

# 中国経済展望

2018年12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11月29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。

# デレバレッジ政策や米中貿易摩擦により景気は減速

## ◆現状：景気は減速

中国景気は、減速傾向。中国政府が構造調整を重視する姿勢を強め、昨年末からデレバレッジ政策を進めたため、インフラ投資が鈍化。

成長率へのマイナス寄与はまだ限定的ながら、米中貿易摩擦も押し下げ要因に。株安に伴う逆資産効果や米国車の買い控えにより、自動車販売が減少。設備過剰感が強まっていたところに、米中貿易摩擦の激化が重なり、採算悪化を懸念した製造業企業が新規投資を慎重化。

## ◆展望：大幅な成長鈍化は回避

今後を展望すると、中国経済は引き続き減速する見込み。以下の2点が、景気の押し下げ要因に。

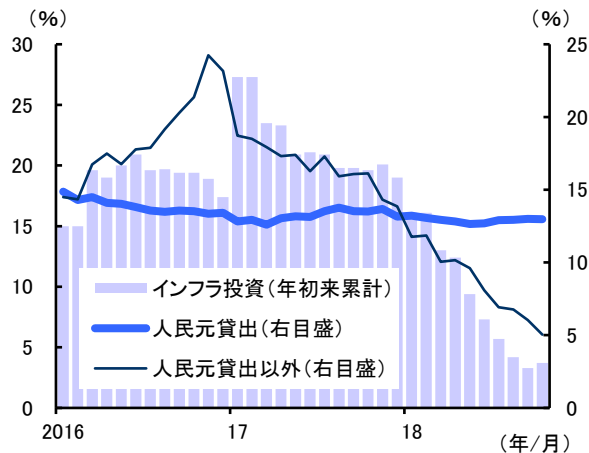
①製造業の設備投資。過去2年間の投資拡大が急ピッチだったため、設備過剰感の解消には相当の時間が必要。米中貿易摩擦の落とし処が明確になる時期にも不透明感。この間は、製造業の設備投資に対する慎重姿勢が残ることに。

②輸出。米国向け輸出は、好調な米国景気とドル高を背景に、これまでのところは堅調。しかしながら、先行きは米国輸入関税の上昇を受けて、増勢が鈍化する見通し。

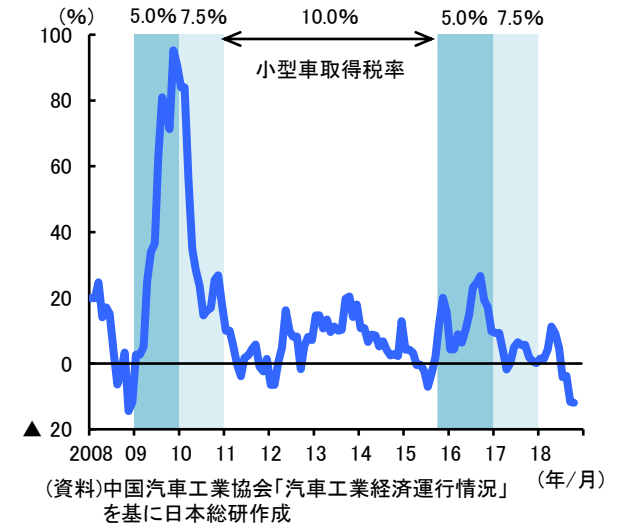
こうしたなか政府は、懸案の構造調整を棚上げして、インフラ投資の拡大や民間企業に対する積極融資、減税による消費促進に注力。一連の景気てこ入れ策によって、大幅な成長鈍化は回避できる見込み。以上を踏まえ、成長率予測は2018年+6.6%、2019年+6.4%に据え置き。

もっとも、米中間の摩擦がさらに激化すれば、政府の対応能力を超えてしまう可能性も。米国が中国からの全輸入品に対して制裁関税を課し、さらに米国製部品の対中輸出を広範囲に規制するなど、輸出入両面で制約が大幅に強まる場合、中国経済に占める製造業のシェアが高いだけに、景気は失速感が強まる見込み。

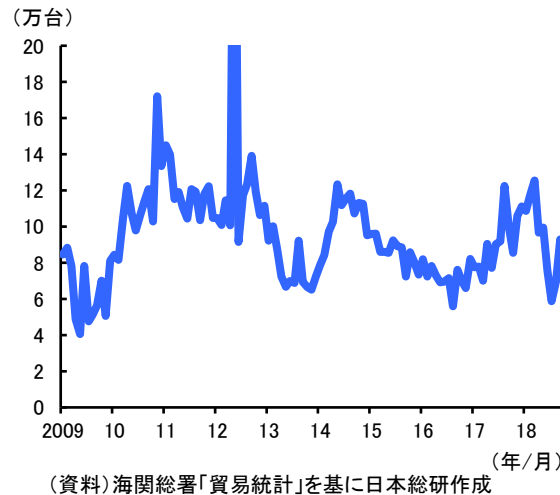
## 社会融資総量とインフラ投資(前年比)



## 自動車販売台数(前年比)



## 工作機械の輸入台数(季調値年率)



## 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	国務院常務会議で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プラットフォームの合理的な資金需要に応えるよう要求
7月31日	習近平国家主席が政治局会議で雇用・金融・貿易・対中投資・固定資産投資・成長期待という6つの分野における安定を要求。
8月31日	個人所得税法の改革案が全国人民代表大会(国会に相当)常務会議を通過し、10月から一部実施(個人所得税の減税)。
10月7日	預金準備率の引き下げを発表(同月15日実施)
11月13日	郭樹清・銀行保険監督管理委員会主席が新規融資のうち民間企業向けを3分の1以上にするよう金融機関に要求。

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

# 強まる輸出の下振れリスク

## ◆輸出：先行きは下振れリスク

輸出額は足許まで堅調に増加。とりわけ、米国向け。繊維・玩具・履物や産業用機械、電気機械など幅広い分野で拡大。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、先行きは米国輸入関税の上昇を受けて、増勢が鈍化する見通し。実際、製造業の輸出向け新規受注PMIが「良し悪し」の目安である「50」を大きく下回る状況に。

## ◆輸入：堅調ながら一部に弱い動き

輸入額も、総じてみれば拡大傾向が持続。とりわけ、ブラジルやロシアからの輸入が拡大。他方、米国からの輸入が減少。関税の引き上げによって、米国から他国への輸入代替が進展。

## ◆米中が協議を再開も、妥協点は見いだせず

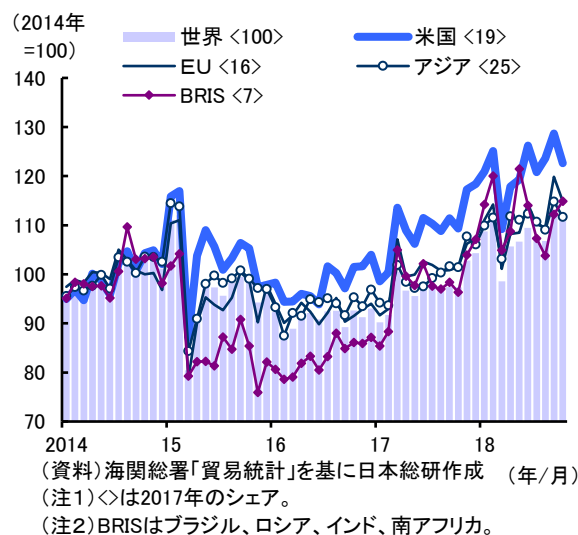
米中間の協議が数ヵ月ぶりに再開。11月9日、劉鶴副首相は米ムニューシン財務長官と電話会談を実施。その後、米中政府間では貿易摩擦の緩和に向けた協議が活発化。

もっとも、米中両国の主張は平行線をたどり、米中貿易摩擦の落とし処は依然として不透明。トランプ政権は、「中国製造2025」の撤回や国有企業に対する優遇政策の見直しなどを要求。習近平政権は、これらの要求に強く反発しつつも、11月半ばには142項目の改善案を提示。これに対して、トランプ大統領はより踏み込んだ改善案を要求。

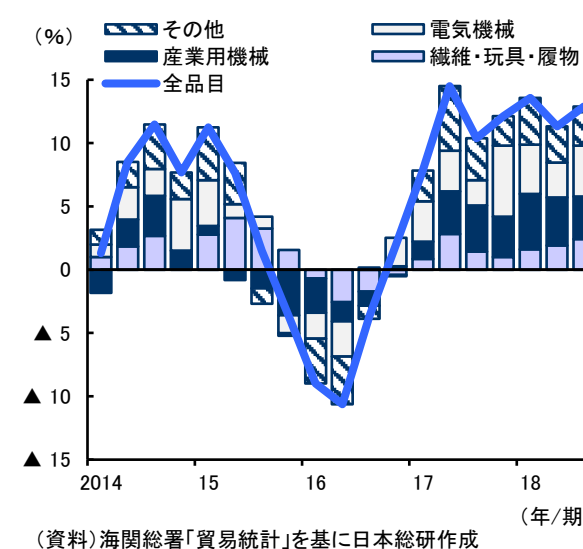
同月18日に閉幕したAPEC首脳会議では、米国側は不公正な貿易慣行の阻止に向けたWTO改革の必要性を主張。中国側は、一国主義に対抗するよう参加者に要請。

このように、米中貿易摩擦の決着が全く見通せない状況は、製造業の設備投資や自動車販売、対中直接投資の重しに。

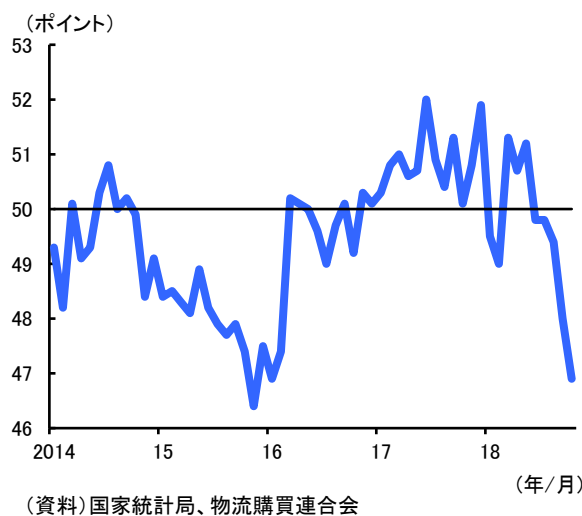
## 地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



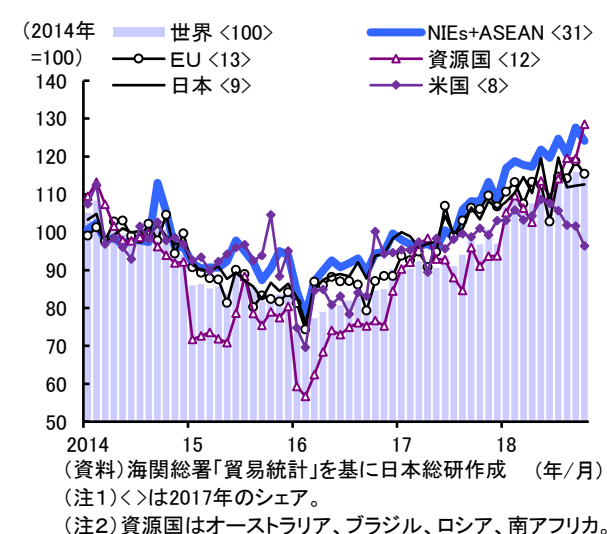
## 米国向け輸出額の寄与度分解(前年比)



## 製造業新規受注PMI(輸出向け)



## 地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



# 減少に転じる住宅需要

## ◆小売売上高は増勢が鈍化

10月の実質小売売上高は前年同月比6.1%増、名目小売売上高は同8.6%増と、引き続き増勢鈍化傾向。

とりわけ、耐久消費財に弱さ。最も低迷しているのは自動車。10月の自動車販売台数は前年同月比▲11.7%と4カ月連続で前年割れ。小型車減税措置の終了に加え、株安と米国車の買い控えも影響。実際、米国ブランドの販売台数は同▲26.7%と大幅減少。加えて、スマートフォン販売台数も普及一巡により低迷。

## ◆所得環境：高い伸びが持続

他方、サービス消費が好調なため、消費全体としてみれば堅調。1～9月の実質成長率(6.7%)における最終消費の寄与度は5.2%と高水準を維持。

この背景として、良好な雇用・所得環境や消費スタイルの多様化が指摘可能。1～9月の全国一人当たり名目可処分所得は前年同期比8.8%増と高めの伸びを維持。雇用環境に対する家計の見通しも楽観的であり、消費を活性化させる原動力に。また、所得水準の高まりに伴い、消費の多様化・サービス化が進展。

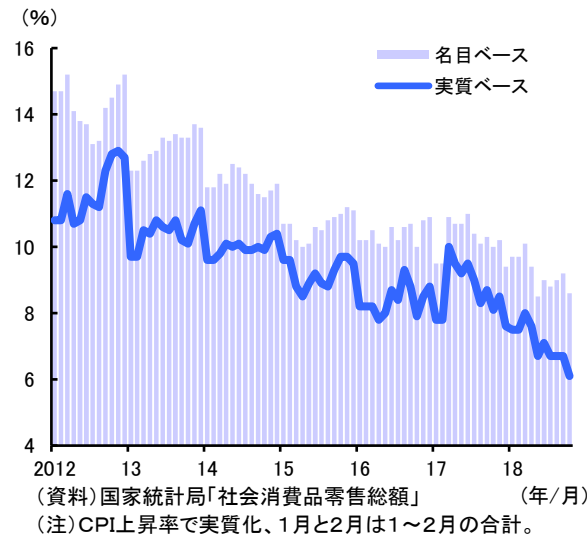
## ◆住宅販売：減少

10月の分譲住宅販売床面積は、直近ピークとなった6月から▲14.6%減少。

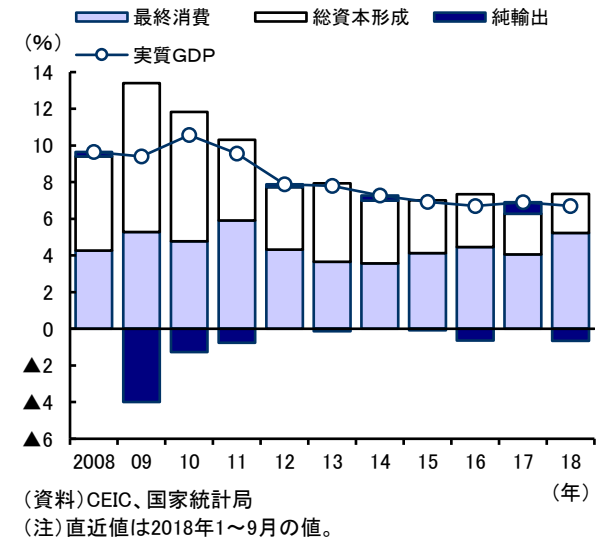
政府が不動産セクターに対する政策スタンスを引き締め方向に転換したことが主因。具体的には、ディベロッパーに対する売り出し規制や個人に対する購入規制、金融機関に対する住宅ローン抑制を導入。バラック区住民の立ち退きに関する住宅購入補償金を削減。

今後、政府は住宅需要が急減して住宅価格が想定以上に落ち込むことがないように、不動産に関する政策を微調整する見通し。

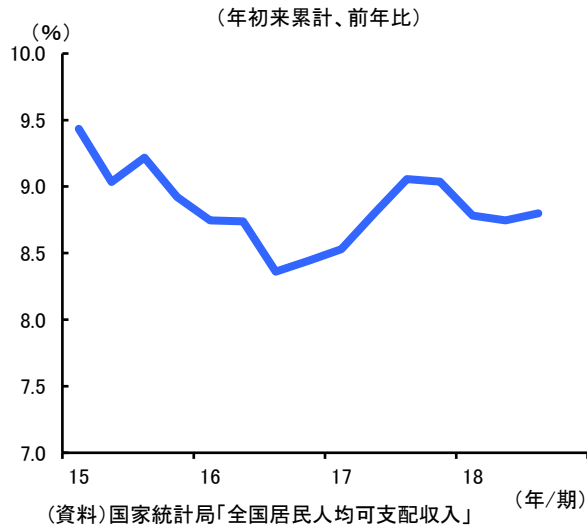
## 小売売上高(前年比)



## 実質成長率の寄与度分解(前年比)



## 全国一人当たり名目可処分所得



## 分譲住宅販売床面積(季調値)



# 抑制姿勢緩和で底入れに向かうインフラ投資

## ◆インフラ投資：持ち直しへ

1～10月の固定資産投資は前年同期比5.7%増と底入れの兆し。

内訳をみると、インフラ投資に底入れの動き。鉄道は前年割れが続いたものの、道路や水利・環境・公共設備は減速傾向が一服。

この背景として、政府が安定成長を重視する政策スタンスに転換したことが指摘可能。7月に政府は、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したほか、インフラ投資の拡大を表明。

今後、これらの施策の効果が顕在化することで、インフラ投資は緩やかに持ち直す見通し。

## ◆民間固定資産投資：先行きは減速へ

民間固定資産投資は同8.8%増と横ばい。もっとも、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に増勢鈍化の兆し。実際、工作機械の輸入やわが国の中国からの工作機械の受注額が減少。

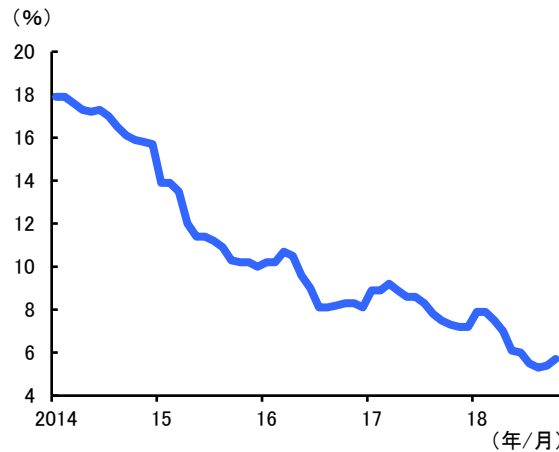
この背景として、企業が自発的に過剰投資を抑制し始めたことが指摘可能。短期間で設備投資が急増した結果、すでに工業部門の設備稼働率はピークアウト。さらに、米中貿易摩擦の激化によって、輸出が下振れるリスクも高まったため、採算悪化を懸念した企業が、新規投資を慎重化。加えて、政府が地方の行き過ぎた投資支援策に対して抑制を促す姿勢を強めていることも、設備投資の重しに。

以上を踏まえると、先行き民間投資は減速に向かう見通し。

## ◆不動産開発投資：先行きは減速へ

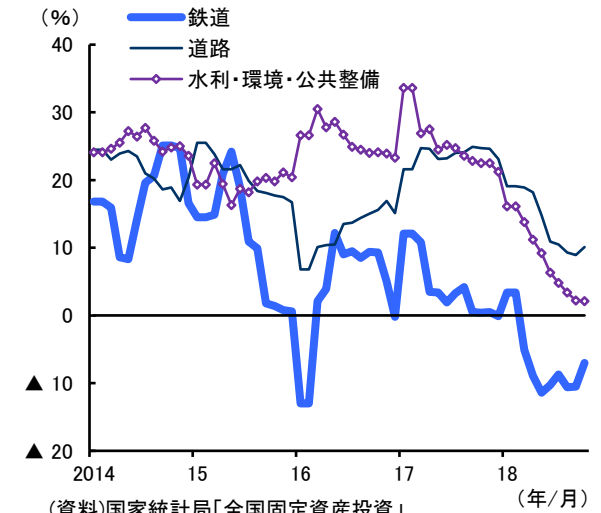
これまでの住宅需要の拡大を背景に、不動産開発投資は同9.7%増と高めの伸び。ただし、今後は住宅需要の減少を受けて、スローダウンする見通し。

## 固定資産投資（年初来累計、前年比）



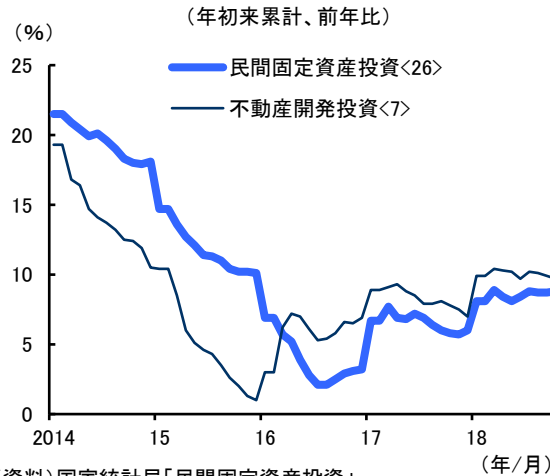
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」  
(注) GDPに占めるシェアは43%。

## 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」

## 民間投資と不動産開発投資



(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」  
「全国房地產開發投資和銷售情況」  
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

## 中国からの工作機械の受注額（季調値）



(資料) 日本工作機械工業会

# ■ 上昇する住宅価格、政府は引き締めへ転換

## ◆ 物価：インフレ率は横ばい圏内

10月のCPIは前年同月比+2.5%と高めの伸びが持続。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。一方、穀物価格などは安定しているため、貿易摩擦の影響は限定的。PPIは同+3.3%と一進一退で推移。

## ◆ 不動産価格：先行き上昇ペースは鈍化

10月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+1.0%と、一段と上昇。70都市のうち、価格が上昇したのは65都市。2018年半ばにかけて、住宅需要が拡大したことが背景。

一方で、住宅需要の拡大に伴い、家計債務も急増。中国人民銀行が11月に発表した「中国金融安定報告2018」によると、2017年末の家計債務残高は前年比21.4%増の40.5兆元。このうち住宅ローン残高は21.9兆元と家計債務全体の54%。

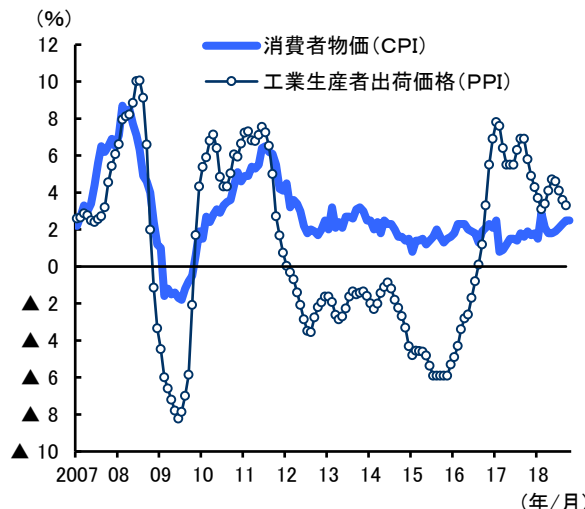
IMFが2017年10月に発表した「国際金融安定報告」によると、家計債務残高のGDP比が65%を超えると金融システムが不安定化するリスク。中国の場合、同比率は49.0%であるため、今のところ警戒レベルを下回っているものの、同比率は9年間で31.1%ポイントも上昇。このペースで債務が増え続けると、金融システムリスクが顕在化する恐れも。

こうした状況を受け、政府は不動産セクターに対する政策スタンスを引き締め方向に転換。その結果、足許では住宅需要が減少。先行き、住宅価格の上昇ペースは鈍化する見通し。

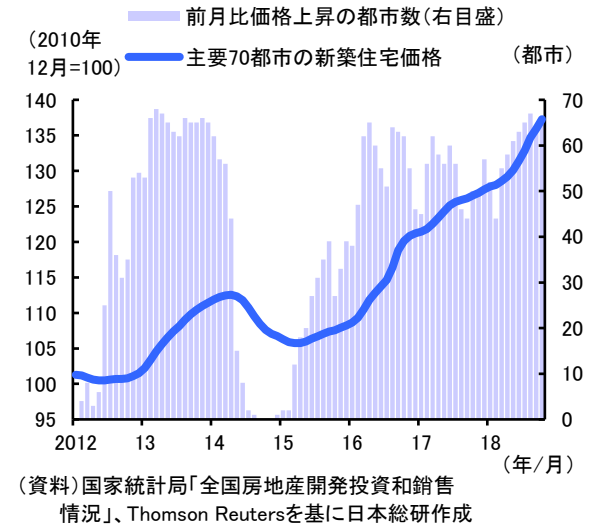
## ◆ 株価：低迷

上海総合株価指数は低迷が持続。市場は、米中貿易摩擦の激化のみならず、デレバレッジ政策による民間企業の資金繰り悪化、および不動産政策の転換による不動産市場の悪化も警戒。

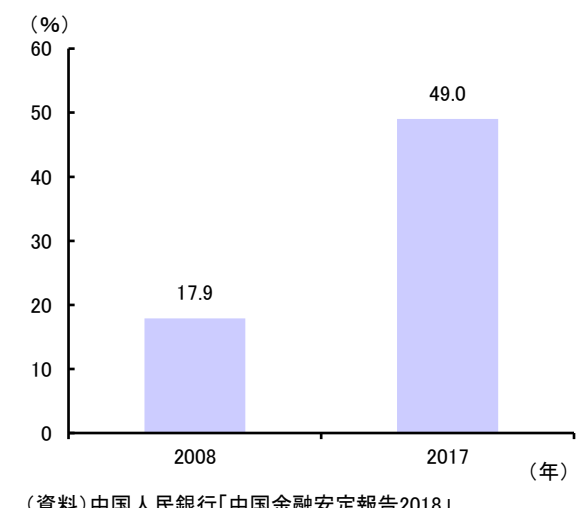
CPIとPPI(前年比)



住宅価格と価格上昇都市数



家計債務残高の対GDP比



上海総合株価指数

