

中国景気は引き続き「安定飛行」

～分野ごとの跛行色は鮮明だが、中国の「強み」も顕在化～

発表日：2017年12月14日(木)

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)

- 足下の世界経済は全体として拡大傾向が続く一方、世界的な「カネ余り」を追い風に国際金融市場も活況を呈するなど「心地よい」環境が続いている。先進国による金融政策の正常化にも拘らず、足下の金融市場は落ち着いた展開が続いている。他方、中国では金融緩和などに伴う信用膨張がシステミックリスクを招く懸念があるなか、人民銀行は14日にリバースレポ金利とMSF金利の引き上げを決定し、短期資金に依存する企業のデレバレッジを促しつつソフトランディングを目指す政策の微調整が続いている。
- 足下の世界経済の自律回復は中国の輸出底入れを促しているが、11月の生産は伸びが鈍化している。過剰生産能力懸念のある分野での減産が下押し圧力となる一方、医薬品や特殊機械、通信機器などの生産は活況を呈するなど分野ごとの跛行色が鮮明である。他方、IT関連を中心にサービス業の生産も堅調を維持しており、製造業・サービス業ともに景況感も好調を維持するなど、足下の中国経済は安定している。
- 輸入も好調を維持するなかで個人消費は引き続き堅調に推移しており、ECはけん引役になっている。「反腐敗・反汚職」は高額消費の重石となる一方、ECを通じた日用品需要は旺盛な推移が続いており、内需の底堅さに繋がっている。他方、固定資産投資は鈍化傾向を強めているが、民間部門を中心に半導体関連で投資が活発化する動きもみられる。商業用不動産を中心に不動産投資に下押し圧力が掛かる一方、住宅投資は引き続き堅調に推移する。金融引き締めの影響で国内借入が頭打ちする一方、海外資金流入の動きがみられ、今後は当局による規制強化の動きが広がりを見せる可能性には注意が必要になる。
- 足下の世界経済は、先進国を中心とする堅調な景気拡大が続いていることに加え、昨年来の中国経済の持ち直しを追い風に新興国や資源国でも景気の底入れが進んでおり、全体として自律的な景気拡大の動きをみせている。世界金融危機の後、長期に亘って世界的な貿易量の伸びが低迷する「スロートレード」が続いてきたものの、世界経済の自律回復の動きに歩を併せる形で、このところの貿易量の伸びに底入れの動きがみられる。こうした動きは、経済構造上相対的に外需依存度が高い新興国や資源国にとって景気押し上げに繋がりやすく、結果として全体的な世界経済の拡大を促す一助になっている。他方、国際金融市場においては先進国による金融政策の正常化に向けた取り組みにも拘らず、世界的な信用残高は過去最高水準にあるなど依然「カネ余り」の状況が続いており、世界経済の自律回復の動きも追い風にマネーは活発な動きをみせている。結果、世界的に株式をはじめとする資産価格は高値を迫る動きをみせているほか、一部のマネーはより高い収益を求めて新興国や資源国などに流入しており、足下の国際金融市場は「心地よい」環境にあると捉えられる。こうしたなか、米国のFRB（連邦準備制度理事会）は12～13日に開催したFOMC（連邦公開市場委員会）において、一昨年末以降のサイクルで5回目となる利上げを決定し、一段の金融政策の正常化に向けて舵を切っている。ただし、金融市場ではこの動きがすでに織り込まれている上、先行きの利上げ見通しについても事前予想と概ね変わらないなど、驚きを以って受け止められる材料とはなっていない。こうしたことは金融市場の落ち着きに繋がっているほか、足下の「心地よい」環境の継続に大きく寄与しており、短期的に金融市場が混乱状態に陥る事態は想定しにくい状況にあると考えられる。一方、中国金融市場では一昨年の大混乱を経て一段の金融

緩和の動きが加速したほか、昨年来の景気持ち直しの動きも相俟って不動産市場を中心にバブル再燃が警戒されるなか、年明け以降の金融政策は引き締め方向にシフトされている。この結果、短期金利は緩やかに上昇するなど資金需給がタイト化する動きはみられるものの、地方政府を中心に公的債務は拡大が続いているほか、企業部門も債務拡大の動きを活発化させている上、足下ではインターネットの普及なども後押しする形で家計部門の債務も拡大基調を強めている。非金融部門における債務残高はGDP比で256%に達しており、うち民間企業向けは同163%と他の国々と比較すると、一部の小国を除けば突出した水準にあり、システミックリスクへの発展が懸念されている。年明け以降における金融政策のシフトはこうした警戒感を反映しているほか、足下では金融規制の強化をはじめ引き締めの動きを徐々に強める動きをみせている。こうしたなか、人民銀行（中銀）は14日に定例の公開市場操作を行う際のリバースレポ金利と中期貸出ファシリティ（MLF）の適用金利を5bp引き上げるとともに、1年物MLFを通じて2880億元の資金供給を行ったことを発表した。同行は声明文で今回の対応について「金融機関の季節的な流動性需要への対応」を挙げており、資金需要が高まる新年及び春節（旧正月）前の対応である一方、短期資金に依存する企業部門のデレバレッジを促すことを狙った動きとみられる。10月に行われた共産党大会では、経済政策の方向性として構造改革を推進する一方で経済の安定を重視する姿勢が示されており、今後の政策対応についても金融市場のソフトランディングを目指した緩やかに引き締め方向にシフトさせる微調整が続く可能性は高いと見込まれる。

- 足下の世界経済の自律回復の動きは中国にとっても輸出の底入れに繋がるなど、景気の押し上げ材料になっているものの、11月の鉱工業生産は前年同月比+6.1%と前月（同+6.2%）から伸びが一段と鈍化したほか、前月比も+0.48%と前月（同+0.50%）からわずかに拡大ペースが鈍化するなど勢いを欠く展開が続いている。

企業形態別では集体企業の生産が大きく落ち込んでいることが生産全体の下押し圧力になっている一方、国有企業や民間企業、外資系企業などの生産は軒並み底堅く推移するなど対照的な動きをみせている。この背景には、共産党大会を経て構造改革の推進に向けた動きが前進するなか、その影響が小規模かつ非効率的な運営が残る集体企業に最も色濃く現われている可能性が考えられる。また、業種別では医薬品関連のほか、一般機械や特殊機械関連、通信機器関連などの生産は

軒並み高い伸びをみせており、都市部を中心とするライフスタイルの変化に加え、近年の人件費高騰などに伴う自動化・省力化投資の活発化の動きや世界的な景気回復に伴う通信機器需要の拡大などが生産を後押ししている様子がうかがえる。他方、非鉄金属関連や金属関連のほか、鉱業部門など中国国内における過剰生産能力やそれに伴う過剰在庫が懸念される分野では軒並み生産が低迷しており、鉱工業生産の足を引っ張っている。他方、11月のサービス業生産も前年同月比+7.8%と前月（同+8.0%）から伸びが鈍化するなど頭打ちの動きがみられるものの、データ転送関連やソフトウェア関連のほか、ITサービス関連やリース業務などでは引き続き二桁%を上回る高い伸びが続いており、インターネットの普及に伴いサービス業を取り巻く環境が大きく変化している様子がうかがえる。国家統計局及び物流購買連合会が発表する11月のPMI（購買担当者景況感）は、製造業・非製造業ともに上昇するなど生産拡大の動きが続いていることを示唆する内容であったものの、鉱工業生産やサービス業生産の動きとはズレが生じている様子がうかがえる。その一方、世界経済との

図1 鉱工業生産(前年比)の推移



連動性がより高い英調査機関の Markit 社が発表している 11 月の財新 PMI は、製造業で調整する一方でサービス業では改善の動きがみられるものの、ともに好不況の別れ目となる 50 を上回る水準を維持するなど、生産拡大の動きが続いていることが示されている。足下の世界経済にとっては中国経済の動きが重要な鍵を握っていることを勘案すれば、連動性が高い後者の動きを重視する必要があると考えられるなか、足下では製造業・サービス業ともに堅調を維持するなど中国経済は引き続き安定していると捉えられる。

- 一方、11 月の中国の輸入額は堅調な伸びが続くなど旺盛な内需を反映する動きがみられたが、11 月の小売売上高は前年同月比+10.2%と前月（同+10.0%）から伸びが加速しており、前月比も+0.83%と前月（同+0.77%）から拡大ペースが加速するなど底入れが進んでいる。物価の影響を除いた実質ベースでも前年同月比+8.8%と前月（同+8.6%）から伸びが加速しており、11 月の消費者物価は前月比+0.0%と前月（同+0.1%）から上昇ペースが鈍化していることを勘案すれば、前月比は一段と加速感を強めている様子もうかがえる。なお、近年のインターネットの爆発的普及を追い風に大幅な拡大が続いている EC（電子商取引）を通じた小売売上高は 1 月からの累計ベースで 11 月は前年同月比+32.4%と前月（同+34.0%）から伸びが鈍化するなど頭打ちしつつある。ただし、11 月 11 日の「独身の日」に行われたセールを巡っては、EC 大手のアリババの同日の取引額が前年比+39%の 1683 億元（約 2.9 兆円）に達したほか、同大手の京東商城（JD ドットコム）も同月 1 日から 11 日までの累計取引額が前年比+50%の 1271 億元（約 2.2 兆円）に達したと報道されており、依然として勢いが続いている。なお、主要財別の動きをみると、共産党大会後は共産党による「反腐敗・反汚職」の取り組みが一段と強化される見通しが強まっており、高額消費に対する下押し圧力が掛かる動きがみられる。一方、スマートフォンをはじめとする通信機器のほか、化粧品や医薬品、衣類などの日用品の売上は軒並み拡大基調を強めており、EC サイトなどの売上高の上位に日用品が並んでいることを勘案すれば、EC の拡大が売上の押し上げに繋がっていると捉えられる。一方、高額消費が手控えられていることを反映して宝飾品や自動車販売の伸びは鈍化しているほか、都市部を中心とする不動産投資規制強化の動きなどに伴い建設資材の売上も大きく鈍化しており、小売売上高の重石になっている。足下では金融引き締めが進むなかで市中金利は上昇傾向を強めており、先行きの個人消費を取り巻く環境は厳しくなることが予想される一方、インフレ率は引き続き低位で安定的に推移しており、家計部門の実質購買力は下支えされると期待される。

- 昨年以降における中国景気の持ち直しの原動力となってきた固定資産投資には下押し圧力が掛かっており、11 月は 1 月からの累計ベースで前年同月比+7.2%と前月（同+7.3%）から伸びが一段と鈍化している。ただし、11 月単月ベースの前月比は+0.53%と前月（同+0.51%）からわずかながら拡大ペースが加速しており、投

図 2 財新製造業・サービス業 PMI の推移

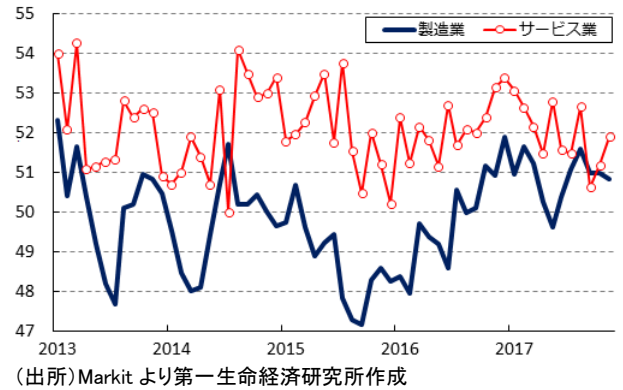
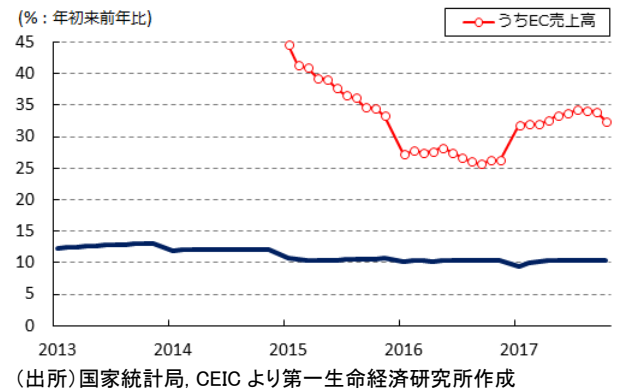


図 3 小売売上高(年初来前年比)の推移

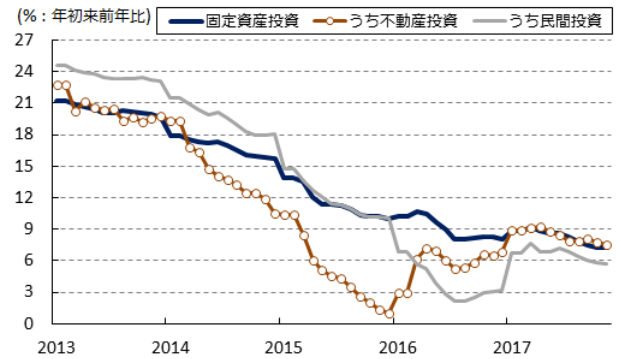


資活動自体に下押し圧力が掛かっている訳ではない実態もうかがえる。実施主体別では、国有企業による投資の動きが活発化しているほか、中央政府が主導する公共投資に底入れの動きがみられるなか、地方政府が主導する公共投資は引き続き高い伸びが続くなど旺盛に推移している。分野別では、引き続き鉱業部門で押し並べて下押し圧力が掛かる展開がみられるほか、農林漁業関連で頭打ちの動きがみられる一方、鉄道や道路といったインフラ関連の投資は高い伸びが続いてい

るほか、半導体関連を中心とする電子機器製造設備関連の投資も引き続き高い伸びをみせており、産業ごとの跛行色が一段と鮮明になっている。さらに、共産党大会を経て生活レベルの向上といった目標が掲げられたことを反映して、サービス関連を中心に幅広くインフラ投資が活発化している様子もうかがえる。なお、11月の民間企業による設備投資は1月からの累計ベースで前年同月比+5.7%と前月（同+5.8%）から伸びが鈍化しているものの、半導体関連での投資は全体の伸びを大きく上回っており、世界経済の自律回復の動きに加え、中国政府はここ数年国主導で半導体生産能力の増強に動いており、こうした流れを反映したものと捉えることが出来る。一方、ここ数ヶ月底入れの動きが続いてきた不動産投資は11月は1月からの累計ベースで前年同月比+7.5%と前月（同+7.8%）から伸びが鈍化しており、商業用不動産を中心に建設抑制の動きが強まる一方、住宅関連では引き続き高い伸びが続くなど対照的な動きをみせている。こうした背景には年明け以降の金融政策が引き締め方向にシフトしているほか、大都市部を中心とする投資規制強化の動きも影響しているとみられるものの、足下の不動産業の景況感は販売拡大も追い風に引き続き上昇基調を強めていることを勘案すれば、依然として投資意欲は高いと判断出来る。なお、金融引き締めの影響で国内借入に頭打ち感が出る一方、海外資金の伸びが加速するなど資金流入が活発化している様子もみられ、今後は政府による規制強化の動きが広がりをもせる可能性もあり、注意が必要になろう。

以上

図4 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