

中国経済展望

2018年10月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/china/>

- ◆本資料は2018年9月28日時点で利用可能な情報をもとに作成
- ◆照会先： 関辰一（Tel:03-6833-6157 Mail:seki.shinichi@jri.co.jp）

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

景気は減速傾向ながら、先行き大幅な成長鈍化は回避

◆現状：景気は減速

中国景気は、減速傾向。政府のデレバレッジ政策と貿易摩擦が背景。まず、金融機関がオフバランス取引を縮小したため、地方融資平台を用いた資金調達が困難化。地方でのPPP（官民パートナーシップ）案件の整理もあいまって、インフラ投資が減速。また、米国が中国ハイテク製造業をターゲットに通商面で圧力を強めるなか、製造業で生産・投資抑制の動き。

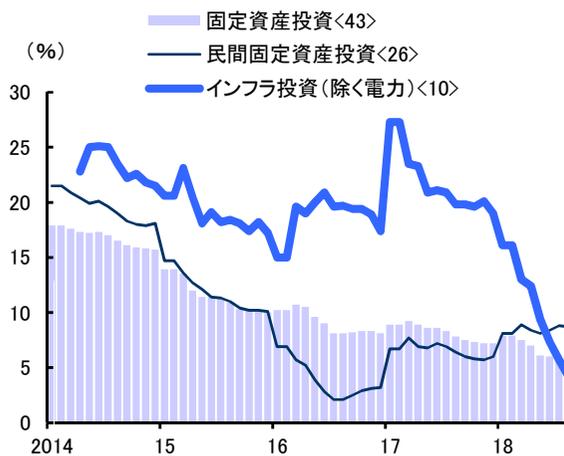
◆展望：大幅な成長鈍化は回避

今後を展望すると、製造業は貿易摩擦のマイナス影響を懸念して、引き続き生産・投資を抑制して様子見姿勢を続ける見通し。

9月24日、米国トランプ政権は知的財産権の侵害に対する制裁措置として、家電など2,000億分ドルの中国製品に対する制裁関税を発動。これを受けて同日、中国政府も600億ドル分の米国製品に対する報復関税を発動。米中貿易摩擦の激化は、米国向け輸出のみならず、固定資産投資にも悪影響を与える見通し。

ただし、以下の3点を踏まえれば、急激な景気減速には至らない見込み。①貿易摩擦に起因する輸出の落ち込みは限定的。発動済みの制裁関税（鉄鋼・アルミが27億ドル、産業用ロボットや半導体など500億ドル）と今回の対象製品の対米輸出額は合計2,527億ドルと輸出総額の約1割。仮に高率関税によって該当品目の輸出が5割減少すると大きめに見積もっても、輸出総額の減少分は5%（GDPの0.9%）。②中国政府が金融・財政政策を機動的に打ち出せば下押し圧力を相殺可能。実際、7月には景気てこ入れ策を相次いで表明。今後、デレバレッジ政策の微修正により、インフラ投資は底入れに向かう見通し。③サービスを中心とした消費拡大が景気を下支え。以上を踏まえ、成長率予測は2018年+6.7%、2019年+6.6%に据え置き。

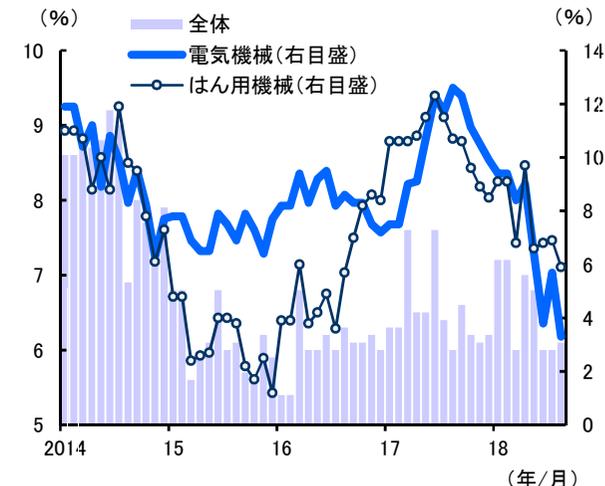
固定資産投資（年初来累計、前年比）



(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」「全国固定資産投資」

(注)◇はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

工業生産（前年比）



(資料) 国家統計局

政府の景気てこ入れ策

公表日	内容
4月25日	預金準備率の引き下げを発表(同日実施)
6月24日	預金準備率の引き下げを発表(7月5日実施)
7月23日	國務院常務会議で1.35兆元の地方債の発行を承認したほか、地方政府に対して余剰資金の活用、金融機関に対して地方融資平台の合理的な資金需要に応えるよう要求
7月23日	中国人民銀行が大規模(5,020億元)な資金供給を実施
7月31日	共産党中央政治局会議が年後半の経済運営方針として、積極的な財政政策と「穏健」的な金融政策を表明、2017年以降は「穏健中立」のため実質的には金融政策は緩和の方向へ
7月31日	財政部や税務総局等が近いうちに小型車減税措置を再導入すると表明

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

主要なインフラ投資（年初来累計、前年比）



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」

米中貿易摩擦の行方を左右する「中国製造2025」

◆輸出：増勢がやや鈍化

輸出額の増勢がやや鈍化。地域別にみると、新興国向けの鈍化が顕著。米国利上げや貿易摩擦の激化が、新興国の通貨安・株安を招き、中国製品に対する需要を減退させた模様。他方、米国向けは堅調。好調な米国経済とドル高による米国の購買力向上が背景。もっとも、先行き関税率の上昇を受けて、米国向けの増勢も鈍化する見通し。

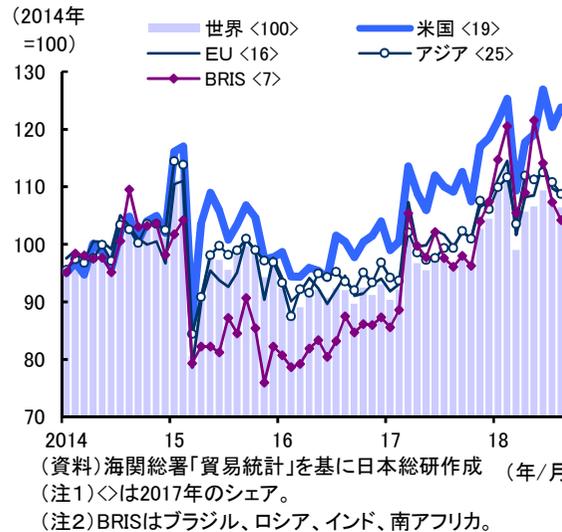
◆輸入：一部に弱い動き

輸入額は、総じてみれば拡大傾向が持続。地域別にみると、米国からの輸入が弱含み。元安・ドル高による中国の購買力低下が主因。品目別にみると、工作機械やワイン、腕時計が減少。米中貿易摩擦の激化が設備投資や嗜好品消費の重しとなっていることを示唆。

◆軌道修正が進む「中国製造2025」

中国では、ハイテク製造業の育成を図る産業政策「中国製造2025」を受けて、地方政府が企業誘致のために工場建設費用を提供するなど、各方面で優遇政策を導入。他方、米国は中国ハイテク製造業をターゲットに、通商面で対中圧力を強化。2017年8月に中国による知的財産権侵害の調査を始め、2018年7月に第1弾（340億ドル規模）、8月に第2弾（160億ドル規模）、9月に第3弾（2,000億ドル規模）の中国製品に対する制裁関税を発動。さらに米国は、中国からのすべて輸入品（5,000億ドル規模）に対して制裁関税をかけることもありうることを発表。こうしたなか、中国政府は地方の行き過ぎた優遇政策に制限をかけるようになったほか、政府機関やメディアも中国製造2025を取り上げる頻度が低下。中国製造2025の軌道修正は、米中貿易摩擦をこれ以上激化させず、双方が納得いく形で事態の收拾を図る糸口となる可能性。

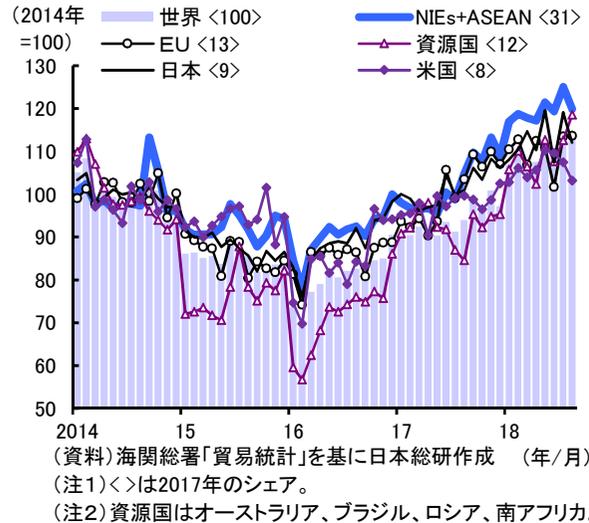
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



人民元の対米ドルレート



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



「中国製造2025」の10大重点分野

分野名
① 次世代情報技術（半導体、5GやAI）
② 高性能NC制御工作機械・ロボット
③ 航空・宇宙用設備
④ 海上設備及びハイテク船舶
⑤ 先端軌道交通設備
⑥ 省エネ・新エネ自動車
⑦ 電力設備
⑧ 農業設備
⑨ 新素材
⑩ バイオ医療

(資料) 国務院「国発〔2015〕28号」
(2015年5月19日公布)を基に日本総研作成

耐久消費財は弱いものの、総じてみれば消費は堅調

◆小売売上高：増勢が鈍化

8月の実質小売売上高は前年同月比6.7%増、名目小売売上高は同9.0%増と、増勢は鈍化傾向。

とりわけ、耐久消費財に弱さ。最も弱さが目立っているのは自動車。小型車減税措置が2017年末に完全に終了したため、自動車販売の落ち込みが持続。加えて、スマートフォン販売台数も普及一巡により減少傾向。

◆消費：堅調

他方、サービス消費が好調なため、消費全体の動きは堅調。1～6月の実質成長率（6.8%）における最終消費の寄与度は5.3%と高水準。

この背景として、良好な雇用・所得環境や消費の多様化が指摘可能。ここ数年、賃金が着実に上昇しており、労働分配率も高まる方向。雇用環境に対する家計の見通しも楽観的であり、消費を活発化させる原動力に。また、所得水準の高まりに連動して、消費の多様化・サービス化が進展。たとえば、1～7月の映画興行収入は前年同期比20.9%増の高い伸び。

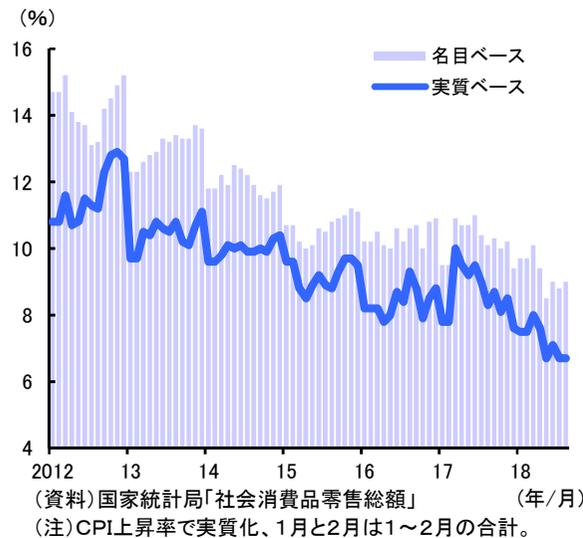
◆住宅販売：持ち直し

8月の分譲住宅販売床面積は、直近ボトムとなった2017年10月から9.4%増加。良好な雇用・所得環境や不動産セクターに対する政策支援が背景。一例として、政府は住宅在庫を削減するために、低所得者向けに住み替え資金を国家開発銀行を經由して提供。この結果、8月末の住宅在庫床面積は、前年同月比▲20.3%減少。

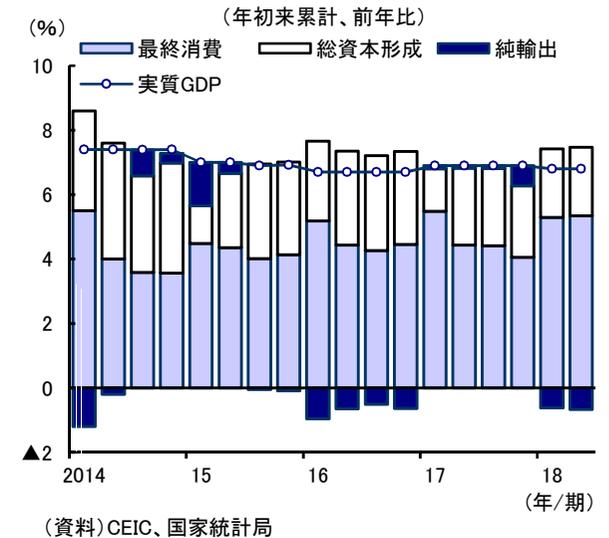
もっとも、住宅の在庫過剰感が弱まり、むしろ在庫不足感が強まっているため、足許では住宅価格が高騰。

今後は展望すると、不動産セクターに対する政府支援策の効果が剥落していくことで、分譲住宅販売床面積の増勢は鈍化する見通し。

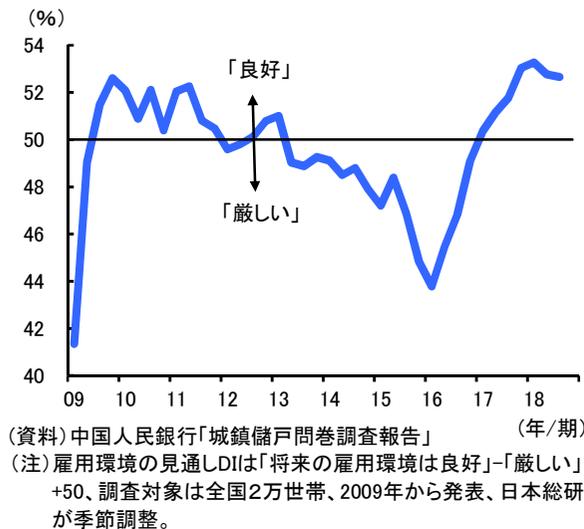
小売売上高(前年比)



実質成長率の寄与度分解



雇用環境の見通しDI(季調値)



分譲住宅販売床面積(季調値)



政府はインフラ投資の拡大とデレバレッジ政策の微修正を表明

◆インフラ投資：減速

1～8月の固定資産投資は前年同期比5.3%増と、増勢が鈍化傾向。

内訳をみると、インフラ投資は同4.2%増と大幅に鈍化。この背景として、デレバレッジ政策と地方でのPPP案件の整理が指摘可能。習近平政権は、昨年からの金融リスクの低減に向けデレバレッジ政策に本腰。銀行に対しては、オフバランス取引の縮小をするなど金融規制・監督を強化。この結果、シャドーバンキング経由の資金調達は圧縮され、中小零細企業や地方政府が資金繰りに直面。

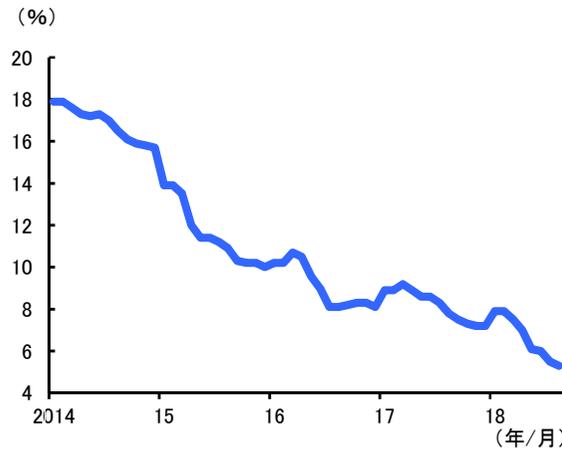
もっとも、景気減速が顕著になるなか、7月には政府は金融機関に地方融資平台の合理的な資金需要に応えるよう要求するなどデレバレッジ政策を微修正。さらに、インフラ投資の拡大を表明。米中貿易摩擦が激化するなか、安定成長を重視する政策スタンスが鮮明化。

今後、これらの施策の効果が顕在化することで、社会融資総量のうち人民元貸出以外（委託融資など）の資金調達の伸びが底入れし、インフラ投資も緩やかに持ち直す見通し。

◆民間固定資産投資：先行き減速する見通し

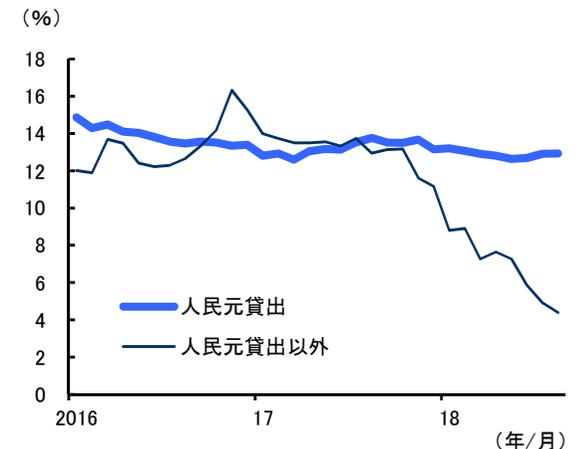
民間固定資産投資は同8.7%増と高めの伸びを維持。情報化や製造工程自動化など中国製造2025に誘発された設備投資が拡大。ただし、足許では企業マインドがやや悪化したほか、工作機械の輸入が急減。これらは先行き民間投資のスローダウンを示唆。デレバレッジ政策と貿易摩擦に起因した景気減速が背景。加えて、政府が、過剰投資への警戒と対外関係改善に向けた地ならしから中国製造2025を軌道修正したことも一因。当面、政府は設備投資が大きく落ち込むリスクに注意を払いながらも、ハイテク製造業に対する行き過ぎた優遇措置を見直して設備投資の安定化を図ると予想。

固定資産投資(前年比、年初累計)



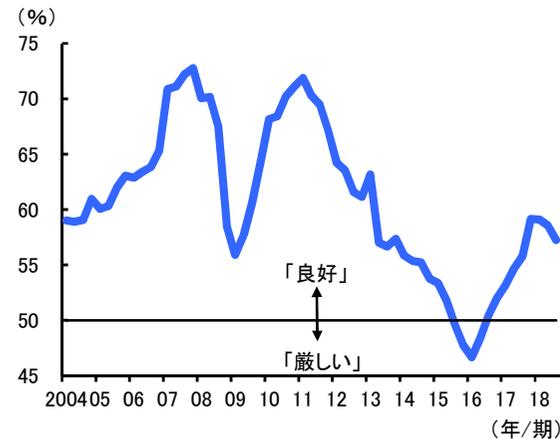
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」

社会融資総量(前年比)



(資料) 中国人民銀行「社会融資規模存量統計」を基に日本総研作成

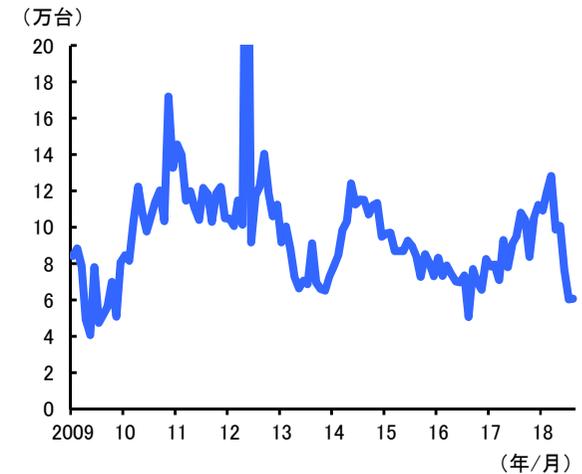
経営状況判断DI(季調値)



(資料) 中国人民銀行「企業家問巻調査報告」

(注) 経営状況判断DIは「経営状況良好」-「厳しい」+50、調査対象は全国約5,000の工業企業、日本総研が季節調整。

工作機械の輸入台数(季調値年率)



(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成

政府は短期市場金利を低めに誘導

◆物価：インフレ率は横ばい圏内

8月のCPIは前年同月比+2.3%と、前月から小幅に上昇。天候不順による生鮮野菜・果物の値上げが全体を押し上げ。穀物価格等は安定しており、貿易摩擦の物価への影響は未だ見られず。PPIは同+4.1%と高めの伸びを維持。

◆不動産価格：上昇ペースが加速

8月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+1.4%と、上昇ペースが加速。70都市のうち、価格が上昇したのは67都市。この背景として、良好な雇用・所得環境と不動産セクターに対する政策支援策が旺盛な住宅需要に結びついていることが指摘可能。先行き、政府は住宅価格の安定化に向け、支援策を弱める公算大。

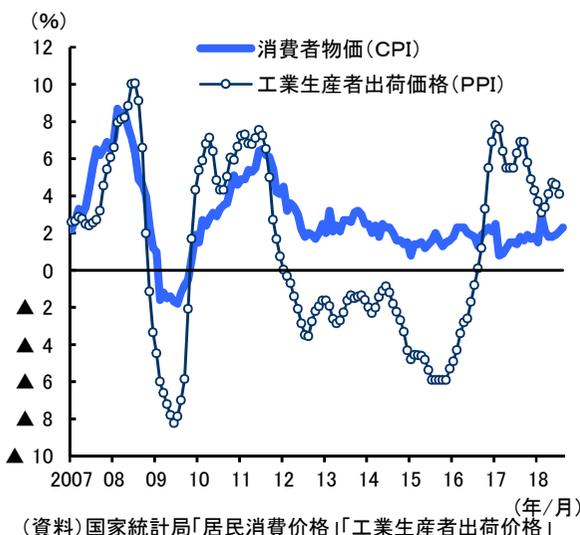
◆人民元レート：急落に歯止め

名目実効為替レートであるCFETS指数の急落に歯止め。7月に中国政府が安定成長を重視する姿勢を鮮明化させたこと、さらに元安抑制策を打ち出したことが背景。

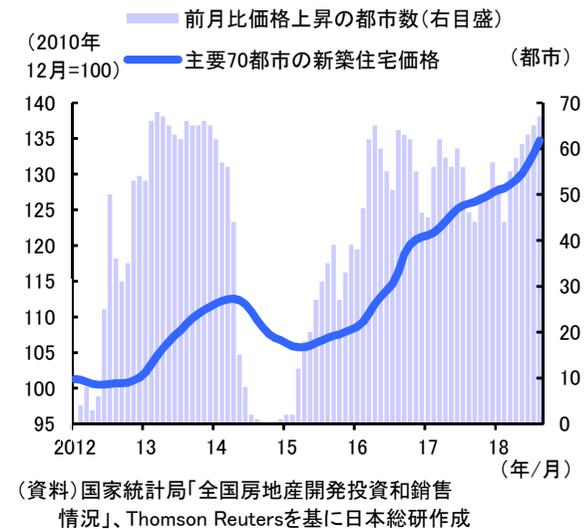
◆短期市場金利：低下

代表的な短期市場金利であるSHIBOR 3カ月物は、6月末の4.2%から9月25日の2.8%へ低下。これは、政府が安定成長を図るために、短期市場金利を低めに誘導した結果。7月31日の政治局会議が年後半の経済運営方針として、積極的な財政政策と「穏健」的な金融政策を表明。2017年以降は「穏健中立」を維持してきたため、実質的には金融政策は緩和の方向へ。短期市場金利の低め誘導は、金融政策の方向転換に沿った動き。他方、市場金利の低下は、過剰債務問題や不動産バブルなどの問題を深刻化させる恐れも。政府は緩和的なマクロ政策を取りつつ、不動産セクターなど個別分野に対して引き締めの政策運営を行う見通し。

CPIとPPI(前年比)



住宅価格と価格上昇都市数



CFETS人民元為替レート指数



短期市場金利 (SHIBOR)

