

中国経済展望

2019年4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3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。

景気は4～6月期に持ち直し

◆現状：景気は減速

中国景気は減速傾向。とりわけ、製造業の生産活動に急ブレーキ。機械類を中心に輸入が急減するなど、内需減少のシグナルも顕在化。

◆展望：いったん景気減速に歯止め

もっとも、以下の2点により、経済成長率は4～6月期に持ち直す見通し。

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。

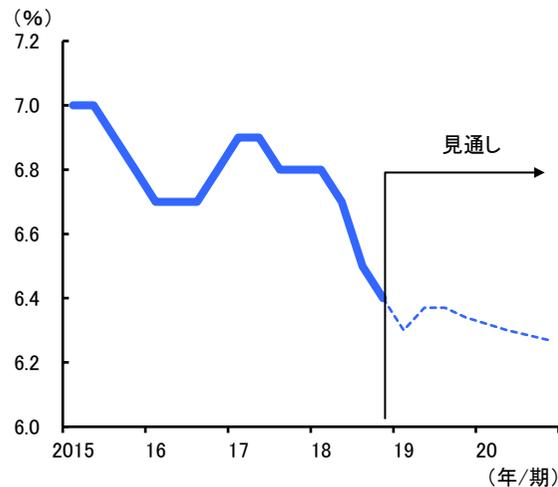
2019年入り後、政府は相次ぎ内需刺激策を発表。たとえば、預金準備率の引き下げ、企業向け減税と社会保障負担軽減（計2兆元規模）、地方債発行の前倒し、自動車や家電に対する購入補助金など。今後、こうした措置の景気下支え効果が顕在化する公算大。

第2は、米中対立の当面の緩和。中国政府は、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。

実際、経済成長率に先行性を有する複数の経済指標が、足許で改善。まず、製造業新規受注PMI（国内+海外）が、良し悪しの目安となる「50」超を回復。株価も、昨年末から2割程度持ち直し。成長率と高い相関があるインフラ投資も底入れ。

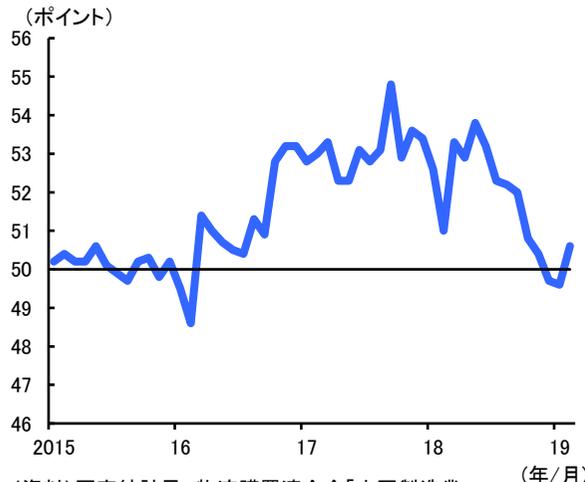
以上のように、中国政府が景気的大幅な下振れを断固回避する姿勢を鮮明にするなか、中国経済は失速を回避できる見通し。もっとも、過剰設備・過剰債務などの構造問題が重しとなるため、成長加速は困難。年ベースの成長率予測は2019年+6.3%、2020年+6.3%と政府目標（6.0～6.5%）のレンジ内に着地する見込み。

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

製造業新規受注PMI(国内+海外)



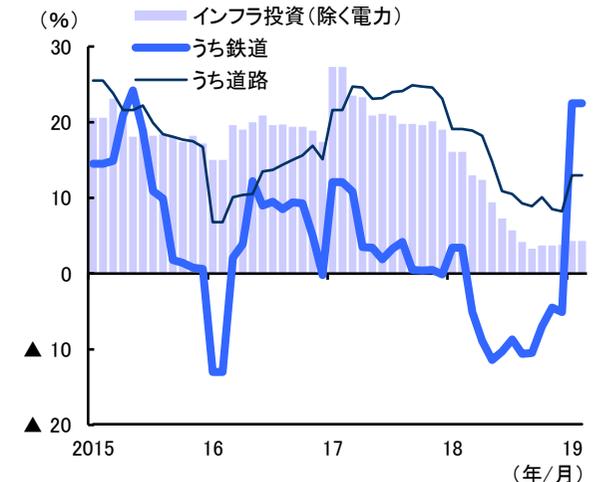
(資料) 国家統計局、物流購買連合会「中国製造業採購經理指数」

2019年の主な内需刺激策

分類	内容
設備投資 拡大策	中国人民銀行が1月15日と25日、預金準備率を0.5%ポイントずつ引き下げ。 全人代で3月5日、約2兆元規模の企業向け減税と社会保障負担軽減を発表。①付加価値税率引き下げ(製造業など16%→13%、運輸業など10%→9%、4月から実施)、②中小企業向けの各種減税、③年金など社会保障費の事業者負担軽減(5月から実施)、の3つが柱。
インフラ投資 促進策	国務院常務会議で1月9日、地方債発行の前倒しを決定。 全人代で、19年の特別地方債の発行枠を2.15兆元と、昨年から8,000億元引き上げると発表。
消費刺激策	国家発展改革委員会や工業情報化部などが連名で1月29日、自動車や家電に対する購入補助金の導入を地方政府に容認すると表明。 全人代で、個人所得税減税、育児や介護に対する優遇措置、雇用安定化に向けた職業訓練(のべ1,500万人規模)などを発表。

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

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」

輸出が減少

◆輸出：減少

輸出は減少基調。とりわけ、米国の輸入関税の引き上げを受けて、米国向けが大幅減少。世界経済に停滞感がみられるなか、米国向け以外にも頭打ちに。

当面、米国の中国製品に対する制裁関税の影響が残るため、米国向けを中心に輸出は一段と減少する見通し。複数の国が安全保障への配慮から中国製通信機械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：失速

昨年秋頃から輸入は失速。米国のみならず、NIEsやASEAN、日本からの輸入も大幅減少。他方、EU、資源国からの輸入は拡大。

品目別にみると、機械類の減少が顕著。これは、リーマン・ショックが発生した2008年、チャイナ・ショックが生じた2015年と同程度的大幅減少。中国が米国製品の輸入関税を引き上げたことが一部寄与しているものの、主因は製造業における設備投資の抑制。

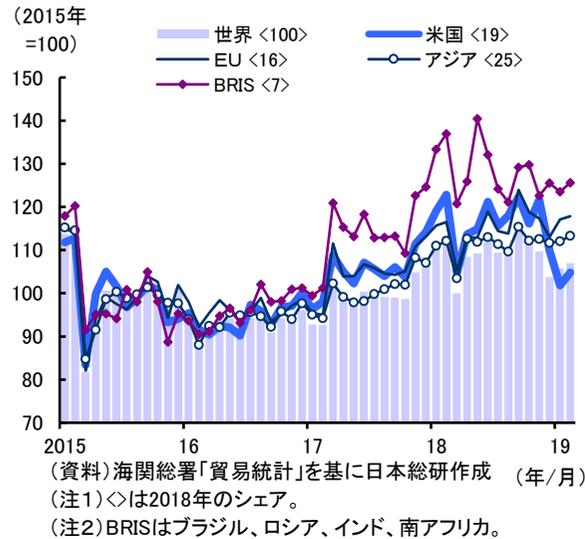
◆対中直接投資：増加が持続

2018年の米ドルベースの対中直接投資（除く金融業）は、前年比+3.0%と小幅減速（金融業を含むベースでは同▲1.0%）。

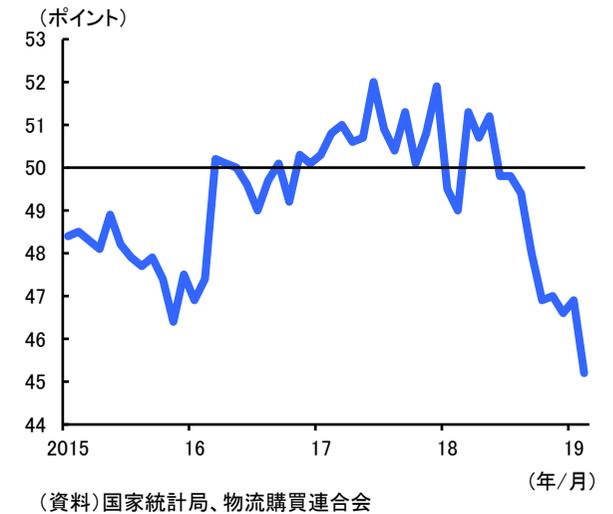
業種別にみると、不動産業や製造業などへの投資が増加。他方、情報通信業への投資は、米国による中国製IT製品への批判の強まりなどから減少。

2019年1～2月も前年同期比+3.0%。米国、EUからの投資額は、それぞれ同+44.3%、+39.1%。貿易摩擦は激化したものの、中国市場の成長性を見込んだ投資は拡大が持続。

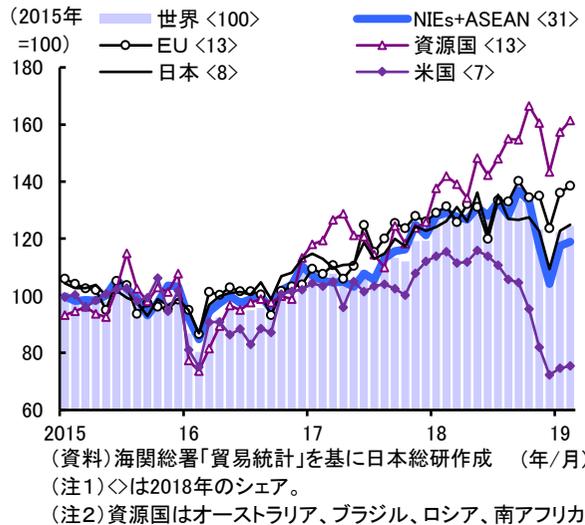
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



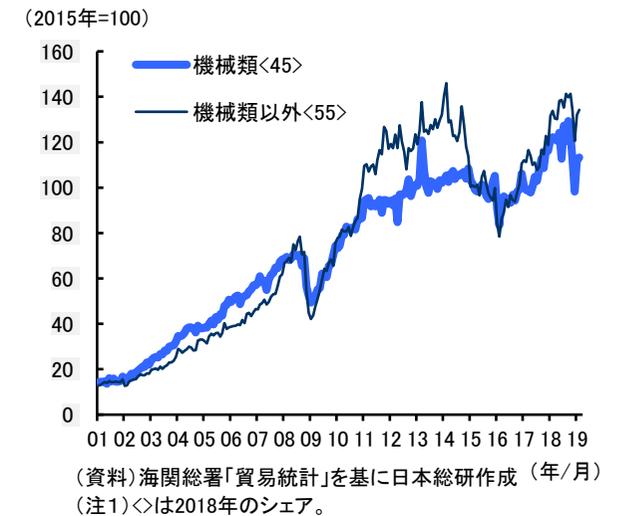
製造業新規受注PMI(輸出向け)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



機械類の輸入額(季節調整値)



小売売上高に底入れの兆し

◆小売売上高に底入れの兆し

1～2月の実質小売売上高は前年同期比+6.6%、名目小売売上高は同+8.2%と、底入れの兆し。自動車や通信機械の売上高が持ち直したことが主因。

自動車販売を台数ベースでみると、同▲14.9%と不振が持続。もっとも内訳をみると、高所得者に人気の排気量2,500cc超の大型車は、株価持ち直しや個人所得税減税（昨年10月開始）を受けて同+28.3%と急拡大。他方、株式保有や所得が相対的に少ない層の支持を集める排気量2,500cc以下の中小型車は、同▲19.4%と一段と減少。

◆住宅販売：持ち直しの動き

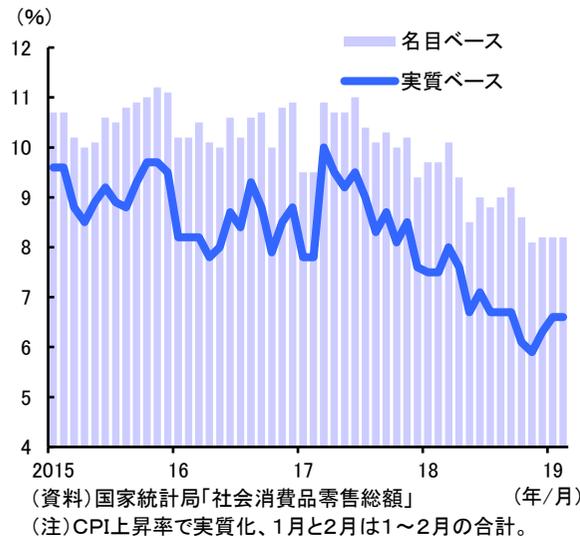
昨年末に政府が一部の住宅購入規制を緩和したため、分譲住宅販売床面積に持ち直しの動き。

◆全人代：安定成長重視スタンスにシフト

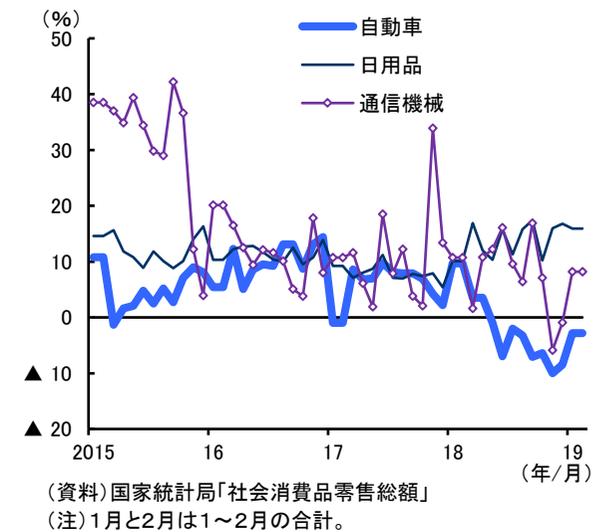
3月の全人代では、大規模な景気対策によって、景気的大幅な下振れを断固回避する政府姿勢が明確化。まず、2兆元規模の企業向け減税と社会保障費負担軽減を決定。①付加価値税率引き下げ（製造業など16%→13%、運輸業など10%→9%、4月から実施）、②中小企業向けの各種減税、③年金など社会保障費の事業者負担軽減（5月から実施）、の3つが柱。加えて、地方債の一つである特別地方債の2019年の発行枠を2.15兆元と、前年から8,000億元引き上げ。これは、地方債発行の前倒しとあいまって、インフラ投資の早期拡大の追い風に。

さらに、今年のCPI上昇率の目標値を3.0%前後と昨年から据え置き。2月のCPI上昇率は1.5%であることを踏まえると、これは高めの目標。財政出動による需要創出だけでなく、金融面でも積極的な景気対策を行うことを示唆。

小売売上高（前年比）



品目別売上高（名目ベース、前年比）



分譲住宅販売床面積（季調値）



経済政策運営の目標と実績

	2018年		2019年
	目標	実績	目標
実質GDP成長率	6.5%前後	6.6%	6.0～6.5%
CPI上昇率	3.0%前後	2.1%	3.0%前後
財政収支の対GDP比	2.6%の赤字	2.6%の赤字	2.8%の赤字
都市部新規就業者数	1,100万人以上	1,361万人	1,100万人以上
調査失業率	5.5%以下	4.9%	5.5%前後

(資料) 政府活動報告各年版、国家統計局を基に
日本総研作成

■インフラ投資は底入れ

◆インフラ投資：底入れ

1～2月の固定資産投資は、前年同期比+6.1%と緩やかな持ち直し傾向。

内訳をみると、インフラ投資が同+4.3%と底入れ。とりわけ、鉄道は同+22.5%と大幅拡大。道路も同+13.0%と持ち直し。政府が安定成長重視のスタンスに転じ、デレバレッジ政策を見直したことが主因。中国政府が需要創出に向けてインフラ整備を加速しているほか、地方融資平台を経由した資金調達が開き、地方政府の資金繰り難が緩和。

先行き、インフラ投資の持ち直しが鮮明化する見込み。すでに中国政府は、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平台の資金需要に応えるよう要求したほか、地方債発行の前倒しと発行枠の拡大を決定。

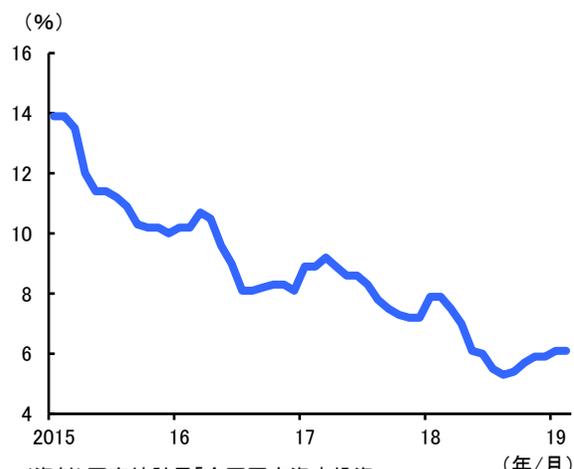
実際、1月には新疆ウルムチ自治区を皮切りに、北京市、広東省などの地方政府が相次ぎ地方債を発行。1～2月の地方債発行額は7,821億元と前年同期の286億元から大幅増。各地方政府は、地方債を発行する際に、調達した資金の用途（道路整備や学校建設、汚水処理など）も表明。インフラ投資の早期持ち直しは、景気の下支えになる見通し。

◆民間固定資産投資：減速

一方で、1～2月の民間固定資産投資は前年同期比+7.5%と減速。製造業の設備投資がスローダウン。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。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ったため、投資採算の悪化を懸念した製造業企業が投資を慎重化。

今後を展望すると、融資拡大や減税などの内需刺激策が民間固定資産投資の押し上げ要因となる一方、設備稼働率の低下が押し下げ要因に。当面、民間投資の減速傾向が続く見通し。

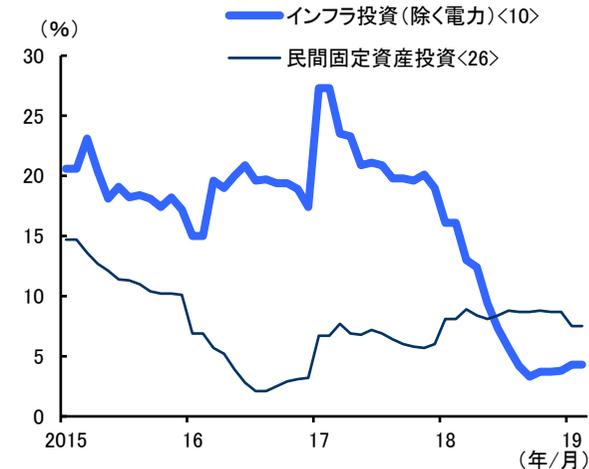
固定資産投資（年初来累計、前年比）



(資料) 国家统计局「全国固定資産投資」

(注) GDPに占めるシェアは43%。

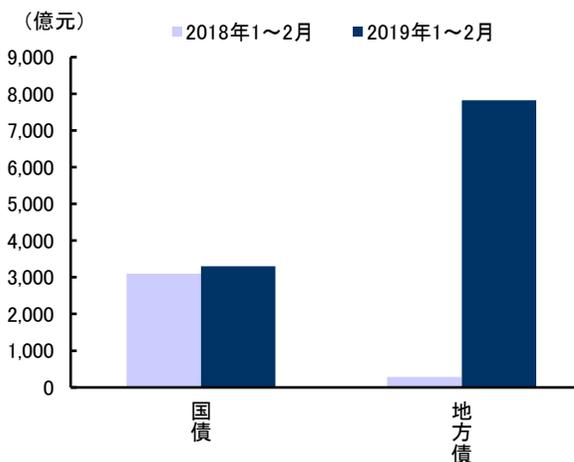
固定資産投資の内訳（年初来累計、前年比）



(資料) 国家统计局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」

(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

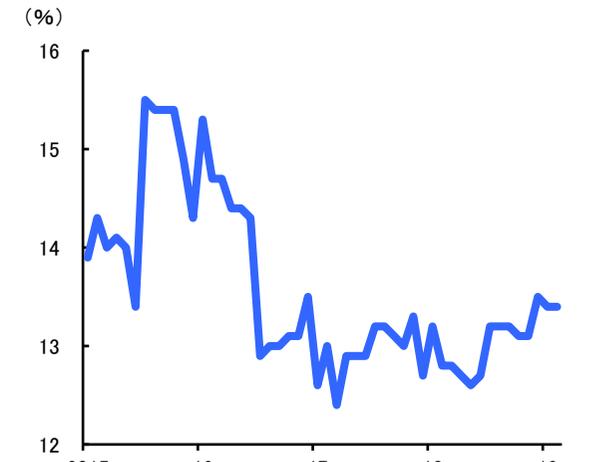
国債と地方債の発行額



(資料) 中国国債登記決算有限責任公司「債券発行量」を基に

日本総研作成

銀行融資残高（前年比）



(資料) 中国人民銀行「金融統計データ報告」

株価は持ち直し

◆物価：インフレ率は弱含み

2月のCPI上昇率は、前年同月比+1.5%と小幅低下。食料品価格の上昇幅縮小やガソリン価格の下落が押し下げ要因に。

PPI上昇率は、同+0.1%と横ばい。国際商品価格の下げ止まりなどが背景。

◆不動産価格：上昇ペースは鈍化

2月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.5%と、4カ月連続で上昇幅が縮小。この背景には、政府の不動産価格抑制策。

もっとも、住宅需要は早晚持ち直しに向かう見通し。昨年末に政府は、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。

さらに、これまで固定資産税にあたる不動産税の導入を検討していたが、住宅価格へのマイナス影響を懸念し、3月の全人代では棚上げ。

◆短期市場金利：低下

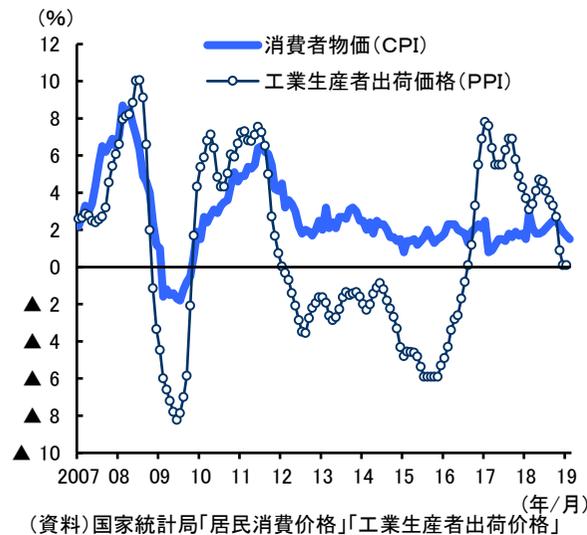
代表的な短期市場金利であるSHIBOR 3カ月物は、昨年末の3.4%から3月28日の2.8%へ低下。これは、政府が安定成長を図るために、短期市場金利を低めに誘導した結果。

◆株価：持ち直し

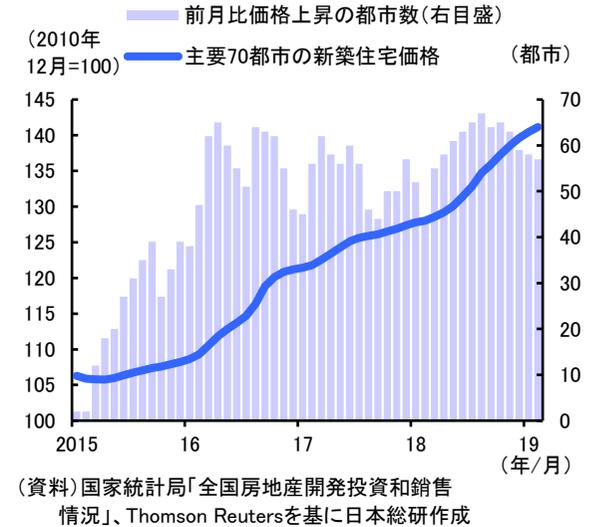
3月28日の上海総合株価指数は、2,995ポイントと昨年末から20.1%上昇。この背景として、米国による関税引き上げの当面の延期、中国政府の安定成長重視のスタンス、米利上げの慎重化などが指摘可能。

株価の持ち直しは、自動車などの高額商品の販売を押し上げる見通し。加えて、企業の株式発行による資金調達の活発化にも繋がる公算大。これは、新興企業の成長、ひいてはイノベーションの促進にも追い風。

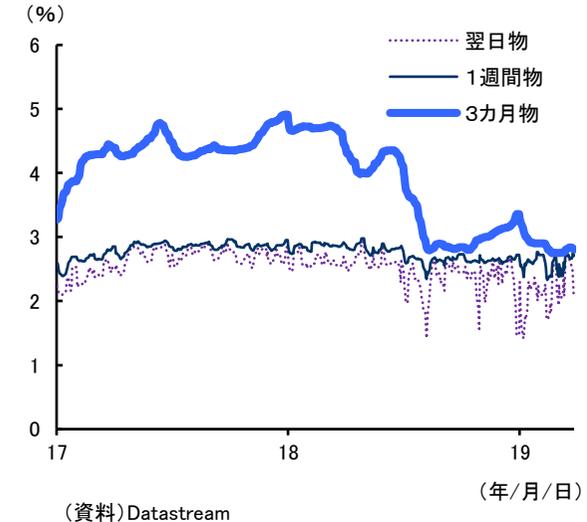
CPIとPPI(前年比)



住宅価格と価格上昇都市数



短期市場金利 (SHIBOR)



上海総合株価指数

