

奇妙なバランスの上で安定する中国経済

～景気維持と構造改革の間で板ばさみが続く展開～

発表日：2016年7月11日(月)

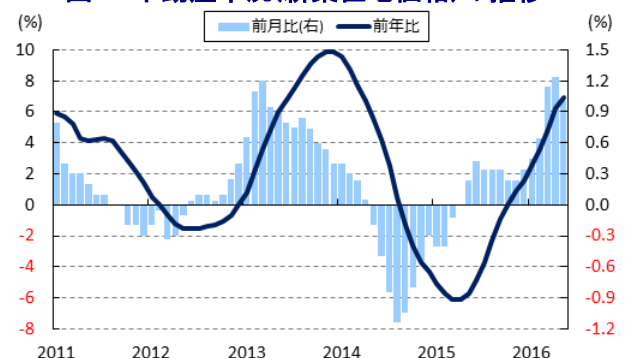
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 年前半の中国経済は公共投資や不動産投資が景気を押し上げる一方、政権内には構造改革の前進を求める動きがあり、路線対立への懸念がくすぶる。事実、不動産投資の活況は一部でバブル再燃を招くが、構造改革の過度な進展は景気の腰折れを招くリスクもある。国内外から構造改革の必要性が叫ばれるなか、当局は景気に配慮しつつ改革を進めるバランスを求めている。世界経済はこの姿勢への慣れが必要である。
 - 雇用環境への不透明感が内需の足かせとなる懸念があるなか、金融市場では当局が輸出促進に向けて人民元安誘導を図っているとの見方が強まっている。昨年来の人民元改革では当局による対応の不手際が国際金融市場の混乱を招いたが、足下では落ち着いた推移が続く。当局は投機による一方的な人民元安をけん制する姿勢をみせるが、先行きについてはしばらく緩やかな人民元安が続く可能性は高いと見込まれる。
 - 足下の中国は不動産バブルの再燃や過剰債務問題などを抱えるが、通貨政策を巡る対応改善などを理由に金融市場は落ち着いている。ただし、内需の弱さはデシインフレ圧力に繋がっており、川上でも物価上昇圧力が後退している。当局にはバブル抑制が課題である一方、過度な引き締めは信用収縮を招いてデフレに陥るリスクもあり、足下における市場の落ち着きは奇妙なバランスの上に成り立っていると言える。
- 中国経済を巡っては、共産党を中心に持続可能な経済成長に向けて構造改革が必要との議論が出ている一方、政府内には構造改革に伴う景気に対する下押し圧力への懸念が強まるなか、年前半についてはインフラを中心とする公共投資の進捗と一昨年末以降の金融緩和による低金利を追い風に不動産投資が活発化して景気を押し上げる状況が続いている。こうした状況のなか、同国内では共産党の広報紙である「人民日報」の紙面で『権威人士』と称する匿名コラムが足下の政府による経済政策の方向性を厳しく批判するなど、国内外では経済政策を巡る共産党及び政府内における対立の深刻化を危惧する動きがみられる。事実、年明け以降の固定資本投資の拡大においては、その財源として国内借入の伸びが急速に拡大する動きがみられるなか、この動きと歩を併せるように信託商品残高が再び拡大基調に転じているほか、P2P金融など新たな資金調達・運用手段の動きが活発化している。この結果、足下の中国では大都市部を中心に不動産開発投資が活発化するなか、昨年の株式市場における「バブル崩壊」後の一段の金融緩和に伴い金融市場では「カネ余り」が常態化したことも重なり、余剰資金の流入を追い風に不動産バブルの再燃が警戒される事態に直面している。上述の『権威人士』による指摘は、こうした過剰投資に依存した経済成長がバブルの温床になることに対する警告を示しているほか、依然として製造業を中心に過剰な生産設備や在庫などが経済活動の足かせとなるなか、「サプライサイド改革」を通じてこれらの問題克服の前進を促しているものと捉えることが出来る。この点は、同コラムにおいて同国経済がすでに「L字回復局面」に突入しており、この状況

図1 不動産市況(新築住宅価格)の推移



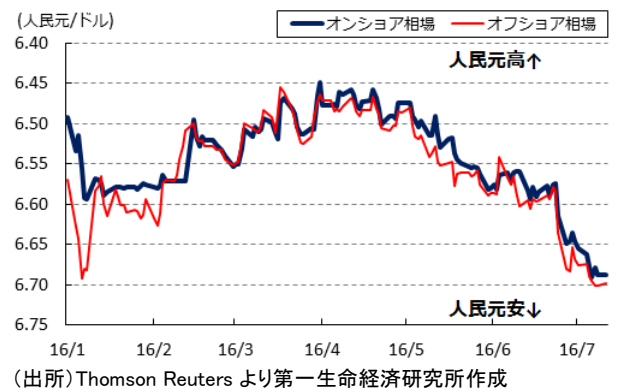
(出所) 国家統計局, Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

が先行きもしばらく続くとの認識を示すなど、構造改革が一足飛びに進むものではないことを示唆している点にも現われている。ただし、同国経済の減速はその経済規模が世界第2位であることに加え、輸出入などを通じた世界経済との連動性が強いことも重なり、世界経済に与える影響が懸念されることから、国際金融市場においては構造改革の進捗に伴う景気の過度な下振れを警戒する声もある。当局としては、国内外から構造改革の重要性が指摘されるなか、これを着実に前進させる必要性を認識する一方、過度な景気減速によって国内経済が混乱すれば共産党体制が揺らぐリスクを警戒しており、経済政策面ではアクセル（景気対策）とブレーキ（構造改革）の両方を踏む「板ばさみ」状態にあるとみることも出来よう。こうしたことから、先行きにおける中国経済はしばらく一定程度の景気減速を受け容れる一方、過度な景気後退に陥る可能性は低いとみられるものの、いい加減その「新常态」に慣れる必要があることは間違いないと言えよう。

- 上述の通り、中国国内においては製造業を中心とする過剰設備の調整が喫緊の課題となるなか、製造業ではこれに伴って雇用調整圧力が強まる動きがある一方、当局は経済構造のサービス化を通じてサービス業で雇用を創出することで雇用のバランスを図る方針を示している。しかしながら、直近の景況感指数においては製造業で一段と雇用調整圧力が強まるなか、政府統計によるとサービス業においても雇用調整圧力が高まる動きがみられるなど、厳しい状況に直面している。雇用環境の悪化は、経済成長のけん引役を個人消費を中心とする内需に移行させるとする当局の取り組みを難しくさせており、結果的に景気の下振れに繋がる可能性を高める。他方、上述のように党内部においては政府が過度な景気対策に傾くことを諫める動きがくすぶるなか、ここ数ヶ月に亘って人民元の対ドル為替レートは下落基調を強めており、足下ではそのペースが加速している。国際金融市場において人民元相場は長期に亘り対ドルレートを重視する展開が続いてきたものの、昨年末に当局は突如 13 通貨による通貨バスケットを元にした「人民元指数」を

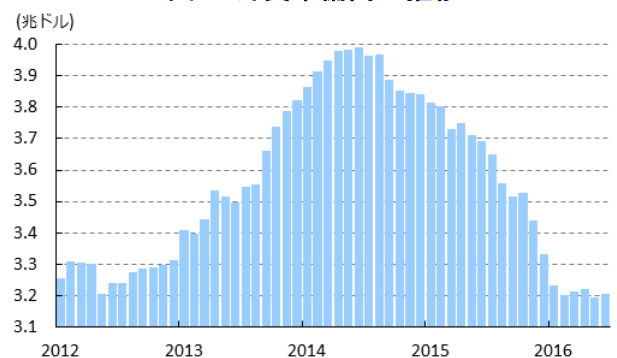
公表するとともに、この安定を重視する考えをみせている。ただし、実態としての人民元相場は依然として当局による米ドルを対象とする管理変動相場制が採用されており、昨年夏に基準値の算定方法に前日の終値を反映することで市場実勢に近付ける取り組みが進められたものの、結果的に実質的に人民元の大幅切り下げとなったことで国際金融市場に動揺が広がったことは記憶に新しい。こうしたことから、当局は人民元相場の安定を志向しているものと考えられる一方、13 通貨で構成される「人民元指数」は下落基調が続いているほか、米ドルに対しても下落基調を強めており、国際金融市場においては当局が景気てこ入れの観点から人民元安を志向しているとの見方が出ている。人民元取引については主要ディーラーが中国人投資家に限定され、且つ取引が当局の管理下にあるオンショア市場と、外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場の2つに分かれているなか、このところは外国人投資家を中心に人民元売り圧力を強める動きが出たことで両者の乖離が広がる場面もみられた。昨年来の両者の乖離拡大に際しては、資本流

図2 人民元の対ドル為替レートの推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図3 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

出を懸念した当局がオフショア市場で人民元買い介入を実施したことで外貨準備が大きく減少し、そのことが市場の不安心理を増幅させる悪循環に陥る場面がみられたものの、6月は外貨準備が前月比+134億ドル増加しており、当局が過度に介入を実施しない落ち着いた対応をみせていることが確認された。なお、当局は8月15日付でオフショア人民元取引に対して前月決済分の20%相当を為替リスク準備金として積み立てることを義務付ける方針を明らかにしており、市場の思惑を通じた一方的な人民元安を警戒する姿勢をみせているが、先行きについても緩やかな人民元安基調が続く可能性は高いと見込まれる。

- このように不動産市場を巡るバブル懸念やそれに伴う債務拡大といった不安要素を抱えているものの、昨年来の当局によるドタバタ劇をきっかけに国際金融市場を混乱に陥らせた対応の未熟さが克服されつつあり、足下の中国経済については相対的に落ち着いた状況が続いている。これは足下において世界経済の不透明要因として懸念される英国によるEU（欧州連合）離脱を巡る動きについて、直接的に中国経済に与え得る打撃が限定的と捉えられていることも少なからず影響している可能性はある。しかしながら、足下の実体経済を巡る力強さの欠如は物価の重石となっており、上述のように不動産市場ではバブルの再燃が懸念される展開であるにも拘らず実体経済面ではデフレーション圧力が混在する奇妙な状況にある。6月のインフレ率は前年同月比+1.9%と前月（同+2.0%）から一段と減速し、当局の定めるインフレ目標（3%）を大きく下回る推移が続いている。前月比も▲0.1%と4ヶ月連続で下落しており、これは年明け以降の原油相場の上昇などを反映してエネルギー価格が上昇基調を強めている一方、野菜や果物など生鮮品を中心に食料品（同▲1.4%）が大幅に下落するなど生活必需品を中心に物価下落が続いていることが物価の下押しに繋がっている。しかしながら、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率も前年同月比+1.6%と前月（同+1.6%）から横這いで推移している上、前月比も+0.1%と前月（同+0.1%）から上昇ペースが同じであるなど落ち着いた推移が続いていることは変わらない。なお、足下では環境保護問題などを理由に養豚業者の廃業が相次いでいることで豚肉が供給不足に陥っており、豚肉価格が前年比+30.1%（前月比+1.1%）と上昇基調に歯止めが掛からないなど、一部にインフレ圧力がくすぶっているものの、年内にインフレ率が目標域に到達する可能性は極めて低いと判断出来る。この背景には、川上の物価に当たる生産者物価が6月も前年同月比▲2.6%と依然としてマイナス圏を脱していないことも影響している。なお、前月（前年比▲2.8%）からマイナス幅こそ縮小しているものの、前月比は▲0.2%と4ヶ月ぶりに下落に転じており、年明け以降の原油を初めとする国際商品市況の上昇を受けて関連の原材料価格に上昇の動きがみられる一方、消費財物価は落ち着いた推移が続いている。これは製造業を中心に生産設備の過剰状態が続くなか、依然として生産設備の淘汰をはじめとする「サプライサイド改革」が進まず結果的に供給過多の状態が続いており、物価上昇圧力が抑えられている可能性も考えられる。当局としては、不動産市場におけるバブル再燃の動きに歯止めを掛ける必要性に迫られる一方、その背後に過剰債務などがあることを勘案すれば過度な引き締めは金融市場における信用収縮などを通じて経済を急速に冷え込ませることで、デフレーション懸念がくすぶるなかで本格的なデフレの口火を切る可能性も潜む。足下では一見すると落ち着いた推移をみせている中国金融市場だが、この奇妙なバランスが崩れれば大きく事態が混乱に陥るリスクを抱えていると判断出来る。以上

図4 インフレ率の推移

