

2019年8月21日 全11頁

中国：期待外れの「利下げ」と景気サポート

景気減速が続く中、自動車販売は最悪期を脱した可能性

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 米トランプ大統領が第4弾の追加関税を発表した8月1日以降、元安が進展し、5日には11年ぶりに1ドル=7元を突破した。米財務省は同日、中国を為替操作国に認定した。ただし、中国政府による元安容認は短期間で収束するとみている。元安期待が続けば、中国からの資金流出が強まり、輸入物価上昇にも警戒が必要になってくる。輸出促進という利よりも害の方が大きくなると考えられ、為替レートの安定が再び重視されるようになろう。
- 2019年7月、もしくは1月~7月の主要経済統計は景気の減速が続いていることを示している。7月の鉱工業生産は前年同月比4.8%増（以下変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）と、同じ統計で遡れる1995年1月以来の最低の伸び率となった（旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値で比較）。7月の輸出は3.3%増と6月の1.3%減から増加に転じたが、輸入は5.6%減と3カ月連続して前年割れとなった。輸入の減少には内需の弱さが反映されていよう。
- 8月17日、中国人民銀行は貸出市場オファーレート（LPR=Loan Prime Rate）の制度変更を発表した。最大の変更点は、参照する金利が、国務院が変更の権限を持つ貸出基準金利から、中央銀行の公開市場操作金利に変更されたことである。今後は金利政策の機動性が大きく増すと期待できる。8月20日に発表された1年物LPRは従来の4.31%から4.25%に低下したにとどまり、今回の「利下げ」は期待外れであった。ただし、参照とする中期貸出ファシリティ（MLF）1年物金利が2017年1月以降上昇し、2018年4月以降は3.3%で高止まりしていたことを考えると、LPRの低下は、中国人民銀行が景気サポート姿勢を明確にしたことを示しており、注目される。

追加関税と為替操作国認定

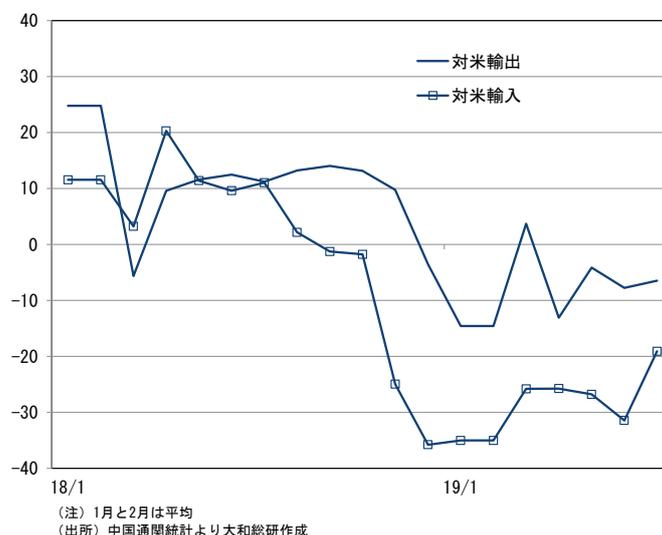
米中間では2018年7月6日以降2019年5月10日までに、米国は中国からの輸入品2,500億ドル分に25%の追加関税を課し、中国は米国からの輸入品500億ドル分に25%、600億ドル分に5%～25%の追加関税を課した。中国通関統計（ドル建て、以下同じ）によると、中国の対米輸出は2018年12月以降（除く2019年3月）、対米輸入は2018年9月以降、前年割れとなり、2019年1月～7月の対米輸出は前年同期比8.2%減（以下変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）、対米輸入は28.3%減、対米貿易黒字は3.9%増の1,683.4億ドルとなった。

さらに、米トランプ大統領は8月1日、これまで追加関税の対象外となっていた中国からの輸入品3,000億ドル分に対して、9月1日より10%の追加関税を賦課すると発表した。いわゆる第4弾であり、これで米国は医薬品やレアアースなど一部の例外を除きほぼ全ての中国からの輸入品に追加関税を課すことになった（一部輸入品に対する発動延期は後述）。

少なくともこのタイミングでの第4弾の発表は、中国にとって想定外であった可能性が高い。①7月末に行われた米中協議は物別れに終わったものの、次回は9月初旬に協議を行うことで合意をしていたこと、②第1弾～第3弾までの米国による追加関税賦課については、中国からの輸入が他国・地域からの輸入に代替される割合が大きい一方で、スマートフォンやパソコンなど中国が価格競争力や圧倒的なシェアを有する製品が含まれる第4弾については、他国・地域からの代替は難しくなり、米国の企業・消費者の負担が増大する（第4弾は米国への悪影響がより大きくなる）との中国政府系シンクタンクの分析があり、米国が第4弾を発動するハードルは従来に比べて高いとの見方が政府内で共有されていた節があること、がその背景である。

こうした状況下で中国は米国に対する反発を強めた。米国からの農産物の輸入をキャンセルし、人民元の対ドルレートは元安に振れ、8月5日には11年ぶりに場中に1ドル=7元を突破

対米輸出・輸入（前年同月比）（単位：％）

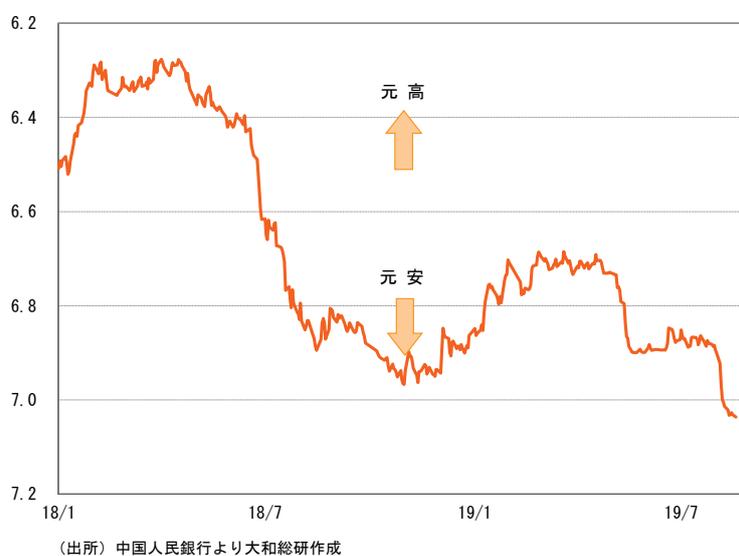


し、「追加関税の影響を相殺し、輸出を促進するため、中国政府は元安容認に転じた」との見方が広がった。米財務省は同日、中国を為替操作国に認定し、中国政府はこれに猛烈に反発した。8月8日には、元の対ドル基準レートも1ドル=7元を突破した（元は朝発表される基準レートに対して、その日は±2%の変動化が可能）。

為替操作国認定について、中国の反発はもっともである。米財務省は為替操作国の認定に際し、①対米貿易黒字が200億ドル以上であること、②経常収支の黒字がGDP比2%超であること、③直近1年のうち6ヵ月以上にわたり、GDP比2%超のドル買い介入を行っていること、の3つを基準に、全てが当てはまる場合に為替操作国に認定し、2つが当てはまる場合に監視リストに掲載するとしている。中国が基準を満たすのは①のみであり、本来であれば監視リストにとどめることも難しい状況であった。このため、巨額の対米貿易黒字を計上した国は、監視リストに掲載するとして、掲載を続けた経緯がある。②の経常収支黒字のGDP比は、2007年の9.6%をピークに低下傾向を辿り、2018年は0.4%に低下した。③について、中国は為替介入の実績を公表していないが、2015年夏と2016年1月の「人民元ショック」から明らかのように、中国は巨額の外貨準備を費消して「元買い介入」を行っていたのであり、米国が批判する「ドル買い介入」を行っていたのではない。ちなみに、2019年5月20日前後からはマーケットが元安に振れる中、翌日の基準レートの決定の際には、前日の終値に逆周期因子（カウンターシクリカル）と呼ばれる元高になる係数をかけて基準レートの変動を抑え、元安進行を抑制さえしていた。

しかし、中国政府による元安容認は短期間で収束するとみている。元安期待が続けば、中国からの資金流出が強まり、輸入物価上昇にも警戒が必要になってくる。輸出促進という利よりも害の方が大きくなると考えられ、為替レートの安定が再び重視されるようになるだろう。

元の対ドル基準レートの推移（単位：元）



8月13日に、トランプ大統領は9月1日に第4弾を発動することを正式に発表したが、スマートフォンやパソコン、靴類、衣類、一部の玩具、ビデオゲーム機など金額ベースで過半の品目については、10%の追加関税の発動を12月15日に延期することを併せて発表した。翌8月14日の元の対ドル基準レートは10営業日ぶりに元高に設定され、その後の元安ペースは大きく鈍化している。いずれ元安を修正する必要のあった中国政府にとって、米国が譲歩したようにも見える追加関税の一部発動延期は渡りに船であったのかもしれない。

今後の米中協議の行方は、引き続き予断を許さない状況が続こう。第4弾の3,000億ドルのうち4割程度は9月1日に10%の追加関税が賦課される予定であり、当然、中国はそれなりの報復を行うであろう。さらに、第4弾の一部発動延期について、米国が譲歩したようにも見えるとしたが、換言すれば、第4弾は米国の戦略上の重要度が低いということである。今回の米中摩擦がハイテク覇権・軍事覇権争いの側面を持つことからすると、米国にとって、いわゆる第1弾・第2弾のハイテク関連の500億ドル分の品目に対する追加関税を撤回することは考えにくい。一方で、中国は昨年来賦課された追加関税を全面的に撤回することを求めており、両者の溝は大きい。

米中の高関税掛け合い合戦（単位：億ドル）

| | 米国による対中制裁関税 米国の対中輸入（18年5,395億ドル） | | 中国による対米報復関税 中国の対米輸入（18年1,551億ドル） | |
|-----|-------------------------------------|---|-------------------------------------|---|
| 第1弾 | 340 | 18年7月6日発動、追加関税25% | 340 | 18年7月6日発動、追加関税25% |
| 第2弾 | 160 | 18年8月23日発動、追加関税25% | 160 | 18年8月23日発動、追加関税25% |
| 第3弾 | 2,000 | 18年9月24日発動、追加関税10% 19年5月10日発動、追加関税25% (家電・家具、衣類を含む) | 600 | 18年9月24日発動、追加関税5%、10% 19年5月10日発動、追加関税5%~25% (液化天然ガスを含む) |
| 第4弾 | 3,000 | ○19年5月13日発表、追加関税最大25% ○6月29日、当面の追加関税凍結と米中協議再開を発表 ○8月1日、9月1日より追加関税10%を賦課と発表 ○8月13日、スマートフォン、パソコン、一部の玩具など過半について12月15日までの発動延期を発表 | 451 | |

(出所)中国通関統計、米商務省統計などより大和総研作成

景気は減速が続く

2019年4月～6月の実質GDP成長率は6.2%と、1月～3月の6.4%から一段と低下し、7月、もしくは1月～7月の主要経済統計は景気の減速が続いていることを示している。7月の鉱工業生産は4.8%増と、同じ統計で遡れる1995年1月以来の最低の伸び率となった(旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値で比較)。小売売上(名目)の伸び率は6月の9.8%増から7月は7.6%増に鈍化し、固定資産投資は1月～6月の5.8%増から1月～7月は5.7%増へと僅かに減速した。7月の輸出は3.3%増と6月の1.3%減から増加に転じたが、輸入は5.6%減と3ヵ月連続して前年割れとなった。輸入の減少には内需の弱さが反映されている。

7月の小売売上は大きく減速。ただし、自動車販売は最悪期を脱した可能性

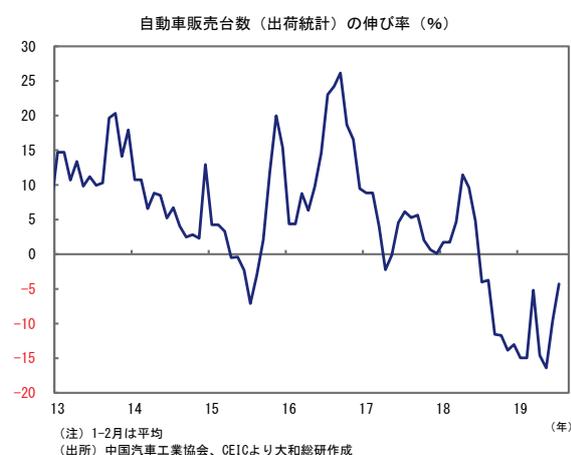
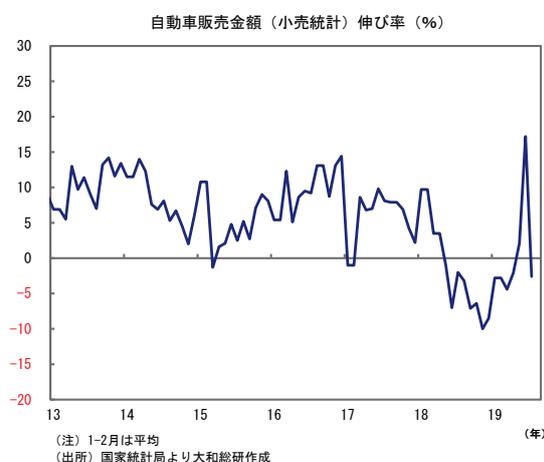
2019年7月の小売売上は名目7.6%増、物価上昇の影響を除いた実質で5.7%増と、6月のそれぞれ9.8%増、8.0%増から大きく減速した。6月の好調は在庫一掃セールによる自動車販売の急増が主因であり、7月にはその反動が出た格好である。国家統計局は自動車販売を除くと、7月の小売売上（名目）は8.8%増であったとしている。

6月の自動車販売金額は17.2%増となり、小売売上の伸び率を1.6%pt押し上げたが、この背景には、自動車の排ガス規制の強化がある。自動車の排ガス規制は、国5と呼ばれる基準が適用されているが、2020年7月1日以降は国6a（一酸化炭素排出量は国5比30%削減）、2023年7月1日以降は国6b（一酸化炭素排出量は国5比50%削減）が適用される予定である。こうした中で、北京市、上海市、天津市、重慶市、広東省、山東省などでは、前倒しで2019年7月1日より国6aもしくは国6bの適用を開始した。こうした地域では、従来基準の車両の販売や登記ができなくなるため（通行は可）、国5基準の車両の在庫一掃セールが行われたのである。当然、7月にはこうした特殊要因は剥落し、自動車販売金額は2.6%減となった。

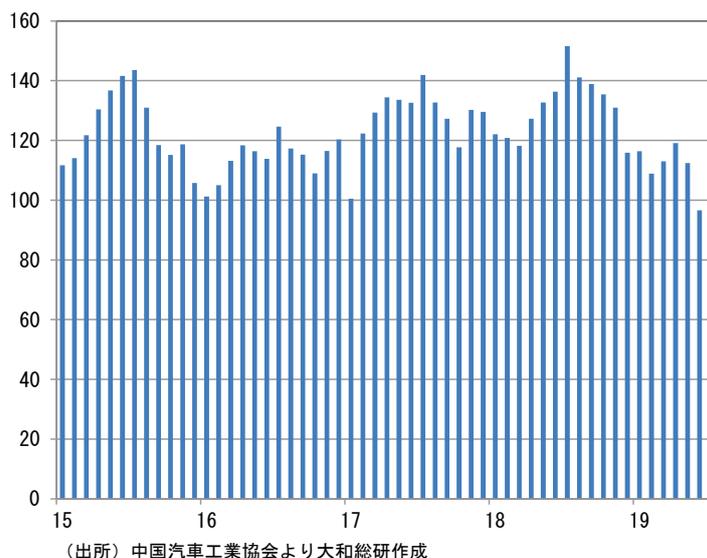
ただし、在庫一掃セールにより、メーカー在庫が大きく圧縮されたことはプラスに評価できる。自動車工業協会が発表した7月の自動車販売台数（出荷統計）は4.3%減と、6月の9.6%減からマイナス幅が縮小した。

今後はかねて噂される自動車購入に対する補助金政策が実施されるかが注目される。値引きや補助金支給が消費者の購買意欲をある程度刺激することは、6月の販売急増からも明らかである。厳格化された排ガス基準に適応した自動車を補助金支給の対象とすれば、環境対策強化という名目も立てやすい。

自動車販売金額（小売統計）、自動車販売台数（出荷統計）の伸び率（単位：％）



自動車のメーカー在庫の推移（単位：万台）



固定資産投資はやや減速

2019年1月～7月の固定資産投資は5.7%増となり、1月～6月の5.8%増から僅かに減速した。

1月～7月の不動産開発投資は10.6%増と、1月～4月の11.9%増から3ヵ月連続で伸び率が鈍化した。住宅販売面積の減少や住宅価格のピークアウトなどにより、今後も不動産開発投資は緩やかな減速が続く可能性が高い。

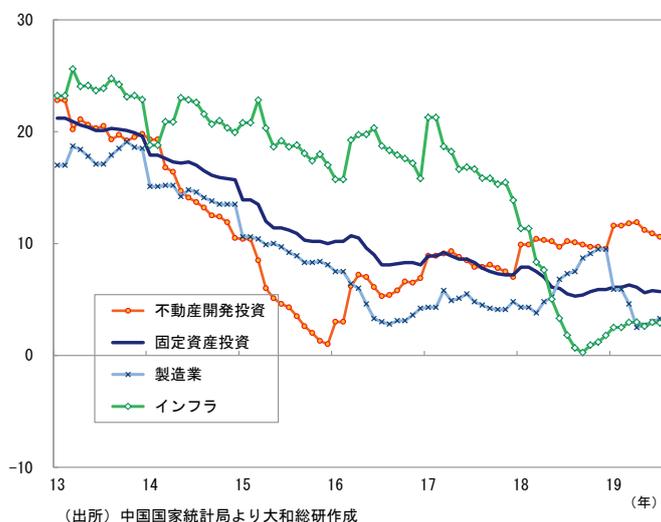
1月～7月の電気・水道・ガスを含むインフラ投資は2.9%増にとどまった。中国共産党・政府は、2018年夏場からインフラ投資のテコ入れを図っているが、その成果は恐らく当局の思惑通りではないであろう。インフラ投資に充当される地方政府特別債券の発行は、昨年8月以降急増し、2019年は前年予算比6割増の2.15兆元（約36兆円）の発行が計画され、1月～7月の実績はほぼ3倍の1.6兆元となった。問題は地方政府特別債券の発行によって調達された資金が、例えば地方政府の正規ルート以外の「隠れ債務」の返済等に流用され（現地エコノミスト）、インフラ投資をサポートする力が削がれている可能性が指摘されていることである。これを確かめる術はないが、隠れ債務の問題が度々指摘されていることは確かである。

2019年6月10日に中国共産党中央弁公庁と國務院弁公庁は「地方政府特別債券の発行とプロジェクトの資金調達にしっかりと取り組むことに関する通知」（以下、通知）を発表した。最大のポイントは、インフラ投資プロジェクトで通常2割程度が必要とされる自己資金を地方政府特別債券の発行で調達した資金で賄うことを認め（自己資金はゼロでよい）、資金面でのサポートを強化したことであるが、通知は同時に一切の隠れ債務の増加を認めず、インフラ投資のための資金調達という地方政府特別債券発行の目的を厳格にすることも求めている。

国家発展改革委員会によるプロジェクト認可数は、高速鉄道、地下鉄、空港を中心に大きく伸び、甘粛省、吉林省、陝西省、湖南省、重慶市などでは、インフラ投資の増加を下期の重点項目に掲げた。インフラ投資が伸び悩みから脱却できるのか、今しばらく様子を見たい。

1月～7月の製造業投資は3.3%増と、伸び率は低水準であるが、1月～4月の2.5%増をボトムに緩やかに改善している。米中摩擦の深刻化・長期化によって、特に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は大きく損なわれているが、パソコン・通信・その他電子設備製造業の投資は10.5%増となった。米中摩擦の激化によって、政府主導で自主開発や設備更新の動きが活発化している可能性があるが、国内外の需要減退を考えると持続性には疑問符が付く。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



期待外れの「利下げ」も中国人民銀行による景気サポート姿勢が明らかに

8月20日、貸出市場オファーレート（LPR=Loan Prime Rate）1年物金利が4.31%から4.25%に低下した。

中国の貸出基準金利1年物は2015年10月24日に従来の4.60%から4.35%に引き下げられて以来、据え置きが続いている。中国人民銀行は國務院（内閣）が金利変更の権限を持つ貸出・預金基準金利と市場金利の併存とかい離を問題視し、将来的な統合の第一歩として、2013年10月よりLPR（当時は貸出基礎金利と呼ばれていた）を発表したが、LPRは貸出基準金利と連動し、形骸化した経緯がある。貸出基準金利1年物が4.35%に引き下げられて以降、LPRは4.30%～4.31%（2018年4月以降）という水準が続いていた。

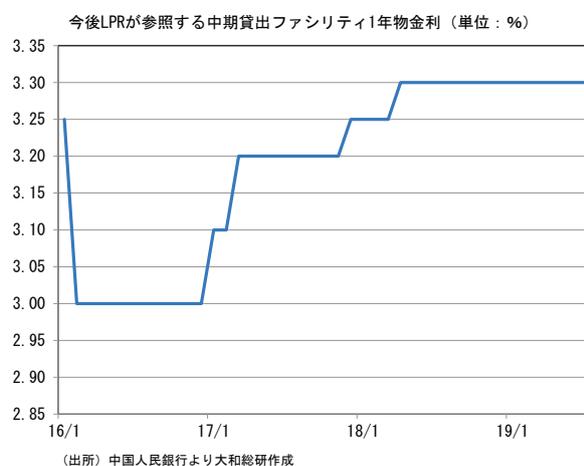
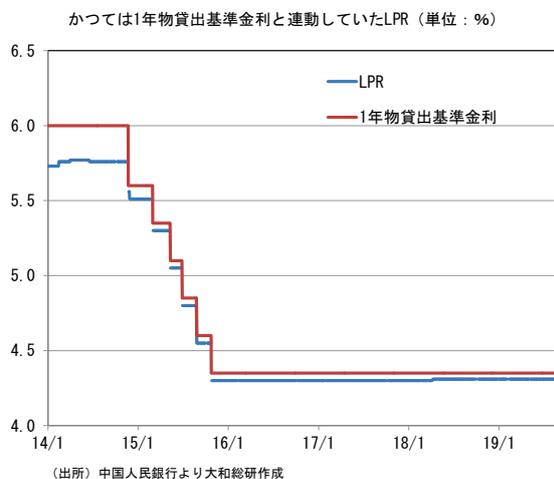
こうした中、8月17日、中国人民銀行はLPRの制度変更を発表した。具体的には、①外資系

銀行 2 行を含む銀行 18 行が、中期貸出ファシリティ（MLF、中国人民銀行がマネタリーベースを供給するためのファシリティ）など公開市場操作金利に上乗せする形で LPR を全国銀行間取引センターに月に 1 度オファーする、②全国銀行間取引センターは毎月 20 日（営業日でない場合は順延）の 9 時半に LPR を発表する、③LPR は各行が貸出金利を決定するのに参照する 1 年物のほかに、5 年物を発表して各行の住宅ローン金利決定に供する、などである。

新 LPR の最大の制度変更は、参照する金利が、国務院が変更の権限を持つ貸出基準金利から、中央銀行の公開市場操作金利に変更されたことである。金利政策の機動性が大きく増すと期待できる。

今回の制度変更の事前説明では、金利の市場化と金利水準の低下が強調されていたが、1 年物 LPR は 4.31%⇒4.25%に低下したにとどまり¹、今回の「利下げ」は期待外れであった。ただし、参照とする MLF1 年物金利が 2017 年 1 月以降上昇し、2018 年 4 月以降は 3.3%で高止まりしていたことを考えると、LPR の低下は、中国人民銀行が景気サポート姿勢を明確にしたことを示しており、注目される。今後は、金融政策を見る上で、毎月 20 日の LPR の発表が注目されることになる。

1 年物貸出基準金利、LPR、中期貸出ファシリティ 1 年物金利



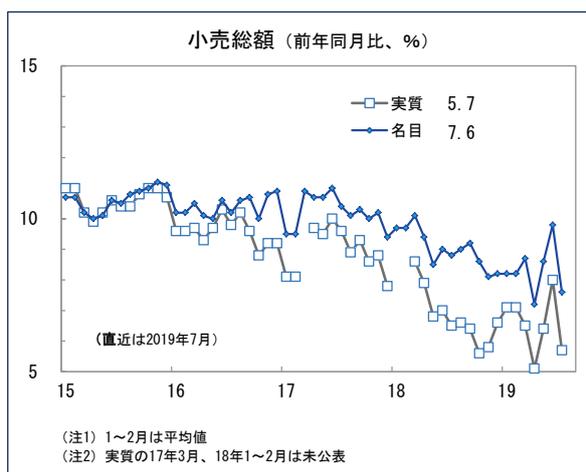
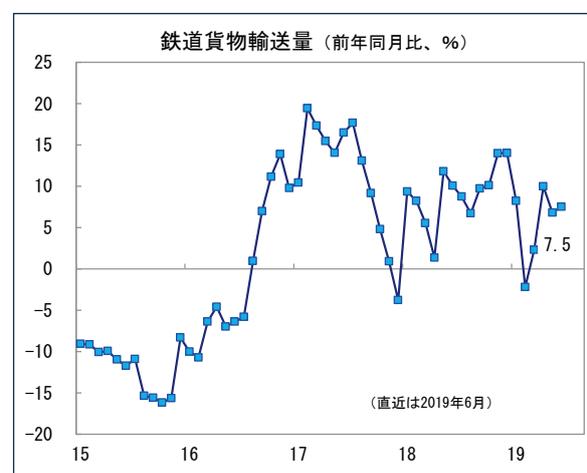
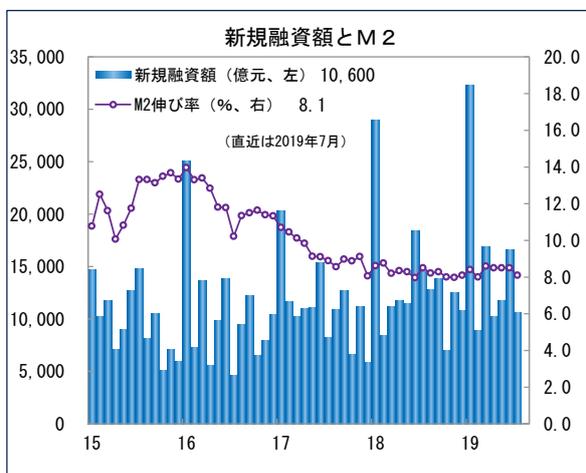
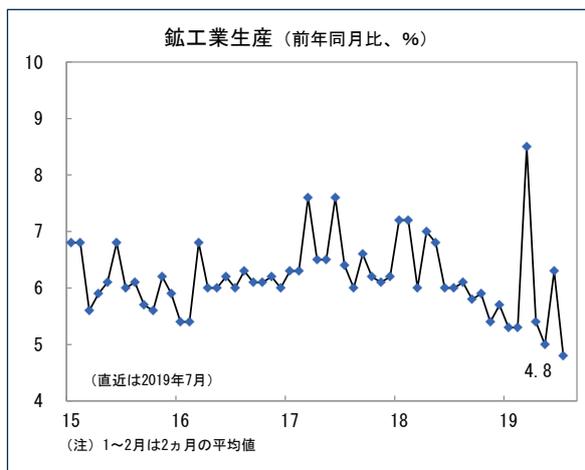
¹ ちなみに、1 年～5 年の貸出基準金利は 4.75%、5 年超は 4.9%であるのに対して、今回発表された 5 年物 LPR は 4.85%であった。

主要経済指標一覧

| | 2018年8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 2019年1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 |
|------------------------|---------|--------|-------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%） | - | 6.5 | - | - | 6.4 | - | - | 6.4 | - | - | 6.2 | - |
| 鉱工業生産（前年同月比、%） | 6.1 | 5.8 | 5.9 | 5.4 | 5.7 | 5.3 | | 8.5 | 5.4 | 5.0 | 6.3 | 4.8 |
| 電力消費量（前年累計比、%） | 9.0 | 8.9 | 8.7 | 8.5 | 8.4 | 4.5 | | 5.5 | 5.6 | 4.9 | 5.0 | 4.6 |
| 鉄道貨物輸送量（前年同月比、%） | 6.7 | 9.7 | 10.1 | 14.0 | 14.0 | 8.2 | -2.2 | 2.3 | 10.0 | 6.8 | 7.5 | |
| 固定資産投資（前年累計比、%） | 5.3 | 5.4 | 5.7 | 5.9 | 5.9 | 6.1 | | 6.3 | 6.1 | 5.6 | 5.8 | 5.7 |
| 不動産開発投資（前年累計比、%） | 10.1 | 9.9 | 9.7 | 9.7 | 9.5 | 11.6 | | 11.8 | 11.9 | 11.2 | 10.9 | 10.6 |
| 小売総額 名目（前年同月比、%） | 9.0 | 9.2 | 8.6 | 8.1 | 8.2 | 8.2 | | 8.7 | 7.2 | 8.6 | 9.8 | 7.6 |
| 実質（前年同月比、%） | 6.6 | 6.4 | 5.6 | 5.8 | 6.6 | 7.1 | | 6.5 | 5.1 | 6.4 | 8.0 | 5.7 |
| 消費者物価指数 全体（前年同月比、%） | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.8 |
| 食品（前年同月比、%） | 1.7 | 3.6 | 3.3 | 2.5 | 2.5 | 1.9 | 0.7 | 4.1 | 6.1 | 7.7 | 8.3 | 9.1 |
| 非食品（前年同月比、%） | 2.5 | 2.2 | 2.4 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| 工業製品出荷価格指数（前年同月比、%） | 4.1 | 3.6 | 3.3 | 2.7 | 0.9 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.9 | 0.6 | 0.0 | -0.3 |
| 工業生産者購入価格指数（前年同月比、%） | 4.8 | 4.2 | 4.0 | 3.3 | 1.6 | 0.2 | -0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | -0.3 | -0.6 |
| 新規融資額（億元） | 12,800 | 13,800 | 6,970 | 12,500 | 10,800 | 32,300 | 8,858 | 16,900 | 10,200 | 11,800 | 16,600 | 10,600 |
| M2伸び率（%） | 8.2 | 8.3 | 8.0 | 8.0 | 8.1 | 8.4 | 8.0 | 8.6 | 8.5 | 8.5 | 8.5 | 8.1 |
| 輸出（前年同月比、%） | 9.5 | 13.9 | 14.3 | 3.9 | -4.6 | 9.3 | -20.8 | 13.8 | -2.8 | 1.1 | -1.3 | 3.3 |
| 輸入（前年同月比、%） | 20.7 | 14.4 | 20.4 | 2.8 | -7.7 | -1.3 | -4.7 | -7.7 | 4.2 | -8.5 | -7.4 | -5.6 |
| 貿易収支（億米ドル） | 263.0 | 302.6 | 329.7 | 418.6 | 568.0 | 391.4 | 32.7 | 319.6 | 135.5 | 417.4 | 509.7 | 450.5 |
| 新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%） | 0.2 | 0.4 | 0.8 | 1.4 | 2.3 | 2.8 | 2.9 | 3.2 | 3.5 | 3.9 | 3.9 | 4.3 |
| 上海（前年同月比、%） | -0.2 | -0.2 | -0.4 | 0.1 | 0.4 | 0.9 | 1.5 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 2.0 | 1.9 |
| 商用不動産 着工面積（前年累計比、%） | 15.9 | 16.4 | 16.3 | 16.8 | 17.2 | 6.0 | | 11.9 | 13.1 | 10.5 | 10.1 | 9.5 |
| 完工面積（前年累計比、%） | -11.6 | -11.4 | -12.5 | -12.3 | -7.8 | -11.9 | | -10.8 | -10.3 | -12.4 | -12.7 | -11.3 |
| 不動産販売 面積（前年累計比、%） | 4.0 | 2.9 | 2.2 | 1.4 | 1.3 | -3.6 | | -0.9 | -0.3 | -1.6 | -1.8 | -1.3 |
| 金額（前年累計比、%） | 14.5 | 13.3 | 12.5 | 12.1 | 12.2 | 2.8 | | 5.6 | 8.1 | 6.1 | 5.6 | 6.2 |

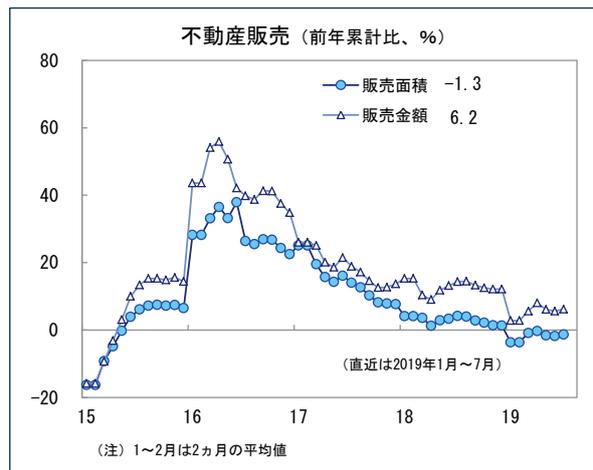
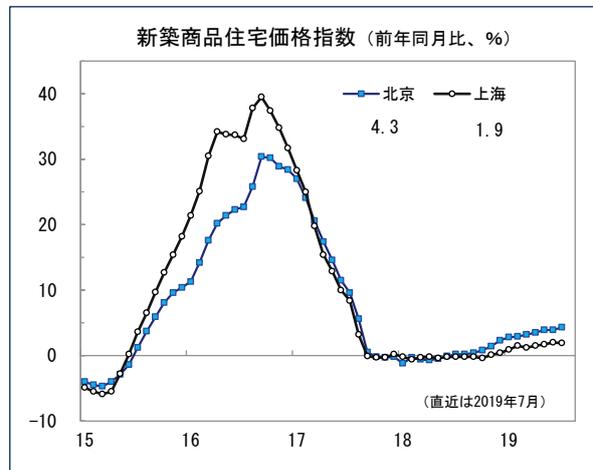
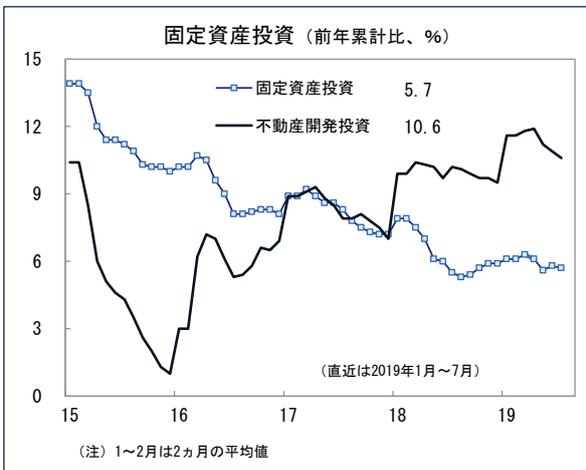
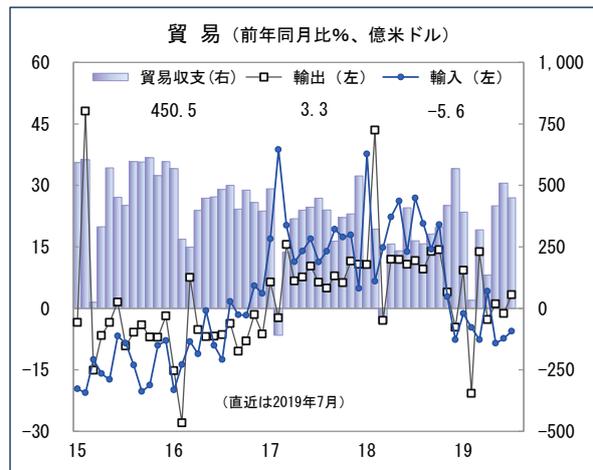
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

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