

金融庁様 第2回中国金融研究会

資料4

# 内憂外患の中国経済の現状と2019年の見通し

---

株式会社 大和総研  
主席研究員 齋藤 尚登  
2019年1月24日

## 内憂外患の中、減速感が強まる2019年の中国経済

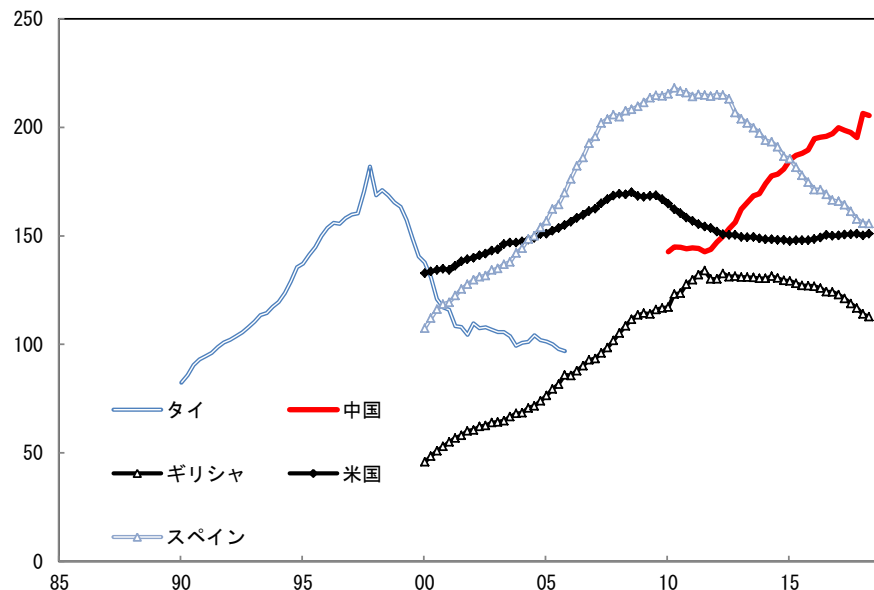
◎ 18年の実質GDP成長率は6.6%と、17年の6.8%から減速も6.5%前後の政府目標は達成。大和総研は19年の実質成長率を6.4%程度と予想していたが、想定以上に消費が落ち込んでおり、見通しを下方修正する。 19年は6.2%程度に減速へ。 19年3月の全人代では19年の政府経済成長率目標を6.0%～6.5%へ引き下げか？

- ✓ 19年3月初めを期限とする米中協議が不調に終われば、景気の先行き不透明感がさらに増幅される可能性
- ✓ 当面はデレバレッジ(負債率引き下げ)よりもインフラ投資の回復を優先。デレバレッジ棚上げの良し悪しは別にして、政府が経済の安定化を最重視する以上、インフラ投資回復への期待も高まる

◎ 金融・財政政策の役割がさらに増すことになり、19年3月の全人代において、財政面(18年の財政赤字はGDP比2.6%、地方政府特別債券は1.35兆元)でどの程度のサポート策が打ち出されるかに注目。金融政策については、19年1月25日以降でも、大手行の預金準備率は13.5%と、今後の引き下げ余地は大。1%の引き下げで1.5兆元程度の預金準備が「解凍」され、貸出増加等に用いることが可能。経済安定化のために打てる手は残されている

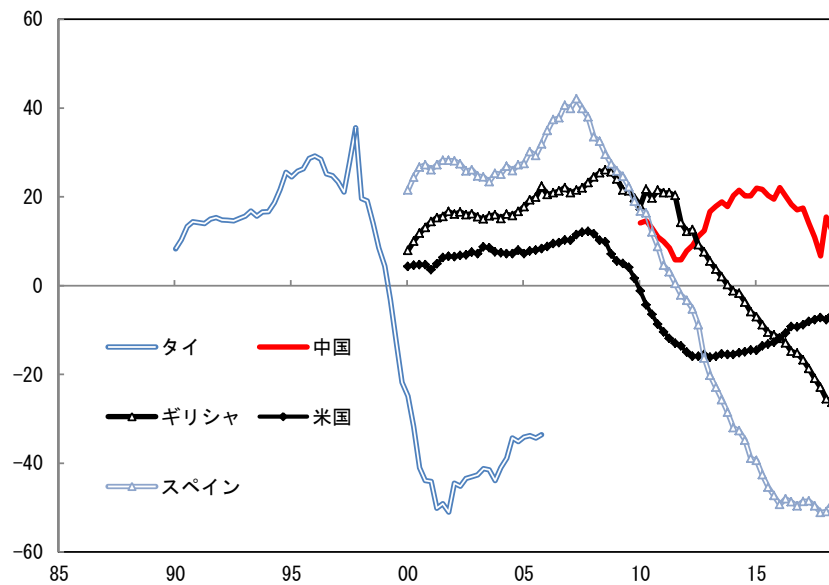
# 中国の債務残高は金融危機や景気の急減速を招きかねない危険なレベル

金融危機が起きた国の非政府非金融部門債務残高のGDP比  
(単位：%)



(出所) BIS統計より大和総研作成

金融危機が起きた国の非政府非金融部門債務残高GDP比の  
トレンドからの乖離 (単位：%ポイント)



(出所) BIS統計より大和総研作成

- 「いくつかの例外を除き、債務残高のGDP比が5年間で30%以上高まった場合は、成長率の大幅な低下や金融危機が発生し、特に、GDP比が100%を超えてから債務が急増したケースは、みな酷い結果に終わっている」(IMF、17年の中国の年次報告)
- 「非政府非金融部門(家計+非金融企業)の債務残高のGDP比のトレンドからの乖離が10%pt以上となった国では少なくとも3分の2の確率で3年以内に危機が発生している」(BIS、16年9月“BIS Quarterly Review”)

# 中国の債務残高とGDP比の推移

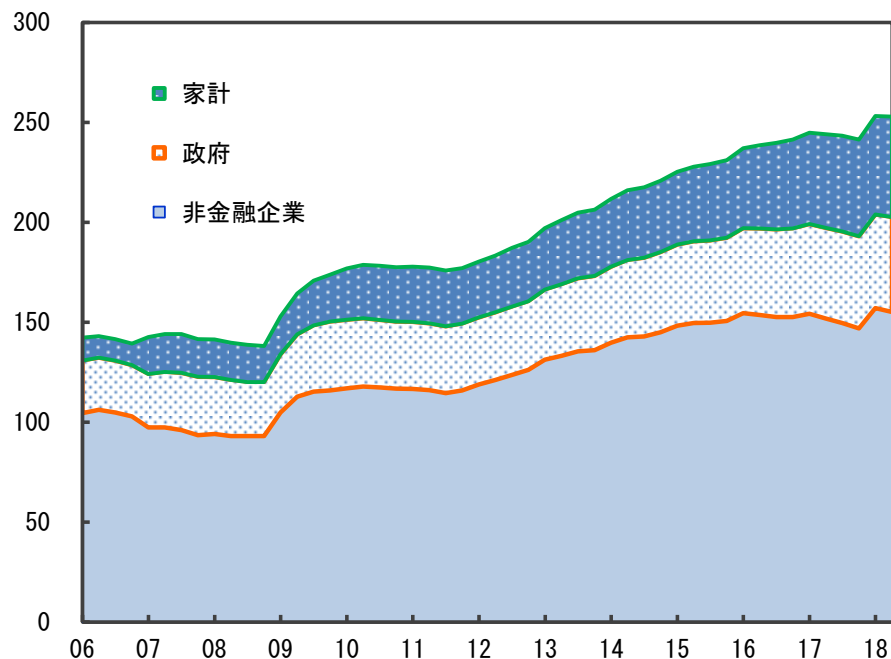
◎国際決済銀行(BIS)によると18年6月末時点の中国の債務残高のGDP比は253.0%。

**09年以降の増加ぶりが著しい**。08年末は138.1%だった

- 非金融企業93.1%(08年末)⇒155.1%(18年6月末)、家計17.9%⇒50.3%、政府27.1%⇒47.6%

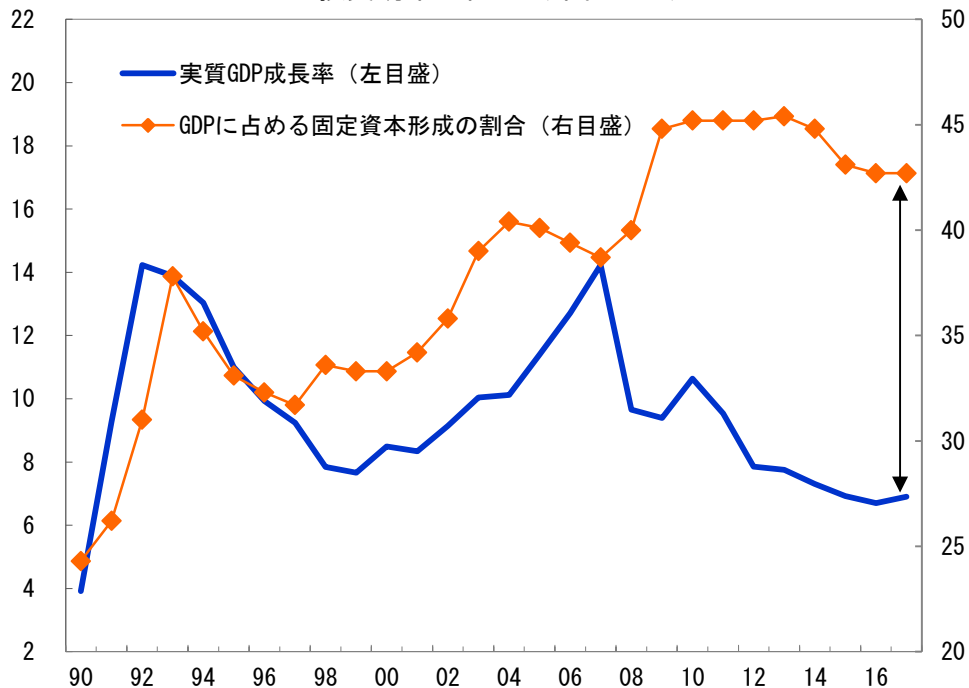
◎債務急増は主因の一つは08年11月に発動された4兆元の景気対策

中国の部門別債務残高のGDP比 (単位: %)



(出所) BIS統計より大和総研作成

投資効率の低下 (単位: %)



(出所) 「中国統計年鑑2018年版」、中国国家统计局より大和総研作成

# デレバレッジ(負債率の引き下げ)の行きすぎと始まったばかりの修正

- 18年春以降は行きすぎたデレバレッジが景気押し下げ要因に。資産運用商品の監督管理強化。短期商品の中長期で運用、それを可能にしたどんぶり勘定(資金プール運用)と確実償還→これを禁止し、一対一対応を求める→期限も運用も短期に、もしくは期限も運用も中長期に→引き続き短期商品が主流、**中長期資産への需要が減少**
- ⇒**広義のシャドーバンキングが一時回収超過に⇒18年夏以降の景気サポート策の強化**

社会資金調達金額のネットの増減額 (単位: 億円)

	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の銀行引受手形	企業債券	地方政府特別債券	非金融企業の域内株式発行	預金機関による資産担保証券	貸出償却	【参考】広義のシャドーバンキング合計
2017年1月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲ 510	0	1,225	▲ 129	253	13,836
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	0	570	▲ 10	149	360
2017年3月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	164	846	12,127
2017年4月	15,604	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	2,019	769	▲ 505	210	5,081
2017年5月	13,136	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	1,934	458	294	277	1,455
2017年6月	21,131	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	1,991	487	113	1,309	6,584
2017年7月	14,983	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	3,326	536	▲ 505	205	6,044
2017年8月	17,514	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	1,924	653	446	250	6,380
2017年9月	22,451	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	2,517	519	324	1,276	10,799
2017年10月	12,004	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	1,315	601	61	271	5,413
2017年11月	19,139	11,428	198	280	1,434	15	853	2,282	1,324	248	481	7,513
2017年12月	15,865	5,769	169	601	2,245	676	337	849	817	1,476	2,059	9,926
2018年1月	30,793	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,222	0	500	▲ 137	320	3,676
2018年2月	11,894	10,199	86	▲ 750	660	106	644	108	379	▲ 146	261	1,608
2018年3月	15,864	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,552	662	404	387	1,234	4,300
2018年4月	17,761	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,047	808	533	821	259	6,799
2018年5月	9,533	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 367	1,012	438	377	479	▲ 1,635
2018年6月	14,877	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,349	1,019	258	272	1,737	▲ 1,546
2018年7月	12,244	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,185	1,851	175	123	176	156
2018年8月	19,412	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,423	4,106	141	501	377	6,617
2018年9月	21,701	14,341	▲ 670	▲ 1,432	▲ 909	▲ 548	392	7,389	272	895	1,615	8,030
2018年10月	7,430	7,141	▲ 800	▲ 949	▲ 1,273	▲ 453	1,486	868	176	188	446	1,088
2018年11月	15,191	12,302	▲ 787	▲ 1,310	▲ 467	▲ 127	3,163	▲ 332	200	1,157	729	3,676
2018年12月	15,900	9,269	▲ 701	▲ 2,244	▲ 509	1,023	3,703	411	131	1,503	2,518	7,332

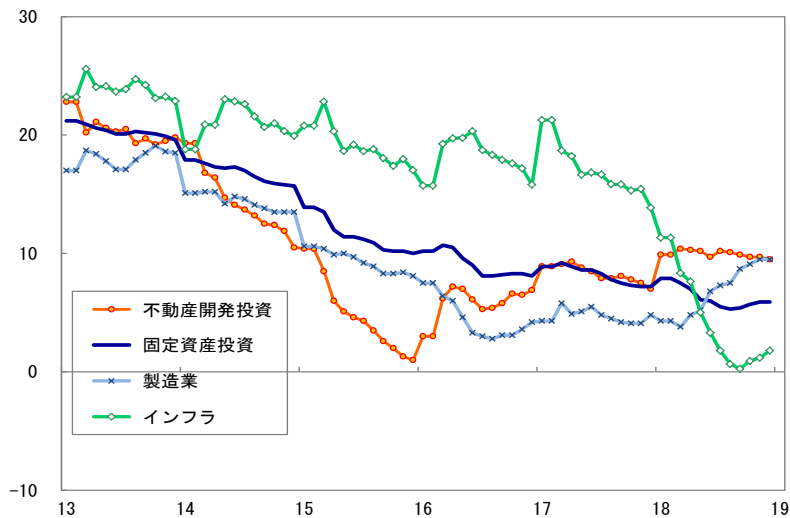
(注1) 社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額

(注2) 広義のシャドーバンキングは合計から人民元貸出と外貨貸出を差し引いたもの

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

# 減速が続いた固定資産投資は底打ち・緩やかな回復へ

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

1年物企業債（最上級）利回りと1年物貸出基準金利の推移  
(単位：%)



(出所) 中国人民銀行、中国中央国債登記決済有限責任会社より大和総研作成

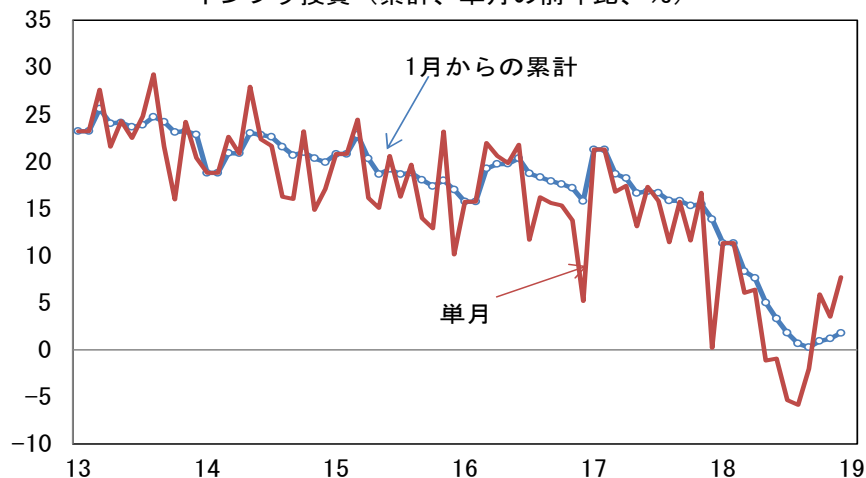
## ◎ インフラ投資が腰折れ⇒底打ち・改善へ

- 13年以降20%増前後で推移したインフラ投資（含む電気・水道・ガス）は、18年1月～9月は0.3%増へ失速⇒18年年間は1.8%増
- 腰折れの背景は地方政府債務の急増につながり得るPPP(官民連携)プロジェクトの一部停止や見直しが広がったこと

- ⇒17年5月、6月、11月にPPP管理強化を通達
- ⇒18年4月27日発効の「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」によって、PPPプロジェクトへの資金流入が抑制された可能性
- ただし、単月では18年8月の5.9%減をボトムに、10月以降は増加に転じる。12月は7.7%増
- ⇒18年7月下旬以降の景気テコ入れ策が奏功か
- 8月、9月に地方政府特別債券の発行が急増
- 11月、12月は企業債の発行が大きく増加

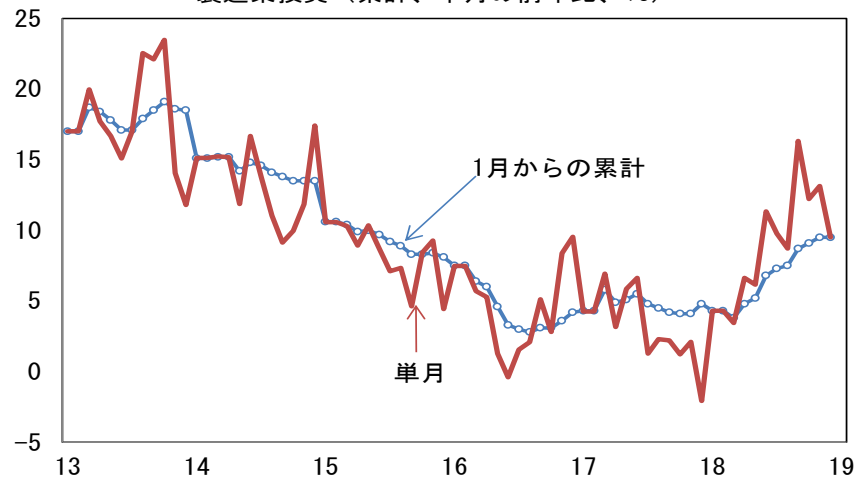
# 固定資産投資の月次の動き(分野別)

インフラ投資（累計、単月の前年比、%）



(注) 単月の1-2月は平均  
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

製造業投資（累計、単月の前年比、%）



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため、1-2月は平均  
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

不動産開発投資（累計、単月の前年比、%）



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため、1-2月は平均  
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

# 米中貿易戦争 株価は米国大勝を示唆していたが・・・

米国と中国の株価指数の推移（2017年年末＝100）



(出所) CEICより大和総研作成



## 貿易摩擦とハイテク・軍事覇権争い

◎18年12月1日の米中首脳会談、貿易戦争の一段の激化は当面回避

✓米国は19年1月1日に予定していた中国からの輸入品2,000億ドル分に対する10%の追加関税を25%に引き上げる措置を12月1日以降90日間凍結

✓その間に米国が中国に対して問題視している諸問題を協議

⇒90日間で合意ができなければ、中国からの輸入品2,000億ドル分に対する10%の追加関税を25%に引き上げる⇒今後の協議の行方を楽観視することはできない

◎貿易戦争とハイテク・軍事覇権戦争

○18年10月4日のペンス米副大統領による全面的な対中批判

※中国の経済的成功の大部分は米国の中国への投資によってもたらされた。中国共産党は関税、為替操作、強制的な技術移転、知的財産の窃盗など自由で公正な貿易とは相いれない政策をとってきた。米国の知的財産の窃盗が完全にやむまで、中国政府に対して行動を続ける。中国は米国の軍事的優位を脅かす能力の獲得を第一目標としている

◎米国の狙いは貿易不均衡の是正だけではなく、ハイテク面(軍事面)での優位性を維持・強化することにある。このため、この問題はさらに長期化・複雑化していく可能性が高い。今後長期にわたり続くであろう経済覇権争いの開戦の火ぶたが切られたと見做すべき

## 米中摩擦の本質は、ハイテク覇権と軍事覇権(安全保障)争い

○ 米国の懸念は、中国が米国のハイテクや軍事の優位性を脅かしつつあることにあり、それを阻止するための協力を同盟国にも求める

⇒ 18年11月22日の米WSJ紙「米国政府が日本を含む同盟国に対して、安全保障上の脅威から中国通信機器大手の華為(ファーウェイ)の製品を使用しないよう求めた」

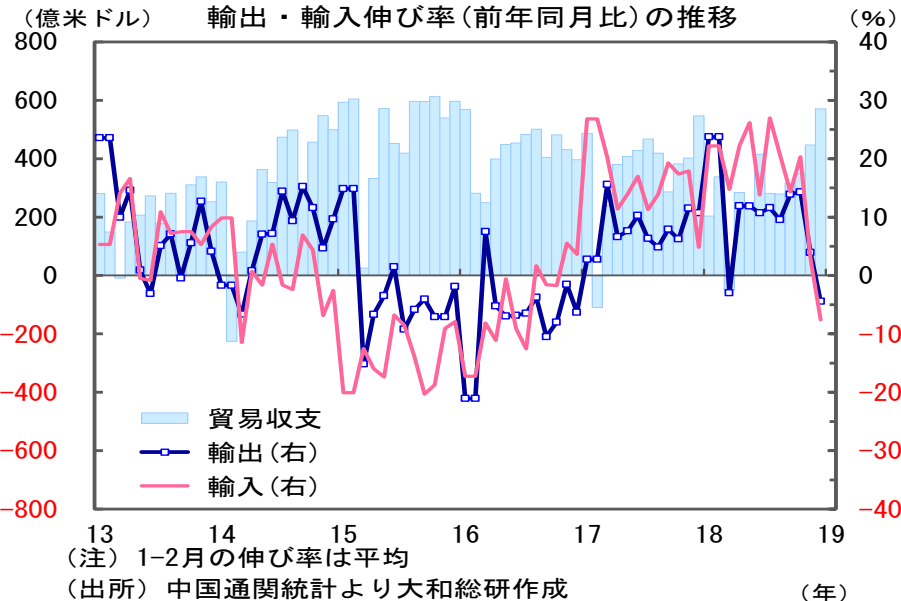
○ 米国はファーウェイ、通信機器大手のZTE(中興通迅)、監視カメラの杭州海康威視数字技術社(ハイクビジョン)、同じく浙江大華技術社(ダーファ・テクノロジー)、無線通信の海能達通信(ハイテラ・コミュニケーションズ)の5社に対して、安全保障上のリスクがあるとして警戒を強める

⇒ 今後米国は、米政府機関、米軍、政府系企業が上記5社の製品、あるいは部品を組み込んだ製品を調達することを全面的に禁止し、その次は、米政府機関などの取引先にも5社の製品・部品を社内で使用しないことを求める

⇒ キーワードは「コスト」から「安全保障」へ

# 足元で輸出入が急減速

貿易収支(金額)と  
輸出・輸入伸び率(前年同月比)の推移



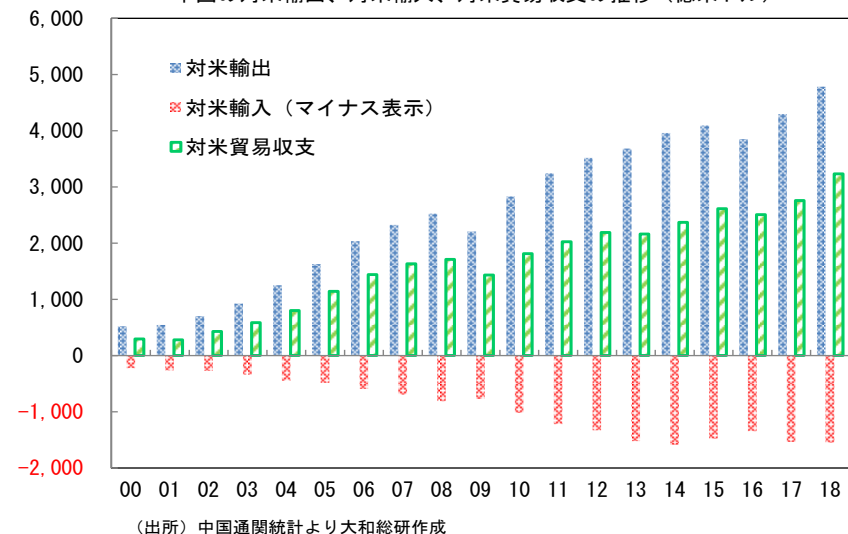
○18年の中国の輸出(ドル建て。以下同じ)は9.9%増、輸入は15.8%増と好調。貿易収支は16.2%減の3,518億ドル

✓ただし、18年11月以降、輸出入は急減速。輸出は10月以降、14.3%増、3.9%増、4.4%減。輸入は同様に10月以降、20.3%増、2.9%増、7.6%減

⇒世界景気の減速、米中貿易摩擦。10月までの対米輸出の好調は、高関税がかかる前に前倒し出荷も要因、11月以降はその反動も。欧州や、アジアを中心とする新興国の需要減速も大きな要因

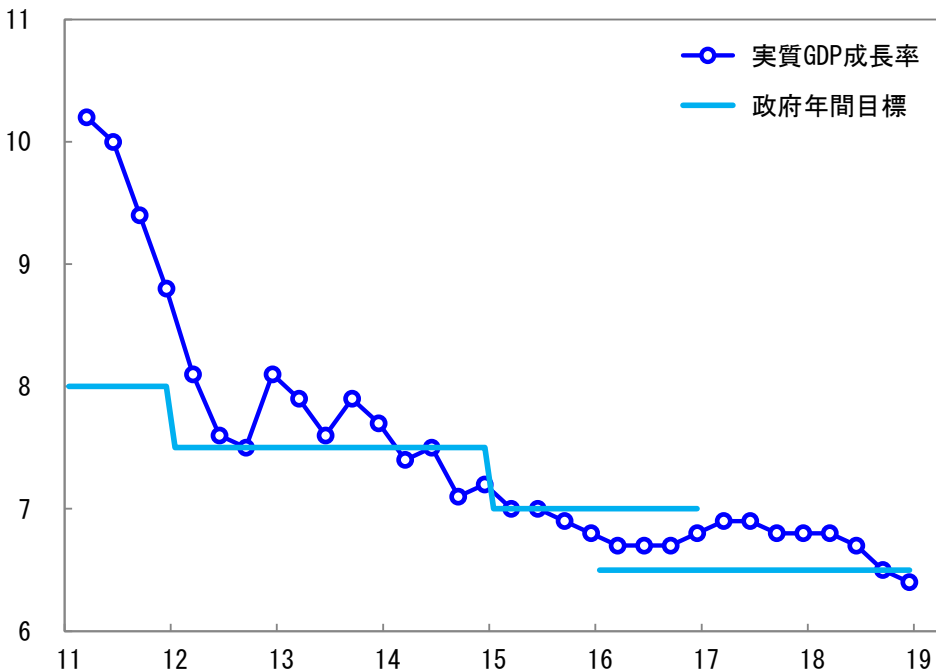
○懸案の米中貿易は？18年の対米輸出は11.3%増、対米輸入は0.7%増、対米貿易黒字は17.2%増の3,233億ドルと増加傾向をさらに強める

中国の対米輸出、対米輸入、対米貿易収支の推移(億米ドル)



# 足元の堅調な景気の牽引役は消費

実質GDP成長率(四半期)と政府年間目標の推移 (%)



(注) 2016年の政府年間目標は前年比6.5%~同7.0%、17年、18年は同6.5%前後  
 (出所) 中国国家统计局、各年の政府活動報告により大和総研作成

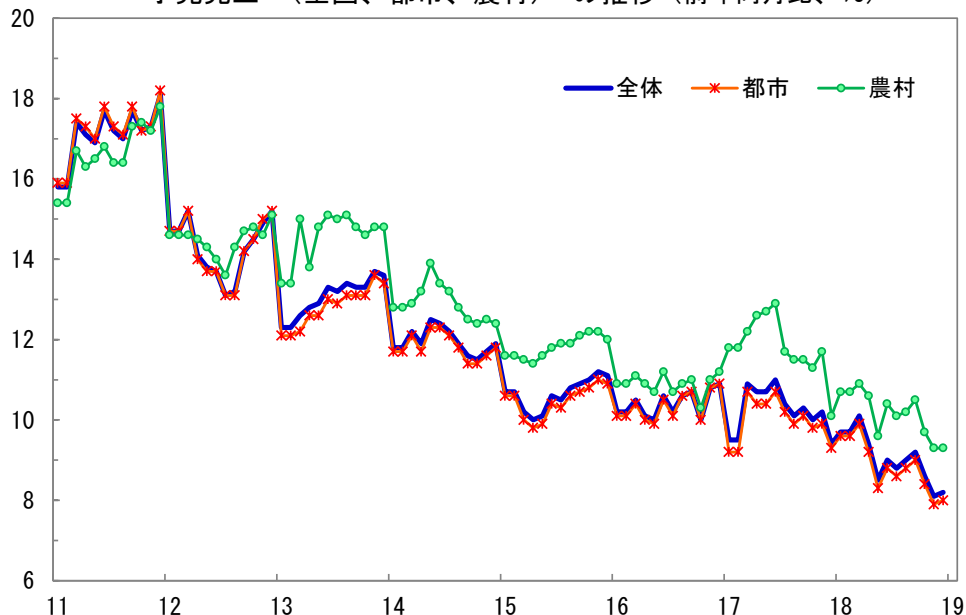
実質GDP成長率(前年比) 需要項目別寄与度 (単位: %、%ポイント)

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2011	9.6	5.9	4.4	-0.8
2012	7.9	4.3	3.4	0.2
2013	7.8	3.6	4.3	-0.1
2014	7.3	3.6	3.4	0.3
2015	6.9	4.1	2.9	-0.1
2016	6.7	4.5	2.9	-0.6
2017	6.8	3.9	2.3	0.6
2018. 1-3	6.8	5.3	2.1	-0.6
2018. 1-6	6.8	5.3	2.1	-0.7
2018. 1-9	6.7	5.2	2.1	-0.7
2018. 1-12	6.6	5.0	2.1	-0.6

(注) 四捨五入の関係で需要項目別寄与度の合計が実質GDP成長率と同じにならない場合がある  
 (出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

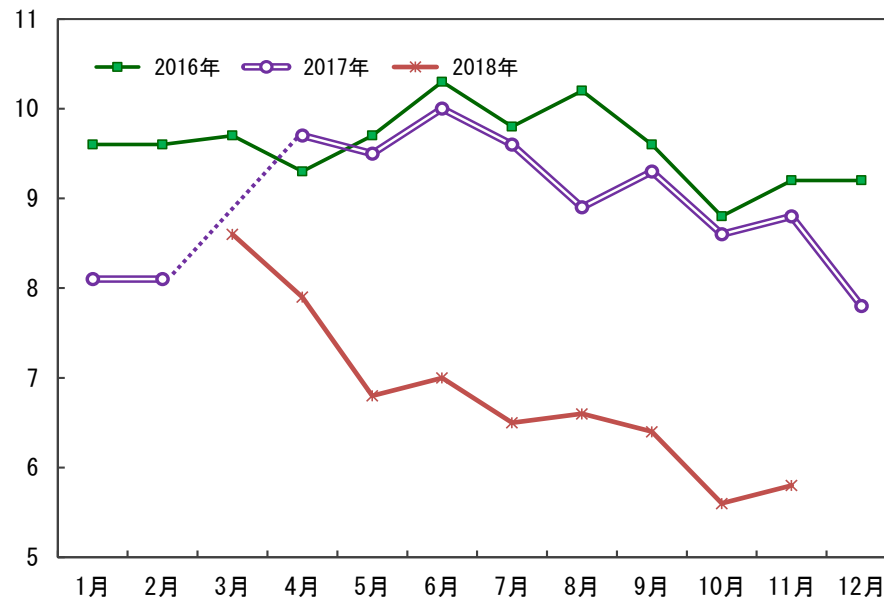
# 消費は減速

小売売上（全国、都市、農村）の推移（前年同月比、%）



(注) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値  
(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

実質小売売上伸び率の推移（前年同月比）（単位：%）



(注1) 旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値  
(注2) 2017年3月、2018年1月～2月、12月は未発表  
(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

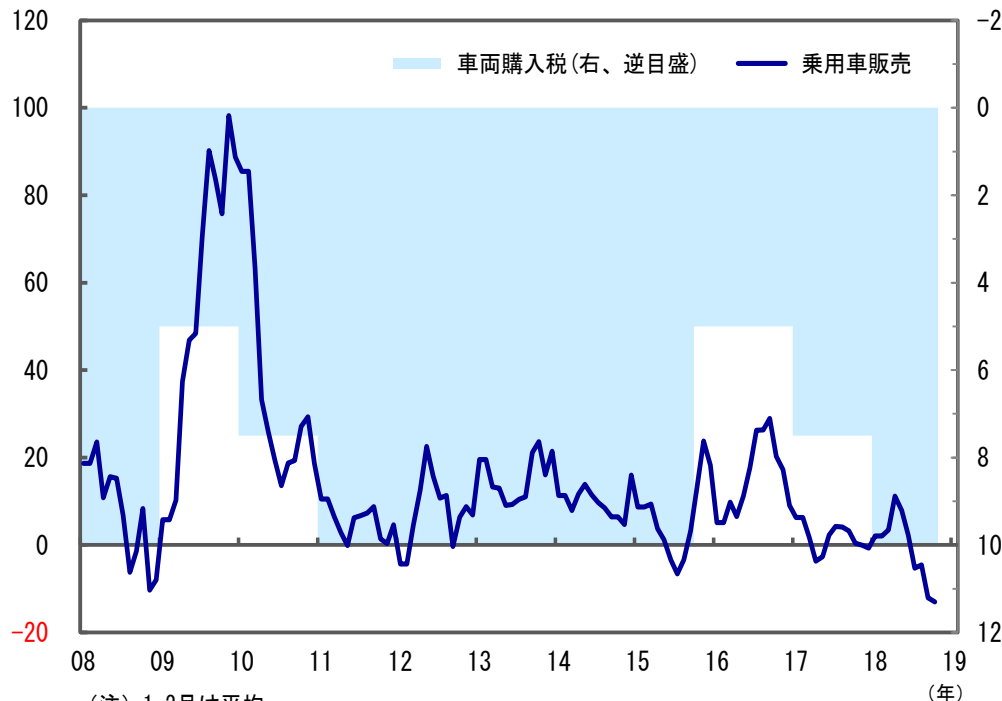
都市・農村100世帯あたり家電保有台数（単位：台）

	2011年		2012年		2013年		2014年		2015年		2016年		2017年	
	都市	農村	都市	農村	都市	農村	都市	農村	都市	農村	都市	農村	都市	農村
パソコン	81.9	18.0	87.0	21.4	71.5	20.0	76.2	23.5	78.5	25.7	80.0	27.9	80.8	29.2
エアコン	122.0	22.6	126.8	25.4	102.2	29.8	107.4	34.2	114.6	38.8	123.7	47.6	128.6	52.6
洗濯機	97.1	62.6	98.0	67.2	88.4	71.2	90.7	74.8	92.3	78.8	94.2	84.0	95.7	86.3
冷蔵庫	97.2	61.5	98.5	67.3	89.2	72.9	91.7	77.6	94.0	82.6	96.4	89.5	98.0	91.7
カラーテレビ	135.2	115.5	136.1	116.9	118.6	112.9	122.0	115.6	122.3	116.9	122.3	118.8	123.8	120.0
携帯電話	205.3	179.7	212.6	197.8	206.1	199.5	216.6	215.0	223.8	226.1	231.4	240.7	235.4	246.1

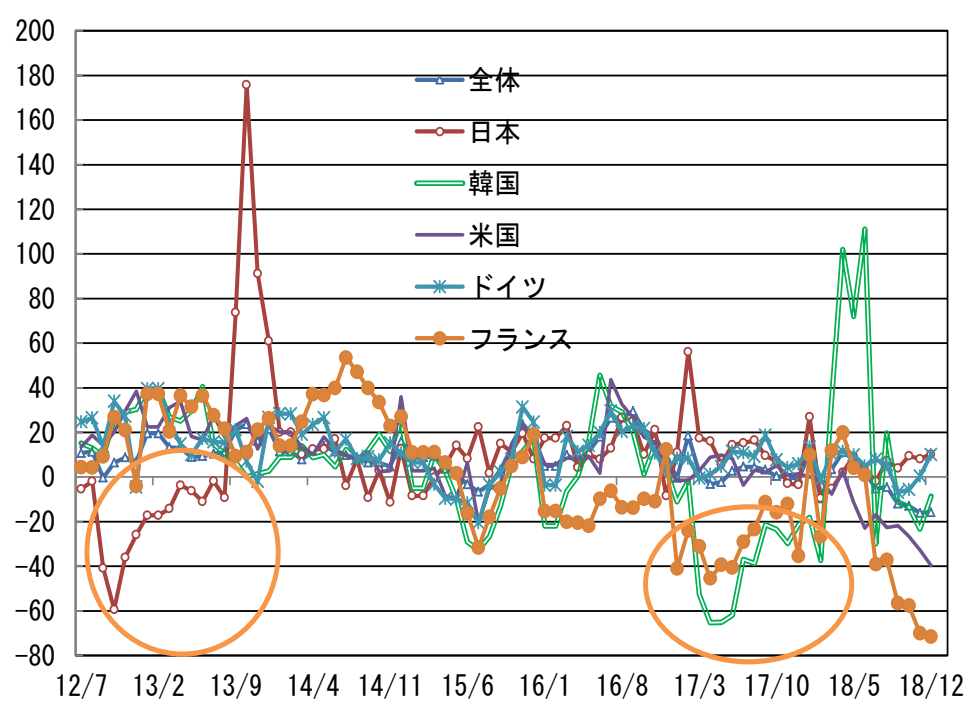
(注) 2017年時点で都市と農村の普及格差の大きい順に並べている  
(出所) 中国統計年鑑、CEICより大和総研作成

# 2018年の乗用車販売は28年ぶりの前年割れ 足元は日本・ドイツブランド車以外は苦戦

乗用車販売伸び率（前年同月比）と車両購入税の推移（%）



乗用車販売伸び率、各国ブランド車の販売伸び率の推移（前年同月比）（%）



◎小売売上の低迷は全体の13%程度を占める乗用車販売の不振が主因のひとつ

- ①車両購入税の軽減措置(税率は15年10月～16年末は価格の5%に半減、17年は7.5%に軽減、18年は通常税率の10%)の終了による反動減、
- ②株価下落(上海総合株価指数は18年年間で24.6%安)によるマイナスの資産効果、
- ③米中摩擦の深刻化による景気や所得の先行き不透明感の増幅

## 2018年11月11日の独身者の日のネットセールをどう評価するのか？

- 中国では11月11日の「独身者の日」と6月18日の「6.18」が二大ネットセールの日であり、大幅なディスカウントを実施。この日に、保存の利く日用品や食品の買い溜めを行い、耐久消費財を購入する消費者が増えるほど、この時期以外の消費が控えられる。大幅値下げで販売するウエイトが高まれば、その影響を相殺するパイ全体の拡大がない限り、金額ベースの小売売上の伸び率も抑制
- 18年11月11日の独身者の日は、この日だけで23.8%増の3,143億元(約5.1兆円)の売上を記録したが、金額の**前年差は603.5億元と、初めて前年(769.3億元)を下回る**

ネットセールの売上高の推移

	独身者の日 億元	前年比 %	金額の前年差 億元
2009	0.6	—	—
2010	11.0	1733.3	10.4
2011	70.0	536.4	59.0
2012	251.0	258.6	181.0
2013	450.0	79.3	199.0
2014	805.1	78.9	355.1
2015	1,229.4	52.7	424.3
2016	1,770.4	44.0	541.0
2017	2,539.7	43.5	769.3
2018	3,143.2	23.8	603.5

(出所) 報道により大和総研作成

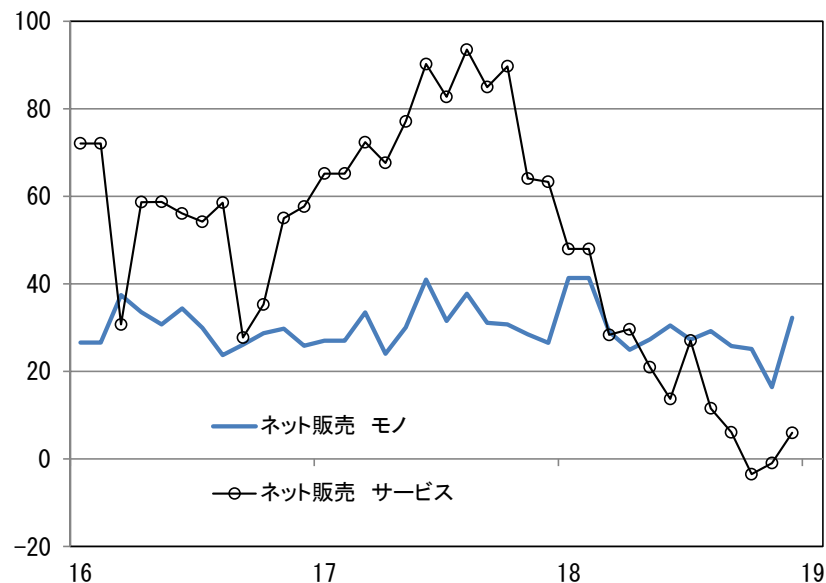
# ネット販売の伸び率も減速へ

消費者信頼感指数と求人倍率（単位：ポイント、倍）



(出所) 国家統計局、人力資源・社会保障部資料より大和総研作成

モノとサービスのネット販売（単月、前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

モノとサービスのネット販売

	モノのネット販売			サービスのネット販売		
	金額 (億元)	前年比 (%)	ウェイト (%)	金額 (億元)	前年比 (%)	ウェイト (%)
2015年	32,424	31.6	83.6	6,349	42.4	16.4
2016年	41,944	25.6	81.4	9,612	51.4	18.6
2017年	54,806	28.0	76.4	16,945	48.1	23.6
2018年	70,198	25.4	77.9	19,867	18.7	22.1

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成



## 18年10月からの個人所得税基礎控除額の引き上げ

◎ 19年1月1日に新個人所得税法が発効。骨子は、

①基礎控除額を3,500元(約5.7万円)から5,000元(約8.2万円)に引き上げ、

②子女教育、高額医療、住宅ローン利息、家賃、高齢者介護など6項目の支出に対する特別付加控除を認める、

③3%~45%の7段階の累進税率のうち、3%、10%、20%の適用範囲を広げて、税率が低下する納税者を増やす

⇒①の基礎控除額の引き上げは18年10月1日から前倒して実施

※財政部によると、今回の基礎控除額の引き上げにより、都市就業者に占める個人所得税納税者の割合は従来の44%から15%に低下。年間3,200億元(約5.2兆円)の減税

⇒18年の小売売上の0.8%に相当。消費性向を勘案すれば、小売売上を最大で0.5%ポイント程度押し上げる効果との期待

⇒ただし、減税の対象は限界消費性向の低い中高所得者層(そもそも低所得者層は課税対象外)、消費刺激効果に多くを期待できない

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

**【重要な注意事項】**

**お取引にあたっての手数料等およびリスクについて**

**手数料等およびリスクについて**

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗(支店担当者)経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200% (但し、最低2,700円)の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.97200%の国内取次手数料(税込)に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動(裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます)による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価(購入対価・売却対価)のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

**ご投資にあたっての留意点**

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第108号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会