

中国経済展望

2019年2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2019年1月30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。

景気の減速傾向が一段と明確化

◆現状：景気は減速

中国景気の減速傾向が一段と明確化。2018年10～12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.4%と前の期から0.1%ポイント低下。2018年通年では前年比+6.6%と前年から0.2%ポイント低下。12月に機械類を中心に輸入が急減するなど、内需変調の兆候も浮上。

◆展望：大幅な成長鈍化は回避

もっとも、以下の2点により、中国経済は急激な失速を回避できる見通し。

第1は、内需刺激策。足許の最も大きな景気押し下げ要因は、固定資産投資のスローダウン。予想以上の投資冷え込みに危機感を抱いた政府は、行き過ぎたデレバレッジ（与信や債務の抑制）政策を見直し、安定成長を重視するスタンスにシフト。すでに、金融緩和や個人所得税減税、国有企業の投資拡大容認などを実施。

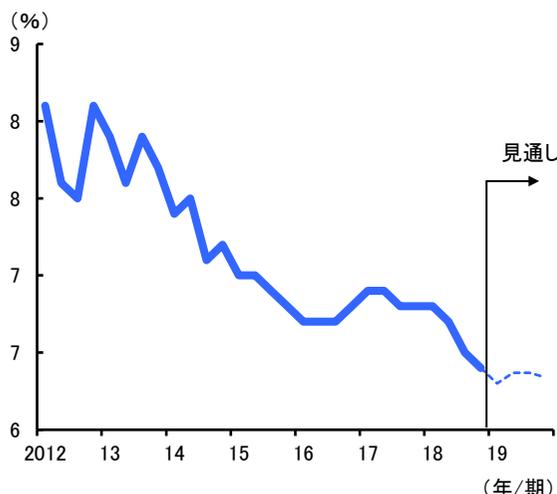
今後、こうした措置の効果がタイムラグを置いて顕在化する公算大。さらに、自動車や家電に対する購入補助金の導入、住宅購入規制の緩和、インフラ投資の拡大なども実施される見込み。

第2は、米中対立の緩和。貿易戦争が一段と激化すれば、内需のみならず、外需からも景気押し下げが不可避。それを懸念する中国政府は、米国による追加の関税引き上げを回避するために、米国に対して通商面で一定程度譲歩するスタンスに。これにより、企業や個人のマインド面も改善する見通し。

以上のように、中国政府は景気的大幅な下振れを断固回避する姿勢が明瞭。この結果、小幅な景気減速にコントロールされる公算大。

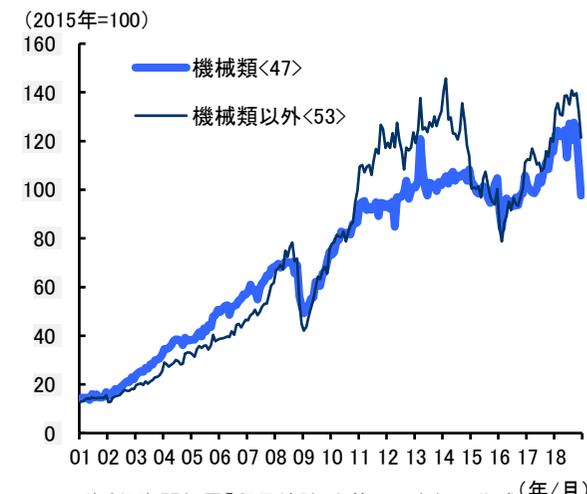
当面の景気下振れリスクが強まっている点を踏まえ、2019年の成長率見通しを+6.3%と、従来見通し対比0.1%ポイント引き下げ。2020年は+6.3%に据え置き。

実質GDP成長率（前年比）



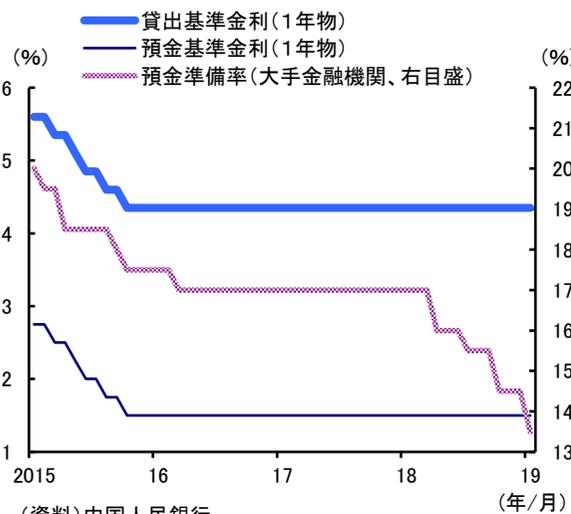
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

機械類の輸入額（季調値、米ドルベース）



(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成

政策金利と預金準備率



(資料) 中国人民銀行

自動車販売台数（季調値年率）



(資料) 中国自動車工業協会「自動車工業経済運行状況」を基に日本総研作成

■ 輸入が急減

◆ 輸出：弱含み

2018年12月の輸出額は、直近ピークの9月から▲10.0%の減少。いち早く新興国向けがピークアウト。米国の利上げや米中貿易摩擦の激化が、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。

続いて、EU向けと米国向けも弱含み。足許では、欧米製造業の生産活動が弱まり、ひいては中国製品の需要減退に繋がっている状況。

先行きは米国の輸入関税の引き上げを受けて、米国向けを中心に輸出のスローダウンが鮮明になる見通し。各国政府が安全保障への配慮から中国製通信機器の調達を見直すようになったことも、輸出拡大の足かせに。製造業の輸出向け新規受注PMIは、依然として「良し悪し」の目安である「50」を大きく下回る状況。

◆ 輸入：急減

12月の輸入は、9月から▲18.7%の減少。米国のみならず、NIEsやASEAN、日本からの輸入も大幅に減少。EU、資源国からの輸入も弱含み。

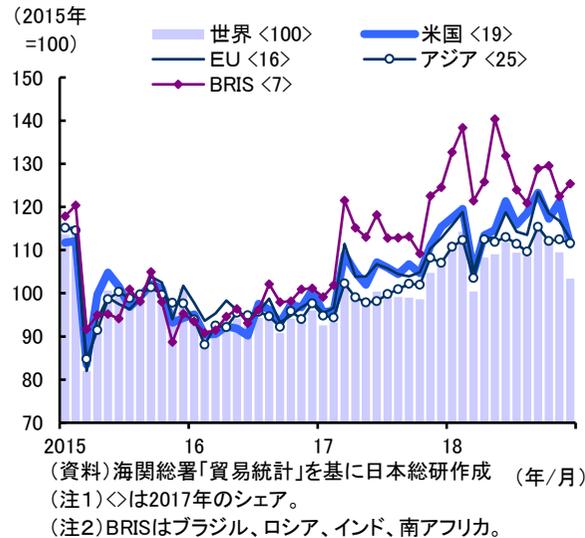
品目別にみると、機械類の急減が顕著。中国が米国製品の輸入関税を引き上げたことも要因の一つではあるものの、主因は製造業における設備投資の抑制。

◆ 対中直接投資：減少

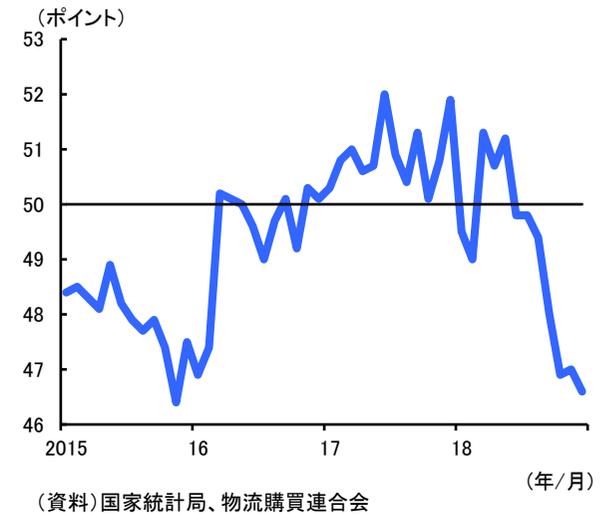
2018年の対中直接投資（米ドルベース）は前年比▲1.0%の減少。中国景気の先行き不透明感の強まり、米中貿易摩擦の激化などが背景。

地域別にみると、香港を経由した対中直接投資が減少。その結果、全体の7割を占める香港からの投資額は同▲2.9%の減少。他方、先進国からの直接投資は増加が持続。EU、日本、米国からの投資額はそれぞれ同34.9%、16.5%、10.2%増加。

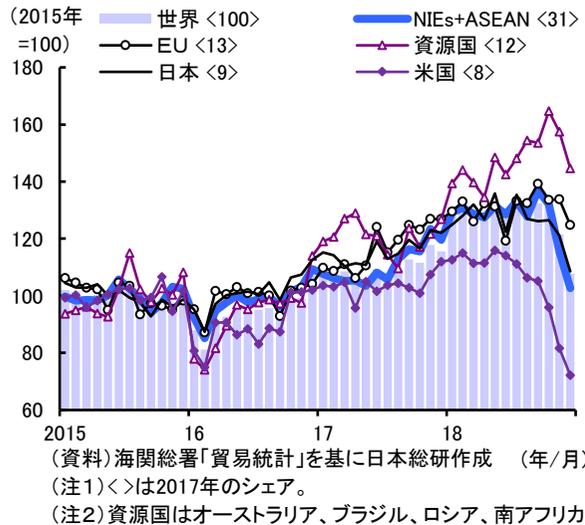
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



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)



対中直接投資(年初来累計、前年比)



自動車とスマートフォンの販売は大幅に悪化

◆小売売上高は増勢が鈍化

2018年12月の実質小売売上高は前年同月比6.3%増、名目小売売上高は同8.2%増と、引き続き増勢が鈍化傾向。

とりわけ、自動車販売台数は減税終了や株安などにより同▲13.0%の大幅減少。そこで本年1月、中央政府は地方政府に対して自動車購入補助金の導入を容認すると発表。スマートフォンが9割超を占める携帯電話の販売台数も、普及の一巡を主因に同▲16.3%の減少。

◆所得環境：高めの伸びが持続

他方、サービス消費が好調なため、消費全体としてみれば底堅さ。実際、インターネット販売や宅配便売上高、映画興行収入は高い伸びを維持。この結果、昨年の実質GDP成長率が減速するなかでも、最終消費の寄与度はむしろ上昇。この背景として、所得水準の上昇や消費スタイルの多様化が指摘可能。2018年の一人当たり可処分所得は前年比8.7%増と高めの伸びを維持。

◆雇用情勢：悪化の兆し

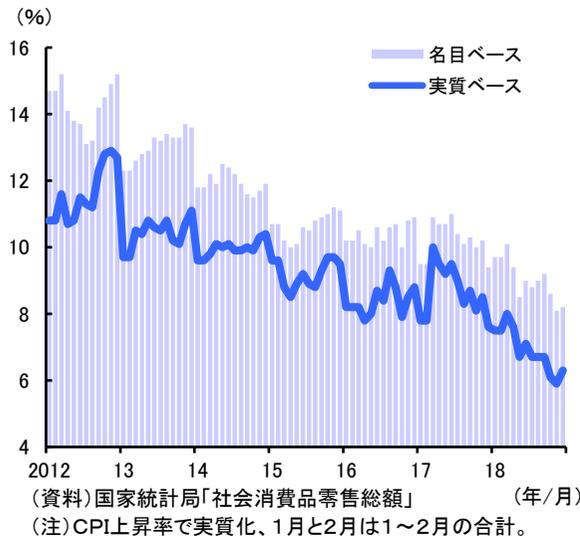
もつとも、雇用情勢には悪化の兆し。雇用過剰感の強まりを受けて、製造業の労働需要は鈍化。実質的な人員リストラに踏み切る耐久消費財メーカーも台頭。

こうしたなか、政府は本年1月から年末までの時限措置として、人員リストラを中止・規模縮小した企業に対して、社会保障費の還付を実施。このほか、所得税減税や輸出付加価値税還付などにより民間企業の経営を支援。

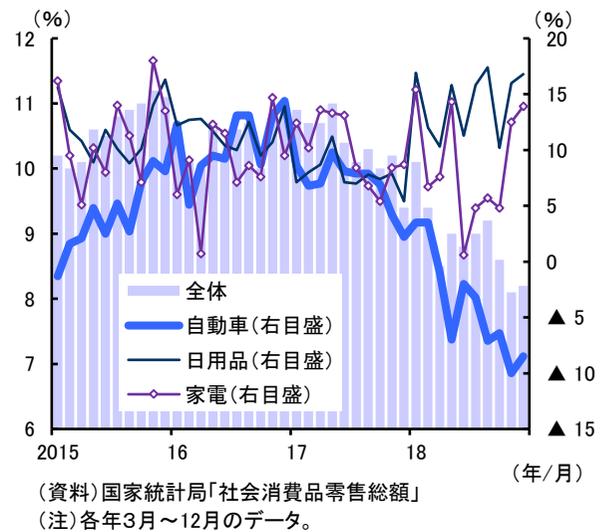
◆住宅販売：持ち直しの兆し

昨年末頃に政府が不動産セクターに対する政策スタンスを緩和方向に調整したことを受けて、分譲住宅販売床面積は持ち直しの兆し。

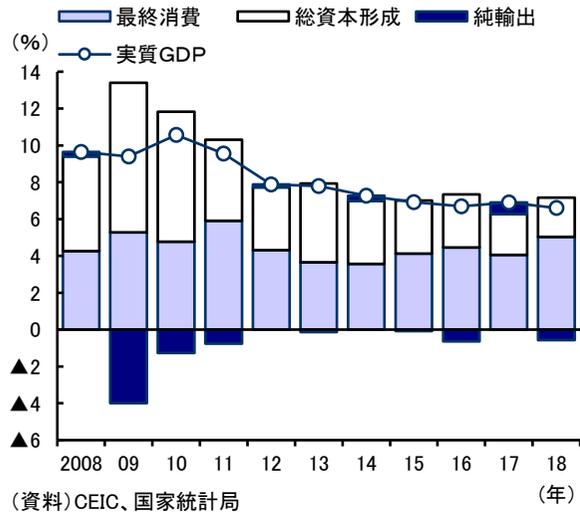
小売売上高(前年比)



品目別売上高(名目ベース、前年比)



実質成長率の寄与度分解(前年比)



分譲住宅販売床面積(季調値)



民間製造業の設備投資はスローダウン

◆インフラ投資：下げ止まり

2018年の固定資産投資は、前年同期比5.9%増と底入れの兆し。内訳をみると、インフラ投資は同3.8%と下げ止まり。政府が安定成長重視の政策スタンスに転じ、デレバレッジ政策を見直したことが主因。

先行き、インフラ投資は持ち直し、景気を下支えする公算大。チャイナ・ショックが発生した2015年にも、政府は安定成長重視に舵を切り、インフラ投資によって景気をてこ入れ。今回も、すでに中央政府が地方政府にインフラ投資の拡大を求め、金融機関に地方融資プラットフォームの資金需要に応えるよう要求したほか、地方債の発行枠を拡大。

◆民間固定資産投資：先行きは減速へ

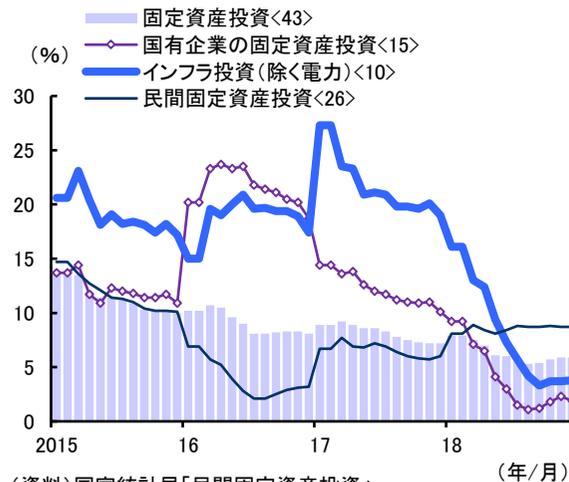
民間固定資産投資は同8.7%増と横ばいながら、製造業の設備投資はスローダウン。実際、機械類輸入やわが国工作機械の中国からの受注額が大幅減少。

この主因は、ハイテク分野を含む製造業の設備過剰感の強まり。2016年後半から投資急拡大がみられたため、2018年入り後には需給バランスが悪化。タイミング悪く、政府によるデレバレッジ政策や米中貿易摩擦の激化が重なり、設備稼働率が低下。投資採算の悪化を懸念した製造業企業が新規投資を慎重化。

今後を展望しても、製造業の設備投資に対する慎重姿勢が残る公算大。設備過剰感が和らぐには相当の時間がかかるほか、企業収益の悪化も設備投資の重しに。国家統計局によると、昨年12月の工業企業の利潤総額は前年比▲1.9%と2カ月連続のマイナスに。

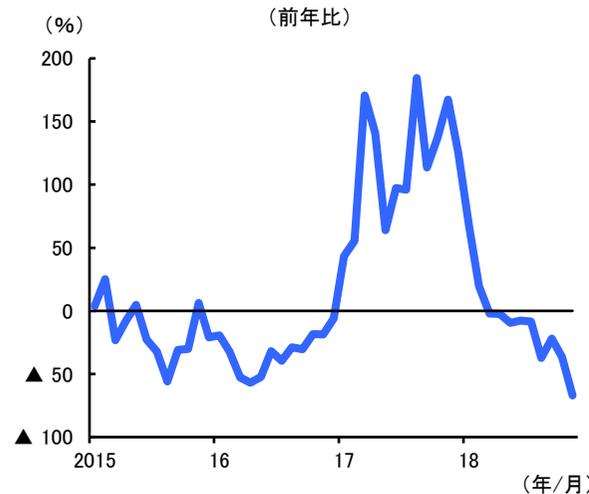
政府は投資安定化に向け、金融面でも支援。預金準備率を引き下げたうえで、新規融資のうち民間企業向け（現在は25%）を3分の1以上にするよう金融機関に要求。

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」「全国房地產開発投資和銷售情況」
(注) ◇はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

わが国の中国からの工作機械の受注額



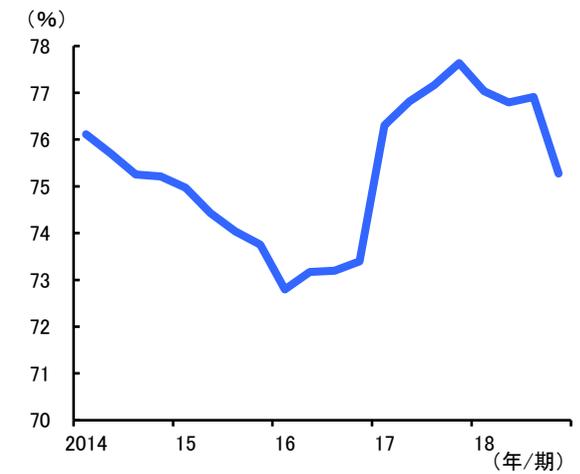
(資料) 日本工作機械工業会「工作機械統計」

2015～16年の景気てこ入れ策

内容
地方政府にインフラ投資の拡大を要請
インフラ投資計画の承認を加速
商業銀行に地方債への投資を促進
営業税から付加価値税への転換によって企業向けに減税
排気量1,600cc以下の小型車の取得税を減税
消費財の輸入関税を引き下げ
住宅購入規制を緩和
政策金利を引き下げ
預金準備率を引き下げ
インターバンク市場で積極的に資金を供給
商業銀行に融資拡大を要請
商業銀行や証券会社に積極的な株式購入を要請
「悪意のある空売り」等の取り締まり強化
人民元レートの切り下げ
資本規制の強化
デジタルエコノミーに対する規制の見送り

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

工業部門の設備稼働率（季調値）



(資料) 国家統計局「工業産能利用率」を基に日本総研作成

政府は一部の住宅購入規制を緩和

◆物価：インフレ率は横ばい圏内

2018年12月のCPI上昇率は、前年同月比+1.9%と小幅低下。主因は、ガソリン価格の下落。PPI上昇率は、同+0.9%と大幅低下。この背景として、国内の需給バランスの悪化に加え、国際商品価格の下落も指摘可能。

◆不動産価格：上昇ペースは鈍化

昨年12月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.8%と、2カ月連続で上昇幅が縮小。70都市のうち、価格が上昇したのは59都市と前月から4都市減少。

この背景には、政府の不動産価格抑制策。住宅価格の高騰と家計債務の急増に歯止めをかけるため、昨秋にかけて地方政府は住宅購入規制を相次ぎ発表。中央政府も、バラック区住民の立ち退きに関する住宅購入補償金（低所得者向けの住み替え資金）を削減すると公表。

もっとも、昨年未頃に政府は、住宅需要の急減、および想定以上の不動産価格の下落を警戒し、一部の住宅購入規制を緩和。この結果、住宅需要に持ち直しの兆しがみられ、沿海大都市で価格が再び上昇。今後、住宅需要の持ち直しを受けて、住宅価格は上昇を続ける見通し。

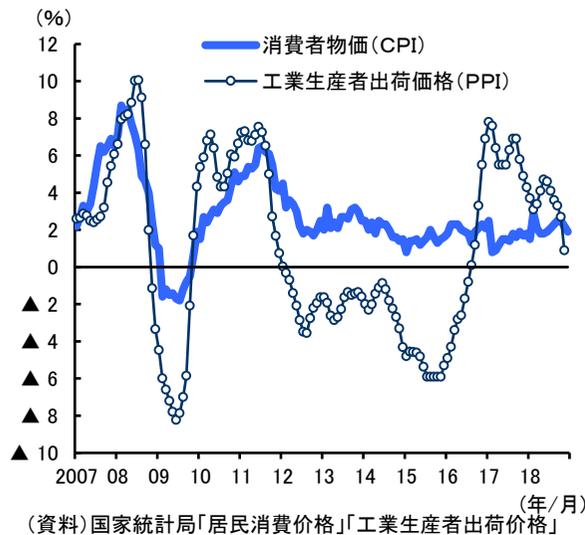
◆人民元レート：元安が一服

このところ人民元は1ドル=6.8元前後、1元=16円前後で推移。中国政府が元安抑制策を講じていること、米中協議で譲歩する姿勢にシフトしたことなどによって、元安は一服。

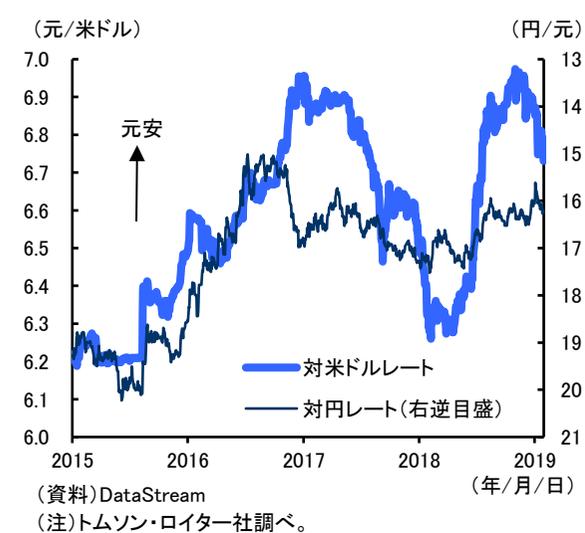
◆株価：小幅に持ち直し

2019年入り後の上海総合株価指数は持ち直し。市場は、政府の安定成長重視のスタンス、住宅購入規制の緩和、対米譲歩の姿勢を好感。もっとも、景気減速が続くと見込まれるなか、株価の持ち直しは小幅。

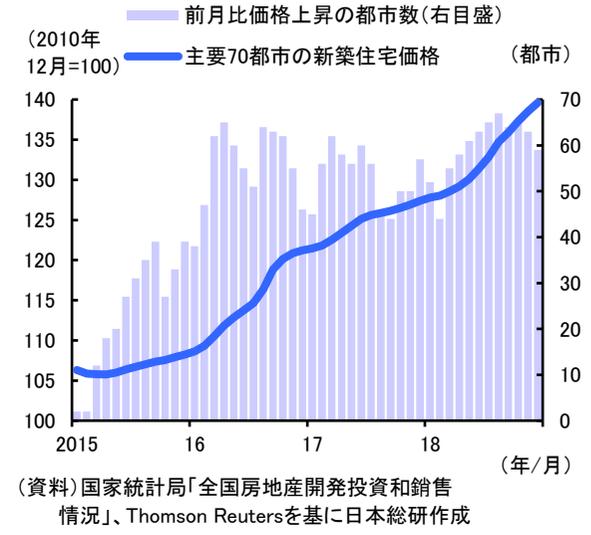
CPIとPPI(前年比)



人民元レート



住宅価格と価格上昇都市数



上海総合株価指数

