

# 中国景気対策の効果は発現するか

## 2019年1~3月期実質GDPの評価と政策効果検証

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

- 2019年1~3月期の実質GDP成長率は1年ぶりに下げ止まるも、住宅投資拡大や輸入減少に伴う外需寄与度拡大による下支えが大きく、政策効果が期待されたインフラ投資はマイナスに転化
- 2019年の景気下支え策による成長率押し上げ効果は、産業連関表により推計すると+1.1%PT。推計通りなら、政府は対策がなければ成長率が+5%前後まで落ち込むとの厳しい認識
- 政策効果は年後半以降発現するとみられるが、地方政府債務規範化に伴い、地方のインフラ計画が滞る可能性や、民営企業の負債率上昇が、投資拡大を妨げる恐れも

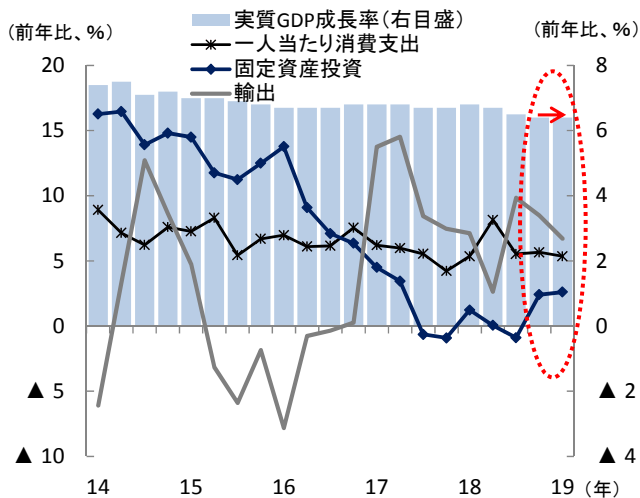
### 1. 実質GDP成長率は一旦下げ止まるも、輸入減や不動産投資など一時的要因に偏る

2019年1~3月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%（10~12月期：同+6.4%）と横ばいとなり、2018年4~6月期から3四半期続いた減速に一旦歯止めがかかった（図表1）。しかし、内訳をみると一時的要因によって成長率が維持された側面が大きく、依然として景気の下圧力は強い<sup>1</sup>。

需要項目別の寄与度をみると、国内需要は最終消費が+4.2%PT（10~12月期：+4.6%PT）、総資本形成が+0.8%PT（10~12月期：+1.3%PT）とともにプラス幅が縮小した。外需寄与度が+1.5%PT（10~12月期：同+0.5%PT）と拡大したことが成長率を支えたが、輸入が減少に転じたためであり、製造業を中心とする世界的な景気減速を背景に輸出の伸びは2四半期連続で縮小した。

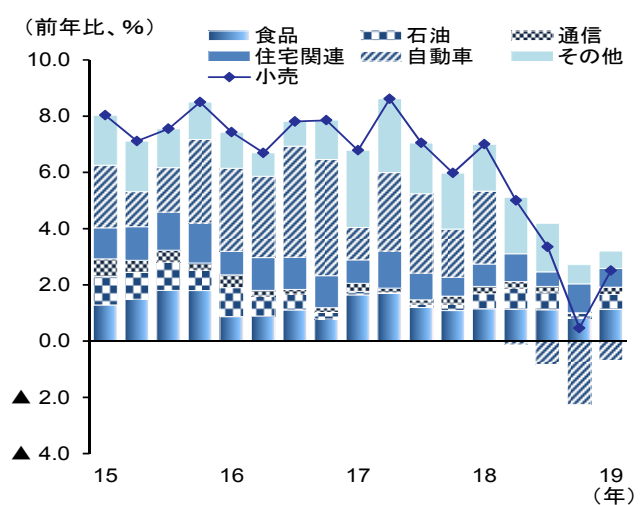
主要指標（みずほ総合研究所の推計値）を用いて国内需要の詳細を確認すると、一人当たり消費支

図表1 実質GDP成長率と主要指標



(注) 一人当たり消費支出、固定資産投資は実質値。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 実質小売販売



(注) 各品目に対応するCPI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

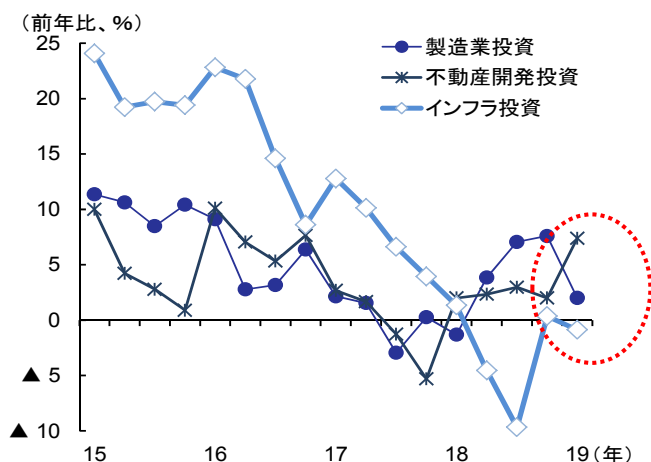
出の実質伸び率は前年比+5.4%（10～12月期：同+5.7%）と縮小しており、最終消費の成長率への寄与低下と整合的である。一方、サービス消費を除く社会消費品小売総額の実質伸び率は同+6.9%（10～12月期：同+6.0%）と拡大した。内訳が分かる一定規模以上の小売をみると、自動車のマイナス幅縮小や通信機器のプラス幅拡大等が小売を押し上げていた（図表2）。自動車販売台数は3月に前年比▲5.1%（2月：同▲13.7%）と、2018年9月以降6カ月続いた前年比2ケタ減という厳しい局面からはやや持ち直しており、小型車減税終了に伴う下押し圧力はやや緩和しているとみられる。

固定資産投資の実質伸び率は前年比+2.6%（10～12月期：同+2.4%）と小幅に高まった。不動産開発投資の伸びが同+7.4%（10～12月期：同+2.0%）と大きく上昇したためであり、政策効果が期待されたインフラ投資の伸びは同▲0.9%（10～12月期：同+0.4%）と再びマイナスに転じた（図表3）。製造業投資の伸びは同+2.0%（10～12月期：同+7.6%）と低下した。固定資産投資の伸びが拡大する一方で総資本形成の寄与度が低下していたことから、在庫の寄与は低下した可能性がある。

1～3月期の不動産開発投資の急拡大は、2018年の建設プロジェクトの進捗が反映されたためとみられており、新規プロジェクトがすでに落ち込んでいることから、持続的拡大にはつながりにくそうだ。開発投資に先行するとみられる土地取引額も、足元で前年割れに陥っている（図表4）。ただし、3月の住宅価格（70都市平均）が同+11.3%と2010年9月以来の高水準まで上昇するなど、不動産市場に過熱感が生じつつあることから、デベロッパーの不動産開発意欲が再び高まる可能性がある点には留意が必要だ。

以上のように、1～3月期の成長率が横ばいを維持したのは、輸入の減少や不動産開発投資の拡大に支えられたためであり、下支え策による効果は明示的には確認できなかった。また、3月の生産が前年比+8.5%（2月：同+5.3%）と急伸したことについて、国家统计局は春節時期のずれや4月からの増値税減税前に仕入控除適用を狙った動きなどが影響したとの見解を示しており、4月にはそうした一時的要因が剥落し、生産の伸びは再び鈍化するとみられる。1～3月期の不動産開発投資の拡大や、輸入減の結果としての外需寄与度の大幅なプラスも持続するとは考えにくく、4～6月期以降の成長率は再び減速に向かうと見込まれる。

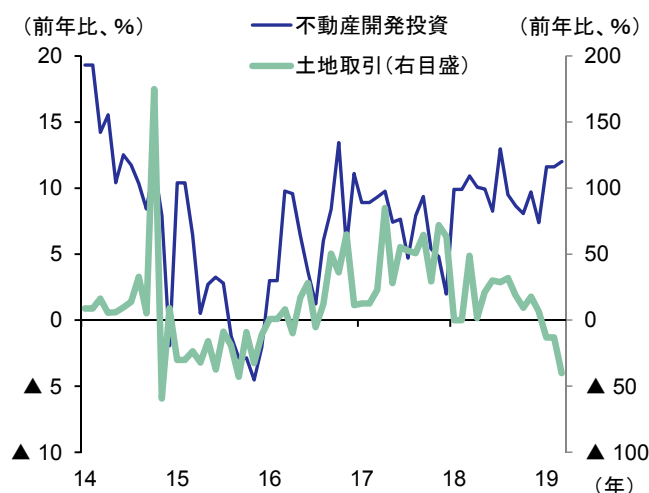
図表3 製造業・不動産開発・インフラ投資



(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

図表4 不動産開発投資と土地取引



(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

## 2. 政策効果が順調に発現すれば成長率を1.1%PT押し上げ

では、全人代で掲げられた景気下支え策は今後いつ発現し、どの程度の成長率押し上げが見込まれるのだろうか。

まず、成長率押し上げ効果について検討しよう。今年の全人代では、景気下支えのための財政政策として、①インフラ投資拡大、②減税及び社会保険料削減、③耐久財等の購入促進策、が挙げられている（図表5）。それらの実施規模について、①は主に地方专项債券の年間発行額を2.15兆元（2018年は1.35兆元）に拡大、②はコスト削減を2兆元（2018年は1.3兆元）まで積み増しすることが示されている。その一方で、③については規模等が明らかにされておらず、具体策の策定は主に地方政府に委ねられている。そのため、現時点で量的効果を検討可能なのは①②のみであり、それらの限界的増加分（①は2018年比+0.8兆元、②は同+0.7兆元）である計1.5兆元が、2019年の成長率を支える原資と考えられる。

産業連関表を用いて、1.5兆元のうち①のインフラ投資分は全額、②のコスト削減分については一部を新規需要とみなし<sup>3</sup>、これら新規需要による生産誘発がもたらす所得増の効果（2次波及）まで含めた付加価値誘発額を推計すると、政策による成長率押し上げは+1.1%PT（1.0兆元）となった（図表6）。この結果通りであれば、政府は下支え策がなかった場合の2019年の成長率は+5%前後まで落ち込むと見込んで、成長率目標+6.0~6.5%を設定していることになる。推計結果は幅を持つ必要があるが、総額4兆元超の下支え策を打ち出した背景には、厳しい景気認識があったことがうかがわれる。

次に、こうした下支え策の効果は、いつから発現すると考えられるだろうか。コスト削減の目玉である増値税減税や社会保険料削減が実施されるのは4月以降であり、コスト削減に伴う収益改善が投資につながるといった実体経済を押し上げる効果が発現するのは、順調に行っても2019年後半とみるのが妥当だろう。実際に、発現（によって景気が底入れする）時期について、筆者が3月に行った現地ヒアリングでは年後半との指摘が多かった。現地エコノミストに対するアンケート調査でも、景気底打

図表5 2019年の主な景気下支え策

|  | 規模         |
|--|------------|
| ①インフラ投資拡大（地方专项債発行）                                 | 2.15兆元     |
| ②減税・社会保険料削減  | 2兆元        |
| ・増値税減税（4月～）  | 8,000億～1兆元 |
| 製造業等16%→13%、交通運輸・建設業等10%→9%                        |            |
| ・社会（年金）保険料削減（5月～）                                  | 8,000億元    |
| ・小規模零細企業の企業所得税減税（1月～）                              | 2,000億元    |
| 売上10万元/月以下企業に対して、納税所得額を100万元まで25%、100～300万元は50%に圧縮 |            |
| ・個人所得税減税（1月～）                                      | 1,000億元    |
| ③耐久財等の購入促進策  | 未定         |

（注）減税・コスト削減規模の内訳は現地研究機関等による推計（報道）。  
（資料）中国財務部・各種報道より、みずほ総合研究所作成

図表6 景気下支え策の効果（推計）

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| 景気下支え策の限界的増加分                 | 1.5兆元   |
| ①インフラ投資                       | 0.8兆元   |
| ②コスト削減                        | 0.7兆元   |
| 新規需要                          | 1.0兆元   |
| ①インフラ投資                       | 0.8兆元   |
| ②コスト削減による投資増                  | 0.2兆元   |
| 7,000億元（コスト削減額）* $\alpha$     |         |
| $\alpha$ = 営業余剰/付加価値額 (=0.25) |         |
| 付加価値誘発額                       | 1.0兆元   |
| GDP押し上げ効果                     | +1.1%PT |
| （2018年名目GDP比）                 |         |

（注）2012年産業連関表により推計。2次波及で用いた消費性向は2018年平均消費性向。

（資料）みずほ総合研究所作成

ち時期について（2019年1～3月期に底打ちしたと判断した回答者を除き）、2019年7～9月期以降との見方が53%を占めた<sup>4</sup>。

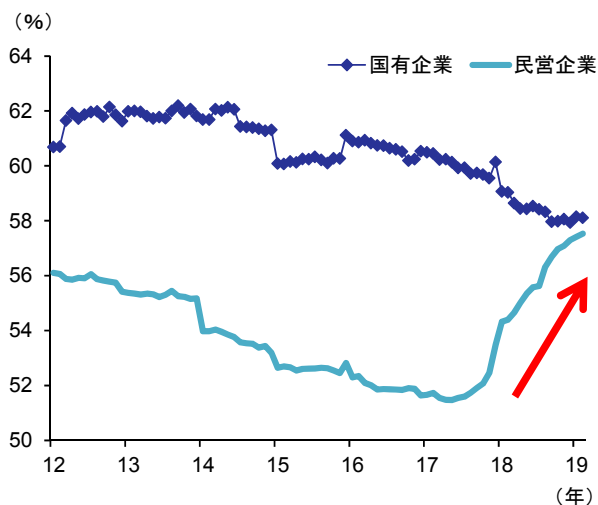
### 3. 地方政府債務規範化、民営企業の負債率上昇が下支え効果の発現を阻む恐れも

今回の景気対策には、下支え効果を発現しにくくさせる要因が、いくつか存在している。まず、インフラ投資の拡大を阻む要因として、地方政府の隠れ債務規範化の下で、地方のインフラ計画が組成されにくい可能性が挙げられる。インフラ投資に関しては、2018年夏場以降に地方専項債券の発行加速が図られ、10月には「インフラ部門の弱み補強の推進維持に関する指導意見」（国務院）により貧困脱却や鉄道・水運、環境等9分野を対象に投資促進措置が打ち出されるなど、先行して政策が講じられた。しかし、実際のインフラ投資は、2018年10～12月期こそ3四半期ぶりに前年比プラスに復したが、1～3月期には先に見た通り再びマイナスに陥るなど足踏み状態にある。

国家発展改革委員会は投資不振の要因について、インフラ投資の準備プロジェクトの規模が小さく、プロジェクトの進捗が遅れていること、各省のプロジェクト提案が大幅に減少していることなどを指摘している<sup>5</sup>。2017年7月の全国金融工作会議で地方政務債務の拡大を厳しくコントロールする方針が掲げられており、その結果、地方政府が投資プロジェクトを過度に抑制する姿勢が強まったと考えられる。2018～2020年までの重点政策の筆頭に重大リスク防止が掲げられており、金融不安の引き金となりかねない地方政府の隠れ債務問題に対処する方針に変わりはない。適正な資金を裏付けとする必要の高いインフラ投資を実施するためには計画段階で時間を要することなども、地方のプロジェクト提案の停滞につながっていると推察される。

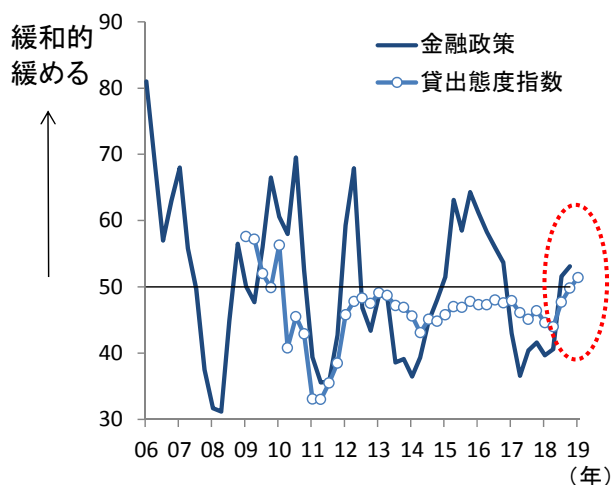
また、減税・コスト削減策についても、民営・小規模零細企業の財務状況が悪化するなかでは、投資拡大につながりにくい恐れがある。民営企業（工業）の資産負債率は2018年以降急速に上昇し、2019年入り後も上昇が続いている（図表7）。こうした状況下では、コスト削減に伴い企業収益が改善したとしても、資金を投資拡大に振り向ける企業は多くないと考えられる。

図表7 企業の資産負債率（工業）



（資料）中国人民銀行より、みずほ総合研究所作成

図表8 銀行業景気指数



（資料）中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

## 4. おわりに

以上をまとめると、1～3月期の成長率を下支えしたのは輸入減少や一時的とみられる不動産開発投資拡大であり、当面景気減速基調が続くと見込まれるなか、政策効果が本格的に発現するのは2019年後半と予想される。全人代で規模が確認できる下支え策について、その効果を一定の前提の下、産業連関表を用いて推計すると、GDP押し上げ幅は1.1%PTとなる。もっとも、地方政府の隠れ債務規範化等の影響で地方のインフラ計画が組成されにくくなっているとみられること、民営企業の資産負債率の上昇が続く下で、コスト削減による収益改善が投資拡大に結び付きにくくなっていることなど、政策による下支え効果の発現を阻む要因が存在することも事実である。仮に期待通りに下支え効果が発現できない、あるいは米中摩擦の再燃など更なる景気下振れ要因が生じることとなれば、成長率目標達成のために一層対策を上積みする必要に迫られ、地方債務規範化をはじめとする構造改革への取り組みが遅れる懸念がある。

他方、民営・小規模零細企業向けの資金繰り改善策を講じたことで、3月までに銀行の貸出態度が急速に改善するなど金融環境が緩和的となるなかで（前頁図表8）、不動産価格の上昇が続くなど、投機に対する懸念も生じつつある。4月の国务院政治局会議では、不動産に関して「住むためのものであり、投機対象ではない」との言及が復活しており、当局の警戒が高まっていることがうかがわれる。景気下支えのための緩和的な政策の実効性を高めることと、それに伴う副作用への警戒とのバランスは難しい状況にある。

---

<sup>1</sup> 2019年4月の政治局会議でも、「第1四半期の経済運営は全体的に安定し、予測よりも良好」と評価する一方で、「経済運営には依然として多くの困難と課題が存在しており、外部経済環境も全体的に緊張感がある」と指摘している。

<sup>2</sup> 国家発展改革委員会「2018年全国固定資産投資発展動向監視報告及び2019年投資情勢展望」（2019年2月26日）では、2018年に不動産プロジェクトの投資計画が急増し、それらが施工期に入ったことが2019年1～3月期の不動産開発投資を急増させる可能性があること、ただし新規のプロジェクトは減少していることが指摘されている。

<sup>3</sup> 減税・社会保険料削減については、それによって企業の所得が増加し、投資に振り向けられる分を新規需要とした。投資に振り向けられる比率については、新たに生み出した付加価値額のうち企業所得への分配分すべてが投資に振り向けられると想定し、産業連関表の総中間使用の企業余剰/付加価値額を用いた。個人所得税減税については2018年10月から実施された措置（課税最低限の引き上げ）よりも2019年1月の措置（特定項目付加控除の導入）の減税規模が下回るとみられていることから、本推計では企業減税の影響のみ考慮した。ただし、2018年10月からの減税効果は前年比で見て2019年9月まで続くことから、2019年の実際の所得税減税規模は2018年を上回る。

<sup>4</sup> 経済観察報「2019年第1四半期エコノミストアンケート調査」（<http://www.eeo.com.cn/2019/0411/353110.shtml>）

<sup>5</sup> 脚注2資料参照。

●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。