



中国の景気持ち直しの動きは鮮明に

～金融市場では新たなリスクへの注視も必要な状況～

発表日：2017年9月8日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

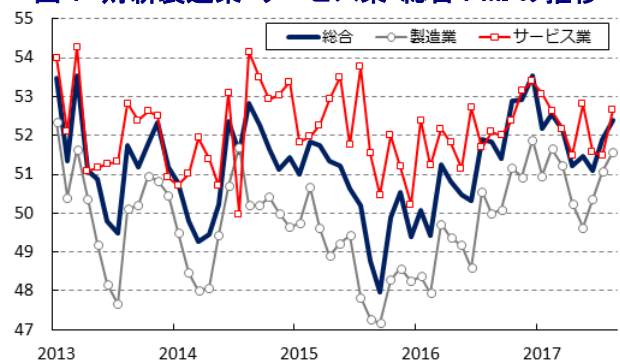
担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 年明け以降の中国経済は製造業に頭打ち感が出る一方、サービス業の堅調さが景気を下支えしてきたが、足下では製造業の持ち直しが鮮明になるなどバランスの取れた景気拡大が続いている模様である。今年前半の経済成長率は前年比+6.9%に加速したが、統計の「信ぴょう性」への疑念は拭えない状況にある。しかし、足下の民間統計や貿易統計などの動きは中国経済の持ち直しが進んでいることを示唆している。
- 8月の輸出額は前年比+5.5%に鈍化したが、世界経済の自律回復が底堅い展開を促している。他方、過剰生産が懸念される分野では当局による減産圧力の動きや、国内需要の底入れが輸出の重石になる動きもみられる。また、輸入額は前年比+13.3%に加速し、内需拡大の動きに加え、輸出の堅調さが輸入を押し上げる好循環もみられる。ただし、貿易黒字の半分以上を米国向けが占め、両国間の貿易を巡る動きが両国関係の火種となるリスクはくすぶる不安定な状況が続く可能性は高いと見込まれる。
- ここ数年の金融市場では人民元安圧力が強まるなか、当局が為替介入をせざるを得ない難しい局面が続いた。しかし、年明け以降の金融市場は落ち着きを取り戻しており、世界的な「リスクオン」も追い風に人民元相場は上昇基調を強める。一方、中国国内からの資金逃避意欲は高く仮想通貨への需要も高まるなか、当局は今月初めに突如ICO禁止を決定し、関連市場は大きく動揺した。ルール作りなどの進展は健全な市場発展に繋がる一方、中国ルールのごり押しに繋がるリスクもあり、今後の動向には注意が必要だ。

- 年明け以降の中国経済は、昨年来の景気持ち直し動きをけん引してきた製造業の景況感で頭打ちの動きが出る一方、今やGDP（国内総生産）の半分以上を占めるサービス業の景況感は頭打ちするも、引き続き好不況の別れ目となる50を上回る推移を続けてきた。結果、製造業とサービス業を併せた総合的な景況感は常に50を上回る水準を維持しており、中国経済の緩やかな景気拡大を促す一助になってきたと考えられる。さらに、足下では製造業景況感が急速に改善している上、国内外からの堅調な受注拡大の動きがみられるほか、年前半の減産の動きに伴う在庫調整の進展もうかがえるなど、質的な改善をうかがわせる内容となっている。また、足下のサービス業景況感については一進一退の動きをみせているものの、堅調な展開が続いて総合的な景況感の改善を促しており、中国景気は底入れの様相を強めているとみられる。中国の景況感指数は政府（国家统计局及び物流購買連合会）が発表する「政府版」と、英調査機関である Markit 社が発表する財新PMI（「民間版」）の2つが並立して存在するが、過去において世界経済との連動性が高く、中国景気の方角感に近いのは後者とされる。さらに、中国政府が発表する公式統計については予てより度々疑念が呈されるなど、その「信ぴょう性」に関して様々な議論が展開されてきたことから、金融市場においても後者がより重視される状況となっている。今年前半の経済成長率は前年比

図1 財新製造業・サービス業・総合 PMI の推移



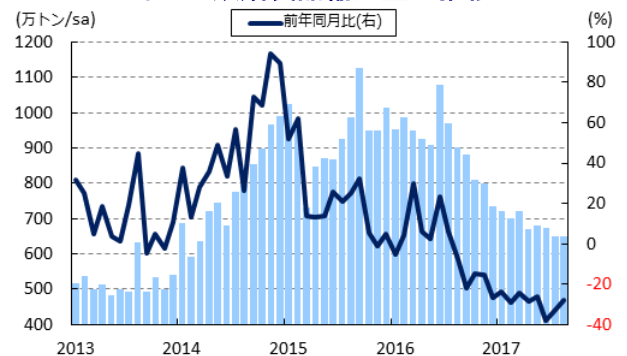
(出所) Markit より第一生命経済研究所作成

+6.9%と昨年同年の成長率（同+6.7%）を上回る伸びとなり、政府が掲げる成長率目標（6.5%前後）をも上回るなど、一見すると景気の底入れが一段と進んでいる様子がうかがえる一方、同時に公表している季節調整値の動きや他の経済指標などと比較すると「出来過ぎ」の感が否めない（詳細は7月18日付レポート「[中国、GDPより個別指標からみえること](#)」をご参照下さい）。政府は先月、統計法実施細則に代わる統計法実施条例の施行により、統計作成に関わる違法行為への厳罰化の方針が規定されたが、それに先立つ形で遼寧省では過去に遡ることなく、突如今年前半分についてのみ過去の「水増し分」が調整されるなど、統計の一貫性に対する信認も後退している。こうしたことも、政府が発表する統計に対する疑念を生む可能性がある一方、民間統計や、海外とのやり取りを示す貿易統計などの動きをみれば、足下の中国経済は緩やかな拡大が続いており、年明け以降頭打ち感を強めた状況からの持ち直しが進みつつあるとみることが出来よう。

- こうした動きは、ここ数年統計水増しに対する取り締まりの動きが強まっている貿易統計の動きからも確認出来る。8月の輸出額は前年同月比+5.5%と前月（同+6.8%）から伸びは鈍化したものの、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比は2ヶ月ぶりに拡大に転じ、中期的な基調も緩やかな拡大を示唆するなど底堅い動きをみせている。国・地域別では、過去に「偽輸出」問題が取り沙汰されることのあった香港向けが横這いで推移するなど伸び悩む一方、米国やEU、日本など先進国向けが堅調な伸びをみせているほか、ASEANやNIES、インドなどアジア新興国向けも底堅い推移をみせており、世界経済の自律回復の動きが輸出を押し上げる好循環が続いている。その内訳についても、中国国内の一般的な生産財の輸出のみならず、輸入財の加工組立品の輸出も押し並べて拡大基調を強めており、世界経済の回復が輸出を押し上げる動きと捉えられる。なお、国際会議などで度々問題とされてきた中国国内における過剰生産能力や過剰在庫の「捌け口」とみられてきた鉄鋼製品の輸出量は依然前年を大きく下回るほか、

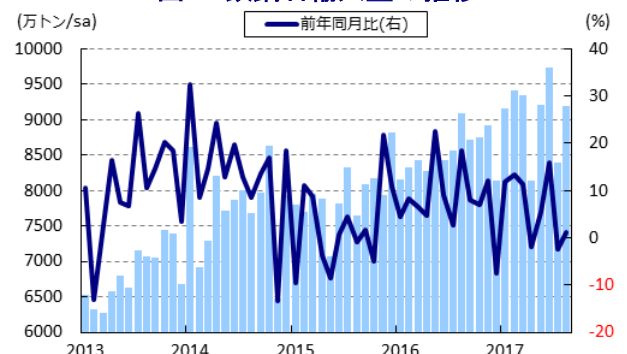
アルミニウム関連の輸出量も大きく鈍化しており、世界的な懸念の高まりを受けて中国当局が国内で減産圧力を強めていることが影響している可能性がある。また、国内のインフラ関連をはじめとする公共投資の進捗や不動産投資の活発化などに伴う需要拡大を受け、国内向け供給が拡大して輸出に回る分が縮小していることも考えられる。一方、年明け以降の原油相場の頭打ちの動きなどに伴い中国国内における小規模石油精製業者（通称「ティーポット」）の採算性が向上しており、これらの生産が拡大する動きがみられるなか、石油製品の輸出量は引き続き前年を大きく上回るなど、世界的なデフレーション圧力となる「火種」はくすぶっている。他方、8月の輸入額は前年同月比+13.3%と前月（同+10.9%）から伸びが加速しており、前月比も3ヶ月ぶりに拡大に転じている上、中期的な基調も拡大傾向を維持している。内訳をみると、国内向けを中心とした輸入額も拡大しているなか、それ以上に輸出財の生産に関連する保税地域をはじめとする経済特区での輸入額も拡大しており、輸出の堅調さが輸入を押し上げる好循環が生まれている様

図2 鉄鋼製品輸出量の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

図3 鉄鋼石輸入量の推移

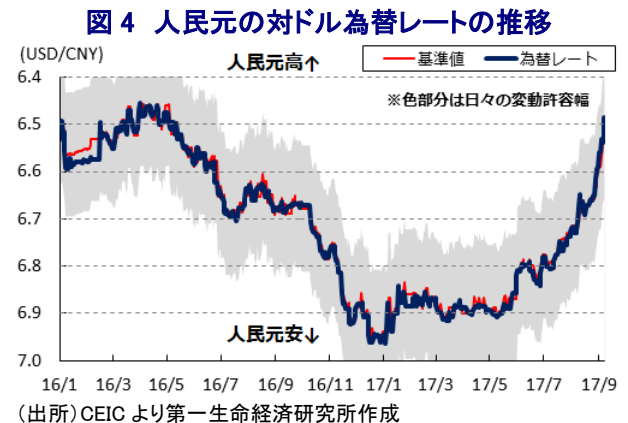


（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

子がうかがえる。このことは、米国やEU、日本など先進国からの輸入額が堅調な推移を見せていることに加え、素材・部材などの調達元となっている韓国や台湾、ASEAN諸国などからの輸入額に押し上げ圧力が掛かっていることにも現れている。主要な輸入財別の動きをみると、石油精製需要の堅調さを反映して原油輸入量は引き続き前年を上回る伸びとなっているほか、国内の鉄鋼需要拡大に伴う価格上昇に伴い鉄鋼石の輸入量も前年を上回る伸びに転じるなど底入れの動きがうかがえる。その一方、環境配慮の観点から一次エネルギーに占める石炭比率低下を目指す動きが活発化するなか、石炭輸入量は引き続き前年を下回る伸びが続いている。この結果、8月の貿易黒字は419.92億ドルと前月（461.90億ドル）から黒字幅が縮小しているものの、対米貿易黒字は262.31億ドルと前月（252.29億ドル）から黒字幅が拡大しており、米国との貿易の動きが今後引き続き両国関係の「火種」となるリスクはくすぶっていると判断出来る。

- ここ数年、国際金融市場では中国経済の減速懸念に対する警戒感に加え、中国国内からの資金逃避の動きなどを反映する形で人民元相場の下落基調が強まり、当局による為替介入の実施に伴い外貨準備高は大幅に減少するなど難しい舵取りが迫られる場面が続いた。しかし、上述したように中国経済の持ち直しが鮮明になっていることに加え、世界経済の自律回復の動きが続く一方で世界的な「カネ余り」が意識されるなか、国際金融市場が落ち着いた推移をみせていることで「リスクオン」の動きが活発化している。結果、人民元相場は年明け以降一転して上昇する動きをみせているほか、足下では上昇基調が急速に強まるなど、中国市場を取り巻く環境は大きく変化している。人民元相場を巡っては、2015年8月に当局が取引直前に発表する「基準値」の算定方法の変更を突如発表し、その内容が実質的な大幅切り下げであったことをきっかけに下落トレンド入りし、2016年1月にも再び大幅切り下げ方向に動いたことで、金融市場の疑心暗鬼を増幅させることに繋がった。その後、国際金融市場が落ち着きを取り戻した

今年5月に当局は再び「基準値」の算定方法を再変更して「カウンターシクリカル（反景気循環的）な要素」を導入することが発表されたが、これに伴い算定方法を巡る当局の「恣意性」とも呼べる部分が拡大した。ただし、足下においては金融市場の安定を目指す観点から人民元高を志向している模様であり、このことが急速な人民元高に繋がっていると考えられる。中国国内においては依然「カネ余り」の状況が続く一方、中国からの資金逃避意欲は依然くすぶっており、ここ数年はその逃避先として「仮想通貨」の取引が活発化するなかでICO（Initial Coin Offering：新規仮想通貨公開）にもブームの動きが広がっていた。こうしたなか、関係当局は今月4日に連名でICOを全面禁止する決定を行い、中国国内のみならず世界的にも一時的に混乱が広がる事態を招いている。ICOについては世界的に統一されたルールがなく、投資家保護なども徹底されていないなど、様々な国の当局が警鐘を鳴らす動きをみせていたが、取引の太宗を占める中国が先手を打った格好である。なお、中国当局が他国に先んじた背景には、仮想通貨の取引の太宗を中国が占めるなかで足下にかけて価格が急上昇するなど、2015年に株式市場で起こったバブル的な価格高騰と似た状況となったことが影響しているとみられる。当時はその後の「バブル崩壊」に伴い金融市場が大きく混乱する事態に至ったが、今年は10月18日からの共産党中央大会の開催が予定されるなかでそうした事態を招くことを避けたいとの思惑が影響した可能性がある。また、足下の人民元相場の上昇は当局によるICO禁止で逃げ場を失った資金が現金



に回帰した動きを反映した可能性もあろう。当局は仮想通貨に対する規制を一段と強化する姿勢をみせているが、それに伴い取引の透明性が高まるとともに、投資家保護などの観点が重視されることになれば、一段の市場規模拡大に繋がることが期待される。他方、中国当局による規制強化の動きは往々にして「中国スタンダード」のゴリ押しに繋がる傾向があり、仮想通貨の「肝」とされるブロックチェーン技術が中国スタンダードの下で発展することは、市場の発展が歪なものとなるリスクを抱えることになる。その意味では、中国当局による規制強化の動きがどのようなものになるかこれまで以上に注視する必要性が高まっている。

以 上