

中国経済展望

2019年7月



調査部 マクロ経済研究センター

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

- ◆本資料は2019年6月27日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆照会先： 関辰一（Tel: 03-6833-6157 Mail: seki.shinichi@jri.co.jp）
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

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。

政策による下支えで景気失速回避

◆もたつく景気回復

中国景気は、外需の低迷が続いているほか、内需の回復にも遅れ。輸出は米国による関税引き上げなどにより、増勢が鈍化。底入れの動きが見られた固定資産投資と実質小売売上高の増勢も足許でやや鈍化。

とりわけ、昨年までのデレバレッジ政策の影響が残り、地方経済が低迷。インフラ投資への依存度の低い広東省や江蘇省、浙江省の経済成長率は小幅低下にとどまるものの、依存度の高い内モンゴル自治区や吉林省、天津市、重慶市の経済成長率は急落したのち低水準が持続。地方経済の低迷が、自動車の生産・販売などの重石に。一方、政府の内需刺激策によって鉄道投資や情報通信機械の生産が拡大。しかし、デレバレッジ政策のマイナス影響が想定以上に大きいため、景気回復は遅れている状況。

◆景気はいったん持ち直す見込み

今後を展望すると、4～6月期の成長率は再び弱含むものの、政策による下支えで景気失速は回避される見通し。政府は、融資拡大、企業向け減税と社会保障負担軽減、地方債発行の前倒しなどに加え、春以降にハイテク製造業向けの補助金導入や税制優遇、追加の自動車販売てこ入れ策などを表明。こうした景気下支え効果が徐々に顕在化してくる見込み。

足許の回復の遅れを踏まえ、2019年通年の成長率見通しを+6.3%と、従来から0.1%ポイント引き下げ。2020年は+6.3%に据え置き。景気がいったん持ち直すという予想は従来から変更しないものの、そのタイミングは後ずれすると判断。

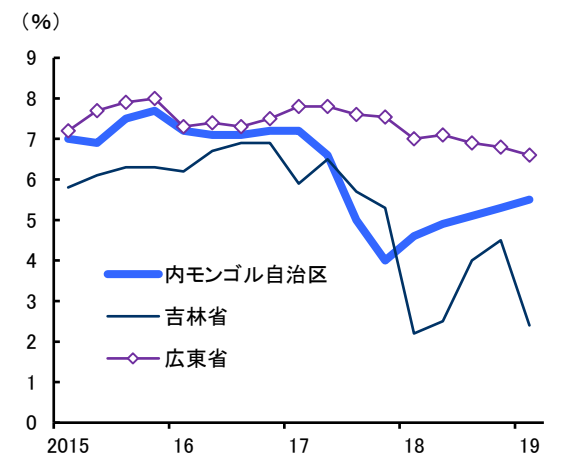
リスク要因は、米トランプ政権による3,000億ドル規模の中国製品に対する追加関税の発動。また、地方銀行の破綻が金融システム不安・景気失速に繋がる可能性も。

主要統計(前年比)



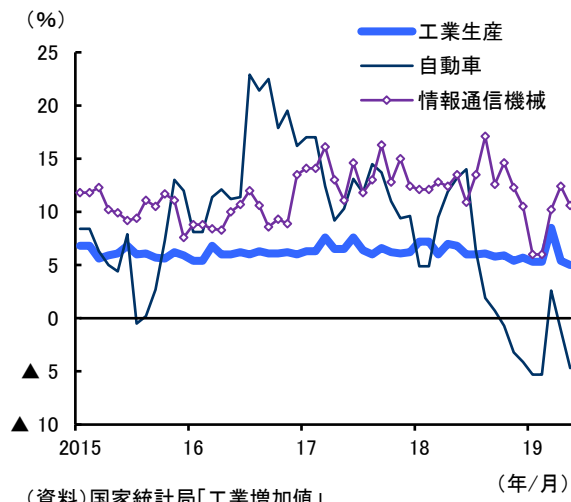
(資料)海関総署「貿易統計」、国家统计局「社会消费品零售总额」「居民消费价格」「全国固定资产投资」を基に日本総研作成
(注)1月と2月の値は1～2月の合計。

地域別実質成長率(年初来累計、前年比)



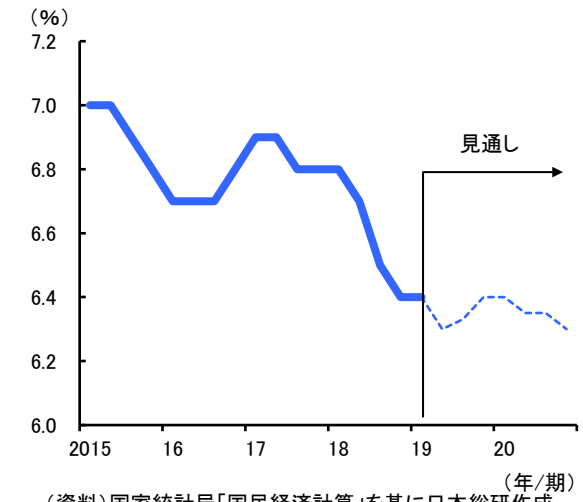
(資料)国家统计局「地区生産総値」

工業生産(前年比)



(資料)国家统计局「工業增加值」

実質GDP成長率(前年比)



(資料)国家统计局「国民経済計算」を基に日本総研作成

輸出は低水準が持続

◆輸出は弱い動き

米国向けは減少。昨年7、8月に米トランプ政権が合計500億ドル規模の中国製品の関税率を25%に引き上げ、9月に2,000億ドル規模の中国製品の関税率を10%に引き上げたことが主因。他の地域向けも、景気の停滞を受けて横ばい圏内で推移。

今後を展望すると、米国向けは減少が続く見通し。今年5月に食料品や家具などを含む上記の2,000億ドル規模の中国製品の関税率が25%に引き上げられたため、これらの品目の輸出が減少する見込み。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や、Brexit問題に起因する不透明感から、回復力は脆弱。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。

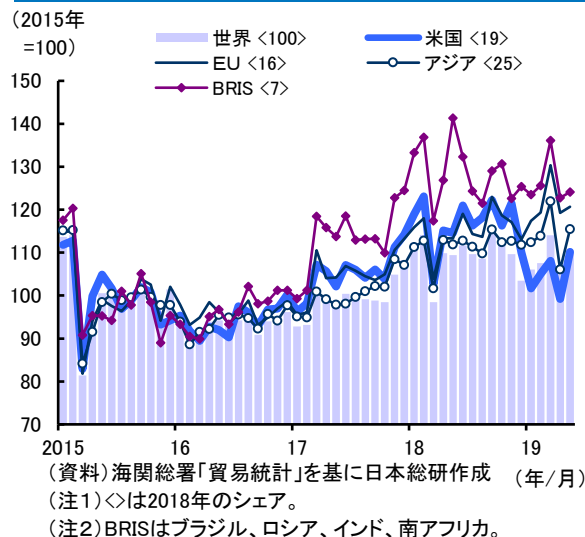
◆輸入も総じてみれば低水準

米国からの輸入が大幅減少。中国政府が大豆輸入を抑制したほか、米国製品の輸入関税を引き上げたため。もっとも、NIEsやASEAN、日本からの輸入は弱含みながらも、大きくは落ち込んでおらず。機械類の輸入も減少に歯止めがかかり、その後横ばい圏内で推移。これは、製造業の設備投資の減少が一服したことを示唆。

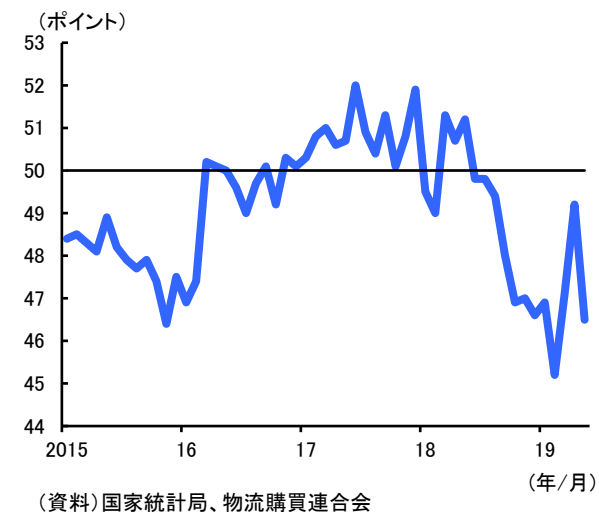
◆対中直接投資は増勢持続

1～5月の対中直接投資（除く金融業、米ドルベース）は前年同期比+3.7%と増加傾向が持続。中国市場の成長性を見込んだ投資は引き続き拡大。EUからの投資額は同+25.5%と大幅拡大。日本と米国も、それぞれ同+13.8%、3.6%と拡大。今後、安全保障問題が投資抑制に働くものの、市場の成長性が投資を呼び込み、対中直接投資は増勢を持続する見通し。

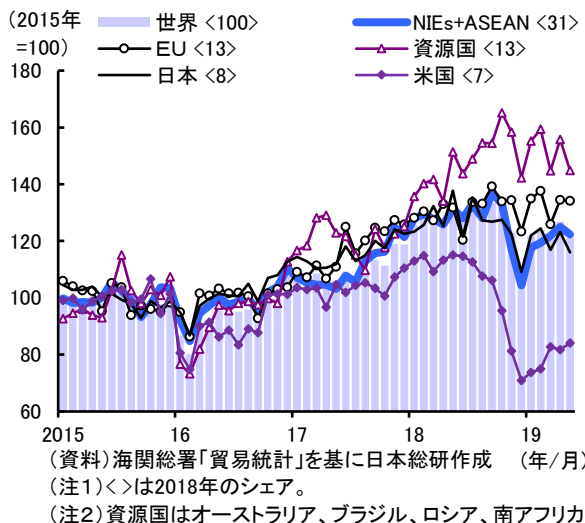
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



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)



遅れる自動車市場の回復

◆小売売上高の増勢はやや鈍化

5月の実質小売売上高は前年同月比+5.9%、名目小売売上高は同+8.6%に回復。もっとも、大型連休があったことを踏まえると、実態は低調と評価。もともと例年の労働節休暇は5月1日の1日のみであったものの、政府は消費拡大をねらいとして5月2日、3日を祝日にする一方、4月28日と5月5日（いずれも日曜日）を勤務日に変更。この結果、5月1日から4日までの大型連休が誕生。

4～5月でならしてみると、小売売上高の増勢は1～3月からやや鈍化。足許で雇用・所得環境が悪化している可能性。

◆自動車販売は減少

5月の自動車販売台数は前年同月比▲16.4%と減少幅が拡大。この背景として、地方経済の低迷や米国車の買い控えが指摘可能。

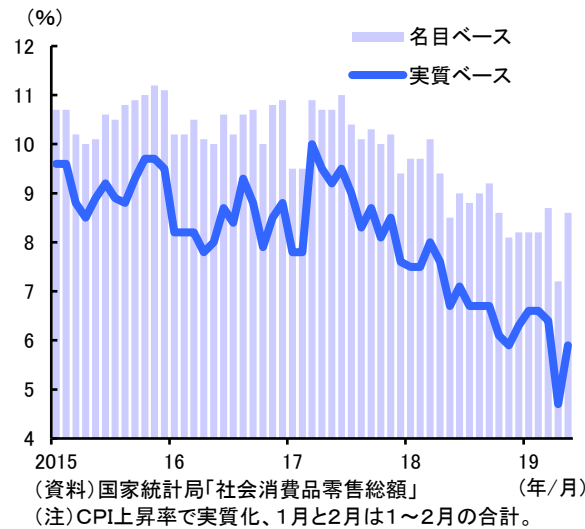
沿海部大都市でのシェアが高い日本車は同+1.8%増と増加傾向を維持する一方、内陸部中小都市で高いシェアを持つ中国ブランド車は同▲28.2%と大幅減少。米国ブランドも厳しい米中関係が続くなか同▲20.4%と減少。

もっとも、先行き自動車販売は地方経済の回復や自動車販売でこ入れ策を受けて持ち直しに転じる見通し。中国政府はデレバレッジ政策を見直し、地方経済を支援する構え。また、国家発展改革員会は6月6日、追加の自動車販売でこ入れ策を発表。例えば、地方政府に対し、乗用車ナンバープレート規制を新たに導入することを禁止。こうした動きを受けて、広東省はナンバープレート規制を緩和。

◆住宅販売は持ち直し

政府が一部の住宅購入規制を緩和したこと、金融を緩和したことを受けて、分譲住宅販売床面積は持ち直しへ。

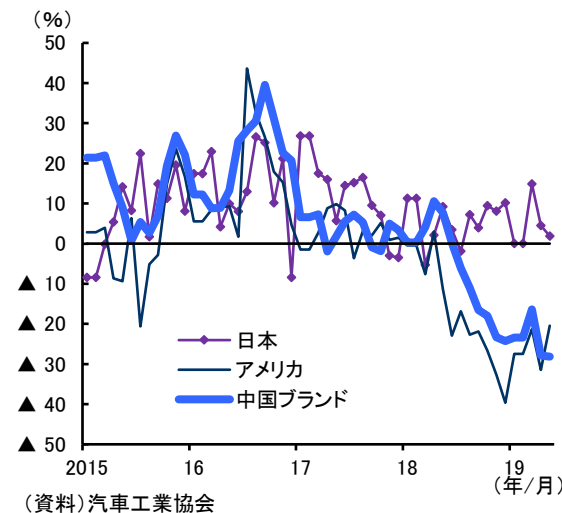
小売売上高(前年比)



自動車と携帯電話の販売台数(前年比)



ブランド別乗用車販売台数(前年比)



分譲住宅販売床面積(季調値)



固定資産投資はやや鈍化

◆固定資産投資はやや鈍化

1～5月の固定資産投資は2カ月連続で増勢が鈍化。内訳をみると、民間固定資産投資が減速。デレバレッジ政策や米中摩擦により需要の回復が遅れたため、企業は投資を抑制。

インフラ投資は緩やかな持ち直し傾向ながら、このところ足踏み状況。中国政府の直轄プロジェクトが多い鉄道投資は大きく拡大しているものの、地方政府の管轄が多い道路等の投資が伸び悩み。地方経済の低迷などにより、地方政府は依然として資金繰り難に直面。

今後を展望すると、民間投資は政府の投資促進策を受けて回復に向かう見通し。政府は春以降にハイテク製造業向けの補助金導入や優遇税制を表明。例えば、重慶市政府は4月29日、産学官によるハイテク製造業プロジェクト（製造業创新中心）に対して最大2,000万元の補助金を3年間支給すると発表。中国政府も5月8日、集積回路とソフトウェア産業に対する企業所得税の減免を決定。6月6日、商用5Gライセンスを大手通信事業者3社と中国広播電視網絡有限公司に交付。

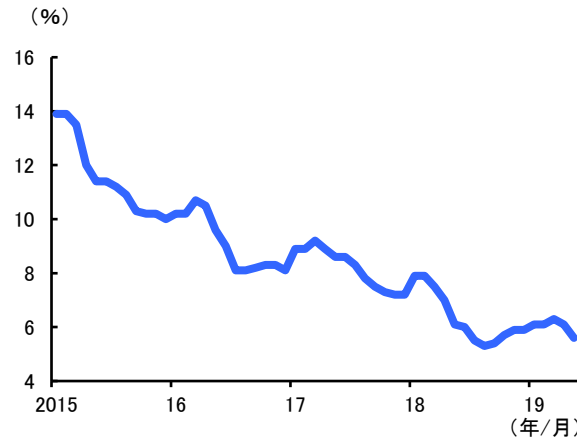
加えて、中国政府は地方政府に企業向け減税と社会保障負担軽減の実施状況を報告するよう求め、とりわけ製造業に対する付加価値税減税の着実な実施を要請。

インフラ投資は年後半に加速する見込み。6月11日、中国政府は金融機関や地方政府に対して、地方債発行によるインフラ整備を進めるよう通知。今後、地方政府の資金繰り難は和らぐ公算大。

◆金融システムの動揺に要警戒

昨年までのデレバレッジ政策が、地方経済に想定以上のダメージを与えたため、銀行破綻のリスクには要警戒。政府は20年ぶりに銀行を接収するなど金融システム不安の回避に注力。

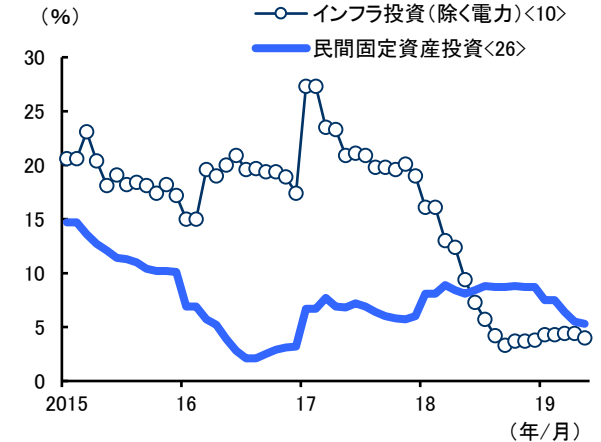
固定資産投資（年初来累計、前年比）



（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%。

民間投資とインフラ投資

（年初来累計、前年比）



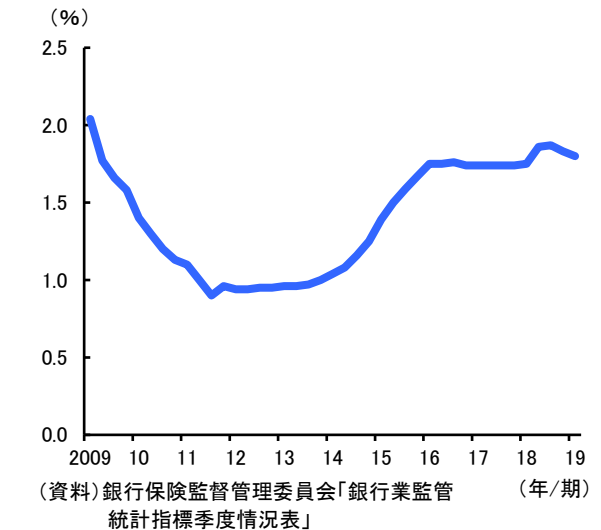
（資料）国家統計局「全国固定資産投資」
（注）<>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

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」

商業銀行全体の不良債権比率



（資料）銀行保険監督管理委員会「銀行業監督統計指標季度状況表」

過度なリスクオフ姿勢は後退

◆インフレ率：一進一退

5月のCPI上昇率は、前年同月比+2.7%と強含み。生鮮果物や生鮮野菜の価格が天候不順により大幅上昇したほか、豚肉価格が供給不足により高騰。

PPI上昇率は、同+0.6%と小幅下落。国際商品価格の下落や内需の回復の遅れが背景。

◆不動産価格：一段と上昇

5月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.7%と一段と上昇。70都市のうち、価格が上昇したのは67都市と前月と同数。

この背景には、不動産価格抑制策の緩和と金融緩和が指摘可能。これらの結果、5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+7.9%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。

◆株価：小幅に持ち直し

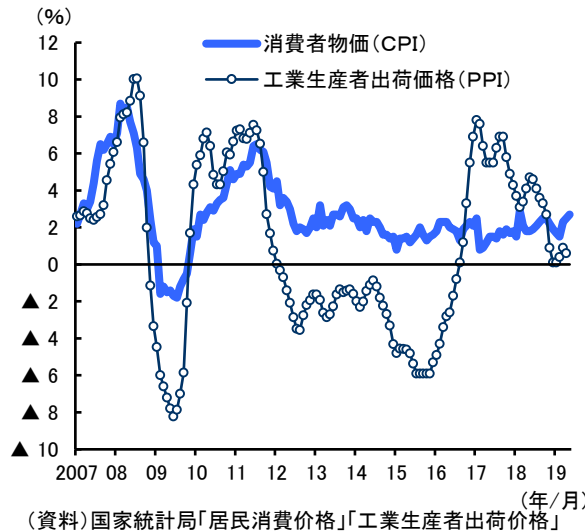
6月入り後、上海総合株価指数は小幅に持ち直し。市場は、米FRBによる利下げの検討や中国政府による金融・財政政策、G20大阪サミットにおける米中首脳会談の開催などを好感。

先行き、株価は上昇に転じる見通し。まず、米中首脳会談で両国が通商協定の再開に合意するとみられ、これにより米トランプ政権による3,000億ドル規模の中国製品に対する追加関税の発動は先送りされると予想。次に、中国の金融・財政政策の景気下支え効果が顕在化するにつれ、景気が持ち直す見通し。

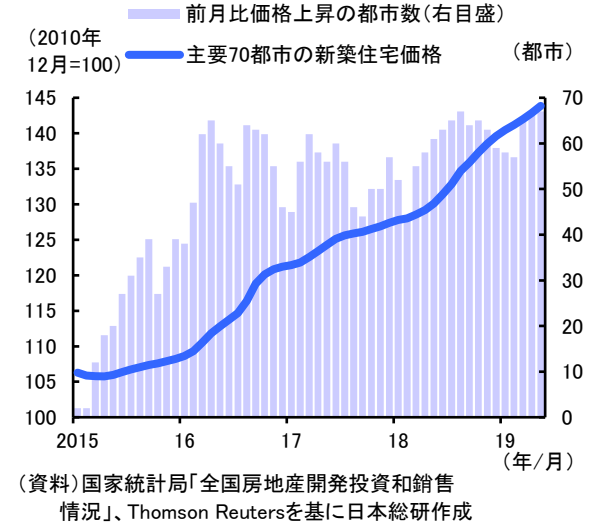
◆人民元レート：元安に歯止め

米中金利差の拡大観測や中国の景気対策、米中通商協定が進展するとの観測を受けて、元安に歯止め。今後、内需の底堅さが確認されるにつれ、いったん元高となる見込み。

CPIとPPI(前年比)



住宅価格と価格上昇都市数



上海総合株価指数



人民元レート

