

中国経済：政策総動員で貿易摩擦激化に備え失速は回避する見通し(2018年7～9月GDP)

7～9月期のGDP成長率は一段と減速したが、主因はインフラ投資の落ち込みと物価上昇による所得の目減りであり、米中貿易摩擦の影響は現時点で逆に駆け込み輸出というプラス面が目立つ状況。今後はその反動もあって輸出が伸び悩むとみられるが、一方で政府は減税やインフラ投資拡大、金融緩和など政策を総動員して景気を下支えする構えを見せており、中国経済は2019年にかけて減速こそすれど失速する可能性は低いと考えられる。

GDP成長率は内需の停滞により一段と鈍化

先週発表された7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%へ鈍化、1～3月期の+6.8%、4～6月期の+6.7%から鈍化ペースがやや速まり、中国経済の減速傾向が鮮明となった。産業別には、これまで減速が目立っていた建設業や不動産業に加え、製造業にも減速の動きが広がり、PMI指数は製造業、非製造業とも雇用指数が悪化、悪影響が家計所得へ波及する懸念も出始めている。

主な需要の動向を見ると、輸出は関税引き上げ前の駆け込み的な増加もあって堅調拡大を維持する一方、固定資産投資はインフラ分野を中心に一段と減速、個人消費も小売販売が物価上昇分を除いた実質で大きく減速するなど、内需の足取りは重い。個人消費のもたつきには米中貿易摩擦激化を受けた先行き懸念といったマインド悪化も影響しているようであるが、輸出はむしろ貿易摩擦が押し上げ要因となっていることもあり、中国経済のここまでの減速は、貿易摩擦ではなく、専らインフラ投資の落ち込みと物価上昇による所得の目減りが主因だと言える。

政策総動員により貿易摩擦に備える

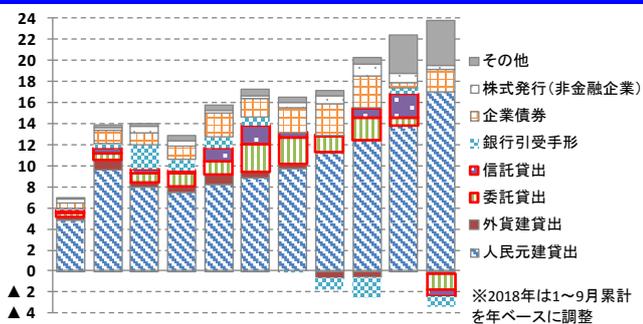
こうした状況に対して、政府は10月から所得税減税（課税最低限の引き下げ）を実施、家計所得の底上げによる個人消費の復調を目指している。また、消費者物価の上昇は悪天候という一時的な要因もあることに加え、政府は米国以外の国に対して輸入関税の引き下げを進めており、これによる輸入品価格の下落が、対米輸入関税引き上げに伴う物価上昇圧力を減殺・相殺しよう。そのため、今後の個人消費は、政府による減税と物価抑制策の両面が下支えし、底堅さを取り戻すことが見込まれる。

インフラ投資に関しても、政府は既に景気への配慮から抑制スタンスを転換しており、実際に今年の後半から認可プロジェクト投資額が急増している。インフラ投資は9月には実績ベースで前年比マイナス幅が縮小、下げ止まりの兆しを見せており、年内にはプラスに転じ、来年にかけて景気下押し要因から下支え役に転換することが期待できそうである。

さらに、金融政策が事実上、緩和方向に転換されたことで、資金面からの成長制約も弱まると見込まれる。人民銀行は、大手銀行の預金準備率を7月5日に16.0%から15.5%へ引き下げ、さらに10月15日からは14.5%とした。その背景には、過剰債務問題の解決に向けた金融改革の一貫としてシャドーバンキングの管理を強化した結果、資金供給が抑制されたことがある。貸出以外の資金供給も幅広くカバーする「社会融資総量」は、2018年に入り「信託貸出」や「委託貸出」といったシャドーバンキング経由の資金供

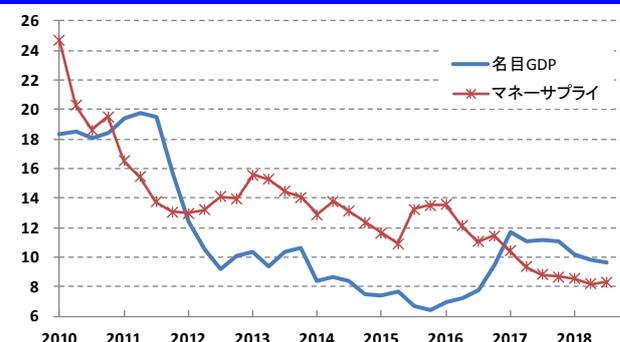
給が減少に転じた結果、大幅な「貸出」の拡大にもかかわらず、全体としては増勢が弱まっている（下左図）。

社会融資総量の推移(前年比増加額、兆元)



(出所) 人民銀行

名目GDP成長率とマネーサプライM2の推移(前年比、%)



(出所) 中国国家统计局、人民銀行

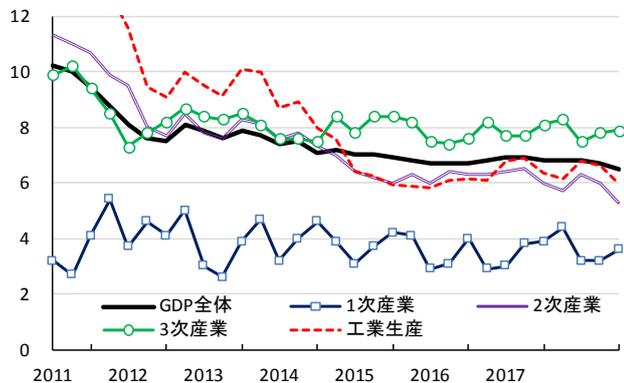
こうした状況は、名目成長率とマネーサプライ（M2）の動きからも垣間見ることができる（上右図）。7～9月期の名目GDP成長率は前年同期比+9.6%であったが、同時期のマネーサプライの伸びは+8.3%にとどまっており、資金供給は経済成長に対して抑制的である。マネーサプライの伸びが名目成長率を下回る状況は2017年1～3月期から続いているが、この間、マネーサプライの伸びの鈍化に引っ張られるように名目成長率も低下している。資金供給の抑制が成長鈍化の一因である可能性が、こうしたマクロ経済情勢からも見て取れる。

そのため、政府は貿易摩擦の激化に備え、預金準備率の引き下げのみならず、金融改革の進捗ペースを弱める方針に転換した模様である。その結果、7～9月期のマネーサプライは4～6月期の前年同期比+8.2%から小幅ながらも伸びを高めた。上記の通り10月にも預金準備率を引き下げているため、マネーサプライは今後、一段と伸びを高め、経済成長を下支えすることとなる。

そのほか、米国との貿易摩擦激化による輸出減を緩和ないしはカバーすることを視野に入れ、9月には増値税の還付率を引き上げている。今後も中国政府は必要に応じて税制変更や支出拡大による景気の下支えに注力するとみられるため、2019年にかけて中国経済は、減速こそすれど失速する可能性は低いとみて良いだろう。

主な指標の動き(2018年9月)

実質GDP(産業別)の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家統計局

GDP

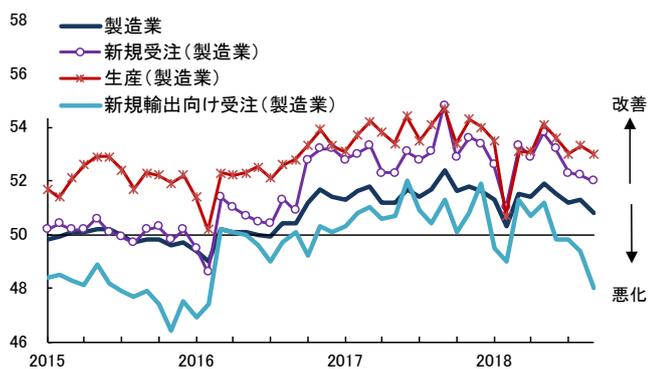
2018年7～9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.5%となり、4～6月期の+6.7に比べて鈍化した。成長率が前の四半期を下回るのは2四半期連続で、中国経済の減速基調が鮮明になった。

産業別には、サービス分野が中心の第三次産業(4～6月期前年同期比+7.8%→7～9月期+7.9%)は伸びを高めたものの、製造業や建設業などの第二次産業(+6.0%→+5.3%)は減速した。

第三次産業は、卸売・小売(+6.6%→+6.2%)、ホテル・飲食(+6.8%→+6.3%)の伸びが低下した一方で、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス(+31.7%→+32.8%)が加速、新しい産業分野の好調さが目立った。第二次産業については、製造業(+6.6%→+6.0%)、建設業(+4.0%→+2.5%)とも伸び率が低下した。

なお、1～9月累計では+6.7%となり、政府が2018年の年間目標に設定した「6.5%前後」を引き続き上回っている。貿易摩擦の影響などから10～12月期の成長率は前年同期比+6.5%を割り込む可能性はあるが、年間目標6.5%の達成はほぼ確実であろう。

PMI(担当者購買指数)の推移(中立=50)



(出所) 中国国家統計局

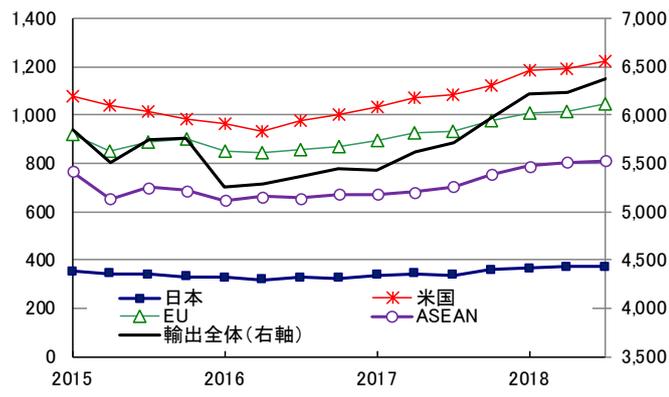
PMI(購買担当者指数)

9月の製造業PMIは50.8と前月(51.3)より0.5ポイント低下。改善と悪化の境目である50を26ヵ月連続で上回ったものの、16年9月以来2年ぶりの低い水準となった。米国との貿易摩擦激化の影響により新規輸出受注が48.0まで低下するなど輸出入関連の指標悪化が目立った。

一方、9月の非製造業PMIは54.9と前月(54.2)から0.7ポイント上昇、製造業と非製造業を合わせた総合PMIも8月比0.3ポイント上昇の54.1となった。

製造業について主な内訳みると、生産(8月53.3→9月53.0)は50以上を維持したが2年ぶり低水準。新規受注(52.2→52.0)は0.2ポイント低下、主因は新規輸出受注(49.4→48.0)の大幅な悪化。原材料投入価格(58.7→59.8)は0.9ポイントの大幅上昇、生産コスト上昇圧力が強まっている模様。雇用(49.4→48.3)は1.1ポイント低下し、個人消費への悪影響が懸念される状況。

仕向地別の通関輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



(出所) 中国海関総署
(注) 当研究所試算の季節調整値。最新期は7-9月期。

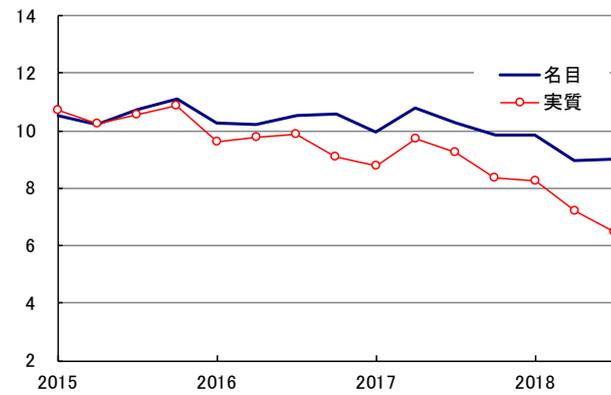
輸出(通関統計、米ドルベース)

9月の輸出金額は、8月の前年同期比+9.8%から+14.5%へ伸びが高まった。その結果、7~9月期は4~6月期と同じ前年同期比+12.2%の高い伸びを維持した。当研究所試算の季節調整値でも4~6月期の前期比+0.2%から7~9月期は+2.3%へ増勢を強めており、輸出は堅調な拡大が続いている。

主な仕向地別にみると(当研究所試算の調整値)、米国向けは4~6月期の前期比+0.6%から7~9月期は+2.7%へ加速した。関税引き上げ前の駆け込み輸出が押し上げた模様。EU向け(4~6月期+0.7%→7~9月期+2.6%)、日本向け(+1.9%→+0.5%)などの先進国向けのほか、アセアン向け(+1.7%→+1.0%)も堅調な推移が続いている。

主な品目別には、電気機械製品(4~6月期前年同期比+13.5%→7~9月期+12.1%)、ハイテク製品(+16.4%→+12.9%)、自動データ処理機(+12.9%→+7.1%)の伸び率が鈍化した一方で、衣類(▲4.1%→+4.3%)がプラスに転じ、繊維製品(+8.5%→+10.8%)が増税を強めた。

社会消費品販売総額の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局
(注) 最新期は9月期

社会消費品販売総額(小売販売)

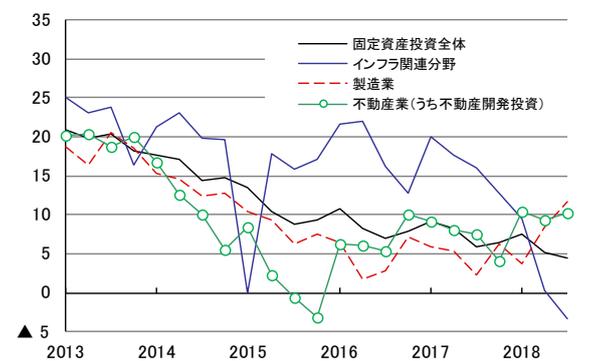
9月の社会消費販売総額(小売販売)は、8月の前年同月比+9.0%から+9.2%へ小幅加速した(名目値)。ただ、7~9月期は4~6月期の前年同期比9%から横ばい。さらに、物価上昇を除いた実質では、4~6月期の+7.2%から7~9月期は+6.5%へ大きく減速した。

主な品目内訳(名目)を見ると、原油価格高騰を背景に石油製品(4~6月期前年同期比+14.6%→7~9月期+19.1%)は一段と伸びが高まり、飲食料品(+9.4%→+10.3%)や日用品(+12.7%→+14.9%)、医薬品(+8.2%→+8.7%)など生活必需的な品目は堅調さを維持した。一方で、自動車(▲1.6%→▲4.3%)はマイナス幅が拡大、家電音響機器(+9.8%→+3.7%)や化粧品(+12.2%→+7.8%)、通信機器(+13.4%→+10.9%)が減速するなど、選択的な品目は総じて冴えず、消費者マインドが悪化している可能性を示唆した。米中貿易摩擦激化のほか、物価上昇(後述)などが影響したとみられる。オンライン小売販売(1~8月前年同期比+28.6%→1~9月+27.0%)の伸びも、引き続き高いがやや鈍化した。

自動車(乗用車)販売について台数ベース(当研究所試算の季節調整値)でみると、8月の前月比+0.4%(年率2,438万台)から9月は▲5.2%(2,311万台)へ落ち込み、四半期ベースでも7~9月期は前期比▲5.5%(2,392万台)と2四半期ぶりのへマイナスに転じた。この結果、1~9月平均で2,448万台にと

どまり、2018年通年で2017年の2,474万台を下回る可能性が出てきた。

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

- (注) 1. 固定資産投資の対象は、建物、機械、輸送機器などで、無形資産は含まない。
 2. 固定資産投資全体のうち、製造業は30.9%、不動産業(うち不動産開発投資)は17.1%、インフラ関連分野は23.7%を占める(2017年)。
 3. インフラ関連分野は、水利・環境・公的施設管理、道路、鉄道、電気・ガス・水道の合計。
 4. 最新期は9月。

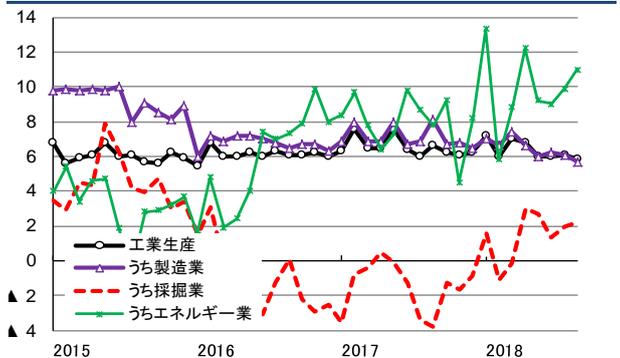
固定資産投資(都市部)

9月の固定資産投資(設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部)は8月の前年同月比+4.1%から+6.0%へ加速、年初からの減速傾向にひとまず歯止めが掛かった。

ただ、四半期ベースでは4~6月の前年同期比+5.2%から7~9月期は+4.5%へ減速が続いた。内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業(4~6月期前年同期比+8.3%→7~9月期+11.7%)が一段と伸びを高めた。金属製品関連や特殊機器関連、電気機械関連などが好調であった。また、不動産開発投資(+9.3%→+10.2%)もやや伸びを高めたが、インフラ関連分野(+0.3%→▲

3.2%)はマイナスに転じた。インフラ関連業の内訳見ると、道路(+7.2%→+6.1%)の伸びが鈍化し、運輸倉庫(+4.6%→▲1.3)と水利・環境・公的施設管理業(+2.9%→▲3.9%)がマイナスに転じた。政府はインフラ投資の拡大方針を示しているが、9月時点では前年比のマイナス幅が縮小した程度にとどまっている。

工業生産の推移(実質、前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

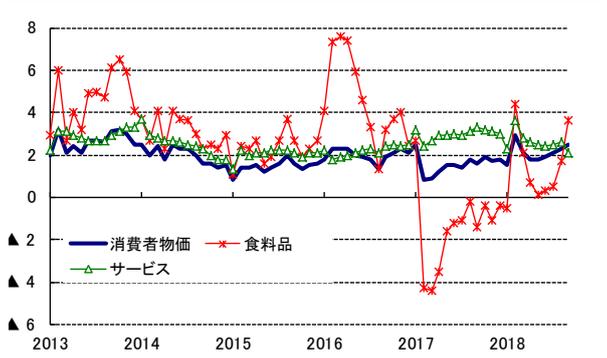
- (注) 1、2月は月次データが公表されないため、累積値の前年同期比。

工業生産

9月の工業生産は前年同期比+5.8%と8月(+6.1%)から伸びが鈍化した。産業別にみると、採掘業(8月+2.0%→9月+2.2%)は伸びを高めたが、製造業(+6.1%→+5.7%)は前月から鈍化し、全体の伸びを抑制した。

製造業の内訳をみると、鉄金属加工(+5.9%→+10.1%)と電気機器(+3.3%→+5.2%)が加速したものの、自動車(+1.9%→+0.7%)や特殊機械(+9.8%→+9.7%)が小幅鈍化、コンピューター・通信機器(+17.1%→+12.6%)は依然として高い伸びながら大幅に減速した。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



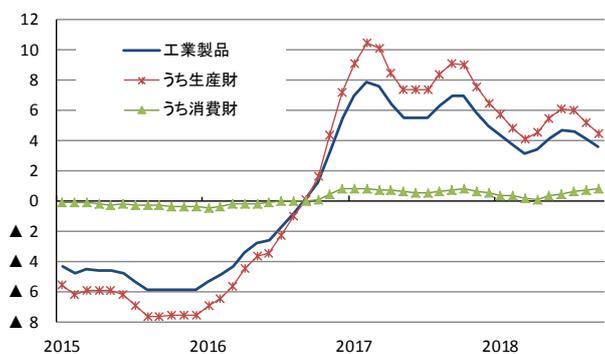
(出所) 中国国家统计局

消費者物価

9月の消費者物価は8月の前年同期比+2.3%から+2.5%伸びを高めた。上昇率は4ヶ月連続で加速した。食料品価格(8月+1.7%→9月+3.6%)が大幅に上昇した。台風や豪雨などの悪天候を背景に豚肉(▲4.9%→▲2.4%)が前月から下げ幅を縮小したほか、生鮮野菜(+4.3%→+14.6%)や生鮮果物(+5.5%上昇→+10.2%)で伸びが

前月より高まった。一方で、非食料価格（+2.5%→+2.2%）の伸びは鈍化した。自動車燃料・部品（+19.4%→+20.8%）は前月から加速したものの「旅行費用」（+5.6%→+1.7%）や「医療サービス」（+4.2%→+1.7%）が鈍化した。その結果、食品・エネルギーを除く総合指数（コア）は、前年同月比+1.7%上昇と前月（+2.1%上昇）から鈍化した。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)中国国家统计局

生産者物価

9月の生産物価は前年同月比+3.6%上昇と6月の+4.7%をピークに3ヵ月連続で伸びが鈍化した。

財別にみると、生産財は前年同月比+4.6%と前月（+5.2%）から鈍化した。鉱産物（+12.1%→+11.7%）、原材料・燃料（+7.8%→+7.3%）、製造品（+3.5%→+2.9%）のいずれも前月から鈍化しており、川上の物価上昇圧力は低下しつつある。

一方で、消費財は前年同月比+0.8%と前月（+0.7%）から加速したが、主因は食品（+0.7%→+0.9%）であり、消費者物価同様、悪天候の影響によるところが大きい。総じて、需給は緩和方向にあると言える。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所)中国銀行

人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は、国慶節連休前の1ドル=6.8725元から、連休明けに大幅な元安水準で寄り付いた。中国人民銀行が実施した預金準備率の引き下げ（10/7）がきっかけ。人民元相場は、今年8月につけた安値6.9340元以来となる6.9台へ下落した。

人民元相場が再び下げ足を速めるなかで、外貨準備高は9月に前月比▲227億米ドルの3兆870億米ドルとなった。