

Weekly
エコノミスト・
レター

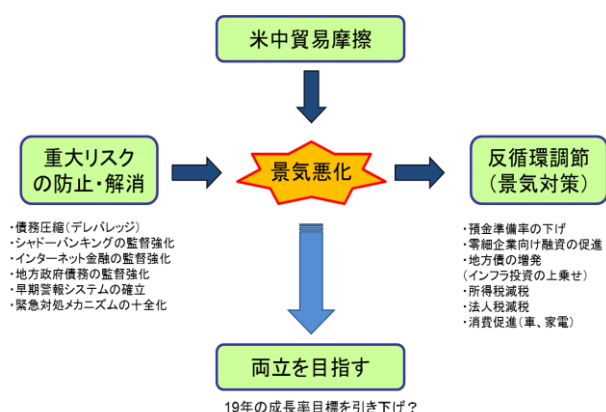
中国経済の見通し

景気対策強化も エンジンを噴かすようなことは慎み 成長率は6%台前半へ

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て、集積回路(IC)生産は頭打ちとなり、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。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. 19年の成長率は前年比6.3%増、20年は同6.2%増と予想する。習近平政権は「4兆元の景気対策」時のような債務拡大（2010年までの2年で約1.7倍に急増）は慎み、「重大リスクの防止・解消」と「反循環調節」を両立するために19年の成長率目標を引き下げると見ている。また、19年の消費者物価は前年比2.1%上昇、20年は同2.4%上昇と予想している（図表）。



経済予測表

	単位	2017年	2018年	2019年	2020年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	6.8	6.6	6.3	6.2
最終消費	寄与度、%	3.9	5.0	4.1	4.0
総資本形成	寄与度、%	2.3	2.1	2.3	2.3
純輸出	寄与度、%	0.6	▲0.6	▲0.1	▲0.1
消費者物価	前年比、%	1.6	2.1	2.1	2.4
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.53	6.86	6.60	6.50

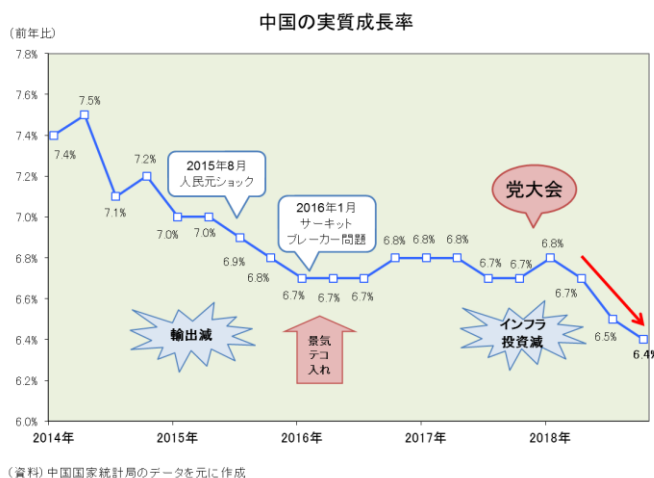
1. 中国経済の概況

中国国家統計局が公表した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3四半期（7-9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）。

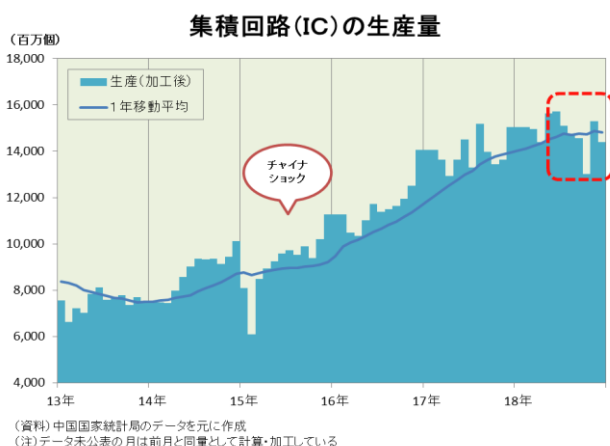
これまでの流れを振り返ると、17年の党大会を間近に控えた15年、中国は輸出の減少と株価の相次ぐ急落で、景気が失速しそうになっていた。そこで、中国政府はインフラ投資の加速や小型車減税の導入で景気デコ入れを図った。そして、16年後半には景気が持ち直し17年に開催された党大会を無事に迎えた。しかし、インフラ投資を加速させた背後では、債務が膨張することとなった。そこで党大会後の17年冬、中国政府は「重大リスクの防止・解消」に舵を切り、債務圧縮（デレバレッジ）を進めたため、18年に入るとインフラ投資が急減速することとなった。それに追い打ちをかけたのが米中貿易摩擦だった。米中対立が激しさを増す中で、これまで好調だった「中国製造2025」関連にも陰りが見え始め、集積回路(IC)の生産にはピークアウト感がでてきている（図表-2）。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。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。

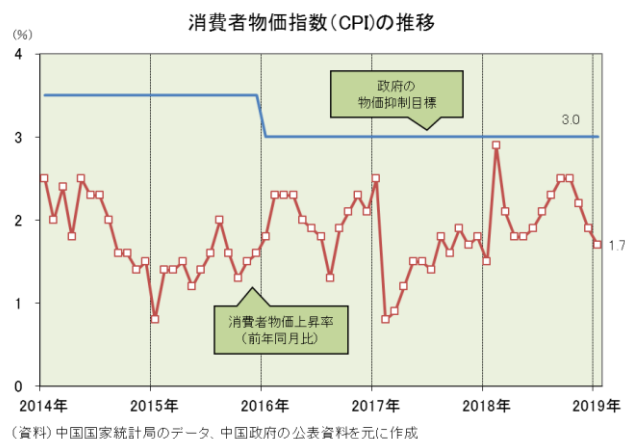
（図表-1）



（図表-2）



（図表-3）



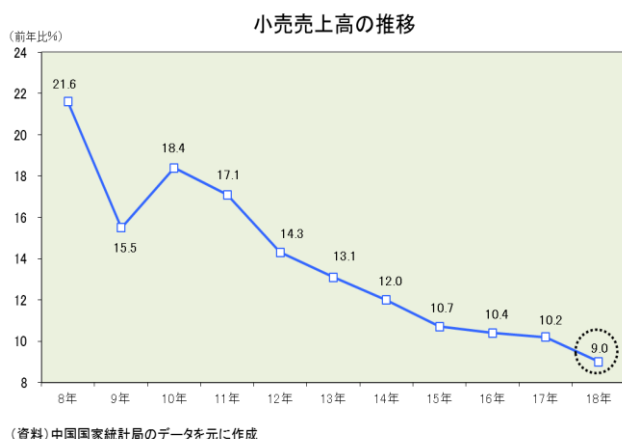
2. 消費の動向

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）。

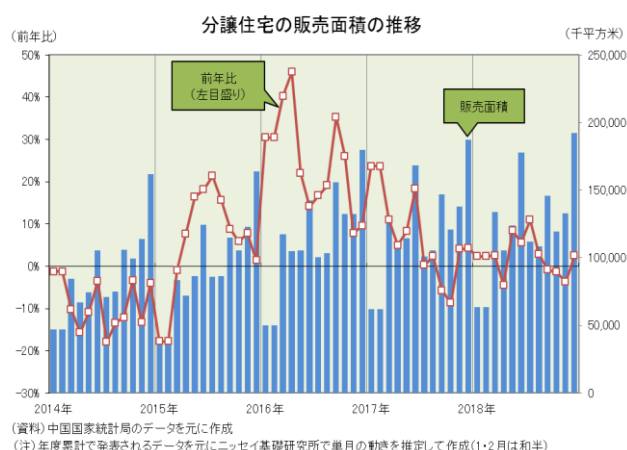
業種別の内訳が分かる限額以上企業の統計を見ると、住宅バブル抑制策により住宅販売が低迷したことを背景に、家具類が前年比10.1%増と17年の12.8%増を下回り、家電類も同8.9%増と17年の同9.3%増を下回った（図表-5）。また、自動車の販売も不振で、18年は2808万台と前年比2.8%減に落ち込んだ。自動車販売の不振は、15年夏の株価急落時に導入された小型車（排気量1.6L以下）減税が17年末で撤廃されたことに伴う反動減や、米中貿易摩擦を嫌気した株価の低迷が背景と見られる（図表-6）。また、ネット販売は前年比23.9%増と引き続き高い伸びを示したものの、17年の同39.2%増に比べると伸びが鈍化した。

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。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）。

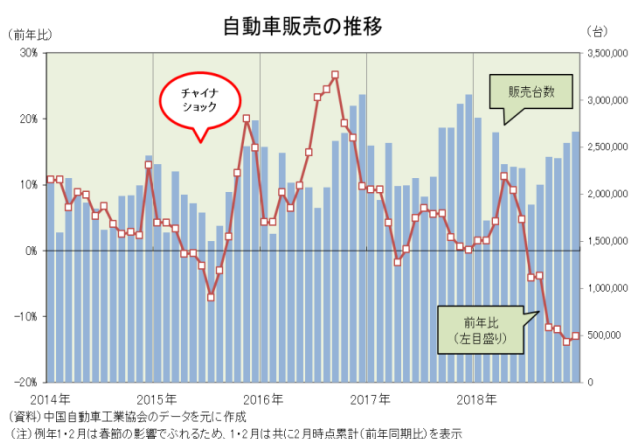
（図表-4）



（図表-5）



（図表-6）



（図表-7）



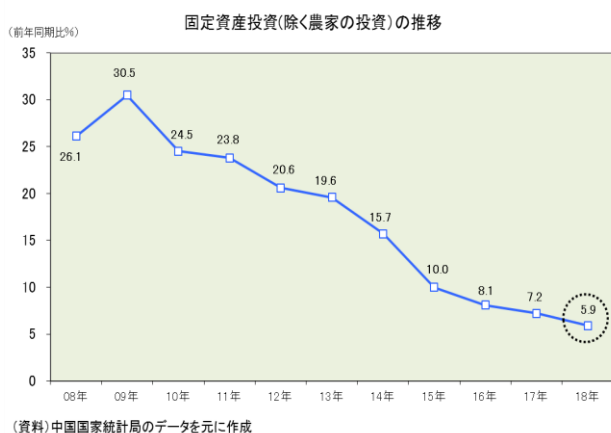
3. 投資の動向

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）。

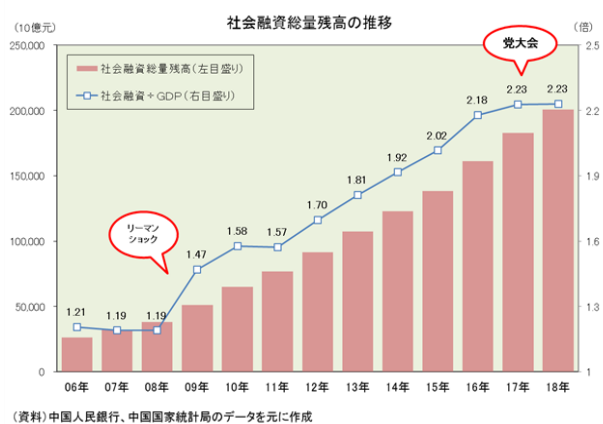
投資を3大セクターに分けて見ると、製造業は前年比9.5%増と17年の同4.8%増を大きく上回り、不動産開発投資も同9.5%増と17年の同7.0%増を上回ったものの、インフラ投資が同3.8%増と17年の同19.0%増を大きく下回った。インフラ投資に急ブレーキが掛かった背景には、習近平政権が「重大リスクの防止・解消」のために債務圧縮（デレバレッジ）を進めたことがある。18年末時点の社会融資総量残高は約201兆元（日本円に換算すると3212兆円）で約18兆元増えたものの、名目成長率並みの増加率だったため、対GDP比ではほぼ横ばいに留まった（図表-9）。また、製造業では鉄精錬加工が前年比13.8%増と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には違和感もあるが、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ている。

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）



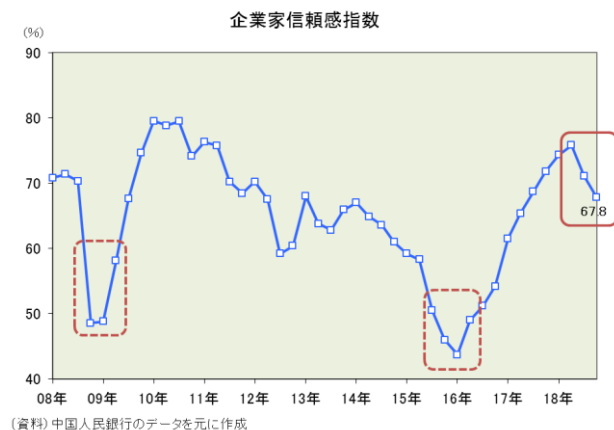
（図表-9）



（図表-10）



（図表-11）



4. 輸出の動向

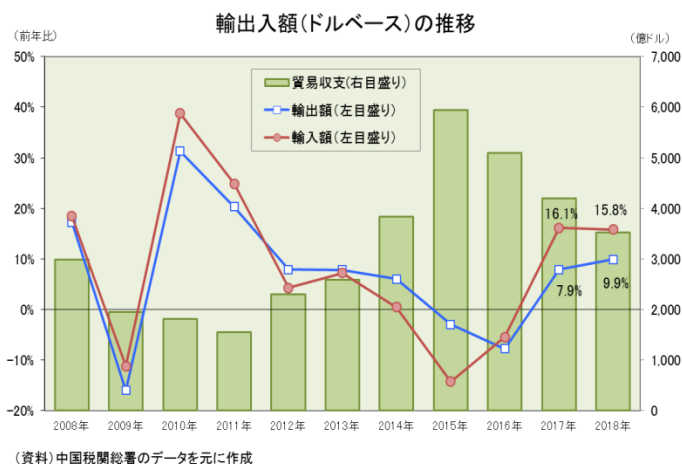
貿易動向（ドルベース）を見ると、18年の輸出額は前年比 9.9%増と、17年の同 7.9%増をやや上回り、輸入額は同 15.8%増と17年の同 16.1%増をやや下回り、貿易黒字は3518億ドルと17年の4196億ドルから678億ドル減少した（図表-12）。

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。

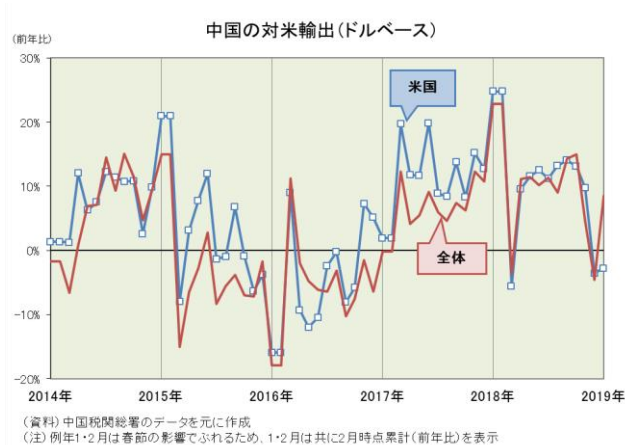
他方、輸入額ではEUが最も大きくて2735億ドルと全体の約13%を占めており、第2位はASEANの2686億ドル、第3位は韓国の2046億ドル、第4位は日本の1806億ドルで、米国は1551億ドルと全体の約7%を占めるに留まった。なお、伸び率では韓国は前年比15.3%増、ASEANは同13.8%増、EUは同11.7%増、日本は同8.9%増で、米国は同0.7%増と極めて低い伸びに留まった。

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、18年の対米輸出は輸出全体の動きよりも概ね好調に推移した（図表-13）。その背景には米国による制裁関税引き上げ前の駆け込み輸出があると見られるため、今後は反動減が予想される。19年1月に輸出全体が増加する中で対米輸出が減少したのは、その反動減のはじめの一歩かも知れない。また、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。今後は輸出の大幅減少を覚悟せざるを得ないといえるだろう（図表-14）。

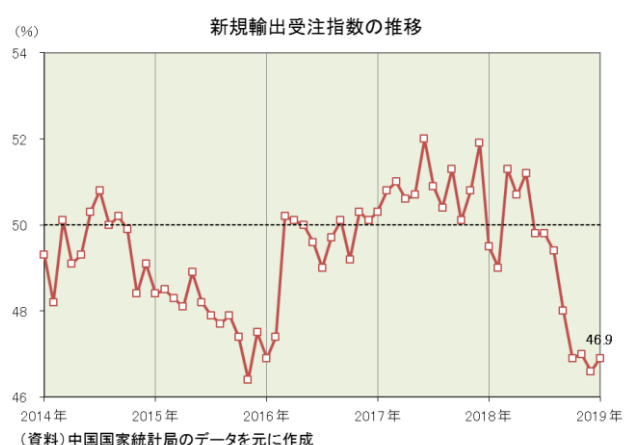
（図表-12）



（図表-13）



（図表-14）

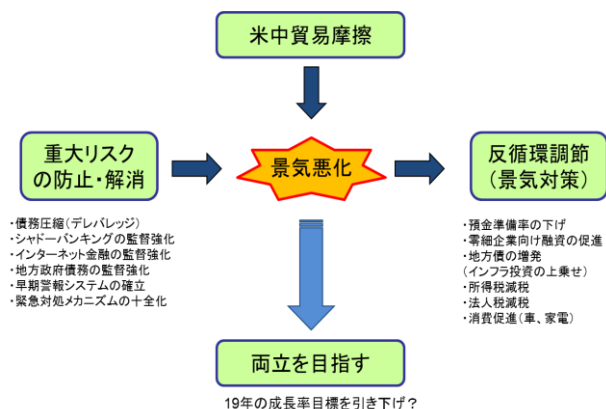


5. 中国経済の見通し

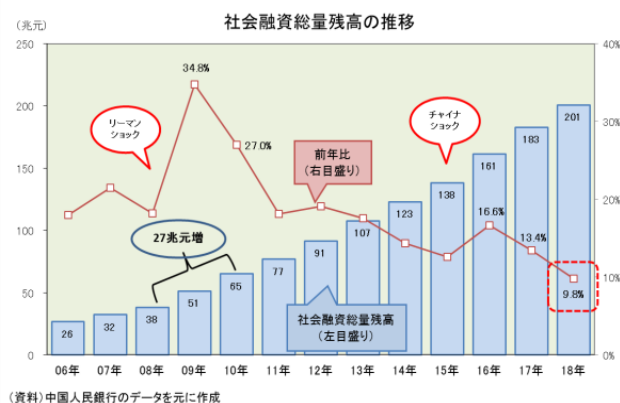
1 | 見通し判断のポイント

習近平政権は17年の中央経済工作会議で、「重大リスクの防止・解消」を2020年までに達成すると目標を定めた。そして、18年に入ると「重大リスクの防止・解消」の金融引き締め効果で景気が悪化、それに米中貿易摩擦が追い打ちを掛け、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、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、景気テコ入れ一辺倒ではない。したがって、習近平政権はリーマンショック後の「4兆元の景気対策」時のような債務拡大（2010年までの2年で約1.7倍に急増）は慎み、「重大リスクの防止・解消」と「反循環調節」を両立するために、19年の成長率目標を「6%以上」へ引き下げる（18年は「6.5%前後」）と見ている（図表-15、16）。

（図表-15）



（図表-16）



2 | 経済見通し（まとめ）

19年の成長率は前年比6.3%増、20年は同6.2%増と予想している。個人消費は、米中貿易戦争による株価下落で自動車販売が落ち込むなど不安材料もあるが、中間所得層の増加がサービス消費を拡大し、ネット販売化が新たな消費需要を喚起する流れが続くとともに、乗用車はまだ普及途上の段階にあるため、底堅い伸びを維持すると見ている。投資は、米中貿易戦争で半導体産業に先行き不透明感が強まるものの、中国政府が景気テコ入れに動き出したため、債務圧縮（デレバレッジ）の圧力は弱まり、インフラ投資の持ち直しで底割れ回避と予想する。また、米中貿易戦争に伴う工場の海外流出で輸出の伸びが鈍化する一方、中国政府の輸入拡大方針で輸入は輸出を上回る伸びを示すため、引き続き純輸出が成長の足かせとなる。なお、19年の消費者物価は前年比2.1%上昇、20年は同2.4%上昇と予想している（図表-17）。

（図表-17）

経済予測表

	単位	2017年	2018年	2019年	2020年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	6.8	6.6	6.3	6.2
最終消費	寄与度、%	3.9	5.0	4.1	4.0
総資本形成	寄与度、%	2.3	2.1	2.3	2.3
純輸出	寄与度、%	0.6	▲0.6	▲0.1	▲0.1
消費者物価	前年比、%	1.6	2.1	2.1	2.4
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.53	6.86	6.60	6.50

（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はありません。