

2017年12月19日 全8頁

2018年の中国経済見通し 6.3%程度に減速へ

「一強」への行きすぎた忠誠はリスク要因に

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 四半期毎の実質 GDP 成長率は 2015 年 1 月～3 月以降、6.7%～7.0%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）の極めて狭いレンジで推移しているが、名目 GDP 成長率は 2015 年 10 月～12 月の 6.4%をボトムに、2017 年 1 月～3 月には 11.8%へと急回復した。両者の差である GDP デフレーター急上昇は、工業分野、なかでも川上産業の価格急騰によってもたらされている。企業業績の急回復はデフレ脱却によるところが大きい。
- 2017 年の実質 GDP 成長率は 6.8%程度、2018 年は 6.3%程度となろう。成長率低下は、主に住宅販売不振に伴う関連投資・消費の減速によるものである。政策運営では、①金融リスクなど重大リスクの防止、②脱貧困、③環境汚染防止、が重視される可能性が高い。①と③について、「一強（習近平総書記）」への行きすぎた忠誠はリスク要因になり得る。副作用が大きくなったり、政策が効きすぎるリスクである。2018 年は「一強」と「その他（官庁、地方政府）」の関係に、どのように折り合いをつけていくのかが、経済安定にとっての注目点の一つとなろう。

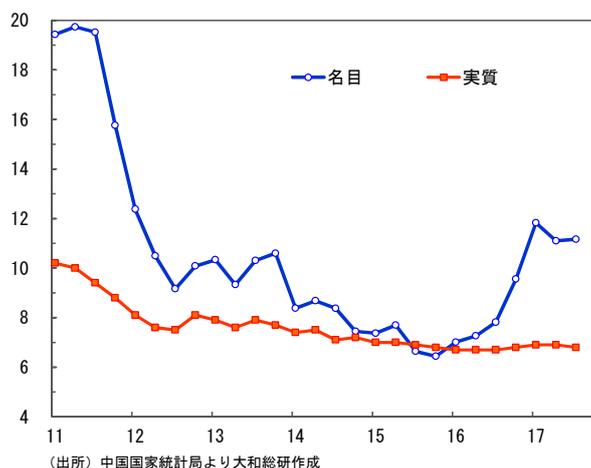
2017 年は前年比 6.8%程度の実質成長へ。デフレ脱却で名目は急回復

中国の実質 GDP 成長率は 2017 年 1 月～3 月、4 月～6 月の前年同期比 6.9%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）から、7 月～9 月は 6.8%へ僅かに低下した。10 月、11 月の主要経済統計は、景気が緩やかに減速していることを示している。年間では 6.8%程度が予想され、3 月の全人代で発表された政府成長率目標である 6.5%前後を十分に達成しよう。実質 GDP 成長率は 2010 年の 10.6%を直近のピークに 6 年連続で低下したが、2017 年は前年の 6.7%から僅かとはいえ加速することになる。

四半期毎の実質 GDP 成長率は 2015 年 1 月～3 月以降、6.7%～7.0%の極めて狭いレンジで推移しているが、名目 GDP 成長率は 2015 年 10 月～12 月の 6.4%をボトムに、2017 年 1 月～3 月には 11.8%へと急回復した。2017 年 4 月～6 月は 11.1%、7 月～9 月は 11.2%と比較的高い成長率を維持している。両者の差である GDP デフレーターの急上昇は、工業分野、なかでも川上産業の価格急騰によってもたらされている。長らく前年割れが続いた工業製品出荷価格指数（PPI）は、2015 年 8 月～12 月の▲5.9%を底に急速にマイナス幅を縮小させ、2016 年 9 月には 55 ヶ月ぶりにプラスに転換した。PPI は 2017 年 2 月に+7.8%に上昇し、11 月は+5.8%となった。

工業分野のデフレ脱却は、政策効果によるところが大きい。中国政府は 2015 年 10 月以降、乗用車、住宅、インフラ投資に対する刺激策を打ち出し、鉄鋼の需要を高めた。これに伴い電力消費量が増加し、中国は石炭火力発電が中心のため、石炭への需要が高まった。さらにこの 2 つの業種に限定して厳格な過剰生産能力削減が実施された。政府目標を大きく上回る削減が行われたこともあって供給への不安が高まり、鉄鋼や石炭の価格が急騰したのである。需要増加と価格急騰によって業績は急速に改善し、中国国家统计局によると、鉄鋼業の税前利益は 2015 年の 67.8%減益から 2016 年は 3.0 倍、2017 年 1 月～10 月は 2.6 倍に、石炭採掘業は同様に、71.6%減益から 2.9 倍、7.3 倍へと急回復した。工業企業全体で見ても、2.9%減益⇒8.7%増益⇒23.3%増益と業績は大きく改善している。

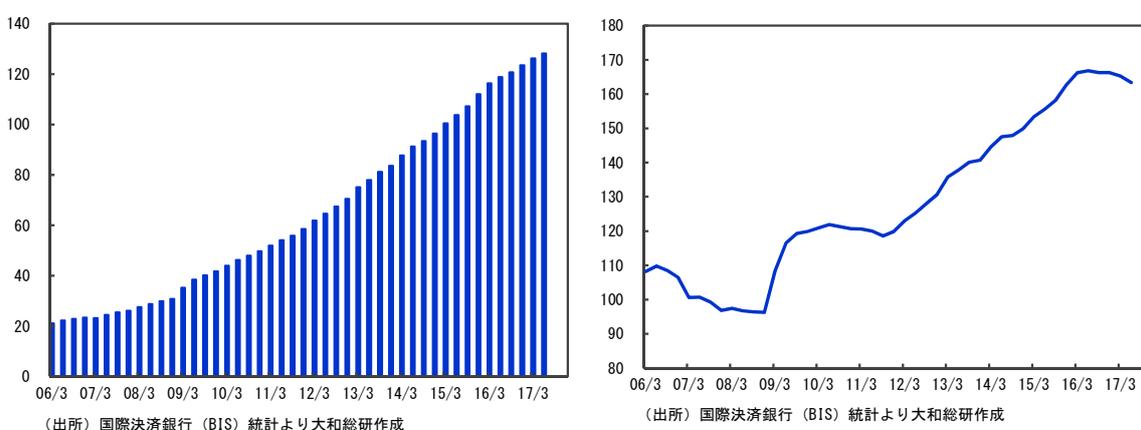
中国の名目・実質 GDP 成長率（四半期）の推移（単位：％）



企業業績の改善によって、労働分配も増加した。2013 年から低下が続いた一人当たり可処分所得の伸び率は、2017 年に入ると再び加速して堅調な消費を支えたのである。

さらに言えば、デフレ脱却は非金融企業のデレバレッジにも一役買っている。国際決済銀行 (BIS) によると、中国の非金融企業の債務残高の GDP 比は 2016 年 6 月末の 166.8% をピークに 2017 年 6 月末には 163.4% へと若干低下した。これは、債務の増加ペースが抑制されたこと (2016 年 6 月末の 14.6% 増⇒2017 年 6 月末は 7.9% 増) に加え、名目 GDP 成長の加速 (2016 年 4 月～6 月の 7.3%⇒2017 年 4 月～6 月の 11.1%) によるものである。

非金融企業の債務残高 (左) と名目 GDP 比 (右) の推移 (単位: 兆元、%)



2018 年の実質 GDP 成長率は 6.3% 程度に減速へ

2018 年の実質 GDP 成長率は 6.3% 程度となろう。成長率の低下は、主に住宅販売不振に伴う関連投資・消費の減速によるものである。ある程度の成長率を維持するために、下半期以降はインフラ投資のさらなる増強などの景気下支え策や、住宅価格調整が進展した一部都市では当該地域に戸籍を持たない家計に住宅購入を再び認める (住宅の投資・投機需要を刺激する) といったテコ入れ策が打ち出される可能性があるだろう。

2018 年の政策運営の重点は①重大リスクの防止、②脱貧困、③環境汚染防止

2017 年 10 月の中国共産党第 19 回全国代表大会 (党大会) における習近平総書記の「政治報告」では、2020 年までを小康 (ややゆとりのある) 社会の全面的完成の決戦期と位置付けて、今後 3 年間は、①重大なリスクの防止、②脱貧困、③環境汚染防止、の 3 つをとりわけ重視するとした。この 3 項目は 2018 年の政策運営の重点方針に何らかの形で盛り込まれる可能性が高い。

①と③は後述するとして、②の脱貧困では、3,000 万人の貧困層を 2020 年までにゼロにする

ことが目指されている。2017年1月～9月の全国一般公共予算支出（財政支出）が11.4%増となるなか、貧困扶助支出は52.0%増を記録した。11月の現地ヒアリングでは、「教育・職業訓練、就業など中長期的な観点での支出増加であればよいが、脱貧困を手っ取り早く達成するための給付金の支給では、根本的な貧困脱出にはつながらない」との指摘があった。ただし、給付金の支給であっても、消費増加など少なくとも短期的には景気にプラスの効果をもたらすことが期待できよう。

一方で、①の重大なリスク防止と③の環境汚染防止は、景気を抑制する面があるので注意が必要であろう。

重大なリスクの主要なものが金融リスクであり、2016年12月の中央経済工作会議では、「金融リスクの防止を政策上さらに重要な位置に置き、リスクを果敢に処理し、資産バブルの発生を防ぎ、監督管理能力の向上・改善を行い、システミックリスクを発生させない」ことを2017年の経済政策運営の重点に掲げた。中国人民銀行の金融政策は2016年11月にやや引き締め気味に転換された。さらに、2017年4月下旬の中央政治局会議では、金融リスクの防止がテーマとなり、シャドーバンキング（影の銀行）への規制強化などが指示された。

中国銀行業監督管理委員会などは、2017年3月以降、金融機関の資金調達・運用に対する監督・管理を強化する通達を相次いで発表した。例えば、レポ市場でのレバレッジ取引の規制強化や、理財商品（銀行が個人投資家等に販売する資産運用商品）のファンド等への委託運用の制限などが、打ち出されている。こうした金融監督・管理の強化により、銀行間市場での資金供給が縮小し、市場金利は大きく上昇した。

さらに、2017年10月の党大会では、重大リスクの防止が強調され、市場金利の上昇は一段と加速した。当然のことながら銀行の貸出金利も上昇しており、今後はこの金融引き締めの効果により、固定資産投資、特に不動産開発投資、さらには住宅販売が抑制されよう。

5年物国債利回りの推移（単位：％）

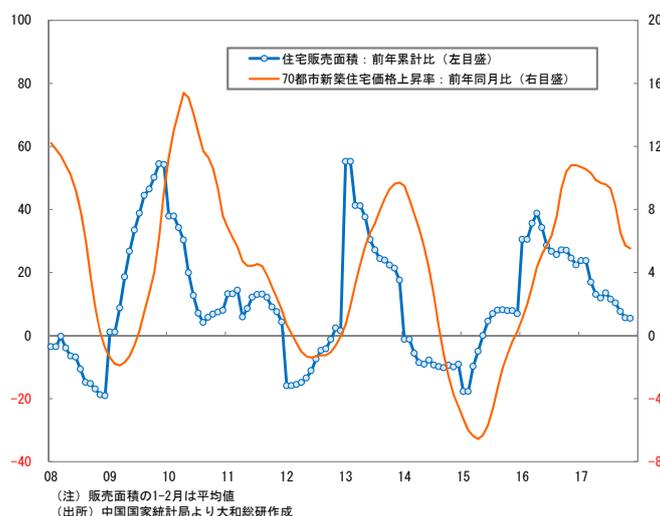


（出所）CEICより大和総研作成

住宅販売面積は2017年1月～2月の23.7%増から1月～11月は5.4%増に減速し、70都市新築住宅価格は2016年11月、12月の+10.8%のピークから2017年11月は+5.5%に低下した。2016年12月の中央経済工作会議や2017年10月の党大会でも使われた「住宅は住むためのものであり、投資・投機の対象ではない」というフレーズは、中国政府が本気で住宅価格抑制に取り組む際に使われる言い回しであり、住宅市場の過熱抑制は政策効果が発現したといえる。

しかし、抑制されたのは投機・投資需要に限定されない。北京市など主要都市では、居住目的と見做される家計で1軒目の住宅ローン金利についても、市場金利の上昇を受けて、2017年6月から多くの銀行が貸出基準金利を上回る金利設定を行うようになっている。本来であればサポートされるべき居住目的の住宅購入を抑制している状況であり、抑制策が効きすぎるリスクが高まっている。

中国の商品住宅販売面積と70都市新築住宅価格の推移（前年累計比、前年同月比）（単位：％）



環境汚染対策の是非は問うまでもない。5年に一度の党大会の開催年である今年は、統制や党の指導が例年以上に厳しくなされている。環境規制も一段と強化されており、中国政府は、2017年10月～2018年3月の北京市、天津市、河北省など6地方のPM2.5の平均濃度を15%以上低下させることなどを目標に掲げた。前年比で15%以上低下、というのは極めて厳しい目標設定であり、汚染物質を多く排出する一部工場の操業の停止だけではなく、砂塵を巻き上げるような一部工事も規制の対象となっている。これはインフラ投資とて例外ではない。

しかし、現状を無視したやり方では弊害が大きくなり、事態は混乱する。各地方政府は、石炭燃焼の際に排出されるPM2.5の濃度を劇的に下げるために、天然ガスによる暖房に切り替える世帯数等の上乗せを目指したが、①石炭の使用を極端に絞った結果、天然ガスの需要が一気に増加して供給不足となり、天然ガスの価格が急騰した、②石炭の使用が抑制されるなか、ガスの供給体制が未整備な地方では数百万人以上が氷点下の中で、暖房のない生活を余儀なくされた、③家庭用のガス供給を優先した結果、産業用のガス供給が滞り、一部で肥料などの生産

がストップした、といた混乱が多く報道された。結局、中国政府は石炭の使用を認めることで事態の收拾を図っている。

「一強」への行きすぎた忠誠はリスク要因に

何故、このようなことが起きるのか？党大会で習近平総書記の権力基盤が強固となるなか、地方政府や官庁が、こぞって「一強（習近平総書記）」への忠誠を示そうとしていることがその背景にあるのではないだろうか。

「上に政策あれば、下に対策あり」とは、地方政府が中央政府の指示を聞かない「面従腹背」を表す言い回しであるが、これも状況は変わってきたようである。中央の指示を地方がよく聞くようになったのは良いことだが、それが政策本来の意図を逸脱し、「一強」へのアピール合戦の様相を呈してくれば、今度はその副作用が大きくなったり、政策が効きすぎるリスクに留意しなければならなくなる。

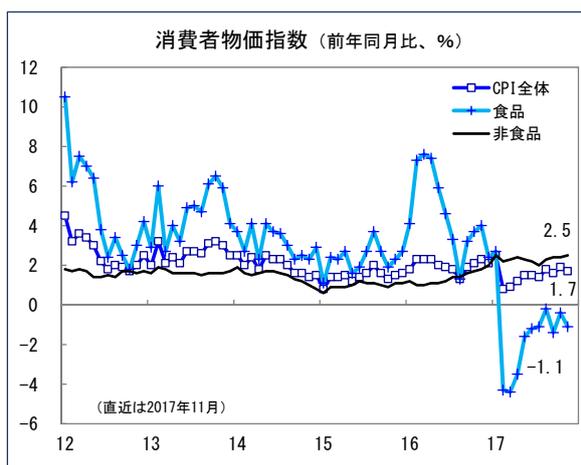
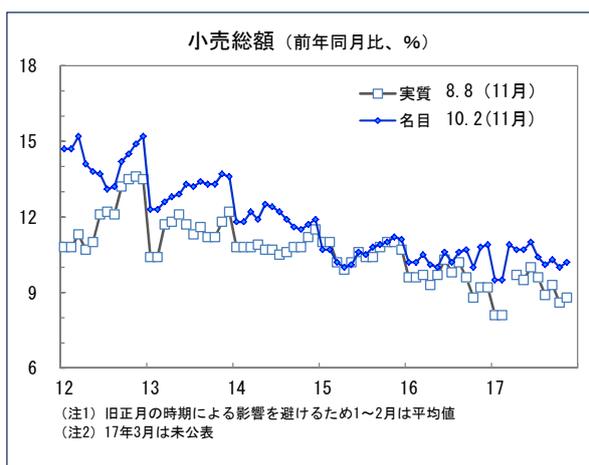
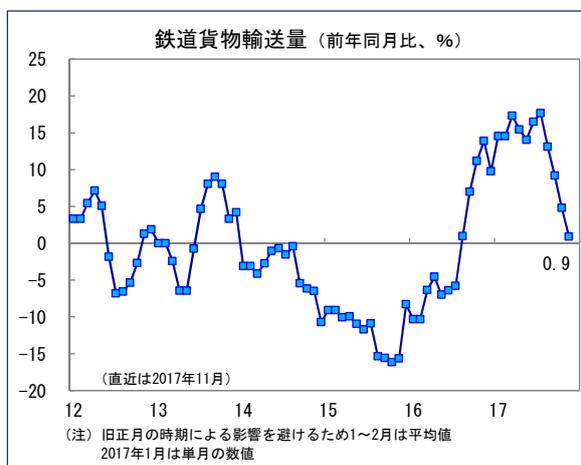
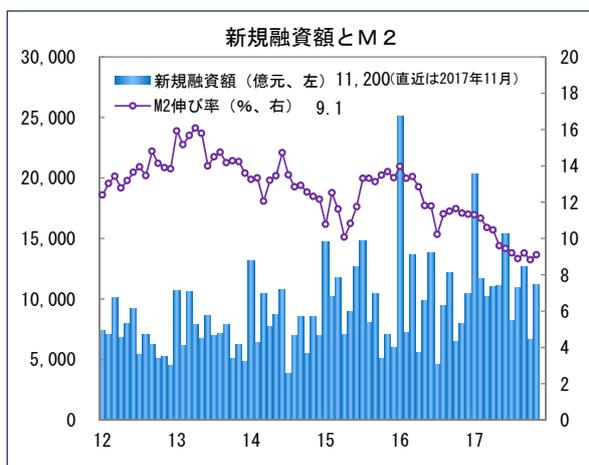
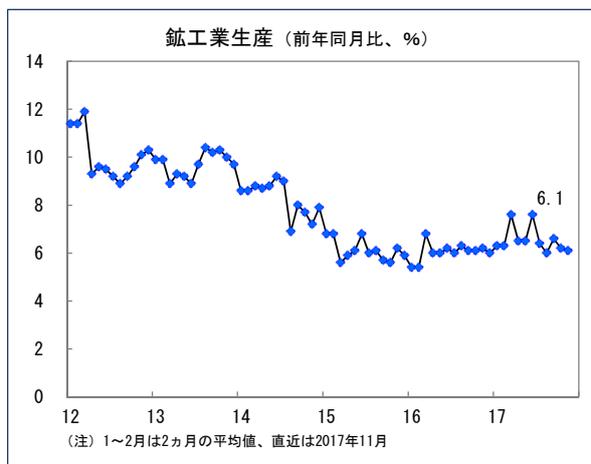
2018年は「一強」と「その他（官庁、地方政府）」の関係に、どのように折り合いをつけていくのかが、経済安定にとっての注目点の一つとなろう。

主要経済指標一覧

	2017年6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.9	-	-	6.8	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1
電力消費量（前年累計比、%）	6.3	6.9	6.8	6.9	6.7	6.5
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	16.5	17.7	13.1	9.2	4.8	0.9
固定資産投資（前年累計比、%）	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	8.5	7.9	7.9	8.1	7.8	7.5
小売総額 名目（前年同月比、%）	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2
実質（前年同月比、%）	10.0	9.6	8.9	9.3	8.6	8.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7
食品（前年同月比、%）	-1.2	-1.1	-0.2	-1.4	-0.4	-1.1
非食品（前年同月比、%）	2.2	2.0	2.3	2.4	2.4	2.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	7.3	7.0	7.7	8.5	8.4	7.1
新規融資額（億元）	15,400	8,255	10,900	12,700	6,632	11,200
M2伸び率（%）	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1
輸出（前年同月比、%）	10.9	6.6	5.2	8.1	6.8	12.3
輸入（前年同月比、%）	17.0	11.0	13.3	18.7	17.2	17.7
貿易収支（億米ドル）	422.4	456.3	414.0	286.3	380.6	402.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	11.5	9.6	5.6	0.5	-0.2	-0.3
上海（前年同月比、%）	10.0	8.4	3.2	-0.1	-0.3	-0.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	10.6	8.0	7.6	6.8	5.6	6.9
完工面積（前年累計比、%）	5.0	2.4	3.4	1.0	0.6	-1.0
不動産販売 面積（前年累計比、%）	16.1	14.0	12.7	10.3	8.2	7.9
金額（前年累計比、%）	21.5	18.9	17.2	14.6	12.6	12.7

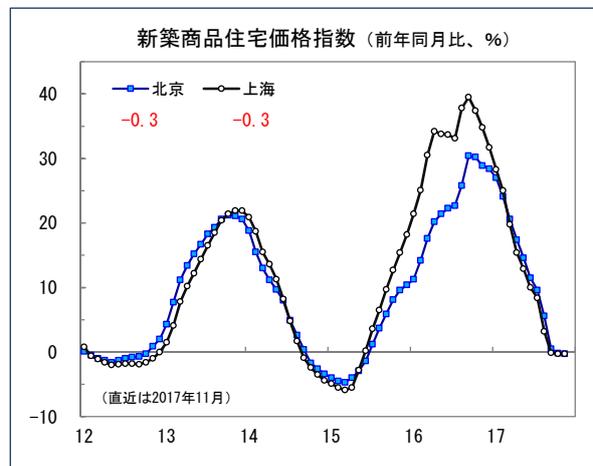
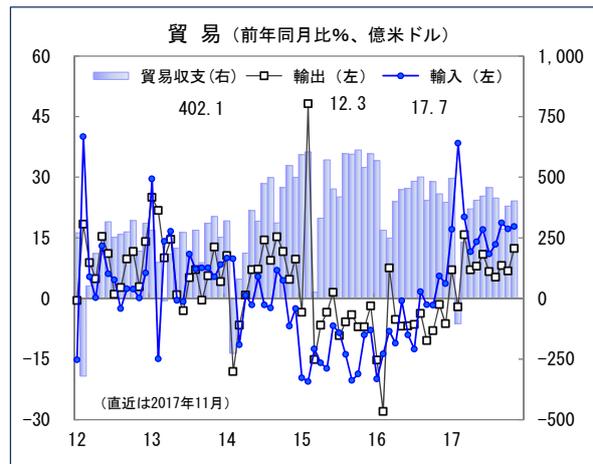
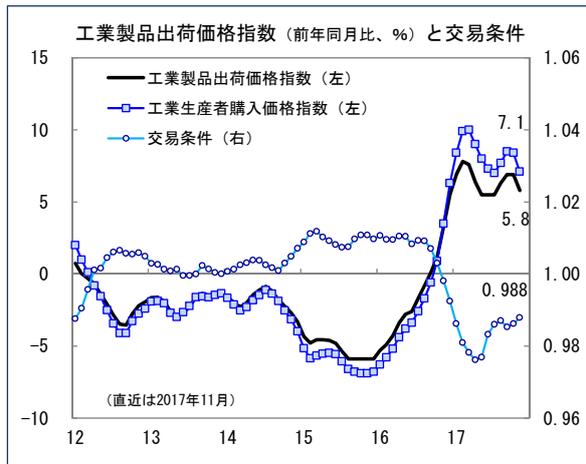
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成