

中国経済展望

2020年1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12月26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」は下記urlから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。
<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。

景気に底入れの兆し

◆景気に底入れの兆し

中国経済は、米中貿易摩擦で対米輸出が減少し、豚肉価格の高騰が家計の実質所得・実質消費を押し下げているものの、政策の下支えなどにより足許で底入れの兆し。

たとえば、ハイテク製造業向けの減税や補助金、5G免許の交付などによって、コンピュータ・通信その他機器などの固定資産投資が再拡大。世界のIT需要の回復もあいまって、工業生産にも持ち直しの動き。とりわけ、機械類の生産回復が顕著。自動車生産もメーカーの先行き期待の改善を背景に持ち直し。

◆景気は底入れへ

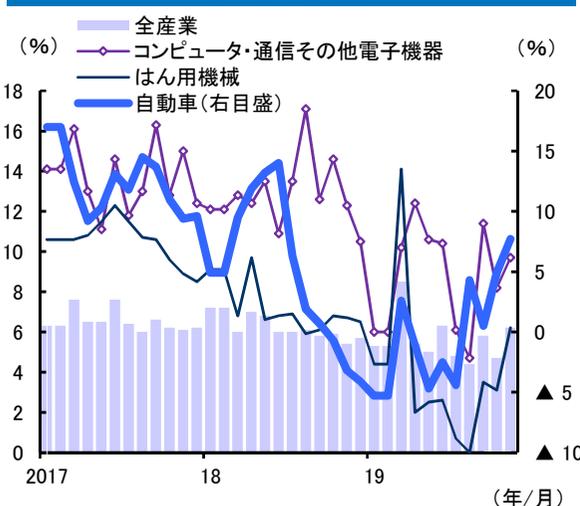
当面、政策による下支えで、景気底入れが明確化する見通し。2019年10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.1%と、小幅に持ち直すすと予想。

まず、ハイテク製造業の固定資産投資拡大の影響が関連産業の投資に波及する見込み。加えて、利下げや当局の金融機関への融資拡大要請も投資持ち直しの要因に。実際、資本財輸入に持ち直しの動きがみられ、民間投資の底入れを示唆。さらに、米中通商交渉の「第一段階の合意」によって、米国が追加関税を見送ったほか、発動済みの制裁関税の一部を引き下げたことも、景気回復に寄与。

もっとも、過剰設備・債務の調整圧力は依然として大きいことを踏まえると、景気の回復力は弱く、政策効果の一巡後は減速傾向に転じる見通し。中国政府は、安定した雇用・所得環境を確保できる範囲内で、緩やかな景気減速を許容する見込み。2019年の実質成長率予測は+6.2%、2020年+6.1%にそれぞれ据え置き。

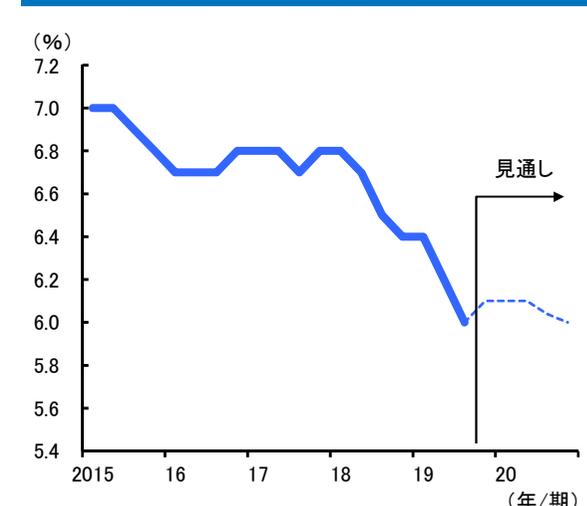
当面の景気下押しリスクとしては、政府の投資抑制の舵取り、企業・家計のバランスシート調整、米中貿易摩擦の激化が指摘可能。

工業生産(前年比)



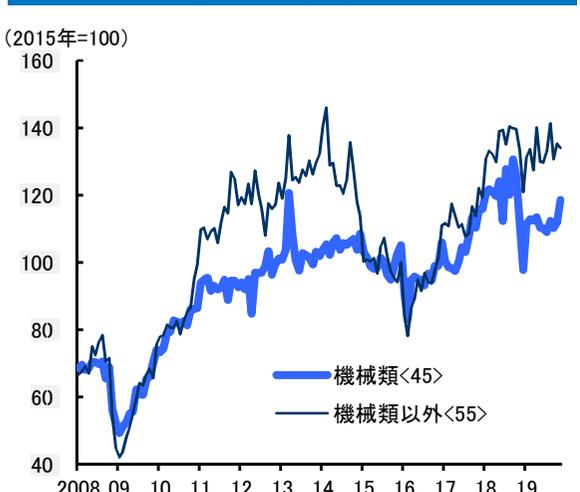
(資料) 国家統計局「规模以上工业增加值」

実質GDP成長率(前年比)



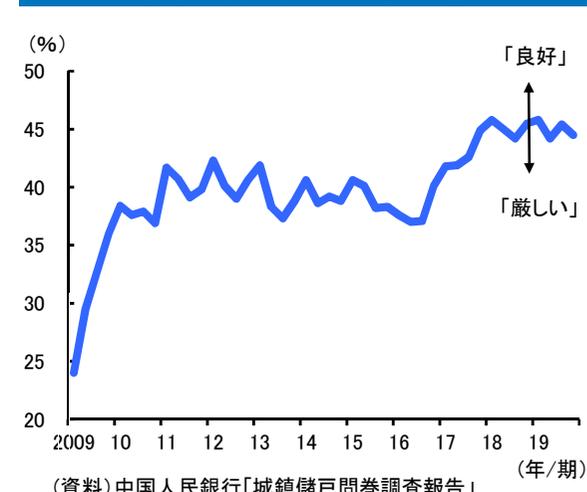
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

輸入額(季調値)



(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成 (年/月)
(注) <>は2018年のシェア

雇用環境の現状DI(季調値)



(資料) 中国人民銀行「城鎮儲戸問巻調査報告」
(注) 雇用環境の現状DIは「雇用環境は良好」-「厳しい」+50、調査対象は全国2万世帯、日本総研が季節調整。

農産品輸入の数値目標は達成が困難

◆輸出は弱い動き

米国向け輸出は減少。米トランプ政権が合計3,600億ドル規模の中国製品の関税率を引き上げたため。他の地域向けも景気の停滞を背景に横ばい圏内で推移。

今後、半導体などのIT需要の回復や各国の景気対策効果の顕在化などを背景に、アジアやEU向けは再拡大する見通し。米中通商協議が「第1段階の合意」に至ったことで、対米輸出も底入れする見込み。米国政府が12月に予定していたスマートフォンやノートPC、玩具など1,600億ドル分の関税率の引き上げを見送り、9月に発動した15%の追加関税(1,100億ドル規模)を7.5%に引き下げ。これらの結果、輸出総額は緩やかな拡大に向かう見通し。実際、財新と国家統計局の製造業新規受注PMI(輸出向け)はいずれも改善。

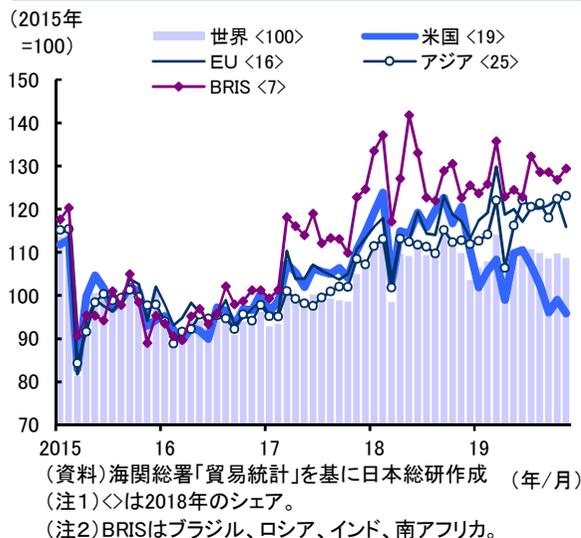
◆輸入に持ち直しの兆し

米国からの輸入は低迷持続。中国政府が1,100億ドル規模の米国製品の輸入関税を引き上げたため。EUや日本からの輸入に持ち直しの兆し。

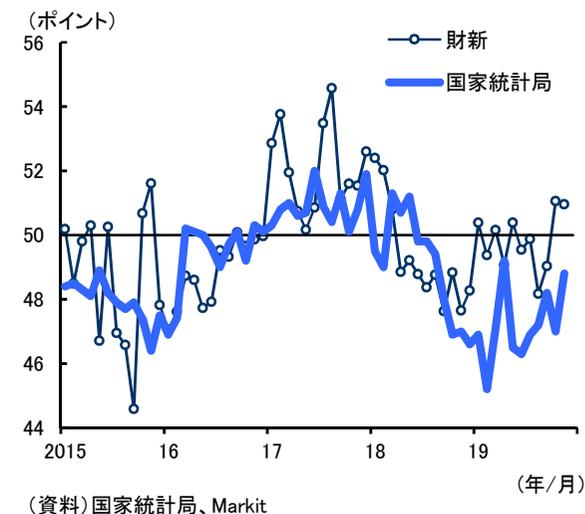
米国政府は「第1段階の合意」によって、中国がサービスを含めて2年で2,000億ドル分の対米輸入を増やし、とくに農産品は年400~500億ドルへ増やすと発表。

もっとも、これらの数値目標の達成は困難。米中貿易摩擦が激化する以前、中国は米国から農産品を毎年約170億ドル輸入。他方、農産品の輸入総額は約570億ドル。輸入総額を増やさずにこの数値目標を実現させると、農産品輸入の7~9割が米国産となり、他国との貿易関係を考慮すると困難。輸入総額を大幅に引き上げると、国内農家の経営を圧迫。中国政府が米国の主張する数値目標を公に認めていないことを勘案しても、いずれ中国の輸入実績が数値目標に届かないことが米中間の火種になるリスク。

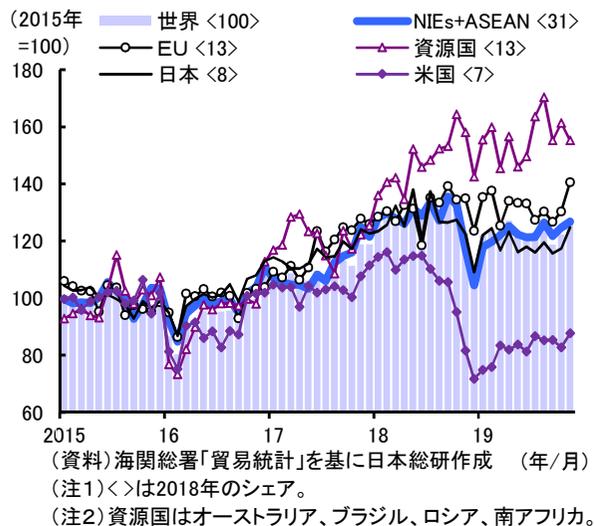
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



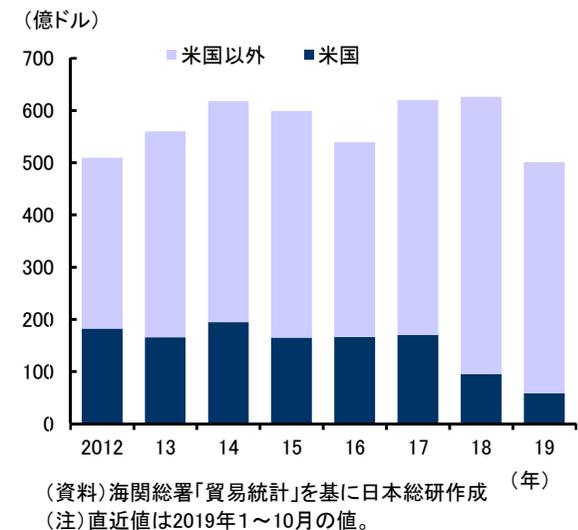
製造業新規受注PMI(輸出向け)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



農産品の輸入額



■ 豚肉価格の高騰が家計の重石に

◆ 小売売上高は増勢鈍化

小売売上高の増勢は鈍化。足許では、豚肉価格の高騰による家計の購買力低下が主因ながら、本統計は消費拡大の実態を十分に反映できていない一面あり。

すなわち、モノの売上高と店舗での飲食のみが調査対象で、カバーする範囲は消費全体の6割程度。他方、全消費の4割程度にのぼるサービス消費は、高い伸びが持続。たとえば、宅急便の売上高は前年比2割増のペースで安定的に拡大。最終消費のGDP寄与度も安定した推移。個人消費の実勢は、小売売上高が示すよりも堅調であると判断。

◆ 雇用・所得環境は安定的

米中貿易摩擦などの影響で人員をリストラする動きが一部あるものの、サービス業の拡大によって、政府としてはかつてのように+6.5%以上の実質成長率にこだわらなくとも、雇用・所得環境の安定を確保可能に。実際、経済成長率が低下したものの、名目可処分所得の伸びや雇用環境の現状DIは高水準が持続。

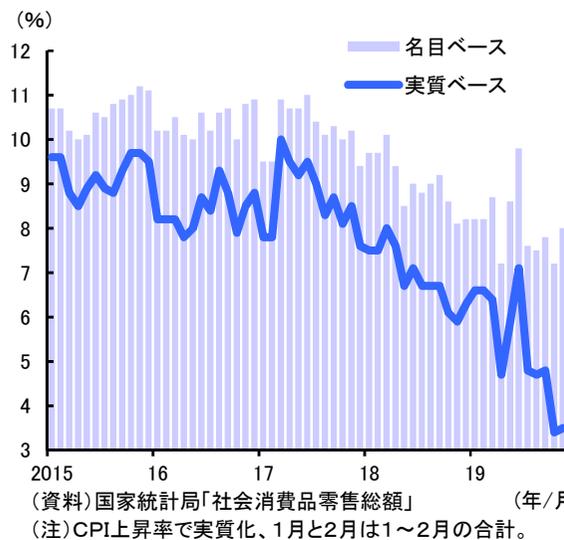
◆ 自動車販売は低迷

自動車販売台数は低迷持続。インフラ投資・地方経済の回復力が弱いため。他方、自動車生産台数は5月をボトムに緩やかながらも持ち直し。メーカーの先行き期待が改善。

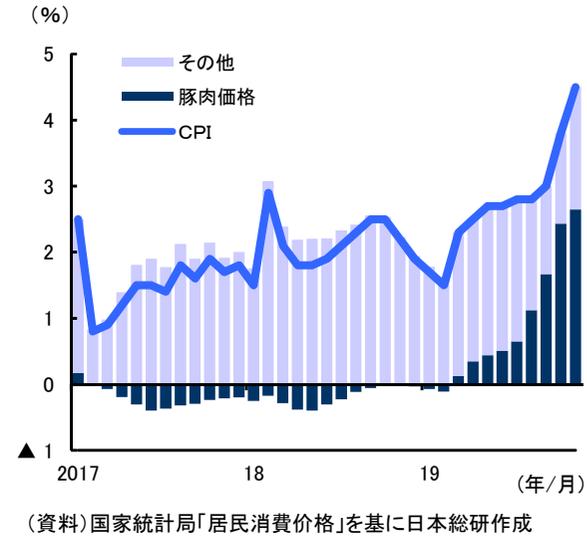
◆ 住宅販売は緩やかに増加

分譲住宅販売床面積は金融緩和を主因に増加。もっとも、政府が不動産市場の過熱抑制に向け、需要抑制策を講じているため、住宅販売の増加ペースは緩やか。今後を展望しても、緩和的な金融政策と引き締めぎみの不動産政策の組み合わせの下、分譲住宅販売床面積は緩やかな増加傾向を維持する見通し。

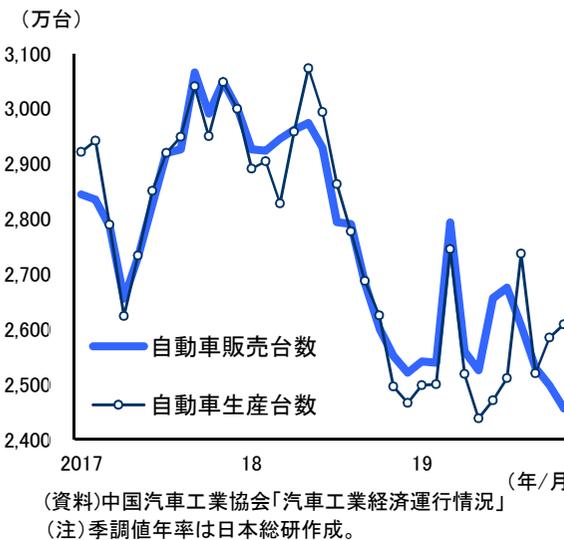
小売売上高(前年比)



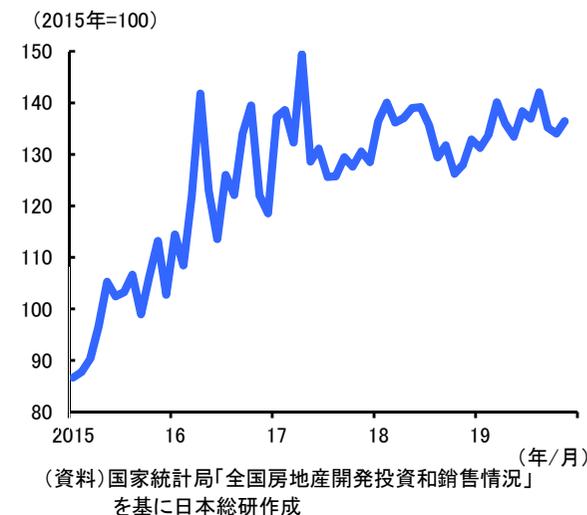
CPIの寄与度分解(前年比)



自動車の生産と販売(季調値)



分譲住宅販売床面積(季調値)



政策効果の顕在化で民間投資は底打ちへ

◆民間固定資産投資は底打ちへ

固定資産投資は低迷。内訳をみると、民間固定資産投資が減速。製造業を中心に民間企業は、2016年ごろから情報化や製造工程自動化のための設備投資を拡大。ところが、インフラ投資の失速や対米輸出の下振れリスクの高まりなどから、採算悪化を懸念した企業が設備投資を慎重化。

もっとも、すでにハイテク製造業向けの減税や補助金、5G免許の交付などによって、コンピュータ・通信その他機器や業務用機械製造業などの固定資産投資が持ち直し。今後、それらの投資拡大の影響が関連産業に波及する見込み。さらに利下げや当局の金融機関への融資拡大要請も投資持ち直しの要因に。先行き、民間固定資産投資は底打ちする公算大。実際、財新・国家統計局の新規受注PMI（国内+輸出向け）はいずれも良し悪しの目安となる「50」を上回る水準に上昇。資本財輸入にも再拡大の動き。

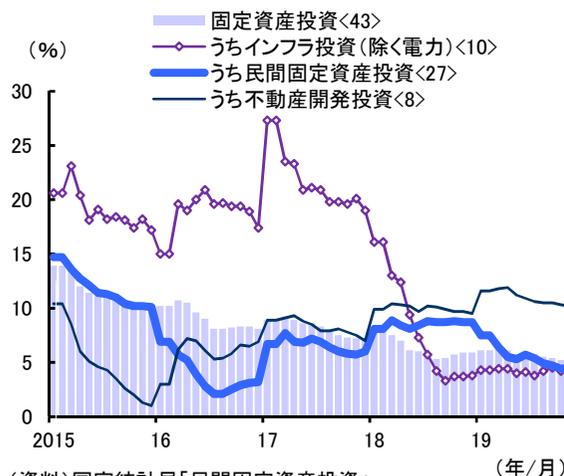
◆インフラ投資の回復は緩やか

インフラ投資は緩慢とはいえ回復傾向。中国政府が地方政府に対し融資平台からの調達を抑制させる一方、地方債発行を促し、その発行上限や発行基準を機動的にコントロール。政府は現段階であえて大幅な景気対策を実施する必要はないと判断している模様であるため、インフラ投資の持ち直しは緩やかなペースにとどまる公算大。

◆構造調整重視の政策スタンスへ

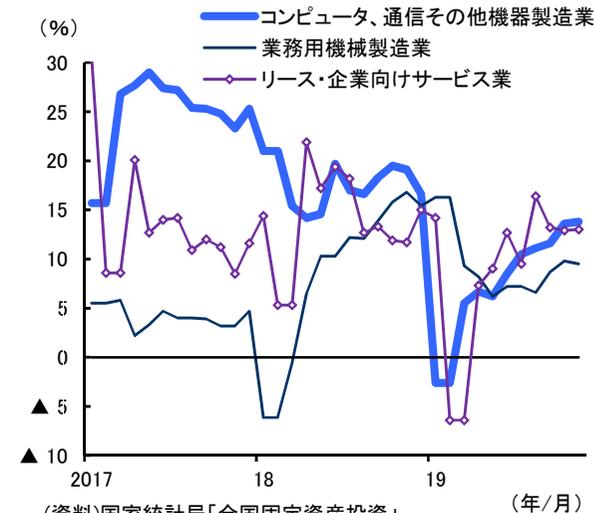
翌年の経済運営を議論する中央経済工作会議は、イノベーションや対外開放、債務膨張の抑制などの構造調整の重要性を強調。昨年議論した「米中貿易摩擦への対応」は、今年議論されず。このほか、2020年に「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」を採ると決定。

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况」
(注)◇はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

業種別固定資産投資(年初来累計、前年比)



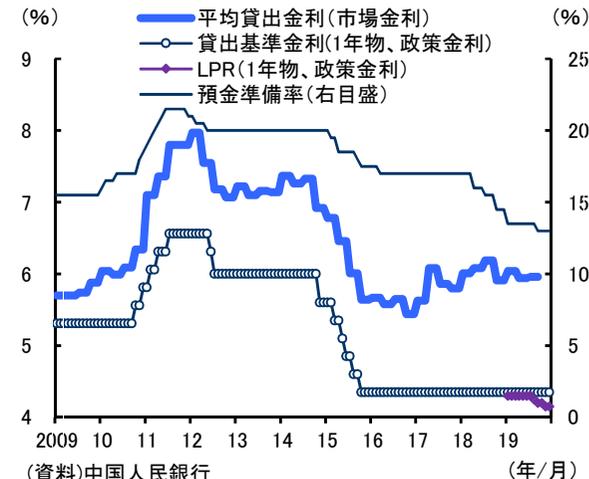
(資料)国家統計局「全国固定資産投資」

製造業新規受注PMI(国内+輸出向け)



(資料)国家統計局、Markit

市場金利、政策金利、預金準備率



(資料)中国人民銀行
(注)当局は2019年8月、LPR(Loan Prime Rate)の制度改革を実施し、新たな政策金利に位置付け。

豚肉価格は春節まで高騰

◆物価：消費者物価と企業物価が乖離

11月のCPI上昇率は、前年同月比+4.5%へ大幅上昇。アフリカ豚コレラ（ASF）による供給不足で豚肉価格が今年の2.1倍に高騰し、CPIを2.6%ポイント押し上げ。豚肉の高騰により、需要が牛肉や羊肉、鶏肉に分散したため、これらの価格も上昇。

足許では、政府による冷凍豚肉備蓄の取り崩しや輸入拡大、輸送費の引き下げなどの措置を受け、豚肉価格は小幅下落。ただし、春節には豚肉需要が大幅拡大するため、2020年入り後に再び価格上昇する見通し。

PPI上昇率は同▲1.4%と、5カ月連続でマイナスに。内需が力強さを欠いているほか、国際商品市況も低迷。

◆不動産価格：緩やかに上昇

11月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.3%と上昇。70都市のうち、価格が上昇したのは44都市。背景として、住宅販売が持ち直していることが指摘可能。先行き、住宅需要の拡大が続くなか、住宅価格も緩やかな上昇傾向を継続する見通し。

◆人民元レート：元安は一服

投資家のリスクオフ姿勢が後退し、元安は一服。9月頃から中国政府が報復関税の一部を取りやめ、米国からの大豆輸入を再開。米国政府も10月と12月に予定していた関税引き上げを見送ったほか、発動済みの制裁関税の一部を引き下げ。加えて、中国景気に底入れの兆しがみられることも一因。

もともと、米中間の火種はくすぶり続けるなか、関税を巡る「制裁と報復」の応酬が再開すれば、再び元安圧力が強まる見通し。その場合、中国政府は外貨準備の残高維持などを重視し、元安容認のスタンスをとる見込み。

