

「李克強指数」でみえる中国経済の奇妙な現実

～金融市場と実体経済の乖離が一段と強まる事態～

発表日：2015年4月10日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 「新常态」のスローガンの下で景気減速が続く中国経済だが、実体経済面では深刻な状況が続いている。信頼性が高いとされる発電量や鉄道貨物輸送量の伸びは底が見えない状況が続いており、内需の弱さが足かせになっている。2010年から強化された不動産投資規制はバブル抑制の効果を目指す一方、投資への依存を強めてきた経済成長を鈍化させ、金融市場の潜在的リスクを高めるなど様々な問題に繋がっている。
- 昨年以降、政府は規制緩和に転じており、足下で高まるデフレ懸念の払拭を目指す動きが強まっている。結果、銀行融資の伸びは昨年末を底に急加速しており、実体経済と金融市場の動向が乖離している。株式相場の急回復に加え、一部の大都市で不動産市況が底入れする動きも出ているが、過度な金融緩和は資産価格の急騰など、過去同様に様々な弊害を生むリスクもあり、政策対応は難しさを増すと予想される。
- 実体経済の弱さを反映してディスインフレ基調が続くなか、2月のインフレ率は前年比+1.4%と政府目標を大きく下回っている。年明け以降の原油相場の底入れを反映して川上の物価に下げ止まりの兆しは出ているが、過剰設備や過剰在庫の問題はクリアでないことを勘案すれば、ディスインフレ圧力は残る。追加的な金融緩和の可能性も残っており、今後は金融政策に一段の負荷が掛かることになるであろう。

《金融緩和によるカネ余りが景気を下支えする一方、実体経済は依然勢いを欠き、ディスインフレ懸念もくすぶる状況に》

- 共産党・政府は「新常态」というスローガンの下、構造改革に伴う景気減速を受け入れる姿勢をみせる一方、昨年後半以降は金融緩和を通じた景気の下支えに取り組む動きをみせており、金融市場をにぎわしている中国だが、足下における同国の実体経済は非常に奇妙な状況にある。同国の経済指標を巡ってはその「信頼性」に対する疑義が呈されており、巷においては、同国の経済指標のうち信頼性が高いものは、①電力消費量（発電量）、②鉄道貨物輸送量、③銀行融資の3つとする話もある（元々、李克強首相が遼寧省共産党委員会書記であった頃に重視していた経済指標とされる）。これら3つの指標の動きをみると、足下の同国経済が直面している難しい状況が浮き彫りになる。直近の2月までのデータを元に考察すると、実体経済については外需に底入れの動きがみられる一方、党・政府は内需主導による持続可能な経済成長を目指す姿勢を鮮明にしているにも拘らず、依然として力強さを欠く厳しい環境にあることが分かる（詳細は3月11日付レポート「中国、全人代の背後で景気の足踏み続く」をご参照ください）。こうした動きは、最も経済活動と表裏の関係にある電力消費量（発電量）の動向に顕著に現れており、足下では底入れしつつある様子がうかがえる一方、前年比の伸びは一昨年末辺りをピークに減速基調が続いていることは、全般的に経済活動が低迷していることを現している。さらに、内需の弱さを一段と明確に示しているのは鉄道貨物輸送量の推移であり、前年比の伸びは一昨年末をピークに減速基調が強まるなか、昨年半ばにはインフラ投資などの進捗を反映して

図1 発電量(前年比)の推移



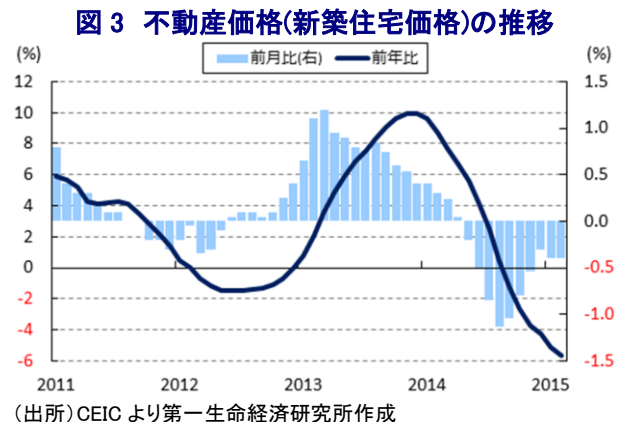
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

一旦底入れしたものの、その後は「二番底」を探るように再び減速感を一段と強めている。同国経済を巡っては、世界金融危機後の景気回復局面では地方を中心とする活発な不動産投資がけん引役になったものの、急激な投資拡大は市況急騰を招いたため、党・政府は2010年以降不動産投資に対する規制強化や金融引き締めを通じ、不動産市場への資金流入を抑制する動きを強めてきた。また、不動産開発の実施に向けた地方政府を中心とする資金調達の活発化により、地方政府の債務はここ数年で大幅に拡大したほか、



- このように事態が深刻さを増している状況を受けて、党・政府は昨年初めを境に方針を転換する動きをみせている。一部の地方政府が規制緩和や規制解除に動く姿勢に転じたことに加え、昨年9月には中央政府が全土を

対象に規制緩和に動いたほか、人民銀（中銀）が住宅ローンの融資基準緩和に動くなど、政策姿勢は徐々に緩和方向に転換された。さらに、昨年11月には人民銀が約2年ぶりとなる利下げに踏み切り、年明け以降も預金準備率の引き下げや再利下げに動いたほか、先月末には人民銀と住宅農村都市建設部、銀行業監督管理委員会（銀监会）が共同で個人向け住宅ローンに対する一段の規制緩和を発表している（詳細は3月31日付レポート「中国当局が総勢で不動産規制の一段の緩和へ」をご参照ください）。こうした方針転換の背景には、



足下の同国経済を巡っては景気の減速感が強まっている上、原油安をはじめとする世界的な商品市況の調整を背景にデイスインフレ基調が強まるなか、長期に亘る不動産市況の低迷による資産デフレが引き金となってデフレに陥ることを警戒したものと考えられる。一方、このように党・政府による政策姿勢が大きく緩和に転じたことを反映して、銀行融資の伸び率は昨年末を底に加速に転じており、足下ではその勢いを強めている様子がうかがえる。この動きは、他の経済指標（発電量及び鉄道貨物輸送量）が勢いを欠く



展開が続くなど、全般的に経済活動の停滞を示している状況とは対照的であり、足下の同国経済は金融緩和によって支えられているとも捉えられる。一連の政策の方向転換を受けて、足下では一部の大都市で不動産市況

に底入れの動きが出つつあるほか、規制緩和による不動産投資の活発化を期待する動きは株式市場にも影響を与えており、金融や不動産など値高株を中心に上値を探る動きが強まり、主要株式指数（上海総合指数）は7年ぶりの高値水準に回復するなどの動きもみられる。同国では依然として家計部門による海外への投資が厳しく規制されており、貯蓄率が高水準で推移するなかで投資先は不動産か株式、その他の投資商品などに限られていることを勘案すれば、一連の規制改革によって一部の大都市などでは不動産市況が再び上昇基調を強める可能性も出てこよう。しかしながら、多くの地方においては過去の乱開発の影響で不動産市場に過剰在庫が積み上がっている上、依然として市況に底入れの動きが出ておらず、不動産価格の上昇を期待して債務を拡大させてきた地方政府にとっては直ちに状況がクリアになるとは想定しにくい。その一方、政府は景気の失速を避けるべく「積極的な財政政策」を敷く姿勢を示しており、インフラ投資などを通じて財政状況のひっ迫が懸念される地方景気を下支えする動きが強まるものと予想される。政府は先月、1兆元を上限に地方政府の債務を低金利債券などにスワップすることを認める方針を示しており、この動きが広がれば地方政府債務を巡る状況は改善すると期待される一方、一連の金融緩和で短期資金は再び活発化する可能性があり、過去においては資産市場の狂乱的な価格上昇を招いてきたことを勘案すれば、再び同様の事態に繋がる潜在的リスクは高まっていると捉えられる。その意味では、党・政府にとっては引き続き微妙な政策の舵取りが求められる状況が続くと考えられよう。

- このところの物価動向を巡っては、デシインフレから全面的なデフレに陥るリスクが懸念される状況が続いてきたが、3月のインフレ率は前年同月比+1.4%と前月（同+1.4%）と同じ伸びとなり、依然として政府が掲げるインフレ目標（3%）を大きく下回る水準で推移している。前月比は▲0.5%と前月（同+1.2%）から4ヶ月ぶりに下落に転じたものの、前月は春節（旧正月）に伴って食料品のほか、旅行などサービス物価が上昇しやすかったことからその反動が出ており、年明け以降の原油相場の底入れにより燃料価格が上昇した影響も相殺された。なお、食料品とエネルギーといった物価動向に影響を与えやすい生活必需品を除いたコアインフレ率は前年同月比+1.5%と前月（同+1.6%）から減速しており、前月比も▲0.1%と前月（同+0.4%）から5ヶ月ぶりに下落していることを勘案すれば、同国は依然としてデシインフレ基調を脱し切れていないと判断出来る。なお、川上の物価に当たる生産者物価は前年同月比▲4.6%と3年以上に亘ってマイナスが続いているものの、前月（同▲4.8%）からマイナス幅は縮小したほか、前月比も▲0.1%と1年以上に亘って下落基調が続くも、前月（同▲0.7%）から減少幅は縮小している。年明け以降は原油をはじめとする国際商品市況に底入れの動きが出ていることに加え、党・政府による景気刺激策が効果を挙げていることが考えられるが、製造業を中心とする過剰生産設備や過剰在庫などの問題は依然としてクリアにはなっておらず物価が上昇しにくい環境は続いている。こうしたこともインフレ圧力

図5 インフレ率の推移

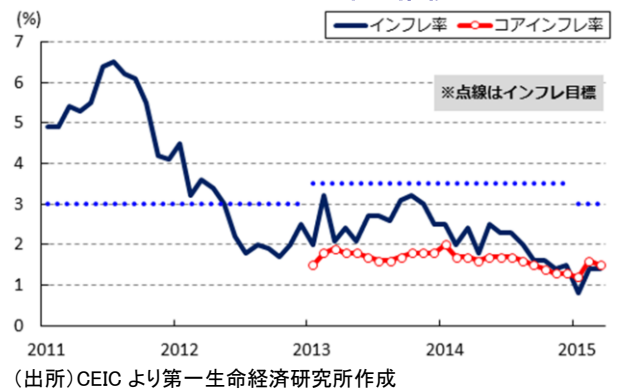
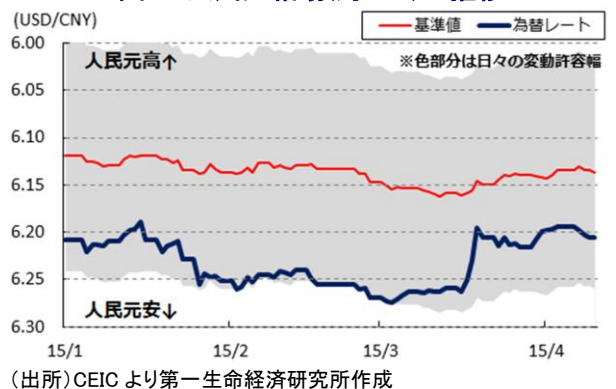


図6 人民元相場(対ドル)の推移



を緩和すると見込まれ、先行きについてもしばらくはディスインフレ基調が続くとの見方に繋がると予想される。また、年明け以降の人民元相場は毎朝発表される基準値こそほぼ横這いで推移しているものの、先月半ば以降はそれまで変動許容幅の下限近傍で推移してきた為替レートが上昇基調に転じており、昨年末から年明け以降にかけて海外資金の流出圧力が高まったことに伴う人民元安の揺り戻しが起こっているものと考えられる。このところの金融政策をはじめとする政策対応の変更により金融市場では短期資金の活発化が見込まれるなか、海外資金の流入による人民元高基調が続く可能性も考えられ、それによる輸入物価の抑制もディスインフレ基調を長引かせることが予想される。景気を巡る状況に芳しさがみられないなか、ディスインフレ基調が残ることを勘案すれば、先行きも追加的な金融緩和によって景気を下支えする動きが強まる状況は変わっていないと考えられる。

以 上