

中国の景気底打ちは後ずれが必至の様相

～米中摩擦再燃による下振れ懸念の一方、中国の政策対応は中長期的にみたりリスク要因に～

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)

- 米中貿易摩擦を巡っては、米中双方が制裁強化に動くなど不透明さが増している。昨年の中国経済はデレバレッジに伴う内需鈍化に加え、米中貿易摩擦や世界経済の減速懸念が外需の重石となったが、年明け以降は内需喚起策への期待が高まった。3月には企業マインドが底入れする動きもみられたが、4月には早くも頭打ちするなど期待先行の色合いが強く、米中摩擦再燃に伴い景気底打ち時期は後ズレが避けられそうにない。
- 4月の鉱工業生産は前年比+5.4%と再び鈍化し、インフラ関連で底堅い一方で製造業を中心に弱含む動きがくすぶっている。小売売上高も実質ベースで前年比+5.1%と歴史的な低水準に鈍化し、株価の頭打ちや物価上昇に伴う実質購買力の下押しなどが消費の重石になっている。さらに、1-4月の固定資産投資は前年比+6.1%に鈍化し、「国進民退」が進むなど民間投資が鈍化する一方、カネ余りを受けて不動産投資は堅調に推移するなど新たなリスクもくすぶる。足下の不動産市況は底入れしており、上振れ懸念の再燃にも要注意だ。
- 国家統計局は4月の経済指標について引き続き「合理的な水準」との見解を示す一方、下振れリスクを注視する姿勢を示し、マクロ政策による対応余地に言及した。劉鶴副首相が財政・金融政策での対応余地に言及したことに合致する。短期的にプラスの期待がある一方、中長期的な「バブル清算」のリスクは引き続きくすぶろう。

米中貿易摩擦を巡っては、米トランプ政権が10日に対中貿易制裁の『第3弾目』に対する関税率引き上げに動き、中国政府も13日に6月1日付で報復制裁に動く決定を行ったほか、米トランプ政権は対中貿易制裁の『第4弾目』の発動に向けた準備を始めるなど、昨年末以降『一時休戦』の状態が続いた流れは大きく変化している（詳細は14日付レポート「[米中摩擦再燃であらためて問われる「立ち位置」](#)」をご参照下さい）。他方、昨年以降の中国経済は、習政権が主導するデレバレッジ（債務抑制）政策に伴い内需に幅広く下押し圧力が掛かった上、年後半にかけては米中貿易摩擦の激化や世界経済の減速懸念を反映して外需も鈍化するなど、内・外需双方で減速感が強まる動きがみられた。ただし、昨年末に共産党及び政府は今年の経済政策の方向性を景気下支えにシフトさせる方針を決定し（詳細は昨年12月25日付レポート「[2019年の中国政府は景気下支えに一段と本腰（中央経済工作会議）](#)」をご参照下さい）、今年3月に開催された全人代（全国人民代表大会）では経済成長率目標を引き下げ一方で景気を安定させるべく減税や補助金のほか、インフラ投資の拡充などの様々な下支え策を示した（詳細は3月5日付レポート「[中国全人代開幕、2019年は「景気」に重心がシフトの様相](#)」をご参照下さい）。こうした動きを受けて、年明け直後にかけて鈍化傾向が続いた製造業の企業マインドは内需喚起策への期待を反映して一転して底入れしたほか、年明け以降は株価が底入れするなど金融市場を取り巻く環境変化も追い風にサービス業の企業マインドも堅調に推移し、3月の経済指標は軒並み高い伸びをみせるなど予想外に早く景気の底打ちが促される可能性が期待された（詳細は4月17日付レポート「[中国景](#)

[気に予想外に早い底入れの兆候](#)」をご参照下さい)。しかし、4月の企業マインドには早くも『息切れ』を示唆する動きがみられ、足下における景気下支え策の効果発現は依然として『道半ば』の状態にあるなど一進一退の状況にあることが示され(詳細は7日付レポート「[一進一退が続く中国景気に米トランプ政権が「冷や水」か](#)」をご参照下さい)、米中貿易摩擦を巡る不透明感や世界経済の減速懸念は引き続き輸出の重石となる状況も続いている(詳細は8日付レポート「[トランプ氏の「ちゃぶ台返し」であらためて考える米中協議の行方](#)」をご参照下さい)。さらに、上述のように米トランプ政権が対中貿易制裁の強化に踏み切り、中国政府も対抗措置に動く姿勢を示したことで、底打ちが期待された中国景気に再び暗雲が立ち込めており、結果的に世界経済を巡る不透明感が高まっている。他方、足下で企業マインドに一服感が出ていることを反映して、3月に盛り返しの動きが確認された経済指標は再び鈍化しており、中国景気の底打ちが後ろ倒しすることは避けられず、米中協議の状況如何ではその時期が一段と後ズレしていく可能性が高まっている。

昨年以降の鉱工業生産の伸びは景気減速を反映して一貫して減速傾向を強める展開が続いたが、今年3月は前年同月比+8.5%と約4年半ぶりの高い伸びとなり、全人代で政府がインフラ関連予算及び地方政府による特別債を通じた資金調達を通じてインフラ投資の拡充に取り組む方針を示し、インフラに関連するセメントや粗鋼、鋼材など資機材を中心に生産が大きく拡大する動きが確認された。しかし、

4月は前年同月比+5.4%と1-2月(同+5.3%)並みのペースに鈍化し、前月比も+0.37%と前月(同+0.97%)から大きく拡大ペースが鈍化して過去1年間で最も低い伸びとなるなど下押し圧力が強まった。前月に大きく伸びが加速したセメント(前年同月比+3.4%)は伸びが鈍化したものの、その規模自体は高水準を維持しているほか、粗鋼(同+12.7%)や鋼材(同+11.5%)、銑鉄(同+7.5%)などの伸びは堅調に推移しており、板ガラス(同+7.5%)も比較的底堅い動きが続くなど、インフラ投資に関連する資機材の生産は旺盛さが続く。また、製造業全体では生産の伸びが鈍化しているにも拘らず、ハイテク関連に限れば前年同月比+11.2%と前月(同+10.0%)から伸びが加速しており、米中貿易摩擦が激化する背後でも生産の底入れが進んでいる様子がうかがえる。こうした動きは、昨年末にかけて大きく鈍化したハイテク関連財の輸入額が年明け以降緩やかに底打ちするなど、バイオ関連や生命科学関連、IT関連、航空宇宙関連など習政権が主導する産業高度化政策(『中国製造2025』)に関連する分野での投資が底打ちする動きをみせていることと合致する。ただし、財別では米中貿易摩擦を通じて米トランプ政権が『標的』とする産業用ロボット(前年同月比▲7.3%)、半導体(同▲2.1%)などの生産は軒並み前年を下回る展開が続いているほか、携帯電話(同+0.0%)やスマートフォン(同+1.9%)は伸び悩むなど、外需の低迷が重石になっている。また、年明け以降の株価が大きく底入れするなどの動きにも拘らず、4月からは燃料電池車など新エネルギー車を対象に購入補助金が設定される一方、電気自動車(EV)に対する補助金が削減された結果、自動車販売は伸び悩む

図1 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

展開が続き、それに伴い自動車（前年同月比▲15.8%）の生産はマイナス幅が拡大するなど鉱工業生産全体の足を引っ張っている。さらに、先月は幅広い分野での生産拡大期待を反映した動きがみられたものの、化学繊維（前年同月比+11.1%）や非鉄金属（同+4.9%）などは軒並み伸びが鈍化するなど、3月の生産拡大の動きは期待先行の色合いが強かったことを意味する。なお、経済活動の一服を示唆するように4月の発電量は前年同月比+3.8%と前月（同+5.4%）から伸びが鈍化したものの、原子力発電（同+28.8%）や水力発電（同+18.2%）、太陽光発電（同+13.4%）で高い伸びが続く一方、火力発電で抑制の動きが強まるなど環境配慮に向けた『脱炭素』の動きが続いている様子がうかがえる。

さらに、昨年末以降の人民銀行（中銀）による預金準備率の引き下げの動きに加え、政府の内需喚起策への期待や、年明け以降は中国本土株（中国A株）の主要株式指数への組み入れ比率拡大の動きも重なり、昨年末にかけて調整が続いた株式相場は一転して底入れしてきたものの、4月半ば以降は頭打ちの様相を強めている。また、昨年以降のアフリカ豚コレラの感染拡大に伴い豚肉の供給が減少したことで価格上昇圧力が強まるなど、生鮮品を中心に物価上昇圧力が高まる動きが顕在化しており、結果的に家計部門には実質購買力の下押しに繋がっている。こうした状況を反映して、4月の小売売上高（社会消費支出）は前年同月比+7.2%と前月（同+8.7%）から鈍化して15年11ヶ月ぶりの低い伸びとなったほか、物価の影響を除いた実質ベースでも同+5.1%と前月（同+6.9%）から鈍化して『歴史的低水準』となるなど、昨年秋を底に改善の兆候が出てきた動きは再び冷え込んでいる。前月比も+0.47%と前月（同+0.79%）から拡大ペースが鈍化したほか、上述のように生鮮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、実質ベースでは一段と鈍化している様子がうかがえる。なお、

今年1月に施行された「電子商取引法」において取引業者の営業許可証取得が義務化されたほか、納税義務の発生などに伴い年明け直後はEC（電子商取引）を通じた小売売上高に大きく下押し圧力が掛かる動きがみられたものの、足下ではその影響が一巡しつつあるほか、EC業者間の価格競争が激化していることも実店舗との間で売上のカニバリ（共喰い）を生じさせているとみられ、1-4月の売上高は前年同月比+17.8%と1-3月（同+15.3%）から伸びが加速している。小売売上全体に占めるEC比率も1-4月は18.6%と1-3月（18.2%）から上昇しており、米中貿易摩擦の激化や世界経済の不透明感などを背景に製造業を中心に雇用調整圧力がくすぶるなど、家計部門の節約志向が強まっていることもECに対する需要の根強

図2 小売売上高(前年比/実質ベース)



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 株式指数(CSI300)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

さに繋がっている。外食関連の支出（前年同月比+8.5%）のほか、宝飾品（同+0.4%）をはじめとする高額消費で軒並み伸びが鈍化するなど家計部門の財布の紐がきつくなっているほか、家具（同+4.2%）や家電（同+3.2%）、通信機器（同+2.1%）、自動車（同▲2.1%）など耐久消費財に対する需要が軒並み鈍化していることも小売売上全体の重石となっている。他方、医薬品（前年同月比+11.5%）や日用品（同+12.6%）などに対する需要は底堅く推移しており、近年の都市化の進展に伴うライフスタイルの変化が消費の裾野拡大に一役買っている可能性は高い。ただし、足下の株式市場では米中協議を巡る不透明感の高まりが混乱要因となる展開が続いており、こうした状況が長引けば家計部門にとっては株価下落に伴うバランスシート調整圧力が消費の足かせとなる可能性はくすぶると予想される。

また、全人代におけるインフラ予算拡充の動きなどが押し上げに繋がると期待された固定資産投資も、1-4月は前年同月比+6.1%と1-3月（同+6.3%）から伸びが鈍化しており、単月ベースの前月比も+0.45%と前月（同+0.47%）からわずかに拡大ペースが鈍化するなど、依然として期待先行の色合いが強いことが示された。なお、実施主体別では年明け以降は国有企業を中心に底打ちする動きがみられるなか、1-4月も国有企業（前年同月比+7.8%）

は伸びが加速する一方、民間企業（同+5.5%）は伸びが一段と鈍化するなど対照的な動きをみせており、いわゆる『国進民退』の状況が続いている。昨年末以降の人民銀行による金融緩和の動きに伴い、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）の伸びは年明け以降に底入れする動きをみせてきたが、4月は前年同月比+2.9%と前月（同+4.6%）から鈍化するなど底入れの動きに早くも一服感が出るなど、企業部門の資金繰りを巡る改善の動きが足踏みしている。さらに、年明け以降は株式相場が底入れの動きを強めるなど、海外からの資金流入の動きが活発化したことも影響したとみられるが、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）の伸び率も4月は前年同月比+8.5%と前月（同+8.6%）からわずかに鈍化しており、4月以降の株式相場が頭打ちしている状況と合致している。また、分野別では年明け以降の原油相場の底入れなどを反映して鉱業部門の投資が底入れする

動きがみられる一方、製造業の投資に一服感が出ていることが重石となっており、電気機械関連（前年同月比▲6.5%）や鉄道・船舶・航空宇宙関連（同▲8.2%）、自動車関連（同▲1.4%）などで軒並み前年割れとなっているほか、米中貿易摩擦の影響が懸念される一般機械関連（同+1.8%）や特殊機械関連（同+8.2%）で伸びが鈍化している。他方、サービス業においては投資の動きが比較的活発な状況

図4 固定資産投資(年初来前年比)の推移



(出所) 国家统计局, CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 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

が続いており、足下の企業マインドがサービス業を中心に活況を呈していることも影響していると思われる。なお、不動産投資に限れば1-4月は前年同月比+11.9%と1-3月（同+11.8%）から伸びが加速するなど、住宅関連を中心に旺盛な動きが続いているほか、長期に亘って低迷してきた商業用不動産やオフィス関連の投資にも底打ち感が出ている。資金の出处についても国内借入や住宅ローンの伸びに底入れの動きが出ており、昨年末以降の金融緩和に伴う資金需給の改善の動きを受けて、不動産市場に再び資金が流入している様子がうかがえる一方、今後は資金流入に伴う不動産価格の上振れ懸念が再燃する可能性には注意が必要である。

なお、4月の経済統計発表に際して国家統計局は「習近平の新時代の中国の特色ある社会主義思想」に基づく各レベルでの対応に伴い「同国経済は合理的な水準で全体的に安定かつ着実に漸進的な拡大を続けている」といういつもの通りの考えを示している。他方、記者会見に臨んだ同局の毛盛勇報道官は足下の同国経済について「下振れ圧力に直面している」との認識を示したものの、4月の経済指標の水準については「合理的な水準」との見方を示している。その上で、同国経済を巡る状況については「外的なショックへの対応力が向上している」として、「安定的な経済成長を維持する強固な基盤を有している」とし、「経済成長を下支えするマクロ政策の余地は比較的大きい」との認識を示した。さらに、物価動向については「先行きも安定した推移が続き、急上昇するとは見込まれない」との見方を示した上で、雇用環境については「安定した状況が続くと見込まれる」との考えをみせた。他方、不動産市場の動向については「市況の安定に向けて市レベルでの政策対応を維持する」との姿勢を示すなど、全土レベルで対応を強化する考えはないとしている。今回、国家統計局がマクロ政策の余地に向けて言及したことは、先週米中協議のために訪米した劉鶴副首相が新華社の取材に対して「財政及び金融政策を通じた対応余地は充分にある」との見解を示すなど、米中貿易摩擦の一段の激化に伴う景気への悪影響を懸念して『頭の体操』を始めていることを示唆した動きと合致しており、財政出動を含む景気対策の可能性に含みを持たせたものと捉えられる。仮にそうした事態となれば、短期的には中国景気の下支えが世界経済の下支えに繋がることは期待されるものの、企業部門を中心に過剰債務問題や不動産市場のバブル懸念などの問題を抱えるなか、これらへの対応が一段と困難になる可能性に注意が必要であり、『バブルの清算』に悩まされた平成の日本と同じ道を辿るリスクも懸念されよう。

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。

