

中国 内・外需の動きにみえるジレンマ

～輸出主導の景気回復の一方、内需にはリスクが山積～

発表日：2014年8月8日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

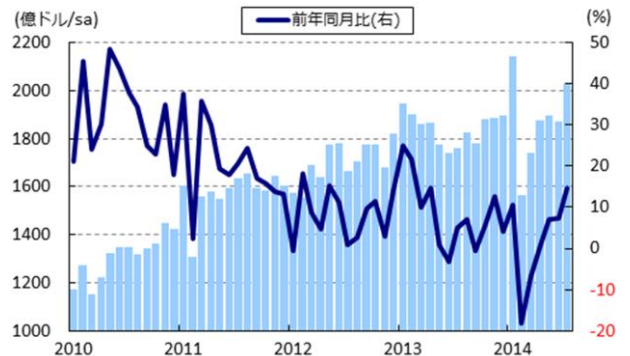
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 中国経済は「的を絞った」対策による景気底入れが確認され、製造業では内・外需の改善が期待された。しかし、7月の貿易統計からは輸出が人民元安も重なり予想以上に拡大する一方、内需には底堅さがうかがえるものの、景気のけん引力の面では力不足感が際立った。なお、巨額の貿易黒字を勘案すれば人民元高圧力が強まることも予想され、今後は輸出の伸びを期待しにくくなる可能性はあろう。
- 一時に比べて報道は下火になったが、依然シャドーバンキング問題は内需のリスク要因としてくすぶる。足下の不動産市況の低迷により、関連する金融商品などの資金繰りが悪化するリスクは高まっている。一部の地方政府は購入規制の緩和に動くなど市況悪化の食い止めに動いているが、旧来型の景気対策は事態を悪化させる懸念もある。共産党・政府による政策調整は一段と難しいものになっていると言えよう。

- 中国経済を巡っては、4-6月期の実質GDP成長率は反転するなど、4月以降に共産党・政府が実施している「的を絞った」景気対策の効果もあって景気の底入れが確認されつつある。一連の景気対策では資金が行き渡りにくい農業部門、消費に関連した融資などに対象を絞っており、共産党・政府が目指す消費主導による経済成長を促す姿勢が示された。こうしたこともあり、今月初めに発表された製造業PMI（購買担当者景況感指数）は、政府発表分も民間（HSBC）発表分も先行きの内・外需がともに改善する兆候が示された。しかし、7月の貿易統計はPMIの示す状況とはなっていない様子もうかがえる。輸出額は前年同月比+17.5%と加速しており、6ヶ月ぶりに前年比二桁%の伸びを示すなど米国をはじめとする世界経済の回復の動きに沿っている。当研究所が試算した季節調整値による前月比も大幅に拡大するなど、輸出の底離れが進んでいる。特に、年明け以降は人民元相場下落により輸出競争力が改善しており、足下では新興国を中心にIT機器関連などで熾烈な競争を繰り広げている韓国との間で為替の観点から優位に立っていることも輸出を押し上げている。地域・国別では、米国やEUなど先進国のみならず、アジアなど新興国向けも軒並み前年比二桁の伸びをみせており、関係悪化により低迷してきた日本向けも前年比でプラスに転じるなど、全般的に改善している。その一方で輸入額は前年同月比▲1.5%と2ヶ月ぶりに前年を下回る伸びに転じており、輸出が大幅に改善しているにも拘らず内需は勢いを取り戻していない。しかし、前月比

図1 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 輸入額(除く経済特区)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

は力強さに欠けるものの2ヶ月連続で増加するなど底入れの動きは進みつつある。なお、資源関連の輸入動向をみると依然として鉱物資源の輸入量は比較的底堅い一方、石炭や原油などのエネルギー資源には頭打ちの動きがみられるため、内需が裾野広く回復しているとは判断しにくい。上述の景気刺激効果が一段と浸透することで内需の底入れが一段と進む期待はあるものの、その規模や対象などを勘案すれば景気を大きく押し上げるには力不足であり、緩やかなものに留まることは避けられないであろう。また、貿易黒字幅が拡大したことで金融市場では人民元高圧力が強まることも考えられ、今後の輸出にもこれまでのような伸びは期待しにくくなることも予想される。

- 中国の内需を巡っては深刻なリスクを抱えていることに引き続き注意が必要である。一時に比べて報道などで「シャドーバンキング」を巡るニュースをみる機会が大きく減っているが、これは地方政府による資金手当などを通じて関連の理財商品などがデフォルトに陥る事態を回避していることが影響しているとされる。事実、共産党・政府による監視強化などの取り組みにも拘らず、理財商品の中心的な役割を果たしている信託商品の残高は今年3月末時点で11.73兆元と昨年のGDPの2割を上回る水準に達するなど拡大し続けており、状況に改善の動きはみられない。なお、共産党・政府は地方政府による債務償還の平準化、中長期の資金調達を容易にさせすべく債券発行を容認する動きをみせているが、発行規模が極めて小規模に留まる上、承認された地方政府は財政面で比較的健全なところに限られており、この取り組みが地方政府を巡る状況を劇的に変えることは期待出来ない。こうした中、地方政府や理財商品などの裏打ちとなる不動産市況は低迷しており、6月には調査対象である70都市のうち約8割に上る55都市で前月比マイナスとなるなど、関連業界では資金繰りの悪化による在庫放出がさらなる市況悪化を招き、シャドーバンキングを巡る需給にも悪影響が及ぶとの見方が出ている。こうした事態を受けて、地方政府の中には不動産購入規制の緩和に動くところが出ており、今後は徐々に下落幅が縮小していく可能性は見込まれるものの、規制緩和によって市況が再び上昇基調を強めていく可能性も警戒されるなど、不動産市況についてはシャドーバンキングを巡るリスクはくすぶり続けよう。一方、地方政府による規制緩和の動きは経済成長率を追い求める旧来型の景気刺激策と同じであり、現政権が目指している構造改革とは真逆の方向にある。足下では不動産市況の悪化が関連業界のみならず、シャドーバンキングに対する不透明感を通じて消費の足かせになることへの警戒も重なり、サービス業の景況感は悪化基調を強めているが、不動産市況の改善は景況感の底打ちを促す可能性はある。しかし、過度な規制緩和は投機を誘発して不動産バブルの放置・再燃に繋がる可能性があり、「ソフトランディング」を目指す共産党・政府にとっては政策対応が一段と難しいものとなるリスクも懸念されよう。

図3 主要70都市の不動産価格の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 HSBC 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上