



中国、一進一退の展開が続くも先行きには明るさ

～短期的に下押し材料が集まったが、先行きも堅調さが続く可能性は高い～

発表日：2017年8月14日(月)

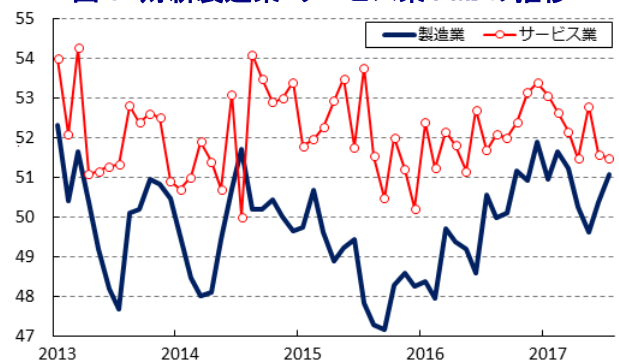
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 年明け以降の中国は製造業景況感の悪化に伴う景気下押しが懸念されたが、サービス業の好調が下支えする形で堅調な拡大が続いている。足下では製造業景況感が外需関連を中心に急回復する動きもみられ、貿易統計にもその兆しがみられる。他方、米中関係を巡る行方は両国のみならず世界経済にも様々な形で影響を及ぼすことでその動向が注目される一方、中国経済自体は一進一退の展開を続けると見込まれる。
 - サービス業景況感の頭打ちは消費など内需に悪影響を与えると懸念されたが、爆発的な普及が進むECを通じた個人消費は旺盛な展開が続く。他方、共産党や政府による「締め付け」は高額消費などの足を引っ張っている。一方の内需である固定資産投資も伸びは鈍化しているが、インフラ投資に堅調さがみられ、住宅関連を中心に不動産投資も底堅い。当局主導のデレバレッジ促進の動きは民間投資の重石になっているとみられ、足下の中国の内需を巡る動きは当局による政策動向に左右される展開が続いていると言える。
 - 内・外需ともに短期的に下押し圧力が掛かるなか、7月は鉱工業生産の伸びも鈍化している。ただし、過剰生産能力抑制の動きが足かせになる一方、世界経済の自律回復の動きや中国国内の省力化・自動化投資は生産拡大の動きに繋がっている。先行きについては明るい兆候もみられ、堅調な推移が続くであろう。
 - 今月初めには共産党指導部と長老が一堂に会する北戴河会議が開催された模様だが、その直前に「ポスト習」の筆頭格であった孫政才氏の失脚が明らかになった。習近平氏は側近の登用を進めるなか、秋の共産党大会は「ポスト習」を決める大会ではなく、習近平体制強化に向けた大会となる可能性は高まっている。
- 年明け以降の中国経済を巡っては、昨年来の景気持ち直しの原動力となってきた製造業の景況感が頭打ちし、一時好不況の分かれ目となる50を下回るなど景気の足踏みが懸念される状況となる一方、サービス業の景況感は一貫して50を上回る水準を維持しており、景気全体を下支えしている。結果、今年前半の中国の経済成長率は前年比+6.9%と底入れを示唆する動きが続いているほか、政府が掲げる成長率目標(6.5%前後)をも上回る水準を維持するなど、堅調な景気拡大が続いていることが確認された。さらに、足下では先進国を中心とする世界経済の自律回復が続くなか、製造業の景況感の外需に関連する指数を中心に急回復しており、再び50を上回る水準に戻るなど世界経済の回復の動きが中国経済を下支えする好循環がみられる。こうした動きは、近年中国経済に対する依存度を高めてきたアジアをはじめとする新興国経済の下支えに繋がるほか、年明け以降は伸び悩む展開が続いてきた国際商品市況の底打ちが促され、資源国経済にもプラスの効果を与えると期待される。中国経済の底堅さは世界経済の自律回復の動きを後押しすると見込まれ、足下で比較的落ち着いた展開をみせている国際金融市場にとっても追い風になるとみられる。直近7月の貿易統計からは、中国当局が進める生産及び設備を巡る過剰感の解消に向けた

図1 財新製造業・サービス業 PMI の推移

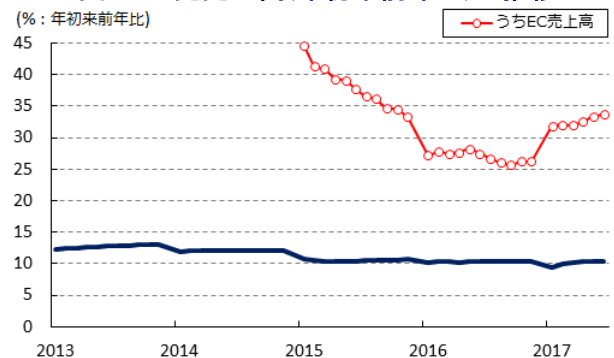


(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

取り組みが影響する形で下押しする動きがみられたものの、足下の製造業景況感には輸出向け新規受注を中心に回復の動きがみられるほか、先行きの輸出拡大への期待を反映する形で素材や部材などの輸入は底堅いなど、明るい材料がみられる（詳細は9日付レポート「[中国、貿易にも政策の影響が表面化](#)」をご参照下さい）。ただし、足下における中国の貿易黒字の半分以上が対米貿易黒字により計上されているほか、北朝鮮の金正恩（キム・ジョンウン）政権による相次ぐ弾道ミサイル発射に対応して国連安保理は今月初めに追加的な経済制裁を採択したが、その実効性を巡っては中国の動きが鍵を握る。こうしたなか、米トランプ政権は様々な形で中国に対して圧力を強めており、両国による動きが予期しない形に広がりを見せる事態となれば、その影響は両国経済のみに留まらないことは想像に難くない。また、足下では製造業景況感に急速な持ち直しの動きがみられる一方、ここ数年の中国経済を下支えしてきたサービス業の景況感には一服感が出ており、今年秋には5年に1度の共産党中央大会の開催を控えるなか、様々な面で共産党による経済活動への「締め付け」が表面化している可能性もある。その意味では、先行きの中国経済を巡っては共産党及び政府の動きに加え、米トランプ政権との関係や北朝鮮を巡る問題など、中国に絡む様々な要素が複雑にバランスし合うなか、経済面では一進一退の展開を続ける可能性が高いと見込まれる。

- 足下のサービス業景況感を巡っては、昨年以降続いてきた回復の動きに頭打ち感が出ており、上述したように共産党や政府などによる経済活動への「締め付け」の動きが影響している可能性が考えられる。こうした動きは個人消費などに影響を及ぼすことが懸念されるなか、7月の小売売上高は前年同月比+10.4%と前月（同+11.0%）から伸びが鈍化しており、物価の影響を除いた実質ベースでも同+9.6%と前月（同+10.0%）から減速して2ヶ月ぶりに一桁の伸びとなるなど下押し圧力が掛かっている。前月比も+0.73%と前月（同+0.91%）から拡大ペースが鈍化しており、7月の消費者物価が前月比+0.1%と前月（同▲0.2%）から3ヶ月ぶりにプラスに転じたことを勘案すれば、急速に下押し圧力が掛かっている可能性がある。他方、近年のインターネットなどの爆発的な普及などが後押しする形で拡大しているEC（電子商取引）を通じた小売売上高については7月も前年同月比+33.7%（年初来）と前月（同+33.4%）の伸びを上回るなど拡大基調が続いており、インターネットを通じた取引は依然として活発に推移している。この影響は、化粧品や日用品、医薬品関連などECを通じた取引が活発な財を中心に売上の伸びが好調な推移をみせていることにも現れている。なお、内訳をみると高額消費に頭打ち感が出ているほか、地域別でも都市部では旺盛な推移が続く一方、農村部の消費の伸びに頭打ちの動きがみられるなど、跛行色が鮮明になっている。こうした動きは財別の動きにも現われており、年明け以降底入れの動きが続いてきた宝飾品関連などの伸びが共産党による「締め付け」などの影響で鈍化している一方、減税幅の半減などに伴い年明け直後に大きく鈍化した自動車の伸びには回復感もみられるなど、政策の動きも影響しているとみられる。また、一部の大都市などでは不動産市況の高止まりが続いており、投資規制を強化する動きがみられるなか、それに伴って建築資材や家具などをはじめとする家財関連の売上の伸びに下押し圧力が掛かっており、この動きは消費全体の足を引っ張っている可能性がある。なお、足下では食料品やエネルギーなど生活必需品を中心にデフインフレ基調が続いており、これに伴い家計部門にとっては実質購買力の押し上げに繋がり、先行き

図2 小売売上高(年初来前年比)の推移



(出所) 国家统计局, GEIC より第一生命経済研究所作成

についても個人消費を取り巻く環境は堅調な展開が続くことが期待される。

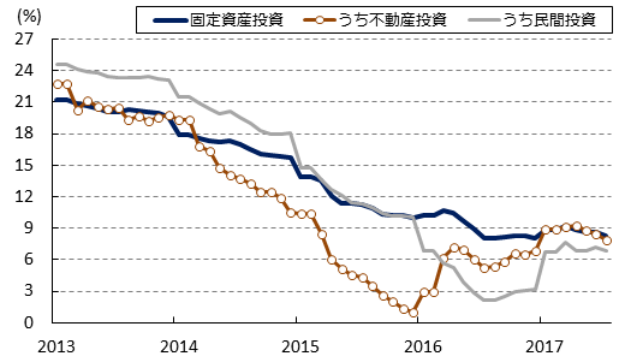
- もう一方の内需を構成する固定資産投資については、7月は前年同月比+8.3%（年初来）と前月（同+8.6%）から一段と伸びが鈍化しており、当研究所が試算した単月ベースの伸びも鈍化するなど一段と下押し圧力が掛かっている様子うかがえる。月次ベースでみた前月

比も+0.61%と前月（同+0.68%）から拡大ペースが鈍化しており、依然として堅調な推移が続いているものの、一進一退の展開をみせている。実施主体別では、引き続き国有企業による投資は活発な動きが続いているほか、年明け以降一貫して低調な推移が続いてきた中央政府による投資にも底入れの動きが出ている一方、地方政府による投資プロジェクトには頭打ちの兆しがみられるなど、共産党及び中央政府による政策運営が

投資の動きを左右する状況が続いている。また、新規建設や進捗中のプロジェクトに関連する投資額の伸びは引き続き高止まりしており、昨年以來拡充の動きが出ているインフラ関連を中心とする投資の動きが全体を下支えしている様子うかがえる。一方、共産党や政府は製造業などを中心に生産設備の過剰状態が続くなかで過剰設備の縮小・廃棄に向けた圧力を強めており、これに伴って生産設備関連の投資の伸びは鈍化しており、下押し圧力に繋がっている。また、大都市を中心に不動産市況の高止まりやバブルが懸念される状況が続くなか、7月の不動産関連投資は前年同月比+7.9%（年初来）と前月（同+8.5%）から伸びが鈍化しており、住宅関連の投資は依然として高い伸びが続く一方、オフィス関連をはじめとする商業用不動産を対象に投資抑制の動きが全体を下押ししている。ただし、住宅向けを中心に依然として土地取得意欲は高く、購買面積の伸びは加速感を強めているほか、それに伴って不動産開発関連の景気指数も上昇基調を強めており、不動産市場を巡る「熱狂」は早々に落ち着きそうもない模様である。地域別では景気の減速懸念がくすぶる東北地区では弱含む展開が続く一方、中部地区や東部地区などでは投資額の伸びは相対的に高止まりしており、地域ごとの景気の勢いが投資の動きにも反映されている。こうした傾向は先行きも続く可能性は高いと見込まれる。さらに、民間部門による固定資産投資は7月に前年同月比+6.9%（年初来）と前月（同+7.2%）から伸びが鈍化しており、製造業を中心に過剰設備圧縮の動きが影響しているほか、サービス産業でも伸び悩む動きが鮮明化するなど、国営企業などに比べて投資に積極的になれない様子うかがえる。中国国内においては、民間部門による過剰債務が金融市場のシステムリスクの引き金となることが警戒されており、当局はそうしたリスクを極小化すべく債務圧縮を進める方針を示しているが、その動きも民間部門による投資活動の足かせとなっている可能性も考えられる。

- このように、足下の中国経済の内・外需を巡っては少し下押し圧力が掛かる動きがみられるなか、7月の鋳工業生産は前年同月比+6.4%と前月（同+7.6%）から伸びが鈍化したほか、前月比も+0.41%と前月（同+0.79%）から大きく拡大ペースが鈍化して過去1年のうち最も低い伸びに留まるなど、調整圧力が掛かっている。インフラや住宅関連を中心とする不動産投資の活発な動きなどを反映して、粗鋼や鋼材などの生産は引き続き高い伸びをみせる一方、生産能力や在庫を巡る過剰感圧縮に向けた動きの影響から、非鉄金属関連や原油加工品などの生産は軒並み伸びが鈍化しており、生産全体の下押し圧力に繋がっている。また、年明け以降の減税幅の半減に伴い自動車販売が伸び悩んでいることを反映して、自動車全体の生産台数は低調な推移が続い

図3 固定資産投資(年初来前年比)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4 鉱工業生産(前年比)の推移



ているものの、売上が比較的好調なSUV（多目的自動車）や新エネルギー自動車などの生産は高い伸びをみせており、政府による補助金などを通じた政策的な後押しも影響している。他方、ここ数年新興国などを中心に中国製携帯電話の普及が爆発的に進んだことも後押しして、高い伸びが続いてきた携帯電話の生産に急ブレーキが掛かっており、なかでもスマートフォンの鈍化は全体の足を引っ張ってきたが、足下ではようやく

底打ちの兆候が出つつある。世界経済の自律回復の動きが続くなか、ここ数年中国国内においてもIT（情報技術）関連需要が旺盛な動きをみせており、集積回路やマイコン関連の生産は高い伸びが続いており、この動きは生産を下支えしているとみられる。さらに、中国国内ではここ数年の高成長を背景に人件費の上昇が続いており、省力化や自動化に向けた投資が活発化して産業用ロボットの生産は前年を大きく上回る伸びで推移しており、これも生産を下支えしている可能性が考えられる。なお、足下の製造業景況感は輸出向け新規受注など外需関連を中心に急回復している上、輸入を巡っても輸出財の生産に必要な素材・部材関連が堅調な推移をみせていることを勘案すれば、先行きの生産については比較的堅調な推移が続く可能性は高いと見込まれる。

- 今秋には5年に1度の共産党中央大会の開催が予定されるなか、今月初めには共産党指導部や長老などが一堂に会する形で共産党内の重要な人事などを話し合うとされる「北戴河会議」が開催された模様であり、今年は共産党指導部が大きく入れ替わる重要な時期ゆえに、国内外からその行方に注目が集まっている。なお、北戴河会議直前の先月、政府直轄市である重慶市の前トップ（重慶市共産党委員会書記）であった孫政才氏（党政政治局員）が突如解任され、その後共産党中央が孫氏を「重大な規律違反」の疑いで調査していることを明らかにするなど事実上失脚した。孫氏を巡っては、習近平総書記（国家主席）や李克強首相をはじめとする共産党内の「第5世代」の次を担う「第6世代」の「ポスト習」の筆頭格として注目を集めてきた。ただし、孫氏は江沢民元国家主席の影響力が強い「上海閥（上海幫）」に近いとされたほか、胡錦濤前国家主席を排出した共産党青年団（共青团）出身であることから、いろいろな場面で習氏との距離感が注目されてきた。ここ数年、習氏は共産党内の主要人事で側近を登用する「抜擢人事」を相次いで実施しており、次期指導部を巡っても側近が集中すると見込まれてきたが、北戴河会議を前に習氏が長老と関係の近い孫氏を次期指導部から排除したことでそうした方向感が一段と強まることが予想される。昨年秋以降、習氏は共産党指導部内で一段高い「核心」に位置づけられるなど、集団指導体制からの移行を示唆する動きがみられるが、今後も「一強体制」を強める方向性は変わりがないと見込まれる。その意味では、秋の共産党中央大会は「ポスト習」を決める大会ではなく、習近平氏を中心とする体制強化が行われる大会になる可能性が高まっていると言えよう。

以上