

米国制裁が強まる中での中国経済の行方

2019年11月1日 調査部 白 鳳翔
TEL 045-225-2375
E-mail: haku@yokohama-ri.co.jp

【要約】

2019年7～9月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+6.0%（前期は同+6.2%）と、成長率が2四半期連続で低下した。米国の対中制裁関税発動がその背景にある。こうした中で、習近平体制は新LPR（最優遇貸出金利）制度の適用と預金準備率の引き下げや、消費活性化措置、地方債の発行加速など景気下支え策に取り組んでいる。その結果、直近の9月に公共インフラ投資や鉱工業生産の伸びが高まるなど、足元の景気には一部で持ち直しの動きがみられ始めた。今後、中国の経済成長が過度に減速する事態は回避されよう。

先行きの中国経済を展望すると、2019年終盤は米国による対中貿易制裁の影響が強まる反面、習体制による景気下支え策の効果が現れるため、成長率がいったん持ち直す見込みである。しかし、2020年に入ると、米国の対中貿易制裁の影響に加えて、習体制による不動産取引の引き締め策の影響が強まることなどから、経済成長率が再び低下すると予想される。

こうした中国経済の減速は、日本から中国への輸出の減少や、中国現地における日本企業の収益悪化、円高・株安に伴う日本の消費・投資マインドの悪化などといった経路で日本経済の成長にも悪影響を及ぼしている。また、多くの神奈川県企業が中国関連ビジネスを展開していることを踏まえると、今後、米国の対中制裁の影響が県経済により強く現れてくる可能性もある。

1. 2019年7～9月期の実質経済成長率は+6.0%

2019年7～9月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+6.0%（前期は同+6.2%）と、成長率が2四半期連続で低下した。前年比+6.0%は、四半期ベースで統計の発表が開始された1992年以降で最低の水準である。

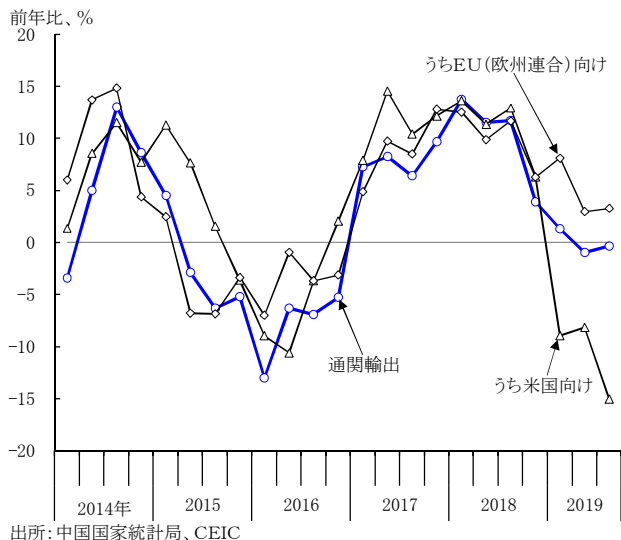
7～9月期は、通関輸出が前年比-0.4%と2四半期連続で減少した（図表1）。内訳をみると、米トランプ政権の対中制裁関税発動^(注1)の影響により、米国向けが大幅な減少となった。また米国向け以外に関しても、EU（欧州連合）向けが低い伸びで推移している。

一方、内需では固定資産投資が7～9月期に前年比+4.8%と3四半期連続で減速した（図表2）。内訳をみると、米制裁に伴う企業の設備投資抑制もあり、製造業が同+1.7%と4～6月期の同+2.5%をさらに下回る低い伸びにとどまった。加えて、不動産業も同+8.6%と増勢が一段と弱まっている。住宅価格の過度な上昇を抑制するため、2019年春から中国当局が住宅購入支援策を縮小したことや、資金面で不動産デベロッパーへの取り締まりを強化したことがその背景にある。

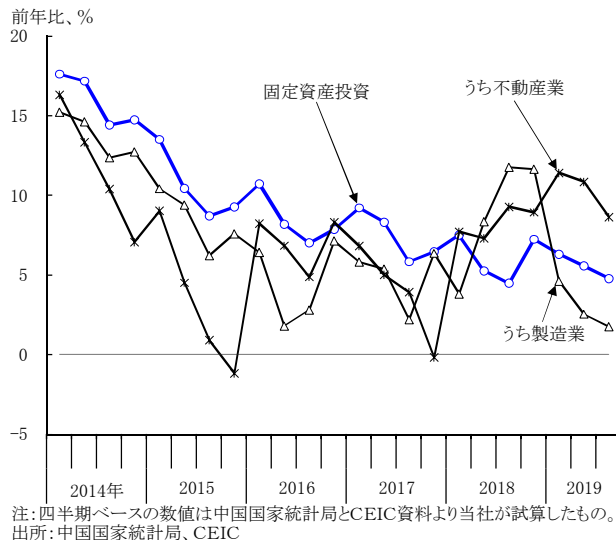
また、家計部門に関しても、個人消費が低調に推移している。7～9月期の小売売上高の伸びは前年比+7.8%と2003年4～6月期以来の低さとなった（図表3）。内訳をみると、自動車関連が再び前年水準割れに転じ、また家電関連も3四半期連続で減速した。輸出の減退などに伴う雇用・所得情勢の軟化がその背景にある。都市部の調査失業率は7～9月平均が5.2%と4～6月平均（5.0%）を上

回った（図表4）。また都市部の人口1人当たり可処分所得は7～9月期に前年比+5.0%と2期連続で増勢が弱まっている。

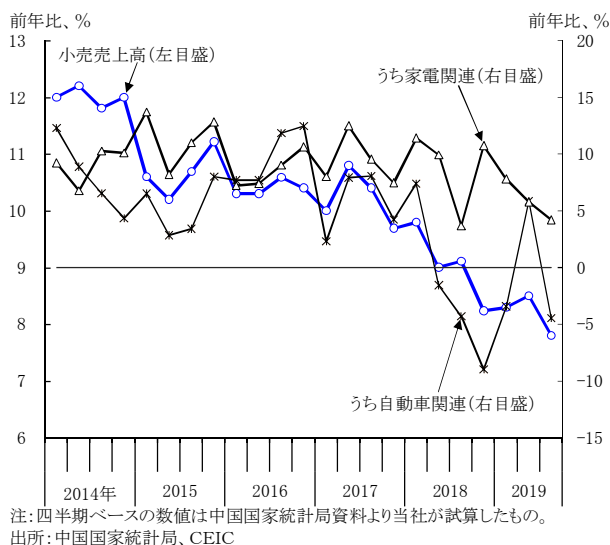
図表1 通関輸出は減少基調



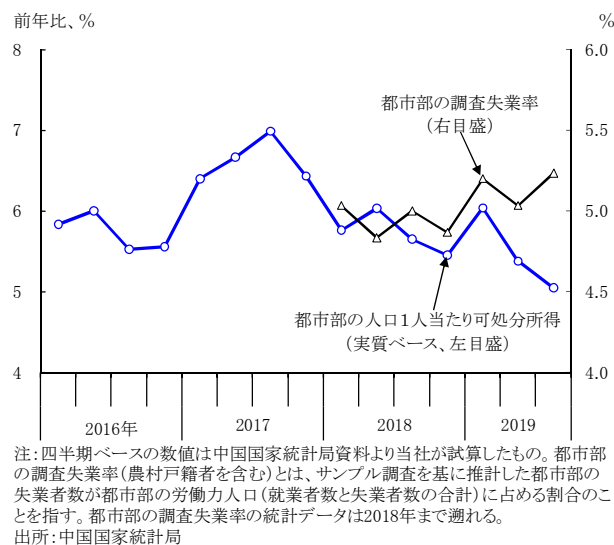
図表2 固定資産投資は減速基調



図表3 小売売上高は弱含み



図表4 個人所得は減速、失業率も上昇



2. 習近平体制は米貿易制裁の影響を和らげる目的で景気下支え策に取り組む

こうした中で、2019年7月30日に開かれた「中国共産党中央政治局会議」では、習近平体制が2019年後半の経済運営について、4月開催の同会議になかった「雇用の安定」や「投資の安定」といった「6安定」を掲げており、過度な景気減速を回避しようとする姿勢を一段と鮮明にしている（図表5）。また、財政面では「積極的な財政政策」が継続され、「税金・非税金費用の削減」が細かくかつ着実に実施されることが示された。2019年3月開催の全人代（全国人民代表大会、日本の国会に相当）では、習体制が企業・個人向けの税金・非税金費用の削減目標を大幅に引き上げており、今後はその実施に取り組んでいくとみられる。それに加えて、財政出動による「最終需要の開拓・拡大」や、「製

造業投資の安定化」、「新型インフラ建設」なども重点施策として掲げられている。金融面に関しても、「流動性の合理的な余裕」を維持するという緩和的な姿勢が示され、また「製造業・民間企業への中長期融資の増加」という重点施策も明らかになった。

このように、中国当局が足元で景気対策に取り組んでいる背景には、トランプ政権による追加の対中貿易制裁の影響に備える目的があると考えられる。また、習体制は発足時に「2020年の実質GDPと個人所得を2010年比で2倍にする」という公約を掲げている。この目標を達成するためには、今後2年間に年平均+6.2%の経済成長が必要であり、大幅な景気減速は容認できない。

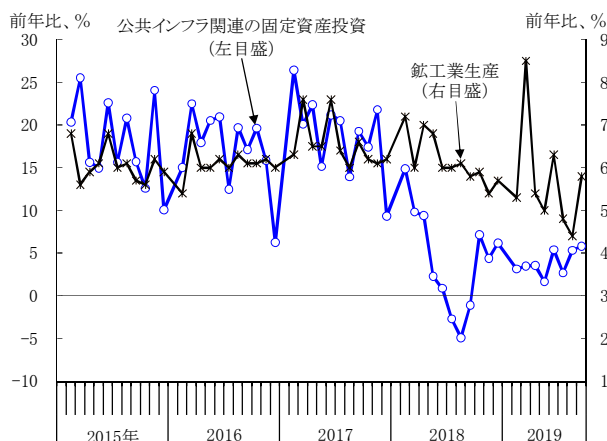
2019年8月に入り、米トランプ政権は対中制裁を強化した。すなわち、8月1日、トランプ大統領は約3,000億ドル分の中国製品に10%の追加関税を9月1日から発動すると表明した。また、米財務省が8月5日に中国を「為替操作国」に指定し、先行き中国製品への追加制裁措置を検討していることも明らかになった。さらに8月23日にトランプ大統領は、2,500億ドル分の中国製品に課している制裁関税を現在の25%から10月1日から30%に引き上げること^(注2)、また9月1日発動予定の約3,000億ドル分の中国製品に対する追加関税を当初予定の10%から15%に引き上げることを表明した。

図表5 中央政治局会議の主な決定事項

「穏中求進」(経済成長を合理的な範囲に維持しながら、経済の質と効率を向上させる)という経済運営の基本方針を維持。
「積極的な財政政策」にスムーズに取り組む。 「財政政策の強化と効果向上を図るべく、税金・非税金費用の削減」を引き続き細かくかつ着実に実施。 「最終需要の開拓・拡大」や、「農村市場の活性化」、「製造業投資の安定化」、「老朽化した住宅地域の改造や、駐車場の建設、コールドチェーン物流施設の整備といった効果的供給の拡大」、「情報ネットワークなどの新型インフラ建設」に注力。
「穏健な(中立に近い)金融政策」にスムーズに取り組む。 「金融緩和と金融引き締めとのバランスを取り、流動性の合理的な余裕を維持」。 「金融機関による製造業・民間企業への中長期融資の増加」を導く。
「6安定」(いわゆる「雇用の安定」と「金融システムの安定」、「輸出の安定」、「外国資本の安定」、「投資の安定」、「所期の安定」)に全面的に取り組む。
「住宅は住むためのものであり、投機するためのものではない」という位置付けを維持。 「不動産を短期的な景気下支え策の手段としない」ことを強調。

注：中央政治局会議は2019年7月30日に開かれたもの。
出所：新華網の「中国共産党中央政治局会議開催～習近平総書記主宰より浜銀総研作成

図表6 インフラ投資と生産は改善の動き



注：公共インフラ関連の固定資産投資の月ベースの数値は中国国家统计局とCEIC資料より当社が試算したもの。公共インフラ関連の固定資産投資は交通運輸・倉庫・郵便業と水利・環境・公共施設管理業との合計値。各年2月は1～2月の累計値、データの無い月は線形補間した。
出所：中国国家统计局、CEIC

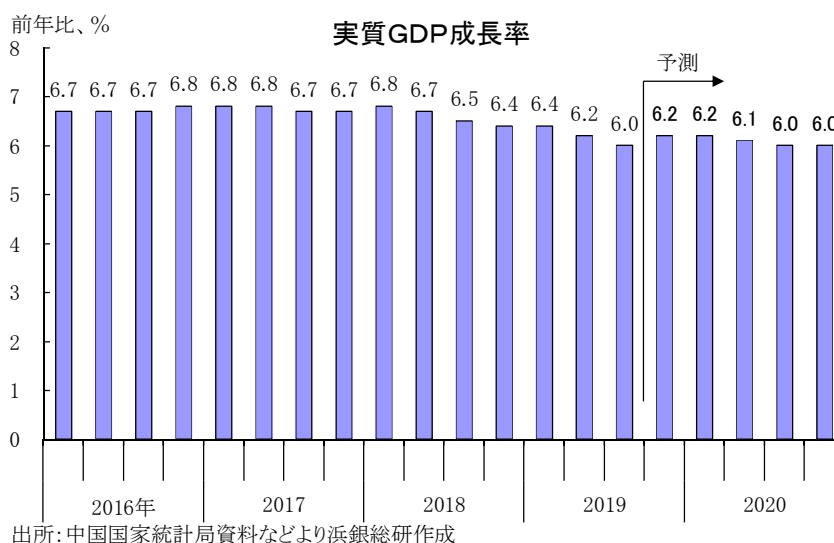
こうした動きを受けて、8月後半以降、習体制は景気下支え策を一段と強化している。金融面では、中国人民銀行(中央銀行)が2019年8月20日に新LPR制度^(注3)の適用を開始した。新LPR制度の下での平均LPR(1年物)は8月が4.25%、9月が4.20%と、従来の平均LPRに比べて合計で0.11%低下した。新LPR制度の適用により貸出金利を低く誘導しようとする習体制の意図がうかがえる。また9月16日に、中国人民銀行は市中銀行などの預金準備率を0.5%引き下げた(大手銀行で13.5%から13.0%へ)。さらに10月15日と11月15日に、中小零細・民間企業向けの貸出が多い一部の地方銀行を対象に、預金準備率がそれぞれ0.5%引き下げられることが決まった。これらの預金準備率の引き下げにより、企業向けの銀行貸出に充てられる市中銀行の資金が最大で9,000億元(約13.8兆円)増加すると見込まれている。財政面に関しても、中国政府は8月27日に消費活性化措置を発表し、また9月4日には公共インフラ投資の財源を拡大するため、地方債の発行を加速すると決定した。

これらの景気下支え策の効果はすでに一部で見られ始めている。直近の月次指標をみると、公共インフラ関連の固定資産投資は9月に前年比+5.8%（前月は同+5.3%）と2018年12月以来の高い伸びとなった（図表6）。また企業部門では、9月の鉱工業生産が同+5.8%（前月は同+4.4%）と3か月ぶりに伸びを高め、また企業向けの新規人民元建て中長期銀行融資も同月に同+44.4%（前月は同+25.1%）と大幅に増加した。10月の製造業PMI（購買担当者景気指数、財新/マークイット発表）は51.7（前月は51.4）と3か月連続で中立水準の50を上回っており、製造業の景況感は改善基調で推移している。内訳をみると、「生産」が上昇し、「新規受注」も2013年1月以来の高水準となった。今後、これらの景気下支え策を受けて、中国の経済成長が過度に減速する事態は回避されよう。

3. 2019年の実質GDP成長率を+6.2%、2020年を+6.1%と予測

以上のような動きを踏まえて、中国経済の先行きを展望すると、2019年末に向けて経済成長率がいったん持ち直す見込みである（図表7）。すなわち、米国の対中貿易制裁による影響が強まり、輸出は年末にかけて減少幅が拡大すると見込まれる。一方、財政出動の強化を受けて公共インフラ投資が復調し、企業向けの減税や預金準備率の引き下げを背景に企業の設備投資の持ち直しが見込まれるため、固定資産投資は若干伸びが高まろう。また家計部門に関しては、雇用情勢が悪化するとみられるものの、個人向けの減税措置に加えて家電製品や自動車の販売促進が実施されることから、個人消費が底堅く推移する見込みである。

図表7 2020年には成長率が再び低下



しかし、2020年に入ると、経済成長率が再び鈍化し、年後半には再び前年比+6.0%に低下することが見込まれる。米中貿易協議が2020年の年央に向けて最終的な合意に至ると見込まれるものの、それまでの貿易摩擦による混乱が広がり、海外景気の弱含みが想定される。そのため、中国の輸出は引き続き低迷することになる。また、固定資産投資に関しても再び弱含みの展開になると考えられる。5G（第5世代移動通信システム）などの新型インフラ投資が旺盛だが、輸出不振の長期化を背景に企業の設備投資は全体としては抑制基調で推移しよう。加えて、不動産取引引き締め策の継続が不動産投資のさらなる減速につながり、固定資産投資の伸びを下押しすると見込まれる。なお、個人消費については、習体制が雇用創出策を強化するとみられることから、総じて底堅さが維持されると予想

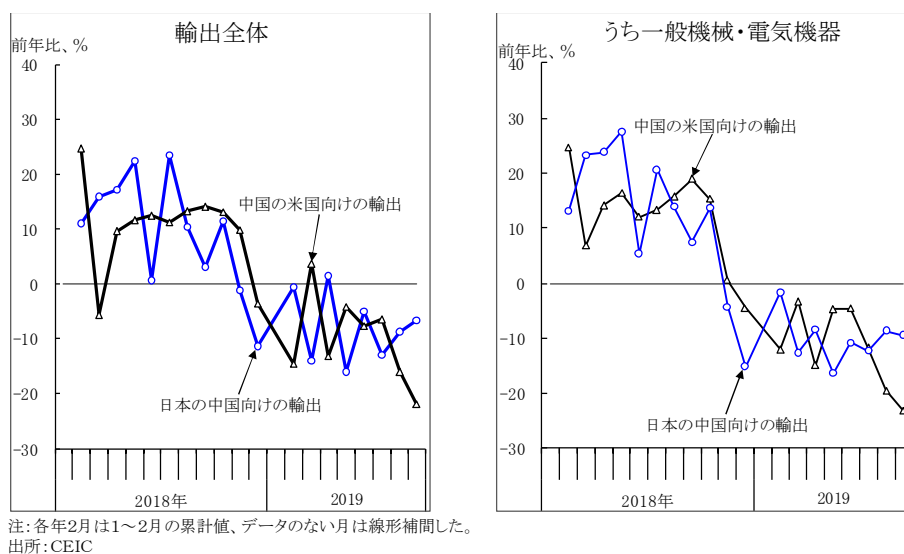
される。以上より、当社では中国の暦年ベースの実質GDP成長率を、2019年が+6.2%、2020年が+6.1%になると予測している。

4. 対中制裁による日本経済・神奈川県経済への影響

こうした、米トランプ政権による対中貿易制裁を起点とする中国経済の減速は、日本経済の成長にも悪影響を及ぼし始めている。その主な経路としては、①中国向けの輸出の減少、②中国現地の日本企業の収益悪化、③円高・株安に伴う日本の消費・投資マインドの悪化、さらに④今後における来日中国人観光客のインバウンド消費の減退の可能性、が挙げられよう。

まず、①に関しては、日本の輸出に占める中国向けの割合が約4分の1（2018年時点で24.2%、うち香港向けは4.7%）と大きいことだけでなく、サプライチェーンがグローバルに展開される中で、米中の貿易取引の減退が日中の貿易取引にも悪影響を及ぼすようになってきていることに注意が必要である。実際、前述のように中国の米国向けの輸出が減少を続ける中で、日本の中国向けの輸出もそれに歩調を合わせるように減少している（図表8）。内訳をみると、とりわけ一般機械・電気機器の中国向け輸出が、中国の米国向けの輸出と連動しているとみられる。対中制裁を背景とする中国国内の半導体関連の生産減退を受けて、日本からの中間財（半導体電子部品など）輸出が減少し、また中国現地企業の設備投資抑制により日本からの資本財（工作機械や半導体製造装置など）輸出も減少した。

図表8 中国の米国向けの輸出と日本の中国向けの輸出



次に、②については、対米輸出を目的とする中国現地の日本企業が対中貿易制裁により減収になるほか、一部の生産拠点をベトナムなどの第三国に移転するケースではそれに伴う移転コストも発生している。また前述のように、足元で中国の個人消費が低調に推移していることを受けて、中国内需の取り込みを目的に中国に進出した日本企業の一部も、受注が減少するなど苦戦を強いられていると言われている。

一方、③に関しては、トランプ政権が対中制裁の強化措置を打ち出す度に、円高・株安が進む場面が現れた。円高については投資家のリスク回避姿勢の強まりなどが、また日本の株安については円高や対中ビジネス環境の悪化懸念などが、それぞれ背景として挙げられる。こうした円高・株安はマインドの面から日本の個人消費や企業活動（設備投資など）を圧迫しているとみられる。

なお、④については、2019年に入って中国人観光客の海外消費額全体が減少しているものの、これまでのところ、来日する中国人観光客の勢いは衰えていない。しかしながらこれには、昨今の香港情勢の悪化を受けてもともと香港を訪れる予定だった中国人観光客が日本観光にシフトしてきた面があると考えられる。香港情勢は依然として予断を許さない状況であるが、先行き事態が収まった場合には、香港に中国人観光客が戻り、それとともに日本における中国人観光客のインバウンド消費が減少する恐れがある。

今回の中国景気の展望では、米中貿易協議が2020年の年央に向けて最終的な合意に至ることを想定しているが、仮にトランプ政権による対中貿易制裁がさらに強化されれば、中国経済の減速を通じた日本経済への下振れリスクは一段と強まろう。また神奈川県経済に関しても、県内3港（横浜港・川崎港・横須賀港）が中国を筆頭輸出先としていることや、中国進出の県内企業数が全国のトップクラスで推移する^(注4)など、多くの県内企業が中国関連ビジネスを展開していることを踏まえると、こうした米国の対中制裁の影響がより強く現れてくる可能性がある。今後の県内経済を展望するうえでも、米中貿易摩擦の行方から目が離せない。

(注1) 米トランプ政権は中国の知的財産権の侵害などを理由に、2018年7月から8月にかけて500億米ドル（約5.4兆円）相当の中国製品に25%の制裁関税を課し、また9月には2,000億米ドル分の中国製品への追加制裁（10%の制裁関税）を発動した。さらに2019年5月に2,000億米ドル分の中国製品に課す関税を10%から25%に引き上げ、同年9月に約1,100億米ドル分の中国製品に15%の制裁関税を発動した。

(注2) ただし、トランプ米大統領はその後の9月11日に、2,500億米ドル分の中国製品に対する制裁関税の引き上げを10月1日から同月15日に先送りすると発表した。その後、2019年10月10～11日に開催された米中閣僚級協議では農産品など特定分野で部分的に暫定合意した。すなわち、習近平体制は年間400～500億米ドル分の米国産農産物を購入するなど約束した一方で、トランプ政権は対中追加関税の発動（10月15日発動予定の2,500億米ドル分の中国製品に課す追加関税率の引き上げ：25%→30%）を見送った。米中両政府は今回の合意を最初の段階として、今後も追加の協議を行って最終的な合意を目指すと言われている。

(注3) LPR (Loan Prime Rate) とは、最優遇貸出金利とも呼ばれ、大手市中銀行が最優良企業（財務状況がよく、信用力もあるなど）に融資する際の貸出金利のことである。

(注4) 株式会社帝国データバンク（TDB）の調査（<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p190509.pdf>）によると、中国進出企業数では神奈川県が2019年5月時点で636社と、東京都、大阪府、愛知県に続いて第4位となった（2016年は651社）。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。