

中国、外需に光も内需には足かせだらけ

～下振れリスクはくすぶるが、当面政府は景気下支えを行わないと予想～

発表日：2014年5月13日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

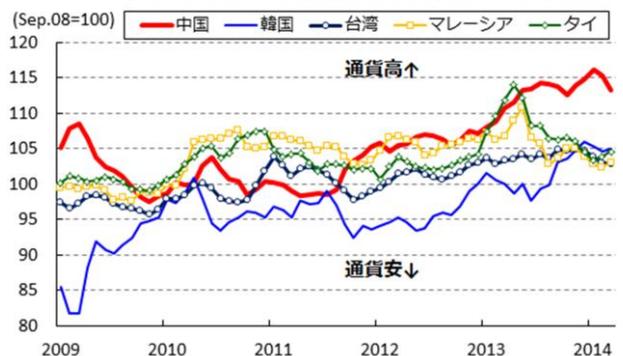
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.4%に鈍化するなど中国経済の減速は顕著だが、依然底堅い拡大を続けている。人民元高は近年の人件費上昇と相俟って外需の重石になってきたが、このところの人民元安により状況は好転しつつある。4月の輸出額は前年比+0.8%と前年を上回っており、製造業景況感も先行きの輸出の改善を示す動きがみられ、外需の緩やかな拡大が続くものと予想される。
- 一方の内需を巡る状況は厳しい。綱紀粛正策により高額品需要が低迷している上、政府の公共投資や企業の設備投資なども減速基調が続くなど需要は鈍化している。ただし、外需の底入れを反映して生産は底入れしており、緩やかな拡大が見込まれる。製造業の景況感は政府・民間版ともに底入れしているが、民間版は依然景気鈍化を示す状況にあることから、急速な景気拡大を見込むことは難しいであろう。
- 金融市場では政府の景気下支え策の有無に注目が集まりつつある。政府はこれまで景気下支え策を小規模に留めており、その背景に過去の大規模対策によるリスク拡大がある。シャドーバンキング問題は資金需給動向に大きく左右されるが、現時点で同国においては世界的な「カネ余り」により必ずしも需給がひっ迫している状況ではない。よって、政府が当面景気下支え策に動く可能性は大きくないと予想する。

- 1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.4%となり、共産党・政府が定めた今年の成長率目標である「7.5%前後」をやや下回り、前期比年率ベースでも+6%を下回る水準に留まるなど中国の景気減速は顕著になっている。金融市場の一部では中国経済が失速状態となる、いわゆる「ハードランディング」を懸念する向きもあるが、足下の経済指標は依然として中国経済が底堅く緩やかな拡大を続ける様子を示している。多くのアジア新興国では、昨年半ば以降の国際金融市場の混乱を背景に通貨が大きく下落して輸出競争力が高まるなか、米国をはじめとする先進国の景気回復を追い風に外需に底入れの動きがみられる。他方、中国の通貨人民元は一貫して上昇を続けてきた上、近年の人件費上昇も重なりコスト競争力が低下してきたことが輸出の足かせになってきた。しかし、4月の輸出額は前年同月比+0.8%と3ヶ月ぶりに前年を上回り、前月比も2ヶ月連続で拡大基調が続くなど輸出に底入れの動きが出ている。2年半ば以降、人民元の対米ドル為替レートは下落基調を強めてい

図1 アジア新興国の名目実効為替レート比較



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

ることで輸出競争力が向上していることも少なからず輸出の追い風になっていることが考えられ、これは足下の製造業PMI（購買担当者景況感）のうち「輸出向け新規受注」に改善の動きがみられたことにも合致する。なお、前年比の伸びが低水準に留まる要因としては、前年の同時期に香港をはじめとする保税地域向け輸出を通じた偽装輸出が拡大しており、昨年半ば以降に監視強化がなされたことも影響している。一方、4月の輸入額も+0.7%と2ヶ月ぶりに前年を上回るなど底入れの動きが出ている。内訳別では、輸出財の生産に関連した経済特区の輸入は依然前年を下回る伸びに留まるものの底打ちの兆候がうかがえるほか、内需向けの輸入は比較的堅調な推移がみられる。先行きの輸出入について政府は偽装輸出による反動の影響剥落により伸びが拡大するとみている上、足下の人民元安も輸出の追い風になると見込まれ、緩やかな拡大が続くと予想される。

- 一方の内需を巡る状況は、依然として「一進一退」の状況が続いていると捉えられる。4月の小売売上高は前年同月比+11.9%と前月（同+12.2%）から減速しており、前月比も+0.83%と前月（同+1.24%）から鈍化している。消費者物価は生鮮食料品を中心とする物価下落の影響により2ヶ月連続で低下しているものの、実質ベースでも前月比は鈍化しており、個人消費を取り巻く状況は芳しいとは言えない。共産党・政府主導による綱紀肅正策の影響で宝飾品をはじめとする高額消費が抑えられているほか、住宅需要の鈍化に伴い家電関連の需要が鈍化していることも消費の足かせになっている。さらに、公共投資や企業の設備投資などを含む固定資本投資は1-4月ベースで前年同月比+17.3%に減速しており、4月単月ベースでも前月比+1.17%と前月（同+1.22%）から上昇ペースは鈍化している。公共投資では地方政府主導の投資計画に底堅い動きがみられる一方、中央政府主導の投資計画は前年を下回る伸びに転じており、中央政府が投資抑制を図っている様子がうかがえる。企業の設備

投資も共産党・政府が目指す経済のサービス化に向けた取り組みに伴いサービス産業で堅調な動きがみられる一方、設備過剰が懸念される鉱業関連などを中心に急速に鈍化しており、これが投資の足かせになっている。過剰投資による市況悪化が懸念される不動産投資は1-4月ベースで前年同月比+16.4%に減速したものの、前月比は底堅く推移しており、住宅のみならず商業用不動産でも底入れの動きがみられる。金融市場の関心事であるシャドーバンキング問題は不動産市況と密接に関連しており、共産党・政府は市況安定を図る姿勢を示しているが、供給過剰懸念が依然くすぶっていることを現している。金融市場では不動産市況安定に向けて取引規制緩和などに動く見方も出ているが、同国の不動産市況は政策動向により大きく振れやすい環境にあるため、こうした対策を打ち出すことのリスクは小さくない。なお、内需が全般的に厳しい状況に直面している一方で外需に底入れの動きが出ていることを反映して、4月の鉱工業生産は前年同月比+8.7%に減速したものの、前月比は+0.82%と前月（同+0.80%）からわずかに伸びが加速している。生産者物価はエネルギー資源関連を中心に下落が続く、4ヶ月連続で下落していることから、実質ベースでみた鉱工業生産には底堅さが出

図3 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4 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

つつある。しかし、直近の製造業PMIは政府版及び民間版ともに底入れしているものの、民間版に至っては景況感の分かれ目である50を下回る状況が続いており、先行指数などに先行きの景気が急回復する兆しはみえない。

- 先行きの中国経済を巡っては、政府が景気下支えを図るための方策を打ち出すか否かに注目が集まることが予想される。政府はこれまでのところ、既存の鉄道建設計画の進捗促進のほか、中小企業を対象とする減税措置、中小銀行や農村信用など零細金融機関の預金準備率引き下げなどの景気下支え策を実施している。しかし、これらの措置は世界金融危機後に打ち出した大規模な景気刺激策に比べて極めて規模が小さく、経済成長率を大きく押し上げる効果には乏しいものが中心である。この背景には、

上述の「4兆元」にも上る景気刺激策が過剰投資を誘発したほか、足下ではシャドーバンキングなど金融市場のリスク要因を生む一因になったことが考えられる。特に、シャドーバンキングを巡る問題は流動性リスクに直結する問題であるため、資金需給を取り巻く動向に注視する必要がある。なお、4月の資金需給の動向は人民銀による現行のやや引き締め姿勢の強い金融政策の影響は出ているものの、国際金融市場における「カネ余り」の状況が続いているなか、金融市場の信用を含めたマネーの伸びには底入れの動きがみられるなど、資金需給がひっ迫しているとは考えにくい。四大商業銀行などによる人民元建融資の伸びは鈍化基調が続いているものの、信託商品など新たな金融ツールを通じた資金調達額は依然高額での推移が続いており、政府が景気刺激に大きく踏み込む姿勢をみせれば、再び景気過熱に向けて動き出すことも懸念される。こうしたことから、当面の間については政府が景気下支えに向けた追加的な対策に動く可能性は大きくないと予想する。

以上

