

中国、景気底打ちには内需喚起策の効果発現が不可欠

～米中摩擦など外需の不透明要因が高まるなか、景気底打ちにはしばらく時間を要する可能性～

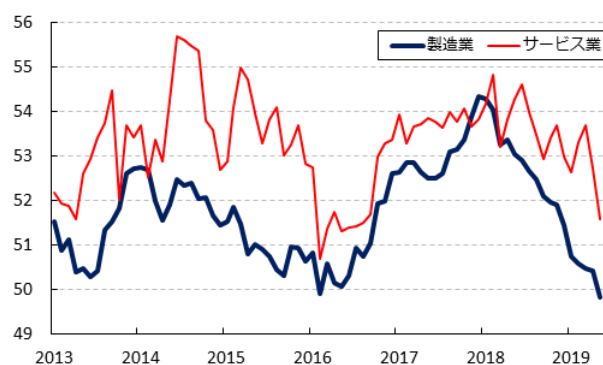
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は米中摩擦の再燃もあり、一段と頭打ちの様相を強めている。他方、国際金融市場は米FRBの利下げ観測が下支え要因となる形で悲観ムードは抑えられている。ただし、中国経済は全人代での内需喚起発表にも拘らず、米中摩擦再燃や世界経済の減速懸念が重石となっている。中国では昨年末以降金融緩和が実施されたが、企業・家計ともに資金需給は依然タイトであり、景気の足を引っ張っている様子も窺える。
- 5月の小売売上高は実質ベースで前年比+6.4%と底打ちしたが、年明け以降の減速傾向は続いている。家計部門の雇用・所得環境が厳しさを増すなか、生活必需品を中心とする物価上昇は家計消費の足かせとなっている。また、年明け以降底入れした固定資本投資も1-5月は前年比+5.6%に鈍化しており、企業の設備投資意欲の弱さに加え、不動産投資の鈍化も重石になっている。さらに、内需の弱さを反映して5月の鉱工業生産は前年比+5.0%と一段と鈍化し、米中摩擦再燃も生産の足かせとなっている。先行きは外需を巡る状況も一段と厳しくなると予想され、中国景気が底打ちするには内需喚起策の効果発現を待つ必要がある。

足下の世界経済を巡っては、先月に米トランプ政権が対中貿易制裁措置の強化を発動したことを受け、今月には中国が報復措置の発動に動いたほか、米トランプ政権は中国からのほぼすべての輸入品に制裁関税を課す準備を始めるなど米中摩擦が再燃している。こうした事態を受けて、世界の企業マインドは急速に悪化しており、製造業については好不況の別れ目となる水準を下回るなど景気減速が意識されている上、これまで比較的堅調な推移が続いたサービス業でもマインドに下押し圧力が掛かる動きがみられる。他方、国際金融市場においては年明け直後に『ハト派』姿勢に転じた米FRB（連邦準備制度理事会）が利下げに踏み切るとの観測が出ており、世界的な『カネ余り』状態が継続することに対する期待が相場を支えるなど、実体経済が悪化している状況とは対照的に悲観ムードが広がる事態には至っていない。ただし、今年3月の全人代（全国人民代表大会）における中国政府の内需喚起策発表を受けて改善の動きがみられた中国企業のマインドも、一連の対策効果発現に時間を要することに加え、米中摩擦の再燃を受けて再び頭打ちしており、製造業を中心に雇用調整圧力が強まる動きもみられる（詳細は5月31日付レポート「[米中摩擦再燃で中国製造業に暗雲ふたたび](#)」をご参照下さい）。さらに、幅広く雇用に調整圧力が掛かっている上、米中摩擦の再燃に伴い中国金融市場で

図1 世界の製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

は年明け以降底入れの動きを強めてきた株価が頭打ちするなど、バランスシート調整圧力に繋がる動きがみられるなか、足下では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強まり、家計部門にとっては実質購買力を削がれつつある（詳細は 12 日付レポート「[中国、家計所得は増えず物価は上昇、財布の紐は一段と固くなるか](#)」をご参照下さい）。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を通じ『的を絞った』金融緩和に動いており、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）の伸び率は足下で底打ちするなど改善の動きがみられるものの、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）の伸び率は頭打ちの展開が続いている。こうした足下の状況は、企業部門の資金繰りを巡る懸念は最悪期を過ぎるなど徐々に緩和されつつあるが、依然として金融市場全体を取り巻く状況は厳しい状況は続いており、昨夏のいわゆる『トルコ・ショック』に伴う国際金融市場の動揺などの余波を受ける形で資金需給がタイト化した影響が引き続きくすぶっている。

こうした足下の家計部門を取り巻く厳しい環境を反映して、昨年末を期に底入れの動きを強めたかにもみえた家計消費は再び頭打ちの様相をみせており、4月の小売売上高（社会消費支出）の前年比の伸びは実質ベースで過去最低となるなど、家計消費に大きく下押し圧力が掛かっている様子が確認された。なお、5月の小売売上高（名目ベース）は前年同月比+8.6%と前月（同+7.2%）に大きく鈍化した反動も重なり伸びが加速したものの、実質ベースでは同+6.4%と前月（同+5.1%）から加速しているが、

1-2月（同+7.2%）や3月（同+6.9%）に比べて伸びは低いなど、年明け以降は勢いを欠く展開が続いている。前月比は+0.74%と前月（同+0.46%）から拡大ペースが加速するなど堅調さがうかがえるものの、足下の小売物価が食料品やエネルギーなど生活必需品を中心に上昇傾向を強めていることを勘案すれば、実質ベースでは相応の下押し圧力が掛かっていると見込まれる。財別では、食品（前年同月比+11.4%）や飲料（同+12.7%）などで底入れの動きがみられるものの、

上述のように足下では生鮮品を中心に食料品価格が上昇傾向を強めており、名目ベースの伸びが押し上げられた可能性はある。食料品関連以外では化粧品（同+16.7%）でも底入れの動きがみられるものの、これは今年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の取得が義務化されたほか、納税義務の発生などにもない年明け以降にEC（電子商取引）を通じた取引に大きく下押し圧力が掛かった影響が一巡しつつあることが影響したと考えられる。事実、1-5月のECを通じた小売

図2 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



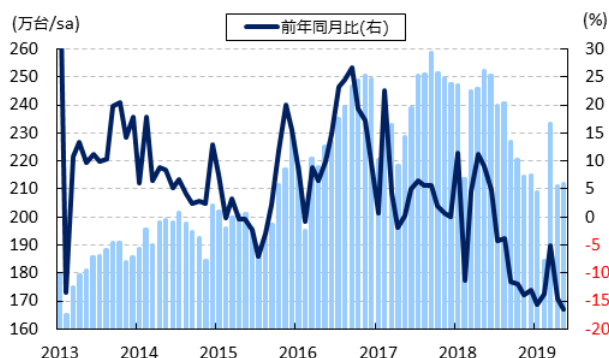
(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

上高は前年同月比+17.8%と前月（同+17.8%）から横這いで推移し、小売売上高全体に占めるEC比率は18.9%と前月（18.6%）から+0.3pt上昇するなど比較的堅調さを維持しており、日用品関連で伸びが加速していることとも一致している。他方、外食関連の支出（前年同月比+7.1%）のほか、宝飾品（同+4.7%）など高額消費の伸びは引き続き小売売上全体を下回っているほか、通信機器（同+6.7%）や家具（同+6.1%）、家電（同+5.8%）、自動車（同+2.1%）など耐久

消費財に対する需要も底打ちの兆候はあるものの、依然として低い伸びに留まるなど家計部門の財布の紐は固い。自動車については政府が発表した補助金の対象が中国自動車市場の実勢とかけ離れたものであること、地方政府で引き続き購入制限を課す地域があることも足を引っ張る一因になっているものの、政府が新たな販売促進策を発表したことで底打ちが進むとの期待はある。しかし、足下の株価は米中摩擦の再燃などを材料に頭打ちの展開が続いていることを勘案すれば、これに伴うバランスシート調整圧力が家計消費の足かせとなる可能性はくすぶり続けることは避けられないであろう。

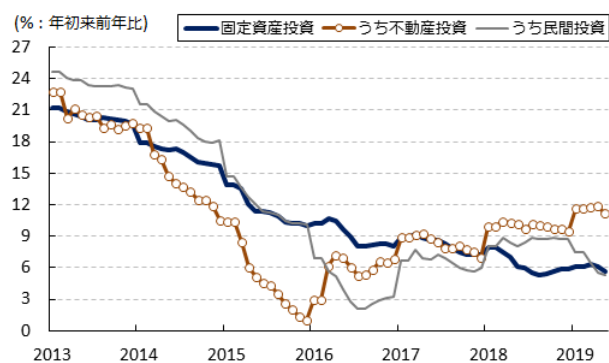
一方、中国政府が全人代においてインフラ投資の拡充など内需喚起策を発表したことで底入れが期待される固定資産投資だが、1-5月は前年同月比+5.6%と前月（同+6.1%）から伸びが鈍化して7ヶ月ぶりの低水準となるなど期待に反して力強さを欠く展開が続いている。月次ベースの前月比も5月は+0.41%と前月（同+0.42%）からわずかに拡大ペースが鈍化しており、年明け以降における原油をはじめとする国際商品市況の底入れの動きなどに伴い資機材価格に押し上げ圧力が掛かっていることを勘案すれば、実質ベースでは一段と鈍化している可能性がある。実施主体別では、政府主導による内需喚起策への期待から年明け以降は国有企業を中心に底打ちの動きがみられたものの、1-5月ベースでは国有企業（前年同月比+7.2%）も民間企業（同+5.3%）もともに伸びが鈍化するなど、早くも頭打ちの様相をみせている。上述したように、企業部門の保有現金の動向を示す狭義のマネーサプライ（M1）の伸びは底打ちするなど資金需給環境に改善の兆候はみられるものの、それに伴い設備投資を活性化させる動きは一部に留まっていると判断出来る。業種別ではサービス業をはじめとする第3次産業（前年同月比+7.1%）で伸びが鈍化している一方、第2次産業（同+3.2%）で底打ちの動きがみられ、年明け以降における国際商品市況の底入れの動きを反映して鉱業（同+26.1%）で活発化する動きがみられるほか、製造業（同+2.7%）でもわずかに伸びが加速するなど、政府による内需喚起策に期待する向きはみられる。ただし、米中摩擦再燃の余波や足下の家計消費が力強さを

図4 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

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

欠く展開を見せていることに伴い、自動車製造（前年同月比▲0.1%）で前年割れの状況が続いているほか、米トランプ政権が『標的』とする製造業高度化計画である「中国製造 2025」に関係する鉄道・船舶・航空宇宙関連（同▲8.6%）、電気機械関連（同▲5.9%）も軒並み前年割れで推移している。また、電子機器関連（前年同月比+6.2%）のほか、特殊機械関連（前年同月比+6.2%）や一般機械関連（同+1.4%）などでも軒並み伸びが鈍化しており、米中摩擦の再燃に伴い中国国内企業が幅広く設備投資を手控える動きをみせている様子もうかがえる。なお、昨年後半以降の人民銀行による金融緩和を受けて、年明け以降は不動産投資の底入れの動きが顕在化してきたものの、1-5月は前年同月比+11.2%と前月（同+11.9%）から伸びが鈍化するなど頭打ちしている。商業用不動産やオフィスビル関連で引き続き弱含む展開がみられるなか、好調な推移をみせてきた住宅関連で拡大一服の動きが出たことが重石になったものの、資金の出处をみると国内借入に底入れの動きがみられるなど不動産市場への資金流入の動きが活発化する兆候も出ている。今後は不動産市況を巡って再び上昇圧力が強まる可能性には要注意と言えよう。

なお、全人代での中国政府による内需喚起策発表を受けて、3月の鉱工業生産は約4年半ぶりの高水準に大きく上振れする動きをみせたものの、翌4月には早くも勢いを失う展開がみられたが、5月の鉱工業生産も前年同月比+5.0%と前月（同+5.4%）から一段と鈍化して約17年ぶりの低い伸びとなるなど厳しい状況に直面している。前月比も+0.36%と前月（同+0.37%）からわずかに拡大ペースが鈍化しており、固定資産投資同様に年明け以降における国際商品市況の底入れに伴う生産者段階で物価上昇圧力が強まる動きを勘案すれば、一段と鈍化している可能性もある。財別では、政府によるインフラ投資拡充に対する期待を反映して、鋼材（前年同月比+11.5%）や粗鋼（同+10.0%）、セメント（同+7.2%）、板ガラス（同+6.1%）など関連する財の生産は比較的堅調な動きをみせており、当面は同様の展開が続くと見込まれる。しかし、上述のように足下の自動車販売が低迷していることを反映して、自動車（前年同月比▲

21.5%）は引き続き大きく前年を下回る伸びで推移しており、政府による政策誘導を反映して新エネルギー車（同+16.0%）で高い伸びが続いている状況を相殺して余りある展開となっている。さらに、米中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▲9.3%）などのハイテク製品、発電機（同▲37.8%）などの生産は軒並み前年割れとなっているほか、マイコン（同+2.8%）の生産も大きく鈍化するなど、先月以降の米中摩擦の再燃が生産の重石となっている様子もうかがえる。他方、「中国製造 2025」において内製化を図る姿勢を示している半導体（前年同月比+6.7%）の生産には底打ち感が出ているほか、スマートフォン（同+2.4%）の生産にも同様に底打ち感がうかがわれるなど、米トランプ政権への『対抗心』が表面化する動きもみられる。また、米中摩擦の再燃にも拘らず足下の輸出は、いわゆる原産地を偽装する『迂回輸出』の動きのほか、習政権の下での外交戦略である『一帯一路』の地域向け輸出拡大など

図6 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

移しており、政府による政策誘導を反映して新エネルギー車（同+16.0%）で高い伸びが続いている状況を相殺して余りある展開となっている。さらに、米中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▲9.3%）などのハイテク製品、発電機（同▲37.8%）などの生産は軒並み前年割れとなっているほか、マイコン（同+2.8%）の生産も大きく鈍化するなど、先月以降の米中摩擦の再燃が生産の重石となっている様子もうかがえる。他方、「中国製造 2025」において内製化を図る姿勢を示している半導体（前年同月比+6.7%）の生産には底打ち感が出ているほか、スマートフォン（同+2.4%）の生産にも同様に底打ち感がうかがわれるなど、米トランプ政権への『対抗心』が表面化する動きもみられる。また、米中摩擦の再燃にも拘らず足下の輸出は、いわゆる原産地を偽装する『迂回輸出』の動きのほか、習政権の下での外交戦略である『一帯一路』の地域向け輸出拡大など

を背景に比較的堅調な動きをみせており（詳細は 10 日付レポート「[中国、外需に意外な底堅さの一方で内需の弱さが浮き彫りに](#)」をご参照下さい）、エチレン（前年同月比+14.6%）や化学繊維（同+10.1%）など化学関連を中心に堅調な動きもみられる。ただし、上述のように足下の内需は幅広く力強さを欠く展開が続く一方、外需を取り巻く環境も徐々に厳しさを増していることを勘案すれば、当面の生産には下押し圧力が掛かりやすい状況が予想される。こうした事態の打開には、政府による内需喚起策の効果発現を通じて底入れが進むことが大前提になると見込まれ、しばらく時間を要する状況は避けられないと考えられる。

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。

