

19 年 1-3 月期は前期と同じく 6.4%成長

19 年 1-3 月期の中国の実質 GDP 成長率は+6.4%と、18 年 10-12 月期と同じ成長率となった（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、均してみれば減速基調にある。産業別にみると第 2 次産業は 18 年 10-12 月期よりも加速した一方、第 3 次産業では減速傾向が強まった。製造業では特に鉱工業生産が上昇に転じており、18 年 12 月の+5.7%から 19 年 3 月には+8.5%へと一時伸びが急拡大した（総論 P.5、図表 1-4 参照）。

内需はやや持ち直しも、輸入はなお大幅減

需要項目別にみると、内需は 17-18 年の水準と比べれば伸びが低下しているものの、一部の指標では足もとで持ち直しの動きがみられる。固定資産投資（農村部家計を除く）は特別政府債（地方債）や社債の拡大などを背景に堅調な推移を続けており、18 年後半から徐々に伸びを拡大させている。小売売上高は 19 年 4 月に大きな減速をみせたが（図表 5-2）、これには労働節による祝日数の差が影響しており、祝日数差の影響を除外すると前年比+8.7%前後となる。ただし、総論（P.8）で述べたように、不動産価格の上昇が家計収支を逼迫していることに加え、自動車販売台数など低迷が続く指標もあり、今後も警戒が必要な状況だ。一方、輸出入は減少が続く（図表 5-3）。輸入は内需の弱さが、輸出は 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の影響が続いている。

後述する景気対策と一部指標の持ち直しを受け、景況感にも改善の動きがみられる。財新が発表する PMI によると、製造業 PMI は 19 年 1 月に大きく落ち込んだが 3 月には節目となる 50 を回復した（図表 5-4）。

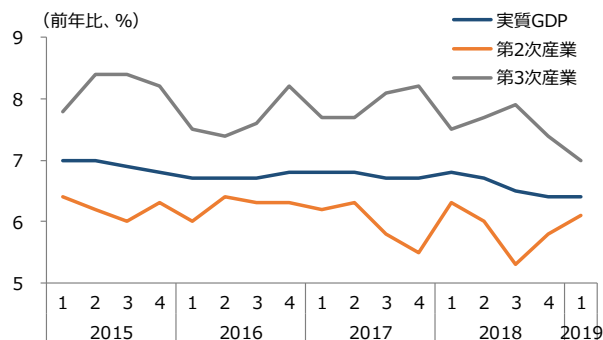
米中貿易摩擦の激化を受け今後は減速懸念

ただし今後は、米中貿易摩擦の激化を受け、輸出を始めとする各指標の悪化が予測される。先行きの中国経済は米中協議の結果および後述する政府による景気下支え策にかかっているが、仮に景気下支え策が早期に奏功したとしても、内需全体が持ち直すには時間を要するだろう。これまでの米中の関税報復の推移を見ても、18 年 7-9 月期に関税が本格的に課されたのち減税や投資認可加速を行っても内需がやや持ち直すまで半年以上を要した。仮に米国が今後約 3,000 億ドル分にも制裁関税を課し、それが固定化すれば、中国経済へのインパクトは更に高まる。

財政・金融両面からの景気下支え

19 年 3 月に開催された全人代では、財政政策として 2 兆元（約 33 兆円）規模の減税と社会保険料引下げを打ち出し、景気下支えを明確化した。増値税引下げや公的年金保険料の企業負担分の引下げといった減税策に加え、地方政府の債券発行枠の拡大なども打ち出した。

図表 5-1 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。

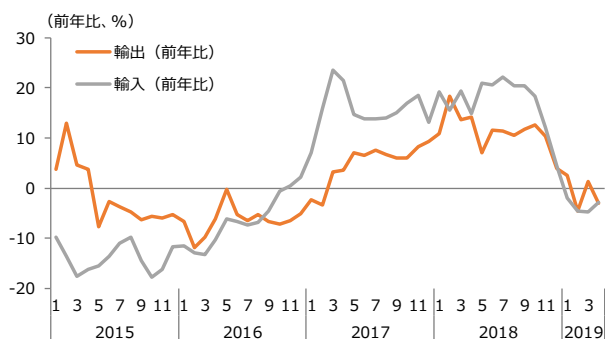
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

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

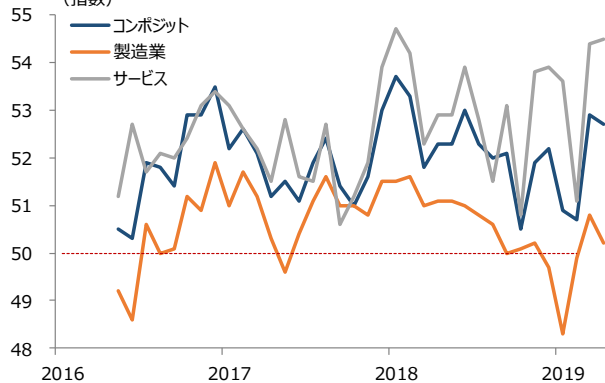
図表 5-3 輸出入額



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

図表 5-4 PMI（財新）



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

財政の拡大は 18 年から継続的に実施しており、その成果は政府歳出の対 GDP 比（後方 4 四半期の合算）にも表れている（図表 5-5）。これらの財政政策は 19 年 1-3 月期の中国経済の下押しに寄与していたものの、米中貿易摩擦の激化に伴う更なる関税引上げには対応できておらず、今後追加的な財政政策の余地がどこまであるかが焦点となる。

金融政策の方向性は「穏健で中立的な」から「穏健な」のみに変更したほか、「19 年は大手国有銀行の中小向け融資を 30%以上増やす」方針を示した。しかし、「M2 や社会融資総量の伸び率が名目 GDP 成長率と見合ったものとする」ことも併せて強調された結果、リーマン・ショック時に機動的に行われたようなマネーストックの拡大は起こっていない。

不動産投資を拡大させない資金供給を模索

中国では特に小規模零細企業の資金繰りが問題視されており、金融政策を通じた資金繰りの改善が望まれている。一方で、単純にマネーストックを増加させると、不動産への投資増加と価格上昇を招き（図表 5-6）、結果として家計の債務負担の拡大や消費の下押しにつながる。そのため、①中国人民銀行による使途を限定した複数の貸出制度（MLF、TMLF、SLF など）を通じた市場への資金供給、②金利の市場化などを含めた金融サプライサイドの構造改革が検討されている。特に②に対する国内的な注目は大きいものの、どこまで改革を進められるかは注目される。

不良債権の拡大とその処理能力に注意

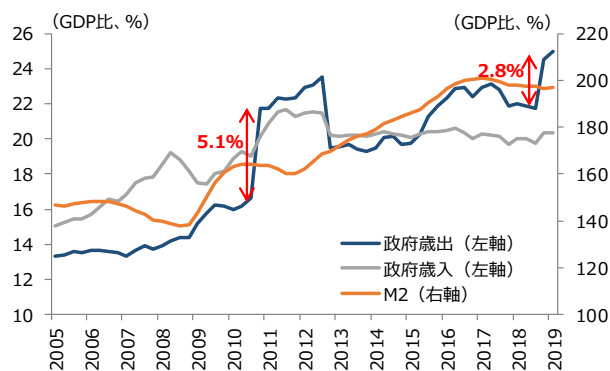
マクロでみると企業借入の対 GDP 比率は低下しているものの、依然として高い水準にあり警戒が必要だ。中国 A 株市場の上場企業を対象に ICR（インタレスト・カバレッジ・レシオ）別の負債額をみると、17 年決算から 18 年決算にかけて ICR が 1 を下回る企業の負債額が急増した（図表 5-7）。ICR が低い企業における債務は不良債権化リスクが高く、警戒が必要となる。政府は企業の債務償還能力を高めることを目的に企業向けの減税策を講じているが、根本的に ICR を改善するためには、国有企業等のガバナンス改革を進める必要がある。

20 年にかけて 6.0%まで成長減速

中国経済の先行きは、米中貿易摩擦の影響顕在化により経済の下振れが予想されるものの、政府による追加的な景気下支え策が講じられ、年間を通せば成長の急減速は回避される見込み。実質 GDP 成長率は、19 年+6.1%（前回から▲0.1%p 下方修正）、20 年+6.0%（変更なし）を予測。

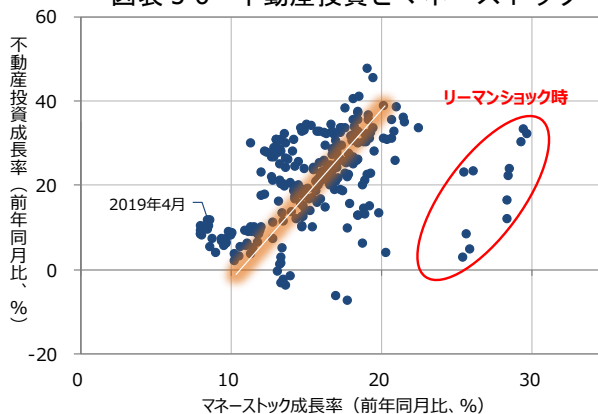
リスクは、米中貿易摩擦の更なる激化（総論 P.7）と信用収縮を伴う経済の急減速である。景気下支え策の副作用としてマネーストックおよび不動産価格が一時的に上昇し、その結果不良債権が拡大すれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こす。いわゆるバブル崩壊などの急激な信用収縮が起これば中国経済の急減速につながるが、仮に急減速を回避できたとしても、不良債権が拡大すればその処理のために今後成長が押し下げられる可能性が高い。

図表 5-5 財政政策と金融政策による下支え



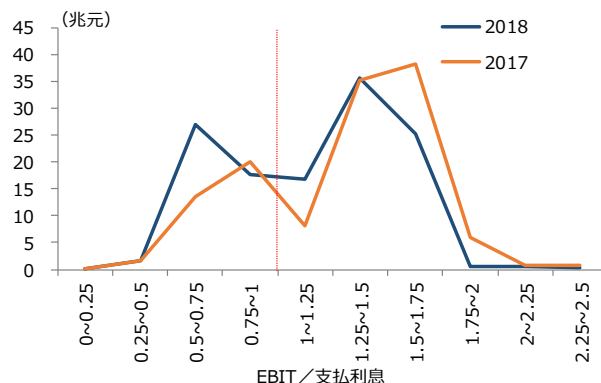
注：政府歳出、政府歳入および名目 GDP は後方 4 四半期の合算を用いて GDP 比を算出。M2 は後方 4 四半期の移動平均を使用。出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-6 不動産投資とマネーストック



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-7 上場企業の ICR と負債額



注：支払利息と EBIT（支払金利前税引前利益）を用いて ICR を算出。

出所：Wind より三菱総合研究所作成