

中国経済展望

2019年12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11月29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

◆足許の景気は減速

中国景気は減速傾向。米中貿易摩擦の激化で対米輸出が減少。先行き不透明感の強まりなどで、民間固定資産投資も減速。さらに豚肉価格の高騰が家計の実質所得・実質消費を押し下げ。

◆景気は早晚底入れへ

今後を展望すると、米中貿易摩擦が引き続き中国経済の重石となるものの、政策による下支えで、景気減速に歯止めがかかる見通し。すでに打ち出された景気対策は小粒ではあるものの、足許では景気底入れの動きが散見される状況。

たとえば、インフラ投資は緩慢とはいえ回復してきており、地方経済は下げ止まりつつある模様。

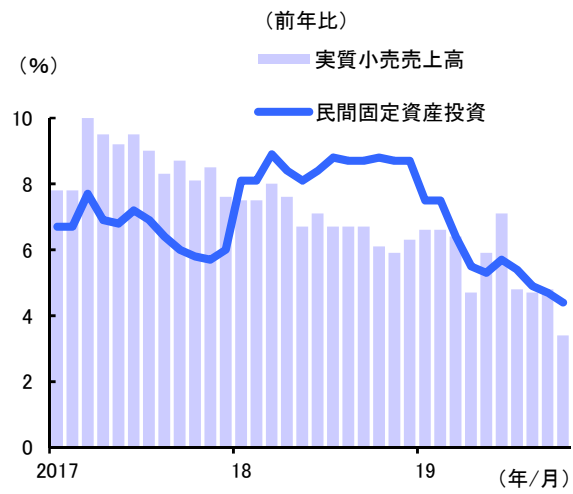
ハイテク製造業向けの減税や補助金、5G免許の交付などによって、当該分野の固定資産投資も拡大。コンピュータ・通信その他電子機器、はん用機械製造業などの生産にも持ち直しの動き。

このほか、世界の半導体需要に回復の兆しが出てきたほか、中国政府が景気対策を打ち出していることを受けて、製造業の新規受注に持ち直しの兆し。工作機械の輸入回復も、先行き民間固定資産投資が持ち直すことを示唆。

こうした状況を受け、中国政府は現段階であえて景気対策を大きく積み増す必要はないと判断している模様。政府は、副作用にも配慮しているため、今後も想定外の下振れリスクに直面しない限り、安定した雇用・所得環境を確保できる範囲内で、緩やかな減速を許容する見通し。2019年の成長率予測は+6.2%、2020年+6.1%にそれぞれ据え置き。

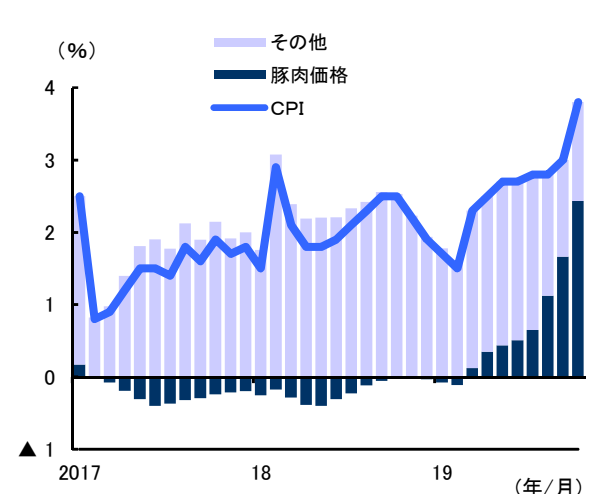
当面の景気下押しリスクとしては、米中貿易摩擦のほか、政府の投資抑制策、企業のバランスシート調整、家計の債務抑制が指摘可能。

小売売上高、民間投資



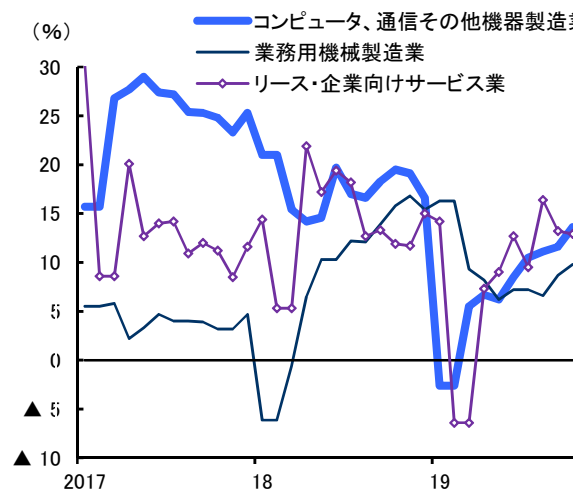
(資料) 国家统计局「社会消费品零售总额」「全国固定資産投資」
 (注) 民間固定資産投資は年初来累計。

CPIの寄与度分解(前年比)



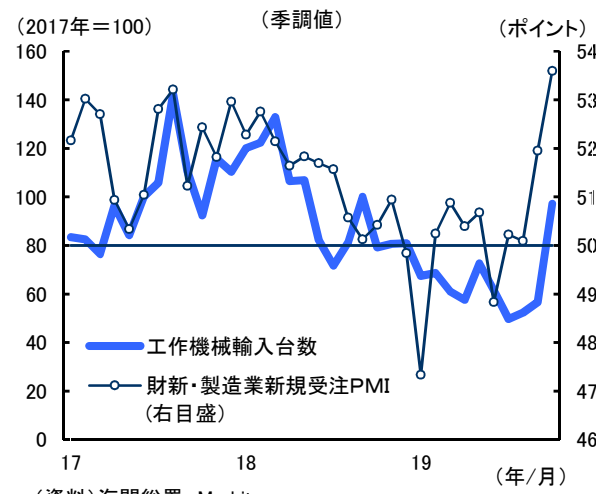
(資料) 国家统计局「居民消费价格」を基に日本総研作成

業種別固定資産投資(年初来累計、前年比)



(資料) 国家统计局「全国固定資産投資」

工作機械輸入と財新製造業新規受注PMI



(資料) 海関総署、Markit
 (注) 日本総研が工作機械輸入の季調値を作成。

先進国企業は対中直接投資を抑制

◆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、3,600億ドル規模の制裁関税の影響が残るため、米国向けの低迷は続く見通し。米国政府が12月15日に、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を引き上げた場合、米国向け輸出にさらなる下押し圧力に。

他方、アジアやEU向けは、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、再拡大する見通し。

◆輸入も低水準

米国からの輸入も減少。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ことが主因。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。

当面、対米輸入の反転は見込み難い状況。中国政府は大豆の輸入を再開したものの、米国が要請する輸入額（500億ドル）に満額回答する可能性は小。また、抗がん剤など16品目を報復関税の適用対象から除外したものの、多くの品目が適用対象なのは変わらず。

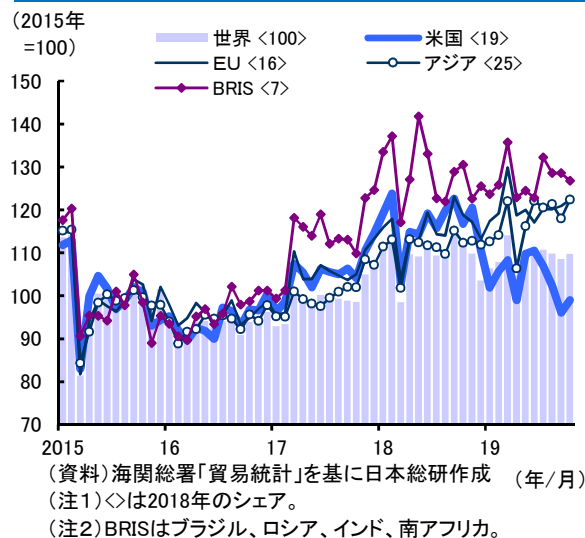
◆対中直接投資は二極化

1～10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+2.9%。

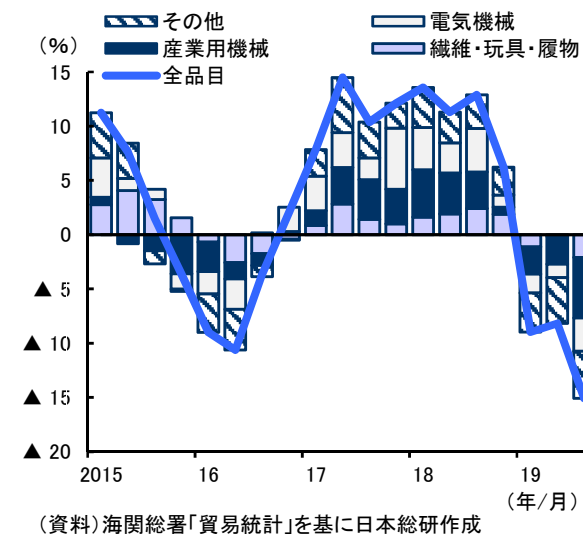
もっとも、地域別にみると大きな違い。EU、米国、日本からの投資はそれぞれ同▲27.9%、▲10.6%、▲2.9%。他方、日米欧以外からの投資は同+6.9%。

先進国企業は技術流出などを懸念して投資を控えつつある一方、新興国企業は中国企業との連携を深める方向。

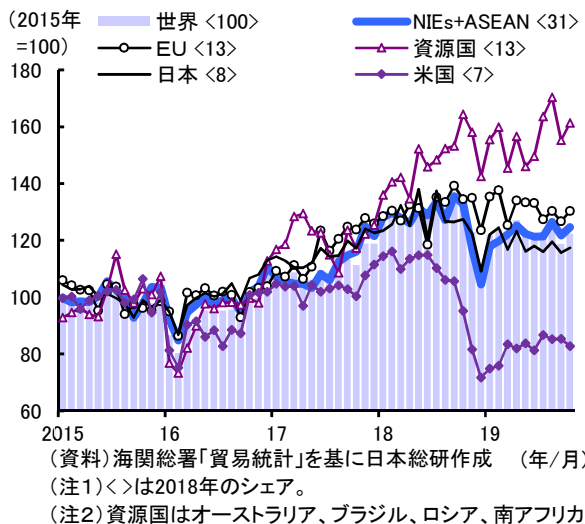
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



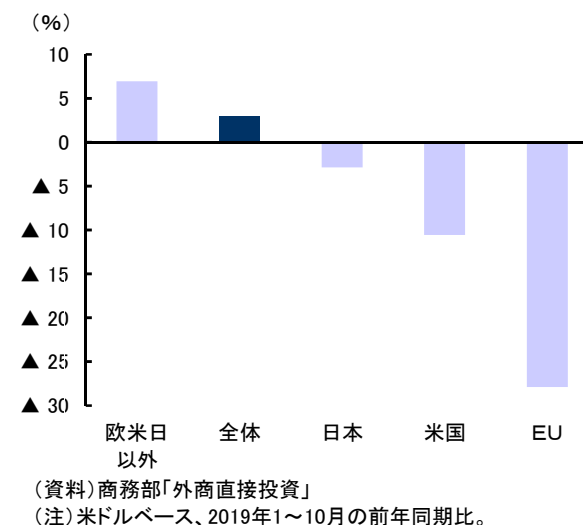
米国向け輸出額の寄与度分解(前年比)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



地域別対中直接投資



個人消費の実勢は小売売上高が示すよりも堅調

◆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、消費全体の6割程度をカバー。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寄与度も横ばいで推移。

このほか、小売売上高統計では家電販売が減速しているものの、他の統計でみるとエアコンや洗濯機、冷蔵庫などの家電販売は住宅販売の拡大を背景に持ち直し。家電セクターの株価も上昇。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すべき。

◆雇用・所得環境は安定的

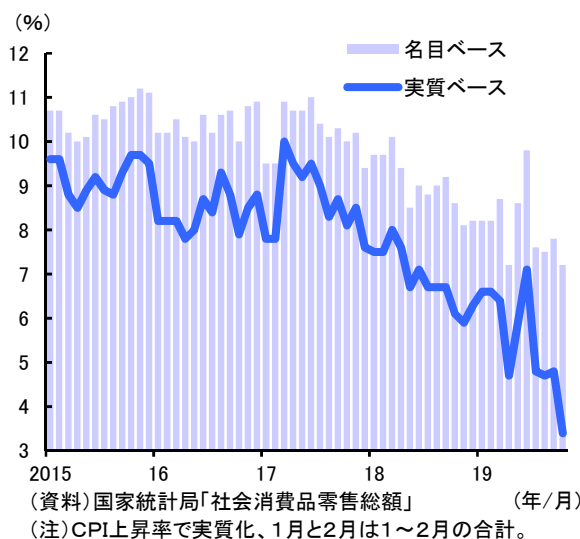
米中貿易摩擦などの影響で人員をリストラする動きが一部あるものの、サービス業の拡大によって、政府としてはかつてのようには+6.5%以上の実質GDP成長率に拘らなくとも、雇用・所得環境の安定を確保可能に。

たとえば、経済成長率が低下したものの、一人当たり名目可処分所得は年率8%台の高めの伸びを維持。中国人民銀行が公表する雇用環境の見通しDIも高水準が持続。出稼ぎ労働者の就職先も、工場からスマートフォンを利用したランチのデリバリーサービスなどへと多様化。

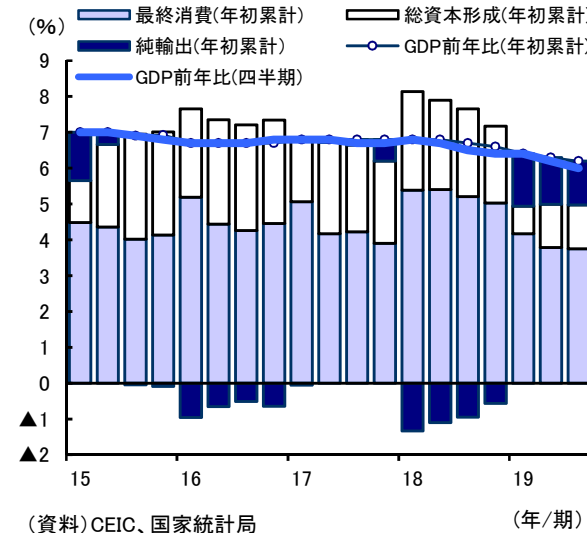
◆自動車販売は低迷

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。在庫調整の一巡、メーカーの先行き期待の改善が背景として指摘可能。

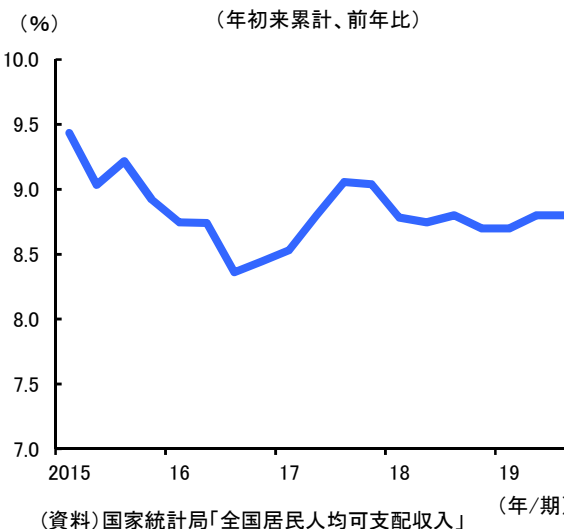
小売売上高(前年比)



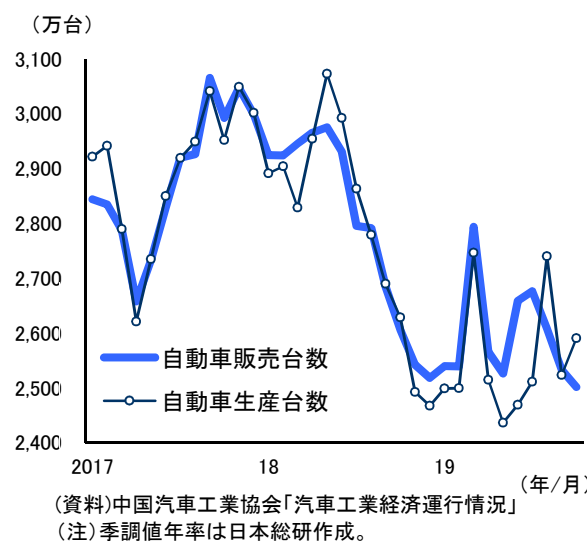
実質成長率の寄与度分解(前年比)



一人当たり名目可処分所得



自動車の生産と販売(季調値年率)



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

固定資産投資の増勢は鈍化傾向。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、インフラ投資が失速したほか、対米輸出の下振れリスクが高まったため、採算悪化を懸念した企業が、新規投資を慎重化。

もっとも、民間固定資産投資は早晩底入れする見通し。世界のIT需要の回復や中国でのインフラ投資・地方経済の底打ちなどを受け、製造業の新規受注に持ち直しの兆し。工作機械の輸入も回復。

業種別にみると、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。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。

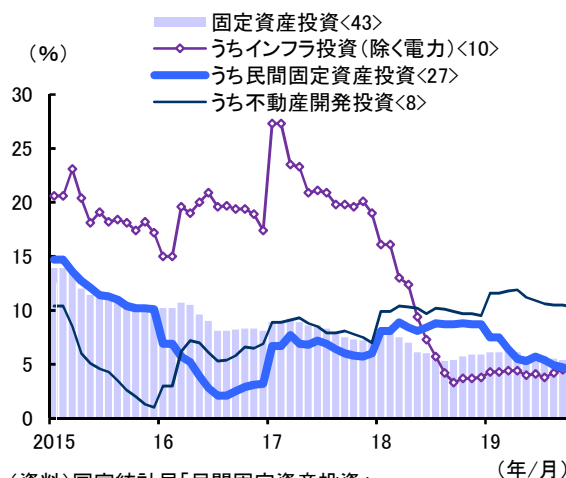
◆インフラ投資の回復は緩やか

インフラ投資は底入れ。中国政府が地方政府に対し融資プラットフォーム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。政府は现阶段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。このため、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。

◆工業生産は二極化

工業生産の増勢は鈍化。内訳をみると、鉄鋼や非金属（セメントなど）製造業は、インフラ投資や不動産開発投資がさほど伸びそうにないため生産を抑制。他方、コンピュータ・通信その他電子機器、自動車、はん用機械製造業は、需要回復を見込んで生産を再拡大。

固定資産投資（年初来累計、前年比）



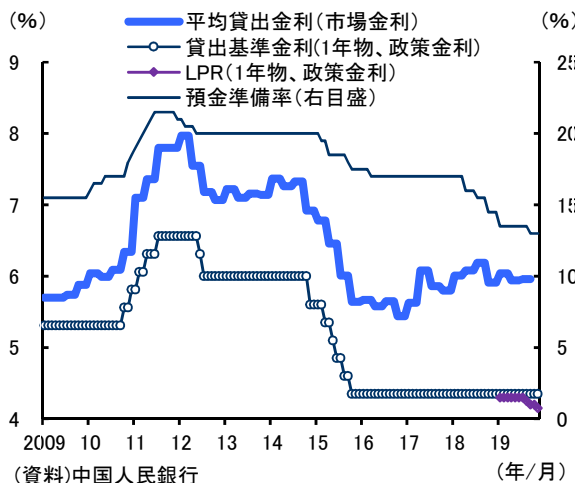
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

工作機械の輸入台数（季調値）



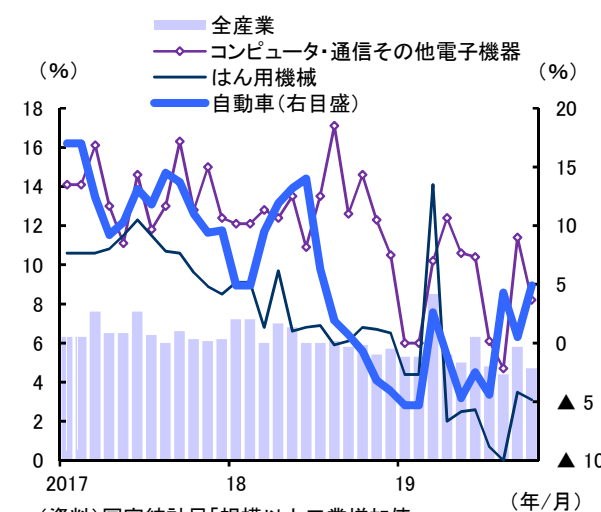
(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成

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。

工業生産（前年比）



(資料) 国家統計局「规模以上工業增加值」

豚肉価格が消費者物価を大きく押し上げ

◆物価：消費者物価と企業物価が乖離

10月のCPI上昇率は、前年同月比+3.8%へ大幅上昇。アフリカ豚コレラによる供給不足で、豚肉価格が昨年の2倍に高騰し、CPIを2.4%ポイント押し上げ。一方、非食料品価格の上昇率は原材料費の頭打ちや需要の低迷を受けて、7カ月連続で低下。

PPI上昇率は同▲1.6%と、4カ月連続でマイナスに。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

10月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.5%と一段と上昇。70都市のうち、価格が上昇したのは50都市。この背景として、金融緩和を主因に住宅販売が持ち直していることが指摘可能。政府は景気を下支えするために緩和的な金融政策を続ける一方、不動産政策については、市場の過熱抑制のため緩和から抑制へ転換。先行き、住宅需要の拡大と不動産価格の上昇にブレーキがかかる見通し。

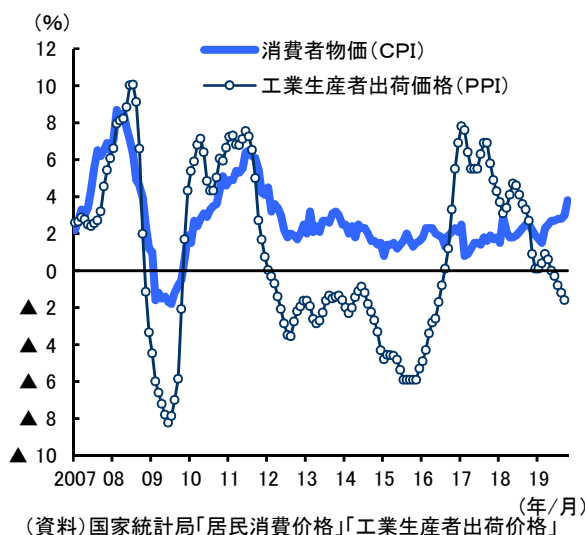
◆株価：一進一退

中国景気と米中協議の先行きが不透明ななか、株価は一進一退で小動き。今後、景気の底堅さが確認されるにつれ、株価は緩やかに上昇していく見通し。

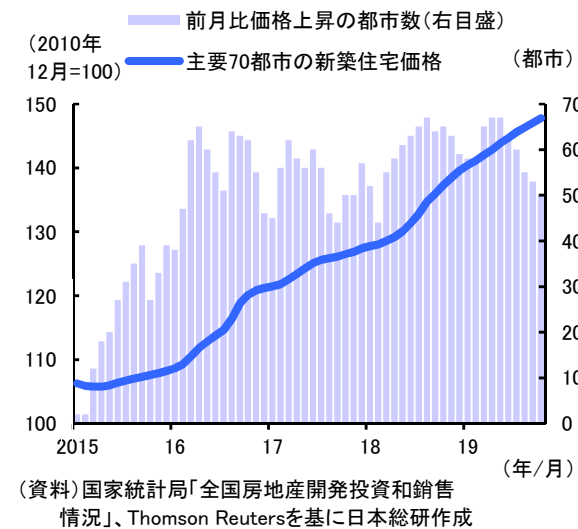
◆人民元レート：元安は一服

中国政府が米国からの大豆輸入を再開し、米国政府が12月の関税引き上げ見送りを示唆すると、投資家のリスクオフ姿勢が後退し、元安は一服。もっとも、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。

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

