

2017年の中国経済は7年ぶりに成長率が加速

～経済の「サービス化」が進展も、統計を巡る不透明感の払拭は望まれる～

経済調査部 主席エコノミスト 西濱 徹(にしはま とおる)

要旨

- ここ数年の中国経済は減速懸念がくすぶっていたが、一昨年以降は公共投資の拡充や世界経済の自律回復に伴う外需拡大を追い風に持ち直している。昨年の経済成長率は前年比+6.9%と7年ぶりに加速した。10-12月期に限れば前期比年率ベースで+6%強に鈍化したが、足下では経済のサービス化が進んでいるほか、いわゆる「新産業」を中心とする形で安定的な景気拡大を続けている。
- 12月単月の動きをみると、個人消費は力強さを欠くが、民間部門で投資が活発化して景気を下支え、外需は堅調さを維持する。この動きや政策誘導などを反映して生産も底堅く推移する。ただし、足下の堅調な景気は家計及び企業部門による債務拡大が影響しており、当局は債務の縮小を推進しながら、金融システムリスクの抑制を図る難しい舵取りを迫られていると考えられる。
- 当局は経済のサービス化に加え、経済成長のエンジンが外需から内需、投資から消費にシフトしたと説明するが、判然としない部分が多く、詳細な統計の公表及び精度・透明性の向上などが望まれる。今年中国経済は引き続き堅調さが見込まれるが、世界経済及び国際金融市場の環境変化は中国金融市場が抱えるリスクの顕在化に繋がる可能性もあり、これまで以上に慎重な対応が望まれる。

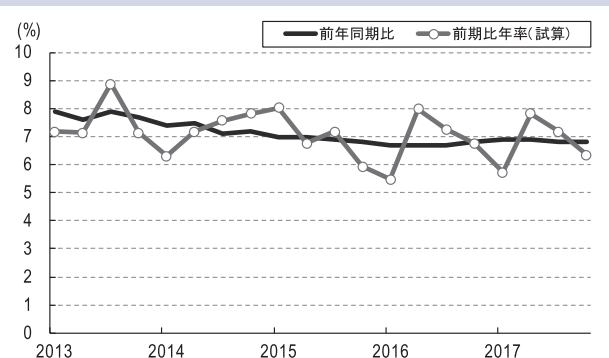
1. 中国経済は持ち直しの動きを強める

習近平政権の発足以降の中国経済では、高成長からの転換を示唆する「新常态」といった概念が打ち出されたほか、様々な面での過剰状態の脱却を目指す「供給側改革」の推進が謳われ、景気減速に繋がる要因が山積した。さらに、景気減速からの脱却を目指した2014年末の金融緩和に加え、香港市場を通じた国内株投資の外資解放に踏み切ると、過度な資金流入に伴いバブル的な価格高騰と崩壊、その後の資金流出懸念に伴う人民元相場の混乱などに見舞われた。このように、ここ数年の中国経済は景気減速が意識されやすい展開が続いた。しかし、昨年秋の共産党大会を控え、中国当局は一昨年に景気下支えの観点からインフラ関連を中心とする公共投資の拡充に動き、先進国を中心とする世界経済の自律回復の動きを追い風とする外需底入れを受け、足下の中国経済は持ち直している。結果、中国経済への依存度を高めてきたアジアなどの新興国は輸出が押し上げられ、中国の需要拡大に伴う国際商品市況の底入れは資源国景気の底打ちを促

し、翻って中国の輸出を下支えする好循環を生んでいる。中国の経済成長率は2010年をピークに右肩下がりの状況が続いてきたが、2017年通年の成長率は前年比+6.9%と政府目標(6.5%前後)を上回り、前年(同+6.7%)から7年ぶりに伸びが加速した。なお、10-12月期に限れば実質GDP成長率は前年同期比+6.8%と前期(同+6.8%)から横這いで推移しているが、前期比は+1.6%と前期(同+1.8%)から伸びが鈍化して年率換算ベースでは+6%強に留まるなど、4-6月期をピークに頭打ちしている。分野別では、異常気象などに伴い農林漁業など第1次産業の生産に下押し圧力が掛かる一方、製造業を中心とする第2次産業は底堅く推移し、サービス業などの第3次産業は勢いを増すなど経済の「サービス化」が一段と進展している。他方、需要項目別では、個人消費や固定資産投資の伸びは軒並み鈍化する一方、鉱工業生産の伸びが加速しており、外需が景気の下支え役となっている。足下の景気について当局(国家統計局)は「安定的な改善基調を維持し、予想より良好である」など好感する姿勢をみせる。また、2017年通年の新規雇用は1300万人以上に達



資料 実質GDP成長率の推移



(出所) 国家統計局、CEICより第一生命経済研究所作成

し、政府目標(1100万人)を大きく上回ったほか、足下の失業率は5%以下に低下するなど様々な面で改善が進んでいるとした。その上で、国内外で指摘される経済統計の不透明さに対して「品質は改善し、地方レベルの統計に影響を受けることはない」としてこれを否定している。中国の経済統計については依然改善余地は大きい、英調査会社のMarkit社が発表する財新PMI(製造業・サービス業)の動きとの乖離が縮小していることから、以前に比べて信用性は高まっていると判断出来る。

2. 中国の個人消費を巡る状況とリスク

10-12月期の景気動向については、10月及び11月は「安定飛行」状態にあったが、12月については「まだら模様」と捉えられる。世界経済の自律回復の動きが後押しして輸出は堅調を維持するなか、輸入は輸出の堅調さが加工組立関連需要を押し上げる一方、政府主導による重厚長大産業への減産圧力を反映して関連資材の輸入が下押しされるなど、政策の「さじ加減」に左右されている。他方、個人消費の動きを示す12月の小売売上高は前年同月比+9.4%と前月(同+10.2%)から伸びが鈍化し、実質ベースでも同+7.8%と前月(同+8.8%)から減速するなど下押し圧力が掛かっている。前月比も+0.70%と前月(同+0.81%)から鈍化し、生活必需品を中心とするインフ

レ圧力が高まっていることを勘案すれば、一段と力強さを欠いている。うちEC(電子商取引)を通じた小売売上高は年初来ペースで前年同月比+32.2%と、全体を大きく上回る伸びをみせるが、前月(同+32.4%)から鈍化するなど頭打ちしつつある。ただし、ECは衣料品などの需要喚起に繋がっているほか、食料品や日用品関連も全体の伸びを大きく上回っており、ECが消費の裾野拡大に貢献していることは間違いない。全体の動きをみても、新型スマホの発売に伴い11月に大きく加速した通信機器関連の伸びは鈍化した。建築資材や家具など住宅関連の耐久消費財に対する需要は堅調なほか、外食関連を中心に食料品に対する消費も底堅い。一方、年内で減税措置が終了する自動車販売に大きく下押し圧力が掛かったほか、宝飾品などの高額消費も調整するなど、財ごとに跛行色が強まっている。2017年通年の小売売上高は前年比+10.2%拡大したが、家計部門の可処分所得は平均値ベースで同+9.0%、中央値ベースで同+7.3%の伸びに留まり、賃金が伸び悩む一方で資産価格の上昇による資産所得の伸びが目立つ。

また、足下の消費拡大は家計部門の債務拡大を伴う可能性もある。個人間での資金融通のプラットフォームであるインターネット金融(P2P)を通じた融資残高は過去2年程の間に10倍超に拡大している。国際決済銀行(BIS)によると、中国における家計部門向け信用残高は昨年6月末時点でGDP比46.8%と比較的低水準だが、習政権の下での経済構造のリバランスの方針に伴いここ数年急上昇しており、このペースで拡大が続けば数年後に過剰感が意識される可能性がある。昨年末の中央経済工作会议や昨夏の全国金融工作会议では、金融市場の管理強化を通じた金融システムリスクの抑制を今年の政策運営の最重点課題に掲げる方針が決まったが、先行きはこの取り組みに伴い個人消費を巡る環境への影響も予想される。金融市場では当面「ぬるま湯」的な環境が続く可能性が高いと見込まれ、結果的に個人消費を下支えしようが、



政策の舵取りを巡る「誤解」が予期せぬ形で金融市場の動揺に繋がるリスクに注意する必要がある。

3. 投資底入れの背後で拡大する債務問題

固定資産投資は年初からの累計ベースで12月は前年同月比+7.2%と前月(同+7.2%)と同じ伸びとなるも、単月ベースの伸びは底入れしている。単月ベースの前月比は+0.53%と前月(同+0.52%)からわずかに加速するも、個人消費の頭打ちを勘案すれば、景気全体に対する固定資産投資の押し上げ圧力は高まっている。実施主体別では、国営企業や中央及び地方政府など公的部門で抑制の動きが強まる一方、民間部門による投資は前年同月比+6.0%と前月(同+5.7%)から底入れしている。国際商品市況の底入れに加え、今冬は「環境汚染の防止」を名目に政府が北部を中心に住宅向けの暖房や工場向けボイラー燃料を天然ガスに切り替える取り組みを強化した結果、昨年末にかけて中国国内の天然ガス価格が急騰して燃料不足に陥ったため、減少傾向が続いた鉱物資源やエネルギーに関連する投資が底打ちした。さらに、不動産関連投資は年初累計ベースで12月は前年同月比+7.0%と前月(同+7.5%)から伸びが鈍化しており、引き続きオフィス向けなど商業用不動産を中心に着工及び取得面積の伸びも鈍化する一方、販売面積に底打ち感が出るなど対照的な動きもみられる。結果、建設関連の固定資産投資の動きに底入れ感が出ているほか、不動産関連の景気指数も引き続き上昇基調が続くなど改善している。

金融市場では金融政策のスタンスが引き締め方向にシフトして借入資金の伸びが抑えられる一方、海外からの資金流入がその影響を相殺している。なお、足下では公的部門による固定資本投資に下押し圧力が掛かっているが、これは予算的な意味合いに加え、習政権が主導する「環境汚染の防止」を目的に公共投資が停止された事例が散見されるなど、政策的な動きも影響している可能性がある。中国の過剰債務問題を巡っては、元々は地方政府を中心と

する公的部門における債務拡大とそれに伴って拡大したシャドーバンキングの動きが警戒されたものの、その後は官民連携(PPP)の形で公共投資の促進が図られ、非金融企業部門向け信用残高は拡大基調を強めており、昨年6月末時点でGDP比163.4%と「危険水域」に達する。足下の国際金融市場が「ぬるま湯」状態にあることを勘案すれば直ちに信用収縮に繋がる話ではないが、債務拡大を通じた景気下支えの余地は確実に縮小しており、市場環境が一変すれば金融市場のみならず実体経済にも甚大な悪影響を与えるリスクが大きい。当局は金融機関に対して債務レバレッジの縮小を通じた金融システムリスクの抑制を図る方針を謳うが、2015年の株式市場のバブル崩壊後の対応をみれば「市場との対話」は不得手とみられる。足下の状況は問題の「先送り」に過ぎず、根本的な課題解決の道筋は立っていないことから、短期的に中国景気が大きく下振れする可能性は低いとみられるが、長期的な観点での不透明感はくすぶったままと考えられる。

4. 構造転換の一方、既存産業は足かせに

上述したように、外需の拡大が続くなかで内需についても投資を中心に底堅い動きが続いていることを反映して、12月の鉱工業生産は前年同月比+6.2%と前月(同+6.1%)から伸びが加速しており、前月比も+0.52%と前月(同+0.47%)から拡大ペースが加速している。企業形態別では、国有企業の実業に一段と頭打ちの動きがみられるものの、海外資本との合併企業のほか、民間企業などでは底堅い動きが続いており、固定資産投資と同じような展開がみられる。また、分野別でも固定資産投資と同様に、足下で国際商品市況に底入れの動きが出ていることに加え、政府主導による政策の影響で燃料不足に直面していることを背景に、鉱物資源関連やエネルギー関連で生産に底打ち感が出ている。足下で自動車販売の鈍化基調が強まっていることを受けて多目的自動車(SUV)の生産には急ブレーキが掛かる一方、同国政府が昨年9月



に電気自動車(EV)の普及促進に向けた方針を示したことも影響して新エネルギー自動車の生産は大幅に加速するなど、政策誘導の効果が如実に現れている。そして、世界経済の自律回復に伴う輸出拡大期待が続いている上、中国国内の件費上昇などを背景に中国国内でも自動化・省力化投資の動きが活発化していることを受けて、産業用ロボット需要が高まり引き続き生産は大幅な伸びが続いている。さらに、世界経済の拡大の動きに加え、ここ数年は中国国内では国策として半導体大国に向けた取り組みが進んでおり、結果として半導体の生産も堅調な伸びが続くなど生産を押し上げる動きがみられる。他方、昨秋の新型スマホ発売に向けてスマホを中心に移動体通信機器の生産の伸びが加速したものの、足下では早くも息切れ感が出ている。また、政府主導での「環境汚染の防止」を目的に鉄鋼や非鉄金属関連などを中心に減産圧力が高まっており、鉱工業生産全体にとっての重石になっている。なお、生産を含む経済活動全般の行方を占う上で重要となる12月の発電量は前年同月比+6.0%と前月(同+2.4%)から伸びが加速しており、政策誘導の影響で天然ガス需要に押し上げ圧力が掛かっているほか、太陽光や水力など再生可能エネルギーに対する需要も拡大するなど総動員が図られた模様である。なお、燃料不足の影響で石炭輸入に対する規制が緩和されたことで石炭を中心とする火力発電の伸びも加速しており、政策の揺り戻しも生産活動に影響を与えている。昨年末の中央経済工作会议では、今年の政策運営の柱として貧困克服と環境汚染の防止及び対策強化が挙げられており、これに関連する分野で生産が押し上げられる可能性がある一方、重厚長大産業などでは引き続き生産に下押し圧力が掛かりやすい展開が続くと見込まれる。

5. 今年の中国経済の行方を展望する

2017年通年の経済成長率に関連して、国家統計局は家計部門及び政府部門を併せた最終消費の寄与度が

58.8%、固定資本投資及び在庫投資を併せた資本形成の寄与度が32.1%になったとしている。なお、小売売上高や固定資産投資の動きは、GDP統計上の動きと必ずしも一致する訳ではないが、これらのGDP比の推移をみると足下では固定資産投資の規模は依然として圧倒的な存在感を示す。一方、小売売上高は4割強の水準に満たない上、2017年は前年からわずかに比率が低下している。こうした状況を勘案すれば、当局が示唆する成長率の寄与度に対して疑念が生じるのは致し方ないこととみられ、こうした疑念を払拭するためにも当局にはこれまで以上に詳細な経済統計の公表に加え、その精度や透明性の向上に取り組むことが望まれる。また、中国の経済構造については2015年にGDP全体に占める第3次産業の割合が5割を上回ったものの、昨年は51.6%と前年からわずかな上昇に留まるなど期待ほどに経済のサービス化が進んでいない様子もうかがえる。今後も深圳をはじめとする沿海部を中心に新産業の創出が期待される一方、足下では多くの民間企業で「共産党の領導に従う」とする定款変更を行うなど実質的な国有企業化に向けた道筋を描く動きもみられる。企業部門の過剰債務が金融市場のリスク要因となることが懸念されるなか、政府主導によるリスク極小化の動きが公的部門への債務の付け替えに繋がればモラルハザードといった新たなリスクを生む可能性には注意が必要である。なお、今年の経済成長率目標については3月の全人代で発表される見通しだが、昨年引き続き「6.5%前後」の目標が据え置かれるとみられ、過去数年と同様に目標を低めに設定することで実現のハードルを下げる手法が採られると予想する。ただし、これは世界経済の自律回復と世界的な「カネ余り」を背景とする国際金融市場の「ぬるま湯」を前提としたものであり、これが一変すれば中国経済にも影響が及ぶほか、中国金融市場自体が抱えるリスクが顕在化する可能性があり、今年はいまだこれまで以上に政策当局による慎重な対応が求められることになる。