

中国経済は「独り勝ち」の様相を強めるが、効果一巡の行方に注意

～世界経済を巡る不透明感、政策効果一巡の影響が懸念される一方、政策対応は困難が増す可能性～

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)

- 世界経済は中国の景気回復も追い風に改善が続く一方、足下では欧米など主要国での感染拡大に伴う行動制限の再強化などにより悪影響が懸念される。他方、国際金融市場では「カネ余り」が続くなかでワクチン開発への期待も追い風に活況を呈する展開が続く。新興国への資金回帰は人民元高など中国にとり外需への悪影響が懸念されるが、足下の輸出は堅調に推移する一方でディスインフレ圧力に繋がる展開が続く。
- 11月の鉱工業生産は前年比+7.0%と一段と伸びが加速しており、外需の堅調さや政策支援が押し上げる状況が続く。11月の固定資産投資も年初来前年比+2.6%と底入れしており、幅広い分野で底打ち感が出ているほか、公共投資の進捗や不動産投資が押し上げている。なお、出遅れ感があつた小売売上高は11月は前年比+5.0%に加速しており、大規模セールや政策的な後押しに加え、ペントアップ・ディマンドが押し上げに繋がった。ただし、幅広い分野で内需は押し上げられたが、先行きは反動減の影響に注意が必要である。
- 足下の中国経済は「独り勝ち」の様相が一層強まるが、海外経済の不透明感や政策効果の一巡が懸念される一方、過度な政策支援は新たな過剰リスクを招く恐れがあり、当局の政策対応は困難さが増すであろう。

世界経済を巡っては、新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) のパンデミック (世界的大流行) を受けて大きく下振れする事態に見舞われたものの、その後は当初の感染拡大の中心地となった中国で感染封じ込めが図られて経済活動の正常化が進んで景気が底入れしているほか、欧米など主要国でも感染拡大の動きが一服して経済活動が再開され、製造業を中心に企業マインドが大きく改善するなど景気回復が進んできた。しかし、足下では欧米など主要国で感染が再拡大して行動制限が再強化される動きが広がりを見せているほか、一部の新興国では依然として感染収束の見通しが立たない状況が続くなど、世界経済の回復の動きに冷や水を浴びせる懸念が高まっている。他方、国際金融市場では全世界的な金融緩和を背景に『カネ余り』の様相が一段と強まるなか、ワクチン開発の進展を材料に世界経済の回復が進むとの期待を反映して株式をはじめとする資産価格が上昇するなど活況を呈する展開が続いている。さらに、先月実施された米大統領選では民主党のバイデン前副大統領の勝利が確実となったことで、次期政権も財政出動を通じた景気下支えに動くとの見方を反映して米ドル安圧力が強まり、国際金融市場が『リスク・オン』の様相を強めるなかで一部のマネーは新興国に回帰する動きもみられる。なお、新興国への資金回帰の動きは景気の底入れが続く中国を中心に活発化しており、通貨人民元相場は上昇傾向を強めるなど輸出競争力の低下を通じて景気回復の勢いを削ぐことが懸念される動きもみられる。こうした状況に加え、上述のように足下では欧米を中心とする主要国経済に不透明感が高まる動きがみられるにも拘らず、輸出は引き続き拡大の動きを強め景気のけん引役となるなど、年末商戦向けの需要に加え、サプライチェーンの見直しの動きも輸出を押し上げる展開が続いている (詳細は7日付レポート「[中](#)

国景気は引き続き外需がけん引も、米中関係は不透明感だらけ」をご参照下さい)。その一方、足下の中国経済は底入れの動きを一段と強めるなど、他の国々が足踏みする懸念をみせるなかで『独り勝ち』の様相を強めている上、企業マインドも幅広い分野で改善が続くなどさらなる押し上げが期待されるにも拘らず、足下のインフレ率は低水準で推移するなどディスインフレ基調が続いており、国有企業をはじめとする大企業を中心に雇用環境に不透明感が高まるなかで家計部門は財布の紐を固くしている可能性がある(詳細は9日付レポート「[「独り勝ち」が続く中国景気の行方も「K字型」に向かうのか](#)」をご参照下さい)。なお、感染封じ込めを受けた経済活動の正常化による景気底打ち局面においては、外需やインフラ投資など公共投資の拡大の動きが景気を押し上げる一方で家計消費は力強さを欠く展開が続いたものの、足下では補助金や減税など政策支援も追い風に底入れするなどバランスの取れた動きに繋がる兆候もみられた。しかし、足下の中国経済は全体的にみれば回復傾向が続いているものの、その動向については跛行色が一段と強まっている可能性に注意する必要がある。

11月の鉱工業生産は前年比+7.0%と前月(同+6.9%)から伸びが加速したほか、伸びそのものも2019年3月以来一年半強ぶりの水準となるなど、生産を取り巻く状況は大きく底入れが進んでいることが確認出来る。国家統計局が公表している季節調整値ベースの前月比も11月は+1.03%と前月(同+0.78%)から拡大ペースが加速している上、新型コロナウイルスのパンデミックによる影響が直撃する前の昨年12月時点と比較して+6.3%程度上回る水準となるなど、生産段階においては新型コロナウイルスの影響を克服しているものと捉えられる。なお、今年の10月は国慶節と中秋節が重なる形で大型連休となるなど例年に比べて営業日が少なかったことによる反動が出ていることに加え、11月はEC(電子商取引)サイトによる大型セールが実施されたほか、欧米など主要国

図1 鉱工業生産(前年比)の推移

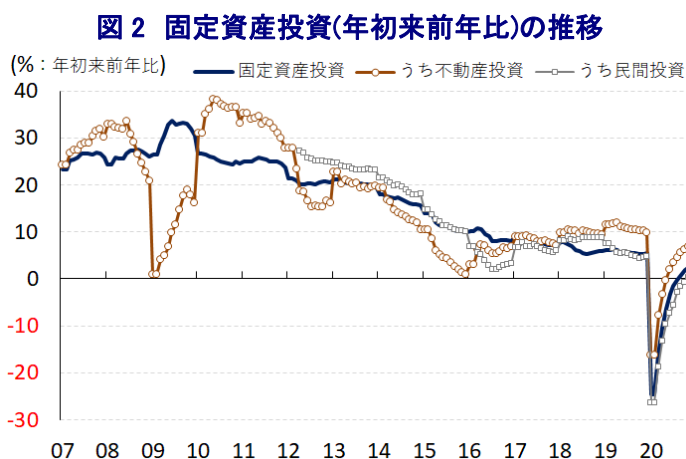


(出所)CEIC, 国家統計局より第一生命経済研究所作成

を中心とする年末需要が期待される動きも生産の押し上げに繋がったと考えられる。財別でも、世界的な需要の堅調さを背景とするパソコン(前年比+25.4%)で高い伸びが続いているほか、その動きに呼応するように半導体(同+19.6%)の伸びも高止まりしており、スマートフォン(前年比+5.7%)なども底入れするなど、海外における需要の堅調さが生産を押し上げる動きがみられる。これら以外についても、補助金や減税などの政策支援による国内での自動車需要の押し上げを反映して自動車(前年比+8.1%)の底入れが進んでおり、なかでも新エネルギー車(同+99.0%)はほぼ倍増するなど生産を大きく押し上げている様子もうかがえる。また、生産底入れの動きを受けた設備投資需要の押し上げを反映して産業用ロボット(前年比+31.7%)のほか、工作機械(同+25.7%)も軒並み高い伸びで推移するなど、生産を取り巻く環境の改善が続いていることを示唆する動きもみられる。なお、インフラ関連を中心とする建設投資の進捗を反映して、鉄鋼(前年比+10.8%)や粗鋼(同+8.0%)、セメント(同+7.7%)、ガラス(同+7.4%)など関連財は軒並み堅調な推移が続いており、建設需要も生産を押し上げ

ている状況が続いている。

また、建設需要の堅調さを示唆するように、11月の固定資産投資は年初来前年比+2.6%と前月（同+1.8%）から一段と伸びが加速しており、当研究所が試算した月次ベースの前年比の伸びは+9.4%と前月（同+9.6%）からわずかに鈍化しているものの、3年半強ぶりとなる高水準で推移するなど堅調に推移している様子が見える。国家統計局が公表している月次ベースの前月比も11月は+2.80%と前月（同+2.93%）からわずかに拡大ペースは鈍化し



(出所)CEIC, 国家統計局より第一生命経済研究所作成

ているものの、過去数年に例をみないペースで拡大が続く状況は変わっていない上、新型コロナウイルスのパンデミックによる悪影響が出る直前の昨年12月と比較して+4.4%程度上回るなど、固定資産投資の動きも新型コロナウイルスの影響を克服したと捉えられる。なお、実施主体別では国有企業（年初来前年比+5.6%）の堅調さが全体をけん引する状況は変わらないものの、民間投資（同+0.2%）も前年を上回る伸びに転じており、幅広い分野で投資活動が底入れの動きを強めている。一方、対象別では設備投資関連（同▲8.0%）が引き続き前年を大きく下回る伸びで推移するなど、上述のように生産は底入れの動きを強めているにも拘らず設備投資需要は力強さを欠く展開が続いていると判断出来る。また、分野別では、政府主導により新型コロナウイルス向けワクチン開発が進められていることを追い風に医薬品関連（年初来前年比+27.3%）で引き続き高い伸びが続いているほか、エネルギー関連（同+17.5%）やコンピュータ関連（同+14.5%）など、政府が主導する産業政策などに合致する分野で軒並み高い伸びが確認されるなど、政策的な支援の動きが投資を押し上げている様子が見える。ただし、自動車需要が底入れしているにも拘らず、自動車製造関連（年初来前年比▲15.1%）は引き続き前年を大きく下回っている上、一般設備製造関連（同▲10.0%）や特殊設備製造関連（同▲5.5%）もともに前年を下回る推移が続くなど、設備投資需要の弱さを反映した動きも続いている。他方、11月の不動産投資は年初来前年比+6.8%と前月（同+6.3%）から一段と伸びが加速している上、不動産関連の景況感指数も11月は100.55と前月（100.50）から0.05pt上昇して昨年12月以来の水準となるなど、関連産業のマインドも新型コロナウイルスのパンデミックによる悪影響を克服しつつある。目的別では、住宅向け投資の堅調さが全体を押し上げる動きが続いているものの、足下ではオフィス向け投資も前年を上回る推移が続いている上、商業用不動産向け投資にも底打ち感が出るなど、景気下支えに向けた金融緩和による『カネ余り』が続くなかで不動産市場への資金流入の動きが活発化している可能性もある。

なお、生産や投資と比較して立ち遅れる感が強かった家計消費の動向を示す小売売上高(名目ベース)も、11月は前年比+5.0%と前月(同+4.3%)から伸びが加速するなど底入れが進んでいることが確認されている。物価の影響を除いた実質ベースの伸びを試算すると、11月の小売物価が前年比▲1.1%と前月(同▲0.3%)からマイナス幅が拡大していることを勘案すれば、11月は前年比+6.1%と前月(同+4.6%)から伸びが加速して2009年5月以来1年半弱ぶりの水準となっており、この点でも底入れが進んでいると判断出来る。国家統計局が公表している季

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

節調整値ベースの前月比も11月が+1.31%と前月(同+0.72%)から拡大ペースが加速しており、新型コロナウイルスのパンデミックによる悪影響が出る直前の昨年12月と比較しても+2.1%上回るなど、ようやくその悪影響を克服したと捉えられるほか、いわゆる「独身の日(11月11日)」におけるECサイトの大規模セールも押し上げ要因に繋がったと考えられる。事実、ECを通じた小売売上高は年初来前年比+11.5%と前月(同+10.9%)から伸びが加速しており、小売売上高全体に占めるEC比率も11月は25.0%と前月(24.2%)から+0.8pt上昇している。新型コロナウイルスの感染収束は進んでいるものの、『新しい生活様式』が定着している上、ECサイトによる価格競争の激化の動きも実店舗からのカニバリ(共喰い)の動きを強めていると考えられる。財別でも、ECとの親和性が高い化粧品関連(前年比+32.3%)や通信機器関連(同+43.6%)のほか、飲料関連(同+21.6%)、酒類関連(同+11.4%)で軒並み高い伸びが続くなど活況を呈している様子がうかがえる。さらに、大規模セールの実施に加え、感染収束を受けたペンタアップ・ダイヤモンドの発現も追い風に宝飾品関連(前年比+24.8%)も大幅な伸びをみせており、金融市場が活況を呈して株価が堅調なことによる資産効果も押し上げに繋がっている可能性があるほか、減税や補助金など政策的な後押しは自動車(同+11.8%)への需要を押し上げている。ただし、足下の物価はサービス部門を中心に下押し圧力がくすぶるなど雇用を巡る不透明感が重石となる状況が続いている上、大規模セールによる需要の先食いが行われたことで先行きはその反動が懸念されるなど、その影響を注視する必要がある。

足下の中国経済は一段と加速感を強める展開が続いており、欧米など主要国などで景気回復のもたつきが懸念されるなかでは中国の『独り勝ち』の様相がこれまで以上に強まっていることは間違いない。ただし、足下の景気回復は海外経済の動向に加え、政策的な後押しの効果が大きいなど、先行きは海外経済を巡る不透明感に加え、政策効果の一巡が懸念されるなど反動が出る可能性もある一方、過去には過度な政策支援が生産設備や在庫、債務の過剰感を招いた点を注意する必要がある。他方、金融市場のカネ余りを受けて不動産市場などではバブルの再燃が懸念される兆候も出ており、今後は政策面での微調整が必要になることも予想され、当局による対応は一層難しさを増すことも考えられよう。

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。