



## 中国の「安定」は手放して喜べる内容なのか

～「オールドエコノミー」偏重の構図は変わらず、「その後」への備えが重要～

発表日：2017年3月14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主導で循環的な回復が続くなか、新興国や資源国も落ち着きを取り戻すなど全体的に改善が続いている。「カネ余り」が続くなかで金融市場も落ち着いているが、年明け以降の中国の動きには不透明感もくすぶる。春節のズレが影響した可能性はあるが、2月の営業日が昨年比べて多いことを勘案すれば、貿易統計や物価の動きなどは中国経済が抱える複雑な構造問題が影響した可能性がある。
  - 習政権発足以降、中国は消費主導での「新常态」を目指す動きをみせるが依然道半ばである。1-2月の小売売上高は減税縮小による自動車販売の鈍化が足を引っ張り、実質ベースで前年比+8.1%と一段と減速した。堅調であったスマホなどの販売も鈍化するなか、高額消費に底入れ感が出るなど光明もある。ただし、自動車減税縮小の影響は今後も消費下押しの尾を引く可能性は高く、力強さを欠く展開が続こう。
  - 個人消費は力強さを欠く一方、引き続きインフラなどの公共投資や不動産投資が景気を下支えする展開が続く。1-2月の固定資産投資は前年比+8.9%に加速しており、低迷が続いた民間投資も同+6.7%に加速したがPPPによる押し上げの可能性には要注意である。また、抑制策にも拘らず不動産投資も加速感が強まっており、当局が目論む地方を中心とする過剰在庫問題の解消が進みにくい様子ももうかがえる。
  - 投資の活発化を受けて1-2月の鉱工業生産は前年比+6.3%に加速し、特にインフラや不動産に関連する資材生産が押し上げられている。ただし、これらは過剰生産能力を抱える分野であり、しばらくは当局による経済安定志向を反映して問題表面化は避けられようが、警戒すべきは「その後」と言える。その意味では、足下の中国経済の安定に「糠喜び」すべきでなく、国際協調路線で対峙すべき状況にあると言えよう。
- 足下の世界経済を巡っては、米国をはじめとする先進国を中心に堅調な景気拡大を続けるなか、中国ではインフラ投資などの公共投資や不動産投資の活発化などを背景に景気減速懸念が後退し、この動きに伴って国際商品市況が底入れしていることで資源国や新興国の景気に底打ちの動きが広がっており、循環的な回復局面にあると判断出来る。さらに、昨年末にかけてはOPEC（石油輸出機構）による減産合意に伴い長期に亘って低迷が続いてきた原油相場も底入れしており、それ以前には一部の産油国が財政状況の急激な悪化を理由にIMF（国際通貨基金）などに救済を求める動きもみられたものの、足下ではそうした流れは止まっている。また、依然として国際金融市場には先進国を中心とする量的金融緩和と政策の影響で大量の資金供給が行われてきた結果、世界的なマネーの規模はかつてない水準で推移する展開が続いている。国際商品市況の底入れなどを理由に世界的なデフインフレ基調に歯止めが掛かるなか、新興国においてもさらなる金融緩和に動く流れは止まりつつあるものの、米国Fed（連邦準備制度理事会）を除けば先行きも緩和基調が続く可能性は高いと見込まれる。こうした環境のなか、年明け以降の中国の経済指標を巡っては、製造業を中心に景況感の改善が続いている一方、サービス業では景況感が頭打ちするなど、業種ごとに景気の実感に対する跛行色が生まれる展開が続くなか、貿易や物価を巡る動きもまちまちの展開が続いており、その実態が掴みにくい状況が続いている。この背景の一因として春節（旧正月）の連休を挙げる向きは少なくないものの、今年の春節に伴う連休は昨年比べて10日程度前倒しされて2月への影響が小さいことを勘案すれば、2月の営業日数は昨年を上回るな

どプラスに寄与してもおかしくない。こうした状況にも拘らず2月の輸出額は米ドルベースで前年を下回る伸びとなっており、上述のように世界経済は緩やかな拡大を続けているにも拘らず、中国の輸出はその波に乗ることが出来ていない状態を指し示している。他方、企業の景況感などは先行きの輸出の回復を示唆する動きがみられるなど、世界経済の回復に伴って輸出も底入れする兆候がうかがえるものの、2月までの動きからは必ずしも中国経済がそうした状況とはなっていない様子がうかがえる（詳細は8日付レポート「[中国、「オールドエコノミー」回帰が進む実態](#)」をご参照下さい）。その一方、昨年後半にかけて公共投資や不動産投資などが下支え役となる形で景気減速懸念が後退するなか、その動きに伴う資源需要の拡大は川上における物価上昇圧力を招くなど副作用が生まれているにも拘らず、物価上昇が川下に転嫁されないなど奇妙な展開が続いている。春節の影響で1月は例外的にインフレ率が加速する動きがみられたものの、春節明けの2月にはその反動も重なってインフレ率は大きく減速しており、比較的高い経済成長が続く中国にも拘らず価格転嫁の動きが広がらないなど、構造的にデフレーションが深刻な状況にあることが確認されている（詳細は9日付レポート「[中国のデフレーション問題は根深い模様](#)」をご参照下さい）。こうした中国経済を巡る複雑な事情は、その他の経済指標の動きにも影響を与えている様子がうかがえる。

- 習政権の発足以来、共産党及び政府は中国経済が固定資産投資や外需が主導する形で成長を実現する形から、個人消費など内需がけん引する形に移行させることにより「新常态（ニューノーマル）」への適用を目指す方針を高らかに掲げてきた。当局はその過程において構造転換に伴う景気減速を一定程度容認する姿勢をみせてきたものの、足下の中国において景気減速懸念が後退している様子はこうした状況とは一線を画する動きにな

っていると考えられる。1-2月の小売売上高（社会消費支出）は前年同月比+9.5%と昨年12月（同+10.9%）から一段と減速し、物価の影響を除いた実質ベースでも同+8.1%と昨年12月（同+9.2%）から減速に歯止めが掛からない展開となるなど、厳しい状況が続いている。昨年末までを期限に実施された小型自動車に対する減税措置は今年末まで1年間延長されたものの、減税幅は半分に圧縮されたことなどに伴い自動車販売が前年比でマイナスとなるなど、消費全体を

大きく下押ししたことが影響したと考えられる。それ以外にも服飾関連や化粧品のほか、日用品関連で消費が鈍化する動きがみられる一方、不動産取引が活発化していることも追い風に家具や建築資材関連で底入れが進んでいるほか、これまで低迷が続いてきた宝飾品などの高額消費にも底打ち感が出ており、自動車の代替需要として高額消費が動いている可能性は考えられる。また、月次の動きをみると1月は前月比+0.51%と昨年12月（同+0.78%）から伸びが大きく鈍化するなど個人消費に下押し圧力が掛かったものの、2月には同+0.95%と前月の反動も重なり徐々に高い伸びとなるなど、今年は春節の時期が前倒しされたにも拘らず個人消費にとっては反ってプラスになっている様子がうかがえる。他方、自動車販売は小売売上全体の1割程度を占めることから、結果として減税措置は今年末まで延長されたものの上述の通り減税幅は圧縮されるなど、昨年のような押し上げ効果は期待しにくくなっていることを勘案すれば、個人消費が主導する形で経済成長を実現することのハードルは高まっている。さらに、現在開会中の全人代（全国人民代表大会）では、今年の経済政策の重要テーマの一つに「内需の潜在力向上（消費拡大）」が掲げられているものの、過去数年に比べて減税

図1 小売売上高(前年比/実質ベース)の推移

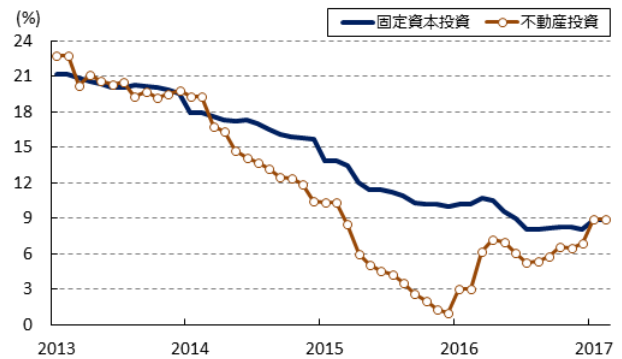


(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

など財政政策に依存した措置が採られにくくなっていることを勘案すれば、伸びが反転するような事態は見込みにくいと考えられる。その人口規模や一部の大都市などでは引き続き消費市場が活況を呈する動きが続くと予想されるものの、マクロとしてみた消費動態については力強さを期待することは難しいであろう。

- このように個人消費は引き続き力強さを欠くなか、足下の中国経済を下支えしているのは投資の動きに拠るところが大きいと捉えられる。1-2月の固定資産投資は前年同月比+8.9%となり、昨年同年（同+8.1%）を上回る伸びとなり、インフラを中心とする公共投資の進捗や不動産投資の活発化といった動きが引き続き景気を下支えしていることが示された。国有企業による投資が引き続き高い伸びを続けていることに加え、長期に亘って低迷してきた民間部門による投資の底入れも進み、民間部門による固定資産投資は1-2月に前年同月比+6.7%と昨年同年（同+3.2%）を大きく上回るペースで加速しており、製造業やサービス業などにおける設備関連などで幅広く投資の動きが活発化しつつある様子が見え

図2 固定資産投資(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

かがある。ただし、中国国内における民間投資のなかにはPPP（官民連携）によるインフラ投資が含まれるなど、これらは潜在的に不良債権化するリスクを抱えた投資である点には注意が必要である。さらに、公共投資については地方政府によるプロジェクトで進捗が一段と進んでいるほか、中央政府によるプロジェクトについても底入れが進んでおり、公共部門による経済活動が景気を下支えする展開は続いている。さらに、昨年は長期に亘る金融緩和政策を背景とする金融市場の「カネ余り」が続くなかで、一部の大都市を中心に資金流入が起こったことで結果として不動産投資が活発化する動きに繋がってきたことから、昨年末にかけては一転して投資規制をはじめとする動きのほか、年明け以降には金融政策も「やや引き締め」方向にスタンスがシフトするなど、資金流入に歯止めを掛ける傾向が強まっている。こうした状況にも拘らず1-2月の不動産投資は前年同月比+8.9%と昨年（同+6.9%）を上回る伸びとなるなど、引き続き不動産市場には活発な資金流入が起こっているほか、不動産関連企業による土地取得面積も約2年強ぶりに前年を上回る伸びとなるなど、様々な規制強化の動きにも拘らず不動産投資が活発化している様子が見え。こうした動きは不動産の販売面積の伸びに底入れ感が出ていることも合致しており、個人向け住宅以上にオフィスビルをはじめとする商業用不動産の取引が活発化していることにも現われている。なお、その資金源をみると金融政策が引き締め方向にシフトしていることを反映して銀行借入などの伸びが鈍化しているほか、シャドーバンキング（影の銀行）などを通じた資金調達にも頭打ち感が出る一方、海外資金や自己資金がその減少分をカバーする動きがみられるなど、金融市場における「カネ余り」が市場のバブルの温床となるリスクはくすぶっている。さらに、月次の動きからは昨年12月は前月比+0.71%と年末にかけて加速感を強める動きがみられたなか、1月（同+0.74%）及び2月（同+0.77%）は一段と加速感が強まっており、足下の景気がこれまで以上に投資に依存する傾向が強まっていると捉えることが出来る。

- このように年明け以降の中国経済は、個人消費に下押し圧力が掛かり、世界経済の回復にも拘らず輸出の伸びも一進一退であるなど力強さを欠く展開が続くなか、公共投資や不動産投資に対する依存度を強める傾向がみられるなか、鉱工業生産もこうした動きに沿った展開となっている。1-2月の鉱工業生産は前年同月比+6.3%と昨年12月（同+6.0%）から伸びが加速しており、国内において投資の動きが活発化していることが

生産の押し上げに繋がっている様子がうかがえる。企業別では、製造業を中心に国有企業のみならず、外国資本との合弁企業などで生産拡大の動きがみられるなど、大企業を中心に生産を拡大する傾向が強まっており、公共投資や不動産投資が活発化する動きの恩恵に浴しやすい分野があらためて浮き彫りになっている。年明け以降の自動車販売の伸び鈍化を反映して、自動車関連の生産に大きく下押し圧力が掛かっており、なかでも新エネルギー自動車の生産は前年を大きく下回

るなど自動車全体の足を引っ張る格好となった。さらに、これまで高い伸びの販売が続いてきたスマートフォンをはじめとする携帯電話についても、新商品の発売が一巡したことで販売そのものに頭打ち感が出ていることから生産の伸びが鈍化しており、パソコン関連の生産も引き続き前年割れの展開が続いていることは、関連部材の生産の足かせになっていると考えられる。他方、インフラなどの公共投資や不動産投資の活発化はこれらに関連する建設資材関連の生産押し上げに繋がっており、セメントの生産量が底打ちしているほか、鉄鋼や粗鋼、鋼材などの生産の伸びは軒並み底入れし、非鉄金属関連の生産の伸びも一段と加速するなど、国際商品市況の底入れなどに伴って中国国内の市況が改善していることも生産の追い風になっている。また、原油相場の底入れなどを受けた市況の改善に伴い小規模石油精製業者（ティーポット）による精製拡大の動きが広がりを見せつつあるなか、1-2月は石油精製量の伸びも加速して日量平均精製量は過去2番目に高い水準となるなど、中国が抱える過剰生産設備の問題の根深さを示唆する動きもみられた。なお、鉄鋼関連や石油精製関連と同様に過剰生産設備を抱える石炭については、政府が冬場の国内需要に応えるべく関連業者に対して生産拡大を促す動きを示したにも拘らず前年割れの展開が続いており、他の分野に比べると活況に乏しい展開が続いている。全人代において政府は、今年も鉄鋼や石炭の生産能力を一段と削減するほか、火力発電能力についても削減するなど過剰生産設備の解消に向けた取り組みを前進させる方針を示す一方、その背後にある過剰債務の圧縮に向けては慎重な姿勢を崩しておらず、スピード感を以って対応がなされるかは不透明なままである。当面については、政府が経済安定を重視する観点から景気下支えを図る可能性が高く、この問題が世界経済のかく乱要因として表面化する事態は避けられるとみるが、警戒すべきは「その後」である状況は変わらない。

- 中国当局は今年の経済政策の運営上「安定」を重視しており、足下においても表面上安定が示されていることは、世界経済にとって望ましいものであることは間違いない。しかしながら、足下の中国経済は引き続きいわゆる「オールドエコノミー」に依存した状況にあることを勘案すれば、こうした安定は持続可能なものではない点には注意が必要である。全人代において当局は様々なスローガン掲げるとともに、経済安定を図りつつ構造転換に向けた改革を前進させる考えをみせているものの、その内容をみると過去数年と大きく変わっていないことを勘案すれば、過去に謳った改革が進展していないと捉えることが出来る。その意味においては、足下における中国経済の安定に「糠喜び」するのではなく、その動向が如何なる方向に向かった場合にも対応可能な術を整えておく必要があり、そのためにも中国を交えた形で国際協調を図る必要性は高まっている。

以上

図3 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