

## 内需の弱さを受けて予想通り減速した中国経済

～下押し圧力は依然強いが、政府目標は達成の公算大～

王雷軒

## 要旨

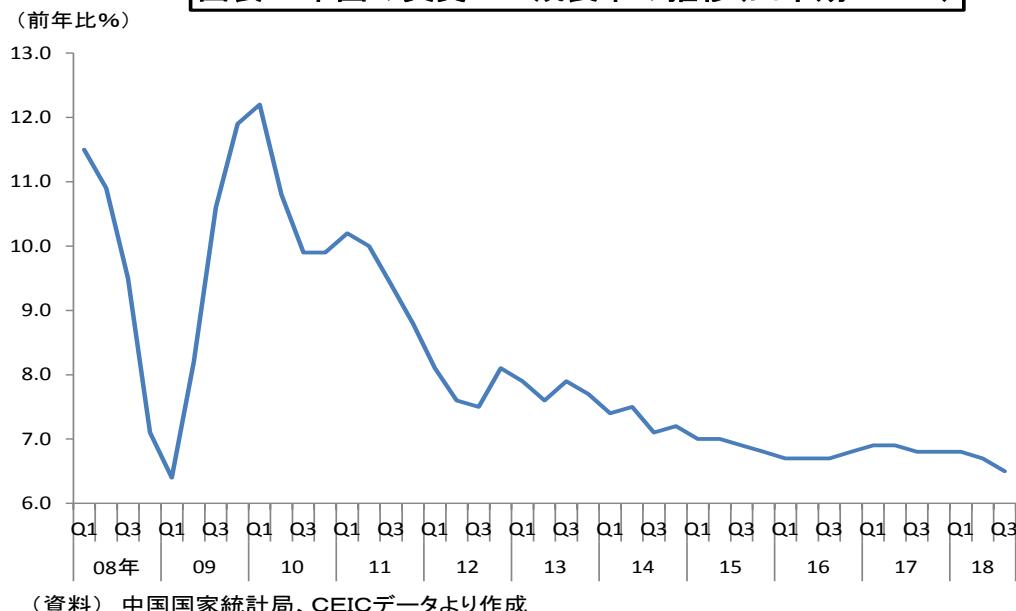
内需(投資+消費)の勢いが弱まったことを背景に2018年7~9月期の実質GDP成長率は前年比6.5%と、9年半ぶりの低い伸びとなった。先行きについては、米中経済摩擦による下押し圧力は徐々に現われてくるが、当局の景気下支え策を受けて固定資産投資の持ち直しが期待されることなどから、18年の政府目標である「6.5%前後」の成長は達成されると見込まれる。

## 7~9月期の実質GDP成長率は前年比6.5%

2018年7~9月期の実質GDP成長率は前年比6.5%と1~3月期(同6.8%)、4~6月期(同6.7%)から減速が続き、09年1~3月期以来9年半ぶりの低い伸びとなった(図表1)。前期比も1.6%と4~6月期(同1.7%)から鈍化した。

米中経済摩擦の激化による輸出への明確な下押し圧力は出でていないが、インフラ整備向け投資が鮮明に鈍化したほか、個人消費の弱い動きが成長を下押ししたと見られる。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

## 消費は弱含みで推移、政府の消費促進策等の効果に期待

個人消費について詳細に見ていきたい。9月の小売売上総額は前年比9.2%と8月(同9.0%)からやや伸び率を高めた。ネット販売を通じた小売売上総額は二桁を上回る伸びが続い

た一方、自動車販売台数が同▲11.6%と8月（同▲3.8%）から減速幅が拡大するなど、3ヶ月連続で前年割れとなつた。

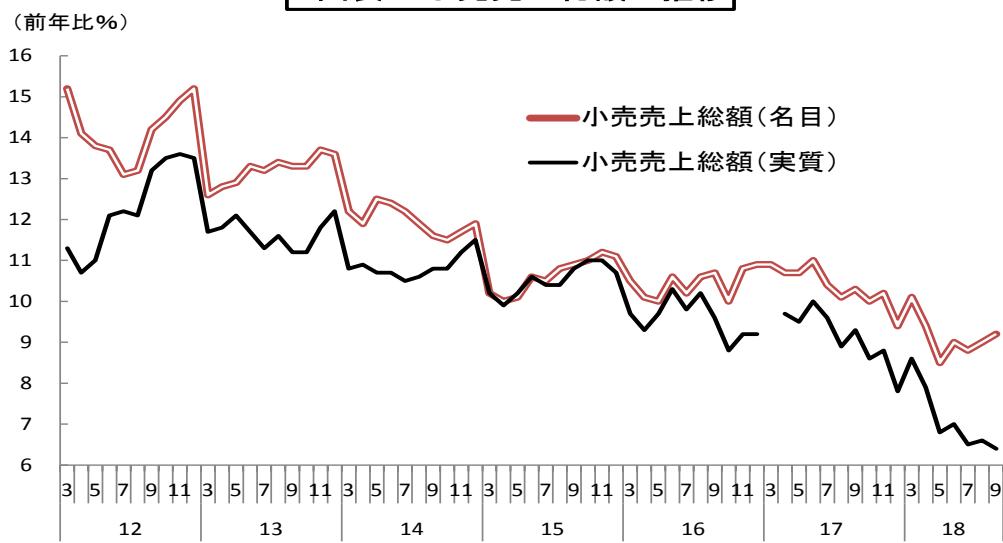
一方で、物価変動を除いた実質ベースの小売売上総額は前年比6.4%と8月（同6.6%）から伸びが鈍化し、統計開始以来の低水準となり、個人消費は力強さを欠く展開となつてゐる（図表2）。

家計所得の伸び悩み、米中経済摩擦に伴う不確実性の高まりによる消費マインドの悪化、そして住宅ローン金利の上昇などによる家計負担の増加が個人消費を抑制していると考えられる。

先行きについては、個人所得税法の改正による減税が行われたほか、9月21日に公表された「党中央・国務院が消費体制・メカニズムの改善で消費の潜在的能力を高めることに関する若干の意見」で、個人消費を押し上げるための方針が打ち出されていることから、いずれ減速には歯止めがかかると考えられる。

ただし、企業が経営コストの削減に注力しているために、貨上げペースが鈍化しているほか、米中経済摩擦への警戒感もあり、消費マインドを大きく向上させることは容易ではないことも想定される。

図表2 小売売上総額の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成、（注）17年3月の実質伸びが発表されず。

投資は下げ止まり、先行きはインフラ整備

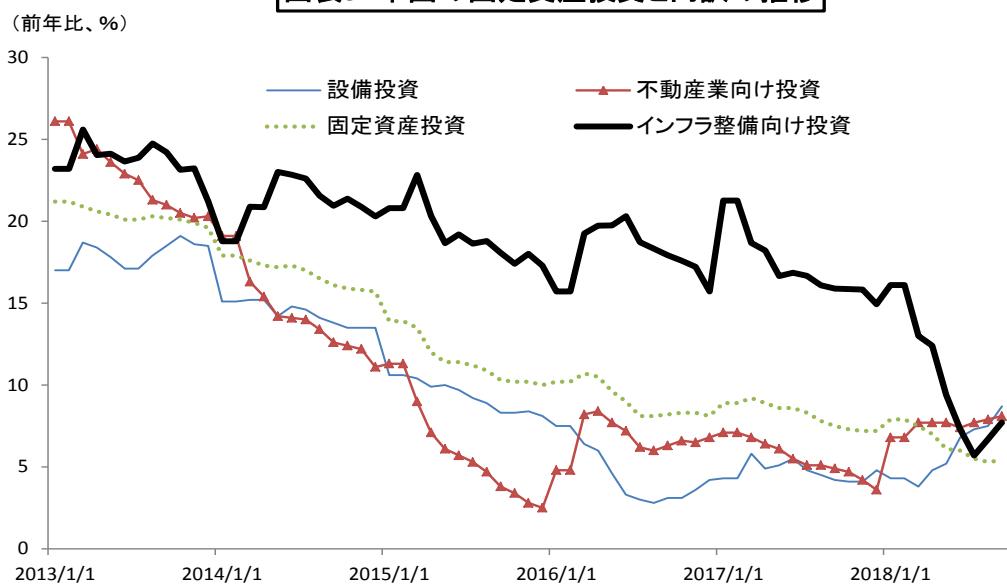
一方、投資については、1~9月期の固定資産投資は前年比5.4%と下げ止まりの兆しが見られる。内訳を確認すると、不

## 向け投資を中心に持 ち直しへ

動産業向け投資と設備投資の前年比伸び率は1~8月期とほぼ変わらなかったが、インフラ整備向け投資は同7.7%と1~8月期（同6.7%）からやや上向いた（図表3）。地方政府および国有企業が抱える過剰な債務の削減によって18年入り後は急ブレーキがかかったインフラ整備向け投資はようやく底入れの兆しが出始めている。

先行きについては、地方債発行ペースを加速させてきたほか、四川・チベット鉄道（川蔵鉄道）の建設プロジェクトの実行が決定されるなど、インフラ整備向け投資を積極化する動きが強まりつつある。この動きがさらに強まってくれれば、固定資産投資全体の持ち直しも期待される。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



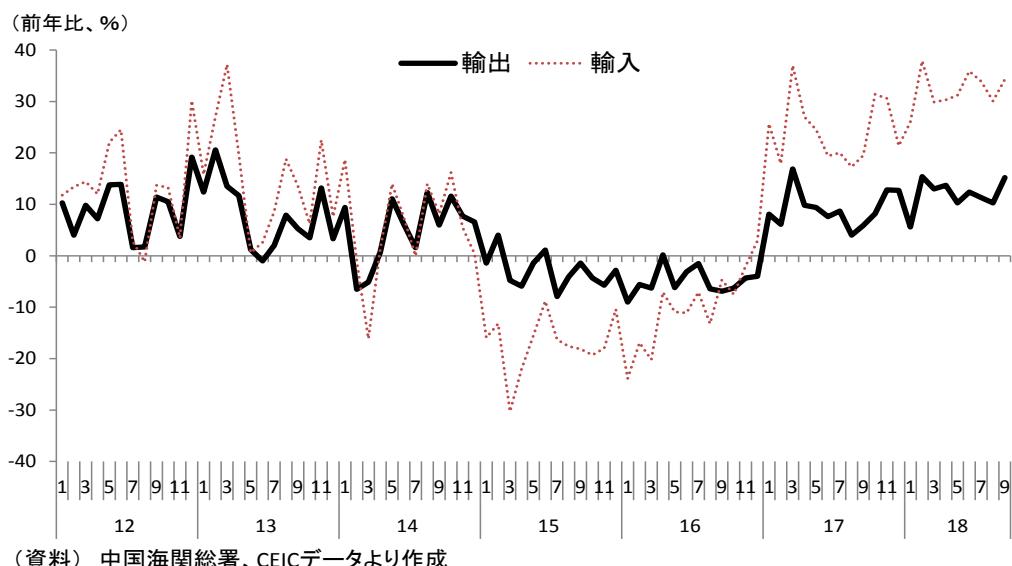
（資料）中国国家統計局、（注）年初来累積、直近は18年9月。

## 中国輸出は拡大基調 維持も先行きに懸念

また、9月分の輸出は引き続き前年比15.2%の伸びとなるなど、堅調に推移した（図表4）。対米貿易についても、9月分の輸出は前年比14.0%の466.9億ドル、輸入は同▲1.2%の125.6億ドルであった。その結果、対米貿易黒字は341.3億ドルに膨らみ、単月で過去最高となった。

9月24日の米国追加関税措置の発動を前に、米国向け輸出が前倒しで実施されたことが輸出の伸びの一因と見られる。先行きの輸出については、前倒しの反動に加え、米中経済摩擦による影響が徐々に出ると見られることから、輸出の鈍化が予想される。

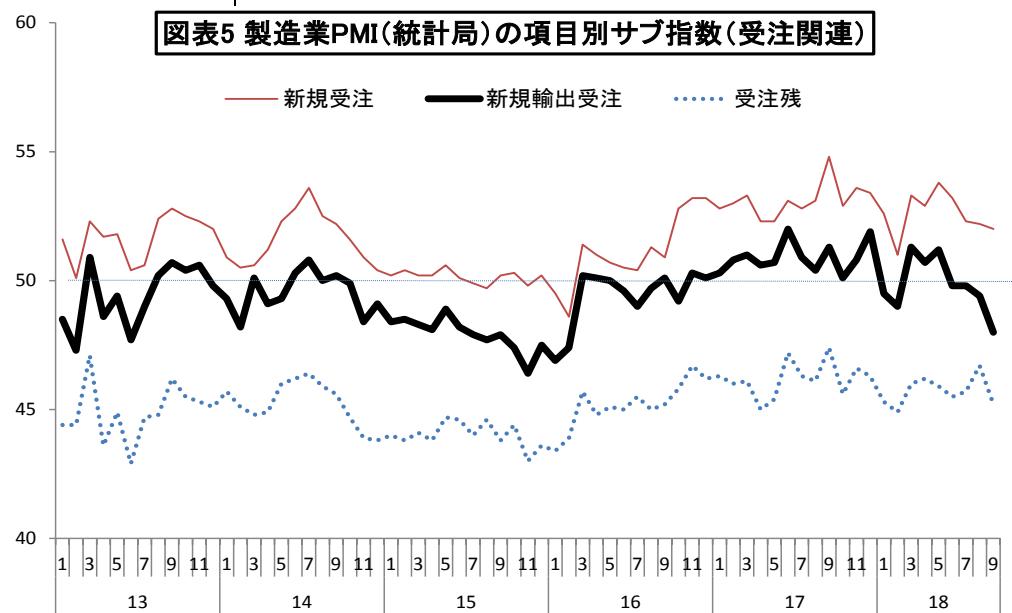
図表4 中国の輸出入の推移



### 生産もやや鈍化に転じた

前述のように、投資の鈍化基調、個人消費の弱含みを受けて、生産もやや鈍化に転じている。鉱工業生産(9月)は前年比5.8%と8月(同6.1%)から鈍化したほか、製造業PMI(国家統計局、9月)も50.8と、8月(51.3)から低下した。製造業PMIのサブ指標を確認すると、新規輸出受注は低下基調にあることが見て取れる(図表5)。この動きから、今のところは米中経済摩擦による輸出への悪影響は顕在化していないものの、先行きについては懸念されよう。

図表5 製造業PMI(統計局)の項目別サブ指数(受注関連)



## 流動性供給を強化するため、預金準備率引き下げ実施

こうしたなか、国慶節休暇（10月1日～7日）中の最終日、中国の中央銀行である中国人民銀行は預金準備率の引き下げなどを発表した。

具体的には、大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、非県域農村商業銀行、外資銀行を対象に10月15日から預金準備率を1ポイント引き下げ、同日に償還期限となるMLF（中期貸出ファシリティー）を更新しないことが決定された。

同行によれば、今回の預金準備率の引き下げによって1.2兆元規模の資金が供給されることになるが、うち0.45兆元をMLFの償還に当てるため、残り0.75兆元が追加的な流動性となる。

同行では「引き続き実体経済の発展を支援し、商業銀行と金融市場の流動性構造を改善し、企業の資金調達コストを低下させ、金融機関による中小企業・民営企業・イノベーション型企業への支援拡大を促すこと」が今回の措置の目的と説明している。

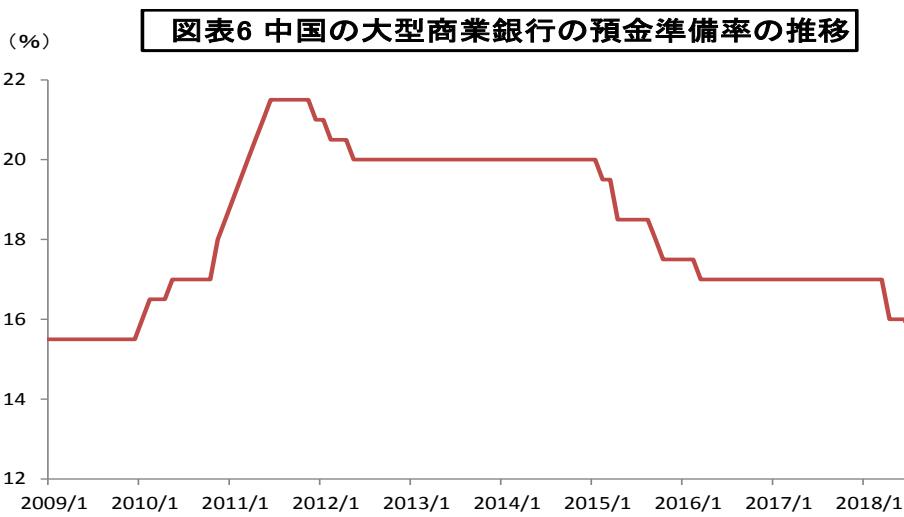
一方、同行は今回の引き下げも現在実施している「稳健中立」的な金融政策を変えたものではないと強調している。今回の引き下げは、市中銀行のMLF償還のほか、企業がまもなく四半期の納税を開始することへの対応であり、市場全体の流動性自体は基本的に変わらないと説明している。そのうえで今後も引き続き「稳健中立」的な金融政策を実施していくことが改めて示された。

18年に入ってから、1月25日、4月25日、7月5日に続き、今回で4回目の預金準備率の引き下げとなる。金融機関の規模や種類によって異なる預金準備率が要求されているが、大型商業銀行の場合、預金準備率は15.5%から14.5%に引下げられることとなった（図表6）。

## 今後も預金準備率引き下げを想定

前述のように、内需が力強さを欠く展開となったほか、米中経済摩擦による中国経済への悪影響が徐々に出てくると考えられるため、今後も引き続きMLFを含む金融政策ツールを活用しながら預金準備率の引き下げが行われると予想する。

実際、10月14日に開催されたG30国際銀行業フォーラムで中国人民銀行の易纲総裁は「中国経済の成長が安定で、18年の経済成長目標「6.5%前後」を達成することが可能」との見方を示したうえで、金融政策においても十分な政策ツールを持っていると強調している。



(資料)中国人民銀行、CEICデータより作成 (注)月次データ、直近は18年10月。

### 18年の政府目標は達成の公算が大きい

以上の内外情勢を踏まえつつ先行きの景気を展望すると、輸出の鈍化が見込まれるもの、投資の持ち直しが期待されるほか、個人所得税法の改正が行われたことなどを受けて個人消費を多少持ち直す可能性もあり、18年の政府目標である「6.5%前後の成長は達成されると見込まれる。

実際、国家統計局の記者会見（10月19日付）でも、中国経済について、「下押し圧力は強まっているものの、経済のファンダメンタルズは依然健全に推移している」との見方を示したうえで、先行きについては、「家計消費に対する下押し圧力はくすぶっているが、拡大傾向は維持できる」ほか、「米中貿易摩擦による輸出への影響は限定的」との見解を示し、「18年の政府目標である「6.5%前後」の達成は可能」との見方を示している。

### 今後の注目ポイント：4中全会

最後に、米財務省は10月17日に外国為替報告書を発表し、中国を為替操作国に認定することを見送った。とはいえ、かなり分量を割いて中国の対米貿易黒字や人民元安への懸念を表明しており、引き続き米中経済摩擦の動きに注視する必要がある。

加えて、開催される予定の共産党中央委員会第19期第4回全体会議（4中全会）で、米中経済摩擦や経済政策について議論されると見られるほか、その前に何らかの新たな経済対策が打ち出される可能性もあるので、この会議に注目が集まるだろう。

（18.10.23現在）