

19年4-6月期は+6.2%成長へと減速

19年4-6月期の中国の実質GDP成長率は前年比+6.2%と、19年1-3月期の同+6.4%から減速した(図表5-1)。政府目標である「6.0%~6.5%」のレンジ内ではあるが、減速が続いている。産業別にみると第2次産業が再び減速した一方、第3次産業は横ばいとなった。

内需は一部持ち直しも、さらなる減速に警戒

需要項目別にみると、内需は一部の指標では足もとで改善の動きがみられる。まず消費をみると、小売売上高(実質)は19年4-6月期に入り減速が弱まった。物価は、消費者物価は上昇している一方で生産者物価の下落が続いている(図表5-2)。消費者物価上昇の背景には豚肉価格をはじめとする食品価格の上昇があり、需要増によるインフレよりもコストプッシュの側面が強い。さらに、小売売上高上昇の内訳をみると、18年を通じて減少に寄与していた自動車は6月に大幅にプラスに転じている(図表5-3)。これは19年7月から導入された排ガス規制に適合していない在庫を一掃するために大幅な値引きを実施した影響が大きいとみられ、7月以降は再び消費が低迷する可能性が高い。

一方、固定資産投資(農村部家計を除く)は減速が続く(総論P.5、図表1-5)。特別政府債(地方債)を通じた資金供給は拡大しているものの、肝心の民間企業による固定資産投資が低水準で推移している。この背景には米中対立を主因とした先行きの不透明感があるとみられ、今後も警戒が必要な状況だ。

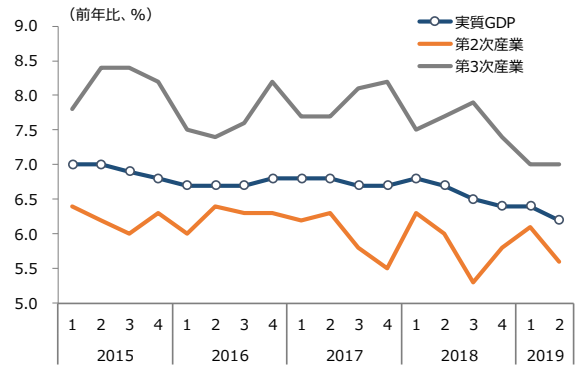
輸入は減少が続く(図表5-4)。内需の弱さに加えて、18年7-9月期に相次いで実施された米国による対中制裁関税に対する対抗措置の影響が続いている。輸出も同様に落ち込んでいるものの、輸入の落ち込みが大きいため貿易収支は黒字を維持している。

4-6月期の指標では、唯一改善した消費も一時的な要因が大きく、7-9月期以降の減速が懸念される。こうした懸念を背景に、景況感も悪化が続いている。財新が発表するPMIによると、製造業PMIは19年6月に再び50を下回った(総論P.5、図表1-6)。

政府による景気下支え策も効果は限定的

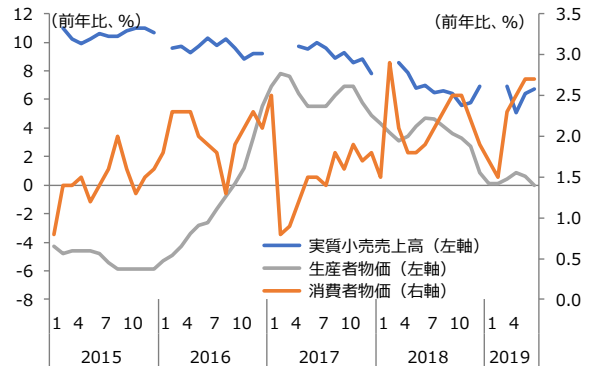
米中貿易摩擦の激化を受け、中国政府は2兆元規模の減税・社会保障費負担引き下げをはじめとする各種の経済対策を講じてきた。これは政府支出の対GDP比の増加率(対前年比で+3.2%、図表5-5)でも確認できるが、減税やインフラ投資促進、消費刺激策(購入補助金)といった施策による景気の下支え効果は、十分とは言えない。

図表5-1 中国の実質GDP成長率



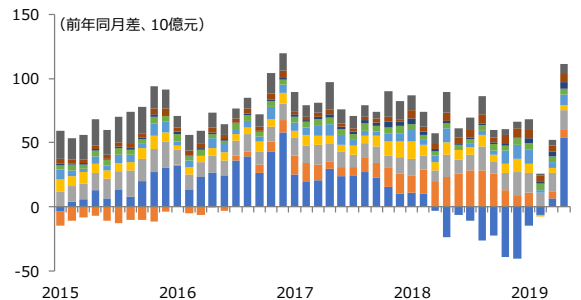
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-2 小売売上高、物価



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-3 小売売上高の要因分解



注：内訳は一定規模以上の企業のみが対象。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-4 輸出入



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

こうしたなか、中国国家発展改革委員会などは19年6月に「重要消費財のグレードアップ推進と資源の循環的利用の円滑化に関する実施方案」を発表した。ここでは自動車、家電、スマートフォンなどの消費財について、①供給側のグレードアップ、②新規需要の拡大、③買い替え需要の喚起などが謳われている。具体的には研究開発支援や、補助金、公共事業による購買等を通じて景気刺激を図るものとみられるが、これも現状の景気減速圧力を鑑みると十分な対策とは言えない。今後はさらなる景気刺激策が必要になる可能性があるが、投資拡大を通じた景気刺激に依存しすぎると過剰投資や不良債権の問題が拡大する恐れがある。政策の難しいかじ取りが求められる。

中小金融機関の経営体力低下が表面化

中国政府は19年5月に内モンゴル自治区の包商（バオシャン）銀行を1年間公的管理下に置くことと発表した。政府による銀行の接管は20年ぶりとなされ、同時に中小の金融機関の財務体力に対する不安が高まった。包商銀行をはじめとする中小銀行の経営は、シャドーバンキングに対する規制が強まる中で次第に悪化してきた。中小銀行が市場から資金を調達する際には、大規模銀行が主に用いる債権レポ市場ではなく、シャドーバンキングや譲渡性預金証券（NCD）市場が多く用いられる（図表5-6）。シャドーバンキングを通じた資金調達が困難になったことでNCDを通じた資金調達が拡大してきたが、近年中小銀行の経営への懸念などからNCDの金利が上昇（図表5-7）。包商銀行の接管は一時この傾向に拍車をかけた。

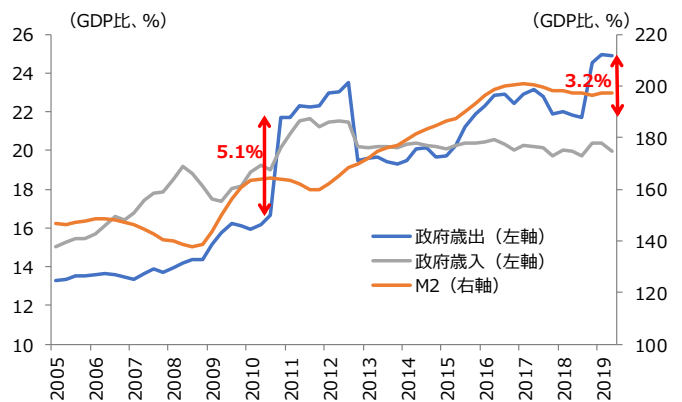
こうした傾向は、中国人民銀行（中央銀行）による資金供給強化によってひとまず落ち着いているものの、構造的に大規模銀行にのみ資金が集まる状況が変わらなければ同様の問題は再燃しかねない。実際NCDの金利推移を見ても、国有銀行の金利は中銀の資金供給により下落した一方で、都市・農業商業銀行の金利は上昇を続けている。

20年にかけて+6.0%まで成長減速

中国経済の先行きは、政府による追加的な景気下支え策の実施が予想されるものの、減速を続ける内需や米中貿易摩擦を主因とする先行き不透明感の拡大により減速傾向が続くと予想する。実質GDP成長率は、19年+6.1%（変更なし）、20年+6.0%（変更なし）を予測。

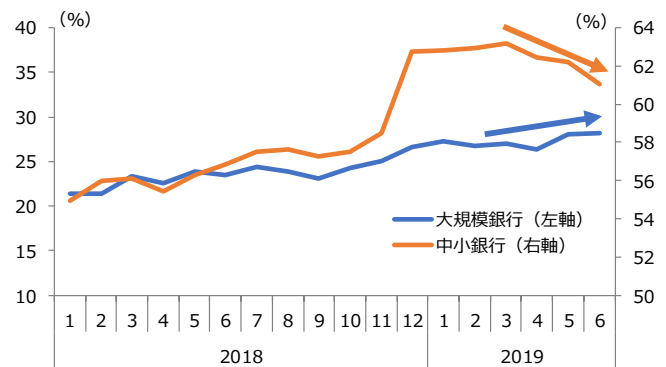
リスクは、米中貿易摩擦の一段の激化（総論P.7）と信用収縮を伴う経済の急減速である。景気下支え策の副作用としてマネーストックおよび不動産価格が一時的に上昇し、その結果不良債権が拡大すれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こす。いわゆるバブル崩壊などの急激な信用収縮が起これば中国経済の急減速につながるが、仮に急減速を回避できたとしても、不良債権が拡大すればその処理のために今後成長が押し下げられる可能性が高い。

図表 5-5 財政政策と金融政策による下支え



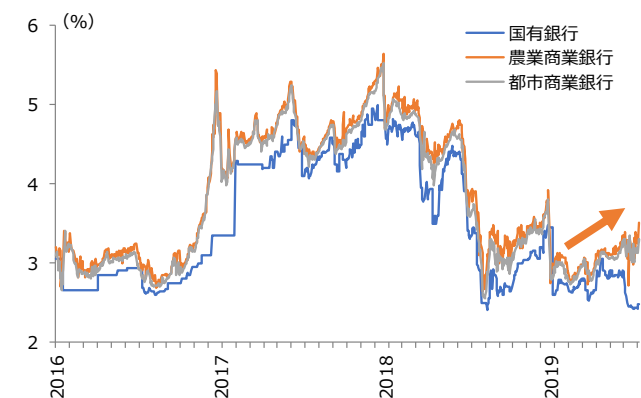
注：政府歳出、政府歳入および名目GDPは後方4四半期の合算を用いてGDP比を算出。M2は後方4四半期の移動平均を使用。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-6 銀行間取引に占めるNCD比率



注：大規模銀行は大型商業銀行、株式制商業銀行、外資銀行の平均。中小銀行はそれ以外の平均。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-7 NCDの金利推移



出所：Windより三菱総合研究所作成