Asia Trends

発表日：2020 年8月 14 日（金）

中国、企業マインド改善の動きと対照的に景気に足踏み感

～政策的な後押しが状況を左右する一方、今後の対応は難しい展開も予想される～

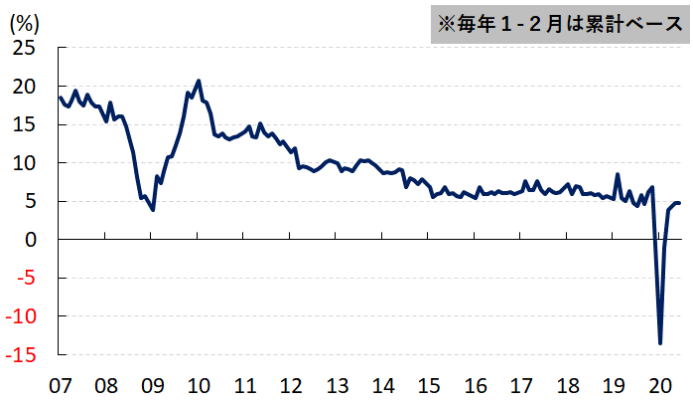
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濵 徹（TEL：03-5221-4522）

（要旨）

- 中国経済は新型コロナウイルス感染拡大の影響で大きく下振れするも、その後は早期の底入れを果たした。企業マインド統計はさらなる改善を示唆する動きをみせていたが、7 月の鉱工業生産は前年比＋4.8%と伸びが横這いで推移するなど足踏みした。公共投資の進展や外需底入れは生産を押し上げる一方、経済活動の一服を示唆する動きもみられる。生産者段階の出荷価格も上値が重いなど厳しい状況が続いている。
- 生産とは対照的に力強さを欠く展開が続いた小売売上高は、7 月も前年比▲1.1%と前年を下回る伸びで推移した。EC 関連は引き続き活発に推移しており、補助金政策が後押しして自動車など高額品の需要も底入れする一方、雇用環境の不透明さは財布の紐の固さに繋がっている。財布の紐の固さは 7 月のコアインフレ率が前年比＋0.5%と鈍化していることにも現れており、ディスインフレ懸念がくすぶっていると捉えられる。
- 固定資産投資は年初来前年比▲1.6%と前年を下回る推移が続く一方、政府の後押しを受けて国有企業は同＋3.8%と底入れする一方、民間投資は同▲5.7%に留まるなど対照的な状況が続いている。さらに、金融緩和を受けた「カネ余り」を背景に不動産投資は年初来前年比＋3.4%と住宅投資の活況が追い風になっている。不動産市況も底入れしており、当面の政策対応はアクセルとブレーキの量踏み状態が続くであろう。

新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）は今年の世界経済にとって最大の不透明要因となっているが、当初の感染拡大の中心地となった中国では、感染抑制に向けた都市封鎖措置などに伴い１－３月の実質ＧＤＰ成長率は前年比▲6.8%と四半期ベースで初めてのマイナス成長となるなど景気に大きく下押し圧力が掛かった。しかし、その後は感染収束を受けて中国政府は公共投資の拡充をはじめとする景気刺激策を打ち出したことで景気の底打ちが確認されており、４－６月の実質ＧＤＰ成長率は前年比ベースで２四半期ぶりのプラス成長に転じたほか、実質ＧＤＰの水準は新型肺炎感染拡大直前の水準を回復するなど一連の影響を克服したと捉えられる。さらに、足下においても公共投資の進捗などを背景とする内需拡大を追い風に製造業を中心に企業マインドの改善が続き一段の景気底入れを示唆する動きがみられるなど、足下の景気が「Ｖ字回復」に向けた足取りを強めている様子がうかがえる（詳細は３日付レポート「中国景気は「Ｖ字回復」経路を歩むも、

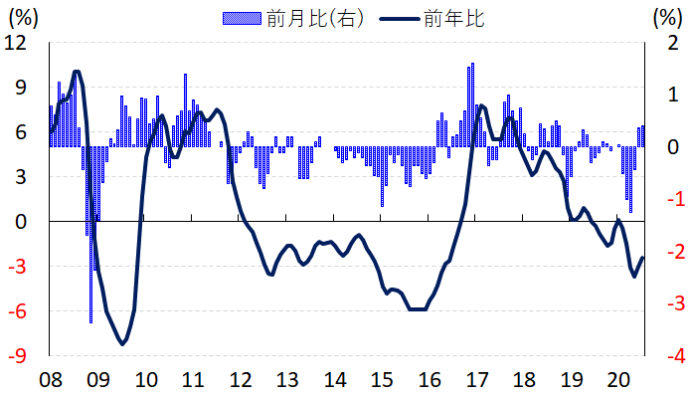
図１ 鉱工業生産(前年比･実質ベース)の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

一過性か持続性は判別付かず」をご参照下さい)。また、足下の中国景気の底入れは公共投資の活発化に加え、欧米など主要国での経済活動再開を受けて外需の底入れに歩を併せて生産が押し上げられたことが影響しており、企業マインド統計上は生産拡大が示唆されたため、７月の生産統計の伸びは一段の加速が期待された。しかし、７月の鉱工業生産（実質ベース）は前年比＋4.8%と前月（同＋4.8%）と同じ伸びとなるなど底入れが進んできた流れに一服感が出ているほか、前月比も＋0.98%と前月（同＋1.30%）から拡大ペースが鈍化している。なお、７月の生産水準は新型肺炎の影響が直撃する直前の昨年12月と比較して＋1.7%程度上回る水準となるなど、生産についてはその影響を克服している。世界経済の回復期待を背景に外需の底入れが進んでいるほか、公共投資の促進に加え、減税及び補助金などの政策支援が後押しして家計消費など内需が下支えされていることも追い風に、幅広い分野で生産の伸びが加速感を強めるなど堅調な動きがみられる。分野別では、製造業の生産は加速感を強めている一方、鉱業部門の生産は鈍化するなど一服感が出ているほか、経済活動の動向に連動しやすい発電量も伸びが鈍化しており、生産拡大は続いているもののその勢いに一服感が出ていると捉えられる。こうした状況は川上の段階の物価動向にも現れており、７月の生産者物価は前年比▲2.4%と６ヶ月連続のマイナスで推移しており、前月比は＋0.4%と前月（同＋0.4%）から２ヶ月連続で上昇するも原油をはじめとする鉱物資源関連を除けば上昇圧力に乏しい状況が続いている。さらに、国際商品市況の底入れの動きを反映して調達価格に押し上げ圧力が掛かっているにも拘らず、日用品をはじめとする出荷価格には下押し圧力が掛かる展開が続いており、物価上昇圧力が高まりにくい状況にあると判断出来る。

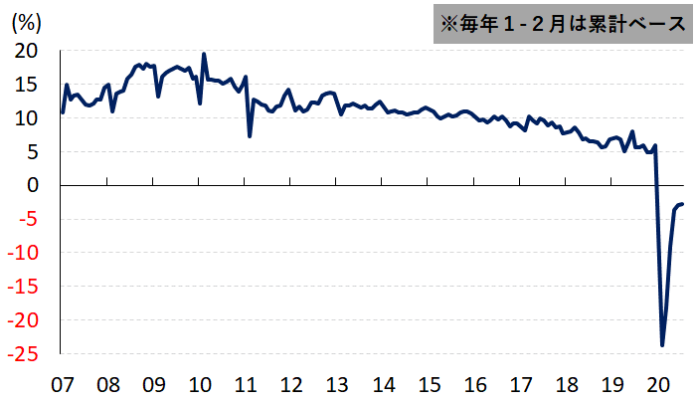
図２　生産者物価の推移



（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

一方、生産拡大の動きが景気の底入れを促すけん引役となってきたことと対照的に、家計消費の動向を示す小売売上高（名目ベース）は前年を下回る伸びで推移するなど力強さを欠く展開が続いてきたが、７月も前年比▲1.1%と前月（同▲1.8%）からマイナス幅は縮小するも引き続き前年を下回る伸びとなっている。物価の影響を除いた実質ベースでも７月は前年比▲2.7%と前月（同▲2.9%）からわずかにマイナス幅は縮小するも、引き続き前年を下回る伸びで推移している。前月比は＋0.85%と前月（同＋0.83%）からわずかに拡大ペースが加速している一方、

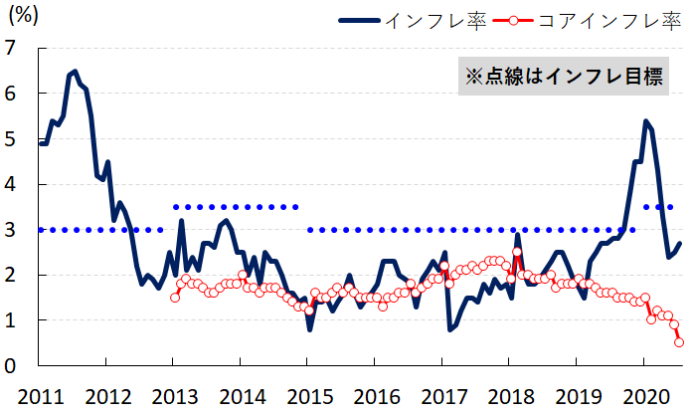
図３　小売売上高(前年比･実質ベース)の推移



（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

６月の統計公表時点では６月は前月比＋1.34%と大幅に加速感を強めていた状況を勘案すれば、不自然な感じは否めない。なお、７月の小売売上高の規模は新型肺炎の影響が直撃する直前である昨年 12 月時点と比較して▲6.4%下回る水準に留まっており、政府による減税や補助金をはじめとする消費喚起策にも拘らず勢いを取り戻せていない。その一方、都市封鎖措置の解除などを受けてヒトの移動は容易になっているにも拘らず、外出に関連して諸手続きが必要であることに加え、雇用・所得環境を巡る不透明感がくすぶるなど家計部門の『財布の紐』は固い状況が続いているとみられ、ＥＣ（電子商取引）を通じた小売売上高は年初来前年比＋9.0%と前月（同＋7.3%）から伸びが加速しており、新型肺炎の感染拡大を受けて行動様式が変化している可能性が考えられる。なお、年明け以降低迷してきた自動車販売台数も底入れしており、自動車関連（前年比＋12.3%）は７ヶ月ぶりに前年を上回る伸びとなるなど復調している。よって、自動車を除いたベースの小売売上高は年初来前年比▲9.7%と前月（同▲10.9%）からマイナス幅は縮小するも大きく前年を下回る伸びに留まっており、こうした状況も足下の家計消費が本調子にほど遠いことを示唆している。財別では、自動車のほか、宝飾品（前年比＋7.5%）など高額品に対する需要が底入れしているほか、通信機器（同＋11.3%）や化粧品（同＋9.2%）などＥＣを通じた購買に繋がりやすい財を中心に堅調な動きが続く一方、家財に関連する耐久消費財が弱含むなど、住宅需要の低迷が重石となる動きもみられる。家計消費の弱さは物価動向にも影響を与えており、７月の消費者物価は前年比＋2.7%と前月（同＋2.5%）から加速したほか、前月比も＋0.6%と前月（同▲0.1%）から５ヶ月ぶりの上昇に転じているものの、生鮮品を中心とする食料品やエネルギー価格の上昇が物価の押し上げに大きく寄与している。事実、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年比＋0.5%と前月（同＋0.9%）から鈍化して過去に遡って最も低い伸びとなっているほか、前月比も＋0.0%と横這いで推移するなどディスインフレ傾向が強まっている様子がうかがえる。直近の企業マインド統計は、マインドの改善にも拘らず雇用・所得を巡る状況の厳しさ示唆する内容となっており、ＥＣサイト間で価格競争が激化している状況も相俟って物価上昇圧力が高まりにくい展開が続く可能性は高いと見込まれる。

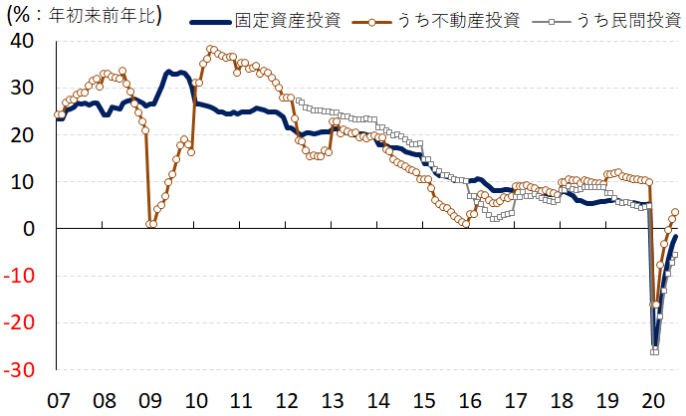
図４　インフレ率の推移



（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

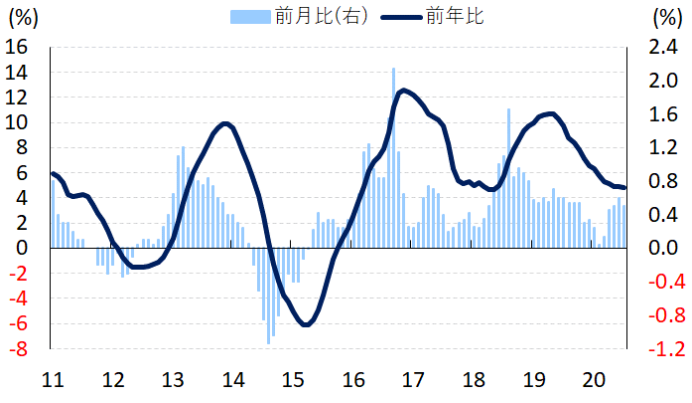
なお、過去の中国経済の回復局面においては投資の活発化が押し上げ要因となることが多かったものの、7月の固定資産投資は年初来前年比▲1.6%と前月（同▲3.1%）からマイナス幅は縮小したものの、引き続き前年を下回る伸びで推移するなど、予想外に力強さを欠く展開が続いている。ただし、月次ベースの前月比は＋4.85%と前月（同＋5.06%）からペースこそ鈍化しているものの3月以降5ヶ月連続で大きく拡大するなど底入れが進んでいる様子はうかがえる一方、7月の固定資産投資は新型肺炎の影響が直撃する直前である昨年12月と比較して▲4.4%下回る水準に留まるなど、影響を脱することが出来ていないと判断出来る。実施主体別では、国有企業（年初来前年比＋3.8%）は前年を上回る伸びで推移している上、前月（同＋2.1%）から伸びが加速するなど底入れが進んでいる一方、民間企業（同▲5.7%）は前月（同▲7.3%）からマイナス幅は縮小するも前年を下回る伸びで推移しており、公共事業の促進など政府による支援の有無が投資活動を左右している様子がうかがえる。さらに、投資対象別でも設備投資関連（年初来前年比▲11.8%）は引き続き前年を大きく下回る伸びで推移する一方、建設関連（同▲2.3%）はマイナス幅が大きく縮小しているほか、その他（同＋8.3%）は前年を上回る伸びが続くなど、企業部門による設備投資意欲は依然萎縮していると判断出来る。他方、不動産投資は年初来前年比＋3.4%と前年を上回る伸びとなっている上、前月（同＋1.9%）から伸びが加速している上、商業用不動産（同▲4.5%）やオフィス向け（同▲2.1%）で弱含む動きが続く一方、住宅向け（同＋4.1%）が不動産投資全体をけん引している。こうした動きを反映して不動産景気指数は100.09と前月比＋0.24pt上昇して6ヶ月ぶりに中立水準である100を上回るなど、中銀による金融緩和を背景とする『カネ余り』も追い風に資金流入が続くなど不動産を取り巻く状況は好転しているとみられる。こうした状況を反映して、主要70都市を対象とする新築住宅価格は前年比＋4.8%と前月（同＋4.9%）からわずかに伸びが鈍化しているほか、前月比は＋0.5%と前月（同＋0.6%）からわずかにペースは鈍化するも上昇が続いている。北京市や上海市など大都市を中心に上昇傾向を強める展開が続いているほか、当初の新型肺炎感染拡大の中心地となった湖北省武漢市でも上昇するなど正常化が進んでいる。一方、一部の都市では不動産バブルを警戒して購入抑制策を強化する動きもみられ、今後もアクセルとブレーキを『両踏み』する難し

図5 固定資産投資(年初来前年比)の推移



（出所）CEIC，国家統計局より第一生命経済研究所作成

図6 主要70都市の新築住宅価格の推移



（出所）Refinitiv より第一生命経済研究所作成

い対応が迫られる状況が続くであろう。

７月の中国経済を巡る状況について、国家統計局の毛盛勇国民経済総合統計局長（兼、報道官）は「引き続き安定的に回復している」との認識を示すとともに、今年通年の経済動向について「安定的な景気拡大を維持することが出来る」との見通しを示した。一方、足下の状況については「中国経済は依然として多くの困難と試練に直面している」とし、雇用を取り巻く環境について「調整圧力がくすぶっている」としつつ、「政策的な支援が後押しする形で生産活動や投資活動は安定的な回復が続く」との見方を示した。なお、世界経済については「新型コロナウイルスの世界的大流行を受けて深刻且つ複雑な状況に直面している」ほか、「米中摩擦は中国及び米国経済のみならず、世界経済にとって悪影響を与える」との認識を示すなど、中国経済の行方に自信をみせる一方で世界経済に対する懸念を示した。先行きの景気は政策的な後押しを受けた内需への依存度が高くなる可能性を示唆している。

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。