

中国経済を巡る「灰色のサイ」を如何にみるか

～消費喚起策への期待は高い一方、膨張が続く家計債務の行方は新たなリスク要因にも～

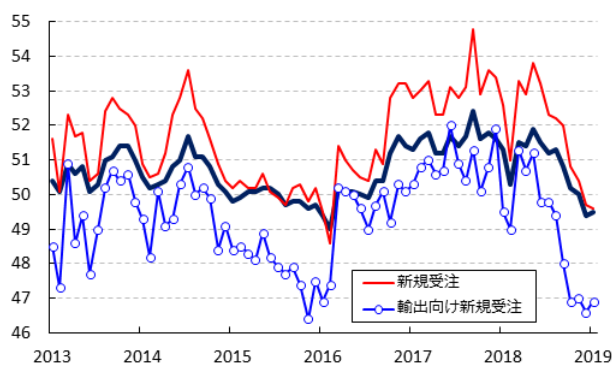
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 2018年の中国の経済成長率は28年ぶりの水準となり、10-12月期も10年ぶりの水準に留まるなど減速感が強まった。内・外需双方での減速を受け、製造業の企業マインドは昨年末にかけて急速に悪化した。1月の製造業PMIは49.5と前月比+0.1pt上昇したが、2ヶ月連続で50を下回った。景気対策は大企業に恩恵を与える一方、中小・零細企業はマインドを悪化させる対照的な動きもみられ、当面の状況は予断を許さない。
- 他方、非製造業PMIは対照的に力強く推移するなか、1月も54.7と前月比+0.9pt上昇した。サービス業を中心に消費拡大や金融緩和の恩恵を受ける動きがある一方、建設及び不動産は弱含む展開が続く。製造業・非製造業問わず雇用調整圧力もくすぶり、家計消費の重石となることも懸念される。また、昨年末にかけてはインフラ投資の進捗が建設部門の押し上げに繋がったが、早くもその影響が一巡する動きもみられている。
- 非製造業の改善を追い風に総合PMIは53.2と前月比+0.6pt上昇し、政府が目指す「スタートダッシュ」に沿ったものと考えられる。また、政府は消費喚起に向けて自動車や家電への補助金政策を打ち出す方針を示し、世界金融危機直後に似た動きもみられる。消費喚起への期待は高い一方、近年の家計部門の債務の膨張を勘案すれば、新たなリスク要因ともなり得るなど、その先を見据えた対応にも注意が必要と言えよう。

2018年通年の中国の経済成長率は前年比+6.6%と昨春の全人代（全国人民代表大会）で定められた政府目標（6.5%前後）をクリアしたものの、その水準は同国が『改革開放』政策に舵を切る直前の1990年（同+3.9%）以来、28年ぶりの低水準に留まった。さらに、10-12月については実質GDP成長率が前年同期比+6.4%と前期（同+6.5%）から鈍化して『世界金融危機』の影響が色濃く現われた2009年1-3月（同+6.4%）以来の低い伸びとなり、前期比も+1.5%と年率換算ベースで6%程度に留まるなど減速感を強めている。この背景には、米中貿易摩擦の激化に伴う外需への下押し圧力が顕在化するなか、政府主導によるデレバレッジ（債務抑制）策に伴い企業部門の資金需給が悪化する動きが広がったほか、昨夏以降の金融市場の動揺後は家計部門でも資金需給がタイト化する事態に見舞われ、結果的に内需も鈍化するなど総じて景気減速傾向が強まったことがある。こうした状況は、近年輸出産業を中心に同国経済の高成長をけん引してきた製造業の企業マインドに悪影響を与えており、政府機関の国家統計局と物流購買連合会が発表する製造業PMI（購買担当者景況感）

図1 製造業PMIの推移



(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

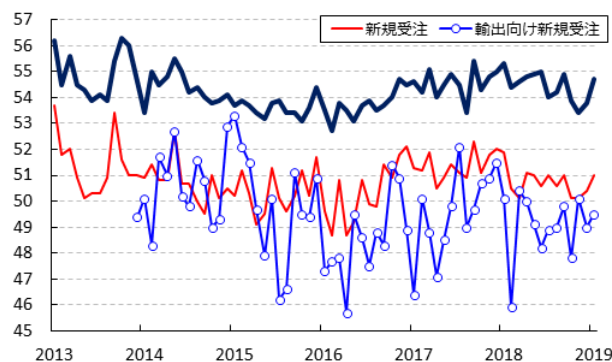
は昨年12月に29ヶ月ぶりに好不況の別れ目となる50を下回るなど、急速にマインドを悪化させている。1月の製造業PMIは49.5と前月(49.4)から+0.1pt上昇したものの、2ヶ月連続で50を下回るなどマインドの改善は小幅に留まり、依然厳しい状況に直面している。足下の生産動向を示す「生産(50.9)」は前月比+0.1ptとわずかに増産の動きが出る一方、先行きの生産を左右する「新規受注(49.6)」は同▲0.1pt低下したほか、「輸出向け新規受注(46.9)」は同+0.3pt上昇するもともに50を下回り、先行きも減産圧力がくすぶる。こうした懸念を示唆するように「受注残(43.7)」は50を大きく下回る上に前月比▲0.4pt低下する一方、「完成品在庫(47.1)」も同▲1.1pt低下するなど在庫圧縮を進める動きもみられる。他方、業況判断は着実に悪化しているほか、それに伴い「雇用(47.8)」も前月比▲0.2pt低下して雇用調整圧力が一段と強まる動きもみられ、先行きの家計消費への悪影響も懸念される。また、企業規模別では「大企業(51.3)」は前月比+1.2pt上昇しており、昨年末以降の政府による一連の景気下支え策の恩恵を受ける動きがみられる一方、「中堅企業(47.2)」は同▲1.2pt、「中小企業(47.3)」は同▲1.3ptと大幅に低下するなど、中小・零細企業に恩恵が届かない実情もうかがえる。なお、国家統計局は足下の製造業について、①外需底入れに伴うわずかな生産拡大の動き、②原油など国際商品市況の低下に伴う原材料価格の低下、③大企業の楽観姿勢の強まり、④新たな経済成長のけん引役の動き、を挙げるなど比較的楽観的な見方を示している。ただし、これは開催中の米中協議が円滑に進むことを前提としている可能性があり、事態の行方によっては予断を許さない展開が続くことも予想される。

上述のように製造業を取り巻く状況は厳しさを増す一方、非製造業の企業マインドは力強い推移が続くなど対照的な動きをみせている。1月の非製造業PMIは54.7と引き続き好不況の別れ目となる50を大きく上回る水準を維持し、前月(53.8)から+0.9pt上昇するなど改善傾向を強めている。先行きの生産動向に影響を与える「新規受注(51.0)」は前月比+0.6pt上昇するなど内需向けで底入れの動きが進むほか、「輸出向け新規受注(49.5)」も同+

0.5pt上昇して底打ちを示唆しているが、外需については引き続き下押し圧力がくすぶる。結果、「受注残(44.0)」は依然50を大きく下回る推移が続くものの、前月比+0.3ptと底打ちしており、先行きは増産の動きが進むと期待される。他方、足下における生産拡大を反映して「在庫(47.6)」は50を下回る水準ながら前月比+1.0ptと大きく上昇しており、在庫復元の動きが強まっている。また、足下の業況判断は改善が続いているものの、

先行きについては「業況動向(59.6)」が前月比▲1.2ptと大幅に低下するなど、見た目ほど企業は楽観的ではない様子もみられるほか、「雇用(48.6)」も同+0.1ptと小幅な上昇に留まるなど、景気が急回復する状況にはほど遠い。非製造業のうちサービス業では改善の動きが鮮明になっており、小分類された21業種のうち15業種が好不況の別れ目となる50を上回っている。年末年始の連休のタイミングに家計消費が活発化する動きがみられた結果、卸売業や観光業、鉄道輸送業、航空輸送業で改善の動きが強まったほか、近年のEC(電子商取引)の発達などを追い風に電気通信業、配送業でも改善傾向が強

図2 非製造業PMIの推移



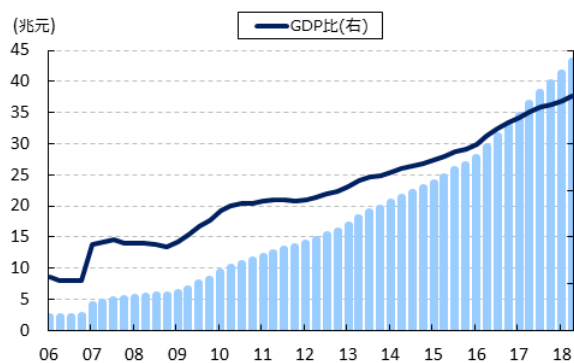
(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

まった。また、昨年末以降に人民銀行（中銀）は預金準備率の引き下げなど金融緩和に動いており、銀行業、保険業といった金融サービス関連でも改善の動きがみられた。他方、年明け以降の株式相場は底打ちしているものの、依然低調な推移が続いており証券業の景況感は引き続き 50 を下回るほか、金融緩和にも拘らず不動産向け融資に対する規制・監督が継続するなかで不動産業も 50 を下回るなど上値の重い展開が続く。昨年末にかけてインフラ関連など公共投資の進捗を追い風に建設業の景況感は大幅に上昇したものの、当月は建設拡大の動きが一巡したことで拡大の動きにも一服感が出ている。

製造業と非製造業を併せた「総合PMI」は、非製造業でのマインド改善を反映して 53.2 と前月（52.6）から +0.6pt 上昇した。この動きは、今月 15 日にマクロ経済政策の調整を行う国家発展改革委員会の連維良副主任、中国人民銀行の朱鶴新副総裁、財政部の許宏才部長代理が一堂に会して行われた記者会見の際、今年の経済政策運営について「第1四半期が良いスタートを切ることが出来ることを目指す」と述べた内容に沿ったものと考えられる。さらに、政府は景気下支えに向けて減税や手数料の引き下げに加え、インフラ投資の拡充といった積極的な財政政策のほか、金融緩和を実施する方針を示しているが、国家発展改革委員会は 29 日付で新たな景気対策を発表した。その内容は、昨年は補助金終了なども影響して自動車販売台数が前年割れとなったことに対応すべく、中古自動車に対する規制緩和や新エネルギー車の販売促進に向けた補助金給付、農村部での小型トラック及び乗用車の販売拡大に向けて「適切な補助」を行う考えを示した。また、昨年末の中央経済工作会議において今年の重点取り組みのひとつに挙げられた 5G（第5世代移動通信システム）の商用化加速に向け、商業免許の交付加速に動く方針も示された。さらに、環境負荷の低いスマート家電の普及促進を図るべく、消費者に対する補助を検討する考えを求めており、世界金融危機直後に同国政府が景気回復を目指して大々的に実施した『汽車下郷』並びに『家電下郷』を彷彿とさせる補助金政策が打たれる可能性が高まっている。なお、ここ数年中国では家計消費の動きが活発化して消費市場としての魅力が向上する動きが顕在化しているものの、その背後では家計部門が抱える債務が急拡大しており、昨年 6 月末時点では GDP 比 50.3% まで上昇している。この水準自体は G20 平均（50.9%）並みの水準であるものの、過去 10 年ほどの間に家計債務の規模は約 10 倍になるなど、経済規模を大きく上回るペースで拡大している。

一連の補助金政策などによって中国国内の家計消費が喚起されることは、足下の世界経済の成長率の約 3 割を中国経済の成長に依存している状況を勘案すればプラスに寄与することが期待される一方、中国金融市場が抱えるリスク要因は過剰感が懸念される企業向け債務と同様に膨張することが懸念される。中国の過剰債務問題はこれまでも『灰色のサイ』と揶揄され、金融市場が安定している状況下では問題視されない一方、動揺が広がる度に注目される傾向がみられたが、今後はそのリスクが一段と高まる可能性に注意が必要と言えよう。

図3 家計債務の水準及び GDP 比の推移



(出所) CEIC, BIS(国際決済銀行)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。