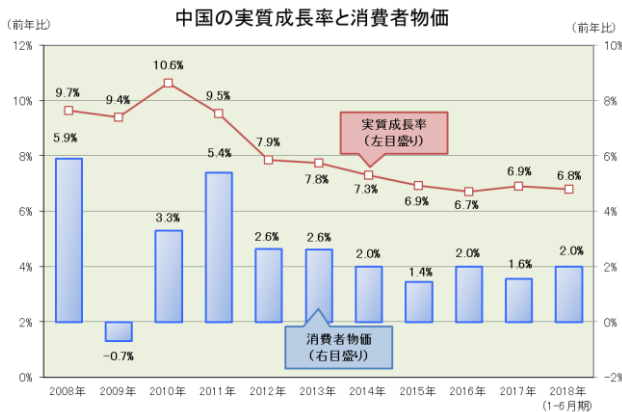


Weekly エコノミスト・ レター

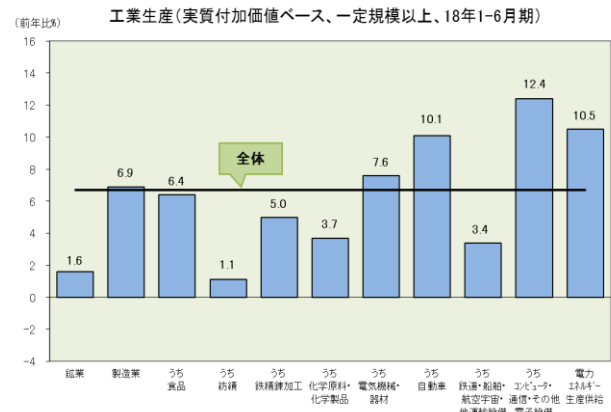
中国経済:2018 年上期を総括した上で今後の注目ポイントを探る

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

- 18年上期(1-6月期)の国内総生産は41兆8961億元(日本円換算で約716兆円)となり、成長率は実質で前年比6.8%増と2017年通期の同6.9%増を0.1ポイント下回った。内訳を見ると、第2次産業は同6.1%増と17年通期(同6.1%増)と同じ伸びを維持したものの、第3次産業と第1次産業が下回ったため、成長率はやや鈍化した。また、消費者物価は同2.0%上昇と17年通期(同1.6%上昇)を0.4ポイント上回った(下左図)。
- 一方、産業構造の転換は静かに進んだ。18年上期の鉱工業生産は前年比6.7%増だったが、コンピュータ・通信・その他電子設備、自動車、電気機械・器材など新時代の牽引役と期待される産業がそれより高い伸びを示した一方、鉱業や鉄精錬加工など過剰設備・過剰債務を抱える産業は低い伸びに留まり、産業構造の転換が静かに進んだことを裏付けた(下右図)。なお、工業設備稼働率は16年(73.3%)に底打ちして、ここもと77%前後で推移している。
- 需要動向を見ると、経済成長率への寄与度は、最終消費が5.3ポイント、総資本形成が2.1ポイント、純輸出が▲0.7ポイントだった。個人消費は高水準の伸びを維持したものの、投資が減速し、純輸出が昨年のプラス寄与からマイナス寄与に転じたため、成長率は低下した。
- 18年上期の金融市場を振り返ると、住宅価格が最高値更新を続けバブル懸念は残るものの、米中貿易摩擦の激化を背景に中国株が下落、堅調だった人民元も下落に転じた。そして、中国人民銀行は預金準備率を引き下げるなど金融政策を緩和気味に調整することとなった。
- 今後の中国経済を見極める上では、[1] 落としどころの見えない米中貿易摩擦の行方、[2] 輸出の好調は持続するか、[3] 減退し始めた内需の動向、以上3つの動きに注目したい。



(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



(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
(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

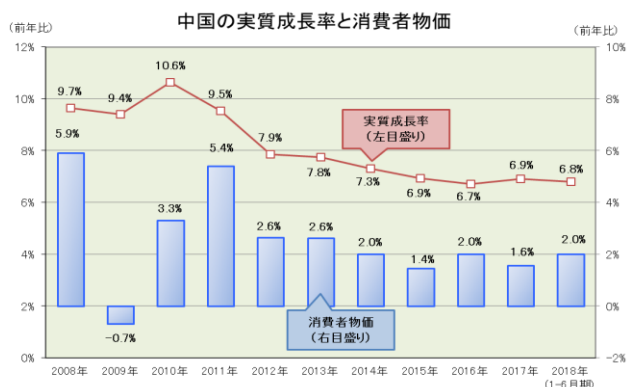
1. 中国経済の概況

中国国家统计局が7月16日に公表した18年上期（1-6月期）の国内総生産（GDP）は41兆8961億元（日本円換算で約716兆円）となり、成長率は実質で前年比6.8%増と2017年通期の同6.9%増を0.1ポイント下回った。また、消費者物価は同2.0%上昇と17年通期（同1.6%上昇）を0.4ポイント上回った（図表-1）。GDPを産業別に見ると、第2次産業は同6.1%増と17年通期（同6.1%増）と同じ伸びを維持したものの、第3次産業が同7.6%増と17年通期（同8.0%増）を下回り、第1次産業も同3.2%増と17年通期（同3.9%増）を下回った。なお、18年4-6月期の経済成長率は前年比6.7%増と1-3月期を0.1ポイント下回った（図表-2）。

他方、製造業PMIを見ると、18年6月は51.5%と23ヶ月連続で拡張・収縮の境界となる50%を上回り、同予想指数も57.9%と高水準を維持している。非製造業（商務活動指数）を見ても55.0%と製造業よりも高水準にあり、同予想指数も60.8%と高水準を維持している（図表-3）。

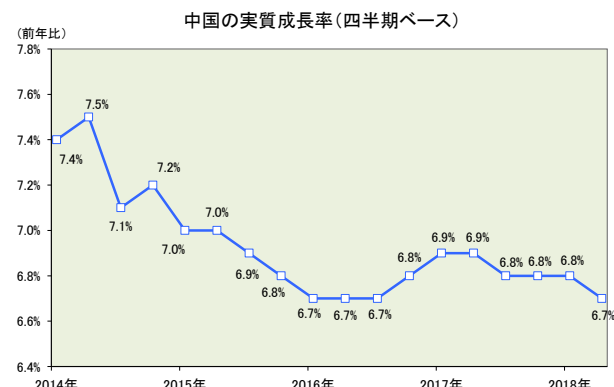
一方、産業構造の転換は静かに進んだ。18年上期の鉱工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）を見ると前年比6.7%増と17年通期（同6.6%増）を0.1ポイント上回った。内訳を見るとコンピュータ・通信・その他電子設備、自動車、電気機械・器材など新時代の牽引役と期待される産業が高い伸びを示した一方、鉱業や鉄精錬加工など過剰設備・過剰債務を抱える産業は低い伸びに留まり、産業構造の転換が静かに進んだことを裏付ける結果となった（図表-4）。なお、工業設備稼働率は16年（73.3%）に底打ちして、ここも77%前後で推移している。

（図表-1）



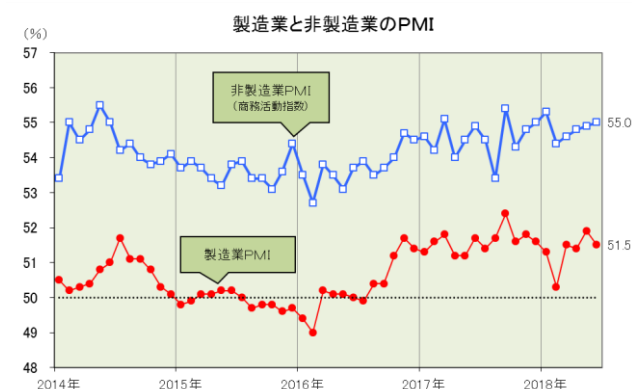
（資料）CEIC（出所は中国国家统计局）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

（図表-2）



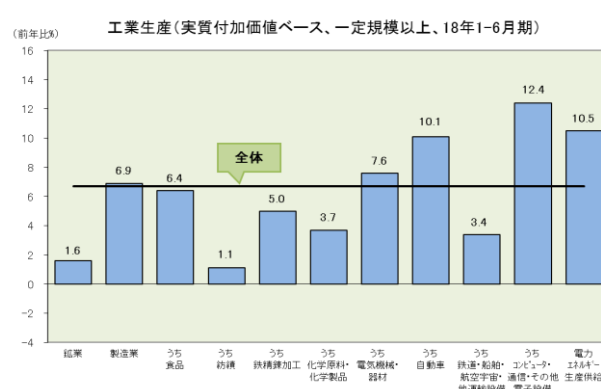
（資料）CEIC（出所は中国国家统计局）

（図表-3）



（資料）CEIC（出所は中国国家统计局）

（図表-4）



（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
（注）一定規模以上とは本業の年間売上高2000万元以上の工業企業

2. 需要別の動き

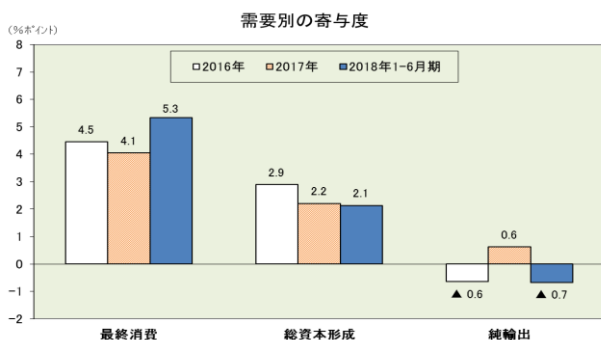
一方、需要面から中国経済を見ると、実質成長率（前年比 6.8%増）への寄与度は、最終消費が 5.3 ポイント、総資本形成が 2.1 ポイント、純輸出が▲0.7 ポイントだった（図表-5）。

個人消費はやや減速したものの高水準の伸びを維持したと見られる。前述の最終消費は 5.3 ポイントと 17 年通期の 4.1 ポイントを 1.2 ポイントも上回った。但し、最終消費には政府消費が含まれる上、個人消費の代表指標である小売売上高（名目ベース）を見ると前年比 9.4%増と 17 年通期の同 10.2%増を下回っており、ニッセイ基礎研究所で推計した実質ベースでは同 7.8%増と 17 年通期の同 9.1%増を大きく下回った（図表-6）。従って、個人消費の伸びはやや減速したものの、政府消費の伸びが加速したため、最終消費の寄与度が上昇したと見るのが妥当だろう。

次に、投資は減速したと見られる。総資本形成の寄与度は 2.1 ポイントと 17 年通期（2.2 ポイント）からはほぼ横ばいに留まった。しかし、投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）は前年比 6.0%増と 17 年通期（同 7.2%増）を大きく下回り、ニッセイ基礎研究所で推計した実質ベースでも同 0.3%増と 17 年通期の同 1.3%増を大きく下回った（図表-7）。従って、投資は減速したものの、在庫が増えたため、総資本形成の寄与度は横ばいに留まったと見るのが妥当だろう。

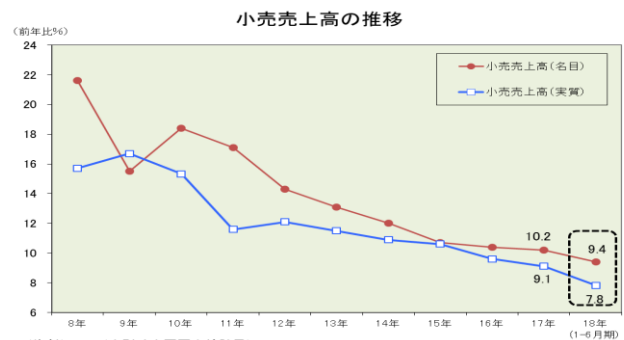
また、純輸出は GDP を押し下げるマイナス寄与となった。輸出額（ドルベース）は前年比 12.8%増と 17 年通期の同 7.9%増から加速したものの、輸入額（ドルベース）も同 19.9%増と 17 年通期の同 16.1%増から加速したため、モノの貿易黒字は 1396 億米ドルと 17 年上期の 1775 億米ドルを大幅に下回った（図表-8）。

（図表-5）



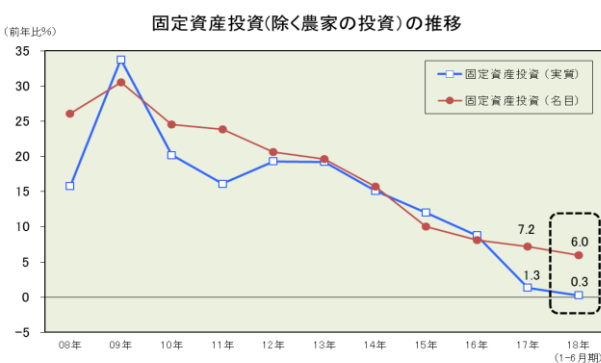
（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）

（図表-6）



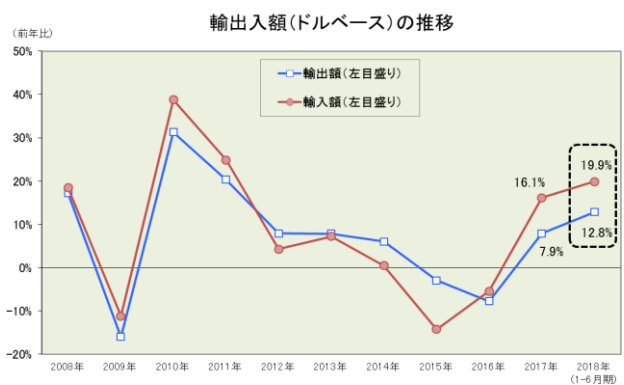
（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）
（注）2008年から2010年および2017年以降の実質値は商品販売価格指数を用いて当研究所で推定

（図表-7）



（資料）CEIC（出所は中国国家統計局）
（注）2008年から2010年および2017年以降の実質値は固定資産投資価格指数を用いて当研究所で推定

（図表-8）



（資料）CEIC（出所は中国税関総署）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

3. 金融面の動き

18年上期の金融市場を振り返ると、住宅価格が最高値更新を続けバブル懸念は残るものの、米中貿易摩擦の激化を背景に中国株が下落、これまで堅調だった人民元も下落に転じた。そして、中国人民銀行は預金準備率を引き下げるなど金融政策を緩和気味に調整することとなった。

中国株に焦点を当てると、15年夏に急落した中国株は、景気を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月に底打ちし18年1月には戻り高値を更新したが、米中貿易摩擦の激化を背景に下落に転じた（図表-9）。

また、人民元に焦点を当てると、15年8月には米ドルに対する基準値を3日間で約4.5%切り下げ（人民元ショック）、その後も資金流出が続いたが、17年5月に人民元の基準値設定方法を変更したことや欧州経済の復調を背景にユーロドルが上昇したことなどから、18年春には人民元ショック前の同6.2元を窺う動きとなった。しかし、欧州経済の減速やEU結末の乱れを背景に4月にユーロドルが下落に転じると元高も止まり、米国発の関税引き上げ合戦を背景に中国政府が元安を許容するとの見方が強まって、人民元は大きく下落することとなった（図表-10）。

一方、住宅価格は最高値更新を続けている。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しており、住宅バブル懸念は残っている（図表-11）。

そして、緩んだ金融規律の引き締めに動いていた中国人民銀行は金融政策を調整、6月の米利上げに際してはリバースレポ（7日物）の追随利上げを見送り、4月と7月には預金準備率を引き下げ、基準金利の引き下げは見送ったものの、金融政策を緩和気味に調整することとなった（図表-12）。

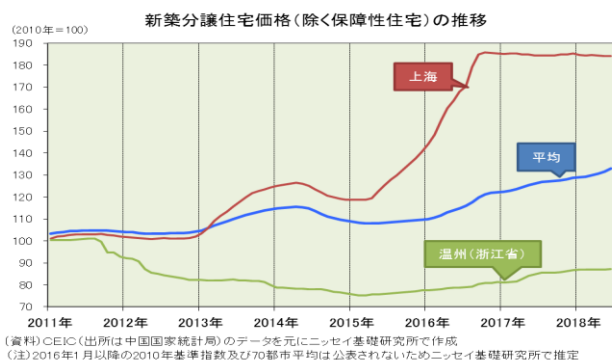
（図表-9）



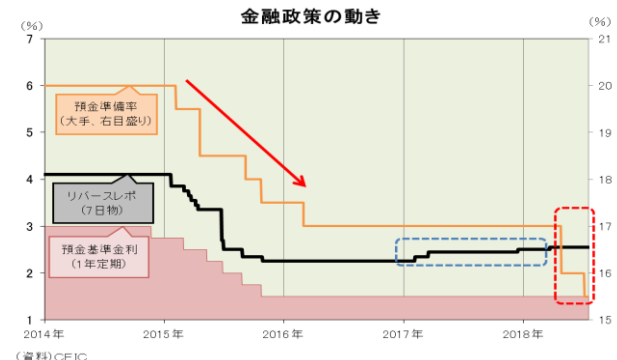
（図表-10）



（図表-11）



（図表-12）



4. 今後の注目点

中国経済の足元の動きを見ると、個人消費や投資といった内需に関しては伸びが鈍化したものの、外需の好調を背景に工業生産や製造業PMIなど供給面の指標は今のところ堅調を維持している。しかし、落としどころの見えない米中貿易摩擦が今後は波乱材料となりかねない。具体的には下記3つの動きに注目したい。

[1] 落としどころの見えない米中貿易摩擦の行方

米国による対中制裁関税がこれから続々と発動される見通しである。トランプ米政権の対中制裁関税は4段階構成となっており、第1弾の340億米ドルに関しては25%の追加関税が7月6日に発動された。また、8月までには第2弾の160億米ドルを対象に25%の追加関税が発動される見込みであり、9月以降には既に品目リストを公表した第3弾の2000億米ドルを対象に10%の追加関税が発動される見込みで、合計は2500億米ドルに達する。そして、トランプ米大統領は対中輸入(約5000億ドル)の残り(約2500米ドル)も制裁関税の対象とする可能性を示唆した(第4弾)。

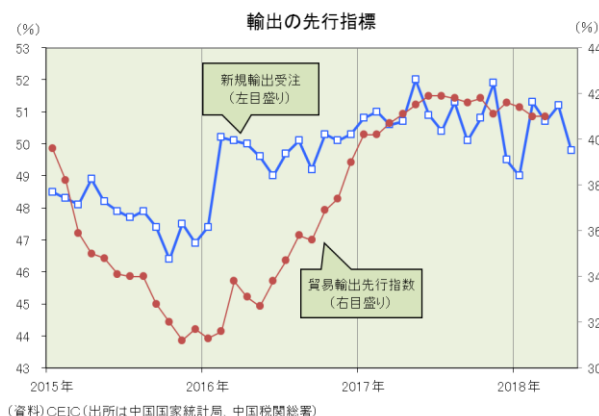
第3弾まで合計2500億米ドルの追加関税の中国経済への影響は、経済成長率を0.1~0.3%押し下げる程度に留まり、大きな打撃とはならないだろう。第3弾の2000億米ドルの品目リストを見ても、スマホやパソコン、それに多くの衣類など中国経済の「急所」となる品目が外されたからだ。しかし、第4弾で「急所」を攻撃されると、中国経済への影響は格段に大きくなると見ている。中国を対米輸出の最終組み立て拠点としてきた外資系企業や中国国内企業が、中国以外へと製造拠点を移す「トランプシフト」が加速して、国内の民間投資が失速してしまう恐れがでてくるからだ。一方、「急所」を攻撃された中国も、航空機に対する報復関税や米国製品の不買運動などこれまで回避してきた「急所」に踏み込むことになるため、米国経済にも大きな打撃となる恐れもある。今後しばらくは米中両政府の動きと、それに対応する民間企業の動向に細心の注意が必要である。

[2] 輸出の好調は持続するか

前述のとおり中国の輸出は好調を維持している。そして、内需が減退した割に供給面の景気指標は堅調を維持している。しかし、輸出の先行指標となる新規輸出受注は拡張・収縮の境界線となる50%を割り込んできた(図表-13)。今後は米中貿易摩擦の影響が顕在化して、輸出の伸びがじわじわと減速する可能性があるため注意が必要だ。

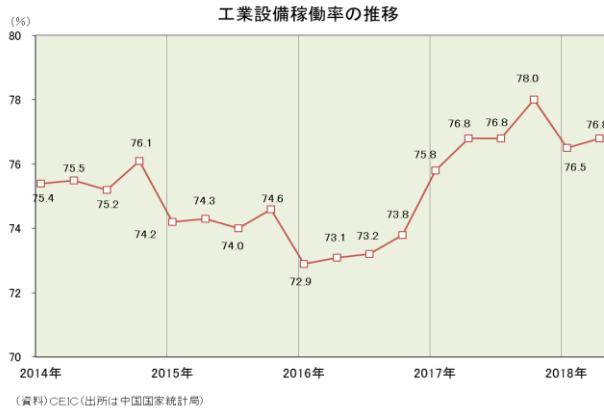
また、輸出が減少し始めると、設備稼働率が低下して、生産設備の過剰感が強まり、過剰設備問題がさらに深刻化するとともに、バランスシートの反対側(負債サイド)では過剰債務の整理を急ぐ必要がでてくる。そして、過剰設備・過剰債務問題が深刻化すれば労働力も過剰となり、雇用環境が悪化するという悪循環に陥る恐れもある。そうした気配は今のところ確認できない。中国国家统计局が公表した工業設備稼働率は18年1-3月期が76.5%、4-6月期が76.8%と17年10-12月期の78.0%をピークに低下してきたものの、大

(図表-13)

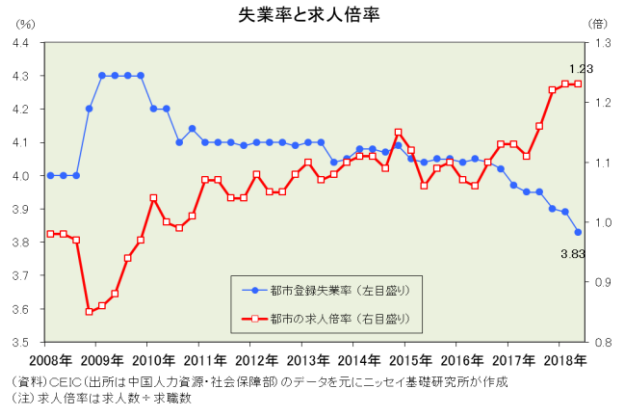


きな異変は生じていない（図表-14）。また、雇用指標を見ても、失業率は登録・調査ともに低下傾向にあり、求人倍率は上昇傾向にある（図表-15）。但し、米中貿易摩擦の成り行き次第では、そうした悪循環に陥る恐れも排除できないため、設備稼働率や雇用指標にも注目しておく必要がある。

（図表-14）



（図表-15）



[3] 減退し始めた内需の動向

中国経済の現状を見ると個人消費や投資といった内需の減退が顕著となっている。

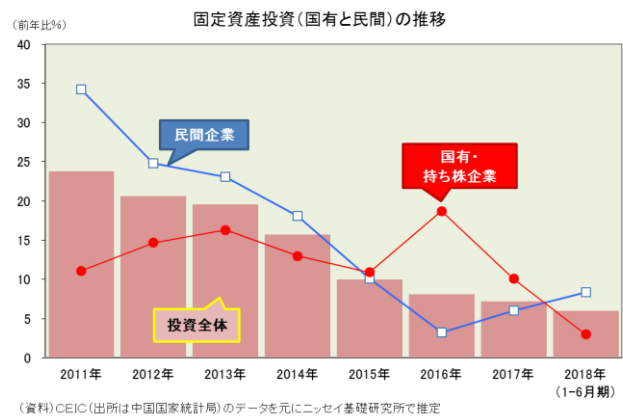
個人消費の減速に関しては、7月1日に自動車や日用品などの輸入関税が引き下げられた影響、すなわち買い控えの可能性が指摘されている。図表-16に示した消費者信頼感指数は高水準を維持、雇用指標にも変動は見られない。従って、個人消費の減速が一時的に留まる可能性は十分ある。8月14日に公表される7月の小売売上高は、輸入関税引き下げ後の動きが判明するだけに要注目だ。

また、投資の減速は国有・持ち株企業の伸び鈍化が主因だ。中国政府の金融リスク管理強化がブレーキを掛けることとなった。一方、6割を占める民間投資は米中貿易摩擦で不確実性が高まった割に底堅い（図表-17）。そして、中国政府は7月23日、「財政政策をさらに積極化させる」として研究開発費に対する減税を拡大するなど投資下支えに動いた。当面は中国政府の投資下支え策というプラス材料と米中貿易摩擦というマイナス材料が混在し、複雑な動きを示すことになりそうだ。

（図表-16）



（図表-17）



（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。