
中国経済展望

2016年10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)
-
-

景気は減速、来年は自動車販売も反動減



◆現状：景気は減速基調

中国では、景気減速が持続。民間固定資産投資は過剰債務・過剰設備が重石となり、依然として減速傾向。インフラ投資や国有企業の投資拡大が景気を下支え。

足許では、小型車減税措置が2016年末に期限を迎えるなか、駆け込み需要が発生しており、自動車販売台数は大幅に増加。8月の自動車販売台数は前年同月比24.2%増と、2015年通年の前年比4.7%増を大きく上回る伸び。

◆展望：景気は一段と減速

先行きも、バランスシート調整を余儀なくされるもとで、民間投資は一段とスローダウンする見通し。企業の資金需要が減退しているため、利下げや減税、規制緩和の投資促進効果も期待薄。

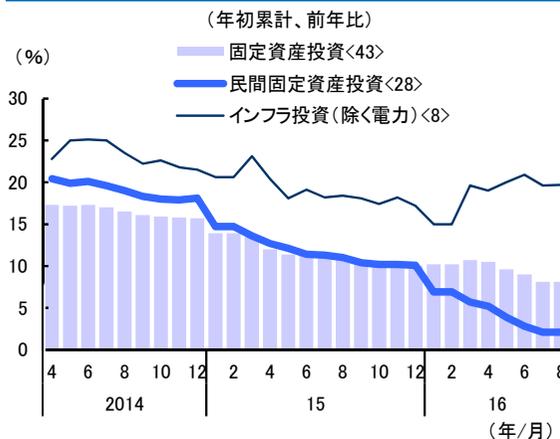
個人消費も、雇用調整の動きが続き、実質所得の増勢が鈍化していることを踏まえれば、拡大ペースが減速する公算。

さらに、2017年入り後、購入刺激策の効果剥落に伴う自動車販売の反動減が生じる見込み。前回の小型車減税措置は2009年1月から2010年末。自動車販売台数は2010年後半には駆け込み需要から前年同月比20%超の伸びとなったものの、2011年入り後には伸び率が大きく低下し、減税措置の終了に伴う反動が発生。

もっとも、景気失速は回避。公共投資の拡大が下支えし、成長率の低下はマイルドにとどまる見通し。2016年の経済成長率は6.6%、2017年は6.5%と予想。

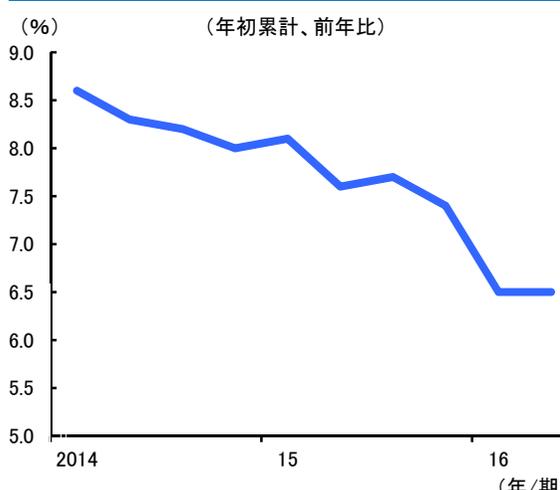
なお、企業債務の過剰感が強いなか、不良債権が急増しており、先行き金融機関の破綻や政府によるミスハンドリングが金融システムの不安定化に繋がるリスクには警戒が必要。

固定資産投資



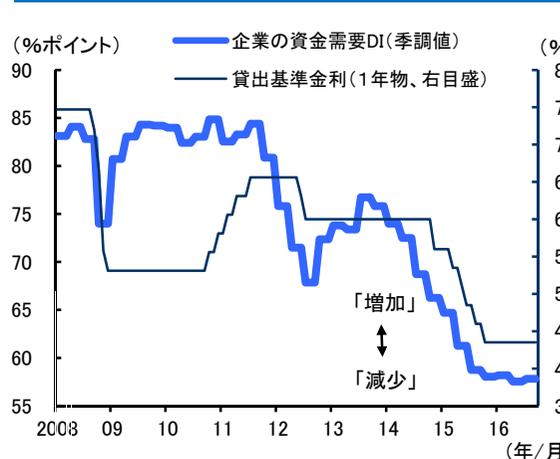
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」
(注) <>はGDPに占めるおおよその割合、重複計上あり。国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。

全国1人当たり実質可処分所得



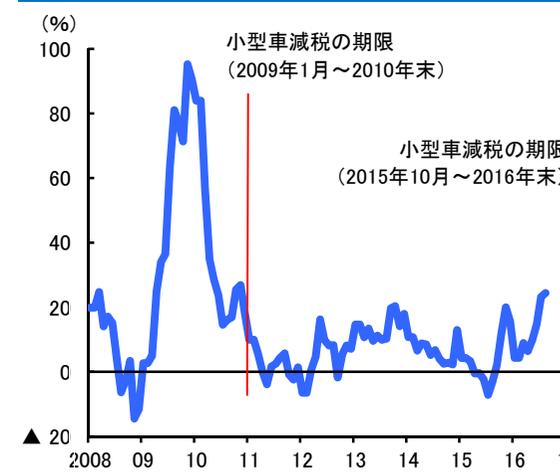
(資料) 国家統計局「全国居民人均可支配收入」

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。

自動車販売台数(前年比)



(資料) 中国汽車工業協会「汽車工業経済運行状況」を
基に日本総研作成

輸出に景気の牽引役を期待することは困難

◆輸出：減少

輸出額は人件費などコスト上昇による中国製品の輸出競争力の低下に加え、輸出先の景気減速を受けて、減少傾向。とりわけ、景気低迷が深刻化しているブラジル向け、ロシア向け、南アフリカ向けが足かせに。

不安定な資源価格や米国の利上げ懸念など、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。中国の輸出額のうちOECD非加盟国向けは54%（2015年）と大きく、今後も新興国や資源国の景気動向に左右される見込み。

◆輸入：減少

輸入額は内需の弱まりや輸入価格の下落などにより減少。とりわけ、資源国からの輸入額は資源安により低水準。8月の鉄鉱石の入着価格は1トン当たり56ドルと、ピークであった2011年9月の同176ドルの約3分の1に。

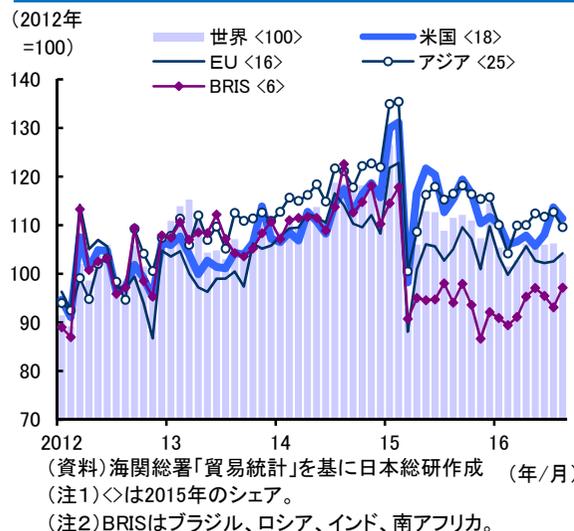
◆対中直接投資：欧米からの投資が拡大

1～8月の対中直接投資は前年同期比4.5%増と伸び悩み。地域別にみると、米国が2015年通年では前年比▲2.0%減少したが、2016年1～6月には情報通信や金融業などの分野で投資が拡大し、総額では前年同期比79.7%増に。EUは同34.9%増と2015年通年の同4.6%増から増加幅が拡大。欧米企業は消費構造の高度化や不良債権処理をビジネスチャンスと捉え、対中直接投資を積極化。

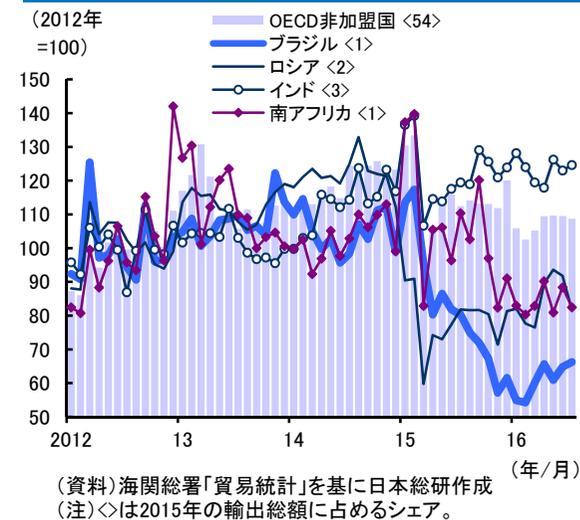
◆対外直接投資：大幅に増加

1～8月の対外直接投資は前年同期比53.3%増と大幅に拡大。8月には、ハイアールによる米GEの家電事業のM&Aが実行され、買収額は55.8億ドルに。これは、知的財産やブランドの獲得に繋がるほか、欧米などの市場開拓の足がかりにもなる見通し。

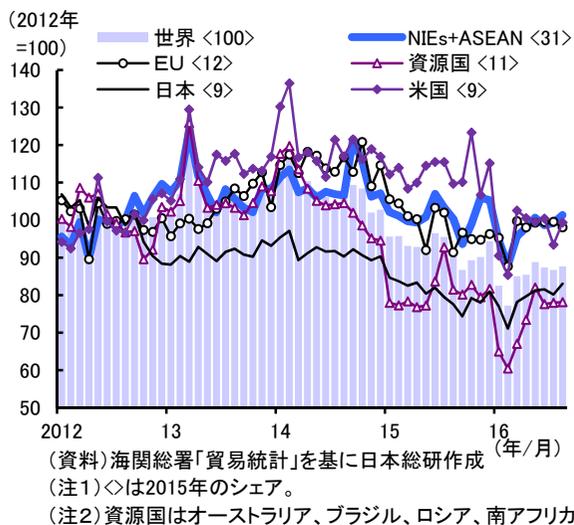
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



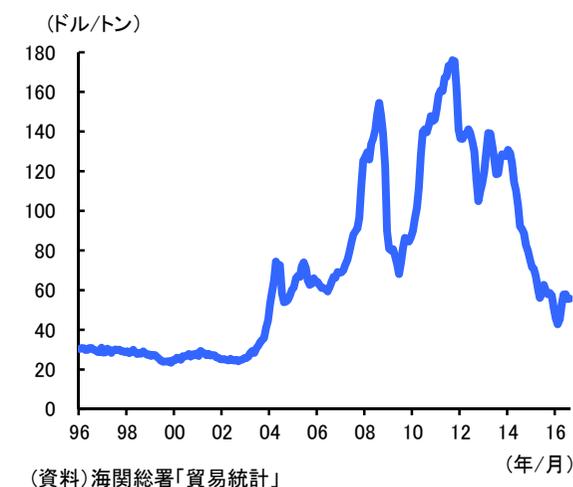
新興国向け輸出額(季調値、米ドルベース)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



鉄鉱石の入着価格



住宅市場に緩和マネーが流入



◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売売上高の伸び率は自動車販売の大幅増加を主因に足許で一時的に持ち直しているものの、雇用所得環境が悪化するなか、減速基調は変わらず。実際、2016年1～8月の実質小売売上高は前年同期比8.3%増と2015年通年の前年比9.3%増から▲1.0%ポイント低下。全品目の名目小売売上高の伸び率は同▲0.4%ポイント低下。通信機械、家電、衣料品の売上高は、それぞれ▲15.4%、▲3.6%、▲2.6%ポイント低下。

4～6月期の求人数は6四半期連続で前年比マイナス。非製造業PMI就業人員は増減の分かれ目となる50を下回り、製造業のみならずサービス業の労働需要も縮小。さらに、1～6月の全国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。

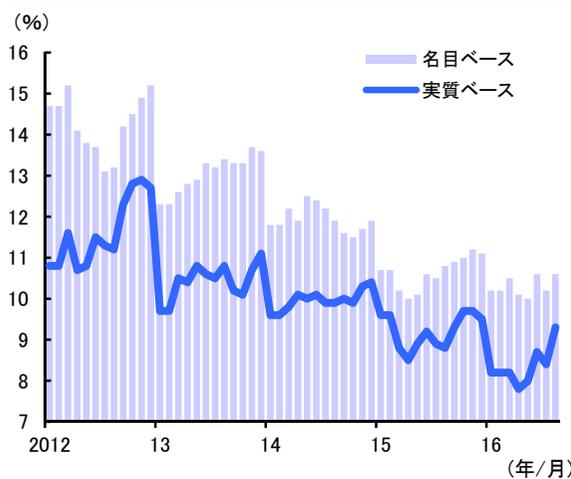
◆不動産市場は過熱

8月、住宅販売床面積（季調値）は前月から大幅減少したものの、2015年末より27.9%高い水準。

住宅価格も、主要70都市のうち64都市で上昇。前年同月と比べると、沿海大都市の上海が+37.8%、深セン+37.3%、北京+25.8%と、いずれも2ケタ上昇。このほか、合肥+40.5%、南京+38.8%、武漢+16.8%と、一部の内陸都市でも10%を上回る上昇がみられ、不動産市場は過熱。

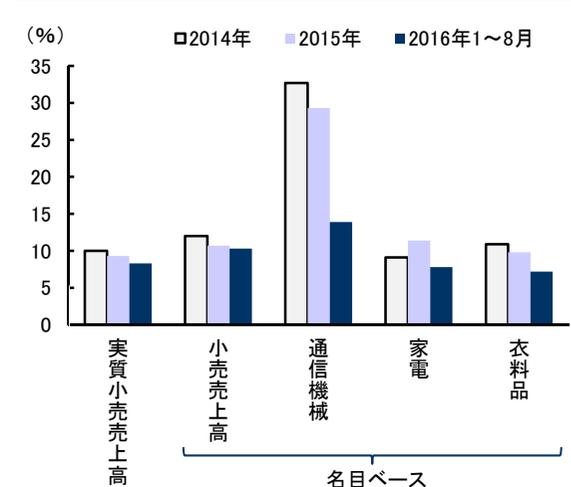
家計の雇用所得環境が悪化している点を踏まえれば、緩和マネーの流入に伴う投機的需要の拡大が主因と判断可能。中国人民銀行は2014年11月以降、政策金利を6回、預金準備率を5回引き下げたほか、インターバンク市場で積極的に資金を供給。一方、投資抑制姿勢から民間企業の資金需要は減退。この結果、緩和マネーが住宅市場やシャドーバンキングなどに流入。

小売売上高(前年比)



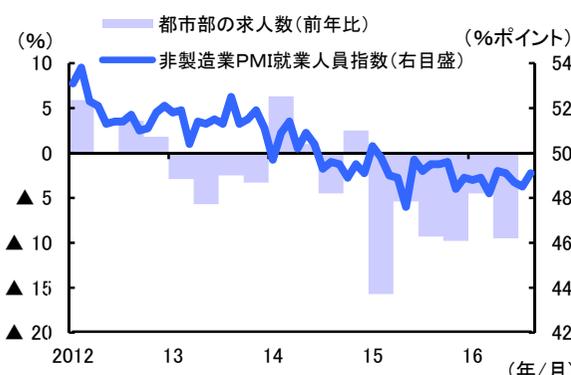
(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費价格」
(注) CPI上昇率で実質化、1月と2月は1～2月の合計。

品目別小売売上高(前年比)



(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費价格」

求人数と非製造業PMI就業人員指数



(資料) 国家統計局「非製造業商務活動指数」、中国人力資源市場情報監測中心「部分都市公共就業服務機構市場供求状況分析」
(注) 非製造業PMI就業人員指数は「就業人員が先月から増加」-「減少」+50、調査対象は全国4,000社。

住宅販売と価格上昇都市数



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售狀況」、「70大中城市住宅銷售價格變動狀況」
(注) 日本総研が住宅販売床面積を季節調整。

高い投資比率が続く見通し

◆固定資産投資：減速傾向

1～8月の固定資産投資は前年同期比8.1%増。伸び率は1～7月から横ばいに。もっとも、2015年通年の伸び率と比べると▲1.9%ポイント低下。

民間固定資産投資は同2.1%増と、2015年通年の伸び率から▲8.0%ポイント低下。内訳をみると、第2次産業が同2.1%増、第3次産業が同1.0%増と、いずれも低い伸び。

この背景には、需要・売上の伸び鈍化により、債務・設備の過剰感が強まるなかで、追加の借入・投資のコストに見合うだけの投資収益が期待できなくなったことが指摘可能。非金融企業債務残高の対GDP比は日本のバブル期を上回っており、企業は大きなバランスシート調整圧力に直面。一方、人件費の上昇に加え、海外景気減速を背景に輸出が減少していることも相まって、設備稼働率は2010年をピークに低下傾向。

他方、国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は同21.4%増、インフラ投資は同19.7%増、不動産開発投資は同5.4%増と、それぞれの伸び率は2015年通年から上昇。公共部門と不動産業の投資拡大が、景気と雇用の下支えに。

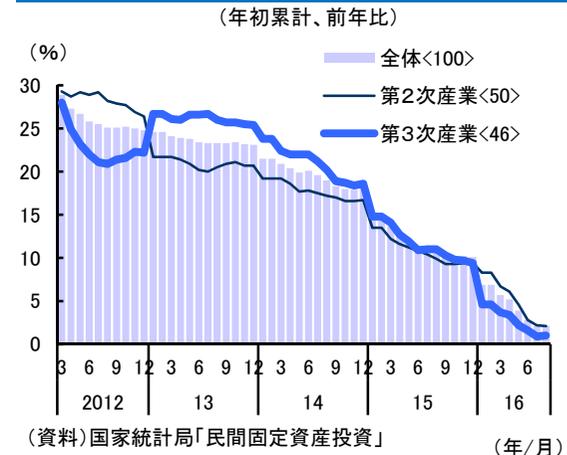
◆構造調整に逆行する動き

もっとも、公共投資や不動産開発投資の拡大は構造調整に逆行する動き。政府が雇用安定を重視している点を踏まえれば、先行き、公共部門の投資拡大が続き、投資比率は高止まる見通し。また、鉄鋼業に生産能力増強の兆しがみられる点にも留意が必要。インフラ投資の加速を受けて、8月末の鋼材価格は2015年末比4割上昇。企業収益に持ち直しの動きがみられるなか、1～8月の鉄鋼業の固定資産投資は前年同期比0.7%増と、2015年通年の同▲11.0%からプラスに転換。

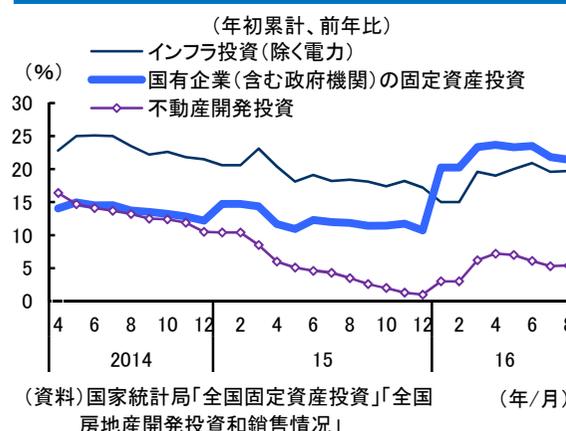
固定資産投資



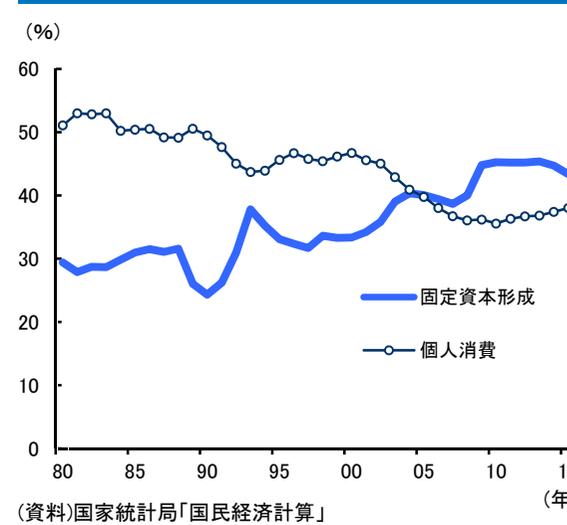
民間固定資産投資



公共投資と不動産開発投資



固定資本形成と個人消費の対GDP比



政府介入で株価は下げ止まり

◆物価：低い伸び

8月のCPIは前年同月比+1.3%と7月から▲0.5%ポイント低下。天候不順により大幅に上昇した生鮮野菜価格が、足許で落ち着きを取り戻しているほか、消費需要が弱まるなか、非食料品価格が伸び悩んでいることが背景。

8月のPPIは同▲0.8%と下落幅が縮小。これまでの減産や公共投資の拡大などにより、市況に持ち直しの動き。ただし、需給ギャップの早期解消が見込めないなか、物価変動率は一進一退で推移する見通し。

◆人民元レート：元安進展

人民元の対米ドルレートは2015年に4.7%と大幅に減価。2016年入り後も元安・ドル高が進み、9月27日時点で2.7%減価。対円レートはそれぞれ3.8%、18.7%と、2016年入り後の減価が顕著。

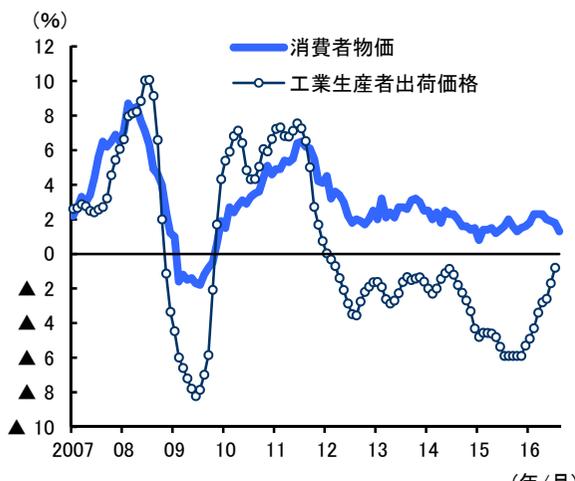
2015年、中国経済の先行き不透明感が強まったため、非居住者が資金を中国から引き揚げ。また、元の先安観が強まるなか、中国企業が外貨建て債務の返済を実施。これらの結果、極めて大規模な資金流出が発生。政府は積極的な元買い介入を行ったものの、人民元レートの大幅な減価を回避できず。

2016年入り後も、元の先安観が残るなか、中国企業による外貨建て債務返済の動きは持続。海外旅行の普及や対外直接投資の拡大も元安の要因に。一方で、資本規制の強化や公共投資の拡大が、為替の安定に寄与。当局も為替介入を見送ったため、外貨準備高は横ばいで推移。

◆株価：下げ止まりの動き

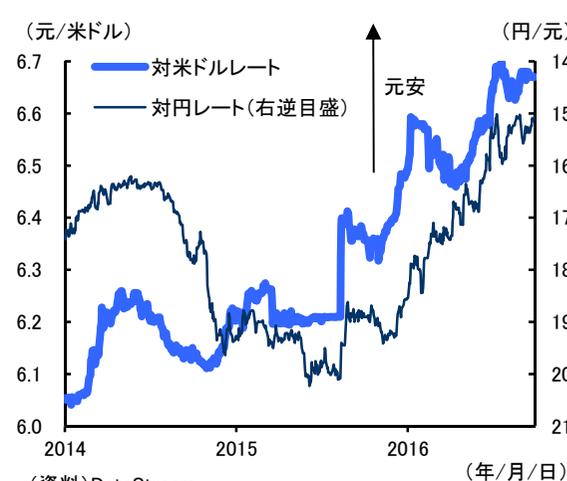
株式の売却禁止令などの規制は持続。金融緩和、政府ファンドによる株式投資、証券会社に対する株式保有拡大の要請などが株価を下支え。

CPIとPPI(前年比)



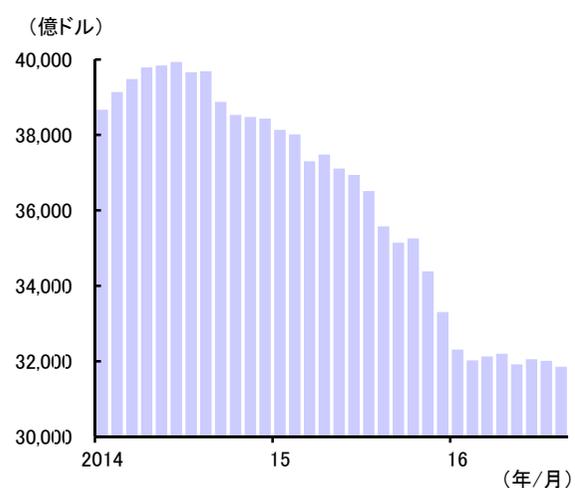
(資料)国家統計局「居民消費价格」「工業生産者出荷价格」

人民元レート



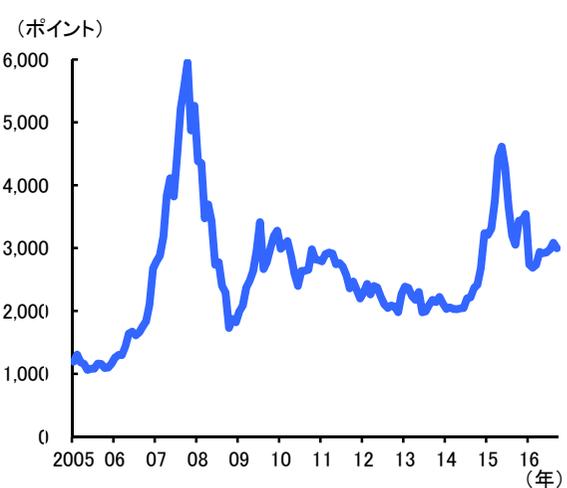
(資料)DataStream (注)トムソン・ロイター社調べ。

外貨準備高



(資料)国家外為管理局

上海総合株価指数



(資料)上海証券取引所