

中国、家計消費の伸びは歴史的低水準に

～規模の魅力は大きい一方、急速に勢いが陰りをみせる動きが一段と鮮明に～

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)

- 足下の中国経済を巡っては減速懸念が高まっている。当局は景気下支えに向けて様々な政策対応を打ち出しているが、10 月の金融市場を巡る動きは効果を挙げていないことを示唆する。融資は伸び悩みが続くほか、国際金融市場の動揺に伴う資金流出圧力の高まりを受け、当局は人民元相場の安定を図ったとみられ、外貨準備高も大きく減少した。中国経済を取り巻く状況が厳しさを増すなか、政策対応は困難を極めている。
- 10 月の小売売上高は前年比+8.6%に鈍化し、実質ベースでは同+5.6%と歴史的低水準となった。家計部門を巡る環境が厳しさを増すなか、消費全般に下押し圧力が掛かっている。消費市場としての魅力は依然高いが、勢いは急速に鈍化している。他方、インフラ投資の進捗を反映して10月の固定資本投資は年初来前年比+5.7%と加速した。外需の堅調さを反映して、関連分野で投資が底入れする動きも出る一方、資金需給のタイト化は不動産投資の重石となっている。また、インフラ投資の底入れに伴い10月の鉱工業生産は前年比+5.9%に加速した。当面については、インフラ投資の進捗は生産を下支えする展開が続くと期待される。
- 当局は足下の景気を「安定成長」とする一方、物価が低水準に留まるなかで追加的な政策対応の必要性に言及している。当面は自律的な景気回復が見込めず、当局の次なる対応にこれまで以上に要注目と言える。

足下の中国経済を巡っては、米中貿易摩擦の激化により製造業、サービス業問わず企業マインドが急速に悪化しているほか、年明け以降の株価下落によるバランスシート調整圧力に加え、中国の報復措置に伴う物価上昇を受けて家計消費など内需への下押し圧力が顕在化し（詳細は9日付レポート「[中国の家計部門は株価下落と物価上昇の板ばさみ](#)」をご参照下さい）、景気減速が意識されている。米中貿易摩擦に伴う経済への悪影響を緩和すべく、中国政府は企業部門を対象に増値税や法人税の引き下げのほか、輸入関税の段階的な引き下げ実施など企業が直面するコスト上昇圧力の緩和に取り組んできた。また、政府主導による企業部門を対象とするデレバレッジ（債務抑制）策と景気下支えの両立を目指すべく、『的を絞った』形での金融緩和に取り組んできたが、十分な成果を挙げる事が出来ず、先月には全面的な預金準備率の引き下げに動いた（詳細は10月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）。さらに、家計部門を取り巻く環境が厳しさを増していることに対応すべく、個人所得税の基礎控除引き上げによる実質減税を決定し、改正法の施行は来年1月ながら、基礎控除の引き上げは先月から行われるなど、前倒しで景気下支えに取り組んでいる。ただし、こうした様々な取り組みにも拘らず、10月の中国金融市場を巡る動きは、一連の取り組みが依然として効果を挙げるには至っていない様子を示唆する。10月の新規の人民元建融資額は6970億元と前年同月（6632億ドル）から+5.1%拡大したが、前月（同+8.7%）から伸びが鈍化し、10月末時点の人民元建融資残高は前年同月比+13.1%と前月（同+13.2%）から鈍化するなど伸び悩んでいる。さらに、預

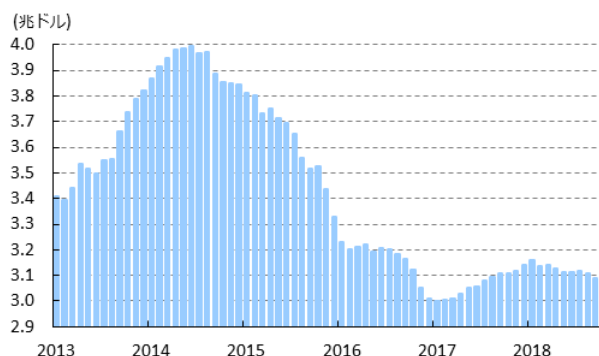
金準備率の引き下げなどに伴い狭義のマネーサプライの伸びは底入れする一方、広義のマネーサプライであるM2の10月の伸び率は前年同月比+8.0%と前月（同+8.3%）から鈍化するなど資金需要は伸びず、中国の内需を取り巻く環境は厳しい状況を脱していない。また、10月の国際金融市場では夏場以降の混乱の要因となった『トルコ・ショック』一巡にも拘らず、新興国などで資金流出圧力が強まり、中国金融市場でも株価下落が続いたほか、人民元の対ドル相場も下落基調を

強めるなど資金流出圧力が強まった。結果、10月末時点の外貨準備高は3兆531億ドルと前月から▲339億ドルと3ヶ月連続で減少するなど、人民元相場の安定に向けて当局が積極的な為替介入に動いた可能性を示唆する動きもみられる。足下の状況は中国経済を取り巻く状況が厳しさを増すなか、当局の局面打開に向けた積極姿勢にも拘らず、十分な効果を挙げることが難しいことを示唆している。

こうした状況は10月の経済指標の動きでも明らかである。家計消費の動向を示す10月の小売売上高は前年同月比+8.6%と前月（同+9.2%）から伸びが鈍化し、物価の影響を除いた実質ベースでも同+5.6%と前月（同+6.4%）から鈍化して24年強ぶりの低い伸びとなるなど、急速に勢いが弱まっている。

前月比は+0.64%と前月（同+0.56%）からわずかに拡大ペースが加速したものの、足下では米中貿易摩擦の激化を受けて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おり、実質ベースでも弱含む展開が続いている。都市部及び農村部ともに個人消費の勢いが鈍化し、財別ではエネルギー価格の上昇の動きなどを反映して石油製品関連の消費の伸びは加速したほか、住宅需要の堅調さを受けて建築資材関連の消費も比較的堅調な動きが続く。他方、米中貿易摩擦の激化に伴い国内で米国製品に対するボイコットの動きが広がるなか、自動車市場では米国メーカーのシェアが比較的高いことから自動車販売台数が前年割れの展開が続くほか、スマートフォンをはじめとする通信機器類の販売の伸びも鈍化するなど、貿易摩擦の影響が出ている。他方、食料品関連や衣類関連、化粧品関連、日用品関連など、近年のインターネットの爆発的普及に伴いEC（電子商取引）を通じた購買が拡大し

図1 外貨準備高の推移



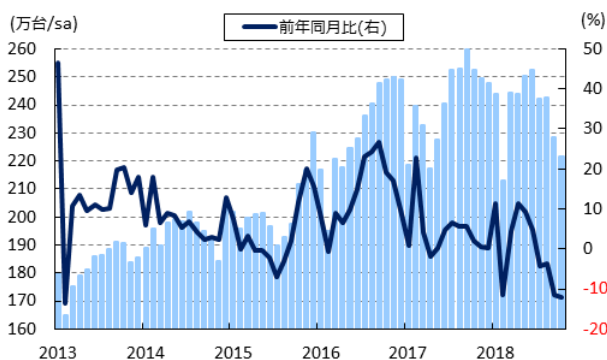
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 小売売上高(前年比・実質ベース)の推移



(出所)国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 自動車販売台数の推移



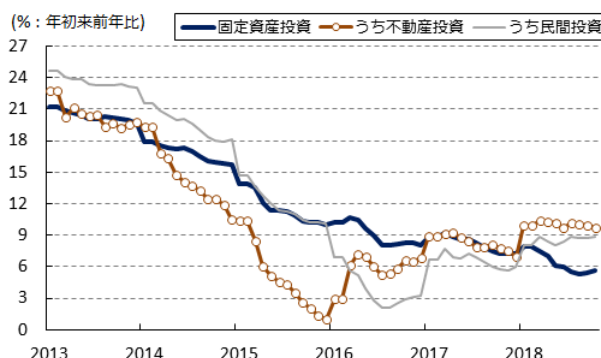
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成, 季調値は当社試算

ている財も軒並み伸びが鈍化し、結果的にECを通じた小売売上高も10月は年初来前年比ベースで+25.5%と前月（同+27.0%）から鈍化するなど、幅広く個人消費に下押し圧力が掛かっている可能性がある。なお、中国では今月11日の『独身の日』に大手ECサイトが2009年以降毎年大々的なセールを展開しており、それに伴い前月の消費が抑制された可能性はある。ただし、当該セールを始めた大手ECの阿里巴巴の当日の売上高は2135億元（約3.5兆円）と過去最高を更新したが、前年比+26%と前年（同+39%）から伸びが鈍化しており、その水準は魅力的な一方で勢いに陰りが出ている。当局の景気下支え策に加え、金融市場活性化に向けた様々な対策を受け、足下の株価は一進一退の動きが続いているが、年明け以降の下落局面の打開には繋がっておらず、家計資産に占める株式の割合が相対的に高い中国では家計消費の重石になりやすい展開が続く。先行きについても当面は当局による動きが左右する状況が続く可能性が高いと見込まれる。

なお、中国当局は景気減速が懸念されて以降も、過去に行った大規模インフラ投資が足下の企業部門を中心とする過剰債務の元凶になったため、大規模な財政出動を伴うインフラ投資拡充には及び腰の姿勢をみせてきた。他方、インフラ投資は『的を絞った』と対象を絞るなど過去の教訓を反省材料に抑制的な対応を示してきたが、結果的にこうした動きは投資の効果発現のタイミングを遅らせるとともに、このところの景気減速懸念を一段と助長させた可能性がある。ただし、足下ではようやく効果が発現する動きが出ている模様であり、10月の固定資産投資は年初来前年比ベースで+5.7%と前月（同+5.4%）から2ヶ月連続で伸びが加速し、当研究所が試算した単月ベースの前年比も加速感を強めるなど底入れが進む。前月比も+0.44%と前月（同+0.43%）からわずかながら拡大ペースが加速し、夏場を底に緩やかに拡大傾向を強めている。実施主体別では、国有企業による投資で

底入れの動きが明確になるなど、公的部門で軒並み拡大傾向が強まり、インフラ投資の進捗が進んでいる様子がうかがえる。また、民間部門による固定資本投資の伸びも加速感を強めており、このところ伸び悩みの動きが鮮明になってきた通信機器関連や電気機械関連のほか、特殊機械関連、一般機械関連、金属製品関連など幅広い分野で伸びに底打ち感が出ている。また、足下で販売が伸び悩む自動車関連でも投資の伸びに底打ちの兆しが出ており、政府の補助金による普及の後押しなどを背景にEV（電気自動車）の販売が堅調なことも後押ししているとみられる。なお、内訳をみると建設関連で伸びに底入れの動きがみられるが、製造設備をはじめとする機械購入関連の伸びは鈍化しており、景気の先行き不透明感がくすぶるなかで能力増強投資は手控えられている可能性がある。他方、年明け以降は比較的堅調に推移してきた不動産投資は年初来前年比ベースで10月は+9.7%と前月（同+9.9%）から伸びが鈍化し、分野別ではオフィス関連や商業用不動産関連では引き続き前年割れで推移しており、マイナス幅が拡大するなど一段と鈍化傾向を強める一方、堅調な動きが続いた住宅向けの伸びに頭打ち感が出ている。当局による金融緩和にも拘らず、国際金融市場の動揺などの余波で資金需給がタイト化する展開が

図4 固定資産投資(年初来前年比)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

続き、不動産市場への資金流入の動きが細まっていることが影響しているとみられ、不動産関連の景況感も 101.94 と依然高水準ながら前月（101.99）から▲0.05pt 低下している。なお、共産党及び政府は先月末以降『弱い部分を対象とするインフラ投資の強化』を発表するなど、進捗促進に向けた取り組みを強化する動きをみせており、この効果発現は固定資本投資の押し上げを通じて景気を下支えすると期待される。他方、当局は金融機関に対して新規融資の半分を中小・零細を中心とする民間企業向けに振り向けるよう要請するなど、潜在的な不良債権化が懸念されるほか、『ゾンビ企業』の延命措置に繋がることで金融機関の体力を奪うリスクもある。過剰債務懸念が依然払拭出来ないなかで、新たな金融膨張によりリスクが増幅する可能性にも注意が必要と言える。

家計消費は勢いに乏しい展開が続く一方、インフラ関連を中心に固定資産投資に底入れの兆しが出ていることを反映して、10月の鉱工業生産は前年同月比+5.9%と前月（同+5.8%）から伸びが加速し（物価の影響を除いた実質ベースでも数値はともに同じ）、底打ち感が出ている。前月比は+0.48%と前月

（同+0.48%）と同じペースで推移しており、昨年末から年初と比べるとペースは力強さを欠く展開であるが、底這いの状況が続いていると捉えられる。なお、実施主体別では国有企業や地方政府に関連する集体企業などで生産が鈍化する動きが続く一方、民間企業や外資系企業などで生産底入れの動きが強まるなど対照的な展開となっている。こうした動きは、中国国内景気に対して不透明感がくすぶる一方、世界経済は引き続き拡大の動きが続いており、このところの人民元安の

図5 鉱工業生産(前年比)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

進展などに伴い輸出競争力が向上するなか、外需向けを中心に生産が底入れしている可能性を示唆する。こうしたことは、業種別でも輸出に関連する通信機器などの電子設備関連のほか、特殊機械関連や一般機械関連、電気機械関連などで軒並み生産の伸びが加速感を強めていることに現れている。ただし、米中貿易摩擦の激化など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は引き続き前年割れとなったほか、自動車販売の低迷に伴いSUV（多目的自動車）を中心に自動車の生産台数も前年割れが続くなど、こうした動きによる減産圧力を反映して産業用ロボットの生産も低迷するなど厳しい環境もみられる。また、国内向けが大宗を占める医薬品関連や農業及び食品加工関連などの生産は鈍化しており、内需と外需を取り巻く状況の違いが足下の生産の動きにも現われている。なお、上述のようにインフラ投資に底入れの動きが出ていることなどを反映して、鋼材や粗鋼をはじめとする鉄鋼製品関連のほか、セメントなどインフラに大きく関連する財の生産は軒並み伸びが加速しており、今後もインフラ投資の促進が期待されるなかで生産が下支えされる展開が続くと見込まれる。

なお、10月の経済指標発表に併せて国家統計局の報道官は、足下の中国経済について「下押し圧力に直面している」としつつ、「適切な政策対応により安定成長が続いている」との認識を示し、先行きについても「妥当な水準での伸びが続き、成長率の年間目標（6.5%前後）は達成可能」との見方を示している。他方、政策を巡っては「貿易摩擦による影響が懸念されるなか、経済成長の支援に資する政策

措置を講じる必要がある」としたほか、「足下のインフレ率は緩やかな水準に留まっており、政策対応の余地は依然として比較的大きい」と述べるなど、さらなる景気下支えの必要性に言及している。具体的には「インフラ投資に対する支援が続くであろう」とする一方、「物価は落ち着いた推移が続く」との見通しを示し、必要に応じて追加的な預金準備率の引き下げなどを通じて株価低迷などに伴う需給ひっ迫懸念がくすぶる金融市場の下支えに動く可能性も考えられる。ただし、こうした状況は当面の中国経済は自律的な景気回復が期待しにくく、政策対応の行方に掛かっていることを意味しており、今月下旬にも行われる見通しの4中全会（第19期共産党中央大会第4回全体会議）の行方にこれまで以上に注目が集まるであろう。

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。見通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。

