

---

---

# 中国経済展望

2015年9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2015年8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)
- 
-

# 失速が懸念される地方経済



## ◆現状：景気は減速基調

当局は景気対策を打ち出しているものの、景気回復モメンタムは強まらず、中国経済は減速基調。過剰債務・過剰投資が重石となり、固定資産投資は一段と鈍化。2014年末の非金融企業債務残高は99.7兆元（地方融資プラットフォームの債務残高を含む）。

こうしたなか、地方経済に大きな景気下振れリスク。北京や上海などの沿海大都市では、証券業の活性化や住宅販売の持ち直しなどを背景に、一定の成長率をキープ。重慶や貴州省などの一部の内陸地域でも、ロボットやコンピューターなどの生産拡大が地域経済を牽引し、安定成長を継続。

他方、多くの内陸都市や沿海の東北地域では、民間固定資産投資の増勢鈍化に歯止めがかからないことに加え、インフラ投資の拡大が遅れている結果、景気は一段と減速。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地域では、景気の減速が顕著。

## ◆展望：景気が大幅に下振れるリスクも

今後を展望すると、民間投資を中心に景気減速が続くものの、当局がインフラ投資の促進と住宅市場のこ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を維持する見通し。8月25日、中国人民銀行は0.25%の追加利下げと0.5%の預金準備率の追加引き下げを発表し、一段の金融緩和を実施。

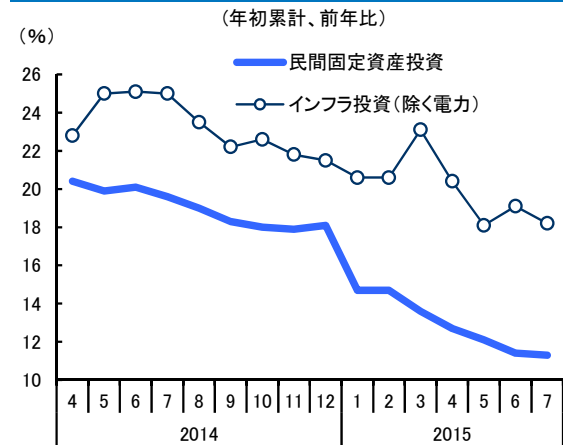
ただし、過剰債務・過剰設備を抱えるもと、金融緩和が効かず、民間投資が大幅に下振れる恐れも。このほか、インフラ投資の資金不足や住宅市場の再調整、株価の下落、地方のデフレ圧力の強まり、などのリスクにも留意の要。31省・市・自治区のうち、19地域で1～6月のGDPデフレ率が前年比マイナスとなるなど、デフレ圧力が強まるなか、先行き、一部の地域では縮小スパイラルに陥る恐れも。

## 地域別経済成長率とGDPデフレ率

	2014年			2015年1-6月		
	名目 GDP	実質 GDP	デフ レーター	名目 GDP	実質 GDP	デフ レーター
(前年比、%)						
<b>沿海部(東部)</b>						
江蘇	10.0	8.7	1.3	12.7	8.5	4.2
広東	9.1	7.8	1.3	11.8	7.7	4.1
天津	9.4	10.0	▲0.6	9.7	9.4	0.3
上海	9.1	7.0	2.1	8.5	7.0	1.5
北京	7.7	7.3	0.4	8.3	7.0	1.3
海南	11.3	8.5	2.8	7.9	7.6	0.3
福建	10.6	9.9	0.7	7.5	8.6	▲1.1
浙江	6.9	7.6	▲0.7	7.2	8.3	▲1.1
山東	8.7	8.7	▲0.0	5.9	7.8	▲1.9
河北	4.0	6.5	▲2.5	1.2	6.6	▲5.4
遼寧	5.7	5.8	▲0.1	▲1.5	2.6	▲4.1
<b>内陸部(中部)</b>						
江西	9.6	9.7	▲0.1	11.4	9.0	2.4
湖北	10.9	9.7	1.3	8.6	8.7	▲0.1
湖南	10.4	9.5	0.9	6.9	8.5	▲1.6
安徽	9.5	9.2	0.3	6.7	8.6	▲1.9
河南	8.7	8.9	▲0.2	6.1	7.8	▲1.7
吉林	6.3	6.5	▲0.2	4.4	6.1	▲1.7
黒龍江	4.6	5.6	▲1.0	▲4.2	5.1	▲9.3
山西	1.2	4.9	▲3.7	▲4.7	2.7	▲7.4
<b>内陸部(西部)</b>						
新疆	10.8	10.0	0.8	21.4	8.2	13.2
貴州	15.5	10.8	4.7	15.1	10.7	4.4
チベット	14.0	10.8	3.2	13.4	9.1	4.3
重慶	12.7	10.9	1.8	12.4	11.0	1.4
雲南	9.3	8.1	1.2	8.1	8.0	0.1
広西チワン	9.0	8.5	0.5	7.0	8.0	▲1.0
陝西	10.3	9.7	0.6	6.4	7.3	▲0.9
寧夏	7.3	8.0	▲0.7	5.2	7.4	▲2.2
甘肅	9.1	8.9	0.2	4.9	8.0	▲3.1
四川	8.7	8.5	0.2	4.7	8.0	▲3.3
青海	9.5	9.2	0.3	4.6	7.9	▲3.3
内モンゴル	5.6	7.8	▲2.2	1.2	7.0	▲5.8
全国	8.2	7.4	0.8	6.5	7.0	▲0.5

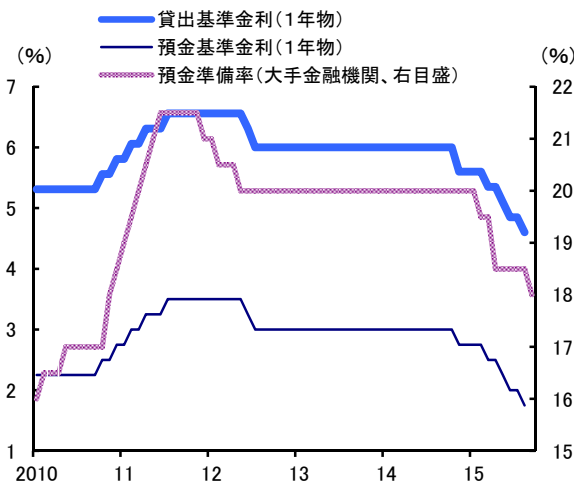
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

## 民間固定資産投資とインフラ投資



(資料) 国家統計局 (注) 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。

## 政策金利と預金準備率



(資料) 中国人民銀行 (年/月)

# 事実上の人民元の切り下げ措置を実施



## ◆輸出：人民元の切り下げにより輸出てこ入れ

輸出は頭打ち。輸出は人件費の上昇や元高、輸出先の景気減速が足かせに。

こうしたなか、当局は事実上の人民元切り下げ措置を実施。現在、中国人民銀行は人民元レートの日あたりの変動幅を、当局が毎日発表する「中間値」の2.0%以内に制限。2015年8月11日午前、中国人民銀行は「中間値」の決定方法を改善するとの声明を発表。その上で、当日の「中間値」を1元＝6.230米ドルと、10日の6.116から1.9%元安の水準に設定。続く12、13日にも「中間値」を、それぞれ1.6%、1.1%切り下げ。

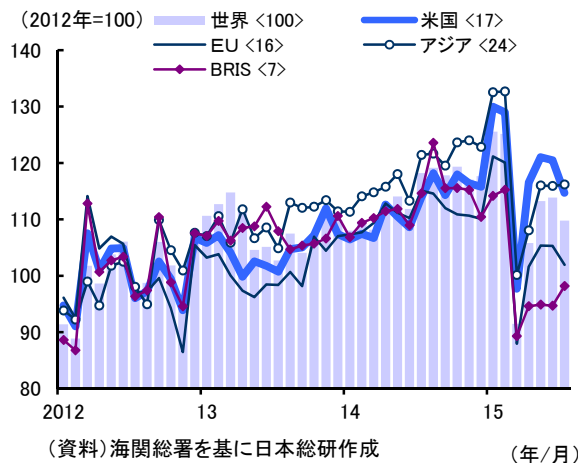
声明では、銀行等市場参加者に対して、今後、毎日の銀行間外為市場の取引開始までに、前日の銀行間外為市場の終値を参考にし、外為需給および国際主要通貨の変動を総合的に考慮して、中国外為交易中心に中間値を提供するよう要求。もっとも、当局が「中間値」を決定する際に、どこまで各社から得られた数値を反映するかなどの説明はなく、当局に依然裁量の余地。

今回の措置を受けて、人民元の対米ドルレートは急落。これは、輸出企業の収益、および中国製品の価格競争力の改善に寄与。今後、元安が進展すると、それらの効果が明確となるものの、他国が追随して自国通貨を切り下げると、効果は十分に出ない可能性も。

## ◆輸入：弱含み

米国、NIEsやASEANからの輸入額は昨年並みの水準を維持する一方、日本やEU、資源国からの輸入額は2014年を大きく下回る水準。また、7月の機械類の輸入額（季調値）は、2014年12月対比▲9.7%減少。日本やEUからの輸入減少、資本財輸入の減少は、製造業の設備投資の下振れを示唆。

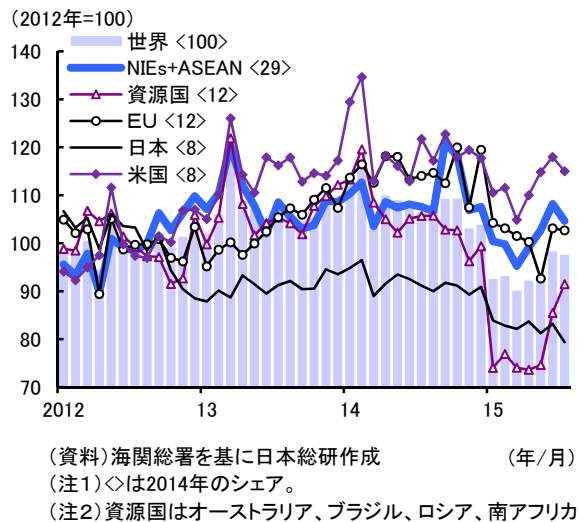
## 地域別輸出額（季調値、米ドルベース）



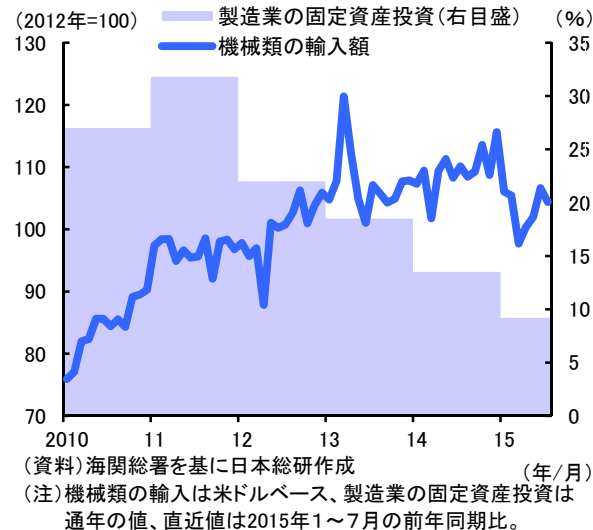
## 人民元レート



## 地域別輸入額（季調値、米ドルベース）



## 機械類の輸入額と製造業の固定資産投資



# 乗用車市場では買い控えの動き



## ◆個人消費：増勢がやや鈍化

2014年まで年率10%程度の伸びを保っていた実質小売売上高は15年入り後に小幅ながら増勢が鈍化。

この背景に、雇用所得環境の悪化。4～6月期の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲5.4%の減少。とりわけ、建設業の求人数は不動産開発投資などのスローダウンを背景に同▲23.8%と大幅減少。製造業の求人数も過剰供給能力が重しとなり同▲7.7%減少。雇用の悪化を受け、1～6月の全国1人当たり名目可処分所得は前年同期比9.0%増と、2014年通年の同10.1%増から増勢が鈍化。

こうしたなか、当局は金融緩和や公共投資の拡大により、景気と雇用を下支え。加えて、住宅市場で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。さらには、株価対策を相次ぎ実施。今後、政策効果が顕在化し、消費は比較的堅調に拡大する見通し。

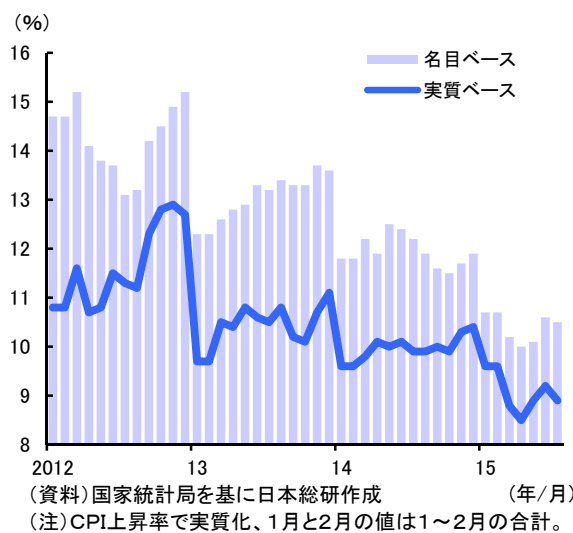
ただし、政策効果が想定ほど出ず、企業部門が大幅に下振れれば、家計は雇用所得環境のさらなる悪化に直面するリスクも。

## ◆価格下落期待が強まり、消費者は買い控え

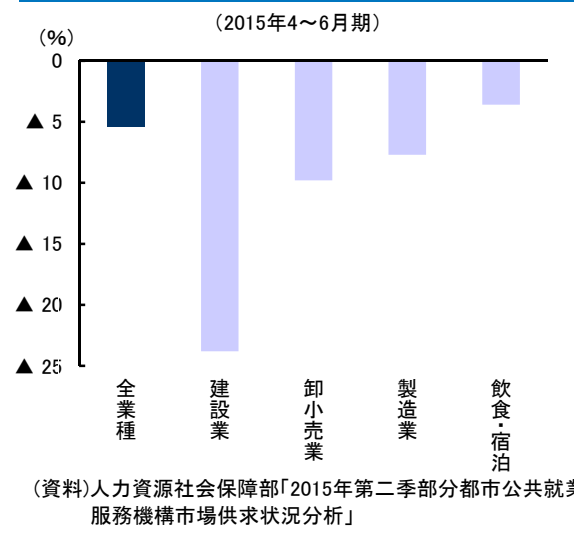
7月の乗用車販売台数は前年同月比▲6.6%減少。とりわけ、価格弾力性の大きい小型車需要の落ち込みが顕著。この主因は消費者の買い控え。これまでの過剰生産により車の在庫は大きく積み上がり、値下げ競争が激化。消費者の価格下落期待が強まり、買い控えの動きが拡大。

中国の自動車普及率が依然低い点を踏まえると、在庫調整に一定の時間がかかるものの、その後、市場は再拡大する公算大。2014年末の中国の自動車普及率は11人に1台と日本の2人に1台を大きく下回る水準。

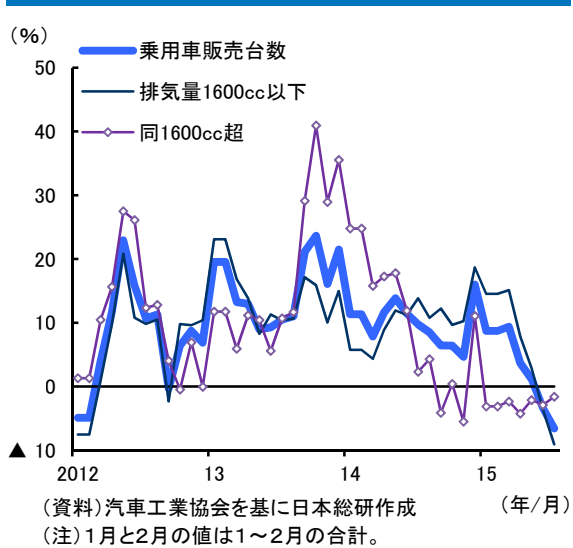
## 小売売上高(前年比)



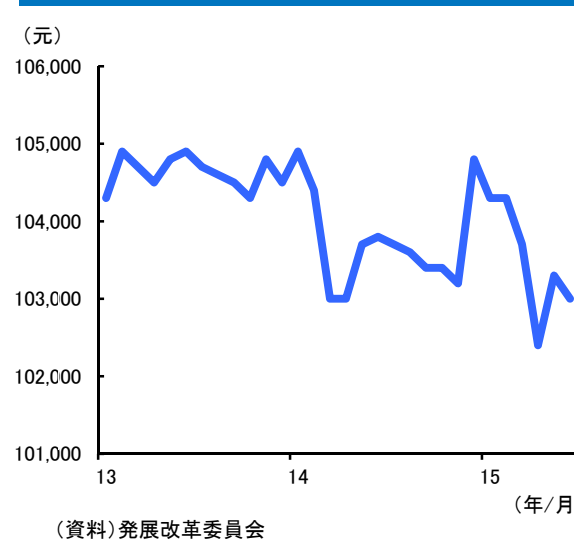
## 主要な業種の求人数(前年比)



## 乗用車販売台数(前年比)



## 乗用車販売単価



# 悪化する企業の資金需要



## ◆投資：減速持続、一部では持ち直しの動きも

1～7月の固定資産投資の伸び率は民間投資の slowdownを受けて、前年同期比11.2%増に減速。こうしたなか、当局は景気失速を警戒する姿勢を鮮明化。中国人民銀行は利下げや預金準備率の引き下げを相次ぎ実施。加えて、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。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抑制策を緩和。

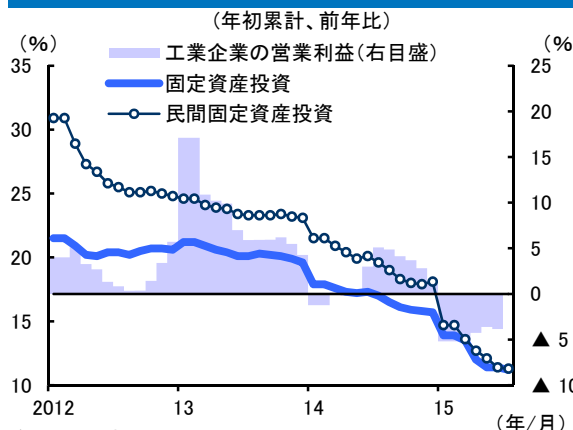
今後、政策効果が顕在化してくることで、住宅市場は底入れし、インフラ投資も拡大する見通し。実際、中央政府直轄のインフラ投資が増勢に転じ、住宅販売は持ち直し。住宅在庫は高水準ながら、住宅着工にも底入れの動き。

## ◆過剰債務・過剰投資が民間投資の重石に

ただし、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恐れも。2014年秋以降、金融緩和を継続しているにもかかわらず、08年や12年と異なり、企業の資金需要は依然減少の方向。さらに、企業収益が悪化するなか、資金の出し手にも慎重化の動きがみられており、銀行のオフバランスの融資を含む社会融資総量の増勢は鈍化。

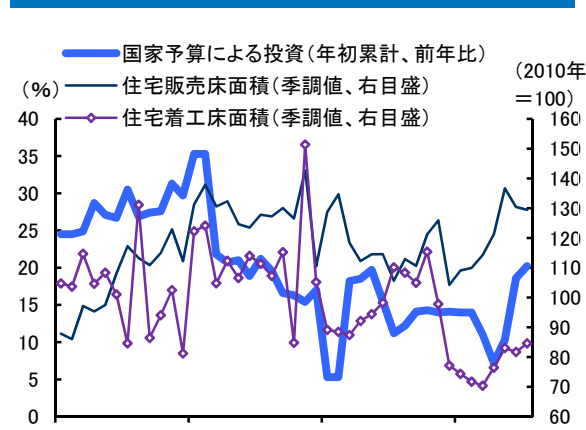
これらの背景には過剰債務・過剰投資。近年、中国の企業債務は急膨張。国際決済銀行（B I S）によると、非金融企業債務残高は2008年末の31.2兆元から2014年末に99.7兆元に増加。2014年末の非金融企業債務残高の対GDP比は156.7%と日本のバブル期（1989年には同132.2%）を上回る水準まで上昇。金利を6%と想定し、向こう10年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間16.0兆元と試算され、企業の利払い負担は大。一方で、デフレ圧力は強まり、製品の出荷価格の下落により収益は悪化しており、銀行を経由した高利率での貸付けなどでデフォルトが相次ぎ発生。

## 固定資産投資と工業企業収益



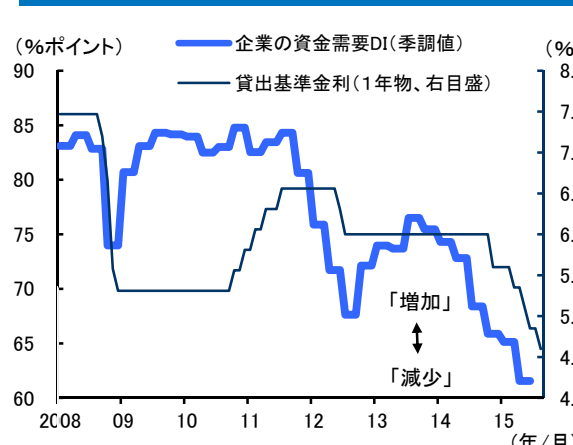
(資料) 国家統計局  
(注1) 2014年の民間固定資産投資は32.2兆元と全体の64.1%。  
(注2) 営業利益=売上高-(売上原価+販売費+一般管理費)  
(注3) 2015年1～7月の工業企業収益は未発表。

## 国家予算による投資と住宅販売・着工



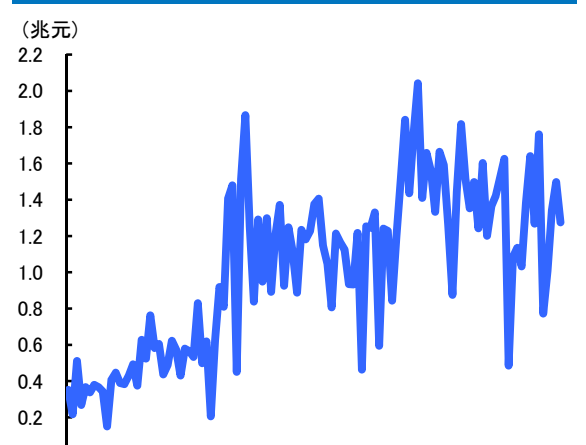
(資料) 国家統計局  
(注) 住宅販売床面積と着工床面積の季調値は日本総研作成。

## 企業の資金需要と政策金利



(資料) 中国人民銀行  
(注) 資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。

## 社会融資総量(フロー、季調値)



(資料) 中国人民銀行を基に日本総研作成

# 株価は再び大きく下落

## ◆物価：強まる下落圧力

7月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+1.6%と、緩やかな上昇傾向。豚肉価格が同16.7%と大幅に上昇。豚肉価格の影響を除くと、7月のCPIは+1.1%と、6月の+1.2%から小幅低下。

工業生産者出荷価格（PPI）は同▲5.4%と、下落傾向が持続。内訳をみると、生産財は同▲6.9%、消費財は同▲0.3%と、いずれも一段と下落。

デフレ圧力は強まり、1～6月のGDPデフレーターは前年同期比▲0.5%と2014年通年の+0.8%からマイナスに。とりわけ、採掘業や重工業が主要産業である黒龍江省は同▲9.3%、山西省▲7.4%、内モンゴル▲5.8%と大幅に下落。

## ◆不動産価格：沿海都市を中心に上昇

7月の主要70都市の新築住宅平均販売価格は前月比0.3%上昇。とりわけ、沿海都市での持ち直しが鮮明。

## ◆株価：下落

上海総合株価指数は6月12日をピークに下落。こうしたなか、7月入り後に当局は株価対策を相次ぎ発表。代表的なものとして、7月9日に中国人民銀行が、株式買い増し用資金を中国証券金融株式会社経由で、証券会社に追加融資すると発表。また、政府は「悪意のある空売り」の取り締まり強化。その結果、株価は一旦下げ止まり。

もつとも、8月後半に株価は再び大きく下落。25日には2,965ポイントと、一週間で▲25.8%。マーケットは、8月の財新製造業PMI指数が低下したこと、当局が追加の株価対策に消極的な姿勢をみせたことなどを嫌気。株価の下落は、国有企業改革の遅延や企業財務の悪化、個人消費の下振れなどに繋がる恐れ。

