

中国景気は安定維持も、徐々に力強さを欠く展開に

～7-9月期は9年半ぶりの低い伸びに、力強さを欠く内需に加え、外需の不透明感も重石に～

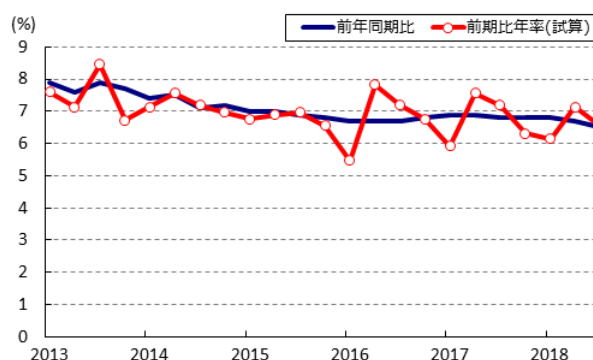
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 米中貿易摩擦は先月末に「第3弾目」が発動されたが、現状外需への明確な下押し圧力は掛かっていない。中国政府は景気下支え策を打ち出す一方、デレバレッジの取り組みは内需の重石となり、景気の足かせとなっている。7-9月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と9年半ぶりの低い伸びとなった。前期比も+1.6%とペースが鈍化するなど、インフラ投資の進捗が遅れるなかで家計消費の鈍化が景気を下押ししている。
- 小売売上高は実質ベースで伸びが鈍化しており、家計所得は堅調な一方、米中貿易摩擦などに伴う先行き不透明感が不要不急の消費を抑えている可能性がある。また、家計消費の鈍化や先行きの外需への下押し懸念は鉱工業生産の下押し圧力となる動きも鮮明になっている。他方、固定資本投資の伸びは底入れするなどインフラ投資が徐々に発現しつつある。当面は公共投資が景気を下支えする展開が続くと期待される。
- 9月までの累計ベースの経済成長率は前年比+6.7%と政府目標(6.5%前後)はクリア可能と見込まれる。政府は来年の安定成長持続に自身をみせるが、その実現にはさらなる政策対応が不可欠と言える。他方、人民銀は直接流動性供給を図る姿勢をみせるが、今後は追加金融緩和を迫られる状況も予想される。結果、人民元の対ドル相場は金融政策の方向性の違いが影響する形で下押し圧力が掛かる地合いが続こう。

米中貿易摩擦を巡っては、米トランプ政権が先月24日付で『第3弾目』の発動に踏み切り、中国も即座に対抗措置を発動したことで、中国にとっては米国向け輸出の約半分、米国からの輸入の約7割に制裁関税が課されるなど、中国の外需に悪影響を与えることが懸念される。ただし、足下の輸出は外資系企業を中心に制裁発動前の駆け込みを受けて比較的好調な推移をみせており（詳細は12日付レポート「[中国、輸出に制裁発動前の駆け込みの動きが鮮明に](#)」をご参照下さい）、外需に明確な形で下押し圧力が掛かる状況とはなっていない。他方、年明け以降中国政府は米中貿易摩擦の激化に伴う中国経済への悪影響を懸念して、企業部門を対象とする様々な減税措置など景気下支え策を打ち出す一方、インフラ投資や金融緩和については『的を絞った』形を採る抑制的な対応を採ってきた。この背景には、世界金融危機後に実施した巨額のインフラ投資や金融緩和策などが生産能力や在庫、債務などの過剰状態を招き、その処理に苦慮していることが影響している。結果、中国政府は過剰債務を巡るデレバレッジ（債務削減）を図る一方、景気下支えにも取り組む「アクセルとブレーキの両踏み

図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

状態」での政策対応を迫られ、結果的に足下の中国経済は幅広く内需の勢いが鈍化している。こうした状況は7-9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.5%と前期（同+6.7%）から伸びが鈍化し、9年半ぶりの低い伸びとなったことに現われている。なお、国家統計局が発表した前期比（季節調整値）も+1.6%と前期（同+1.7%）から拡大ペースが鈍化し、年率換算ベースでも6%台半ばに留まり、足下の景気は安定的に推移するも力強さを欠く展開が続いている。なお、年初からの経済成長率は9月末時点で前年比+6.7%と全人代で発表された政府目標（6.5%前後）を上回る水準を維持しており、先行きについては米中貿易摩擦の激化などに伴う不透明要因は山積するが、目標実現の可能性は依然高いと見込まれる。ただし、米中貿易摩擦の激化に伴い国内物価に上昇圧力が掛かる一方、雇用に下押し圧力が掛かるなど、内需を取り巻く環境は悪化しつつある（詳細は16日付レポート「[米中貿易摩擦は中国の国民生活に著実に悪影響](#)」をご参照下さい）。国家統計局は来年の中国経済について「[安定した経済成長の実現は可能](#)」との見通しを示しているが、その実現にはさらなる政策対応の必要性に迫られる可能性には注意が必要である。人民銀行（中銀）は今年15日付での年明け以降3度目となる預金準備率の引き下げを発表したが（詳細は9日付レポート「[中国、景気減速懸念払拭へ「全面的な」政策対応へ](#)」をご参照下さい）、今後もそうした動きが一段と活発化する可能性は高まっている。

内需のうち家計消費に該当する9月の小売売上高は前年同月比+9.2%と前月（同+9.0%）から2ヶ月連続で伸びが加速したものの、物価の影響を除いた実質ベースでは同+6.4%と前月（同+6.6%）から伸びが鈍化するなど下押し圧力が掛かった。前

月比（名目ベース）も+0.80%と前月（同+0.82%）から拡大ペースが鈍化し、足下で食料品やエネルギーなど生活必需品を中心に物価上昇圧力が高まっていることを勘案すれば、一段と伸びが鈍化している可能性が高い。なお、財別では10月初めの国慶節を前に食料品や飲料品などの需要が拡大したほか、宝飾品など高額品に対する需要も拡大するなど活発化する動きもみられる。さらに、スマートフォンの新製品への需要拡大を反映し

て通信機器関連の売上の伸びも加速するなど、特殊事情も影響して需要が押し上げられた。一方、米中貿易摩擦の激化に伴う価格上昇の影響に加え、米国メーカー製自動車に対する不買運動なども影響して自動車販売は前年を大きく下回るほか、家電製品関連の売上げの伸びも鈍化しており、米中貿易摩擦の激化は消費行動に様々な形で影響を与えている。こうした動きは近年のインターネットの爆発的な普及を背景に高い伸びが続いてきた電子商取引（EC）を通じた小売にも影響を与えており、9月は年初来ベースで前年同月比+27.0%と前月（同+28.2%）から大幅に伸びが鈍化し、うち衣類関連での伸びの鈍化が全体の足を引っ張っている。なお、近年のECの爆発的な普及に伴い実店舗との間でカニバリ（共喰い）が激化しているものの、9月時点の年初来の伸びをみるとスーパーマーケットや百貨店などの伸びは6月時点から横這いで推移するなど健闘する一方、専業及び専門店の伸びは一段と鈍化するなど苦境に立たされている。他方、9月時点の年初来ベースの家計部門の可処分所得は平均ベースで前年比+

図2 小売売上高(前年比/実質)の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

8.8%と今年前半(同+8.8%)から横這いで推移し、実質ベースでも同+6.6%と今年前半(同+6.6%)から横這いであるなど底打ちの兆しが出ている。ただし、9月の家計支出は年初来ベースで前年比+8.5%と年前半(同+8.8%)から伸びが鈍化しており、実質ベースも同+6.3%と年前半(同+6.7%)から伸びが鈍化するなど財布の紐を締める様子がうかがえる。衣類などの日用品に加え、生活サービスなど幅広い分野で軒並み支出の伸びが鈍化する動きが出ており、景気の先行き不透明感が高まるなかで不要不急の消費を手控える動きが広がっている可能性もある。

上述のように外需に米中双方の貿易制裁発動を前にした駆け込みの動きが出る一方、先行きの外需には不透明感が高まっている上、家計消費に下押し圧力が掛かっていることは、足下の国内生産の重石となっている。9月の鉱工業生産は前年同月比+5.8%と前月(同+6.1%)から伸びが一段と鈍化して約2年半ぶりの低い伸びに留まるなど、急速に下押し圧力が掛かった。前月比も+0.50%と前月(同+0.53%)からわずかながら拡大ペースが鈍化しており、春先にかけて拡大ペースを強めた流れは一転して頭打ちしている。業種別では、発電機をはじめとする重電関連のほか、半導体やコンピュータなどの電気機械関連で生産の伸びが高止まりし、この動きに呼応するように非鉄金属関連の生産にも底打ち感

が出るなど、世界経済の自律回復の動きが続くなかで堅調を維持する動きもみられる。また、医薬品関連の生産も堅調に推移しており、都市部を中心とする生活レベル向上に伴う医療サービス需要拡大の動きも生産を押し上げている。ただし、財別では、政府主導による電気自動車普及策の影響で新エネルギー自動車の生産は前年を大きく上回る伸びで推移しているものの、米国メーカー製自動車に対する不買運動などの影響で多目的自動車(SUV)を中心に自動車全体の生産は前

年を下回る伸びが続き、これに伴い金属加工機械の生産も伸び悩んでいる。さらに、米中貿易摩擦の激化に伴い米国向け家電などの輸出に下押し圧力が掛かるとの懸念を反映して、スマートフォンをはじめとする携帯電話の生産も前年を下回る伸びとなったほか、これらの生産鈍化を警戒して産業用ロボットの生産も前年割れとなるなど、先行きの生産鈍化懸念がさらなる生産の下押しを招く悪循環もみられる。なお、政府は景気下支えの観点から『的を絞った』形でのインフラ投資の拡充に動く姿勢をみせてきたが、この動きに併せる形で鋼材など鉄鋼関連の生産の伸びに底入れの動きが出ているほか、セメントの生産量も堅調な推移が続いており、年末にかけてはインフラ投資の発現が景気を下支えすることが期待される。ただし、全般的な経済活動の鈍化に加え、気象条件の悪化なども重なり9月の発電量は前年同月比+4.6%と前月(同+7.3%)から伸びが鈍化し、構成電源別では風力発電で伸びが加速した以外すべての分野で伸びが鈍化している。なお、エネルギー関連では今後は冬場の需要期を迎えるため、天然ガス関連の生産は引き続き活発に推移しているほか、石炭関連の生産の伸びも加速感を強めており、今後はこれらの動きも生産を下支えすると見込まれる。他方、米中貿易摩擦の激化を受けて先行きは輸出への下押しが避けられないなか、家計消費など内需が力強さを欠く展開をみせていることもあり、生産

図3 鉱工業生産(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

も鈍化傾向が続く可能性は高いと見込まれる。

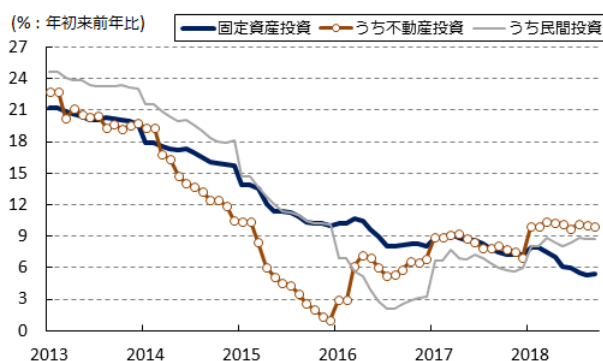
他方、内需のうちインフラをはじめとする公共投資や企業部門による設備投資の動向を示す9月の固定資産投資は年初来ベースで前年比+5.4%と前月（同+5.3%）から伸びが加速し、年明け以降減速傾向が続いてきた流れが反転した。単月ベースの前月比も+0.43%と前月（同+0.41%）からわずかに拡大ペースが加速し、先行きの外需には不透明感

が高いほか、家計消費も力強さを欠くなかで投資には底入れの動きがみられる。実施主体別では、民間部門による投資は引き続き堅調を維持するなか、低調な推移が続いた国有企業による投資に底打ちの兆しが出ており、ようやくインフラ投資が本格化しつつある。なお、分野別では農林漁業関連の投資に頭打ち感が出ているが、これまで低調な推移が続いた製造業をはじめとする第2次産業で底打ち感が出ているほ

か、サービス業も底入れするなど幅広い分野で改善の動きがみられる。製造業では、金属製品関連や特殊機械関連、電気機械関連などで投資底入れの動きが鮮明であり、米中貿易摩擦の激化にも拘らず世界経済の自律回復が続くなかで生産拡大が見込まれることを見越した動きと考えられる。その一方、このところの販売不振などの影響で自動車関連では投資が手控えられるなど、米中貿易摩擦を巡ってもその影響の跛行色はこれまで以上に強まっている。また、近年のECの爆発的普及などを追い風に高い伸びが続いてきた道路運送関連の投資は徐々に頭打ちしており、足下で販売の伸びが鈍化するなど一巡していることに加え、EC間の激烈な競争環境も投資の頭打ちを招く一因になっているとみられる。なお、年明け以降は底入れの動きが続いてきた不動産投資は、9月は年初来ベースで前年比+9.9%と前月（同+10.1%）から伸びが鈍化し、オフィス用不動産や商業用不動産での下押しが全体の足を引っ張る一方、住宅用不動産の伸びは加速するなど対照的な動きが続いている。住宅用不動産では新規着工面積の伸びも引き続き加速しており、それに伴い不動産業界の景況感は101.99と前月（101.98）から+0.01pt上昇して過去1年以上と比較して最も高水準となるなど活況を呈している。国家統計局は先行きの投資の行方について、「インフラ投資の伸びが安定する」との見方を示すなど公共投資の進捗を期待する姿勢をみせており、この動きは投資を下支えすると見込まれる。

今回のGDP統計発表に際して、国家統計局は足下の中国経済について「下押し圧力は強まっているものの、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は依然健全に推移している」との見方を示す一方、先行きについては「外部環境の悪化が当局による景気安定に向けた取り組みへの不透明感をもたらす」可能性を示唆した。ただし、「家計消費に対する下押し圧力はくすぶっているが、拡大傾向は維持出来る」ほか、「米中貿易摩擦による輸出への影響は依然明確ではない」との見解を示し、今年通年の経済成長率については「政府目標の『6.5%前後』の達成は可能」との見方を示す。さらに、「2019年についても安定成長は実現可能」とするなど、先行きにおける景気の本据の維持に自身をのぞかせた。その上で、人民元相場についても「基本的に安定した推移を維持することは可能」との見方を示し、一

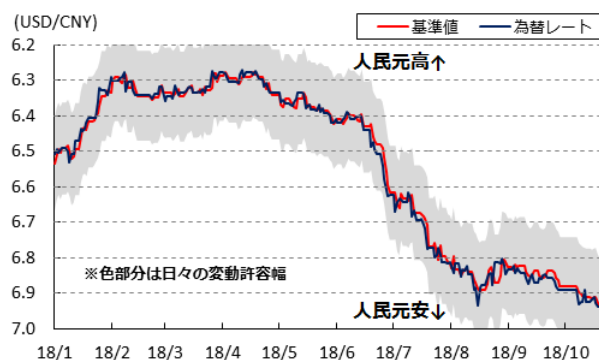
図4 固定資産投資(年初来前年比)の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

部で懸念される人民元安誘導を言外に否定した。他方、直前に行われた人民銀の易綱総裁の記者会見では、年明け以降の株価下落について「投資家心理によるものであり、中国経済の良好なファンダメンタルズを反映しておらず、そのバリュエーションは比較的低い」との認識を示した。その上で、過剰債務懸念などを起因とする企業の資金繰り問題について『的を絞った』措置を検討しており、社債市場や株式市場の活性化に向けた取り組みを前進させる」ほか、「商業銀行による企業向け信用拡大を促す」との考えを示した。なお、金融政策については引き続き「『穏健中立』を続ける」ほか「流動性を妥当且つ安定した水準に維持する」とし、「MLF（中期貸出制度）を含む金融政策ツールを活用する」として、当面は流動性供給を重視する姿勢をみせた。ただし、今後も預金準備率の引き下げを含む一段の金融緩和に動く可能性はくすぶっており、結果的に人民元の対ドル相場については米FRB（連邦準備制度理事会）との政策の方向性の違いが影響する形で下押し圧力が掛かりやすい地合いが続くと予想される。

図5 人民元相場(対ドル)の推移



(出所)CEIC, CFETS より第一生命経済研究所作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。