
中国経済展望

2016年6月

 株式会社 日本総合研究所

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/china/>

- ◆本資料は2016年5月26日時点で利用可能な情報をもとに作成
 - ◆本資料に関するご照会先
調査部 関辰一 (Tel:03-6833-6157 Mail:seki.shinichi@jri.co.jp)
-
-

歯止めがかからない民間投資の減速



◆現状：景気は減速基調

中国では、国有企業や政府機関が固定資産投資を積極化しているほか、インフラ投資や不動産開発投資に持ち直しの動きがみられる一方、民間固定資産投資の減速には歯止めがかからず。

第2次産業のみならず第3次産業でも民間企業が大きなバランスシート調整圧力に直面するなか、これまでの金融緩和や新規産業振興策では、投資マインドは改善するには至らず。

足許では、沿海大都市を中心に住宅価格が急上昇しているほか、商品市場などでは投機的な動きがみられ、金融緩和による副作用も顕在化。

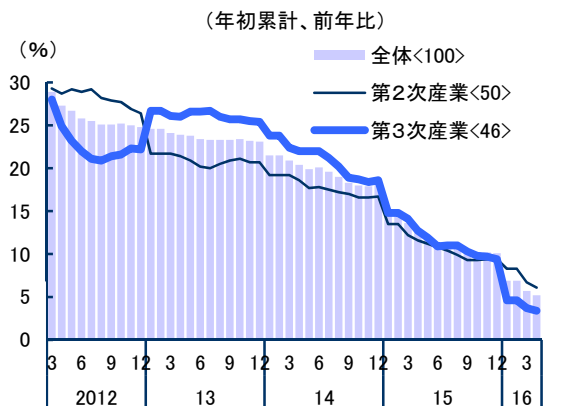
◆展望：景気は引き続き減速

先行き、過剰債務・過剰設備が重しとなるなか、短期間でのバランスシート調整を余儀なくされ、その結果、GDPの3割を占める民間投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクも。

これまで中国では、企業が他部門から資金を借り、需要を創造。しかし、企業の債務拡大が限界に向かいつつあるなか、企業の資金需要は減退。こうしたなか金融緩和では民間投資を喚起できず、むしろ緩和マネーにより住宅市場や商品市場が不安定化。したがって、政府は失業者数の急増を伴うハードランディングの回避に向け、公共投資拡大に頼らざるを得ない局面。

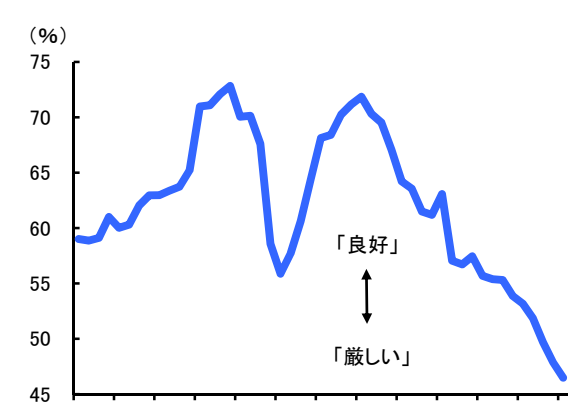
今後を展望すると、国有企業や政府機関の固定資産投資は高い伸びを維持し、インフラ投資は加速する見通し。政府は高水準の財政支出を維持することに加え、政策金融を強化する方針。その結果、2016年の経済成長率は+6.6%、2017年は+6.5%と小幅な低下にとどまる見込み。ただし、こうした政府の対応は構造調整を遅らせ、成長率低下局面の長期化を招く恐れ。

民間固定資産投資



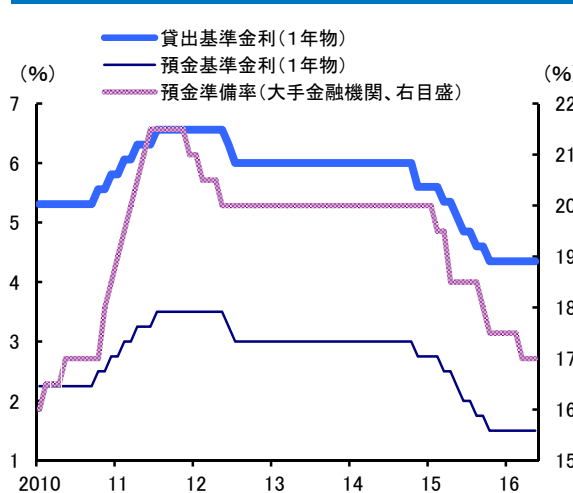
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」
(注1) 名目GDPの約28%は民間固定資産投資。
(注2) 業種別の民間固定資産投資の統計開始が2012年3月。
(注3) ◇内は2015年のシェア。

経営状況判断DI(季調値)



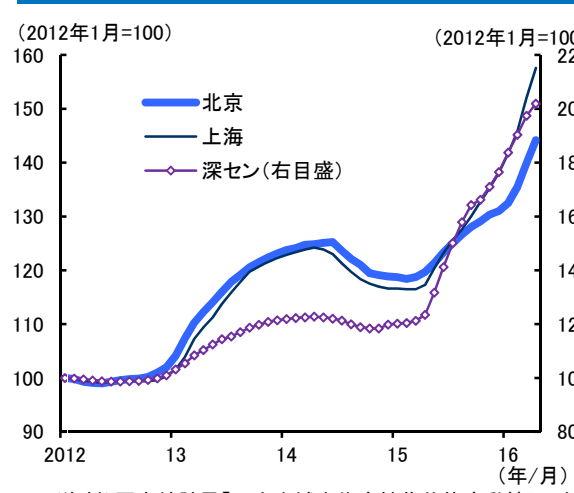
(資料) 中国人民銀行「企業家問巻調査報告」
(注) 経営状況判断DIは「経営状況良好」-「厳しい」+50。調査対象は全国約5,000の工業企業、日本総研が季節調整。

政策金利と預金準備率



(資料) 中国人民銀行

新築住宅販売価格



(資料) 国家統計局「70大中城市住宅销售价格變動情況」を基に日本総研作成

伸び悩む対中投資

◆輸出：減少

輸出額は2012年から2014年末にかけて増加したものの、その後減少傾向。とりわけ、2014年半ば頃からBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向け輸出が大きく減少。

4月の中国の鉄鉱石の入着価格は1トン当たり52.6ドルと、2014年4月の114.4ドルから大幅に下落するなど資源価格が下落し、資源国経済は悪化。

先進国においても、製造業の企業活動にブレーキがかかるなか、欧米向けが弱含み。

不安定な資源価格や米国の利上げ、英国のEU離脱リスクなど、世界経済の先行きが不透明ななか、輸出に景気の牽引役を期待することは困難。

◆輸入：減少

内需の弱まりや資源価格の下落などにより、輸入額は減少。品目別にみると、機械類の輸入はリーマン・ショック時に並ぶほど大幅に減少。

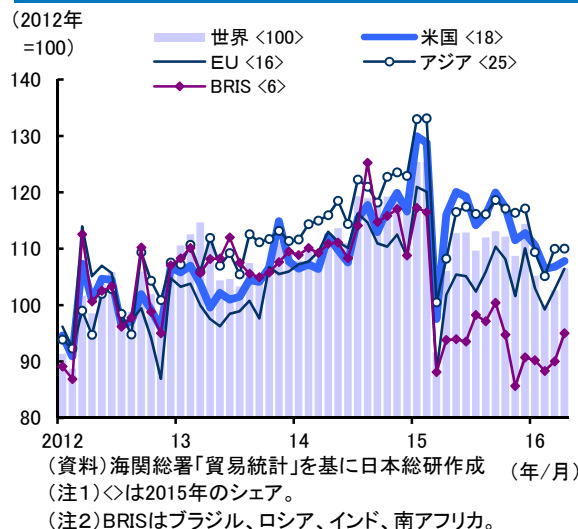
先行き、設備投資のスローダウンを受けて、資本財や生産財を中心にEUや日本からの輸入減少が続く見込み。企業のバランスシート調整圧力は大きく、調整は長期化する見通し。

◆対中直接投資：伸び悩み

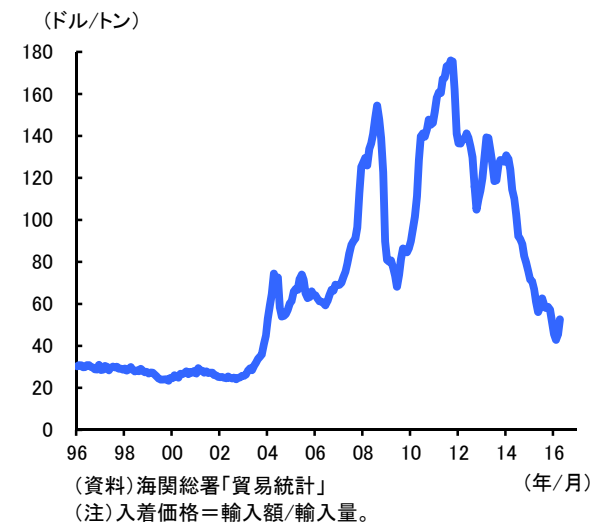
1～4月の人民元ベースの対中直接投資は前年同期比4.8%増と伸び悩み。人件費の上昇や内需拡大ペースの鈍化が背景として指摘可能。

業種別にみると、サービス業は同7.9%増、製造業は同▲1.5%の減少。資金の出し手を見ると、ASEANは同45.6%増、EUは同41.9%増。

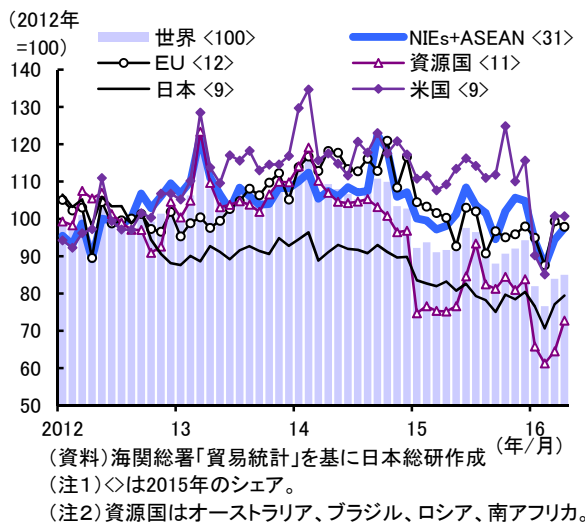
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



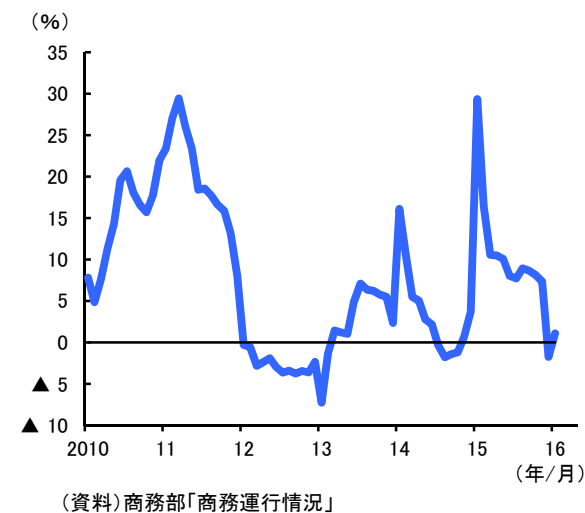
鉄鉱石の入着価格



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



対中直接投資(年初累計、前年比)



個人消費はスローダウン



◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売売上の伸び率は低下。とりわけ、スマートフォンなど通信機械の販売額が大きく鈍化。このほか、衣料品や化粧品などにも増勢鈍化の動き。小型車減税実施後の自動車市場では2009年のような持続的な盛り上がりはみられず、自動車販売額の伸び率も低下。

この背景には所得の増勢鈍化。1～3月期の全国1人当たり実質可処分所得は前年同期比6.5%増と、2015年通年の同7.4%増から減速。

雇用情勢も悪化。国有企業の倒産が発生し、大手民間企業でも中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小がみられるなど、雇用調整の動きは拡大。

実際、1～3月期の求人数は前年同期比▲4.5%と、5四半期連続で減少。業種別にみると、製造業のみならず、建設業、卸小売業、飲食・宿泊業などの求人数も減少。非製造業PMI就業人員指数も15カ月連続で良し悪しの目安となる「50」を下回り、製造業悪化の悪影響が非製造業にも波及。

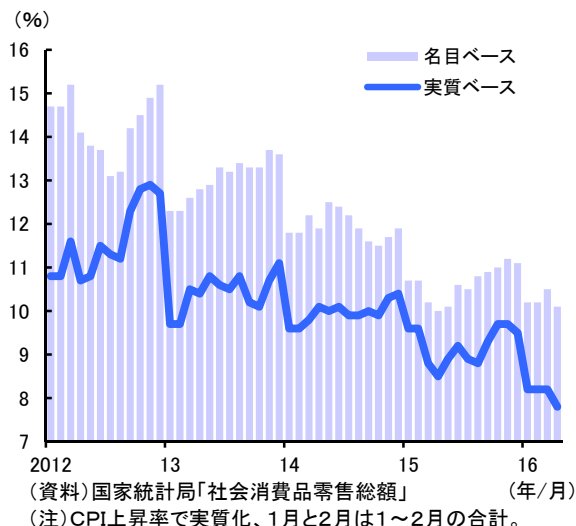
◆展望：公共投資拡大が雇用・消費を下支え

当面、生活防衛のために消費を抑制する動きが強まる恐れ。人々の雇用不安は強まっており、中国人民銀行が発表する雇用環境の見通しDIは、リーマン・ショック後に並ぶ水準まで悪化。

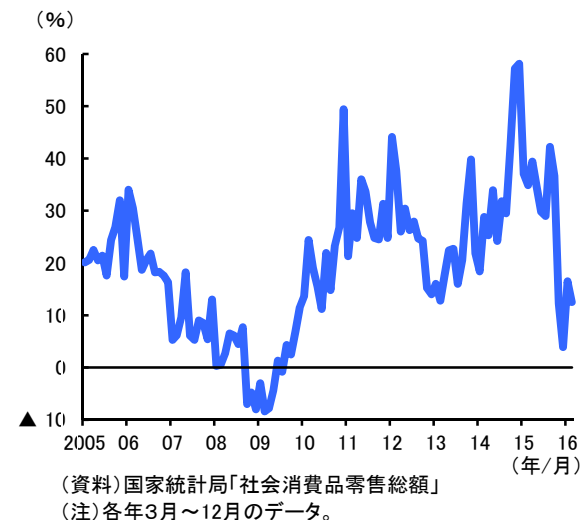
こうしたなか、国有企業や政府機関は固定資産投資を急拡大し、インフラ投資や不動産開発投資にも持ち直しの動き。政府は雇用情勢の悪化に歯止めがかかるまで、公共投資を拡大すると予想。

総じてみれば、個人消費は所得の増勢鈍化により減速するものの、公共投資拡大などの雇用対策を受けて、底割れは回避可能と判断。

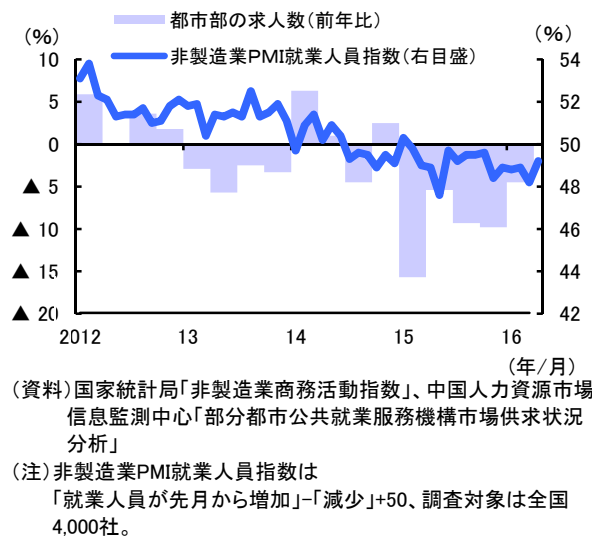
小売売上高(前年比)



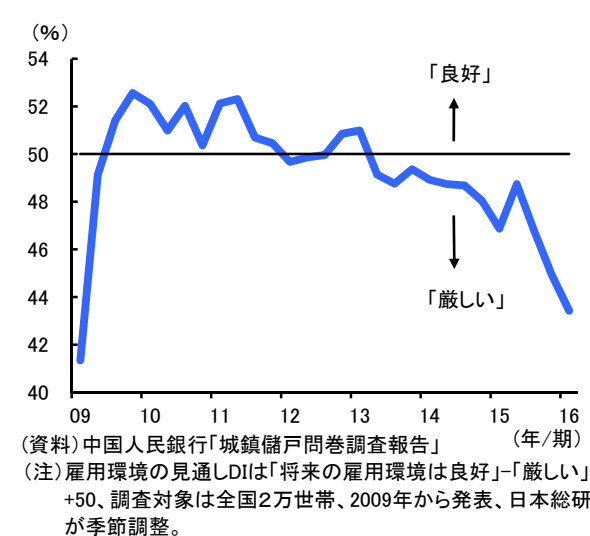
通信機械の売上高(名目ベース、前年比)



求人数と非製造業PMI就業人員指数



雇用環境の見通しDI(季調値)



公共投資は加速、民間投資は減速

1～4月の固定資産投資は前年同期比10.5%増。伸び率は1～3月から▲0.2%ポイント低下。

もっとも、資本別にみると大きな違い。2015年入り後、国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は同23.7%増に急加速。電力・ガス・水道や水利、教育などの固定資産投資に加速の動きがみられる点を踏まえれば、当該分野で国有企業や政府機関が投資を大幅に拡大している可能性。鉄道や道路を中心としたインフラ投資にも持ち直しの動き。

なお、不動産開発投資も同7.2%増と持ち直し。金融緩和や住宅ローンの頭金比率引き下げなどでこ入れ策を受け、住宅需要が拡大していることが背景。

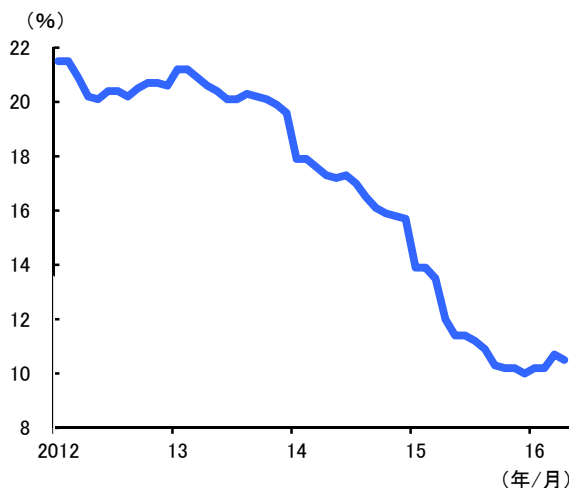
他方、民間企業が大きなバランスシート調整圧力に直面するなか、これまでの金融緩和や新規産業振興策は、投資マインドを改善させるには至っておらず、民間固定資産投資は急減速。

先行き、国有企業や政府機関の固定資産投資は高い伸びを維持し、インフラ投資は加速する見通し。政府は高水準の財政支出を維持することに加え、政策金融を強化する方針。

実際、中国人民銀行が国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行向けに新設した資産担保を条件とした長期低利資金貸出制度であるPSL (Pledged Supplementary Lending)の残高は急拡大。これらにより、インフラプロジェクトの資金不足は緩和する見通し。

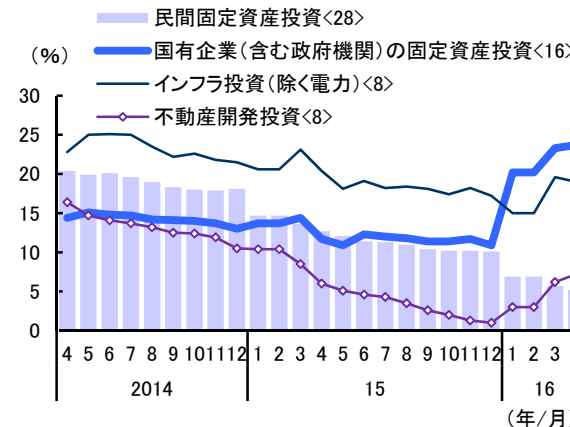
ただし、過剰債務・過剰設備を抱えるなか、民間投資の減速には歯止めがかからない見込み。このため、公共投資の効果は失業者の急増を伴う景気失速の回避にとどまり、先行き、景気を大きく押し上げる展開には至らない見通し。

固定資産投資(年初累計、前年比)



(資料)国家統計局「全国固定資産投資」

固定資産投資の内訳(年初累計、前年比)

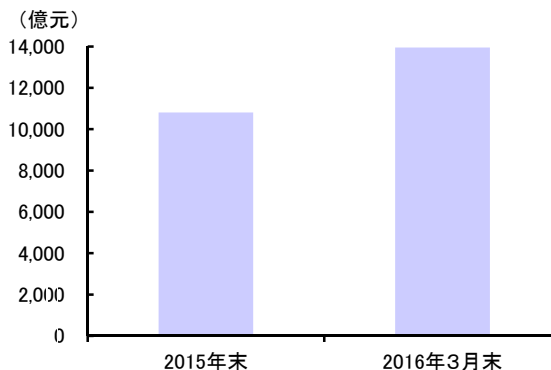


(資料)国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」

(注1) <>はGDPに占めるおおよその割合、重複計上あり。

(注2) 国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。

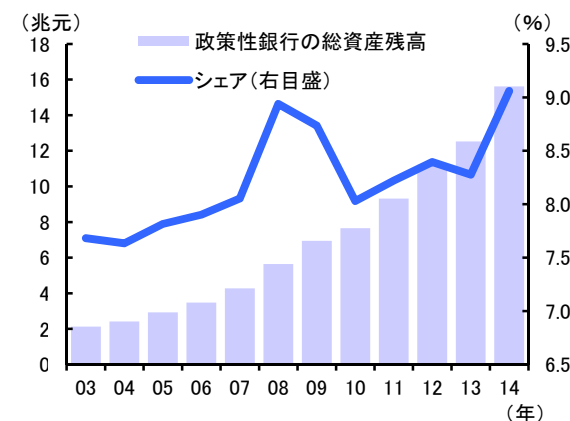
PSLの残高



(資料)中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」、各種報道

(注)PSL(Pledged Supplementary Lending)とは、2014年4月に中国人民銀行が新設した国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行向けの、資産担保を条件とした長期低利資金貸出制度。

政策性銀行の総資産残高



(資料)「中国銀行業監督管理委員会2014年報」

(注1) 政策性銀行とは、国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行の3行。

(注2) シェア=政策性銀行/銀行業全体。

金融緩和の副作用を警戒する声も



◆物価：一部の商品価格が急上昇

4月のCPI上昇率は前年同月比+2.3%と3月と同じ伸び率に。豚肉価格や医療価格の上昇などが物価の押し上げ要因となるものの、雇用不安の強まりや所得の増勢鈍化が押し下げ圧力となるなか、先行き、低水準のインフレ率が続く見通し。

PPI上昇率は同▲3.4%と4カ月連続で下落幅が縮小。もともと、4月末の鋼材価格は2015年末から50.2%上昇するなど、一部の商品価格の急上昇に留意の要。この背景には、国内メーカーの減産や公共投資の拡大による需給ギャップの縮小に加え、金融緩和による過剰流動性の流入が指摘可能。

今後を展望すると、需給ギャップの短期解消は望めず、工業製品価格は低迷が続く見通し。政府が投機的な動きを警戒し始めるなか、先行き、商品価格が再び下落する可能性も。

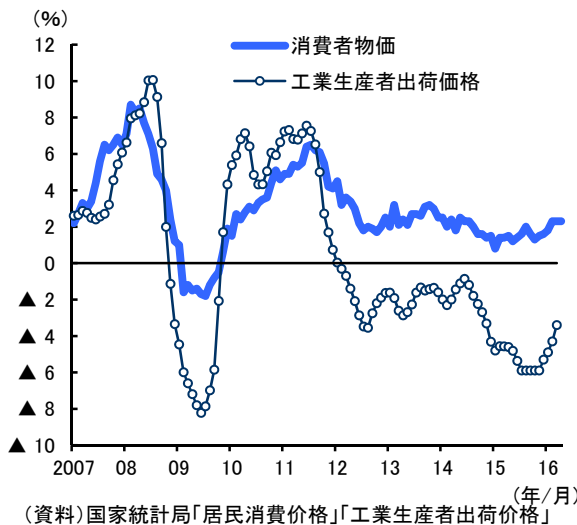
◆不動産価格：価格上昇の動きに拡がり

4月、主要70都市のうち65都市で住宅平均販売価格が上昇し、とりわけ沿海大都市の価格が高水準に。家計の雇用所得情勢が悪化しているなかで、4月の住宅販売床面積は2015年末から58.0%増加しており、不動産市場に過熱化の動き。

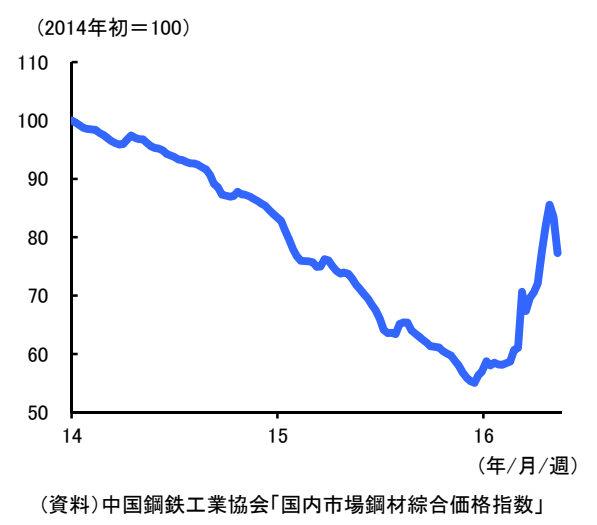
◆過熱化を警戒する声も

5月9日付の人民日報は1面に「権威筋による中国経済についての談話」を掲載。その中で、景気のV字やU字型の回復は望めず、L字型になると指摘。加えて、過剰債務は大きなリスクとなる恐れがあり、コントロールに失敗すれば、金融危機に発展する恐れがあると警鐘。さらに、株式市場、為替市場、不動産市場で、市場メカニズムを機能させるよう要求した上で、金融を一段と緩和することで経済成長を下支えする考えを強く批判。構造調整の進展に一段と注力していく意向を示唆。

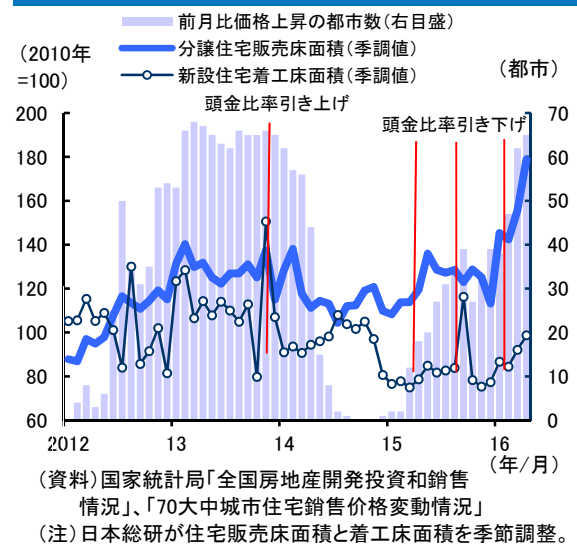
CPIとPPI(前年比)



鋼材価格



住宅販売・着工と価格上昇都市数



債務残高の対GDP比

