

2018年の世界経済は堅調な中国とともに開幕

～「ぬるま湯」的な環境が続く可能性は高いが、リスクに引き続き要注意～

発表日：2018年1月4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)

- 昨年来の世界経済は、中国経済の持ち直しも追い風に全体的に拡大基調が強まるなか、世界的な「カネ余り」を背景に金融市場は活況を続けるなど「ぬるま湯」的な状況が続いている。年明け以降もこうした環境が続くか否かに注目が集まっているが、その鍵を握る中国の直近の企業景況感は製造業・サービス業ともに好調を維持する様子が確認されており、金融市場も好感する展開が続いている。
- 製造業PMIは政府版、民間版ともに好不況の別れ目となる50を上回る水準を維持し、先行きも内・外需双方で改善が期待される状況が続いている。サービス業PMIも政府版、民間版ともに改善が続いたが、特に民間版では3年超ぶりの高水準となるなど改善ペースが加速している。足下の中国経済はサービス業の割合が5割を上回るなか、昨年末にかけて中国経済は堅調を維持したことが明らかになったと言える。
- 中国経済の堅調は世界経済にとってプラスであり、金融市場の「カネ余り」も相俟って当面は「ぬるま湯」的な環境が続く可能性が高い。他方、中国経済は様々なリスクを抱えており、過剰債務圧縮の取り組みに注目が集まる。中国当局は「市場との対話」を必ずしも得意としないなか、今後はメッセージの解釈が市場動揺のきっかけとなるリスクもあるだけに、当局の動きにこれまで以上に注目が集まることが予想される。
- 昨年の世界経済は、先進国を中心とする堅調な景気拡大に加え、中国経済の持ち直しも追い風に世界的な貿易量の伸びが底入れするなど、全体として拡大基調を強める動きがみられた。さらに、先進国を中心とする量的金融緩和と政策による資金供給の影響で国際金融市場は「カネ余り」の状況が続くなか、世界経済の堅調さも相俟って株式をはじめとする資産価格は上昇基調を強めてきた。結果、世界経済は云わば「ぬるま湯」状態に近い環境を享受することが出来たと考えられ、年明け以降もこうした状況に浴することが出来るか否かに注目が集まっている。特に、昨年来の世界経済の拡大の動きにとって中国経済の持ち直しが与えた影響は大きいことを勘案すれば、昨秋の共産党大会を経て2期目を迎えた習近平政権の舵取りの行方は無視し得ない状況となっている。こうしたなか、昨年末に中国共産党と中国政府が今年の経済政策の方向性について協議した中央経済工作会议では、経済政策の基本路線として「稳中求進（安定を保ちつつ経済成長を促す）」が堅持される一方、中期的な政策課題として①金融システミックリスクの抑制、②貧困克服、③環境対策強化の「3つの戦い」に挑む方針が示された（詳細は12月21日付レポート「[習政権2期目のスタートを占う中央経済工作会议](#)」をご参照下さい）。一連の政策方針に従えば、党及び政府は中国経済の安定を重視する一方、企業部門や地方政府などを中心とする過剰債務が問題となるなかで債務削減に向けた動きを徐々に前進させる可能性も考えられ、その取り組みが中国経済の足かせとなることで、ひいては足下で拡大基調が続く世界経済にも重石となることが懸念されている。一方、年末から年明けにかけて発表された中国の景況感指数はいずれも堅調さを示唆する内容となるなど、年明け直後の世界経済は中国経済の堅調さを背景に引き続き拡大基調が続く見通しが強まっているほか、この動きを好感する形で金融市場も活況を呈する状況が期待される。
- 国家統計局及び物流購買連合会が発表した12月の製造業PMI（購買担当者景況感）は51.6と前月（51.8）から▲0.2pt 低下したものの、17ヶ月連続で好不況の別れ目となる50を上回る推移が続くなど堅調さを維持

していることが確認された。足下の生産動向を示す「生産（54.0）」は前月比▲0.3pt 低下するも依然として 50 を大きく上回る水準を維持している上、先行きの生産に影響を与える「新規受注（53.4）」は同▲0.2pt 低下する一方で「輸出向け新規受注（51.9）」は同+1.1pt と大幅に上昇するなど、世界経済の自律回復の動きを追い風に外需に一段と底入れの動きが期待される。また、「完成品在庫（45.8）」は前月比▲0.3pt 低下するなど在庫圧縮の動きが続くなか、「購買量（53.6）」

は同+0.1pt 上昇するなど素材や部材などの原材料需要は堅調に推移しており、先行きの生産拡大に向けた動きも確認されている。ただし、生産は堅調な推移が続いているにも拘らず「雇用（48.5）」は前月比▲0.3pt 低下して引き続き 50 を下回る推移となるなど、製造業の雇用創出能力が低下している様子もうかがえる。また、企業規模別では「大企業（53.0）」や「中堅企業（50.4）」が 50 を上回る水準を維持する一方、「中小企業（48.7）」は低下トレンドを脱することが出来ないなど厳しい状況に直面しており、足下の景気持ち直しの動きを巡って跛行色が一段と鮮明になっている点にも注意が必要である。他方、英調査会社の Markit 社が発表した 12 月の財新製造業 PMI は 51.5 と 7 ヶ月連続で 50 を上回り、前月（50.8）から+0.7pt 上昇するなど改善基調を強めている。なお、政府公表版の PMI に比べて財新 PMI の方が世界経済との連動性が高いことを勘案すれば、こちらが足下で改善基調を強めていることは世界経済にとっても好ましい状況にあると判断することが出来る。足下の生産動向を示す「生産（52.1）」は前月比+0.8pt と 2 ヶ月連続で上昇するなど生産拡大の動きが強まっているほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（53.0）」も同+1.2pt、「輸出向け新規受注（52.6）」も同+1.1pt といずれも上昇基調を強めており、内・外需双方で生産に押し上げ圧力が掛かっている様子がうかがえる。さらに、生産拡大の動きにも拘らず「完成品在庫（49.2）」は前月比▲0.7pt と在庫圧縮の動きが強まっているほか、原材料需要を示す「購買量（52.2）」は同+1.3pt と大幅に上昇する一方、「原材料在庫（49.5）」は同▲0.6pt 低下するなど先行きも原材料需要の旺盛さを示唆する動きもみられる。こうした動きは足下で底入れの動きが続く国際商品市況にとっても追い風になることが期待される。ただし、サンプル企業に中小・零細企業より多く含まれている財新 PMI においても「雇用（49.1）」は前月比+0.5pt 上昇するも依然 50 を下回る水準に留まるなど、生産拡大の動きが雇用創出に繋がっていないと捉えることが出来る。

- 一方、足下の中国経済を巡っては業種別の GDP における第 3 次産業の割合が 5 割を上回るなど経済のサービス化が進んでおり、サービス業の動向を無視して中国経済の動きをみることは難しくなっている。こうしたなか、国家統計局及び物流購買連合会が発表した 12 月の非製造業 PMI は 55.0 と引き続き好不況の別れ目となる 50 を上回り、前月から+0.2pt 上昇するなど改善の動きが続いている。足下の景気動向を示す「業況動向（60.9）」は前月比▲0.7pt 低下しているものの、

図 1 製造業 PMI の推移



図 2 非製造業・サービス業 PMI の推移



「新規受注（52.0）」は同+0.2pt 上昇しているほか、「新規輸出（51.5）」も同+0.6pt 上昇するなど、内・外需双方で先行きの改善を示唆する動きがみられる。さらに、非製造業においても「在庫（46.3）」は前月比▲0.2pt 低下するなど在庫圧縮の動きが広がっている様子が確認されるなど取り巻く環境の改善が続いている一方、「雇用（49.3）」は同+0.1pt 上昇するも 50 を下回る水準に留まっており、雇用拡大の動きには繋がっていない。他方、英調査会社の Markit 社が発表した 12 月の財新サービス業 PMI は 53.9 と前月（51.9）から+2.0pt と大幅に上昇しており、3 年 4 ヶ月ぶりの高水準となるなど改善基調を強めている。足下の業況動向のみならず「新規受注（54.1）」は前月比+1.3pt、「将来活動期待（59.6）」も同+0.5pt と先行きに対する期待も大きく改善している。また、「雇用（51.2）」は前月比▲0.2pt 低下しているものの、これらのなかで唯一 50 を上回る水準となっており、民間部門のサービス業が唯一の雇用創出産業になっていると捉えることが出来る。なお、こうした動きは足下の中国景気が製造業のみならずサービス業もけん引役となる形で持ち直しの動きを強めていることを示唆している上、昨年末にかけて景気の加速感を強めたと捉えられるほか、先行きに対する期待の高さはこうした傾向が年明け以降も続いていると判断することを可能にする。さらに、サービス産業での雇用拡大の動きは中国国内における IT 関連を中心とする起業拡大の動きなども後押ししているとみられ、都市部を中心とする個人消費の押し上げに繋がることも見込まれる。製造業においては近年の人件費高騰などを理由に自動化・省力化の動きが大きく前進しており、結果的に雇用創出能力の低下が避けられなくなる一方、サービス業が新たな雇用創出源になっていることは、消費市場としての中国の存在感向上を促すことが期待される。

- こうした環境は世界経済にとっても追い風になることが期待されるとともに、足下の世界的な「カネ余り」が続いていることも相俟って国際金融市場も活況を続ける可能性は高いと見込まれる。ただし、足下の中国経済を巡っては様々なリスクがくすぶっていることも忘れてはいけない。上述したように、共産党や政府は中期的課題として今後債務圧縮を目指す方針を明らかにしているが、足下の中国国内における債務残高は過去にバブル崩壊を経験した国々と比較して「危機的」とも呼べる水準にあり、この圧縮は一朝一夕に進められる話ではない。昨年以降の中国人民銀行（中銀）は金融政策のスタンスをやや引き締め方向にシフトさせている上、中央経済工作会议においても金融政策のスタンスが一段と引き締め方向にシフトする姿勢がうかがえることを反映して金利は上昇基調を強めている。さらに、景気の持ち直しを反映して昨年は上昇基調を強めた株価についても、昨年末にかけては一転して調整圧力が高まるなど共産党や政府による政策の舵取りを不安視する動きもみられた。足下では景気の堅調さが確認されたことで落ち着きを取り戻しつつあるほか、政策に対する期待感も相場を下支えしているとみられる一方、先行きについても共産党・政府による政策のさじ加減の行方に左右される展開が続く可能性が高いと見込まれる。なお、ここ数年の中国の経済政策を巡っては政府をはじめとする公的部門の関与強化を通じた「国家資本主義」的な色合いを強めており、金融市場による動揺を無理矢理にでも抑え込む姿がみられるものの、2015 年から翌 16 年にかけての株式市場でのバブル崩壊の動きや、その後の為替市場での混乱などをみると、そうした動きが必ずしも奏功したとは言いがたい実情もうかがえる。足下の中国では非金融民間企業部門による過剰債務

図 3 長期金利と株式相場の推移



が問題となるなか、一度信用収縮圧力が高まればドミノ倒しの様にその動きが広がりを見せる可能性がある。その一方、中国国内における「純粋な民間企業」という定義の難しさに加え、昨年来多くの企業が定款変更を通じて「共産党の領導（指導）」を受ける実態を勘案すれば、最終的に政府ないし公的部門が接收する可能性もある。仮にそうなれば中国経済、ひいては世界経済にとっては最悪の事態は免れる一方、中国国内ではモラルハザードを前提とした経済活動が当たり前となる奇妙な世界が広がることが懸念されるほか、新たなリスクを引き起こす可能性もはらんでいる。共産党と政府という二重権力構造は金融市場などに対するメッセージの曖昧さを生むとともに、そのことが「市場との対話」を難しくさせており、中国当局の発するメッセージの解釈を巡って市場に動揺が広がる事態も予想されるほか、今後はそうした動きにこれまで以上に一喜一憂させられる展開も懸念されよう。

以 上