

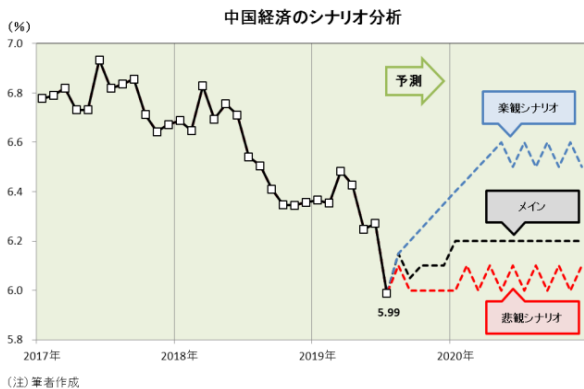
Weekly エコノミスト・ レター

中国経済の見通し

7月の景気インデックスは5.99%へ低下、中国経済はこのまま失速するのか？

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

1. 中国では経済成長の勢いが再び鈍化した。第2四半期(4-6月期)の成長率は実質で前年比6.2%増と前四半期を0.2ポイント下回った。中国政府が「反循環調節(景気対策)」に舵を切ったため、第1四半期には減速に歯止めが掛かったが、第2四半期には米中対立の影響が鮮明化、7月の景気インデックスは6%を割り込んだ(下左図)。一方、消費者物価は豚コレラの影響で食品が上昇したものの、その他は概ね安定、今年度の抑制目標「3%前後」を下回っている。
2. 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、1-7月期は前年比8.3%増と18年通期の同9.0%増を下回った。米中対立の影響を受けて、求人倍率がピークアウトするなど雇用情勢には不安が浮上してきているものの、中国政府は消費刺激策を強化する見込みであり、消費者信頼感指数も高水準を維持していることから、失速する可能性は低いと見ている。
3. 投資の代表的な指標である固定資産投資の動きを見ると、1-7月期は前年比5.7%増と18年通期の同5.9%増を小幅に下回った。不動産開発投資は18年通期の伸びを上回り、インフラ投資も18年通期と同水準の伸びに留まったものの、製造業が大きく下回った。但し、ITサイクルが最悪期を脱したと見ていることなどから、今後は低位ながらも伸びを高めると予想している。
4. 中国経済の第3の柱である輸出動向を見ると、1-7月期は前年比0.6%増と、18年通期の同9.9%増を大幅に下回り、ほぼ前年並みに留まっている。先行指標となる新規輸出受注は境界線となる50%を14ヵ月連続で割り込んでおり、輸出の持続的回復はしばらく期待できない。
5. 19年の成長率は前年比6.2%増、20年は同6.2%増と、6%を小幅に上回る水準で低迷と予想する(下右図)。米中対立の影響で輸出の不振は続くものの、底堅い内需(個人消費・投資)が景気を下支えすると見込む。なお、最大のリスクは引き続き米中対立だが、さらに激化すれば中国政府は景気対策を上乗せすると見られるため、景気が失速する可能性は低い(下左図)。



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	6.2	6.2
最終消費	寄与度、%	3.9	5.0	4.0	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	2.3	2.5
消費者物価	前年同期比、%	1.6	2.1	2.3	2.5
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	6.90	6.80

1. 中国経済の概況

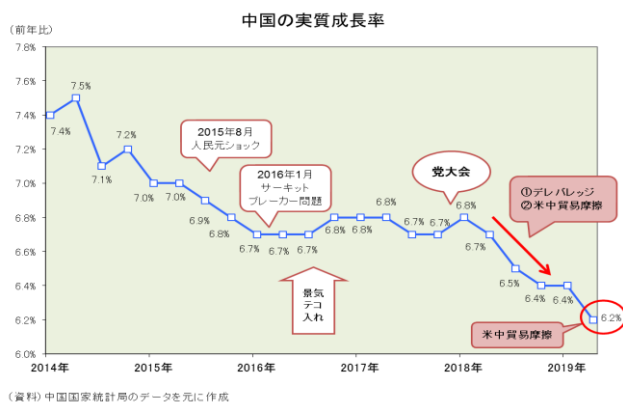
中国では経済成長の勢いが再び鈍化した。19年第2四半期（4-6月期）の成長率は実質で前年比6.2%増と前四半期の同6.4%増を0.2ポイント下回った（図表-1）。

中国経済は昨年、「債務圧縮（デレバレッジ）」による景気下押し圧力と、それに追い討ちをかけた「米中対立」を背景に減速し始めた。中国政府がデレバレッジに舵を切ったのは、17年の党大会後に開催された中央経済工作会議でのことで、20年までの中期的な目標とされている。非金融企業が抱える債務残高はGDP比約150%とG20諸国で最大、このまま放置すれば大きな禍根を残すと考えたからだ。債務が拡大した発端はリーマンショック後の4兆元の景気対策だが、15年に株価が急落した時（チャイナショック）の景気対策でも債務が上乘せされた。そして、デレバレッジを推進した18年、インフラ投資は急減速することになった。また、「米中対立」は、中国経済の将来を担う「中国製造2025」関連産業で先行き不透明感を高め、中国株は大きく下落して16年1月の安値を割り込み、消費者マインドを冷やして自動車販売は前年割れに落ち込んだ。さらに、「産業のコメ」と言われる集積回路（IC）にも悪影響を及ぼし、データセンター建設ラッシュは沈静化、中国における仮想通貨バブル崩壊によるマイニング需要の落ち込みや次世代通信規格（5G）への移行期に差し掛かったスマホの買い控えも重なり、ITサイクルはピークアウトした（図表-2）。

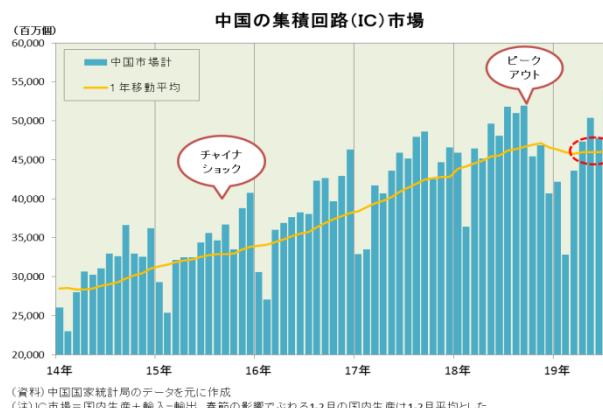
そこで、中国共産党・政府は18年12月に開催された中央経済工作会議で「反循環調節（景気減速の押し戻し政策）」と呼ばれる景気対策に舵を切り、「地方債券の発行規模を大幅に増やす」とするとともに、金融政策を「穏健中立」から「穏健」に切り替え、デレバレッジの方針を微調整し、金融（預金や融資）の伸びをGDP名目成長率につり合う伸びに設定した。これを受けて、社会融資総量（企業や個人の資金調達総額）は緩やかに伸びを高め、製造業や建築業・不動産の減速にも歯止めが掛かったため、19年第1四半期（1-3月期）の成長率は横ばい（前年比6.4%増）に留まった。しかし、「デレバレッジ」による景気下押し圧力は減じたものの、「米中対立」による景気下押し圧力は残ったため、第2四半期の成長率は前年比6.2%増へ再び減速することとなった。特に、輸出や製造業の投資への悪影響が鮮明化している。

一方、19年1-7月期の消費者物価は前年比2.3%上昇で、今年度の抑制目標である「3%前後」を下回っている。また、食品・エネルギーを除くコア部分は同1.7%上昇に留まっており、家畜伝染病「アフリカ豚コレラ」の蔓延で、豚肉価格が同10.3%上昇した以外は概ね安定している。

（図表-1）



（図表-2）



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、電子商取引大手の京東が6月に開催した「京東618」セールや7月1日の環境規制強化(国6)を前にした中古車の駆け込み登録とその反動減で乱高下しているが、1-7月期は累計で前年比8.3%増と18年通期の同9.0%増をやや下回ったものの、概ね8%前後を中心とした伸びが続いている。(図表-3)。

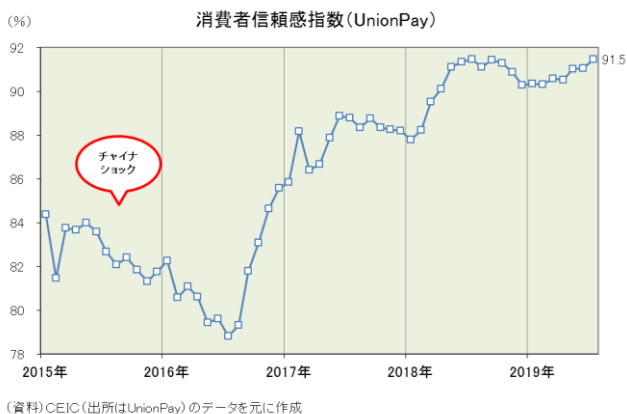
業種別の内訳が分かる限額以上企業の1-7月期の売上高を見ると、日用品類が前年比13.9%増、化粧品が同12.7%増と18年通期を上回る伸びを示した一方、住宅販売低迷を背景に、家具類が同5.8%増、家電類が同6.2%増と18年通期の伸びを下回り、自動車は同0.6%増と低迷している。なお、乗用車の販売(新車、台数)をブランド別に見ると、中国系が前年比20.9%減、米国系が同22.5%減、韓国系が同13.5%減、ドイツ系が同3.9%減と落ち込んだ中で、254万台を販売した日本系は同5.1%増と好調だった。また、ネット販売(商品とサービス)はBAT(百度、阿里巴巴、騰訊)を代表とするプラットフォーム企業が新たな消費需要を生み出す流れが続いており、前年比16.8%増と伸び率はやや鈍化したものの、引き続き2桁台の高い伸びを示している。

今後の個人消費を考えると、消費者信頼感指数が高水準を維持しているため、個人消費が失速する恐れは今のところ小さいと見ている(図表-4)。また、個人消費への影響が大きい雇用情勢も概ね良好な状態が維持されており、都市部の登録失業率は低下してきている。但し、4-6月期の都市部求人倍率は1.22倍に低下、農民工が含まれる都市部の調査失業率も5%台に上昇してきており、農村部からの出稼ぎ労働者に余剰感がでてきた可能性がある(図表-5)。今後さらに米中対立の影響が広がり、雇用情勢がもう一段悪化するようだと、個人消費の足かせとなる恐れもあるだけに注視する必要がある。

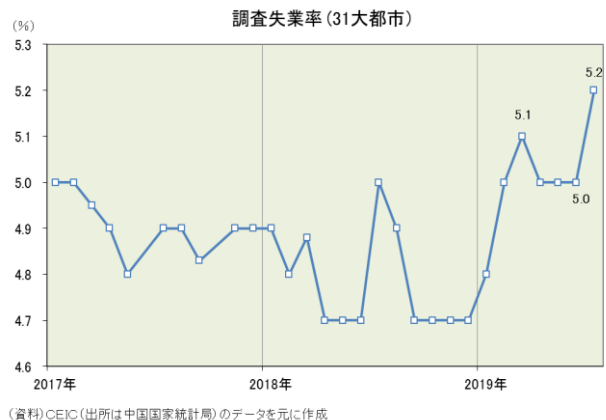
(図表-3)



(図表-4)



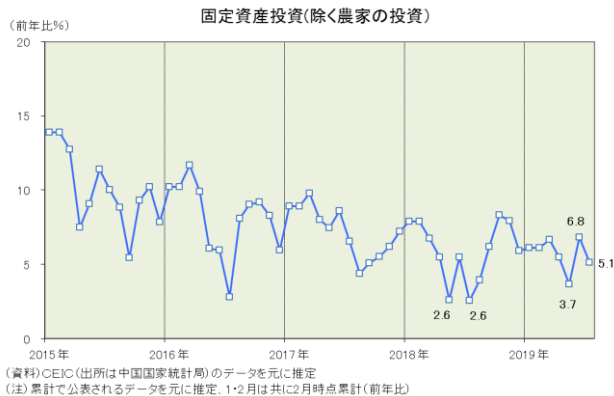
(図表-5)



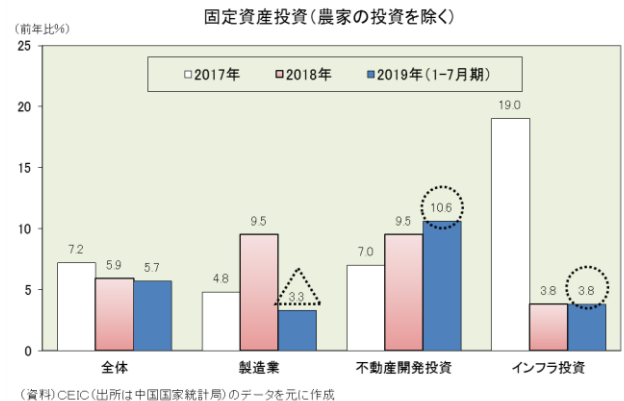
3. 投資の動向

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）を見ると、月次の推計値は5%台後半を中心に一進一退の動きを示している（図表-6）。また、1-7月期累計の投資は前年比5.7%増と18年通期の同5.9%増を小幅に下回った。3大セクター別の内訳を見ると、不動産開発投資は前年比10.6%増と18年通期の同9.5%増を上回り、インフラ投資も同3.8%増と18年通期と同水準に留まったが、製造業が同3.3%増と18年通期の同9.5%増を大きく下回った（図表-7）。

（図表-6）

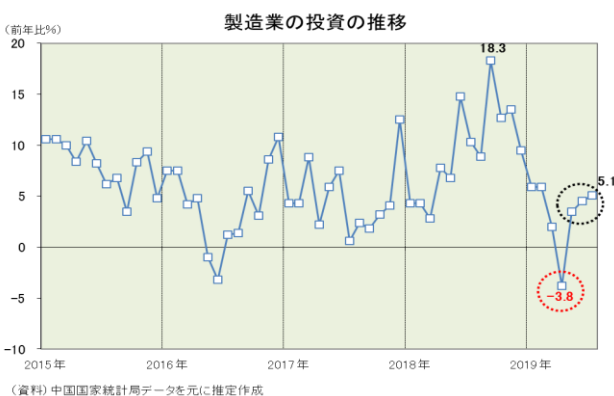


（図表-7）



製造業の投資が大きく減速した背景には米中対立があると見ている。槍玉に挙げられたのが「中国製造 2025」で、その関連投資に関する不透明感が高まっている。また、米中の“関税引き上げ合戦”が激化したため、対米輸出拠点を中国以外へ移転する動きが広がり、製造業の投資は18年9月の前年比18.3%増（推定¹）をピークに減速し始め、4月には同3.8%減（推定）に落ち込んだ。但し、5月にはプラスに戻り、6月以降も徐々に伸びを高めるなど、底打ちの兆しがでてきている（図表-8）。その背景には中国共産党・政府が5G投資を促進し始めたことがある。中国政府は6月に次世代通信規格（5G）の免許を交付し、中国共産党は7月の中央政治局会議で「情報ネットワーク等の新型インフラ建設を加速」する方針を示した。そして、ITサイクルは最悪期を脱した模様である（2ページの図表-2）。また、低下傾向だった設備稼働率も一旦下げ止まっている（図表-9）。

（図表-8）



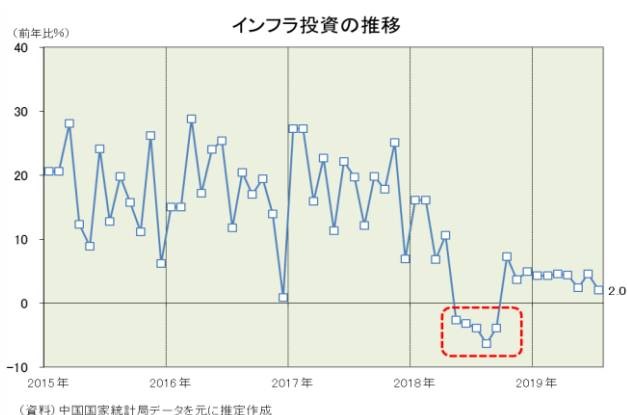
（図表-9）



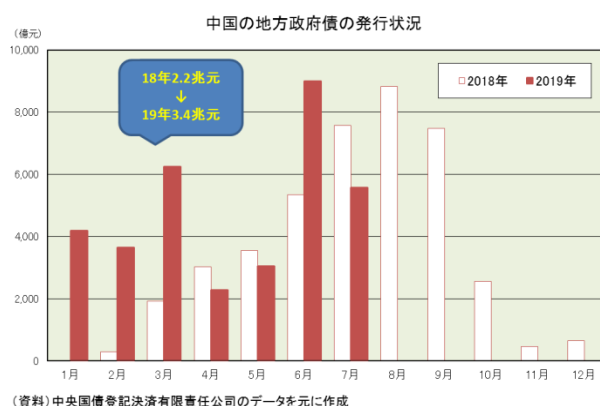
¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るための目的で、中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“（推定）”と付して公表された数値と区別している。

また、インフラ投資は今のところ低い伸びに留まっている（図表-10）。中国共産党・政府が18年12月の中央経済工作会議で「反循環調節（景気減速の押し戻し政策）」を打ち出し、その中で地方政府債の増発を決めたため、期待が高まった。1-7月期の地方政府債の発行状況を見ると約3.4兆元（日本円換算で約54兆円）と、前年同期を約1.2兆元も上回っており、資金調達面は順調と見られる（図表-11）。また、昨年夏に一時前年割れに落ち込んだインフラ投資がプラスに転じたという点では、景気テコ入れ効果があったと評価できる。しかし、期待どおりの効果とはなっていない。そこで、中国共産党・政府は6月、地方政府がプロジェクトを立ち上げやすくするため、レベニュー債で調達した資金を資本金に充てることを認めた。今後はその効果が注目される。

（図表-10）



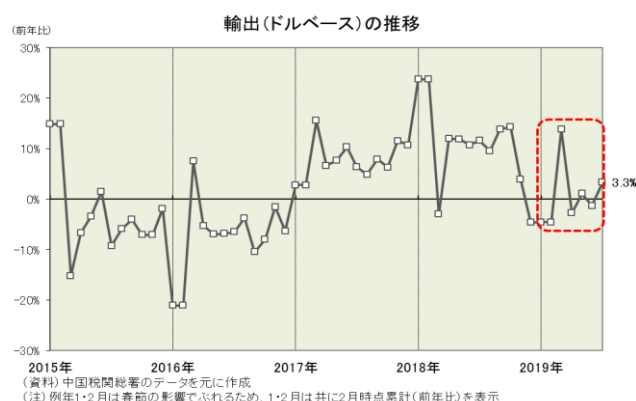
（図表-11）



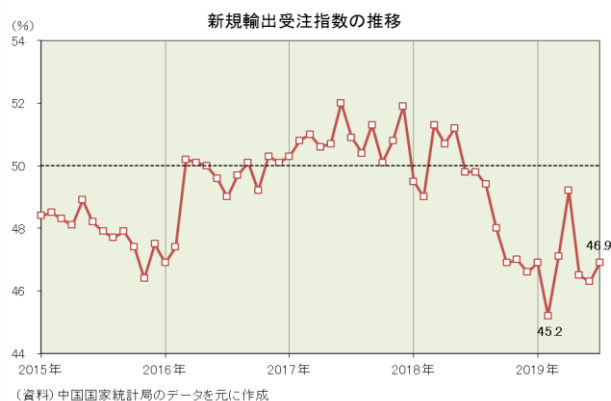
4. 輸出の動向

消費・投資と並び中国経済の第3の柱である輸出（ドルベース）の動きを見ると、1-7月期累計では前年比0.6%増と、18年通期の同9.9%増を大幅に下回り、ほぼ前年並みに留まっている（図表-12）。特に、米中対立が激化した対米輸出は同7.8%減に落ち込んだ。輸出の先行指標となる新規輸出受注指数を見ると、拡張・収縮の境界線となる50%を14ヵ月連続で割り込んでおり、輸出の持続的な回復を期待できる状況ではない（図表-13）。また、トランプ米大統領は対中制裁関税（第4弾、10%）を9月1日に発動するとしており、米国向け輸出の逆風はさらに強まりそうだ。

（図表-12）



（図表-13）



5. 中国経済の見通し

1 | 経済見通し

以上のような現状を踏まえると、2020年に向けての経済成長率は6%を小幅に上回る水準で低迷と予想している（図表-14）。個人消費は、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を喚起する流れが続いているため、底堅い伸びを維持するものの、米中対立の影響で雇用情勢が不安定なため、小幅な伸び鈍化を見込む。投資は、引き続き米中対立を背景とした先行き不透明感が足かせとなるものの、ITサイクルが最悪期を脱したのに加えて、インフラ投資も勢いを増すと見ているため、今後は低位ながらも伸びを高めると予想する。輸出は、米中の関税引き上げ合戦に伴い製造拠点の海外流出が増えることと見ていることから、不振が長引くと予想している。なお、消費者物価はサービス価格の上昇を背景に緩やかに上昇していくと予想する。

（図表-14）

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	6.2	6.2
最終消費	寄与度、%	3.9	5.0	4.0	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	2.3	2.5
消費者物価	前年同期比、%	1.6	2.1	2.3	2.5
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	6.90	6.80

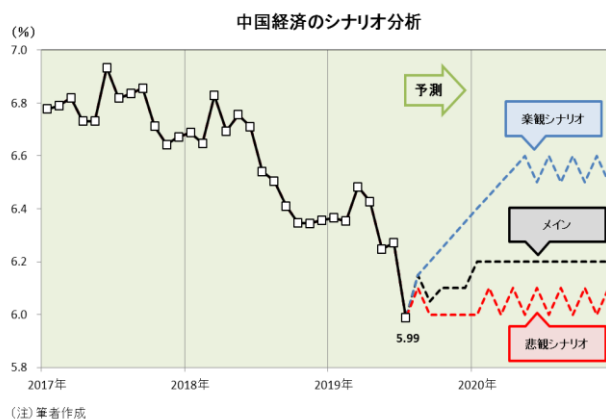
2 | リスクシナリオ

また、米中対立の成り行き次第では、上振れ・下振れするシナリオも考えられる（図表-15）。米中両国は6月末の首脳会談で貿易協議の再開に合意、7月末には閣僚級協議が開催された。しかし、トランプ米大統領は対中制裁関税（第4弾、約3000億ドル、制裁関税率10%）を9月1日と12月15日に発動すると表明、中国政府も米国からの農産品の新規輸入を中止した。また、中国が人民元の下落を許容し始めると、すかさず米国は中国を「為替操作国」に指定して対抗するなど、米中対立は一触即発の状態にある。

（図表-15）

ただし、米中両国は決定的な対立を避けると見ている。米国サイドの事情を考えると、中国製品に課した第1弾から第3弾まで（2500億ドル分）の制裁関税は、自国経済への打撃が相対的に小さい方から順に課してきた面があり、来年11月に大統領選を控えるトランプ米大統領としては、第4弾の制裁関税率を25%まで

引き上げて自国経済を冷やす事態は避けたいところだ。一方、中国サイドも、米中対立の悪影響を和らげるため景気対策を積み増すことになれば、デレバレッジ推進方針がなし崩しとなり、過剰債務問題を深刻化させかねない。したがって、米中対立が小競り合いの範囲内に収まるとの前提では、中国経済の成長率は小幅な減速に留まり、6%台前半で低迷を続けるだろう（図表のメイン）。



しかし、米中対立の本質は覇権争いであるため、一歩間違えば緊密に結び付いた米中経済が分断に向かう恐れも否定しきれない。米国が中国企業を排除する「エンティティ・リスト（EL）」を乱発すれば、中国も米国企業を排除する「信頼できない実体リスト制度（中国版EL）」を導入して対抗することとなり、世界のサプライチェーン（供給網）は分断されてしまう。この場合、中国政府は景気対策を積み増すため、中国の成長率が6%を割り込む可能性は低いですが、製造業に大きな下押し圧力が加わり、過剰債務問題が深刻化することになるだろう（図表の悲観シナリオ）。

一方、米中貿易協議が合意に至り、既に課した制裁・報復関税を双方が引き下げることになれば、冷え込んでいた投資マインドが持ち直し、次世代通信規格（5G）への移行を控えてITサイクルも上向くと見られる。ただしこの場合、中国は再びデレバレッジを推進するため、中国の成長率は持ち直しても6%台後半までだろう（図表の楽観シナリオ）。

（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。