

2019年1月23日 全11頁

中国：当たり前の成長率低下

2019年は6.2%程度の成長へ。米中協議の行方と全人代に注目

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

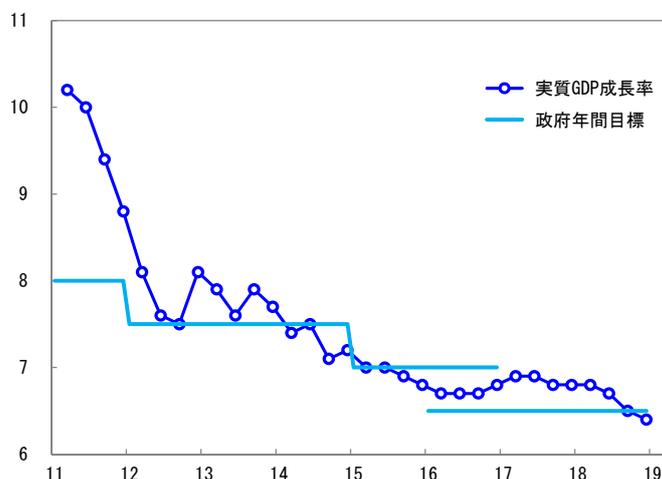
- 国家統計局によると、2018年の中国の実質GDP成長率は前年比6.6%（以下、変化率は前年比）となった。2017年の6.8%から低下したものの、政府が目標に掲げていた6.5%前後を達成した。経済のサービス化が進む中、中国経済は長期的なダウントレンドのさなかにあるとの認識に立てば、28年ぶりの低成長という事実にあまり大きな意味はない。
- とはいえ、大きな景気減速は避ける必要がある。3月5日に開幕する全国人民代表大会では2019年の政府成長率目標は6.0%~6.5%と、2018年の6.5%前後から引き下げられる可能性が高い。財政・金融政策には、打てる手が残されており、景気の大きな下振れは避けられよう。大和総研は2019年の実質GDP成長率を6.2%程度と想定している。

「28年ぶりの低成長」にあまり意味はない

国家統計局によると、2018年の中国の実質GDP成長率は前年比6.6%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と、2017年の6.8%から低下したものの、政府が目標に掲げていた6.5%前後を達成した。四半期毎には、6.8%、6.7%、6.5%、6.4%と、期を追う毎に減速傾向が強まった。

2018年の6.6%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が5.0%ポイント、総資本形成が2.1%ポイント、純輸出が▲0.6%ポイントであった。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下をある程度相殺している。

実質GDP成長率(四半期)と政府年間目標の推移(%)



(注) 2016年の政府年間目標は6.5%~7.0%、17年、18年は6.5%前後
(出所) 中国国家統計局、各年の政府活動報告により大和総研作成

実質GDP成長率(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	9.6	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	6.8	3.9	2.3	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
2018.1-12	6.6	5.0	2.1	-0.6

(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

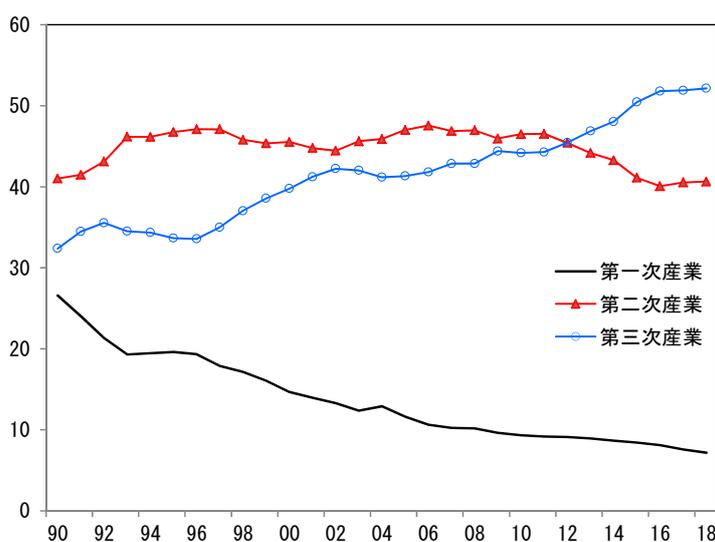
巷では 2018 年の成長率が 28 年ぶりの低水準となったことが強調されるが、これにはあまり意味がない。

当時を振り返ると、1989 年の実質 GDP 成長率は 4.2%、1990 年は 3.9%に急減速したが、これは 1988 年までの景気過熱の中で発生した物価高騰¹に対応するための強烈的な引き締め（投資抑制）に、1989 年 6 月 4 日の天安門事件後の対外経済関係の冷え込みが重なったことが主因であり、いわば「高速成長期」の一時的な景気急減速であった。

しかし、中国の「高速成長期」は既に終わり、実質 GDP 成長率は 2012 年～2014 年は 7%台、2015 年以降は 6%台の推移が続いている。その背景にあるのが、経済のサービス化であり、国内総生産に占める第三次産業のウエイトは 2012 年に第二次産業を逆転し、それ以降、差が広がっている。成長の牽引役が産業別には労働生産性の伸び率が高い製造業からサービス業へ、同様に需要項目別には投資から消費へとシフトすることで、成長率が低下していくのは当たり前の話である。中国経済が長期的なダウントレンドのさなかにあるとの認識に立てば、28 年ぶりの低成長という事実にあまり大きな意味はない。

とはいえ、大きな景気減速は避ける必要がある。中国共産党は 2020 年の国内総生産を 2010 年比で 2 倍（実質ベース）にすることを長期目標としており、これまでの実績を踏まえると、2019 年、2020 年は平均 6.1%の成長が必要である。3 月 5 日に開幕する全国人民代表大会（全人代）では 2019 年の政府成長率目標は 6.0%～6.5%と、2018 年の 6.5%前後から引き下げられる可能性が高い。財政・金融政策には、打てる手が残されており、景気の大きな下振れは避けられよう。大和総研は 2019 年の実質 GDP 成長率を 6.2%程度と想定している。

国内総生産の第一次～第三次産業別ウエイトの推移（単位：％）



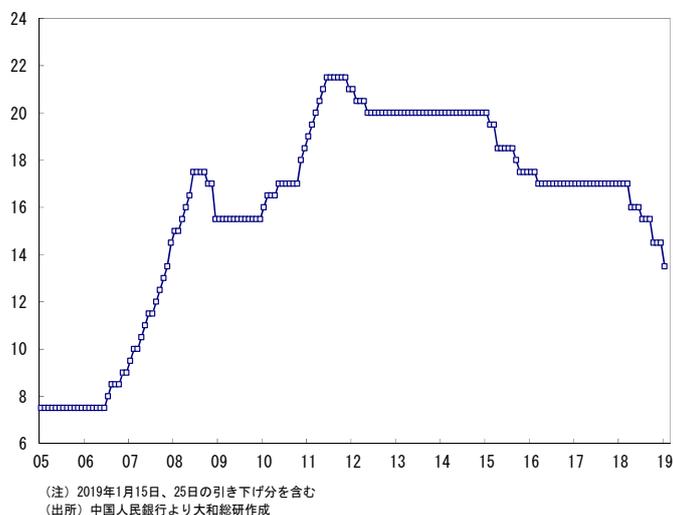
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

¹ 消費者物価上昇率は 1988 年に 18.8%上昇、1989 年は 18.0%上昇した。

注目されるのは、全人代において財政面でどの程度のサポート策が打ち出されるかである。2018年の財政赤字のGDP比は2.6%とされたが、仮に2019年は3.0%までの赤字を容認すると、純増額は6,000億元程度となる。インフラ投資に用いられる地方政府特別債券については、2018年は5,500億元増の1兆3,500億元（約22兆円）の発行限度枠が設定され、2019年も同程度の純増額が期待されている。

金融政策について、預金準備率は1%の引き下げで1.5兆元の預金準備が「解凍」され、貸出増加などに用いることが可能となる。2019年1月25日以降、大手行では13.5%の預金準備率が適用されるが、引き下げ余地はまだ大きい。

大手行の預金準備率の推移（単位：％）



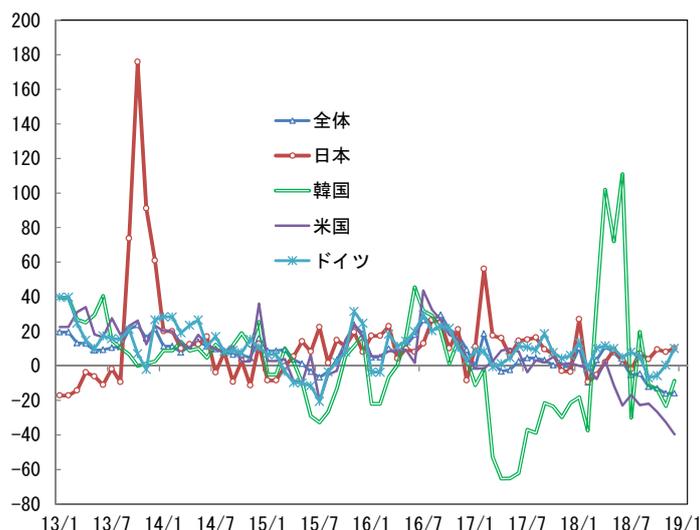
落ち込んだ消費

2018年の小売売上（モノのネット販売を含む）は9.0%増と、2017年の10.2%増から減速した。前半は比較的堅調であったが、11月は2003年5月以来の低水準となる8.1%増、12月も8.2%増にとどまった。国民一人当たり可処分所得伸び率は1月～3月から7月～9月まで8.7%増～8.8%増で推移した後、10月～12月に8.5%増に小幅鈍化したが、小売売上の減速幅はこれを大きく上回った。

品目別には、小売売上の10%程度を占める自動車販売金額が落ち込んだ。5月以降は8ヵ月連続で前年割れとなり、年間では2.4%減となった。自動車販売台数は7月以降前年割れとなり、年間の自動車販売台数も1990年以来の前年割れとなった。この背景には、①車両購入税の軽減措置（税率は2015年10月～2016年末は価格の5%に半減、2017年は7.5%に軽減、2018年は通常税率の10%）の終了による反動減、②株価下落（上海総合株価指数は年間24.6%安）によるマイナスの資産効果、③米中摩擦の深刻化による景気や所得の先行き不透明感の増幅、などがあろう。

こうした状況下でも日本車（合弁の現地生産+輸入車）とドイツ車（同）の販売が増加を維持していることは特筆される。米中関係の悪化を受けて、中国政府は日中関係の改善に力を注いでおり、久々の日中蜜月ともいえる状況が生まれつつある。もともと日本製品に対するイメージは良かったのだが、それが一段と向上している可能性がある。

乗用車販売（国別ブランド）伸び率の推移（前年同月比）（%）



（注）1-2月は平均
（出所）中国汽工業協会、CEICより大和総研作成

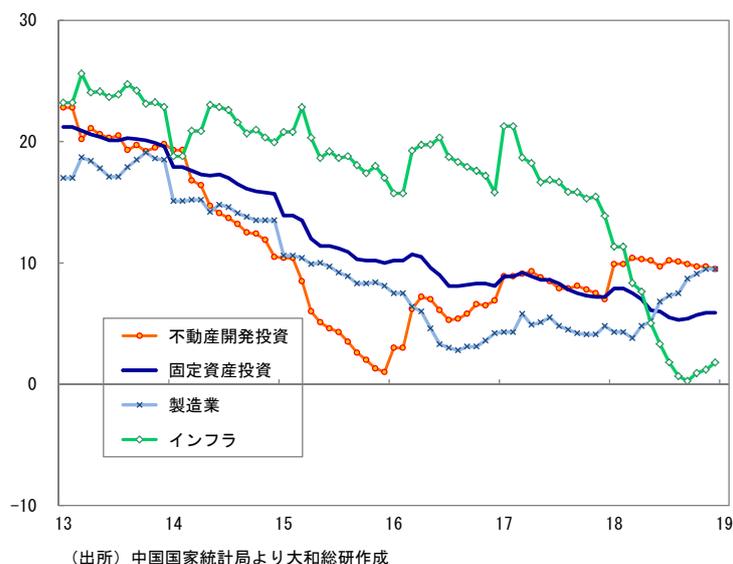
今後の消費について、10月1日から実施された年間3,200億元（約5.2兆円。2018年の小売売上の0.8%に相当）規模の個人所得税減税（基礎控除の引き上げ）の効果が期待されるが、減税の対象は限界消費性向の低い中高所得者層であり、消費刺激効果に多くを期待することはできない。

財政部によると、今回の基礎控除額引き上げにより、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%に低下する。2017年末時点の都市100世帯当たりの自動車保有台数が37.5台であったことからすると、2018年末では40台前後となっていよう。要は今回の個人所得税減税の対象者は既に自動車保有者である可能性が高いということだ。足元の消費減速の主因のひとつである自動車販売を押し上げる効果も限定的ということになる。

固定資産投資は緩やかに回復

減速が続いた固定資産投資は、2018年1月～8月の5.3%増を底に伸び率が緩やかに回復し、年間では5.9%増となった。製造業投資は1月～3月の3.8%増をボトムに伸び率が加速し、ハイテク向けや鉄鋼向けを牽引役に年間では9.5%増となった。不動産開発投資も年間9.5%増と堅調であった。腰折れ状態となっていたインフラ投資（電気、水道、ガスを含むベース）は1月～9月に0.3%増まで落ち込んだ後、年間では1.8%増に改善した。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、％）



インフラ投資の底打ちを資金面でサポートしたのが、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地方政府特別債券の発行急増であったが、9月末の段階で1兆3,500億元（約22兆円）の発行限度枠をほぼ使い切ってしまった。地方政府債務の限度額は毎年3月の全人代で決定されるため、例年1月～2月の発行実績はほとんどないのだが、2019年は既に政策が打たれている。全人代が地方政府債務限度額を承認する前に、地方政府新規増加特別債務限度額8,100億元と一般債務限度額5,800億元の合計1兆3,900億元を地方政府に付与する権利が、国務院（内閣）に与えられたのである（授權期間は2019年～2022年）。これによって、2019年は1月と2月にも地方政府特別債券がスムーズに発行される可能性が高くなった。

話を2018年の資金調達に戻すと、11月以降、企業債券の発行が大きく増加している。これは夏場以降の緩和気味の金融政策により、企業債券の発行利回りが大きく低下したことが大きい。企業債券の発行増加はインフラ投資のみならず、固定資産投資全体の資金調達をサポートしよう。

今後の固定資産投資については、インフラ投資が下支え役を果たし、減速は限定的となろう。分野別には、①米中摩擦や企業業績悪化の影響もあり、これまで加速が続いてきた製造業投資の伸びが抑制される、②不動産開発投資は、既に価格調整が一巡した大都市が下支え役となる反面、住宅価格上昇率が高い地方都市を中心に、価格抑制策が強化されるため、緩やかに減速する、③一方で、政策的に重要視されるインフラ投資については、3月の全人代で、地方政府特別債券の発行枠の増額が期待されるなど、政策期待は高く、伸び率は加速する、とみている。

社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億円）

	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
2017年1月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲ 510	0	1,225	▲ 129	253
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	0	570	▲ 10	149
2017年3月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	164	846
2017年4月	15,604	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	2,019	769	▲ 505	210
2017年5月	13,136	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	1,934	458	294	277
2017年6月	21,131	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	1,991	487	113	1,309
2017年7月	14,983	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	3,326	536	▲ 505	205
2017年8月	17,514	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	1,924	653	446	250
2017年9月	22,451	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	2,517	519	324	1,276
2017年10月	12,004	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	1,315	601	61	271
2017年11月	19,139	11,428	198	280	1,434	15	853	2,282	1,324	248	481
2017年12月	15,865	5,769	169	601	2,245	676	337	849	817	1,476	2,059
2018年1月	30,793	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,222	0	500	▲ 137	320
2018年2月	11,894	10,199	86	▲ 750	660	106	644	108	379	▲ 146	261
2018年3月	15,864	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,552	662	404	387	1,234
2018年4月	17,761	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,047	808	533	821	259
2018年5月	9,533	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 367	1,012	438	377	479
2018年6月	14,877	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,349	1,019	258	272	1,737
2018年7月	12,244	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,185	1,851	175	123	176
2018年8月	19,412	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,423	4,106	141	501	377
2018年9月	21,701	14,341	▲ 670	▲ 1,432	▲ 909	▲ 548	392	7,389	272	895	1,615
2018年10月	7,430	7,141	▲ 800	▲ 949	▲ 1,273	▲ 453	1,486	868	176	188	446
2018年11月	15,191	12,302	▲ 787	▲ 1,310	▲ 467	▲ 127	3,163	▲ 332	200	1,157	729
2018年12月	15,900	9,269	▲ 701	▲ 2,244	▲ 509	1,023	3,703	411	131	1,503	2,518

(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会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

足元で急ブレーキがかかった輸出入

中国通関統計によると、2018年の輸出（ドル建て。以下同じ）は9.9%増、輸入は15.8%増と好調で、貿易収支は16.2%減の3,518億ドルの黒字となった。ただし、輸出入ともに11月以降、急ブレーキがかかり、12月の輸出は4.4%減、輸入は7.6%減に落ち込んだ。

輸出失速の主因は、米中貿易摩擦の影響の顕在化と世界景気の減速であろう。10月までの対米輸出の好調は、高関税がかかる前に前倒し出荷がなされたためであり、足元でその反動が出ている可能性が高い。12月の対米輸出は3.5%減となった。

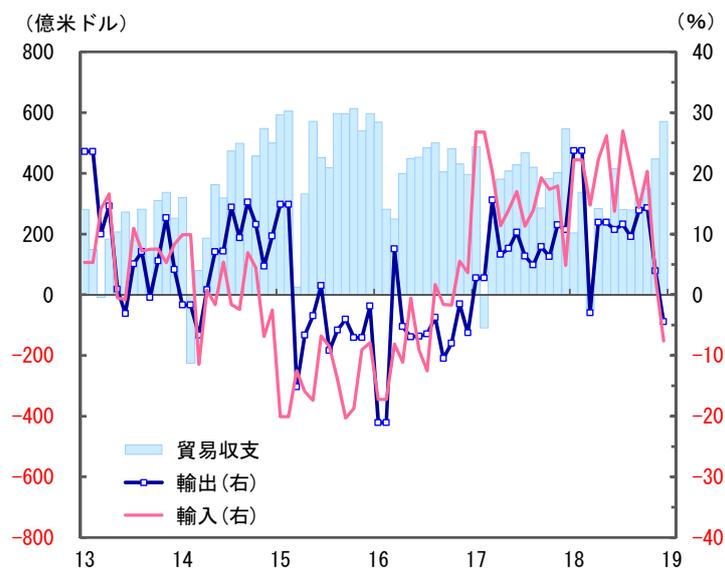
品目別には12月の携帯電話・同部品の輸出が31.1%減となり、輸出全体を3.1%ポイント押し下げた。11月22日付けの米ウォール・ストリート・ジャーナル紙は「米国政府が日本を含む同盟国に対して、安全保障上の脅威から中国通信機器大手の華為（ファーウェイ）社の製品を使用しないよう求めた」と報じた。携帯電話・同部品の輸出急減には、世界的な需要低迷の影響もあろうが、米中摩擦の影響が顕在化した可能性があり、注意が必要である。

懸案の対米貿易について、2018年の対米輸出は11.3%増であった一方で、輸入は0.7%増にとどまり、貿易収支は17.2%増の3,233億ドルに拡大した。中国の貿易黒字のほぼ全てが対米貿易黒字ということになる。

今後の輸出入の先行き、さらには中国経済の先行きにもかかわる注目点は、3月初めを期限とする米中協議の行方である。報道によると、米中貿易不均衡問題と構造問題のうち、前者については中国が米国からの輸入を大幅に増やし数年以内に収支を均衡させることで合意するとの観測が出ているが、後者については中国による技術移転の強要、知的財産権の侵害、非関税障壁、サイバー攻撃などが含まれるとされ、協議の行方を楽観視することはできない。協議が不調に終われば、米国は中国からの輸入品2,000億ドル分に対する追加関税を10%から25%に引

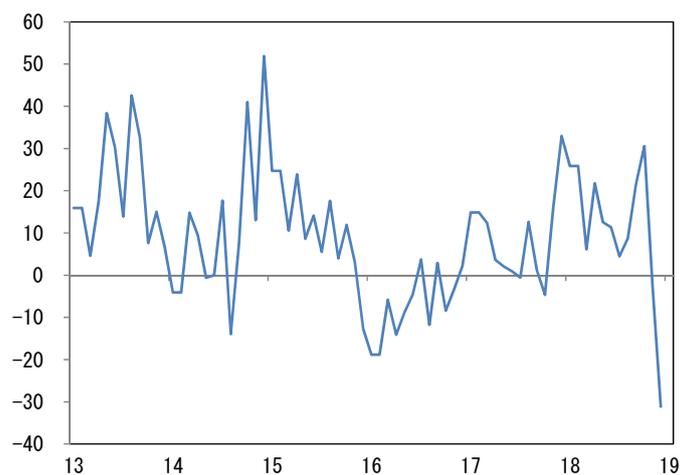
き上げるとしており、この場合は輸出入を一段と縮小させ、景気の先行き不透明感がさらに増幅されることになろう。逆に協議が妥結し、追加的な措置が取られないだけでも朗報となり、景気先行きへの懸念の一部は低下しよう。

貿易収支(金額)と輸出入伸び率(前年同月比)の推移



(注) 1-2月の伸び率は平均
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

携帯電話・同部品の輸出増減率(前年同月比)(単位:%)



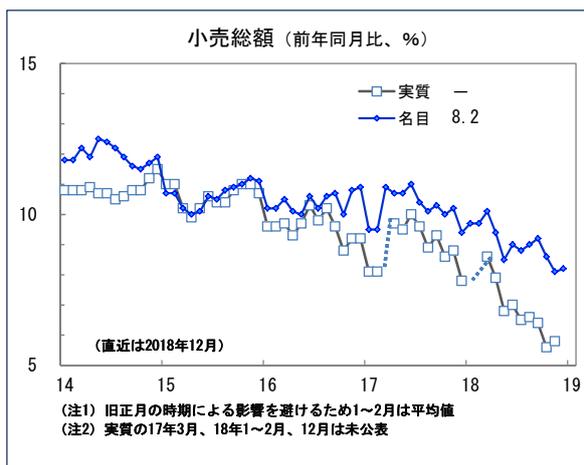
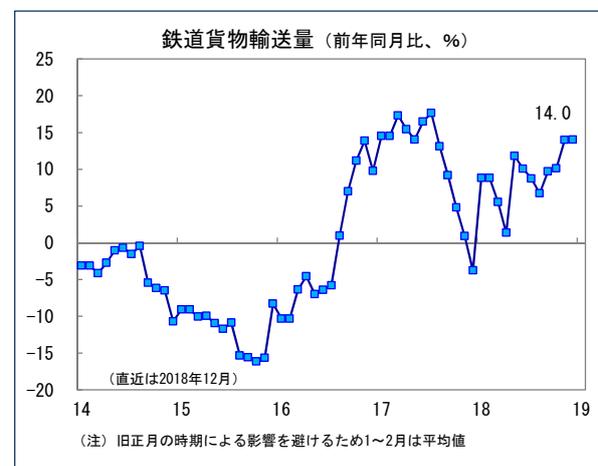
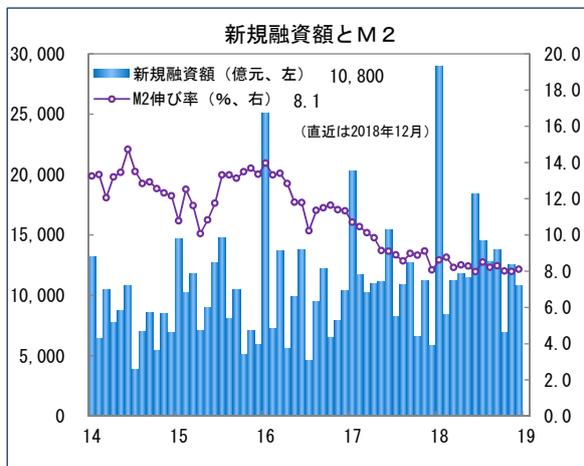
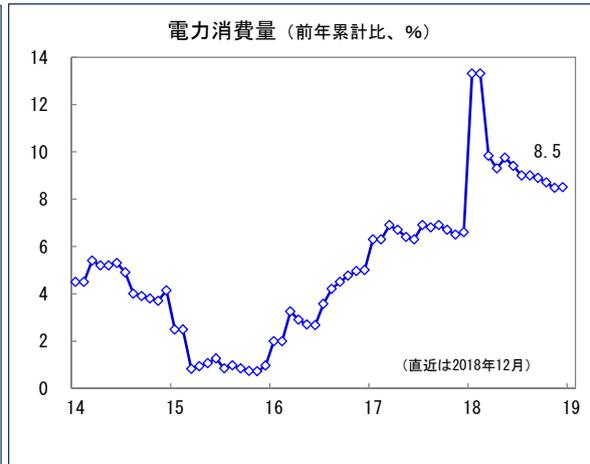
(注) 旧正月の時期のずれによる影響を排除するため、1月と2月は平均
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

主要經濟指標一覽

	2018年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
實質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.5	-	-	6.4
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	5.4	5.7
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	8.5	8.5
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	14.0	14.0
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	5.9	5.9
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	9.7	9.5
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	8.1	8.2
実質（前年同月比、%）	-		8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	5.8	-
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	2.2	1.9
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	2.5	2.5
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	2.1	1.7
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	2.7	0.9
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	3.3	1.6
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	12,500	10,800
M2伸び率（%）	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1
輸出（前年同月比、%）	10.7	43.6	-3.0	11.9	11.9	10.7	11.6	9.6	13.9	14.3	3.9	-4.4
輸入（前年同月比、%）	37.6	6.6	14.8	22.2	26.2	13.8	27.0	20.7	14.3	20.3	2.9	-7.6
貿易収支（億米ドル）	184.2	323.0	-57.5	262.8	234.3	409.2	274.4	262.5	304.4	331.3	418.6	570.6
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	1.4	2.3
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	0.1	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	16.8	17.2
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	-12.3	-7.8
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	1.4	1.3
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	12.1	12.2

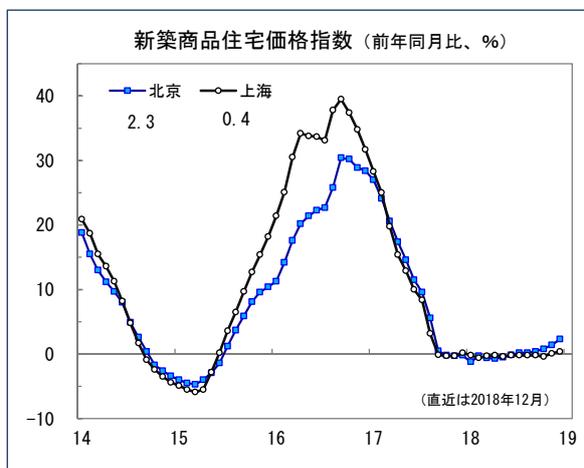
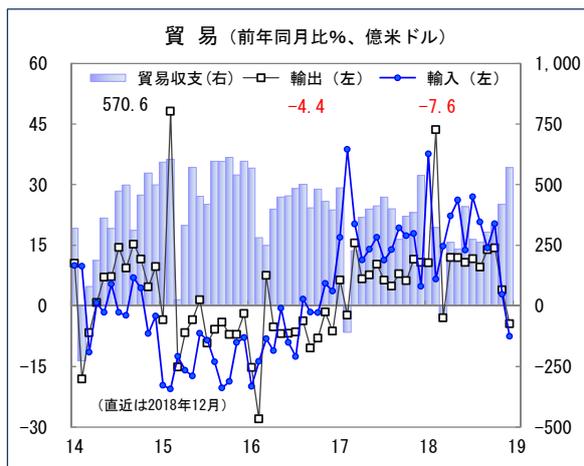
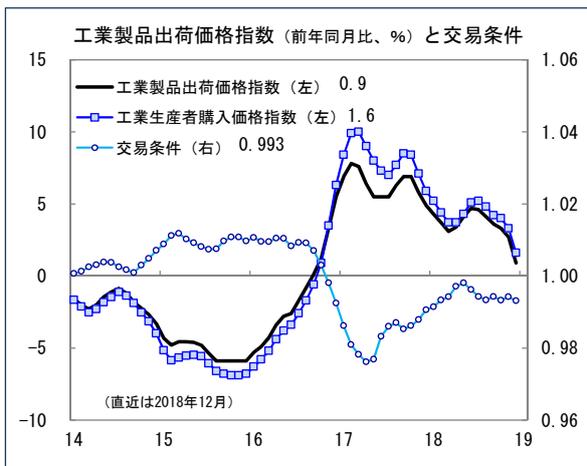
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

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