

2018年7月19日 全8頁

# 中国：債務削減と米中摩擦で景気は減速へ

4月～6月までは12四半期連続で6.8%±0.1%の安定成長

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

## [要約]

- 2018年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比6.7%と、1月～3月の同6.8%から僅かに減速した。1月～6月の景気が想定以上に堅調であったことを受けて、大和総研は2018年の中国の実質GDP成長率予想を従来の前年比6.5%から同6.6%に引き上げる。2019年は同6.4%で据え置く。
- 今後はデレバレッジ（負債率引き下げ）による金融引き締め効果が継続することに加え、米中貿易摩擦による関税率引き上げ等の悪影響が景気を若干押し下げよう。ただし、資金調達難の深刻化が懸念される小型・零細企業には、4月と7月の預金準備率引き下げにより「解凍」された一部資金が融通されるなどの政策が既に打たれている。今後もこうしたサポートは続く見通しであり、景気が大きく下振れするのは回避されよう。

## 2018年4月～6月は6.7%成長。今後は債務削減と米中摩擦で景気は減速へ

国家統計局によると、2018年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比6.7%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と、1月～3月の6.8%から僅かに減速した。四半期ベースでは12四半期連続で6.8%±0.1%という安定成長が続いたことになり、足元の景気は想定以上に堅調に推移している。

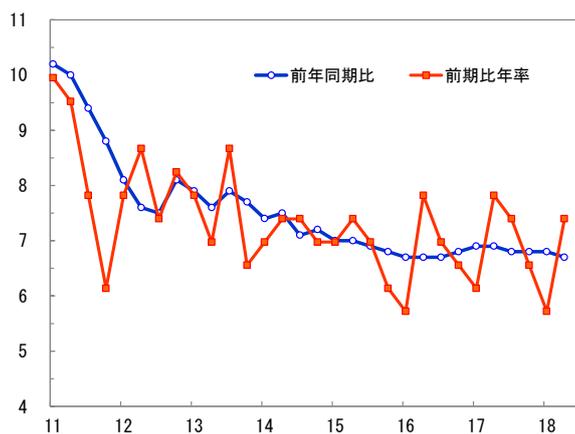
1月～6月の6.8%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が5.3%ポイント、総資本形成が2.1%ポイント、純輸出が▲0.7%ポイントであった<sup>1</sup>。2014年以降、中国では最終消費支出が成長の最大のドライバーとなり、総資本形成の寄与度の低減をある程度相殺している。

今後は、デレバレッジ（負債率引き下げ）による金融引き締め効果が継続することに加え、米中貿易摩擦による関税率引き上げ等の悪影響が景気を若干押し下げよう。デレバレッジに関連して、社会資金調達金額のネットの増減額は、広義のシャドーバンキング（委託貸出、信託

<sup>1</sup> 需要項目別寄与度の合計が実質GDP成長率と同じにならないのは四捨五入の関係による。

貸出、未割引の銀行引受手形、企業債券発行額、非金融企業の域内株式発行額の合計) が、5月には▲4,211億元、6月は▲5,359億元と大幅な純減(回収・償還超過)となるなど、中小・零細企業の命綱ともいえるシャドバンキング経由の資金調達が極端に抑制されたことが示されている。

### 中国の実質 GDP 成長率 (四半期) の推移 (単位 : %)



### 実質 GDP 成長率 (前年比) 需要項目別寄与度 (単位 : %、%ポイント)

	実質 GDP 成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2011	9.5	5.9	4.4	-0.8
2012	7.9	4.3	3.4	0.2
2013	7.8	3.6	4.3	-0.1
2014	7.3	3.6	3.4	0.3
2015	6.9	4.1	2.9	-0.1
2016	6.7	4.5	2.9	-0.6
2017	6.9	4.1	2.2	0.6
2018. 1-3	6.8	5.3	2.1	-0.6
2018. 1-6	6.8	5.3	2.1	-0.7

(注) 四捨五入の関係で需要項目別寄与度の合計が実質 GDP 成長率と同じにならない場合がある  
(出所) CEIC、中国国家統計局より大和総研作成

ただし、資金調達難の深刻化が懸念される小型・零細企業には、4月と7月の預金準備率引き下げにより「解冻」された一部資金が融通されるなどの政策が既に打たれている。中国人民銀行は4月25日に預金準備率を1.0%引き下げ、7月5日にも0.5%引き下げた(引き下げ後の大手行の預金準備率は15.5%)。2回の預金準備率引き下げにより、合計2.0兆元の預金準備が「解冻」され、9,000億元分は人民銀行から商業銀行への貸出である MLF(中期貸出ファシリティ)の返済に、6,000億元分は小型・零細企業向けの貸出増加に、5,000億元分は商業銀行が「債務の株式化」の推進に用いとされた。

幸いなことに中国の預金準備率は大きな引き下げ余地があり、打てる手はまだ残されて

いる。今後もこうしたサポートは続く見通しであり、景気が大きく下振れするのは回避されよう。

1月～6月の景気が想定以上に堅調であったことを受け、大和総研は2018年の中国の実質GDP成長率予想を従来の6.5%から6.6%に引き上げる。2019年は6.4%で据え置く。

## モノの消費は減速。ただし、消費を取り巻く所得・雇用環境は悪くない

1月～6月の国民一人当たり可処分所得は名目8.7%増、実質6.6%増と、1月～3月のそれぞれ8.8%増、6.6%増とほぼ変わらなかった。6月末の都市失業率は4.8%と低水準を維持するなど、消費を取り巻く所得・雇用環境は悪くない。

こうした中で、4月～6月の小売売上は9.0%増と、1月～3月の9.8%増から比較的大きな減速となった。国家統計局は、5月が8.5%増、6月は9.0%増と低水準の伸び率にとどまったのは、7月の自動車・同部品の輸入関税引き下げ<sup>2</sup>を前に、消費者が自動車の購入を先延ばしにしたことが大きいとしている。中国政府は5月22日、自動車の輸入関税率を7月1日より従来の平均21.5%（3%～25%）から同13.8%（3%～15%）に引き下げ、自動車部品の関税率を同様に従来の平均10.2%（6%～25%）から6%に引き下げると発表した。外資系自動車メーカーを中心にコア部品を輸入しているところは多く、輸入車に限らず、現地生産車でも価格引き下げへの期待は大きい。確かに、自動車は小売売上の13%程度を占める一大品目であり、同統計の自動車類は1月～3月の7.4%増から、5月は1.0%減、6月は7.0%減に落ち込んでいる。国家統計局は、自動車の買い控えにより、5月の小売統計は1.5%ポイント程度、6月は2%ポイント程度押し下げられ、これがなければ、4月～6月の小売売上は10%増程度と、1月～3月上回ったとしている。7月以降の小売売上は一時的にせよ、加速する可能性がある。

モノの消費である小売売上の伸び率が低下した一方で、サービス消費は好調を維持した可能性が高い。消費の高度化の進展に伴い、都市を中心に旅行、健康・スポーツ、教育、文化、娯楽などのサービス消費は活況を呈しており、当面の中国経済の下支え役を果たそう。

中国政府は2019年1月1日付で改正個人所得税法を施行する予定である。その骨子は、①基礎控除額を現在の月額3,500元（約5.9万円）から5,000元（約8.4万円）に引き上げる、②3%～45%の7段階の累進税率のうち、3%、10%、20%の適用範囲を広げて、税率が低下する納税者を増やす、③子女の教育支出や、大きな傷病費用に対する控除額などを増やす、などであり、①については、2018年10月1日より前倒しで実施することが発表された。中国西南財経大学の試算によると、①のみで年間1,720億元（約2.9兆円）の減税となる。これは、2017年の小売売上の0.5%に相当し、2018年1月～6月の平均消費性向が68.3%であったことを勘案すると、小売売上が0.3%ポイント～0.4%ポイント程度押し上げる効果が期待できよう。

<sup>2</sup> 7月6日以降、米国からの輸入には25%の追加関税を賦課。

## 固定資産投資は減速。インフラ投資は腰折れ

1月～6月の固定資産投資は6.0%増と、1月～3月の7.5%増から減速した。

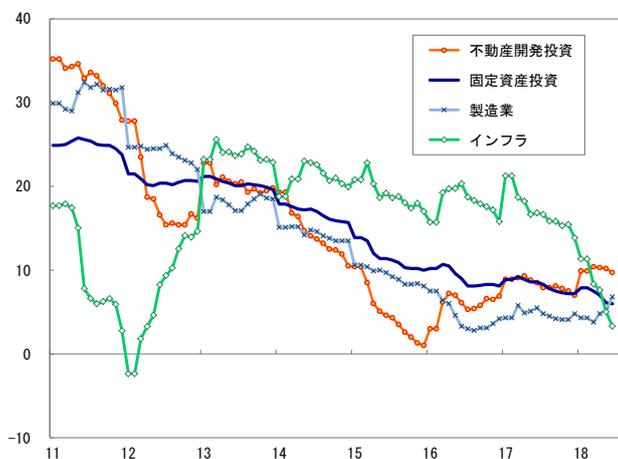
製造業投資は1月～3月の3.8%増から1月～6月は6.8%増へ加速した。単月のデータを作成すると6月は11.3%増で、2015年5月以来の2ケタ増となった。中国政府は1月～6月のハイテク製造業の投資が13.1%増となるなど、産業構造の高度化を促す投資が増加していることを強調するが、それだけではあるまい。過剰生産能力削減のために新規投資が抑制されてきたはずの鉄鋼など重工業分野の一部投資が回復しているのである。

国家統計局が記者会見で発表する固定資産投資の月次統計では2018年に入って以降、非鉄金属向け投資は引き続き発表されているが、鉄鋼向け投資は発表されなくなった。データベースでは両方とも入手可能であり、非鉄金属向け投資は2015年1月～10月以降、前年割れが続く一方で、鉄鋼向け投資は2016年1月～9月以降の前年割れは既に終止符を打ち、2018年に入って以降はプラスに転じていることが明らかとなっている。最新の設備が導入され、その生産能力を上回る旧式設備が淘汰されれば問題はないのだが、業績改善を背景に鉄鋼をはじめとする川上産業の一部が再び能力拡張に走っている可能性は否定できず、今後の動向には注意が必要であろう。

不動産開発投資は1月～3月の10.4%増から1月～6月は9.7%増へ減速し、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に8.3%増⇒3.3%増に急減速した。インフラ投資は2013年以降2017年前半までは20%増前後の伸びが続き、固定資産投資全体を下支えしたが、2018年5月、6月単月では前年割れとなった。

インフラ投資腰折れの背景には、デレバレッジが推進される中、資金調達の肩代わりや投資元本・収益の保証などにより地方政府債務を急増させかねないPPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ：官民連携）プロジェクトの一部停止や見直しが広がっていることがある。

### 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

当面、こうした動きは続く見通しであり、インフラ投資は抑制されよう。国务院（内閣）弁公庁は6月28日付で「都市軌道交通計画建設の管理強化に関する意見」を発表し、地下鉄など都市軌道交通の建設認可条件や資金調達方法を厳格化した。これも地方政府の債務増加を抑制することが目的であり、計画中の複数のプロジェクトが認可を得られなくなる見通しとなっている。

## 貿易摩擦のインパクト

中国通関統計によると、1月～6月の輸出（ドル建て、以下同じ）は12.8%増、輸入は19.9%増と、1月～3月と比較すると輸出は若干の減速、輸入は若干の加速となった。輸入の伸び率が相対的に高く、1月～6月の貿易収支は21.3%減の1,396.5億ドルの黒字であった。

一方で、懸案の対米貿易黒字は拡大している。中国の統計では、1月～6月の対米輸出は12.4%増、輸入は10.9%増となり、貿易黒字は13.3%増の1,340.1億ドルに達した。2017年の対米貿易黒字は10.0%増の2,758.1億ドルであり、中国側の出超は増加ペースを速めている。

米トランプ政権は5月29日、知的財産権侵害への制裁として中国からの輸入品500億米ドル分に25%の追加関税をかけると表明し、うち340億米ドル分が7月6日に発動された。中国側も同様の報復措置を発動している。米国が追加関税をかける中国製品340億米ドル分の内訳は、半導体製品、自動車、産業用ロボット、航空機など818品目であり、中国が追加関税をかける米国製品340億米ドル分の内訳は大豆、水産品、食肉、自動車など545品目となっている。

さらに、米トランプ大統領は7月10日、10%の追加関税をかける家具、生鮮食品、葉タバコ、トイレ紙、電気自動車用バッテリーなど中国からの輸入品6,031品目、2,000億ドル分のリストを発表するなど、貿易摩擦問題は深刻さを増しつつある。ちなみに、中国側統計では、2017年の対米輸入は1,539.4億ドル（対米輸出は4,297.5億ドル、対米貿易黒字は2,758.1億ドル）であり、米国と同じ金額・関税率で報復措置を講ずることはできない。商務部は「量と質を組み合わせた総合措置」を講ずるとしているが、今のところ具体的な措置は発表されていない。巷では米国向け団体旅行の制限、米国製品の不買運動、さらには米国債の売却なども噂されているが、政府が制裁措置として正面切って打ち出すには支障があるものが多い。中国の乗用車市場では5月以降、米国車の販売が失速しつつあり、5月は11.4%減（全体は7.9%増）、6月は22.9%減（同2.3%増）となった。米中貿易摩擦問題の影響は既に出始めているのである。

大和総研の試算によると、米国と中国がそれぞれ輸入品500億ドル分に25%の追加関税をかけた場合、中国の成長率は0.1%（米国は0.06%）押し下げられる。さらに仮に、米国が中国からの輸入品2,000億ドル分に10%、中国が米国からの輸入品1,000億ドル分に20%の追加関税をかけた場合、中国の成長率は合計で0.26%（米国は0.16%）押し下げられるとの結果であった。輸出企業は輸出数量の減少や生産縮小に直面し、代替が効かない高い輸入品を購入する企業・消費者の負担は増大することになる。

例えば、国家統計局の記者会見で言及があったのは、中国の大豆輸入の追加関税による消費

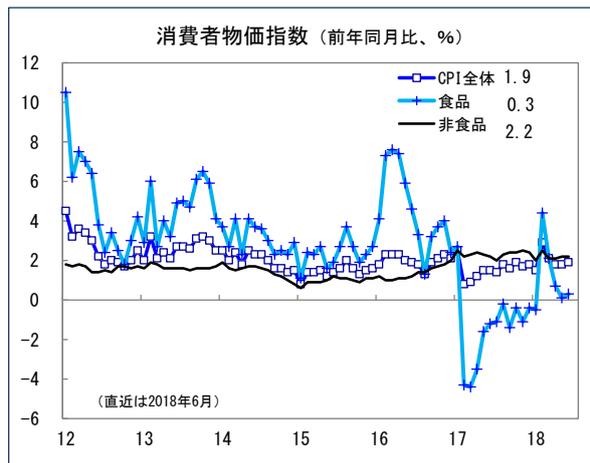
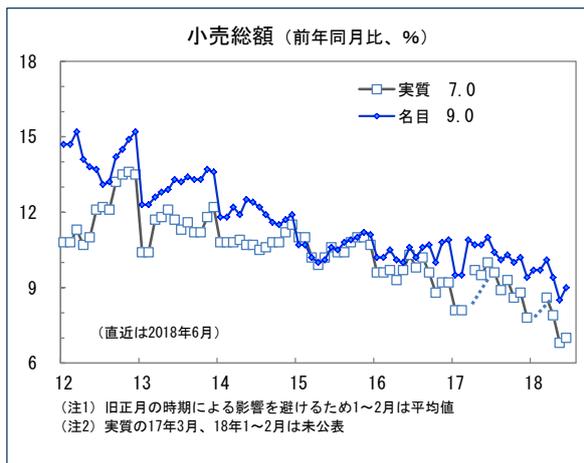
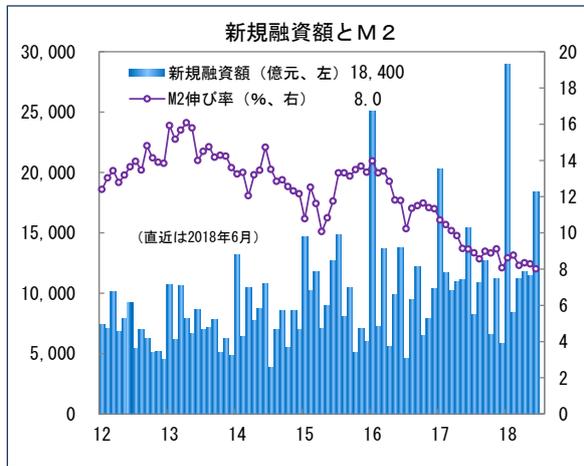
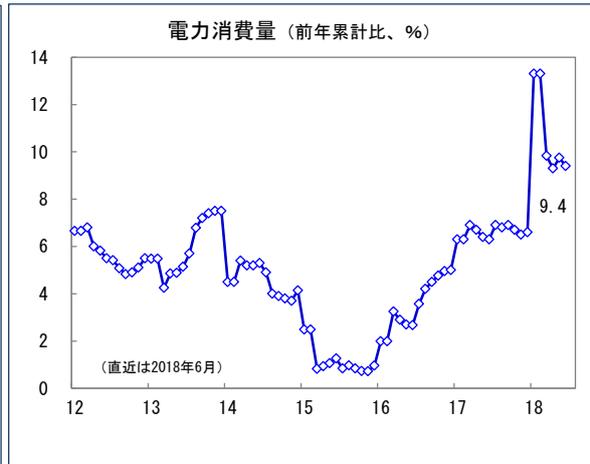
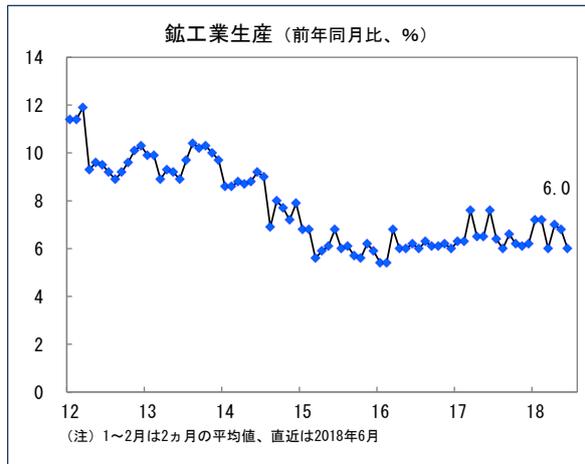
者物価への影響である。大豆は豆腐や食用油の他、豚や鶏の飼料にも使われるなど、用途が広い穀類の一つであるが、中国の大豆の自給率は2017年で12.8%にとどまり、多くをブラジルと米国からの輸入に依存している。ここで多くの記者が連想したのは、大豆価格大幅上昇⇒豚肉価格急上昇⇒消費者物価上昇ではないか。豚肉が消費者物価に占める割合は2.5%程度であるが、価格の変動幅が大きく、物価動向に大きな影響を与えている。物価統計発表の際に、豚肉価格の消費者物価上昇率寄与度に毎月言及があるのはこのためである。ちなみに、2018年6月の豚肉価格は12.8%下落、消費者物価上昇率1.9%に対する寄与度は▲0.32%ポイントであった。今後、中国政府による高関税賦課により、大豆価格が大きく上昇すれば、豚肉価格への影響が懸念されよう。中国政府は、輸入企業、あるいは低所得者層への補助金支給などにより、その影響の相殺を図る可能性が高い。

### 主要経済指標一覧

	2017年12月	2018年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.8	-	-	6.8	-	-	6.7
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.2	7.2		6.0	7.0	6.8	6.0
電力消費量（前年累計比、%）	6.6	13.3		9.8	9.3	9.8	9.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-3.8	9.4	8.2	5.6	1.4	11.8	10.1
固定資産投資（前年累計比、%）	7.2	7.9		7.5	7.0	6.1	6.0
不動産開発投資（前年累計比、%）	7.0	9.9		10.4	10.3	10.2	9.7
小売総額 名目（前年同月比、%）	9.4	9.7		10.1	9.4	8.5	9.0
実質（前年同月比、%）	7.8	-		8.6	7.9	6.8	7.0
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9
食品（前年同月比、%）	-0.4	-0.5	4.4	2.1	0.7	0.1	0.3
非食品（前年同月比、%）	2.4	2.0	2.5	2.1	2.1	2.2	2.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	5.9	5.2	4.4	3.7	3.7	4.3	5.1
新規融資額（億元）	5,844	29,000	8,393	11,200	11,800	11,500	18,400
M2伸び率（%）	8.1	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0
輸出（前年同月比、%）	10.8	10.8	43.8	-2.8	12.3	12.3	11.2
輸入（前年同月比、%）	4.8	37.4	6.4	14.5	21.7	26.0	14.1
貿易収支（億米ドル）	540.1	190.0	326.2	-53.5	275.4	242.3	416.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-0.2	-1.2	-0.3	-0.6	-0.7	-0.5	-0.1
上海（前年同月比、%）	0.2	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	7.0	2.9		9.7	7.3	10.8	11.8
完工面積（前年累計比、%）	-4.4	-12.1		-10.1	-10.7	-10.1	-10.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	7.7	4.1		3.6	1.3	2.9	3.3
金額（前年累計比、%）	13.7	15.3		10.4	9.0	11.8	13.2

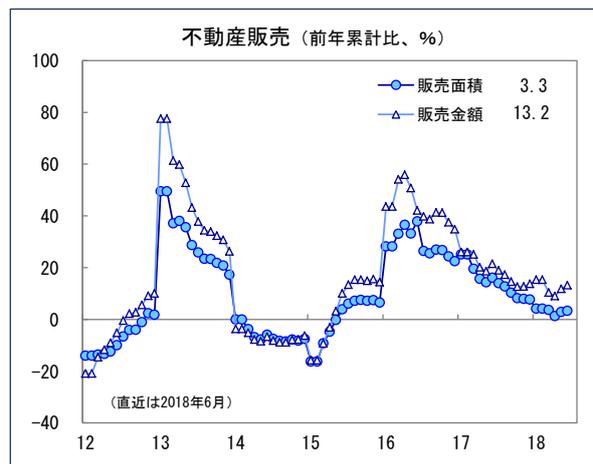
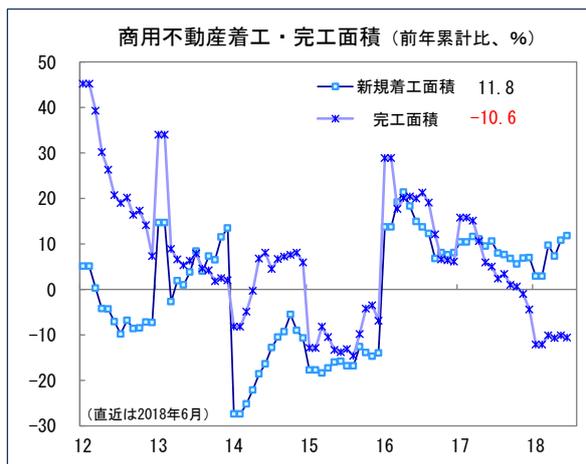
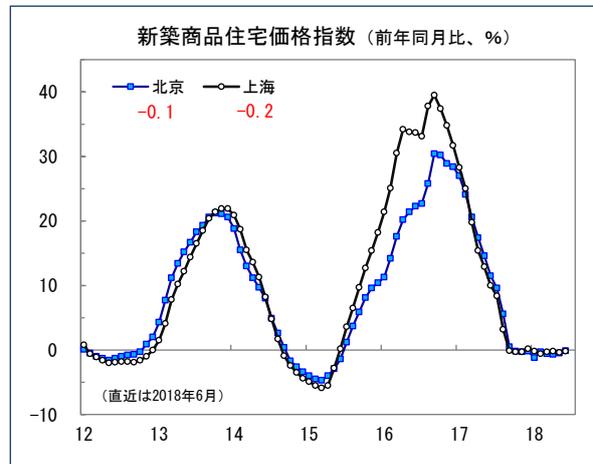
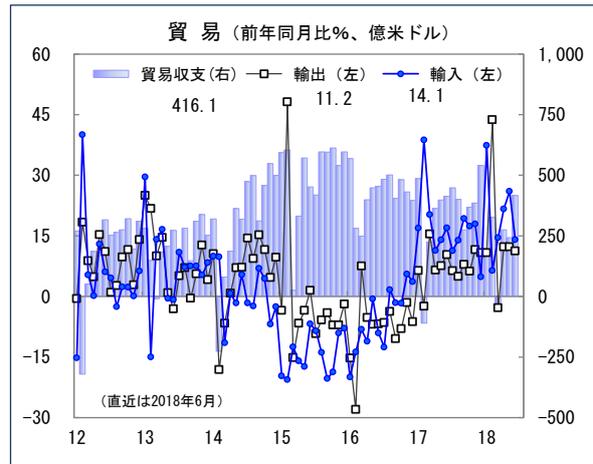
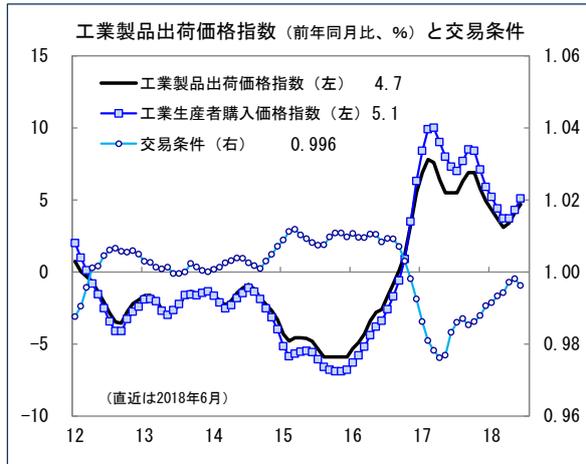
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

## 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、中国人民银行、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