

# 国内外経済の動向

## 減速が続く中国経済

### 【ポイント】

1. 中国にとって2020年は第13次5ヵ年計画の最終年、「小康社会の全面的完成」を目指す重要な節目であり、景気の安定が最優先される。ただし、必要以上に景気を押し上げることに慎重な姿勢が窺え、あくまでも景気を下支えするという政策スタンスとなろう。
2. 米中貿易交渉が「第一段階の合意」に達したが、「第二段階」に向けて中国は国家主権に関わる重大な原則は譲らない構えであり、交渉が難航することは想像に難くない。再び米中の対立がヒートアップする可能性も否定できず不透明感は残る。
3. 景気の安定が求められる一方、過剰な景気刺激は債務問題など将来への懸念を高める。引き続き中国政府は難しい政策の舵取りを迫られよう。

中国経済は内外の下振れ圧力に晒され減速が続いている。本稿では、2019年11月下旬の中国訪問にて現地中国企業へのヒアリングで得られた点も踏まえつつ、中国経済の動向と見通しについてまとめる。

### 1. 減速が続く中国経済

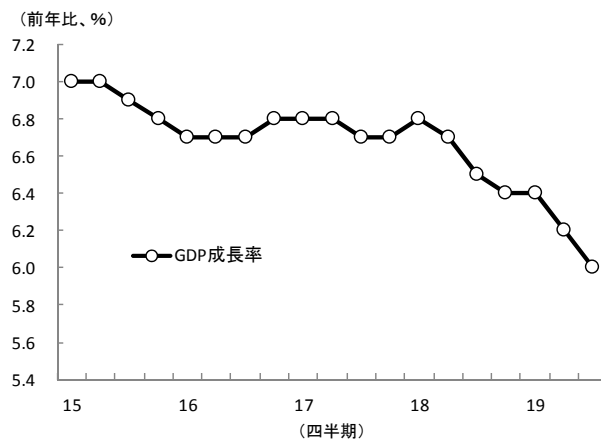
中国経済は、2018年以降、金融リスクに対応したデレバレッジ(債務削減)に伴う内需への悪影響に加え、米中貿易摩擦の影響や世界経済の鈍化といった外部環境の悪化、という内外の下振れ圧力に晒され、成長ペースが鈍化している。2019年7~9月期の実質GDP成長率は前年比+6.0%と四半期ベースの統計が開始された1992年以降の低成長となった(図表1)。2019年1~9月期でみると同+6.2%となっており、

通年では政府目標の6.0~6.5%を達成できる見込みではあるが、2018年1~3月期の前年比+6.8%を直近のピークとして四半期ごとの成長率は低下基調を辿っている。景気の減速傾向が鮮明となった2018年後半以降は、預金準備率の引き下げなどの緩和的な金融政策に加え、政府は減税やインフラ投資の拡大といった対策を打ち出すなど方針を転換し、景気下支えを図っているものの、現時点では景気刺激策の効果が顕著に現れることはなく依然として減速に歯止めがかかっていない。

### 2. 中国にとって重要な位置づけとされる2020年

政府の影響力が強い中国ではその政策スタンスが先行きの経済動向を左右する重要な要

図表1. 実質GDP成長率



(資料)中国国家统计局より富国生命作成

素の一つとなるが、2020年において政府は何よりも安定を優先することが想定されている。2020年は第13次5ヵ年計画の最終年であり、「小康社会（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おり、2020年のGDPを2010年比で2倍にすることを目指している。こうした重要な年であるからこそ、いつにも増して安定が最優先され、景気の下振れ圧力が増すなかでは、政策による下支えが図られることが想定される。12月10日～12日、2020年の経済運営方針を決める中央経済工作会議が開催されたが、引き続き、積極的な財政政策と穏健な金融政策を継続することが示されている。なお、成長目標などの具体的な数値目標は3月の全人代で公表される予定であるが、報道によれば、2020年の成長目標は2019年の「6.0～6.5%」から「6%前後」に引き下げられるとみられている。これを文字通りにとれば6%割れも容認することになる。過去に住宅バブルや過剰債務といった副作用に苦しんだ経験から大規模な経済対策によって必要以上に景気を押し上げることに慎重な姿勢が窺え、あくまでも景気を下支えするという政策スタンスがとられるとみられる。

### 3. 主な需要項目の現状と見通し

#### (1) 固定資産投資は緩やかな伸びに

固定資産投資は2019年1～11月期が前年比5.2%増と、データが確認できる1996年以降で最低の伸びとなっている（図表2）。固定資産投資には、製造業の投資、インフラ投資、不動産開発投資などが含まれるが、不動産開発投資は1～11月期で前年比10.2%増と高めの伸びを維持している一方、製造業の投資は同2.5%増と低迷し、インフラ投資も同4.0%増と低い伸びにとどまっている。今後も固定資産投資全体としては低い伸びが続くと見込んでいる。

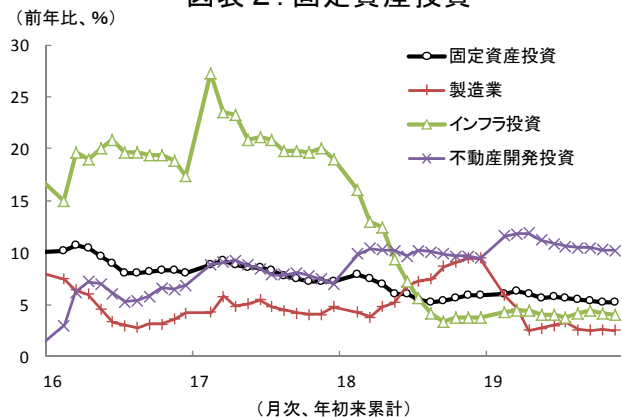
インフラ投資は政府にとって重要な政策ツールの一つであり、政府の政策スタンスの影響を強く受ける。インフラ投資の推移を振り返ると、2017年頃まで前年比二桁増が続いていたが、

2018年入り後に急減速した。背景には2018年は地方政府の過剰債務問題への懸念からデレバレッジ（債務削減）を推し進めたことがあったが、

2018年後半には景気の減速傾向が鮮明となるなか、政府はより積極的な財政政策へと舵を切り、地方政府債の発行の積極化などによりインフラ投資拡大が図られている。ただし、中央政府が債務問題のリスク管理を犠牲にしてまで、インフラ投資を大幅に増加させることは考えにくい。今後は政府の後押しによりインフラ投資は持ち直すと見込むものの、大きく伸び率を高めていくことはないだろう。ヒアリング先のインフラ建設機械大手では「先行きを見通すうえでマイナスはないが、大きなプラスもない」と政策に対する期待の高まりはみられなかった。今後のインフラ投資は安定的かつ緩やかな伸びになると見込んでいる。

不動産投資も政府の政策・規制の影響を強く受ける。不動産開発投資は足元まで前年比二桁の伸びを続けているが、先行きはやや鈍化するとみている。不動産業界を取り巻く環境として2019年は不動産会社の破綻増加の報道に多く接したが、ヒアリング先の不動産開発会社からも「理財商品から不動産へという資金の流れが全面的に禁止されており、バランスシートが健全な不動産会社しか新規借入れができなくなっている」と指摘があり、

図表2. 固定資産投資



(資料) 中国国家统计局より富国生命作成  
(備考) 2月は1～2月累計の前年比

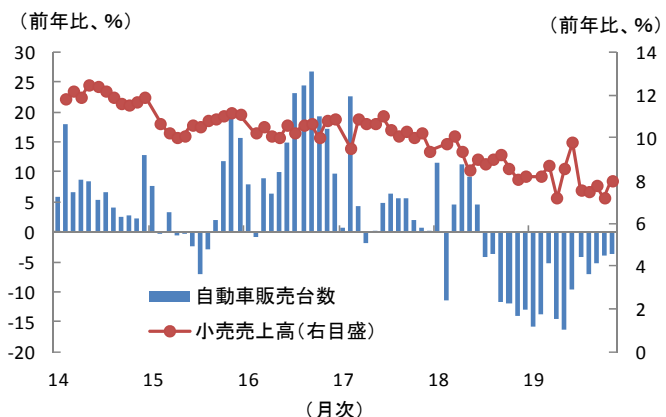
不動産業界における資金調達環境は厳しい状況にある。また、政府は「不動産は投機の対象ではない」という方針を堅持し、「不動産を短期的な経済刺激策としては用いない」という姿勢を明確に示しており、今後、政府の不動産規制が全面的に緩和されることは考えにくい。一方、政府は、不動産市場が完全に冷え込まないように目配りし一部地方都市では住宅規制の緩和に動いている。訪問先では「不動産市場の需給バランスは良くなっている」「政府の政策は過去よりも機動的かつ細やかになっており、不動産市場に波が出にくくなっている」との声も聞かれた。不動産開発投資は 2019 年からは鈍化を見込むものの、発展途上にある地方都市を中心に貧困撲滅などの観点もあり、相応の伸びは保たれよう。

製造業の投資については、輸出の不振と米中貿易摩擦に伴う先行き不透明感もあって企業の設備投資も抑制されてきた。先行きについては、預金準備率の引き下げや 2019 年 8 月に導入した最優遇貸出金利（LPR）の段階的な引き下げなど緩和的な金融政策により企業の資金調達環境の改善を図っていることに加えて、後述の通り、米中貿易交渉の第一段階の合意を受けて先行きに対する懸念が和らいでおり、これまで手控えられてきた投資が再開される可能性はある。ただし、米中貿易摩擦問題は依然として不確実性が残ることに加え、輸出の持ち直しも期待薄のなか、当面、企業の投資が積極化するには至らないと予想している。

## （２）個人消費はおおむね底堅く推移

景気の先行き不透明感から消費者を取り巻く環境は決して良好とはいえないものの、今後の個人消費はおおむね底堅く推移すると予想している。個人消費の主要指標である小売売上高は 11 月が前年比 8.0% 増と冴えない推移が続いている（図表 3）。中国の自動車販売台数は減少幅こそ縮小しているものの依然として前年比ではマイナスとなるなど、自動車販売の低迷が重石の一つになっている。先行きについても中国自動車工業協会が 2020 年の自動車販売台数は前年比 2% 減と 3 年連続で減少するとの見通しを示すなど不透明な状況である。もっとも、産業の裾野が広い自動車市場の低迷は経済全体に与える影響も大きいいため、市場低迷を政府が看過するとは考えにくく、引き続き、自動車のナンバープレート規制の緩和などにより下支えを図るとみられる。また、一段と市場が冷え込む状況となれば購入補助金などのより実効性の高い政策で挺入れに動く可能性もあるだろう。

図表 3. 小売売上高、自動車販売台数



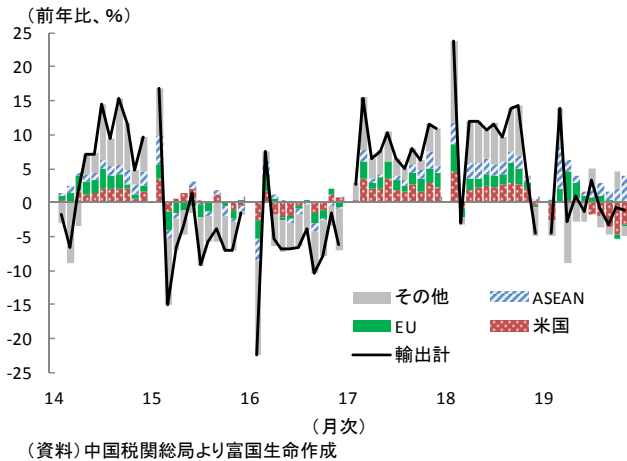
（資料）中国国家統計局、中国自動車工業協会より富国生命作成  
（備考）2月は1～2月累計の前年比

冴えない小売売上高に対して、オンライン小売売上高は 2019 年 1～11 月期が前年比 19.7% 増と相対的に堅調に推移している。大規模なネット・セールが催される 11 月 11 日の独身者の日も活況を呈すなど、消費者の購買意欲の高さを示している。ただしオンライン小売売上高の増加は一部には負の面も含まれている可能性には留意が必要である。ヒアリング先の E コマース大手によれば、中国経済が減速するなか「消費者、特に低所得者層の節約志向が高まり、価格により敏感になっている」、「節約志向の高まりが低価格で購入できる E コマースにとって有利に働く」といった指摘があり、消費者を取り巻く環境が厳しくなっているからこそ、より低価格の商品を求めオンライン小売に消費者が向かっていると解釈できる。

(3) 輸出の持続的な回復は期待薄

輸出は、世界経済の成長ペース鈍化やIT関連需要の落ち込みに加え、米国による中国製品への関税引上げに伴う米国向け輸出の減少もあって前年割れの推移が続くなど低迷している。足元では世界的にIT関連需要が持ち直しつつあることは明るい材料であるが、前述の通り、米中対立が第一段階の合意に至ったとはいえ追加関税が撤廃された訳ではなく下押し圧力として残るため、当面、輸出の持続的な回復は期待しにくい。

図表4. 輸出



3. 米中貿易摩擦は一時休戦も、依然として残る不透明感

経済・金融資本市場の話題の中心であった米中貿易摩擦問題については、12月13日、米中貿易交渉が「第一段階の合意」に達したと発表された。内容としては、中国が米国からの輸入を農産品を中心に拡大することなどに対して、米国が12月15日に予定されていた第4弾の約1,600億ドル相当の中国製品への追加関税発動を見送ることに加え、9月に発動済の第4弾の約1,200億ドルの中国製品に課されている追加関税率を現行の15%から7.5%へ引き下げる一方、第1弾から第3弾での合計2,500億ドル相当の中国製品に課されている25%の追加関税率は据え置かれる、というものであった。

ひとまず、今回の合意によってさらなる追加関税の応酬、経済への悪影響の拡大は回避される見通しである。しかし、今回の合意を受けて米中の対立がこのまま解消に向かうと考えるのは時期尚早であり、あくまでも一時休戦と捉えるべきものと思われる。今後は「第二段階の合意」に向けての協議の動きが注目されるが、産業補助金などを巡って両国の溝は深い。中国政府はハイテク産業育成や国有企業優遇など「国家の主権に関わる原則」は譲らない構えであり、交渉が難航することは想像に難くない。そうしたなかで米国側が追加関税発動をちらつかせるなど、再び米中の対立がヒートアップする可能性も否定できず不透明感が残る。

4. おわりに

2020年の中国経済を見通すと、景気刺激の効果もあり2020年前半に一旦減速に歯止めがかかるとみられるが、依然として残る米中貿易摩擦問題の不確実性や政府の経済刺激に対する慎重な姿勢を踏まえると、2020年通年の成長率は前年比5.8%と、6%台での着地が見込まれる2019年からやや減速するものと予測する。一方、中央経済工作会議で示された通り、2020年は重要な節目であり、安定成長を維持するために、金融・財政政策を通じて景気を下支えする動きが続く可能性が高く、大幅な成長鈍化には至らず、緩やかな減速にとどまるだろう。

景気の安定が求められる一方、過剰な景気刺激は債務問題など将来への懸念を高める。引き続き中国政府は難しい政策の舵取りを迫られよう。

(財務企画部 大野 俊明)