

2018年9月19日 全8頁

# 但し書きの多い中国経済

## 米中貿易摩擦の深刻化、債務抑制棚上げ覚悟のインフラ投資テコ入れ

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

- 9月24日に米中追加関税引き上げ第3弾の発動が予定される。米中貿易は中国の大幅な出超であり、中国は同じ金額・関税率で報復措置を講じることはできない。この場合、輸出面では中国への影響がより大きくなるが、輸入面では中国への影響がより小さくなる。中国が自制した対応をすることで、中国の景気への影響をより小さくすることが可能であることが示唆される。
- 固定資産投資の底打ち・回復の鍵を握るのはインフラ投資である。ただし、足元のインフラ投資の急減速はデレバレッジ（負債率引き下げ）の成果でもあり、それに目をつぶってインフラ投資の回復を求めることは、デレバレッジが棚上げになるリスクを含んでいることには注意が必要であろう。
- 中国では10月1日より個人所得税の基礎控除額が引き上げられる。2018年第4四半期は所得税減税が消費をある程度下支えしよう。デレバレッジ棚上げの良し悪しは別にして、政府が経済の安定化を最重視する以上、インフラ投資の底打ち・回復への期待も高まろう。外需の不透明感が増す中で中国の景気は減速しようが、そのペースは緩やかなものになるとみている。

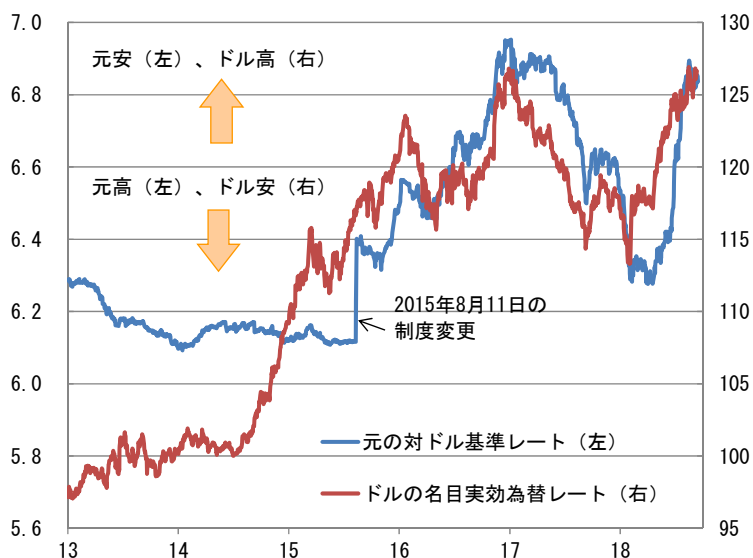
## 足元は元安も 6 月中旬までの元高と米中貿易摩擦問題の深刻化が悪材料

人民元が大きく下落している。元の対米ドル基準レートは、直近高値の 4 月 17 日の 1 ドル＝6.2771 元から 9 月 19 日には 6.8569 元へと、9.2%の元安となった。しかし、後述するように、これはドルの独歩高によるものであり、中国政府は足元の元安を容認、もしくは静観している。

元の対ドル基準レートの決定方法は、2015 年 8 月 11 日に大きく変更された。最大の変更点は、対ドル基準レートが他の主要国際通貨の変動の影響を大きく受けるようになったことである。元の対ドル基準レートと、ドルの名目実効為替レートの推移を見ると、2015 年 8 月 11 日の制度変更以降、ドルの名目実効為替レートが上昇（下落）する場合は元安（元高）という関係が明確に表れるようになっている。

足元の元安はドルの名目実効為替レートの上昇と見合いであり、現状では中国から大規模な資金流出が発生しているわけでも、中国政府が元買い介入などによって元の下落を抑制しているわけでもない。中国の外貨準備の前月比は 6 月、7 月に増加となった後、8 月は 82.3 億ドル減少となったが、警戒を高めるほどではない。

### 元の対ドル基準レート（元）とドルの名目実効為替レート



(出所) BIS統計、中国人民銀行より大和総研作成

元安と輸出の関係について、元の名目実効為替レートは6月中旬をピークに下落しているが、これが輸出をサポートするには9ヵ月～1年程度のラグを伴う。むしろ2017年秋口から2018年6月中旬までの元高の影響がこれから顕在化してくる可能性があることに注意したい。

米中貿易摩擦深刻化の影響も懸念される。米トランプ政権は知的財産権侵害への制裁として、7月6日と8月23日に合わせて中国からの輸入品500億ドル分に25%の追加関税を発動し、中国も同様の制裁措置を発動した。

## 元の名目実効為替レートの推移



(出所) BIS統計より大和総研作成

中国通関統計によると、2018年8月の中国の輸出は前年同月比9.8%増（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）、輸入は20.0%増となり、それぞれ7月の12.2%増、27.3%増から減速した。しかし、米国向け輸出は加速している。8月の対米輸出は13.2%増、輸入は2.3%増と、7月のそれぞれ11.2%増、11.1%増からは、輸出が加速する一方で輸入は大きく減速した。この結果、8月の対米貿易黒字は18.7%増の310.5億ドルと過去最高を更新している（1月～8月の対米輸出は12.3%増、輸入は9.8%増、対米貿易黒字は13.8%増の1,931.1億ドル）。

こうした中、米トランプ政権は9月17日、家電や家具など消費財を含めた中国からの輸入品2,000億ドル分に10%の追加関税を課す制裁を24日に発動すると発表した。追加関税率は2019年以降、25%に引き上げるとしている。これを受けて、中国は18日、米国からの輸入品600億ドル分に5%、もしくは10%の追加関税をかける報復措置を24日に発動することを発表した<sup>1</sup>。

米中貿易摩擦問題が深刻化するにつれ、輸出企業は輸出数量の減少や生産縮小に直面し、代替が利かない高い輸入品を購入する企業・消費者のコスト負担は増大することになる。米中貿易は中国の大幅な出超であり、中国側は同じ金額・関税率で報復措置を講じることはできない。この場合、輸出面では中国への影響がより大きくなるが、輸入面では中国への影響がより小さくなる。中国が自制した対応をする方が、中国の景気への影響をより小さくすることが可能であることが示唆されよう。

ただし、貿易摩擦問題が長期化する場合、中国でモノを作って米国に輸出する企業にとって、中国で製造する優位性が低下し、設備投資や外国からの直接投資が減少するなど影響は大きくなることには、注意が必要であろう。

<sup>1</sup> 米国側が8月1日に、中国からの輸入品2,000億ドル分に25%の追加関税を課税する方針を発表した際には、中国側は8月3日に、米国からの輸入品600億ドル分に5%、10%、20%、25%の追加関税を課すとしていた。

## 行きすぎたデレバレッジは修正が始まる

行きすぎたデレバレッジ（負債率引き下げ）は修正が始まりつつある。景気減速懸念が高まる中、7月23日の国务院常务会议は、金融政策を穏健中立から穏健に変更した。穏健は若干の引き締めから若干の緩和までを含む幅広い概念であり、今回は中立から若干の緩和への変更が行われたことを意味する。この他、小型・零細企業へのサポート強化や、インフラを中心に建設中のプロジェクトの資金手当て支援なども決まった。さらに、7月末に開催された党中央政治局会議では、「弱点の補強」をサプライサイドの構造改革の当面の重点に置き、インフラ分野やイノベーション分野などの「弱点の補強」に注力することが確認された。

経済全体の資金調達動向を示す社会資金調達金額の増減額を見ると、貸出以外の広義のシャドーバンキング（影の銀行）経由の資金調達額は、5月から3ヵ月連続の大幅な回収超過という異常事態の後、8月は僅かとはいえ増加に転じた。シャドーバンキングは銀行へのアクセスが不利な小型・零細企業の命綱であり、7月下旬以降の金融緩和や小型・零細企業への資金サポート強化が早くも効果を発揮しつつあるのかもしれない。ただし、現状は行きすぎたデレバレッジが最悪期を脱しつつある段階であり、当然のことながら景気減速に歯止めが掛かるには至っていない。

### 社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億元）

	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の銀行引受手形	企業債券	非金融企業の域内株式発行	広義のシャドーバンキング合計
2017年1月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲ 510	1,225	13,156
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	570	▲ 40
2017年3月	22,196	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	800	8,471
2017年4月	13,585	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	769	3,039
2017年5月	11,202	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	458	▲ 1,740
2017年6月	19,140	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	487	2,536
2017年7月	11,657	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	536	2,514
2017年8月	15,591	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	653	3,094
2017年9月	19,935	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	519	6,099
2017年10月	10,689	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	601	3,158
2017年11月	16,857	11,428	198	280	1,434	15	853	1,324	3,905
2017年12月	15,016	5,769	169	601	2,245	676	337	817	4,677
2018年1月	30,733	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,162	500	2,840
2018年2月	11,766	10,199	86	▲ 750	660	106	624	379	1,019
2018年3月	15,106	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,455	404	1,330
2018年4月	16,936	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,008	533	4,419
2018年5月	8,476	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 412	438	▲ 4,190
2018年6月	13,846	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,413	258	▲ 5,244
2018年7月	10,371	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,237	175	▲ 2,473
2018年8月	15,215	13,100	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,376	141	843

（注1）社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額

（注2）広義のシャドーバンキングは委託貸出、信託貸出、未割引の銀行引受手形、企業債券、非金融企業の域内株式発行の合計

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

## 固定資産投資は一段と減速。今後の鍵を握るインフラ投資の回復

1月～8月の固定資産投資は5.3%増と、2017年の7.2%増から一段と減速した。中でもインフラ投資（電気、水道、ガスを含むベース）は2017年の13.9%増から2018年1月～8月は0.7%増へと急減速した。これは、デレバレッジが推進される中、地方政府債務を急増させかねない、

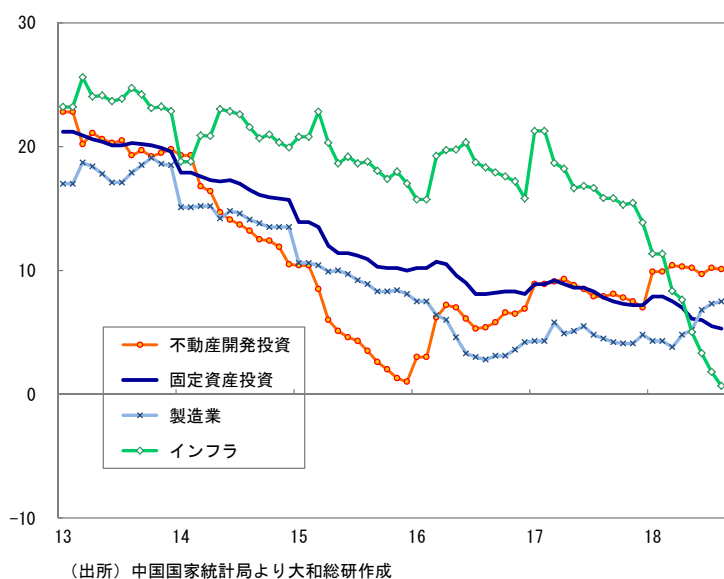
資金調達の前代わりや投資元本・収益の保証などが 2017 年後半以降明確に禁止され、PPP（官民連携）によるインフラ投資プロジェクトの一部停止や見直しが広がったことが背景にある。

製造業投資は 2017 年の 4.8% 増⇒2018 年 1 月～8 月は 7.5% 増、同様に不動産開発投資は 7.0% 増⇒10.1% 増と伸び率を高めており、インフラ投資の回復が今後の景気下支えの鍵を握ることが分かる。

7 月下旬の景気サポート策では、中断したインフラ投資の再開とそのため資金確保を指示した。その呼び水になると期待されるのが 3 月の全国人民代表大会（全人代）で承認された 1.35 兆元（約 22 兆円。2017 年から 5,500 億元上乗せ）の特別債の発行である。現地報道によると、2018 年 1 月～6 月の特別債の発行は 3,673 億元（全体の 27.2%）にとどまり、中国財政部は 9 月末までに全体の 8 割、10 月末までにほぼ全てを発行するように指導している。

ここでも但し書きが付くのであるが、足元のインフラ投資の急減速はデレバレッジの成果でもあり、それに目をつぶってインフラ投資の回復を求めることは、デレバレッジが棚上げになるリスクを含んでいることには注意が必要であろう。負債率をさらに高めることは、将来的な金融リスクを一段と高めることに他ならない。

#### 固定資産投資（1 月からの累積の前年同期比、%）



#### 消費は低空飛行。10 月より個人所得税基礎控除を引き上げ

8 月の小売売上は 9.0% 増と、7 月の 8.8% 増から上向いたものの、伸び率は昨年来減速傾向にある。2017 年は 10.2% 増、2018 年 1 月～3 月は 9.8% 増、4 月～6 月は 9.0% 増であった。

こうした中、全国人民代表大会常務委員会は 8 月 31 日、個人所得税の基礎控除額を従来の月額 3,500 元（約 5.7 万円）から 5,000 元（約 8.2 万円）に引き上げることを柱とする個人所得

税法改正案を可決した。2019年1月1日に発効する新個人所得税法は、①基礎控除額の引き上げの他に、②子女教育、高額医療、住宅ローン利息、家賃、高齢者介護など6項目の支出に対する特別付加控除を認める、③3%～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、などが骨子であり、①の基礎控除額の引き上げは2018年10月1日から前倒しで実施される。

中国財政部によると、今回の基礎控除額の引き上げにより、都市就業者に占める個人所得税納税者の割合は従来の44%から15%に低下し、年間3,200億元（約5.2兆円）の減税となるという。これは、2017年の小売売上上の0.9%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、小売売上を0.6%ポイント程度押し上げる効果が期待できることになる。個人所得の増加が続く中国では減税効果は一時的なものにとどまろうが、それでも米中貿易摩擦の深刻化の影響が懸念される中での政策の前倒し発動は時宜にかなうと言えるだろう。

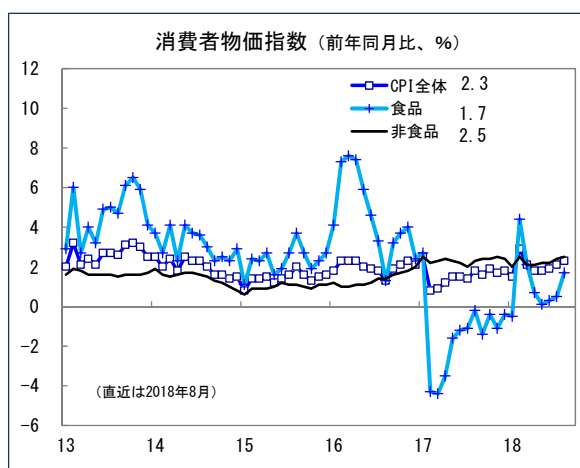
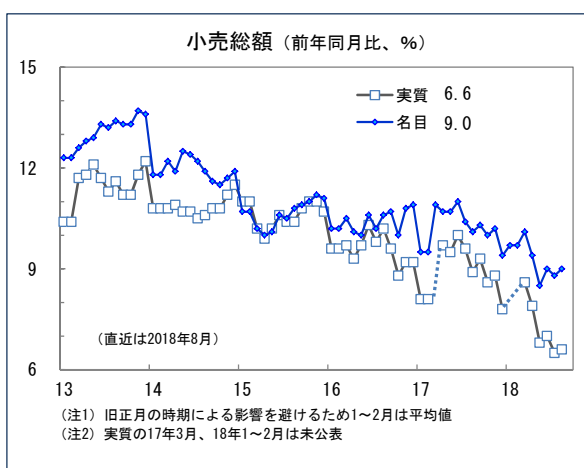
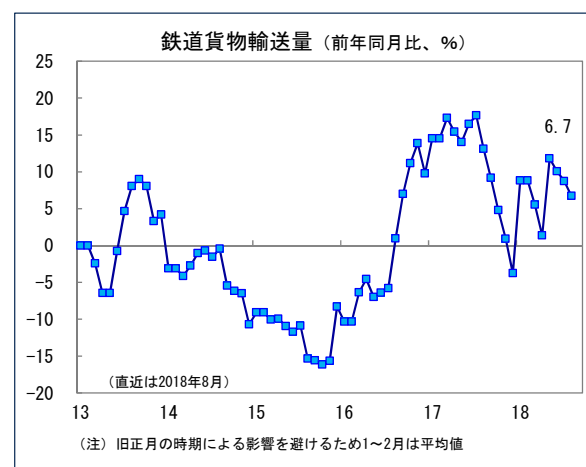
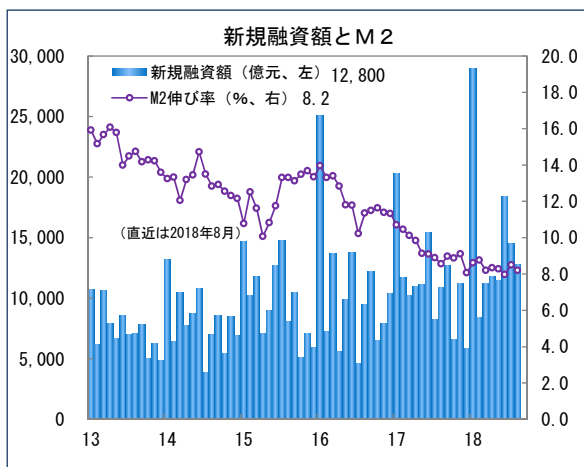
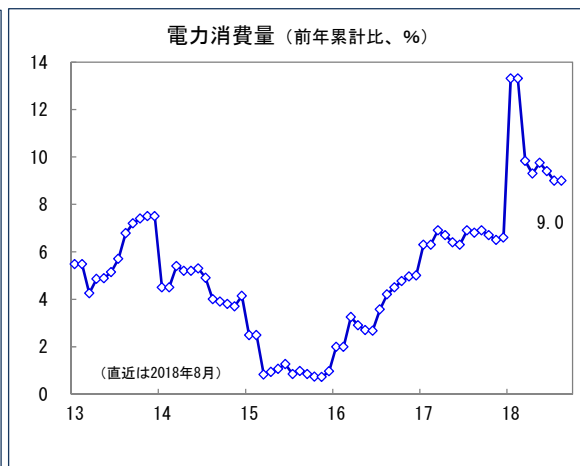
このように但し書きの多い中国経済であるが、2018年第4四半期は所得税減税が消費をある程度下支えしよう。デレバレッジ棚上げのよし悪しは別にして、政府が経済の安定化を最重視する以上、インフラ投資の底打ち・回復への期待も高まろう。外需の不透明感が増す中で中国の景気は減速しようが、そのペースは緩やかなものになるとみている。

### 主要経済指標一覧

	2018年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.2		6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1
電力消費量（前年累計比、%）	13.3		9.8	9.3	9.8	9.4	9.0	9.0
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	9.4	8.2	5.6	1.4	11.8	10.1	8.7	6.7
固定資産投資（前年累計比、%）	7.9		7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	9.9		10.4	10.3	10.2	9.7	10.2	10.1
小売総額 名目（前年同月比、%）	9.7		10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0
実質（前年同月比、%）	-		8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3
食品（前年同月比、%）	-0.5	4.4	2.1	0.7	0.1	0.3	0.5	1.7
非食品（前年同月比、%）	2.0	2.5	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4	2.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	5.2	4.4	3.7	3.7	4.3	5.1	5.2	4.8
新規融資額（億元）	29,000	8,393	11,200	11,800	11,500	18,400	14,500	12,800
M2伸び率（%）	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2
輸出（前年同月比、%）	10.6	43.5	-3.0	12.1	12.1	11.2	12.2	9.8
輸入（前年同月比、%）	37.4	6.5	14.6	21.8	26.0	14.1	27.3	20.0
貿易収支（億米ドル）	185.7	323.3	-55.6	272.4	240.1	414.6	280.5	279.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-1.2	-0.3	-0.6	-0.7	-0.5	-0.1	0.2	0.2
上海（前年同月比、%）	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	2.9		9.7	7.3	10.8	11.8	14.4	15.9
完工面積（前年累計比、%）	-12.1		-10.1	-10.7	-10.1	-10.6	-10.5	-11.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	4.1		3.6	1.3	2.9	3.3	4.2	4.0
金額（前年累計比、%）	15.3		10.4	9.0	11.8	13.2	14.4	14.5

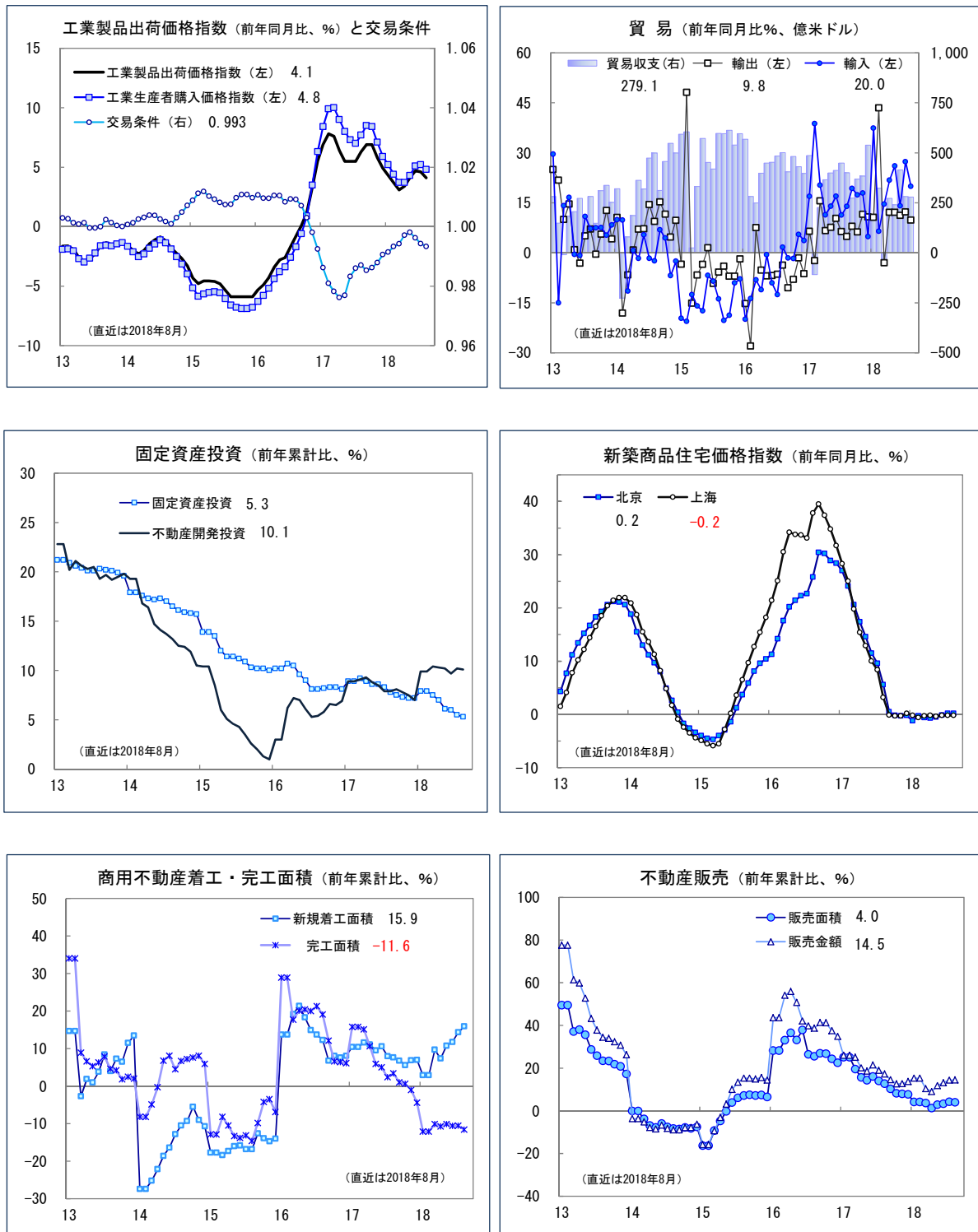
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー一局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

## 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

## 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