

中国景気に予想外に早い底入れの兆候

～3月経済指標に明るい材料が現われ、想定以上に底入れが前倒しされる可能性～

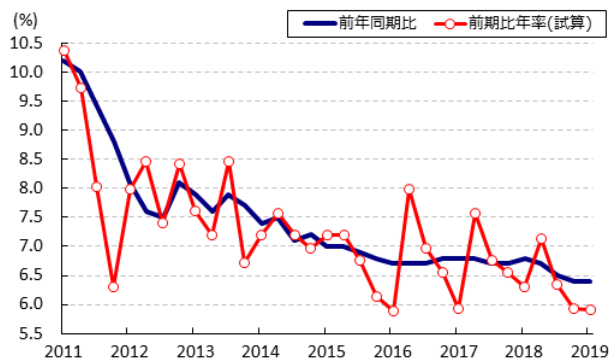
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年の中国経済は内・外需双方で減速感が強まり、世界経済の足かせとなったが、全人代で景気重視の姿勢が示された結果、足下の企業マインドは急回復している。さらに、年明け以降の株価上昇も内需を押し上げる一方、外需は米中貿易摩擦が重石となる対照的な状況が続く。1-3月の実質 GDP 成長率は前年比+6.4%と前期から横這いとなるなど減速基調を脱した。月別では3月に底打ちを示唆する動きも出ており、予想外に早く景気の底入れに繋がる可能性がある一方、今後も米中協議の動向に左右される展開が続くであろう。
- 3月の鉱工業生産は前年比+8.5%と4年半ぶりの伸びに加速し、政府の内需喚起策を期待する生産拡大の動きが押し上げに繋がった。また、3月の小売売上高は前年比+8.7%に加速の一方、実質ベースでは頭打ちがうかがえるが、実態は堅調さを維持している。4月からの補助金実施に加え、1月の電子商取引法施行に伴う下押しも一時的なものに留まった。1-3月の固定資産投資は前年比+6.3%に加速し、昨年末以降の「的を絞った」金融緩和などに伴う企業部門の資金繰り改善も後押ししている。外資系企業で設備投資意欲が高まる一方、不動産市場への資金流入が活発化する動きもみられるなど、その行方には引き続き注意が必要だ。

昨年の中国経済を巡っては、内・外需双方で減速感が強まった結果、通年の経済成長率は28年ぶりの低い伸びに留まり、そのことが世界経済の足かせとなる動きに繋がった。しかし、先月開催された全人代（全国人民代表大会）で示された今年の経済政策の運営方針は、減税や補助金などを通じて内需喚起を図るなど景気を重視する方向にシフトされ、足下では製造業のみならず、サービス業でも企業マインドが急速に改善する動きが出ている。また、政府による内需喚起策への期待に加え、今年2月末に国際的な株価指数の開発・算出を行う米MSCI社が「グローバル新興国株式指数（EM）」への中国本土株の組み入れ比率を4倍に引き上げる方針を発表したことで海外投資家を中心に資金流入が活発化し、年明け以降の中国本土株は3割程度上昇している。こうした動きを反映して、年明け以降の小売売上高や固定資本投資の伸びは底打ちするなど、幅広く内需は底堅い動きをみせる一方、今年は春節（旧正月）の連休の時期が前年に比べて10日程度前倒しされた影響を考慮しても、米中貿易摩擦の激化などが重石となる形で頭打ちの様相をみせており（詳細は15日付レポート「[春節要因を除けど、外需は中国景気の足かせに](#)」をご参照下さい）、対照的な動きが続いている。なお、昨

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

年10-12月の実質GDP成長率は前年同期比+6.4%と前期(同+6.5%)から伸びが鈍化し、世界金融危機による景気への悪影響が色濃く出た2009年1-3月以来となる低い伸びとなったが、1-3月も同+6.4%と横這いで推移するなど4四半期ぶりに減速基調を脱した。国家統計局が公表する季節調整値(2011年以降のみ公表)に基づく前期比も+1.4%と前期(同+1.5%)から拡大ペースは鈍化しており、年率ベースでは+6%弱に留まるなど過去数年の動向を勘案しても力強さに乏しい動きが続いている。ただし、月ごとの経済指標の動きをみると、上述した政府による一連の内需喚起策への期待を反映する動きが早くも確認されるなど、景気の底入れの時期が想定より早まる可能性を示唆する動きもみられる。他方、米中協議については早期に合意に至るとの期待もみられる一方、両国間の隔たりは依然として大きく、過去に米トランプ大統領が『ちやぶ台返し』を繰り返したことを勘案すれば、現時点における過度な楽観は禁物と考えられる。その意味では、当面の中国景気は内需喚起策の効果発現に伴い内需に底入れの動きが期待される一方、外需については米中協議や世界経済の動向など外部要因が左右する展開が予想され、結果的に一進一退の展開が続くと見込まれる。

なお、3月単月の経済指標において最も驚いたのは、年明け直後まで減速感を強めた鉱工業生産が前年同月比+8.5%と1-2月(同+5.3%)から伸びが大幅に加速して約4年半ぶりの高い伸びとなったことである。国家統計局が公表する季節調整値ベースの前月比も3月は+1.00%と2月(同+0.46%)及び1月(同+0.46%)から拡大ペースが大幅に加速し、過去1年で最も高い伸びとなるなど生産は急拡大した。昨年の自動車販売台数は統計が入手可能な2000年代以降で初めて前年割れとなるなど、補助金終了といった政策要因も重なり鈍化し、自動車生産も大きく落ち込む展開が続いてきたものの、今年には補助金政策の復活なども後押しして3月の自動車生産は前年同月比▲2.6%と前年割れが続くも1-2月(同▲15.1%)からマイナス幅が縮小するなど底打ちの兆しが出ている。特に、補助金対象である新エネルギー車の生産は前年同月比+41.6%と高い伸びが続き、今後も補助対象の車種を中心に生産が押し上げられる動きが期待される。さらに、政府がインフラ関連予算及び地方政府による特別債発行を通じた資金調達を拡充させる取り組みを発表してインフラ投資が押し上げられるとの期待が高まるなか、関連するセメント(前年同月比+22.2%)のほか、粗鋼(同+10.0%)、鋼材(同+11.4%)などで軒並み伸びが加速する動きがみられるなど、期待に素直に反応した動きも確認された。なお、業種別ではすべての分野で生産拡大の動きが強まったが、製造業の生産の伸びが最も高く(前年同月比+9.0%)、なかでもハイテク関連(同+10.0%)の生産拡大がけん引役となるなど、米中貿易摩擦の激化を受けて低調な伸びが続いた分野が底入れしている。ただし、米中貿易摩擦を通じて米トランプ政権が『標的』としている産業用ロボット(前年同月比▲14.0%)のほか、発電装置(同▲23.2%)、半導体(同▲2.3%)、マイコン(同▲1.6%)などはいずれも前年を下回る伸びが続いているほか、携帯電話(同▲7.0%)やスマートフォン(同▲7.4%)も大きく前年を下回る推移

図2 鉱工業生産(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

が続くなど厳しい状況は変わっていない。他方、幅広い製造業での生産拡大を期待して化学繊維（前年同月比+20.6%）や非鉄金属（同+6.9%）などで生産拡大の動きが強まったことは、先行きはこれらの素材・部材を用いる最終財生産に繋がることが期待される。また、幅広い経済活動の底入れを示唆するように発電量も前年同月比+5.4%と1-2月（同+2.9%）から伸びが底入れしており、環境配慮の観点から原子力発電（同+31.7%）や水力発電（同+22.0%）、太陽光発電（同+12.9%）がけん引役になるなど『脱炭素』の動きが活発化している様子もうかがえる。

他方、昨年末にかけての原油安に伴うディスインフレ圧力が家計部門の実質購買力を押し上げたほか、上述の年明け以降の株価上昇も追い風に家計消費は昨年末以降底入れが進んだ。なお、3月の小売売上高（社会消費支出）は前年同月比+8.7%となり、1-2月（同+8.2%）から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+6.9%と1-2月（同+7.2%：当社試算）から伸びが鈍化するなど、昨年末以降底入れが進んだ動きに一服感が出ている。これは、年明け以降の原油相場の底入れに加え、3月は春節の時期のズレなどに伴いインフ

レ率が上振れしやすいほか、今年は昨年同国で感染が拡大したアフリカ豚コレラに伴い豚肉の供給が減少した影響で豚肉を中心に肉類の物価が押し上げられたことが影響している（詳細は11日付レポート「[中国、内需に底入れ期待もディスインフレ圧力は依然くすぶる](#)」をご参照下さい）。ただし、季節調整値ベースの前月比は3月が+0.91%と2月（同+0.74%）及び1月（同+0.86%）に比べて拡大ペースは大きく、1月

及び2月の物価が前月比で上昇の一方、3月は下落したことを勘案すれば実質ベースの拡大ペースは一段と大きいと見込まれ、過去1年間でも最も高い伸びとなるなど家計消費の堅調さを示唆している。なお、財別では補助金実施前のタイミングであり、自動車販売（前年同月比▲4.4%）は1-2月（同▲2.8%）からマイナス幅が拡大したものの、今後は今月からの補助金実施による押し上げ効果が期待される。また、全人代の開催に併せて公共部門を中心に一時休止状態となったことでオフィス用品（前年同月比▲4.0%）は1-2月（同+8.8%）からマイナスに転じたほか、春節期間中は宝飾品などの需要が高まる傾向がある一方、3月はこの動きが一服して宝飾品類（前年同月比▲1.2%）は1-2月（同+4.4%）からマイナスに転じるなどの特殊要因も影響している。ただし、家電製品（前年同月比+15.2%）や通信機器（同+13.8%）、日用品（同+16.6%）、化粧品（同+14.4%）の伸びはいずれも1-2月を上回るなど加速したほか、家具（同+12.8%）や建築資材（同+10.8%）で伸びが加速したことは、住宅需要の堅調さを示唆している。また、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EC（電子商取引）を通じた小売売上高は、今年1月に施行された「電子商取引法」に伴う取引業者の営業許可証取得義務などが重石となり、1-2月は前年同月比+13.6%と大きく伸びが鈍化したものの、3月（同+15.3%）は底打ちしている上、小売売上全体に占めるEC比率も3月は18.2%と1-2月（16.5%）から上昇して昨年同年（18.4%）並みに回復するなど、法律施行に伴う影響は一時的なも

図3 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

のに留まったとみられる。

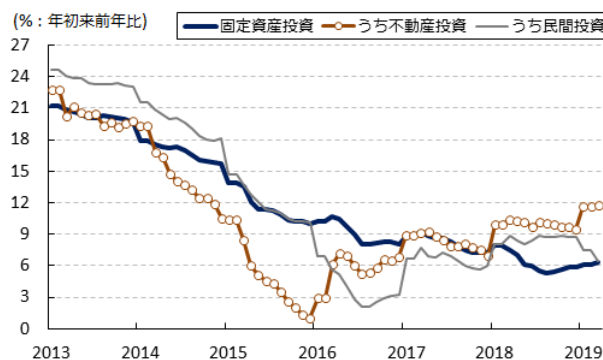
また、昨年は習政権が進めるデレバレッジ（債務抑制）策に伴い民間及び中小・零細企業を中心に資金繰りを巡る問題が表面化したほか、公共投資の動きも鈍り固定資産投資に下押し圧力が掛かる動きが強まったものの、昨年末以降は人民銀行（中銀）が度々『的を絞った』金融緩和を通じて景気下支えを図る姿勢を強めている。これらを反映して、企業部門による保有現金の動向を示す狭義のマネーサプライ（M1）の伸び率は年明け以降底打ちし、3月も前年同月比+4.6%と2月（同+2.0%）から一段と伸びが加速するなど資金繰りを巡る環境は改善しているほか、金融市場全体のマネーの動向を示す広義のマネーサプライ（M2）も3月は同+8.6%と前月（同+8.0%）から伸びが加速するなど、市場を取り巻く環境も改善している。上述の米MSCI社によるEM指数への中国本土株の組み入れ比率向上を受けて海外からの資金流入が活発化したことは、昨年は国際金融市場の動揺に伴う資金流出懸念から人民元相場が下落傾向を強めるなど、中国金融市場の悪材料に繋がった状況から一変させている。また、こうした企業部門の資金繰りの改善に加え、政府によるインフラ投資拡充の動きは固定資産投資の押し上げに繋がると期待されるなか、1-3月は前年同月比+6.3%と1-2月（同+6.1%）から伸びが加速し、当研究所が試算した月次ベースの伸びも加速感を強めている。季節調整値ベースの前月比でも3月は+0.45%と2月（同+0.42%）及び1月（同+0.46%）と大きく変わらず、緩やかな拡大が続いている。なお、実施主体別では民間部門（前年同月比+6.4%）で伸びが鈍化する一方、国有企業（同+6.7%）で伸びが加速する対照的な動きがみられ、足下の投資はインフラをはじめとする公共投資がけん引役になっている様子が見えてくる。こうした状況を示唆するように、内容別でも設備及び装置購入が1-3月は前年同月比▲0.8%となる一方、建設工程（同+5.6%）が押し上げ役となったほか、その他費用（同+16.1%）の伸びも加速している。なお、このところの貿易の動きは米中貿易摩擦が重石となる動きが続いているものの、足下では中国に進出する外資系企業が設備投資拡大に向けて設備・装置の輸入を拡大させる動きをみせており、これを反映するように資金面では外資系企業の伸びが加速する動きがみられる。他方、政府は昨年末以降の『的を絞った』金融緩和に伴い金融市場に供給される資金が不動産市場に流入することを警戒する姿勢をみせているが、1-3月の不動産投資は前年同月比+11.8%と1-2月（同+11.6%）から伸びが加速しており、資金流入の活発化が投資を押し上げている。こうした状況を反映して、年明け直後に大きく低下した不

図4 マネーサプライ(前年比)の推移



(出所) 中国人民銀行, CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 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

動産関連の景況感は緩やかに上昇している。なお、投資関連統計を巡っては国家統計局が過去の数字を下方修正したものの、国家統計局が公表する伸び率と実績値から計算可能な伸び率との間に大きな誤差が生まれるなど、実態把握が難しくなる問題が出ている。国家統計局の公表値をみる限りは底入れが進みつつあると判断出来るものの、今後もその動向には引き続き注意が必要と言える。

なお、1-3月のGDP統計及び3月の経済指標発表に際して国家統計局の毛盛勇報道官は、足下の景気動向について「前向きな要素が現われつつある」との見方を示す一方、「依然として外部環境を中心に下振れ圧力に直面している」との認識を示した。他方、先行きについては「景気下支え策の効果が徐々に現われてくる」との見方を示し、「鉱工業生産を押し上げる望ましい要因もたくさん現われている」としたほか、「緩やかな拡大を維持すると見込まれる」と述べた。また、外需についても「先行きについては拡大傾向を維持すると期待する」と述べるなど、米中協議の行方に期待する姿勢を滲ませている。その上で、1-3月期のGDP成長率について「純輸出の寄与度は22.5%に達した（前年比+1.44pt）」とするなど、輸入の鈍化が寄与度の押し上げに繋がったとみられる。さらに、昨年鈍化した自動車販売及び生産について「今年は拡大基調に回復する」との見通しを示すなど補助金政策の効果を期待する姿勢をみせたほか、不動産市場についても「緩やかに安定する」として過熱は回避するとの見方を示した。そして、政府が発表した一連の景気下支え策について「鍵を握るのは実施段階」との考えを示し、今後はその行方を見守る考えをみせている。足下の経済指標を巡っては、3月を中心に明るい動きが出ていることは中国景気が底打ちの兆しを早くもみせていることを示唆しており、世界経済にとってもプラスの一方、過去数年と異なるのは米中協議という外部要因が左右することを勘案すれば、今後もこの動向に揺さぶられる状況は続くと思われる。

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。

