



中国、新たな路線対立と直面する課題

～景気維持とデスインフレ懸念に過剰問題、難問は山積～

発表日：2016年8月10日(水)

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)

- 足下の中国経済は公共投資の進捗による景気減速の喰い止め策の効果もあり、一進一退の展開が続く一方で根強い下振れリスクがくすぶる。党及び政府内には景気認識及び経済政策を巡る「対立」に似た動きがみられるが、今月初めには金融政策でもこうした問題が表面化した。発改委が突如追加金融緩和を示唆する動きをみせた一方、人民銀は従来からの姿勢を堅持する対照的な動きがみられた。なお、発改委は直後に声明を取り下げる慌しい動きをみせたが、政府内において新たな路線対立が表面化した可能性がある。
- 人民銀が慎重な姿勢を維持する背景には、不動産など資産市場でのバブルへの懸念がある。他方、足下の同国経済ではデスインフレ懸念も混在する微妙な状況にある。年明け以降の国際商品市況の上昇を受けて川上でのデフレ懸念は後退しているが、消費者段階の物価はまちまちの状況が続く。同国経済のサービス化の進展はデスインフレ圧力の後退に繋がると期待されるが、足下の景況感はデスインフレ圧力を示唆し、消費財物価も上昇しにくい展開が続くなか、先行きも懸念が残る展開は変わらないと言えよう。
- 他方、中国国内では様々な過剰状態の解消が急務とされるなか、党及び政府は構造改革の推進を目指す姿勢をみせる。ただし、足下の輸出入の動きは設備過剰が最も懸念される鉄鋼及び石油製品の過大生産を示唆している。製造業の景況感を巡っては民間版が大きく改善するなど、景気底入れを示唆する動きがみられるが、仮にこれが過大生産に拠る動きを反映していれば自律回復の道は描きにくい。党及び政府は構造改革を如何に前進させるか、政策面でも難しい事態に直面していると判断出来る。
- このところの中国経済に関しては政府主導による公共投資の進捗促進のほか、一昨年末以降の金融緩和を追い風とする不動産投資の活発化を背景に固定資本投資が景気の下押し圧力を食い止める動きがみられ、結果的に足下の景気は一進一退の展開を続けている。ただし、景気の先行きに対しては下振れリスクが根強く懸念されるなか、共産党及び政府内においては足下の景気判断や経済政策の方向性を巡る路線対立の懸念がうかがえるなど新たな不透明要因が出ている。こうしたなか、今月初めに経済計画を策定する国家発展改革委員会（発改委）及び人民銀行が発表した先行きの金融政策の方向性を巡る声明を巡って、両者の「対立」とみられる動きが表面化する事態が起こった。今月3日に発改委は突如声明文を発表し、その中で先行きの金融政策に関連して「企業の資金調達コストを押し下げるとともに、民間企業の債券発行による資金調達を積極的に促すべく、政策金利と預金準備率を引き下げる適切な時期を模索する必要がある」との考えのほか、足下で住宅供給の過剰感が残る都市に対して在庫削減とサプライサイド改革を推進すべく「妥当かつ効果的な投資を増やすべく助成を検討する」との認識を示した。金融政策は通常中央銀行（中国の場合は人民銀行）が管轄する政策ツールであり、発改委が金融政策の方向性を具体的に示唆することは異例である一方、両者はともに国务院（政府）内の部局であり、政府内に政策的な対立があるのではとの見方に繋がった。なお、発改委は発表した数時間後に当該箇所を修正（削除）した声明を掲載し直すなど事態を取り繕う姿勢をみせたが、発改委が金融政策に対して直接言及する声明を発したことは、政府内における「追加金融緩和待望論」の高まりを示唆した可能性がある。その一方で、今月5日に人民銀行は定例の『金融政策報告』を発表しており、その中で金融政策について

て「穏健な政策を継続するとともに、中立で適切な金融環境を構築する」として、「適切な流動性を確保し、複数の金融政策手段と包括的に活用し、適切な信用の伸びを維持する」との従来からの姿勢が示された。その上で、方向性については「予防的に時宜に応じて微調整を行う」とする一方、「預金準備率の引き下げは人民元相場や外貨準備への下押し圧力を招く可能性がある」との認識を示すなど追加的な利下げへの慎重姿勢をみせた。これは足下の政策金利がリーマン・ショック直後の水準を下回

るなど異例の金融緩和を続けている上、人民銀は公開市場操作を通じて金融市場に流動性を供給するオペを多用しており、狭義のマネーサプライであるM1の伸び率は急拡大する一方、広義のマネーサプライであるM2の伸び率はこれを大きく下回るなど資金が十分に活用されていない状況にあることが影響している。結果、昨年は株式市場で短期間のうちにバブルの発生と崩壊が起こったほか、足下では大都市を中心に不動産市場でバブルの再燃が懸念される状況に直面するなど、資産市場を巡り不確実性が高まる事態に陥っている。他方、同行も手を拱いている訳ではなく、中期貸出ファシリティ（MLF）や常設貸出ファシリティ（SLF）を活用することで、広範な金融緩和による過剰流動性の発生を防ぐ一方、金融機関の資金ニーズに対応する姿勢をみせている。ただし、足下の金融市場では「カネ余り状態」が続くなかでP2P金融など新たな資金運用・調達手段が活発化しており、これも資産市場のバブルを引き起こす要因となることが懸念されるなか、当局にとっては難しい政策対応を迫られる場面が続いていると判断出来よう。

- このようにバブルが懸念される分野が存在している一方、足下の中国経済を巡ってはデフレーション懸念が共存する不可思議な状況に陥っているのも事実である。なお、これまでは一昨年後半以降の長期に亘り原油をはじめとする国際商品市況の低迷を受けて、川上の生産者物価を中心に下落基調が強まったことが結果的にインフレ圧力の後退に繋がる状況が続いてきた。しかしながら、

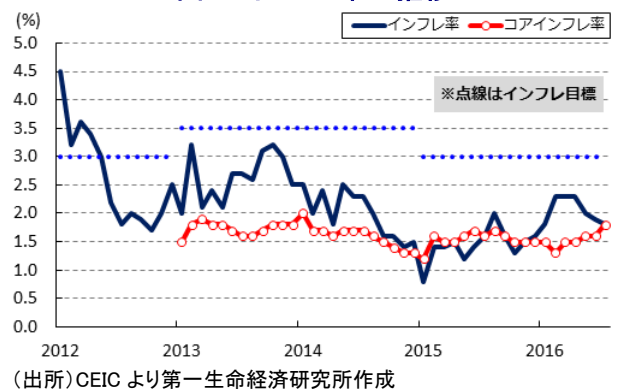
年明け以降については原油相場が一転して底入れするなか、この動きに呼応するように国際商品市況は上昇基調を強めており、ここ数ヶ月の生産者物価上昇率はマイナス幅を急速に縮小する動きをみせるなど、一見するとデフレーション懸念は後退しているように思われる。ただし、足下では国際商品市況の上昇を反映する形でエネルギー関連や非鉄金属など原材料を中心に物価上昇圧力が高まる動きがみられる一方、加工食品や衣類のほか、

日用品や耐久消費財など幅広い消費財価格は依然として安定しており、生産者物価の上昇を抑えている。こうした動きを反映して、7月のインフレ率は前年同月比+1.8%と前月（同+1.9%）から伸びが減速している上、政府が定めるインフレ目標（3%）を大きく下回る水準で推移するなど、依然としてインフレが懸念される状況とはなっていない。足下では肉類のほか、卵や果物など生鮮食料品を中心に物価上昇圧力が後退する動きがみられる上、これまでの原油安の影響に伴いエネルギー価格も下落基調が続いており、生活必需品を中心に物価下落圧力が強まる動きがみられる。なお、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+

図1 マネーサプライ伸び率(前年比)の推移



図2 インフレ率の推移



1.8%と前月（同+1.6%）から加速しており、過去2ヶ月に亘り観光をはじめとする娯楽関連を中心にサービス物価が大きく上昇したことが伸びの加速に繋がっているが、これは今年6月に上海で巨大テーマパーク開業した影響に伴って周辺の観光関連産業などで物価上昇圧力が高まっている可能性が考えられる。しかしながら、観光関連以外のサービス物価の動きをみると、社会保障制度改革がいまだ道半ばの状況にあるなか、医療関連サービスについては物価が高止まりする傾向がみられるものの、

生活関連を中心にサービス物価は比較的落ち着いた推移をみせている。こうした動きはこのところのサービス業の景況感が好不況の分かれ目となる50を上回る推移をみせているものの、必ずしも一本調子で上向く展開となっていないことにも現われているほか、政府版及び民間版（財新）双方において雇用に関する指数がともに50を下回るなど調整圧力が掛かる動きが強まっていることもとも整合的である。足下の同国経済を巡っては「サービス化」が進んでいるとされる一方、景況感が必ずしも改善していないことは、既存産業に淘汰の波が押し寄せる一方でITを駆使した新たなサービス産業が台頭する新陳代謝が進んでいるとみられ、同国のサービス業は相対的に健全な姿にあると捉えることが出来よう。しかしながら、足下のサービス業景況感では両指数で「最終価格」も下落基調を強める動きが続いており、サービス物価も上向きにくい状況にあると判断出来る。その上、上述のように川上の生産者物価についても消費財物価が横這いしない下向きの展開が続いていることを勘案すれば、先行きについてもデフインフレ懸念がくすぶる展開は変わらないと言える。

- さらに、中国経済を巡っては生産設備や在庫をはじめとする様々な過剰感が問題となっており、共産党及び政府は昨年来「サプライサイド改革」を通じてこの解消を図る取り組みを前進させるとの姿勢を国内外に対して示している。しかしながら、足下の貿易動向などをみる限りにおいてこうした問題が解決に向かっているとは考えにくい動きが続いている。7月の輸出額は前年同月

比▲4.4%と4ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月（同▲4.8%）からマイナス幅こそ縮小しているものの、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比は4ヶ月ぶりに減少に転じるなど一服感が出ている。年明け以降緩やかに進んできた人民元相場の下落基調に一服感が出たことで輸出競争力に下押し圧力が掛かったことが影響した可能性はあるものの、香港をはじめとする保税地域向けの輸出が大きく落ち込んだことが全体の下押し

に繋がっている。なお、財別にみると同国内において生産設備の過剰が懸念されている鉄鋼製品や石油製品などの輸出量は依然として前年を上回る伸びで拡大しており、絶対量でも高水準での推移が続くなど輸出は旺盛な動きをみせている点には引き続き注意が必要である。他方、7月の輸入額は前年同月比▲12.5%と21ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月（同▲8.4%）からマイナス幅も拡大しており、前月比ベースでも減少基調が続くなど下押し圧力が強まる動きがみられる。なお、これは年明け以降上昇基調を強めてきた原油をはじめとする国際商品市況に一服感が出たことが輸入額の下押しに繋がった可能性が考えられるものの、工業製

図3 サービス業 PMI の推移

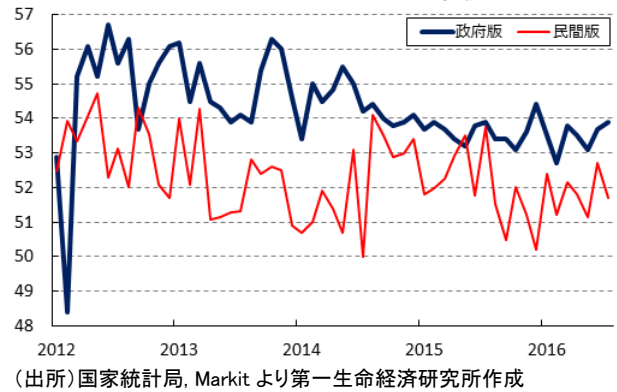
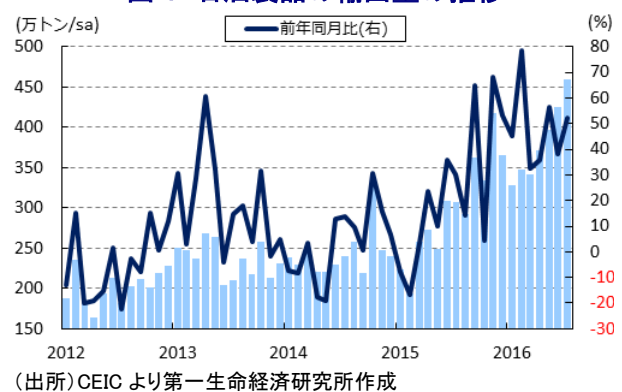
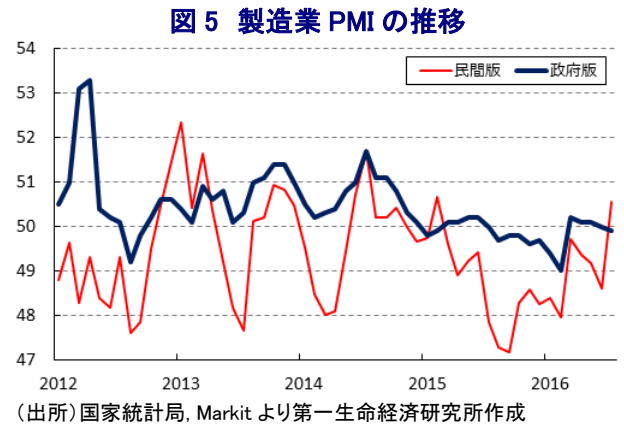


図4 石油製品の輸出量の推移



品をはじめとする従来からの輸出財の生産に関連した輸入に大きく下押し圧力が掛かるなど、輸出の弱さが輸入の足を引っ張る動きに繋がったと捉えられる。しかしながら、財別にみると銅の輸入量は依然として前年を大きく上回る高い伸びをみせているほか、鉄鋼石や原油などの輸入量も前年を上回る推移をみせるなど、足下の景気が一進一退の展開を続けている割に旺盛な推移が続いている。今月初めに発表された7月の製造業の景況感を巡っては、調査対象に占める国有企業を中心とする大企業



の割合が大きい政府版で好不況の分かれ目となる 50 を下回る一方、民間企業を中心に中小・零細企業の割合が大きい民間版（財新）が 17 ヶ月ぶりに 50 を上回る対照的な動きが確認されている。同国では先々月末以降、長江流域を中心とする大雨の影響で洪水被害に見舞われる都市が多数出ており、その結果として当該地方などの国有企業で生産に下押し圧力が掛かったことで景況感の悪化に繋がった可能性が考えられる。他方、民間版の製造業 PMI で大幅な改善の動きがみられたことは、これまで公共投資の拡充などの恩恵を受けにくかった民間の中小・零細企業で生産底入れの動きが出ていると好感することも出来る。ただし、共産党及び政府が主導する構造改革が依然として道半ばの状況にあるなか、金融市場では長期に亘る金融緩和による「カネ余り」が続いているにも拘らず十分に資金が活用されていない上、景気減速による不良債権の増大を受けて金融機関が仲介機能を果たしにくい環境にあることを勘案すれば、こうした自律的な景気回復経路を歩んでいるとは考えにくい。上述のように過剰設備が懸念される分野で依然として高水準の生産が続いている背景には、仮に共産党及び政府の命令により国有企業が減産に応じた場合でも、中小・零細規模の業者はコストが見合えば増産に動くことが影響しているとされ、足下の製造業 PMI の好転がこうした動きを反映したものとするれば、景気回復に繋がるとは言いがたい。その意味においては、中国経済が直面する最大の問題である構造改革についても上の命令だけで一足飛びに前進する状況にはない厳しい状況にあると判断出来よう。

以 上