～次期指導部が直面する課題は多く、困難な政策運営が予想される～

発表日：2012年11月12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)

- 中国の景気底打ちが窺われる中、10月の経済指標は内・外需ともに景気の底離れを示唆する内容になっている。内・外需の堅調を反映して生産も加速しており、先行指数を中心に景況感も改善していることから、先行きも拡大基調が続くと見込まれる。GDP統計も今年1-3月期を底に拡大の動きが確認される中、当研究所では通年の経済成長率は前年比+7.7%になり、政府が掲げる成長率目標(7.5%)の達成は可能と予想する。来年にかけても緩やかな景気拡大は続くと見込まれる。
- 穀物価格の急騰による影響が懸念されたが、足下のインフレ率は依然低水準に止まっている。しかし、景気の底離れを反映して川上部門を中心に物価上昇圧力が高まっており、今後はインフレ率も徐々に上昇基調に転じると予想される。インフレ率が政府目標を大きく下回る中、金融緩和に動きやすい状況にあるが、国際金融市場では先進国による量的緩和の影響で資金供給量はかつてない規模に達しており、過剰流動性が発生しやすいことから、金融政策を巡っては慎重な対応が求められる。
- 現在、共産党中央大会が開催されており、世代交代により次期指導部が決定しようとしている。しかし、次期指導部は今後10年、様々な問題を抱えた状況で生産年齢人口のピークアウトによる成長鈍化に直面する。これまでは高成長の実現が様々な弊害を隠す役割を担ってきたが、今後はこの実現も難しくなっており、政策運営の舵取りはこれまで以上に困難が予想される。

《景気の底離れは一段と進んでいるが、中国経済が以前のような高成長を実現することは難しくなっている》

- 足下の中国においては景気に底打ちの動きが窺われる中、10月の経済指標はこうした見方を一段と後押ししている。小売売上高は前年同月比+14.5%と前月(同+14.2%)から加速しており、物価動向を除いた実質ベースでは一段と加速感が強まっている。国家統計局が発表している前月比(季調済)は+1.34%と前月(同+1.65%)から減速しているものの、物価を加味したベースでは緩やかな加速が続いており、政府が実施している消費喚起策の効果が顕在化している様子も窺える。さらに、企業の設備投資や公共事業によるインフラ投資の動向を示す固定資本投資についても、1月からの累計ベースで前年同月比+20.7%と前月(同+20.5%)から加速しており、10月単月ベースでも前月に続いて高い伸びが続いている。分野別では、国有企業のみならず、中央政府や地方政府による投資が拡大しており、人民元建新規融資額も堅調に推移していることから、昨年半ば以降は停滞していたインフラ投資などに動きが出ており、公共投資の円滑化が奏功している。
- 一方、外資系企業を中心に直接投資は減速基調が強まっており、製造業における設備投資は減速模様が続き、先行きの生産などに影響を及ぼす可能性がある点に留意する必要がある。さらに、政府は引き続き不動産市況が急上昇することを懸念しており、銀行に対する窓口規制などを通じて不動産投資を抑制する姿勢を堅持しているものの、足下ではようやく底打ちの動きが出ている。政府が積極的に建設を後押ししている保障性住宅をはじめとする住宅建設は前年比の伸びが加速している一方、投機が懸念されるオフィスビルなどについては依然として減速しており、不動産投資は全面的に盛り上がるには至っていない様子も窺える。
- 依然として輸出の2割弱を占める欧州経済は低迷が続いているものの、米国経済には底堅さが窺える上、ASEANをはじめとするアジア新興国経済は内需をけん引役に堅調な景気が続いており、減速基調が続いてきた輸出にも底打ちの動きが出ている。10月の輸出額は前年同月比+11.5%と前月(同+9.8%)から加速しており、当研究所が試算した季節調整値ベースでも3ヶ月連続で増加するなど、底離れが進んでいる。一方の輸入

額は前年同月比+2.2%と前月（同+2.3%）から減速したものの、前月比は2ヶ月連続で増加している。経済特区における輸入が拡大しており、工作機械などをはじめとする一般機械や素材などの輸入が拡大していることから、輸出財を中心とする生産拡大に備えた動きも窺える。

- こうした内・外需の底打ちを反映して、鉱工業生産も前年同月比+9.6%と前月（同+9.2%）から加速しており、前月比も+0.81%と前月（同+0.80%）から拡大ペースは加速している。なお、生産者物価の動向を加味した実質ベースでは伸びが減速しており、前月比の拡大ペースも鈍化するなど、一部の産業において在庫調整圧力が強まっている様子は窺える。しかし、物流購買連合会が発表した10月の製造業PMI（購買担当者景況感）が3ヶ月ぶりに景況感の分かれ目である50を上回り、HSBCが発表している製造業PMIも改善するなど、国有企業をはじめとする大企業のみならず、中小企業にも改善の兆候が出ている。特に、新規受注に関連する先行指数を中心に改善の動きがみられることから、先行きの生産を押し上げると期待される。
- 7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.4%と2四半期連続で8%を下回る伸びに留まったものの、当研究所が試算した前期比年率は8%近く伸びをみせており（国家統計局が発表しているベースでは9%を上回る水準になる）、1-3月期を底に改善の動きが確認されている。足下の状況は緩やかながら加速感が増していることを示しており、10-12月期には前年比ベースでも底離れが進むと期待される。なお、当研究所では今年通年の経済成長率を前年比+7.7%とし、8月時点（同+7.9%）から▲0.2p下方修正するものの、政府が掲げる成長率目標（7.5%）の達成は可能と予想する。来年にかけても緩やかな景気拡大が続くと見込まれるものの、かつてのように二桁成長の実現は難しくなると考える。

図1 固定資本投資の推移



（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図2 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

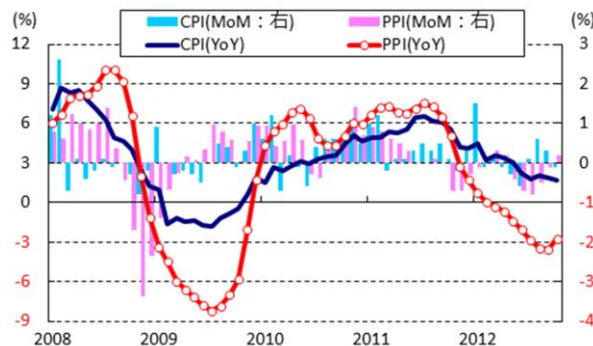
《景気の底離れを反映して物価に下げ止まりの兆し。今後の金融政策の動向には慎重さが求められる》

- 今夏の北半球における異常気象で作柄が悪化し、先物市場を中心に穀物価格が急騰しており、飼料用穀物を輸入に依存している同国でも物価への影響が懸念されたが、足下の物価は依然として落ち着いた推移が続いている。消費者物価は前年同月比+1.7%と前月（同+1.9%）から減速して33ヶ月ぶりの低水準に留まっており、年初からのインフレ率は前年比+2.7%と政府目標（4%）を大きく下回っている。さらに、前月比は▲0.1%と前月（同+0.3%）から4ヶ月ぶりに下落しており、生鮮品を中心とする食料品価格の下落が物価全体を下押ししている様子が確認されている。一方、足下の景気に底離れの動きが出ていることを反映して、サービス物価は前年同月比+2.3%と全体を上回る伸びになっていることは、物価上昇圧力が徐々に高まっていることを示している。さらに、川上の物価動向を示している生産者物価は前年同月比▲2.8%と8ヶ月連続でマイナスながら、前月（同▲3.6%）からマイナス幅は縮小するなど底打ちしている。前月比も+0.2%と前月（同▲0.1%）から6ヶ月ぶりに上昇に転じており、物価下落に歯止めが掛かっている。非鉄金属など一部に物価下落基調は続いているものの、原材料や一般消費財の物価が上昇しており、需要拡大の動きを反映していると考えられる。先行きについては食料品など変動しやすい財の価格動向に注意する必要があるものの、景気の底離

れが進むとともに徐々に物価上昇圧力が高まっていくことは避けられないとみている。

- 昨年末以降は景気の不透明感が高まったことに加え、インフレ率が低下したことも重なり、金融当局は預金準備率や政策金利の引き下げを通じ、「穏健」な金融政策のスタンスを維持しつつ緩和方向にシフトさせる姿勢を続けている。8月の利下げ実施以降、当局は金融政策を変更していない。景気の底離れに伴って資金需給がひっ迫することを懸念して公開市場操作による資金供給を実施しており、物価動向に配慮しつつ景気を下支えしてきた。景気が底離れしつつある状況を鑑みれば、性急な金融緩和は物価上昇圧力を加速させることも考えられる。国際的な穀物価格の高止まりにより食料品の中で物価全体に対する押し上げ圧力の高い豚肉価格への影響も懸念されており、大胆な金融緩和に踏み切ることが難しいと予想する。折しも、足下では住宅部門を中心に不動産投資が活発化する動きも窺われており、消費者物価における不動産関連の動向も加速するなど、市場が回復しつつある状況が確認されている。先進国による追加量的緩和の影響で国際金融市場の資金供給量はかつてない水準に達し、過剰流動性が生まれやすい状況にある中、積極的に金融緩和を進めれば、資産市場に資金が流入して価格高騰を招くリスクを高めよう。

図3 消費者物価と生産者物価の推移

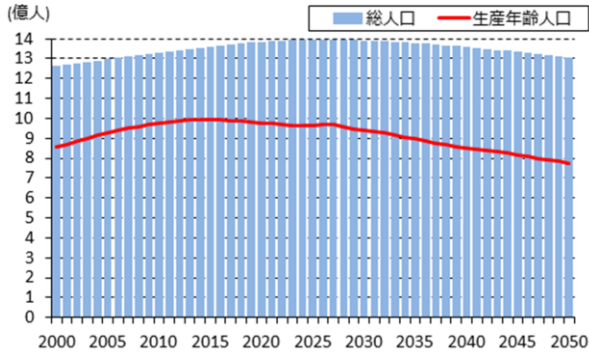


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《政権内の世代交代を控える中、次期指導部が直面する課題は多く、政策運営は困難も予想される》

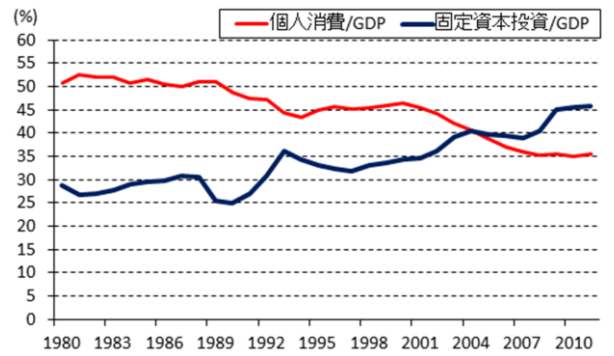
- 同国では現在5年に一度の共産党中央大会が開催され、次期指導部の選出などを通じて世代交代が行われようとしている。今後10年の同国経済を巡っては、生産年齢人口が減少局面に突入することで潜在成長率の低下が避けられないにも拘らず、一人当たりGDPは依然として中所得国レベルに留まると見込まれ、成長の果実を多くの国民が享受する前に少子高齢化に直面する。さらに、これまでは輸出産業を中心とする第2次産業が経済成長をけん引してきたが、欧米先進国の成長余地が狭まる一方、同国内での大幅な賃金上昇のほか、人民元の上昇も重なり価格競争力の低下は避けられなくなっている。同国政府は経済成長のけん引役について、外需から個人消費を中心とする内需にシフトさせる意欲をみせているが、同国はこれまでGDPに占める個人消費の比率は一貫して低下する一方、公共投資や国有企業による設備投資など固定資本投資の比率は拡大するなど投資に依存した経済構造になっていることを鑑みれば、これを一気に転換させていくことは容易でない。なお、同国の農業部門における生産性は極めて低く、都市化率も依然として50%程度であることを鑑みれば、農業部門から他の部門への労働力の移転が困難になる所謂「ルイスの転換点」に達しているとは考えにくい。しかし、同国では長年に亘る課題とされている「三農問題（農村、農業、農民）」には依然として手が付いていない上、戸籍制度の問題など職業や居住の自由が依然として制限されているなど矛盾を抱えている。これまでは高い経済成長がこうした弊害を隠してきたものの、高成長が見込めなくなることを鑑みれば、同国政府が取り組むべき課題は大きく、今後の政策運営を巡っては難しい状況が続くと予想される。

図4 中国の総人口及び生産年齢人口の見通し



(出所) 米国国勢調査局より第一生命経済研究所作成

図5 GDPに占める個人消費及び固定資本投資比率の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

以上