

19年7-9月期は+6.0%成長へと減速

19年7-9月期の中国の実質GDP成長率は前年比+6.0%と、19年4-6月期の同+6.2%からさらに減速し、1992年の四半期統計開始以来最低の水準となった(図表5-1)。19年の政府目標である「6.0%~6.5%」の下限に達した。産業別にみると第2次産業が2四半期連続で減速した一方、第3次産業は緩やかではあるが持ち直した。

内需は減速が継続

内需はならしてみると緩やかな減速が続く。まず消費をみると、実質小売売上高は19年4-6月期(平均+6.1%)から7-9月期(平均+5.9%)にかけて、緩やかに減速した。消費者物価は19年3月以降上昇しているものの、こ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、小売売上高増減の内訳をみると、押し上げているのは食品に限られており他の品目では成長鈍化が続いており、内需の弱さが際立っている(図表5-2)。

輸入も減少が続く(図表5-3)。内需の弱さに加えて、18年以降相次いで実施された対米輸入関税の引き上げ措置の影響が続いている。輸出は米制裁関税発動に加え、世界需要減退の影響が表れたことで前年並みの水準での推移が続くものの、輸入の落ち込みが大きく、外需による寄与はプラスだった。

固定資産投資でも減速が続く。民間固定資産投資は19年入り後大きく減速していることに加え、インフラ投資の増加も鈍い(図表5-4)。インフラ投資額は民間固定資産投資額の3分の1程度であるため、民間固定資産投資の減速が投資全体の減速につながっている。米中対立を主因とした先行きの不透明感が民間投資拡大の重しとなっており、今後も警戒が必要な状況だ。

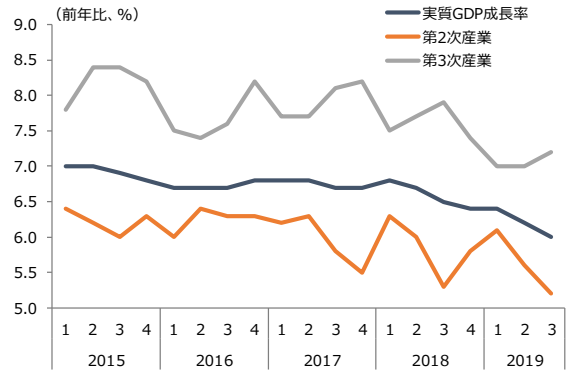
景況感には一部で前向きな動きもみられた。特に中国の民間メディアグループである財新が公開する製造業PMIは10月に17年2月以来の高水準となる51.7となった(図表5-5)。一方、国家統計局が発表した10月の製造業PMIは6カ月連続で50を下回る結果となった。財新の調査で比重が高いとされる、軽工業や民間中小企業で景況感が改善しているとみられる。

政府による投資下支えが本格化

中国政府は19年に入り小型・零細企業向け減税(19年1月)、増値税改革(19年4月)、社会保険料率引き下げ(19年5月)、行政事業性料金の規範化(19年7月)など各種景気対策を講じたものの、実質GDP成長率の減速には歯止めがかからなかった。

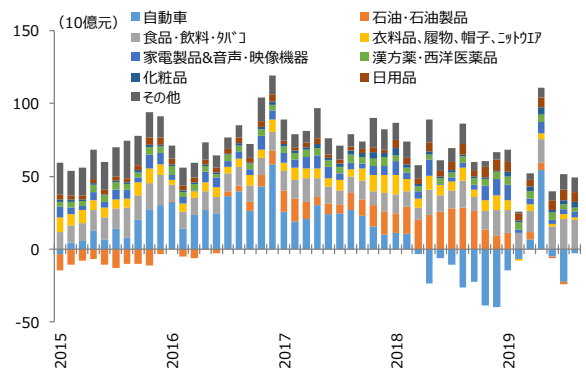
政府によるさらなる景気下支え策が注目される一方で、インフラ投資を通じた景気下支え策は活発化している。足もとではインフラ投資実績額の伸びは限定的であるものの、政府は19年9月の国務院常務会議において、特別地方債の発行・活用を加速する措置を確定した。特

図表 5-1 実質 GDP 成長率



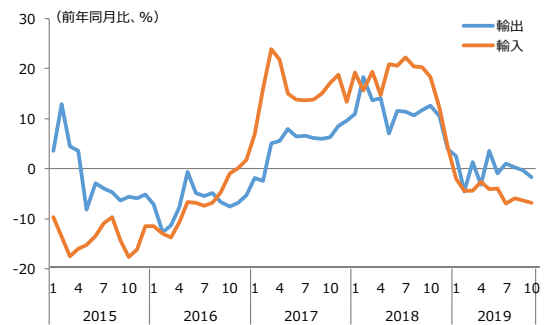
注：四半期ベース。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-2 小売売上高の要因分解



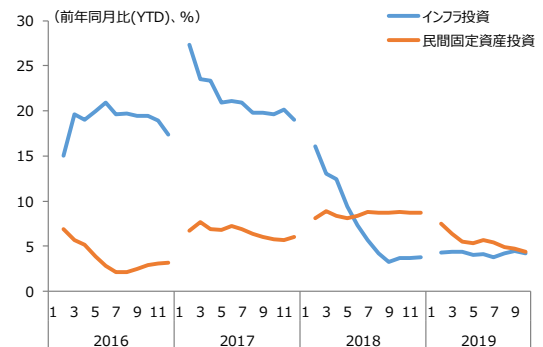
注：内訳は一定規模以上の企業のみが対象。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-3 輸出入



注：3カ月移動平均で平滑化。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-4 インフラおよび民間投資



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

別地方債とは地方政府がインフラプロジェクトを行う際に事業資金を調達するための手段のひとつ。19年から20年にかけて貨物専用鉄道の建設に1,200億元の投資が予定されるなど、今後は官民共同でのインフラ投資が拡大することが期待される。拡大するインフラ投資を背景に地方債の発行残高は16年以降非常に速いペースで積みあがっており（図表5-6）、今後インフラ投資を中心に投資が拡大することが見込まれる。

経済成長の投資依存度が再び高まる

消費や輸出による成長加速が望みづらいなか、再び投資に成長の源泉を求める格好となった。世界金融危機以降、これまで資金調達総額（国全体）が上昇したタイミングは4回あったが、そのうち3回は政府が景気下支えを意図して投資に依存した成長回復を図った時期と重なる（図表5-7）。19年入り後の資金調達総額の上昇がどこまでの規模になるかが今後の中国経済の成長を左右するが、一方でこれまで蓄積されてきた投資による副作用も懸念される。

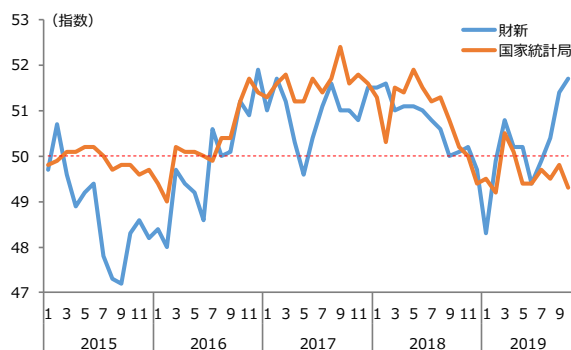
中国銀行保険監督管理委員会によれば、17年以降4兆9,000億元の不良債権が処理されたものの、依然として銀行の不良債権問題が主なリスクとなっている。また、特に不動産業などでは短期社債の償還リスクに直面する企業が多く、不良債権処理が本格的な課題として現れつつある。社債のデフォルト額は過去最高額を記録した18年のペースを超えて増え続けており（図表5-8）、今後の動向が注目される。

20年の成長率は6%を下回る見込み

インフラ投資を通じた政府の刺激策は今後顕在化が見込まれるが、投資全体に占めるインフラ投資額は限定的であることから、民間投資や消費を下支えする追加策が講じられるかが中国の成長を大きく左右する。仮に追加策がなかった場合、実質GDP成長率は19年+6.1%（変更なし）、20年+5.9%（前回から▲0.1%p下方修正）を予測。

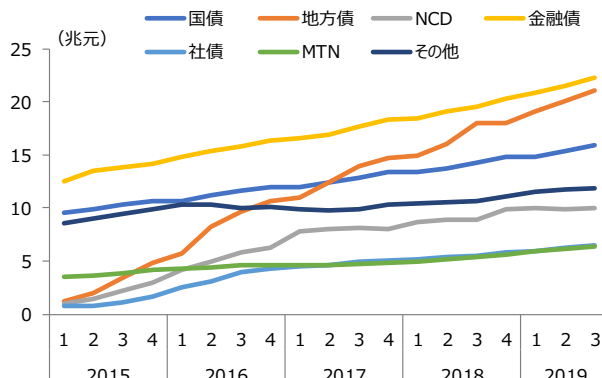
リスクは、非関税分野での米中対立の深刻化（総論P.8）と債務リスク（総論P.10）である。景気下支え策が講じられれば短期的には成長拡大を見込めるものの、結果として不良債権が拡大すれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こす。いわゆるバブル崩壊などの急激な信用収縮が起これば中国経済の急減速につながるが、仮に急減速を回避できたとしても、不良債権が拡大すればその処理のために今後成長が押し下げられる可能性が高い。

図表 5-5 財新および国家統計局製造業 PMI



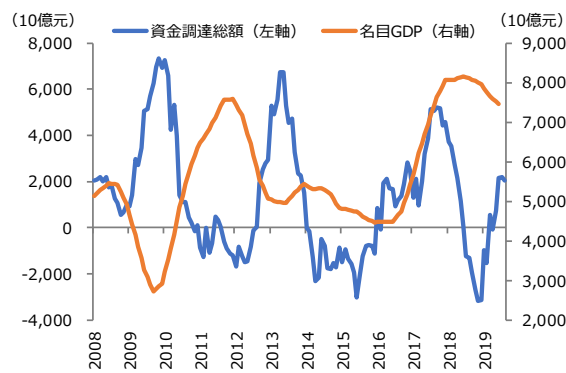
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-6 種類別債券残高



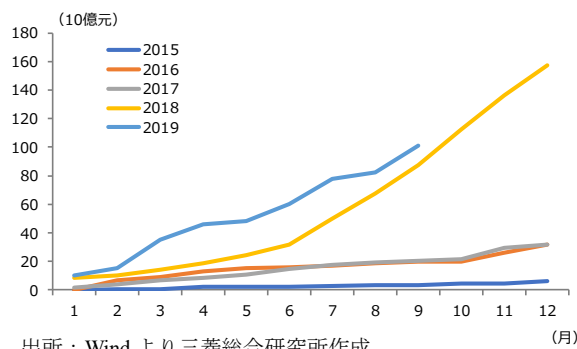
注：四半期ベース。NCDはNegotiable Certificate of Depositの、またMTNはMedium Term Notesの略。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-7 資金調達額と名目 GDP（前年差）



注：前年差を直近12カ月分の数値を用いて平滑化。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-8 社債のデフォルト額（年初来累積）



出所：Wind より三菱総合研究所作成