

中国経済の現状評価と見通し

米制裁第4弾発動で2020年も輸出は低調に

アジア調査部中国室主任エコノミスト

大和香織

03-3591-1368

kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp

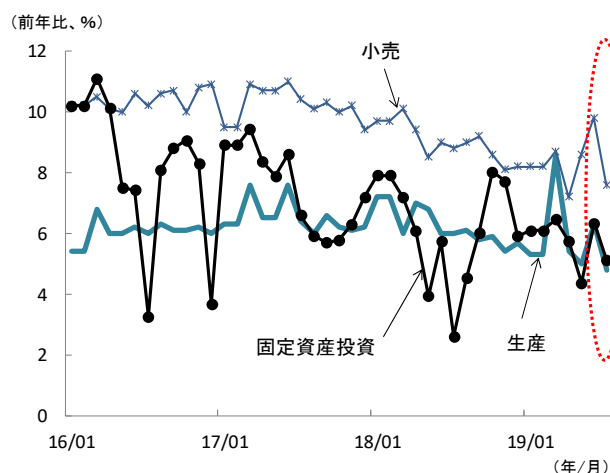
- 7月の主要指標は生産や小売の伸びが大幅に低下するなど軒並み鈍化。特殊要因や月次の振れを均したとしても、中国経済は緩やかな減速が続いている
- 米国の制裁第4弾が発動された場合、2020年の対米輸出はGDP比0.6%に相当する下押しを受ける。第1～3弾による対米輸出落ち込みは収束するが、2020年も中国の輸出は低調となる見込み
- インフラ向け地方専項債券の発行拡大・前倒し発行等により、景気の大幅な下振れは回避されるとみられる。2019年末にかけて、インフラ投資の景気下支え効果が強まる見込み

1. 7月の中国経済も減速が続く

2019 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率が過去最低水準の伸びを記録した後も、中国経済の減速に歯止めがかかる兆しは見られない。8 月 14 日に公表された 7 月の主要指標は、軒並み伸び率が低下する結果となった。生産は前年比+4.8%（6 月：同+6.3%）とリーマンショック後の落ち込み（2009 年 1～2 月：同+3.8%）以来の低い伸びにとどまったほか、固定資産投資の名目伸び率は同+5.2%（6 月：同+6.3%）、小売の名目伸び率も同+7.6%（6 月：同+9.8%）と低下した。

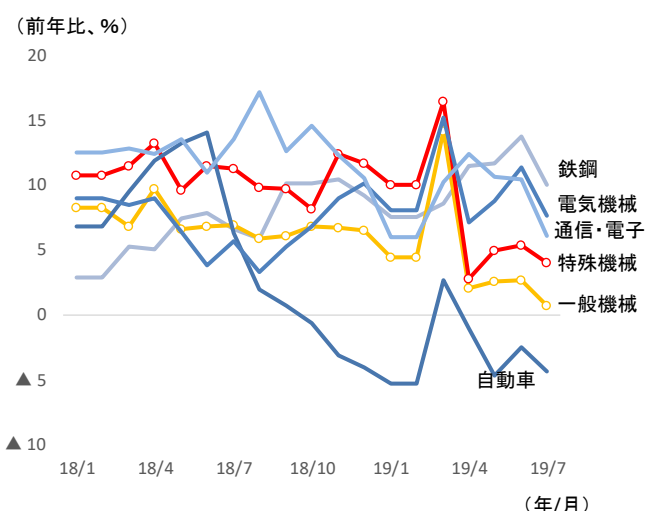
生産の業種別内訳をみると、生産在庫バランス（生産前年比-在庫前年比）の悪化が続くなど在庫調整圧力にさらされる一般機械、特殊機械、化学などの生産鈍化に加えて、在庫調整が一段落したとみら

図表 1 中国の主要経済指標



(出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

図表 2 主要業種の生産動向



(出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

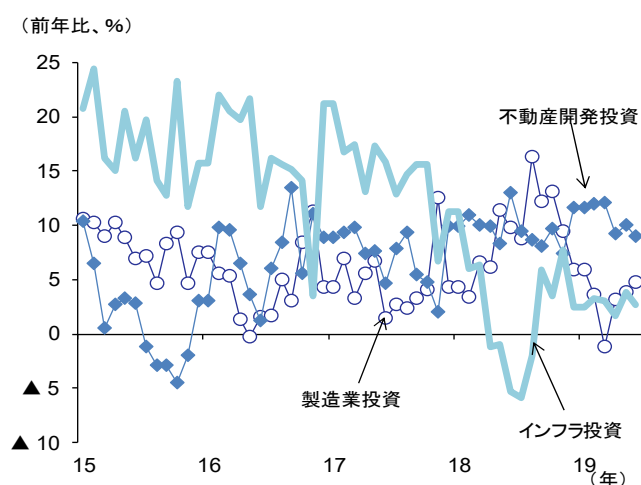
れる電気機械、通信・電子、建築材需要の回復などを背景に増産基調が続いていた鉄鋼の伸びも低下した（図表 2）。特に一般機械、特殊機械では春節前後の変動を除き 2019 年に入って伸びの水準が大きく低下しており、在庫調整に加えて、昨年末以降の資本財輸出の低迷が押し下げにつながったとみられる。このように 7 月の生産活動は明らかに低調であるものの、前年比+4%台までの低下はやや急であり、理由のはっきりしない 6 月の伸びの高まりの反動が生じている可能性がある。それでも春節の影響や、4 月からの増値税減税前に（高い税率での）仕入れ控除適用を狙った一時的増産などの特殊要因が剥落した 4 月以降の生産の前年比伸び率は平均+5.4%であり、2018 年後半（平均+5.8%）から緩やかな低下基調が続いているのが生産の現状であると考えられる。

固定資産投資の内訳では、製造業投資が小幅ながらも上向く一方で、インフラ投資や不動産開発投資の伸びが鈍化し、投資全体を押し下げた（図表 3）。住宅購入規制の強化により不動産販売は低迷が続いており、高水準が続いていた不動産投資の伸びにも陰りが生じてきた。また、昨年を上回る規模の地方債発行が進んだことで、インフラ投資は 2018 年半ばの前年比マイナス局面からは脱却したものの、伸びの拡大には至っていない。

小売（社会消費品小売総額）の伸びが 6 月よりも 2%PT 以上低下した主因は、当局が説明する通り、7 月の自動車の環境基準厳格化を前に、6 月中に旧基準車の販売が急伸したことの反動とみられる。一定規模以上小売データを用いて自動車を除く小売（実質）の伸びを算出すると、7 月は前年比+4.9%（6 月：同+3.9%）と上昇した。6 月の旧基準車の販売増は主に中古車に集中していたとみられ、新車販売には 6 月の急増は確認されない。

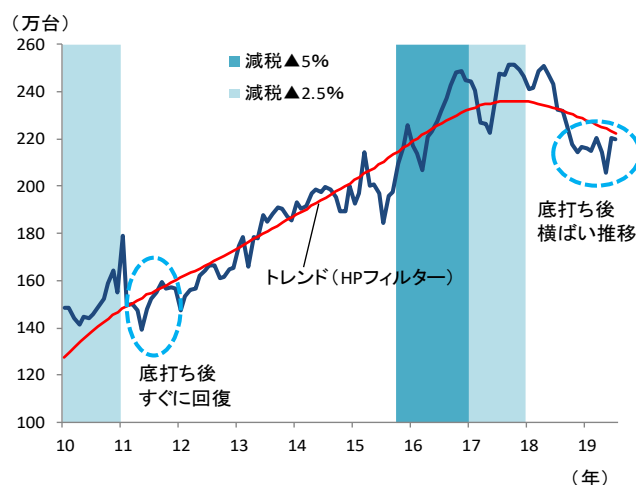
7 月の新車の自動車販売台数は同▲4.3%（6 月：同▲9.6%）と 2 カ月連続でマイナス幅が縮小、季節調整値では 2019 年に入って下げ止まりを示しており、小型車減税廃止（2018 年 1 月）による下押しが収束しつつある。ただし、前回の小型車減税廃止（2011 年 1 月）後には下げ止まってすぐに上向きに転じたのに対して、今回は下げ止まっても横ばい圏の伸びにとどまっており、回復の動きは鈍い（図表 4）。減税の影響が収束したとしても、普及テンポ等を表すトレンド自体が低下している可能性もあり、今後の動向に留意する必要がある。

図表 3 製造業・インフラ・不動産開発投資



(出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

図表 4 自動車販売台数（季節調整値）



(注) みずほ総合研究所の季節調整値。HP フィルタは $\lambda = 14400$

(出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

以上のように、7月の主要指標の大きな下振れは月次の振れや特殊要因によるところが大きいと考えられるが、それを除いても基調としては緩やかな減速が続いている。なお、7月は調査失業率が5.3%（6月：5.1%）と上昇したが、当局の説明によれば、7月は学卒者の労働市場参入が集中したためであり、学卒者を除く25～59歳の失業率は4.6%と6月から横ばいであった。

2. 米制裁第4弾の発動により、2020年の輸出も低調となる見込み

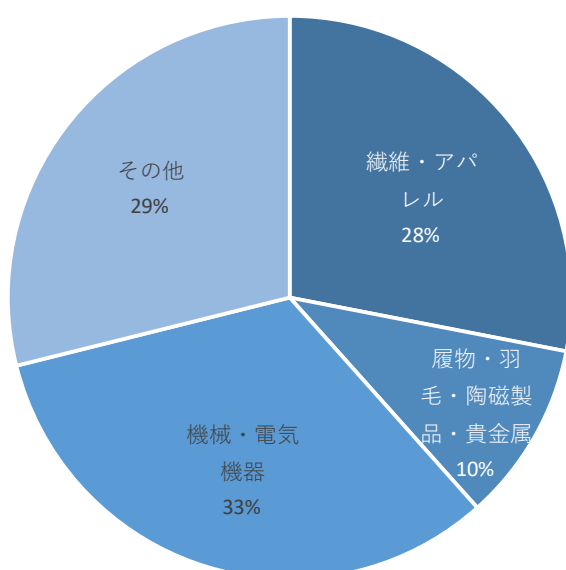
以下では米国による制裁第4弾（中国製品3,000億ドルに10%の追加関税賦課）を受けた輸出見通しの考え方を示す。中国政府は構造調整などに伴う緩やかな景気減速を許容しつつも、2018年夏場以降、大幅な景気悪化を防ぐための反循環的な政策（インフラ投資拡大・減税コスト削減策、中小企業の金融支援等）を強めている。そうした中、米制裁第4弾という新たな下振れ要因が生じたことで、今後も中国経済が緩やかな減速にとどまることができるのか、不確実性が高まっている。

米制裁第4弾の発動は、5月13日に発表された。8月1日には、9月1日からの発動をトランプ大統領が宣言したものの、同13日になって、携帯電話やノートパソコン、玩具・ゲーム機など家計への影響が大きい品目を中心に、一部の発動を12月15日に延期することが発表された（図表5）。第4弾の対象となる中国の対米輸出額は米国政府の公表で3,000億ドルだが、2018年実績でみると2,673億ドル（中国の対米輸出全体の49.5%）、そのうち延期分は約6割となる。過半が延期されたとはいえ、予定通り発動された場合には、2020年の中国の輸出を押し下げることは間違いない。

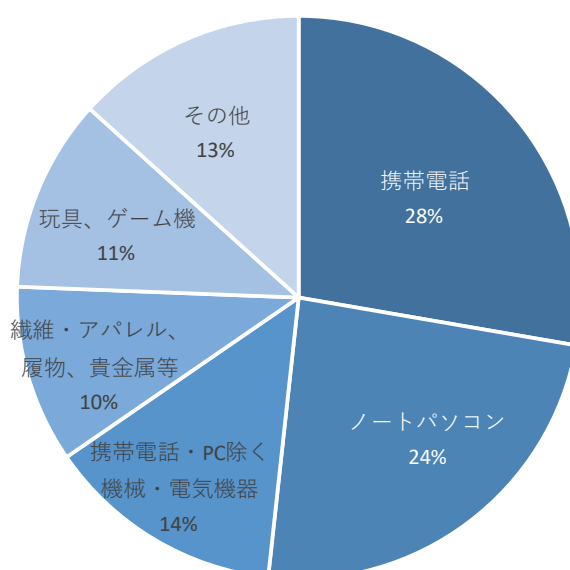
第4弾発動による輸出への影響については、すでに発動された第1～3弾の対象品目と対米輸出額が同規模のため、これまでの制裁が実施された際の対米輸出実績と同程度の下押しが生じると想定される。また、下押しのタイミングについては、第3弾の輸出動向が参考になる。第4弾は第3弾と同様に当初の追加関税率が10%であり、その後の25%の引き上げを意識した駆け込みが生じやすいとみられる

図表5 米制裁第4弾の内訳（2018年実績ベース）

<制裁弾4弾リストA（9月1日発動）>



<制裁第4弾リストB（12月15日発動）>



（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

からである（第3弾は当初2019年1月から25%へ引き上げ予定だったが、実際の引き上げは2019年5月10日に延期）。第1・2弾の際には、それぞれ制裁発動直後から対象商品の輸出が悪化したが、第3弾の場合には、2018年中は駆け込みもあり前年比プラスを維持し、2019年に入って大幅な前年割れとなった。第1～3弾合わせた輸出が前年比減少に転じたのは2019年に入ってからであり、2019年1～6月の第1～3弾の対米輸出は前年比▲29.2%と激減した（図表6）。

第4弾も当初10%の追加関税で実施される予定であり、9月1日発動分の輸出が第3弾と同様のパスをとると想定すれば、12月15日発動分と合わせて中国の対米輸出を本格的に押し下げるのは2020年入り後となる可能性が高い。実際、第4弾が発表された5月以降、ノートパソコンの対米輸出が急増するなど第4弾の対米輸出の伸びが高まっている。第4弾対象品の中国を除く世界の対米輸出は横ばいの伸びにとどまっていることから（図表7）、制裁発動を見据えた駆け込みが生じつつあるとみられる。

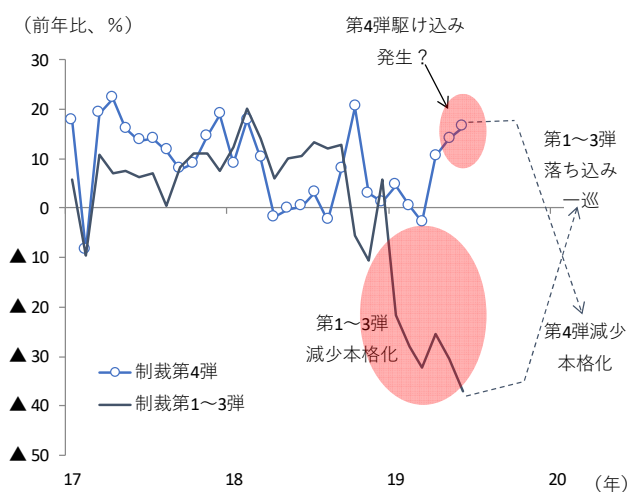
第4弾の対象品目の輸出が想定通り第1～第3弾並みに前年比3割減少すれば、中国のGDP比0.6%に相当する押し下げとなる。一方で、第1～3弾の輸出の落ち込みは2020年に一巡すると考えられることから、米制裁による下押しが2020年に一層強まるというよりは、第1～3弾の落ち込み収束と入れ替わる形で、2019年並みの下押しが続くと見込まれる。

3. インフラ投資を中心とする下支えにより、2020年の成長率は6%を維持

みずほ総合研究所では、以上のような輸出下振れを想定したうえで、2020年の中国の実質GDP成長率の予測値を+6.0%と従来見通しから0.1%PT下方修正した。米制裁第4弾の押し下げがGDP比0.6%に相当するとしても、インフラ投資の下支えなどで大幅な景気下振れは回避されるとみているためである。2020年に2010年比実質GDPを倍増するとの目標も、概ね達成されると見込んでいる。

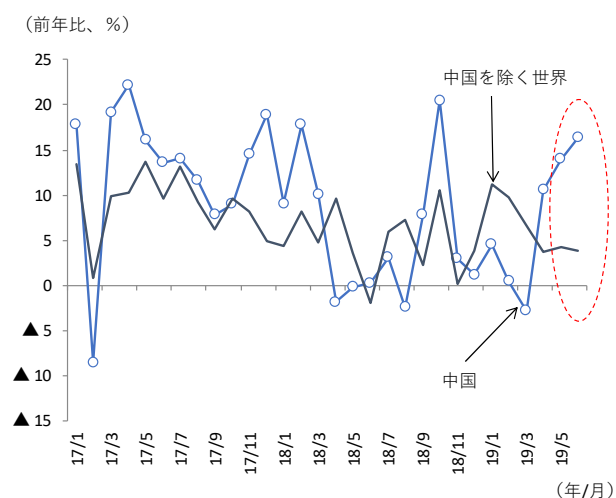
中国政府は3月の全人代でインフラ投資向け地方专项債券の発行拡大（2018年：1.35兆元→2019年：2.15兆元）を決定した後、6月には、年間計画の前倒し発行（9月目途）のほか、地方政府の資金調達支援のため、借入金規制緩和などの方針を示した。さらに、中国内では最大1兆元（GDP比1.1%）

図表6 中国の対米輸出



(注) 2019年6月まで実績。その後はパスのイメージ
(出所) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

図表7 制裁第4弾の中国・中国以外の対米輸出



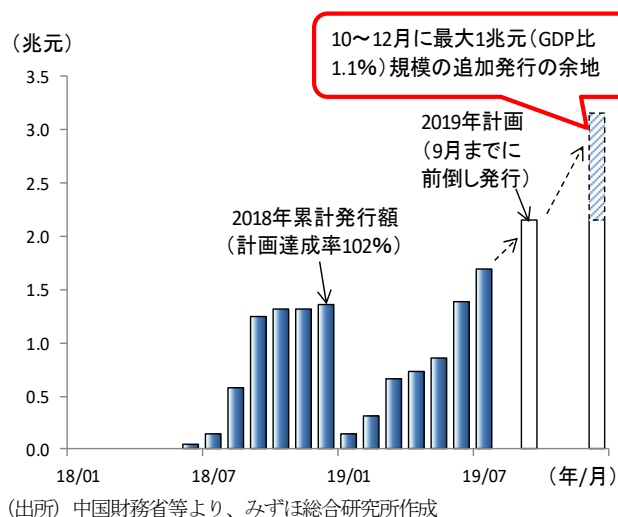
(出所) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

超の地方専項債券発行余地があるとの見方が取り沙汰されており、10月以降に追加発行される可能性もあるなど、さらに強度を強める余地がある（図表8）。

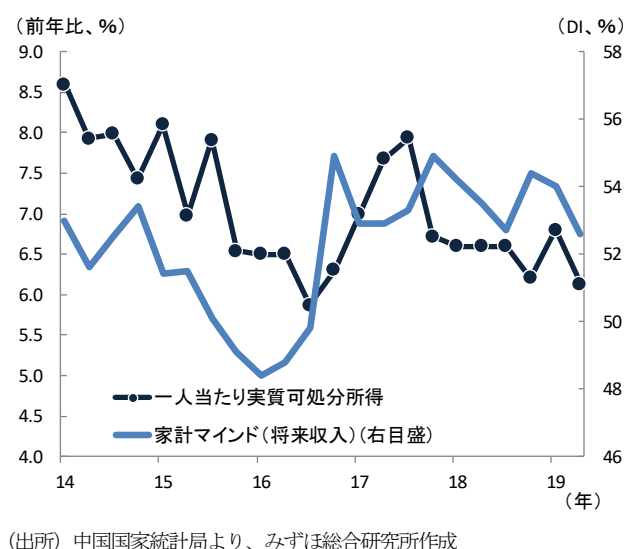
追加発行が行われる場合を含め、インフラ投資の伸び率が高まるのは2019年末から2020年にかけてになると予想している。先に見た通り、インフラ投資の伸びは2018年半ばの前年割れ状況からプラスに転じているものの、足元まで低い伸びにとどまっている。地方のプロジェクト不足などもあり、地方債発行がインフラ投資拡大につながるには時間がかかるとみられる。また、政府はバラマキには否定的であり、追加発行は米制裁による景気への影響を見極めつつ、必要最小限にとどめる公算が高い。

インフラ投資以外の景気対策についても一定の下支え効果が見込まれるが、限定的であろう。例えば増値税減税については、貿易摩擦の激化で先行き不透明感が強まる中、減税の後押しがあったとしても企業は投資に踏み切りにくい。2018年10月以降に実施されている個人所得税の減税に関しても、目立った可処分所得の伸び拡大につながっておらず、家計の将来所得に対する見通しは2019年に入ってむしろ低下した（図表9）。

図表 8 地方専項債券の発行状況



図表 9 実質可処分所得と家計マインド



●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。