

2019年10月18日 全6頁

減速続く中国経済、19年7～9月は6.0%成長

米中摩擦の「尻」＋景気テコ入れ策の本格化＝底入れ期待の高まり

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、2019年7月～9月の中国の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.0%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）と、1月～3月の6.4%、4月～6月の6.2%から低下した。1月～9月の実質 GDP 成長率は6.2%となり、年間の政府目標である6.0%～6.5%の範囲内にとどまっている。計算上は10月～12月は5.4%で年間6.0%の実質成長が可能であり、政府目標達成の可能性は高い。
- 10月10日、11日の米中閣僚級協議では、中国が米国からの農産物輸入を大幅に増やし、為替政策の透明性を高めることなどで部分的な合意に達した。米国は中国に対する為替操作国認定の解除を検討し、10月15日に予定されていた中国からの輸入品2,500億ドル分に対する追加関税率の引き上げ（25%⇒30%）を先送りにした。今後は、11月中旬のアジア太平洋経済協力会議（APEC）における米中首脳会談で合意文書に署名がなされるか、そして12月15日に予定される第4弾（保留分）の追加関税賦課が回避されるかが注目される。米中摩擦問題が「尻」の時に、中国が景気テコ入れ策を本格化すれば、底入れ期待が高まることになる。

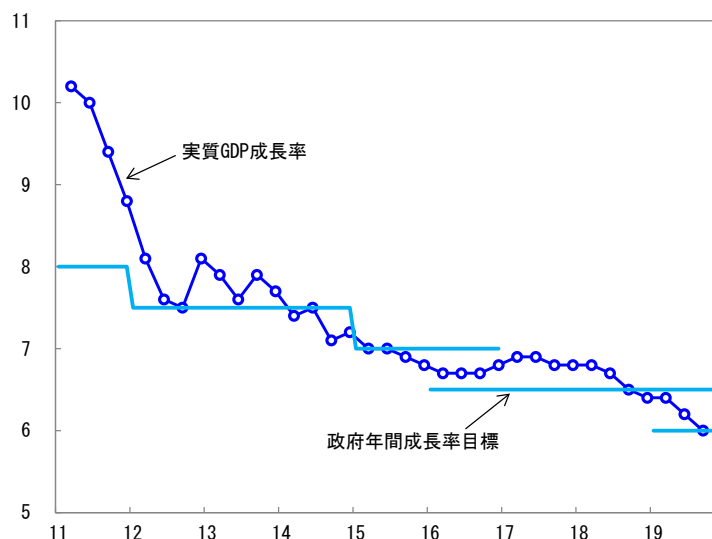
2019年7月～9月の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.0%に低下

国家統計局によると、2019年7月～9月の中国の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.0%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）と、1月～3月の6.4%、4月～6月の6.2%から一段と低下した。1月～9月の実質 GDP 成長率は6.2%となり、年間の政府目標である6.0%～6.5%の範囲内にとどまっている。計算上は10月～12月は5.4%で年間6.0%の実質成長が可能であり、政府目標達成の可能性は高い。

1月～9月の6.2%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が3.8%pt、総資本形成が1.2%pt、純輸出は1.2%ptであった。内需の寄与度は5.0%pt（2018年は7.1%pt）にとどまり、2019年に入り内需の伸び悩みが続いている。純輸出の寄与度がプラスとなったのは、輸

出が抑制された以上に、輸入の落ち込みが大きかったためであり、これには内需の弱さが反映されている。

実質 GDP 成長率（四半期）と政府年間成長率目標の推移（％）



（注）2016年の政府年間目標は6.5%～7.0%、2019年は6.0%～6.5%
（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：％、％pt）

	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	6.6	5.0	2.1	-0.6
2019. 1-9	6.2	3.8	1.2	1.2

（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

小売売上は減速が続く

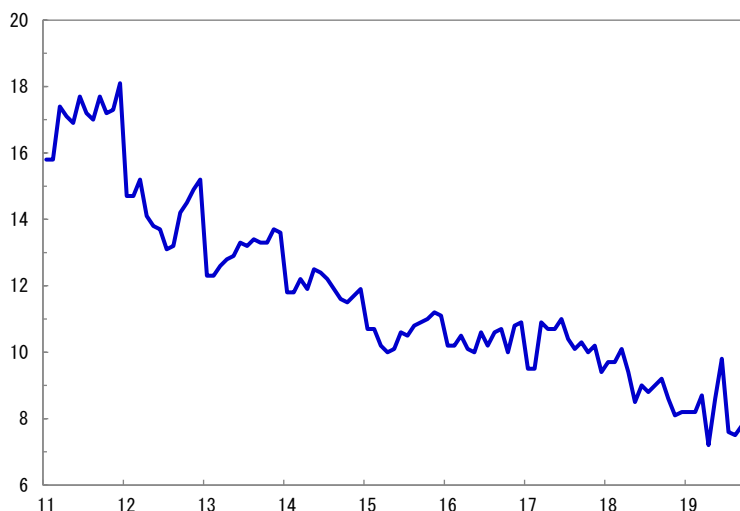
2019年1月～9月の小売売上（名目）は8.2%増となり、2018年の9.0%増から伸び率が低下した。四半期毎には1月～3月は8.3%増、4月～6月は8.6%増、7月～9月は7.6%増となった。ただし、4月～6月の好調は、多くの都市で自動車の排ガス規制が強化された7月1日を前

に、旧基準の自動車の在庫一掃セールが行われたことが主因¹であり、この影響を除くと、4月～6月の小売売上は8.1%増にとどまった計算である。結局、1月～3月以降、小売売上は減速が続いたことになる。

一方で、国家統計局は自動車販売以外の消費は堅調であったとしている。既述したように、1月～9月の小売売上は8.2%増であったが、自動車販売を除くと9.1%増であったという。

当面の消費は自動車販売の回復が鍵を握るということだが、マイナス幅は縮小しているとはいえ、明るい見通しは描き難い。昨年来の自動車販売の不振は、(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) 米中摩擦の深刻化・長期化による景気や所得の減速と、先行き不透明感の増幅、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²の経営破綻、などが背景にあった。(2)と(3)の影響は続いている。(3)について、当局による規制強化もあり、P2P金融プラットフォームは壊滅的な影響を受けた。9月末のP2P金融プラットフォームによる融資残高は6,099億元と、ピークであった2018年6月末の1兆3,170億元から53.7%もの減少となった。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され、これによって自動車をはじめとする高額耐久消費財の購買意欲が削がれている可能性は高い。

小売売上の推移（前年同月比、%）



（注）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
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

¹ 小売売上の約1割を占める自動車販売金額は、5月に2.3%増と13ヵ月ぶりにプラス転換し、6月は17.2%増を記録した。7月以降は再び前年割れとなり、7月は2.6%減、8月は8.1%減、9月は2.2%減となった。

² 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。

固定資産投資は減速

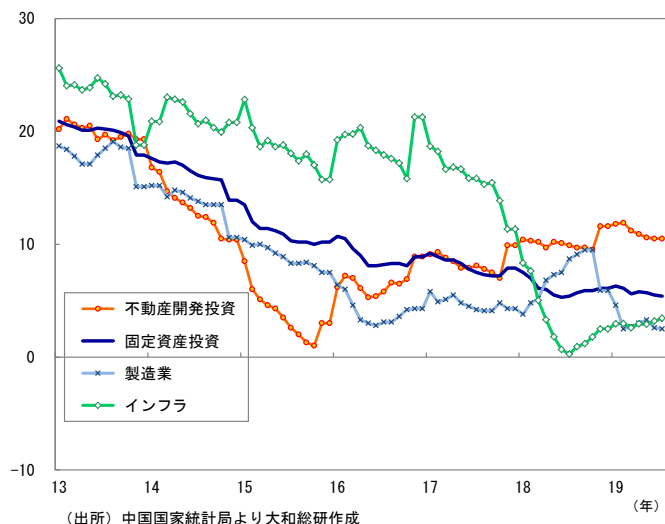
2019年1月～9月の固定資産投資は5.4%増となり、1月～6月の5.8%増から減速した。分野別では、1月～9月の不動産開発投資は10.5%増（1月～6月は10.9%増）、製造業投資は2.5%増（同3.0%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は3.4%増（同3.0%増）であった。

今後について、不動産開発投資は投資・投機需要抑制策による住宅価格の上昇鈍化などを受けて、緩やかな減速が続く可能性が高い。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」旨を繰り返し、7月末には「不動産を景気刺激策に用いない」とした。中国人民銀行は8月20日以降、毎月20日に銀行の1年物貸出金利の参照レートとして、LPR (Loan Prime Rate) 1年物を、住宅ローン金利の参照レートとしてLPR5年物を発表しているが、LPR1年物は4.31%から4.25%、4.20%に段階的に引き下げられた一方で、LPR5年物は4.85%で据え置かれている。

製造業投資は、中国政府の肝煎りによって、パソコン・通信・その他電子設備製造業投資は当面高い伸び率が続く可能性がある。しかし、米中摩擦問題の長期化により、多くの分野で今後も手控えムードが続く公算は大きい。ちなみに、1月～9月は鉄道・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。

インフラ投資については、同投資のための専用債券である地方政府特別債券や企業債券の発行急増など潤沢な資金調達割には、伸び悩みが続いたが、8月以降は増加ペースが上がっている。単月ベースでは8月、9月はともに5%程度の増加となった。「上に政策あれば下に対策あり」といわれる中国では、地方政府が特別債券によって調達した資金を「隠れ債務」（正規ルート以外の債務）の返済に流用した可能性が指摘されており、6月と9月には調達した資金は本

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



来の目的であるインフラ投資に充当しなければならない旨の通達が出されていた。「下」の対策の弊害が大きくなれば、「上」はそれを封じ込める手段を講じるということなのであろう。

2019年の地方政府特別債券のネットの発行枠は2.15兆元であったが、これは政府の指示通り9月末までに使い切った。10月以降は来年予算の前倒し執行が既に決定され、潤沢な発行が続く見通しである。当然のことながら2020年の発行枠も相応に増やされよう。

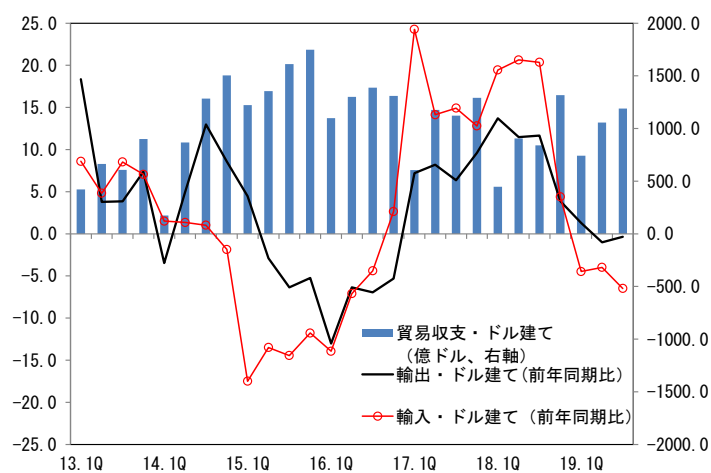
輸出以上に輸入が落ち込み、貿易黒字が拡大

2018年11月以降、中国の貿易は低迷している。中国通関統計（ドル建て）によると、2019年1月～9月の輸出は0.1%減（前年同期は12.2%増）、輸入は5.0%減（同20.2%増）、貿易黒字は36.2%増の2,986億ドル（同24.5%減の2,193億ドル）となった。

米中摩擦の長期化・深刻化を受けて、1月～9月の対米輸出は11.0%減（前年同期は12.5%増）、対米輸入は26.4%減（同8.6%増）、対米貿易黒字は2.7%減の2,212億ドル（同14.8%増の2,273億ドル）となった。増加が続いていた対米貿易黒字は7月に縮小に転じ、8月、9月はマイナス幅が大きく拡大した。

米国と中国は9月1日に、第4弾の一部の追加関税を発動した。米国は家電や衣料品など消費財を中心に中国からの輸入品1,100億ドル分に対して15%の追加関税を発動し、中国は原油や大豆などを中心に5%、もしくは10%の報復関税を発動した。これを受けて、9月の対米輸出は21.9%減と8月の16.0%減からマイナス幅を大きく広げた。その一方で、9月の対米輸入が15.7%減と8月の22.3%減からマイナス幅が縮小したのは、10月10日、11日に開催された米中閣僚級会議を前に、中国が米国からの農産物の輸入を増やしたことが大きい。

ドル建て輸出入（前年同期比）と貿易収支（金額）の推移（単位：%、億ドル）



（注）輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は合計
（出所）中国通関統計より大和総研作成

10月10日、11日に開催された米中閣僚級協議では、中国が、①米国産農産品の輸入を大幅に拡大する、②為替政策の透明性を向上する、③知的財産権の保護を強化する、④金融サービス分野の開放を拡大することで、米国は、(1) 中国に対する為替操作国の認定の解除を検討し、(2) 10月15日に予定されていた2,500億ドル分(第1弾～第3弾)の中国からの輸入品に対する追加関税率を25%から30%に引き上げる措置を先送りすることで合意したとされる。

米中摩擦の一段の激化が当面は回避されることは、朗報である。今後は、11月16日～17日にチリで開催されるアジア太平洋経済協力会議(APEC)における米中首脳会談で合意文書に署名がなされるか、そして12月15日に予定される第4弾の保留分の追加関税賦課が回避されるかが注目される。

米中摩擦問題が「風」の時に、中国が景気テコ入れ策を本格化すれば、底入れ期待が高まることになろう。大和総研では引き続き、①現在大手行で13.0%の預金準備率のさらなる引き下げ(1%ptの引き下げで1.6兆元程度の貸出増加が可能)、②インフラ投資のさらなる加速、③自動車・家電の補助金支給による購入・買い替え促進など、の実施に期待をしている。