

中国の構造転換は半歩ずつ前進

～政府は資金流入による不動産市況の高騰リスクを警戒～

発表日：2013年5月14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)

- 中国政府による経済成長モデルの転換は、足下の景気足踏みの一因になっている。個人消費は購買力向上や補助金政策の効果などで底堅く推移する一方、設備過剰などを反映して固定資産投資の伸びは鈍化している。他方、資金流入により不動産投資は底離れしつつあり、政府が投資抑制を一段と強化することも予想される。内外需の鈍化は生産の重石になる中、景況感にも不透明感が残るため、先行きの景気は緩やかな拡大に留まるであろう。1-3月期の景気下振れに加えて、足下も力強さを欠く中、生産年齢人口は減少局面に突入するなど潜在成長率も低下しており、当研究所では経済見通しの下方修正を検討している。
- 景気の足踏みに加えて、国際商品市況の調整は物価上昇圧力の後退に繋がっており、当面のインフレ率は比較的低水準での推移が見込まれる。直ちに金融政策が引き締め姿勢に転じる可能性は低い一方、国際金融市場の活況に加えて、貿易統計を巡る「疑念」も資金流入に繋がることが警戒される中、不動産市況の上昇を招く可能性があり、政府は引き続き窓口規制を通じて投資抑制を図る可能性は高いと見込まれる。
- 資金流入期待はある一方で株式相場は低迷が続き、足下では「値ごろ感」を指摘する向きもある。しかし、株式相場は不動産をはじめとする金融のウェイトが高いなど経済の実体と乖離していることを鑑みれば、政府の投資抑制が続く中では上値を追にくい展開が予想される。

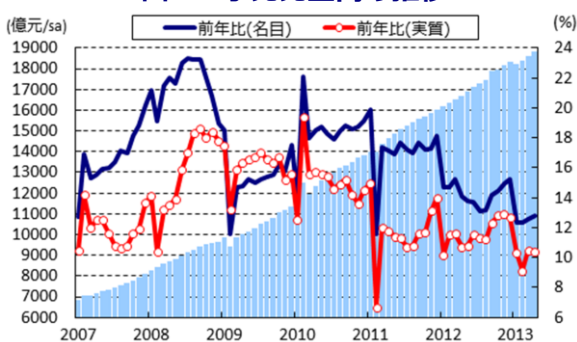
《高成長が終わる中、成長のけん引役の転換は景気を足踏みさせており、潜在成長率の低下も景気の足かせに》

- 中国経済が高度経済成長時代の終わりを迎える中、同国政府は経済成長のけん引役を外需から内需に、内需の中でも投資から消費にシフトさせるべく様々な取り組みを進めており、足下ではこの構造転換による過渡期的な状況が景気の足かせになっている。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.7%と4四半期連続で8%を下回るなど景気の足踏みが鮮明になり、最大の輸出相手である欧州経済の低迷に伴う外需鈍化のほか、景気をけん引してきた固定資本投資の抑制も景気の重石になっていることが確認された。他方、先進諸国による量的金融緩和の結果、国際金融市場は流動性相場の様相を呈するなど世界的なマネーの動きが活発化する中、同国でも資金流入圧力が高まっており、マネーサプライの伸びは底離れするなど資金需給環境は改善しつつある。政府は春節を前に、公務員に対する接待や贈答に関する綱紀粛正を強化した結果、小売売上高の伸びは年明け以降急速に鈍化した。しかし、近年の大幅賃上げや物価安定による実質購買力の向上、昨年から実施しているエコカーや省エネ家電への補助金政策の効果により、4月の小売売上高は前年同月比+12.8%と比較的堅調な伸びが続いており、個人消費は政府の意図に沿った形で下支えされている。
- 政府が経済成長のエンジンをシフトさせる背景には、インフラ投資や不動産投資などをはじめとする固定資本投資の拡大は世界金融危機後のV字回復をもたらした一方、製造業を中心とする過剰設備や不動産価格の急上昇など様々な弊害を招き、社会不安のリスクが増大していることが挙げられる。結果、政府は国有企業に対して半ば強制的に設備投資の抑制を図る方針を指示している。他方、政府は消費喚起のためには都市化が必要との考えを示しており、これを促す観点から中央及び地方政府が主導するインフラ投資は引き続き拡充されており、1-4月の固定資産投資は前年同期比+20.6%と減速基調にあるものの依然高い伸びが続く。なお、資金

流入が活発化し、昨年後半以降は貿易統計を巡る「水増し」疑惑による資金流入も警戒される中、不動産投資の伸びは大きく反転しており、不動産市況が高騰するリスクも懸念されている。同国は元々若年層を中心に不動産需要が底堅く、政府主導による都市化促進で都市部の不動産需要が一段と高まることが予想される中、開発業者にとっては供給拡大の誘因は高い。さらに、不動産開発を巡っては、地方政府が傘下の金融会社（LGFV）を通じて短期で資金調達を行う中、資金回収とのマチュリティ・ギャップの問題が生じている上、これらが暗黙の公的部門の保証を受けている懸念も熾っており、主要格付機関は最近相次いで同国の自国通貨建信用格付を引き下げている。仮に、これら暗黙の保証に該当する借入が公的債務に組み替えられた場合も、公的債務残高のGDP比は新興国の平均をやや上回る水準に留まると見込まれ、直ちに国際金融市場の混乱要因に発展する可能性は低い。ただし、この措置に伴って同国の財政余力は大きく損なわれることを鑑みれば、政府は不動産投資抑制策を一段と強化すると見込まれ、これはさらなる景気の重石になると予想される。

- 内需を巡っては、GDPに占める個人消費の割合は低下し続ける一方、固定資本投資の割合が拡大するなど近年の経済成長は投資主導で押し上げられており、投資の抑制は景気が足踏みする一因になっている。最大の輸出相手である欧州経済が低迷を脱し切れな中、米国や日本の景気回復期待に加えて、アジア新興国も堅調な景気が続いており、外需を巡る状況には底入れの兆しが窺えるものの、世界金融危機前後のような勢いは期待出来ない。人民元の対米ドル為替レートは過去最高値を更新する中、近年の賃上げの影響なども加味した生産コストは大幅に上昇しており、輸出競争力は他の新興国に比べて急速に低下している。4月の鉱工業生産は前年同月比+9.3%と底打ちしたものの、国内では投資抑制が足かせになる上、外需の回復も弱いため生産は緩やかな拡大に留まる。景況感（製造業、サービス業ともに）は50を上回っているが、年明け以降は頭打ちの様相にある中、先行指数である国内外の受注動向も低調に推移しており、当面の生産は力強さを欠く展開が予想される。当研究所では現在、経済成長率見通しの改定作業を行っており、1-3月期の実質GDP成長率が予想を下回り、足下の景気も依然力強さを欠く中、下方修正を前提に検討を行っている。さらに、昨年には生産年齢人口が初めて減少に転じるなど、潜在成長率の低下も顕在化しつつあるため、年内に8%を上回るペースに成長率が加速する可能性は著しく低下していると想定される。

図1 小売売上高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 不動産投資の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《景気の足踏みで物価上昇圧力は後退も、資金流入は不動産市況の上昇を招くリスク。投資抑制姿勢は続く》

- このところの景気足踏みは物価上昇圧力の後退に繋がっている。4月の消費者物価は前年同月比+2.4%と前月（同+2.1%）から加速し、前月比も+0.2%と前月（同▲0.9%）から上昇に転じたものの、価格変動に大きく影響する豚肉価格は落ち着いている上、商品市況の調整でエネルギー価格は下落するなど、生活必需品を中心に物価上昇圧力は後退している。こうした実質購買力の向上は足下の個人消費の底堅さに繋がっている。さらに、川上の物価である生産者物価は1年以上に亘り前年を下回り、足下の商品市況の調整は物価上昇を一

段と抑制している。当面は生産段階の物価上昇圧力の後退が小売段階に浸透していくと予想され、結果的に消費者物価の加速を抑えたと見込まれ、低位での推移が期待される。一方、人民銀（中銀）は2011年末以降、金融政策の引き締め姿勢を徐々に緩めており、景気の減速感が顕著になった昨年半ば以降は利下げに動くなど緩和に大きく舵を切った。人民銀は金融政策のスタンスを一貫して「穏健（安定）」としており、景気が足踏みする中でもさらなる緩和に慎重な姿勢を続けている。これは、金融緩和による資金調達環境改善で不動産投資が活発化しており、足下の不動産市況が前年を上回る水準に回復するなど価格上昇圧力が高まっていることがある。インフレ率の低下で金融政策が引き締め姿勢に転じる可能性は後退する一方、さらなる緩和は不動産市況の一段の上昇を招く懸念もあり、先行きも現行の政策対応が続けられる可能性は高いと予想される。

- 足下の国際金融市場は、先進諸国による量的金融緩和に伴って資金供給量はかつてない規模に達する中、欧州経済に対する警戒感が一時に比べて和らいでいることに加えて、米国や日本経済の回復期待も重なり、投資家のリスク許容度は大きく改善している。結果、ASEAN（東南アジア諸国連合）を中心とするアジア新興国では成長期待を追い風に資金流入圧力が強まり、株式相場や為替相場、債券相場などあらゆる金融市場が活況を呈している。中国においても海外資金に回帰の動きが窺え、人民元相場の上昇圧力が徐々に高まっていることに現れている。昨年後半以降の貿易統計を巡っては、香港向け輸出の急拡大が実体を伴わない取引になっており、その背後には海外からの資金還流の動きが活発化しているとの見方も出ている。事実、足下のマネーサプライの伸びは総じて底打ちしているものの、M0に比べてM2の伸びは常に高止まりしており、資金流入が同国内の資金需給に影響を与えている様子が窺える。政府は貿易に対する監視を来月から強化する方針を発表しており、上述の懸念は徐々に後退すると見込まれる一方、投機資金の流入に対する監視を強める方針も併せて示しており、金融市場に対する締め付けが一段と強まる可能性もある。
- 国際金融市場は流動性相場の様相を呈する中、投資家のリスク許容度の改善も相俟って新興国の株式相場は軒並み上昇基調を強めているにも拘らず、同国の主要株式指数である上海総合指数は足下で冴えない展開が続いている。これは足下の景気が足踏みを続けていることに加えて、同国政府が不動産価格の急騰を懸念して投資抑制を図っており、これが株式市場の約4割を占める不動産をはじめとする金融業の業績圧迫要因となるなど、株価の重石になっていることも影響している。市場では、このところの株価の調整を理由に「値ごろ感」が出ていると評価する向きがある一方、政府による投資抑制姿勢が大きく変化しにくい状況では上値を迫りにくい展開が続くことも予想される。株式指数が必ずしも経済の実体を反映していないことを鑑みれば、緩やかな景気拡大が期待される中でも、相場がその流れに乗って上昇すると考えるのは早計と判断できよう。

図3 インフレ率の推移

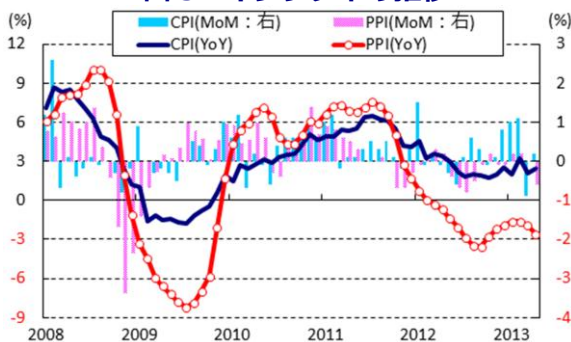


図4 株式相場(上海総合指数)の推移



以上