

2018年10月23日 全10頁

# 中国：成長率はとうとう下振れ

## 米中貿易戦争で高まる先行き不透明感 VS 景気サポート策

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

- 株価が大きく下落し、マイナスの資産効果による消費への悪影響も懸念される中、金融証券分野を管轄する3閣僚に加え、習近平国家主席の経済ブレーンである劉鶴・副首相が、「株価は良好なファンダメンタルズからかけ離れた歴史的な低水準にある」等のコメントを一斉に行った。これを好感して株価は短期的に大きく反発したが、口先介入だけではその持続性は期待し難い。今後は中国政府の景気サポート策によって、経済の減速に歯止めが掛かることが、株価の本格回復の前提条件となろう。
- 国家統計局によると、2018年7月～9月の実質GDP成長率は前年同期比6.5%と、1月～3月の同6.8%、4月～6月の同6.7%から減速した。今後、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。2018年10月～12月以降は所得税減税が消費をある程度下支えし、地方政府特別債券発行による資金調達の増加を呼び水に、インフラ投資の底打ち・回復への期待も高まろう。大和総研は、中国の実質GDP成長率は2017年の前年比6.9%から、2018年は同6.6%程度、2019年は同6.4%程度へと緩やかに減速すると予想している。

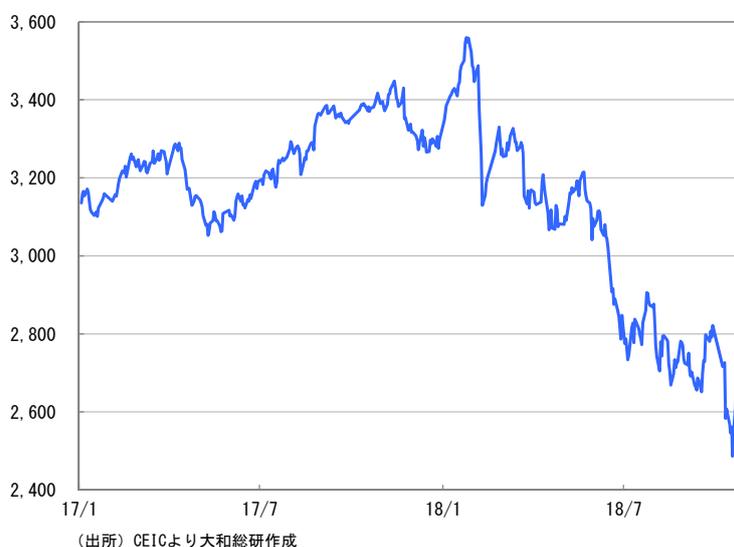
## 株価急落で異例の「口先介入」

中国株が大きく下落した。上海総合株価指数は2018年1月24日の3,559.5ポイントを年初来高値に調整色を強め、10月18日には2,486.4ポイントまで下落した。2014年11月以来の安値であり、昨年末比では24.8%下落、年初来高値からは30.1%下落となった。調整の当初と足元の10月中旬こそ、米長期金利の急上昇を嫌気した世界的な株価下落と歩調を合わせていたが、それだけではない。米中貿易摩擦問題の深刻化が中国の株式市場に暗い影を落としたのである。

株価が下げ足を速め始めたのは5月下旬である。これは中国国内では行きすぎたデレバレッジ（負債率引き下げ）による金融引き締めへの悪影響が懸念され、米中貿易摩擦問題では5月19日にいったんは制裁回避で合意したものの29日に米国からの「ちやぶ台返し」の憂き目にあった時期にあたる。結局、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、中国は同様の報復措置を発動した。さらに、米国は9月24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%の追加関税を発動した。追加関税率は2019年以降、25%に引き上げるとしている。中国は同日、米国からの輸入品600億ドル分に5%、もしくは10%の報復関税を発動している。

加えて、今回の米中摩擦は単に貿易問題にとどまらず、ハイテク覇権争いとの見方がある。中国政府や株式市場にとって衝撃的であったのは、米国企業からの部品提供が一時的に滞った中国通信機器大手のZTE（中興通訊）が経営危機に陥ったことである。中国のハイテク分野と米国とのリンケージは極めて密接であること、さらには中国の同分野の浮沈の鍵は米国が握っているということが改めて認識されたのである。最近でも米国向け情報通信機器に中国企業が情報への不正アクセスが可能な部品を組み込んだとの米国の報道が、米中のハイテク摩擦問題を一段と深刻化させるとの思惑を呼び、中国の株価は下げ足を速めた。

### 上海総合株価指数の推移



株価が大きく下落し、マイナスの資産効果による消費への悪影響も懸念される中、10月19日に、中国人民銀行の易綱・総裁、中国銀行保険監督管理委員会の郭樹清・主席、中国証券監督管理委員会の劉士余・主席が、「株価は良好なファンダメンタルズからかけ離れた歴史的低水準にある」等のコメントを一斉に行った。さらに習近平国家主席の経済ブレーンである劉鶴・副首相が、人民日報、新華社、中央テレビ局からのインタビューを受け、株式市場の健全な発展のために、①市場の安定、②市場の基本制度の改革、③長期資金の株式市場への流入、④国有企業改革と民間企業の発展、⑤株式市場の対外開放の拡大、の5項目を推進していくとした。

金融証券分野の3閣僚に加え、経済金融担当の副首相が同じ日に株式市場に「口先介入」することは異例である。さらに10月20日には、劉鶴副首相が国務院金融安定発展委員会を招集し、金融リスク防止に関する会議を開催した。ここでも株式市場に関連する5項目の政策の推進が念押しされるなど、中国政府がこれ以上の株価下落は阻止するとの強い意志を示した格好となった。

これを好感して、10月19日、週明け22日の上海総合株価指数は2営業日で6.8%の大幅反発となったが、口先介入だけではその持続性は期待し難い。今後も強化されるであろう中国政府の景気サポート策によって、経済の減速に歯止めが掛かることが、株価の本格回復の前提条件となろう。

## 預金準備率をさらに引き下げ

大和総研は、行きすぎたデレバレッジの証左として、銀行貸出を除く社会資金調達金額が、5月以降3ヵ月連続で大幅な回収超過となったことを指摘した。しかし、中国人民銀行は、同統計は実態を十分に表していないとして、地方政府特別債券の発行などを新たに統計に組み入れた。地方政府特別債券とは、地方政府がインフラなど一定の収益性のある公益事業のために発行する債券であり、一定期間内は政府系ファンドや特別収入などから元利払いが行われる。2018年の地方政府特別債券は1月～6月に計画の4分の1強しか発行されず、財政部はこの10月までにほぼ全てを発行するように指導をしていた。

遡及修正された社会資金調達金額の増減額を見ると、銀行貸出を除く広義のシャドーバンキング（影の銀行）は5月、6月と2ヵ月連続で回収超過となった後、7月に増加に転じ、8月、9月は大幅な増加となった。経済全体で見ればデレバレッジの影響は、当初想定されたほど大きくはなかったことになる。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るが、こうした企業の資金調達は大きく改善したのであるだろうか。残念ながら答えは「否」であろう。8月、9月の広義のシャドーバンキング経由の資金調達的大幅増加のほとんどは、地方政府の特別債券発行によるものであり、その恩恵は地方政府系の国有企業が受けることになるためである。

こうした中、中国人民銀行は10月15日より預金準備率を1.0%引き下げ、大手行は14.5%とした。今回の引き下げにより1兆2,000億元（約19.5兆円）の預金が「解凍」され、うち7,500

億元（約 12.2 兆円）は小型・零細企業、民間企業、イノベーション企業などへの貸出増加などに、4,500 億元（約 7.3 兆円）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）の返済に用いるよう、指導されている。前者は、中小・零細企業と銀行の間の細いパイプをより太いものにする意図がある。

### 社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億元）

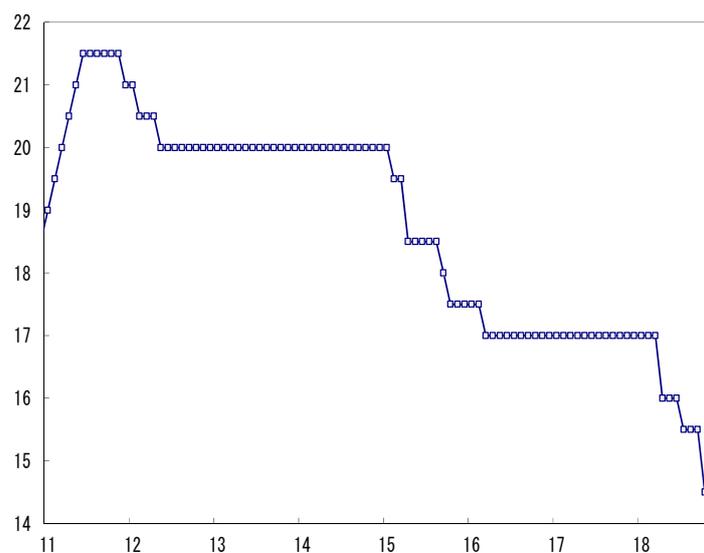
	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の 銀行引受 手形	企業債券	地方政府 特別債券	非金融企業 の域内株式 発行	預金機関に よる資産 担保証券	貸出償却	広義のシャ ドーバンキ ング合計
2017年1月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲ 510	0	1,225	▲ 129	253	13,836
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	0	570	▲ 10	149	360
2017年3月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	164	846	12,127
2017年4月	15,604	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	2,019	769	▲ 505	210	5,081
2017年5月	13,136	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	1,934	458	294	277	1,455
2017年6月	21,131	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	1,991	487	113	1,309	6,584
2017年7月	14,983	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	3,326	536	▲ 505	205	6,045
2017年8月	17,514	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	1,924	653	446	250	6,380
2017年9月	22,451	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	2,517	519	324	1,276	10,798
2017年10月	12,004	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	1,315	601	61	271	5,413
2017年11月	19,139	11,428	198	280	1,434	15	853	2,282	1,324	248	481	7,513
2017年12月	15,865	5,769	169	601	2,245	676	337	849	817	1,476	2,059	9,926
2018年1月	30,673	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,162	0	500	▲ 137	320	3,556
2018年2月	11,854	10,199	86	▲ 750	660	106	624	108	379	▲ 146	261	1,568
2018年3月	15,685	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,455	662	404	387	1,234	4,121
2018年4月	17,726	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,030	808	533	821	259	6,764
2018年5月	9,458	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 412	1,012	438	377	479	▲ 1,710
2018年6月	14,852	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,337	1,019	258	272	1,737	▲ 1,571
2018年7月	12,161	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,185	1,851	175	123	176	73
2018年8月	19,286	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,376	4,106	141	501	377	6,490
2018年9月	22,054	14,354	▲ 670	▲ 1,435	▲ 908	▲ 548	142	7,389	272	895	1,612	8,370

(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合計から人民元貸出と外貨貸出を差し引いたもの

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

### 大手行の預金準備率の推移（単位：%）



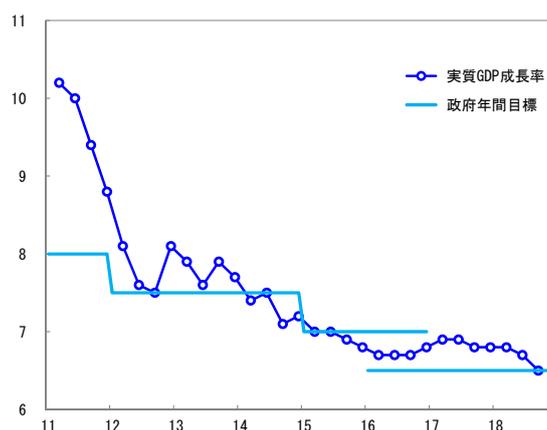
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

## 2018年7月～9月は6.5%成長に減速

国家统计局によると、2018年7月～9月の実質GDP成長率は前年同期比6.5%（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%、4月～6月の6.7%から減速した。2018年4月～6月まで12四半期続いた6.8%±0.1%という安定成長からとうとう下振れしたことになる。ちなみに、中国政府は3月の全人代において、2018年の政府経済成長率目標を6.5%前後に設定したが、10月～12月は6.4%で年間6.6%、同様に6.1%で年間6.5%となる計算であり、政府目標の達成はさほど難しくはない。

1月～9月の6.7%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が5.2%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。

### 実質GDP成長率（四半期）と政府年間成長率目標の推移（単位：％）



（注）2016年の政府年間目標は6.5%～7.0%  
（出所）中国国家统计局、各年の政府活動報告により大和総研作成

### 実質GDP成長率の需要項目別寄与度（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
2018. 1-9	6.7	5.2	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、中国国家统计局より大和総研作成

<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。

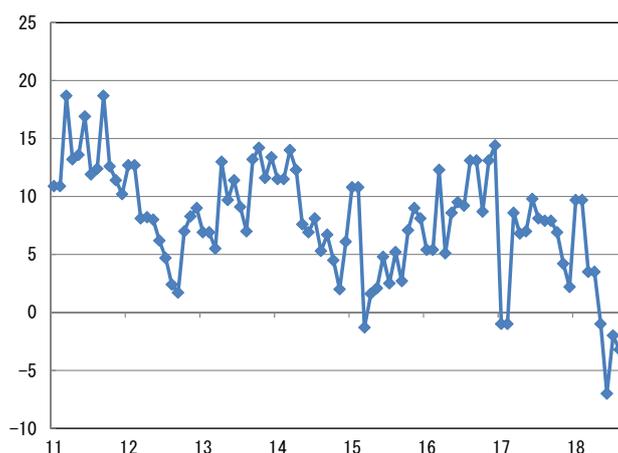
## 消費は5月以降減速

消費は比較的堅調に推移していたが、5月以降はやや減速している。小売上の伸び率は1月～4月の9.7%増から5月～9月は8.9%増に低下した。ここ3ヵ月の動きを見ると、7月の8.8%増から8月は9.0%増、9月は9.2%増に加速しているが、これは物価（CPIは7月2.1%⇒9月2.5%）が押し上げた部分が大きく、実質では6.5%増前後の低空飛行が続いている。

品目別には、小売上の13%程度を占める自動車販売金額が落ち込んでいる。1月～4月は6.4%増であったが、5月以降は5ヵ月連続で前年割れとなった（自動車販売台数は7月以降、前年割れとなり、9月は11.6%減となった）。5月と6月の販売不振については、7月1日からの自動車、同部品の輸入関税引き下げ<sup>2</sup>（米国車を除く<sup>3</sup>）を前にした買い控えが主因と見られていたが、7月以降も回復はしなかった。1月～9月の都市一人当たり可処分所得は7.9%増と、1月～3月の8.0%増、1月～6月の7.9%増からほぼ変わらず、失業率はやや低下するなど、消費を取り巻く環境はそう悪くはなかった。それでも自動車販売金額が前年割れとなったのは、消費者の購買意欲減退の影響が大きいと見ている。米中貿易摩擦問題では5月下旬に米国による「ちやぶ台返し」が行われ、米中貿易戦争の深刻化に伴う景気の先行き不透明感の増幅などから、裁量的な消費に対する意欲が低下した可能性がある。

今後について、当面は10月1日から実施された個人所得税減税の効果が期待される。中国財政部によると、年間3,200億元（約5.2兆円）の減税となり、これは2017年の小売上の0.9%に相当する金額である。ただし、これが裁量的な消費の増加に結び付くには、力不足であるかもしれない。

### 自動車販売金額（前年同月比）の推移（単位：％）



（注）1月と2月は平均  
（出所）国家統計局より大和総研作成

<sup>2</sup> 中国政府は5月22日、自動車の輸入関税を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、自動車部品の関税を同様に従来の平均10.2%（6%～25%）から6%に引き下げることを発表し、発表した通りに実施した。

<sup>3</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。

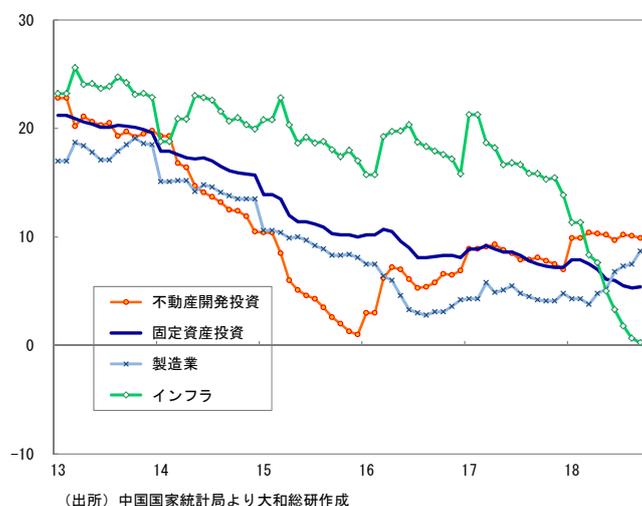
## 固定資産投資は下げ止まりか？

減速が続いていた固定資産投資は、1月～9月は5.4%増と、1月～8月の5.3%増から僅かに上向いた。単月では7月の3.0%増から9月は6.1%増と2ヵ月連続で回復しており、固定資産投資は底打ちをした可能性がある。

内訳で伸び率が高いのは不動産開発投資であり、1月～9月は9.9%増と堅調であった。回復が目立つのが製造業であり、1月～6月の6.8%増から1月～9月は8.7%増となった。製造業ではハイテク関連が14.9%増と、伸びが加速している。

一方、インフラ投資（電気、水道、ガスを含むベース）は、1月～9月は0.3%増となった。2013年～2017年前半までは20%増前後であったことからすると、正に腰折れという状況である。これは、地方政府債務を急増させかねない、資金調達の肩代わりや投資元本・収益の保証などが2017年後半以降明確に禁止され、一部インフラプロジェクトが停止されたことなどが響いている。7月下旬以降の景気サポート策は、中断したインフラ投資の再開と拡大を柱の一つに掲げ、その資金調達の呼び水と期待される地方政府の特別債券の発行が8月以降、急増しているのは先に見た通りである。

### 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



## 米中貿易戦争、輸出への影響は未だ表れず

通関統計によると、1月～9月の輸出（米ドル建て。以下同じ）は12.2%増、輸入は20.0%増、貿易収支は23.8%減の2,214億ドルとなった。懸案の対米貿易について、1月～9月の対米輸出は12.5%増、輸入は8.6%増、貿易収支は14.8%増の2,273億ドルであり、金額だけ見ると、中国の貿易黒字の全てが対米貿易黒字ということになる。ちなみに、9月の対米輸出は14.0%

増と2ヵ月連続で加速した。関税率引き上げが本格化する前に駆け込み的に輸出が増加した可能性がある。一方で、9月の対米輸入は1.2%減に落ち込んだ。旧正月の時期のずれにより変動が大きくなる1月、2月を除くと、2016年12月以来の前年割れである。この結果、対米貿易黒字は20.9%増の341億ドルと過去最大を記録している。

このように、現時点では対米輸出へのマイナスの影響は見られないものの、先行き不透明感が大きく高まっており、国家統計局が発表する製造業PMIの新規輸出受注は6月以降、拡大と縮小の分岐点である50を下回り、9月には48.0に落ち込んでいる。貿易摩擦問題の深刻化が景気の先行き不透明感を増長し、裁量的な消費に悪影響を与えている可能性については、既に述べた通りである。

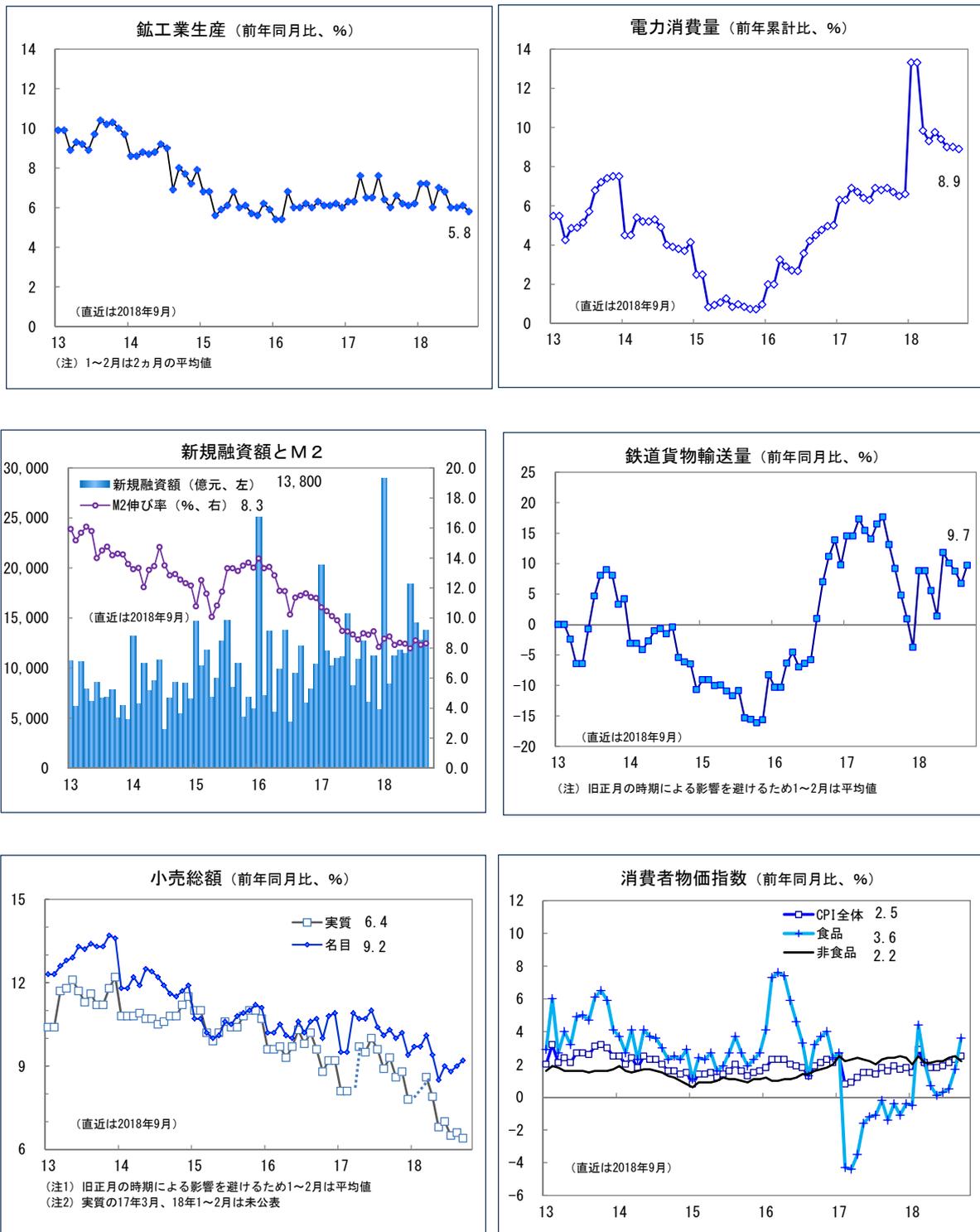
今後、外需の不透明感が増す中で中国の景気は減速しようが、そのペースは緩やかなものになるとみている。2018年10月～12月以降は所得税減税が消費をある程度下支えし、地方政府特別債券発行による資金調達の増加を呼び水に、インフラ投資の底打ち・回復への期待も高まろう。大和総研は、中国の実質GDP成長率は2017年の前年比6.9%から、2018年は同6.6%程度、2019年は同6.4%程度へと緩やかに減速すると予想している。

### 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	9月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.5
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.2		6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8
電力消費量（前年累計比、%）	13.3		9.8	9.3	9.8	9.4	9.0	9.0	8.9
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	9.7
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	5.4
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	9.9
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	9.2
実質（前年同月比、%）	-		8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4
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	2.5
食品（前年同月比、%）	-0.5	4.4	2.1	0.7	0.1	0.3	0.5	1.7	3.6
非食品（前年同月比、%）	2.0	2.5	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4	2.5	2.2
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	3.6
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	4.2
新規融資額（億元）	29,000	8,393	11,200	11,800	11,500	18,400	14,500	12,800	13,800
M2伸び率（%）	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3
輸出（前年同月比、%）	10.6	43.5	-3.0	12.0	12.0	10.5	11.4	9.1	14.5
輸入（前年同月比、%）	37.5	6.6	14.7	21.9	26.1	13.8	26.9	19.9	14.3
貿易収支（億米ドル）	184.5	322.4	-56.9	269.6	236.1	403.6	270.7	266.5	316.9
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	0.4
上海（前年同月比、%）	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-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	16.4
完工面積（前年累計比、%）	-12.1		-10.1	-10.7	-10.1	-10.6	-10.5	-11.6	-11.4
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	2.9
金額（前年累計比、%）	15.3		10.4	9.0	11.8	13.2	14.4	14.5	13.3

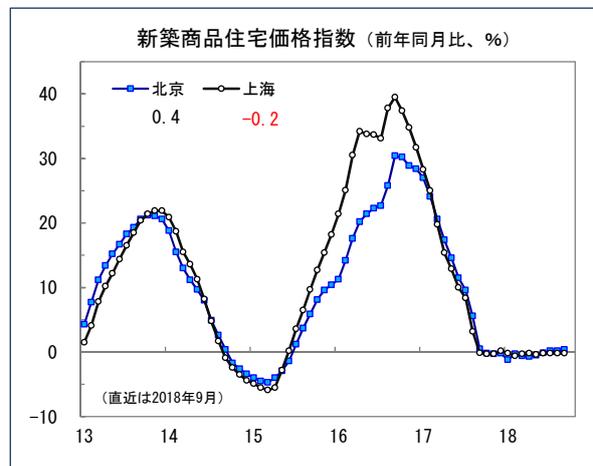
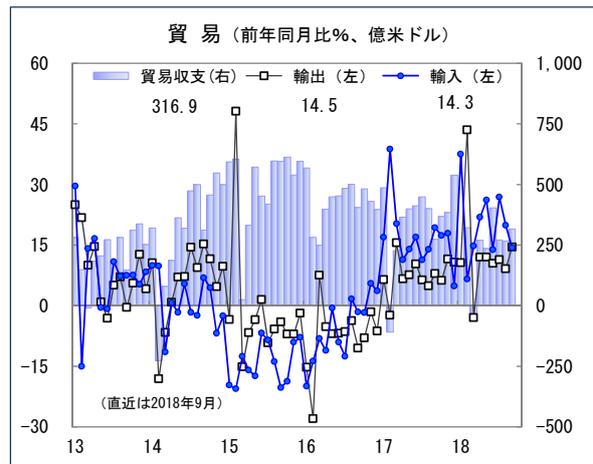
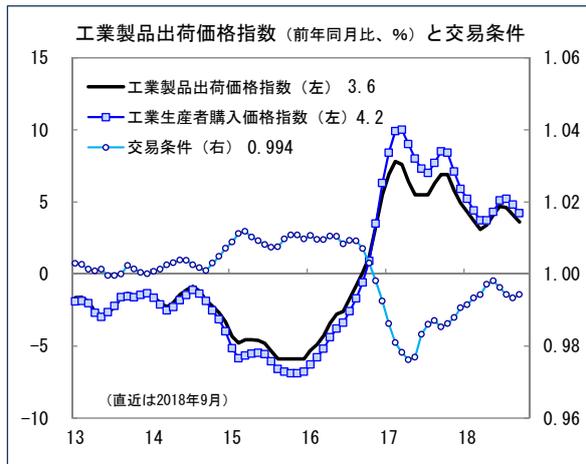
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

## 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

## 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