

中国経済展望

2019年1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2018年12月28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。金融監督の強化を柱としたデレバレッジ（与信や債務の抑制）政策により、シャドバンキングの拡大に歯止めがかかった一方、地方政府などが資金繰り難に直面し、インフラ投資が大幅に鈍化。

米中貿易摩擦は、製造業の投資マインドに悪影響を与え、その結果、工作機械の輸入が大幅減少。小型車減税措置の終了に加え、米中貿易摩擦を受けた株安や米国車の買い控えによって自動車販売が減少。中国政府が輸入関税を引き上げるなか、米国からの輸入が大幅減少。

他方、景気重視の政府スタンスを受けて、国有企業の固定資産投資に持ち直しの動き。

◆展望：大幅な成長鈍化は回避

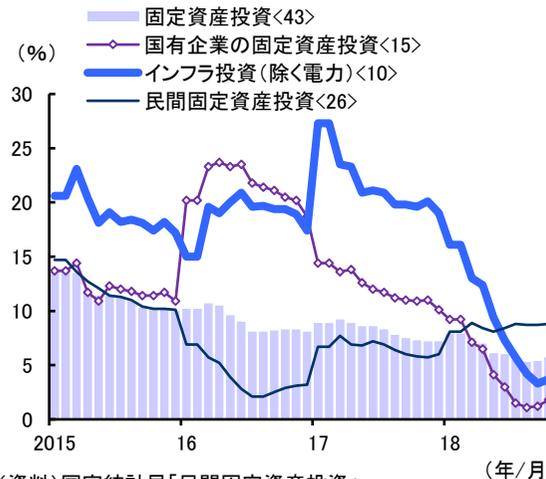
今後を展望すると、中国経済は引き続き減速する見込み。まず、製造業の設備投資に対する慎重姿勢が残る公算大。設備過剰感が和らぐには相当の時間がかかるほか、米中貿易摩擦は長期化すると予想。次に、輸出も景気の押し下げ要因に転じる見通し。これまで堅調だった米国向け輸出は、輸入関税の上昇を受けて、先行き鈍化する見込み。

こうしたなか政府は、デレバレッジ政策を棚上げして、金融緩和や財政出動によって景気下支えに動く公算大。とりわけ、減税による消費促進やインフラ投資の拡大、民間企業に対する積極融資に注力。

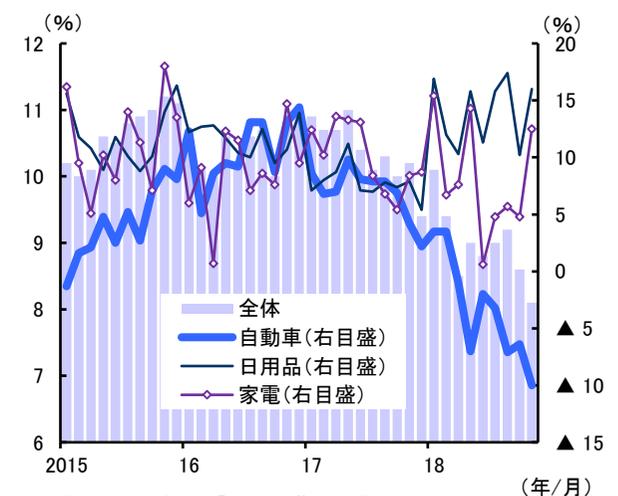
一連の景気でこ入れ策によって、大幅な成長鈍化は回避できる見込み。以上を踏まえ、2019年の成長率は+6.4%、2020年は+6.3%と予測。

景気の下振れリスクとしては、米中貿易摩擦のさらなる激化、中国政府による行き過ぎた不動産価格抑制策が指摘可能。

固定資産投資（年初来累計、前年比）



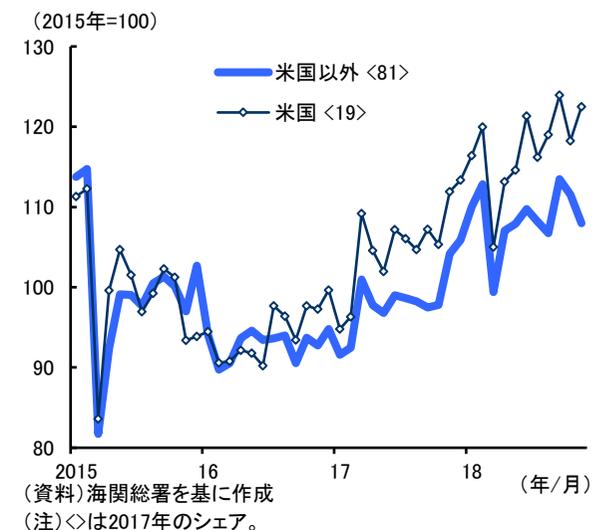
小売売上高（名目ベース、前年比）



輸入額（季調値、米ドルベース）



輸出額（季調値、米ドルベース）



強まる輸出の下振れリスク

◆輸出：先行きは下振れリスク

輸出額は足許まで堅調に増加。好調な米国経済とドル高による米国の購買力向上を背景に、繊維・玩具・履物や産業用機械、電気機械など幅広い分野で米国向け輸出が拡大。EU向けやアジア向けも堅調。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、先行きは米国の輸入関税の引き上げを受けて、米国向けを中心に輸出の増勢が鈍化する見通し。各国政府が安全保障への配慮から中国製通信機器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が「良し悪し」の目安である「50」を大きく下回る状況に。

◆輸入：減少

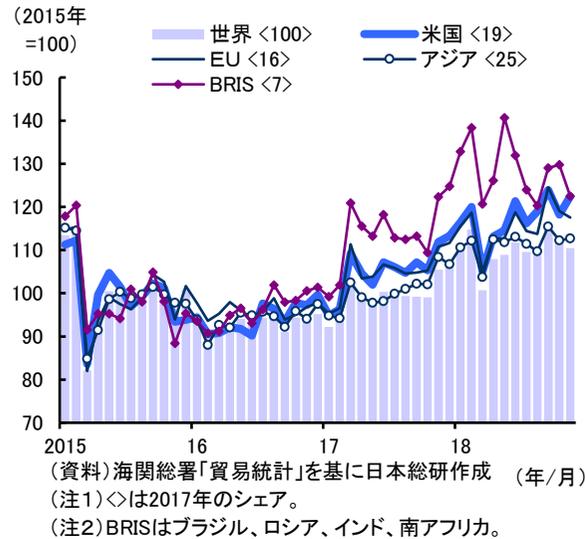
輸入額は弱含み。ブラジルやロシアなどの資源国からの輸入は堅調に拡大する一方、米国からの輸入が大幅に減少。中国政府による輸入関税の引き上げによって、米国から他国への輸入代替が進展。

NIEsやASEAN、日本からの輸入も弱含み。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。

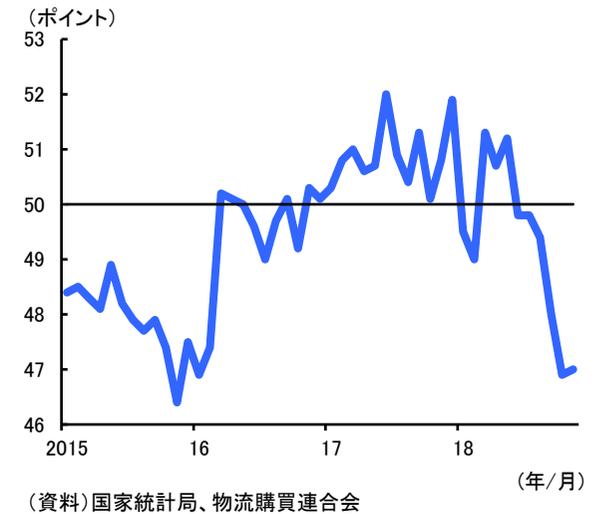
◆米中貿易摩擦のさらなる激化に留意の要

輸出の下振れリスクが強まるなか、中国政府は輸出時の付加価値税の還付などによって、輸出企業を支援する見込み。もっとも、米中間の摩擦が著しく激化すれば、政府の対応能力を超えてしまう可能性も。3月に米国が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、その後中国からの全輸入品に対して制裁関税を課す可能性は否定できない状況。

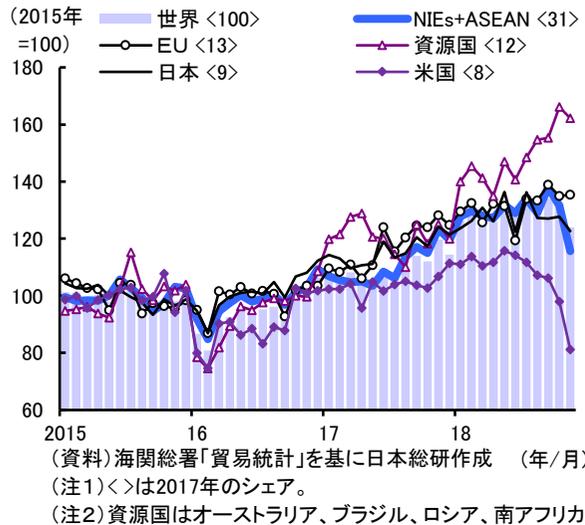
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



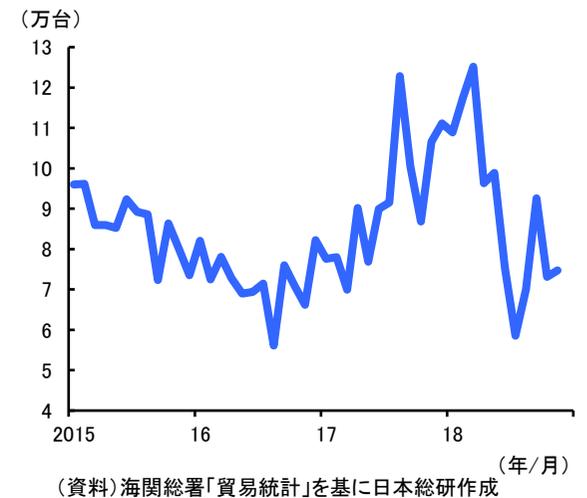
製造業新規受注PMI(輸出向け)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



工作機械の輸入台数(季調値年率)



消費促進に繋がる個人所得税法の改正

◆小売売上高は増勢が鈍化

2018年11月の実質小売売上高は前年同月比5.9%増、名目小売売上高は同8.1%増と、引き続き増勢鈍化傾向。

とりわけ、耐久消費財に弱さ。自動車販売台数は同▲13.9%と5カ月連続で前年割れ。スマートフォン販売台数も普及一巡により低迷。

◆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、消費全体としてみれば底堅さ。実際、インターネット販売や宅配便売上高、映画興行収入は堅調に拡大。昨年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%と高水準を維持。

この背景として、良好な雇用・所得環境や消費スタイルの多様化が指摘可能。2018年1～9月の一人当たり可処分所得は前年同期比8.8%増と高めの伸びを維持。

◆減税による消費促進

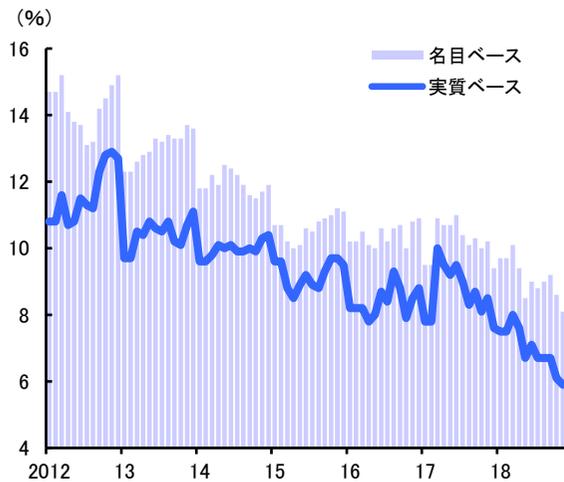
政府によると、2018年10月に実施された所得税の基礎控除額の引き上げ、低税率の適用範囲の拡大、高税率の適用範囲の縮小により、都市就業者に占める納税者の比率は44%から15%に低下。2019年初には、教育費・医療費・住宅ローンの利子費用・家賃・高齢者扶養についての特別控除も導入。

このような個人所得税法の改正は、個人消費の押し上げ要因に。政府は、経済成長モデルを輸出・投資主導型から消費主導型へ大きく転換させる方針。

◆住宅販売：減少

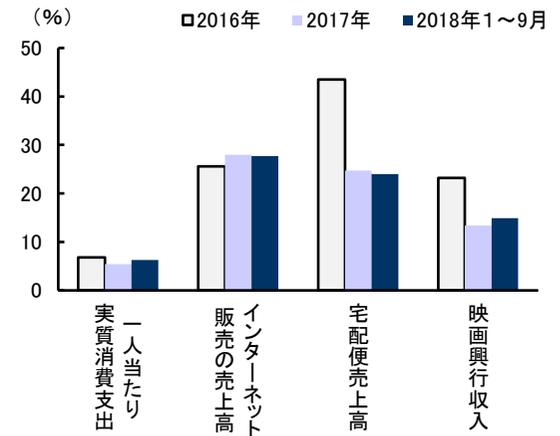
2018年11月の分譲住宅販売床面積は、直近ピークとなった6月から▲11.5%減少。政府が不動産セクターに対する政策スタンスを引き締め方向に転換したことが主因。

小売売上高(前年比)



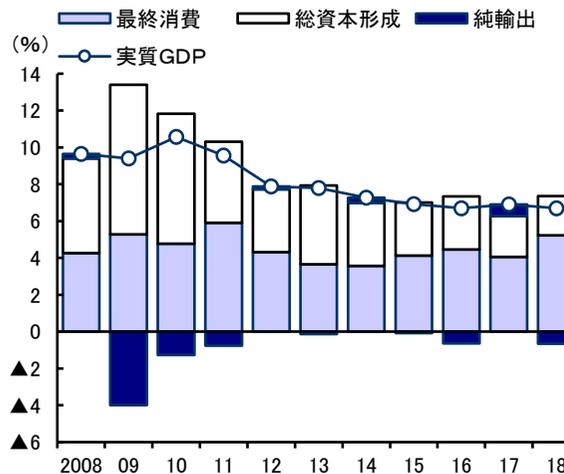
(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」(年/月)
(注) CPI上昇率で実質化、1月と2月は1～2月の合計。

消費関連統計(前年比)



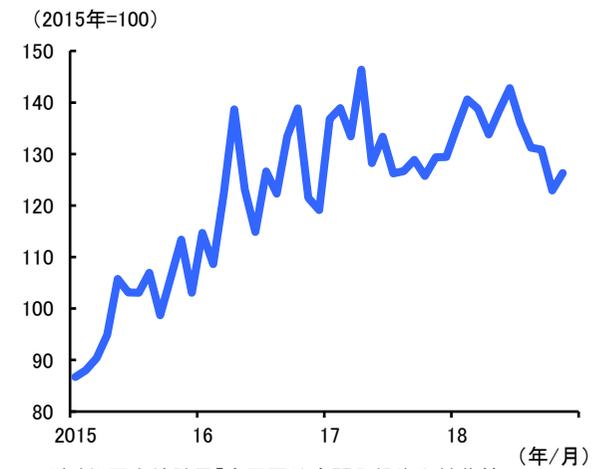
(資料) 国家統計局、国家郵政局、国家新聞出版广电总局

実質成長率の寄与度分解(前年比)



(資料) CEIC、国家統計局
(注) 直近値は2018年1～9月の値。

分譲住宅販売床面積(季調値)



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」を基に日本総研作成

減速が見込まれる民間投資

◆インフラ投資：持ち直しへ

2018年1～11月の固定資産投資は前年同期比5.9%増と底入れの兆し。

内訳をみると、インフラ投資は同3.7%と大幅鈍化。2017年末からデレバレッジ政策が本格化し、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に困難に。

もっとも、2018年7月に政府は、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、インフラ投資の拡大を表明。今後、インフラプロジェクトの資金不足が和らぎ、インフラ投資は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、情報化や製造工程自動化など「中国製造2025」に誘発されて活発だった設備投資に増勢鈍化の動き。実際、工作機械の輸入やわが国工作機械の中国からの受注額が減少。

この背景として、設備過剰感が強まっていたところに、米中貿易摩擦の激化が重なり、投資採算の悪化を懸念した製造業企業が新規投資を慎重化したことが指摘可能。先行き、製造業の設備投資に対する慎重姿勢が残るとみられるため、民間投資は減速に向かう見通し。

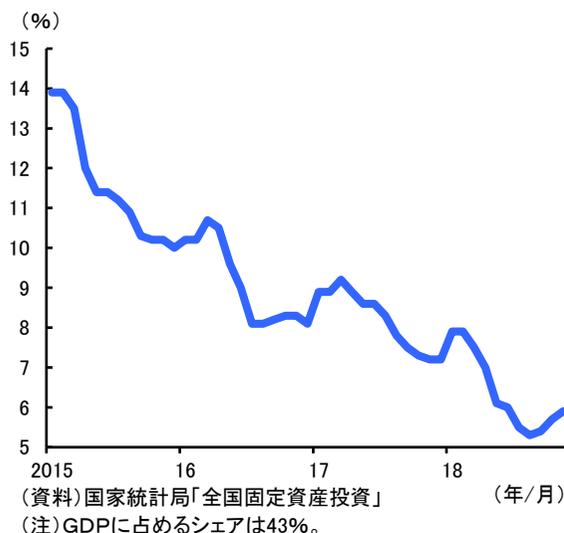
◆不動産開発投資：先行きは減速へ

これまでの住宅需要の拡大を背景に、不動産開発投資は同9.7%増と高めの伸び。ただし、今後は住宅需要の減少を受けて、スローダウンする見通し。

◆景気重視の政府姿勢が鮮明に

中央経済工作会議は、2019年に「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」を採ると決定。減税や企業の社会保障負担の軽減、地方政府や民間企業の資金調達支援を表明。

固定資産投資（年初来累計、前年比）



民間投資と不動産開発投資

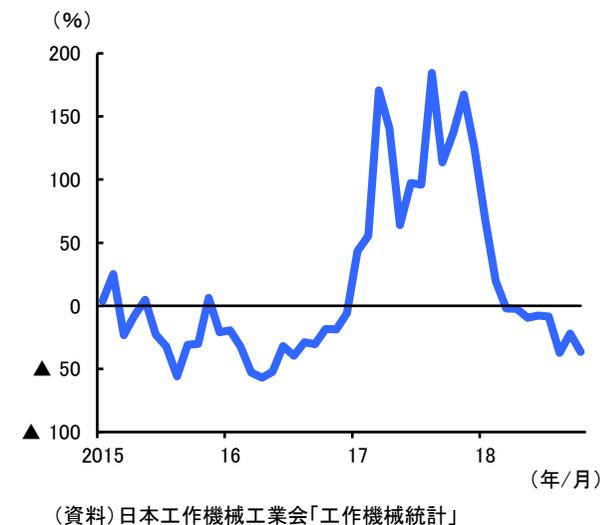


政府の景気でこ入れ策

公表日	内容
2018年7月23日	国务院常务会议で1.35兆元の地方債の発行を承認したほか、地方政府に対して余剰資金の活用、金融機関に対して地方融資平台の資金需要に応えるよう要求。
7月31日	習近平国家主席が政治局会議で雇用・金融・貿易・対中投資・固定資産投資・成長期待という6つの分野における安定を要求。
8月31日	個人所得税法の改革案が全国人民代表大会（国会に相当）常务会议を通過し、10月から一部実施（個人所得税の減税）。
10月7日	預金準備率の引き下げを発表（同月15日実施）
11月13日	郭樹清・銀行保險監督管理委員会主席が新規融資のうち民間企業向けを3分の1以上にしよう金融機関に要求。
12月21日	中央經濟工作會議で減税や企業の社会保障負担の軽減、地方債の発行限度枠の拡大、民間企業の資金繰り難の緩和を表明。

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

中国からの工作機械の受注額（前年比）



不動産価格抑制の手綱さばきには注意が必要

◆物価：インフレ率は横ばい圏内

2018年11月のCPIは前年同月比+2.2%と小幅低下。天候の改善によって生鮮野菜・果物価格が安定化。PPIも同+2.7%と小幅低下。国際商品価格の下落が主因。

◆不動産価格：先行き上昇ペースは鈍化

昨年11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63都市。2018年半ばにかけて、住宅需要が拡大したことが背景。

もっとも、住宅価格の高騰と家計債務の急増に歯止めをかけるため、地方政府は不動産価格抑制策を相次ぎ発表。具体的には、蘭州、海南、青島、ハルビン、宜昌、徐州、西安、長沙などの都市が、デベロッパーに対する売り出し規制や個人に対する購入規制、金融機関に対する住宅ローン規制を導入。中央政府も、バラック区住民の立ち退きに関する住宅購入補償金（低所得者向けの住み替え資金）を削減すると公表。これらの引き締め策により、すでに住宅需要はピークアウト。今後、不動産価格の上昇ペースは鈍化する見通し。

ただし、不動産価格抑制策は、舵取りが難しく、需要を急減させるリスクも。過度に引き締められれば、想定以上に不動産価格が下落する恐れも。

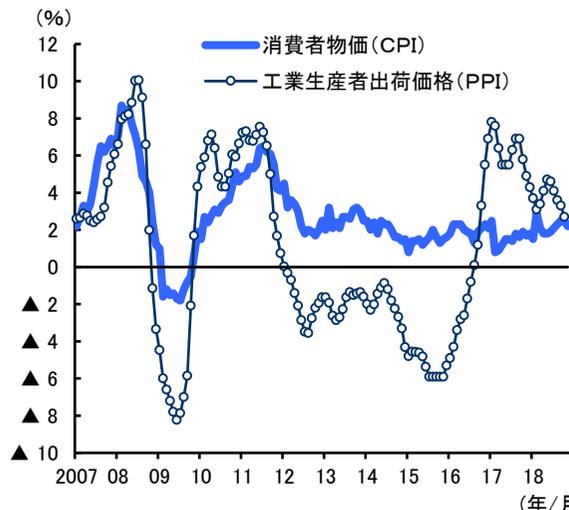
◆人民元レート：元安が一服

このところ人民元は1ドル=6.9元前後、1元=16円台前半で推移。政府による元安抑制策が奏功し、元安は一服。

◆株価：下落

上海総合株価指数は下落傾向。市場は、米中貿易摩擦のみならず、中国不動産市場の悪化、および世界経済の早期減速も警戒。

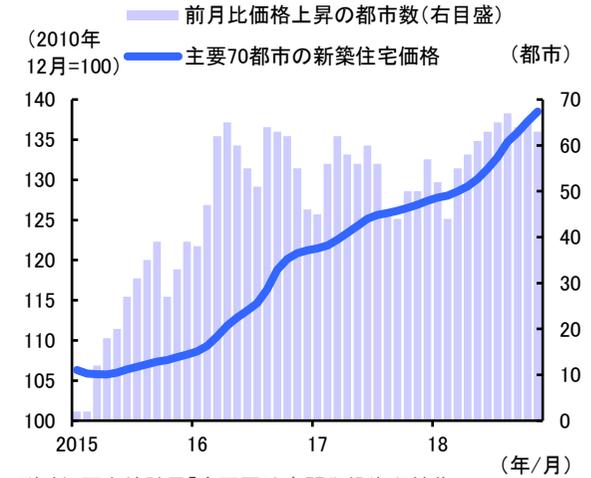
CPIとPPI(前年比)



人民元レート



住宅価格と価格上昇都市数



上海総合株価指数

