

2019年9月19日 全11頁

中国：景気下支え策始動、だが足りない

米中摩擦の「最悪」シナリオは何か？

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国の内需減速が続いている。2019年8月の小売売上高（名目）は前年同月比7.5%増（以下、変化率は前年同月比、前年同期比）と、低空飛行が続き、1月～8月の固定資産投資は5.5%増と、1月～7月の5.7%増から一段と鈍化した。
- 米中摩擦の長期化・複雑化の影響が及ぶのは当然のことながら当事者にとどまらない。日本やASEANと中国の間にはサプライチェーンが構築されているし、中国経済の減速は世界的な輸出低迷の主因の一つとなる。中国の輸入は対米を除いても昨年11月以降急減速し、2019年5月以降は4ヵ月連続で前年割れとなった。
- こうした中、中国政府はインフラ投資のための地方政府特別債券の発行枠の増額を決定し、中国人民銀行は9月16日に預金準備率を0.5%引き下げた。景気下支えのための取り組みは本格化しつつある。ただし、景気の減速を止めるには力不足であろう。さらなる金融緩和（預金準備率の引き下げ）に加え、補助金支給による消費刺激策発動にも注目したい。

内需の減速が続く

中国の内需減速が続いている。2019年8月の小売売上高（名目）は前年同月比7.5%増（以下、変化率は前年同月比、前年同期比）と、低空飛行が続き、1月～8月の固定資産投資は5.5%増と、1月～7月の5.7%増から一段と鈍化した。

8月の輸出（米ドル建て、以下同じ）は1.0%減、輸入は5.6%減、貿易黒字は32.5%増の348.3億ドルとなった。1月～8月の輸出は0.4%増、輸入は4.6%減、貿易黒字は37.1%増の2,592.8億ドルであった。貿易黒字の大幅な増加は、冴えない輸出以上に輸入が不振であるためで、内需の弱さが反映されている。

8月の小売売上は低空飛行が続く

2019年8月の小売売上は名目で7.5%増、物価上昇の影響を除いた実質で5.6%増と、低空飛行が続いた（7月は名目7.6%増、実質5.7%増）。主因は小売売上の9.0%を占める自動車販売の減少であり、国家統計局によると、自動車を除く小売売上は7月の8.8%増から8月は9.3%増に回復した。商品別には、文化・オフィス用品（19.8%増）、化粧品（12.8%増）などの伸びが加速し、レストラン収入は9.7%増と堅調であった。

一方、8月の自動車販売金額は8.1%減と、7月の2.6%減からマイナス幅が拡大した。全国で半数程度の都市が自動車の排ガス基準を強化した7月1日を前に、旧基準の自動車の「在庫一掃セール」が実施されたが、その反動が出た格好である。ちなみに6月の自動車販売金額は17.2%増を記録していた。

自動車販売金額伸び率（前年同月比）と車両購入税の推移（％）

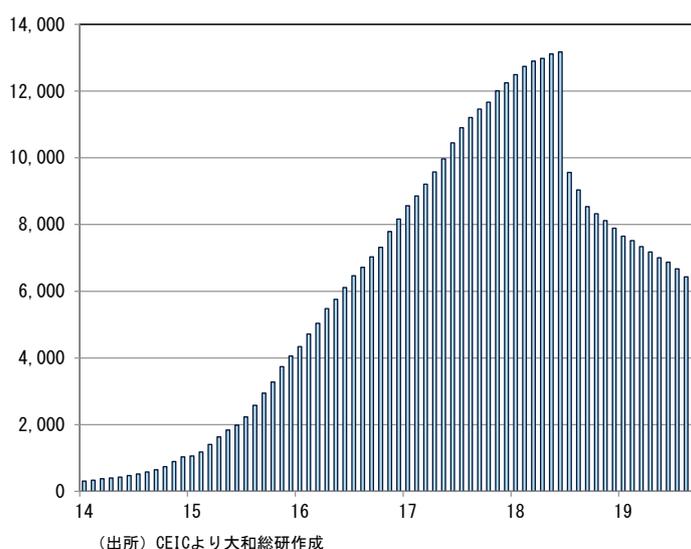


自動車販売金額は、2018年5月以降、2019年5月と6月を除き、前年割れが続いているが、これには、①車両購入税減税（通常税率は価格の10%。2015年10月～2016年末は5%に半減、2017年は7.5%の軽減税率）の終了による反動減、②米中摩擦の長期化・深刻化による景気や所得の先行きに関する不透明感の増幅、さらには、③デレバレッジ（負債率の引き下げ）の強化による中小・零細企業の資金繰りの悪化や、P2P金融プラットフォーム（ネット上で資金の貸し手と借り手を結び付ける金融プラットフォーム。以下P2P）で相次いだ経営破綻など、が影響している。

P2Pはネット上で企業や個人から高利で資金を集め、中小・零細企業や個人に融資をするものであるが、新規分野のため規制はほとんどなく、詐欺まがいや健全性に著しく欠けるプラットフォームが急増し、2017年末には金融当局がリスクの高さを警告し、規制を強化する旨を通達していた。規制強化の一環で2018年6月末を期限（後に延長）に、P2Pの商慣行基準を達成することが求められたが、多くのプラットフォームは廃業を選択したという。このため、資金の出し手は、P2Pから資金を引き揚げようとし、流動性が枯渇したP2Pが経営危機・倒産に追い込まれるなど、業界全体が甚大な影響を受けた。2019年8月末時点でプラットフォームは708に、融資残高は6,429億円に激減した。それぞれピーク時の2015年11月末の3,609、2018年6月末の1兆3,170億円からは、80.4%減、51.2%減であり、しかも減少は止まっていない。出し手の多くの資金回収は困難になっているという。これによって自動車をはじめとする高額の高耐久消費財の購買意欲が削がれている可能性は高い。

自動車販売のテコ入れには、魅力的な購入補助金政策の発動が待たれるところである。

P2Pの融資残高の推移（単位：億円）



固定資産投資は減速が続く

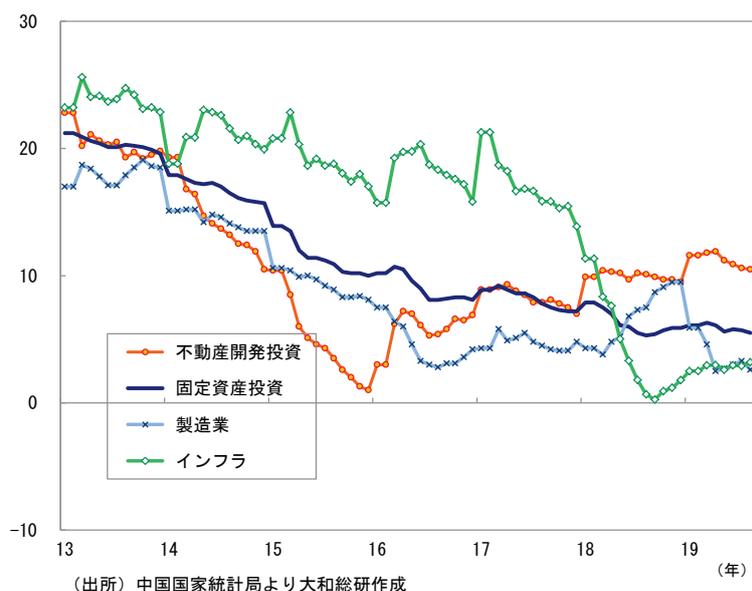
2019年1月～8月の固定資産投資は5.5%増となり、2ヵ月連続で伸び率が低下した。

1月～8月の不動産開発投資は10.5%増と、1月～4月の11.9%増から4ヵ月連続で伸び率が鈍化した。中国政府は「住宅は住むためのものであり、投資・投機商品ではない」と、住宅価格を抑制する際の常套句を繰り返しており、70都市平均の新築住宅価格は2019年4月の+11.4%から8月には+9.1%へと上昇率が圧縮されている。今後も不動産開発投資は緩やかに減速する可能性が高い。

1月～7月との比較で動きに変化があったのは、製造業投資とインフラ投資である。製造業投資は1月～7月に3.3%増と3ヵ月連続で若干ながらも加速していたが、1月～8月は2.6%増に減速した。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パソコン・通信・その他電子設備製造業の投資は11.1%増と、1月～7月の10.5%増から加速したものの、鉄道・船舶・航空宇宙・その他輸送設備製造業、食品加工・製造業、電気機械・器材製造業、紡績業、非鉄金属冶金・圧延加工業など幅広い分野で固定資産投資が前年割れとなった。

一方で、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は1月～7月の2.9%増から、1月～8月は3.2%増に加速した。単月では7月の2.7%増から8月には4.9%増に伸び率が高まった計算となる。地方政府特別債券の発行増加をテコにした、インフラ投資加速策が奏功し始めた可能性があり、今後の動きに注目したい。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



これに対して米国は8月23日、第1弾～第3弾については10月1日より、追加関税率を25%から30%に引き上げること、第4弾については、9月1日、12月15日に追加関税率を10%から15%に引き上げて実施することを発表した。9月1日分については既に発動された。

その後、米中閣僚級協議が10月上旬に開催されることが決まり、中国は9月11日、米国からの輸入に対する追加関税の対象から潤滑油など16品目を除外すると発表し、同じ日に米トランプ大統領は第1弾～第3弾の追加関税30%への引き上げ時期を当初の10月1日から10月15日に延期すると発表した。10月1日は国慶節であり、今年は建国70周年の節目にあたる。その時期を外したことは米国の「善意」とされた。さらに、9月12日に、トランプ大統領は双方の隔たりが大きい構造問題を棚上げする「暫定合意」の可能性に言及し、中国は9月13日、中国は米国からの大豆や豚肉の輸入についても追加関税の対象から除外すると発表した。

状況は好転しているように見えるが、高まった期待が瞬時に失望に変わることが、繰り返されてきたのは周知の通りである。

米中摩擦問題は先が読めない展開が続こうが、ここでは敢えて今後1年程度の楽観シナリオと悲観シナリオを提示したい。楽観シナリオは、米中摩擦の激化を背景に、米国景気が悪化し、あるいは株価が大きく調整し、そのテコ入れの一環として追加関税を一部撤回するというものである。この場合でもハイテク関連の第1弾・第2弾については一定程度の追加関税率が維持される可能性が高い。一方の悲観シナリオでは、中国からの輸入品の一部の追加関税率が45%まで引き上げられると想定している。これはトランプ大統領が選挙期間中に言及していたことで、これが達成されれば、また一つ「公約」が実現されたことになる。厄介なのは、米国の景気が悪化したとしても、トランプ大統領が、中国叩きを続けた方が大統領選挙には有利との判断を下す可能性が否定できないことである。この場合、世界経済は一段と下押しされることになる。

米中の高関税掛け合い（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%
		19年10月15日、追加関税を30%に引き上げ予定		
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%
		19年10月15日、追加関税を30%に引き上げ予定		
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)
		19年10月15日、追加関税を30%に引き上げ予定		
第4弾	2,700	19年9月1日、一部、追加関税率を15%に引き上げて発動 19年12月15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追加関税率を15%に引き上げて発動予定	【750】	750億ドル分（従来発表分と重複あり）に対して、一部は19年9月1日に5%、10%の追加関税を発動 残りは12月15日に発動予定

(出所) 中国通関統計、米国商務省統計などより大和総研作成

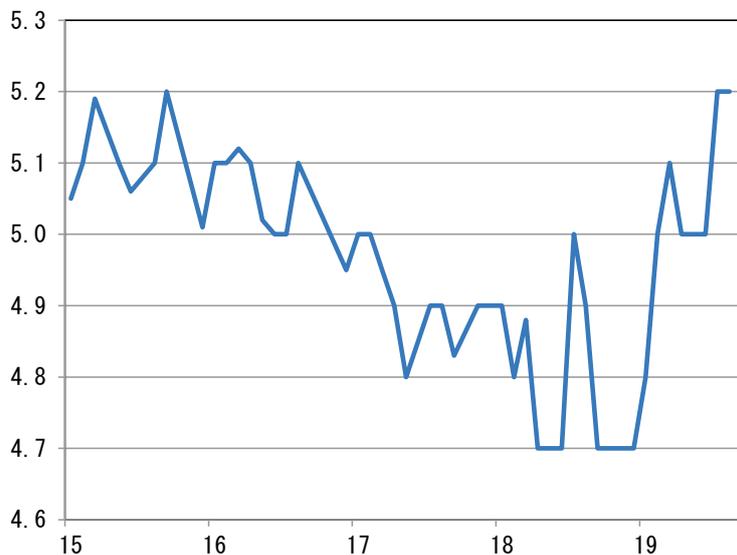
中国政府が景気下支えへの取り組みを本格化

景気の減速に歯止めがかからない中、2019年9月4日に李克強首相が主宰した国務院常務会議は、「六つの安定」（雇用、金融、貿易、外資、投資、予想・見通しの安定）に一段と注力し、景気下支えへの取り組みを本格化することを決定した。中でも重要な政策は以下の通りである。

- ① 雇用の安定化を図る。高等職業技術学校や大学の学生募集を100万人拡大し、1,000億元（約1.5兆円）の失業保険基金余剰金を活用した大規模職業技能訓練などに力を入れる、
- ② 預金準備率全体の引き下げと対象を限定した預金準備率の引き下げなどの政策手段を迅速に活用し、金融機関がインクルーシブファイナンス（金融包摂）により多くの資金を振り向け、実体経済、特に小型・零細企業に対する金融支援を強化する、
- ③ 物価の安定を維持する。特に、豚肉の供給増加・価格安定を図る、
- ④ 2019年のインフラ投資の資金調達のための地方政府特別債券の発行を9月末までに完了し、10月末までに資金をプロジェクトに投入し、施工・完成を促す。

上記①の雇用の安定は「六つの安定」の筆頭に掲げられることから分かるように、経済政策運営上の最重点であるが、雇用は悪化している。31都市の失業率は2018年9月～12月の4.7%をボトムに上昇傾向を強め、2019年7月末には5.2%に上昇し、8月末も横這いであった。これは統計が遡れる2013年6月以降、最も高い水準である。詳細は明らかではないが、米中摩擦の長期化・深刻化を背景とした輸出の減速などにより、製造業部門の雇用が悪化している可能性が高い。

31都市の失業率の推移（単位：％）

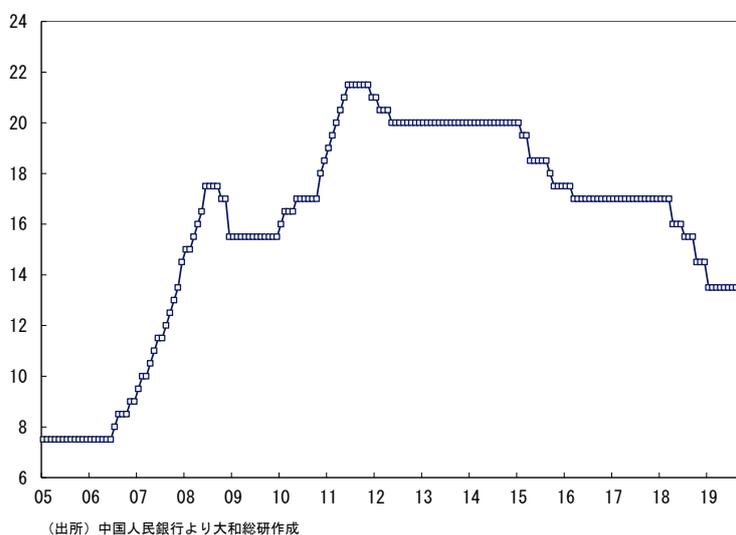


（出所）中国国家统计局より大和総研作成

②について、中国人民銀行は2019年9月16日に、金融機関の預金準備率を0.5%引き下げ、大手行の預金準備率は13.0%となった。大手行の預金準備率の引き下げは1月15日（0.5%）、1月25日（0.5%）以来8ヵ月ぶりであり、今回の引き下げで8,000億元（約12兆円）の預金が「解凍」され、貸出増加などに用いることが可能になる。

加えて、営業エリアが省レベルの行政区内に限られ、全国を展開していない都市商業銀行については、10月15日、11月15日付で、それぞれ0.5%ずつ預金準備率の引き下げを行うことも決定された。目的は小型・零細企業、民間企業に対する金融面でのサポート強化であり、こちらは1,000億元の預金が「解凍」されることになる。

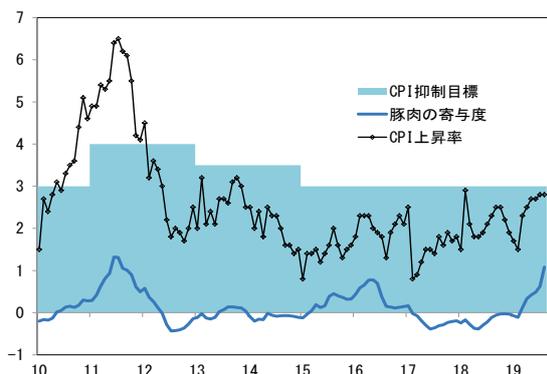
大手行の預金準備率の推移（単位：％）



③の物価安定について、中国では豚肉価格の抑制が物価の安定に大きな意味を持つ。国家統計局によると、2019年8月の消費者物価（CPI）上昇率は2.8%と、年間の抑制目標である3.0%を下回っている。ただし、豚肉価格は46.7%の上昇を記録し、これだけで物価全体を1.1%pt押し上げた。問題は、豚肉価格は今後一段と高騰する可能性が高いことである。アフリカ豚コレラの蔓延が養豚業者の飼育意欲を大きく損ない、8月の繁殖用母豚の飼育頭数は実に37.4%の減少となった（出所：中国農業農村部）。繁殖用母豚の補充から交配・出産・肥育には12ヵ月程度が必要とされる。このため、これから来年の夏場にかけて、国内の豚肉供給は大きく減少する可能性が高く、豚肉価格のCPI上昇率への寄与度がさらに1%pt程度高まってもおかしくはない。

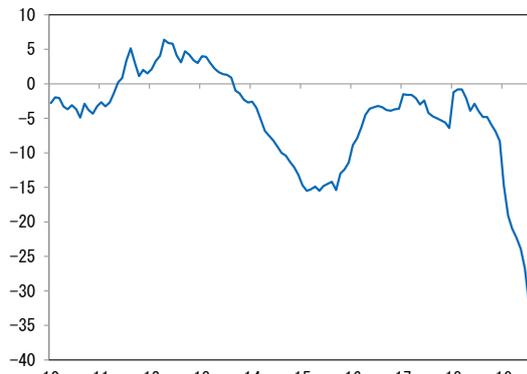
今後、中国政府は養豚業者への補助金支給などインセンティブの付与や、冷凍豚肉の国家備蓄の放出、豚肉の輸入増加などを実施しようが、豚の疫病は周辺国でも流行しており、輸入増加に多くは期待できない。今後の豚肉価格の推移には注意が必要であろう。

CPI 上昇率と豚肉の上昇率寄与度、CPI 年間抑制目標（単位：％、％pt）



(注) 豚肉のウエイトは2.3%と固定して試算
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

繁殖用母豚の飼育頭数 (前年同月比、％)



(出所) 中国農業農村部より大和総研作成

最後に、④のインフラ投資のための地方政府特別債券の発行について、2019年のネットの発行額は前年予算比59.3%増の2.15兆元（約32.3兆円）であるが、中国政府はこれを増額する構えである。これによって、9月末までに2019年の発行枠を使い切ったとしても、インフラ投資のための潤沢な資金調達が続く見通しとなった。

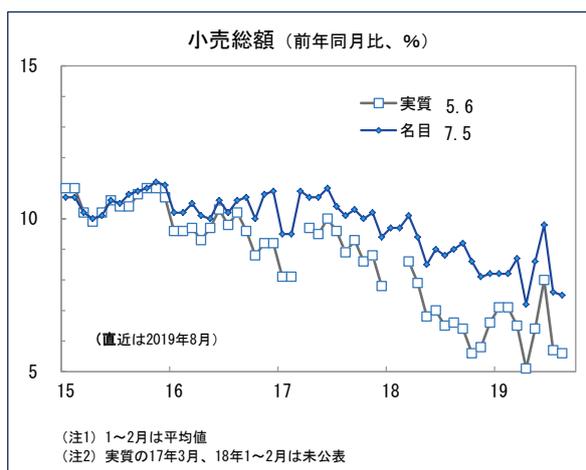
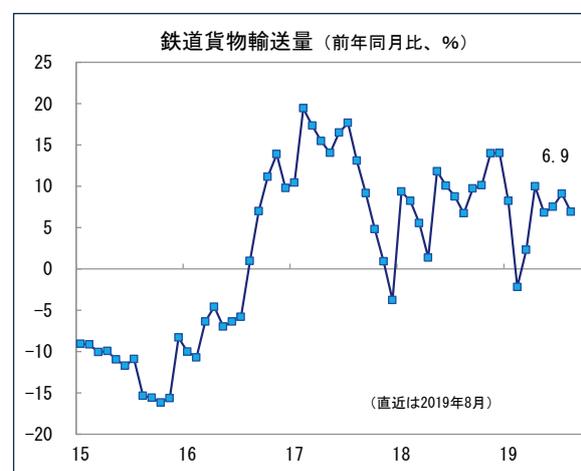
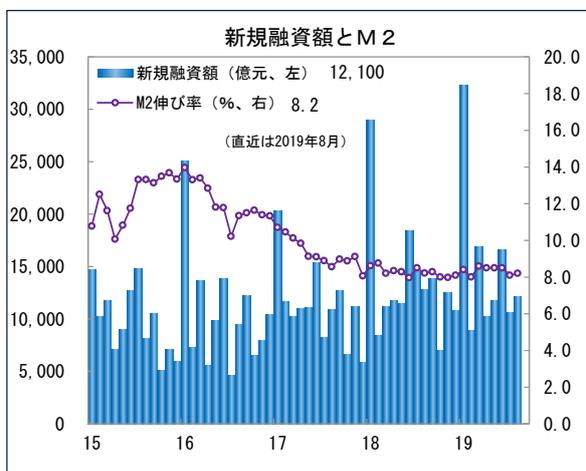
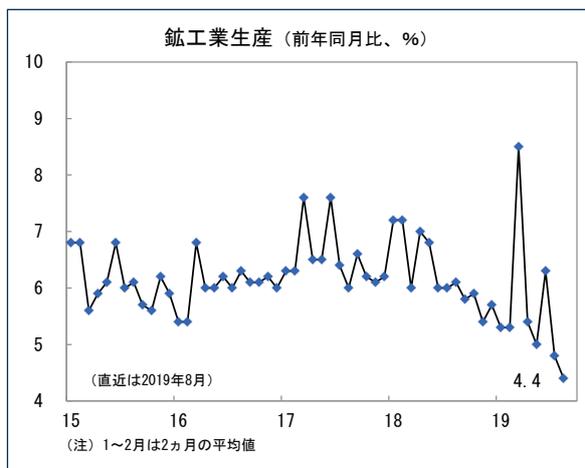
このように、中国政府による景気下支えのための取り組みは本格化しつつある。ただし、景気の減速を止めるには力不足であろう。さらなる金融緩和（預金準備率の引き下げ）に加え、補助金支給による消費刺激策の発動にも注目したい。

主要経済指標一覧

	2018年8月	10月	11月	12月	2019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、％）	6.5	-	-	6.4	-	-	6.4	-	-	6.2	-	-
鉱工業生産（前年同月比、％）	5.8	5.9	5.4	5.7	5.3		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4
電力消費量（前年累計比、％）	8.9	8.7	8.5	8.4	4.5		5.5	5.6	4.9	5.0	4.6	4.5
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	9.7	10.1	14.0	14.0	8.2	-2.2	2.3	10.0	6.8	7.5	9.1	6.9
固定資産投資（前年累計比、％）	5.4	5.7	5.9	5.9	6.1		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5
不動産開発投資（前年累計比、％）	9.9	9.7	9.7	9.5	11.6		11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5
小売総額 名目（前年同月比、％）	9.2	8.6	8.1	8.2	8.2		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5
実質（前年同月比、％）	6.4	5.6	5.8	6.6	7.1		6.5	5.1	6.4	8.0	5.7	5.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8
食品（前年同月比、％）	3.6	3.3	2.5	2.5	1.9	0.7	4.1	6.1	7.7	8.3	9.1	10.0
非食品（前年同月比、％）	2.2	2.4	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	4.2	4.0	3.3	1.6	0.2	-0.1	0.2	0.4	0.2	-0.3	-0.6	-1.3
新規融資額（億元）	13,800	6,970	12,500	10,800	32,300	8,858	16,900	10,200	11,800	16,600	10,600	12,100
M2伸び率（％）	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2
輸出（前年同月比、％）	13.9	14.3	3.9	-4.6	9.2	-20.8	13.8	-2.8	1.0	-1.3	3.3	-1.0
輸入（前年同月比、％）	14.4	20.4	2.8	-7.7	-1.3	-4.6	-7.6	4.2	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6
貿易収支（億米ドル）	302.6	329.7	418.6	568.0	389.4	31.7	318.9	134.6	417.1	507.0	445.8	348.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	0.4	0.8	1.4	2.3	2.8	2.9	3.2	3.5	3.9	3.9	4.3	4.8
上海（前年同月比、％）	-0.2	-0.4	0.1	0.4	0.9	1.5	1.2	1.5	1.7	2.0	1.9	2.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	16.4	16.3	16.8	17.2	6.0		11.9	13.1	10.5	10.1	9.5	8.9
完工面積（前年累計比、％）	-11.4	-12.5	-12.3	-7.8	-11.9		-10.8	-10.3	-12.4	-12.7	-11.3	-10.0
不動産販売 面積（前年累計比、％）	2.9	2.2	1.4	1.3	-3.6		-0.9	-0.3	-1.6	-1.8	-1.3	-0.6
金額（前年累計比、％）	13.3	12.5	12.1	12.2	2.8		5.6	8.1	6.1	5.6	6.2	6.7

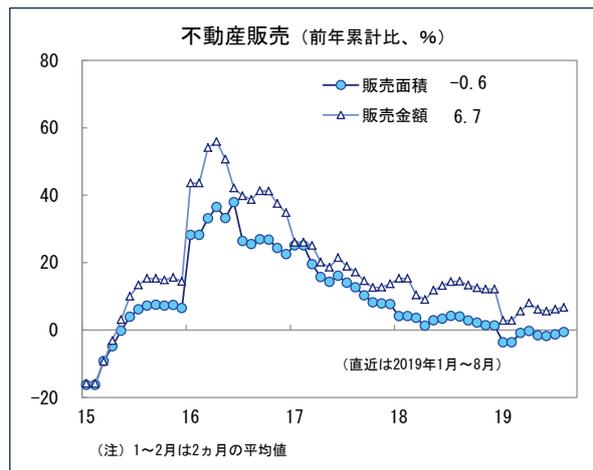
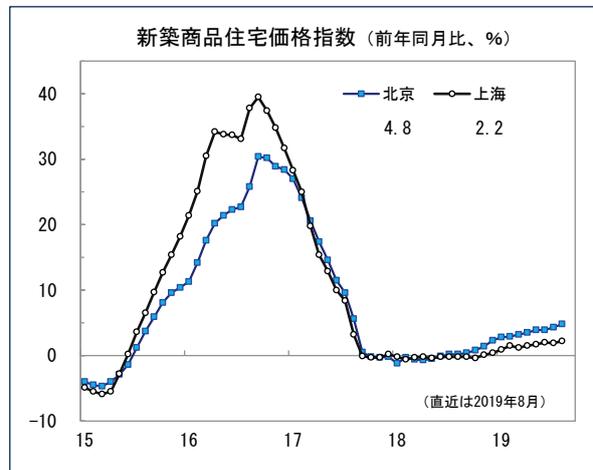
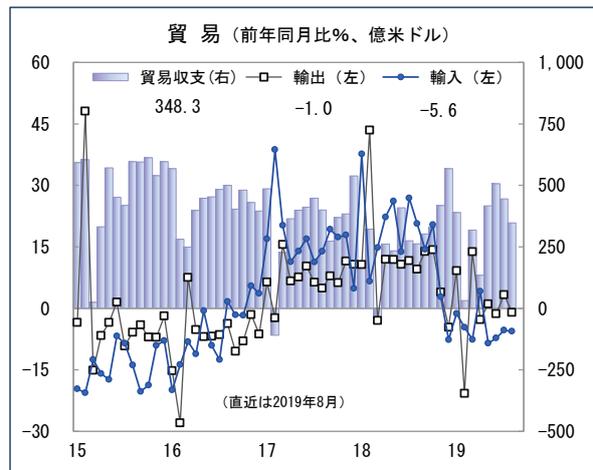
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

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）中国国家統計局、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