
中国経済展望

2015年10月



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2015年9月28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)

景気減速下注目される財政政策

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆現状：景気は減速基調

中国では、民間投資の増勢鈍化に歯止めがかからないなか、固定資産投資は引き続きスローダウン。輸出は頭打ちとなり、実質小売売上高の増勢はやや鈍化。

こうしたなか、雇用環境は悪化し、2015年入り後の求人数は大きく減少。デフレ圧力は強まり、工業生産者出荷価格は一段と下落。とりわけ、鉱工業の川上にあたる素材供給を担う山西省等の華北・東北地域の物価下落が顕著。

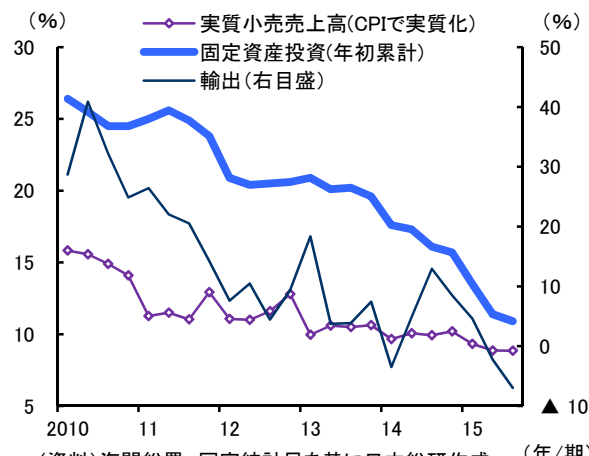
◆展望：景気が大幅に下振れるリスクも

今後、過剰債務・過剰投資が重石となり、民間投資は一段と減速する見通し。2014年末の非金融企業債務残高（地方融資平台の債務を含む）は99.7兆元。金利を6%と想定し、向こう10年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間16.0兆元（320兆円）と試算され、企業の利払い負担は大。製品の出荷価格が下がり続け、売上が伸び悩むなか、企業は債務返済を優先し、新たな設備投資に慎重になると予想。

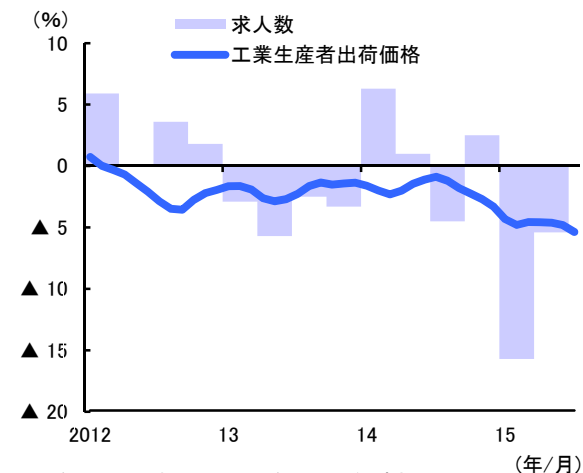
他方、当局がインフラ投資の促進と住宅市場でのこ入れを強化することで、経済成長率は2015年6.9%、2016年6.8%と、政府目標の7%を小幅に下回る水準にとどまると予想。実際、6月から中央直轄のインフラ投資が加速し、住宅販売と着工に持ち直しの動き。

10～12月期には、インフラ投資が加速し、経済成長率を押し上げると見込まれるものの、資金不足などにより、インフラ投資が景気を十分に下支え出来ないリスクも。地方では、土地収入の減少などによる地方自治体の資金難がインフラ投資拡大のボトルネックに。中央政府は金融機関に地方債の購入を促しているものの、地方債投資の魅力の低さがネックとなり、金融機関は必ずしも前向きではない状況。

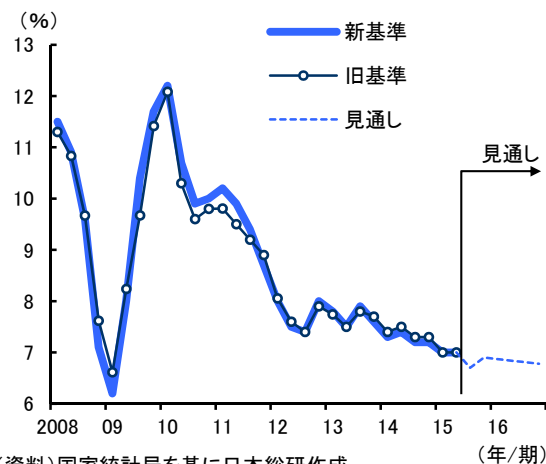
主要経済統計（前年比）



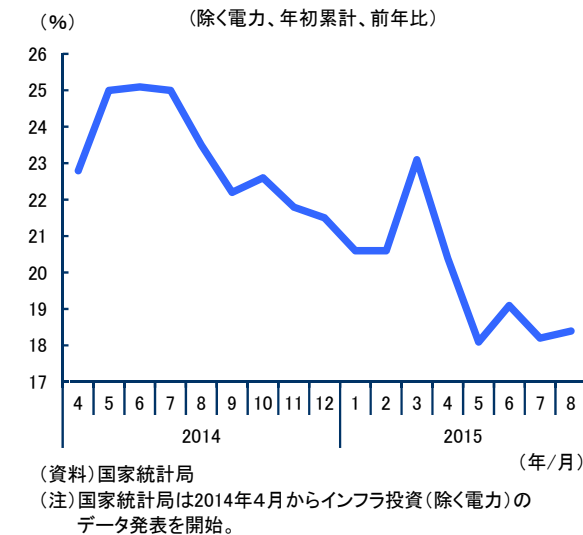
求人数とPPI（前年比）



実質GDP成長率（前年比）



インフラ投資



資源国・新興国の景気減速が輸出の重石に

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆輸出：悪循環が続く恐れも

輸出は頭打ち。人件費の上昇や元高により輸出製品の価格競争力が低下しているほか、輸出先の景気が減速。とりわけ、資源価格の下落を受けて、資源国経済が悪化するなか、中国のBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向け輸出は大きく減少。

先行き、「中国経済減速→資源国や新興国経済の悪化→中国輸出減少」という悪循環が続く恐れも。足許では、内外で新規受注が減少し、製造業PMIの輸出向け新規受注指数は、良し悪しの目安となる50%ポイントを下回る水準で推移。

◆輸入：減少

8月の輸入額は前年同月比▲13.9%減少。とりわけ、設備投資のスローダウンを主因に、EUからは同▲21.7%、日本からは同▲14.2%減少。不動産開発投資やインフラ投資の増勢鈍化を背景に、資源国からの輸入は同▲21.6%減少。

今後、設備投資のスローダウンを受けて、EUや日本からの輸入減少が続く見込み。不動産開発投資やインフラ投資が一段と鈍化すれば、資源国からの輸入も一段と落ち込む恐れ。

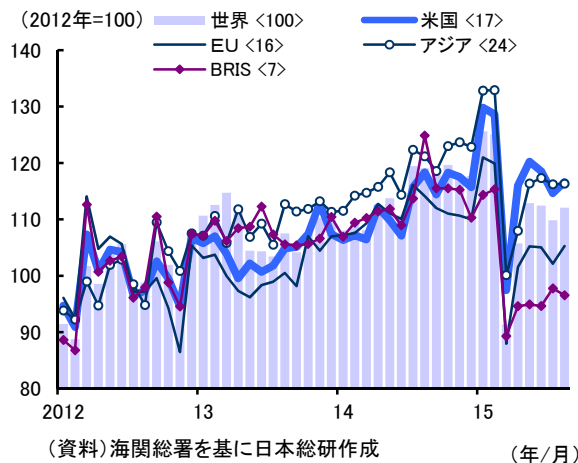
◆対中直接投資：内陸部への投資は減少

1～8月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比8.9%増。

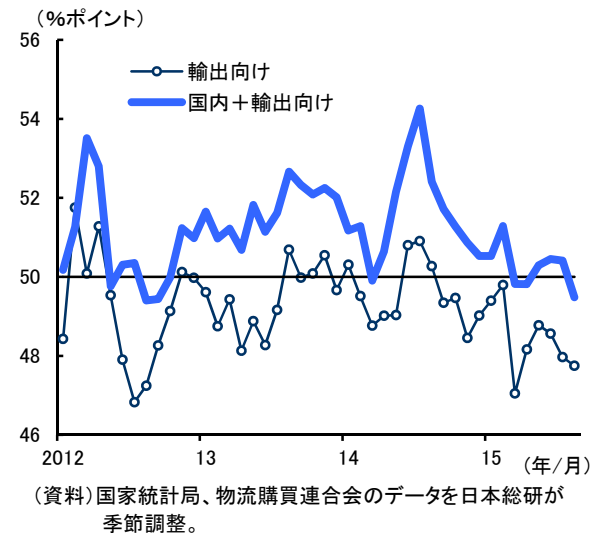
受け入れ地域別にみると、東部は同12.1%増加した一方、中部は▲4.3%、西部は同▲9.1%と内陸部への投資は減少。業種別にみると、サービス業は同20.1%増、製造業は同▲1.0%の減少。消費が高度化する東部に投資が向かっていることを示唆。

資金の出し手をみると、EUは同14.4%増、米国は同▲19.6%、日本は同▲28.8%。

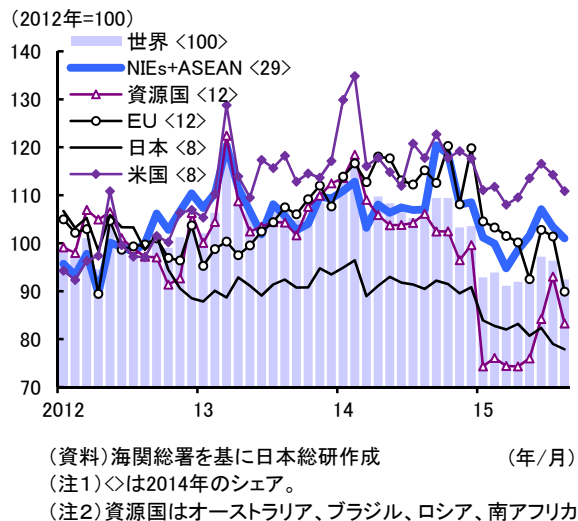
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



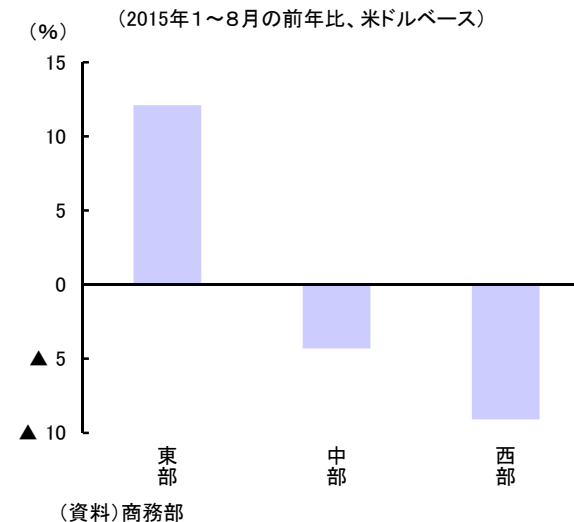
製造業PMI新規受注指数(季調値)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



受け入れ地域別対中直接投資



消費を牽引役とする成長が持続



◆個人消費：増勢がやや鈍化

2015年入り後、実質小売上高の伸び率がやや低下。品目別にみると、住宅販売の持ち直しに伴い、家具や家電販売は堅調である一方、日用品や衣料品などの販売が弱含み。可処分所得の伸び率が低下し、求人数が減少するなど、雇用所得環境の悪化が背景。

8月の乗用車販売台数は前年同月比▲3.4%と3カ月連続の前年割れに。主因は、株価下落よりも消費者の買い控え。価格の高い大型車の売れ行きは2014年秋以降総じて横ばいで推移しており、株高による資産効果、株安による逆資産効果は看取できず。対照的に、価格弾力性の大きい小型車の伸び率は急低下。これまでの過剰生産により車の在庫は大きく積み上がり、値下げ競争が激化。消費者の価格下落期待が強まり、買い控えの動きが拡大。

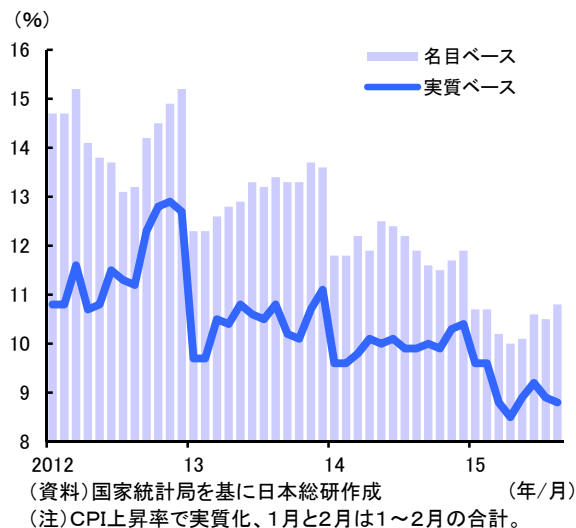
こうしたなか、当局は金融財政の両面から、景気と雇用を下支え。加えて、住宅市場のてこ入れ策や消費者金融の参入規制緩和などにより消費を刺激。

◆財政出動しても消費が牽引する構造は不変

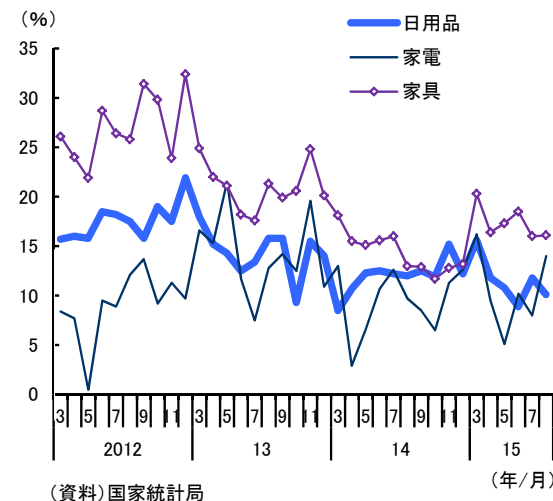
実質小売上高の伸び率がやや低下したもの、依然として9%程度の伸びを維持。2015年1～6月の実質成長率（7.0%）の内訳をみると、最終消費の寄与度は4.2%、総資本形成は2.5%、純輸出は0.3%と、消費を牽引役とする経済成長が持続。

先行き、2兆円規模のインフラ投資が実施されても、成長率押し上げ効果は限られ、消費が成長を牽引する構図に大きな変化はない見通し。中国の経済規模はここ7年間で2倍になった点や民間投資の投資全体に占める割合が64.1%まで上昇した点、民間投資の一段のスローダウンが見込まれる点を踏まえれば、必ずしも投資主導の成長に転じるとは言えず。

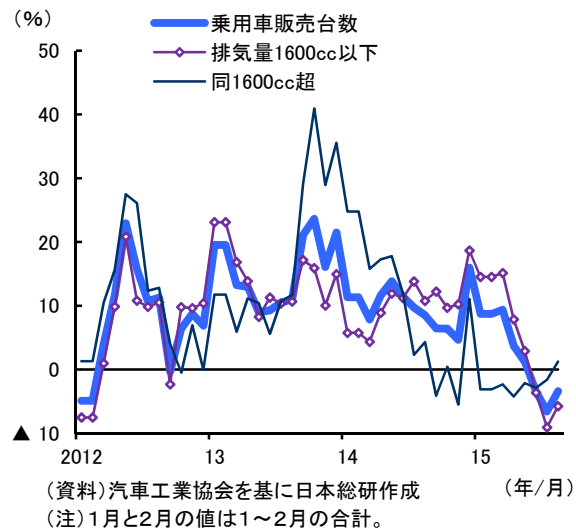
小売売上高(前年比)



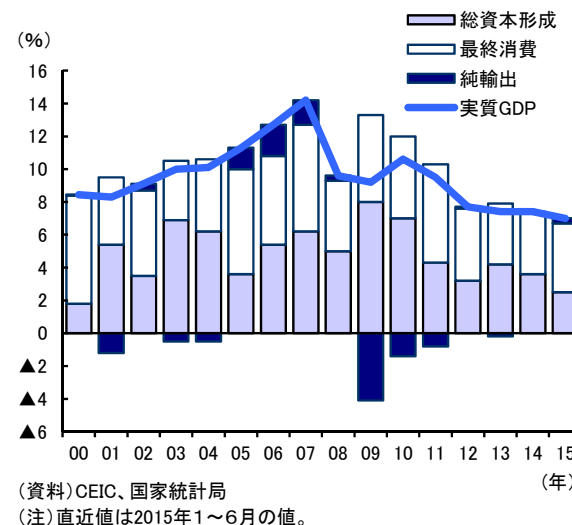
品目別小売売上高(前年比)



乗用車販売台数(前年比)



実質GDP成長率の寄与度分解(前年比)



先行き、財政出動により景気てこ入れ

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆現状：減速持続

1～8月の固定資産投資は前年同期比10.9%増に減速。とりわけ2015年入り後、民間固定資産投資が大きくスローダウン。業種別にみると、1～8月の民間鉄鋼業の固定資産投資は同▲12.9%、民間石炭採掘業は同▲12.0%、民間鉄鉱石採掘業は同▲19.5%と減少。

これらの結果、関連産業の生産販売活動は大きく縮小。2015年入り後、主要建機メーカーの油圧ショベルの販売台数は前年比▲4割減少。2次産業の名目GDP成長率や鉄道貨物輸送量、電力消費量の伸び率も急低下。

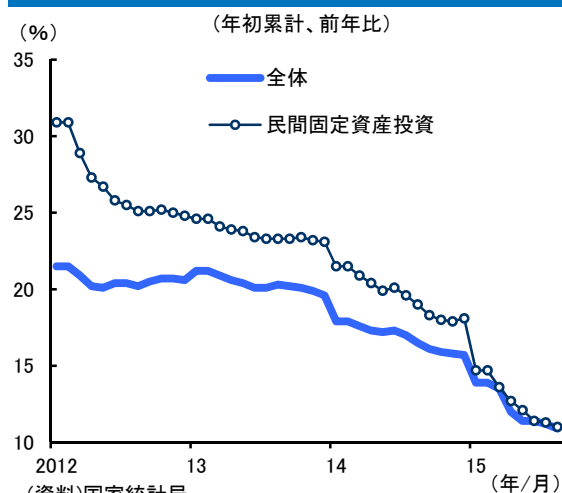
こうしたなか、当局は景気失速を警戒する姿勢を鮮明化。2014年11月から2015年8月までに、政策金利を5回引き下げるなど、金融緩和を実施。また、当局は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請してきたほか、総額2兆元のPPP（Public-Private Partnership）プロジェクトを発表。さらに、2軒目の住宅購入における最低頭金比率を引き下げるなど不動産市場でこ入れ策を緩和。

◆展望：財政出動により景気てこ入れ

民間企業が過剰債務を抱えるなか、金融緩和が効かず、固定資産投資の6割を占める民間投資が大幅に下振れるリスクも。そうした状況下、社会の不安定化に繋がりがねない雇用情勢の悪化を回避するため、当局は拡張的な財政政策により景気底割れを回避する見通し。

実際、2015年6月から中央政府直轄のインフラ投資が加速。9月8日にも財政部が「更なる積極的な政策を講じ、経済の安定運行を促進する」との声明を発表。同月14日には発展改革委員会が「投資促進のための8つの措置」を決定。

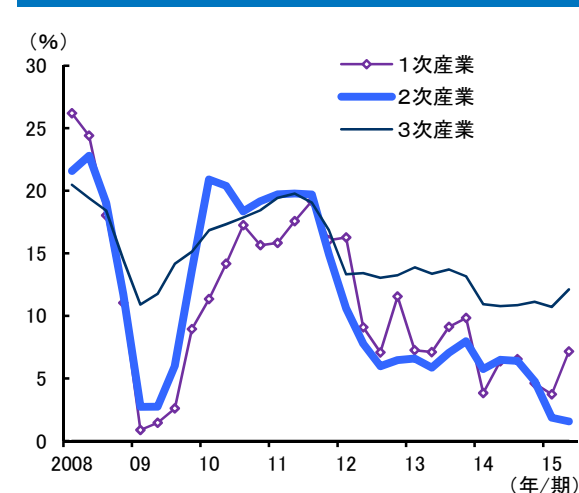
固定資産投資



(資料)国家統計局

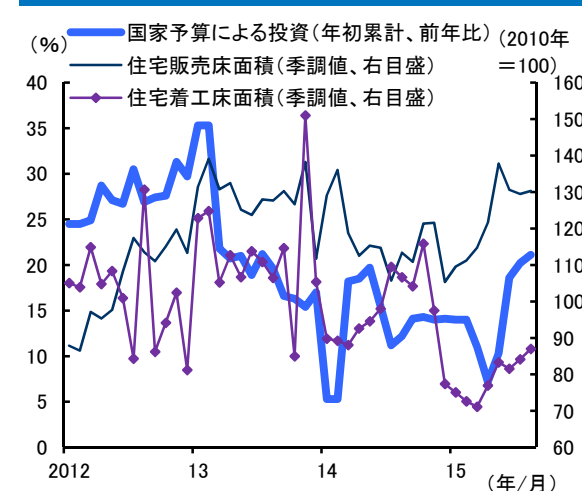
(注)2014年の民間固定資産投資は32.2兆元と全体の64.1%。

名目GDP成長率(前年比)



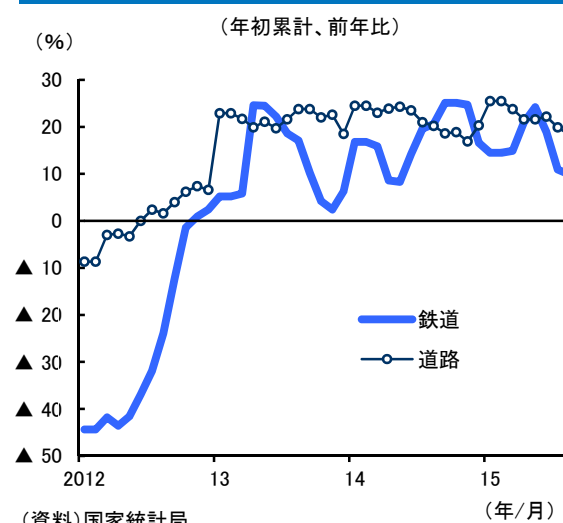
(資料)国家統計局

国家予算による投資と住宅販売・着工



(資料)国家統計局を基に日本総研作成

鉄道と道路の固定資産投資



(資料)国家統計局

「ピッグサイクル」が消費者物価の上昇要因に

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆物価：豚肉価格の上昇が消費者物価を押し上げ

8月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+2.0%。消費需要に大きな動きがみられないなか、食料品の供給が縮小したため、消費者物価の上昇幅が拡大。

具体的には、豚肉価格が2011年後半から3年半下落し続けるなか、多くの庭先農家が豚飼養から退出。農業部によると、豚飼養頭数は2013年8月から2015年5月にかけて減少。その結果、供給不足となり、8月の豚肉価格は同19.6%上昇し、CPIを0.6%ポイント押し上げ。豚肉価格は3～4年に一度価格が急騰する「ピッグサイクル*」の上昇期に入ったと判断可能。このほか、生鮮野菜が猛暑などの影響で値上がりするなど、食料品全体でCPIを1.2%ポイント押し上げ。他方、8月の非食料品価格の伸び率は前年同月比+1.1%と横ばいで推移。

豚肉の供給不足の早期改善が期待し難いなか、先行き、豚肉価格が一段と上昇し、CPIを押し上げる見通し。2015年12月の消費者物価の上昇幅は2.5%まで拡大する可能性も。

他方、8月の工業生産者出荷価格（PPI）は前年同月比▲5.9%と、下落幅が拡大。企業部門の需要が一段と落ち込んだことが背景。

* 詳しくは「中国のインフレは緩和の方向」日本総合研究所『アジア・マンスリー』2011年11月号を参照。

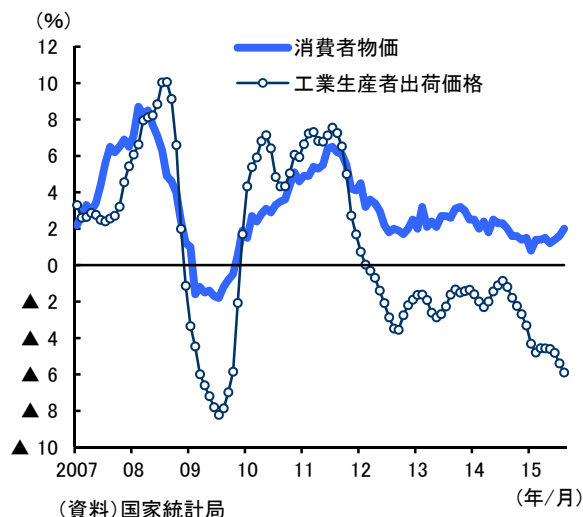
◆不動産価格：持ち直し

価格上昇の動きが全国に広がりつつあり、70都市の住宅平均販売価格は4カ月連続で上昇。

◆人民元レート：元安進展

8月の「中間値の決定方法」の改定後、元安が進展。当局は過度な元安傾向となることを回避するために、ドル売り・元買いのオペを実施。

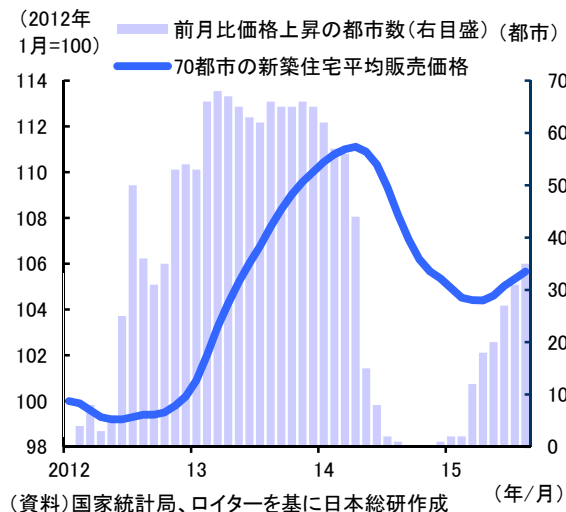
CPIとPPI(前年比)



豚肉価格(季調値)



住宅平均価格と価格上昇都市数



人民元レート

