

2018年11月21日 全10頁

中国：落ち込む消費と米中摩擦の行方

第一関門は米中首脳会談が開催されるのか否か

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国のモノの消費は5月以降、明らかに変調をきたしている。中でも小売上の13%程度を占める自動車販売が落ち込んでいる。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。消費者信頼感指数は6月に急速に悪化し、その後も回復していない。
- 大和総研は2018年の中国の実質GDP成長率を6.6%程度（10月～12月は6.4%程度）、2019年は6.4%程度に緩やかに減速すると予想しているが、ここ数カ月の消費の落ち込みは警戒を要する。個人所得税減税による消費押し上げが不発に終われば、見通しの下方修正の必要も出てこよう。
- 当面の注目点は11月末に予定される米中首脳会談の行方である。第一関門は会談が開催されるのか否かである。（自らの）面子を重んじる中国では、何ら成果が期待できない首脳会談はありえない。逆にいえば、米中首脳会談が開催の運びとなれば、何らかの合意がなされる可能性が高いということである。少なくとも事態がこれ以上は悪化しないことをうかがわせる材料が出るだけでもセンチメントは改善しよう。

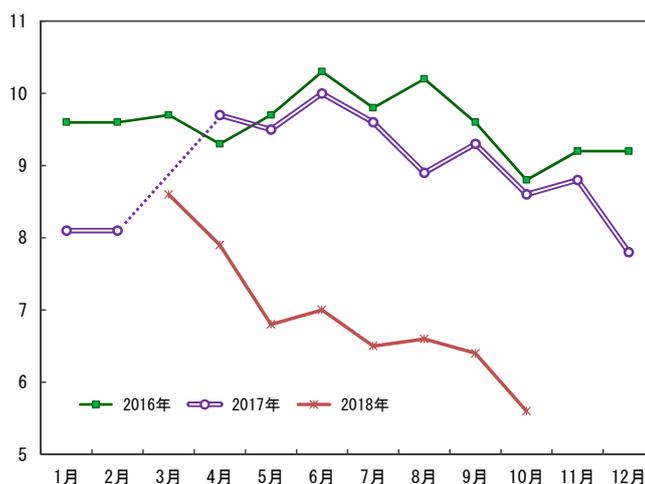
手放しでは喜べない独身者の日（11月11日）のネットセールの活況

中国のモノの消費は5月以降、明らかに変調をきたしており、このことは物価上昇の影響を除いた実質小売上の伸び率に鮮明に表れている。5月～9月の実質小売上は前年同月比6.4%増～同7.0%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）の低空飛行が続き、10月は5.6%増に落ち込んだ。

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（名目、以下同じ）であったが、5月以降は6ヵ月連続で前年割れとなり、10月は6.4%減となった。中国では7月1日から自動車、同部品の輸入関税引き下げ¹（米国車を除く²）が実施されており、価格下落が影響した可能性も指摘されようが、そうではない。自動車販売台数は7月に4.0%減と1年2ヵ月ぶりの前年割れとなり、10月には11.7%減へとマイナス幅を広げた。

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%増からほぼ変わっていない。さらに、9月末の求人倍率は1.25倍と、統計が遡れる2001年3月末以来の最高を更新し、失業率はやや低下するなど、消費を取り巻く所得・雇用環境は悪くはない。それでも自動車販売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みている。米中貿易摩擦問題では5月下旬に米国による「ちゃぶ台返し」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。消費者信頼感指数は6月に急速に悪化し、その後も回復していない。

実質小売上伸び率の推移（前年同月比）（単位：％）



（注1）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値

（注2）2017年3月、2018年1月～2月は未発表

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

¹ 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。

² 7月6日以降、米国からの輸入には25%の追加関税を賦課。

6月に急低下した消費者信頼感指数と過去最高を更新する求人倍率（単位：ポイント、倍）



中国では10月1日から年間3,200億元（約5.2兆円。2017年の小売売上の0.9%に相当）規模の個人所得税減税（基礎控除の引き上げ）が実施され、その効果が期待される中、恒例の11月11日の「独身者の日」のネットセールが実施された。最大手の天猫（T-mall。アリババ傘下）の一日の売上は26.9%増の2,135億元（約3.5兆円）と、楽天の年間売上を超えたなどと報道されている。その他のネット販売業者を含めた売上は23.8%増の3,143億元を記録した。

しかし、こうした状況を手放しで喜ぶわけにはいかない。中国では11月11日の「独身者の日」と6月18日の「6.18」が二大ネットセールの日であり、大幅なディスカウントが実施される。この日に、保存の利く日用品や食品の買い溜めを行い、耐久消費財を購入する消費者が増えるほど、この時期以外の消費が控えられることになる。さらにいえば、大幅値下げで販売するウエイトが高まれば、その影響を相殺するパイ全体の拡大がない限り、金額ベースの小売売上の伸び率は抑制されることになる。

大和総研は2018年の中国の実質GDP成長率を6.6%程度（10月～12月は6.4%程度）、2019年は6.4%程度に緩やかに減速すると予想しているが、ここ数ヶ月の消費の落ち込みは警戒を要する。個人所得税減税による消費押し上げが不発に終われば、見通しの下方修正の必要も出てこよう。

米中貿易戦争、注目される11月末の米中首脳会談

通関統計によると、1月～10月の輸出（米ドル建て。以下同じ）は12.6%増、輸入は20.3%増、貿易収支は22.3%減の2,542億ドルとなった。懸案の対米貿易について、1月～10月の対米輸出は12.6%増、輸入は7.6%増、貿易収支は15.4%増の2,590億ドルであり、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、10月の対米輸出は

13.2%増と堅調な伸びを維持した一方で、対米輸入は1.8%減と2ヵ月連続で前年割れとなった。この結果、対米貿易黒字は19.4%増の318億ドルと高水準を維持した。

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、10月には46.9に落ち込んだ。

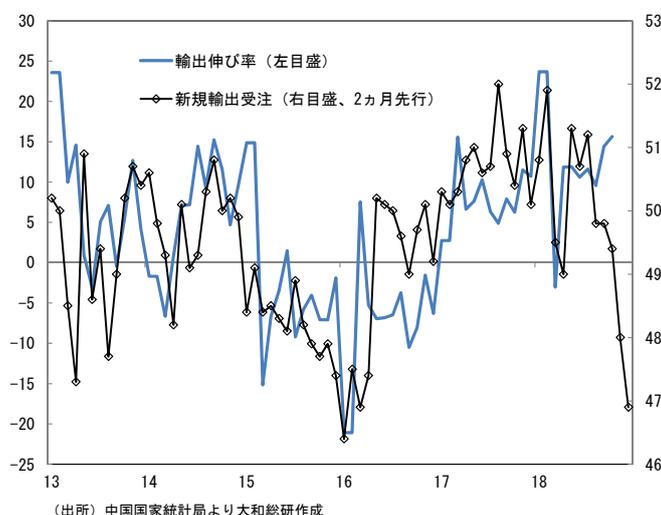
11月17日、18日にパプアニューギニアのポートモレスビーで開催されたAPEC（アジア太平洋経済協力会議）首脳会議は、通商政策を巡って米中が激しく対立し、首脳宣言の採択ができない異例の事態となった。米国は中国の不公正な貿易慣行を、中国は米国第一主義を厳しく批判し、両者の対立が一段と鮮明化する格好となった。

こうした中、当面の注目点は11月末に予定される米中首脳会談の行方である。米国からの通商関連要求に対して、中国は142項目の回答を提示した。米トランプ大統領は中国にさらなる譲歩を求めつつも、「（回答の）完成度はかなり高い」「中国からの全ての輸入品に対する新たな制裁関税措置は必要ないかもしれない」などとも述べた。

米国は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、中国は同様の制裁措置を発動した。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、追加関税率は2019年以降、25%に引き上げるとした。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。

第一関門は11月末に米中首脳会談が開催されるか否かである。（自らの）面子を重んじる中国では、何ら成果が期待できない首脳会談はありえない。逆にいえば、米中首脳会談が開催の運びとなれば、何らかの合意がなされる可能性が高いということである。少なくとも事態がこれ以上は悪化しないことをうかがわせる材料が出るだけでもセンチメントは改善しよう。

輸出伸び率（左目盛、%）と製造業 PMI 新規輸出受注（右目盛、2ヵ月先行）の推移



固定資産投資は底打ちか

減速が続いた固定資産投資は、1月～8月の5.3%増を底に伸び率が緩やかに回復している。1月～10月は5.7%増であった。

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～9月には0.3%増まで落ち込んだが、1月～10月は0.9%増に改善した。単月のデータを作成すると、5月以降前年割れが続いていたインフラ投資は8月の5.9%減をボトムに改善し、10月は5.9%増とプラスに転じた。

インフラ投資の腰折れは、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、資金調達の肩代わりや投資元本・収益の保証などが明確に禁止され、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のひとつであった。

こうした中、7月31日に習近平総書記が主宰した政治局会議は「弱点の補強」をサプライサイドの構造改革³の当面の重点に置き、とりわけイノベーションとインフラ分野に注力することを決定した。インフラ投資の底打ちを資金面でサポートしたのが、8月、9月の地方政府特別債券の発行急増である。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年は1兆3,500億元（約22兆円、2017年から5,500億元上乘せ）の発行限度枠が設定されたが、1月～6月は3,673億元（全体の27.2%）の発行にとどまっていたため、財政部は9月末までに全体の8割、10月末までに全てを発行するように指示した経緯がある。

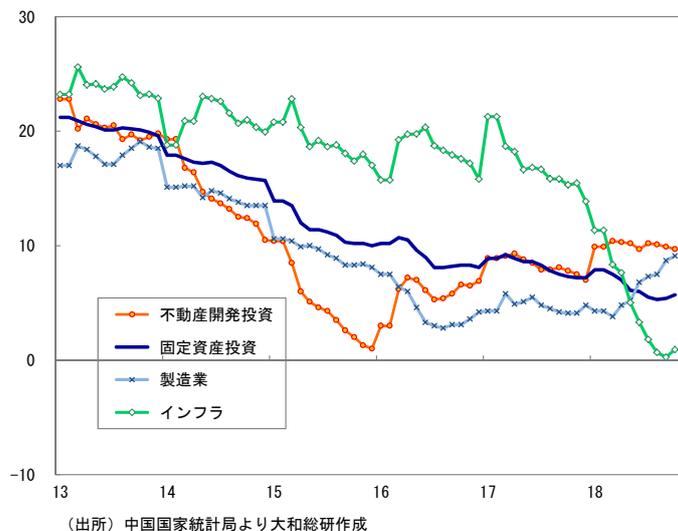
製造業投資は1月～3月の3.8%増をボトムに7ヵ月連続で伸び率が加速し、1月～10月は9.1%増となった。国家統計局が自賛するように、ハイテク関連の製造業投資は16.1%増と伸びを一段と加速させるなど好調である。その一方で、過剰生産能力の解消が積年の課題となっている鉄鋼業が16.2%増となったことへの言及はなされていない。最新の設備が導入され、その生産能力を上回る旧式設備が淘汰されれば問題はないのだが、業績改善を背景に鉄鋼をはじめとする川上産業の一部が再び能力拡張に走っている可能性は否定できない。

1月～10月の不動産開発投資は9.7%増と比較的堅調に推移しているものの、1月～7月の10.2%増から3ヵ月連続で伸び率は緩やかに減速している。単月のデータを作成すると、7月の13.2%増から10月は7.7%増となった。不動産開発投資に関連して、70都市新築住宅価格上昇率は上昇ピッチを速め、10月には9.7%となった。中国政府は住宅価格上昇率を、都市一人当たり可処分所得増加率（1月～9月は7.9%増）を下回る水準に抑制することを政策課題のひとつとしており、住宅価格上昇率は既に政府が強い警戒感を持つレベルとなっている。

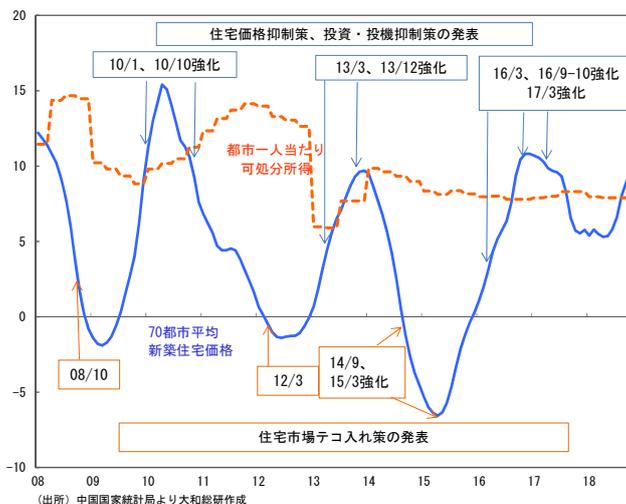
今後の固定資産投資については、不動産開発投資の減速が続く一方で、これまで急減速してきたインフラ投資が回復することで、底堅い推移が期待できよう。

³ サプライサイドの構造改革は、1. 過剰生産能力の解消、2. 過剰不動産在庫の削減、3. デレバレッジ、4. 企業のコスト引き下げ、5. （貧困やイノベーションなど）弱点の補強、の5本柱からなる。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、％）



住宅価格（前年同月比）、都市一人当たり可処分所得（1月から累計の前年同期比）と住宅政策 （単位：％）



社会資金調達額は10月に再び大きく減速も、打てる手はまだある

社会資金調達金額のネットの増減額を見ると、人民元貸出と外貨貸出を除く広義のシャドーバンキング経由の資金調達額は2018年5月、6月に大幅な純減（回収・償還超過）となった後、7月に再び増加に転じ、8月、9月は大幅な増加となった。既述した通り、8月と9月の大幅増加の多くは地方政府特別債券の発行急増によるものであったが、発行枠を9月までにほぼ使い切ったことで、この効果も10月には剥落している。なお、地方政府特別債券の発行額は、毎年3月に開催される全国人民代表大会（全人代）での承認を得る必要があるため、期中での発行枠

の拡大がなければ、これから2019年2月にかけて、発行は極めて限定的となることが想定される。

このため、今後の景気安定化に対する金融面のサポートは、銀行貸出の拡大に多くを依存することになる。2018年に入り、大手行の預金準備率は合計2.5%引き下げられ、10月15日以降は14.5%が適用されている。中国の預金準備率には大きな引き下げ余地があり、1%の引き下げで1.2兆元～1.3兆元程度の預金準備が「解凍」され、貸出増加等に用いることが可能となることを考えると、打てる手はまだ残されているといえよう。

社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億元）

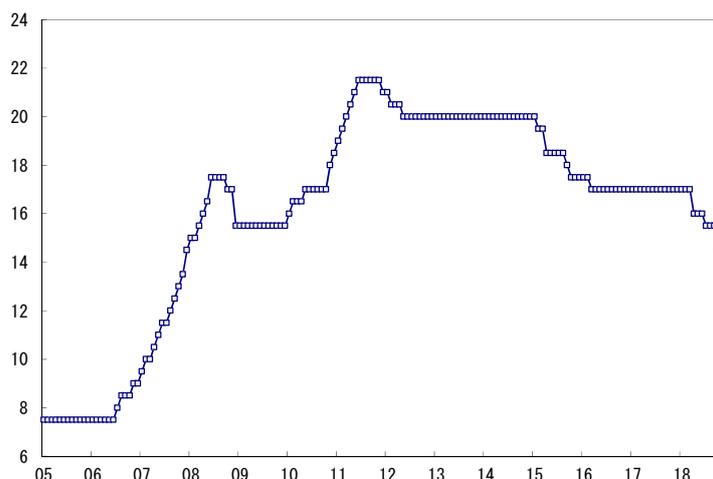
	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の銀行引受手形	企業債券	地方政府特別債券	非金融企業の域内株式発行	預金機関による資産担保証券	貸出償却	広義のシャドバンキング合計
2017年1月	37.095	23.133	126	3.136	3.175	6.130	▲510	0	1.225	▲129	253	13.836
2017年2月	11.046	10.317	368	1.172	1.062	▲1.719	▲1.125	0	570	▲10	149	360
2017年3月	24.001	11.586	288	2.039	3.113	2.390	129	1.806	800	164	846	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	6.044
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	10.799
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	30.793	26.850	266	▲714	455	1,437	1,102	0	500	▲137	320	3.676
2018年2月	11.894	10.199	86	▲750	660	106	604	108	379	▲146	261	1.608
2018年3月	15.854	11.425	139	▲1,850	▲357	▲323	3,372	662	404	387	1,234	4.290
2018年4月	17.771	10.987	▲26	▲1,481	▲94	1,454	4,013	808	533	821	259	6.809
2018年5月	9.518	11.396	▲228	▲1,570	▲904	▲1,741	▲442	1,012	438	377	479	▲1.650
2018年6月	14.877	16.787	▲364	▲1,642	▲1,623	▲3,649	1,324	1,019	258	272	1,737	▲1.546
2018年7月	12.244	12.861	▲773	▲950	▲1,192	▲2,744	2,102	1,851	175	123	176	156
2018年8月	19.401	13.140	▲344	▲1,207	▲688	▲779	3,297	4,106	141	501	377	6.605
2018年9月	21.682	14.341	▲670	▲1,432	▲909	▲547	487	7,389	272	895	1,615	8.011
2018年10月	7.288	7.141	▲800	▲949	▲1,273	▲453	1,381	868	176	188	445	947

(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：%）



(注) 中国人民銀行公表のみ掲載、対象・期間限定のものは除外

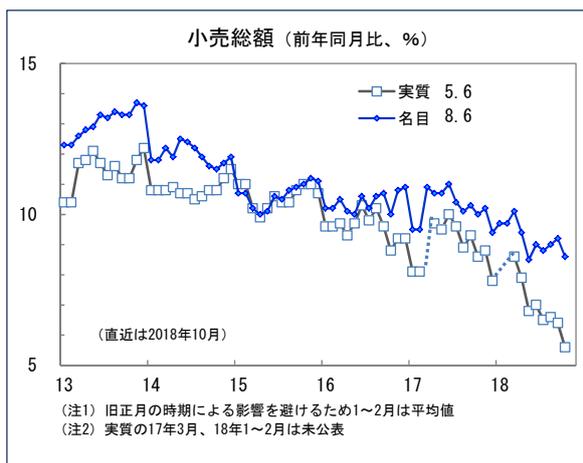
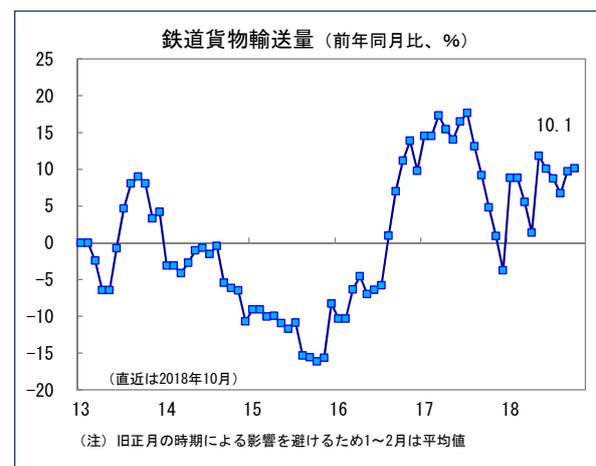
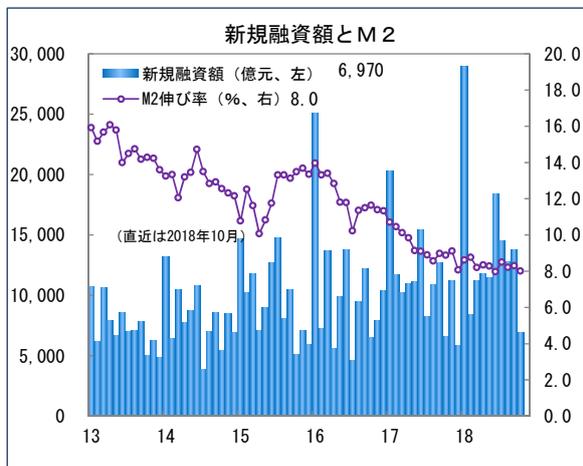
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

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	10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	5.9
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	8.7
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	10.1
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	5.7
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	9.7
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	8.6
実質（前年同月比、%）	-		8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6
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	2.5	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	3.3
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	2.4
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	3.3
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	4.0
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	6,970
M2伸び率（%）	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0
輸出（前年同月比、%）	10.6	43.5	-3.0	11.9	11.9	10.6	11.6	9.6	14.4	15.6
輸入（前年同月比、%）	37.6	6.6	14.8	22.2	26.1	13.8	27.0	20.6	14.5	21.4
貿易収支（億米ドル）	183.7	322.9	-58.2	261.6	234.8	406.1	274.4	263.9	312.7	340.2
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	0.8
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	-0.4
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	16.3
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	-12.5
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	2.2
金額（前年累計比、%）	15.3		10.4	9.0	11.8	13.2	14.4	14.5	13.3	12.5

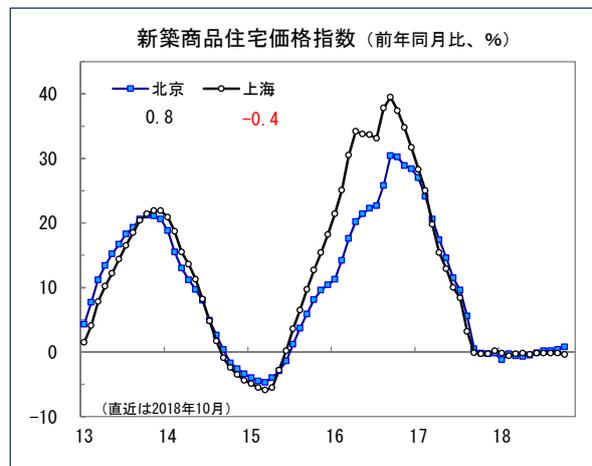
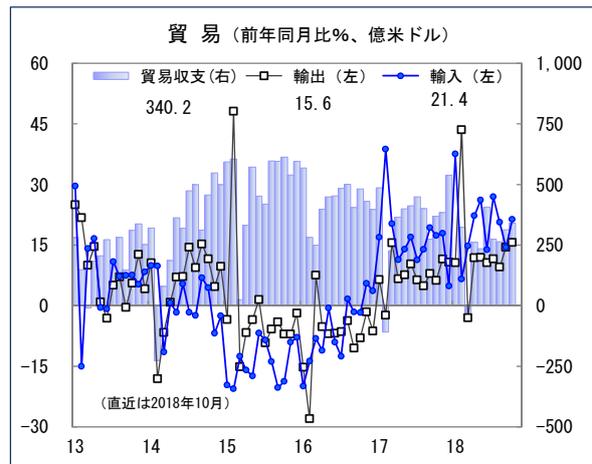
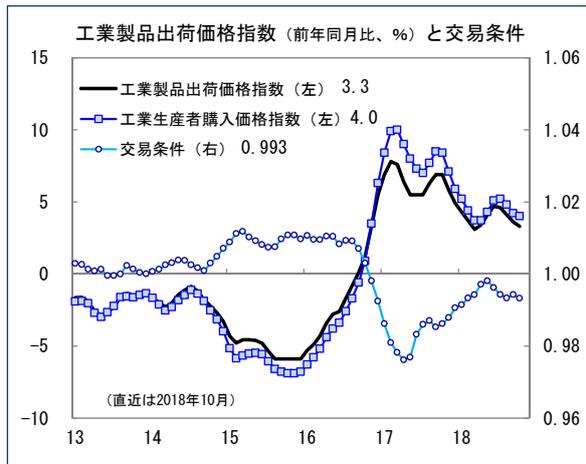
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

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