

# 中国経済の現状と2019年展望

## 2018年10~12月期GDPと修正李克強指数の動向

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

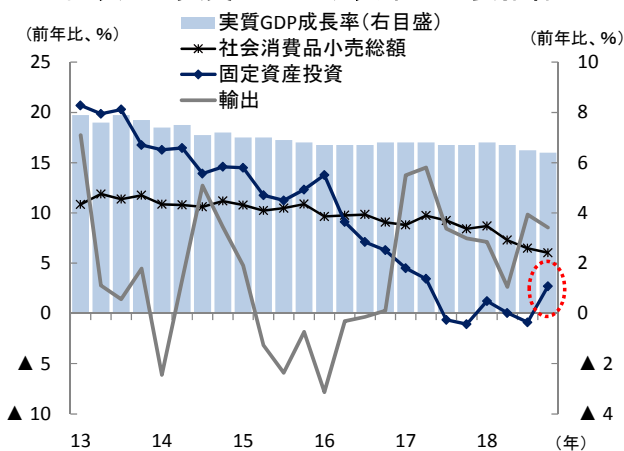
- 2018年10~12月期の実質GDP成長率は3四半期連続で低下。インフラ関連を中心に投資が持ち直したほか、外需寄与度のマイナス幅が縮小したものの、消費の鈍化が下押しとなった
- 貨物輸送全体の動きを反映した修正李克強指数も低下が続いているが、足元の水準は2015年前後と比べて高く、世界経済の減速につながった当時ほどの景気の落ち込みには至っていない模様
- 2019年には2018年を上回る減税・手数料削減やインフラ投資拡大のほか、消費刺激策の実施などが下支えとなり、景気の急激な落ち込みは回避できると見込むが、米中協議次第で下振れも燃る

### 1. 2018年10~12月期の実質GDP成長率は緩やかな低下が続く

2018年10~12月期の中国の実質GDP成長率は前年比+6.4%（7~9月期：同+6.5%）と3四半期連続で低下した（図表1）。外需寄与度のマイナス幅が縮小（7~9月期：同▲0.6%PT→10~12月期：同▲0.3%PT）し、総資本形成のプラス寄与が小幅に拡大（同+2.1%PT→同+2.2%PT）する一方で、最終消費のプラス寄与が低下（同+5.0%PT→同+4.5%PT）したためである（寄与度はみずほ総合研究所試算値）。2018年通年では同+6.6%と、2017年（同+6.8%）に7年ぶりに成長率低下に歯止めがかかったことから一転し、中国経済が再び減速局面入りしたことが確認された。

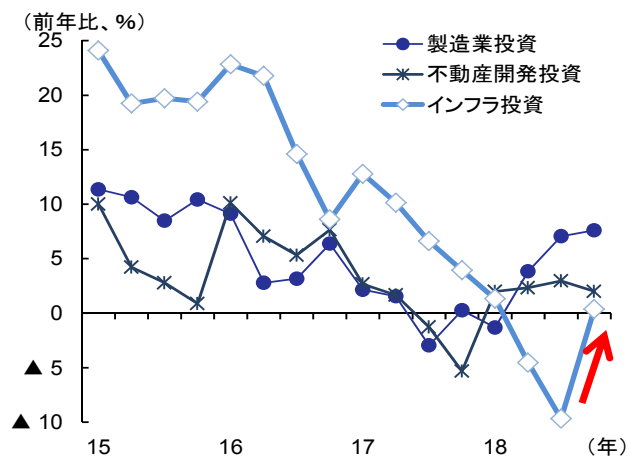
主要指標（みずほ総合研究所推計値）により需要項目別の詳細を確認すると、投資が持ち直すとともに、単月では消費の低迷に歯止めがかかりつつあるなど、内需の急速な冷え込み懸念がやや後退す

図表1 実質GDP成長率と主要指標



(注) 社会消費品小売総額は小売物価指数、固定資産投資は固定資産価格指数で実質化（みずほ総合研究所推計値）。輸出は名目ドル建て。  
 (資料) 中国国家统计局、中国海関総署より、みずほ総合研究所作成

図表2 製造業・不動産開発・インフラ投資



(注) 各投資の建築・機械・その他の構成比に応じて固定資産投資価格指数の各系列を加重平均したデフレーターにより実質化。  
 (資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

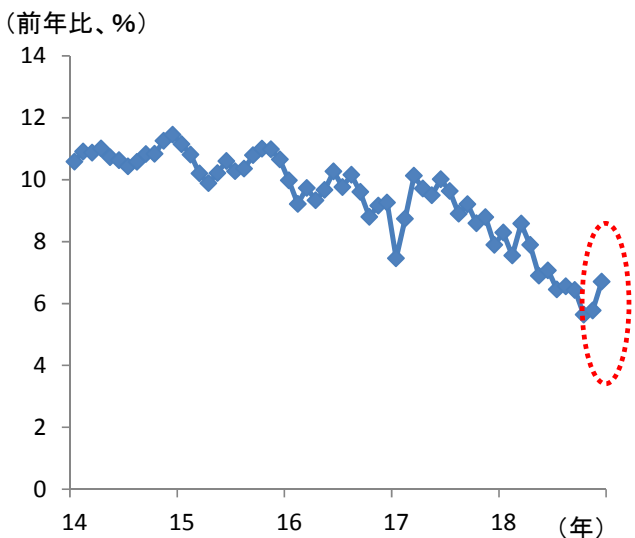
一方で、米中摩擦の悪影響等にさらされる輸出の低迷が、景気の重しとなりつつあることがわかる。

まず、固定資産投資の実質伸び率は前年比+2.4%（7～9月期：同▲0.9%）と2四半期ぶりにプラスに転じた。2018年夏場以降、地方債発行の加速による景気下支えの姿勢を強めたことで、インフラ投資が3四半期ぶりにプラスに復したことによる（前頁図表2）。また、製造業投資も電気機器や化学を中心にやや伸びを高めた。他方、不動産開発投資の伸び率は小幅ながら鈍化した。

社会消費品小売総額（財消費）の実質伸び率は前年比+6.0%（7～9月期：同+6.5%）と縮小した。内訳が分かる大規模小売店販売によれば、減税終了の影響が残る自動車販売のマイナス拡大（7～9月期：同▲2.7%→10～12月期：同▲7.7%）に加えて、通信機のプラス幅縮小（7～9月期：同+12.5%→10～12月期：同+0.4%）などが全体を押し下げた<sup>1</sup>。もっとも、単月で見ると12月までの小売総額の実質伸び率は2カ月連続で上昇した。2019年には後述するように消費刺激策の実施が決定しており、自動車減税終了に伴う下押しからの回復を後押しすることが予想されることから、今後小売の一層の低迷は回避されそうだ。

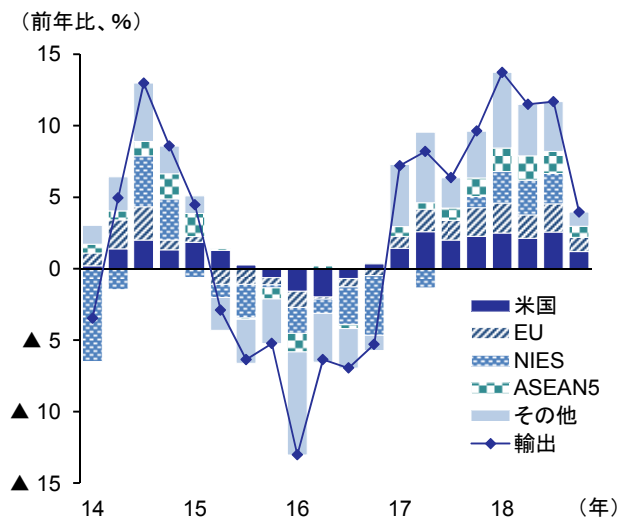
投資や消費の先行きに関して政策による下支えが期待される一方で、輸出は先行き不透明感が強まっている。10～12月期の名目輸出総額の伸び率は前年比+4.0%（7～9月期：同+11.7%）と4四半期ぶりに1桁台まで低下した。国別内訳をみると、米中摩擦の影響で米国向け輸出が鈍化しただけでなく、EU、NIEs、ASEAN5など、幅広い地域向けの輸出が下押しとなった（図表4）。米国による対中制裁対象となった品目の対米輸出動向をみると、7・8月の計500億ドルの中国の対米輸出品への追加関税に加えて、9月24日に2,000億ドル相当に追加関税が付加されたことで、10月の中国からの同品目の対米輸出は急減した（次頁図表5）。一方、同品目の中国を除く世界の対米輸出は高い伸びを維持しており、制裁関税によって中国の対米輸出が大きく押し下げられたことがわかる。こうした米中摩擦の影響に加えて、米国を除き世界的に製造業を中心とする景気減速が生じていることが、10～12月期の輸出全体の押し下げにつながった。なお、10～12月期は名目輸入総額の伸び率も同+4.8%（7～9月期：同+20.7%）と急速に低下したため、外需寄与度のマイナス幅は縮小した。

図表3 社会消費品小売総額（実質）



(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

図表4 輸出金額の国別内訳



(資料) 中国海関総署より、みずほ総合研究所作成

## 2. 修正李克強指数でみると足元の減速感は2015年ほどには至らず

中国経済の減速感が強まるにつれ、中国が起点となって世界経済が減速した2015年頃と同様の状況に陥るとの懸念が強まりつつある。そこで、2015年前後にGDPよりも景気減速を表しているとして注目された李克強指数によって、当時との比較をしよう。

李克強指数は、中長期貸出残高、電力消費量、鉄道貨物輸送量の合成指標である。ただし、鉄道貨物輸送は貨物輸送全体の8%を占めるに過ぎず、かつその約60%が石炭輸送であることから、環境規制など政策の影響を受けやすい。実際、2015年前後には石炭の生産規制強化に伴い石炭を中心に鉄道貨物輸送が大幅に減少したことが、李克強指数はマイナスに至るまで低迷した。また、足元で小幅に上昇しているのは、2017年から2018年にかけての冬場に環境対策のため、国民生活に支障が生じるほど石炭使用を制限した反動や、2018年10月に道路から鉄道・水路への貨物輸送シフトを促す3カ年計画が施行されたため、鉄道貨物輸送が上振れたことが影響しているとみられる<sup>2</sup>。

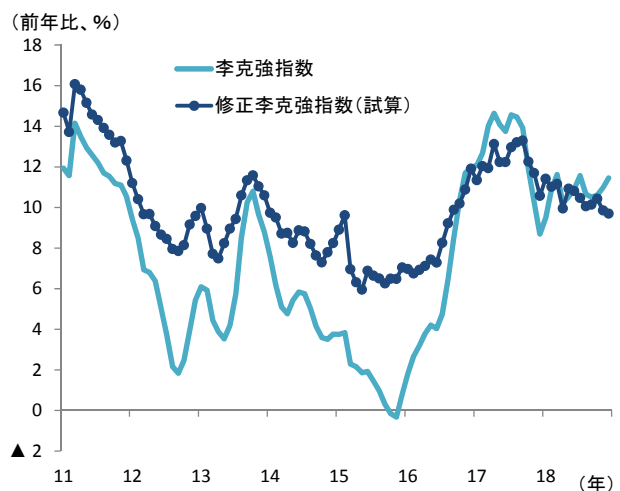
そこで、こうした政策変更の影響を受けにくい指数として、鉄道貨物輸送量に代わり貨物輸送全体（道路・水路・鉄道・航空）のデータを構成指標とした、修正李克強指数を作成した（図表6）。この修正李克強指数は概ね通常の李克強指数と連動しているが、鉄道貨物輸送のみに比べると道路輸送中心とみられるEコマースなど非製造業の荷動きも反映されていることなどから、2015年前後に低下基調にあった中でも、通常の李克強指数に比べて高めの水準を維持している。2017年後半以降は緩やかな減速が続いているが、足元でも2015年に比べて高い水準を維持していることが確認できる。このように修正李克強指数に基づけば、現在の中国の景気は減速基調にあるものの、2015年前後ほどの景気の落ち込みには至っていないと判断される。

図表5 米制裁対象品目の対米輸出



(注) 米国貿易統計の輸入データにより、HS8桁（制裁対象リスト通り）レベルで2018年に対中制裁対象となった品目の輸出金額を集計。  
 (資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

図表6 修正李克強指数（試算）



(注) 李克強指数は、中長期貸出残高、電力消費量、鉄道貨物輸送量の3カ月移動平均値の前年比伸び率をそれぞれ1/3のウェイトで合成した指数。修正李克強指数は、鉄道貨物輸送量を貨物輸送量総計（鉄道・道路・水路・空路）に置き換えて計算。  
 (資料) 中国人民銀行、中国電力企業連合会、中国国家統計局、中国鉄路総公司・国家鉄路局より、みずほ総合研究所作成

### 3. 下支え策により景気の大幅な悪化は回避されるも、当面は減速が続く見通し

2018年12月の中央経済工作会議では、2019年に金融・財政政策による景気下支えを強める方針が確認された<sup>3</sup>。もともと、企業債務問題等の構造調整圧力を抱えていることに変わりはないことから、リーマンショック後の大型景気対策とは一線を画し、米中摩擦の激化などによる景気の急速な悪化を避けるための下支え策を講じることが予想される。実際、財政政策ではインフラ投資だけではなく、減税・手数料削減などによる民営・小規模零細企業支援や消費刺激策など、民需の喚起を通じた下支えの強化が計画されている（図表7）。また、金融政策でも民営・小規模零細企業等に的を絞った流動性確保が図られている。こうした対策により景気が下支えされることから、当面の中国経済は緩やかな減速が続くと見込まれる。

もともと、3月1日を期限とする米中協議の行方次第では、景気下振れが強まる恐れも残されている。中国の対米貿易黒字の解消など中国側の歩み寄りが報道される一方で、2018年12月の米中首脳会談で示された、知的財産権保護など米国が要求する中国の構造改革については、以前に比べて取り組みを加速させているとはいえ課題も多い。合意に至らなかった結果、中国の対米輸出2,000億ドルに対する追加関税率が現在の10%から25%に引き上げられ、さらに追加制裁が中国の対米輸出全体にまで及べば、輸出のみならずマインド悪化を通じた投資や消費への影響も懸念される。中国経済の動向を占う上で、米中協議の行方が注目される。

図表7 2019年の主な景気下支え策

● 財政政策	
	実施規模（報道ベース）
1. 減税・手数料削減 小規模零細企業等の負担軽減 個人所得税減税	1.5兆元（2018年：1.3兆元） — 3,000億元
2. インフラ投資 地方専項債券発行拡大 鉄道建設投資	2兆元超（2018年：1.35兆元） 8,500億元（2018年：8,028億元）
3. 自動車・家電購入補助	補助総額500億円
● 金融政策	
1. 預金準備率の引き下げ	
2. 短期金利の低め誘導	
3. 民営・小規模零細企業支援	
・再貸出・再割引限度額の引き上げ	
・TMLF（民営・小規模零細企業等に対象を絞ったMLF）創設	
・銀行の新規貸出の一定割合以上を民営企業向けとする「一二五目標」等	

（資料）各種報道より、みずほ総合研究所作成

---

<sup>1</sup> 財・サービス消費合わせた一人当たり実質消費支出（家計統計）は同+5.7%（7～9月期：同+5.5%）と伸び率がむしろ拡大する格好となった。大規模小売店販売で不振が示された自動車・通信機支出の伸びが家計側統計では同+5.7%（7～9月期：同+10.4%）と鈍化しつつも相対的に高めとなっており、大規模小売店販売で補足されにくい中古品へのシフトが影響していることが考えられる。

<sup>2</sup> 「運輸構造調整推進に関する3カ年行動計画」（2018年10月公布）。環境保全のため、現在貨物輸送量の78%を占める道路輸送から鉄道・水路輸送へのシフトを進める方針。2020年までに鉄道輸送は2017年比+30%増とする計画である。

<sup>3</sup> みずほインサイト「2019年の中国の経済政策方針～中央経済工作会議で「安定重視」路線の継続を確認～」（2018年12月27日）<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/as181227.pdf>

●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。