

## ますます「全体像」が見えにくくなる中国経済

～可能性もリスクも潜んでおり、慎重な見極めが不可欠に～

発表日：2016年11月14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)

- 足下では世界経済の底入れを示唆する動きが出ており、アジア新興国のなかには輸出の底打ちを果たす国もみられるが、中国の外需は依然低迷が続くなどその波に乗れていない。こうした動きは足下の生産が底這いで推移していることにも現われている。一部に生産拡大の動きがみられるも、政府の景気下支えが押し上げに寄与していることを勘案すれば、その一巡後には需給が再びダブつく可能性にも注意が必要だ。
  - 外需が景気の重石となるなか、政府の景気下支え策は投資を押し上げる効果を生んでいる。足下では民間企業も投資を底打ちさせるが、依然として公的部門への依存度が高いなど世界金融危機後の投資拡大局面と類似するところも多い。また、規制強化の動きにも拘らず不動産投資も加速しており、その背後にシャドーバンキングの存在も懸念されるなど、中国経済を巡る「火種」は引き続きくすぶっていると見える。
  - 政府主導で経済の構造転換への意欲を示す動きはみられるが、個人消費は伸び悩んでおり、先月開催された六中全会が影響した可能性もある。なお、今月実施された「独身の日」商戦の売上は高い伸びをみせるなど、消費市場が縮小したとは言えない。高所得層は確実に拡大する一方、近年の経済成長の背後で格差が拡大するなど社会不安の種も拡大するなか、同国消費市場を把握することは一段と難しくなっている。
  - 切り口によって中国経済の見え方は千差万別であり全体像を把握しにくく、同国経済は可能性とともにリスクも大きい。リスクの極小化が必要ななか、六中全会では習氏への権力集中が進み、来年にはその次の世代も判明する為、経済構造改革が着実に前進出来るかを占う重要な局面を迎えつつあると言える。
- 足下の世界経済を巡っては、米国や欧州をはじめとする先進国経済が底堅い景気拡大を続けるなか、こうした動きが多くの新興国経済にとって外需の底入れを促す動きに繋がっているほか、OPEC（石油輸出国機構）による減産合意などを背景に原油をはじめとする国際商品市況が底入れしていることも追い風に資源国景気にも底打ち感が出る展開が続いている。ただし、このように世界経済が落ち着きを取り戻している要因には、このところの国際金融市場がここ数年のような混乱に巻き込まれることなく落ち着いた推移を続けていることが大きく影響していると考えられる。特に、昨年から今年の年明け直後にかけては中国発による懸念材料が表面化することで国際金融市場が大きな動揺に見舞われる事態が度々繰り返されてきたが、足下では中国金融市場を巡る不透明感にくすぶるものの、そのことが直接的な市場の材料となる事態は避けられている。こうした動きは外国人投資家を中心に資金流出圧力を強めるとの懸念を反映してオフショア市場で人民元の対ドル為替レート下落が進むなか、当局は「閉鎖的」とされるオンショア市場での人民元安を進めることで両者の乖離を縮小させる一方、野放図な人民元安を食い止めるべくオフショア市場において人民元買いによる為替介入を展開しているとみられ、結果的に外貨準備が減少する事態を招いている。こうした対応は中国当局が「身を削る」対応で金融市場に動揺が広がる事態を避けていると捉えられ、現時点においては当局の力づくの対応が奏功していると評価することが出来る。ただし、このところの人民元安にも拘らず世界的にみればユーロや英ポンド安が進行していることが影響して人民元の実効レートは過去4ヶ月以上に亘って「横這い」での推移が続いており、輸出競争力の向上には繋がっていない。こうした動きは足下における中国の輸出の伸びが他のアジア新

興国などでみられるように底打ちとは程遠い動きをみせるなど、外需主導による景気の底入れを難しくする一因になっていると考えられる（詳細は8日付レポート「[中国市場を巡る「狐と狸の化かし合い」](#)」をご参照下さい）。このような外需の弱さは中国国内における生産の足かせとなる状況が続いており、10月の鉱工業生産は実質ベースで前年同月比+6.1%と前月（同+6.1%）から横這いで推移し、前月比こそ+0.50%と前月（同+0.46%）からわずかに拡大ペースが加速する動きがみられるものの、依然として力強さに乏しい展開となっている。

なお、生産鈍化が一番顕著に現われているのは昨年10月に始まった小型車に対する減税の影響で過去1年間に亘って押し上げられた自動車生産に反動が出たほか、当局主導による減産圧力に伴い石炭やコークスなどの生産にも下押し圧力が掛かり、生産の足かせとなる動きがみられる。その一方、韓国製スマートフォンの販売停止措置を受けて中国メーカーで増産の動きが活発化しており、スマートフォンや関連する集積回路の生産は大幅に加速するなど、分野によっては生産拡大をけん引する動きもみられる。また、政府によるインフラ投資を中心とする景気下支え策を受けてセメントの生産は堅調なほか、鉄鋼や非鉄金属関連の生産も底堅く推移するなど、政策誘導が生産を下支えする様子も垣間見られる。なお、世界的なデフレーション圧力の一因と目されている石油製品関連の生産量は依然として伸びが加速したほか、エチレンをはじめとする化学製品関連の生産も底入れが進んでおり、そうした懸念は依然くすぶっている。足下ではインフラ投資や不動産投資の堅調さが国内の鋼材需要を押し上げているが、こうした動きが一巡した後は再び需給が緩むことで国際市場に同国発の安価な鋼材が流入する可能性もくすぶる。その意味においては、足下の中国の生産の動きは両手離しで喜べる状況にはなっていないと言えよう。

- 外需を巡る不透明感が生産の重石となるなか、過去数ヶ月に亘っては固定資本投資の拡大が生産を下支えする展開となってきたが、10月についても前年同月比+8.3%（年初来）と前月（同+8.2%）から加速しており、当研究所が試算した単月ベースでも伸びが加速するなど底入れが進んでいる。なお、前月比は+0.58%と前月（同+0.59%）からわずかに拡大ペースが鈍化しているものの、緩やかな拡大が続くなど比較的底堅い動きをみせている。

投資主体別では、これまで投資をけん引してきた国有企業の動きに頭打ち感が出ている一方、長期に亘って低迷が続いてきた民間企業で底入れする動きがみられるものの、そのペースには大幅な格差があることから公的部門が主体的な動きをみせる状況は変わっていない。さらに、中央政府が主導するインフラ投資にも頭打ち感が出ている一方、地方政府が主導する建設投資が一段と底入れする動きもみられるなど、世界金融危機直後に当時の胡錦濤政権が打ち出した大規模景気対策のよ

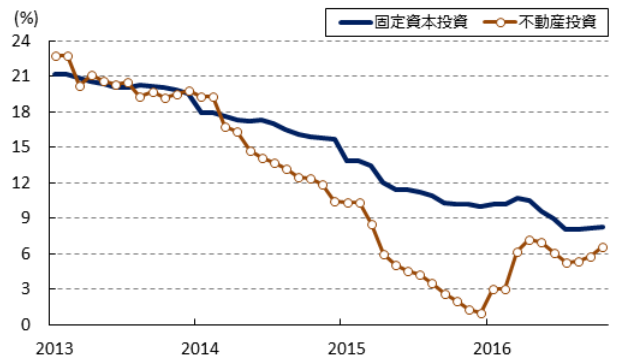
うに、地方政府が率先して足下の投資拡大を後押ししている様子もうかがえる。その上で、投資の内訳をみると既往のプロジェクトに伴う進捗以上に新規プロジェクトの進捗の伸びが加速する動きがみられるなど、新た

図1 鉱工業生産(前年比)の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 固定資本投資(前年比/年初来)の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

な建設計画に基づく動きが広がっている模様である。なお、分野別では製造業を中心とする第2次産業では投資の伸びが鈍化しており、金属や非鉄金属関連のほか、化学関連などを中心に製造設備の過剰感が懸念される分野で設備投資を手控える動きが続いているとみられる一方、サービス業をはじめとする第3次産業で投資の伸びが加速する動きがみられる。直近の景況感の動きをみると、サービス業で底堅い動きが続くなか、政府による景気下支え策の効果を受けて製造業の景況感が急速に改善する展開となっているものの、製造業については生産拡大に向けた設備投資の増強といった動きには繋がっていないと判断出来る。また、ここ数ヶ月の投資の動きをみると不動産投資が再び活発化する展開が続いているが、10月は前年同月比+6.6%（年初来）と前月（同+5.8%）から伸びが加速しており、住宅のみならず、オフィスや商業用不動産のすべてで伸びが加速するなど投資が一段と活発化している。不動産市況を巡っては大都市部を中心に市況がバブル化するなか、足下では地方都市にもその動きが広がりを見せており、10月初旬の国慶節の期間中に投資規制を強化する動きが相次いで出たことで下押し圧力が掛かるとの見方はあったものの、現実には依然として伸びが加速するなど効果が現れていないことが明らかになった。また、不動産投資の原資としては引き続き保証金や前払い金の伸びが高い一方、足下では住宅ローンの伸びが再び大きく加速しており、低金利環境が長期化するなかでキャピタルゲイン狙いの投機資金が流入している可能性も残る。世界金融危機後の大規模景気対策を受けて非金融部門に対する国内信用の規模は経済成長を上回るペースで拡大が続いてきた結果、足下ではGDP比で200%を上回るなどバブル崩壊の「危険水域」に達しつつあるとの見方も強まるなか、景気下支えを図る一方で過剰投資が引き起こす新たなリスクにも目配せが必要になっている。当局による監視強化の動きにも拘らず、足下の債務膨張には依然として「シャドーバンキング」の存在も影響しているとみられるなど、中国経済を巡る火種はくすぶり続けていると言えよう。

- 政府による景気下支え策の効果で足下の生産が押し上げられる一方、習近平政権は発足当初から経済成長のけん引役を外需から内需へ、内需のなかでも投資から個人消費にシフトさせることで同国が持続可能な経済成長を実現出来るべく構造改革を進める姿勢を前面に打ち出してきた。しかしながら、足下の個人消費は力強さを欠く展開が続くなど、経済成長をけん引する状況には必ずしもなっていない様子が確認された。10月の小売売上高（社会消費支出）は名目ベースで前年同月比+10.0%と前月（同+10.7%）から伸びが減速しており、実質ベースでも同+8.8%と前月（同+9.6%）から一段と減速基調が強まるなど下押し圧力が掛かっている。前月比も+0.71%と前月（同+0.81%）から拡大ペースが鈍化しており、前月が生鮮食料品を中心に物価上昇圧力が急速に高まったことや当月はその反動で物価に下落圧力が掛かったことを勘案すれば、実質ベースでは拡大基調を強めていると判断出来るものの、力強さに乏しい展開は続いている。昨年10月に始まった小型車に対する減税措置の影響が一巡した反動で自動車販売の伸びが鈍化したほか、月末に開催された六中全会（共産党第18期中央委員会第6回全体会議）を控えるタイミングで党中央による反腐敗・反汚職の動きが活発化するなか、外食関連の消費に下押し圧力が掛かり、宝飾品などの高額消費にも重石になった可能性がある。また、これまで高い伸びが続いてきたスマートフォンをはじめとする通信機器関連についても、中国製の安価な商品の普及が進んでいるなかで売上高を下押しして

図3 小売売上高(前年比/実質)の推移





いるとみられるほか、日用品を中心にディスインフレがくすぶるなかで消費額そのものに下押し圧力が掛かっている可能性はある（詳細は9日付レポート「[中国のディスインフレ懸念は後退したか](#)」をご参照下さい）。ただし、今月11日に電子商取引大手が実施した「独身の日」にまつわるオンラインショッピングイベントにおいて、同社の流通総額は前年実績の3割超となる1207億元に達するなど、同国の消費市場が全体として縮小傾向にあるとは考えにくい。昨年の同商戦による売上は11月全体の社会消費支出の1日分に相当する額であったことを勘案すれば、オンラインショッピングが実店舗との間でカニバリ（共食い）状態にあると考えることが出来るものの、今年は明らかにその水準を大きく上回っている。なお、同商戦は今年で8回目となるなど恒例行事化していることもあり、過去数ヶ月に亘って不要不急の消費を抑える一方で同商戦に消費が大きく雪崩れ込んだ可能性も考えられる。事実、オンラインショッピングを通じた消費は10月も前年同月比+25.7%と全体を大きく上回る伸びで拡大しており、小売売上全体に占める割合も徐々に上昇するなど存在感は急速に高まっている。とはいえ、ここ数年に亘って景気が減速感を強めるなかで家計部門の所得の伸びは以前に比べて鈍化するなど、足下においては財布の紐が堅くなるなど節約志向が強まっているとされる。ある調査などによると、昨年時点における中国国内の富裕層（保有資産が100万ドル以上）の人口は361万人に上るなどわが国（113万人）の3倍強に達しているほか、中所得者層（年間の可処分所得が1万ドル以上）以上の人口も1億人に達するなど消費意欲が旺盛な階層は着実に拡大している一方、急激な経済成長の歪みとして貧富の格差が拡大しており、社会不安の種となる懸念もくすぶる。このように中国の消費市場は全体として緩やかな拡大を続けている一方、その内実についてはセクターなどによって千差万別の状況にあると判断出来る。

- このように足下の中国経済は「切り口」によって見え方がまったく別のものとなる状況が続いており、非常に全体像を捉えることが難しくなっている。それだけに依然として成長のポテンシャルは高いと見込まれる一方、その背後に潜むリスクも着実に拡大しており、その悪影響を如何に極小化することが出来るかが中国と付き合いしていく上で重要になる。特に、わが国にとっては他の先進国などと比較して距離的な近さもあって経済的な影響の受けやすいことを勘案すれば、中国政府が取り組もうとしている「構造改革」が着実に正しい方向に前進することが望まれる。先月開催された六中全会においては、習近平氏が共産党における「核心的指導者」となることが決定されるなど、集団指導体制を維持しつつも他の常務委員に比べて一段上の立場となり、同氏に権力が集中することが予想される。習氏及びその周辺はイベントの度に「構造改革」の必要性を口にしてはいるものの、その内実は総書記就任当初に掲げたスローガンである「中国の夢」の実現を目指すツールとして構造改革を口にしてはいる可能性がある。折しも、先日行われた米国の大統領選においてドナルド・トランプ氏が次期大統領となることが決定し、選挙戦を通じて同氏は中国に対して様々な形で厳しい注文をつけていたことを勘案すれば、これまでのような「騙し騙し」の対応が難しくなることも懸念される。経済規模はすでにわが国の倍以上となるなど、経済の体躯は極めて大きくなっている一方、国有企業をはじめとする公的部門を中心にその内実は極めて不透明が多く、上述のように実態の把握も難しいなど経済規模にふさわしい状況とはなっていない。来年秋の共産党大会においては、共産党首脳部に習氏の「次の世代（第6世代）」が加わるなど中長期的な中国経済を展望する上で重要な局面を迎えるなか、中国経済が本当の意味で持続可能な経済成長を実現可能な仕組み作りが出来るかが明らかになっていくことになろう。

以上