



良くも悪くも中国と「一蓮托生」の世界経済

～中国当局による政策の「さじ加減」に注目が集まる～

発表日：2017年12月11日(月)

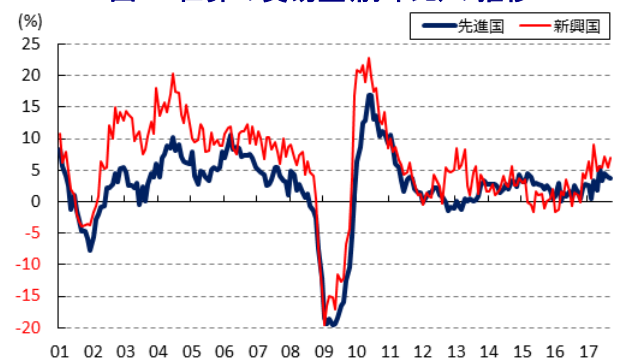
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- このところの世界経済は全体的に拡大の動きを強め、世界金融危機後の「スロートレード」の動きに変化の兆しが出ている。ただし、これには昨年来の中国経済の持ち直しが大きく影響している。一部には10月の共産党大会を経て中国経済の下振れを警戒する向きもあったが、11月の貿易統計は中国の内・外需の堅調さを示唆する。11月の製造業PMIは全世界的に改善の動きが続いており、足下の世界経済は中国景気の行方を左右する中国当局による政策の「さじ加減」により影響を受けやすくなっていると判断出来る。
 - 貿易統計では内需の堅調さが示唆されたが、足下のインフレ率は引き続き政府が掲げる目標を大きく下回る。国際商品市況の底入れ一服に伴い川上の物価上昇圧力も後退する一方、消費者段階への価格転嫁の動きは依然鈍い。他方、経済構造の変化等に伴いサービス物価の上昇圧力はくすぶる。物価上昇圧力後退の背景にはEC拡大に伴う中間コスト低下も影響しているとみられ、今後もそうした傾向が続くであろう。
 - 中国金融市場ではシステミックリスク阻止に向けた動きが強化されており、企業のバランスシート縮小への圧力が強まるとみられる。「反腐敗・反汚職」を口実に金融セクターへの締め付け強化も進むとみられ、結果的に景気の下押し圧力となる可能性はある。他方、当局は景気「安定」を重視して過度な締め付けを回避するとみられるが、結果的にその「さじ加減」が世界経済の動向を左右する要因になると見込まれる。
- このところの世界経済は、先進国を中心とする自律的な景気拡大の動きが続くなか、昨年来の中国経済の持ち直しを受けて世界的な貿易量の伸びに底入れ感が出ており、世界金融危機後は世界的な貿易が伸び悩む「スロートレード」が続いてきた流れに変化の動きがみられる。こうした動きの影響は、経済の輸出依存度が相対的に高い新興国経済にプラスの効果をもたらしているほか、この動きが世界的な貿易量の底入れを促すことで世界経済全体を押し上げる好循環に繋がっている。さらに、国際金融市場では先進国を中心とする量的金融緩和政策などの影響で資金供給量がかつてない水準となる「カネ余り」が続く一方、世界的なディスインフレ基調の継続を受けて金融政策の正常化に向けた動きは極めて緩慢なペースに留まっている。結果、世界経済の自律回復を背景とする形で世界的なマネーはより高い収益を求めて動きを活発化させており、これに伴う新興国への資金流入は景気を押し上げる循環を産んでいる。このように世界経済を取り巻く環境に変化の動きが出ている背景には、先進国景気が堅調を維持して貿易量の底入れが進むなか、ここ数年減速基調が続いてきた中国経済の持ち直しに伴い新興国の貿易も押し上げられ、双方で拡大基調が強まったことが影響している。なお、一部に中国では10月の共産党大会を過ぎたことで景気の減速感が強まるとの見方があるものの、11月の輸出額は前年比+12.3%と前月(同+6.9%)から伸びが加速し、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も拡大に転じており、中期的な基調も拡大傾向

図1 世界の貿易量(前年比)の推移



(出所)オランダ経済分析局(CPB)より第一生命経済研究所作成

に転じるなど底堅い動きが確認されている。仕向先別では先進国・新興国問わず拡大基調を強めているほか、中国国内で一貫生産される中国製品のみならず、海外から輸入した素材・部材による加工組立輸出も拡大基調を強めている。さらに、足下の原油相場の底入れなどに伴う小規模石油精製業者（ティーボット）活発化を受けて石油製品の輸出量は拡大の一方、過剰設備及び在庫懸念がある鉄鋼製品やアルミなどの輸出量は鈍化しており、これら以外の輸出拡大が全体の押し上げに繋がっている。他方、11月の輸入額は前年比+17.7%と前月（同+17.2%）から伸びが加速しており、前月比も拡大に転じたほか中期的な基調も拡大傾向を維持するなど堅調な推移をみせている。輸入についても先進国・新興国問わず拡大基調を強めている上、国内における需要堅調を反映した動きに加え、輸出向けの加工組立を前提とする素材・部材関連の輸入も拡大しており、幅広く改善の動きがみられる。中国国内での人件費高騰などを背景に、ここ数年は川上の工程などをASEANをはじめとするアジア新興国に移管する動きが活発化しており、中国の先進国向け輸出の拡大はアジア新興国から中国向け輸出を押し上げる「玉突き」的な動きに繋がっている。直近11月の製造業PMI（購買担当者景況感）の動きをみると、先進国・新興国ともに好不況の別れ目となる50を上回るなど全体的に拡大傾向を示唆する動きが続いており、引き続き好調を維持している様子がうかがえるものの、その原動力のひとつには世界貿易の活発化が影響している。さらに、足下においても中国経済が息切れを起こすことなく底入れの動きを強めていることは、世界貿易の一段の底入れを促すとともに世界経済を押し上げる原動力になっていると捉えられる。ただし、これは世界経済が中国景気の動向に左右されやすくなっており、良くも悪くも昨年以降のように中国共産党及び政府が主導する政策の「さじ加減」が世界経済の行方に影響を与えることを意味していると評することが出来る。

- なお、11月の貿易統計の動きからは足下の中国経済を巡っては外需拡大の動きのみならず、内需についても底堅さを示唆する内容であったと捉えることが出来る。こうしたなか、11月の消費者物価は前年比+1.7%と前月（同+1.9%）から伸びが鈍化しており、1月からの累計ベースのインフレ率も同+1.5%と春先に政府が決定した目標（3%）を大きく下回る水準に留まっている。前月比も+0.0%と前月（同+0.1%）から一段と上昇ペースが鈍化しており、足下における原油相場の底入れなどを反映して自動車用燃料（同+3.3%）は大幅に上昇したほか、エネルギー（同+0.6%）にも上昇圧力が高まる動きがみられる。その一方、野菜（同▲4.8%）や水産品（同▲1.3%）など生鮮品を中心とする物価下落に伴い、食料品（同▲0.5%）は下落するなど、生活必需品の物価を巡る動きはまちまちの状況にある。食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率も前年比+2.3%と前月（同+2.3%）と同じ伸びで推移しており、前月比も+0.0%と前月（同+0.0%）同様に横這いで推移するなどインフレ圧力は高まっていない。ただし、この背景には観光関連など一部のサービス物価に大きく下押し圧力が掛かるといった特殊要因が

図2 世界の製造業PMIの推移

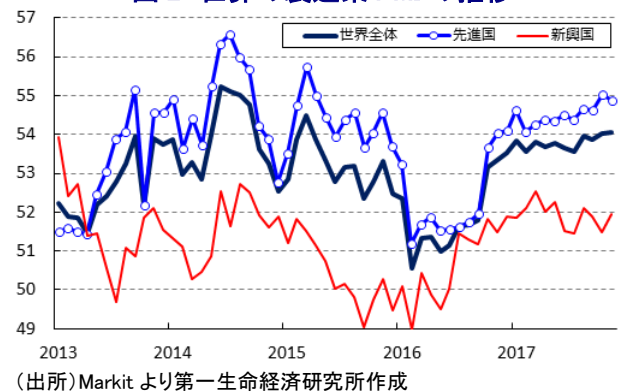
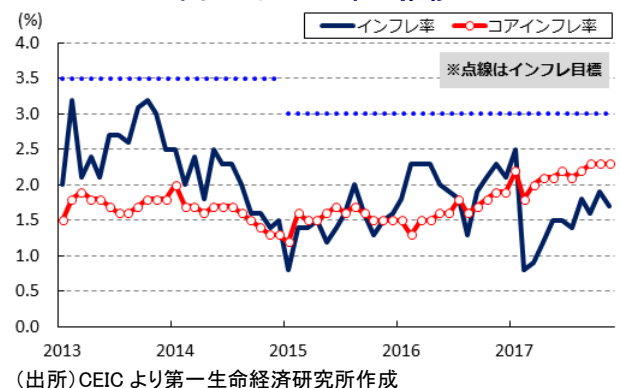


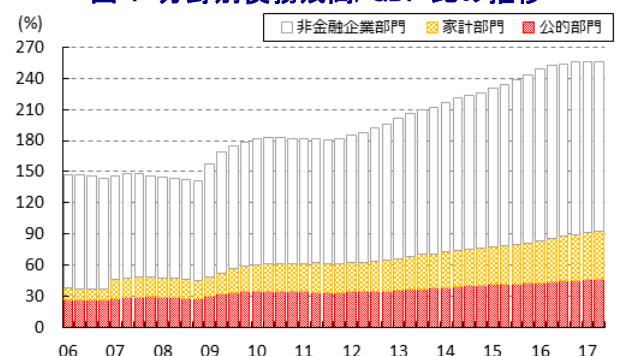
図3 インフレ率の推移



影響を与えている一方、近年の都市部を中心とする生活水準の向上や少子高齢化の進展などを背景に医療・保健関連サービスやホームヘルパーなどの物価上昇基調は鮮明になっている。さらに、エネルギー価格の上昇の動きなどを反映して日用品を中心とする財物価にも底入れの動きがみられ、生活必需品を中心とする物価下落の背後で徐々にインフレ圧力が高まる萌芽は出つつある。他方、川上の物価に当たる生産者物価も前年比＋5.8%と前月（同＋6.9%）から伸びに下押し圧力が掛かり、前月比も＋0.5%と前月（同＋0.7%）から上昇ペースも鈍化し、足下の原油相場に底入れの動きがみられる一方、国際商品市況全般については上昇の動きに一服感が出ていることが影響している。ただし、昨年来の国際商品市況の底入れの動きを反映して原材料価格に上昇圧力が掛かる展開が続いてきたにも拘らず、生産者時点の出荷価格は引き続き横這いの推移が続いており、景気底入れの動きが出ているものの、価格転嫁が難しい事情もうかがえる。特に、耐久消費財については引き続き前月比でマイナスとなるなど物価の下押し圧力となる動きをみせており、年明け以降は減税幅の半減などに伴い自動車販売台数の伸びが鈍化していることも重石になっているとみられる。さらに、近年におけるEC（電子商取引）の爆発的普及は、中国国内においても情報格差の縮小に伴う中間コストの低下を通じて物価下落圧力に繋がっている可能性がある。ECを巡っては、先月11日の「独身の日」セールに関連して、大手アリババの11日の取引額が前年比＋39%の1683億元（約2.9兆円）に、同大手の京東商城（JDドットコム）も1～11日のセール期間中の取引額が同＋50%の1271億元（約2.2兆円）に達するなど大きな存在感をみせている。中国のEC企業を巡っては、電子マネーの普及などを通じて中国国内におけるフィンテックの担い手となっている上、様々な生活サービスに拡大する動きが広がっていることを勘案すれば、今後もECの存在感は高まることで「プライスメーカー」としての役割を担うことも予想される。よって、先行きについてはサービス物価主導でインフレ圧力が高まる可能性がある一方、財価格については上値の重い展開が続くことは避けられないとみられ、結果的に緩やかな物価上昇の動きが続くと見込まれる。

- 中国金融市場を巡っては、昨年末に中国共産党と政府が今年の経済政策の運営方針について討議した中央経済工作会议において、今年の金融政策のスタンスが「穏健中立」にやや引き締めスタンスにシフトされたことに加え、この方針にしたがって短期金利は緩やかに上昇傾向を強めており、引き締め方向への政策誘導が図られている。この背景には、世界金融危機後に同国政府が実施した巨額の景気刺激策に伴い地方政府を中心に公的部門の債務拡大を招いているほか、その後も企業部門による債務拡大の動きや、足下ではインターネットの普及などが後押しする形で家計部門も債務拡大の動きを加速させており、当局は一連の動きが金融市場のシステムリスクに繋がることを警戒していると考えられる。今年7月に共産党と政府が合同で開催した5年に一度の全国金融工作会议では、システムリスクの管理強化に向けて「金融安定発展委員会」の設置と、人民銀行（中銀）の権限強化に加え、業界ごとの規制当局（銀行業監督管理委員会、証券監督管理委員会、保険監督管理委員会）の連携強化を通じてマクロプルーデンス管理及びシステムリスク回避に向けた取り組みを雇用化する方針が示された。また、10月に開催された共産党大会（中国共産党第19期全国代表大会）や、その直後に開催された1中全会（第19期中央委員会第1回全体会議）を経て、金融安定発展委员会主任に馬凱氏（國務院副総理）の就任が決まったものの、

図4 分野別債務残高/GDP比の推移



（出所）国際決済銀行(BIS)より第一生命経済研究所作成

その他の人事については未だ決まっていない模様である。なお、馬氏は共産党大会で党要職を離れており、来春の全人代（全国人民代表大会）で同職についても離れるとみられ、後任には習近平総書記の側近かつ経済ブレーンとして知られる劉鶴氏（党中央財經領導小組弁公室主任、国家發展改革委員会副主任：党中央委員）の就任が取り沙汰されている。仮にこれが実現すれば、このところは経済政策においても習氏の意向が反映されやすい展開が続いてきたものの、そうした色合いが一段と濃くなることも予想される。また、債務拡大の動きに伴いバブル的な活況をみせている不動産市場に対して、これまで地方レベルでの融資規制強化の動きがみられたものの、先月以降当局は全土での金融規制強化に乗り出す可能性を示唆している。さらに、インターネット金融の取り締まり強化のほか、シャドーバンキング（影の銀行）の縮小に向けた資産運用業務に対する規制強化など、過剰債務の縮小を狙った動きもみられる。こうした取り組み自体は望ましい方向にある一方、性急な取り組みは反って金融市場の混乱を招く可能性があるほか、バランスシート調整圧力の加速を通じて实体经济に深刻な打撃を与えるリスクもあり、慎重な対応が望まれる。他方、今月初めには銀行業監督管理委員会（銀監会）副主任に共産党で「反腐敗・反汚職」運動を司る党中央規律検査委員会の組織部長であった周亮氏の就任が発表され、今後は銀行監督に「反腐敗・反汚職」といった側面が強化される可能性が高まっている。さらに、周氏は共産党大会まで党中央規律検査委員会書記を務めた王岐山氏の側近として知られ、王氏が任期後半において金融セクターへの締め付けを強化してきたことを勘案すれば、周氏の下でそうした動きが一段と強まる可能性は高いと見込まれる。足下では、昨年以降の实体经济の底入れも相俟って上昇基調を強めてきた株式指数に頭打ちの動きが出ているが、これは当局による規制強化の動きを警戒したものと捉えられる。また、IMF（国際通貨基金）は今月7日に発表した金融セクター評価プログラム（F S A P）に基づく報告書を発表し、成長目標よりも金融安定を優先すべきとの意見とともに、その具体的取り組みとして規制当局間の連携強化や増員が必要とした。ただし、人民銀行はこの発表に対して「当該報告書で示された銀行セクターに対するストレステストのシナリオは中国金融市場の置かれた状況を十分に反映したものではない」とし、金融リスクは回避可能との見解を示している。ただし、国内外から同国の金融セクターに対する視線が厳しくなっていることは、当局による規制強化の動きを後押しすると見込まれ、結果的にこのことが先行きの景気にとって重石となることは避けられないとみられる。他方、共産党はこのところ景気の「安定」を重視する姿勢もみせており、急激な景気悪化に繋がる可能性は低いと予想されるが、中国経済の減速は中国経済に対する依存度が高いASEANをはじめとするアジア新興国の景気の足かせになるとともに、そのことが世界経済にとっても下押し圧力になる可能性を孕んでおり、中国経済と「一蓮托生」の関係にある。その意味では、今後の中国当局による金融セクター規制の動き、さらにはそれに伴う金融市場の反応に対してこれまで以上に注目する必要がある。

図4 株式指数(CSI300 指数)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

以上