

中国、緩やかながら着実な景気の底離れを確認

～政府は来年の経済成長率の目標を今年と同じ7.5%にすると予想～

発表日：2012年12月11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)

- 減速が懸念された中国経済もここ数ヶ月底打ち感が出ており、足下では着実な底離れが進んでいることが確認されている。11月は個人消費や不動産投資を中心とする投資にも政策効果の後押しが顕在化し、生産も予想外に加速するなど底堅さが窺える。外需には依然不透明感が燻るものの、足下の景況感は裾野広く改善の動きが出ており、先行指数が改善していることは先行きの景気の堅調を促すと見込まれる。年末にかけて景気は緩やかに加速感を増すと予想され、今年の経済成長率は十分に政府目標を達成出来よう。
- 穀物市況高騰などによる物価への影響が懸念されたものの、素材価格の落ち着きも重なり、インフレ率は低水準で推移している。足下で人民元相場の上昇が続いていることも輸入物価の抑制を通じて物価安定に繋がっており、当面のインフレ率は比較的低位に止まるであろう。準備金は今年6月及び7月に立て続けに利下げを実施し、その後は静観する構えをみせているが、足下では景気の底離れによる歳入拡大で銀行の貸出余力は高まっている。銀行貸出の堅調は投資を促しており、これも景気拡大を促すと見込まれる。
- 先月の共産党大会を経て政権首脳部は世代交代を果たしたが、経済の舵取りに新政権の色が出るのは来年3月の全人代後になるとみている。今月中にも来年の経済政策運営の方針が決定されるが、基本的には今年目標を踏襲すると予想している。なお、来年の経済成長率目標が今年と同じ7.5%とされた場合においても、当研究所は現時点においてこの実現は可能と予想している。

《外需を取り巻く状況は一進一退が続くも、堅調な内需を背景に景気の底離れが進んでいることを確認》

- 中国経済を巡っては、減速基調が続いてきた景気に底打ちの動きが窺われる中、足下では景気の底離れが一段と進んでいることが確認されている。同国政府は今夏以降、減速感が続いてきた個人消費をはじめとする内需を喚起すべく、補助金政策やインフラ投資の進捗促進などを図っており、この効果が顕在化していることも底堅い景気に繋がっている。11月の小売売上高は前年同月比+14.6%と前月(同+14.5%)から加速しており、前月比は物価動向を踏まえたベースでも拡大ペースが加速するなど、足下では物価が落ち着いていることを追い風に個人消費は勢いを増している。一方、インフラ投資や企業の設備投資をはじめとする固定資本投資は近年中国経済のけん引役になってきたが、足下では一部の産業において設備の過剰感が高まっていることに加えて、地方政府などが主導してきた建設投資も抑制されており、足下の伸びは減速基調が続いてきた。ただし、11月は住宅向けをはじめとする不動産投資が活発化し、政府主導による低所得者向けの住宅建設などが大幅に加速していることから、政策効果の後押しが顕在化している。このように、政府による政策の後押しが効果を挙げている分野を中心に景気の底離れを促す動きが進んでいる。
- こうした需要の動向を反映して、足下の生産は加速感を強めており、11月の鉱工業生産は前年同月比+10.1%と8ヶ月ぶりに二桁%の伸びをみせている。国際商品市況の調整をはじめとする原材料価格の低下も生産の押し上げ要因になっており、世界的な景気減速を背景に在庫調整圧力が高まる懸念があった重工業部門においても生産拡大の動きがみられるなど、内需の底堅さは生産を押し上げている。なお、11月の輸出額は前年同月比+2.8%と低調な伸びに止まっており、米国における「財政の崖」を意識した影響が窺われるほか、欧州経済についても低迷状態が続いていることが重石になっている。一方、11月の輸入額は前年同月比▲0.1%と3ヶ月ぶりに前年を下回るなど低迷が続いている。輸出財の生産に関連する輸入は比較的堅調を維持しているものの、国内消費に関連する輸入は低迷が続いており、わが国との外交問題による需要鈍化も少な

らず輸入の下押し圧力に繋がっている。

- このところは「国進民退」の進展や輸出の低迷を背景に、国有企業をはじめとする大企業と中小企業との間で景気認識に差が生じる状況が続いてきたが、足下では低迷が続いてきた製造業の景況感にも改善の動きが出ている。11月の製造業PMI（購買担当者景況感）は、政府機関である物流購買連合会発表分が3ヶ月ぶりに景況感の分かれ目である50を上回り、12月も改善が続くなど底入れの動きが出ている。さらに、HSBCが発表している製造業PMIも12月には13ヶ月ぶりに50を上回り、景況感の改善の裾野が広がっていることが示されている。特に、足下の動向を示す「生産」に改善の動きが出ていることに加えて、先行きの動向を示す「新規受注」や「輸出向け新規受注」などが改善していることから、今後は内・外需の改善が景気を押し上げると期待される。年末にかけて景気の底離れが進むと見込まれるものの、これまでの景気が想定以上に力強さに欠ける展開になったことを反映して、当研究所は先月経済見通しを下方修正している。今年通年の経済成長率は前年比+7.7%と政府目標（7.5%）の達成は可能なものの、13年ぶりの低い伸びに止まるとの予想を据え置く。

図1 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 製造業PMIの推移



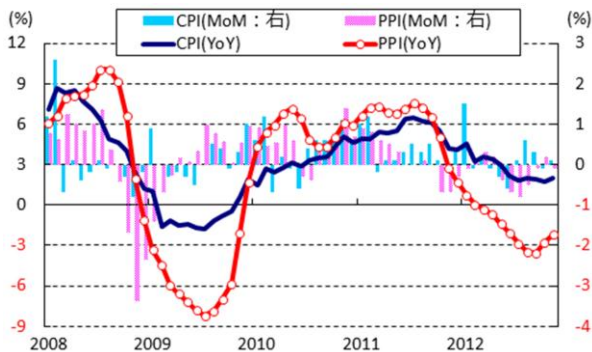
(出所) 中国物流購買連合会, THOMSON REUTERS より作成

《インフレ率は依然低水準に止まるが、資金供給量の拡大により今後は徐々に物価上昇圧力は高まる見通し》

- 景気減速懸念の高まりに加えて、中国人民銀行（中央銀行）は積極的な金融緩和に動かず、引き続き「穏健」な金融政策のスタンスを維持しており、世界的な穀物市況の上昇による物価への影響も懸念されたが、依然としてインフレ率は低位に抑えられている。11月の消費者物価は前年同月比+2.0%と、前月（同+1.7%）から加速して3ヶ月ぶりに2%を上回ったものの、政府のインフレ目標（4%）を大きく下回っている。前月比も+0.1%と、景気の底堅さを背景に一部で物価上昇圧力が高まる可能性が出ているものの、食料品やエネルギーなど必需品価格の落ち着きを背景に緩やかな上昇に止まっている。さらに、川上の物価である生産者物価は前年同月比▲2.2%と9ヶ月連続で前年を下回っており、前月比も▲0.1%と下落基調が続くなど、世界的な資源価格の調整も追い風に物価上昇圧力は後退している。また、ここ1~2ヶ月に亘って同国政府が人民元為替レートの上昇を容認し、主要通貨に対して上昇基調が強まっていることは輸入物価の抑制に繋がっており、これも足下の物価上昇圧力の後退をもたらしている。先行きについては、景気の底入れが進んでいることも背景に徐々に物価上昇圧力が高まることが予想されるものの、同国政府は過度な景気対策などによる押し上げを志向しておらず、物価が急騰する可能性は低いと見込まれ、比較的低水準での推移が続くと予想している。
- 一方、足下のインフレ率は低水準で推移しているにも拘らず、人民銀行は6月及び7月に立て続けに利下げによる金融緩和に踏み切って以降、漸進的な金融緩和を進める姿勢をみせるに止めている。足下では景気の底離れが進んでいることから、資金需給のひっ迫を懸念して公開市場操作を通じて資金供給量の調整を図るなど、過度に金融緩和を進めることなく景気の下支えを図っている。さらに、足下では景気の底離れを背景に税収をはじめとする中央政府の歳入に改善の動きがみられることから、政府口座の残高拡大によって銀行の貸出余力

は拡大しており、これは信用拡大を通じて足下の消費や投資を下支えしている。同国においては、四大銀行を中心とした大銀行による融資は所謂「財政投融资」のような役割を果たしており、足下では政府によるインフラ投資の進捗促進が後押しする形で銀行による人民元建新規融資は堅調に推移しており、11月の経済指標においては不動産投資に急速に底離れの動きがみられるなど投資は再び活発化している。このように人民銀は過去数ヶ月に亘って明示的に金融緩和を進める姿勢はみせていないものの、足下では資金供給の拡大により実質的な金融緩和と同じ効果が出ていることを鑑みれば、追加利下げなどに動く可能性は低下していると判断される。一方、足下では日米欧先進国が量的金融緩和に動いており、世界的な資金供給量はかつてない規模に達するなど過剰流動性相場の様相を呈するなど、同国への資金流入が活発化しやすい環境にあることも追加緩和のハードルを上げており、資産価格の上昇などのリスクが高まることも考えられる。

図3 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 人民元建新規融資と融資残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《新指導部はバランスを重視する経済政策を志向しており、先行きは緩やかな景気拡大に止まると予想》

- 先月、中国共産党は5年ごとに開催する共産党中央大会を開催し、習近平氏や李克強氏を中心とする最高指導部の世代交代が行われて「習・李政権」が発足している。政府内の役職は来年3月に開催する全人代（全国人民代表大会）を経て入れ替えが行われることから、政策面で新政権の方向性が明確に現れるには時間を要すると考えられるものの、月内に開催予定の中央経済工作会議を前に、来年の経済政策の方向性は今年のものに踏襲すると見込まれ、金融政策については「穏健」を継続しつつ、財政政策面では「積極」を続ける可能性が高い。共産党は今月初めに開催した政治局会議において、来年の経済運営の方向性について今年と同様の方向性である「経済の安定的で比較的速い成長と物価水準の基本的な安定」から「物価水準の基本的な安定を維持し、経済の持続的で健全な成長を実現する」と安定成長により軸足を置く姿勢を示しており、経済成長を重視しつつ、構造改革などを通じて成長のバランスに配慮する姿勢を強めると予想する。共産党大会では、行動指針の一つに胡錦濤前総書記が唱えた『科学的発展観』を加える方針が採択されるなど、経済成長を優先する姿勢に一定程度距離を置く考えが強まるのが予想される。こうしたことから、政府は来年の経済成長率の目標を今年と同じ7.5%にすると見込まれる中、先行きも景気刺激の観点から大規模対策を実施する可能性は低く、緩やかな拡大に止まることで前年比+8.3%と8%を上回る水準は確保出来るものの、かつてのように二桁%の勢いには乏しい展開を予想する。

以上