



中国、「ニューエコノミー」の足取りは堅調を維持

～「オールドエコノミー」に頭打ち感も、構造転換を伴う内需の勢いは不変～

発表日：2017年6月14日(水)

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)

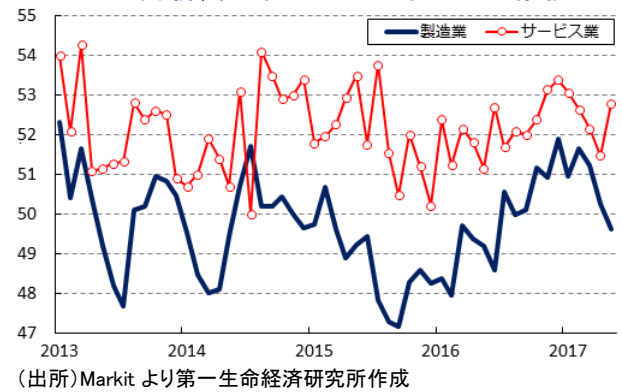
- 減速基調が続いた中国経済は、昨年以降持ち直しの動きをみせている。世界経済の回復による外需底入れや投資拡充の動きなどは、いわゆる「オールドエコノミー」主導による景気押し上げに寄与する一方、足下では頭打ち感が出ている。他方、サービス業の景況感は依然堅調さを維持しており、経済全体としても景況感は改善基調が続くなど、足下では「ニューエコノミー」が景気を下支えしている様子がうかがえる。
 - オールドエコノミーの頭打ちを受け、5月の鉱工業生産の伸びは前年比+6.5%と横這いで推移したが、前月比は鈍化している。国内需要が旺盛な分野では生産拡大が続く一方、重厚長大産業を中心に減産の動きが出ている。1-5月の固定資産投資の伸びは前年比+8.6%に減速し、PPP(官民連携)の活発化に伴い民間投資は堅調な一方、公的部門による投資は頭打ちした。不動産投資は金額こそ鈍化した、住宅向けを中心に建設面積は堅調な推移が続いており、潜在需要の旺盛さが建設を下支えしているとみられる。
 - ニューエコノミーの堅調さを反映して、5月の小売売上高の伸びは前年比+10.7%と横這いで推移したが、実質ベースで拡大基調が続く。スマホの普及や電子マネーによる決済拡大はインターネットを通じた取引拡大を促している。足下ではインターネット取引の裾野が大きく拡大しており、消費市場としての中国のダイナミズムの大きさに繋がっている。さらに、その潜在力は依然として大きいと捉えられよう。
 - 昨年来の中国経済の持ち直しの動きには一部変調の兆しが出ているが、サービス業を中心とするニューエコノミーの動きは前進が続く。中国金融市場の「カネ余り」は資本を通じた構造転換を促すと期待される一方、企業部門の債務水準は「危険水域」に近付いており、金融市場を取り巻く環境変化によるリスクはくすぶる。中国経済には大きな期待がある一方、金融市場を巡るリスクには引き続き注意が必要と言えよう。
- ここ数年の中国は景気減速が懸念される展開が続いてきたものの、昨年半ば以降は底打ちを果たし、持ち直しの動きが強まるなど、状況は大きく改善している。政府主導によるインフラ投資拡充の動きに加え、一昨年の中国株式市場を巡る混乱も収束し、長期に亘る金融緩和なども追い風に金融市場では「カネ余り」感が強まった結果、不動産市場への資金流入も活発化して投資が押し上げられた。さらに、欧米など先進国を中心に堅調な景気拡大が続いて世界経済が底打ちするなか、中国経済の持ち直しも追い風に世界経済は自律回復の動きを強め、これは長期に亘り低迷した中国の外需を押し上げる好循環に繋がった。一方、足下における中国経済の持ち直しの動きは、過去数年に亘り習近平政権が目指してきた「構造転換」とは真逆の方向を向いている可能性があり、これはいわゆる「オールドエコノミー」の動きの象徴とされた「李克強指数（銀行融資、鉄道貨物輸送量、電力消費量の伸びの合成関数）」が昨年以降急激に加速感を強めてきたことに現われている。
- ただし、年明けにかけて大きく加速感を強めた李克強

図1 「李克強指数」の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図2 財新製造業・サービス業 PMI の推移



指数は足下では一転して頭打ちしており、5月には製造業景況感も久々に好不況の分かれ目となる50を下回るなど、オールドエコノミーをけん引役とする景気底入れの動きには一服感が出ている。一方、年明け以降は製造業に歩を併せる形で頭打ちの兆候をみせてきたサービス業の景況感5月に上昇するなど勢いを取り戻しており、経済全体としての景況感50を維持するなど、景気は堅調を維持している。

- オールドエコノミーの頭打ちは、5月の鉱工業生産の伸びが前年同月比+6.5%と前月（同+6.5%）から横這いで推移したことにも現われている。前月比は+0.51%と前月（同+0.55%）からわずかながら拡大ペースも鈍化しており、年明け直後に掛けて拡大基調を強めてきた生産の動きに一服感が出ている。分野別では、年明け以降の小型車に対する減税措置の半減の影響により

生産に下押し圧力が掛かった自動車関連は依然低調な伸びが続いたが、そのなかで多目的自動車（SUV）や新エネルギー自動車などは高い伸びをみせており、需要の変化に応じた対応がうかがえる。さらに、世界経済の自律回復に伴う機械需要の拡大を反映して半導体生産は高い伸びをみせているほか、中国国内における自動化投資の活発化などに伴い産業用ロボットや工作機械関連の生産も拡大基調が続くなど、堅調な分野

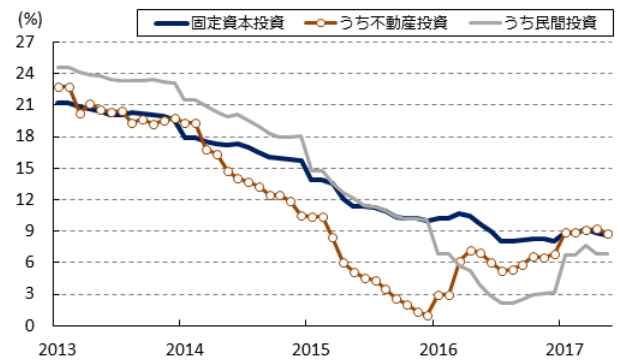
図3 鉱工業生産(前年比)の推移



は多い。その一方、これまで高い伸びをみせてきたスマートフォンの販売が供給一巡などの影響で頭打ちしていることから、生産が大きく鈍化しているほか、マイコン機器関連の生産も頭打ちしており、電気機械関連の生産には下押し圧力が掛かっている。また、昨年来の生産拡大の動きをけん引してきた鉄鋼関連や非鉄金属関連、化学製品関連といったオールドエコノミーの典型とされる重厚長大型の素材関連産業の生産は軒並み鈍化しており、足下の景況感の動向と合致している。なお、世界的に中国国内の過剰生産能力が懸念される石油製品関連については、生産が再び拡大基調を強めており、年明け以降の原油市況が調整模様を強めるなど原材料価格の低下で採算性が向上したことを背景に、生産拡大の動きを強めている可能性がある。また、足下では発電量の伸びが加速するなか、太陽光や風力、原子力など温室効果ガスの排出が低い分野で伸びが大きく加速するなど、中国国内における環境問題に対応した動きがみられる。他方、依然として火力発電の伸びも堅調な推移をみせており、この動きに歩を併せる形で天然ガスの生産量が伸びる一方、石炭生産量の伸びも大きく加速しており、石炭を巡る過剰状態の解消には不透明な動きもある。さらに、5月の輸入量を巡っては鉄鋼石や石炭、原油など鉱物資源関連の輸入量が軒並み拡大基調を強めており（詳細は9日付レポート「[中国、頭打ち懸念は残るも内・外需に底堅さ](#)」をご参照下さい）、先行きの減産圧力が弱まる可能性はある。特に、中国の重厚長大産業の動きは世界的な需給動向に大きく影響を与えやすいことから、先行きもこれらの動きに世界経済が一喜一憂させられる展開が続くと予想される。

- また、昨年来の景気持ち直しに主導的な役割を果たしてきた、インフラ関連や不動産関連を中心とする固定資産投資についても、足下では頭打ちの兆しが強まっている。1-5月ベースの固定資産投資の伸びは前年同月比+8.6%と前月（同+8.9%）から鈍化しており、当研究所が試算した単月ベースの伸びも2ヶ月連続で鈍化したほか、前月比も+0.72%と前月（同+0.75%）から拡大ペースに下押し圧力が掛かるなど頭打ちが鮮明になっている。内訳をみると、国有企業や中央・地方政府など公的部門による投資は一段と鈍化する一方、民間部門による投資には底堅さがみられ、公共投資の実施に関連してPPP（官民連携）が積極的に活用されていることも影響している。なお、分野別ではこれまで高い伸びが続いてきた第1次産業や第3次産業での伸びが鈍化している一方、第2次産業には底打ち感が出ている上、設備投資関連の投資に底入れの動きがみられ、省力化投資の動きが活発化している模様である。特に、製造業のうち電子機器をはじめとするIT関連のほか、足下で堅調な伸びが続く自動車関連、一般機械関連などで投資が活発化しており、これらについては先行きも堅調な生産が続くと見込まれる。他方、生産能力などの過剰が懸念される石炭関連や石油・天然ガス関連、非鉄金属関連などの投資は依然前年を大きく下回る展開が続いているものの、底打ちを示唆する兆候がみられるなど、今後の動きには引き続き注意が必要である。このところの投資拡大の一翼を担ってきた不動産投資の伸びは、1-5月ベースで前年同月比+8.8%と前月（同+9.3%）から鈍化したものの、住宅関連を中心に建設面積の伸びは加速するなど勢いは続いている。なお、不動産関連の景況感には頭打ちの兆しが出ており、大都市部などでの不動産投資規制や金融市場での引き締め動きなどを反映して、商業用不動産などを中心に投資が頭打ちしつつあることが影響している。ただし、その背後にある資金の動きは国内ローンの伸びが加速するなど、金融市場の「カネ余り」などを背景に不動産市場への資金流入が続いている様子もうかがえる。今後は、引き続き当局による規制の動きや金融市場を取り巻く環境などに左右される一方、足下では農民工を中心に都市から地方に戻る動きも活発化している模様であり、潜在需要の高まりなどを背景とする不動産投資は底堅い推移が続くと予想される。
- オールドエコノミーを巡る動きには総じて頭打ちの兆候がみられる一方、個人消費については底堅い動きが続いており、ニューエコノミーへの転換が着実に進んでいる様子がうかがえる。5月の小売売上高は前年同月比+10.7%と前月（同+10.7%）から横這いで推移したものの、前月比は+0.86%と前月（同+0.79%）からわずかながら拡大ペースが加速するなど、緩やかに底離れしている。なお、物価の影響を除いたベースでは前年同月比+9.2%と前月（同+9.7%）から伸びこそ鈍化しているものの、5月の消費者物価が前月比▲0.2%と前月（同+0.1%）から低下していることを勘案すれば、実質ベースでは前月比の拡大基調は強まっていると捉えられる。習政権が主導する綱紀粛正策などの影響で、高額消費のほか、外食関連など贅沢品に対する需要が抑えられる展開が続いてきたものの、年明

図4 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

図5 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

け以降は底入れの動きが強まるなど、その影響が一巡しつつある。また、年明け以降の小型車を対象とする減税措置の半減は一時的に需要の下押し圧力となったものの、足下ではSUVや新エネルギー車などで生産拡大の動きが活発化しているように、これらの需要は自動車需要を下支えしている。さらに、普及が一巡しつつあるスマートフォンなども、低価格品をはじめとする新製品発売や、農村など地方などでの需要の裾野拡大の動きが活発化していることも追い風に販売は高止まりしているほか、不動産需要の堅調さを追い風に家具・家財などの耐久消費財の売上も高い伸びが続いている。足下においては、スマートフォンの爆発的普及などに伴うインターネットを通じた取引が拡大しており、売上高の伸びは1-5月ベースで前年同月比+32.5%と前月（同+32.0%）から加速するなど、小売全体を大きく上回る伸びが続いている。結果、小売全体に占めるインターネット取引の割合は13.2%に上昇しており、これまで高い伸びが続いてきた日用品売上の伸びは頭打ちしつつある一方、食料品や衣料品などのほか、サービス関連の販売も加速するなど、その裾野は確実に拡大している。このようにインターネット取引が爆発的に拡大した背景には、通販大手やSNS（ソーシャル・ネットワークワーキング・サービス）大手などが提供する電子マネーを通じた決済手段の普及が大きな役割を担っており、中国国内ではありとあらゆる決済がこれらを通じて利用可能な状況にある。結果、大都市部などでは生活する上で現金がほぼ不要であるなど、個人消費を取り巻く環境は一変している。こうした決済手段の多様化のスピードに経済統計が追いついていない一方、シェアリングエコノミーの普及などによって様々な中間コストの転嫁が難しくなっていることは、消費者段階での物価上昇圧力が高まりにくい一因になっている可能性がある。地域別では、都市部に比べて農村部の方が高い伸びを示しているものの、都市部の消費規模は農村部の6倍以上であることを勘案すれば、都市部の消費を巡るダイナミズムは極めて高い。足下のサービス業の景況感改善にみられるように、消費市場としてみた中国は依然として高い潜在力を持っていると捉えられる。

- 昨年来の中国経済の持ち直しも追い風に、世界経済は自律回復に向けた歩みを進めてきたものの、足下ではその追い風となってきたオールドエコノミーの頭打ちなどをきっかけに変調の兆しが出ている。しかし、中国国内における個人消費をはじめ、構造転換によるニューエコノミーの動きは着実に前進しており、製造業などでの不透明感にも拘らず、全体としては堅調な景気拡大が続いている。なお、足下では中国国内におけるオールドエコノミーの鈍化などを背景に原油をはじめとする国際商品市況は頭打ちしており、これは昨年来の商品市況底入れに伴うコスト増が企業業績の足かせとなることが懸念された業種などでプラスに寄与すると期待される。他方、世界経済は先進国を中心に依然堅調な拡大を続けており、これは中国の外需押し上げに寄与するなか、先行きもオールドエコノミーの「延命」に繋がると期待される。ただし、企業部門が抱える債務水準は、過去にバブル崩壊を経験した国々と横並びで

図6 短期金利(SHIBOR1週間物金利)の推移



比較して「危険水域」に近付くなど、過剰状態が懸念されるなか、当局は金融機関に対してデレバレッジを促すべく金融政策の方向性を引き締め方向にシフトさせており、短期市場では資金需給がタイト化しつつある。足下では国際金融市場が落ち着きを取り戻しており、海外資金などを中心とする国境をまたいだ資本取引も安定しているものの、これは当局が実施した資本規制によって国内外を移動する資金の身動きが取れない状況が続いていることも影響している。結果、国内金融市場は「カネ余り」が起こりやすい環境となっており、状況

如何によっては資金流入が活発化することも予想され、中国の金融を取り巻く状況は依然として予断を許さない展開が続くと見込まれる。

以 上