

堅調な中国の内需に「先喰い」懸念はないか

～減税やセールによる耐久財需要押し上げの影響には要注意～

発表日：2016年12月13日(火)

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)

- 足下の世界経済は先進国を中心とする堅調な景気拡大が新興国景気の底入れを促し、全体として底打ち感が出ている。金融市場では米大統領選を経て先進国を中心に活況を呈する一方、新興国では資金流出懸念がくすぶる。トランプ次期政権の政策予見性の低下が市場の動揺を招くなか、中国に対して強攻姿勢を打ち出す事態となれば、中国経済にとっては輸出をてこにした景気回復が難しくなることが予想される。
- 11月の輸出は年末商戦を反映して底堅い動きとなったなか、小売売上高の伸びも底打ちするなど内需の堅調さが確認された。ただし、これは小型車減税やECサイトのセールの影響で耐久消費財を初めとする高額品需要に「先喰い」が生じた影響が考えられる。よって、先行きはこの反動減が懸念されるほか、商品市況の高止まりはエネルギー消費を通じて実質購買力の下押しに繋がる可能性にも注意が必要である。
- 輸出の底堅さと個人消費の堅調さを反映して11月の生産は緩やかに加速している。ただし、生産者物価に比べてデフレータの伸びが緩やかであるなど統計に対する不透明感が残る。消費拡大を反映して半導体や自動車関連などで生産拡大の動きがみられ、公共投資の進捗は鉄鋼を初めとする建設資材の生産拡大を促した。他方、需要先喰いの顕在化は先行きの生産下振れを招く可能性もあるなどリスクもくすぶる。
- ここ数ヶ月に亘り中国経済の落ち着きを演出してきた固定資本投資は伸びが鈍化したが、依然として国営企業や地方政府などの公共投資がけん引役の状況は変わらない。民間投資に底打ち感が出ているが、足下の消費拡大を反映した範囲に留まる。購入規制を反映して不動産投資は頭打ちしたが、先行きは価格調整リスクが同国経済のみならず、世界経済の新たなリスク要因となる点には注意が必要だ。

- 足下の世界経済を巡っては、米国をはじめとする先進国経済の堅調な拡大が続くなか、この動きに呼応する形で新興国からの輸出に底入れの動きがみられるなど、世界経済全体に底打ち感がうかがえる展開となっている。また、国際金融市場においては先月の米大統領選における共和党のトランプ候補の勝利に加え、同日に実施された上下両院議会選でもともに共和党が過半数を維持したことで、大統領と議会の間の「ねじれ状態」が解消することとなり、年明けにも発足するトランプ次期政権下では政策運営が円滑化するとの見方が強まっている。特に、トランプ氏が公約として掲げてきた大幅減税やインフラ投資の実施は米国経済の押し上げに繋がると期待されるなか、これらの実現が財政状況の悪化を招くとの懸念も相俟って米国金融市場では安全資産（国債など）からリスク性資産（株式など）に資金が移動する動きが活発化するなど「リスク・オン」の様相を呈している。他方、米国での長期金利上昇は異例の低水準で推移、ないし沈没してきた先進国の長期金利を押し上げた結果、低金利状態の長期化を理由により高い収益を求めて新興国に流入してきた資金が逆流しており、新興国の金融市場では株式、債券、為替がすべて下落する「リスク・オフ」に直面した。ただし、通常において世界最大の輸入国である米国の景気拡大は、新興国にとって輸出機会の拡大を促すとともに通貨安による輸出競争力の向上も追い風に外需主導による景気回復期待に繋がりがやすい一方、トランプ氏が掲げる保護主義的な通商政策がこうした景気回復期待を削ぐことが懸念される。トランプ氏は選挙戦を通じて『アメリカを再び偉大な国に』のスローガンを掲げるとともに、足下における米国の貿易赤字の4割強が中国に起因していることな

どを理由に中国の通商政策や為替政策に対する攻撃姿勢を強める動きを示してきた。トランプ次期政権において仮にこうした姿勢が政策などに反映されることになれば、中国の外需に下押し圧力となることが懸念されるほか、ここ数年は中国経済との連動性を強めてきたASEAN（東南アジア諸国連合）をはじめとする他のアジア新興国にも悪影響が及ぶことも予想される。足下の新興国金融市場が直面している動揺はトランプ次期政権による政策の予見性が著しく損なわれていることが影響したもの

と捉えられる。直近の中国の輸出額は世界経済の底打ち期待を反映して底入れの兆しが出ている一方、米国との間で通商摩擦の引き金となることが懸念される鉄鋼製品やアルミニウムの輸出量には調整圧力が掛かるなど、一見すると当局による生産能力削減の動きが反映されたものと捉えられる。ただし、足下の中国経済は政府主導によるインフラを中心とする公共投資の拡充が景気を下支えする動きがみられるなか、これに伴って鉄鋼製品やアルミニウムに対する国内需要が拡大して輸出量の低下を促した可能性があることには注意が必要である。事実、11月の輸入額は前年を上回る伸びに転じるなど底打ちしているものの、輸入額の押し上げに繋がっているのは鉄鋼石や銅、石炭、原油といった資源の輸入量が拡大している上、これらの商品市況が軒並み上昇基調を強めていることが大きく影響している（詳細は8日付レポート「[中国の改善は本物なのか！？](#)」をご参照下さい）。その意味において、中国経済の外需が先行きにおける景気回復を促すけん引役となり得るかについては不透明なところが少なくないと判断出来る。

- 他方、中国国内の経済状況は比較的落ち着いた推移をみせている。国内における消費動向を示す11月の小売売上高は前年同月比+10.8%と前月（同+10.0%）から伸びが加速し、インフレ動向を差し引いた実質ベースでも同+9.2%と前月（同+8.8%）から伸びが加速しており、過去数ヶ月に亘ってインフレ率の加速などを理由に下押し圧力が掛かってきた個人消費の底打ちを示唆する動きもみられる。ただし、これは昨年10月に導入された小型車を対象とする減税措置が年末に終了することを受けて、いわゆる「駆け込み需要」が起きている影響が大きいとみられ、自動車販売台数の伸びが大きく加速したことが小売売上高の押し上げに繋がっている。前月比も+0.97%と前月（同+0.75%）

から上昇ペースが加速しており、消費者物価が前月比で2ヶ月ぶりに上昇に転じていることを勘案しても、前月とほぼ同じペースで拡大していることから比較的堅調な拡大が続いていると判断出来る。また、引き続きスマートフォンを中心に携帯電話の普及が拡大していることを受けて通信機器関連の売上の伸びも加速しているほか、家電製品を中心とする電気製品の売上の伸びも加速しており、耐久消費財全般で堅調な需要が続いている様子もうかがえる。さらに、習政権による反汚職・反腐敗運動の展開を反映して長期に亘って低迷が続いてきた宝飾品に対する需要にも底打ち感が出ているほか、化粧品や日用品の売上也に加速する動きがみられる。なお、家電製品をはじめとする耐久消費財や日用品に対する堅調な需要はインターネットを通じた取引の拡大が

図1 米国の貿易赤字の推移

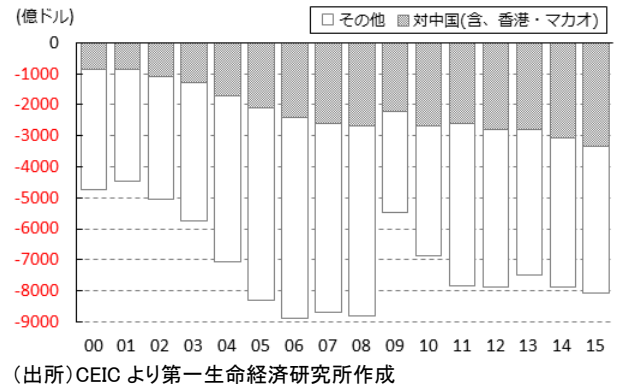
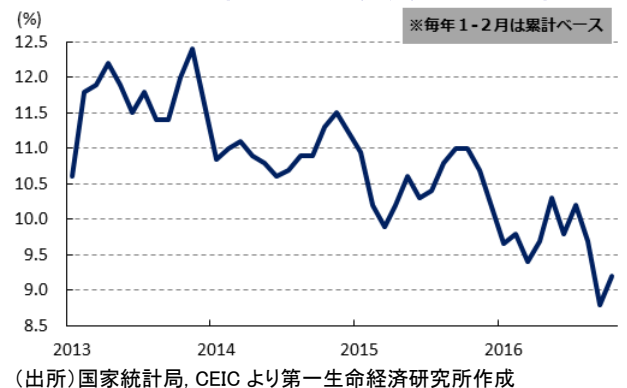


図2 小売売上高(前年比/実質ベース)の推移



貢献している可能性もあり、インターネットを通じた小売売上高は 11 月時点で 1 月からの累計ベースで前年同月比+26.2%と小売全体（同+10.4%）を大きく上回る高い伸びを示しており、インターネット取引の拡大が実店舗取引との間で「カニバリ（共喰い）」を起こしている状況もうかがえる。というのも、11 月 11 日は「独身の日」として同国内のインターネット取引会社が挙ってセールを展開するなか、同国最大のインターネット通販企業の取引総額が 1207 億円（前年比+32%増）と大きく拡大したことに現われている。しかしながら、自動車減税の終了を見越した駆け込み需要同様、セールを

期待した耐久消費財に対する売上の押し上げは需要の先喰いにはかならないことを勘案すれば、先行きについてはその反動が下押し圧力となって現われる可能性に注意が必要である。また、足下では O P E C（石油輸出国機構）による減産合意を反映して原油相場が堅調に推移しており、この動きなどに伴って川上での物価上昇圧力が高まる動きがみられ、ガソリン価格が上昇しているなか、これらの消費額の大幅加速が小売売上高を押し上げている。他方、当月については耐久消費財をはじめとする高額消費に対する需要が軒並み加速している一方、食料品など生活必需品に対する需要のほか、外食関連の支出にも依然として調整圧力が掛かるなど不透明な動きもみられる。11 月の輸入においても国内需要の堅調さを裏付けるような動きが確認出来なかったことを勘案すれば、先行きの小売売上高に下振れ圧力が高まることも予想される。

- しかしながら、外需に底入れの動きが出ていることに加え、国内消費も堅調な推移をみせていることは国内における生産の底堅さを促しており、11 月の鉱工業生産は前年同月比+6.2%と前月（同+6.1%）からわずかながら伸びが加速し、国家統計局が発表する物価の影響を除いた実質ベースでも同+6.2%と前月（同+6.1%）から伸びが加速している。前月比は名目ベースで+0.51%と前月（同+0.50%）とほぼ同じペースで拡大しており、比較的堅調な拡大を続けていると判断出来るものの、足下では中国国内における需要拡大や先物市場における投機の動きを反映して鉱物資源価格が軒並み上昇しており、生産者物価も加速する動きがみられるにも拘らず（詳細は 9 日付レポート「[中国に起因する資源高はどうなるか](#)」をご参照下さい）、生産部門が直面するデフレータがゼロ近傍で推移しているとする国家統計局

の計算には合点がいかないところが大きく不透明感が残る。したがって、資源関連企業を中心に生産に下押し圧力が掛かっているほか、コスト増が収益環境を圧迫している可能性にも注意が必要と考えられる。なお、公表値を元に足下の状況を判断すると、国内でのスマートフォンをはじめとする通信機器の堅調な需要を反映して半導体をはじめとする関連産業の生産が高い伸びをみせており、こうした動きはこれまで輸入に依存してきた韓国メーカーでトラブルが相次いだことを受けて、中国国内で内製化する動きが活発化していることも影響しているとみられ、増産に向けた産業用ロボットの生産も大幅に加速する動きにも繋がっている。他方、減税措置を受けて自動車販売の堅調さを反映して自動車関連の生産も大幅な伸びが続いているものの、年末の減税

図 3 自動車販売台数の推移

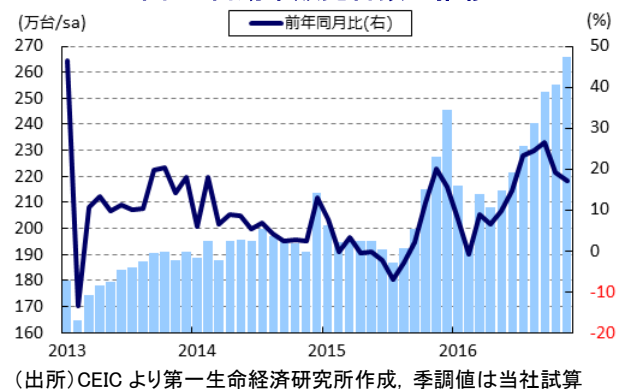
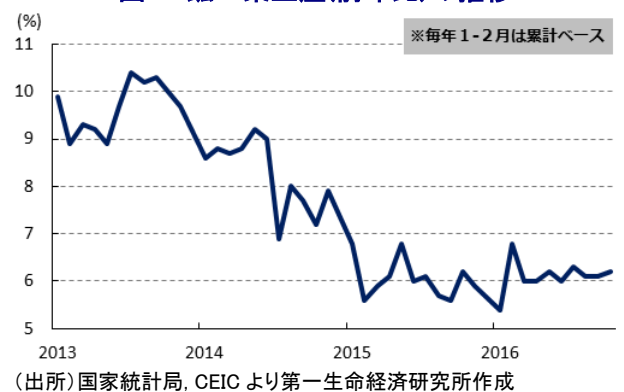


図 4 鉱工業生産(前年比)の推移

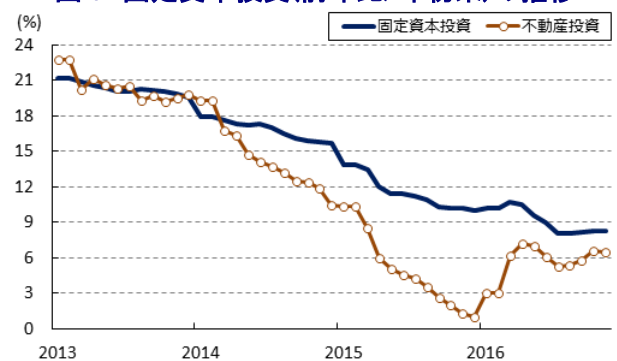


終了を見据えて徐々に伸びは鈍化しており、先行きについては一段と下押し圧力が掛かる事態も予想される。また、同国内における生産設備や在庫の過剰感が世界的なデフレーションを招くなどと懸念されている鉄鋼関連の生産については、インフラをはじめとする建設需要の拡大を反映して粗鋼や銑鉄の生産量の伸びは加速しているほか、セメントなどの建材関連の生産も加速している。アルミニウムをはじめとする非鉄金属関連の生産も鉄鋼関連同様に加速している。年内については公共投資の進捗が期待されることでこれらが輸出に回る可能性は低いと見込まれるものの、年明け直後には例年予算執行が停止することで進捗にも影響が出ることが予想されるなか、足下の生産拡大の動きが在庫調整を伴う形で進んでいなければ再び同国発によるデフレーション要因となることも懸念される。さらに、国内における需給のタイト化を反映して先物市場を中心に市況が上振れしてきた石炭については、政府が主導する形で価格抑制に向けて国内供給拡大に向けた取り組みを強化しており、徐々に生産のマイナス幅が縮小する動きがみられることから、今後は徐々に市況も頭打ち感を強めることが予想される。他方、足下で鉄鋼やアルミニウムに代わる形で世界的なデフレーション要因となることが懸念されている石油製品については日量換算の精製量が過去最高を更新するなど、独立系の小規模製油所（いわゆる「ティーポット」）の生産が依然として拡大基調にあることを示唆している。上述のように足下の国内需要が「先喰い」によって押し上げられている可能性を勘案すれば、先行きについては在庫などの過剰感が表面化することも予想され、結果的に生産の下振れを招くリスクは引き続きくすぶっていると捉えることが出来る。

- なお、ここ数ヶ月の中国経済の落ち着きを演出してきた固定資本投資については、11月は1月からの累計ベースで前年同月比+8.3%と前月（同+8.3%）から同じ伸びとなったものの、当研究所が試算した月次ベース

では伸びが鈍化しており、前月比も+0.54%と前月（同+0.55%）からわずかながら拡大ペースが鈍化する動きもみられる。足下における固定資本投資をけん引しているのは引き続き国有企業のほか、地方政府など公的部門が中心となっており、公共投資が投資の押し上げに繋がっている状況は変わっていない。しかしながら、生産設備の過剰感が懸念される国有企業は設備投資を手控えている模様であり、一方でインフラ関連を中心に新規投資や既存プロジェクトの進捗が投資拡大を促している様子が見えてくる。他方、長期に亘って低迷が続いてきた民間部門による固定資本投資は11月に1月からの累計ベースで前年同月比+3.1%と前月（同+2.9%）から伸びが加速しており、月次ベースでも伸びが加速するなど長期に亘って萎縮してきた投資意欲が改善しつつある。ただし、その分野をみると電力関連や自動車関連など足下で需要が堅調な分野に偏っているなか、政府は同国経済のサービス化による国内需要の拡大を目指しているにも拘らず、民間主体はサービス関連での投資を拡充させるような動きには繋がっていない。特に、建設関連で伸びが抑制される動きがみられ、これは10月初めの国慶節以降に多くの都市が不動産の購入規制を打ち出すなど、足下のバブル懸念の払拭に向けた対応を強化していることに対応しているものと考えられる。こうしたことから過去数ヶ月は底入れ感がうかがえた不動産投資は11月に1月からの累計ベースで前年同月比+6.5%と前月（同+6.6%）から伸びが鈍化しており、不動産販売の伸びも1年ぶりの低い伸びとなるなど購入規制が効果を挙げているものと捉えられる。ただし、不動産投資の資金調達手段に

図5 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

拡大を促している様子が見えてくる。他方、長期に亘って低迷が続いてきた民間部門による固定資本投資は11月に1月からの累計ベースで前年同月比+3.1%と前月（同+2.9%）から伸びが加速しており、月次ベースでも伸びが加速するなど長期に亘って萎縮してきた投資意欲が改善しつつある。ただし、その分野をみると電力関連や自動車関連など足下で需要が堅調な分野に偏っているなか、政府は同国経済のサービス化による国内需要の拡大を目指しているにも拘らず、民間主体はサービス関連での投資を拡充させるような動きには繋がっていない。特に、建設関連で伸びが抑制される動きがみられ、これは10月初めの国慶節以降に多くの都市が不動産の購入規制を打ち出すなど、足下のバブル懸念の払拭に向けた対応を強化していることに対応しているものと考えられる。こうしたことから過去数ヶ月は底入れ感がうかがえた不動産投資は11月に1月からの累計ベースで前年同月比+6.5%と前月（同+6.6%）から伸びが鈍化しており、不動産販売の伸びも1年ぶりの低い伸びとなるなど購入規制が効果を挙げているものと捉えられる。ただし、不動産投資の資金調達手段に

については銀行借入の伸びが加速しているほか、短期資金を中心とする様々な手段の多様化もこの押し上げに寄与しているなど引き続き注意が必要である。今月初めには国务院直属の組織である中国社会科学院傘下の財経戦略研究院が国内の主要都市について、足下の不動産価格が割高になっている上、先行きは下落する深刻なリスクがあるとの報告書をまとめており、銀行部門などを中心に担保の多くを不動産が占めている上、不動産セクターはレバレッジ比率の極めて高い業種であることを勘案すれば、この調整はバランスシート調整圧力となって金融市場全体で資金需給のタイト化を招き、結果的に景気の下押し圧力となることも懸念される。先行きの中国経済にとっては、上述の国内消費における先喰いの反動が表面化することも懸念される一方、このところの景気安定を演出してきたインフラ投資の一巡や不動産投資の鈍化は経済全体に与えるインパクトも大きいことを勘案すれば、この行方は同国経済のみならず国際金融市場を通じて世界経済にも様々な影響を与える可能性もあり、引き続き中国の動向から目が離せない展開になるであろう。

以 上