

中国景気の回復は外需と投資が主導、国進民退色も一段と強固に

～政策的後押しの有無が跛行色の元凶となるなか、今後の回復の持続力には不透明さ～

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)

- 中国経済は早くも新型コロナウイルスの影響を克服する動きをみせるなか、足下の企業マインドが一段と回復していることに呼応して10月の鉱工業生産は前年比+6.9%と堅調な伸びが続く。前月比は+0.78%と拡大ペースは鈍化したが、政策的な後押しが進む分野を中心に生産拡大が続いている。また、10月の生産水準は昨年12月に対して+5.3%上回るなど生産現場は新型コロナウイルスの影響を完全に克服している。
- 一方、生産に比べて消費は回復が遅れてきたが、10月の小売売上高は名目ベースで前年比+4.3%、実質ベースで同+4.6%と伸びが加速した。ただし、雇用回復の遅れが節約志向を招くなどデフインフレ懸念がくすぶり、EC比率は高止まりするなど実店舗とのカニバリが続く。さらに、政策的な後押しにより自動車販売の回復が進む一方、耐久消費財需要は弱含むなど対照的な状況が続く。消費の回復は道半ばと言える。
- インフラ投資や不動産投資、設備投資を示す固定資産投資は前年比+9.6%と伸びが一段と加速した。インフラ投資の進捗や公的部門の投資拡大が押し上げ要因となる一方、民間部門の設備投資は本調子にほど遠い状況が続く。また、不動産投資は一段と加速して関連企業マインドも昨年末を上回るなど完全に影響を克服している。投資においても「国進民退」色が一段と強まるなど、公的部門が主導的な役割を担っている。
- 足下の中国経済は着実に新型コロナウイルスの影響を克服していると言える一方、外需や投資が主体的な役割を担うなど過去の景気回復局面と類似している。過去の景気回復では様々な過剰を生む一因となったため、短期的には景気回復は望ましい一方、その後の当局の対応には困難が待ち受けていると言えよう。

中国においては、昨年末に中西部湖北省で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）が年明け以降全土に感染が拡大した結果、景気に深刻な急ブレーキが掛かる事態を招いたものの、その後は感染収束を受けた経済活動の正常化が進んでいる。多くの国では経済成長率が前年比ベースで前年を下回る伸びとなる展開が続いているにも拘らず、中国経済は早くもプラス成長に転じている上、実質GDPの水準は新型コロナウイルスの感染直前となる昨年10-12月を上回るなど、その影響を克服していると捉えられる（詳細は10月19日付レポート「[中国の7-9月の成長率は前年比+4.9%、景気は一段と底入れ](#)」をご参照下さい）。足下では、欧米主要国において新型

図1 鉱工業生産(前年比・実質ベース)の推移

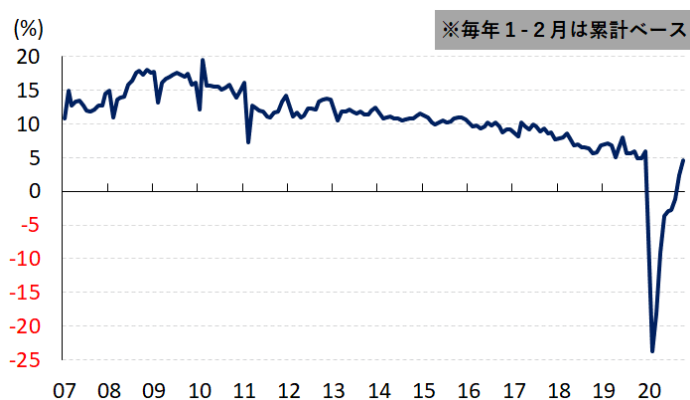


(出所) CEIC, 国家統計局より第一生命経済研究所作成

コロナウイルスの感染が再拡大して都市封鎖措置（ロックダウン）が再強化されるなど、世界経済の下振れに繋がる懸念される動きがみられるにも拘らず、中国の企業マインドは幅広い分野で改善が続いている（詳細は2日付レポート「[中国・企業マインドは堅調を維持も、海外動向に不透明感](#)」をご参照下さい）。なかでも世界経済との連動性が高い製造業で生産拡大の動きが続いており、生産活動が引き続き活発に推移している様子が見られるなか、10月の鉱工業生産は前年比+6.9%と前月（同+6.9%）と同じ伸びとなるも、新型コロナウイルスの感染拡大前の昨年12月と同じ伸びとなるなど、回復が続いていることが示された。前月比は+0.78%と前月（同+1.15%）から拡大ペースが鈍化しており、3月に経済活動が再開されて以降最も低い伸びに留まるなど頭打ちの兆候が出ている。ただし、今年の10月は国慶節と中秋節が重なる形で大連休となるなど営業日が少なかったことを勘案すれば、堅調さを維持していると捉えることが出来る。財別では、補助金や減税など政策支援を追い風に自動車販売の底入れが進んでいることも追い風に自動車（前年比+11.1%）で堅調な推移が続いている上、インフラ投資の進捗を反映して鋼材（同+14.2%）や粗鋼（同+12.7%）、セメント（同+9.6%）など関連財で軒並み伸びが加速している。ハイテク関連財（前年比+6.9%）の伸びは鈍化しているものの、集積回路（同+20.4%）やマイコン（同+28.0%）、産業用ロボット（同+38.5%）など習政権が主導する産業政策（中国製造2025）の対象分野な上、内製化に向けた動きが活発化する分野を中心に生産の動きが引き続き活発に推移している様子が見られる。また、10月の生産水準は新型コロナウイルスの感染拡大の影響が現れる直前の昨年12月と比較して+5.3%程度上回る水準となるなど、生産現場についてはその影響を完全に克服したと捉えることが出来る。

一方、鉱工業生産に比べて回復の勢いが乏しい展開が続いてきた小売売上高（社会消費支出）は、8月に名目ベースでようやく前年比の伸びが前年を上回る水準となり、物価の影響を除いた実質ベースでも9月に前年比の伸びが前年を上回る水準となるなど底入れが進んできた。10月の小売売上高は名目ベースで前年比+4.3%と前月（同+3.3%）から伸びが加速しており、この動きに呼応するようにサービス業の生産高も前年比+7.4%と前月（同+5.4%）から伸びが加速するなど底入れが進んでいる。実質ベースでは、10月の小売物価指数が前年比▲0.3%と2015年5月以来のマイナスとなっていることを勘案すれば、前年比+4.6%と前月（同+2.4%）から伸びが加速しているものの、新型コロナウイルスの感染拡大前の伸びを下回る水準であるなど依然として力強さを欠く展開が続いている。前月比は+0.68%と前月（同+3.32%）に経済活動の正常化によるペントアップ・ダイヤモンドの発現に加え、国慶節連休を前に消費活動が活発化した反動で拡大ペースは鈍化しているものの、堅調な推移が続いている。小売売上高の水準は新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受ける直前の昨年12月と比較して▲0.1%下回るなど、依然その影響が残っている。また、経済活動

図2 小売売上高(前年比・実質ベース)の推移

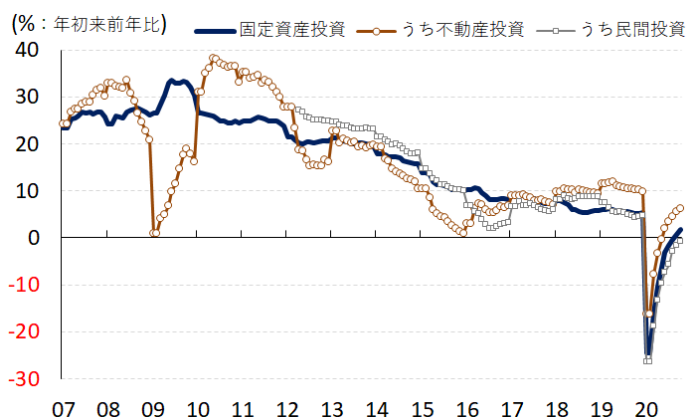


(出所)CEIC, 国家統計局より第一生命経済研究所作成

の正常化が進んでいるにも拘らず、雇用・所得環境の回復の弱さは家計部門が『節約志向』を強める一因になっており、足下のコアインフレ率は過去最低水準の伸びで推移するなどディスインフレ基調が続いている（詳細は10日付レポート「[中国・外需は引き続き景気をけん引も、ディスインフレにより中銀の判断は困難](#)」をご参照下さい）。このところのEC（電子商取引）の普及とECサイト間の価格競争の激化は足下のディスインフレ圧力を招く一因となっているとみられるが、10月のECを通じた小売売上高は年初来前年比+10.9%と年明け以降初めて二桁となるなど一段と底入れが進んでいる。足下においては経済活動の正常化が進んでいるにも拘らず、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた『新しい生活様式』の広がりもECの普及を後押ししており、小売売上高全体に占めるECの比率は24.2%に達するなど実店舗とのカニバリが一段と進んでいる様子もうかがえる。補助金や減税などによる政策支援が後押しする形で自動車（前年比+12.0%）の伸びが一段と加速しているほか、ECとの親和性が高い飲料（同+16.9%）、化粧品（同+18.3%）、日用品（同+11.7%）、事務用品（同+11.7%）などで軒並み高い伸びが続いている。また、新型コロナウイルスの感染拡大の余波を受ける形で医薬品（前年比+10.8%）も全体を上回る伸びで推移している。さらに、中銀（中国人民銀行）による金融緩和を背景とする金融市場の『カネ余り』を背景に株価や不動産など資産価格の底入れが進むなど資産効果が発現しやすい上、ペントアップ・ディマンドも相俟って宝飾品（前年比+16.7%）も上振れしている。他方、原油価格の調整によるエネルギー価格の低迷を反映して関連財の消費の前年割れが続いているほか、耐久消費財に対する需要も幅広く力強さを欠く展開が続いており、政策的な後押しの有無が影響している可能性がある。

また、インフラ投資や不動産投資、企業部門による設備投資の動向を示唆する固定資産投資は年初来前年比ベースで9月に年明け以降初めて前年を上回る伸びとなったが、10月は同+1.8%と前月（同+0.8%）から伸びが加速するなど一段と底入れが進んでおり、当研究所が試算した月次ベースの前年比も10月は+9.6%と前月（同+7.5%）から伸びが加速している。前月比は+3.22%と前月（同+3.35%）からわずかに拡大ペースが鈍化しているものの、経済活動が再開された3月以降は過去数年みだことのないペースで拡大が続いており、足下の景気回復が進む一因に投資の大幅加速が寄与している様子うかがえる。また、固定資産投資の水準も新型コロナウイルスの感染拡大の影響が出る直前の昨年12月と比較して+2.0%上回るなど、家計消費にはその影響が残っていることを勘案すれば、足下の景気回復は外需と投資が主体的な役割を担っていることが改めて示された。なお、実施主体別では国有企業（年初来前年比+4.9%）が前年を上回る伸びをみせる一方、民間投資（同▲0.7%）は引き続き前年を下回る伸びに留まるなど、投資の活発化が景気回復を促す背後で『国進民退』色が一段と強まっている様子もうかがえる。また、用途別でも建設関連（年初来前年比+2.2%）やその他（同+8.3%）などが投資を押し上げる一方、設備投資関連（同▲9.5%）は引き

図3 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

また、用途別でも建設関連（年初来前年比+2.2%）やその他（同+8.3%）などが投資を押し上げる一方、設備投資関連（同▲9.5%）は引き

続き大きく前年を下回る水準に留まるなど、景気回復が進んでいるにも拘らず企業部門が設備投資に踏み切ることが出来ていない動きもみられる。分野別では、新型コロナウイルス向けのワクチン開発が活発化していることを反映して医薬品製造関連（年初来前年比+22.8%）で突出しているほか、エネルギー関連（同+18.2%）も高い伸びが続いている上、中国製造 2025 の推進に向けた動きを受けて電子部品製造関連（同+12.0%）も堅調な推移が続くなど、需要拡大が期待出来る分野では大幅な伸びがみられる。一方、政策的な後押しを受ける形で自動車販売は底入れが進んでいるにも拘らず、自動車製造関連（年初来前年比▲15.4%）は依然大幅なマイナスで推移しているほか、一般設備製造関連（同▲10.9%）や特殊設備製造関連（同▲7.7%）も軒並み前年割れの水準が続いており、設備投資に関連する分野では投資が手控えられている模様である。なお、不動産投資は年初来前年比+6.3%と前月（同+5.6%）から伸びが加速しており、住宅向けやオフィス向けを中心に底入れが進んでいるほか、この動きに呼応するように不動産関連の景気指数は 100.50 と前月（100.42）から+0.08pt 上昇して昨年 11 月以来の水準となるなど新型コロナウイルスの影響を克服していると考えられる。

国家統計局は、10 月の同国経済について「安定した回復が持続しており、非常に底堅い」との認識を示しつつ、海外経済については「貿易と景気回復は新型コロナウイルスの感染再拡大を受けて失速している」との見方を示した。先行きについては「景気の完全な回復を実現するには様々な困難を克服する必要がある」とするも、「消費の見通しは改善しており、サービス業も確実に改善している」との見方を示した上で、「第 4 四半期の成長率は一段と加速が見込まれる」とするなど明るい見通しを示した。足下の中国経済は着実に新型コロナウイルスの影響を克服していると捉えられる一方、足取りは外需と投資に支えられている上、投資の活況は政策的な後押しや金融市場の『カネ余り』に支えられている面が大きいなど過去の景気回復の動きと相似している点が多い。過去の景気回復では過剰債務や過剰設備など様々な『過剰感』を生むなどその後の中国経済の足かせとなる事態を招いたが、先行きについても同様の事態を招く可能性があることには注意が必要である。その意味では、短期的にみれば中国の景気回復は世界経済にとっても望ましい効果をもたらすと期待される一方、中長期的にはその背後で生み出される歪みに対して当局が如何なる対応をみせるかにも注意が必要になると言えよう。

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。