

「切り口」により様々な顔をもせる中国経済の難しさ

～政府は依然「中高速成長」を目指す構えだが、その「健全性」には疑問～

発表日：2016年6月13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)

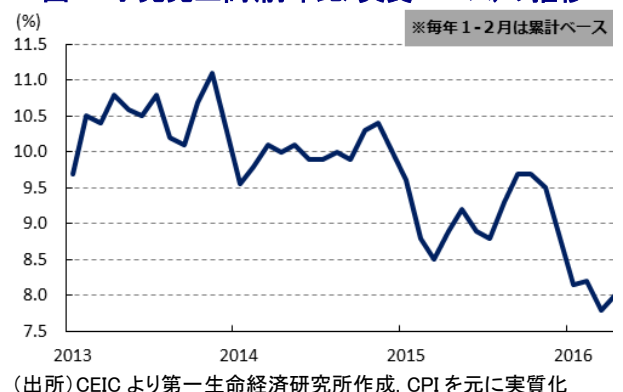
(要旨)

- 昨年来、国際金融市場の混乱要因となった中国だが、足下で「ハードランディング」に陥るリスクは後退している。ただし、党中央が目指す構造改革の道のりは一進一退の様相が続く。なお、物価安定や金融緩和の長期化を受けて個人消費は底堅い動きがみられ、不動産投資の活発化も消費を後押ししている。他方、カネ余りによるリスク志向の高い資金が消費拡大を促す動きもあり、健全性向上の取り組みは不可欠だ。
- 他方、ここ数ヶ月景気を押し上げた固定資本投資の伸びは全体では減速したが、公共投資と不動産投資が投資を押し上げる構図は変わらない。経済構造の「国進民退」が一段と進んでいる様子もうかがえ、党中央が目指す構造改革が遅々として進んでいない模様である。投資拡大の背景にもリスク性資金の流入が影響している可能性もあり、金融市場全体へのリスクを極小化するためにも構造改革が必要になっている。
- 内・外需の底堅さを受けて製造業を中心に生産にも堅調な動きがみられる。ただし、国内外で問題になっている過剰問題には手が付かないなか、足下の生産拡大はアジアを中心に世界経済の混乱をもたらす可能性がある。政府は党中央が推進するサプライサイド改革前進のため、まずは総需要拡大を図る考えをみせるが、その対応を間違えば「ゾンビ企業」の延命措置と化す可能性をはらんでいることも懸念される。
- 統計局（政府）は足下の景気について「安定的」との評価を示しているほか、金融市場も落ち着いている。しかし、先月は貿易黒字を計上したにも拘らず外貨準備が減少に転じるなど海外への資金逃避を示唆する動きもみられる。経済規模の大きさもあり、切り口によって中国経済のみえ方は千差万別であるが、そのリスクの多さを勘案すれば、対峙するに当たってはリスクを前提にした取り組み方が必要と言えよう。

消費の底堅さ、公共投資や不動産投資に依存する投資など切り口によりみえ方は千差万別だが、リスクには要注意

- 昨年来、国際金融市場の混乱の源泉となることが少なくない中国経済だが、足下では公共投資や不動産投資が再び活発化することで景気の底入れが確認されるなど、一時懸念された中国経済が「ハードランディング」に陥るシナリオは後退しているように思われる。しかしながら、足下の状況は過去数年の中国経済が歩んできた道をなぞっているに過ぎず、習近平政権が発足以来強調している構造改革の道のりは一進一退の様相を強めており、国内・外で同国経済の最重要課題と捉えられている様々な「過剰」に関する問題は依然として手付かずの状態が続いている（詳細は9日付レポート「[中国、「過剰問題」解消の道筋はみえず](#)」をご参照ください）。足下における輸出・入を取り巻く環境に加え、物価を巡る動向についても中国経済が様々な矛盾を抱えながら前進している様子うかがえるものの、当局が目指す個人消費を中心とする内需主導による経済成長実現に向けた道筋は少しずつ立ちつつある模様である。個人消費を裏打ちする5月の小売売上高は前年同月比+10.0%と前月（同+10.1%）から伸びが減速したものの、同時期にお

図1 小売売上高(前年比/実質ベース)の推移

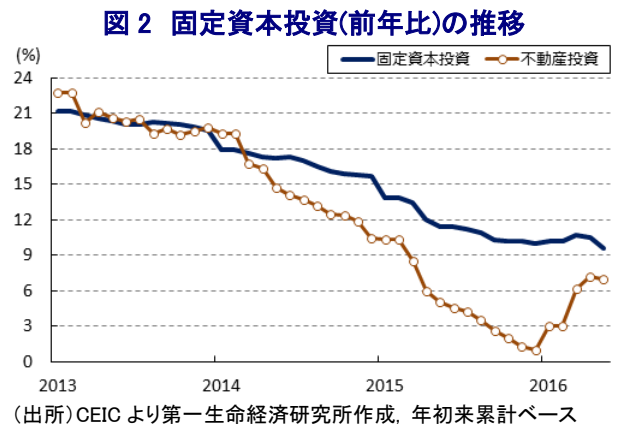


けるインフレ率の減速（同+2.3%→同+2.0%）を勘案すれば、実質ベースでは伸びが加速している。前月比も+0.76%と前月（同+0.79%）から名目ベースで上昇ペースは鈍化したものの、食料品を中心に消費者物価の上昇圧力が後退していること（同▲0.2%→同▲0.5%）を加味すれば実質ベースでは拡大基調を強めている。内訳をみると、依然として党中央が主導する反腐敗・反汚職運動の影響で高額消費、特に宝飾品などに対する需要は大きく落ち込んでいるほか、過去数年の原油安にも拘らず「環境保護」を名目に国内での原油需要抑制を図るべく燃料価格を据え置いてきたことから石油関連需要は伸び悩んでいる一方、このところの大都市部を中心とする住宅需要の盛り上がりを反映して家具や建築資材関連を中心に大幅に伸びが加速している。さらに、昨年秋に実施された小型車に対する減税措置で年末にかけて押し上げられた自動車販売には年明け以降一服感が出ていたものの、利下げをはじめとする一段の金融緩和も追い風に勢いを再び取り戻す動きをみせており、個人消費の押し上げに繋がっている。足下の伸びをみる限りかつてに比べて個人消費の勢いは乏しい展開になっている可能性は否めないものの、物価が落ち着いた推移をみせるなかで一定以上の所得階層を中心に消費は底入れしつつある。また、長期に亘る金融緩和に伴い金融市場は「カネ余り」の状態にある上、金利水準は低位に留まるなか、足下ではP2P金融をはじめとするインターネットを通じた新たな手段に拠る資金調達が活発化しており、個人消費を喚起している可能性が出ている。こうした動きは個人消費を喚起する当局の思惑に沿った側面がある一方、P2P金融を巡ってはその半分以上が問題を抱えるといった事態に直面している。P2P金融の規模は銀行融資全体と比較してその1%にも満たない水準に留まっており、銀行システムを揺るがす事態となる可能性は低いものの、昨年1年で融資規模が4倍と急速に拡大していることを勘案すれば、早期に業界全体の健全性を高める必要があることは間違いないと言えよう。

- その一方、ここ数ヶ月に亘って景気の押し上げ役に再び上ろうとしてきた固定資本投資は、1-5月ベースで前年同月比+9.6%と前月（同+10.5%）から大幅に減速して約15年半ぶりに一桁の伸びに留まるなど下押し圧力が掛かっている。前月比も+0.49%と前月（同+0.53%）から拡大ペースが一段と鈍化しており、川上の

物価に当たる生産者物価については、過去数ヶ月に亘る原油をはじめとする国際商品市況の上昇を受けて上昇基調が続いている（同+0.7%→同+0.5%）ことを勘案すれば、投資を取り巻く環境は厳しさを増していると考えられる。なお、内訳をみると民間投資が前年同月比+3.9%と一段と伸びが鈍化しており、とりわけ当局が経済成長のけん引役として期待するサービス業を中心とする第3次産業は同+2.2%と足を引っ張っているほか、製造業や鉱業部門などでも軒並み投資が手控えられている

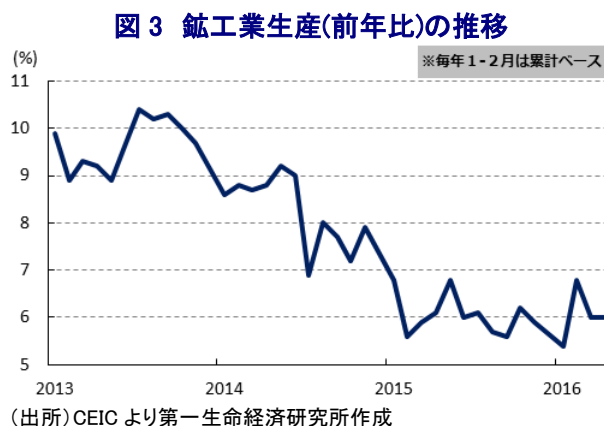
様子が見えてくる。その一方で国有企業による投資は前年同月比+23.3%と高い伸びをみせており、鉄道や道路といったインフラ投資のほか、サービス関連でも投資の高い伸びが確認されるなど、足下の中国経済は全般に亘って「国進民退」色が一段と強まっている事情も垣間見える。こうした動きは3月に開催された全人代（全国人民代表大会）において、習政権が「サプライサイド改革」による様々な過剰状態の解消のほか、国有企業改革による「ゾンビ企業」の淘汰を通じて同国経済の健全性を高めるとの考えをみせてきた方向とは『真逆』を向いている。この点は、統計局自身が「民間投資の押し上げには公的部門の一段の開放が必要」との見解を示していることにも現われている。また、昨年末以降底入れが進んできた不動産投資については、1-5



月ベースで前年同月比+7.0%と前月（同+7.2%）から伸びは鈍化するなど頭打ちの兆しが出ているものの、オフィス関連や商業用不動産などを中心に投資は依然活発な展開をみせており、投資意欲の旺盛さをうかがわせる。不動産投資の動きを裏打ちする資金手当の内訳をみると、銀行などを通じた国内融資や海外からの借入は縮小している一方、個人による住宅ローンをはじめとする新たな資金調達手段が活発に利用されている様子が見えるなど、個人消費と同様に高金利での資金調達が投資の原資に利用されている可能性も考えられる。

- 足下の中国経済を巡っては、物価安定や金融緩和の長期化が個人消費を下支えする動きがみられる一方、公共

投資や不動産投資を中心とする投資の活発な動きが景気全体を押し上げる動きがみられるなか、5月の鉱工業生産は前年同月比+6.0%と前月（同+6.0%）と同じ伸びとなり、前月比は+0.45%と前月（同+0.43%）からわずかに拡大ペースが加速する動きがみられる。上述のように個人消費が底堅い動きをみせていることに加え、公共投資や不動産投資を中心に投資が活発化していることを反映して製造業の生産は底入れの動きをみせており、生産を取り巻く環境は「当面の最悪期」を脱している



評することが出来よう。個人消費の底堅さを反映する形で自動車生産が底入れしているほか、公共投資の盛り上がりなどを受けてセメントの生産が拡大していることは、その動きがはらんでいるリスクを除けば素直に評価出来る一方、足下では鉄鋼製品や非鉄金属関連、石油製品をはじめとする化学関連などでも生産底入れの動きがみられるものの、生産が国内需要を大きく上回る水準となっている可能性はある。仮にこうした事情が表面化した場合、同国においては国内需要の余剰分を海外輸出に回す傾向が強いことを勘案すれば、アジアを中心に中国によるダンピングの圧力が強まることは避けられず、結果的に世界経済に悪影響を与えるリスクがある。先日開催されたG7伊勢・志摩サミットや、米中戦略・経済対話などでは中国の過剰設備並びに過剰生産問題が主要議題のひとつに挙げられており、この点は上述の通り党中央も構造改革の「一丁目一番地」のひとつに挙げているが、足下の状況は景気動向と同様に構造改革の面でも十分な成果を挙げる事が出来ていないことを示している。先月に共産党の機関紙である人民日報に登場した「権威人士（権威ある人物）」による政府の経済政策に対する批判的見解を示すインタビュー記事と、その前後に政府（国務院）が示した足下の経済及び景気状況に対する認識が真っ向から異なったことで、国内外では共産党中央における『派閥闘争』などと揶揄する動きもみられるが、足下の状況は些か「構造改革」よりも「景気」に重点がシフトしていることを示している可能性がある。この点は、統計局が構造改革の必要性を認識しつつも「総需要を拡大しながらサプライサイド改革を推進する」との考えをみせていることにも現われている。他方、足下の総需要拡大策はともすればゾンビ企業の「延命措置」と化すリスクをはらんでいることには引き続き注意が必要である。

- 統計局は5月の一連の経済統計を元に、4-6月期の同国の景気について「安定的」との見通しを示すとともに、先行きについては「米国の利上げ実施に対する準備が出来ている」として外的要因による影響を極小化するための準備は充分との考えをみせている。事実、年明け直後には株式市場におけるサーキットブレーカーを巡るトタバタのほか、景気の下振れ懸念が台頭したことも重なり、中国発により国際金融市場が大きく動揺する場面がみられたものの、足下ではその様相の如何に拘らず景気に底入れの動きが出ていることで中国発によるリスクは意識されにくくなっている。しかしながら、ここもとの景気の押し上げ役になっている不動産投資

を巡っては深圳や上海など大都市部を中心にバブルの再燃が意識されている上、上述のようにリスク志向の高い資金が流入している可能性を勘案すれば、先行きについては相場の動向によって大きく揺さぶられることが懸念される。足下の人民元相場については米ドルに対して下落基調を強める動きをみせているものの、当局は人民元相場について13通貨で構成される「通貨バスケット」の動きを重視する考えを強調しており、必ずしも対米ドルでの動きのみを注視する必要性は後退しているとみら

れる。ただし、金融市場が比較的落ち着いた状況にあった上、5月の貿易黒字幅は前月を上回っていたにも拘らず外貨準備高が3ヶ月ぶりに減少（前月末比▲279億ドル）に転じたことは、海外資金の流出懸念が再燃している可能性を示唆している。香港からの輸入額が過去3ヶ月に亘って前年比ベースで100%を上回る高い伸びが続いていることから（5月は同+242.6%）、一部にいわゆる「偽輸入」を通じて外貨を持ち出す動きが活発化していることを警戒する声もあるが、仮にこうした動きが実在しているとすれば先行きの中国経済を取り巻く環境は一段と厳しさを増すことも懸念される。中国経済をみる「切り口」に拠っては良いところと悪いところが混在する状況が続いているなか、ここ数年で経済規模が大幅に拡大していることを勘案すればみる分野を通じて全体像を推し量るしかないものの、その健全性に疑問が生じる点が少なくないことを勘案すれば、先行きにおけるリスクを念頭に置いた対応が必要になっていると言えよう。

以上

図4 外貨準備高の推移

