

中国経済展望

2019年5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4月23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：景気減速に歯止め

中国では、1～3月期の実質GDPが前年同期比+6.4%と、減速傾向に歯止め。

米国の輸入関税引き上げや世界経済の停滞感の強まりによって、外需が弱まった一方、政府が景気重視の政策スタンスに転じたため、内需が持ち直し。とりわけ、デレバレッジ政策の見直しを受けて、シャドーバンキングの縮小に歯止めがかかったほか、銀行融資が大幅拡大。この結果、インフラなど公的部門の投資や不動産開発投資が拡大。

◆展望：景気は持ち直し

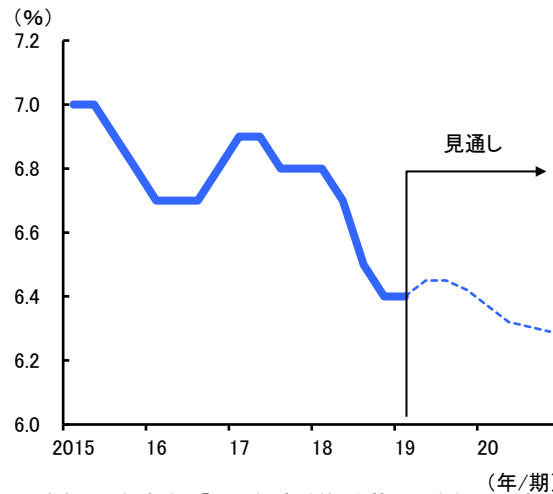
今後を展望すると、景気対策の効果発現によって、4～6月期に成長率はやや持ち直し見通し。本年入り以降も、政府は内需刺激策を相次ぎ発表。具体的には、融資拡大、企業向け減税と社会保障負担軽減（計2兆元）、地方債発行の前倒し、個人向け減税、自動車や家電に対する補助金など。こうした施策の景気下支え効果が顕在化する見込み。

実際、景気の先行指標である製造業新規受注PMI（国内+輸出向け）が、3月時点で2カ月連続で良し悪しの目安となる「50」超を回復。外需の不振が続いていることを踏まえると、内需が急回復しつつあることを示唆。株価も昨年末から3割程度持ち直し。自動車販売についても、高所得者に人気の排気量2,500cc超の大型車は、株価持ち直しや減税措置を受けて回復。

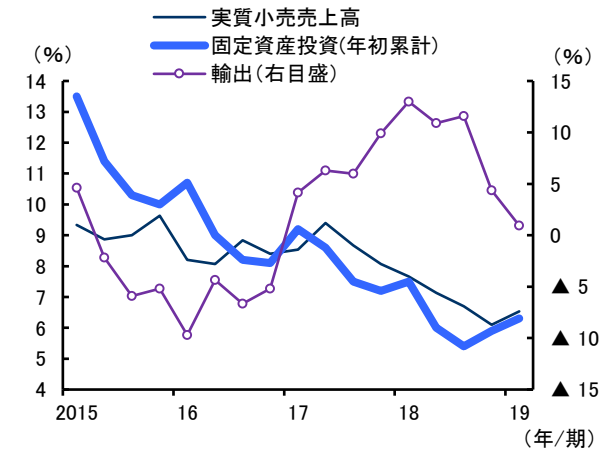
需要項目別にみると、引き続き輸出は景気押し下げ要因となるものの、投資と消費が景気を押し上げる構図となる見込み。

政府の景気対策効果の早期顕在化を踏まえ、2019年通年の成長率見通しを+6.4%と、従来から0.1%ポイント引き上げ。2020年は+6.3%に据え置き。

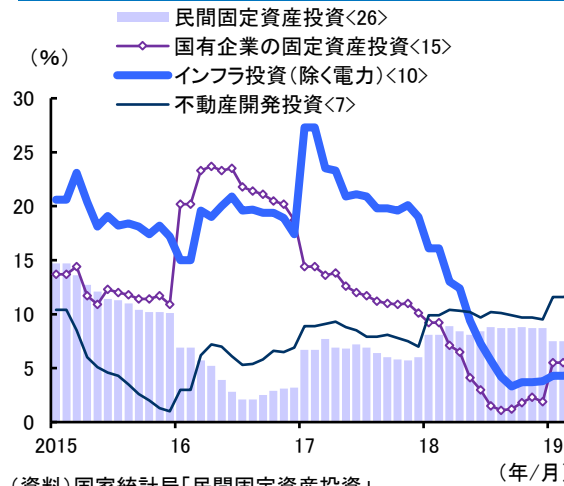
実質GDP成長率（前年比）



主要統計（前年比）

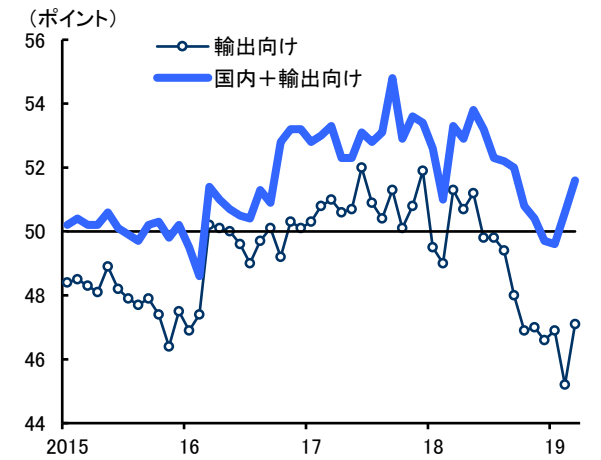


固定資産投資（年初来累計、前年比）



(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

製造業新規受注PMI



米国の制裁関税と世界経済の停滞が輸出の重しに

◆輸出：やや持ち直し

足許の輸出はやや持ち直し。とりわけEU向けとアジア向けは、過去最高水準に。もっとも、これらの持ち直しは一時的な動きと判断。世界経済の停滞感が強まるなか、春節のズレなど暦要因が押し上げ。

米国向けは依然として低水準。米トランプ政権が知的財産権への侵害を理由に、昨年7月から9月にかけて計2,500億ドル規模の中国製品に対して制裁関税を発動したことが背景。

今後を展望すると、米トランプ政権は、中国側の譲歩を受けて追加の制裁関税を見送る見通し。ただし、すでに発動した制裁関税は残る見込み。トランプ大統領は、中国との交渉が合意に達しても制裁関税は解除しないと表明。この結果、米国向け輸出は前年割れの状況が続く見通し。

また、アジアやEU向けについても、世界的なIT需要の回復が遅れていること、Brexit問題に起因する不透明感が残っていることから、回復力は脆弱。

総じてみれば、輸出は緩やかな拡大にとどまると予想。実際、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。

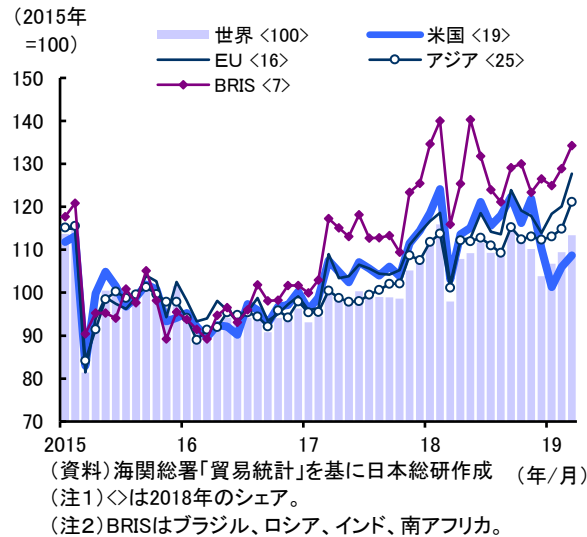
◆輸入：やや持ち直し

輸入もやや持ち直し。資源国からの輸入が、インフラ投資などの底入れにより高めの水準を維持。

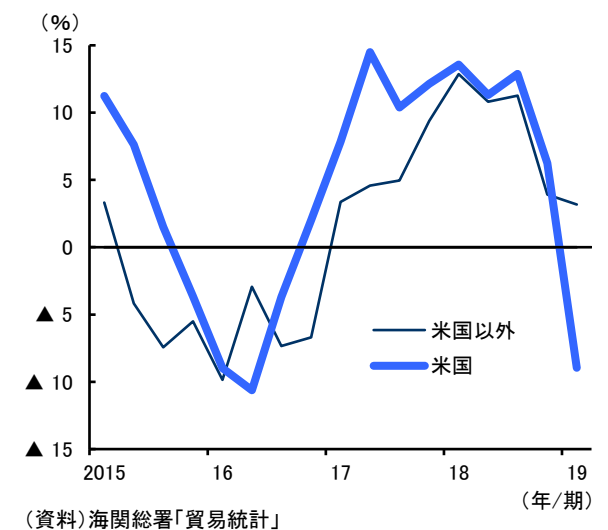
他方、米国からの輸入は低水準。習近平政権が、計1,100億ドル規模の米国製品に対して報復関税を発動したことが主因。

NIEsやASEAN、日本からの輸入も、製造業の設備投資抑制を受けて低水準。機械類の輸入は、急激な減少に歯止めがかかったものの、回復力は乏しく依然として低水準。

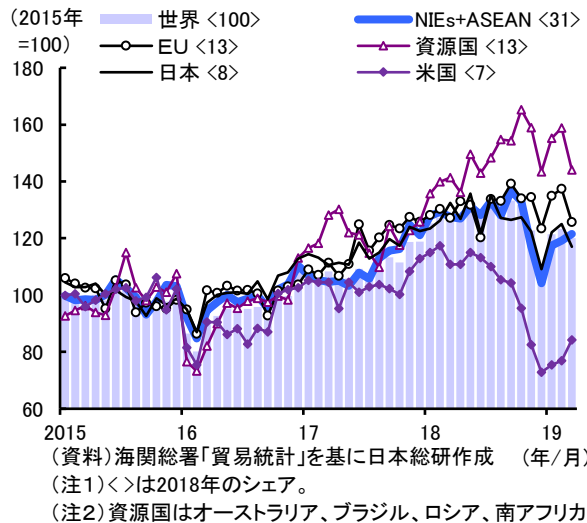
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



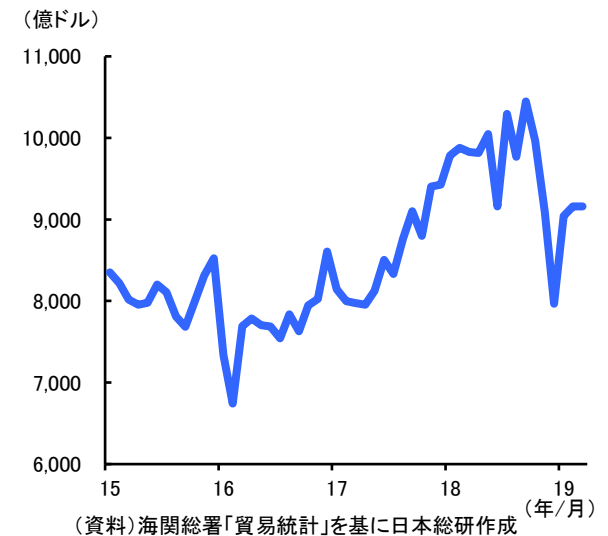
地域別輸出額(前年比)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



機械類の輸入額(季調値年率)



小売売上高の減速に歯止め

◆小売売上高：減速に歯止め

3月の実質小売売上高は前年同月比+6.4%、名目小売売上高は同+8.7%と、減速に歯止め。自動車や通信機械の売上高が持ち直しつつあることが主因。

自動車販売台数は同▲5.2%と減少幅が縮小。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+57.2%と急拡大。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以下の中小型車も、同▲12.9%と減少幅が縮小。

携帯電話（9割はスマートフォン）の販売台数も同▲6.0%と減少幅が縮小。株価の持ち直しによって高所得者を中心に購買力が向上。主要ブランドの値下げなどもプラスに寄与。

先行き、政府の消費刺激策の効果も発現する見通し。本年入り後、政府は教育費・医療費・住宅ローンの利子費用・家賃・高齢者扶養についての特別控除を導入する等の個人向け減税を実施。加えて、自動車や家電に対する購入補助金も開始。いち早く北京市政府は、テレビや冷蔵庫など15種類の家電に対して販売価格の8～20%の補助金を支給。浙江省、湖南省、河北省、江蘇省なども準備中。所得が高めの伸びを維持しているなか、これらの消費刺激策は大きな効果を発揮する見通し。

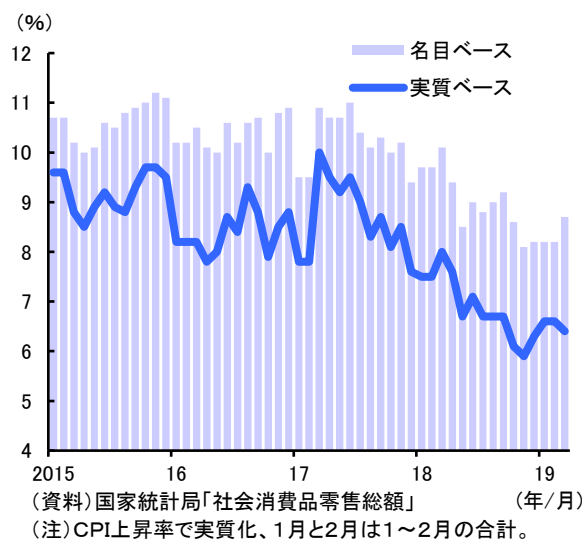
◆所得環境：高めの伸びが持続

1～3月期の可処分所得は前年比+8.7%と、昨年並みの高めの伸びを維持。中国人民銀行が全国2万世帯を対象に行ったアンケート調査の結果をみても、将来の所得環境に対して自信を持つ世帯比率は依然として高い状況。

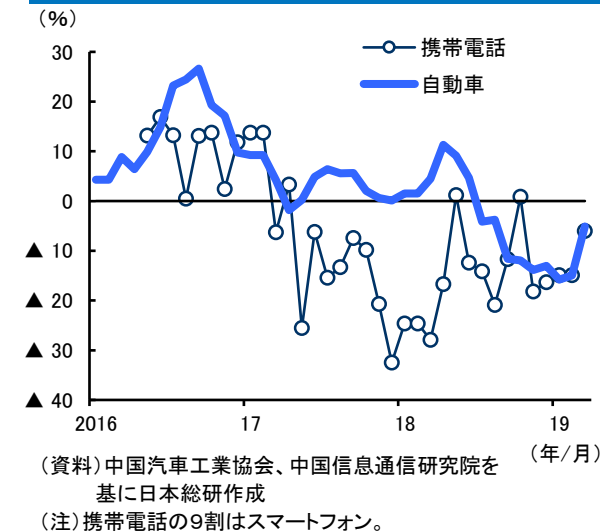
◆住宅販売：持ち直し

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は持ち直し。

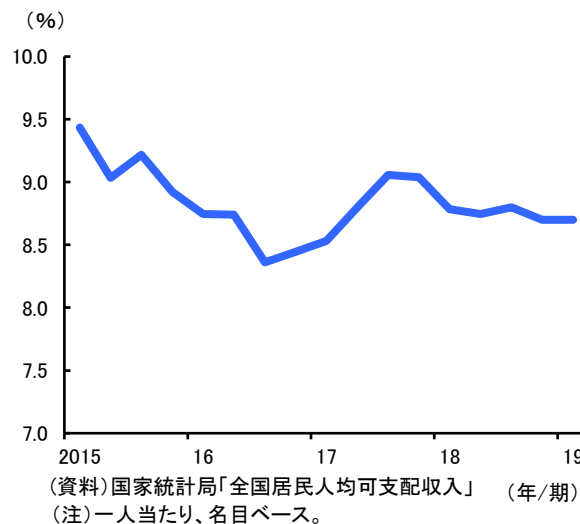
小売売上高(前年比)



自動車と携帯電話の販売台数(前年比)



可処分所得(年初来累計、前年比)



分譲住宅販売床面積(季調値)



インフラ投資や不動産開発投資が拡大

◆インフラ投資：底入れ

固定資産投資は、長期低落の後、昨秋から緩やかな持ち直し傾向。内訳をみると、インフラ投資が底入れ。とりわけ、鉄道の持ち直しが顕著。政府が景気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。

金融面では、まず短期金利の低め誘導や預金準備率引き下げなど金融緩和に舵。加えて、銀行に対しては簿外取引（いわゆるシャドーバンキング）の縮小の期限を延長したほか、地方融資プラットフォームの資金需要にこたえるよう要請するなど、金融規制・監督を緩和する方向へ修正。財政面でも、需要創造に向けてインフラ整備を加速するとともに、地方政府にインフラ投資の拡大を要請。

このようなデレバレッジ政策の見直しにより、地方融資プラットフォームを経由した資金調達が再開され、地方政府の資金繰り難が緩和。

当面、インフラ投資の拡大が主な景気押し上げ要因に。本年入り後、政府はインフラ投資促進策として地方債発行の前倒しを決定。1～3月期の地方債発行額は1兆4,067億元と前年同期の2,195億元から大幅増。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。

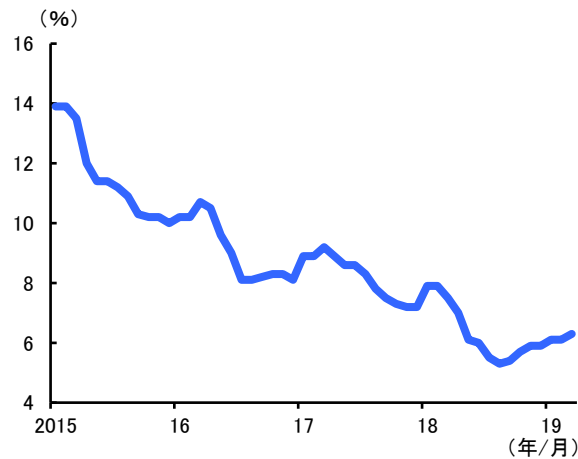
◆不動産開発投資：一段と拡大

不動産開発投資は、住宅需要の持ち直しやデレバレッジ政策の見直しを受けて一段と拡大。

◆民間固定資産投資：減速

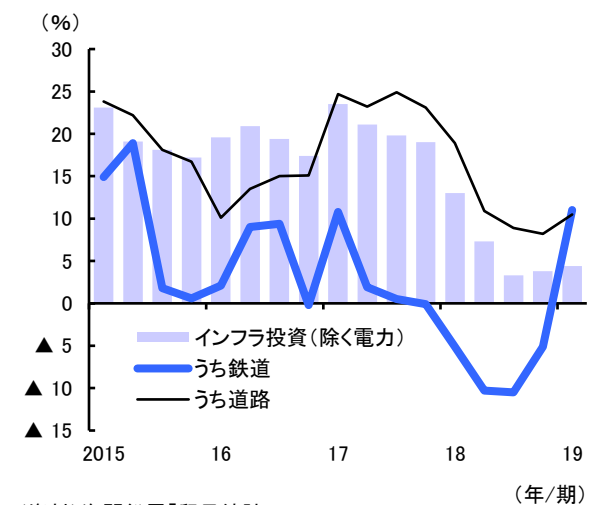
民間固定資産投資は減速。製造業の設備投資が、過剰投資の反動によりスローダウン。融資拡大や減税などの景気対策によって、先行き失速するリスクは後退したものの、企業収益の悪化や設備過剰感の残存などによって、早期の持ち直しは期待薄。

固定資産投資（年初来累計、前年比）



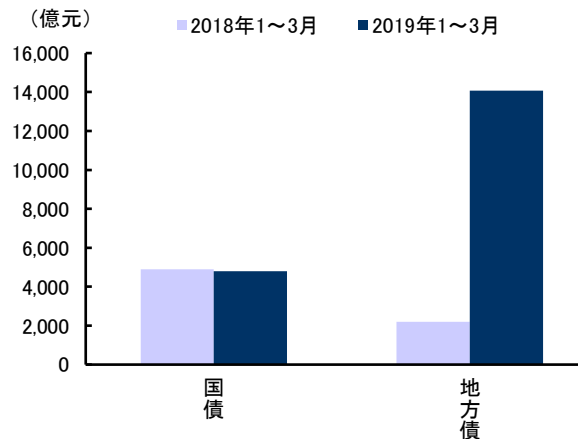
(資料) 国家统计局「全国固定資産投資」
(注) GDPに占めるシェアは43%。

インフラ投資（年初来累計、前年比）



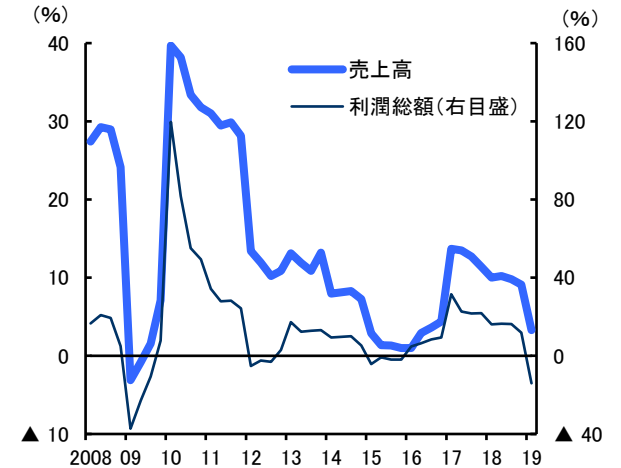
(資料) 海関総署「貿易統計」

国債と地方債の発行額



(資料) 中国国債登記決算有限公司「債券発行量」を基に
日本総研作成

工業企業の売上高、利潤総額（前年比）



(資料) 国家统计局

(注) 各年1～2月、1～5月、1～8月、1～11月の値。

不動産市場が持ち直し

◆インフレ率：一進一退

3月のCPI上昇率は、前年同月比+2.3%と強含み。生鮮野菜などの食料品価格が天候不順により大幅上昇したことが主因。

PPI上昇率は、同0.4%と小幅上昇。国際商品価格の上昇や内需の持ち直しが背景。

◆不動産価格：上昇ペースは加速

3月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.6%と、5カ月ぶりに上昇幅が拡大。70都市のうち、価格が上昇したのは65都市と前月から8都市増加。

この背景には、不動産価格抑制策の緩和による住宅需要の持ち直しが指摘可能。3月の分譲住宅販売床面積（季調値）は、直近のボトムとなった昨年10月から+13.4%増加。

当面、景気重視の政策スタンスが続くことで、住宅市場の活況は続く見通し。

◆短期市場金利：低水準が持続

代表的な短期市場金利であるSHIBOR3カ月物は、6月から8月にかけて約1.5%ポイント低下した後、3%前後の低水準で推移。昨年7月に習近平国家主席が「6つの安定」（雇用、金融、貿易、対中投資、固定資産投資、成長期待）を政策当局に要請したことで、金融政策スタンスが緩和モードに転換。当面は、低金利政策が継続される見通し。

◆株価：持ち直し

4月22日の上海総合指数は、3,215ポイントと昨年末から28.9%上昇。政府の景気対策効果の早期顕在化などが背景。消費にも資産効果が顕在化。加えて、企業の株式発行による資金調達の活性化にも繋がる公算大。もっとも、企業収益の回復ペースは緩やかであるため、年初来の急ピッチの上昇は持続困難。

