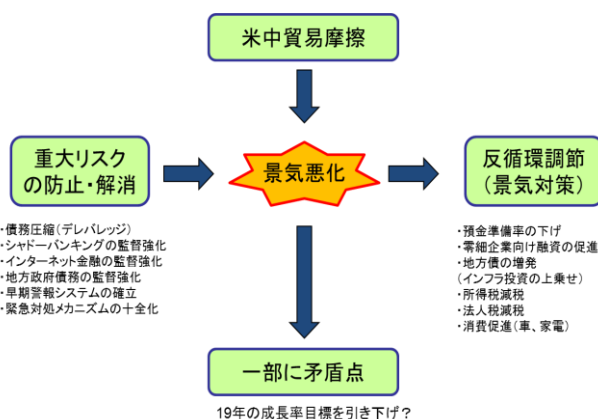
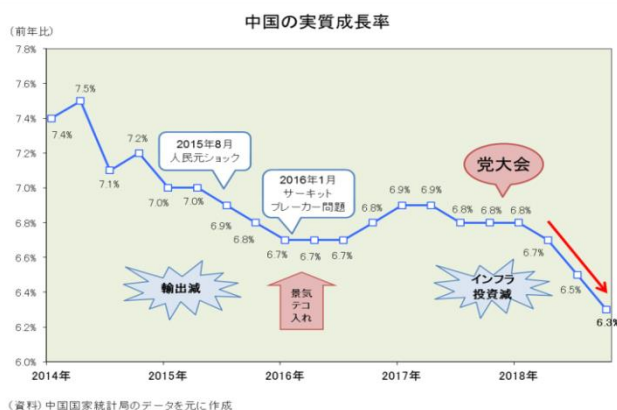


Weekly
エコノミスト・
レター中国経済の現状と今後の注目点
～債務圧縮（デレバレッジ）と景気対策には矛盾点、19 年成長率目標は引き下げか経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 18 年 10-12 月期の経済成長率は実質で前年比 6.4%増となった。党大会前に実施した景気対策で債務が膨張したため、中国政府は 18 年に入り債務圧縮（デレバレッジ）を本格化、インフラ投資は急減速した。米中貿易摩擦がそれに追い討ちをかけたため景気はさらに悪化、中国株は下落し消費者マインドに打撃を与えて、中国経済は 3 四半期連続の減速となった（下左図）。一方、消費者物価は 2%前後で推移、18 年の抑制目標「3%前後」を下回った。
2. 個人消費の代表的な指標である小売売上高を見ると、18 年は前年比 9.0%増と、17 年の同 10.2%増を 1.2 ポイント下回った。また、今後の個人消費動向を占う上で重要な雇用関連指標は今のところ堅調で、消費者信頼感指数はまちまちの動きを示している。
3. 投資の代表的な指標である固定資産投資を見ると、18 年は前年比 5.9%増と、17 年の同 7.2%増を 1.3 ポイント下回った。製造業は前年比 9.5%増と 17 年の同 4.8%増を大きく上回ったものの、インフラ投資が同 3.8%増と 17 年の同 19.0%増を大きく下回った。また、工業設備稼働率や企業家信頼感指数を見ると、米中貿易摩擦の影響がじわじわと広がってきている。
4. 貿易動向を見ると、18 年の輸出額は前年比 9.9%増と 17 年の同 7.9%増をやや上回り、輸入額は同 15.8%増と 17 年の同 16.1%増をやや下回り、貿易黒字は 3518 億ドルと 17 年の 4196 億ドルから 678 億ドル減少した。新規輸出受注が落ち込んでいるのに加えて、今後は駆け込み輸出の反動減も見込まれることから、米中貿易摩擦の影響はこれから顕在化してきそうだ。
5. 習近平政権が 17 年の中央経済工作会议で打ち出した「重大リスクの防止・解消～債務圧縮（デレバレッジ）など」の方針と、その後の景気悪化を受けた「反循環調節（景気対策）」には一部に矛盾点がある。その両立を目指すため、19 年の成長率目標は 18 年の「6.5%前後」から引き下げる可能性がある（下右図）。全人代（19 年 3 月開催）の政府活動報告に注目したい。



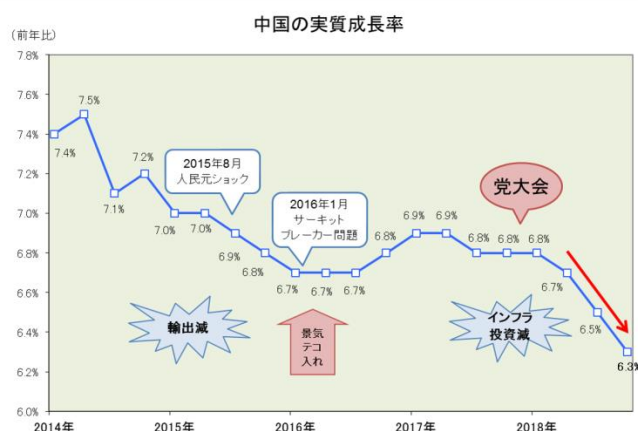
1. 中国経済の概況

中国国家统计局が1月21日に公表した18年第4四半期（10-12月期）の経済成長率は実質で前年比6.4%増と、第2四半期（4-6月期）の同6.5%増を下回り、3四半期連続の減速となった（図表-1）。

これまでの流れを振り返ると、17年の党大会を間近に控えた15年、中国は輸出の減少と株価の相次ぐ急落で、景気が失速しそうになっていた。そこで、中国政府はインフラ投資の加速や小型車減税の導入で景気テコ入れを図った。そして、16年後半には景気が持ち直し17年に開催された党大会を無事に迎えた。しかし、インフラ投資を加速させた背後では、債務が膨張することとなった。そこで党大会後の17年冬、中国政府は「重大リスクの防止・解消」に舵を切り、債務圧縮（デレバレッジ）を進めたため、18年に入るとインフラ投資が急減速することとなった。それに追い打ちをかけたのが米中貿易摩擦だった。米中対立が激しさを増す中で、これまで好調だった「中国製造2025」関連の投資にも先行き不透明感が強まり、陰りが見え始めた。その影響は株式市場にも及び中国株は大きく下落、チャイナショック後の16年1月に付けた安値を割り込むこととなった（図表-2）。そして、株価の下落は消費者マインドを直撃、自動車販売が前年割れに落ち込むなど高額消費が減退、中国経済を減速させることとなった。

一方、消費者物価は2%前後で推移、18年の抑制目標「3%前後」を下回る水準で安定していた（図表-3）。内訳を見ると、食品価格は前年比+1.8%、衣類は同+1.2%と低い上昇率に留まり、通信機器は同▲1.9%、通信サービスは同▲1.2%と下落したが、医薬品が同+5.6%、医療サービスが同+4.3%、旅行が同+3.3%、教育サービスが同+2.9%と高い上昇率を示した。

（図表-1）



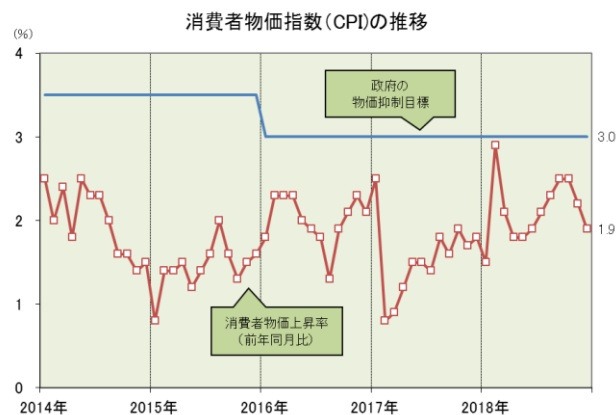
（資料）中国国家统计局のデータを元に作成

（図表-2）



（資料）上海証券取引所のデータを元に作成

（図表-3）



（資料）中国国家统计局のデータ、中国政府の公表資料を元に作成

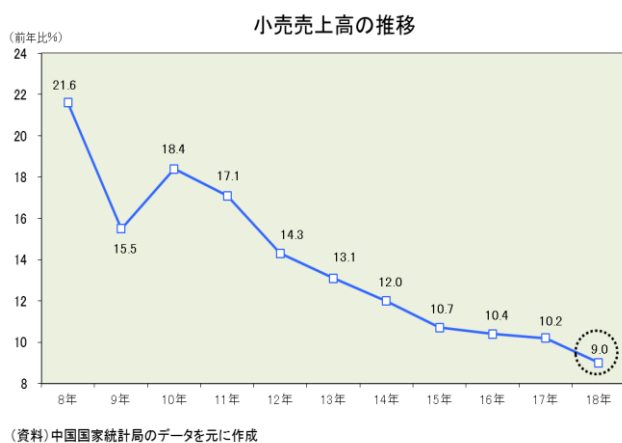
2. 消費の動向

個人消費の代表的な指標である小売売上高の動きを見ると、18年は前年比9.0%増と、17年の同10.2%増を1.2ポイント下回った（図表-4）。

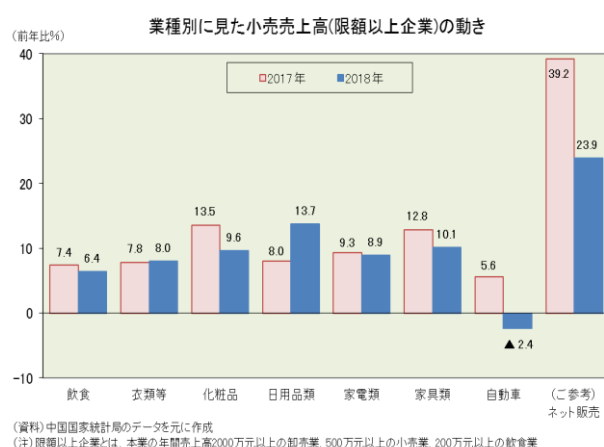
業種別の内訳が分かる限額以上企業の統計を見ると、住宅バブル抑制策による住宅販売低迷を背景に、家具類が前年比10.1%増と17年の12.8%増を下回り、家電類も同8.9%増と17年の同9.3%増を下回った。また、自動車も株価低迷や、15年夏の株価急落時に導入された小型車（排気量1.6L以下）減税の撤廃を背景に同2.4%減と前年割れに落ち込んだ（図表-5）。また、ネット販売は前年比23.9%増と引き続き高い伸びを示したものの、17年の同39.2%増に比べると伸びが鈍化した。

個人消費への影響が大きい雇用関連指標は今のところ堅調で、都市部の求人倍率は1.3倍、登録失業率は3.8%、調査失業率は4.7%と、いずれも17年末より改善している（図表-6）。また、消費者信頼感指数はまちまちの動きを示しており、中国国家统计局の統計では18年夏に落ち込んだ後に少し改善、UnionPay（銀聯）カードの統計では18年夏をピークに低下してきている（図表-7）。

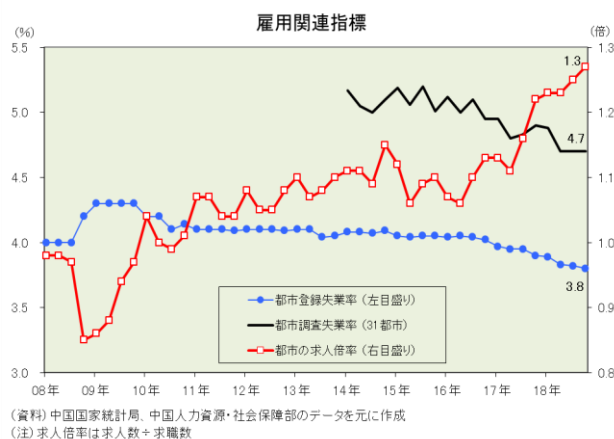
（図表-4）



（図表-5）



（図表-6）



（図表-7）



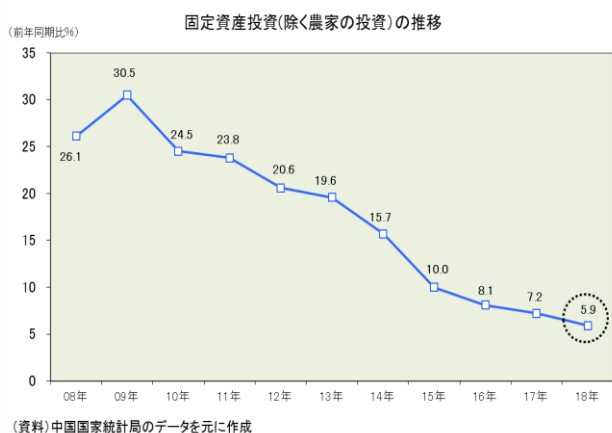
3. 投資の動向

投資の代表的な指標である固定資産投資（除く農家の投資）の動きを見ると、18年は前年比5.9%増と、17年の同7.2%増を1.3ポイント下回った（図表-8）。

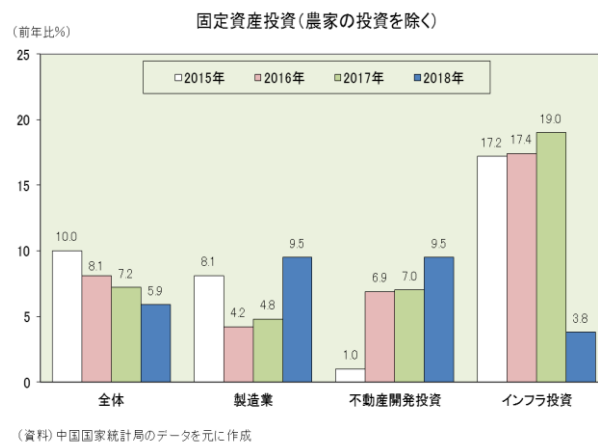
投資を3大セクターに分けて見ると、製造業は前年比9.5%増と17年の同4.8%増を大きく上回り、不動産開発投資も同9.5%増と17年の同7.0%増を上回ったものの、インフラ投資が同3.8%増と17年の同19.0%増を大きく下回った（図表-9）。インフラ投資に急ブレーキが掛かった背景には、習近平政権が「重大リスクの防止・解消」のために債務圧縮（デレバレッジ）を進めたことがある。また、製造業では鉄精錬加工が前年比13.8%増と高い伸びを回復した。過剰生産設備を抱える鉄精錬加工の回復は違和感もあるが、環境対策関連の投資が加速したものと見られる。なお、「中国製造2025」関連の投資は高水準を維持したものの、その勢いには陰りが見え始めた。

また、米中貿易摩擦の影響がじわじわと広がってきた。対米輸出拠点を中国以外へ移転する動きが散見されるようになり、工業設備稼働率は76.0%に低下した（図表-10）。また、米中貿易摩擦で先行き不透明感が強まったため、企業家信頼感指数も2四半期連続の悪化となった（図表-11）。

（図表-8）



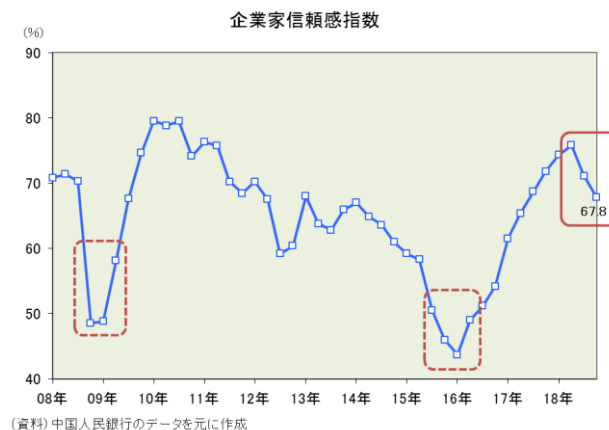
（図表-9）



（図表-10）



（図表-11）



4. 輸出の動向

貿易動向（ドルベース）を見ると、18

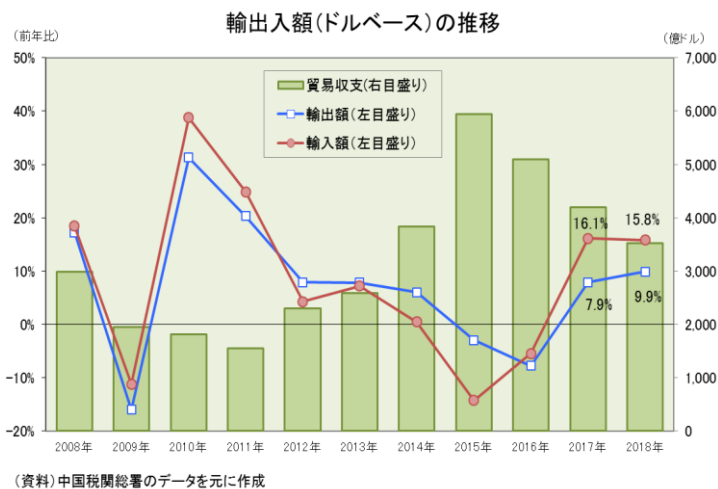
（図表-12）

年の輸出額は前年比 9.9%増と、17 年の同 7.9%増をやや上回り、輸入額は同 15.8%増と 17 年の同 16.1%増をやや下回り、貿易黒字は 3518 億ドルと 17 年の 4196 億ドルから 678 億ドル減少した（図表-12）。

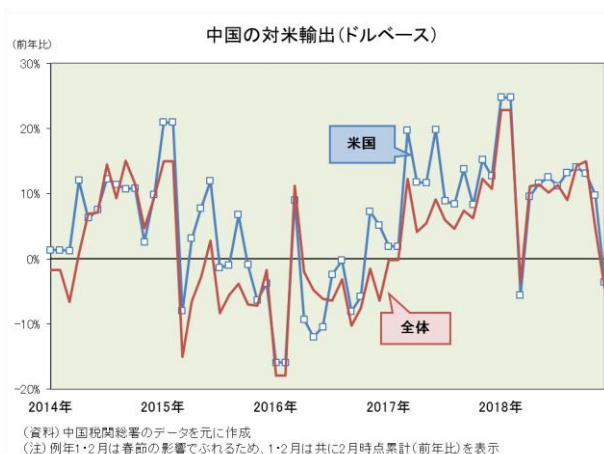
主要国・地域別の貿易取引を見ると、輸出額では米国向けが最も大きくて 4784 億ドルと全体の約 2 割を占めており、第 2 位は EU 向けの 4086 億ドル、第 3 位は ASEAN 向けの 3192 億ドル、日本向けは 1471 億ドルだった。なお、伸び率では ASEAN 向けが前年比 14.2%増、米国向けが同 11.3%増、EU 向けが同 9.8%増、日本向けが同 7.2%増だった。

他方、輸入額では EU が最も大きくて 2735 億ドルと全体の約 13%を占めており、第 2 位は ASEAN の 2686 億ドル、第 3 位は韓国の 2046 億ドル、第 4 位は日本の 1806 億ドルで、米国は 1551 億ドルと全体の約 7%を占めるに留まった。なお、伸び率では韓国は前年比 15.3%増、ASEAN は同 13.8%増、EU は同 11.7%増、日本は同 8.9%増で、米国は同 0.7%増と極めて低い伸びに留まった。

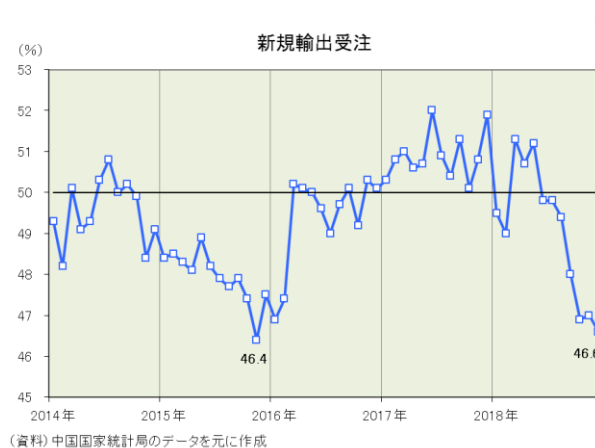
米中貿易摩擦の悪影響はこれから顕在化してきそうである。米国が中国からの輸入品に高関税を課したにもかかわらず、これまでのところ対米輸出は輸出全体の動きより好調だ（図表-13）。その背景には関税引き上げ前の駆け込み輸出があると見られる。しかし、新規輸出受注は拡張・収縮の境界線（50%）を大きく割り込み、「チャイナショック」で株価が急落した 15 年とほぼ同水準となった。今後は駆け込み輸出の反動減も重なるため、大幅減少を覚悟せざるを得ないだろう（図表-14）。



（図表-13）



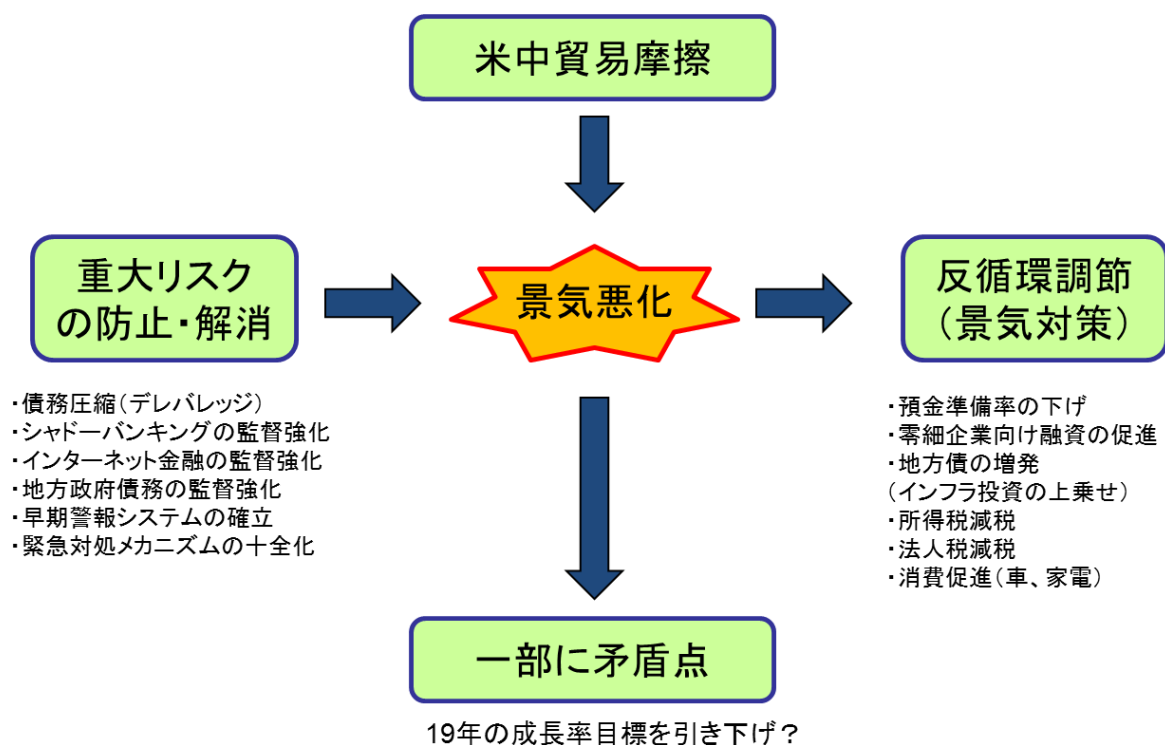
（図表-14）



5. 今後の注目点

安定を何よりも重視する習近平政権は、17年の中央経済工作会议で「重大リスクの防止・解消」を2020年までに達成すべき目標とした。「重大リスクの防止・解消」は金融引き締め効果を持つ政策であったため、18年に入ると景気が悪化し始め、米中貿易摩擦がそれに追い討ちを掛けることとなったため、中国の経済成長率は3四半期連続で減速した。これを受けて、習近平政権は「反循環調節」という名の景気対策に動き出した。しかし、李克強首相は「バラマキ」はやらないと明言しており、債務圧縮（デレバレッジ）を進めつつも零細企業向け融資を促進したり、地方政府債務の監督強化を図りつつも地方債を増発したりと、「重大リスクの防止・解消」と「反循環調節」には矛盾点が目立つ。したがって、2008年のリーマンショック後に打ち出した「4兆元の景気対策」のように、景気を加速させるような大型対策を打ち出すことはないだろう。そして、「重大リスクの防止・解消」と「反循環調節」の両立を目指すため、19年の成長率目標を18年の「6.5%前後」から引き下げると見ている。3月5日に開幕する全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で、19年の成長率目標をどのような水準に設定するのか、李克強首相の政府活動報告に注目したい。

（図表-15）



（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。