

2020年1月22日 全10頁

# 2020年の中国経済見通し

下振れリスクは限定的。米中摩擦一段落、インフラ増強、金融緩和

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

## [要約]

- 2019年の実質GDP成長率は前年比6.1%（以下、変化率は前年比）となり、2018年の6.7%から減速した。自動車販売金額が前年割れとなるなど消費は減速し、米中摩擦の深刻化により製造業投資や輸出も大きく減速した。
- 2020年の実質GDP成長率は6.0%程度となろう。①自動車販売は最悪期を脱し、米中摩擦の一段落で対米輸出の底打ちが期待できるなど、2019年に景気の足を引っ張った要因のいくつかが軽減されること、さらには、②地方政府特別債券の発行枠の増額によりインフラ投資が支えられること、③金融政策では利下げや預金準備率の引き下げが可能なこと、などもあり、景気下振れリスクは限定的となろう。

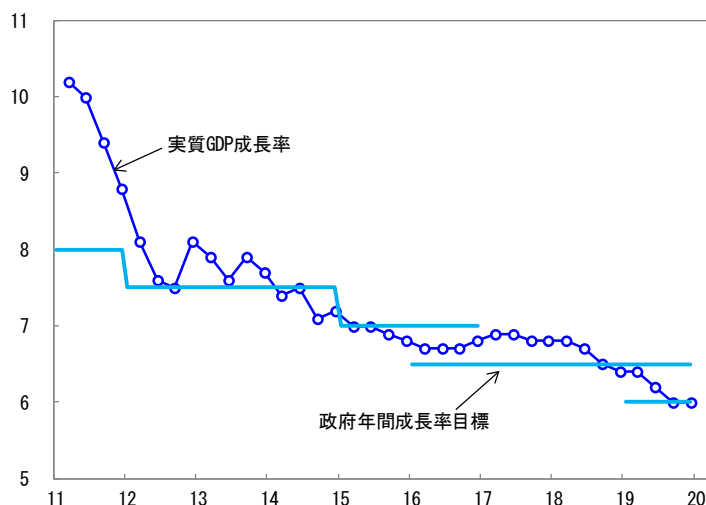
## 2019年の実質 GDP 成長率は前年比 6.1%へ低下も、政府目標は達成

国家統計局によると、2019年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 6.1%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と、2018年の 6.7%から低下した。政府年間目標である 6.0%～6.5%の下限に近い着地となった。景気減速の背景は、自動車販売金額が前年割れとなるなど消費が減速し、米中摩擦の深刻化により製造業投資や輸出が大きく減速したことなどであった。

四半期毎には、6.4%、6.2%、6.0%、6.0%と、7月～9月にかけて減速傾向が強まったものの、10月～12月は横ばいとなった。ただし、10月～12月の下げ止まりには、旧正月の時期のずれがプラスに影響している可能性が高く、その点は割り引く必要がある。2020年の旧正月は1月25日であり、その前日から7日間の連休となる。2019年の旧正月は2月5日であった。「春運」と書くと何やらめでたい感じがするが、これは旧正月（春節）期間の帰省・Uターンラッシュに伴う特別輸送体制のことである。2020年の春運は1月10日～2月18日、2019年は1月21日～3月1日であった。春運が始まる前に前倒しで生産や貿易などが行われたため、2019年12月の統計は上振れしたのである。例えば、2019年10月～12月の鉱工業生産（実質）は5.9%増となり、7月～9月の5.0%増から加速したが、特に12月は6.9%増を記録している。

ちなみに、旧正月に関連した消費が活発化するの春運の時期であり、今回でいえば12月に前倒しとなるわけではない。2019年10月～12月の小売売上（実質）は4.9%増（12月は4.8%増）と、7月～9月の5.8%から減速した。これは、ASF（旧称：アフリカ豚コレラ）の蔓延により豚肉価格が騰勢を強めたことを主因に、消費者物価（CPI）が大きく上昇したことが響いている。10月～12月のCPIは4.3%の上昇と、7月～9月の2.9%上昇から加速した。物価上昇が消費者の実質購買力を一部毀損したのである。

### 実質 GDP 成長率（四半期）と政府年間目標の推移（単位：％）



(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

2019年の6.1%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が3.5%ポイント、総資本形成が1.9%ポイント、純輸出が0.7%ポイントであった。2018年の6.7%成長に対する需要項目別寄与度と比べると、2019年は消費を中心とした内需の寄与度の低下が目立つ(2018年の7.1%ポイント⇒2019年は5.4%ポイント)。2019年に純輸出の寄与度がプラスに転換したのは、内需の不振を背景に輸入が輸出以上に落ち込み、貿易黒字が拡大したためである。

### 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	7.4	3.6	3.4	0.3
2015	7.0	4.1	2.9	-0.1
2016	6.8	4.5	2.9	-0.6
2017	6.9	3.9	2.3	0.6
2018	6.7	5.0	2.1	-0.6
2019. 1-3	6.4	4.2	0.8	1.5
2019. 1-6	6.3	3.8	1.2	1.3
2019. 1-9	6.2	3.8	1.2	1.2
2019. 1-12	6.1	3.5	1.9	0.7

(注) 国家統計局は2020年1月18日に、2014年~2018年の実質GDP成長率を遡及修正したことを発表。年間の成長率はそれぞれ0.1%ポイント引き上げられたが、需要項目別寄与度の修正値はまだ発表されていない。実質GDP成長率と、寄与度の合計が一致しないのは、これと四捨五入の関係による

(出所) CEIC、中国国家統計局より大和総研作成

## 2019年の消費は減速、2020年は足を引っ張った要因が軽減へ

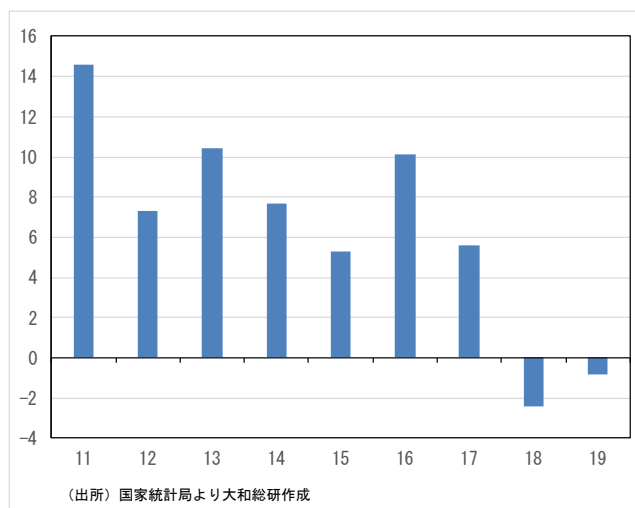
2019年の小売売上(名目)は8.0%増であり、2018年の9.0%増から伸び率が低下した。2019年の一人当たり可処分所得は8.9%増と、2018年の8.7%増から若干伸び率が高まったが、米中摩擦の深刻化・長期化などにより、景気や所得の先行きへの不安が高まったことなどが、消費の伸びを抑えた。若年層を中心に節約志向が高まっており、レンタルビジネスの隆盛や、ネット販売の2大セール時<sup>1</sup>の販売急増などは、その証左といえよう。

品目別には、小売売上の1割弱を占める自動車販売金額が、2年連続の前年割れと不振が続いた。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シャドーバンキングに対する規制強化による民営企業の資金繰りや経営の悪化、あるいはP2P金融プラットフォームの経営破綻による消費への悪影響、などがある。P2P金融プラットフォームは、ネット上で資金の貸し手と借り手を結び付けるが、詐欺まがいのものや健全性に著しく欠けるものが大半であった。当局主導で大膽な整理整頓が行われた結果、2019年末のP2P金融プラットフォーム数は343と、2015年11月のピーク3,605から90.5%減となり、融資残高は4,916億元と、2018年6月のピーク1兆

<sup>1</sup> 業界第2位のJD.comの設立記念日である6月18日、独身者の日の11月11日であり、前者は前後1週間程度、後者はその当日に大セールが行われる。

3,170 億円から 62.7%減となった。プラットフォーム自体が詐欺まがいのものが多かったことから、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な耐久消費財の購買意欲が削がれた可能性は高い。

### 自動車販売金額（前年比）の推移（単位：％）



2020 年の消費は、減速に歯止めが掛かるとみている。企業業績の悪化により所得の伸びはやや抑制され、2018 年 10 月からの個人所得税基礎控除額引き上げ（3,500 元⇒5,000 元）による減税効果が一巡するものの、2019 年に消費の足を引っ張ったいくつかの要因の軽減が期待できるためである。

ひとつは米中摩擦が取り敢えず一段落したことである。米中両国政府は 2020 年 1 月 15 日に第 1 段階の合意に達し、2 月 14 日には米国が中国からの輸入品 1,200 億ドル分（第 4 弾の一部）に賦課している追加関税を従来の 15%から 7.5%に引き下げることとなっている。事態の改善は初めてであり、これは当然のことながら朗報である。当面は「凧」の状況が続く見通しであり、景気の先行き不透明感は軽減されよう。加えて、自動車など高額消費の足を引っ張ったと目される P2P 金融プラットフォームの融資残高は既にピークの 4 割以下に減少し、しかも一部は健全に運営されていることから、今後の整理整頓の余地は限定的となっている。ちなみに、P2P 融資残高のピークから 2019 年 12 月末までの減少額 8,255 億円は、2019 年の小売売上 41.2 兆元の 2.0%に相当していた。

最後に、実質消費に関連して、豚肉価格高騰による物価の押し上げ効果はそろそろピークアウトしてもおかしくない<sup>2</sup>。豚肉価格は既に前年比で 2 倍になり、豚肉の需要が大きく減る一方で、他の食肉や食品への代替が進むとみられるためである。2020 年後半には物価上昇への寄与度は大きく低下しよう。

<sup>2</sup> 2019 年 12 月の豚肉価格は 97.0%の上昇となった。消費者物価は 4.5%上昇し、豚肉価格の寄与度は 2.3%ポイントであった。

## 固定資産投資は減速、2020年はインフラ投資を増強へ

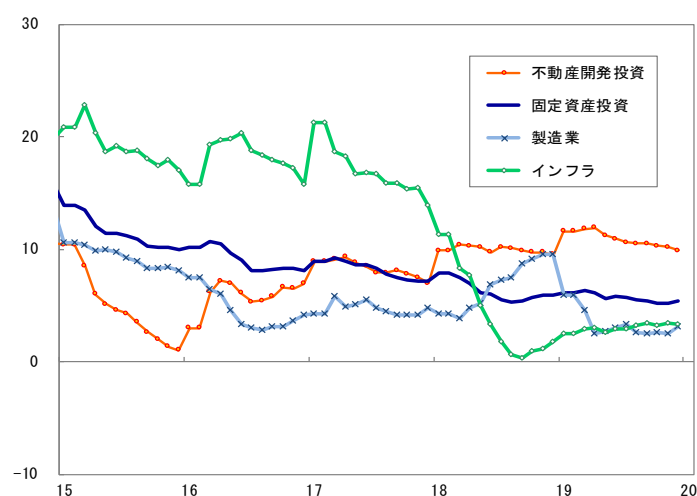
2019年の固定資産投資は5.4%増と、2018年の5.9%増から減速した。

米中摩擦の深刻化・長期化により、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低下し、製造業向け投資は2018年の9.5%増から2019年は3.1%増へと大きく減速した。ただし、その内訳を見ると、2019年のハイテク製造業投資の伸びが17.7%増を記録したことが目を引く。米中のハイテク覇権争いが激化する中で、中国政府は独自技術の開発や自力更生に注力し、5G（次世代通信規格）を中心に電子・通信設備製造業の投資などが大きく伸長した。

インフラ投資（電気・水道・ガスを含む）は2018年の1.8%増から2019年は3.3%増へと改善したが、これは大方の期待を下回ったのではないかと見られる。この要因には、①2019年3月の全人代ではインフラ投資のための資金調達である地方政府特別債券のネットの発行枠が、前年予算比8,000億元増の2兆1,500億元に設定され、同年9月末時点で発行枠の全てを使い切ったものの、その一部は本来の目的であるインフラ投資ではなく、地方政府の債務返済などに充当されたこと、②PPP（官民連携）によるインフラ投資の増加が企図されたが、民営企業の資金調達難は一段と深刻化し、期待された役割を果たし得なかったこと、などがある。

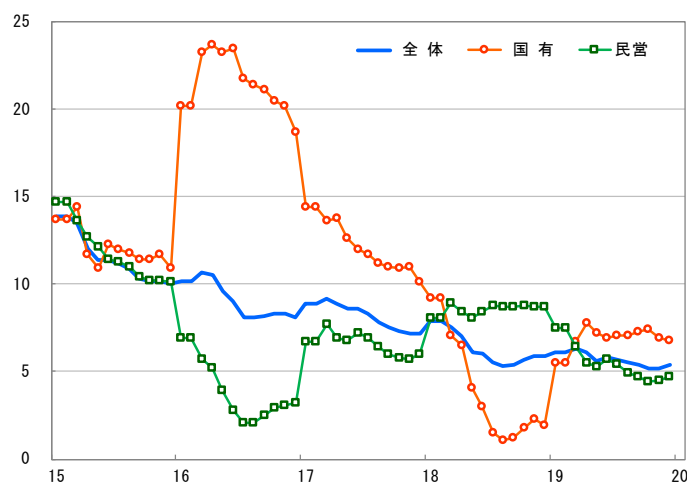
インフラ投資に限った話ではないが、中国の固定資産投資の6割強は民営部門によるものである。民営部門の固定資産投資は2018年の8.7%増から2019年は4.7%増へと大きく減速した。一方で、国有部門は2018年の1.9%増から2019年は6.8%増に回復している。これは2018年夏場からの資金調達増加の恩恵が、国有部門に集中したためである。政策の効果が国有部門に集中する、いわゆる「国進民退」が、2019年も繰り返されたことになる。

### 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

### 固定資産投資全体、民間部門、国有部門の伸び率の推移（1月から累計の前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

2020年については、インフラ投資の伸びはある程度加速することが期待される。インフラ投資専用の資金調達源である地方政府特別債券のネット発行額は、2020年は3兆元以上と、2019年の2兆1,500億元から大幅に積み増されると予想され<sup>3</sup>、これがインフラ投資を支えよう。

民間部門の固定資産投資のテコ入れの行方にも注目したい。民間企業の重要性は中国共産党・政府ともに認識しており、2019年12月22日には、党中央と国務院（内閣）が「より良い発展環境を築き、民間企業の改革・発展を支援することに関する意見」を発表した。これを受けて、2020年1月8日に開催された国務院常務会議（李克強首相が主宰）は、政府部門と国有企業が民間企業、特に中小企業に対する未払い金清算にしっかりと取り組むことを指示し、人民銀行や銀行保険監督管理委員会は中小・零細企業の資金調達難・調達コスト高の問題の緩和を金融機関に指示した。中国人民銀行は2020年1月6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を12.5%とした。今回の引き下げにより8,000億元の預金が「解凍」され、貸出増加に回すことが可能となるが、人民銀行は民間企業への長期資金の提供が目的のひとつであるとしている。

### 2019年の貿易は失速。米中第1段階合意で2020年の対米輸出は底打ちへ

中国通関統計（ドル建て）によると、2019年の輸出は0.5%増と、2018年の9.9%増から大幅に減速し、2019年の輸入は2.8%減となり、2018年の15.8%増から前年割れとなった。輸出以上に輸入が不振であったために、2019年の貿易黒字は20.1%増の4,215億ドルとなった（2018年は16.4%減の3,509億ドル）。

懸案の米中貿易について、対米輸出は2018年の11.3%増から2019年は12.5%減へ、対米輸

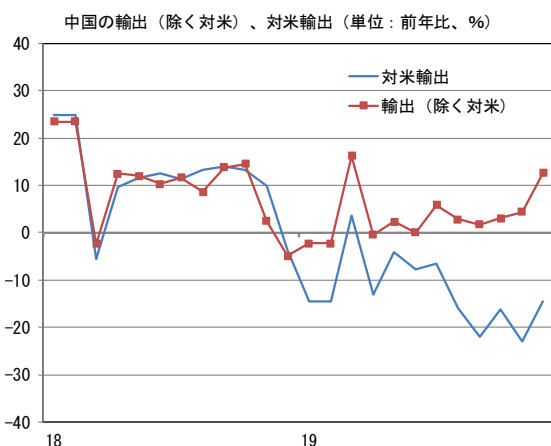
<sup>3</sup> 地方政府特別債券のネットの発行枠は3月5日から始まる全人代で発表される。

入は同様に 0.8%増から 20.9%減へと大きく減少した。ただし、単月で見ると、11 月以降は対米輸入が増加に転じていることが特筆される。これには、米中協議が 10 月に第一段階の暫定合意に達し、それを確実なものとするために、中国が米国から農産品などの輸入を大きく増やしたことなどが背景にある。2019 年 7 月以降は対米貿易黒字の減少が続いており、年間では 8.5% 減の 2,958 億ドル（2018 年は 17.2%増の 3,233 億ドル）となった。

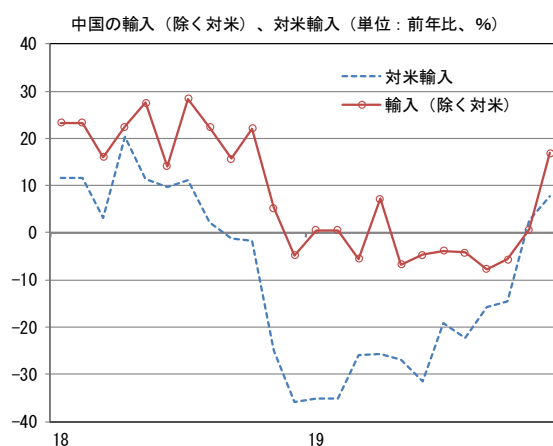
米中摩擦について、2020 年 1 月 15 日に、米中両国政府は第 1 段階の合意文書に署名し、米国は 30 日後の 2 月 14 日に、2019 年 9 月 1 日に発動した中国からの輸入品 1,200 億ドル分に対する追加関税を従来の 15.0%から 7.5%に引き下げるとした。合意事項は、①知的財産権の保護、②強制的な技術移転の禁止、③食品・農産品の貿易に関する合意、④金融サービスの対外開放の推進、⑤マクロ経済政策と人民元為替レートの透明性向上、⑥貿易拡大、⑦合意事項に関する相互評価と紛争解決、の 7 項目である。⑥の貿易拡大について、中国は 2017 年の対米輸入実績に基づき、2020 年は 767 億ドル、2021 年は 1,233 億ドル、2 年間合計で 2,000 億ドル分の輸入を増やすことになっている。2020 年の 767 億ドル、2021 年の 1,233 億ドルは、2017 年の中国全体の輸入額のそれぞれ 4.2%、6.7%に相当する。

ともあれ、2 月 14 日には、米中摩擦が激化してから初めて、米国が中国からの輸入品に課した追加関税が引き下げられる予定である。これは当然のことながら朗報である。ただし、追加関税対象金額と追加関税率を掛け合わせたもの（第 1 弾～第 3 弾の 2,500 億ドル分に対する 25% 追加関税＋第 4 弾の一部 1,200 億ドル分に対する 15%追加関税）で考えると、今回の引き下げ（第 4 弾の一部 1,200 億ドル分に対して 7.5%に引き下げ）は、全体の 11.2%が元に戻ったにすぎない計算となる。対米輸出が大きく伸長することは期待し難いが、底打ち期待は高まろう。

## 中国の輸出（除く対米）、対米輸出と、輸入（除く対米）、対米輸入の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国通関統計より大和総研作成



(出所) 中国通関統計より大和総研作成

## 2020年の中国経済、下振れリスクは限定的

2020年は2010年比でGDPを実質で2倍にする公約の最終年である。2019年の実質GDP成長率は6.1%であったので、従来であれば2020年は最低でも6.1%強の成長が必要となる計算であった。ところが、2019年11月下旬に発表された第4回経済センサス（企業などの経済活動状況調査）の結果を受けて、2020年1月18日には、2014年～2018年の実質GDP成長率がそれぞれ0.1%ポイントずつ上方修正された。この結果、2020年の実質成長率は5.6%で、GDP2倍計画が達成可能となり、ハードルは大きく下がった。

もちろん、2020年は5.6%成長でよいというわけではない。中国にとって、2020年は第13次5カ年計画の最終年であり、中国共産党・政府は同年を「小康（ややゆとりのある）社会の全面的完成」を達成する年と位置付けている。要の年であるからこそ、経済の安定が最優先されるのである。2020年3月の全国人民代表大会（全人代）で発表される2020年の政府成長率目標は6%前後に設定される可能性が高い。

2020年の実質GDP成長率は6.0%程度となろう。①自動車販売は最悪期を脱し、米中摩擦の一段落で対米輸出の底打ちが期待できるなど、2019年に景気の足を引っ張った要因のいくつかが軽減されること、さらには、②地方政府特別債券の発行枠の増額によりインフラ投資が支えられること、③金融政策では利下げや預金準備率の引き下げが可能なこと、などもあり、景気下振れリスクは限定的となろう。

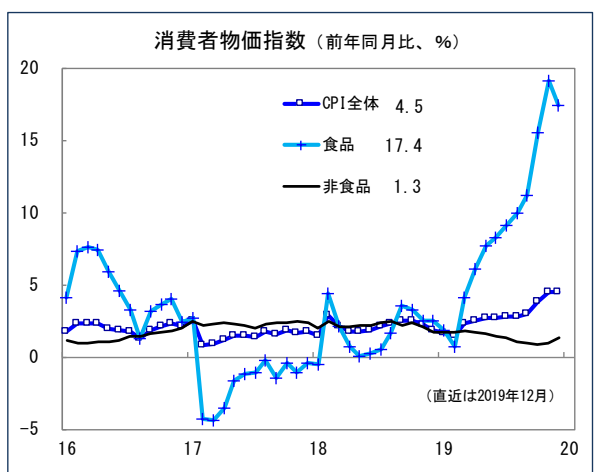
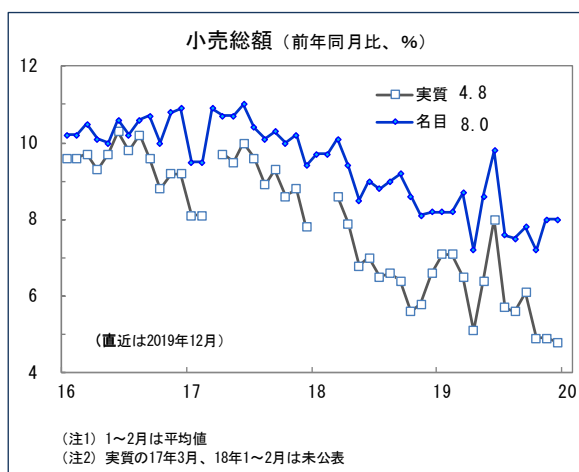
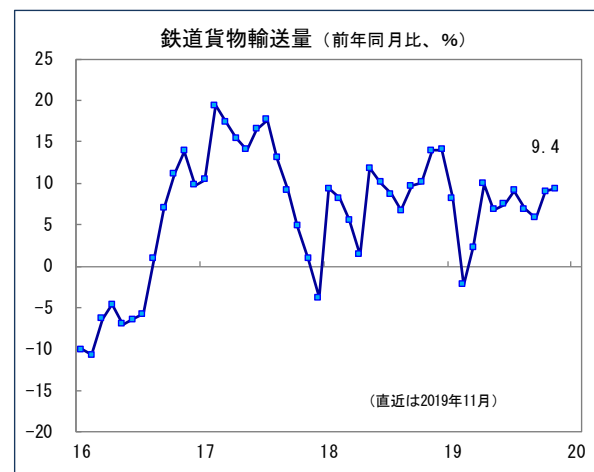
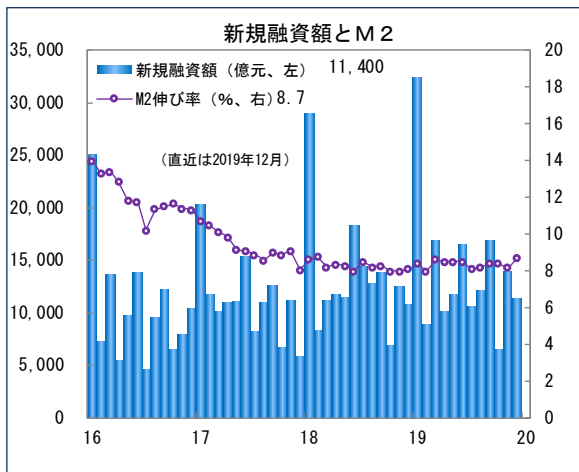
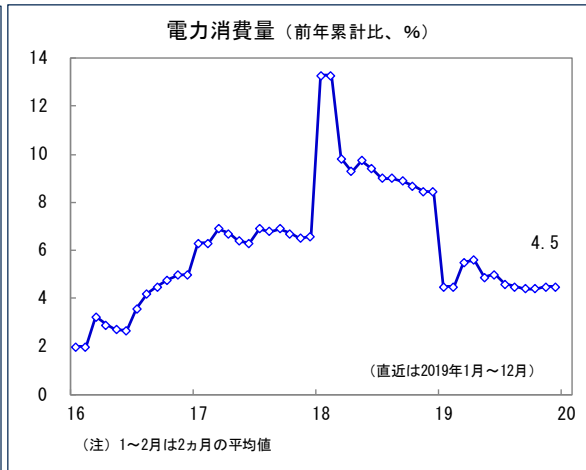
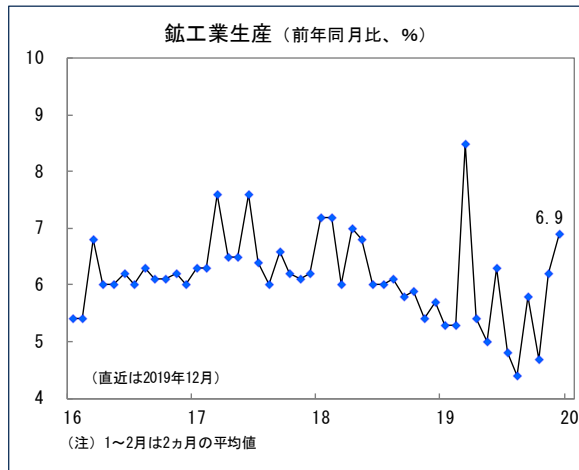
### 主要経済指標一覧

	2019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
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.4	-	-	6.2	-	-	6.0	-	-	6.0
鉱工業生産（前年同月比、%）	5.3		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9
電力消費量（前年累計比、%）	4.5		5.5	5.6	4.9	5.0	4.6	4.5	4.4	4.4	4.5	4.5
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	8.2	-2.2	2.3	10.0	6.8	7.5	9.1	6.9	5.8	9.0	9.4	
固定資産投資（前年累計比、%）	6.1		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	11.6		11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9
小売総額 名目（前年同月比、%）	8.2		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0
実質（前年同月比、%）	7.1		6.5	5.1	6.4	8.0	5.7	5.6	6.1	4.9	4.9	4.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5
食品（前年同月比、%）	1.9	0.7	4.1	6.1	7.7	8.3	9.1	10.0	11.2	15.5	19.1	17.4
非食品（前年同月比、%）	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	1.0	1.3
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	0.2	-0.1	0.2	0.4	0.2	-0.3	-0.6	-1.3	-1.7	-2.1	-2.2	-1.3
新規融資額（億元）	32,300	8,858	16,900	10,200	11,800	16,600	10,600	12,100	16,900	6,613	13,900	11,400
M2伸び率（%）	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7
輸出（前年同月比、%）	9.3	-20.7	14.0	-2.7	1.1	-1.5	3.4	-1.0	-3.2	-0.8	-1.3	7.6
輸入（前年同月比、%）	-0.9	-4.4	-7.2	4.5	-8.2	-6.8	-4.9	-5.5	-8.2	-6.2	0.8	16.3
貿易収支（億米ドル）	384.1	30.4	314.6	130.8	412.6	495.9	440.8	346.1	390.2	425.4	376.2	467.9
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	2.8	2.9	3.2	3.5	3.9	3.9	4.3	4.8	4.7	4.3	5.4	4.8
上海（前年同月比、%）	0.9	1.5	1.2	1.5	1.7	2.0	1.9	2.2	2.7	3.0	2.8	2.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	6.0		11.9	13.1	10.5	10.1	9.5	8.9	8.6	10.0	8.6	8.5
完工面積（前年累計比、%）	-11.9		-10.8	-10.3	-12.4	-12.7	-11.3	-10.0	-8.6	-5.5	-4.5	2.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-3.6		-0.9	-0.3	-1.6	-1.8	-1.3	-0.6	-0.1	0.1	0.2	-0.1
金額（前年累計比、%）	2.8		5.6	8.1	6.1	5.6	6.2	6.7	7.1	7.3	7.3	6.5

（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

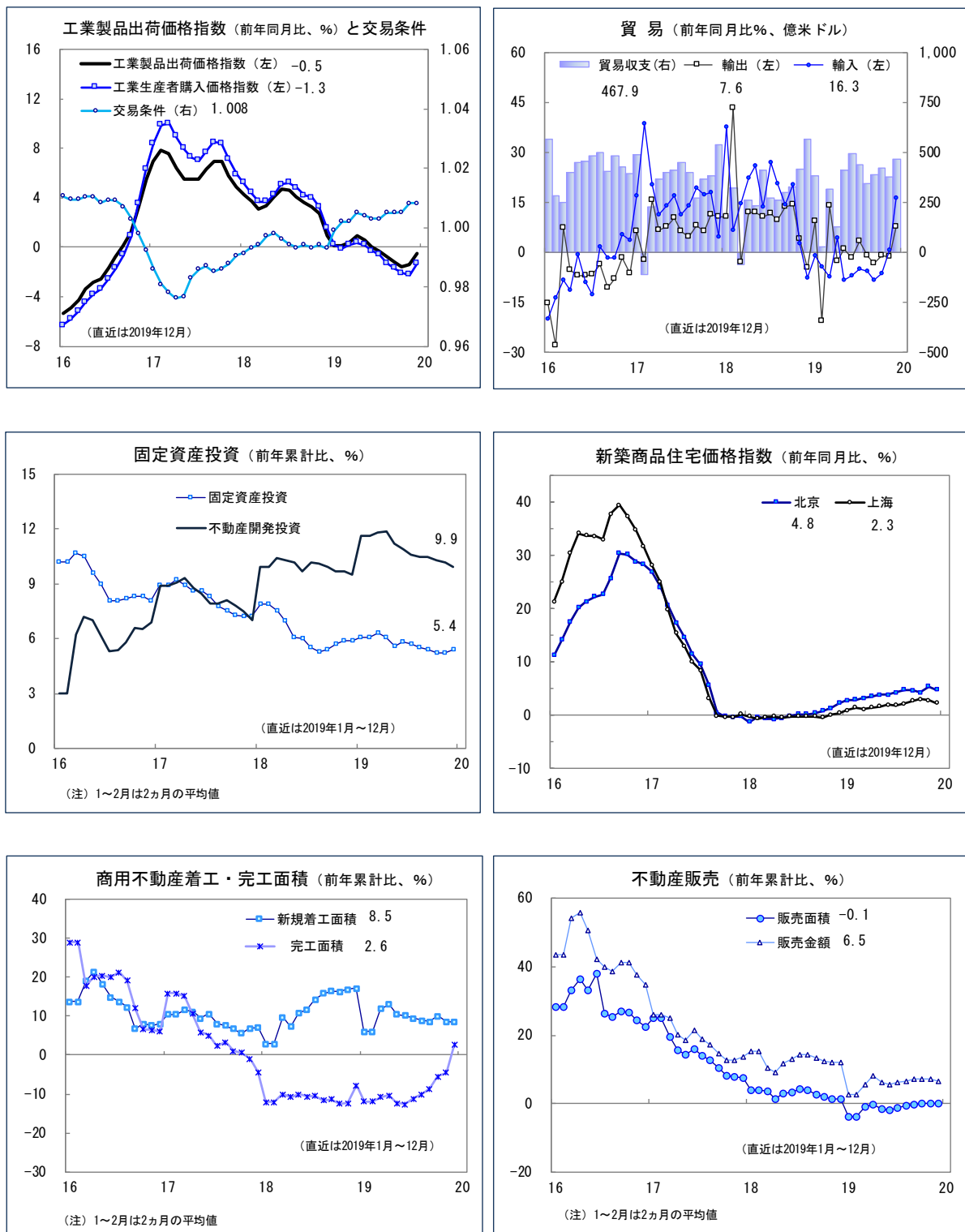


## 主要経済指標一覧（続き）



（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

## 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