



中国、景況感の改善と一致しない貿易統計

～中国経済を巡る不安は「杞憂」なのか～

発表日：2016年10月13日(木)

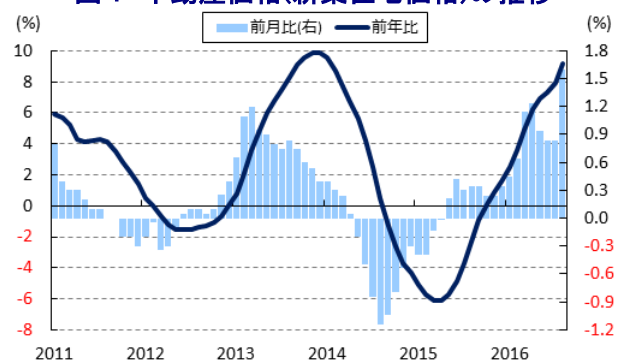
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 中国の景気減速が謳われて久しいが、足下では製造業の景況感に底入れの動きが出ている。この背景には公共投資の拡充や金融緩和による景気下支えが影響している。都市部を中心に不動産バブルの再燃が警戒されるなか、足下では地方にも広がりを見せつつある。インターネット金融など新たな資金調達手段の多様化もこの動きを後押ししている。当局は過熱阻止に向けて規制強化に動く一方、過度な規制が市況を冷え込ませれば金融市場のリスクに繋がる恐れもあるため、難しい舵取りが迫られる事態となっている。
- 金融市場の潜在的リスクが意識されるなか、足下では人民元安基調が一段と強まっている。外国人投資家を中心に当局の人民元安誘導を警戒する動きがある一方、当局は人民元相場の安定を図るべく大量の為替介入を行っている模様である。今月には人民元はSDRの構成通貨に組み入れられたが、相場を巡る不透明さは様々な思惑を呼ぶ一因になっている。過去数ヶ月の英ポンドやユーロの下落などで人民元相場は実質実効ベースで相対的に高止まりしており、その点も人民元安誘導に向かうとの見方に繋がっている。
- こうしたなかで発表された9月の貿易統計は輸出入ともに前年を下回る弱い内容であった。輸出についてはスマホなど加工組立関連で堅調さがみられる一方、人民元高が重石になる様子がうかがえる。輸入も加工組立関連の部材などは底堅いが、内需向けに大きく下押し圧力が掛かっている。ただし、世界的なデフレーション要因を招く強い鉄鋼石や原油関連の輸入量は依然堅調な伸びが続くなど、構造改革が進んでいない様子も垣間見える。先行きは過剰在庫が懸念される恐れもあり、改革は待ったなしの状況にある。
- ここ数年に亘り中国の景気減速が懸念される展開が続いているが、足下においては悪化が続いてきた製造業の景況感に底入れの動きがみられるなど、減速懸念に一服感が出る兆候がうかがえる。こうした背景には、政府主導によるインフラ投資を中心とする景気下支え策の効果が発現しているほか、一昨年末以降の金融緩和政策の影響で同国金融市場も「カネ余り」の展開が続くなかで大都市部を中心に不動産投資が活発化していることも影響している。なお、不動産投資を巡っては深圳や上海、北京といった大都市を中心に相場が急上昇する展開が続いてきたものの、ここ数ヶ月はそうした動きが地方都市にも広がりを見せるなか、様々な都市で購入規制を導入及び強化する動きが出ている。70都市を対象とする新築住宅価格の水準は直近のピークであった2014年初旬を上回っている上、直近8月時点では9割以上の都市が前月比で上昇したことで全般的に上昇基調を強めている。こうした背景には、上述のように一昨年来の金融緩和に伴う「カネ余り」が続くなか、昨年の株式市場でのバブル崩壊を受けて資産運用手段の選択肢が狭まったことで結果的に市場に資金が流入しやすい環境が醸成されたことがある。さらに、現政権は経済成長の質の向上を図るべく「都市化」を進める姿勢を見せるなか、政府は戸籍制度の改革に着手する考えを示して

図1 不動産価格(新築住宅価格)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

おり、この動きに伴って都市部においては潜在的な住宅需要が拡大するとの見方も影響を与えている。しかしながら、足下における市況の上昇ペースは急激であり、ここ数年は都市部と農村部の間のみならず都市部のなかでも経済格差が急拡大する動きがみられることから、過度な市況上昇は国民の間での不平・不満を高めるリスクがある。他方、同国の不動産業界は元々レバレッジ比率の高い分野であることを勘案すれば、市況が一転して調整圧力を強める事態となれば金融市場における信用収縮の

動きが急激に広がることで実体経済の下押し圧力となることが懸念される。足下では規制が比較的緩いとされるインターネット金融（P2P金融）を通じた融資も急拡大しているなか、こうした資金の一部が不動産市況の上昇ペースを後押ししているとの見方も高まっており、当局にとっては市場の過熱を抑えるべく規制強化に動かざるを得ない一方、過度な規制によって市況が悪化に転じることになれば実体経済に悪影響を及ぼすリスクもあるなど、ブレーキとアクセルの双方を踏まざるを得ない微妙な舵取りに迫られている。今月初めの国慶節に伴う連休の最中にも多くの都市が不動産投資の規制を強化する動きをみせているが、これは需要拡大が見込まれる時期を狙ったものと考えられる一方、規制の網を掻い潜る形で資金調達手段が多様化していることを勘案すれば、こうした対応が奏功するかは不透明なところが少なくないと判断出来る。

- このように実体経済の底打ちを示唆する動きがみられる一方、金融市場においては潜在的なリスクが意識される展開が続いているなか、人民元相場については足下において再び人民元安基調が強まる動きがみられる。今月初めの国慶節期間中は中国国内のオンショア市場が休場となるなか、オフショア市場を中心に人民元安が一段と進む動きがみられたほか、国慶節明けには当局がオフショア市場の動きを反映させる形で基準値を大幅に引き下げたことでオンショア人民元も大きく下落し、足

下では6年ぶりの低水準となっている。当局は基準値を引き下げた理由について、米国による利上げ実施のタイミングが近付いているほか、英ポンドが下落基調を強めていることを挙げている。しかしながら、9月末時点における外貨準備高は3兆1664億ドルと前月から▲188億ドル減少しており、そのペースは前月（▲159億ドル）を上回るなど急激に外貨準備が減少している様子が確認されている。この背景には、中国経済を巡る不透明感によるディスインフレ圧力がくすぶるなか、ここ数ヶ月は英ポンドやユーロ相場が下落していることで人民元の実質実効為替レートが高止まりするなど、輸出競争力に一段と陰りがみられることが影響している。結果、国際金融市場においては当局が人民元安誘導を図るとの見方が強まっており、外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場を中心に人民元安基調が強まり、オンショア相場との乖離が拡大するのを抑えるべく当局が為替介入に動いており、結果的に外貨準備の減少に繋がっているとみられる。人民元は今月からIMF（国際通貨基金）が加盟国に配分する資金融通の権利及びその単位であるSDR（特別引出権）の構成通貨に組み入れられるなど、形式上「国際通貨」の仲間入りを果たしており、新興国や資源国を中心に近年は中国との間で貿

図2 インターネット金融(P2P金融)融資残高の推移

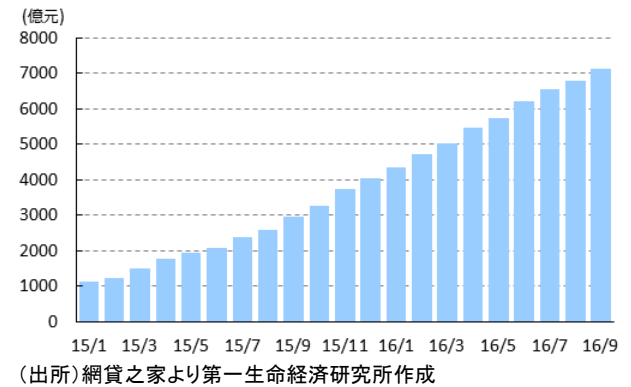
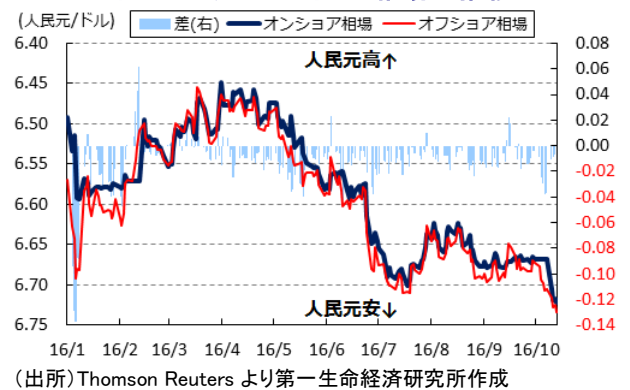


図3 人民元の対ドル相場の推移



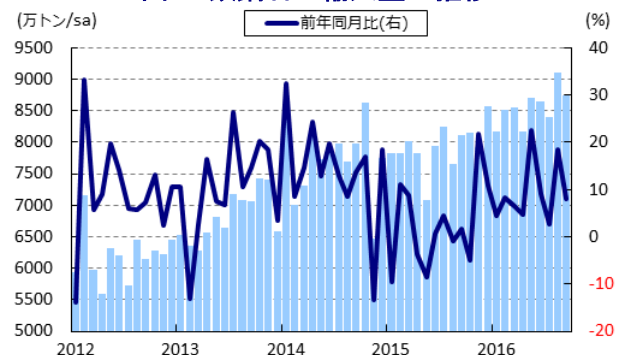
易を拡大させてきた国々が増加していることを勘案すれば、これらの中から準備通貨としての需要が高まる可能性は期待される。しかしながら、足下では人民元相場は下落基調を強めており、金融市場においては人民元相場を巡る閉鎖性や特殊性といった不透明要因に加え、中国経済そのものに対する不信感を反映した動きが続いていると捉えられる。足下の世界経済を巡っては、反グローバル化の動きが広がりつつあることを反映して世界的な貿易量の伸びの鈍化が成長率の重石となるなか、相対的な人民元高も輸出の足かせとなるなど外需が伸び悩みやすい環境に直面している。先行きについても景気底入れの見通しが立ちにくい展開が続いた場合には、金融市場において当局による人民元安誘導の観測が強まることが予想され、結果的に緩やかな人民元安基調が続く可能性は高まっていると見込まれる。

- こうしたなかで発表された9月の貿易統計は輸出入ともに前年を下回る展開が続くなど、製造業の景況感が改善しているにも拘らず芳しくない内容となるなど厳しい状況が続いていることが示された。9月の輸出額は前年同月比▲10.0%と6ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月（同▲2.8%）からマイナス幅も縮小しているほか、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も2ヶ月ぶりに減少に転じるなど、一進一退の展開を抜け出せていない。輸出の内訳をみると、新型スマートフォン関連の輸出が堅調であることなどを反映して加工組立関連の輸出には堅調な動きがみられるほか、香港をはじめとする保税地域向けの輸出は比較的底堅い動きがみられる一方、一般的な輸出には大きく下押し圧力が掛かっており、世界経済の減速感や相対的な人民元高が輸出の重石になっている様子がうかがえる。また、財別では、今月に入って以降大手企業が経営破たん陥るなど当局が進める「ゾンビ企業」の淘汰の動きを反映する形で鉄鋼製品の輸出量が大きく減少しているほか、アルミなどの工業製品の輸出量にも頭打ちの兆候が

出ている一方、石油製品の輸出量は依然として底堅く推移するなどまちまちの展開となっている。一方の輸入額は前年同月比▲1.9%と前月（同+1.5%）から2ヶ月ぶりに前年を下回る伸びに転じており、前月比も2ヶ月ぶりに減少に転じるなど、依然として底入れにはほど遠い状況が続いている。輸入目的別では、国内需要を目的とした一般的な輸入額には大きく下押し圧力が掛かっている一方、輸出財の加工組立を目的とした部材などの輸入額は堅調な推移をみせており、この動きは足下における輸出の動きとも整合的と捉えられる。ただし、主要財別では同国内における鉱山閉鎖の影響で供給が絞られていることを反映して石炭の輸入量は9月時点で前年比+37.8%と高い伸びが続いているほか、「ゾンビ企業」の淘汰による生産能力の低下が期待される鉄鋼も同+7.97%と拡大基調が続いており、必ずしも鉄鋼生産の縮小には向かっていない様子がうかがえる。さらに、足下でアジアをはじめ世界的な石油製品のディスインフレ圧

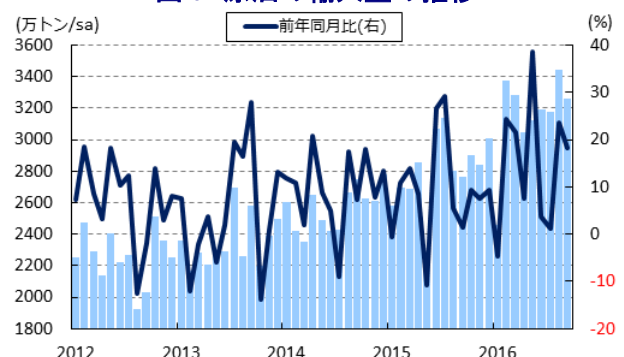
力に繋がっている石油製品の生産に関連する原油の輸入量についても、9月は前年比+18.3%と高い伸びが続いている。足下において国際商品市況は上昇基調を強める動きが続いているが、こうした背景には中国による

図4 鉄鋼石の輸入量の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 原油の輸入量の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

需要増の動きを反映したものであることがあらためて確認されるとともに、中国国内における生産能力及び生産量の調整が一筋縄で進んでいないことを示唆したものと言える。足下の中国経済は外需が伸び悩むなか、公共投資の拡充や補助金頼みによる消費喚起といった内需拡大策により景気の底打ちが促されているものの、内需の勢いも必ずしも芳しくないことを勘案すれば早晩在庫が積み上がることが懸念される。同国経済が抱える過剰な生産設備や在庫、その裏打ちとなる過剰債務などの問題に対して抜本的な対策が打ち出されない状況が続けば、先行きにおいてその調整圧力が实体经济を大きく蝕む事態も懸念される。不動産市場を巡る動き同様、当局は様々な面でブレーキとアクセルの両方を踏むことでギリギリのバランスを保っているものの、バランスを保っているうちに抜本的な構造改革に向けた一步を踏み出す必要性は高まっていると判断出来よう。

以 上