

中国経済展望

2018年11月

 株式会社 日本総合研究所

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2018年10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。

デレバレッジ政策や米中貿易摩擦により景気は減速

◆現状：景気は減速

中国景気は、減速傾向。7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.5%と、前の期から0.2%ポイント低下。

政府のデレバレッジ政策や米中貿易摩擦が背景。まず、金融機関がオフバランス取引を縮小したため、地方融資平台を用いた資金調達が困難に。地方でのPPP（官民パートナーシップ）案件の整理もあいまって、インフラ投資が減速。また、米国が中国ハイテク製造業をターゲットに通商面で圧力を強めるなか、製造業で生産・投資抑制の動き。さらに、小型車減税措置の終了や株安、米国車の買い控えなどによって自動車の生産・販売にブレーキ。

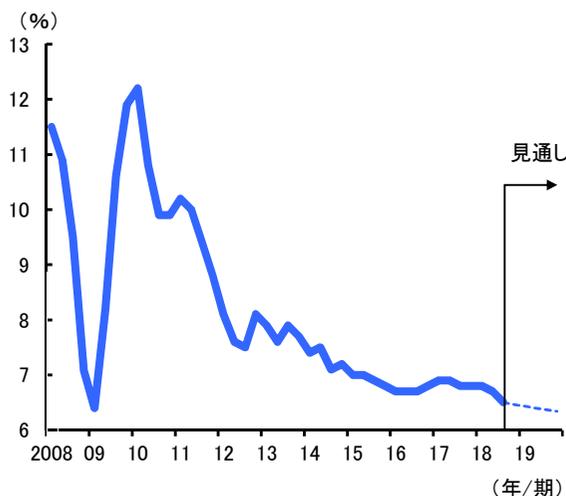
◆展望：大幅な成長鈍化は回避

米中貿易摩擦が現状程度にとどまれば、発動済みの制裁関税の対象が限られているため、輸出の大幅減少は回避される見通し。これまで打ち出された制裁関税の対象製品の対米輸出額は合計2,527億ドルと輸出総額の約1割。2019年初から米国が2,000億ドル分の中国製品に対する関税率を10%から25%に引き上げたとしても、預金準備率の引き下げ、輸出時の付加価値税の還付、個人所得税の減税など、金融・財政政策によって景気下支えが可能。

しかし、米中貿易摩擦が一段と激化するリスクに要注意。10月4日に米ペンス副大統領が厳しい中国批判を行うなど、早期の関係改善は期待薄。米国が中国からの全輸入品に対して制裁関税を課した場合、中国政府は金融・財政政策を総動員して、景気失速を回避する見込み。

以上のように、米中貿易摩擦による景気下振れ圧力が強まっている点を踏まえ、2018年の成長率予測を+6.6%と、従来より0.1%ポイント引き下げ。2019年は+6.4%と0.2%ポイント引き下げ。

実質GDP成長率(前年比)



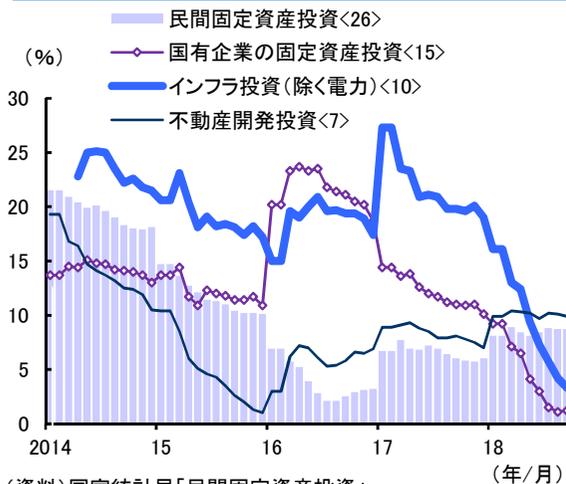
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

主要経済統計(前年比)



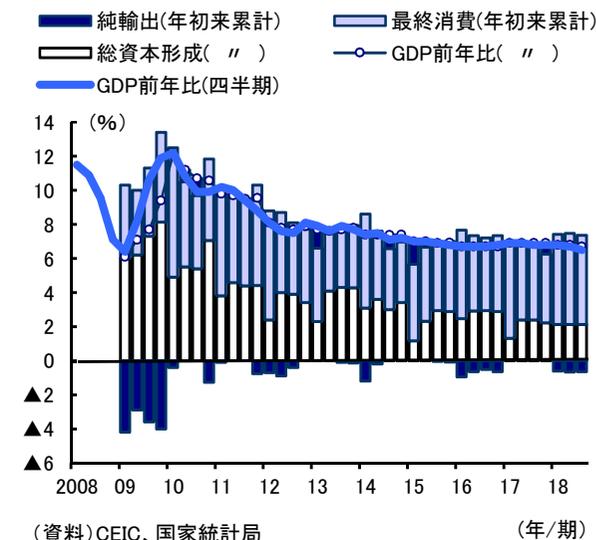
(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費价格」「全国固定資産投資」「規模以上工業増加値」を基に日本総研作成
(注) 1月と2月の値は1～2月の合計。

固定資産投資の内訳(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。

実質GDP成長率の寄与度分解(前年比)



(資料) CEIC、国家統計局

強まる輸出の下振れリスク

◆輸出：先行きは下振れリスク

輸出額は一部に弱い動きがみられるものの、総じてみれば堅調に拡大。

地域別にみると、米国向けが堅調を維持。好調な米国経済とドル高による米国の購買力向上が背景。一方、新興国向けの増勢は鈍化。米国利上げや貿易摩擦の激化が、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。

もっとも、先行きは輸入関税の上昇を受けて、米国向けも増勢が鈍化する見通し。製造業の輸出向け新規受注PMIが「良し悪し」の目安である「50」を大きく下回った点を踏まえれば、先行き輸出総額は頭打ちとなる恐れ。

◆輸入：堅調ながら一部に弱い動き

輸入額も、総じてみれば拡大傾向が持続。もっとも、米国からの輸入が弱含み。元安・ドル高による中国の購買力低下が主因。品目別にみると、工作機械やワイン、腕時計が減少。米中貿易摩擦の激化が設備投資や嗜好品消費の重しとなっていることを示唆。

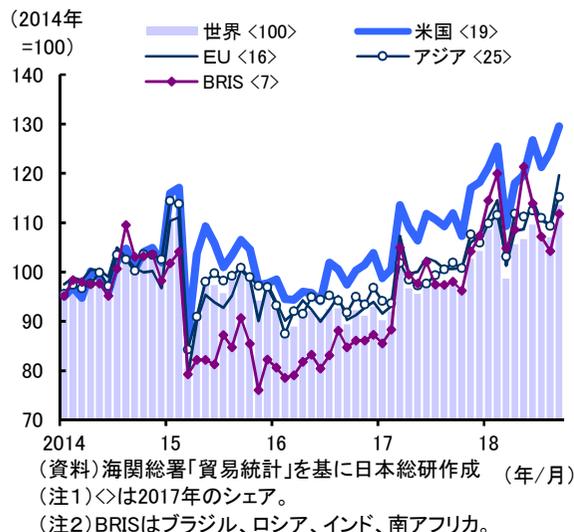
◆対中直接投資：持ち直し傾向

1～9月の米ドルベースの対中直接投資は、前年同期比6.4%増と増加傾向が持続。元安・ドル高の進展、中国政府による外資誘致の活発化などが背景。

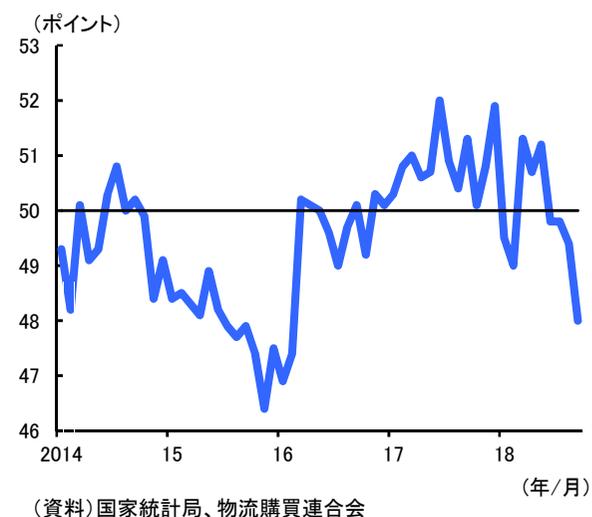
地域別にみると、韓国からは同41.5%増、日本も29.5%増と大幅に拡大。米国は同6.7%と小幅に増加。業種別にみると、電子機械や情報通信機械、医療機器などのハイテク製造業での拡大が顕著。

他方、米中貿易摩擦の激化を受けて、外資の一部では工場を中国から自国あるいは第三国に移転する動きも。米中貿易摩擦が長期化すれば、対中直接投資が頭打ちになる恐れも。

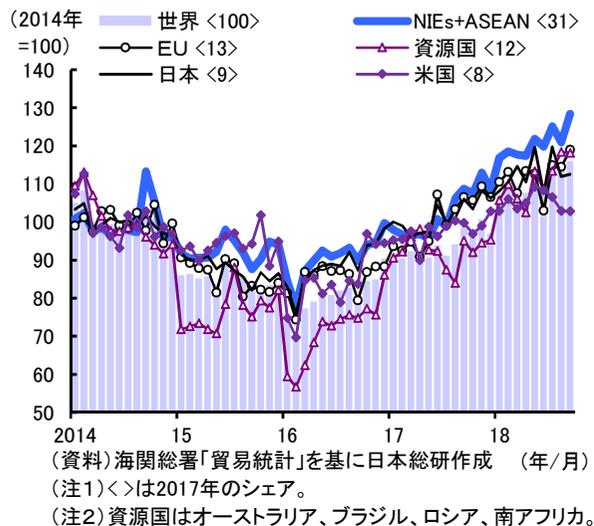
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



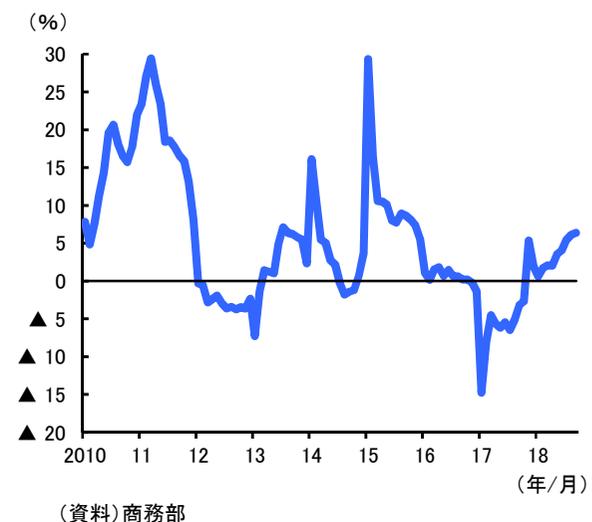
製造業新規受注PMI(輸出向け)



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)



耐久財は弱いものの、総じてみれば消費は堅調

◆小売売上高は増勢が鈍化

9月の実質小売売上高は前年同月比6.7%増、名目小売売上高は同9.2%増と、引き続き増勢は鈍化傾向。

とりわけ、耐久消費財に弱さ。最も低迷しているのは自動車。9月の自動車販売台数は前年同月比▲11.6%と3カ月連続で前年割れ。加えて、スマートフォン販売台数も普及一巡により減少傾向。

◆所得環境：高い伸びが持続

他方、サービス消費が好調なため、消費全体の動きは堅調。1～9月の実質成長率(6.7%)における最終消費の寄与度は5.2%と高水準。

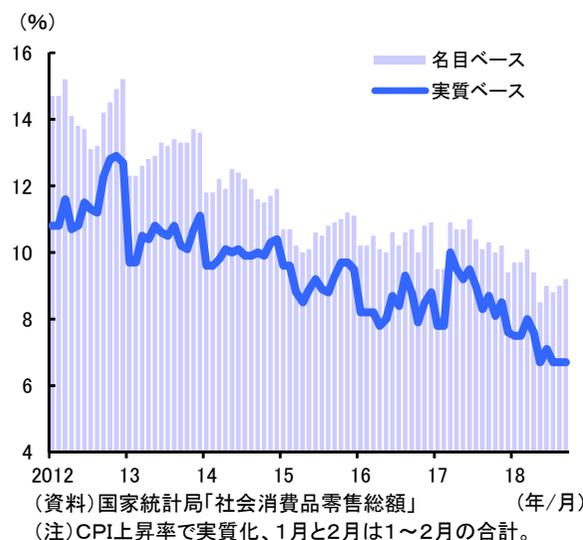
この背景として、良好な雇用・所得環境や消費の多様化が指摘可能。1～9月の全国一人当たり名目可処分所得は前年同期比8.8%増と高めの伸びを持続。雇用環境に対する家計の見通しも楽観的であり、消費を活発化させる原動力に。また、所得水準の高まりに連動して、消費の多様化・サービス化が進展。

先行き、引き続きサービスを中心とした消費拡大が景気を下支えする見通し。企業収益が大きく悪化しない限り、良好な雇用・所得環境が続く見込み。個人所得税の減税(基礎控除額の引き上げ、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の導入)が10月から一部開始したことも、消費の押し上げ要因に。

◆住宅販売：弱含み

9月の分譲住宅販売床面積は、直近ピークとなった6月から▲7.8%減少。7月31日に、習近平国家主席が住宅価格の上昇を抑制することを明言。不動産セクターに対する当局の姿勢が引き締め方向に転じたため、住宅販売は弱含み。

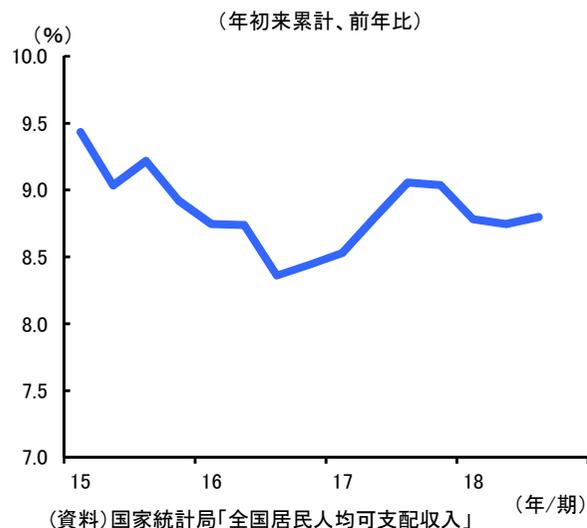
小売売上高(前年比)



自動車販売台数(前年比)



全国一人当たり名目可処分所得



分譲住宅販売床面積(季調値)



政府スタンスの変化で底入れに向かうインフラ投資

◆インフラ投資：持ち直しへ

1～9月の固定資産投資は前年同期比5.4%増と、増勢が鈍化傾向。

内訳をみると、インフラ投資は同3.3%増と大幅に鈍化。鉄道や道路、水利・環境・公共設備など幅広い分野で投資がスローダウン。

もっとも、米中貿易摩擦が激化するなか、政府は安定成長を重視する政策スタンスを明確化。7月に政府は、金融機関に地方融資プラットフォームの合理的な資金需要に応えるよう要求したほか、インフラ投資の拡大を表明。

今後、これらの施策の効果が顕在化することで、社会融資総量のうち人民元貸出以外（委託融資など）の資金調達への伸びが底入れし、インフラ投資も緩やかに持ち直す見通し。

◆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。もっとも、工作機械の輸入が減少に転じるなど、情報化や製造工程自動化など「中国製造2025」に誘発された設備投資に増勢鈍化の兆し。

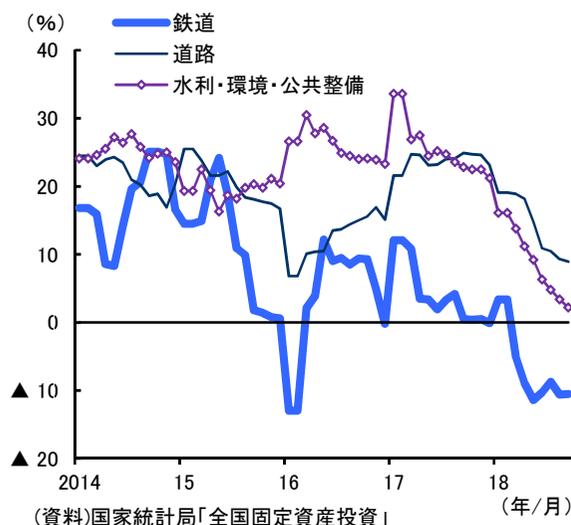
この背景として、企業が自発的に過剰投資を抑制し始めたことが指摘可能。短期間で設備投資が急増した結果、すでに工業部門の設備稼働率はピークアウト。さらに、米中貿易摩擦の激化によって、輸出が下振れるリスクも高まったため、採算悪化を懸念した企業が、新規投資を慎重化。加えて、政府が地方の行き過ぎた投資支援策に対して抑制姿勢を強めていることも、設備投資の重しに。

以上を踏まえると、先行き民間投資は減速する見通し。

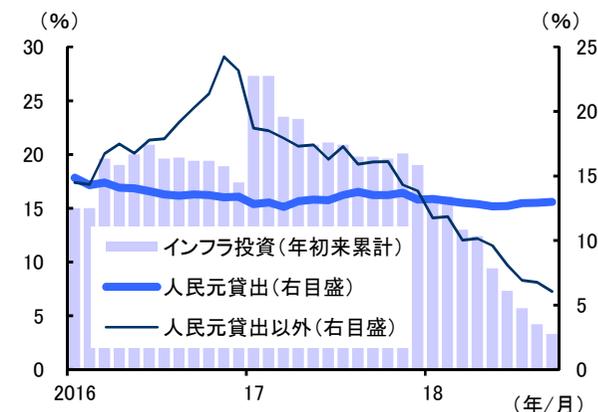
◆預金準備率：今年3回目の引き下げを実施

10月7日、中国人民銀行は預金準備率を1%ポイント引き下げると発表。金融緩和によって景気を下支えするねらい。

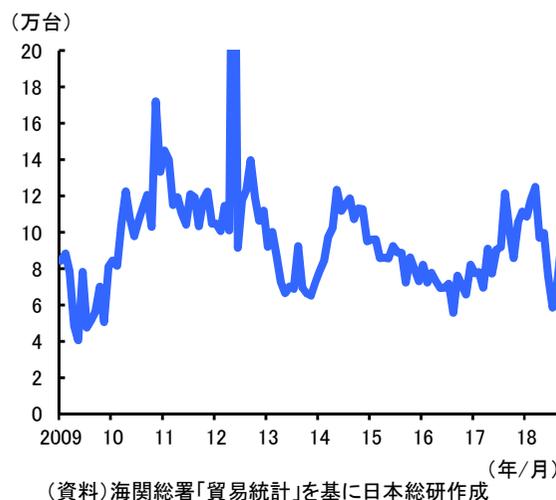
主要なインフラ投資（年初来累計、前年比）



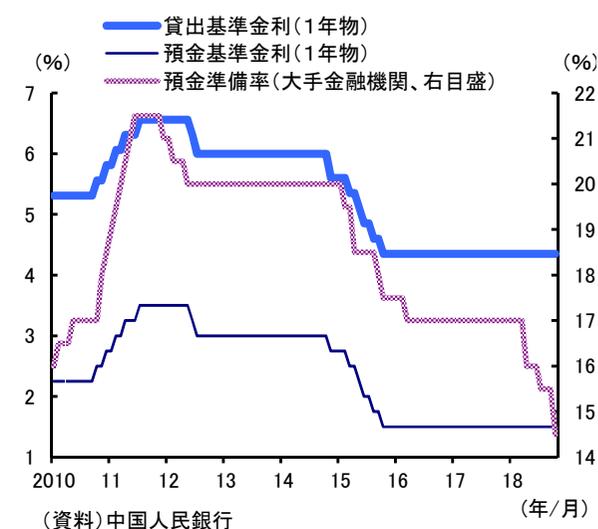
インフラ投資と社会融資総量（前年比）



工作機械の輸入台数（季調値年率）



政策金利と預金準備率



市場は米中貿易摩擦、企業の資金繰り、不動産市場を警戒

◆物価：インフレ率は横ばい圏内

9月のCPIは前年同月比+2.5%と、前月から小幅に上昇。天候不順による生鮮野菜・果物の値上げが全体を押し上げ。一方、穀物価格などは安定しており、貿易摩擦の影響は限定的。PPIは同+3.6%と一進一退で推移。

◆不動産価格：先行き上昇ペースは鈍化

9月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.9%と、一段と上昇。70都市のうち、価格が上昇したのは64都市。この背景として、良好な雇用・所得環境と不動産セクターに対する政策支援策を受けて、住宅需要が拡大したことが指摘可能。

もっとも、北京、上海、深センなどの沿海大都市では、すでに抑制的な住宅政策を受けて、住宅需要と価格が頭打ちに。習近平国家主席が不動産価格の抑制を求めるなか、地方都市においても不動産政策が引き締め方向に転じることで、住宅価格の急騰に歯止めがかかる公算。

他方、不動産政策の転換によって、住宅需要と価格が急激に落ち込むリスクも。

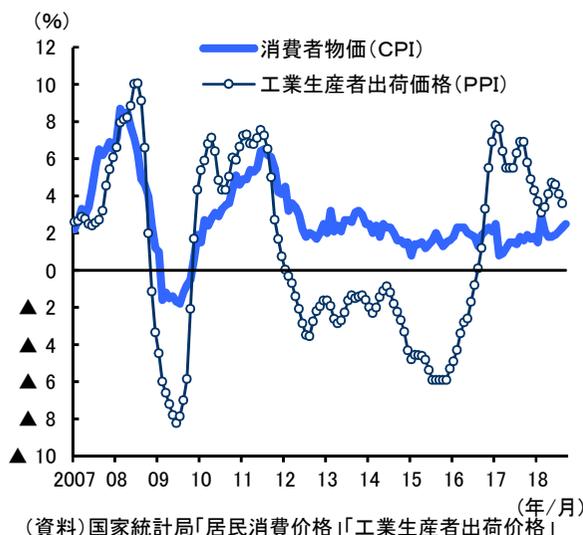
◆人民元レート：弱含み

名目実効為替レートであるCFETS指数は弱含み。政府が安定成長を重視する姿勢を鮮明化させたこと、さらに元安抑制策を打ち出したことが、資本流出に歯止めをかけているものの、景気の先行きに対する懸念は依然として強い状況。

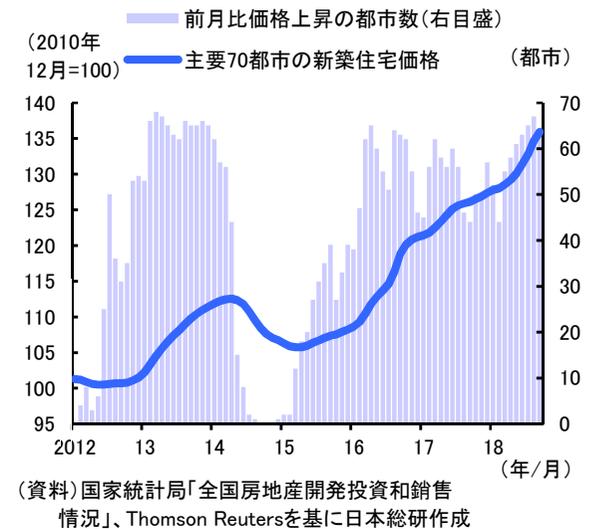
◆株価：下落

上海総合株価指数の下落に歯止めがかからず。市場は、米中貿易摩擦の激化のみならず、デレバレッジ政策による民間企業の資金繰り悪化、および不動産政策の転換による不動産市場の悪化も警戒。

CPIとPPI(前年比)



住宅価格と価格上昇都市数



CFETS人民元為替レート指数



上海総合株価指数

