

中国経済展望

2019年9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8月30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。

政策による下支えで景気失速回避

◆景気は低迷

中国では、実質小売売上高と固定資産投資の増勢が鈍化。昨年までの投資抑制策の影響が残り、内需の回復に遅れ。米国の関税引き上げによって外需も低迷。弱い内外需の下、工業生産も鈍化。

もっとも、政府は景気失速のリスクは小さく、構造改革を進めるべきと考えている模様。具体的には、過剰生産・債務体質の産業には厳しく臨む一方、新興産業は支援する方針。この結果、粗鋼や非鉄金属の生産が7月に鈍化した一方、集積回路や産業用ロボットは小幅に持ち直し。

◆景気は底入れする見込み

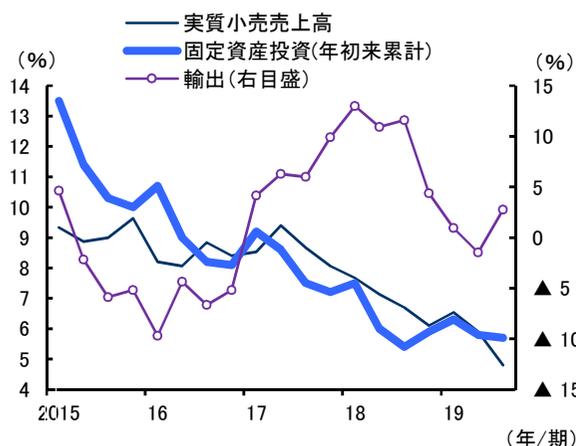
今後を展望すると、発表済みの景気対策の効果が顕在化することで、景気失速は回避される見通し。実際、景気に先行する製造業の新規受注PMIや生産PMIは下げ止まり。

先行き景気の下支えとなる分野は以下の3つ。第1に、政府が投資抑制策の手綱を緩めたため、インフラ投資は底入れする見込み。第2に、民間固定資産投資も、政府のハイテク製造業向け補助金や減税策、融資拡大を受けて早晩底打ちすると予想。第3に、自動車販売も地方経済の回復や販売てこ入れ策により持ち直す公算大。

対中関税第4弾が発動したとしても、追加的な財政金融政策を積み増して乗り切る構え。そもそも米国が関税率引き上げを予定している3,000億ドル規模の中国製品の多くは、他国での代替生産が困難な品目であるため、発動されても中国経済への深刻なダメージには至らない見込み。

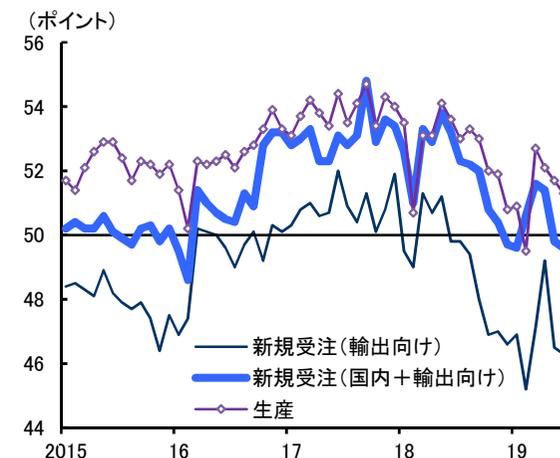
米中貿易摩擦が引き続き景気の重石となるものの、安定成長を重視する政府の政策運営のもと、成長率は6%台をキープする公算大。成長率見通しは2019年+6.3%、2020年+6.3%に据え置き。

主要統計(前年比)



(資料)海関総署「貿易統計」、国家統計局「社会消费品零售総額」「居民消費价格」「全国固定資産投資」を基に日本総研作成
(注)直近値は2019年7月の値。

製造業PMI



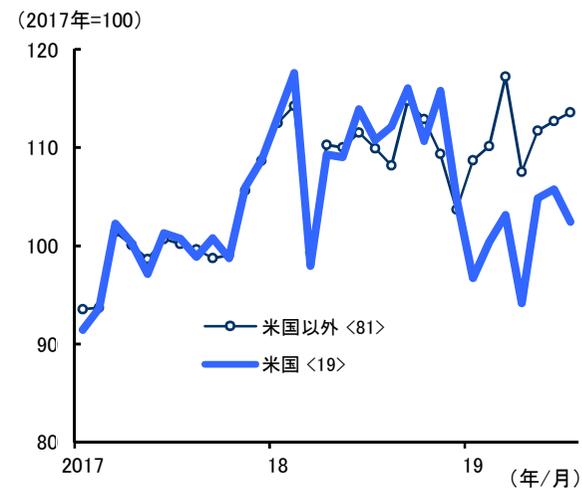
(資料)国家統計局、物流購買連合会「中国製造業採購經理指数」
(年/月)

民間投資と自動車販売



(資料)中国国家統計局、中国汽車工業協会
(注)自動車販売台数の季調値年率は日本総研作成。

地域別輸出額(季調値)



(資料)海関総署を基に作成
(注)<>は2018年のシェア。

米国向け資本財輸出は大幅減少

◆輸出は弱い動き

米国向け輸出は減少。とりわけ資本財輸出が低迷。米トランプ政権が合計2,500億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。

今後を展望すると、米国向けは低迷が続く見通し。2,500億ドル規模の制裁関税の影響が残るほか、9月1日に発動される見通しの追加関税も対米輸出の重しに。もっとも、追加関税の対象製品の多くが他国での代替生産が困難な品目であるため、米国向け輸出への深刻なマイナス影響は回避される見込み。

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。

◆輸入も低水準

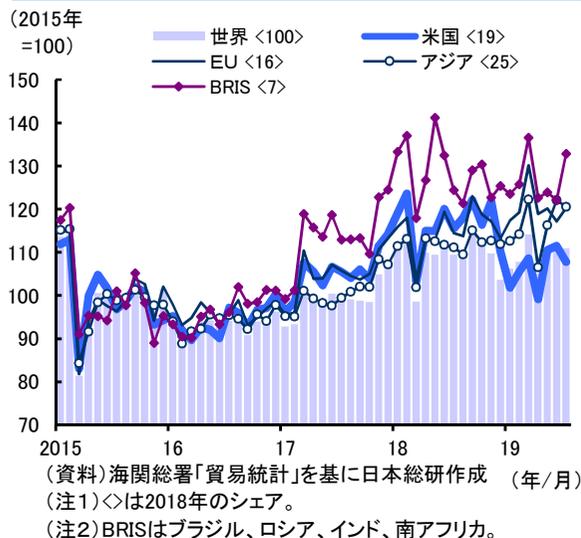
米国からの輸入も減少。中国政府が大豆輸入を抑制したほか、食料品や酒類、自動車など1,100億ドル規模の米国製品の輸入関税を引き上げたため。

米国の対中制裁第4弾に対する報復措置として、中国政府は原油や大豆、木材など750億ドル規模の米国製品の関税率を引き上げると表明。また、中国政府は国内で事業展開する米国企業のうち、中国通信大手ファーウェイへの部品供給を停止した企業などに対して制裁を課す構え。こうした措置は、対米輸入のさらなる下振れに繋がる見通し。

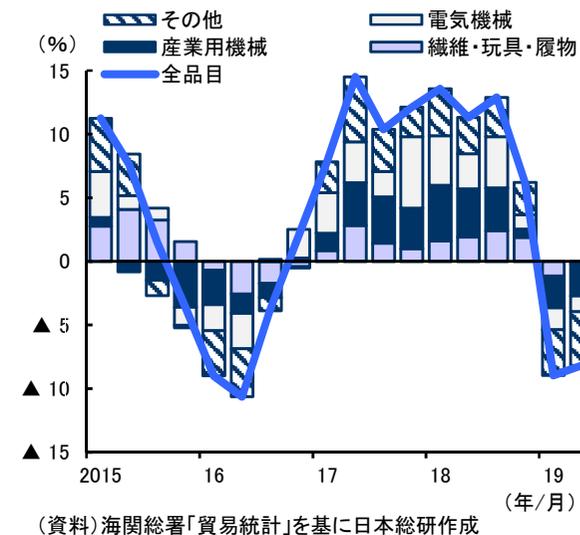
◆対中直接投資は増勢持続

1～7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+3.6%と増加傾向が持続。とりわけ、ハイテク製造業向けは2ケタの伸び。中国市場の成長を見込んだ投資は引き続き拡大。

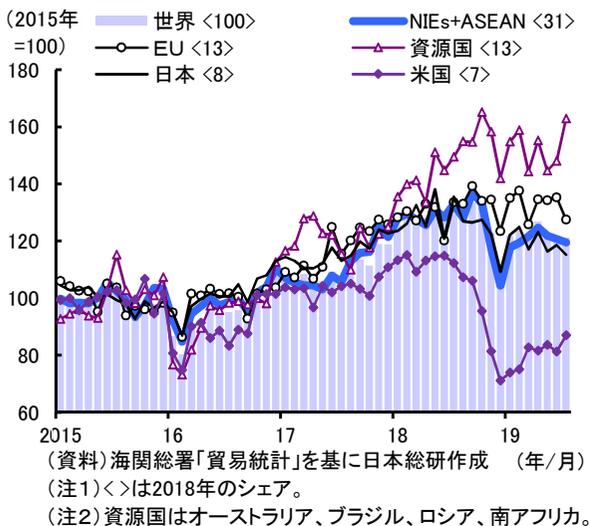
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



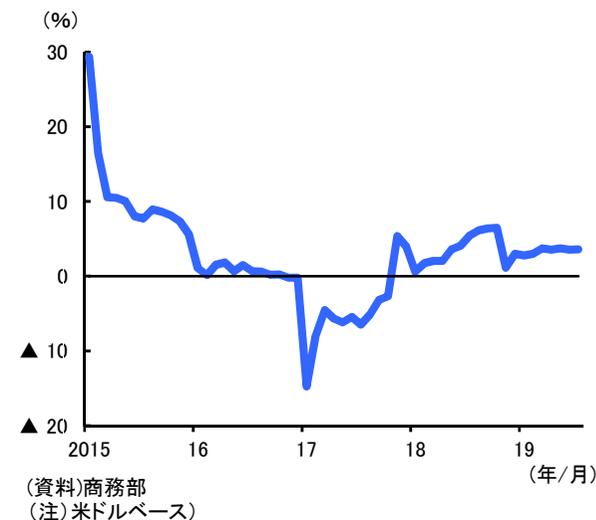
米国向け輸出額の寄与度分解(前年比)



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)



自動車販売は持ち直しへ

◆小売売上高は一進一退

底入れの兆しがみられた小売売上高は7月、再び鈍化。日用品などの売上高は高めの伸びを保つ一方、自動車が前年割れとなったほか、情報通信機器や家電の増勢が鈍化。景気の先行き不透明感が強まり、消費者マインドが悪化。

今後は、政策効果が顕在化することで、消費者マインドが改善し、個人消費は持ち直す見通し。政府はすでにGDPの0.3%規模の個人所得税の減税（基礎控除額の引き上げおよび教育費・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）を実施。

さらに中国政府は8月27日、20項目の消費でこ入れガイドラインを発表。具体的には、環境保護や渋滞緩和をねらいとした自動車購入規制の緩和、省エネ家電やスマートフォンの買い替え促進など。今後、地方政府がそれぞれの状況に合わせて消費刺激策を打ち出す見通し。

◆自動車販売は持ち直しへ

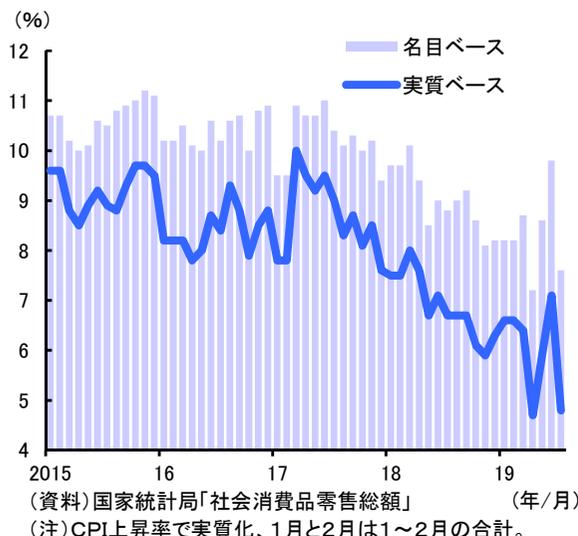
7月の自動車販売台数（季調値）は2カ月連続で増加。名目賃金の上昇傾向が続いているほか、各社が販売促進キャンペーンを続けていることが下支えに。

今後は展望すると、自動車販売は地方経済の回復や販売でこ入れ策を受けて緩やかに持ち直す見込み。ちなみに、2019年通年の販売台数は前年比▲6%の2,650万台、2020年は同+4%の2,750万台と予測。

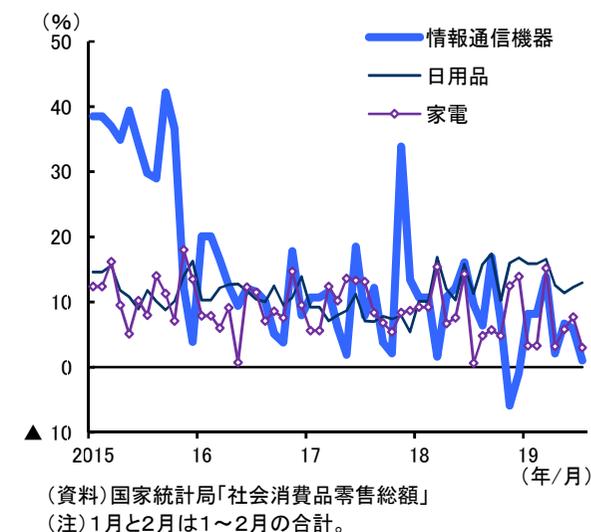
◆住宅販売は頭打ちに

住宅販売は金融緩和を主因に持ち直し。7月の分譲住宅販売床面積は直近ボトムとなった昨年10月から+11.2%増加。この結果、販売在庫の圧縮が進展し、住宅価格は上昇。もっとも、政府が不動産取引の過熱抑制に舵を切ったため、先行き住宅販売は頭打ちとなる見通し。

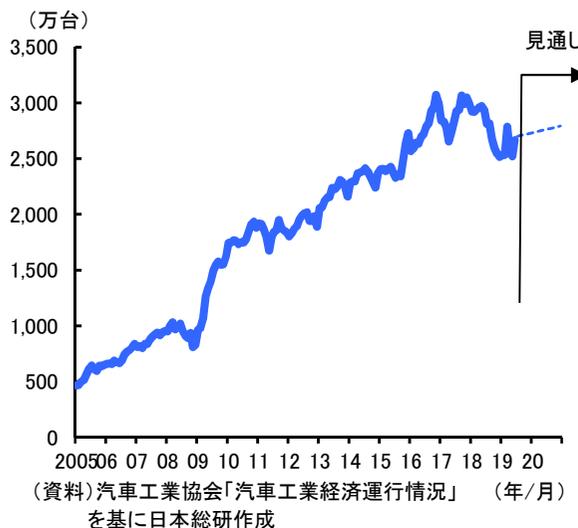
小売売上高（前年比）



品目別売上高（名目ベース、前年比）



自動車販売台数（季調値年率）



分譲住宅販売床面積（季調値）



固定資産投資も底打ちへ

◆インフラ投資は底入れへ

固定資産投資の増勢は鈍化。内訳をみると、インフラ投資の回復に遅れ。政府の昨年までの投資抑制策によって与信と債務の急拡大に歯止めがかかった一方、地下鉄や空港、高速道路など数多くのインフラ整備プロジェクトが中断。もっとも、足許にかけて政府が投資抑制策の手綱を緩めたため、インフラ投資は底入れする見込み。6月、政府の要請を受けて、金融機関による地方債の引き受けが大幅に拡大。この結果、先行き地方政府による投資が拡大する公算大。

◆民間投資は底打ちへ

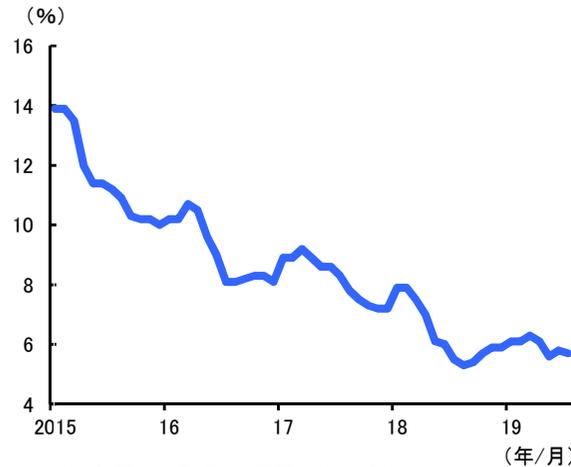
減速を続けた民間固定資産投資にも底打ちの兆し。すでに情報通信機器製造業などの固定資産投資に回復の動き。

この背景として、政府のハイテク製造業向け補助金や減税策、融資拡大が指摘可能。政府は春以降、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。地方政府も産業補助金を導入。中国人民銀行は昨年からの預金準備率の引き下げなど金融を緩和してきたため、平均貸出金利は低下。本年入り後、景気てこ入れと構造調整を両睨みするため、製造業向け融資額を中銀審査の対象に組み入れ。さらに8月17日、金融機関の高めの貸付金利に警鐘を鳴らした上で、LPR (Loan Prime Rate、最優遇貸出金利) の制度改革を打ち出し、市場金利を低めに誘導。これらの投資誘発効果で、民間固定資産投資は底打ちに向かう見通し。

◆金融システムの動揺に要警戒

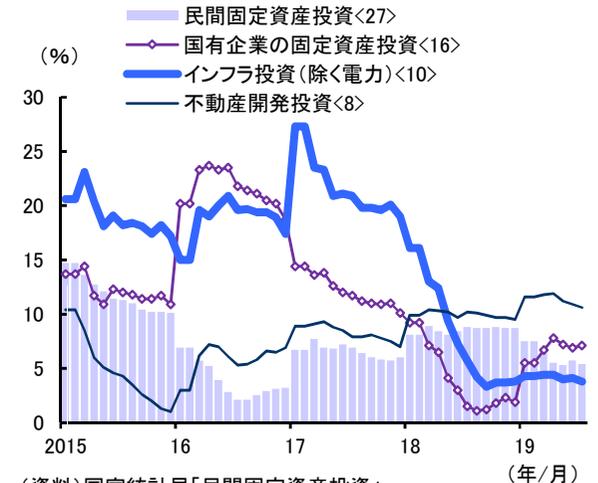
過剰債務と不良債権問題がくすぶり続ける状況下、銀行破綻のリスクには要警戒。5月の銀行接収に続き、7月には地方銀行に対する国有金融機関の大規模な資金投入が実施され、政府は金融システムの健全化に腐心。

固定資産投資(年初来累計、前年比)



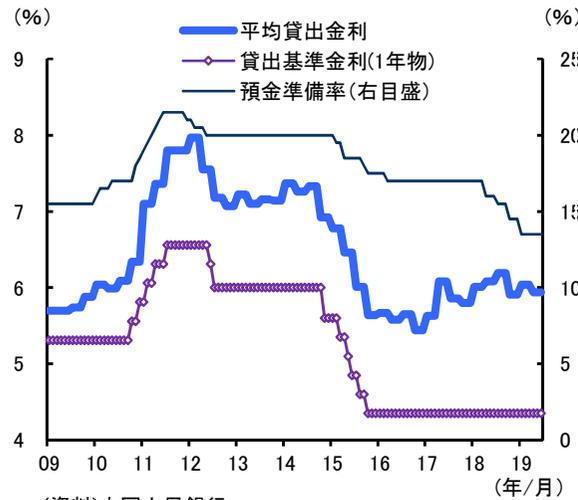
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」
(注) GDPに占めるシェアは43%。

固定資産投資の内訳(年初来累計、前年比)



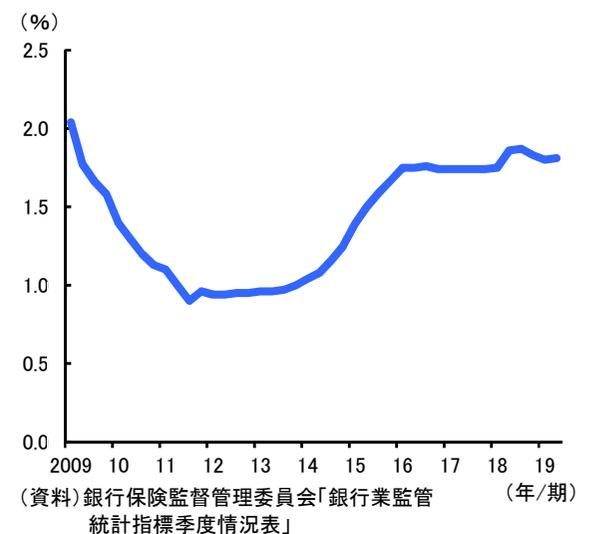
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

市場金利、政策金利、預金準備率



(資料) 中国人民銀行

商業銀行全体の不良債権比率



(資料) 銀行保險監督管理委員會「銀行業監管統計指標季度情況表」

不動産政策は緩和から抑制へ転換

◆物価：消費者物価と企業物価が乖離

7月のCPI上昇率は、前年同月比+2.8%へ拡大。生鮮果物の価格が天候不順により大幅に上昇したほか、豚肉価格が供給不足により高騰。一方、非食料品価格の上昇率は原価の頭打ちや需要の弱まりを受けて、4カ月連続で低下。

PPI上昇率は同▲0.3%と、2017年以降初めてのマイナスに。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

7月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.6%と一段と上昇。70都市のうち、価格が上昇したのは60都市。この背景には、金融緩和による住宅需要の拡大。

今後を展望すると、不動産市場は政府の抑制策を受けて沈静化に向かう見通し。7月30日の政治局会議では、不動産市場の活性化による景気対策を望むという市場の期待をけん制。これを受け、杭州、蘇州、南京、西安、鄭州、南寧、武漢など多くの都市で住宅ローン金利が上昇。

◆株価：一進一退

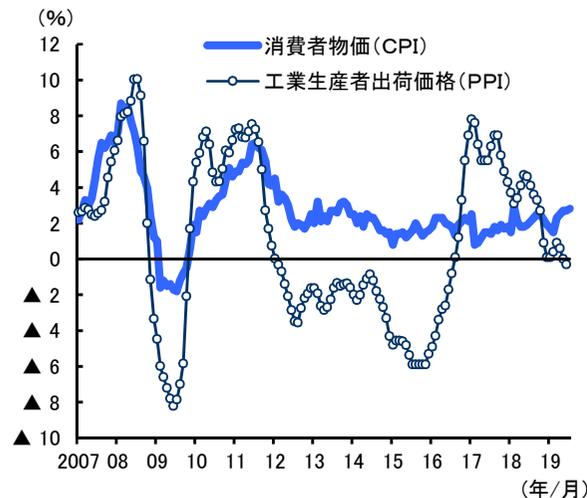
米通商政策と世界景気の先行きが不透明であるなか、株価は一進一退しつつも軟調地合い。もっとも、景気の底堅さが確認できれば、株価は緩やかに上昇する見通し。

◆人民元レート：再び元安に

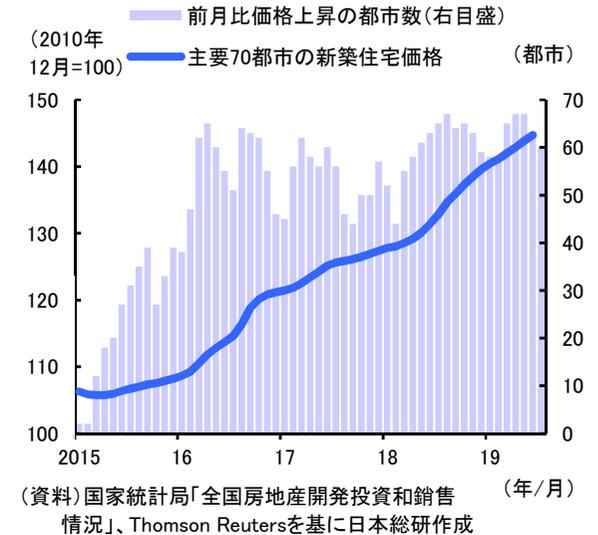
米トランプ大統領が対中制裁第4弾の発動を表明すると、投資家のリスクオフ姿勢が強まり、再び元安に。中国政府が元安を容認したため、2009年以降初めて1ドル=7元を割る水準に。

今後、米中間の関税を巡る制裁と報復の応酬が再開すれば、元安圧力がさらに強まる見通し。政府は外貨準備高の温存などを重視し、元安容認の姿勢を続ける見込み。

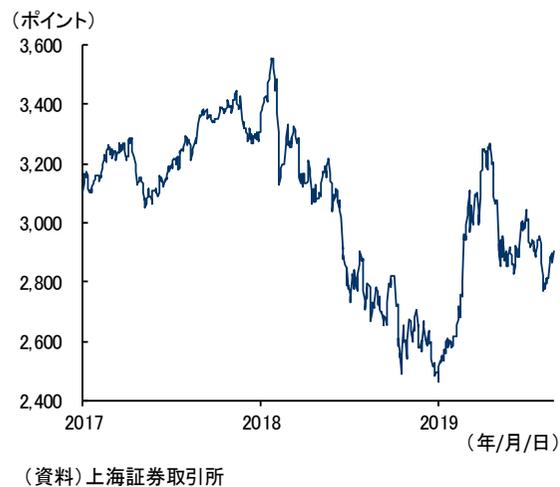
CPIとPPI(前年比)



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

