

18年10-12月期の成長率は6.4%へ減速

中国経済は成長減速が続く。18年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と、7-9月期の+6.5%から伸びが低下し、暦年の実質GDPは前年比+6.6%となった(図表5-1)。産業別にみると、第2次産業は前年比+5.8%と18年7-9月期と比べ伸びが回復した一方、第3次産業は+7.4%と伸びが低下した。

内需が減速傾向にあるなか、輸出が急失速

需要項目別にみると、内需は引き続き減速傾向にある。固定資産投資(農村部家計を除く)は不動産やインフラ投資の減速などを背景に、伸びが低下傾向にある(図表5-2)。小売売上高(実質)は18年12月に伸びが拡大したものの、均してみれば減速傾向にある。

輸出額は、18年10-12月期に入り急減速した(図表5-3)。世界経済の減速に加えて、総論(P.5)で述べたように、18年7-9月期に相次いで引上げられた米国の対中制裁関税の影響により、関税対象品目の米国向け輸出が大きく落ち込んだことが背景にある。

また、雇用は公式統計では堅調に推移しているものの、中国の求人サイト「智联招聘」(ジャオピン)によれば、18年7-9月期、10-12月期の求人数は前年同期比でそれぞれ▲27%、▲12%減少しており、雇用への影響が広がっている可能性がある。

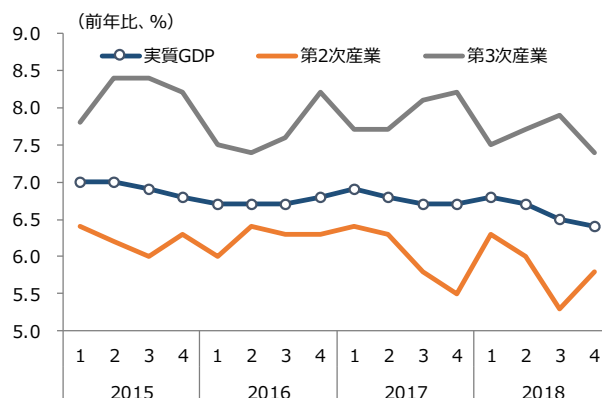
景気減速を受けて景気下支え策を強化

内外需ともに減速するなか、中国政府は政策面から景気を下支えする目的で18年に相次いで減税策を講じた。①基幹税である増値税(付加価値税)の引下げ、②個人所得税の基礎控除額の引上げや課税率の改定、③法人税の控除追加などの減税措置を講じるとともに、運用面でも徴税を猶予しているとされる。また、関税についても、輸入コストの上昇緩和と、開かれた国内市場を海外にアピールする2つの狙いから、④18年7月と11月、19年1月に相次いで輸入関税を引下げた。

金融政策面でも、18年4月以降、預金準備率を相次いで引下げてきたほか、金融政策のスタンスを「穏健で中立的な金融政策」から「穏健な金融政策」に変更した。また、金融機関向けの資金供給についても、従来からの枠組みであるリバースレポ、中期貸出制度(MLF)に加え、新設された標的型中期貸出制度(TMLF)などを通じて市場への資金供給を強化している。

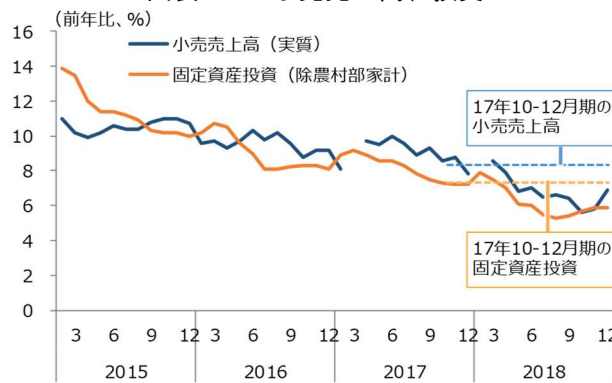
中国の景気対策は減税とインフラ投資だけで2兆5千億元(約40兆円、GDP比2.6%)超に上る。ただし、これら景気下支え策は、中国経済が直面する景気減速圧力を和らげるのに十分な規模でない可能性がある。既往の景気対策の規模は10年前のリーマンショック時の対策規模4兆元(GDP比11.4%)と比べれば小さく、内需の減速傾向に歯止めをかけるのに十分かは疑問が残る。

図表5-1 実質GDP成長率



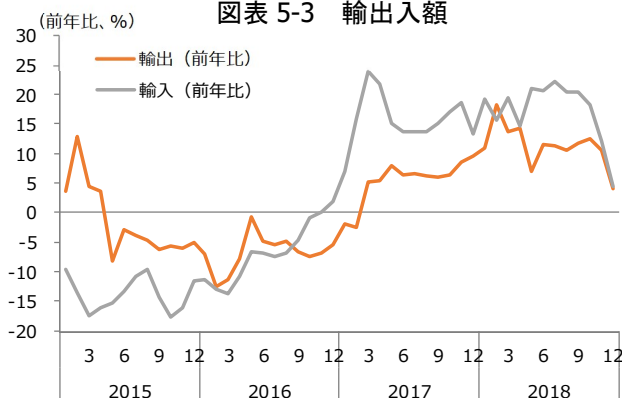
注：四半期ベース。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-2 小売売上高、投資



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-3 輸出入額



注：過去3ヶ月の移動平均を用いて平滑化。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

米中貿易協議、中国がどこまで譲歩するか

米中間の関税引上げは一旦延期され、両国で協議を行っている。米国は、①米企業への技術移転の強要、②知的財産権の侵害、③非関税障壁、④サイバー攻撃、⑤サービスと農産物の中国市場の閉鎖性の5つを課題に掲げ交渉に臨んでいる。

今後の注目は、中国がどこまでの譲歩を受け入れるかだ。構造改革など中長期的な中国経済の体質強化に資する項目は一定の譲歩が期待されるが、技術力や安全保障の分野など世界に対する中国の影響力を低下させかねない項目では、米中間での妥協点が見いだせず協議が決裂するリスクは残る。

拡大する社債のデフォルト

前記のとおり緩和的な金融政策で景気下支えを図っているが、社債のデフォルト額（以下デフォルト額）は増加の一途をたどる。18年のデフォルト額は通年で1,500億元を超えており、さらに潜在的にデフォルト確率が高い投機的格付け（BBB-（マイナス）以下）の社債も増加している（図表5-4）。社債の発行残高全体に比べれば、デフォルト額の比率は小さいが（0.6%）、今後この比率が拡大すれば、金融機関の財務悪化などを通じて信用収縮につながるリスクが高まる。

中国企業の収益構造の変革が鍵

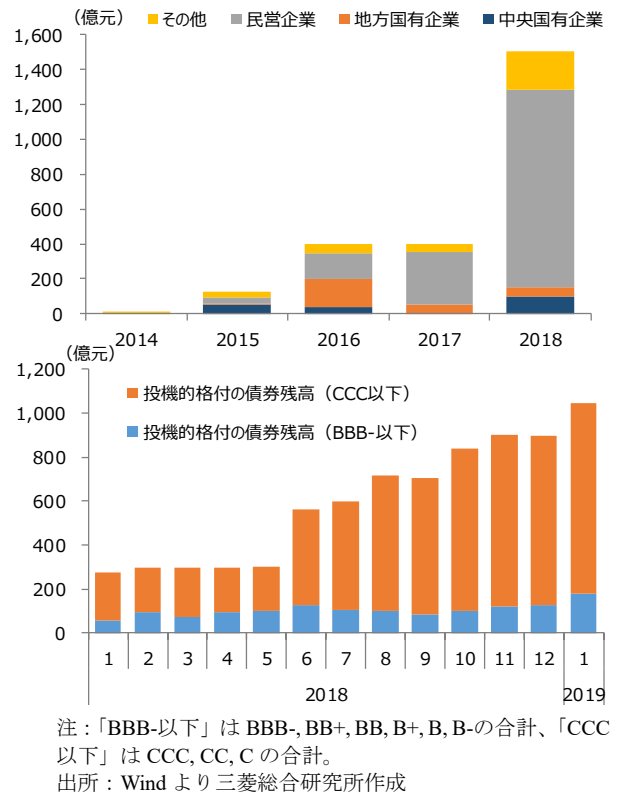
今後の中国経済の注目点は、短期的には米中貿易摩擦や景気下支え策の効果となるが、20年までを見通せば、中国企業の収益構造の変革が鍵となる。現状、全上場企業が稼ぎ出す利益の過半は金融業の利益であり、金融業への依存が深刻化している（図表5-5）。また近年、金融業以外の企業における金利や資本利潤、手数料収入などの本業以外の収入（営業外収入）が拡大傾向している（図表5-6）。短期的な利益を求めて製造業の企業などが金融商品や不動産への投資を拡大している可能性もあり、その場合は中長期的な成長力を損なうことになる。

20年にかけて6.0%まで成長減速

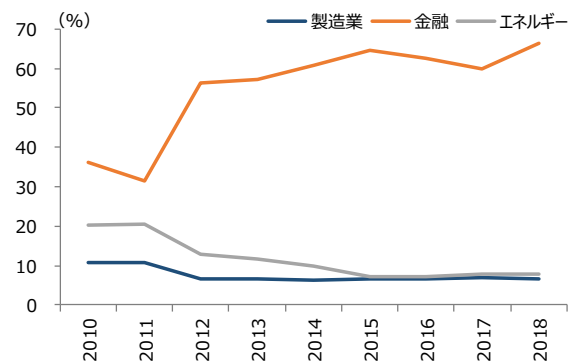
中国経済の先行きは、米中貿易摩擦による影響の顕在化に伴い輸出や内需の下振れが予想されるものの、政府による景気下支え策が一定の効果を示し、成長の急減速は回避される見込み。実質GDP成長率は、19年は前年比+6.2%（前回から変更なし）、20年は同+6.0%と予測する。

リスクは、第1に米中貿易交渉の決裂に伴う貿易摩擦のさらなるエスカレート、第2に信用収縮に伴う急減速である。第1は米中貿易協議が仮に妥結したとしても、その後構造改革の進捗に対して米国が不満を抱けば、対中姿勢が再び硬化しかねない。また第2は景気下支え策の副作用として、不良債権の拡大などにつながれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こし、中国経済のハードランディングを招きかねない。

図表 5-4 社債のデフォルト額（上）と格付け別残高（下）



図表 5-5 産業別の EBITDA シェア



図表 5-6 営業外収入比率（金融業除く）

