

## 構造的な減速の中、追加的下押し圧力にさらされる中国経済

2018年10～12月期の実質GDP成長率はさらに低下、通年で概ね政府目標通りの前年比+6.6%で着地した。巷間では「28年ぶりの低成長」と評されることが多いが、一人当たりGDPが1万ドルに接近した中国経済にとっては「構造的な減速」と呼べるスピード調整であろう。ただ、減速の主因の一つであるデレバレッジこそ緩和が見込まれるが、米中貿易摩擦やハイテク製品の需要一巡による下押しは今後も続く。さらに、「修正李克強指数」で見る限り減速ペースは急であり、悪影響の波及が懸念される。こうした中、政府は政策総動員により減速ペースの加速は食い止め、中国経済は緩やかな減速が続く見通しである。2019年の成長率は6%台前半を予想する。

### 「28年ぶり低成長」の意味

今月21日に発表された中国の2018年10～12月期GDPは実質で前年同期比+6.4%となった（詳細は後半の「主な指標の動き」参照）。1～3月期の+6.8%から3四半期連続で減速し、2018年通年では前年比+6.6%と概ね政府目標通りの伸びであったが、巷間では「28年ぶりの低成長」との評価が散見される。確かに成長率は鈍化したが、一人当たりGDPが1万ドルに接近<sup>1</sup>、低所得国から中所得国に向けて成熟の度合いを高める中国経済にとってみれば、本来、6%台前半の成長でも高過ぎるだろう。政府が目指す「中高速」成長へのスピード調整、言わば徐々に「構造的な減速」を進めることこそが、中国経済にとって中長期的な安定成長を確保するための最善の道である。何年ぶりかの「低成長」は、ただ単に経済の成熟化の結果であるに過ぎず、それを指摘することに、さほど意味はない。

では、中国経済の現状を評価し、その行方を見極めるため重要なのは何か。それは、減速の原因であり、それが短期間で解消ないしはコントロール可能なものなのかどうかであろう。さらには、2次的な景気悪化をもたらすほどの減速ペースなのか、言い換えれば「減速の深さ」も注意すべきである。成長の急減速は、短期間で調整不可能な過剰在庫や生産設備を作り出し、景気を一層減速させることになるためである。

### デレバレッジや貿易摩擦の悪影響は緩和方向

まず、今回の成長減速の主な原因を挙げるとすれば、①デレバレッジ（債務削減）、②米中貿易摩擦の影響、③ハイテク分野の需要一巡、の3点となる。これらのうち、デレバレッジについては、既に前月の本レポート<sup>2</sup>で記した通り、政府は景気の悪化を懸念して方針を転換、預金準備率引き下げにより銀行貸出の拡大を促しており、12月には貸出残高が前年同月比+13.5%まで伸びを高め（ボトムは5月の+12.6%）、マネーサプライは+8.1%へ小幅ながらも伸びを高めた（11月は

マネーサプライと貸出残高の推移（前年同月比、%）



(出所) 人民銀行

<sup>1</sup> 当研究所の試算では、2018年の一人当たりGDPは9,700ドル程度となった見込み。

<sup>2</sup> 2018年12月20日付 Economic Monitor「中国経済：景況感の悪化が続き、今後は貿易摩擦の影響が本格化」

[https://www.itochu.co.jp/ja/economic\\_monitor/report/2018/\\_icsFiles/afieldfile/2018/12/20/20181220\\_2018-059\\_C.pdf](https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2018/_icsFiles/afieldfile/2018/12/20/20181220_2018-059_C.pdf)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

+8.0%)。さらに、政府は地方債発行額を増額するほか、社債や銀行貸出に対する信用補完制度の準備を進めるなど、引き続き資金供給の拡大を図る姿勢を鮮明にしている。デレバレッジは、もともと政府が進めた方針でもあり、今後は政府の方針転換によって、その景気下押し圧力は低下するとみてよいだろう。

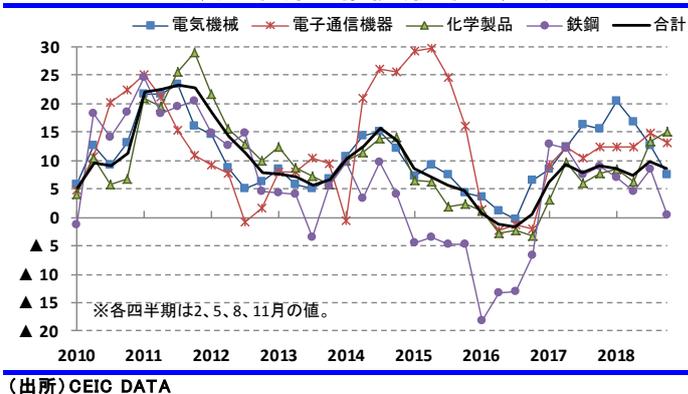
米中貿易摩擦については、現時点で輸出の落ち込みなど直接的な影響は限定的であり、マインドの悪化を通じた間接的な影響が中心である。後述の通り、主な経済指標からは、輸出の減速以上に個人消費の伸び悩みが成長率を押さえ込んでいる様子が窺え、その背景の一つとして米中貿易摩擦に対する懸念が挙げられている。米中の貿易問題に対する協議は、現在、佳境を迎えており、各種報道などから判断する限り、米国の対中貿易赤字縮小というテーマに関しては中国の輸入拡大を軸に大筋で合意できそうな雰囲気である。そのため、この貿易協議の期限である3月1日までに交渉が決裂、米国が2,000億ドル規模の中国からの輸入への追加関税を10%から25%へ引き上げる可能性は低下したと言え、間接的な影響は緩和方向にある。ただ、知的財産権の保護や技術移転の強要といった、所謂「構造改革」については協議が難航している模様であり、1月末に米国での開催が予定される劉鶴副首相とライトハイザー通商代表部(USTR)代表との会談において進展が見られるか予断を許さない。その結果次第では、交渉決裂のほか、協議期間が延長され関税引き上げというリスクが残されたままとなることも考えられよう。いずれにしても、今年1月以降は、関税引き上げに伴う対米輸出の落ち込みが本格化することは避けようがなく、米国との貿易摩擦による直接的な影響は、これからが正念場となる。そのため、貿易摩擦は引き続き中国経済の下押し要因と考えておくべきである。

そして、思いの外、影響が大きかったのがハイテク分野の需要一巡である。後述の通り、輸出は確かに息切れしており、駆け込み需要の反動を含めた米国の関税引き上げが一因となっていることは間違いない。ただ、輸出は米国向け以外でも、ハイテク分野を中心に大きく減速している。なかでもスマートフォン関連分野の落ち込みが目立っており、2018年9月のiPhone新機種発売、および、それに対抗するために中国メーカーが新機種発売を集中させた反動が出た可能性が指摘できる。また、輸出の大幅鈍化に加え、国内における販売不振もあり、スマートフォン関連分野では大幅な生産調整を強いられている。それでも電子通信機器分野の在庫は依然高い伸びが続いており、在庫調整圧力は強い。国内の販売には復調の兆しも見られるが、不振が長引けば在庫調整に時間を要し、生産調整による景気下押しが長期化しよう。以上の通り、成長鈍化の要因については、総じてみれば解消に時間がかかる可能性が高いものが多い。中国経済は、構造的な減速を強いられる中で、今後も当面、追加的な景気下押し圧力が掛かる状況が続くであろう。

### 修正李克強指数で見る減速の深さ

一方、減速の深さについては、政府公表の成長率を見る限り、緩やかな減速であり、さほど懸念することはなさそうである。ただ、政府公表の統計に対する信頼度は低いとの指摘は多く、より実態を把握するための指標として、かつて「李克強指数」というものが用いられることが多かった。その説明は過去のレポ

主な財の在庫の推移(前年比、%)



ート<sup>3</sup>に譲るとして、そのレポートの中で紹介した、最近の2次産業から3次産業への構造変化を反映した「修正李克強指数」を用いて、より実態に近いと考えられる姿を見ると、2018年4～6月期から7～9月期、10～12月期にかけて、成長率の水準はさておき、成長ペースが急減速している様子が見て取れる（下左図）。

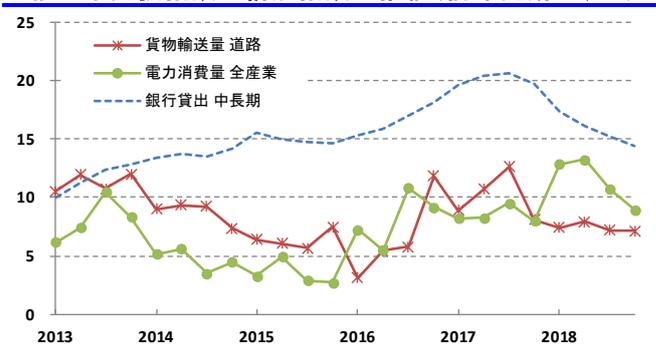
さらに、修正李克強指数を構成する3指標の動きを見ると（下右図）、「貨物輸送量（道路）」が緩やかに減速、「銀行貸出（中長期）」の伸びの鈍化傾向が続く中で、「電力消費量（全産業）」の急減速が、全体の伸びを押し下げる主因となっている。これらの動きを解釈すれば、3次産業を含めた全産業レベルで企業の生産活動が急速に抑制されているということであり、その波及的な悪影響が懸念され、好ましいことではない。

**実質GDPと修正李克強指数の推移（前年同月比、%）**



(出所) 中国国家统计局、伊藤忠経済研究所

**修正李克強指数の構成指数の推移（前年同期比、%）**



(出所) 中国電力企業連合会、交通運輸部、人民銀行口

現時点では、固定資産投資の動きを見る限り、企業の設備投資に対する意欲が全体として見れば衰えてはいないようであるが、個人消費の予想以上の冷え込みは消費者のマインド悪化が背景にあり、いずれ需要の低迷を通じて企業へも波及する恐れがある。一方で、政府は所得税減税のほか、自動車減税の再開や家電製品購入への補助金など、消費刺激策の検討を進めている。また、企業に対しては、上記の通り資金供給の拡大により生産・投資活動を支える姿勢を鮮明にしている。こうした政策の総動員により、成長率の減速ペースが加速するような事態は避けられるとみられるが、緩やかな減速が続くことは覚悟する必要がある。すなわち、2019年の成長率は、2018年の前年比+6.6%から一段と減速し、6%台前半になると予想される。そして、これは「構造的な減速」の範囲内にかろうじてとどまるものである。

<sup>3</sup> 2015年10月5日付 Economic Monitor 「中国経済：『李克強指数』は正しいのか？」参照。

[https://www.itochu.co.jp/ja/files/20151005\\_2015-050\\_C.pdf](https://www.itochu.co.jp/ja/files/20151005_2015-050_C.pdf)

## 主な指標の動き (2018年12月)

### GDP

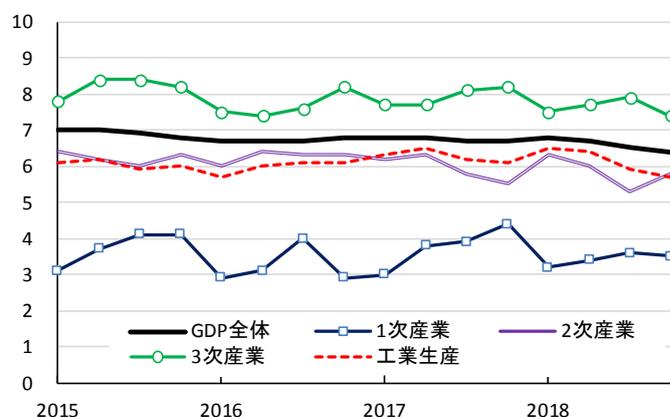
10～12月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+6.4%となり、7～9月期の+6.5%から一段と減速。2018年通年では前年比+6.6%と政府計画の数値(+6.5%前後)を達成したものの、2017年の+6.8%<sup>4</sup>から成長速度は一層鈍化した。

産業別にみると、三次産業は10～12月期+7.4%(7～9月期+7.9%)と伸びが低下した一方で、二次産業は+5.8%(+5.3%)へ伸びが高まった。三次産業の減速は、卸売・小売業(+6.2%→+5.5%)やホテル・飲食(+6.3%→+5.8%)といった個人消費関連のほか、不動産業(+4.1%→+2.0%)で伸びが低下したことが主因である。

一方で交通運輸・倉庫業(+8.0%→+8.7%)は伸びが高まり、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス(+32.8%→+29.1%)も若干鈍化したが高い伸び率を維持した。

二次産業については、製造業(+6.0%→+5.7%)は鈍化した一方で、インフラ投資の回復により建設業(+2.5%→+6.1%)は大幅加速し、二次産業全体をけん引した。

実質GDP(産業別)の推移(前年同期比、%)



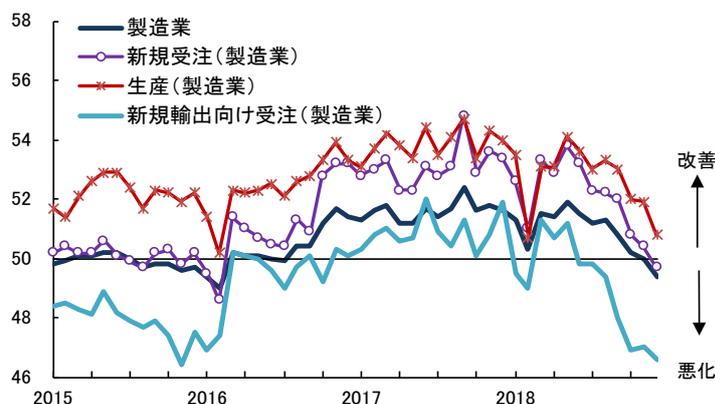
(出所)中国国家统计局

### PMI (購買担当者指数)

12月の製造 PMI は49.4と前月(50.0)から0.6ポイント低下した。2年5ヶ月ぶりに景気の拡大・縮小を判断する節目の50を割り込んだ。

主な内訳をみると、新規受注(49.7)は前月から0.7ポイント低下、輸出向け新規受注(46.6)も前月から0.4ポイント低下し、ともに50を下回った。内・外需双方で先行きへの懸念が強まっている。受注の落ち込みにつられる形で生産指数(50.8)は前月から1.1ポイント低下、未だ50を上回るも4ヶ月連続の低下。生産活動の抑制により輸入指数(45.9)も前月から1.2ポイント低下、50を6ヶ月連続で下回った。雇用(48.0)も前月比0.3ポイント低下し、雇用調整圧力が強まった。一方で、完成品在庫(48.2)は前月比0.4ポイント低下するなど在庫の積み上が

PMI(担当者購買指数)の推移(中立=50)



(出所)中国国家统计局

<sup>4</sup> 中国国家统计局は1月18日、2017年の国内総生産(GDP)伸び率を前年比+6.9%から+6.8%に下方修正した。第2次産業の伸びを+6.1%から+5.9%に引き上げたほか、情報技術サービスの伸びを+4.2%Pt引き下げ、+21.8%とした。

りは回避されているほか、原油商品下落の影響で原材料購入価格（44.8）が前月比 5.5 ポイントの大幅低下となるなど、好材料も見られた。

12月の非製造業 PMI は 53.8 と前月（53.4）から引き続き景気の拡大・縮小を判断する節目の 50 を上回る水準を維持した。業種別では、建築業（62.6）が前月比 3.3 ポイント上昇しており、政府による景気下支え策の効果発現に伴いインフラ投資に進歩の動きが出ていることが押し上げ要因になっている。サービス業（52.3）は前月比 0.1 ポイント低下したが、鉄道や通信、銀行などは堅調な動きが続いている。

なお、製造業と非製造業を合わせた総合 PMI は 52.6 となり、前月から 0.2 ポイント悪化した。

## 輸出（通関統計、米ドルベース）

12月の輸出額（ドルベース）は前年同月比▲4.4%となり、11月の+5.4%から大きく落ち込み、10～12月でも7～9月期の+11.7%から+4.0%へ大幅に鈍化した。

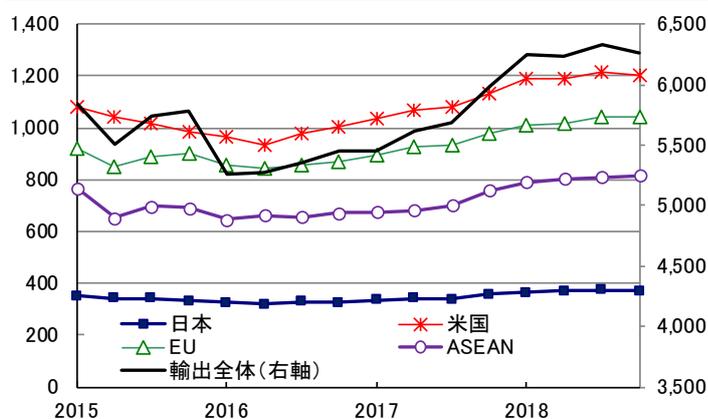
主な仕向地別にみると、米中貿易摩擦の影響により米国向け（7～9月期+12.9%→10～12月期+6.3%）が鈍化したほか、EU向け（+11.6%→+6.2%）、日本向け（+10.2%→+3.8%）、ASEAN向け（+15.2%→+7.4%）、香港向け（+14.9%→▲3.7%）など、幅広く減速した。

主な製品の財別をみると、米国の関税引き上げ対象が多く含まれる機械設備（7～9月期+13.0%→10～12月期+4.0%）や電子機器（+20.9%→+12.4%）のみならず、スマートフォンを含む計算機・通信機器（+12.6%→+1.3%）といったハイテク分野を中心に、金属製品（+14.1%→+8.2%）など幅広い分野で伸びが鈍化した。

## 社会消費品販売総額（小売販売）

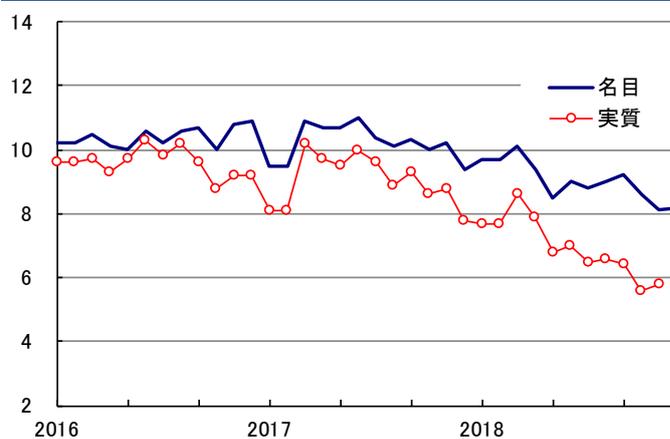
12月の社会消費品販売総額（小売販売）は、11月の前年同月比+8.1%から+8.2%へ伸びが 0.1 ポイント高まった。2018年通年では前年比+9.0%増、物価上昇を除いた実質では+6.9%増となった。品目別の内訳（名目）を見ると、原油安に伴い石油製品（11月+8.5%→12月+5.8%）は伸びが鈍化、自動車（▲10.0%→▲8.5%）や通信機器（▲5.9%→▲0.9%）はマイナス幅が縮小した。また、日用品（+16.0%→+16.8%）や家電（+12.5%→+

仕向地別の通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



（出所）中国海関総署  
（注）当研究所試算の季節調整値。最新期は10-12月。

社会消費品販売総額の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家統計局  
（注）最新期は12月期

13.9%)、家具 (+8.0%→+12.7%) などが伸びを高め、都市化の進行に伴う生活の変化に応じた需要は底堅く推移した。なお、オンライン小売販売 (1~11月+24.1%→1~12月+23.9%) の伸びは鈍化したが、依然として高い伸びを維持した。

自動車 (乗用車) 販売を台数で見ると、12月は前年同期比▲15.8%と11月 (▲16.1%) から減少幅が小幅縮小したが、通年の販売台数は前年比▲4.1%の2,371万台にとどまった。自動車販売の減少は、中小型車向け減税の終了や米中貿易摩擦による消費者心理の冷え込みが主因であろう。一方、新エネルギー車の販売台数は12月も前年比+61.7%増と引き続き好調を維持している。

## 固定資産投資 (都市部)

12月の固定資産投資 (設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部) は11月の前年同月比+7.7%から12月は+5.9%へ伸びが小幅鈍化した。ただ、10~12月で見れば前年同期比+7.2%と7~9月期 (+4.5%) を上回っており、持ち直し傾向を維持している。

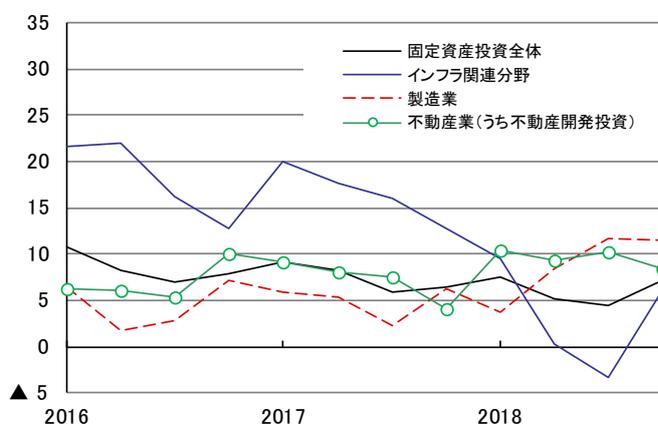
主な内訳をみると、製造業 (7~9月期+11.7%→10~12月期+11.5%) が若干鈍化したが比較的高い伸びを維持した。内訳は、情報通信機器 (+16.2%→+12.5%) が鈍化した一方で、自動車 (▲9.6%→+8.4%) はプラスに転じ、電気機器 (+11.4%→+24.5%) の伸びが大幅に高まった。インフラ関連分野 (▲3.2%→+6.0%) では、水利・環境・公的施設管理業 (▲3.9%→+6.1%) や電気ガス水道 (▲11.3%→+4.7%)、鉄道 (▲10.9%→+9.5%) のいずれも大幅に改善した。

## 工業生産

12月の工業生産は、前年同月比+5.7%と11月 (+5.4%) から0.3ポイント加速した。製造業 (11月+5.6%→12月+5.5%) がやや鈍化一方で、採掘業 (+2.3%→+3.6%) が前月から回復した。

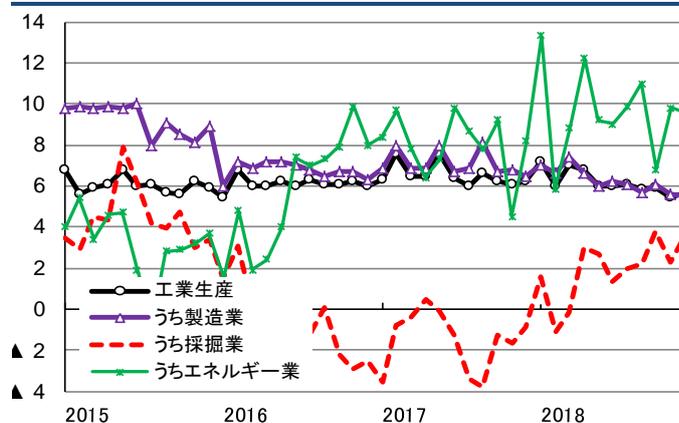
主な財別で見ると、小型車販売の不振から乗用車 (▲18.0%→▲17.1%) は引き続き大幅に減少。さらに、SUV (▲20.1%→▲21.9%) も前年を大幅に下回る伸びが続いた。移動通信機器 (▲8.4%→▲9.4%) は、スマートフォン (▲1.2%→▲9.8%)

固定資産投資の推移 (前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局  
 (注) 1. 固定資産投資の対象は、建物、機械、輸送機器などで、無形資産は含まない。  
 2. 固定資産投資全体のうち、製造業は32.0%、不動産業(うち不動産開発投資)は17.7%、インフラ関連分野は22.8%を占める(2018年)。  
 3. インフラ関連分野は、水利・環境・公的施設管理、道路、鉄道、電気・ガス・水道の合計。  
 4. 最新期は12月。

工業生産の推移 (実質、前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局  
 (注) 1、2月は月次データが公表されないため、累積値の前年同期比。

を中心に大幅に前年を下回る推移が続いている。一方で政府の積極的なインフラ投資促進策により、銑鉄（+5.8%→+9.4%）やセメント（+1.6%→+4.3%）などで伸びが高まった。米中貿易摩擦などの影響が徐々に強まる一方、政府による内需刺激策の効果が始めている。

## 消費者物価

12月の消費者物価は前年同月比+1.9%となり、前月（+2.2%）から鈍化した。食料品の上昇幅は前月（+2.5%）から横ばい、生鮮野菜（11月+1.5%→12月+4.2%）は加速したものの、ウエイトの大きい豚肉（▲1.1%→▲1.5%）が前月から下げ幅を拡大した。エネルギーを中心に非食品（+2.1%→+1.7%）は前月から鈍化、そのうち自動車燃料・部品（+12.6%→▲0.5%）が前年同月を下回ったほか、旅行費用（+2.9%→+2.1%）などが前月から下落している。燃料価格

低下の影響により、食品・エネルギーを除く総合CPIは前年同月比+1.8%と前月から変わらず。なお、2018年通年では総合で前年比+2.1%（前年+1.6%）と前年より伸びを高めたが、政府の通年目標「3%前後」を下回った。

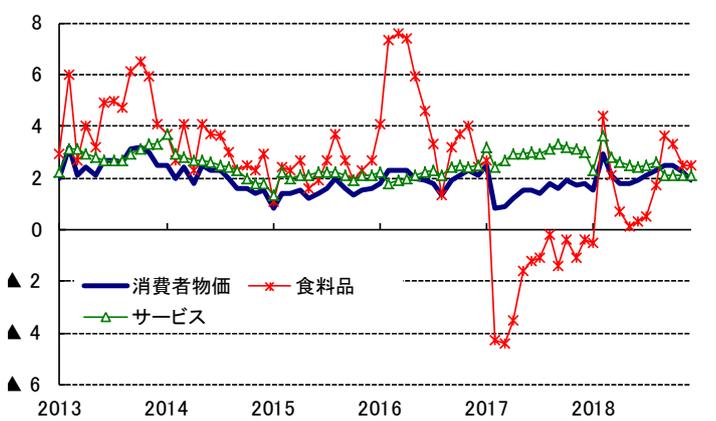
## 生産者物価

12月の生産者物価は前年同月比+0.9%上昇と前月の+2.7%から大幅に鈍化し、2年2ヵ月ぶりの低水準となった。以下の通り、エネルギー価格の下落による影響が大きかった。

財別に見ると、生産財（11月+3.3%→12月+1.0%）は前月から鈍化したが、そのうち採掘（+9.2%→+3.8%）や原材料・燃料（+4.6%→+0.8%）、製造品（+2.2%→+0.8%）いずれも前月から鈍化した。産業別では、石油・天然ガス採掘（+24.4%→+4.5%）、石油・石炭その他燃料加工業（+17.6%→+5.7%）とエネルギー関連の下落幅が最も大きかった。

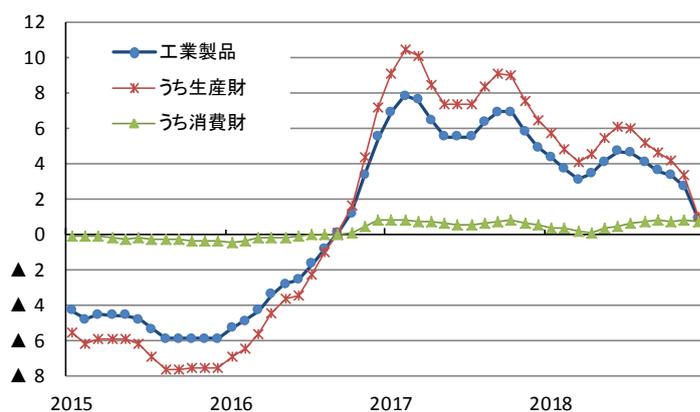
消費財（+0.8%→+0.7%）も小幅鈍化した。食品（+1.1%→+0.9%）や日用品（+0.8%→+0.4%）が前月から鈍化した。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局  
(前年同月比、%)

## 人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は、昨年12月半ば以降、約1%上昇し、1月中旬には一時1ドル=6.75元台まで元高が進行した。人民銀行が預金準備率の引き下げを発表したが、元相場は堅調に推移した。しかしながら、その後はドル全面高の地合いに押される形で1ドル=6.79元前後へ戻した。

12月の外貨準備高は3兆730億ドルとなり、前月(3兆617億ドル)から110億ドル増加した。ただ、2018年通年では、人民元の下落基調を背景に、外貨準備は年間で672.4億ドル減少した。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国銀行