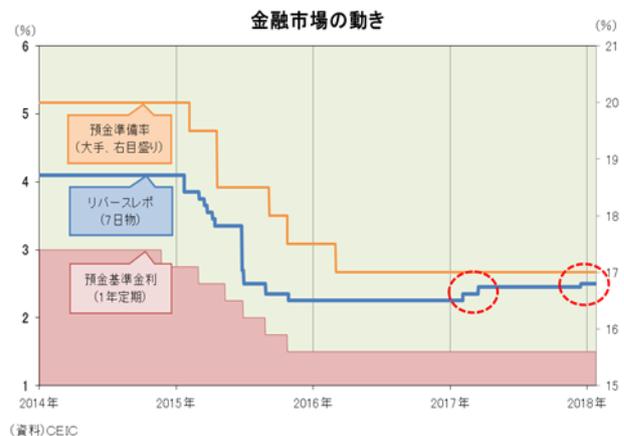


# Weekly エコノミスト・ レター

## 2018年の中国経済の注目点 ～過剰債務、中国IT企業、一帯一路、金融政策の4点

経済研究部 首席研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 2017年の国内総生産（GDP）は82兆7122億元（日本円換算では約1372兆円）となった。実質成長率は前年比6.9%増と16年の同6.7%増を0.2ポイント上回った。6年連続で前年の伸びを下回る状況が続いていたが、7年ぶりに前年の伸びを上回ることとなった。また、17年の消費者物価は前年比1.6%上昇と16年の同2.0%上昇を0.4ポイント下回った（下左図）。
2. 供給面を見ると、17年の工業生産は前年比6.6%増と16年の同6.0%増を0.6ポイント上回った。2011年以降、工業生産は6年連続で前年の伸びを下回ってきたが、その鈍化傾向に歯止めが掛かった。業種別の内訳を見ると、過剰生産設備を抱える石炭や鉄鋼などが引き続き足かせとなっているものの、情報通信や自動車などが新たな牽引役となっている。
3. 需要面を見ると、17年の小売売上高は電子商取引が消費を刺激して2桁の高い伸びを維持、固定資産投資は構造不況業種（石炭や鉄鋼など）が前年割れとなったもののインフラ投資やIT関連投資が増えたため小幅な減速に留まった。また、輸出は世界経済の回復を背景に前年比7.9%増と16年の同7.7%減からプラスに転じ、17年の経済成長を高めるのに貢献した。
4. 金融面を見ると、17年の株価は景気回復とそれに伴う企業業績の改善を背景にじり高、人民元は基準値設定方法変更やユーロ高を受けて反転上昇、住宅価格は中国政府がバブル退治に乗り出したものの周辺都市に高騰が飛び火し最高値更新を続けた。こうした経済金融環境の下、中国人民銀行は緩んだ金融規律を引き締めるとともに金利を小幅に引き上げた（下右図）。
5. 18年の注目点としては、[1]過剰債務の削減は進むのか、[2]中国IT企業の動き、[3]「一帯一路」構想の展開、[4]インフレと金融政策の行方の4点に注目している。



# 1. 17年の中国経済の振り返り

## 1 | GDP統計

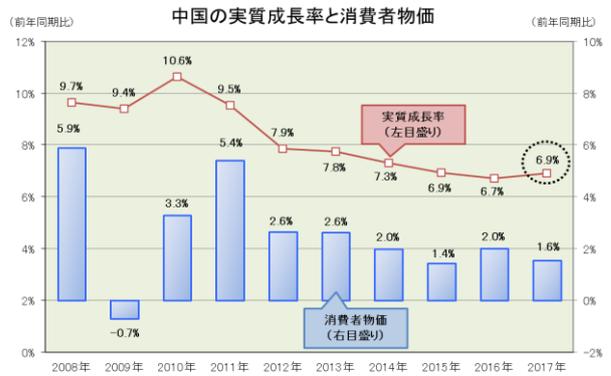
中国国家统计局が1月18日に公表した2017年の国内総生産（GDP）は82兆7122億元（日本円換算では約1372兆円）となった。実質成長率は前年比6.9%増と16年の同6.7%増を0.2ポイント上回った。2011年以降6年連続で前年の伸びを下回る状況が続いていたが、7年ぶりに前年の伸びを上回ることとなった。また、17年の消費者物価は前年比1.6%上昇と16年の同2.0%上昇を0.4ポイント下回った（図表-1）。

経済構造の変化も静かに進んでいる。

産業別に見ると、17年の第1次産業の実質成長率は前年比3.9%増と16年の同3.3%増を0.6ポイント上回った。第1次産業としては極めて高い伸びを実現したが、その維持は徐々に難しくなるだろう。第2次産業の実質成長率は同6.1%増と16年の同6.3%増を0.2ポイント下回った。2010年の同12.7%増をピークに伸びが鈍化、15年の株価急落時には景気減速の主因となったが、16年には同6.3%増、17年には同6.1%増とほぼ横ばいの伸びを維持している。また、第3次産業の実質成長率は同8.0%増と16年の同7.7%増を0.3ポイント上回った。5年連続で第3次産業の実質成長率が第2次産業を上回ることとなり、中国経済の牽引役は第3次産業へと移行してきた（図表-2）。

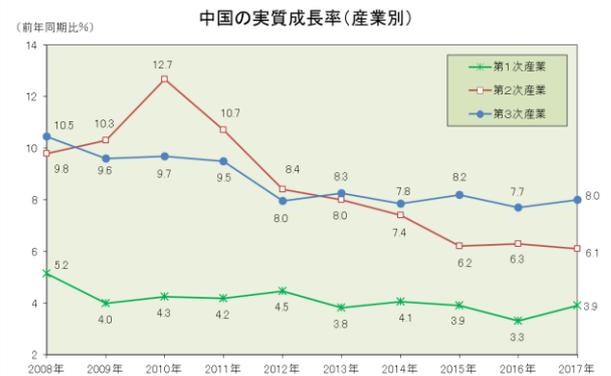
一方、需要別に見ると、最終消費は4.1ポイントのプラス寄与と16年の4.3ポイントをやや下回った。但し、成長率への寄与率は58.8%と4年連続で最大のプラス要因となった。また、総資本形成は2.2ポイントのプラス寄与と16年の2.8ポイントを0.6ポイント下回った。2009年の8.1ポイントをピークに低下傾向が続いている。このように最終消費と総資本形成が寄与度を下げながら、実質成長率を押し上げたのは純輸出だった。17年の純輸出は0.6ポイントのプラス寄与と16年の▲0.5ポイントからプラスに転じた（図表-3）。

(図表-1)



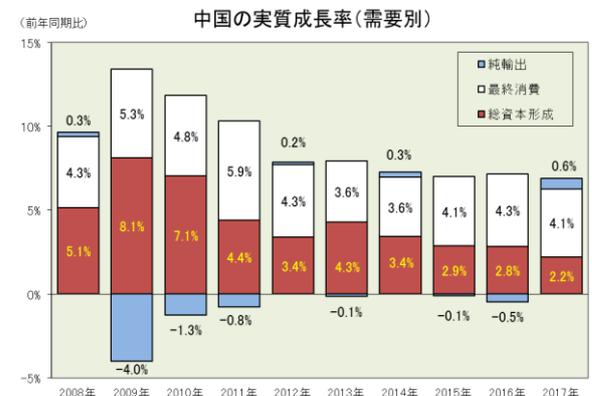
(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-2)



(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-3)

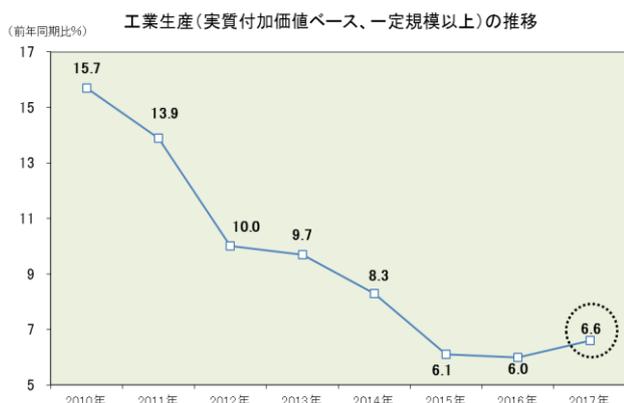


(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

## 2 | 供給面

工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）の動きを見ると、17年は前年比6.6%増と16年の同6.0%増を0.6ポイント上回った。2011年以降、工業生産は6年連続で前年の伸びを下回ってきたが、その鈍化傾向には歯止めが掛かった（図表-4）。また、業種別の内訳を見ると、鉱業が前年比1.5%減、鉄精錬加工が同0.3%増と全体を押し下げる要因となった一方、コンピュータ・通信・その他電子設備は同13.8%増、自動車は同12.2%増と全体を押し上げる要因となった（図表-5）。過剰生産設備を抱える石炭や鉄鋼などが引き続き足かせとなっているものの、情報通信や自動車などが新たな牽引役となってきており、今後もこの傾向が持続するのか注目される。

（図表-4）



（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）を元にニッセイ基礎研究所で作成

（図表-5）



（資料）CEIC（中国国家統計局）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成  
（注）一定規模以上とは本業の年間売上高2000万円以上の工業企業

また、製造業PMIの動きを見ると、16年上期までは景気下振れ懸念が強く、拡張・収縮の境界となる50%を挟んで一進一退の動きだった。しかし、16年10月以降は51%台へ水準を切り上げ、17年9月には一旦52%台に乗せ、その後は51%台でほぼ横ばいで推移している（図表-6）。一方、非製造業の商務活動指数を見ると、ここもとやや振れが大きいものの、概ね55%前後の高水準で推移している。同予想指数も60%台の高水準を維持しており、非製造業は堅調である（図表-7）。

（図表-6）



（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）

（図表-7）



（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）

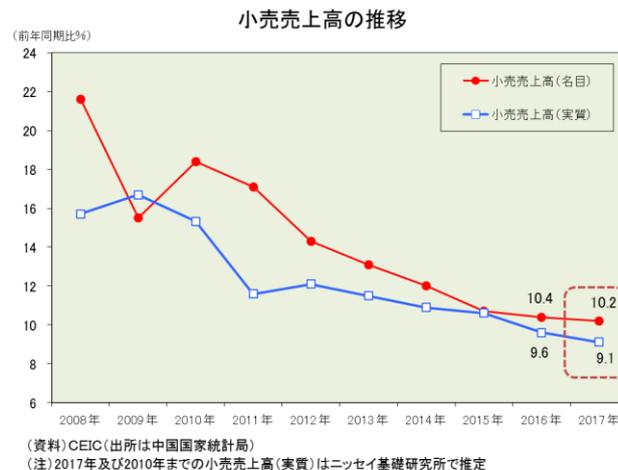
### 3 | 需要面

消費の代表指標である小売売上高を見ると、17年は前年比10.2%増と2桁の高い伸びを維持した。自動車は小型車減税の縮小で前年比5.6%増と16年の同10.1%増を大きく下回ったものの、電子商取引（EC、商品とサービス）が同32.2%増と高い伸びを維持して消費を刺激したほか、化粧品は同13.5%増と16年の同8.3%増を5.2ポイント上回り、家具類も同12.8%増と前年並みの高い伸びを維持した。但し、17年秋以降、商品販売価格指数が徐々に上昇率を高める中で、実質ベースで見た小売売上高の伸びは鈍化し始めている（図表-8）。

投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）を見ると、17年は前年比7.2%増と16年の同8.1%増を0.9ポイント下回った。インフラ投資は前年比19.0%増と16年の伸びを1.6ポイント上回り、不動産開発投資も同7.0%増と16年の伸びをやや上回ったものの、石炭など採掘業が同10.0%減、鉄精錬加工業も同7.1%減と大きく落ち込んだことなどから、全体の伸びは小幅に低下した。また、17年は固定資産投資価格指数が徐々に上昇率を高める中で、実質ベースで見た固定資産投資の伸びは大きく鈍化した。ニッセイ基礎研究所の推計値では前年比1.4%増に留まる（図表-9）。

海外需要の代表指標である輸出額（ドルベース）を見ると、17年は前年比7.9%増と16年の同7.7%減からプラスに転じた。世界経済の回復が続く中で、米国、欧州、日本など先進国向けの輸出が増えたほか、「一带一路」沿線国向けも輸出増に寄与した。また、輸出の先行指標となる新規輸出受注（製造業PMI）や貿易輸出先行指数が高水準を維持していることから、今後もしばらくは堅調を維持すると見られる。なお、17年は輸入額（ドルベース）も大きく増加、前年比15.9%増と16年の同5.5%減からプラスに転じている（図表-10）。

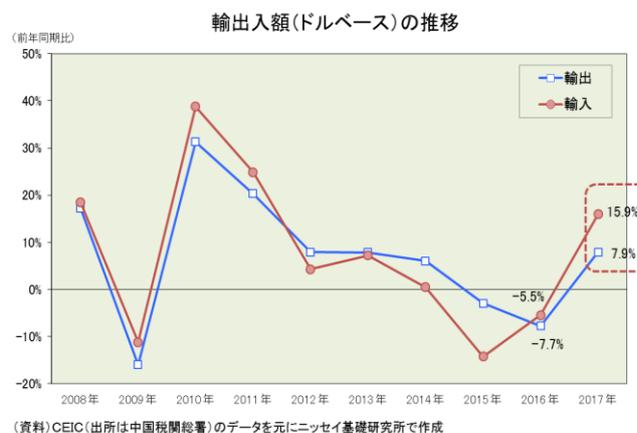
（図表-8）



（図表-9）



（図表-10）



## 4 | 金融面

17年の金融市場を振り返ると、株価はじり高、人民元は反転上昇、住宅価格は最高値更新を続けており、中国人民銀行は短期金利を引き上げた。株式市場に焦点を当てると、15年夏と16年冬に急落した中国株は、景気の持ち直しと政府系ファンド（国家隊）の買い支えを背景に16年1月（上海総合で2655.66）に底打ちし、17年に入っても景気回復とそれに伴う企業業績の改善、それに国家隊による買い支え期待を背景にじり高基調が続いた。共産党大会を終えると一旦は調整に転じたものの18年1月18日には昨年の最高値を突破、上昇基調は崩れていない（図表-11）。為替市場に目を転じると、15年8月には人民元の米ドルに対する基準値を3日間で約4.5%切り下げ（市場実勢の下落は約3%）、その後も資金流出懸念から下値を探る動きが続いていたが、党大会を直前に控えた17年5月に基準値設定方法が変更されたことやユーロ高を背景に人民元は上昇に転じた。その後一旦は調整したものの、18年1月には再び上昇し始め17年の最高値を突破した（図表-12）。また、住宅価格は上昇を続けた。16年秋に中国政府（含む中国人民銀行）が住宅バブル退治に乗り出したため、高騰の目立つ深圳市や上海市などの上昇には歯止めが掛かったものの、高騰は周辺都市に飛び火、70都市平均では最高値更新を続けている（図表-13）。そして、景気が安定しバブル懸念が高まったため、中国人民銀行は緩んだ金融規律を引き締めるとともに、17年春にはリバースレポ（7日物）や常設流動性ファシリティなどの短期金利を引き上げ、党大会後の12月14日にも米利上げに追随する形でリバースレポ（7日物）などの短期金利を小幅（5bp）に引き上げた（図表-14）。

（図表-11）



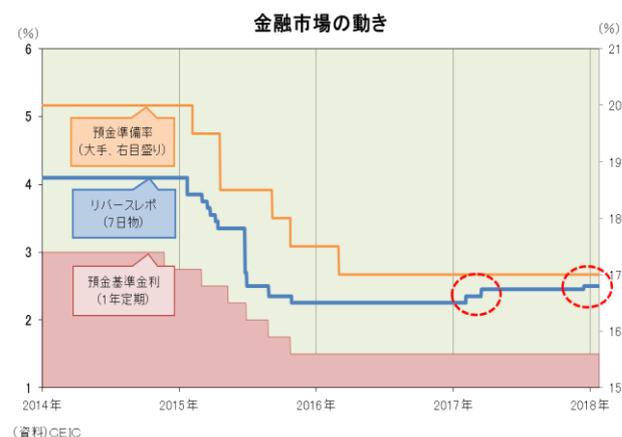
（図表-12）



（図表-13）



（図表-14）

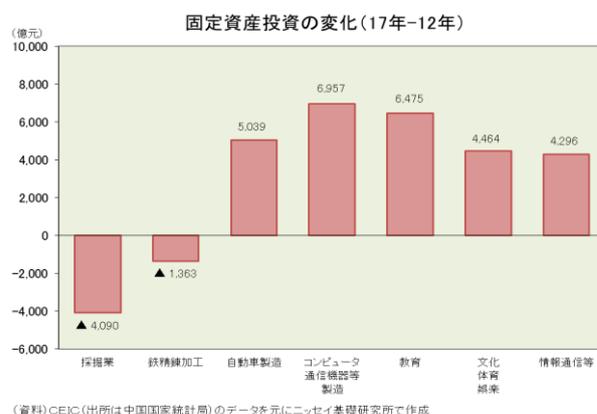


## 2. 18年の注目点

### [1] 過剰債務の削減は進むのか

中国の一般政府、非金融企業、家計などが抱える債務残高は17年6月末時点で約30兆ドルとなった。日本円に換算すれば3000兆円を超え、GDP比では255.9%に達している。債務問題は過剰生産設備問題とセットで考える必要がある。巨大化した債務の6割強を借りているのは非金融企業であり、その債務（負債サイド）のバランスシートの反対側（資産サイド）には生産設備があるからだ。例えば、世界における中国のGDPシェアは約15%だが、粗鋼生産では世界の約5割を占めており、国内で利用しきれない鉄鋼は海外へ輸出することになるため貿易摩擦の火種となる。中国政府は、鉄鋼業や石炭業などを皮切りに過剰生産設備を削減するよう指導し始めた。これを反映して、非金融企業の債務は16年6月末のGDP比166.8%をピークに17年6月末には163.4%まで低下、採掘業や鉄精錬加工などの投資も減少してきた（図表-15）。しかし、これは鉄鋼業や石炭業に限った問題ではなくセメントや板ガラスなど多くの製造業にも共通する問題だ。昨年12月に開催された中央経済工作会議では、過剰生産設備の削減を継続する方針を確認、過剰生産設備の削減とともに過剰債務の削減を継続すると見られる。また、それは国内の労働者が余ることを意味しており、急ぎ過ぎれば社会不安を招きかねない問題でもある。従って、18年は債務・生産設備・雇用の3つの過剰がどんなペースで進むのかに注目したい。そして、それは後述の中国IT企業や「一帯一路」構想がどれだけ新しい雇用機会を生み出すのかと関連した問題でもある。

(図表-15)



### [2] 中国IT企業の動き

ここもと中国では、BAT（百度、阿里巴巴、騰訊）を代表とするIT企業が経済を牽引し始めている。中国ではネット販売が急増、小売売上高に占めるネット販売の比率は10年前の数%からいまや20%前後に達した。ネット販売とともにスマホ決済が普及したことで利便性が高まり、新たな消費需要を喚起している。こうした動きがビジネスチャンスを生み出したことで17年の起業は1割近く増加した。また、ネット販売の急増に伴って、物流網の整備が進み、前述の過剰生産設備の削減で余った雇用の受け皿ともなった。さらに、中国政府が15年に打ち出した「インターネット+」がこれを後押し、都市部だけでなく農村部にもネット販売が波及して農村部で消費ブームを起こすとともに、農村部の食料品や手工芸品

(図表-16)

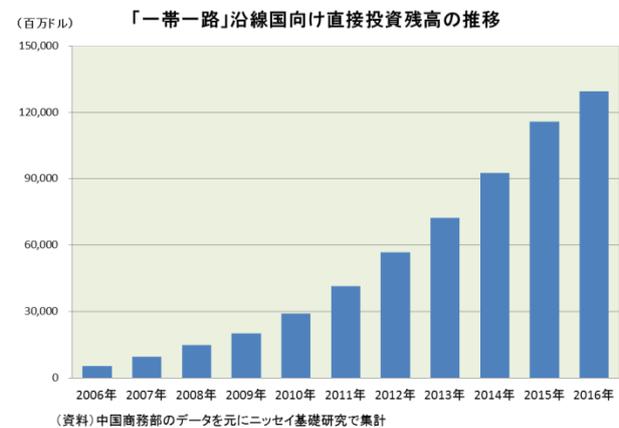


を、インターネットを通じて都市部へ提供するビジネスも盛んになり、農村部の活性化にも一役買っている。このように17年は、「インターネット+」が消費需要を喚起しただけでなく、新たな投資や起業を促すことにも繋がって、債務と生産設備の同時調整に迫られる中国経済に新たな風を吹きこんだ。そして、それを牽引した中国IT企業の株価は急上昇、15年夏に急落する前の高値を大きく超えてきた（図表-16）。18年は中国IT企業がどんなアイデアを打ち出すのかに注目したい。

### [3] 「一帯一路」構想の展開

17年5月、中国は「一帯一路」国際協力サミットフォーラムを開催、100カ国以上の約1500人が参加、イタリア、ロシア、インドネシアなど29カ国の元首が集まった。「一帯一路」は長期的視野に立った構想であり、中国からその沿線国への輸出や投資はまだそれほど大きくない。しかし、沿線国への直接投資は増加傾向にある（図表-17）。また、「一帯一路」沿線国との貿易は全体を上回る伸びを示しており、中国と沿線国とを結ぶ鉄道・道路・海路・空路の整備が進むに連れてさらに増えるだろう。また、電力や上下水道などインフラの整備が進んでいけば、製造拠点を「一帯一路」沿線国の海外経済貿易協力区（工業団地など）へ移すことが可能となり、生産設備の輸出や中国人労働者の雇用も増える。さらに、中国のIT企業にとっても「一帯一路」は活動範囲を広げるチャンスとなる。中国のIT企業は“内弁慶”と言われるように中国国内の売上では市場を支配したものの、海外展開はまだ始まったばかりだ。18年は「一帯一路」構想がどんな展開を見せるのにも注目したい。

（図表-17）



### [4] インフレと金融政策の行方

また、インフレと金融政策の行方も注目される。中国ではインフレが実質ベースで見た経済成長率を押し下げる恐れがでてきたからだ。前述のとおり17年の小売売上高は2桁増を維持したものの、実質ベースの伸びは同9.1%増へ低下した（図表-8）。また、固定資産投資の伸びは小幅な鈍化に留まったものの、実質ベースの伸びは前年比1%台に低下した（図表-9）。今年も欧米の中央銀行が出口戦略（利上げや量的緩和縮小など）を進めると見られるため、中国でも利上げが実施される可能性が高い。しかし、中国が景気に配慮して利上げを先送りすれば、人民元が下落し輸入物価が上昇してインフレを加速させる恐れがある。一方、欧米の中央銀行には“テーパー・タントラム<sup>1</sup>”というトラウマがある。世界経済の失速を恐れて出口戦略が遅れるようだと、景気が回復しバブル懸念が高まった中国では利上げが遅れて、インフレやバブルをさらに深刻化させる恐れがある。18年はインフレと金融政策の行方にも注目したい。

<sup>1</sup> テーパー・タントラム (Taper tantrum) とは、2013年5月に米バーナンキ氏（当時のFRB議長）が量的緩和縮小（テーパリング）を示唆したことを契機に、市場が痙攣（タントラム）を起し国際金融市場が動揺したことを示す

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。