

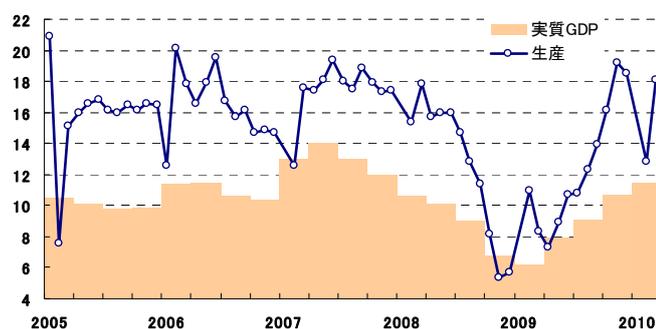
Economic Monitor

ソフトランディングの道を探る中国経済 (Monthly Update)

中国の1～3月期の成長率は、固定資産投資と個人消費の堅調な拡大により、前年同期比11.9%まで高まった。インフレ率は、一進一退ながら傾向としては緩やかに上昇しており、景気はやや過熱気味の状態にある。特に住宅市場は、価格が大幅に上昇しバブル的な様相を呈している。中国政府は、景気の拡大基調を維持しつつ住宅バブルの沈静化を図るため、部分的な貸出抑制策によりソフトランディングの道を探っている。金融政策は、景気全体を抑制する利上げをインフレ率が政府目標の3%に達するまで見送る一方、為替介入に伴う過剰流動性の発生がインフレ圧力を高めることを防ぐため、人民元の上昇を容認すると予想する。

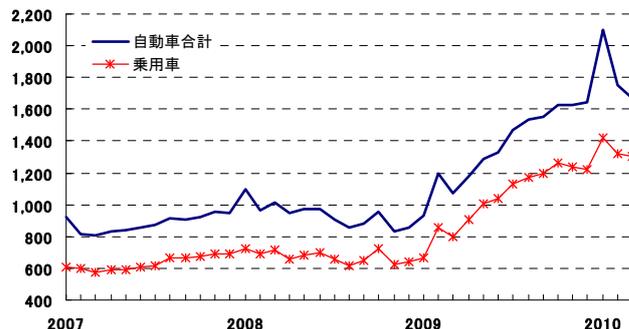
15日発表された2010年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比11.9%となり、2007年10～12月期以来の高い伸びとなった。前期(2009年10～12月期)の10.7%から伸びが高まったが、昨年1～3月期は金融危機の影響により最も落ち込んだ時期であることを考慮すると、前年比の伸びの拡大が示すほど成長が加速したわけではない。中国経済は、以下に触れる通り、過熱感はあるものの、比較的安定したペースで拡大しているとみられる。

工業生産と実質GDPの推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

自動車販売台数の推移(季節調整値年率、万台)



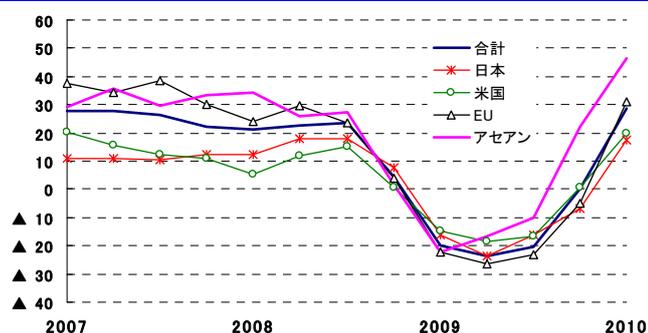
(出所) 中国自動車技術研究センター(中国汽车技術研究中心)

主な経済指標から需要動向の動きを見ると、固定資産投資(都市部)は1～3月の累計で前年同期比26.4%となり、前期(2009年10～12月期)の26.2%と概ね同程度の伸びを維持した。2008年11月に打ち出された4兆元の景気対策が2年目を迎え、限界的な押し上げ効果の低下が見込まれる頃ではあるが、固定資産投資は引き続き堅調に拡大している。なかでも、バブル懸念の渦中にある不動産業が1～3月累計で35.1%も増加しており、増勢が加速している(10～12月:22.0%)。個人消費の代表的な指標である小売販売額(社会商品小売総額)は、1～3月累計で前年同期比18%増加し、前期の16.5%を上回った。牽引役は引き続き自動車販売である。3月の乗用車販売台数は前年同月比64%増の127万台となり、引き続き大幅に前年を上回る水準で推移している。当社試算による季節調整済年率では1,300万台を超えており、年間の販売台数は昨年の1,000万台を大きく上回る勢いである。このように、国内需要は主役を固定資産投資から個人消費へバトンタッチする兆しを見せつつ、景気の拡大を主導している。

外需は、輸出の回復が鮮明となる一方で、国内需要の拡大などを背景に輸入が急増しており、純輸出(輸

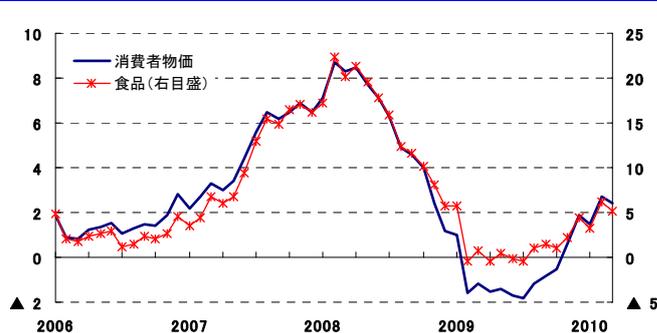
出—輸入)で見ると成長率への寄与はマイナスとなった。1~3月期の輸出(ドルベース)は、前年同月比28.8%と大幅に増加した(前期:0.1%)。アセアン向け(寄与度1.7%Pt→3.8Pt)や米国向け(0.1%Pt→3.6%Pt)の伸びが高まったほか、日本向け(▲0.6%Pt→1.6%Pt)やEU向け(▲1.0%Pt→6.3%Pt)、ロシア向け(▲1.1%Pt→▲0.6%Pt)など、世界経済の持ち直しを背景に幅広い地域で増加に転じている。一方の輸入は、10~12月期の22.7%から1~3月期は64.6%まで伸びが高まった。内需の拡大を受けてハイテク製品(寄与度15.6%Pt)や機械・電気製品(24.9%Pt)が全体を押し上げたほか、価格の上昇もあって原油輸入額が150%も増加(寄与度10.3%Pt)している。この結果、1~3月期の貿易収支は前年同期比▲77%の145億ドルまで縮小、成長率に対する純輸出の寄与度は▲1%程度となった模様である。中国経済は、成長率の上では内需主導の成長という形になりつつある。

仕向地別輸出の推移(前年同期比、%)



(出所)EcoWin

消費者物価の推移(前年比、%)



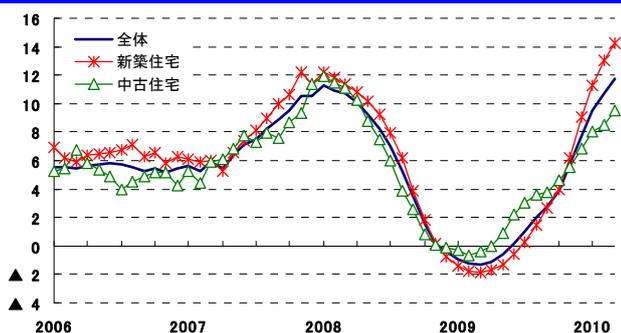
(出所)中国国家統計局

内需の堅調な拡大にもかかわらず、3月の消費者物価は前年同月比2.4%となり、2月の2.7%から伸びが鈍化した。春節の影響により2月に上昇した反動で、3月は食品(2月6.2%→3月5.2%)、レジャー関連(0.8%→0.3%)、運輸通信(0.1%→0.0%)などの価格が低下した影響が大きい。消費者物価は昨年11月に前年比でプラス(0.6%)に転じて以降、傾向として伸びが高まっている。インフレ加速のテンポは緩やかであり、資源価格上昇といった外的な要因も背景にあることから、現在のところインフレ高進を懸念するほどの状況ではないが、沿海部では労働力不足で最低賃金が引き上げられるなど労働需給がタイト化しつつあり、景気がやや過熱気味であることは間違いない。

さらに、不動産市場に限れば、既にバブルの様相を呈している。3月の住宅価格は前年同月比11.7%と2月の10.7%から一段と伸びが高まった。住宅賃料(全国平均)が2009年10~12月の時点で前年同期比横ばいにとどまり、そのうち高級住宅は▲8.0%と下落が続いている。賃料が下落する中で、住宅価格が上昇し住宅投資が活発化している状況は、投資採算(賃料利回り)の観点で明らかに経済合理性を欠く典型的なバブル状態と言えよう。ただし、中国政府は、バブル沈静化のため、既に住宅ローンを事実上抑制する政策¹を実施しているほか、不動産課税の強化を検討しているとの報道もある。先進諸国と異なり直接的な市場の管理が可能である中国では、80年代後半における日本の不動産バブル時と比べ、政府のコントロールは有効に機能し、そのスピードも速い。そもそも、マクロ的に見れば名目成長率が10%を超える経済において、不動産価格が年間10%程度上昇することに、大きな違和感はない。現在のバブル的状況をソフトランディングさせることは、十分に可能であろう。

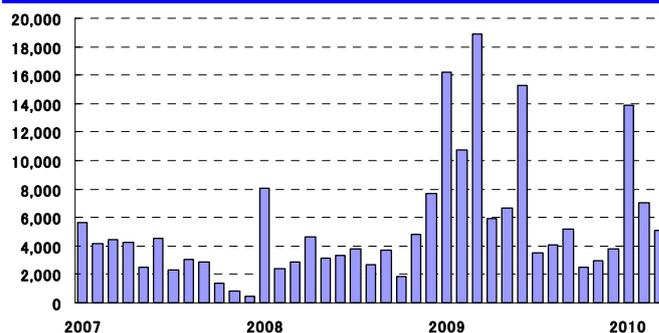
¹ 中国政府は、金利優遇の見直しや2軒目の住宅取得に対するローンの自己資金比率引き上げ、金利引き上げなど、住宅向け貸出に関する金融機関への指導を強化している。

住宅価格の推移(前年比、%)



(出所) EcoWin

新規貸出額の推移(億円)



(出所) 中国人民銀行

3月の新規貸出額は、政府の銀行に対する指導が行き届いたこともあり、5,107億円まで縮小した。それでも1~3月累計は2.6兆元に達しており、このペースでは年間計画7.5兆元を上回ってしまう。そのため、政府は引き続き新規貸出の抑制に努めるとみられ、こうした資金供給の抑制が景気拡大テンポを巡航速度へ減速させる一助となろう。一方で、利上げについては、3月のインフレ率が低下、今年目標である3%から若干遠のいたため、当面、実施される可能性は低下した。

先行きを展望すると、「家電下郷」や「自動車下郷」などの消費刺激策が今年中も継続されることに加え、賃金上昇圧力の高まりが所得環境の面から個人消費に追い風となるため、個人消費は今後も堅調な拡大が見込まれる。固定資産投資も、4兆円対策の効果は低下し伸びは鈍化するものの、順調な税収増を背景に公共投資を中心に高い伸びを維持しよう。こうした内需の堅調な拡大を受けて輸入が高い伸びを維持する一方で、輸出も海外景気の回復を背景に伸びを高めるとみられ、純輸出が大きく成長を押し下げることは見込み難い。中国経済は今後も8%を上回る成長を続け、インフレ圧力は一段と高まることとなろう。原油など資源価格の上昇も見込まれるため、インフレ率は夏場には3%を上回るとみられる。このため、夏場以降は、景気動向を見極めつつ、利上げのタイミングを測ると予想する。

人民元については、先般の米中首脳会談において、オバマ大統領が中国の自主的な切り上げを見守るというスタンスを示した。中国にとっては、人民元相場を維持するための為替介入により過剰流動性が生じ、インフレに結び付くことは避けたいであろう。まずはインフレ率の3%到達が見込まれる夏場までに人民元の変動幅を拡大し、その後は、市場の実勢に任せた人民元の上昇を容認する形で緩やかな切り上げを進めると予想している。